

# 略超预期的增量中，暗流何在？

## ——8月社融数据点评

### 摘要

- **社融增量回升，后续支持中小微企业政策将发力。**8月末社会融资规模存量同比增长10.3%，增速较上月继续回落，其中对实体经济发放的人民币贷款余额为186.65万亿元。从社融增量来看，8月社会融资规模增量为2.96万亿元，虽比上年同期少6295亿元，但较2019年同期多增，主要受到直接融资增多拉动，此外也有季节性因素。9月专项债发行提速、MLF大量到期等因素带来流动性缺口，预计央行将等额续作或小幅缩量续作，短期将对社融数据产生影响。9、10月，社融存量增速基数继续抬高，在地方债发行加速、央行政策不急转弯的背景下，后续社融增速边际下降趋缓。近期出台多项政策支持中小微企业复苏，预计将刺激中小企业贷款增加，助力中小企业发展。
- **政府债券发行加速，表外融资有所改善。**8月直接融资规模回升明显，占比较稳定为52.56%，其中，8月新增政府债券融资规模虽同比少增4050亿元，但较2019年同期多增，地方债发行加速明显，8月国务院指出，应积极扩大有效投资，发挥政府投资引导带动作用；确保专项债券能够尽早形成实物工作量，预计9月地方债发行仍高；企业债券净融资同比多增，除季节性回升外，市场情绪逐渐回暖，企业债券融资较多，今年公司债发行审核趋严的趋势不变，后续企业债券融资或较为稳定。此外，非金融企业境内股票融资同比多增。表外融资有所改善，新增委托贷款多增明显；严监管的基调不变，信托贷款同比多减；未贴现的银行承兑汇票同比少增。
- **短期因素影响居民短贷，企业融资需求不高。**8月，人民币贷款增加1.22万亿元。分部门看，住户贷款同比少增2660亿元，其中受到近期国内疫情及部分地区汛情、高温天气影响，居民短期贷款同比少增1312亿元，后续随着疫情的消退，双节的来临，刺激后续短期贷款走高；在房地产严控下，中长期贷款同比少增2660亿元，预计后续购房融资需求承压或持续，将持续影响居民中长期贷款。8月，企（事）业单位贷款同比多增1256亿元，其中企业流动性需求不足影响短期贷款同比多减，疫情及限产因素持续影响8月企业中长期贷款数据同比少增，预计随着疫情消退，企业情绪上升，制造业旺季来临，9月企业中长期贷款将有所回暖；票据融资趋势与7月类似，在降准的影响下，8月企业票据净融资同比多增，本月数字尚未体现出企业融资需求的改善。
- **剪刀差继续扩大，后续趋势或延续。**8月，M2同比增长8.2%，增速回落，主要受到居民存款减少、企业端存款增加叠加财政存款减少的影响。在季节性因素、地方债发行加快的影响下，预计9月份的财政存款将较为平稳，M2延续较稳趋势。M1同比增长4.2%，增速回落，房地产销售较弱拖累M1走势，后续随着基数逐渐抬升，预计M1稳中有降。8月，M2-M1的增速差继续扩大，预计9月此增速差将进一步扩大。
- **风险提示：**国内需求不及预期，金融监管趋严。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-58251911  
邮箱：yefan@swsc.com.cn  
联系人：王润梦  
电话：010-58251904  
邮箱：wangm@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 新基建将迎超前打造，欧央行缩债不意味紧缩 (2021-09-10)
2. 它何时见顶？它何时触底？——8月通胀数据点评 (2021-09-10)
3. 扰动下的超预期能持续吗？——8月贸易数据点评 (2021-09-07)
4. 政策加力“房住”，海外或渐送“鸽”远行 (2021-09-03)
5. 需求走弱建筑业走强，政策托底或已开启——8月PMI数据点评 (2021-08-31)
6. 环环相扣：美联储Taper VS 美国财政发力？ (2021-08-30)
7. 国有资本优化布局，海外收紧伺机而动 (2021-08-27)
8. 消费未来的“新风景”——疫情后的消费路径与趋势分析 (2021-08-23)
9. 补水型操作成常态，联储缩债或加快 (2021-08-20)
10. 短期多重冲击，经济前景如何？——7月经济数据点评 (2021-08-17)

