



策略快评报告：政府债券发力，社融企稳

——2021年8月金融数据点评

2021年9月11日

A股策略 事件点评

分析师	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521050001
研究助理	孙涤 电话：010-66555181	邮箱：sundi-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480121040003

事件：

2021年9月10日，中国人民银行发布8月金融数据。

主要观点：

8月社融存量增速环比下行0.4个百分点至10.3%，创2019年以来增速新低。除实体需求不旺外，2020年8月较高的基数也是导致社融增速新低的原因。

8月降幅最大的仍为政府债券、非标及贷款分项。政府债券、新增人民币贷款、新增未贴现银行承兑汇票、新增信托贷款分别同比少增4050亿元、1501亿元、1314亿元、1046亿元，是8月同比少增规模最大的分项。

非金融企业贷款降幅扩大、“以票充贷”现象加剧显示实体贷款需求不振。8月企业新增短期、中长期贷款分别少增1196、2037亿元，较8月少增幅度明显扩大；票据融资多增4489亿元，增幅较7月多1697亿元，“以票充贷”加剧显示贷款需求偏弱。

虽然年初至今债券为主要拖累项，但8月债券融资已现大幅增长。2021年1-8月各分项同比变化总和指标中，企业债券、政府债券同比少增规模最大，分别同比少增2.1、1.7万亿元。但2020年8月“国债+地方政府债”净融资规模大幅增长，净融资规模达9515亿元的年内峰值，在2020年同期1.36万亿元的高基数下虽然同比少增，由于当月新增规模较高同比降幅未明显走扩。

下阶段债券融资放量，社融增速将企稳。预计9-12月国债、地方债净融资规模达2.65万亿元，将略超2020年9-12月净融资规模。由于人民币贷款、政府债券、企业债券存量规模占比可达社融存量的87%，通过计算“人民币贷款+政府债券+企业债券”存量同比增速观察社融增速变化，预计9月“人民币贷款+政府债券+企业债券”存量同比增速为11.74%，环比仅微降0.25个百分点，降幅较8月的0.37个百分点明显收窄，下阶段政府债券融资逐渐抬升带动社融存量增速企稳。

风险提示：宏观经济超预期波动，货币政策超预期收紧。

目 录

1. 高基数下的增速新低，债券、非标、贷款同比降幅最大	3
2. 中长期贷款降幅扩大，“以票充贷”显示需求不振	3
3. 8月债券融资规模扩大，下阶段仍将助力社融增速企稳	4
3.1 1-8月债券融资为最大拖累分项，但8月债券融资已现大幅增长	4
3.2 下阶段债券融资将发力，助力社融增速企稳	5
4. 风险提示	7

插图目录

图 1: 2021年8月新增社融主要分项同比变化	3
图 2: 2021年8月新增人民币贷款主要分项同比变化	4
图 3: 2021年1-8月各社融分项同比变化总和	4
图 4: 国债+地方债净融资规模变化	5
图 5: 2015-2020年地方政府债券实际发行规模占限额比例	6
图 6: “人民币贷款+政府债券+企业债券”存量同比增速	6

