



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2019 年第 72 总第 742 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2209 室

2019 年 10 月 11 日 星期五

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



宏观经济	2
新一轮中美经贸高级别磋商在华盛顿开幕.....	2
欧洲央行会议纪要：政策制定者在刺激措施上分歧很大.....	2
国务院印发《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》.....	2
9 月中国财新服务业 PMI 为 51.3，创七个月新低.....	2
货币市场	3
全球央行疯抢黄金.....	3
监管动态	3
银保监会：整治银行保险机构侵害消费者权益乱象.....	3
浦发银行、渤海银行等违规“输血”楼市被罚.....	3
浙江辖区监管已经叫停假结构性存款.....	4
金融行业	4
全国首例“个人破产”试点破冰.....	4
全国首只政府引导投资债转股基金落地.....	4
国企改革	5
格力电器混改接近揭盅.....	5
安徽最大国企淮南矿业上市在即.....	5
热门企业	5
中国银行、工商银行计划在长三角区域新增投入 3 万亿元融资.....	5
四家中国车企被网曝申请破产，回应子虚乌有.....	6
地方创新	6
浦东科创母基金成立，首期规模 55 亿元.....	6
全国首个 5G 高端创新产业园、金融科技产业空间亮相.....	7
深度分析	7
社会融资规模指标的意义究竟何在.....	7

宏观经济

新一轮中美经贸高级别磋商在华盛顿开幕

10月10日上午,中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦开始新一轮中美经贸高级别磋商。本轮高级别磋商定于10日至11日在华盛顿举行,双方团队此前已开始工作层磋商。

欧洲央行会议纪要:政策制定者在刺激措施上分歧很大

10月10日,欧洲央行发布会议纪要显示,多数委员支持重启债券购买,如果没有采取QE,部分委员准备支持降息20个基点,新兴市场货币的疲软促成了欧元名义有效值的温和升值。欧洲央行会议纪要还显示,一些成员反对量化宽松政策,他们认为量化宽松应该是最后的手段,一些人认为,开放式量化宽松可能会推动欧洲央行进行更大规模的购买,挑战购买限制。短期政策利率未来走势的不确定性仍然较高,所有决策者同意需要进一步放松。

国务院印发《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》

《方案》指出,实施更大规模减税降费是应对当前经济下行压力的关键之举,调整中央与地方收入划分改革是落实减税降费政策的重要保障。

一是保持增值税“五五分享”比例稳定;二是调整完善增值税留抵退税分担机制;三是后移消费税征收环节并稳步下划地方,将部分在生产(进口)环节征收的现行消费税品目逐步后移至批发或零售环节征收。

华泰证券首席宏观分析师李超认为,自分税制改革后,地方政府与中央政府税收分成,地方政府的收入占比较低,形成了财权和事权的不匹配。这次改革旨在扩大地方政府分成比重。在减税降费和经济下行压力加大的背景下,改革的方向非常重要,预计地方财政收支压力可能会有所缓解。

9月中国财新服务业PMI为51.3,创七个月新低

9月中国财新服务业PMI为51.3,创七个月新低,预期52,前值52.1。9月财新中国综合PMI为51.9,为5月以来最高。财新智库莫尼塔研究董事长、首席经济学家钟正生表示,9月中国经济呈现出较明显的边际改善,内需加速扩张、就业改善,但受汇率波动、劳动力和原材料成本上涨影响,成本压力增大,对企业信心造成压制;不过,受前期去产能、去库存影响,企业产能约束凸显,积压工作明显增加,有助于企业投资的修复;中国经济经过前期快速下行之后,逐渐具备企稳基础。

货币市场

全球央行疯抢黄金

自今年下半年黄金走出一波牛市以来，黄金的关注度持续攀升。除了资金不断涌入黄金 ETF，各国央行不遗余力的买入黄金成为金价背后最大的支撑！

10 月 10 日，世界黄金协会披露的全球各国中央银行 8 月购金的最新数据显示，8 月份全球各国央行购金(1 吨或以上)总量为 62.1 吨，而售金总量仅为 4.8 吨，从而净购金量达到 57.3 吨。这相比 7 月较为保守的 12.8 吨净购金量，有了明显的提升。

世界黄金协会称，全球各国央行黄金需求势不可挡。该协会市场分析团队认为，全球不确定性仍然高企，且几乎没有会在近期下降的迹象。在这种背景下，各国央行依旧相信应该在其储备组合中增持黄金。

