

【华西固收研究】政府债券对社融支撑还能持续多久？

——8月金融数据点评 20200912

一、事件概述

2020年9月11日央行发布2020年8月金融数据。8月份，M2同比增长10.4%，增速较上月回落0.3pct，较去年同期高2.2pct；社会融资规模增量3.58万亿元，存量276.74万亿元，同比增长13.3%，增速较上月提升0.4pct。

二、分析与判断：

► 8月社融为何超预期？

1) 地方债接棒特别国债，政府债贡献度创年内新高。8月社融超预期的主要原因是政府债券发行放量，社融口径下8月新增政府债13,800亿元，非社融口径下新增政府债13,620亿元，其中社融口径多出的部分主要是数据统计节点导致的，包含了7月末发行了1,400亿元特别国债与8月末发行的政府债相抵后多出的部分。不过，即使剔除统计口径的影响，8月政府债的发行规模仍然较大，单月净融资规模仅次于今年5月。从对社融的贡献度来看，8月新增政府债占新增社融的比例已经达到了38.6%，较前月提升6.3pct，创下了年内的高点。**8月新增政府债：新增信贷的比例为0.97，政府债对社融的支撑力度已经接近信贷，而政府债从发行到支出之间存在一定的时滞，对全社会信用扩张的助力要弱于信贷，这也是8月M2增速走低的重要原因。**

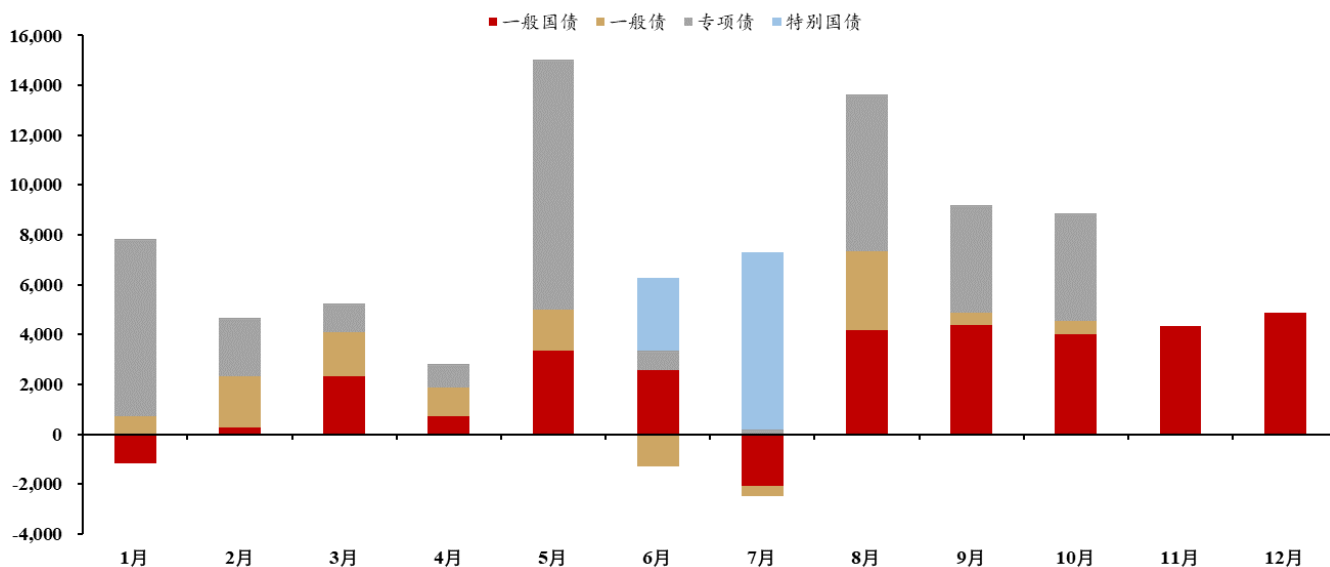
2) 表外三项再抬头，非标压降不及预期。8月表外三项（委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票）增量为710亿元，由上月的大幅减少再度转为正增长，其中委托贷款继续加速压降（压降415亿元，较7月多压263亿元），信托贷款压降幅度收窄（压降316亿元，较7月少压1,051亿元），未贴现银行承兑汇票由降转增（增加1,441亿元，较7月多增2,571亿元）。一方面，尽管此前市场预期信托融资将在监管的要求下出现较大幅度的压降，但经济复苏阶段中骤然减少信托贷款将对实体经济产生较大冲击，压降存在一定阻碍；另一方面，委托贷款、信托贷款仍在压降过程中，而未贴现银行承兑汇票却出现了较大幅度的增加，或表明在债券利率上行、融资支持政策力度边际放缓、严控信托的情况下，部分企业的融资压力有所加大，不得不更多地依靠表外的票据融资。

