

证券研究报告 / 宏观数据

信贷增速见顶趋缓，后续社融增速抬升有限

——8月金融数据点评

报告摘要：

8月新增信贷延续季节性回升趋势，基本符合预期。8月新增人民币贷款1.28万亿元，同比多增694亿元。居民端来看，消费及地产销售延续向好，带动居民部门继续加杠杆，对应8月居民新增贷款同比多增1877亿元。地产销售依旧保持较强韧性，未来仍对居民贷款规模仍有一定支撑。企业端来看，中长期融资需求延续高增，票据融资收缩继续拖累整体企业融资表现。8月企业新增贷款同比少增716亿元。其中，票据融资规模同比多减4102亿元、中长期贷款同比多增2967亿元。

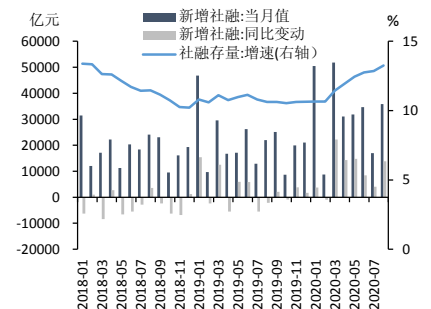
8月社融增速为13.3%，较上月大幅增加0.4个百分点。当月社融新增3.58万亿，同比多增1.39万亿元。社融数据表现亮眼主要体现在三点：一是，8月政府债券发行提速，当月净融资1.38万亿，同比多8729亿元；二是，非标融资的回升超出市场预期。8月非标融资同比多1725亿元，超预期一方面在于，压降结构性存款导致银行负债端扩表速度放缓，对应资产端可能存在压降表内票据融资的需要，融资需求转移至表外，8月末贴现银行承兑汇票同比多增1284亿元。另一方面，房地产融资政策趋严但尚未落地，房企可能选择提前释放融资需求，导致信托贷款同比多增342亿元。三是，实体信贷融资依旧偏强。对实体经济发放的人民币贷款同比多增1156亿元，略高于季节性表现。

M2与M1剪刀差继续收窄。M1增速较上月末加快1.1个百分点至8.0%，或反映房企销售继续走高，以及企业生产销售活跃度提升所致，指征实体经济仍将延续修复态势。M2增速较上月末回落0.3个百分点至10.4%，主要与政府债券大量发行导致短期内流动性回笼有关，随着9月财政支出的投放，M2增速有望向上出现一定的修复。但考虑到下半年信贷增速逐步趋缓，M2回归二季度高增的格局或将较难复现。

往后看，9-12月份政府债券发行压力边际放缓，但同期来看仍处于高位，预计10月前将支撑后续社融增速走高。据测算，9-12月份政府债券净融资规模剩余2.68万亿，远高于去年同期1.1万亿。由于下半年信贷增量弱于上半年，信贷增速年内的顶部基本确认在7月，但预计下行幅度较为缓和。居民和企业中长期新增融资需求仍保持高位，金融支持实体修复力度仍在。若仅考虑信贷（假定维持20万亿目标）和政府债券在内，则今年社融增速有望在10月份达到年内高点13.5%，随后回落至13.2%。未来社融增速的不确定性主要在于非标融资的压缩幅度，从8月份非标融资的回升情况来看，市场可能普遍高估了地产融资政策收紧的节奏。

风险提示：货币政策进一步收紧，内需缓慢修复。

相关数据



相关报告

《信用扩张速度放缓，社融增速持续上升动能有限——7月金融数据点评》

-2020811

《下半年信用投放将见缓，但同比表现趋稳——6月金融数据点评》

-2020710

《社融延续高增格局，资金运用效率提升——5月金融数据点评》

-2020612

《信用持续扩张——4月金融数据点评》

-20200512

《3月社融创历史新高，助力经济修复——3月金融数据点评》

-20200411

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

1. 主要数据

8月社会融资规模增量 3.58 万亿元，同比多增 1.39 万亿元，预期 2.66 万亿。7月社融存量 276.7 万亿元，同比增长 13.3%，前值 1298%。