世界黄金协会还称，与前几个月多个国家央行积极购金不同的是，8 月黄金总购买量集中在四个国家的央行。其中，土耳其的黄金储备增量可观，高达 41.8 吨，占 8 月全球各国央行总购金量的三分之二。其他购金量超过 1 吨的国家还有俄罗斯(11.3 吨)，中国(5.9 吨)和卡塔尔(3.1 吨)。世界黄金协会表示，今年迄今已公布的全球各国净购金量(超过 1 吨)总额突破 450 吨。中国公布的最新黄金储备数据显示，中国央行已经连续 10 个月增持黄金。

监管动态

银保监会：整治银行保险机构侵害消费者权益乱象

中国银保监会办公厅 10 月 10 日发布通知，开展银行保险机构侵害消费者权益乱象整治工作。本次侵害消费者权益乱象整治的重点是：以规范经营行为、保护消费者合法权益为目标，以《关于加强金融消费者权益保护工作的指导意见》为依据，以相关法律法规为准绳，排查本机构、本单位、本地区存在的突出问题。要求分三个阶段进行银行保险机构侵害消费者权益乱象整治。强制捆绑搭售、结构性存款假结构、过度营销信用卡分期、保险理赔推诿、扰民营销等 33 项侵害消费者权益的行为，将被重拳整顿。

浦发银行、渤海银行等违规“输血”楼市被罚

10 月 10 日，北京银保监局公布了近期的大额罚单，其中浦发银行北京分行被罚 290 万元，违规事由中包括违规“输血”楼市。

公告显示，浦发银行北京分行因信贷资金转存定期存单并用于开立银行承兑汇票、违规办理委托贷款业务、资金监控不到位导致信贷资金违规用于投资及购房、个别贷款业务管理不到位、票据业务管理严重违反审慎经营规则、同业投资违规通过信托通道发放土地储备贷款、理财资金违规用于借款人支付土地出让金、理财资金违规通过信托通道投向批准文件不全的建设项目等事由，被责令改正，并被罚合计 290 万元。

据记者统计,年内已有超过 30 家银行因房地产业务违规吃到罚单,包括国有银行、股份制银行、城农商行和农村信用社等。就在上个月 11 日,渤海银行北京分行因理财资金违规用于房地产开发企业缴交土地出让价款、违规投向“四证”不全的房地产项目等事由受罚 120 万元。

浙江辖区监管已经叫停假结构性存款

据一财,多位银行业人士透露,浙江辖区监管已经叫停假结构性存款,真结构性存款只有几家国有大行在做。

金融行业

全国首例“个人破产”试点破冰

10 月 9 日上午,浙江省温州市中级人民法院联合平阳县人民法院召开新闻通报会,通报全国首例具备个人破产实质功能和相当程序的个人债务集中清理案件情况。今年 7 月 16 日,国家发改委等 13 个部门联合印发《加快完善市场主体退出制度改革方案》,分步推进建立自然人破产制度。中国目前并无个人破产制度,随着个人消费金融等的发展,业内有声音呼吁个人建立个人破产制度。在个人信用方面,国内已经陆续建立存款实名制、个人征信报告也即将进入 2.0 版。

在温州的个人债务集中清理试点中,其做法是进入个人债务集中清理程序的被执行人,条件是资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力,且符合以下条件之一:(一)企业法人已进入破产程序或者已经破产,对该企业法人负保证责任的自然人;(二)因公司法人人格被否认而承担清偿责任的自然人;(三)对非法人组织的债务负清偿责任的自然人经营者;(四)因生活困难无力偿还债务的自然人;(五)其他自愿提出还款安排并征得全部申请执行人同意的自然人。

全国首只政府引导投资债转股基金落地

全国首只政府引导投资债转股基金“建信金投(成都)股权投资基金”落地成都。

近日,全国首只政府引导投资债转股基金“建信金投(成都)股权投资基金”落地成都。该基金由建信金融资产投资公司、建设银行四川省分行、成都交子金控集团、成都兴城集团、信达风投资管理公司共同发起设立。这只基金设计规模达 100 亿元,主要通过投资国有企业债转股,支持成都市基础设施建设和重大产业化项目的落地。

成都交子金控集团介绍,建信金投(成都)股权投资基金成立后,将通过支持符合政策的、有发展前景的负债企业实施市场化债转股,有助于发挥政府资金的引导作用和放大效应,吸引社会资金参与市场化债转股,降低相关领域内企业杠杆率,防范企业债务风险。

