

信贷、社融何以超预期，企稳能否持续

——2019年8月金融数据点评

宏观数据点评

2019年09月12日

报告摘要：

中国8月新增人民币贷款1.21万亿元，市场预期1.157万亿元，前值1.06万亿元。8月份人民币存款增加1.8万亿元，同比多增7147亿元。M2同比增长8.2%，预期8.2%，前值8.1%。M1同比增长3.4%，前值3.1%。8月社会融资规模增量1.98万亿，预期1.60万亿，前值1.01万亿。8月末社会融资规模存量为216.01万亿元，同比增长10.7%，前值10.7%。

● 信贷、社融何以超预期

社融超预期，在于信贷和社融的影响因素较多，预测难度较大。从结构上来看，居民中长期信贷维持稳定，非金融企业中长期贷款增加，使得信贷超预期。非标回暖对冲直接融资减少，社融暂时企稳。

事实上，8月信贷、社融与2018年同期相当。2018年的金融去杠杆与2019年房地产融资收紧对于信贷、社融的影响具有相似性。预计2019年下半年信贷、社融走势与2018年类似，呈现信贷快速增长、非标小幅收缩的局面。

● 信贷、社融能否持续

房地产融资收紧很可能会影响到房地产投资，进而使得信贷与社融需求下降。专项债新政恐怕难以有效对冲融资需求减少，预计9月份新增信贷1.3万亿，新增社融1.7万亿。

● 股市投资情绪升温，非银行业金融机构存款增加

非银金融机构存款大幅增加，或是由于资产配置由房地产转向股市，股市投资情绪升温。

● M2、M1增速回升

M2回升、M1回升主要源自基数效应。随着全面降准实施，M2、M1增速或将继续回升。

● 风险提示：政策推进不及预期，改革落地攻坚遭遇阻碍，中美贸易摩擦加剧。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

一、信贷、社融何以超预期	3
(一) 8月信贷、社融与2018年同期相当	3
(二) 居民中长期信贷维持稳定, 信贷结构有所优化.....	4
(三) 非标回暖对冲直接融资减少, 社融暂时企稳.....	4
(四) 2018金融去杠杆与2019房地产融资收紧对信贷、社融的影响相似.....	4
二、信贷、社融能否持续	5
三、股市投资情绪升温, 非银行业金融机构存款增加.....	6
四、M2、M1增速回升	6
风险提示:	6
插图目录	7

中国 8 月新增人民币贷款 1.21 万亿元，市场预期 1.157 万亿元，前值 1.06 万亿元。8 月份人民币存款增加 1.8 万亿元，同比多增 7147 亿元。M2 同比增长 8.2%，预期 8.2%，前值 8.1%。M1 同比增长 3.4%，前值 3.1%。8 月社会融资规模增量 1.98 万亿，预期 1.60 万亿，前值 1.01 万亿。8 月末社会融资规模存量为 216.01 万亿元，同比增长 10.7%，前值 10.7%。

主要观点如下：

1、社融超预期，在于信贷和社融的影响因素较多，预测难度较大。从结构上来看，居民中长期信贷维持稳定，非金融企业中长期贷款增加，使得信贷超预期。非标回暖对冲直接融资减少，社融暂时企稳。

事实上，8 月信贷、社融与 2018 年同期相当。2018 年的金融去杠杆与 2019 年房地产融资收紧对于信贷、社融的影响具有相似性。预计 2019 年下半年信贷、社融走势与 2018 年类似，呈现信贷快速增长、非标小幅收缩的局面。

2、房地产融资收紧很可能会影响到房地产投资，进而使得信贷与社融需求下降。专项债新政恐怕难以有效对冲融资需求减少，预计 9 月份新增信贷 1.3 万亿，新增社融 1.7 万亿。

3、非银金融机构存款大幅增加，或是由于资产配置由房地产转向股市，股市投资情绪升温。

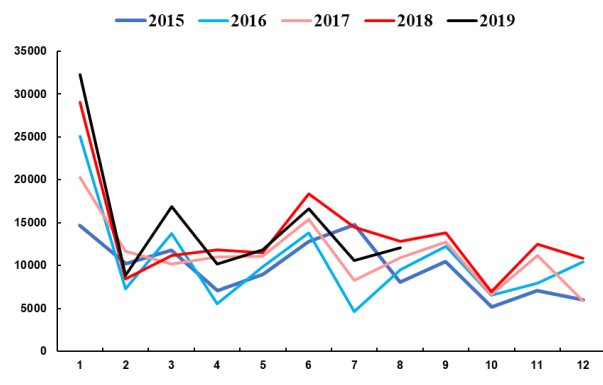
4、M2 回升、M1 回升主要源自基数效应。随着全面降准实施，M2、M1 增速或将继续回升。

