

2022年09月10日


 华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

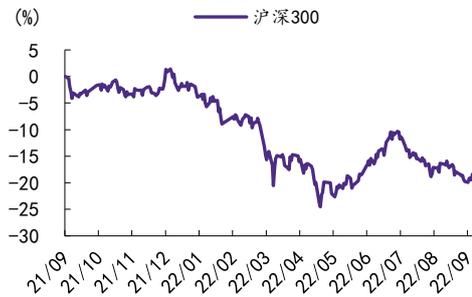
社融修复，持续性如何？

——宏观点评报告

事件

分析师：谭倩 S1050521120005
 tanqian@cfsc.com.cn
分析师：朱珠 S1050521110001
 zhuzhu@cfsc.com.cn
联系人：杨芹芹 S1050121110002
 yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《75BP 是市场对美联储的“预期管理”》2022-09-03
- 2、《重回弱复苏：需求好于生产，内需仍需发力》2022-08-31
- 3、《工业利润再承压，新旧能源成亮点》2022-08-29

9月9日，央行公布了8月社融数据，总量和结构较7月均有改善。新增社融2.43万亿元，较上月多增1.67万亿元，票据和委托存款是主要拉动项，政府债券成为拖累项。人民币贷款出现回暖，当月新增1.33万亿元，但居民弱于企业。M1同比6.1%，M2同比12.2%，创下新高，剪刀差继续扩大，经济活力仍偏低。

投资要点

社融回暖，企业强但居民弱

社融边际改善，但更多是票据和委托存款拉动，政府债券成为拖累项。信贷结构有所回暖，但居民修复弱于企业。M1下M2上，剪刀差继续扩大，经济修复基础偏弱。

居民信心还待修复，保交楼仍需发力

居民信贷新增4580亿元，虽出现一定的回暖，但同比少增1175亿元，主要拖累是居民中长期贷款，同比少增1601亿元，地产还在筑底过程中，稳地产还需加力。

企业超预期修复，后续需警惕出口回落

企业信贷新增8750亿元，同比多增1787亿元，特别是中长期新增7353亿元，同比多增2138亿元，出现超预期改善，主要是受泛财政发力的提振。后续来看，海外需求在高通胀加息的压制下有快速收缩的可能，出口回落压力对企业信贷修复的扰动值得警惕。

政府债券融资缩量，但基建资金有支撑

新增政府债券3045亿元，同比少增6693亿元，连续两个月缩量，主要是专项债发行接近尾声。等明年专项债发行前移，对社融的拉动才能重新显现。但当前来看，政策性金融工具和专项债限额集中发力，基建资金无忧，继续为经济托底。

资产荒犹存，宽信用还需加码

M2-M1、M2-社融剪刀差分别扩大至6.1%和1.7%，表明当前市场流动性较为充裕，但经济活力不足，宽信用成效不佳，资产荒问题犹存，保主体宽信用还需加码。

风险提示

海外衰退加速到来，地缘政治冲突再起，能源危机再次恶化

正文目录

事件:	3
评论:	3
1、社融回暖, 企业强但居民弱.....	3
2、居民信心还待修复, 保交楼仍需发力	4
3、企业超预期修复, 后续需警惕出口回落.....	5
4、政府债券融资缩量, 但基建资金有支撑.....	6
5、资产荒犹存, 宽信用还需加码.....	6
6、风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 社融回暖但同比依然处在低位	3
图表 2: 政府债券是 8 月社融最大的拖累项.....	4
图表 3: 居民短期信贷修复, 长期仍弱	5
图表 4: 企业信贷恢复带动自发融资回暖.....	5
图表 5: 2021 年专项债的后置和 2022 年前置造成政府债券发力错位.....	6
图表 6: M1M2 剪刀差继续扩大	7
图表 7: M2 社融进一步倒挂.....	7
图表 8: 8 月份社融数据一览	8

事件：

9月9日，央行公布了8月社融数据，总量和结构较7月均有改善。新增社融2.43万亿元，较上月多增1.67万亿元，票据和委托存款是主要拉动项，政府债券成为拖累项。人民币贷款出现回暖，当月新增1.33万亿元，但居民弱于企业。M1同比6.1%，M2同比12.2%，创下新高，剪刀差继续扩大，经济活力仍偏低。