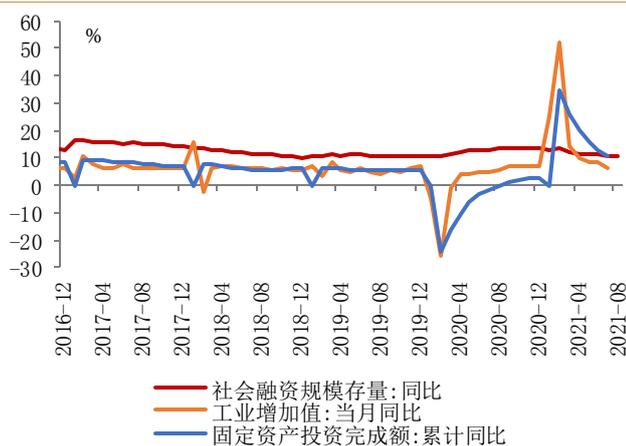
8月，M2和社融增速继续回落，但社融增量超预期，其中直接融资多增明显，政府债券发行加快，短期因素影响居民和企业端贷款，后续货币政策仍以稳为主，信贷支持中小企业复苏，预计社融增速下滑将边际趋缓。

## 1 社融增量回升，后续支持中小微企业政策将发力

社融存量增速继续放缓，新增社融量回升明显。8月末社会融资规模存量为305.28万亿元，同比增长10.3%，增速较上月继续回落0.4个百分点；其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为186.65万亿元，同比增长12.2%，增速较前值放缓0.2个百分点。从社融增量来看，8月社会融资规模增量为2.96万亿元，虽比上年同期少6295亿元，但较2019年同期多增7644.23亿元，环比7月多增1.90万亿元，主要受到直接融资增多拉动，此外也有季节性因素；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.27万亿元，同比少增1488亿元，较2019年同期少增345.18亿元，环比7月多增4309亿元。9月专项债发行提速、MLF大量到期等因素带来流动性缺口，而四季度将仍有2.45万亿元MLF到期，预计央行将等额续作或小幅缩量续作，也有可能可能在年内通过定向降准的方式维持流动性合理充裕，短期将对社融数据产生影响。9、10月，社融存量增速基数继续抬高，在地方债发行加速、央行政策不急转弯的背景下，后续社融增速边际下降趋缓。

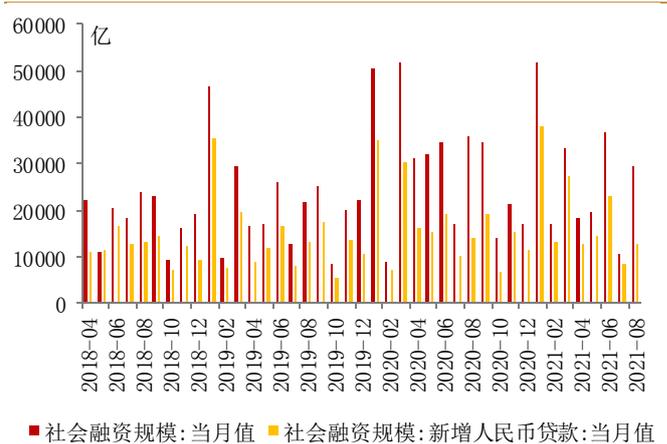
9月1日召开的国常会对金融支持中小微企业工作提出了进一步要求，要求央行继续牢牢坚持“两个毫不动摇”，持续提升小微企业金融服务，支持中小微企业发展。9日，央行新增3000亿元支小再贷款额度，在今年剩余4个月之内以优惠利率发放给符合条件的地方法人银行，支持其增加小微企业和个体工商户贷款，要求贷款平均利率在5.5%左右，引导降低小微企业融资成本。各项措施将在一定程度上刺激中小企业贷款增加，助力中小企业发展。

