

社融、M2 延续下行，四季度有望企稳反弹

报告日期：2021-09-11

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

联系人：方晨

执业证书号：S0010120040043

电话：18258275543

邮箱：fangchen@hazq.com

联系人：潘广跃

执业证书号：S0010121060007

电话：18686823477

邮箱：panggy@hazq.com

联系人：任思雨

执业证书号：S0010121060026

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

联系人：张运智

执业证书号：S0010121070017

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

相关报告

1.数据点评《PPI 三季度见顶，CPI

四季度有望开启上行》2021-09-09

2.数据点评《出口略超此前预期，依旧维持高景气》2021-09-07

3.周观点《宽松退出缓慢，成长、周期可为》2021-09-05

4.数据点评《制造业需求延续放缓，大企业景气回落明显》2021-08-31

主要观点

● 事件

2021 年 8 月新增社融 2.96 万亿，新增人民币贷款 1.27 万亿元；社融存量同比增长 10.3%。广义货币 M2 余额 231.23 万亿，同比增长 8.2%；狭义货币 M1 余额 62.67 万亿元，同比增长 4.2%。

● 8 月新增社融略强于市场预期，后续四季度或将企稳反弹

8 月新增社会融资规模为 2.96 万亿元，略强于市场 2.86 万亿的预期，比上年同期减少 6253 亿元。社融存量同比增长为 10.3%，较上月继续下滑 0.4 个百分点。分项目看，信贷中的票据融资与企业债净融资为 8 月社融的主要支撑，而人民币信贷、非标中的信托贷款以及高基数下的政府债融资为压制。

信贷方面，受疫情影响，消费需求依然不足，居民、企业端融资均出现下滑，票据融资大增或为银行冲信贷规模；直接融资方面，企业债融资继续改善支撑社融，政府债融资受专项债发行提速影响明显上升，但依然为社融最大下拉项；非标方面，非标总体规模继续受监管压降，继续制约本月新增社融规模。

展望未来，由于四季度直接融资端基数下行，叠加专项债提速以及 Delta 疫情、极端气候等对消费需求的压制因素逐步消退，预计社融增速或企稳反弹。

● M1、M2 剪刀差进一步扩大，四季度或将逐步收窄

居民、企业端存款同比显著少增成为 M2 增速环比下行主因。M2 增速较前值下降 0.1 个百分点；M1 同比增长较前值下降 0.7 个百分点。从存款方面来看，企业部门存款当月同比少增加 1883 亿元；居民存款同比少增加 6635 亿元；非银存款同比多增加 3605 亿元，较居民和企业显著高增。居民、企业端存款的同期少增是 M2 增速下滑的主要因素，或与今年 8 月整月成交量持续破万亿，居民和企业通过基金、理财等产品加速进入股市有关。

M1、M2 增速剪刀连续四个月环比扩大，显示当前企业生产、投资活动仍较为谨慎，后续四季度剪刀差或将逐步收窄。M1-M2 剪刀差为-4%，连续 4 个月扩大。一方面与当前企业对未来预期偏悲观，将更多活期资金存入银行定存，而非用于生产有关。另一方面或与房产销售持续下滑，受此影响居民端定期存款有所回升有关。

后续四季度，随着年末出口季节性高峰临近，叠加国内消费需求受十一黄金周等假期提振逐步回暖，国内外需求复苏共振有望改善企业部门悲观预期，进而加速生产，促进定期存款回流活期存款，带动 M1、M2 剪刀差收窄。

● 风险提示

Delta 疫情迅速发展超出预期；国内政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。

正文目录

1 社融略强于市场预期，四季度或将企稳反弹	3
2 M1、M2 剪刀差进一步扩大，四季度或将逐步收窄	5

图表目录

图表 1 社融同比增速继续放缓	4
图表 2 新增社融各大分项	4
图表 3 四季度直接融资基数较低	4
图表 4 专项债发行规模有所加速	4
图表 5 表外三项持续拖累社融	5
图表 6 四季度信托到期压力有所加大	5
图表 7 M1、M2 剪刀差连续 4 个月扩大	6
图表 8 房地产销售面积同比增速逐步回落	6

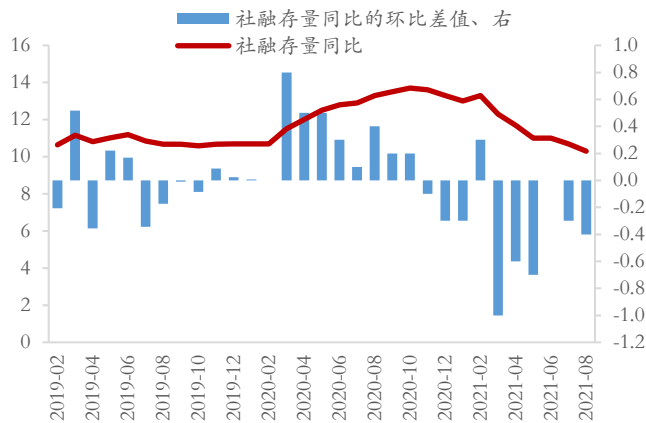
2021 年 8 月新增社融 2.96 万亿，新增人民币贷款 1.27 万亿元；社融存量同比增长 10.3%。广义货币 M2 余额 231.23 万亿，同比增长 8.2%；狭义货币 M1 余额 62.67 万亿元，同比增长 4.2%。