国企改革

格力电器混改接近揭盅

在高瓴资本与厚朴投资竞逐格力电器控制权的关键时刻，董明珠领衔格力电器高管层近日首次设立合伙制的投资管理公司，格力电器“十八罗汉”的核心团队也随之正式浮出水面。新公司将在格力电器推进“混改”过程中，成为新的变量。

这家新公司名为珠海格臻投资管理合伙企业（有限合伙）（下称格臻投资），跟高瓴资本、厚朴投资旗下分别参与本次格力电器 15% 股权竞购的企业——珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）（下称明骏投资）、格物厚德股权投资（珠海）合伙企业（有限合伙）（下称格物厚德），注册地点一样，均是珠海市横琴新区宝华路 6 号 105 室。

格臻投资的 18 个股东大多是格力电器总裁助理以上的核心高管层，他们在格力电器迅速扩张的业务版图中扮演重要角色。由于格力集团公开转让所持格力电器 15% 股权已公布了两个分别具有厚朴投资和高瓴资本背景的竞标意向受让方，因此格力电器管理层设立的新公司成为格力电器控制方的可能性不大。但是，从格臻投资与明骏投资、格物厚德在同一注册地来看，格力电器高管的合伙企业与高瓴资本或者厚朴投资旗下的合伙企业之间，会不会有合作关系？如果格臻投资今后成为明骏投资或者格物厚德的合伙方之一，那么以董明珠为首的高管团队即使没有成为格力电器的控制方，是否也可以在混改中增加对格力电器的持股比例和话语权呢？预计，新公司今后将在格力电器全新股权架构下的各方股东进行沟通与博弈

安徽最大国企淮南矿业上市在即

10 月 9 日，淮河能源宣布，10 月 7 日收到控股股东淮南矿业（集团）有限责任公司（以下简称“淮南矿业”）通知，拟筹划与本公司有关的重大资产重组事项。公司拟通过向淮南矿业的全体股东淮河能源控股集团有限责任公司（以下简称“淮河控股”）、中国信达资产管理股份有限公司、建信金融资产投资有限公司、国华能源投资有限公司、中银金融资产投资有限公司、冀凯企业管理集团有限公司、上海电力股份有限公司、中电国瑞物流有限公司和淮北矿业股份有限公司以非公开发行股份的方式，对淮南矿业进行吸收合并（以下简称“换股吸收合并”）。

淮河能源称，公司为吸收合并方，淮南矿业为被吸收合并方，吸收合并完成后，淮南矿业将注销法人资格，公司作为存续主体。

热门企业

中国银行、工商银行计划在长三角区域新增投入 3 万亿元融资

10月10日,中国工商银行在上海举办“聚力一体化聚焦高质量金融助力长三角”活动,并发布《中国工商银行金融支持长三角一体化发展行动方案》,计划未来五年在长三角区域新增投入2万亿元融资,为长三角一体化高质量发展提供全方位支持。

工商银行副行长胡浩发布了《中国工商银行金融支持长三角一体化发展行动方案》(简称“12345”行动方案),即在长三角区域新设1家上海自贸试验区新片区分行,新增投入2万亿元融资,建设金融创新中心、跨境业务中心、金融交易市场中心3大业务中心,聚焦公司、个人、机构、科创4大专属客群,重点围绕协同创新产业体系、基础设施互联互通、生态环境共保联治、公共服务便利共享、更高水平协同开放等5大领域做好各项金融服务。

此前,中国银行8月1日在上海发布银行业首个长三角一体化综合金融服务方案,计划未来五年在长江三角洲区域新增投入一万亿元信贷资源。

四家中国车企被网曝申请破产, 回应子虚乌有

10月9日晚间,一则“网曝四家中国车企申请破产”的消息开始在市场上热传,其中核心内容为一份被认为是某股份银行的内部邮件的图片。图片中写道,“据媒体公开报道:猎豹汽车、众泰汽车、华泰汽车、力帆汽车四家车企年底将进入破产程序,预计涉及上下游汽配供应商产业链合计约500亿元坏账。”

记者注意到,图片中提供了联系人与联系方式,不过其落款并不完整,其落款时间为“年10月9日”,落款单位为“行普金风险管理室”,且其中并未盖有公章。值得注意的是,相关文章中列举了猎豹汽车、力帆汽车等车企目前面临着经营困难、销量滑坡、员工降薪、停工停产等困境。

