政府债券发行支撑社融，信用扩张见顶

—8 月金融数据点评

宏观研究报告

2020 年 9 月 14 日



西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号 1603 室

地址：重庆市江北区东升门路 61 号金融城 2 号 T2 栋 29-2、29-3

电话：021-61101856

邮编：200122

邮箱：research@swfutures.com

研究员：万亮

期货从业证书号：F3048197

投资咨询证书号：Z0015573

电话：023-67071029

邮箱：wl@swfutures.com

一、政府债券发行支撑社融增量，信贷增速放缓

2020 年 9 月 11 日，央行发布了我国 8 月金融数据。初步统计，2020 年 8 月社会融资规模增量为 3.58 万亿元，比上年同期多 1.39 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.42 万亿元，同比多增 1156 亿元；委托贷款减少 415 亿元，同比少减 98 亿元；信托贷款减少 316 亿元，同比少减 342 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1441 亿元，同比多增 1284 亿元；企业债券净融资 3633 亿元，同比多 249 亿元；政府债券净融资 1.38 万亿元，同比多 8729 亿元；非金融企业境内股票融资 1282 亿元，同比多 1026 亿元。

初步统计，8 月末社会融资规模存量为 276.74 万亿元，同比增长 13.3%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 166.34 万亿元，同比增长 13.3%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.4 万亿元，同比增长 7.5%；委托贷款余额为 11.16 万亿元，同比下降 4.9%；信托贷款余额为 7.15 万亿元，同比下降 7.8%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.75 万亿元，同比增长 12.7%；企业债券余额为 27.29 万亿元，同比增长 21.1%；政府债券余额为 43.45 万亿元，同比增长 18.7%；非金融企业境内股票余额为 7.85 万亿元，同比增长 8.8%。

信贷方面，8 月份人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元。8 月末，本外币贷款余额 173.66 万亿元，同比增长 12.8%。月末人民币贷款余额 167.47 万亿元，同比增长 13%，增速与上月末持平，比上年同期高 0.6 个百分点。

尽管 8 月社融增量超市场预期，社融增速在 7 月的 12.9%的基础上进一步上升至 13.3%，再创本轮信用扩张周期新高。但从结构上看，增量主要来源于政府债券发行，而非传统上的信贷。同比多增 1.39 万亿的社融增量中，政府债券净融资 1.38 万亿元，同比多 8729 亿元。而人民币贷款增速 13.3%，连续四个月持平。跟随者政府债券发行节奏，政府债券发行对社融的拉动作用将明显降低。基于此，本轮信用扩张周期可能正接近高点。

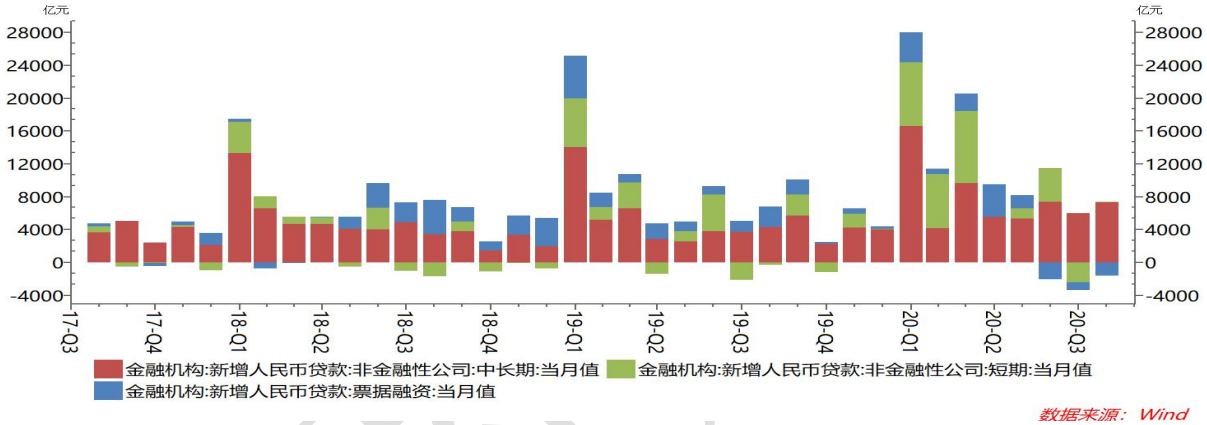
从居民信贷结构来看，住户部门贷款增加 8415 亿元，其中，短期贷款增加 2844 亿元，中长期贷款增加 5571 亿元，均显著高于去年同期水平。居民中长期贷款高增，表明居民加杠杆的意愿仍很强，侧面证实了房地产销售增速维持高位。预计房地产市场的景气仍将延续。