8月新增人民币贷款 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元，预期 1.22 万亿元。

8月 M2 货币供应同比 10.4%，前值 10.7%。

8月 M1 货币供应同比 8.0%，前值 6.9%。

8月 M0 货币供应同比 9.4%，前值 9.9%。

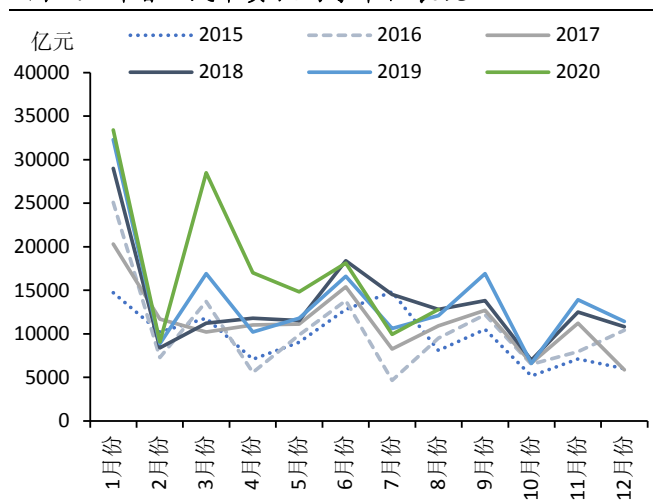
2. 居民及企业中长期融资需求保持高位

8月新增信贷延续季节性回升趋势，基本符合预期。居民融资需求仍然较强，企业中长期贷款持续高增，但票据融资收缩拖累整体信贷表现。8月新增人民币贷款 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元。

居民端来看，消费及地产销售延续向好，带动居民部门继续加杠杆。8月居民新增贷款 8415 亿元，同比多增 1877 亿元。其中，居民新增短期贷款同比多增 846 亿元，居民新增中长期贷款同比多增 1031 亿元。8月份全国狭义乘用车市场销量环比增长 6.5%，同比增长 8.9%，较上月进一步走高。8月 30 大中城市商品房成交面积同比增 16.8%，较上月继续走高。尽管房地产调控趋严，但利率敏感性的一二线城市而言，地产销售依旧保持较强的韧性，未来仍对居民贷款规模仍有一定支撑。

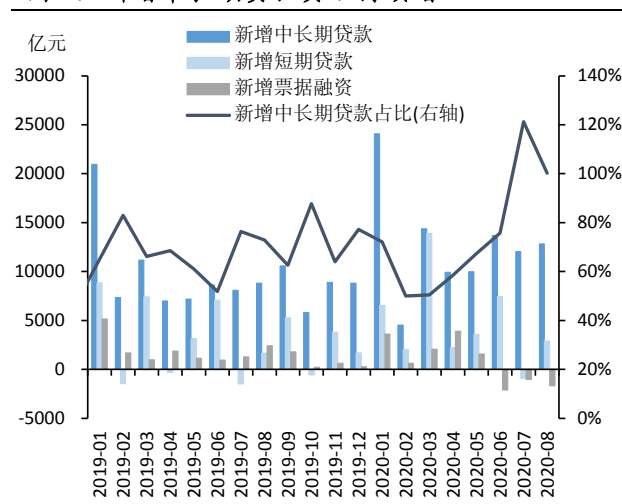
企业端来看，中长期融资需求延续高增，票据融资的收缩继续拖累整体企业融资表现。8月企业新增贷款 5797 亿元，同比少增 716 亿元。其中，短期贷款新增 47 亿元，同比多增 402 亿元；票据融资规模减少 1676 亿元，同比多减 4102 亿元；中长期贷款新增 7252 亿元，同比多增 2967 亿元；

图 1: 新增人民币贷款的季节性表现



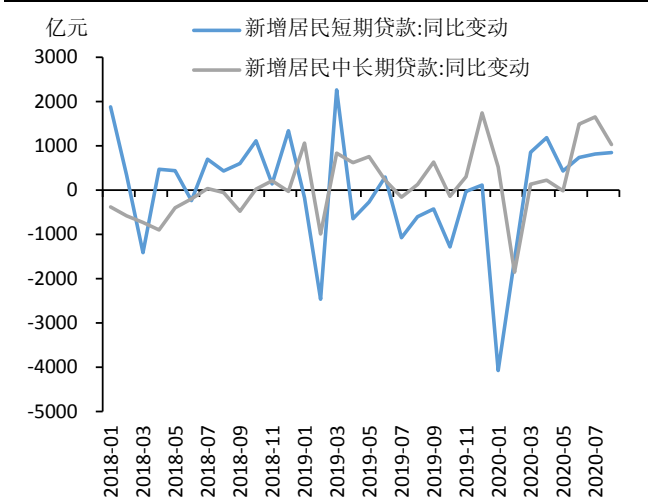
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 新增中长期贷款贡献持续增加



