

政府债券发行支撑社融，信用扩张见顶

—8 月金融数据点评

宏观研究报告

2020 年 9 月 14 日



西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号 1603 室

地址：重庆市江北区东升门路 61 号金融城 2 号

T2 栋 29-2、29-3

电话：021-61101856

邮编：200122

邮箱：research@swfutures.com

研究员：万亮

期货从业证书号：F3048197

投资咨询证书号：Z0015573

电话：023-67071029

邮箱：wl@swfutures.com

一、政府债券发行支撑社融增量，信贷增速放缓

2020年9月11日，央行发布了我国8月金融数据。初步统计，2020年8月社会融资规模增量为3.58万亿元，比上年同期多1.39万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.42万亿元，同比多增1156亿元；委托贷款减少415亿元，同比少减98亿元；信托贷款减少316亿元，同比少减342亿元；未贴现的银行承兑汇票增加1441亿元，同比多增1284亿元；企业债券净融资3633亿元，同比多249亿元；政府债券净融资1.38万亿元，同比多8729亿元；非金融企业境内股票融资1282亿元，同比多1026亿元。

初步统计，8月末社会融资规模存量为276.74万亿元，同比增长13.3%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为166.34万亿元，同比增长13.3%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为2.4万亿元，同比增长7.5%；委托贷款余额为11.16万亿元，同比下降4.9%；信托贷款余额为7.15万亿元，同比下降7.8%；未贴现的银行承兑汇票余额为3.75万亿元，同比增长12.7%；企业债券余额为27.29万亿元，同比增长21.1%；政府债券余额为43.45万亿元，同比增长18.7%；非金融企业境内股票余额为7.85万亿元，同比增长8.8%。

信贷方面，8月份人民币贷款增加1.28万亿元，同比多增694亿元。8月末，本外币贷款余额173.66万亿元，同比增长12.8%。月末人民币贷款余额167.47万亿元，同比增长13%，增速与上月末持平，比上年同期高0.6个百分点。

尽管8月社融增量超市场预期，社融增速在7月的12.9%的基础上进一步上升至13.3%，再创本轮信用扩张周期新高。但从结构上看，增量主要来源于政府债券发行，而非传统上的信贷。同比多增1.39万亿的社融增量中，政府债券净融资1.38万亿元，同比多8729亿元。而人民币贷款增速13.3%，连续四个月持平。跟随者政府债券发行节奏，政府债券发行对社融的拉动作用将明显降低。基于此，本轮信用扩张周期可能正接近高点。

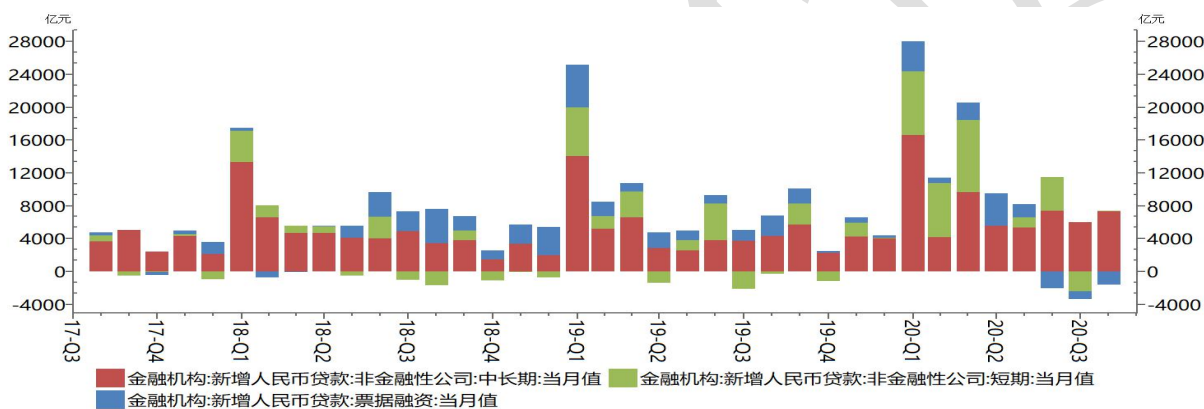
从居民信贷结构来看，住户部门贷款增加8415亿元，其中，短期贷款增加2844亿元，中长期贷款增加5571亿元，均显著高于去年同期水平。居民中长期贷款高增，表明居民加杠杆的意愿仍很强，侧面证实了房地产销售增速维持高位。预计房地产市场的景气仍将延续。