从企业部门的信贷结构来看，企（事）业单位贷款增加 5797 亿元，其中，短期贷款增加 47 亿元，中长期贷款增加 7252 亿元，票据融资减少 1676 亿元;非银行业金融机构贷款减少 1474 亿元。短期贷

款与票据融资的减少，与央行流动性与监管政策的收紧，企业套利活动减少相关，而中长期贷款维持高位，切实体现了金融部门对实体经济的支持力度，也体现了实体企业旺盛的融资需求。因此，尽管企业贷款总量上增速放缓，但信贷结构更趋于优化。

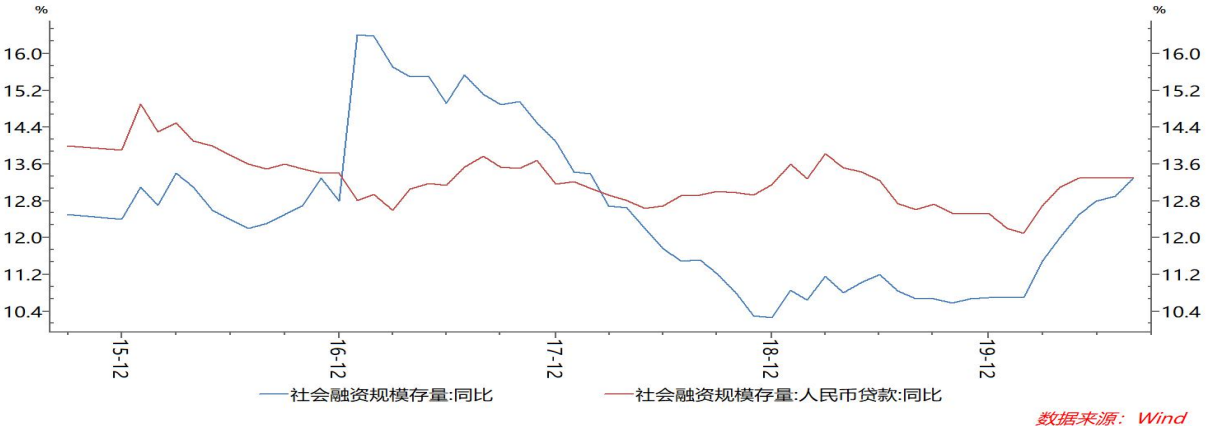
对于未来社融与人民币贷款增速的走向，8 月社融增量主要依赖政府债券发行，8 月的社融和人民币贷款增速，大概率是本轮信用扩张周期的高点。2018 年以来，我国处于结构性去杠杆的过程中，社融存量增速持续下行，但始终保持略高于名义 GDP 的水平。2020 年新冠疫情爆发以来，政策重点转向稳增长，货币政策加大宽松力度，允许宏观杠杆率暂时上升，社融存量与名义 GDP 增速之差走阔。

图 1：企业信贷结构



数据来源：Wind

图 2：社会存量与人民币贷款增速



数据来源：Wind

而 2020 年二季度以来，国内经济明显修复，市场信心趋于稳定。在此背景下，疫情期间特殊的货币政策酝酿退出，宏观政策兼顾稳增长和防风险，流动性过于宽松不利于稳杠杆、防止资金空转、防止资产价格泡沫。因此，在政策基调趋于稳健的背景下，预计本轮加杠杆的空间不大。随着社融和 M2 增速的见顶，名义 GDP 增速进一步修复，社融、M2 增速与名义 GDP 增速剪刀差将进一步收窄。

