

社融数据超预期，预期差有三个来源

——8月金融数据点评

宏观事件点评

2020年9月14日

报告摘要：

● 社融数据超预期，预期差有三个来源

第一，也是很多人指出的，8月政府债券融资，对社融有非常大的贡献，不过这个从某种意义上是既定事实。第二，未贴现汇票，今年3月以来，都是正贡献（只有4月除外）。第三，社融中贷款比全口径贷款高，也构成正贡献，社融中贷款是对实体经济的贷款，从这一点看，对实体经济贷款力度更大。第二点和第三点合起来看，基本上就清楚了，贷款规模控制得比较好，贷款增速严格控制在13%左右，但对实体经济信贷支持力度更大了。这应该是真正的预期差所在。

● 居民和企业的资金从股市回流

8月新增居民存款3973亿元，新增企业存款7491亿元，而7月这两个数据均为负增长。8月新增非银金融机构存款-2612亿元，而7月这一数据为大幅正增长。从这种变化可以看出，由于8月股市行情不如7月，居民和企业的资金从股市部分流出。根据股市流动性指标来看，8月融资融券余额、换手率、成交量相比7月均值有一定程度下滑，当前股市热度相比7月有所降温。

● 通胀和汇率不是当前货币政策约束

央行货币政策采用多目标制，主要包括经济增长、充分就业、物价稳定、国际收支平衡、金融风险可控等。未来来看，物价方面，未来半年内受去年基数回升影响，CPI中枢值预计低于2%，中国经济不存在通胀风险。汇率方面，由于美国长达十年的经济复苏周期基本结束，美元指数处于下行阶段，因此未来半年人民币贬值压力较小，预计人民币汇率将保持强势状态。因此通胀和汇率均不是当前货币政策约束条件。

● 宏观杠杆率快速攀升和金融风险对货币政策构成约束

宏观杠杆率快速攀升和金融风险对货币政策构成约束。今年疫情以来，信用较为宽松，非金融企业部门快速加杠杆，导致实体部门杠杆率大幅上升，半年之间从245.4%上升至266.4%，创历史新高。另一方面银行大量对中小微企业放贷，使其累积一定坏账风险。在此背景下未来货币政策将受到一定制约。另一方面，今年5月以来多个城市房价重新出现上涨，房地产市场资产泡沫有所累积，这些也使货币进一步宽松的必要性在降低。

● 风险提示：货币政策超预期收紧、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

相关研究

事件：

9月11日，央行公布8月金融数据：

新增人民币贷款12800亿元，市场预期12200亿元，前值9927亿元。

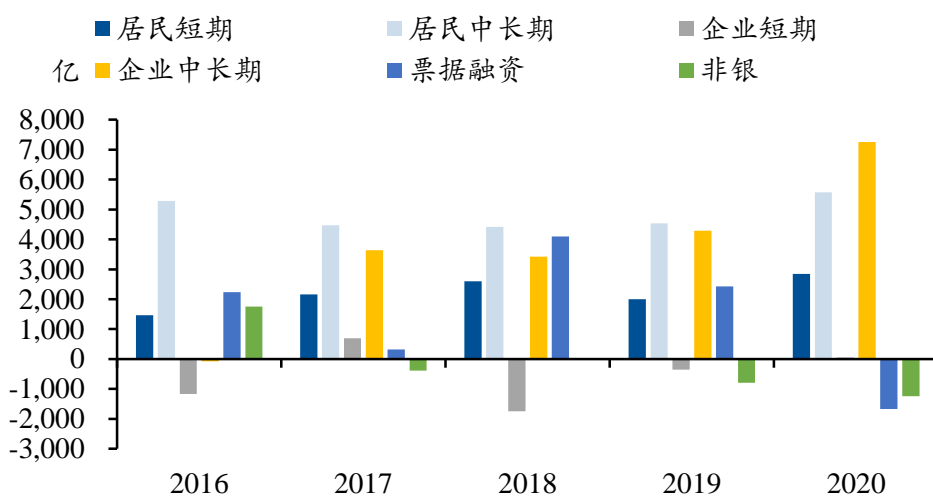
社会融资规模35800亿元，市场预期26600亿元，前值16940亿元。

M2同比10.4%，市场预期10.8%，前值10.7%；M1同比8.0%，前值6.9%。

一、数据表现：社融数据远超市场预期

企业中长期贷款持续高增长，指向基建发力。8月新增人民币贷款12800亿元，略高于市场预期的12200亿元。分结构看，居民中长贷和企业中长贷表现都不错，分别同比多增1031亿元和2967亿元，反映两个现象，一个是商品房销量较好，从数据来看商品房销售面积快速回升，楼市成交有所回升；另一个是基建继续发力，宽财政背景下基建托底经济增长，撬动基建类贷款放量。拖累因素主要是票据融资和非银贷款，分别同比多减4102亿元和444亿元，非银贷款的压降反映出金融去杠杆仍在持续。

