



蒋飞： 如何理解当前社融增速？



文/意见领袖专栏作家 蒋飞、李相龙

核心观点

2022 年 2 月社融增速为 10.2%，比上个月大幅回落，打乱了市场对今年信用扩张的预期。对于这种现象，我们认为应该从更长视角和更深层次来理解。

长期以来，社融增速持续高于名义 GDP 增速。从需求端看，我国居民投资意愿逐年提高，企业依赖信贷发展。从供给端看，金融产品不断创新，监管趋于严格。

从更长视角来看，为了进行结构转型，实现高质量发展，我国经济需要逐渐减弱对投资的依赖。但目前存在经济下行压力，稳增长又是不可忽视的目标。社融增速就成了高质量发展和稳增长的矛盾点。预期短期社融增速还是会保持高位，但长期来看，社融增速需逐渐回落调整。从更深层次来看，社融目标需要从“量”转变到“价”。政府一直尝试改革，但由于传导机制不畅、金融市场不成熟等诸多原因，改革进程缓慢。不过，我国经济要走上高质量发展道路就需要完成以利率为导向的社融目标。

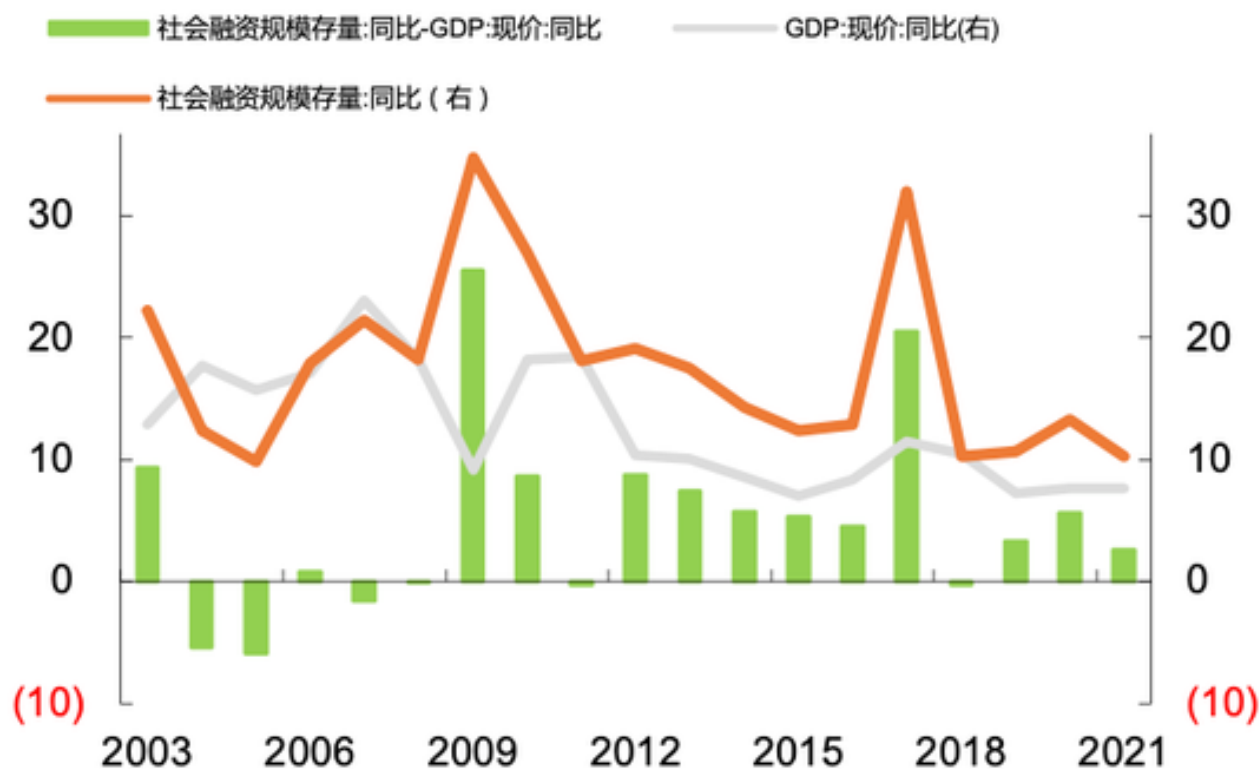


1

社融增速持续高于名义 GDP 增速

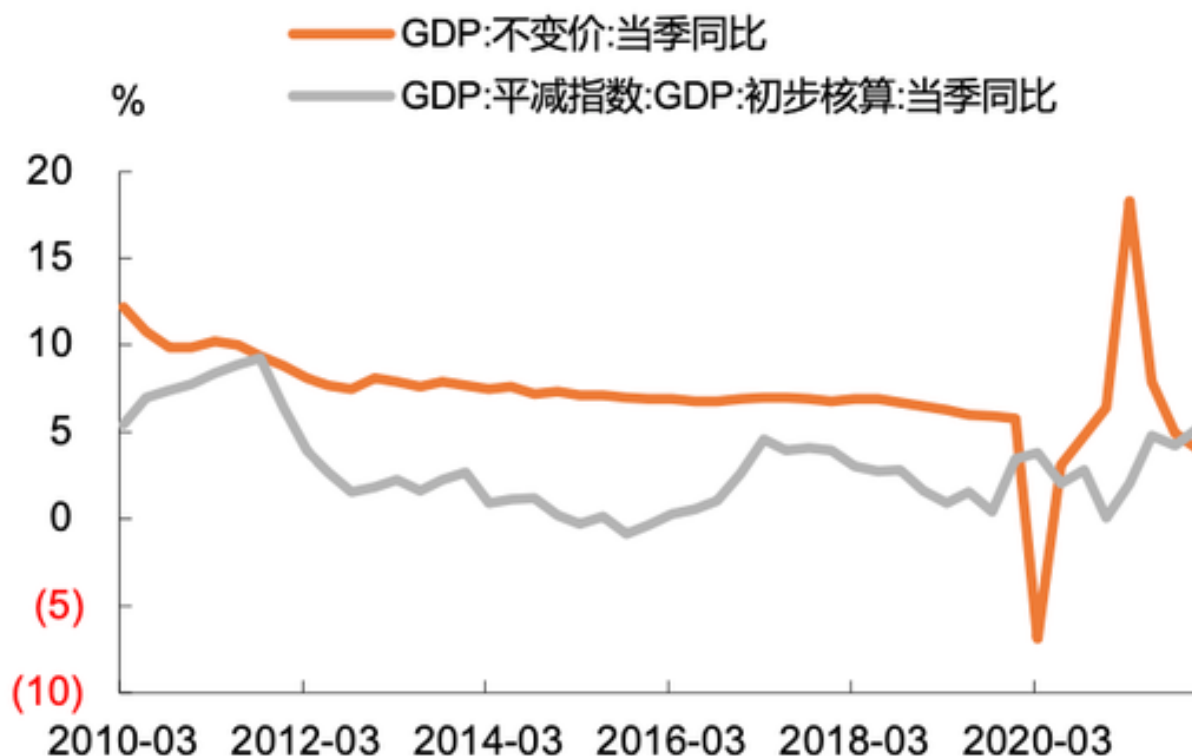
自从 2011 年央行在年度工作会议中提出“保持合理的社会融资规模”后，政府对社融的重视程度逐年上升，社融增速持续高于名义 GDP 增速。2011-2021 年十年间社融平均增速为 13.9%，名义 GDP 增速为 9.79%，高出 4.1 个百分点，相当于名义 GDP 增速的 42%。2011 年至 2019 年，实际 GDP 增速从 10% 平稳下降至 6%，幅度为 4 个百分点，平减指数从 9% 下降至 0% 又回升至 4.5%，最大幅度达到 9 个百分点。社融增速为何会持续高于名义 GDP 增速？

图 1: 社融增速持续高于名义 GDP 增速



资料来源: WIND, 长城证券研究院 (注: 因疫情影响, 2020-2021 年现价 GDP 增速取几何平均)