从企业部门的信贷结构来看，企（事）业单位贷款增加5797亿元，其中，短期贷款增加47亿元，中长期贷款增加7252亿元，票据融资减少1676亿元；非银行业金融机构贷款减少1474亿元。短期贷

款与票据融资的减少，与央行流动性与监管政策的收紧，企业套利活动减少相关，而中长期贷款维持高位，切实体现了金融部门对实体经济的支持力度，也体现了实体企业旺盛的融资需求。因此，尽管企业贷款总量上增速放缓，但信贷结构更趋于优化。

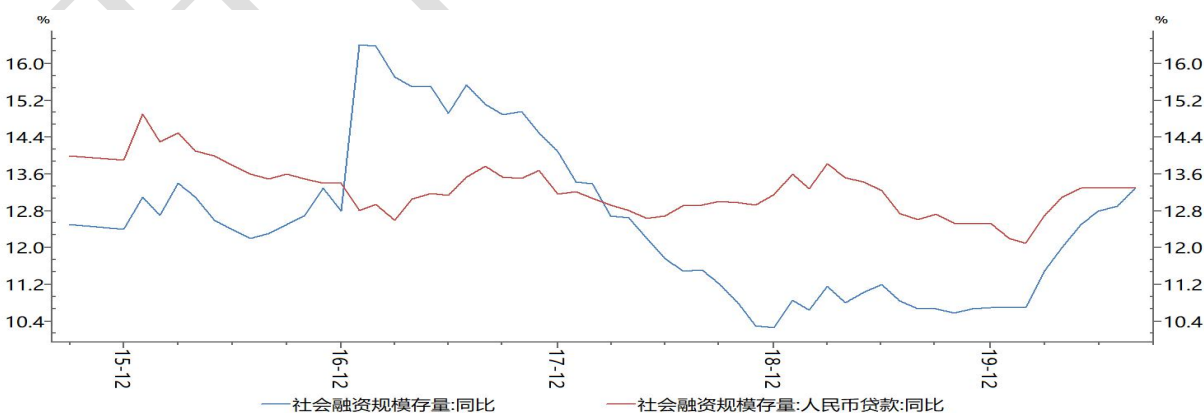
对于未来社融与人民币贷款增速的走向，8月社融增量主要依赖政府债券发行，8月的社融和人民币贷款增速，大概率是本轮信用扩张周期的高点。2018年以来，我国处于结构性去杠杆的过程中，社融存量增速持续下行，但始终保持略高于名义GDP的水平。2020年新冠疫情爆发以来，政策重点转向稳增长，货币政策加大宽松力度，允许宏观杠杆率暂时上升，社融存量与名义GDP增速之差走阔。

图 1：企业信贷结构



数据来源：Wind

图 2：社会存量与人民币贷款增速



数据来源：Wind

而 2020 年二季度以来，国内经济明显修复，市场信心趋于稳定。在此背景下，疫情期间特殊的货币政策酝酿退出，宏观政策兼顾稳增长和防风险，流动性过于宽松不利于稳杠杆、防止资金空转、防止资产价格泡沫。因此，在政策基调趋于稳健的背景下，预计本轮加杠杆的空间不大。随着社融和 M2 增速的见顶，名义 GDP 增速进一步修复，社融、M2 增速与名义 GDP 增速剪刀差将进一步收窄。