图1：8月份居民和企业中长期贷款放量

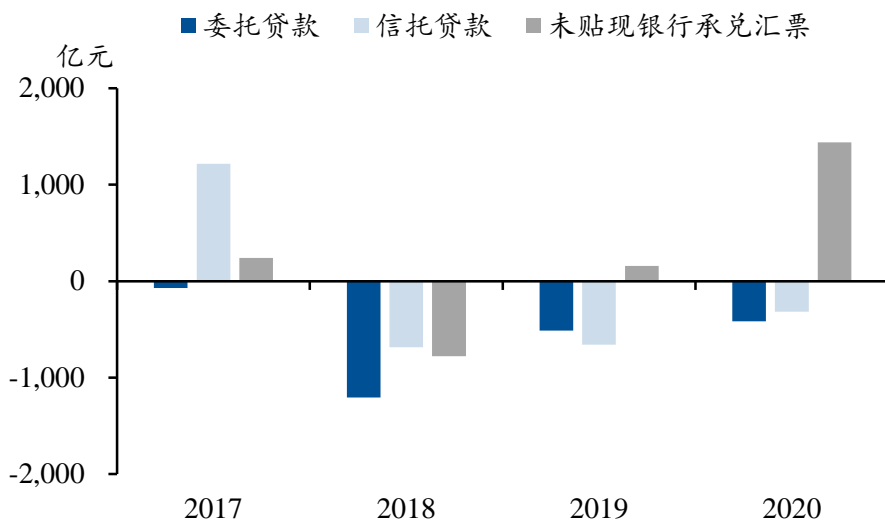


资料来源：Wind，民生证券研究院

政府债券放量带动社融超预期，注册制带动股票融资大幅增长。8月社融增量为3.58万亿元，同比多18860亿元，远高于市场普遍预期。主要是政府债券高增长所致。8月政府债券增长1.38万亿元，相比去年多增8741亿元，创近几年同月份新高。非标融资中，未贴现承兑汇票大幅增长，带动非标正增长710亿元。8月企业债券融资为3633亿元，与往年同期持平。值得一提，在注册制背景下，股票融资大幅增长，8月股票净融资1282亿元，相比去年同期翻了5倍左右。股票融资放量反映出政策希望大力发展资本市场的意图，一方面通过大力发展股票融资来扶持创新型企业，另一方面通过发展股票融资来降低宏观杠杆率。

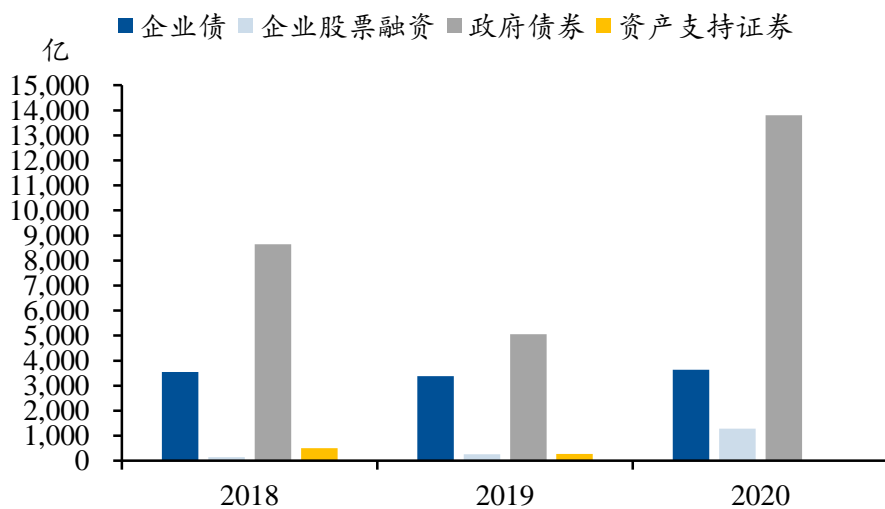
社融数据超预期，预期差有三个来源。第一，也是很多人指出的，8月政府债券融资，对社融有非常大的贡献，不过这个从某种意义上是既定事实。第二，未贴现汇票，今年3月以来，都是正贡献（只有4月除外）。第三，社融中贷款比全口径贷款高，也构成正贡献，社融中贷款是对实体经济的贷款，从这一点看，对实体经济贷款力度更大。第二点和第三点合起来看，基本上就清楚了，贷款规模控制得比较好，贷款增速严格控制在13%左右，但对实体经济信贷支持力度更大了。这应该是真正的预期差所在。