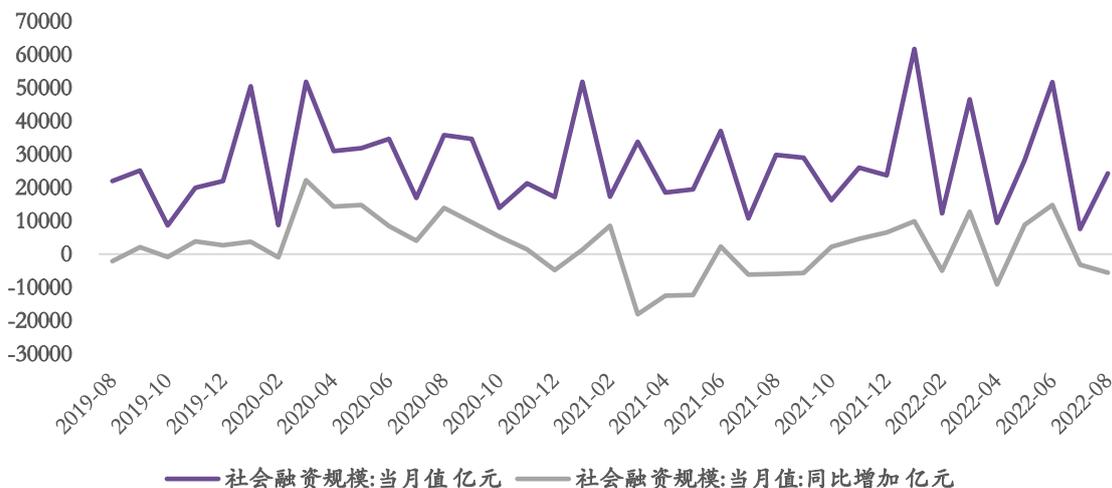
评论：

1、社融回暖，企业强但居民弱

总体上，8月份社融新增规模2.43万亿元，较上月多增1.67万亿元，社融边际回暖，但更多是票据和委托存款拉动，其中未贴现票据新增3358亿元，而委托存款新增1578亿元。但从同比增速来看，社融依旧偏弱，较去年同期少增5593亿元，主要是政府债券缩量的拖累，政府债券新增3045亿元，较去年同期少增6693亿元，连续两个月少增。

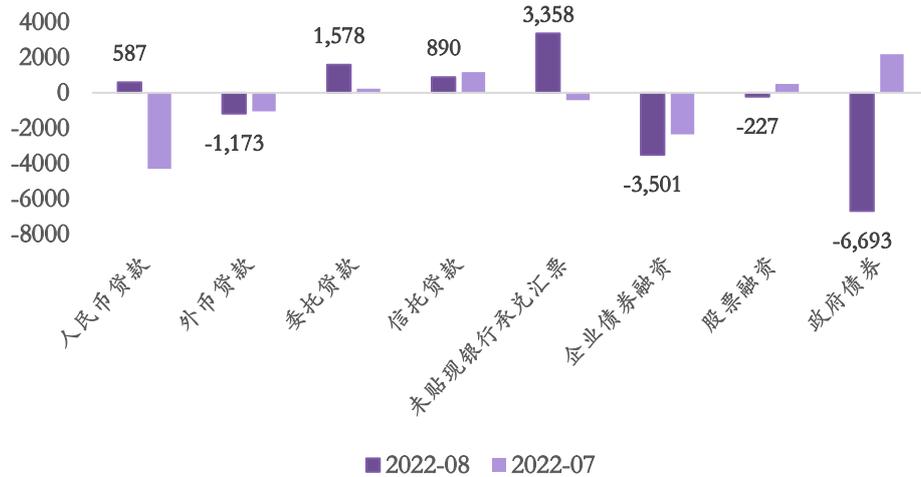
结构上，人民币贷款新增1.33万亿元，较去年同期多增了587亿元，整体信贷有所修复，居民企业中长期贷款均有改善。但是居民修复弱于企业，居民信心依然有待扭转。

