

8 月金融数据点评

经济复苏当前面临的问题需要政策多方面发力

新增社融小幅超预期，新增信贷低于预期；政府债发行放量，基建投资增速有望回升；关注票据融资和委托贷款融资较去年同期上行的趋势。

- 8 月新增社融 2.96 万亿元，新增人民币贷款 1.27 万亿元，社融存量同比增长 10.32%。8 月洪涝灾害、局部地区新冠疫情继续影响新增社融，但政府债融资多增，支撑社融小幅超预期。
- 8 月 M2 同比增长 8.2%，M1 同比增长 4.2%，M0 同比增长 6.3%，单位活期存款同比增长 3.9%，准货币同比增长 9.77%。8 月央行的流动性投放整体维持平稳，企业层面流动性继续收紧，不排除 M1 增速回落至疫情前水平下方，居民层面可能受到 8 月多地散发疫情影响，消费支出偏弱，导致准货币增速小幅上升。
- 8 月存款多增 1.37 万亿元，其中居民存款多增 3338 亿元，企业存款多增 5608 亿元，非银存款多增 993 亿元，财政存款多增 1724 亿元。8 月新增贷款 1.22 万亿元，其中短贷及票据多增 3160 亿元，中长贷新增 9474 亿元，新增票据融资 2813 亿元。
- 需求仍在复苏趋势上，但供给已经开始均衡波动。8 月供给端和需求端资金层面分化的情况比较明显。需求端受到国内多地散发疫情导致防疫政策收紧影响，居民消费明显收缩，由此导致居民存款多增，消费释放再次受阻。并且受到房地产政策调控的影响，居民贷款较去年同期少增比较明显，一定程度上可能影响房地产下游消费。供给端流动性整体平稳下降，但各指标之间也出现分化，包括新增信贷较去年同期少增，但票据融资多增等。我们认为内需有待持续修复，但疫情形势的不确定性是阻碍需求持续释放的重要影响因素，供给端目前维持平稳波动，但原材料价格、国际贸易条件、海外经济复苏和供应链恢复的持续性，都对供给端影响较大。
- 经济复苏当前面临的问题需要政策多方面发力。8 月较 7 月 M2 增速下行，M1 增速下行，M0 增速上行，社融增速下行，新增社融略高于市场预期，新增信贷低于市场预期，政府债发行放量，直接融资继续放量，委托贷款小幅上升。当前国内经济复苏的问题主要有两个：一是供给端恢复接近均衡，但需求端受疫情不确定性影响难以持续释放，因此需求的波动对内需扰动较大；二是原材料价格快速上涨，但下游需求复苏不畅，导致涨价难以向下游传导，中游制造业盈利能力被挤压。这两个问题都不是货币政策调控能解决的，货币政策目前能做到的就是为经济复苏提供稳定的货币环境和适度的流动性，以及随时防范和对冲海外金融市场波动可能对国内产生的影响。我们维持此前观点，认为货币政策易松难紧。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

社融略好于预期。8 月新增社融 2.96 万亿元，较去年同期少增 6253 亿元，较 7 月多增 1.9 万亿元，略高于市场预期。8 月社融存量同比增长 10.32%，较 7 月下降了 0.35 个百分点，社融增速回落的幅度连续两个月小幅扩大。8 月洪涝灾害、局部地区新冠疫情继续影响新增社融，但政府债融资多增，支撑社融小幅超预期。

人民币信贷低于预期。8 月新增人民币贷款 1.27 万亿元，较去年同期少增 1501 亿元，较 7 月多增 4309 亿元，略低于市场预期。从社融分类看，与去年同期相比，直接融资继续小幅多增，但表内融资和表外融资都有所下降；从细项看，表外融资中新增委托贷款 177 亿元，较 7 月多增 328 亿元，较去年同期多增 592 亿元，汇票也较 7 月多增 2443 亿元，但较去年同期少增 1314 亿元，表外融资多增可能说明中小企业融资需求有所上升，另外在利率走低的情况下，企业债融资规模上升，政治局会议之后政府债券融资也较 7 月明显放量，预计市场对基建投资增速的预期将有所升温。

图表 1.新增社融构成和变化（单位：亿元）

		社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增		29600	12700	347	177	-1362	127	4341	1478	9738
	环比上月变动	*19034*	*4309*	*425*	*328*	*209*	*2443*	*1382*	*540*	*7918*
	同比去年同期	*-6253*	*-1501*	*-50*	*592*	*-1046*	*-1314*	*682*	*196*	*-4050*

资料来源：万得，中银证券

图表 2. 新增社融分类变化（单位：亿元）

		表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增		13047	-1058	5819	11792
	环比上月变动	*4734*	*2980*	*1922*	*9398*
	同比去年同期	*-1551*	*-1768*	*878*	*-3812*