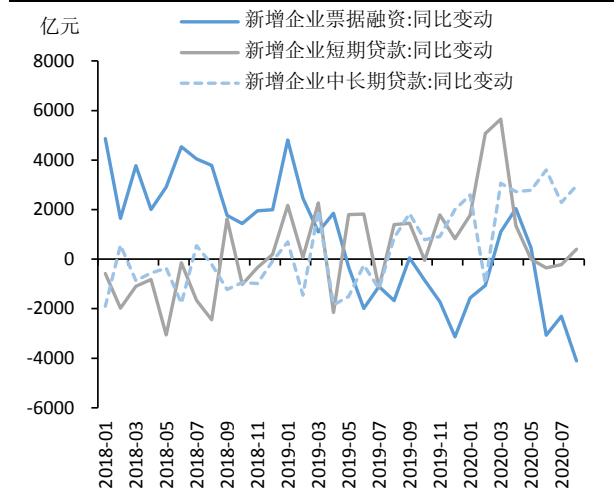
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 新增居民贷款结构



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 新增企业贷款结构



数据来源: 东北证券, Wind

3. 政府债券助力社融增速走高, 非标融资回升值得关注

政府债券密集发行抬高社融增量, 非标融资的超预期回升值得关注。8月社融增速为13.3%, 较上月大幅增加0.4个百分点。8月新增社融3.58万亿, 同比多增1.39万亿元, 同比增量主要集中在政府债券及非标融资。

具体来看, 社融数据表现亮眼主要体现在三个方面:

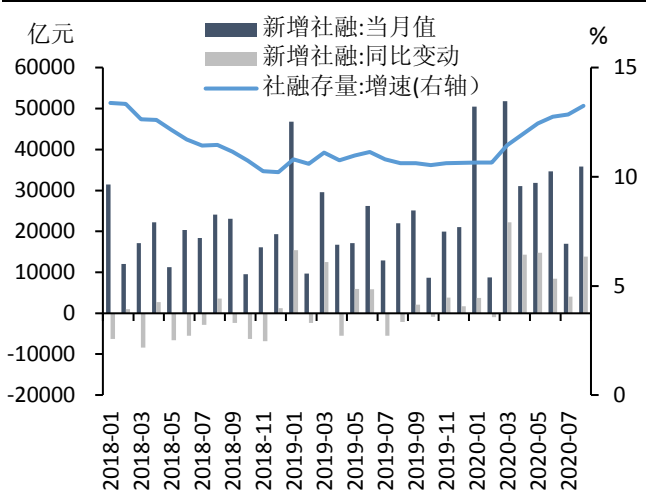
一是, 8月政府债券发行提速。8月政府债券净融资1.38万亿, 同比多8729亿元, 主要源于7月为特别国债腾挪发行空间叠加10月底前新增专项债基本发行完毕的要求, 导致供给压力后移, 尤其是地方债。

二是, 非标融资的回升超出市场预期。8月非标融资710亿元, 同比多1725亿元。我们认为超预期的原因主要有两方面: 一是, 压降结构性存款导致银行缺乏稳定资金来源, 负债端扩表速度放缓, 对应资产端可能存在压降表内票据融资的需要, 导致融资需求转移至表外。8月未贴现银行承兑汇票当月新增1441亿元, 同比多增1284亿元。二是, 房地产融资政策趋严但尚未落地, 房企可能选择提前释放融资需求, 导致信托贷款同比多增342亿元。