一、信贷、社融何以超预期

（一）8 月信贷、社融与 2018 年同期相当

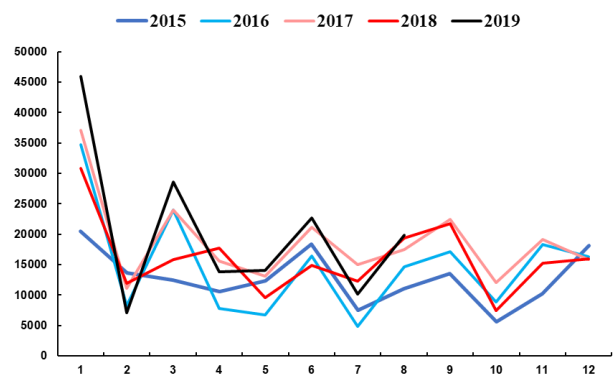
中国 8 月新增人民币贷款 1.21 万亿元，略高于市场预期的 1.157 万亿元；社会融资规模增量 1.98 万亿，高于市场预期的 1.60 万亿。之所以信贷、社融超预期，在于信贷和社融的影响因素较多，预测难度较大，一般采用历史均值法进行预测。从结构上来看，居民中长期信贷维持稳定，非金融企业中长期贷款增加，使得信贷超预期。非标回暖对冲直接融资减少，社融暂时企稳。

图 1：8 月份新增信贷与 2018 年同期相当（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：8 月份新增社融与 2018 年同期相当（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

事实上，8 月信贷、社融与 2018 年同期相当。2019 年以来，新增人民币贷款的走势

与 2018 年颇为相似，仅 3 月份超预期增长，7 月份回落到近 5 年来的均值附近；8 月份则与 2018 年相当，仅同比少增 665 亿元。社会融资规模增量走势与 2017 年颇为相似，下半年开始则与 2018 年走势接近；8 月份则与 2018 年相当，仅比上年同期多 376 亿元。正是基于 2019 年下半年信贷、社融走势与 2018 年类似的假设，在《2019 年 7 月宏观数据预测》中，我们曾预测 8 月社会融资规模增量为 1.9 万亿元。

（二）居民中长期信贷维持稳定，信贷结构有所优化

分部门看，居民中长期信贷维持稳定。住户部门贷款增加 6538 亿元，同比少增 474 亿。其中，短期贷款增加 1998 亿元，同比少增 600 亿；中长期贷款增加 4540 亿元，同比多增 125 亿。居民新增短期贷款同比少增，或是受监管机构重拳打击违规房地产融资行为影响。非金融企业中长期贷款增加，信贷结构有所优化。非金融企业及机关团体贷款增加 6513 亿元，同比多增 386 亿。其中，短期贷款减少 355 亿元，同比多增 1393 亿；中长期贷款增加 4285 亿元，同比多增 860 亿；票据融资增加 2426 亿元，同比少增 1673 亿；非银行业金融机构贷款减少 945 亿元，同比少增 506 亿。

（三）非标回暖对冲直接融资减少，社融暂时企稳

8 月份社会融资规模增量为 1.98 万亿元，比上年同期多 376 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.3 万亿元，同比少增 95 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 247 亿元，同比少减 97 亿元；委托贷款减少 513 亿元，同比少减 694 亿元；信托贷款减少 658 亿元，同比少减 27 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 157 亿元，同比多增 936 亿元；企业债券净融资 3041 亿元，同比少 361 亿元；地方政府专项债券净融资 3213 亿元，同比少 893 亿元；非金融企业境内股票融资 256 亿元，同比多 115 亿元。

（四）2018 金融去杠杆与 2019 房地产融资收紧对信贷、社融的影响相似

之所以我们会认为 2019 年下半年信贷、社融走势与 2018 年类似，就是因为 2018 年的金融去杠杆与 2019 年房地产融资收紧对于信贷、社融的影响具有相似性。

2018 年以“资管新规”生效为主要抓手，着实推进“去杠杆”、清理“影子银行”进程，非标月度变动由正持续转负，信贷增速则大幅增长，各项贷款余额同比增速由 2017 年底的 12.8% 升至 2018 年底的 13.5%，社融存量同比增速则有 2017 年底的 13.4% 降至 2018 年底的 9.78%。

