

宏观点评

如何看待企业中长贷和社融均超预期高增？——8月金融数据点评

事件：8月新增信贷1.21万亿元，预期1.20万亿，前值1.06万亿元；8月新增社融1.98万亿，预期1.60万亿，前值1.01万亿元；8月末社会融资规模存量为216万亿元，同比增长10.7%。8月M2同比8.2%，预期8.2%，前值8.1%；M1同比3.4%，前值3.1%。

1. 信贷最大亮点：企业中长贷缘何超季节性走高？

8月新增信贷1.21万亿，总体符合预期和季节性规律，亮点在于企业贷款超季节性走高，特别是企业中长贷同比多增860亿至4285亿，主因可能有三：

- 8月信贷结构优化，符合信贷企稳的周期性规律。我们从3月以来持续提示信贷将围绕“票据不再高增-短贷企稳-中长贷企稳”的传导链条发酵，表明宽货币向宽信用的传导路径中，银行风险偏好逐渐提升。
- 从短期数据来看，8月企业贷款高增可能与LPR引导的融资成本下降有关，银行加快信贷投放和审批。鉴于短期银行新增贷款盯住LPR占比有限，8月企业贷款增加大概率是银行在贷款利率下调预期下，加快8月信贷投放和加快审批，提早锁住利润，也为防御9月政策再有扰动。
- 企业端贷款需求是否有增加？基建、制造业需求可能增加，小微企业经营状况仍待改善。1) 中国企业经营状况指数（BCI）指数连续4个月下滑，指向小微企业贷款需求可能仍弱。2) 7月工业企业资产负债率和盈利增速缺口缩窄，指向制造业投资和贷款意愿可能趋于上行。3) 发改委申报项目数量提升，建筑业景气度向好，基建贷款需求预计走高。

2. 社融缘何超预期多增4000亿？

8月新增社融1.98万亿，大幅超出预期（1.60万亿）和前值（1.01万亿），主因表外融资显著修复（尤其是表外票据）。往后看，预计社融有望继续总体稳定，社融存量增速也将延续10.5%以上的高位（8月持平至10.7%）。

- 一方面，8月表外融资减少1014亿元，较去年同期少减1660亿元，其中委托贷款降幅收窄，表外票据同比多增是主贡献（应与包商银行事件的扰动变小和季节性因素有关）。
- 另一方面，8月企业债券和地方政府专项债券发行数量可观，后续关注专项债会否扩容。9月剩余专项债额度近1500亿元，国常会部署限制专项债用于土储及房地产相关项目，对基建的支撑力度有望加强；8月新增企业债券中，一半以上为土木工程建筑业。

3. M1-M2剪刀差连续19月为负，积极财政将继续发力。结构上，居民和企业存款略低于去年同期；非银机构存款则连续两个月超季节性走高，可能与科创板新股发行和房地产收紧下，部分资金流入股市有关；8月财政存款同比少增，预计源于逆周期调节增加财政支出。

4. 维持此前判断，本次降准完后大概还会再降一次，“降息”可期，MLF利率和LPR有望下降。中长期，2020年上半年CPI同比可能维持高位，将一定程度上限制货币政策总量层面的进一步宽松，但货币政策总基调已转为稳增长和疏通货币传导机制，重点预计落在结构性调节和利率并轨等方面。

风险提示：经济失速下滑；监管力度超预期。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《从猪周期到CPI破3的测算，及如何影响货币政策》2019-09-11
- 2、《还有下次降准么？利率呢？》2019-09-06
- 3、《7月社融缘何大降，后续怎么看？》2019-08-13
- 4、《央行二季度货币政策报告的7大信号》2019-08-11
- 5、《测算：中小银行负债萎缩如何影响流动性？——兼评6月金融数据》2019-07-13
- 6、《关注两座“大山”，降准降息升温-5月金融数据点评》2019-06-13
- 7、《1-4月新增社融近10万亿，钱都去哪了？——兼评4月金融数据》2019-05-10
- 8、《社融大超预期，经济和政策的节奏将怎么走？——3月金融数据点评》2019-04-14