三是, 实体信贷融资依旧偏强。对实体经济发放的人民币贷款新增1.42万亿元, 同比多增1156亿元, 略高于季节性表现, 居民信贷及企业中长期贷款需求仍在高位。

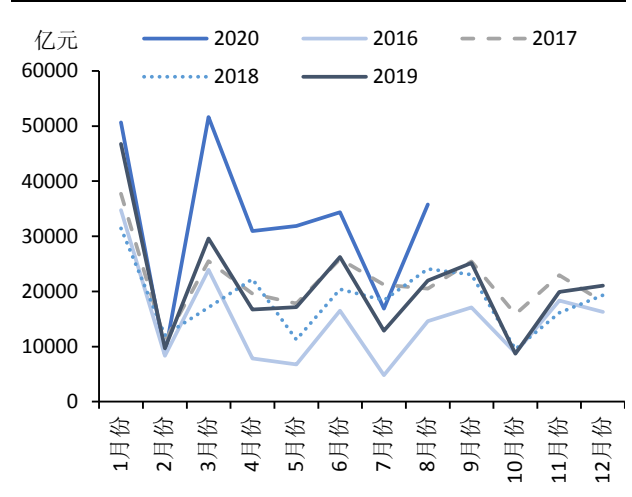
其他融资方面, 8月企业债券发行小幅抬升, 当月净融资3633亿元, 同比多249亿元; 8月IPO发行维持相对高位, 相应的股票融资1282亿元, 同比多1026亿元。

图 5: 社融增量与社融存量表现



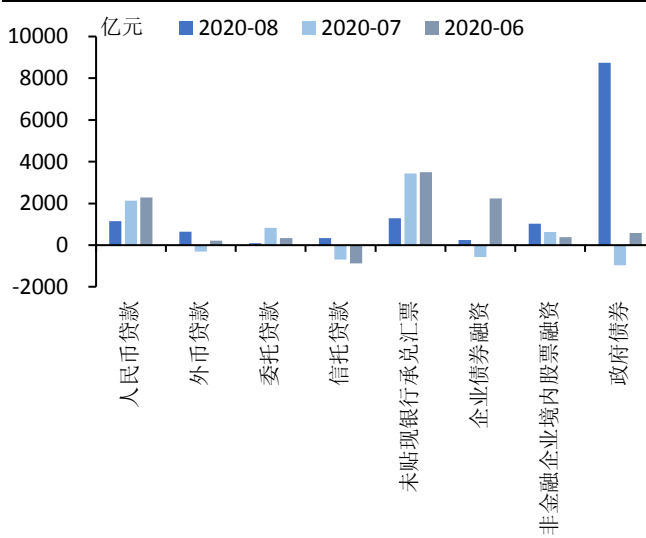
数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 社融增量的季节性表现



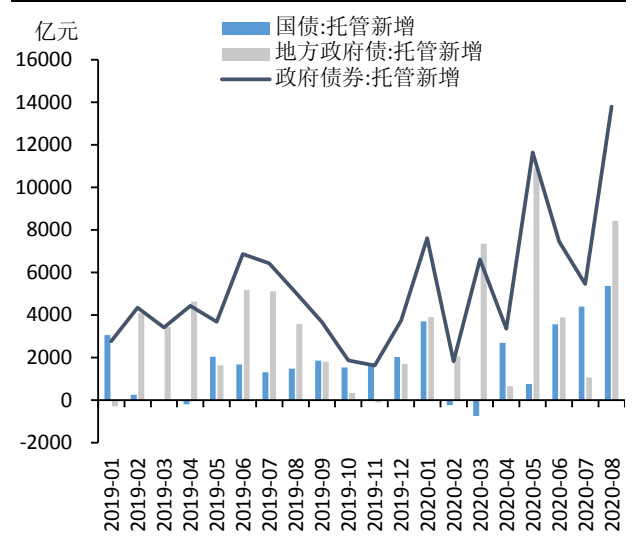
数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 新增社融分项同比变动值