二、M1 增速上升，M2 增速回落，M1-M2 剪刀差收窄

8 月末，广义货币(M2)余额 213.68 万亿元,同比增长 10.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.2 个百分点；狭义货币(M1)余额 60.13 万亿元,同比增长 8%，增速分别比上月末和上年同期高 1.1 个和 4.6 个百分点；流通中货币(M0)余额 8 万亿元,同比增长 9.4%。当月净投放现金 175 亿元。

M2 增速由 7 月的 10.7%进一步回落至 10.4%，与信贷增速类似，随着疫情期间特殊的货币政策退出，流动性边际收紧，货币政策趋于稳健，本轮信用宽松已过高点。可以预见，未来社融增速、M2 增速与名义 GDP 增速的之差，可能将进一步收窄。

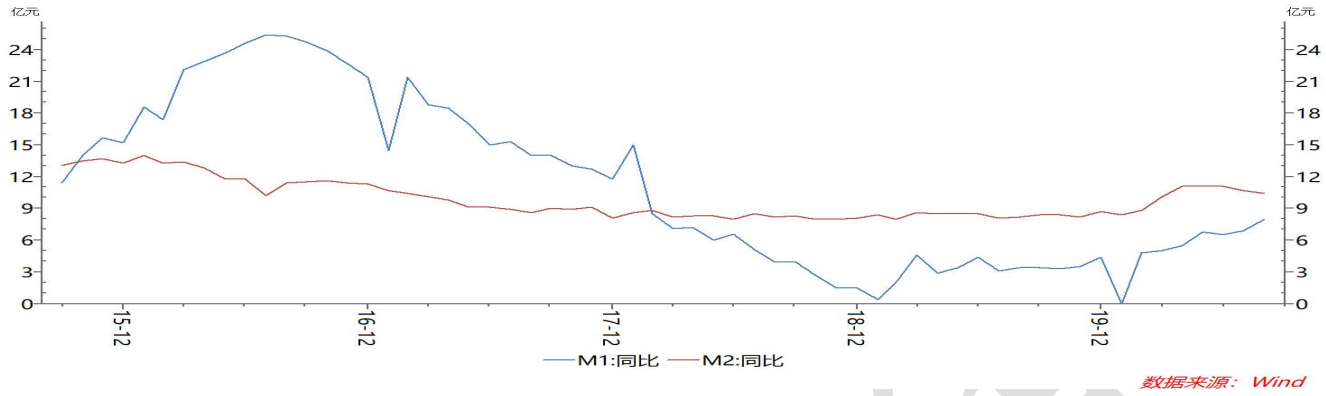
M1 增速则进一步上升至 8.0%，表明企业现金流状况进一步改善，盈利能力和投资信心均在回复。M1-M2 剪刀差将进一步收窄，证实经济景气度的持续回升，从股票市场风格的角度，利好周期股胜过成长股。