资料来源：万得，中银证券

政府债券融资占比明显上升。从社融存量结构来看，2021 年 8 月与 7 月相比，占比上升的主要是政府债券，占比上升 0.17%，以及直接融资整体占比较 7 月上升了 0.05%；与去年同期相比，依然是人民币贷款和政府债券占比大幅上升，股票占比小幅上升。人民币贷款、政府债券、直接融资贷款占比不同程度向好，更多指向大型企业经营正常，融资通畅，接下来政府主导的基建投资增速可能有所上升，考虑到原材料价格快速上升对中小企业造成的经营压力，接下来需要关注表外融资额的变化，一定程度上可能指向融资渠道不畅的中小企业融资需求波动。

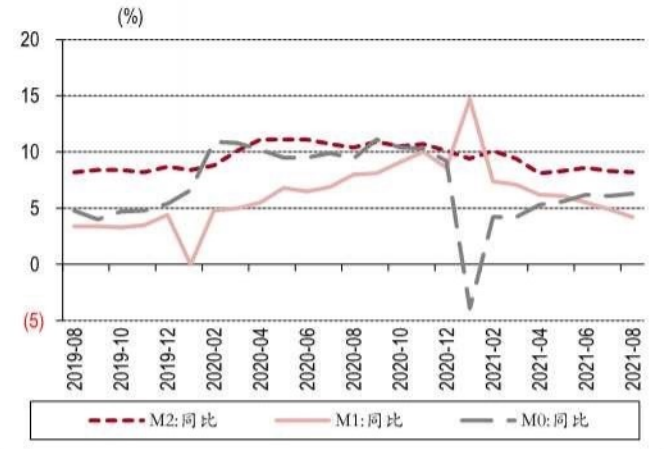
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源：万得，中银证券

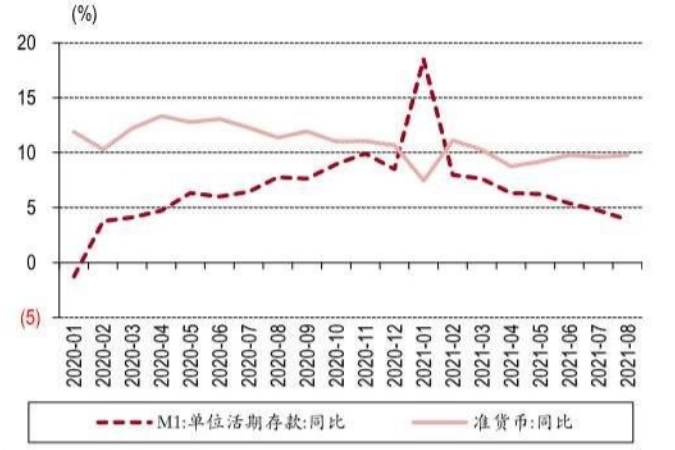
M2 增速略低。8 月 M2 同比增长 8.2%，较 7 月下降 0.1 个百分点；M1 同比增长 4.2%，较 7 月下降 0.7 个百分点；M0 同比增长 6.3%，较 7 月上升 0.2 个百分点。8 月单位活期存款同比增长 3.9%，较 7 月下降 0.85 个百分点，准货币同比增长 9.77%，较 7 月上升 0.16 个百分点。8 月 M0 同比增速较 7 月小幅上升 0.2 个百分点，但考虑到 7 月有缴税等因素影响，因此央行的流动性投放整体维持平稳；企业层面流动性继续收紧，主要原因还是生产经营逐渐恢复正常后，流动性偏好回落，但考虑到原材料价格快速上涨对企业的负面影响以及当前的融资环境较为宽松，不排除 M1 增速回落至疫情前水平下方；居民层面可能受到 8 月多地散发疫情影响，消费支出偏弱，导致准货币增速小幅上升。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

财政支出发力，存款整体较 7 月多增。8 月存款多增 1.37 万亿元，其中居民存款多增 3338 亿元，企业存款多增 5608 亿元，非银存款多增 993 亿元，财政存款多增 1724 亿元。8 月受多地散发疫情影响，防控政策影响居民消费，导致居民存款较 7 月多增 1.69 万亿元，暑期消费明显受到负面影响，服务消费价格也表现疲弱；财政存款较 7 月少增 4284 亿元，较去年同期少增 3615 亿元，7 月底政治局会议后，政府债券发行量明显上升，财政存款明显少增，预计基建投资增速可能出现反弹。