图1：社融存量同比增速继续回落



数据来源：wind、西南证券整理

图2：新增社会融资单月同比少增



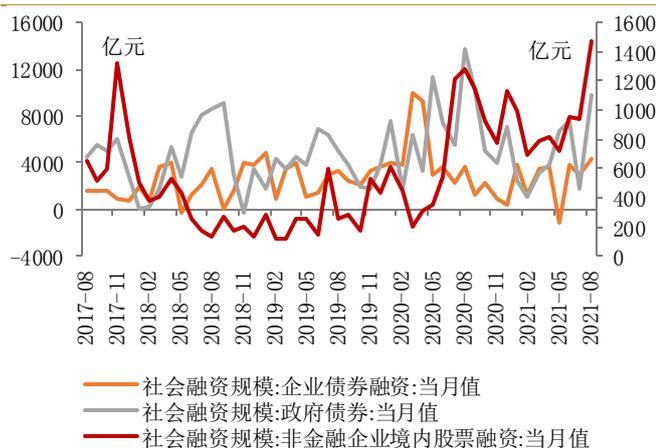
数据来源：wind、西南证券整理

## 2 政府债券发行加速，表外融资有所改善

从社融结构来看，8月直接融资规模回升明显，企业债券融资、股票融资及政府债券融资都有回升。8月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的42.91%，较7月占比下降了36.51个百分点；8月新增直接融资15684亿元，虽同比少增4486亿元，但较2019年同期多增6828亿元，占比较稳定为52.56%，仅比7月回落1.55个百分点。其中，8月直接融资主要受到政府债券发行加速及企业债券融资回暖带动。8月，新增政府债券融资规模达9738亿元，虽同比少增4050亿元，但较2019年同期多增4679亿元，8月地方债发行加速明显，新增专项债发行4883.95亿元，环比上升43.52%，新增专项债仍余1.62万亿元待发。8月18日，国务院关于今年以来国民经济和社会发展规划执行情况的报告指出，应积极扩大有效投资，发挥政府投资引导带动作用；优化中央预算内投资结构，合理安排地方政府专项债券发行进度；在地方政府专项债方面，国家发展改革委将指导督促各地高质量做好专项债券项目准备，确保专项债券能够尽早形成实物工作量，预计9月地方债发行仍高。8月，企业债券净融资4341亿元，同比多增682亿元，较2019年同期多增957亿元，除季节性回升外，市场情绪逐渐回暖，企业债券融资较多，但从今年公司债发行审核的趋势来看，交易所审核公司债的标准提升，对于地方红黄绿颜色的划分也使公司债和银行间协会债券发行更加严格，后续企业债券融资或较为稳定。此外，8月非金融企业境内股票融资1478亿元，同比多增196亿元，较2019年同期多增1222亿元，一级市场较活跃。从存量上看，企业债券、政府债券、非金融企业境内股票余额分别同比增长7%、14.3%和14.4%。

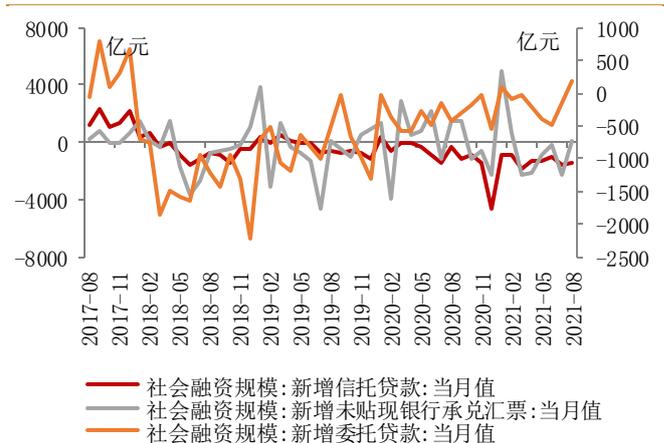
表外融资有所改善，新增委托贷款多增明显。8月，新增表外融资占社融增量的比例为-5.7%，较上月回升16.1个百分点，主要受到新增委托贷款的拉动。市场流动性较充裕，8月，委托贷款增加177亿元，同比多增592亿元，较2019年同期多增690亿元。但严监管的基调不变，信托贷款减少1362亿元，同比多减1046亿元，较2019年同期多减704亿元；未贴现的银行承兑汇票增加127亿元，同比少增1314亿元，较2019年同期少增30亿元。从存量上看，委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票余额同比分别下降2.1%、25.2%和12.5%。