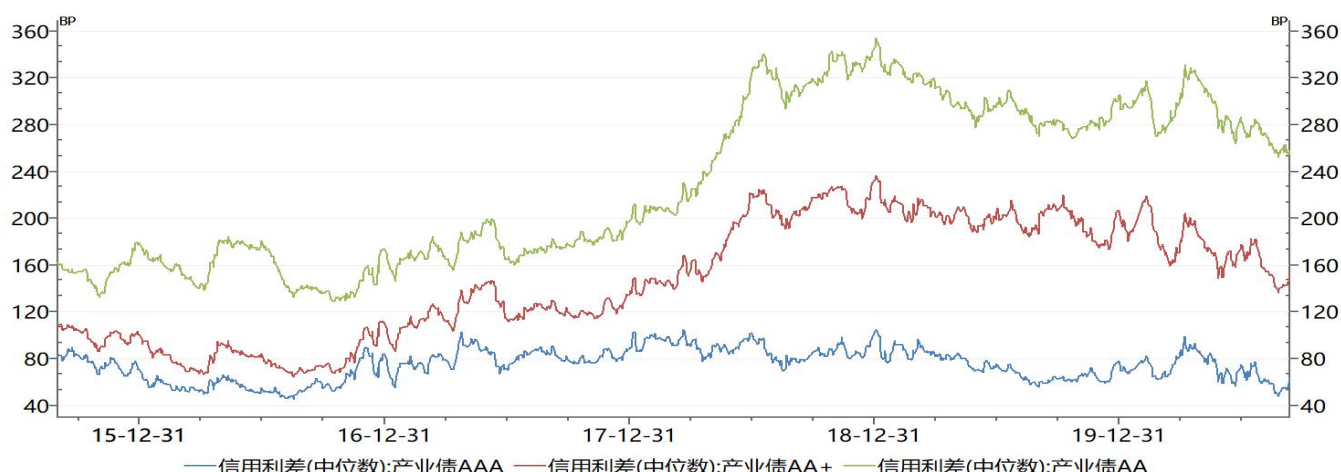
二、M1 增速上升，M2 增速回落，M1-M2 剪刀差收窄

8 月末，广义货币 (M2) 余额 213.68 万亿元, 同比增长 10.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.2 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 60.13 万亿元, 同比增长 8%，增速分别比上月末和上年同期高 1.1 个和 4.6 个百分点；流通中货币 (M0) 余额 8 万亿元, 同比增长 9.4%。当月净投放现金 175 亿元。

M2 增速由 7 月的 10.7% 进一步回落至 10.4%，与信贷增速类似，随着疫情期间特殊的货币政策退出，流动性边际收紧，货币政策趋于稳健，本轮信用宽松已过高点。可以预见，未来社融增速、M2 增速与名义 GDP 增速之差，可能将进一步收窄。

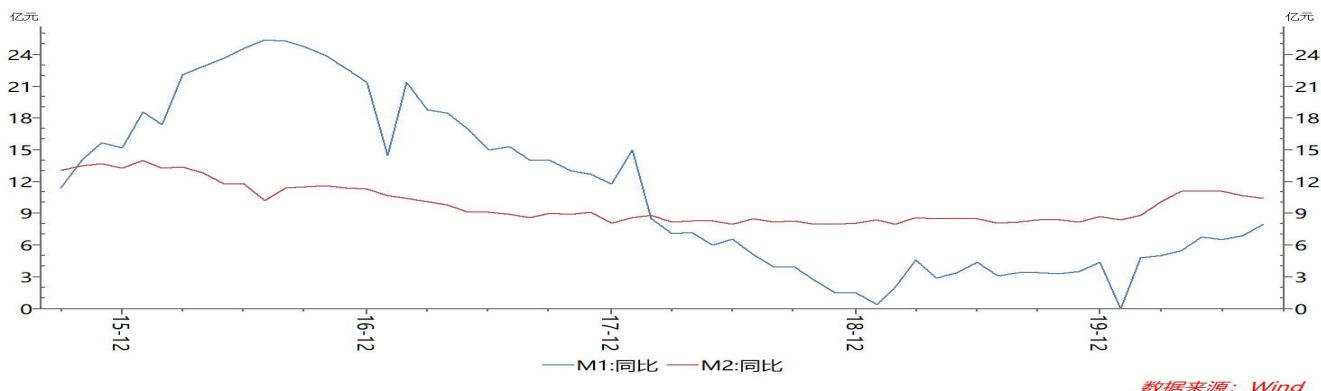
M1 增速则进一步上升至 8.0%，表明企业现金流状况进一步改善，盈利能力和投资信心均在回复。M1-M2 剪刀差将进一步收窄，证实经济景气度的持续回升，从股票市场风格的角度，利好周期股胜过成长股。

图 3：信用利差走势



数据来源: Wind

图 4: M1 和 M2 同比增速



三、宏观经济展望及利率走势展望

总结 2020 年 8 月金融数据，社融高增主要由政府债券发行贡献，信贷增速维持高位，M1 增速进一步回升，M2 增速小幅回落。数据表明，随着国内货币政策的回归常态，地方政府专项债的发行完成，本轮信贷扩张已过高点，社融存量、M2 增速与名义 GDP 增速之差，将大概率收窄。

针对国内政策的取向，我们维持原有的判断。在 7 月的报告中，我们提到，“国内央行难以效仿欧美央行大水漫灌，当前国内货币政策将以宽信用和降成本为主，通过精准的“滴灌”，支持实体企业的复苏。随着国内经济的复苏，疫情期间的特殊宽松政策将酝酿退出，流动性或进一步随着经济数据的改善而边际收敛。”央行二季度货币政策执行报告证实了我们的观点，预计央行将并不急于加码总量上的宽松政策，为未来留出正常的货币政策空间，而更加注重政策的精准导向，通过定向宽松支持实体经济。

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_2551