猎豹汽车、力帆汽车回应:破产消息子虚乌有

地方创新

浦东科创母基金成立, 首期规模 55 亿元

浦东科创母基金10月10日启动。未来,基金将进一步整合资本、资源、资产优势,实现科技与金融的深度融合,加快推进金融中心与科创中心的联动发展。浦东科创母基金首期规模55亿元,聚焦中国芯、创新药、蓝天梦、未来车、智能造、数据港等六大产业,同时设立若干行业专项子基金,创新“产业+基地+基金”联动发展模式,形成约200亿元的科技创新产业基金群。科创母基金采取“母子基金”联动的运营方式,其中子基金由张江集团、科创集团、张江高科、金桥股份等园区开发公司牵头组建,重点发挥各开发公司作为园区运营服务商的综合优势,深度挖掘多年积累的园区基地资源,与社会资本结合,采用基金投资方式,形成产业培育方面的独特优势。目前,各专项子基金正在加快募集设立,年内将正式运营。

全国首个 5G 高端创新产业园、金融科技产业空间亮相

10 月 10 日上午,“‘创新福田·湾区引擎’——福田区打造‘科技创新中心’专业园区集中开园”活动在福田区举行,聚焦 5G、生物医药、量子研究、金融科技等领域的共 5 个专业园区集中开园。其中,新一代信息技术产业园是深圳首个以“5G 研发及应用”产业为主导的高端创新产业园,也是深圳首个 5G 信号覆盖示范园区、深港科技创新合作区“1+N”模式的首个卫星园区。湾区国际金融科技城由原位于梅林的华超大厦改建而成,也是《粤港澳大湾区发展规划纲要》颁布实施后业界公认的第一个金融科技专业楼宇,是中国金融科技密度最大、产业链最完整、技术最领先、市场化程度最高的金融科技企业聚集区,已有 64 家海内外企业入驻,其中,1 家即将在国内科创板上市,1 家预计年底在境外上市。

深度分析

社会融资规模指标的意义究竟何在

盛松成 原中国人民银行调查统计司司长

我国首创的社会融资规模指标开国际先河,日渐被社会各界接受与应用,具有很高的开放性、可塑性,也得到了 IMF、BIS 等国际金融组织的认可。

社会融资规模指标的诞生

自 2010 年首创以来,社会融资规模指标已成功编制了近十年,并为社会各界广泛接受与应用。2010 年 11 月,在人民银行党委的领导下,人民银行调查统计司开始研究编制社会融资规模指标。2011 年 4 月中旬人民银行首次发布季度全国社会融资规模增量数据,2012 年起开始发布月度数据,并在 2012 年 9 月公布了 2002 年以来的月度历史数据。2014 年起按季发布地区社会融资规模增量数据。2015 年起按季发布社会融资规模存量数据;2016 年起按月发布社会融资规模存量数据,自此社会融资规模存量数据具备了衡量同比增速的意义。目前社会融资规模指标已形成从季度到月度、从全国到分省、从增量到存量的全指标体系,并于 2018 年 7 月后做了两次修订。

区别于传统的、来源于金融机构负债端的货币供应量指标,社会融资规模指标另辟蹊径,从金融机构资产方和金融市场发行方出发,统计一定时期内(每月、每季或每年)实体经济从金融体系获得的资金额。这里的金融体系是整体金融的概念。社会融资规模指标背后具有深厚的经济理论基础。我们知道,在货币政策传导机制的“链条”中,从金融机构资产和负债两个角度出发,可分为货币渠道和信用渠道。货币渠道强调央行通过政策工具改变商业银行存款量(负债端),影响实际利率水平,从而影响总产出。信用渠道则强调货币政策的变化通过改变商业银行的贷款量(资产端)以及其他金融机构的资产方和金融市场发行方(如信托贷款、债券融资、股票融资等的变动)来影响企业资金可得性,改变私人部门投资和最终产出。货币观点的理论渊

源久远，信用观点则是自 20 世纪 50 年代起，由托宾、施蒂格利茨及伯南克等经济学家陆续提出并最终形成。社会融资规模的创设就是建立在信用渠道的理论基础之上的。

尽管社会融资规模指标的理论基础由西方国家提出，但其为何没有在国外落地生根，而是成为我国独一无二、首次创设的指标呢？主要原因在于：一是发达国家市场经济体制更为完善，利率传导机制顺畅，更注重使用价格型指标而非数量型指标。二是发达国家金融机构资产端高度复杂、数据统计成本很高，由此导致的信息缺失进而监管不力，正是 2008 年国际金融危机发生的重要原因之一。三是新兴转型经济体多渠道融资需求较发达国家实体经济部门更为强烈，构建综合融资指标以反映多渠道加总后的社会融资状况在发展中国家更具实践意义。我国首创的社会融资规模指标开国际先河，反映了我国为弥补统计信息缺口而做的努力，日渐被社会各界接受与应用，具有很高的开放性、可塑性，也得到了 IMF、BIS 等国际金融组织的认可。

