新时代证券 New Times Securities

非标、直接融资推动社融增速大增，可持续性如何？

——央行 8 月金融数据点评

行业点评

● **居民部门信贷依然呈现修复格局，有助于推动零售增速由负转正。**随着疫情后复产复工进度加快和经济好转，央行逆周期调节力度减缓，8 月当月人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元，贷款余额同比增长 13%，增速与上月末持平。从贷款结构来看，中长期贷款依然延续高增长，新增短期贷款及票据融资同比少增 2854 亿元，其中票据融资下滑幅度最大，8 月当月票据融资同比少增 4102 亿元，表明部分行业票据融资开始由表内开始转为表外。分部门来看，居民部门信贷依然呈现修复格局，有助于推动 8 月零售增速由负转正。8 月居民部门贷款增加 8415 亿元，同比多增 1877 亿元。其中，短期贷款同比多增 846 亿元；中长期贷款同比多增 1031 亿元，延续了修复格局。短贷增加说明随着经济的恢复，居民生活消费持续改善，8 月零售增速将由负转正；随着房地产市场火爆，中长期住房贷款需求持续增加，也表明居民购房意愿和需求已经逐步得到释放，但是房住不炒的整体格局并没有发生改变，居民部门信贷改善最终将成为拉动消费回升的主要动力。

● **非标和直接融资推动社融增速创两年半新高，四季度增速有望迎来拐点。**2020 年 8 月社会融资规模增量为 3.58 万亿元，较 2019 年同期多 1.39 万亿元，高于市场预期，除信贷符合市场预期外，非标融资、政府和企业债券增量、股权融资都大幅高于市场预期。资管新规延期，非标融资大幅回升，成为社融超预期的重要推手。直接融资继续发力，债券融资和股权融资保持较快增长。其中，企业债券净融资同比多增 249 亿元；非金融企业境内股票融资同比多增 1026 亿元；政府债券净融资同比多增 8741 亿元。下半年，表内信贷开始成为社融增速的重要拖累。

● **M1 增长强劲，M1-M2 剪刀差被动收窄。**8 月 M2 增速继续回落，M1 增速创 2018 年 5 月以来新高。2020 年 8 月末，M2 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；M1 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，创 2018 年 5 月以来新高，“M2-M1”剪刀差持续缩窄一定程度上反应实体经济逐渐恢复，市场需求持续向好。M0 同比增长 9.4%，增速较 7 月末回落 0.5 个百分点，8 月净投放现金 175 亿元。在新增存款方面，居民和企业存款逐步回流，政府融资增加导致财政存款显著回升。

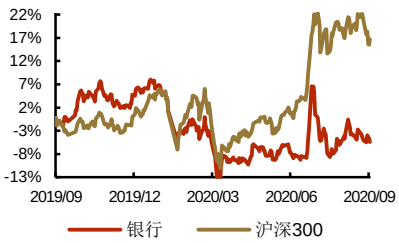
● **投资建议：8 月社融增速显著高于市场预期，未来可持续成为关注的焦点。**随着货币政策让步财政政策，呈现总量和价格适度，整体边际收紧的迹象，信贷对社融的贡献将将由正转负，非标、直接融资成为推动社融增速继续增长的主力，随着政府专项债和特别国债发行接近尾声，社融增速在三季末四季度初将迎来拐点。随着下半年产出缺口由负转正，经济增速持续回升，对商业银行资产质量的担忧将得到缓解，风格切换的节奏也将进一步加快，上半年对银行盈利贡献较高的生息资产下半年的贡献将会下降，而净息差对银行利润的负贡献在下半年也将有所收窄，非息收入对银行利润的贡献将进一步提升。目前商业银行估值已经处于历史底部，随着中报业绩发布，市场已经充分预期银行板块的悲观疫情，未来商业银行利润进一步向下的空间被压缩，整体板块抵御风险的能力会进一步增强，建议投资者优选区域优势较为明显的城商行赛道，重点关注并长期持有。