图 2：8 月份非标融资压降规模减少



资料来源：Wind，民生证券研究院

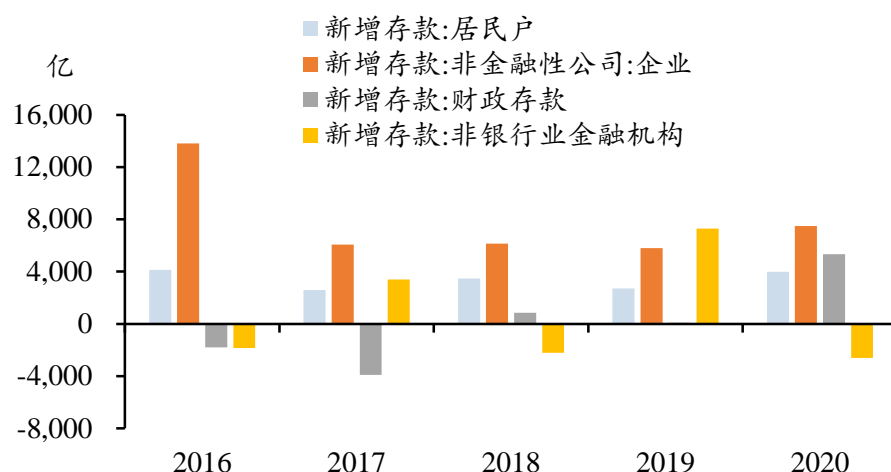
图 3：8 月份政府债券融资拉动社融高增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

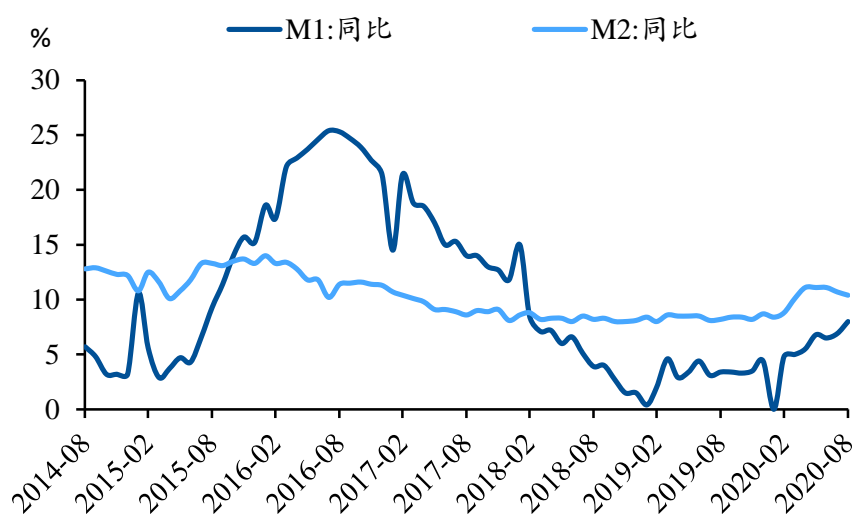
居民和企业的资金从股市回流。8月新增居民存款3973亿元，新增企业存款7491亿元，而7月这两个数据均为负增长。8月新增非银金融机构存款-2612亿元，而7月这一数据为大幅正增长。从这种变化可以看出，由于8月股市行情不如7月，居民和企业的资金从股市部分流出。根据股市流动性指标来看，8月融资融券余额、换手率、成交量相比7月均值有一定程度下滑，当前股市热度相比7月有所降温。

图 4：8 月非银金融存款负增长，资金从股市部分流出



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：8 月 M1 增速和 M2 增速剪刀差收窄，实体经营活动进一步扩张

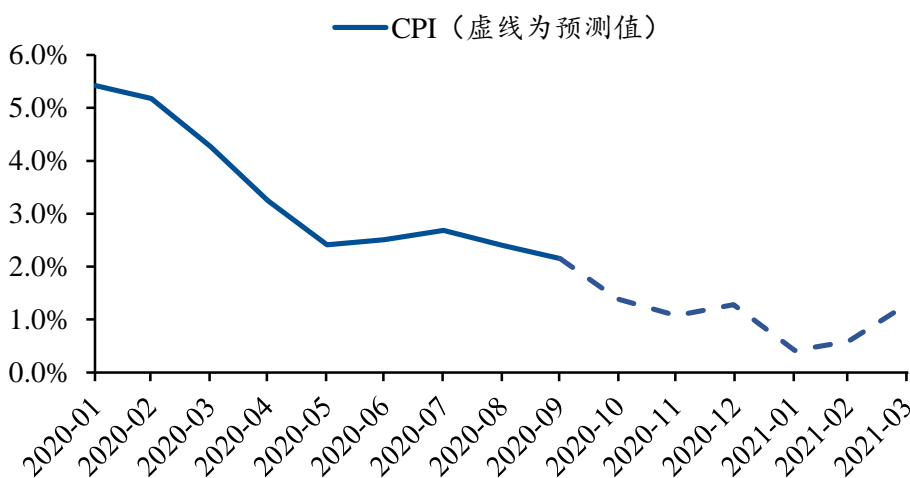


资料来源：wind，民生证券研究院

二、数据背后：货币政策的约束主要是哪些？

通胀和汇率不是当前货币政策约束。央行货币政策采用多目标制,主要包括经济增长、充分就业、物价稳定、国际收支平衡、金融风险可控等。未来来看,物价方面,未来半年内受去年基数回升影响,CPI 中枢值预计低于 2%,中国经济不存在通胀风险。汇率方面,由于美国长达十年的经济复苏周期基本结束,美元指数处于下行阶段,因此未来半年人民币贬值压力较小,预计人民币汇率将保持强势状态。因此通胀和汇率均不是当前货币政策约束条件。

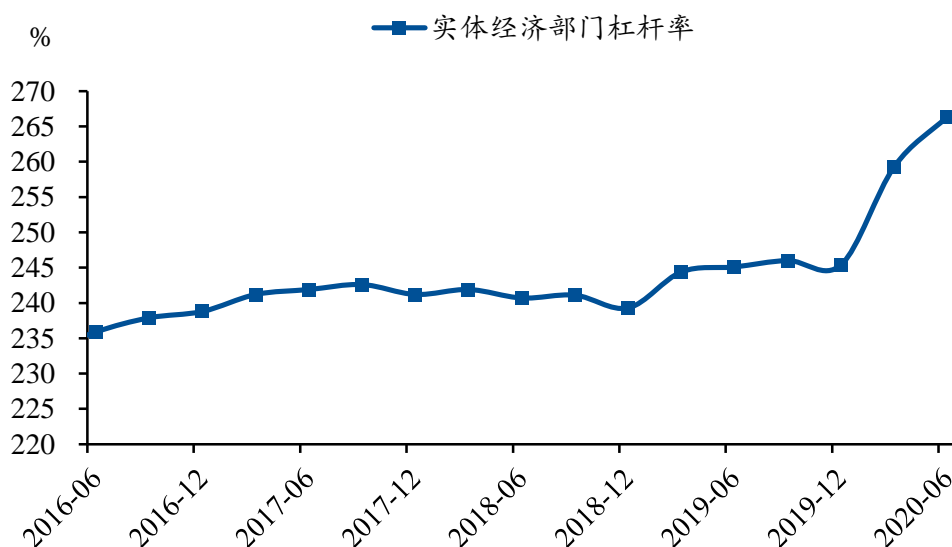
图 6：未来半年 CPI 仍处低位，通胀不是货币政策约束



资料来源：Wind，民生证券研究院

宏观杠杆率快速攀升和金融风险对货币政策构成约束。今年疫情以来,信用较为宽松,非金融企业部门快速加杠杆,导致实体部门杠杆率大幅上升,半年之间从 245.4%上升至 266.4%,创历史新高。另一方面银行大量对中小微企业放贷,使其累积一定坏账风险。在此背景下未来货币政策将受到一定制约。另一方面,今年 5 月以来多个城市房价重新出现上涨,房地产市场资产泡沫有所累积,这些也使货币进一步宽松的必要性在降低。