图1 社会融资规模数据发布后的“预期差”交易

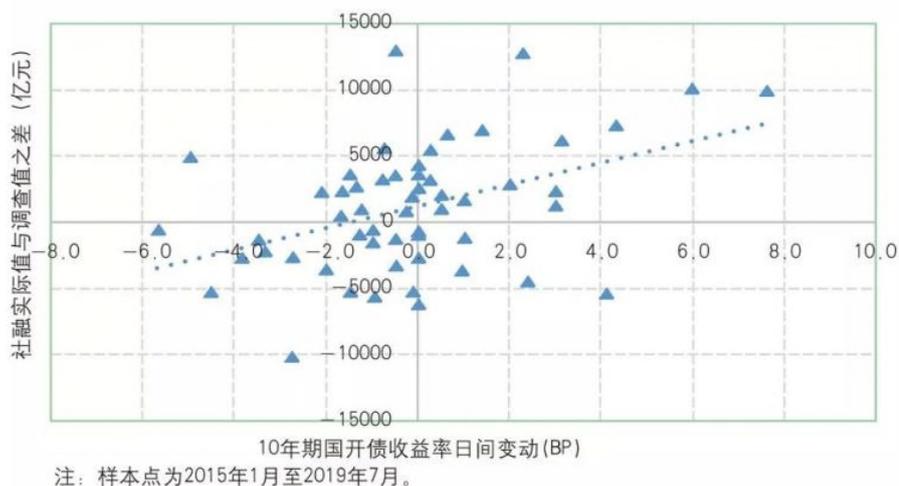


图2 社会融资规模增速与名义GDP

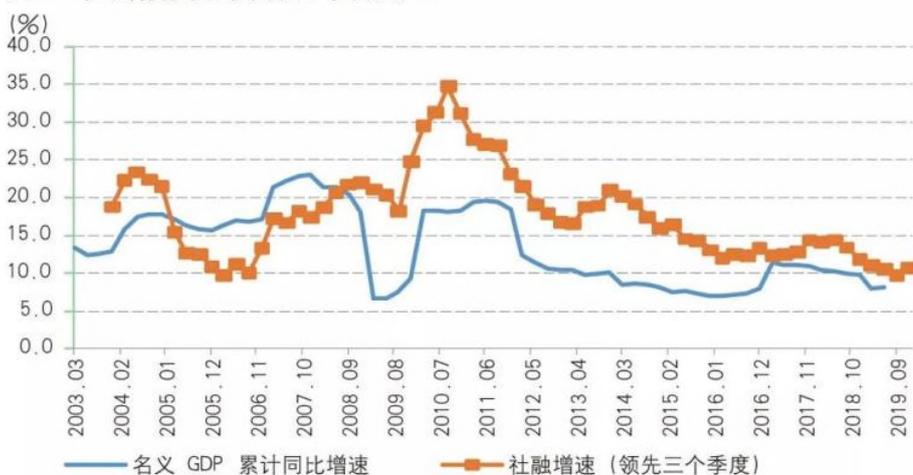
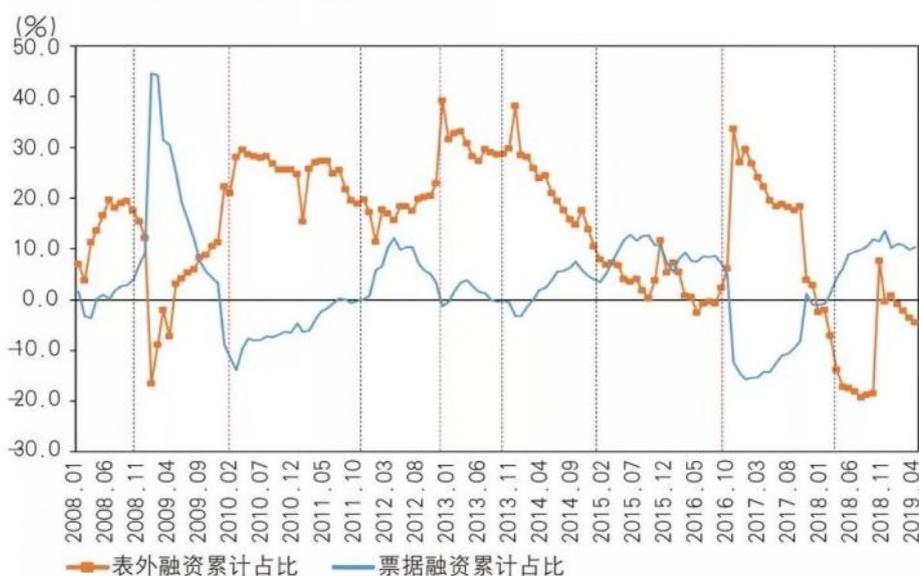