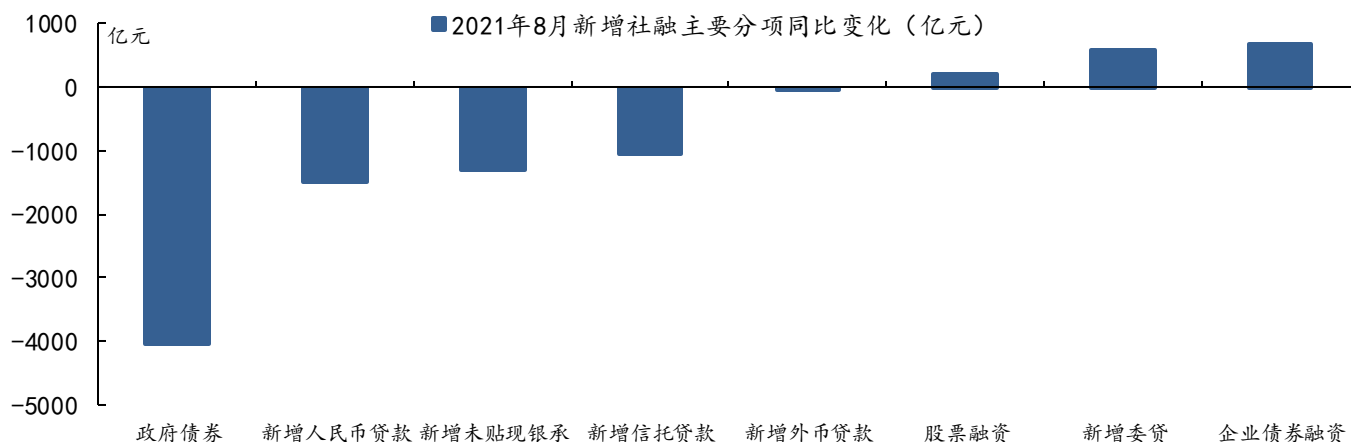
表格目录

1. 高基数下的增速新低，债券、非标、贷款同比降幅最大

社融增速创 2019 年以来新低，部分受基数效应影响。8 月社融存量增速环比下行 0.4 个百分点至 10.3%，创年内甚至 2019 年以来增速新低。除实体需求不旺外，2020 年 8 月较高的基数也是社融增速新低的原因，2020 年 8 月新增社融规模为当年 3 月以来峰值。若取社融增速两年均值，则 8 月与 7 月持平，可见基数效加大 8 月社融增速下行幅度。

8 月降幅最大的仍为政府债券、非标及贷款分项。政府债券、新增人民币贷款、新增未贴现银行承兑汇票、新增信托贷款分别同比少增 4050 亿元、1501 亿元、1314 亿元、1046 亿元，是 8 月同比少增规模最大的分项，与上月拖累分项一致。其中贷款仍受需求不振影响，非标在严监管要求下自 3 月以来持续少增，债券融资则主要受到高基数的影响，2020 年 8 月政府债券融资为全年峰值。

图1：2021 年 8 月新增社融主要分项同比变化



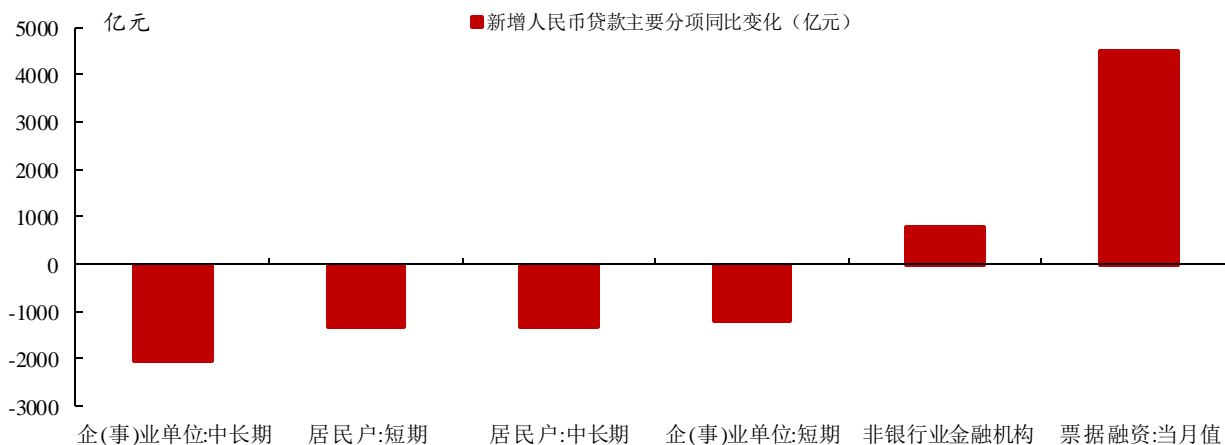
资料来源：WIND、东兴证券研究所

2. 中长期贷款降幅扩大，“以票充贷”显示需求不振

非金融企业贷款来看，贷款降幅明显扩大。8 月企业新增短期、中长期贷款分别少增 1196、2037 亿元，较 7 月 156 亿元、1031 亿元的少增幅度明显扩大。同时票据融资多增 4489 亿元，增幅较 7 月多 1697 亿元，“以票充贷”现象加剧表明实体贷款需求不振。

居民贷款来看，延续上月少增趋势。8 月居民新增短期、中长期贷款分别少增 2660 亿元、1348 亿元。居民中长期贷款少增主要受房地产销售增速放缓影响，8 月 30 大中城市商品房成交面积同、环比分别下降 383.8、425.9 万平方米。

图2：2021年8月新增人民币贷款主要分项同比变化



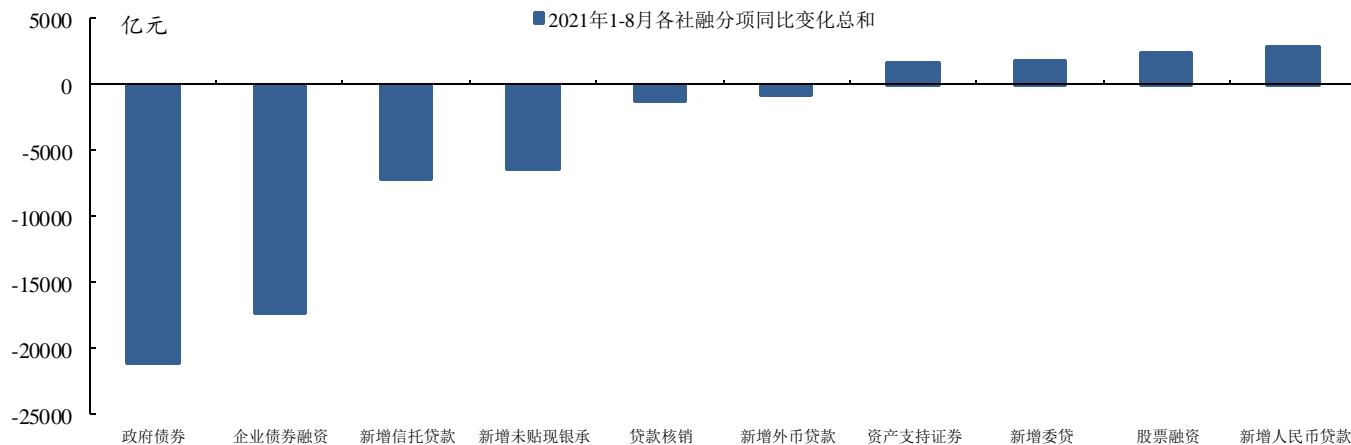
资料来源：WIND、东兴证券研究所

3. 8月债券融资规模扩大，下阶段仍将助力社融增速企稳

3.1 1-8月债券融资为最大拖累分项，但8月债券融资已现大幅增长

1-8月贷款为主要拉动项，债券为主要拖累项。2021年政府债券发行进度偏慢，叠加2020年疫情后债券发行规模高增导致的高基数影响，导致2021年债券融资成为社融的主要拖累项。统计2021年1-8月各分项同比变化加总，企业债券、政府债券同比少增规模最大，分别同比少增2.1、1.7万亿元。

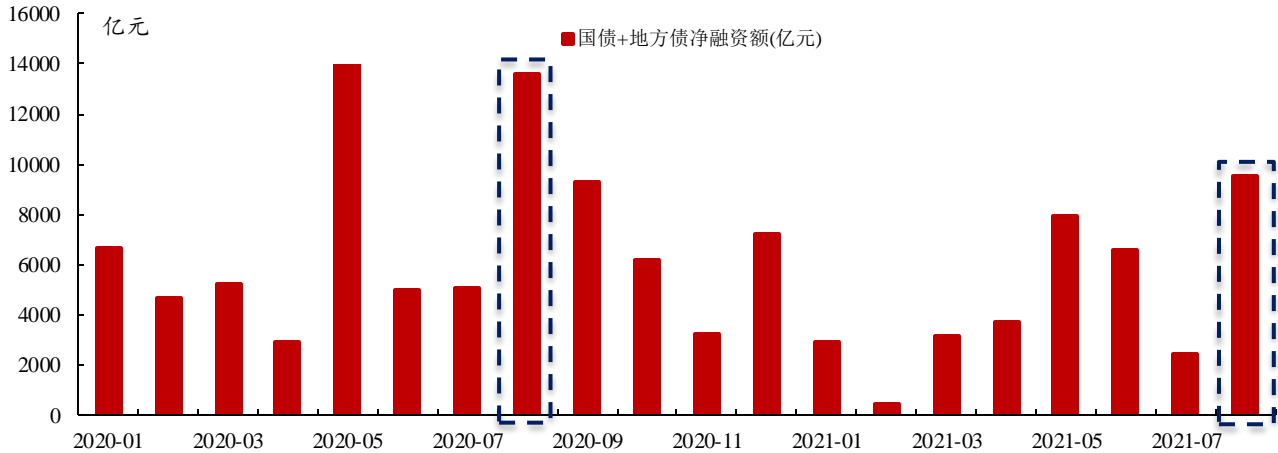
图3：2021年1-8月各社融分项同比变化总和



资料来源：WIND、东兴证券研究所

8月政府债券新增规模扩大，同比少增主要受高基数影响。2020年8月国债和地方债净融资规模高达1.36万亿元，高基数影响下，尽管2021年8月国债、地方政府债净融资规模达9515亿元的年内峰值，8月国债和地方债净融资规模、社融“政府债券融资”分项同比仍大幅少增。

图4：国债+地方债净融资规模变化



资料来源：WIND、东兴证券研究所

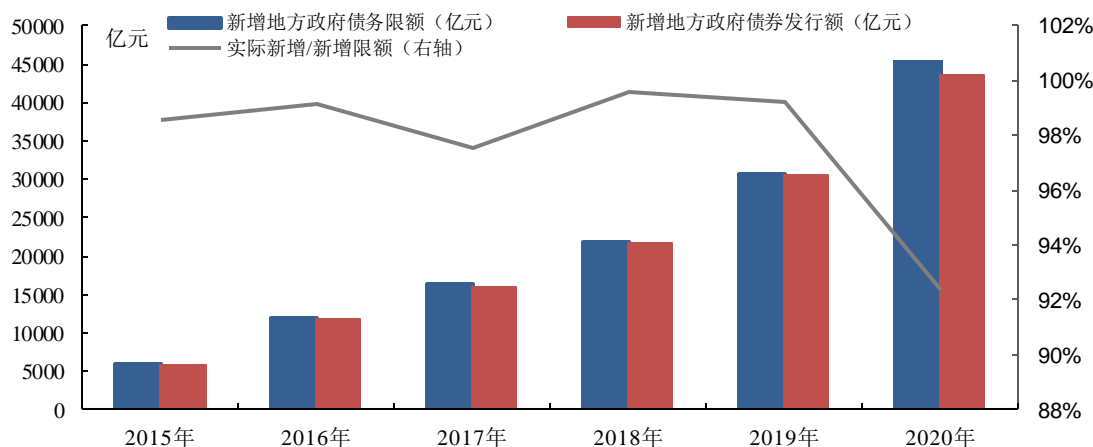
3.2 下阶段债券融资将发力，助力社融增速企稳

预计地方债将于年内发行完毕，9-12月新增地方债近1.3万亿元。2021年新增地方政府债务限额为42676亿元，截至2021年8月末，新增地方债发行规模达2.8万亿元，发行进度为65.6%。由于发行进度偏慢，市场对于年内地方债限额能否发行完毕较为关注。我们认为鉴于2015-2020年实际新增地方政府债券占限额比例均达到90%以上，2021年也大概率将完成限额发行，假设2021年实际发行地方政府债券占限额95%，则9-12月期间尚有近1.3万亿元的新增地方政府债券。

9-12月新增国债约1.3万亿元。2021年全国财政赤字为3.57万亿元，预计国债净融资规模为2.2万亿元¹，目前净融资额已达8471亿元，剩余1.35亿元净融资规模待完成。

¹ 按照历史情况，假设中央财政赤字占比65%，国债净融资占中央财政赤字比例为95%。

图5：2015-2020年地方政府债券实际发行规模占限额比例



资料来源：中国地方政府债券信息公开平台、东兴证券研究所

下阶段社融增速将企稳。数据测算来看，人民币贷款、政府债券、企业债券存量规模占比可达社融存量的87%，通过计算“人民币贷款+政府债券+企业债券”存量同比增速观察社融增速变化。根据前文预测，假设国债、地方债剩余净融资额度均匀分布于9-12月，则9月地方债、国债净融资预计均为0.33万亿元；假设贷款分项存量增速环比变化与8月保持一致，仍为下行0.2个百分点；假设企业债券融资新增规模环比变化与8月保持一致，仍为0.3万亿元。则9月“人民币贷款+政府债券+企业债券”存量同比增速预测值为11.74%，环比仅微降0.25个百分点，环比降幅较8月的0.37个百分点明显收窄。政策表态来看，8日发改委新闻发布会表示“下半年发行的专项债券规模将高于去年同期，发挥好专项债券带动扩大有效投资的积极作用”，明确下半年地方债供给扩大；9日人民银行新增3000亿元支小再贷款额度，表示对小微企业帮扶力度边际增强。

图6：“人民币贷款+政府债券+企业债券”存量同比增速



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_26449