内容目录

企业中长贷缘何超季节性走高？	3
社融缘何超预期多增 4000 亿？	5
M1-M2 剪刀差连续 19 月为负，积极财政将继续发力	7
货币政策怎么走？	7
风险提示	8

图表目录

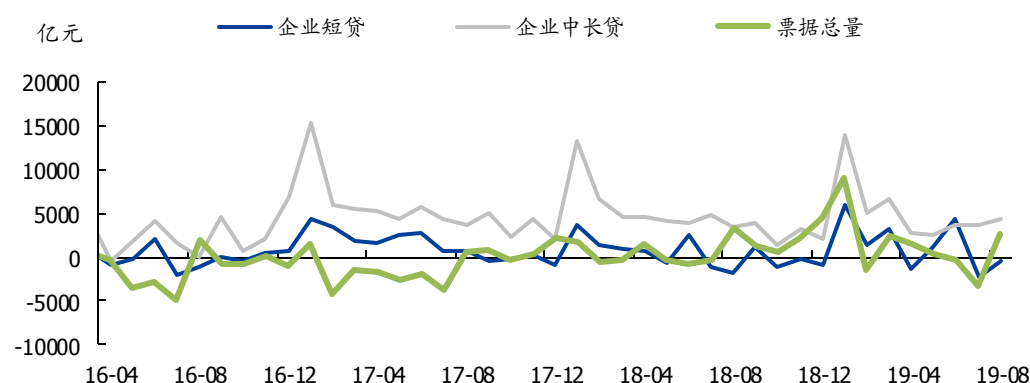
图表 1: 8 月企业贷款结构有所改善	3
图表 2: 中小微企业融资需求大概率维持弱势	4
图表 3: 制造业投资和贷款意愿可能趋于回升	4
图表 4: 8 月基建项目申报提速	5
图表 5: 8 月建筑业 PMI 提升	5
图表 6: 8 月表外融资降幅收窄	6
图表 7: 年内新增专项债剩余额度为 1500 亿元左右	6
图表 8: 8 月新增企业债发行主体行业分类	7
图表 9: 1996 年以来，M1-M2“剪刀差”为负的情形统计，当前已 19 个月连负	7

企业中长贷缘何超季节性走高？

8 月新增信贷 1.21 万亿元，符合预期（1.2 万亿）、高于前值（1.06 万亿）。总体看，新增贷款符合季节性规律，亮点在于企业贷款超季节性走高，特别是企业中长贷。8 月新增企业中长贷 4285 亿元，同比多增 860 亿元。我们分析主要有以下三个原因：

其一，从周期角度来看，8 月信贷结构优化符合信贷企稳的周期性规律。我们从 3 月以来持续提示信贷将围绕“票据不再高增-短贷企稳-中长贷企稳”的传导链条发酵（详见《社融大超预期，经济和政策的节奏将怎么走？-3 月金融数据点评》），这一链条表明宽货币向宽信用的传导路径中，银行风险偏好逐渐提升。数据上看，8 月新增票据（表内+表外）同比少增 737 亿元，而短贷和企业中长贷分别同比多增 1393 亿元和 860 亿元。