图 3：8月直接融资占比上升



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：8月新增委托贷款改善



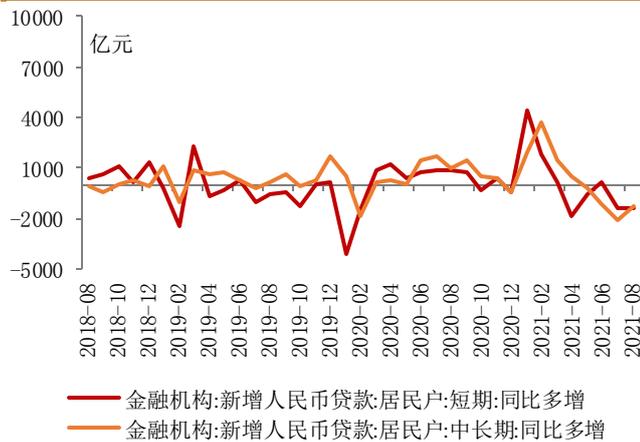
数据来源：wind、西南证券整理

### 3 短期因素影响居民短贷，企业融资需求不高

疫情、汛情等影响居民短贷，房地产政策的持续收紧给居民中长贷带来负面影响。8月，人民币贷款增加1.22万亿元，同比少增631亿元。分部门看，住户贷款增加5755亿元，同比少增2660亿元，较2019年同期少增783亿元，其中，短期贷款和中长期贷款新增量都有所回落。受到近期国内散点疫情以及部分地区汛情、高温天气的影响，居民消费需求减弱，居民短期贷款增加1496亿元，同比少增1312亿元，较2019年同期少增502亿元，后续随着疫情的消退，中秋节、国庆节的来临，居民消费有所提振，将刺激后续短期贷款走高；在房地产严控下，中长期贷款增加4259亿元，同比少增2660亿元，较2019年同比少增281亿元。银保监会官网日前公布的信息显示，实施房地产金融强监管以来，监管机构完善房地产金融监管机制，防范房地产贷款过度集中，多个房地产融资指标呈下降态势，截至7月末，房地产贷款增速创8年新低，银行业房地产贷款同比增长8.7%，低于各项贷款增速3个百分点。预计后续购房融资需求承压或持续，将持续影响居民中长期贷款。

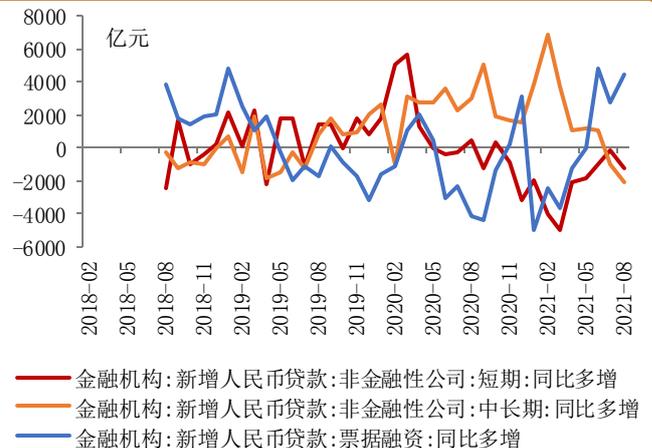
企业票据融资仍高，企业票据融资仍高。8月，企（事）业单位贷款增加6879亿元，同比多增1256亿元，较2019年同比多增523亿元。其中，企业流动性需求不足影响短期贷款同比多减1196亿元至-1149亿元，较2019年同期多减794亿元；疫情及限产因素持续影响8月企业中长期贷款数据，同比少增2037亿元至5215亿元，但较2019年同期多增930亿元，预计随着疫情消退，企业情绪上升，经济持续复苏，制造业旺季来临，9月企业中长期贷款将有所回暖，此外央行表示加大信贷对于中小微企业的支持力度也将利好中长期贷款；票据融资趋势与7月类似，在7月央行降准的影响下，8月企业票据净融资2813亿元，同比多增4489亿元，较2019年多增387亿元，而未贴现银行承兑汇票依然在本月同比少增，整体承兑规模同样并未新增，本月数字尚未体现出企业融资需求的改善。