图 3：信用利差走势



数据来源：Wind

图 4：M1 和 M2 同比增速

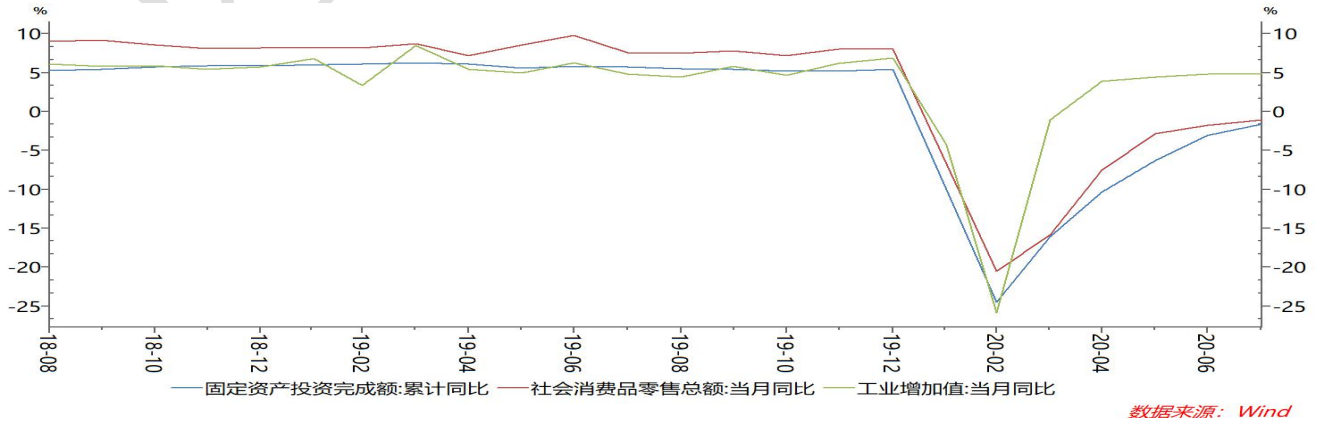


三、宏观经济展望及利率走势展望

总结 2020 年 8 月金融数据，社融高增主要由政府债券发行贡献，信贷增速维持高位，M1 增速进一步回升，M2 增速小幅回落。数据表明，随着国内货币政策的回归常态，地方政府专项债的发行完成，本轮信贷扩张已过高点，社融存量、M2 增速与名义 GDP 增速之差，将大概率收窄。

针对国内政策的取向，我们维持原有的判断。在 7 月的报告中，我们提到，“国内央行难以效仿欧美央行大水漫灌，当前国内货币政策将以宽信用和降成本为主，通过精准的“滴灌”，支持实体企业的复苏。随着国内经济的复苏，疫情期间的特殊宽松政策将酝酿退出，流动性或进一步随着经济数据的改善而边际收敛。”央行二季度货币政策执行报告证实了我们的观点，预计央行将并不急于加码总量上的宽松政策，为未来留出正常的货币政策空间，而更加注重政策的精准导向，通过定向宽松支持实体经济。

图 5：固定资产投资与社消增速



对于宏观经济的走势，我们认为，尽管本轮信用扩张接近高点，但宏观经济仍有望延续企稳复苏态势，原因在于：经济周期一般滞后于信用周期两个季度左右，考虑到 2020 年上半年的低基数，2021 年上半年前，GDP 同比增速均有望为持股高位；宽财政下基建投资增速有望显著回升，房地产行业有望延续高景气状态；随着疫情防控趋于常态化，疫苗研发的顺利推进，消费信心有望进一步恢复，汽车、餐饮、旅游等前期受疫情影响较大的服务业有望显著回补；随着国外经济从衰退中修复，外贸部门有望保持韧性并向上修复。因此，在信用、基建、地产、外贸、服务业等多重向上驱动下，国内经济有望延续复苏态势。

对于国债期货的走势，我们仍然维持已有的观点。国内货币政策整体稳健，宏观经济仍有望持续改善，市场风险偏好处于高位，整体环境偏利空。尽管社融与 M2 增速有望见顶回落，但预计债市仍将以震荡为主，向上或向下的空间均不大。建议投资者暂时观望，或以较低仓位进行区间操作。

西南期货

【免责声明】

西南期货有限公司具有期货投资咨询业务资格和经营期货业务资格（许可证号：91500000202897127J）。本报告仅供西南期货有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，本公司没有义务和责任去及时更新本报告并通知客户。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，不作为客户的直接投资依据，本公司不因客户使用本报告而产生的损失承担任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西南期货”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进行交易。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号 1603

电话：021-61101856

邮编：200122

邮箱：research@swfutures.com

地址：重庆市江北区东升门路 61 号金融城 2 号 T2 栋 29-2、29-3

电话：023-67070520

023-63605636

邮编：400023