图表 1：8 月企业贷款结构有所改善



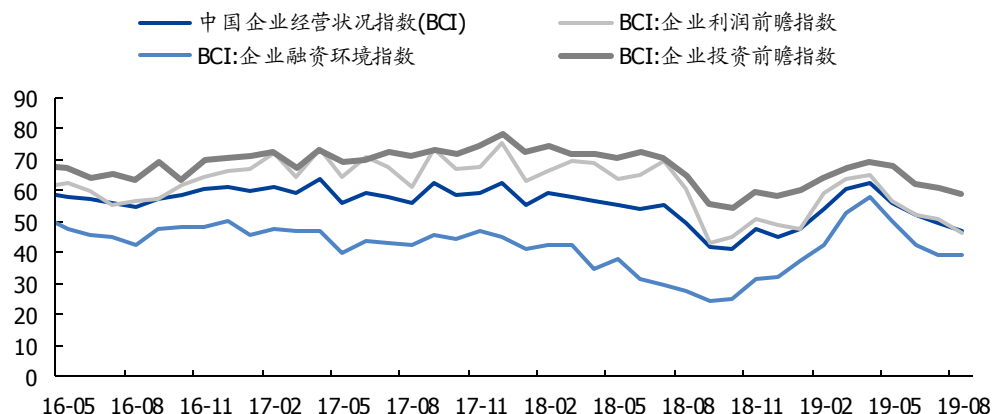
资料来源：Wind，国盛证券研究所

其二，从短期数据来看，8 月企业贷款高增可能与 LPR 引导的融资成本下降有关，银行加快信贷投放和审批。8 月 17 日央行公告改革完善 LPR 机制，并要求新发放的贷款主要参考 LPR 定价；8 月 20 日首次报价的 1 年期 LPR 小降 6BP，不过现行 LPR 与 MLF 利率尚有 95BPs 的空间，市场预期 LPR 年内仍有望下调。我们认为，鉴于短期银行新增贷款盯住 LPR 占比有限，8 月企业贷款增加大概率是银行在贷款利率下调预期下，加快 8 月信贷投放和加快审批，提早锁住利润，也为防御 9 月政策再有扰动。

其三，企业端贷款需求是否有增加？基建、制造业需求可能增加，小微企业经营状况仍待改善。鉴于 715 总理座谈会、719 金融委会议和 730 政治局会议定调稳定制造业投资、加快推进新基建和补短板、降低中小微企业融资成本，并收紧房地产调控。我们认为贷款需求较有可能增加的主体为基建、制造业和小微企业，分项总结如下：

1) 由于中国企业经营状况指数（BCI）的调查以民营中小企业为主。我们以 BCI 相关指数表征中小微企业贷款需求。截至 2019 年 8 月，包括利润、融资环境、企业投资等分项在内的 BCI 指数连续 4 个月下滑，指向小微企业贷款需求可能仍弱。

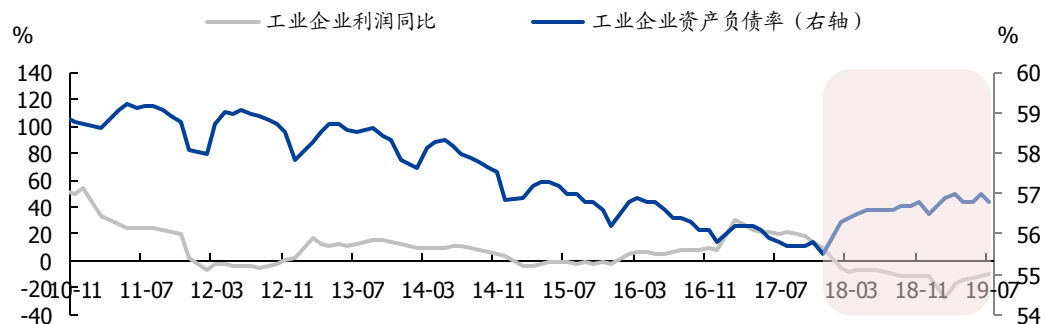
图表 2: 中小微企业融资需求大概率维持弱势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 由于工业企业盈利增速是制造业投资一项重要领先指标, 此处以工业企业资产负债率与利润同比缺口表征制造业投资意愿。2019 年 7 月, 工业企业资产负债率有所下降, 利润总额累计同比降幅收窄, 表明两者缺口缩小, 指向制造业投资意愿可能趋于上行。再叠加 730 政治局会议提出“稳定制造业投资”, 意味着制造业投资可能存在企业需求上升和银行贷款意愿增加的“双利好”局面。

