

固定收益研究/动态点评

2020年09月11日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

张亮 SAC No. S0570518110005
研究员 021-28972035
zhangliang014597@htsc.com

张大为 SAC No. S0570119080165
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究：水涝扰动消退，CPI重回下行通道》2020.09

2《固定收益研究：信用债周度跟踪》2020.09

3《固定收益研究：PMI小幅回落，结构改善，预期不弱》2020.08

社融数据大超预期为哪般？

2020年8月金融数据点评

核心观点

8月金融数据有如下关键信息：第一，社融规模大幅超出市场预期，主要是非标融资显著好于预期，显示实体融资需求较强，而表内信贷政策趋紧导致融资转向表外；第二，结构来看，企业中长期贷款、居民信贷延续同比多增；第三，M1走高显示地产销售依然火热，也反映实体流动性继续改善，M2走低主要系政府债券发行到拨付的时滞，相应出现财政存款同比多增。市场角度看，利率对基本面有了较充分反应，但经济渐进修复仍在路上，货币政策将继续保持中性，偏弱趋势尚待逆转。我们坚持久期策略防守反击思路，提防永续债、地产债分化，权益顺周期板块可能有更好表现。

政策态度收敛但信贷延续高增

8月新增人民币贷款12800亿元，同比多增694亿。7月以来政策收敛压制信贷增长，但实体融资需求较为强劲。企业端，8月新增中长期贷款同比多增2967亿元，显示基建配套贷款、制造业中长期贷款等增长仍较快。企业票据融资继续减少，反映信贷政策收紧的情况下，商业银行主动压缩对票据融资的支持。居民端，8月短贷与中长期贷款同比分别多增846和1031亿元，显示消费活动继续修复、房地产销售反弹明显。

融资需求由表内转表外，地方债放量支撑社融高增

8月社会融资规模3.58万亿，同比多增1.38万亿，大幅高于市场预期（Wind一致预期2.66万亿）。社融存量增速达13.3%，较上月反弹0.4个百分点，剔除政府债的增速也反弹0.1个百分点。主要超预期的分项，一是表外票据融资规模1441亿，或由于表内信贷政策偏紧，导致部分实体融资需求由表内转向表外；二是信托融资减少316亿，或由于基建加快施工，带动配套融资需求释放；三是政府债与企业债融资规模较高，且高于高频数据。

M2走低系财政存款吸收流动性，M1攀升反映楼市销售热度仍在

8月M2同比10.4%，走低0.4个百分点，主要系政府债发行到拨付的时滞，吸收流动性。M1同比8%，回升1.1个百分点，仍系楼市销售火热带动，地产调控收紧或促使居民购房抢跑、银行加快按揭贷款投放。M1走高也反映实体流动性继续改善，有助于经济保持修复态势。存款结构看，一是非银金融机构存款在向住户与非金融企业部门回流，主要系8月股市进入震荡行情引发获利赎回；二是政府债券大量发行增加财政存款，同时从“新增存款=政府债融资+收入-支出”的勾稽关系看，8月财政支出力度也较强。

市场启示

本周股市调整、资金面宽松推动利率下行。然而大幅超预期的社融数据叠加股市反弹今日重挫债市。我们的看法是，3.1-3.2%的十年期国债利率已经回到去年四季度，对基本面有了较充分反应。但是，社融数据超预期，经济渐进修复仍在路上，货币政策将继续保持中性，趋势尚难逆转。此外，供求成为新矛盾点，具体表现在超储率低，缺存款导致银行存单发行意愿上升、配债额度受限，理财忙于过渡期整改而缩表可能。我们继续坚持久期策略防守反击思路，有足够安全边际或触发剂方出手，提防永续债、地产债分化。社融与M1反弹指向权益顺周期板块可能有更好表现。