风险提示：资产质量大幅恶化；金融监管政策超预期；疫情超市场预期

推荐（维持评级）

郑嘉伟（分析师）
zhengjiawei@xsdzq.cn
证书编号：S0280519040001

行业指数一年走势



相关报告

《银行景气指数回升，分化格局初步显现》2020-09-10

《聚焦银行业公司治理，长期持有并关注经营稳健的商业银行》2020-08-31

《蚂蚁金服：见证蚂蚁成为大象之路》2020-08-27

《乘风破浪，下半年中国金融业对外开放步伐明显加快》2020-08-08

《货币管总量，财政管结构的宏观调控格局初步形成》2020-08-21

目 录

1、 居民部门信贷依然呈现修复格局，有助于推动零售增速由负转正 3
2、 非标、直接融资推动社融增速创两年半新高，可持续性有待观察 5
3、 M1 增长强劲，M1-M2 剪刀差被动收窄 7
4、 投资建议 8
5、 风险提示 9

图表目录

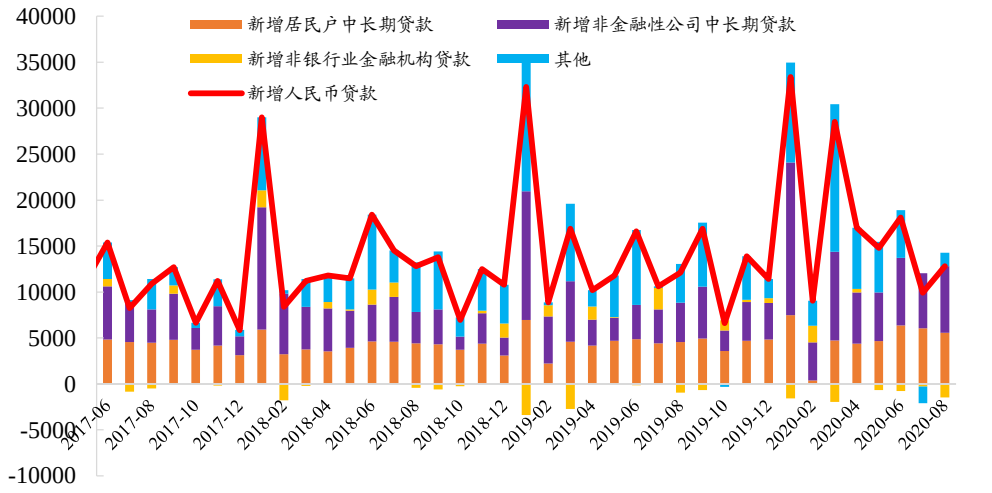
图 1: 8 月人民币贷款同比多增 694 亿元 3
图 2: 8 月居民中长期贷款同比多增 1031 亿元 4
图 3: 8 月企业中长期贷款同比多增 2967 亿元 4
图 4: 新增短期贷款及票据融资（%） 5
图 5: 8 月社融同比多增 1.39 亿元 6
图 6: 社融增量分解（亿元） 6
图 7: 非标融资拆解（亿元） 7
图 8: 社融增速环比回升 0.4 个百分点（%） 7
图 9: M2 增速环比回落 0.3 个百分点（%） 8
图 10: M1 增速环比回升 1.1 个百分点（%） 8

事件：2020 年 9 月 11 日，央行公布 8 月金融数据，8 月当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，同比增长 13.3%，环比回升 0.4 个百分点，保持继续回升态势。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 M2 同比增长 10.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比 2019 年同期高 2.2 个百分点；M1 同比增长 8%，增速分别比上月末和 2019 年同期高 1.1 个和 4.6 个百分点；M0 同比增长 9.4%，当月净投放现金 175 亿元。

1、 居民部门信贷依然呈现修复格局，有助于推动零售增速由负转正

中长期贷款依然延续高增长，短端票据融资继续回落。随着疫情后复产复工进度加快和经济好转，央行逆周期调节力度减缓，8 月当月人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元，贷款余额同比增长 13%，增速与上月末持平，比 2019 年同期高 0.6 个百分点。**从贷款结构来看，中长期贷款依然延续高增长。**其中，8 月居民和企业中长期贷款总额为 12823 亿元，同比多增 3998 亿元，在总贷款占比中依然较高。居民短期贷款有所修复，但在货币政策边际收敛的背景下，企业新增短期贷款和票据融资继续下滑，8 月企业新增短期贷款及票据融资 1215 亿元，同比少增 2854 亿元，其中票据融资下滑幅度最大，8 月当月票据融资同比少增 4102 亿元，表明部分行业票据融资开始由表内开始转为表外。