图 2: 价格增速波动高于量增速波动



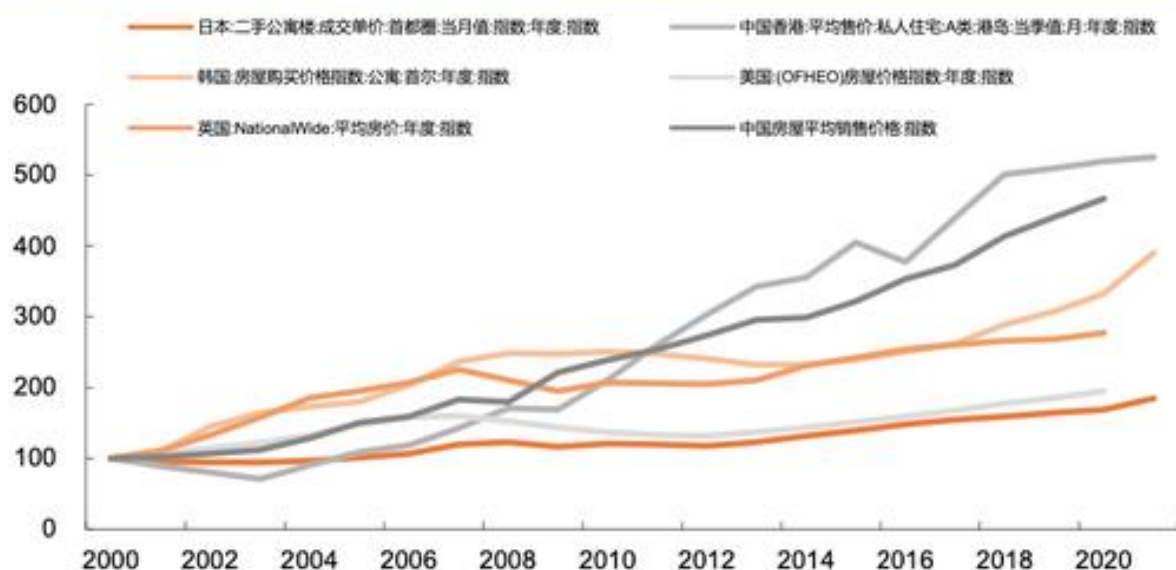
资料来源: WIND, 长城证券研究院

1.1

需求层面: 居民担忧通胀, 企业依赖信贷

从需求方面来看, 一方面, 中国居民房产投资意愿和能力持续增强。中国老百姓近二十年来倾向于投资房地产, 主要原因是担心货币购买力下降, 而国内又无可满足类似投资需求的替代性资产。过去二十年中国房地产价格快速增长, 涨幅高于美国和其他亚洲国家及地区, 成为居民最主要的财富增值资产。根据 2019 年中国人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组调查, 中国城镇居民资产中房地产占比接近 70%, 为第一大资产配置品种。

图 3: 主要经济体房地产市场价格变化



资料来源: WIND, 长城证券研究院

另一方面,中国居民持有金融资产的意愿持续提升。2000年中国居民金融资产占居民净资产的比重为45%,到2019年,这一比例提升到了63%。投资理财逐渐被老百姓重视起来,也成为更多人的选择。央行发布的2021年第一季度城镇储户问卷调查报告显示,倾向于“更多投资”的居民占28.6%,比上季上升3.3个百分点。财富增长的同时,居民投资意愿增强,社会融资规模持续扩大,增速明显。

图 4: 居民持有金融资产的意愿持续提升



资料来源: WIND, 长城证券研究院

从企业需求来看, 相对于发达国家经济体, 中国经济仍然是较为粗放的发展模式, 企业较为依靠投资拉动业绩增长。投资率是总投资占国内生产总值的比率, 反映了经济对投资的依赖程度。2000 年以来中国投资率持续上升, 从 34% 上升至 2010 年的 47%, 然后持续维持在 40% 以上的高位。中国的投资率远高于发达经济体国家投资率。中国依赖投资的经济结构导致融资需求始终保持旺盛, 再加上国有银行-地方政府-国企-基建为主的投融资体系, 信贷资源配置无法达到最优, 造成投资效率低下。诸多因素共同作用导致社融增速持续高于名义 GDP 增速。

图 5: 中国投资率远高于发达经济体投资率



资料来源: WIND、IMF、长城证券研究院

1.2

供给层面：金融不断创新，监管不断加强

从供给方面来看，过去二十年社融的主要供给方式也在发生变化。2008 年“四万亿”刺激政策出台之后，银行贷款作为融资主力大幅增加，但同时地方政府融资平台以及信托方兴未艾。接着贷款条件趋于严格而融资需求依然旺盛，信托和影子银行开始迅猛增长，直到 2014 年监管趋严和去杠杆有所收缩才有所止步。不过 2015 年鼓励金融机构创新发展的政策实施

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39542