图3 表外融资和票据融资累计占比



注：(1) 黑色虚线表示货币政策开始边际放松，红色虚线表示货币政策开始边际收紧。
 (2) 为保持各时期数据口径一致，以适合比较分析，2018年7月以后的社会融资规模增量数据中剔除了“存款类金融机构资产支持证券”“贷款核销”和“地方政府专项债”，即统一使用原口径表示。

社会融资规模指标受到社会各界广泛重视

社会融资规模指标问世近十年来，受到政策层、市场人士与学术界的广泛重视。社会融资规模已成为我国金融体系支持实体经济状况、衡量资金松紧程度、展示多渠道融资结构的重要指标。有时各界对其重视程度甚至超过广义货币供应量（M2）。

首先，中央政策层面对社会融资规模充分重视。2010年创设社会融资规模起，国务院就对指标编制工作高度重视，有关领导多次批示要求广泛听取各方面意见，使指标逐渐完善。我们广泛联系各有关部门，多次召开专家座谈会，还深入基层调研，并查阅大量国内外文献，在全司同志的共同努力下，终于初步完成了社会融资规模指标的编制。2010年12月，中央经济工作会议首次指出，要“保持合理的社会融资规模”。迄今这一指标已连续9次写进中央经济工作会议文件和《政府工作报告》。国务院常务会议也曾多次强调社会融资规模的目标。2011年4月中旬，根据人民银行领导的要求，我们举办新闻发布会，我首次向记者们介绍了社会融资规模指标的内涵及组成部分，并公布了2011年第一季度全国社会融资规模增量数据。2013年1月21日，时任国务院总理温家宝同志视察人民银行，在行领导的陪同下莅临调查统计司，听取了关于社会融资规模情况的汇报，充分肯定了这一指标的编制，并对进一步做好这一工作作出了重要指示。

其次，在地方政府层面，社会融资规模是重要金融参考指标。我国经济区域特征明显，地方政府在经济发展上面临一定竞争压力，金融作为实体经济的“活水”对当地经济发展至关重要。社会融资规模增量指标问世后，地方政府对其非常重视，一些地方开始尝试编制该地区社会融资规模指标，但遇到一些困难。后来人民银行协调多方意见，集中力量编制地区社会融资规模指标。从2014年起人民银行开始按季发布各

地区的社会融资规模数据，形成了“社会融资规模地图”。

再次，社会融资规模日益成为资本市场关注的焦点。每月中上旬人民银行发布上月社会融资规模数据之前，市场人士会预测社会融资规模数据，如彭博有对市场经济学家的问卷调查。而当正式数据发布后，超出、不及或符合预期的数据可能引发“预期差”交易。以债券交易为例，当日人民银行公布的社会融资规模增量超过市场预期值时，债券收益率容易上行；而当日实际公布值不及市场预期值时，债券收益率往往下行。例如，2019 年 4 月 12 日人民银行公布了 3 月社会融资规模达 2.86 万亿元，远超市场预期中值 1.85 万亿元，当日 10 年期国开债收益率大幅调整，从 3.75% 上升 6BP 至 3.81%；5 月 9 日公布了 4 月社会融资规模为 1.38 万亿元，不及市场预期，当日 10 年期国开债收益率下行 4BP 至 3.72%。