3) 信贷并未如期收缩，总量、结构均有改善，但增速、占比有所回落。从绝对规模来看，8月新增人民币贷款环比多增3,979亿元，同比多增1,155亿元，信贷仍然延续着扩张的趋势，这是造成8月社融超预期的原因之一。我们认为，信贷数据超预期除了存在一定的季节性因素外，或与8月地产销售较旺有一定关系。8月百强房企单月销售金额同比增加29.1%，增速提升了4.4pct。从结构上来看，企业贷款（非金融性公司及其他部门新增人民币贷款）环比多增3,152亿元，而居民贷款仅多增837亿元；同时企业部门新增短贷、票据融、中长期贷款分别为47、-1,676、7,252亿元，环比变化+2,468、-655、+1,284亿元，同比变化402、-4,102、2,967亿元，企业继续减少对票据融资的依赖，同时提高中长期贷款，有助于改善企业的负债结构。但另一方面，从增速和占比角度来看，8月信贷表现不佳。8月新增人民币贷款较上年同期仅增加8.85%，同比增速较7月下降了17.6pct；仅占社融增量的39.7%，与7月相比下降20.7pct，也远低于历史同期水平。绝对量多增+增速下降+占比下降的组合说明，信贷随着季节性因素的消退重新开始扩张，但增速并不理想，扩张速度慢于整体的社融，有社融其他分项增长过快的因素在（主要是政府债券的高增）。

► 政府债对社融的支撑作用还能持续多久？

截至目前，一般国债、一般债、专项债净融资（含置换债）进度分别为48.4%、90.9%、80.6%，政府债尚未完成的净融资规模合计约2.25万亿元。如果假设地方政府债在10月底之前全部发行完毕，一般国债的发行节奏与历史水平（2015-2019年）一致，则预计9-12月分别需要完成政府债净融资9,200、8,900、4,300、4,900亿元。因此，9、10月政府债对社融的支撑作用虽仍然较强（目前仅次于5、8月），但相比于8月将有明显的回落，预计社融增速将同步回落。11月起，随着地方政府债发行完毕，政府债的净融资规模将出现较大幅度的减少，社融增速或将出现较为明显的放缓。

表 1：2020 年政府债净融资节奏测算（单位：亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

► 如何解读 M1 与 M2、社融与 M2 增速的背离？

8 月份 M0 存量 8.0 万亿元，同比上升 9.4%，增速较上月下降 0.5pct；M1 存量 60.1 万亿元，同比增长 8.0%，增速较上月提升 1.1pct；M2 存量 213.7 万亿元，同比增长 10.4%，增速较上月回落 0.3pct。8 月份金融数据出现了两个较为明显的背离：一是 M1 增速与 M2 增速背离，M2-M1 增速剪刀差收窄；二是在 M2 增速与社融增速背离。

我们认为，导致这两组背离的原因均与 8 月大规模发行的政府债有关。政府债券的发行过程是将货币从实体部门转移到政府部门的过程，体现为其他部门存款减少、财政存款增加，而财政存款是不参与整个社会的货币循环的，因此无法进行货币派生，也不计入 M2（M2 包括 M1，因此也不计入 M1）。所以我们会看到，8 月社融增速在政府债的支撑下继续走高，但剔除财政存款后，由于信贷增速放缓，M2 增速有所回落。M1 增速的提升，一方面反映了企业的经营活动在持续地好转，或与积极财政政策助力下的基建投资活跃有关，符合后疫情时代经济基本面复苏的特征；另一方面，较旺的地产销售可能也会在一定程度上增加对活期存款的需求，推升 M1。随着 10 月政府债发行高峰结束、财政资金不断支出，M2 增速预计将会止跌。

从各机构人民币存款来看，居民存款、企业存款、非银存款分别变动 3,973 亿元/7,491 亿元/-2,612 亿元，逆转了 7 月的资金跨部门转移的趋势，资金重新由非银存款向居民、企业存款转移，可能与 8 月 A 股表现不佳，部分股市资金退场有关。

三、投资策略：债市短期内仍面临不确定性，震荡走势或为下一阶段主线

剔除掉政府债融资的影响后，8 月金融数据其实表现并没有太过于超出预期，人民币贷款存量增速仅比 7 月高 0.08pct。并且，由于 8 月的社融高增是在政府债的驱动下发生的，同时政府债的融资规模将逐渐回落，因而不能简单地线性外推得出社融将继续强劲的结论。9-10 月将是政府债年内最后的发行高峰，但仍明显低于 8 月份，政府债对社融的支撑将逐渐弱化，同时利率债供给压力对债市的扰动也将弱化。我们在 8 月通胀数据点评中指出了此前利率债存在一定程度超调的 5 个原因（参见《【华西固收研究】8 月通胀数据点评：基数效应成本月主导因素，油价不再成为主要矛盾 20200909》），当前国债收益率水平高出疫情前水平或多或少还是包含了一些供给压力的扰动。

在对“流动性溢出”和“宽松预期高涨”的纠偏完成后，年内货币政策继续边际收紧的意义不大，“总量宽信用”也正在转为“结构性宽信用”，利率债供给高峰即将渡过，在这样的组合下可以适当对利率债积极一点。仍然建议把握在 9-10 月利率债供给高峰带来的配债窗口，但需要关注本轮“去杠杆”何时来临。

风险提示

流动性收紧。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519100006
联系电话：010-59775359

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519100006
联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl1@hx168.com.cn
联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮 zhangwei1@hx168.com.cn
联系电话：010-59775334

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦，约翰霍普金斯大学金融硕士。1年券商研究所工作经验，2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张伟，对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

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_2595