图表 1：社融回暖但同比依然处在低位



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 2：政府债券是 8 月社融最大的拖累项



资料来源：wind，华鑫证券研究

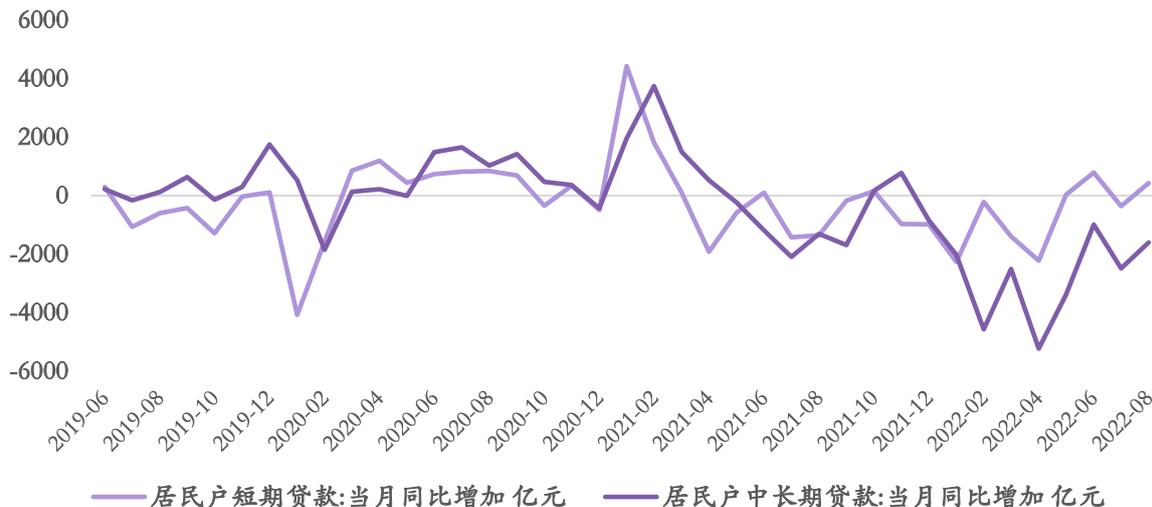
2、居民信心还待修复，保交楼仍需发力

8 月份居民部门信贷新增 4580 亿元，居民信贷虽有回暖，但是总体偏弱，同比少增 1175 亿元。拆分来看，居民短期贷款已经回到了增长区间，8 月份新增 1922 亿元，同比多增 426 亿元。居民部门的主要拖累是居民中长期贷款，虽然表现出了一定的修复，新增 2658 亿元，但同比少增 1601 亿元。

居民中长期信贷偏弱的根源是地产还在筑底过程中，居民购房信心仍待修复。在 8 月份 5 年期 LPR 超预期降息 15BP 的催化下，商品房成交面积出现了有限的回暖，降幅略有收窄。824 国常会定调一城一策支持刚需和改善住房融资需求。

同时大力推进保交楼政策，除了之前 2000 亿元的纾困基金以外，地方也开始按照国常会的要求出台相应的保交政策，郑州近期出台了《关于印发郑州市“大干 30 天，确保全市停工楼盘全面复工”保交楼专项行动实施方案的通知》，预计在 10 月 6 日前实现全市所有停工问题楼盘项目全面持续实质性复工，强力攻坚保交楼。

图表 3: 居民短期信贷修复, 长期仍弱



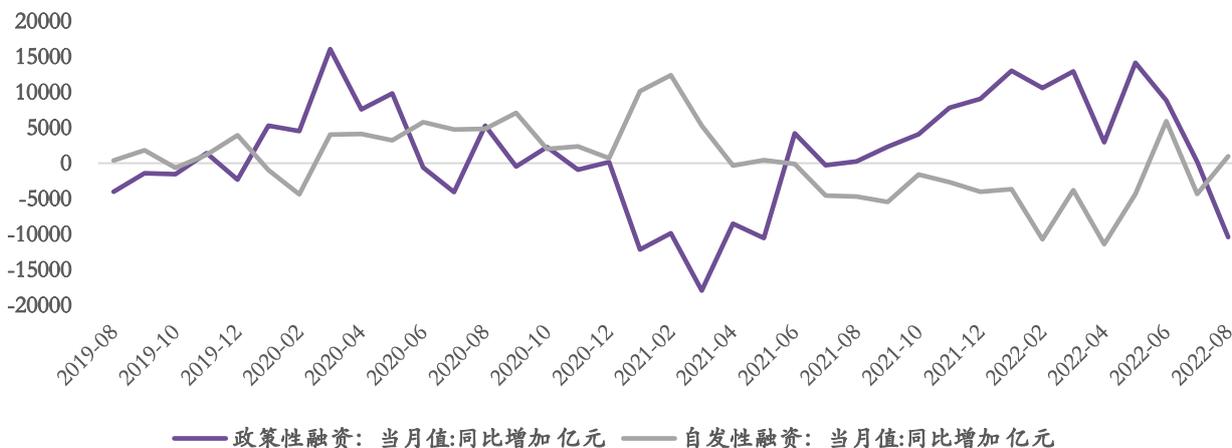
资料来源: wind, 华鑫证券研究

3、企业超预期修复, 后续需警惕出口回落

8月企业信贷新增8750亿元, 同比多增1787亿元, 其中企业短期贷款当月减少121亿元, 同比少增1028亿元; 企业中长期新增7353亿元, 同比多增2138亿元, 出现了超预期修复。受泛财政发力的提振, 企业信心逐步改善, 融资需求逐步释放, 带动自发性融资回暖, 8月自发性融资新增1.19万亿, 同比多增963亿元, 内生性动力开始显现。