1 社融略强于市场预期，四季度或将企稳反弹

8 月新增社融略强于市场预期，后续四季度或将企稳反弹。2021 年 8 月社会融资规模增量为 2.96 万亿元，略强于市场 2.86 万亿的预期，比上年同期减少 6253 亿元。社融存量同比为 10.3%，较上月继续下滑 0.4 个百分点。分项目看，信贷中的票据融资与企业债净融资为当月社融的主要支撑，而人民币信贷、非标中的信托贷款以及高基数下的政府债净融资拖累当月社融。展望未来，由于四季度直接融资端基数下行，叠加专项债提速、Delta 疫情、极端气候等对消费需求的压制逐步消退，预计社融增速或企稳反弹。

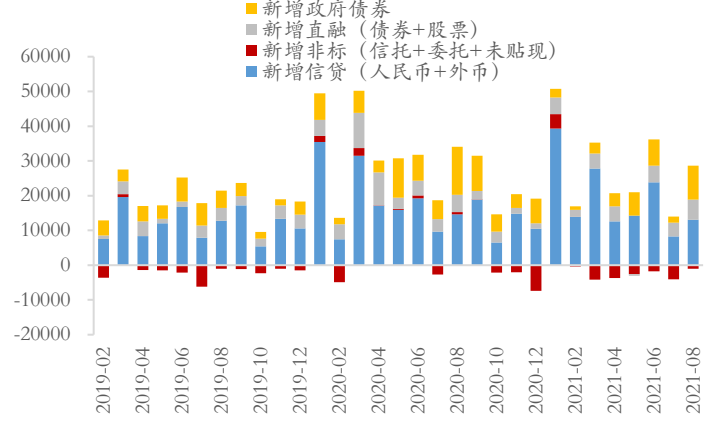
受疫情影响，消费需求依然不足，居民、企业端融资均出现下滑，票据融资大增或为银行冲信贷规模。8 月份信贷口径人民币贷款增加 1.22 万亿元，同比略减少 600 亿元，同比下降 4.7%，由正转负，结束了连续 3 个月的同比正增长。分部门看，居民部门新增贷款 5755 亿元，同比少增加 2660 亿元；企业部门新增 1496 亿，同比少增加 1348 亿元。居民部门中，短贷新增 1496 亿元，中长贷新增 4259 亿元，均较去年同期有所减少，减少程度与上月基本保持一致，或与疫情持续压制消费、房地产销售额连续下滑有关。企业部门中，短贷较上年同期减少 1196 亿元，中长期贷款减少 2037 亿，票据融资则大幅增加 4489 亿，同比增加幅度为 2019 年以来新高，成为支撑企业端融资的主要力量。企业部门短贷的减少显示出当前国内消费需求的不足，以销定产模式下企业短期贷款补库存意愿不强。而中长期贷款的减少则表示企业对于未来经济、订单状况的预期偏悲观，PMI 采购指数以及新订单指数连续下降也可侧面印证上述情况。在内需不足的大背景下，银行或采用票据贴现的方式冲信贷规模以满足考核需求，因此造成了票据融资端的大幅上升。后续来看，四季度大概率将不存在 Delta 疫情、极端气候等压制消费需求等因素，同时叠加中秋、十一黄金周等消费旺季，信贷有望企稳有望回升。