票据融资量明显上升。8 月新增贷款 1.22 万亿元，较去年同期少增 600 亿元，其中短贷及票据多增 3160 亿元，较去年同期多增 3881 亿元，中长贷新增 9474 亿元，较去年同期少增 3349 亿元。8 月新增票据融资 2813 亿元，较 7 月多增 1042 亿元，较去年同期多增 4489 亿元，融资量明显上升，与之对应的是企业短贷较去年同期少增 1196 亿元，中长贷较去年同期少增 2037 亿元，我们认为企业融资分层可能反应的是大中小型企业和对内对外贸易型企业之间的分化，需要关注国际运费上升和原材料价格上升对部分行业和部分类型企业造成的经营压力。另外 8 月居民短贷和中长贷较去年同期分别少增 1348 亿元和 1312 亿元，一定程度上表明房地产行业融资压力将持续。

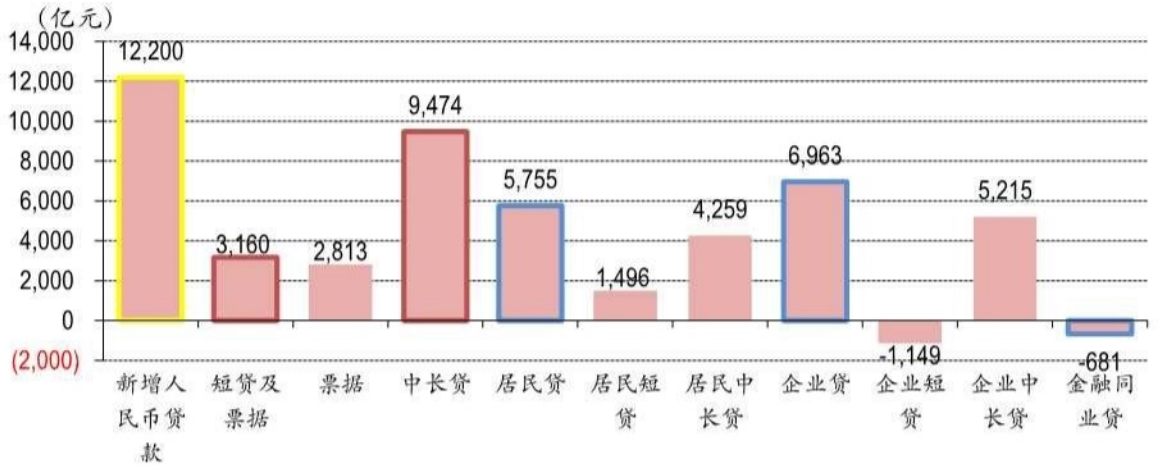
需求仍在复苏趋势上，但供给已经开始均衡波动。8 月供给端和需求端资金层面分化的情况比较明显。需求端受到国内多地散发疫情导致防疫政策收紧影响，居民消费明显收缩，由此导致居民存款多增，消费释放再次受阻。并且受到房地产政策调控的影响，居民贷款较去年同期少增比较明显，一定程度上可能影响房地产下游消费。供给端流动性整体平稳下降，但各指标之间也出现分化，包括新增信贷较去年同期少增，但票据融资多增等。我们认为内需有待持续修复，但疫情形势的不确定性是阻碍需求持续释放的重要影响因素，供给端目前维持平稳波动，但原材料价格、国际贸易条件、海外经济复苏和供应链恢复的持续性，都对供给端影响较大。

图表 6.新增存贷款变化（单位：亿元）

		新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款		13700	3338	5608	1724	993	2037
	环比上月变动	25000	16938	18708	-4284	-8583	2221
	同比去年同期	-5700	-635	-1883	-3615	3605	-3172
		新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款		12200	3160	9474	5755	6963	-681
	环比上月变动	1400	3881	563	1696	2629	-2455
	同比去年同期	-600	1945	-3349	-2660	1166	793

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源：万得，中银证券

经济复苏当前面临的问题需要政策多方面发力。8 月较 7 月 M2 增速下行，M1 增速下行，M0 增速上行，社融增速下行，新增社融略高于市场预期，新增信贷低于市场预期，政府债发行放量，直接融资继续放量，委托贷款小幅上升。当前国内经济复苏的问题主要有两个：一是供给端恢复接近均衡，但需求端受疫情不确定性影响难以持续释放，因此需求的波动对内需扰动较大；二是原材料价格快速上涨，但下游需求复苏不畅，导致涨价难以向下游传导，中游制造业盈利能力被挤压。这两个问题都不是货币政策调控能解决的，货币政策目前能做到的就是为经济复苏提供稳定的货币环境和适度的流动性，以及随时防范和对冲海外金融市场波动可能对国内产生的影响。我们维持此前观点，认为货币政策易松难紧。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

中银证券

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371