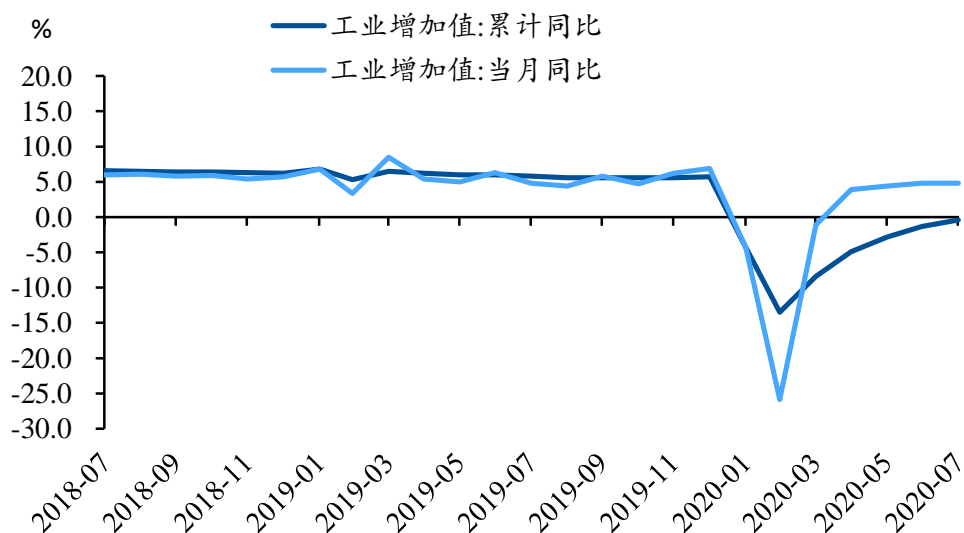
图 7：今年以来宏观杠杆率快速上升，对货币宽松构成约束



资料来源：Wind，民生证券研究院

经济持续复苏，货币政策有望维持灵活适度。今年3月以来，随着复工复产政策稳步推进，国民经济逐渐复苏。工业增加值当月同比增速已恢复至往年正常水平，消费受制于海外疫情蔓延，距恢复至正常水平需等疫苗完全普及。在这种背景下，货币宽松适度退出，中国逐渐恢复至正常货币政策。就业方面来看，今年预设新增就业目标900万人，1-7月累计新增就业671万人，全年预计实现新增就业1000万人以上，就业目标完成已无悬念。因此，经济增长和充分就业均已不是货币政策边际收紧约束条件。

图 8：经济持续复苏，货币宽松适度退出

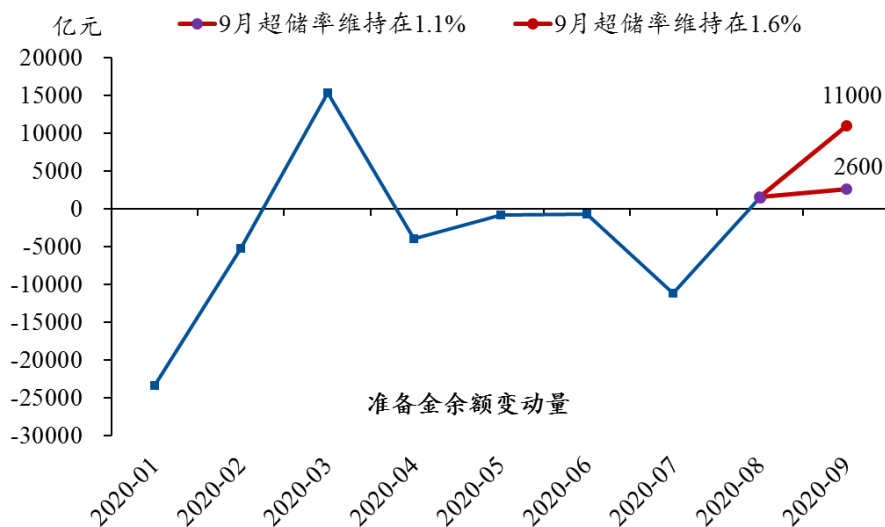


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：9月央行大规模净投放或降准可期

超储率不可能无限压低，9月央行加大流动性投放力度可期。我们测算，9月若要超储率保持在1.1-1.2%，则央行需为金融机构补充约2600亿元准备金，这要求流动性净投放力度比8月更大；事实上，在季末时点上，相比平时金融机构往往有更高的超额准备金需求，若要超储率持平于6月的1.6%，则央行需为金融机构补充约11000亿元准备金，这要求的流动性净投放力度就更大了。无论怎样，9月央行加大投放力度是可以期待的，这对资产配置构成潜在的利好。

图9：9月是一个关键时点，央行大规模净投放或降准可期



资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

风险提示

货币政策超预期收紧、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

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_2584