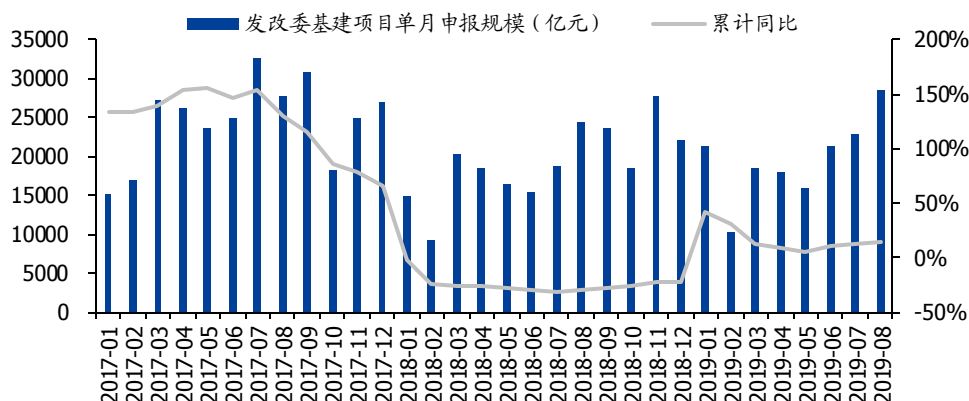
图表 3: 制造业投资和贷款意愿可能趋于回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

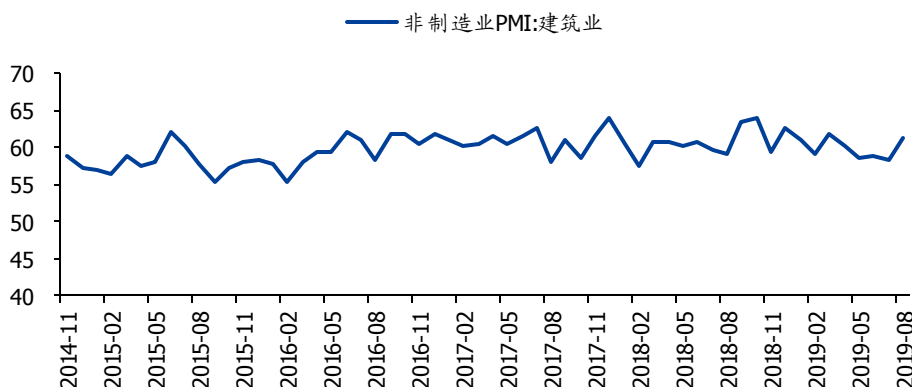
3) 发改委申报项目数量提升, 建筑业景气度向好, 基建贷款需求预计走高。根据发改委数据, 8 月基建项目单月申报规模明显走高, 累计同比较 7 月提升 0.1 个百分点, 同时 8 月建筑业 PMI 环比提升 3 个百分点至 61.2%, 指向建筑业景气度回暖, 提振基建类贷款需求。

图表 4: 8 月基建项目申报提速



资料来源: 发改委, 国盛证券研究所建筑团队

图表 5: 8 月建筑业 PMI 提升



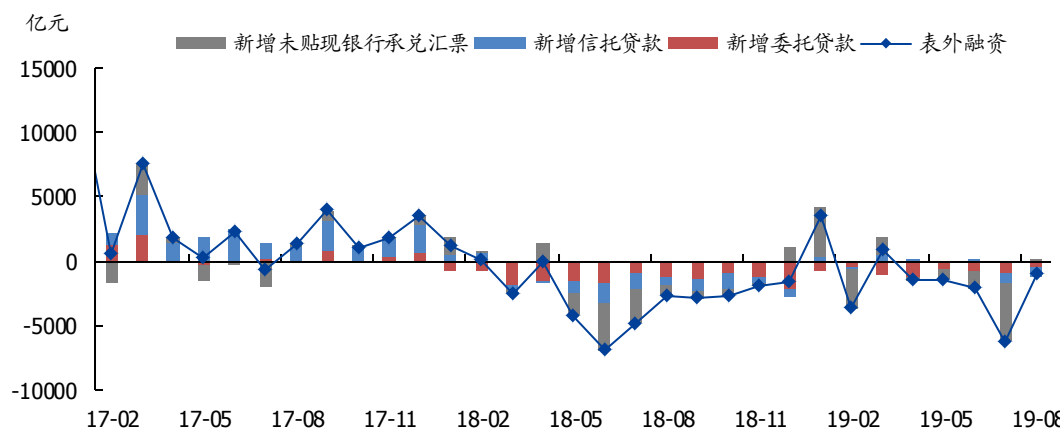
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