最后，社会融资规模越来越得到学术界重视。一是盛松成（2012）最早论证了社会融资规模与货币政策传导的关系，周先平等（2013）、元惠萍和刘飒（2013）、万阿俊和王陆雅（2018）也论证了社会融资规模在货币政策传导机制中的作用及其作为中介目标的合理性。盛松成和谢洁玉（2016）发现社会融资规模是优于贷款的中介目标或监测指标，与 M2 相互补充、相互印证。当然，社会融资规模与 M2 存在一些本质差异，如在 2017 年金融去杠杆进程中，两者的本质差异及其受影响程度会导致两者增速走势的背离（盛松成，2017）。二是有研究分析我国社会融资规模结构变迁及对金融市场、实体经济、产业结构的影响。三是随着社会融资规模区域数据的普及，学者也可以使用地区数据分析当地社会融资规模结构变化及其与经济增长效率、产业结构转型的关系。四是社会融资规模可作为输入变量，用于构建中国金融状况指数、中国金融稳定状况指数等。

社会融资规模指标的意义究竟何在

社会融资规模从全社会资金供需的角度反映了金融对实体经济的支持，将金融体系与实体经济连接在一起。现代金融体系之下，全社会的融资总量或迟或早、或多或少总会体现在物价与经济增长（名义经济增长）上。这也是社会融资规模、信贷或货币供应量等金融指标作为央行货币政策传导机制的中介目标或监测指标的主要原因，即与实体经济发展具有较强相关性。相较于信贷，社会融资规模纳入了更加广泛、多元的融资渠道，实证经验表明 2009 年之后社会融资规模已取代信贷成为更有效的中介目标或监测指标。社会融资规模与 M2 分别来源于金融机构资产端与负债端，两者相互对照、互相补充。然而，社会融资规模对金融体系内部的资金往来做了扣除，纯粹反映金融体系对实体经济的资金支持；而 M2 既包括企业和个人的存款，也包括非存款类金融机构在存款类金融机构的存款。因此，社会融资规模与实体经济的关系相较于 M2 更加直接。我们看到，2017 年金融去杠杆时期，银行压缩了对非银的资金投放，造成 M2 增速从年初的 10.7% 下降 2.6 个百分点至年末的 8.1%，但同期名义经济增速稳中有升，名义 GDP 累计增速从 2016 年的 7.9% 上升至 2017 年的 10.9%；随着金融去杠杆进一步向实体去杠杆传导，社会融资规模存量同比增速从 2018 年 5 月的 11.6% 下降至 12 月末的 9.8%，名义 GDP 累计增速也从 2018 年第二季度末的 10.2% 略放缓至年末的 9.7%。

社会融资规模不仅与实体经济密切相关，还具有一定的领先性。2019 年政府工作报告指出，社会融资规模增速要与名义 GDP 增速保持一致。从数据来看，我们确实观

察到了两者的一致性以及社会融资规模存量增速对名义 GDP 增速的领先性。2003 年第一季度至 2019 年第二季度,当期社会融资规模存量增速与名义 GDP 增速的相关系数为 0.24。若社会融资规模增速领先一个季度则与名义 GDP 增速相关系数为 0.34,领先两个季度时为 0.39,领先三个季度时最高为 0.41,领先四个季度时降至 0.37。也就是说,观察当前社会融资规模增速的趋势,有助于预判未来两至三个季度名义 GDP 增速情况。

此外,社会融资规模分项对实体经济分部门、分行业也具有一定的领先性。虽然都是向实体经济提供融资支持,地方政府专项债融资主要反映财政政策的逆周期调节力度与节奏,对预判政府投资及其乘数效应具有领先性;企业中长期贷款、直接融资与实体企业的资本开支意愿有关,一般预示着制造业部门投资意愿的强弱;居民部门中长期贷款则与地产销售增速密切相关。

不仅如此,社会融资规模及分项对宏观调控政策也具有一定指示作用。数据经验显示,人民币贷款中的票据融资、表外融资分别在社会融资规模增量中的累计占比呈此消彼长的镜像关系,并与宏观调控政策的拐点有关。以货币政策为例,当央行开始降息或降准,即货币政策由稳健中性转向适度宽松时,票据融资的累计占比通常在零附近,短期内会快速上升,随之才是中长期贷款、表外融资占比提高;而当表外融资占比上升时,票据融资占比开始下降。当货币政策从适度宽松向稳健回归时,表外融资占比往往已接近高点。相应地作为其镜像,票据融资占比也已回落至低点。根据历史经验,我们可以把社会融资规模的分项占比与货币政策周期相对应。例如,在 2008 年国际金融危机后的那一轮宏观经济周期及调控周期中,2008 年 10 月央行降息、降准,当月票据融资占比仅为 3.9%;2009 年 1 月迅速上升至 44.6%的高点,之后表外融资占比开始上升而票据融资占比开始下降。2010 年 1 月表外融资占比达 22.2%,同期票据占比降至-8.8%;2010 年 1 月央行开始提高准备金率,适度宽松的货币政策回归稳健,彼时表外融资占比已接近高点,2011 年 4 月表外融资占比上升至 29.5%高点后开始回落。在最近一轮宏观调控中,2018 年 4 月央行开始降准,票据融资占比为-0.7%,之后逐渐攀升,2019 年 2 月为 13.6%,2019 年 7 月仍在 10.4%,表外融资占比为-4.5%。因此,通过观察社会融资规模及分项的增速、结构及趋势,有助于判断宏观经济周期及宏观调控政策的拐点。