由于房地产对经济增长的挤出效应超越了拉动效应，2019 年下半年房地产调控再度升级，房企融资全面收紧。7 月，信托公司地产业务迎来了一波严监管。多地银保监局对辖区内信托公司进行“窗口指导”，要求信托公司 2019 年三季度末房地产信托规模不得超过二季度末的水平，并对地产信托业务提出一系列要求。受房地产信托业务明显萎缩影响，8 月集合信托成立规模下降。据用益信托网统计，8 月共有 55 家信托公司成立集合信托产品 1608 只，环比下降 4.34%；成立规模为 1346.63 亿元，环比下降 11.29%。

在房地产融资收紧的同时，央行将制造业中长期贷款和信用贷款纳入考核，在 MPA 考核中相应调整了小微和民营企业贷款指标，鼓励、引导商业银行加大对制造业、民营企

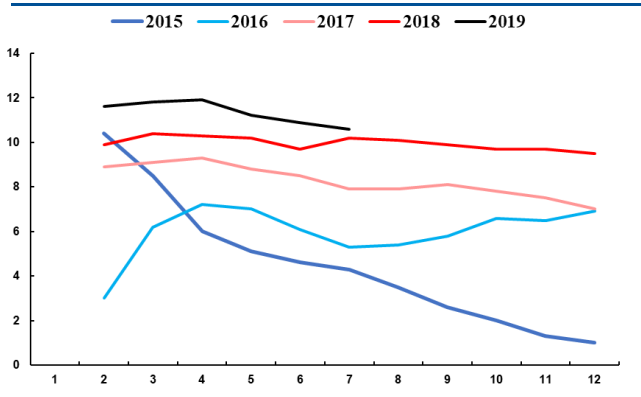
业、小微企业的融资支持。因而，我们认为，2019年下半年信贷、社融走势与2018年类似，呈现信贷快速增长、非标小幅收缩的局面。

二、信贷、社融能否持续

信贷和社融的持续性既要考虑融资需求，也要考虑融资供给。从融资供给侧面来看，银行贷款审批条件大幅放松，使得2019年信贷和社融维持合理增速。利率市场化的推进也有利于缓解民营企业和小微企业受到的融资约束。2018年以来，银行间市场流动性相对充裕，无风险利率大幅下行。但是，贷款利率却没有随流动性放松而下降。信贷利率与资金利率存在双轨，LPR采取MLF加点报价的方式可以促进利率并轨。在此情况下，既可以通过压缩加点数推动贷款利率下行，促进中小企业融资；也可以通过下调MLF降低贷款利率，扩大总体融资需求。

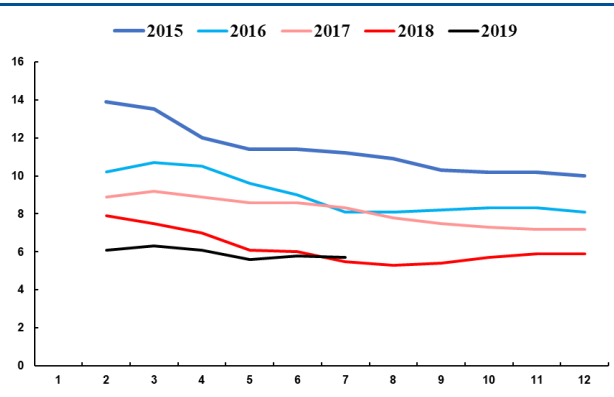
从需求层面来看，虽然出口和消费低于2018年，但由于房地产投资增速相对较高，固定资产投资增速与2018年相当。受益于小企业贷款需求上升，贷款需求指数仅略低于2018年同期。居民住房购买意愿也相对稳定。

图3：房地产投资增速相对较高（%）



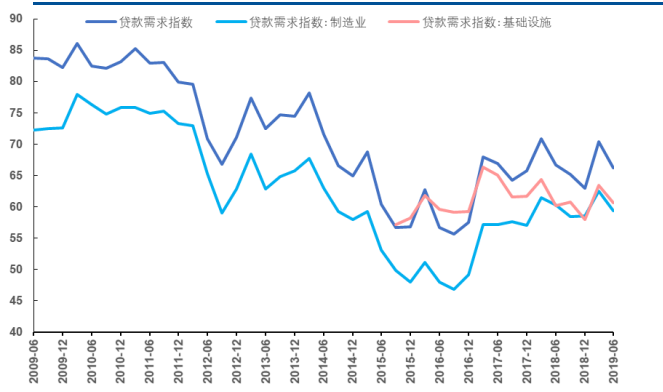
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：固定资产投资增速与2018年相当（%）



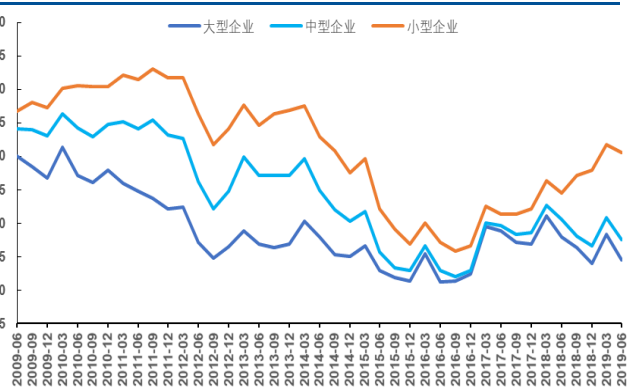
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：企业贷款需求（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：分企业规模贷款需求指数（%）

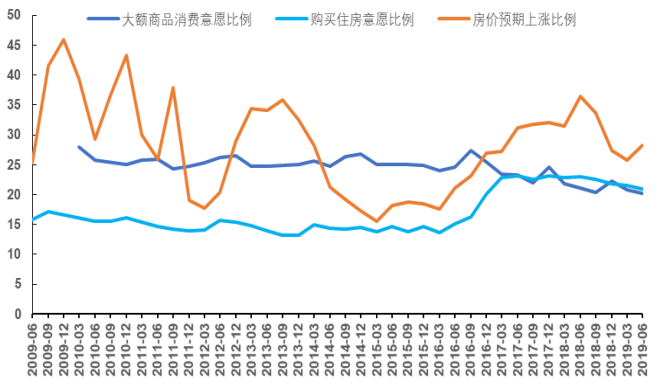


资料来源：Wind，民生证券研究院

但是，房地产融资收紧很可能会影响到房地产投资，进而使得信贷与社融需求下降。虽然专项债可以作为基建重大项目资本金可以拉动部分贷款需求。但考虑到截至2019年8月，已安排使用新增专项债券15902亿元，约占同期已发行新增专项债券的80%，专项债新政恐怕难以有效对冲融资需求减少。2018年9月新增专项债7389亿，今年9月

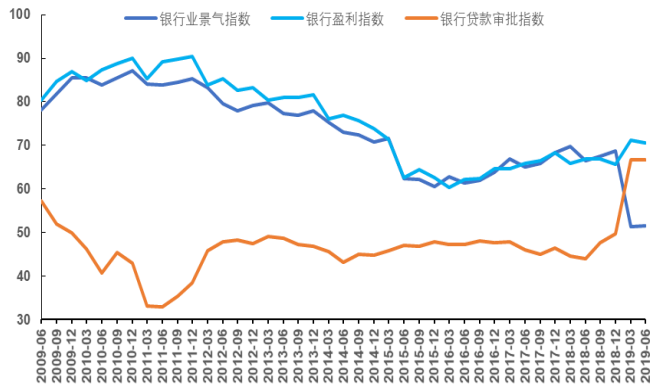
预计将大幅减少。预计9月份新增信贷1.3万亿，新增社融1.7万亿。

图7：居民购房意愿相对稳定（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：贷款审批条件大幅放松（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、股市投资情绪升温，非银行业金融机构存款增加

8月份人民币存款增加1.8万亿元，同比多增7147亿元。其中，住户存款增加2714亿元，同比少增749亿；非金融企业存款增加5792亿元，同比少增347亿；财政性存款增加95亿元，同比少增755亿；非银行业金融机构存款增加7298亿元，同比多增9505亿。8月末人民币存款余额190.01万亿元，同比增长8.4%，增速分别比上月末和上年同期高0.3个和0.1个百分点。

我们认为，非银金融机构存款大幅增加，或是由于资产配置由房地产转向股市，股市投资情绪升温。

四、M2、M1 增速回升

8月末，广义货币(M2)余额193.55万亿元，同比增长8.2%，增速比上月末高0.1个百分点，与上年同期持平；狭义货币(M1)余额55.68万亿元，同比增长3.4%，增速比上月末高0.3个百分点，比上年同期低0.5个百分点；流通中货币(M0)余额7.32万亿元，同比增长4.8%。当月净投放现金463亿元。

M2回升、M1回升主要源自基数效应。2018年8月M2同比增长8.2%，较7月回落0.3个百分点。2018年9月M1同比增长2.0%，较7月回落1.2个百分点。随着人民币降准实施

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_10159