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 政府债券托管数据



数据来源: 东北证券, Wind

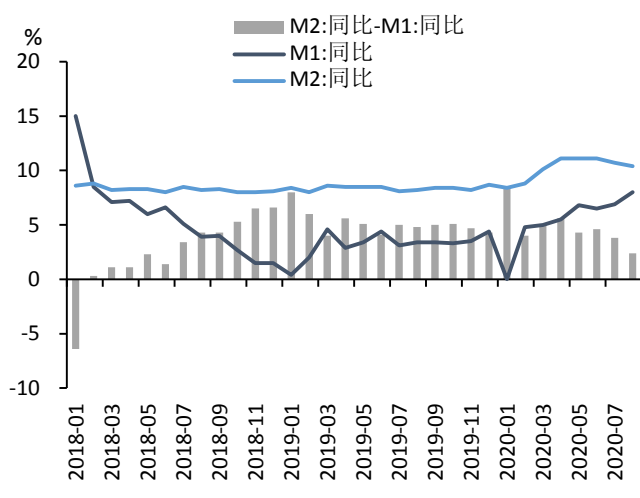
4. 政府存款多增导致 M2 增速回落, M1 继续提速

8 月新增人民币存款 1.94 万亿元, 同比多增 1400 亿元。具体来看, 企业新增存款同比多增 1699 亿元, 居民新增存款同比多增 1259 亿元, 非银存款同比少增 9910 亿元。可能与 8 月股市震荡, 居民和企业资金从非银部门流出有关。财政存款同比多增 5244 亿元, 主要与 8 月政府债券密集发行缴存国库有关, 进而引发了市场资金的持续回流, 8 月资金面持续处于紧平衡局面, 是导致 M2 增速走低的主要原因。

M2 与 M1 剪刀差继续收窄, M1 走高对应实体运用效率明显加快, 但政府存款多增导致 M2 继续回落。 其中, M1 增速较上月末加快 1.1 个百分点至 8.0%, 或反映房企销售继续走高, 以及企业生产销售活跃度提升所致, 指征实体经济仍将延续修复态势。M2 增速较上月末回落 0.3 个百分点至 10.4%, 主要与政府债券大量发行导致短期内流动性回笼有关, 随着 9 月财政支出的投放, M2 增速有望向上出现一定的

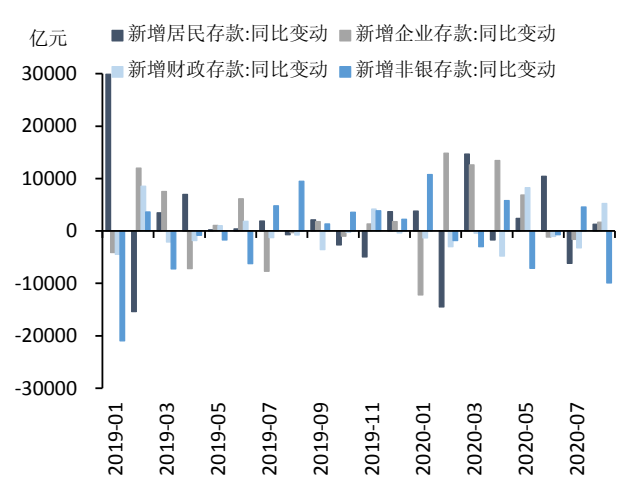
修复。但考虑到下半年信贷增速逐步趋缓，M2 回归二季度高增的格局或将较难复现。

图 9: M1、M2 同比



数据来源：东北证券，Wind

图 10: 新增存款结构同比变动值



数据来源：东北证券，Wind

5. 实体融资需求依然旺盛，关注后续非标融资的持续性

往后看，9-12 月份政府债券发行压力边际放缓，但同期来看仍处于高位，预计 10 月前将支撑后续社融增速走高。据我们测算，9-12 月份政府债券净融资规模剩余 2.68 万亿，远高于去年同期 1.1 万亿。考虑到 10 月份前新增专项债基本发行完毕，则 9 月、10 月政府债券净融资规模约为 8000 亿左右，11 月、12 月回落至 5000-6000 亿左右。其中，9-10 月平均新增专项债每月发行规模为 4200 亿元左右。国债和新增一般债按照往年发行节奏计算，9-12 月国债平均发行规模在 6500 亿元左右，新增一般债 9-10 月平均每月发行规模在 500 亿元以下。

由于下半年信贷增量弱于上半年，信贷增速年内的顶部基本确认在 7 月，但预计下行幅度较为缓和。居民和企业中长期新增融资需求仍保持高位，金融支持实体修复力度仍在。若仅考虑信贷（假定维持 20 万亿目标）和政府债券在内，则今年社融增速有望在 10 月份达到年内高点 13.5%，随后回落至 13.2%。未来社融增速的不

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_2602