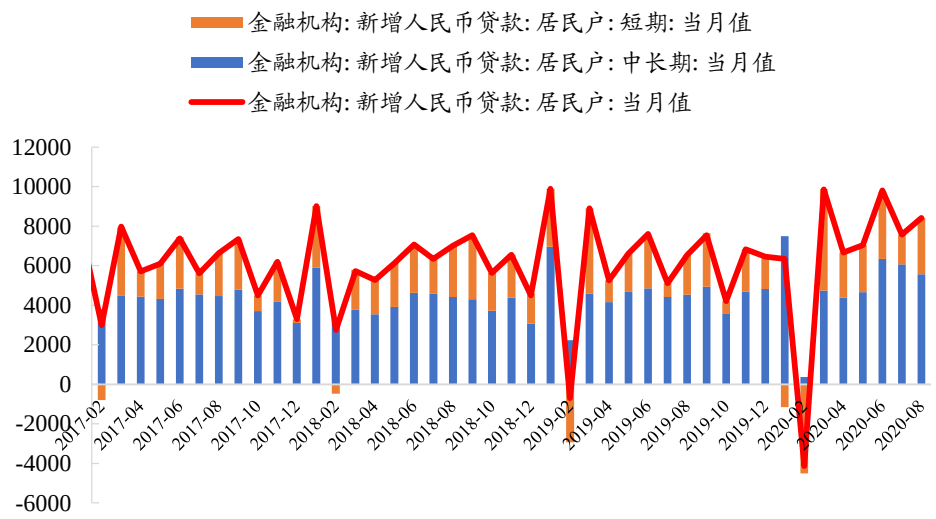
图1： 8 月人民币贷款同比多增 694 亿元



资料来源：Wind，新时代证券研究所

分部门来看，居民部门信贷依然呈现修复格局，有助于推动 8 月零售增速由负转正。8 月居民部门贷款增加 8415 亿元，同比多增 1877 亿元。其中，短期贷款增加 2844 亿元，同比多增 846 亿元；中长期贷款增加 5571 亿元，同比多增 1031 亿元，延续了修复格局。短期贷款增加尤其是消费贷增加，说明随着经济的恢复，居民生活消费持续改善，8 月零售增速将由负转正；随着房地产市场火爆，中长期住房贷款需求持续增加，也表明居民购房意愿和需求已经逐步得到释放，但是房住不炒的整体格局并没有发生改变，因此居民部门信贷改善最终将成为拉动消费回升的主要动力。