图表 1 社融同比增速继续放缓



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

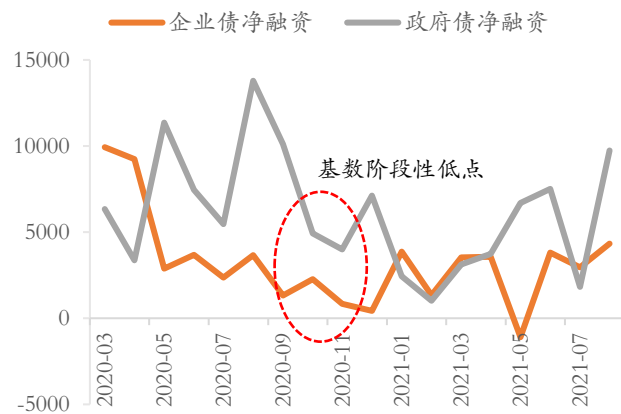
图表 2 新增社融各大分项



资料来源: wind, 华安证券研究所。单位: 亿元

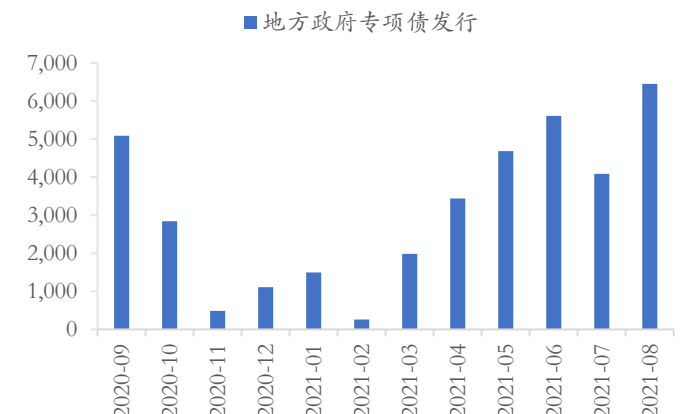
企业债净融资继续改善支撑社融，政府债净融资受专项债发行提速影响明显上升，但依然为社融最大下拉项。8月企业债净融资4341亿，同比多增加682亿，同比连续3个月改善持续支撑社融，而3个月同比增加值的连续改善主要与去年同期基数逐步下降有关。8月新增政府债净融资9738亿，创年内新高，但依旧同比少增加4050亿，为本月社融最大拖累项。政府债净融资环比大幅上行与8月专项债提速发行有关，8月地方专项债新增约6451亿，较上半年发行规模明显提升，但因2020年8月地方政府一般债及专项债两者发行规模均处于2020年内较高水平、政府债融资当月值达13788亿元，为2020年内高点，高基数导致政府债同比减少，因此本月政府债融资依旧为本月社融的最大拖累项。后续四季度，随着企业、政府债融资基数的逐步下移，同时伴随地方政府债的继续提速，直接融资端有望成为支撑四季度社融回升的核心因素。

图表 3 四季度直接融资基数较低



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 亿元

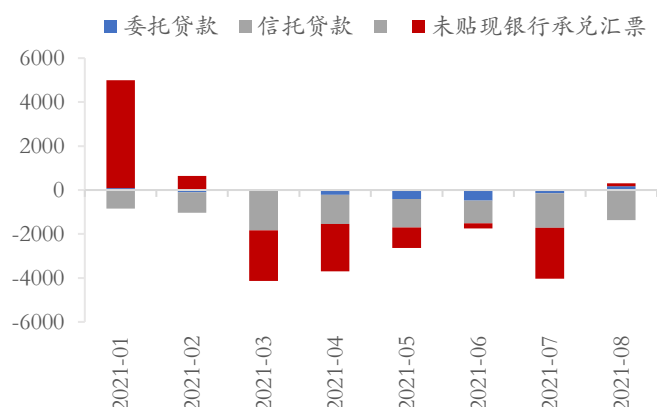
图表 4 专项债发行规模有所加速



资料来源: wind, 华安证券研究所。单位: 亿元

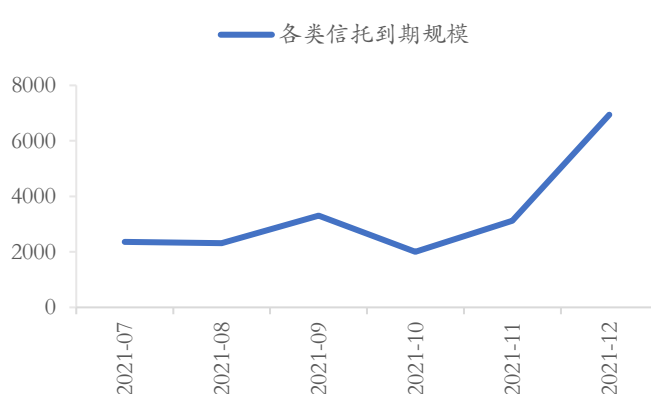
受监管影响，非标总体规模继续压降，制约本月新增社融规模。信托贷款减少 1362 亿元，同比多减 1046 亿元；委托贷款新增 177 亿，同比多增 592 亿；未贴现票据新增 127 亿，同比减少 1314 亿，三项合计当月值减少 1058 亿，同比下降 1768 亿，下拉本月新增社融。其中信托贷款下滑最为明显，一方面是受到监管层持续压降融资性信托资产的影响，另一方面由于下半年可能存在的房企违约情况，因此近期房地产类信托成立规模也较为低迷。后续来看，由于四季度信托到期规模并不低，在资管新规过渡期还剩下 4 个月的情况下，非标融资大概率将继续降低。

图表 5 表外三项持续拖累社融



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

图表 6 四季度信托到期压力有所加大



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：亿元

2 M1、M2 剪刀差进一步扩大，四季度或将逐步收窄

居民、企业端存款同比显著少增为 M2 增速下行主因，非或居民、企业部门通过基金、理财等产品进入股市有关。M2 同比增长 8.2%，较前值下降 0.1 个百分点；M1 同比增长 4.2%，较前值下降 0.7 个百分点。M1-M2 剪刀差为-4%，连续 4 个月扩大。从存款方面来看，7 月新增存款增加 13700 亿元，同比减少 5700 亿元。其中企业部门存款当月增加 5608 亿元，同比减少 1883 亿元；居民存款当月增加 3338 亿元，同比减少 6625 亿元。非银金融机构存款当月增加 902 亿元，同比增加 2605 亿元。

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_26434