图 5：居民部门中长期贷款需求同比少增



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位中长期贷款同比少增

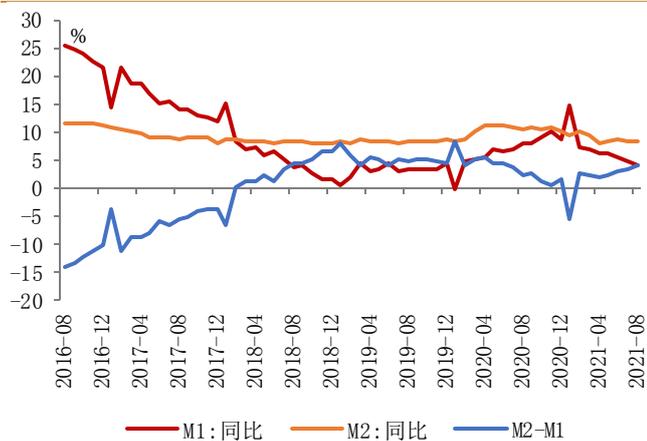


数据来源：wind、西南证券整理

## 4 剪刀差继续扩大，后续趋势或延续

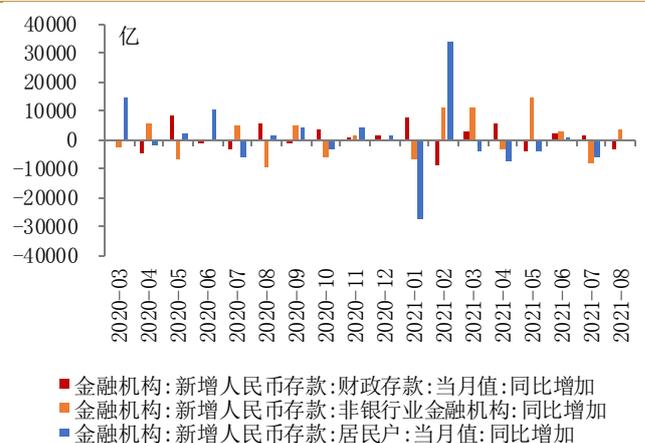
8月末，广义货币（M2）余额 231.23 万亿元，同比增长 8.2%，增速分别较上月末、上年同期和 2019 年同期低 0.1 个、2.2 个和 0 个百分点。M2 增速较为稳定，主要受到居民存款减少、企业端存款增加叠加财政存款减少的影响。8 月份人民币存款增加 1.37 万亿元，同比少增 5672 亿元。其中，住户存款增加 3338 亿元，同比少增 635 亿元，非金融企业存款增加 5608 亿元，同比多增 3605 亿元，进一步体现出企业流动性较充足，财政支出较多，8 月财政性存款增加 1724 亿元，同比少增 3615 亿元，在季节性因素、地方债发行加快的影响下，预计 9 月份的财政存款将较为平稳，M2 延续较稳趋势。8 月，狭义货币（M1）余额 62.67 万亿元，同比增长 4.2%，增速分别比上月末、上年同期和 2019 年同期低 0.7 个、3.8 个百分点和高 0.8 个百分点。房地产销售较弱拖累 M1 走势，后续随着基数逐渐抬升，预计 M1 稳中有降。8 月，M2-M1 的增速差继续扩大，从上月的 3.4 个百分点扩大到本月的 4.0 个百分点，已连续 4 个月扩大，预计 9 月此增速差将进一步扩大。

图 7：8 月 M1、M2 增速下行



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：8 月财政存款同比少增



数据来源：wind、西南证券整理

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\\_26439](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26439)