风险提示：政策收紧超预期、秋冬季疫情二次爆发。

事件

央行公布 2020 年 8 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 12800 亿元，市场预期 12200 亿元，前值 9927 亿元。
- (2) 社会融资规模 35800 亿元，市场预期 26600 亿元，前值 16940 亿元。
- (3) M2 同比 10.4%，市场预期 10.8%，前值 10.7%；M1 同比 8%，前值 6.9%。
(市场预期为 Wind 一致预期)

点评

政策收敛但信贷延续高增

8 月新增人民币贷款 12800 亿元，同比多增 694 亿，略高于市场预期的 12200 亿元。7 月份政策收敛压制信贷增长，当月政策压制痕迹仍然存在，但是当月信贷增长仍高于预期，反映 8 月份实体融资需求较为强劲。

从企业端来看，8 月新增中长期贷款延续高增，当月规模达到 7252 亿元，同比大幅多增 2967 亿元，显示基建配套贷款、制造业中长期贷款等增长仍较快。而 8 月份企业票据融资继续减少，反映信贷政策收紧的情况下，商业银行主动压缩对企业票据融资的支持。此外，8 月非银贷款减少 1474 亿，也显示出政策收敛对信贷增长的压制。

居民端 8 月新增贷款继续修复，其中短期贷款、中长期贷款分别新增 2844 和 5571 亿元，同比分别多增 846 和 1031 亿元。一方面，居民消费活动继续修复；另一方面，8 月份房地产销售反弹明显，部分地区再次出现房地产市场火爆的现象，拉动居民房贷增长，也可能存在部分消费贷进入楼市的情况。

融资需求由表内转表外，地方债放量支撑社融高增

新口径下 8 月社会融资规模达到 35800 亿，同比大幅多增 13844 亿。8 月社融增速达到 13.3%，较上月继续反弹 0.4 个百分点，剔除政府债券之后，8 月社融增速也反弹了 0.1 个百分点。当月信贷增长较强，但仅略高于市场预期，而社融却大幅高于市场预期，主要原因在于：

(1) 8 月非标融资 710 亿，同比多增 1725 亿。首先，8 月份表外票据融资 1441 亿，明显超过市场预期，一方面，虽然当月票据承兑较少，但是票据到期量较小；另一方面，表内票据转表外，反映由于表内信贷政策偏紧，导致部分实体融资需求由表内转向表外。

(2) 8 月信托融资-316 亿，近几个月地产融资政策明显收紧，导致市场对信托融资规模较为悲观，但是当月信托融资明显超出市场预期，我们认为可能由于 8 月份南方洪涝灾害影响弱化，基建加快施工，带动配套融资需求释放。

(3) 8 月份企业债券融资 3633 亿，同比多增 249 亿，也比高频数据略高。企业股票融资 1282 亿，较上月进一步扩大，同比大幅多增 1026 亿。

(4) 8 月政府债券融资 13800 亿，创年内单月最大规模，同比大幅多增 8741 亿，主因 8 月份地方债发行再度发力，不过政府债券放量在市场预期之内。

M2 走低系财政存款吸收流动性，M1 攀升反映楼市销售热度仍在

8月M2同比10.4%，走低0.3个百分点；M1同比8%，回升1.1个百分点，M2与M1剪刀差大幅收窄1.4个百分点。M2走低主要系政府债发行到拨付的时滞、吸收流动性，体现在当月财政存款同比大增。而M1走高、剪刀差收窄，仍系楼市销售火热带动，与楼市销售、居民贷款数据互为印证，8月份30大中城商品房成交同比走高至12.7%。7月以来地产调控持续收紧，深圳等地升级限购限贷，或促使居民购房抢跑与银行加快按揭贷款投放，导致地产数据韧性较强。同时M1走高也反映实体流动性继续改善、企业产销活动趋于活跃，有助于经济保持修复态势。

8月新增存款19400亿元，同比多增1317亿元。结构上：

一是非银金融机构存款向住户与非金融企业部门回流，主要系8月股市进入震荡行情引发部分获利赎回行为，而购房火热也带来理财、基金产品赎回诉求。其中住户与非金融企业存款分别新增3973亿元、7491亿元，同比分别多增1259亿元、1699亿元，而非银金融机构存款-2612亿元，同比多减9910亿元。

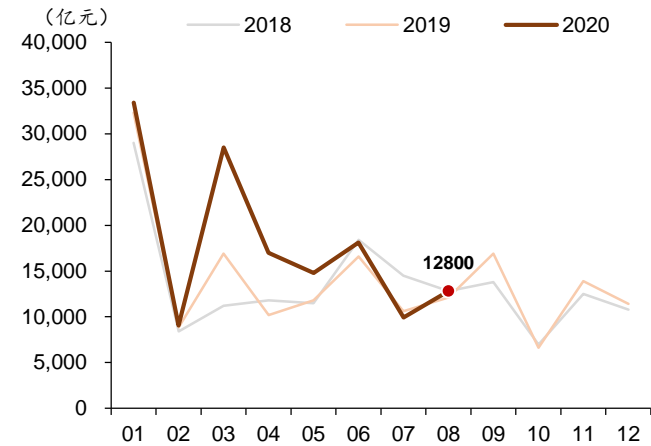
二是政府债券大量发行增加财政存款，同时从“新增存款=政府债融资+收入-支出”的勾稽关系看，财政支出力度也较强。8月财政存款新增5339亿元，同比多增5244亿元。由于当月政府债融资同比多增8729亿元，假定财政收入持平于去年同期，相当于财政支出同比多增近3500亿元。

市场启示

本周股市调整（尤其是不少资金用国债期货对冲股市风险）、资金面宽松推动利率下行。然而大超预期的社融数据叠加股市反弹今日重挫债市。我们的看法是，3.1-3.2%的十年期国债已经回到去年四季度，对基本面有了较充分反应。但是，社融数据超预期，经济渐进修复仍在路上，货币政策将继续保持中性，趋势尚难逆转。此外，供求成为新矛盾点，具体表现在超储率低，缺存款导致银行存单发行意愿上升、配债额度受限，理财忙于过渡期整改而可能缩表。我们继续坚持久期策略防守反击思路，有足够安全边际或触发剂方出手，提防永续债、地产债分化。社融与M1反弹指向顺周期品种可能有更好表现。

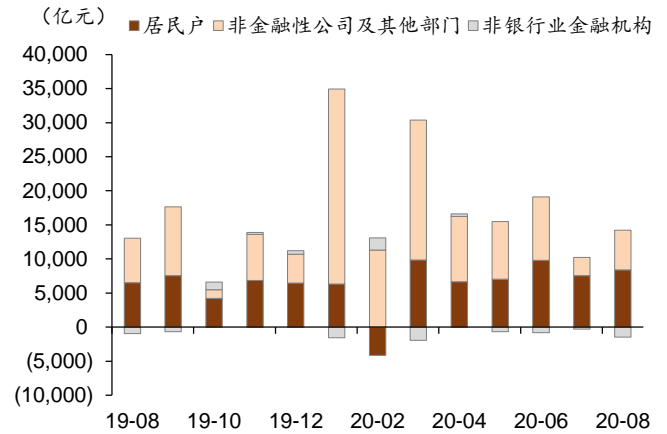
信贷

图表1：新增人民币贷款



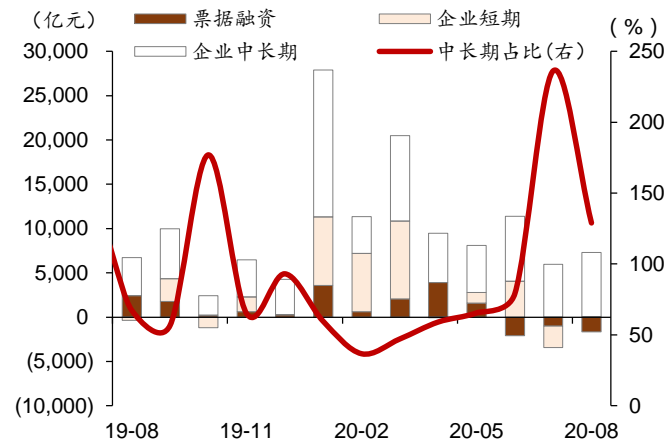
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：新增人民币贷款分部门



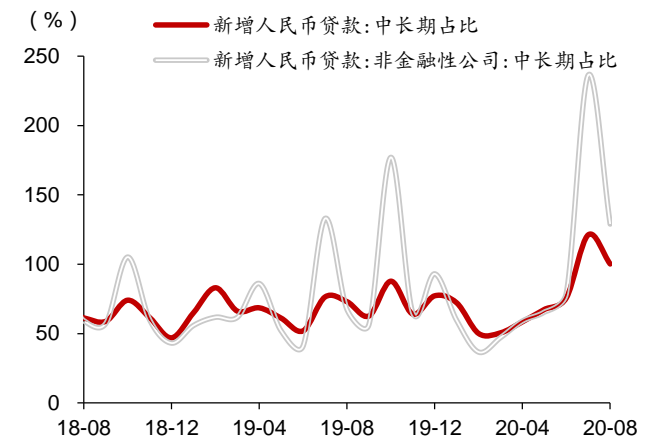
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：企业新增信贷结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

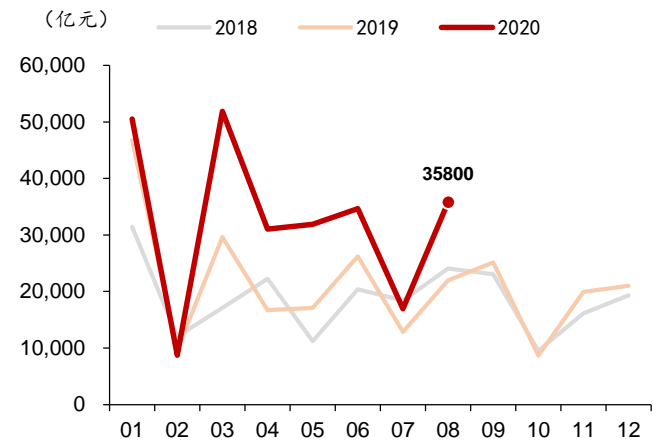
图表4：新增信贷中长期占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

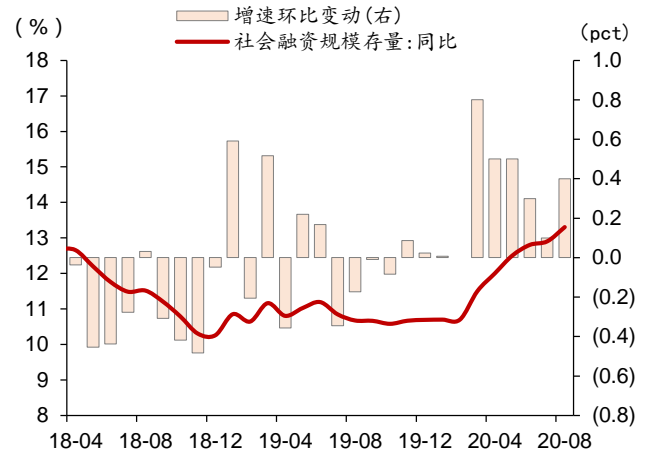
社融

图表5: 新增社会融资规模



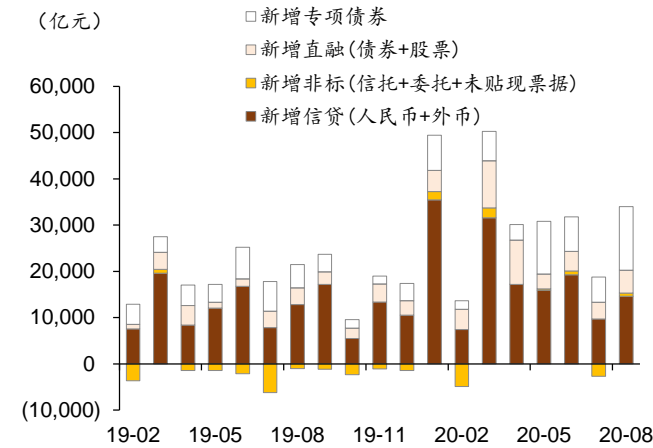
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 社融存量增速



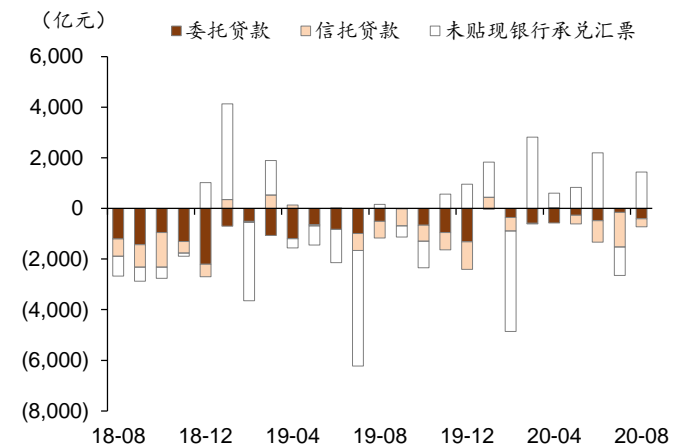
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 新增社融各分项



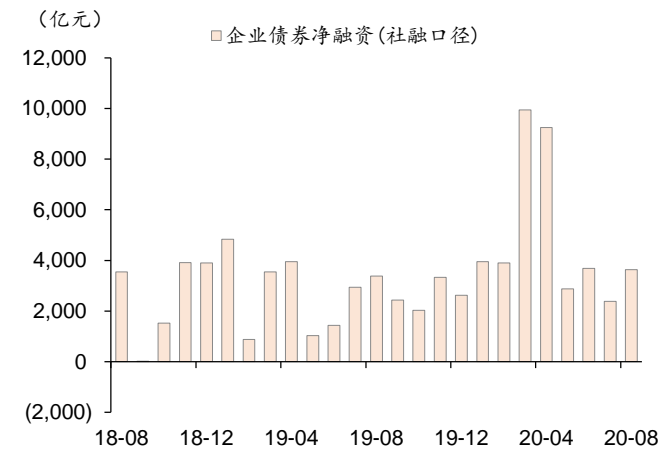
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 新增非标各分项同比增减



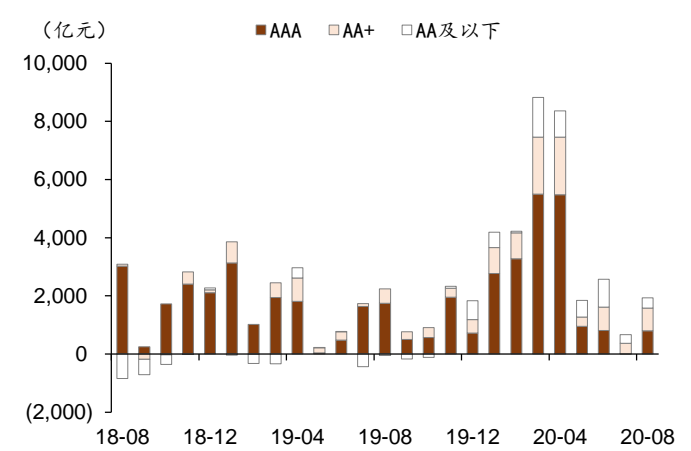
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 企业债净融资额(社融口径)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

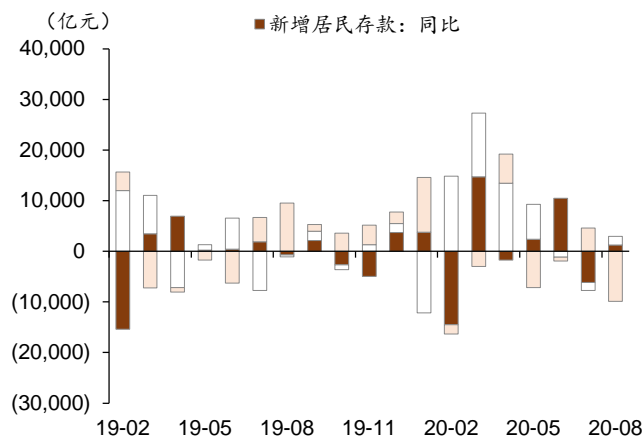
图表10: 信用债净融资分评级状况(主体评级)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

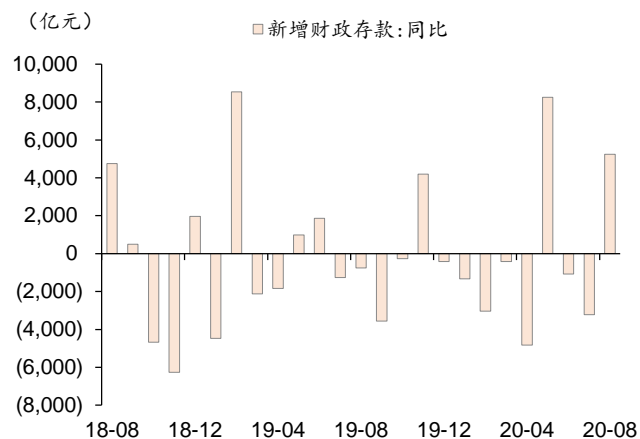
货币与存款：

图表11： 新增存款同比（居民、非金融企业与非金融）



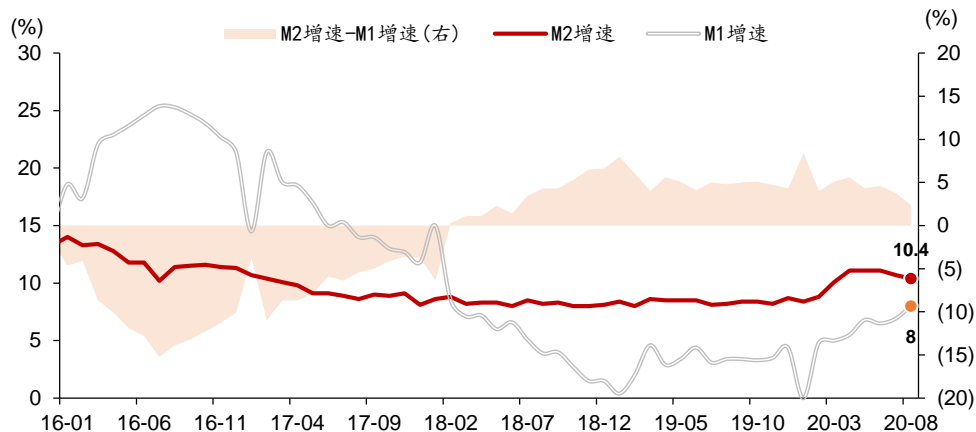
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 新增财政存款当月同比值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： M2与M1剪刀差



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1、**政策收紧超预期：**实体融资需求旺盛，经济仍在继续修复，可能引发政策超预期收紧。
- 2、**秋冬季疫情二次爆发：**疫情若二次大爆发可能会影响经济修复路径与政策态度。

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_2594



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>