

8月金融数据：社融与M2增速缘何背离？

核心观点

8月社融增速13.3%较前值继续大幅走高0.4个百分点，而M2同比增长10.4%，较前值继续回落0.3个百分点，两者进一步背离，我们认为财政资金“淤积”仍是M2下行的主要原因，政府债券发行量大增，尚未及时拨付，洪水也对资金投放形成拖累，牵制近两月M2，M2与社融增速背离的主要原因也来自政府债券发行与财政支出的不同步，发行债券计入社融，但只有财政支出才会派生M2，预计未来随着财政支出加快，M2增速将是上行的走势，而M2和社融增速之差会逐渐收敛。

□ 企业居民长期贷款多增，票据贴现回落符合预期

8月人民币贷款增加1.28万亿元，同比多增700亿元，余额增速13%持平前值。分结构看，企业和居民短期、中长期贷款均同比多增，但贴现票据同比大幅减少，其中，企业、居民的中长期贷款增长更为强劲，分别增加7252亿和5571亿，同比多增2967亿和1031亿，贡献最大，延续了前两个月中长期信贷占比逐步扩大的信贷结构优化趋势，主因银行增加对基建项目和制造业中长期贷款的投放，房地产销售维持景气也体现在居民中长期贷款的多增上。我们在8月数据预测报告中提示，8月票据贴现发生额仍然较低，自5月掉落万亿以下后持续处于低位，表内票据成为信贷的拖累项目，目前数据得到了验证，主因来自监管部门强化结构性存款乱象整治。以全年新增20万亿信贷量来看，预计今年信贷增速可维持在13%附近高位，结构方面，随着财政资金进一步拨付基建项目，制造业利润改善增加融资需求，未来企业中长期贷款有支撑，而随着服务业加速放开，居民短端贷款也可维持修复。

□ 社融大超预期，增速或达年内高点

8月社融新增3.58万亿，同比多增1.38万亿元，存量增速13.3%较前值继续大幅走高0.4个百分点，扩信用加速，大超预期。8月主要支撑来自：信贷新增1.42万亿，政府债券增加1.38万亿、企业债券融资增加3633亿，未贴现票据增加1441亿，除信贷外，政府债券提供最强支撑。整治资金空转与经济活动改善相互叠加，票据市场继续规范，8月承兑发生额有所回升，这导致虽然贴现票据回落，但表外票据规模改善幅度较大。8月非标项目合计增加710亿元，同比大幅多增1724亿元，除了表外票据，委托贷款同比少减98亿元，信托贷款同比少减342亿元，我们认为主要来自于监管强化预期下地产非标集中放量。展望未来社融走势，9-12月还有约2.8万亿政府债券增量，将对社融构成较强正向支撑，9、10月共计还有专项债额度约9000亿，但随着融资类信托监管趋严，后续非标项目可能是社融最主要拖累项，除了关注地产压负债的影响外，也需关注12月大规模信托贷款到期量带来的冲击，总体看，我们认为8月社融13.3%的增速基本可确认是年内高点，未来将有所回落，但年内可维持在13%高位震荡。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

□ M2 增速继续回落与社融增速背离，但未来将是逐渐收敛的过程

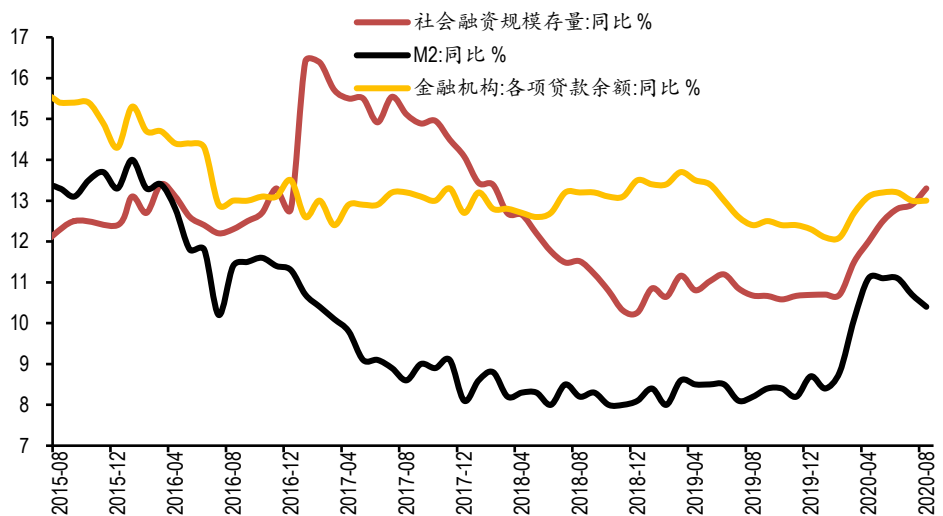
8 月末，M2 同比增长 10.4%，较前值继续回落 0.3 个百分点，8 月央行对基础货币把控较为严格，这也能从银行对非银贷款回落幅度较大得到验证，而 8 月货币乘数预计仍在 7 上方。从存款结构来看，我们认为财政资金“淤积”仍是 M2 下行的主要原因，政府债券发行量大增，尚未及时拨付，洪水也对资金投放形成拖累，牵制近两月 M2，未来随着财政支出加快，M2 增速将是上行的走势。M2 增速与社融增速之间近期背离的主要原因也来自政府债券发行与财政支出的不同步，发行债券计入社融，但只有财政支出才会派生 M2，也正因此，我们认为 M2 和社融增速之差会逐渐收敛。M1 增速环比大幅上行 1.1 个百分点至 8%，符合我们此前对 M1 增速将继续走高，实体经济活力持续转暖的判断；M0 增速 9.4% 环比回落 0.5 个百分点，随着经济活动回暖，对现金需求有所转弱。

□ 未来货币政策何时收紧？

央行当前对流动性的调控是合理充裕，8 月下旬以来多数时间公开市场操作净投放主要目的是配合政府债券发行，并非边际放松。正如央行在二季度货币政策执行报告中提到的“综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”，并强调“中期借贷便利利率作为中期政策利率，是中期市场利率运行的中枢，国债收益率曲线、同业存单等市场利率围绕中期借贷便利利率波动”，近期呈现的典型特点就是市场利率围绕政策利率波动。我们提示需关注货币政策首要目标由保就业切换至金融稳定而收紧，货币乘数过高的情况下，在货币政策收紧初期，往往基础货币收紧会超预期，我们提示核心跟踪 DR007 走势，若 DR007 持续性地位于 7 天逆回购利率上方，将意味着货币政策转向，时点提示关注 10 月底政治局会议。但基础货币收紧在银行流动性分层下较难持续，货币政策收紧第二阶段为压降货币乘数，提高准备金率较难，主要为压降贷款规模，预计时点在明年 1、2 月份。

风险提示：经济增速和就业状况超预期改善，货币政策边际收紧。

图 1：M2、信贷、社融增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_2586