后续来看, 泛财政工具还在发力, 但要警惕出口回落带来的冲击。海外需求在高通胀加息的压制下有快速收缩的可能, 8月出口增速出现明显的下滑, 对美出口同比增速转负, 对欧盟和东盟出口增速亦有回落, 外需回落对企业修复的冲击应提前做好应对。

图表 4: 企业信贷恢复带动自发融资回暖

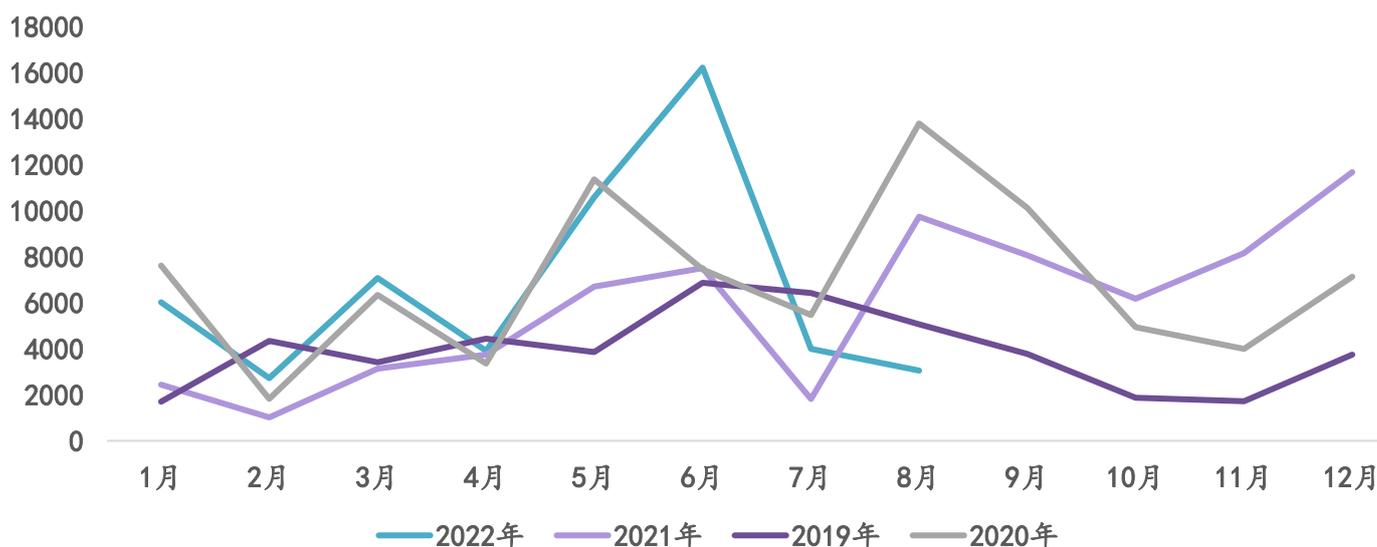


资料来源: wind, 华鑫证券研究

4、政府债券融资缩量，但基建资金有支撑

新增政府债券 3045 亿元，同比少增 6693 亿元，连续两个月缩量，主要是专项债发行接近尾声，去年专项债后置和今年专项债提前下发的错位发力所致。只有等明年专项债发行前移，对社融的拉动才能重新显现，预计会出现在四季度。当前来看，新增的 3000 亿元政策性金融工具和 5000 亿元的专项债限额集中发力，基建资金无忧，继续为经济托底。

图表 5：2021 年专项债的后置和 2022 年前置造成政府债券发力错位



资料来源：wind，华鑫证券研究

5、资产荒犹存，宽信用还需加码

8 月份 M1 同比增速 6.1%，较上月下行 0.6 个百分点；M2 同比增速则是继续创新高，来到 5 年高位的 12.2%。M2-M1、M2-社融剪刀差分别扩大至 6.1% 和 1.7%，表明当前市场流动性较为充裕，但经济活力不足，宽信用成效不佳，资产荒问题犹存，保主体宽信用还需加码。

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_45957



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn