# 社融超预期增长，增速或迎拐点

----2020 年 8 月金融数据点评

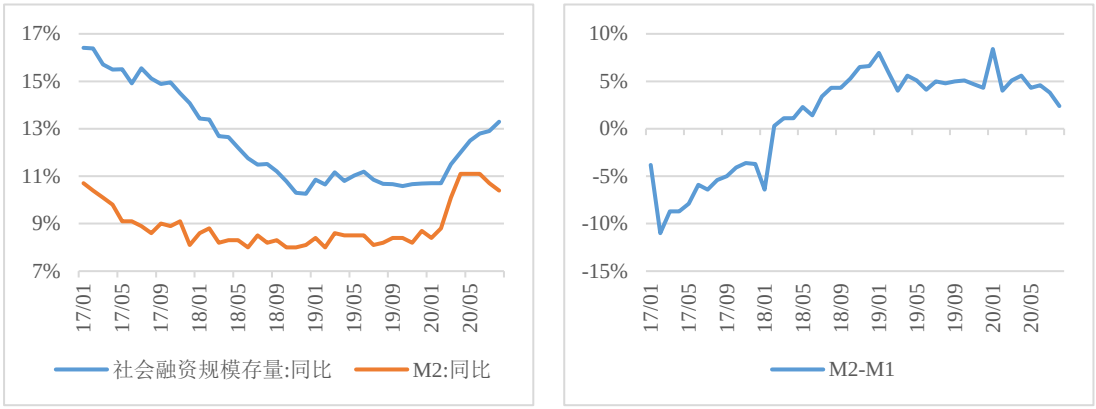
2020 年 8 月新增社融 3.58 万亿（前值 1.69 万亿），新增人民币贷款 1.28 万亿元（前值 9927 亿），社融存量同比增长 13.3%（前值 12.9%），M2 同比增长 10.4%（前值 10.7%），M1 同比增长 8%（前值 6.9%）。

**一、社融增速与 M2 增速走势背离，M2-M1 剪刀差收窄**

8 月社融存量同比增长 13.3%，较 7 月升 0.4 个百分点；从货币供给端看，8 月广义货币 M2 同比增速较 7 月值下降 0.3 个百分点至 10.4%。8 月货币供给与需求端出现背离，主要是受政府财政存款大幅上升、支出滞后所形成的收支错位形成的。一般来说，发行政府债券首先是形成财政存款，然后通过财政下拨形成机关团体存款，从而进一步流入实体经济。具体看，6、7 月为支持特别国债顺利发行政府债发行进程放缓，8 月特别国债发行完毕后政府债发行集中放量，形成大量的财政存款，流通中的货币供应减少，对 M2 增速形成拖累。从数据上看，8 月新增财政存款 5339 亿元，同比多增 5244 亿元，是拖累 M2 增速的主要因素；货币需求端看，8 月政府债发行 13800 亿元，同比多增 8741.03 亿元，对社融增速形成支撑。

8 月 M1 同比增速较 7 月大幅上升 1.1 个百分点至 8%，M2-M1 剪刀差收窄至 2.4 个百分点。8 月 M1 同比增速进一步改善，受益于房地产企业销售端的持续向好，企业流行状况进一步改善；M2-M1 剪刀差进一步收窄，显示货币进一步活化，企业投资活跃度上升，对应企业经营活跃度上升。从后续看，随着政府支出的增加，财政存款对 M2 增速的拖累因素减少，一定程度上支撑 M2 同比增速，但在信贷增速下行、央行货币投放收敛的制约下有继续下行的空间。

图 1：社融增速与 M2 背离，M2-M1 剪刀差进一步收窄



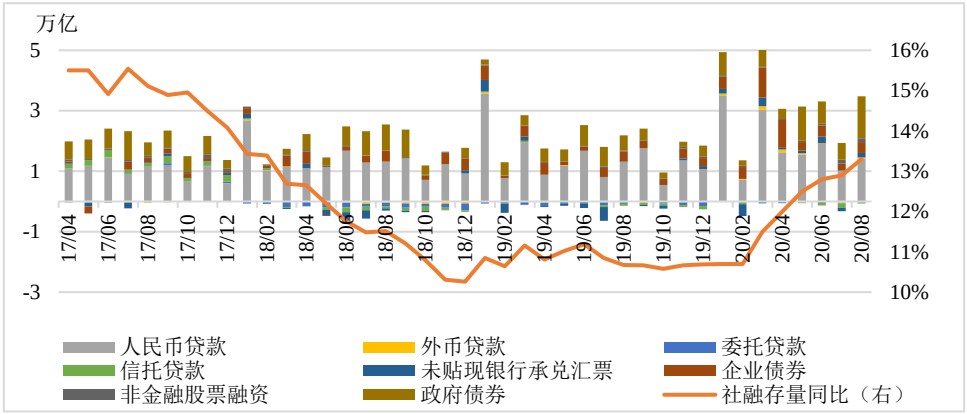

数据来源：Wind

## 二、政府债券推升社融规模超预期增长

8 月新增社融 3.58 万亿，环比大幅上涨 111.33%，同比多增 1.38 万亿，远超出市场平均预期值。推动 8 月社融超预期增长的主要是政府债券融资：8 月政府债券净融资 1.38 万亿元，同比多增超过 8741.03 亿元，贡献了社融同比多增数量的 63%以上。7 月特别国债发行结束后，8 月政府债集中放量。后续看，大约还有 2.3 万亿的政府债券尚未发行，其中 8500 亿元的专项债将集中在 9、10 月份发行，继续为社融提供支撑。

从结构看，8 月新增信贷 1.42 万亿，基本符合季节特征，虽然延续同比多增，但多增规模已连续第 5 个月回落，显示了信贷整体收紧的态势；8 月非标融资中信托、委托和未贴现承兑汇票由 7 月的-2600 亿元转为增加 710 亿元，或显示了在融资条件收紧的情况下房企表外融资需求上升，其可持续性有待观察；直接融资方面，8 月股票融资和债券融资合计近 5000 亿，为 5 月以来最高值，其中股票融资连续两个月超过 1200 亿，或与 7、8 月以来股市走高相关，以新股申购日为统计口径，8 月 IPO 企业达 63 家，创历史单月新高。

图 2：社融结构



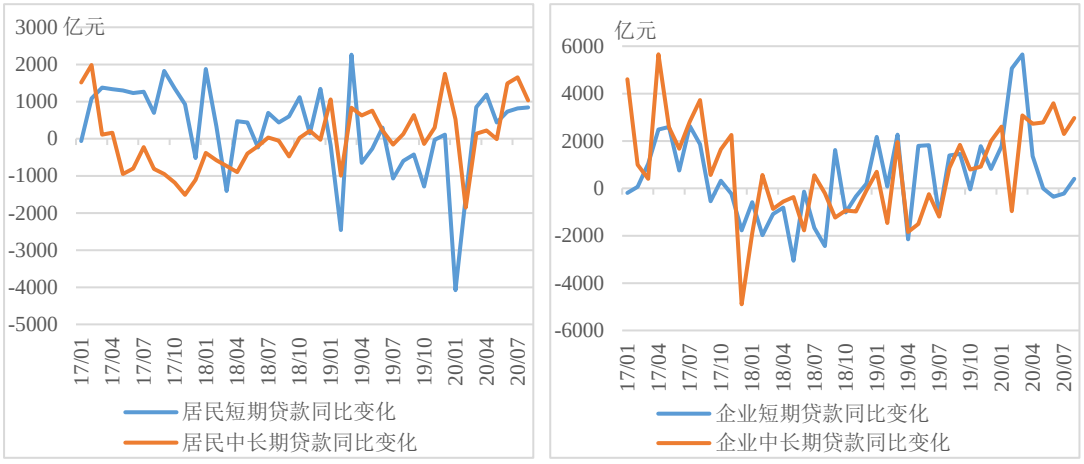

数据来源：Wind

## 三、信贷增速延续收紧趋势，企业长贷继续改善

8 月新增信贷 1.28 万亿，同比多增 700 亿，基本符合季节性特征；信贷余额增速 13%，已经连续 3 个月走平或回落，显示了信贷延续收紧、货币政策边际收敛。印证了我们在 7 月报告中对货币政策的基本判断。展望后期，如果按照全年 20 万亿的信贷目标，结合今年信贷投放上半年投放加量的特征，后期信贷投放将继续回归常态，单月净增投放量或将持平或略低于当前水平；信贷余额同比增速或将延续回落趋势。

从信贷结构上看，8 月信贷结构进一步改善。8 月新增居民短贷 2844 亿，创过去 5 年以来同期最高值，对应 8 月消费同比实现年内首次正增长，居民端短贷连续第六个月实现同比多增，与居民消费持续好转相一致；居民中长期贷款 5571 亿，虽然低于 7 月值，但连续三个月同比多增超过 1000 亿，反映了房地产销售的持续向好。企业端，中长期贷款当月净增 7252 亿元，继续明显好于企业短期贷款及票据融资，显示了基建、房地产投资持续向好，对贷款的需求旺盛。

图 3：居民、企业贷款同比变化情况



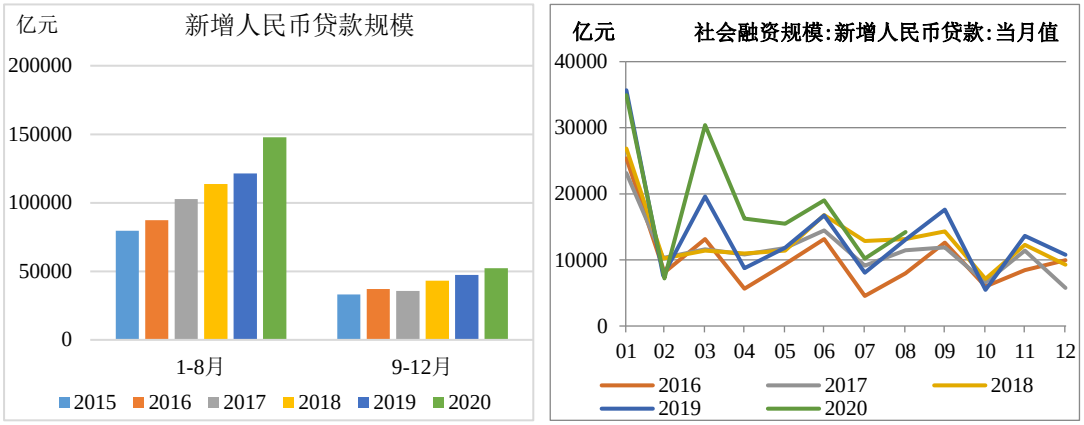

数据来源：Wind

## 四、社融增速或将迎来拐点

从信贷来看，按照政府报告中的新增信贷目标来看，9-12 月还剩余 5 万亿左右的额度，较去年同期增长 10.12%，尚不及去年同期的同比增速（10.26%），而 1-8 月新增信贷累计同比增长 21.27%（去年同期值为 6.78%），9-12 月信贷投放显著收敛，信贷增速或将持平去年同期水平，信贷投放最为宽松的时候或已经过去；从投放规律来看，9 月将是年内剩余时间的高点。从政府债券看，1-8 月政府债券融资较去年同期增长 58.43%（去年同期为 87.85%）；按照 6 月 8 日财政部部长刘昆估计今年政府债券资金达到 8.51 万亿计算，9-12 月仍有 1.9

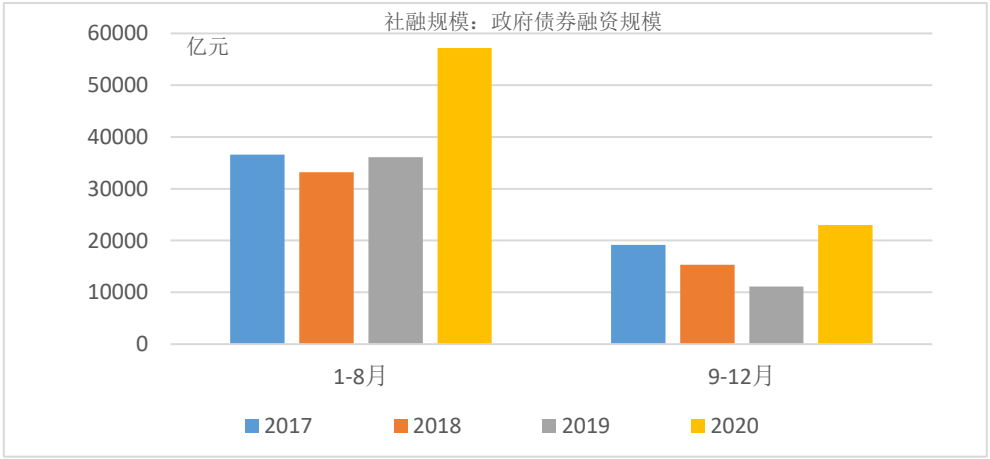
万亿左右的国债和地方政府债以及 8500 亿需要在 10 月底前发行完毕的专项债，按照往年的国债和地方债券发行安排，一般集中在 3 季度，因为今年为特别国债发行让路，可能会延迟至 10 月，因此 9、10 月可能会是政府债的高点。从信贷和政府债券规模来看，二者规模占全部社融的 60%以上，是社融的主要构成部分，趋势将会影响社融增速的走势。因此随着信贷和政府债券在 9、10 月迎来高点，社融增速或将在 10 月达到最高点。

图 4：新增贷款规模以及季节性规律




数据来源：Wind

图 5：政府债券融资规模



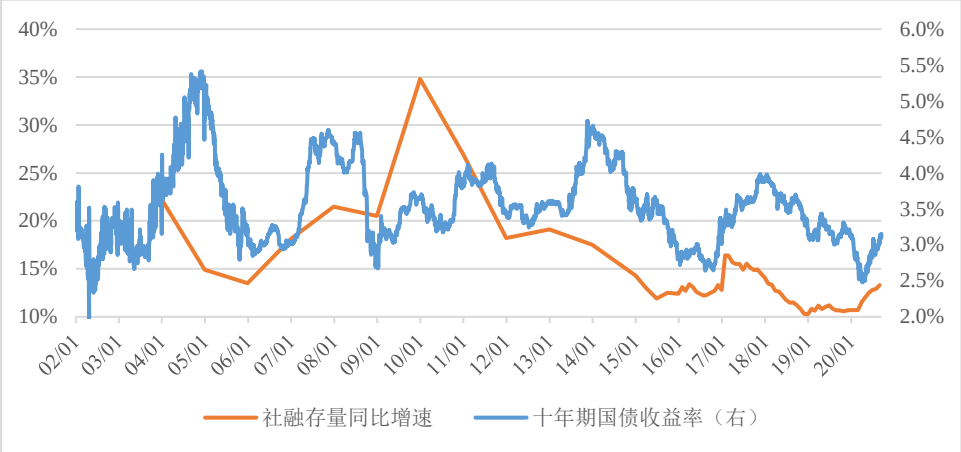

数据来源：Wind

另一方面，大量政府债券的发行，对市场流动性产生冲击，银行间流动性偏紧，但央行面对较大的政府债券发行态度比较克制，配合财政融资和支出节奏，DR007 保持在 2.2%附近震荡。自 7 月以来，各期限银行间同业存单利率同步上行，也显示政府债券对市场资金的影响，而 9 月 15 日 MLF 的超额续作显示了货币政策对银行间资金面的呵护，但从 DR007 以及 R007 来看，央行的态度还是比较谨慎的，未来紧平衡状态或将是常态。

同时随着社融拐点的到来，政府债券对资金面的压制作用会逐渐消退。从国债收益率与

社融增速的关系看，随着社融增速在 10 月到达最高点后，国债收益率有望开启下行趋势。

图 6：国债收益与社融增速




数据来源：Wind