社融缘何超预期多增 4000 亿?

8 月新增社融 1.98 万亿, 大幅超出预期 (1.60 万亿) 和前值 (1.01 万亿), 主因表外融资显著修复, 尤其是表外票据大幅多增 (应与包商银行事件的扰动变小和季节性因素有关)。往后看, 预计社融有望继续总体稳定, 社融存量增速也将延续 10.5% 以上的高位 (8 月持平前值至 10.7%)。

一方面, 以新增委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票 (表外票据) 合计的表外融资来看, 8 月表外融资缩减 1014 亿元 (环比多增 5212 亿、同比多增 1660 亿), 是 8 月社融超预期高增的主因。此前由于房地产信托收紧, 市场预期表外融资降幅可能扩大, 但 8 月实际数据修复明显。分结构看, 表外票据成为支撑非标的主要力量: 新增委托贷款-513 亿 (环比多增 474 亿、同比多增 694 亿), 新增信托贷款-658 亿 (环比多增 474 亿、同比多增 694 亿), 新增表外票据 157 亿元 (环比多增 4720 亿、同比多增 936 亿元)。在此前报告中, 我们提示受 5 月底以来中小银行流动性风险事件影响, 部分财务公司和中小银行承兑汇票引致企业拒收, 可能导致 7 月票据大幅下降, 我们认为这大概率受短期因素影响而非长期趋势, 8 月表外回升印证此前观点。

图表 6: 8 月表外融资降幅收窄



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

另一方面, 债券发行数量可观, 虽略不及去年同期, 但仍是支撑 8 月社融的重要力量。8 月地方政府专项债新增 3213 亿元。以财政部口径为准, 今年 1-8 月累计新增专项债 2.0 万亿, 较限额差 1500 亿元。9 月 4 日国常会提出今年限额内地方政府专项债券要确保 9 月底前全部发完, 意味着后续 1500 亿元将全部投放到 9 月。此外, 动用以往专项债未用额度和专项债扩容仍可期。鉴于国常会部署限制专项债用于土储及房地产相关项目, 专项债对基建的支撑力度有望大幅加强。8 月企业债券融资新增 3041 亿元, 从狭义企业债数据来看, 8 月新发行企业债中超过一半以上以土木工程建筑业为主, 指向基建全面扩充资金来源, 企稳回升可期。

图表 7: 年内新增专项债剩余额度为 1500 亿元左右

累计值	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	2019限额	剩余发行额
单位: 亿元										
总发行额	4180	7822	14067	16334	19377	28372	33932	39627		
其中:										
新增地方政府债	3688	6962	11848	12941	14598	21768	25533	28954	30800	1846
新增一般债	2276	3883	5187	5643	5998	7901	8669	8896	9300	404
新增专项债	1412	3079	6661	7298	8600	13867	16864	20059	21500	1441
置换债券和再融资债券	492	860	2219	3393	4779	6604	8399	10672		
再融资一般债	359	677	1708	2574	3683	4958	5810	7216		
再融资专项债	133	183	511	819	1096	1646	2589	3457		
单位: %										
新增债占比	88	89	84	79	75	77	75	73		
置换债券和再融资债券占比	12	11	16	21	25	23	25	27		

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_10166