我国特别强调金融对实体经济、对经济薄弱环节的资金支持。社会融资规模具有丰富的结构特征,能够多维度刻画经济全貌。作为一个整体流动性指标,M2 则很难统计其行业、区域结构。例如,我们不知道 M2 有多少留在北京,多少留在上海,不知道 M2 中有多少是小微企业持有,多少是新兴产业企业持有。而社会融资规模在综合反映实体经济融资总量的同时,还提供了行业结构、地域结构、融资结构等信息,能够观察到分行业、分地区、分融资方式的各类型资金支持,在结构上优于 M2。

社会融资规模可以细分到各行业,如能反映“两高一剩”行业的融资情况,有助于产业结构调整 and 打好污染防治攻坚战;可以反映房地产开发贷款、房地产企业融资的情况,还能反映居民购房贷款的增长情况和居民部门的杠杆率水平;可以反映不同融资工具、不同融资渠道的资金情况,如直接融资与间接融资的比例关系,来源于银行和非银行渠道的资金比例关系,银行表内融资和表外融资的比例关系,有助于反映

金融供给侧结构性改革的推进情况；可以观察到支持小微企业、三农建设的资金，观察到金融对精准扶贫的支持力度，有助于小微、农业等领域补短板；可以反映新产业、新业态等领域融资增长情况，有助于促进我国的产业升级和高质量发展；可以细分到各地区，观察到各地区的融资情况，有助于地方政府把握当地经济金融形势，并及时有效防范化解地方政府杠杆率过高的风险。这些丰富的结构特征可用于多维度交叉验证。例如，政府部门不仅可以观察到该地区社会融资规模总量，还可以观察到该地区直接融资、间接融资情况及各个行业的融资情况，将当地融资结构与产业结构合并分析。

社会融资规模指标未来的发展

社会融资规模的定义看似简单，即一定时期内（每月、每季或每年）实体经济从金融体系获得的资金额。这短短一句话的定义，实际上既概括了社会融资规模的本质，又为未来逐步完善、修订该指标留下了空间。例如，“一定时期内”后面括号里的“每月、每季或每年”，既给了“一定时期”这个时间段以衡量标准，又为今后修订留下可能。又如，最初的定义中，原本是“国内金融体系”，这符合现在社会融资规模的实际情况，但如果未来修订指标时，要把国外资金（如 FDI）加入其中，就需要修改定义，于是在最后确定这一指标定义时，就删去了“国内”两字，为未来可能的指标修订留出余地。

随着经济金融的发展变化，社会融资规模指标的修订是正常的，但万变不离其宗，社会融资规模指标反映的是金融体系对实体经济的资金支持。社会融资规模指标发布之初，有人说指标有重复，也有人说有遗漏。社会融资规模指标并没有重复，但确实是有遗漏，有些数据如私募股权、股权众筹等没放进去。因为统计的一个基本要求是能够获得准确的数据，而有些数据当时无法准确统计，且这些融资渠道的数量当时并不大，因此在初始编制指标时没有纳入，但并不妨碍指标的应用。随着融资渠道日趋多元化，有一些原先遗漏的指标有必要纳入。自 2018 年 7 月起，人民银行将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下反映。2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计，因为 2018 年 8 月以来地方政府专项债券发行进度加快，对银行贷款、企业债券等有明显的接替效应，其规模及对实体经济融资的影响已不容忽视。

我国实体经济的繁荣发展和金融业态的丰富多元，为社会融资规模指标的诞生和改进提供了土壤。未来社会融资规模指标将会不断完善，其总量与结构层面的意义也将更加突出，将更全面地反映我国经济金融运行情况，前瞻性地反映实体经济融资规模变化的方向、经济运行的边际变化、地区发展差异、行业发展动向等，符合金融宏观调控的需求，为防范化解金融风险、推动产业结构转型升级、做实做强做优实体经济、迈向高质量发展提供指引。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。