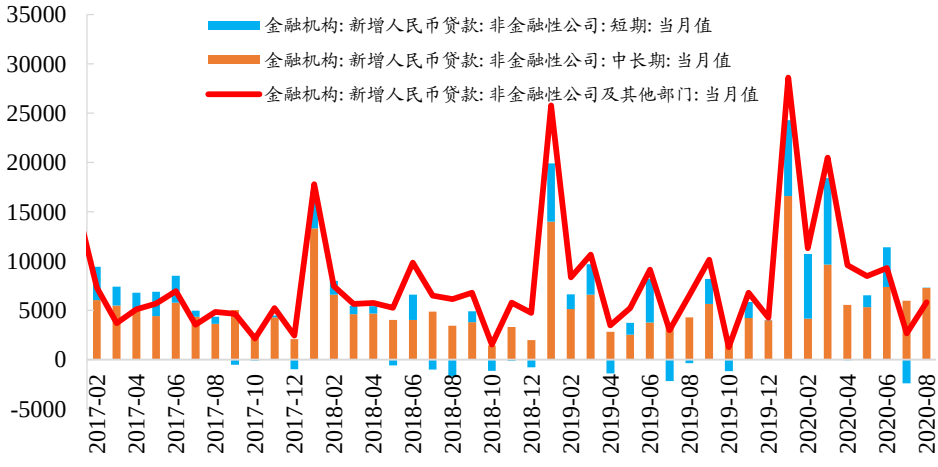
图2： 8 月居民中长期贷款同比多增 1031 亿元



资料来源：Wind，新时代证券研究所

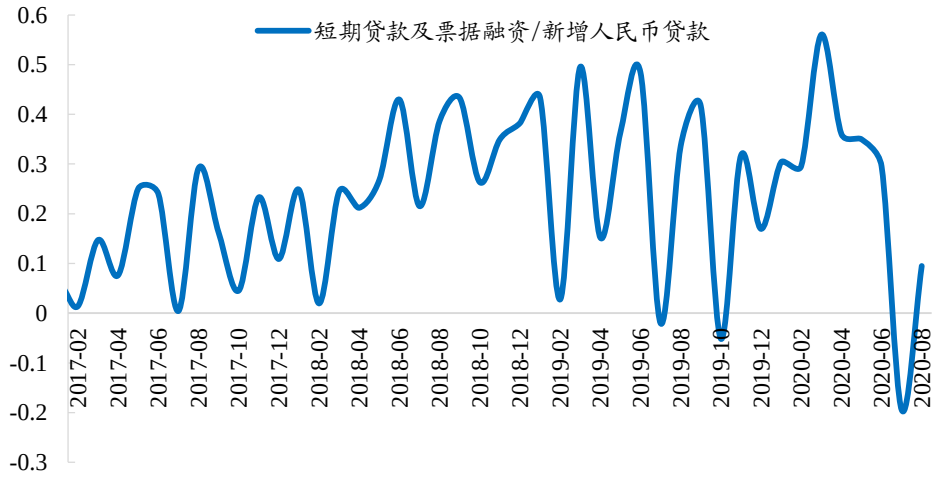
企业端短贷回落，中长期贷款延续高增速。8 月企业部门贷款增加 5797 亿元，中长期贷款延续高增速，短期贷款和票据融资继续回落，体现了央行“总量控制，精准直达、锁短放长”的调控思路。其中，8 月非金融企业中长期贷款增加 7252 亿元，同比多增 2967 亿元；非金融企业短期贷款增加 47 亿元，票据融资减少 1676 亿元，比 2019 年同期多减 4102 亿元。表明基建、制造业中长期贷款等仍保持较快速度增长，支撑固定资产投资继续回升，但是随着货币政策边际收敛，**短端利率回升，票据融资大幅下降**。企业票据融资已经连续三月出现负增长，一方面来自于监管，下半年开始银保监会窗口指导部分股份制商业银行，要求对结构性存款“压量控价”，打击票据-结构性存款的套利行为，商业银行为了满足监管需求，主动压降票据融资，年底之前结构性存款降至年初 2/3 的监管要求，票据融资将继续呈现回落态势。

图3： 8 月企业中长期贷款同比多增 2967 亿元



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 新增短期贷款及票据融资（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 非标、直接融资推动社融增速创两年半新高，可持续性有待观察

非标和直接融资推动社融增速创两年半新高，四季度增速有望迎来拐点。2020年8月社会融资规模增量为3.58万亿元，较2019年同期多1.39万亿元，高于市场预期，除信贷符合市场预期外，非标融资、政府和企业债券增量、股权融资都大幅高于市场预期。8月末社会融资规模存量为276.74万亿元，同比增长13.3%，增速较7月末和2019年同期高0.4和2.6个百分点，增速创2018年3月以来两年半新高。

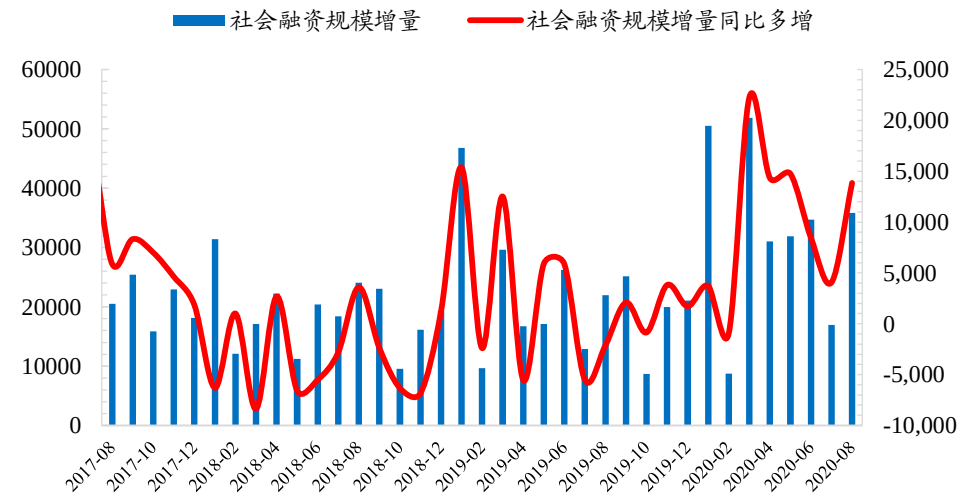
资管新规延期，非标融资大幅回升，成为社融超预期的重要推手。2020年8月非标融资增加710亿元，较2019年同期多增1724.51亿元，主要由于资管新规顺利延期一年，表内融资开始转为表外，其中，作为表外票据融资的主力，8月末贴现的银行承兑汇票增加1441亿元，同比多增1284亿元，是非标融资回升的重要推动力；信托贷款减少316亿元，同比多增342亿元，说明落地的信托新规对非标资产投资的限制十分严格，对信托资金的募集和发放的影响逐渐显现，房地产企业在表内信贷收紧之后，对表外信托融资融资需求依然旺盛。委托贷款减少415亿元，同比多增98.41亿元，非标融资呈现改善格局。

直接融资继续发力，债券融资和股权融资保持较快增长。其中，新口径下企业债券净融资3633亿元，同比多增249亿元；非金融企业境内股票融资1282亿元，同比多增1026亿元，创2017年11月以来单月最大规模，也是2015年以来IPO融资增速最快的年份。随着创业板注册制改革的进一步推进，下半年直接融资将继续推动资本市场持续发力，不断提升直接融资对实体经济的服务能力。随着地方专项债再度发力，政府债券净融资回升幅度较大，基本符合市场预期，2020年8月政府债券净融资13800亿元，同比多增8741亿元。随着政府专项债和特别国债发行加速，三季度末四季度初财政将持续发力，政府债券融资并不悲观。

下半年，表内信贷开始成为社融增速的重要拖累。社融口径下8月对实体经济发放的人民币贷款增加14200亿元，同比多增1155亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加397亿元，同比多增644亿元。从结构看，7月末对实体经济

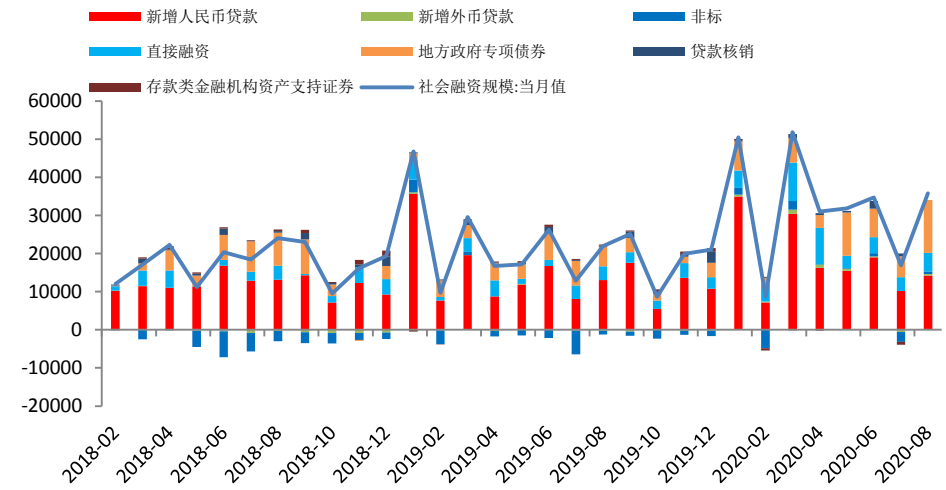
发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 60.1%，同比降低 0.2 个百分点；可见随着下半年货币政策边际收敛，信贷对社融的贡献将由正转负。

图5： 8 月社融同比多增 1.39 亿元



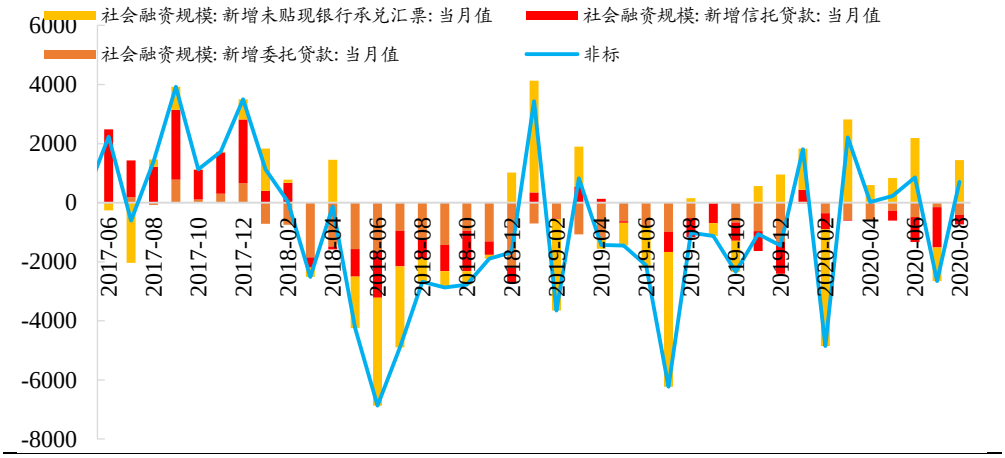
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 社融增量分解（亿元）



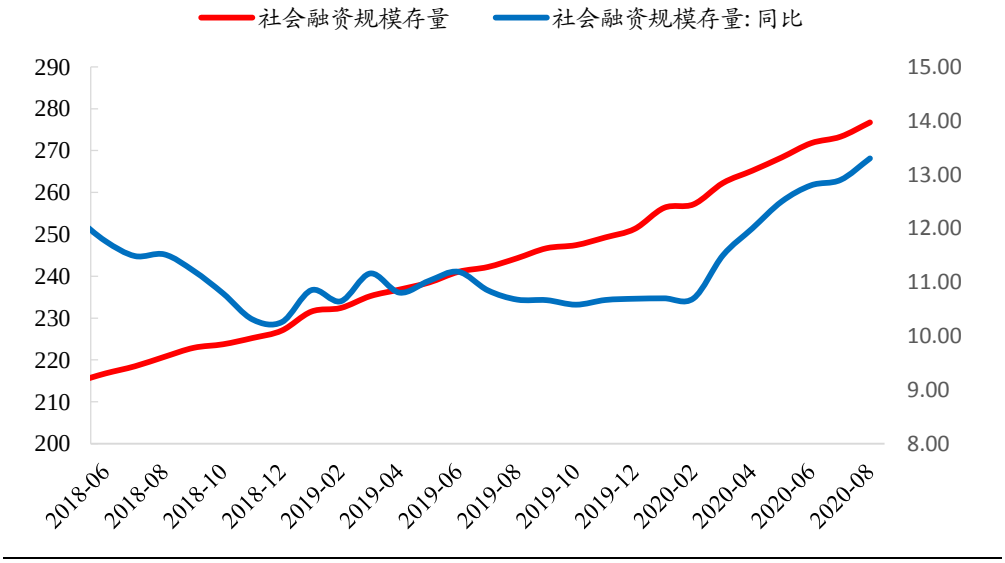
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 非标融资拆解（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 社融增速环比回升 0.4 个百分点（%）

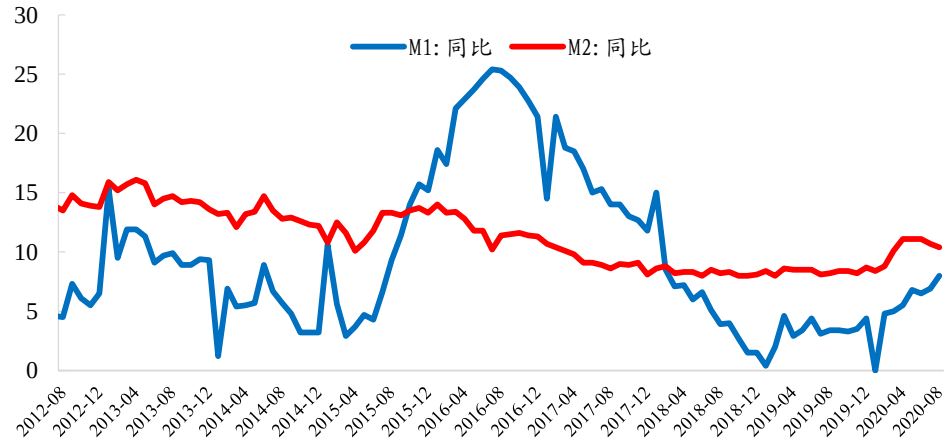


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 M1 增长强劲，M1-M2 剪刀差被动收窄

8 月 M2 增速继续回落，M1 增速创 2018 年 5 月以来新高。2020 年 8 月末，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；M1 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，创 2018 年 5 月以来新高，“M2-M1”剪刀差持续缩窄一定程度上反应实体经济逐渐恢复，市场需求持续向好。M0 同比增长 9.4%，增速较 7 月末回落 0.5 个百分点，8 月净投放现金 175 亿元。

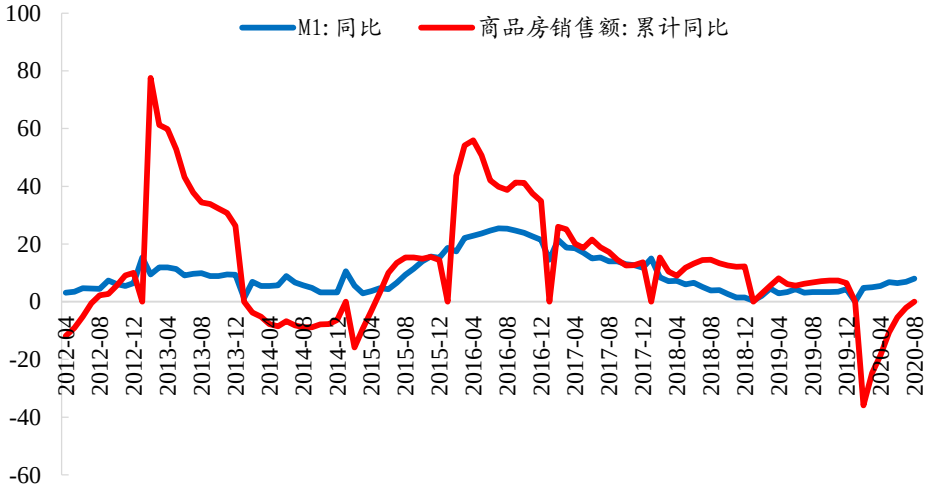
图9： M2 增速环比回落 0.3 个百分点（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

在新增存款方面，居民和企业存款逐步回流，政府融资增加导致财政存款显著回升。8 月人民币存款增加 1.94 万亿元，同比多增 1317 亿元。其中，住户和非金融企业存款由负转正，住户存款增加 3973 亿元，非金融企业存款增加 7491 亿元，表明随着股市调整和房住不炒背景下的各种限购政策出台，居民和企业存款搬家现象得到缓解，开始出现回流迹象，其中主要是从非银机构开始回流，非银金融机构存款有上个月增加 1.8 万亿元迅速下滑至 8 月减少 2612 亿元；财政性存款增加 5339 亿元，主要是政府专项债和特别国债发行加速，政府债券净融资 13800 亿元，同比多增 8741 亿元导致的，也就意味着下半年货币政策让步财政政策，呈现总量和价格适度，整体边际收紧的迹象。

图10： M1 增速环比回升 1.1 个百分点（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、 投资建议

8 月社融增速显著高于市场预期，未来可持续成为关注的焦点。随着货币政策让步财政政策，呈现总量和价格适度，整体边际收紧的迹象，信贷对社融的贡献将将由正转负，非标、直接融资成为推动社融增速继续增长的主力，随着政府专项债和特别国债发行接近尾声，社融增速在三季末四季度初将迎来拐点。随着下半年产

出缺口由负转正，经济增速持续回升，对商业银行资产质量的担忧将得到缓解，风格切换的节奏也将进一步加快，上半年对银行盈利贡献较高的生息资产下半年的贡献将会下降，而净息差对银行利润的负贡献在下半年也将有所收窄，非息收入对银行利润的贡献将进一步提升。目前商业银行估值已经处于历史底部，随着中报业绩发布，市场已经充分预期银行板块的悲观疫情，未来商业银行利润进一步向下的空间被压缩，整体板块抵御风险的能力会进一步增强，建议投资者优选区域优势较为明显的城商行赛道，重点关注并长期持有。

5、 风险提示

经济增速下行压力加大，企业偿债能力大幅下降，资产质量大幅恶化：银行资产质量受经济增速下行影响较大，一旦企业偿还能力弱化，信用风险将会集中暴露；如果宏观经济持续出现低迷和超预期下滑，势必造成整个行业资产质量承压，以及影响不良贷款反弹，从而影响行业利润增速。

金融监管超预期：2020 年资管新规进入过渡期最后一年，目前银保监会表态会根据实际情况进行调整，如果调整幅度低于市场预期，将会影响理财业务发展，影响银行表外资产收益。

中美贸易摩擦超预期：中美虽然第一阶段达成初步协议，但是后续谈判依然不在不确定，贸易摩擦对经济的拖累，可能带来局部的信用风险暴露。

疫情发展超市场预期。海外疫情处于爆发期，对资本市场冲击较大。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐:	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性:	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避:	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/