东兴证券 DONGXING SECURITIES

政府信用支撑下社融高增长

——2020年8月金融数据点评

2020 年 09 月 13 日

宏观经济 | 事件点评

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟 电话：010-66555383 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

事件：

央行公布8月金融数据，新增社融3.58万亿，前值3.43万亿，同比多增1.39万亿，社融存量同比增长13.3%，高于上月12.8%；新增人民币贷款1.28万亿，同比多增694亿，委托贷款减少415亿，信托贷款减少316亿，债券净融资3633亿，同比多增249亿，政府债券净融资1.38亿，同比多增8729亿。8月M2同比增长10.4%，较上月减少0.3个百分点；M1同比增长8%，较上月增加1.1个百分点；M0同比增长9.4%，较上月减少0.5个百分点。

主要观点：

8月新增社融超预期，主要源于政府信用扩张，8月地方政府债发行放量，此外其他部门信贷需求不弱，信贷结构持续优化，经济基本面稳步复苏是主要支撑，房地产销售、基建和房地产投资拉动企业居民中长期信贷增长，消费复苏也带动了短期贷款超季节性的增长。**10月底前政府债将持续放量，支撑9、10月社融增速，随着政府债发行结束，4季度经济复苏斜率进一步放缓，社融新增额或出现边际收紧。**8月社融M2剪刀差进一步扩大，一方面源于金融加大服务实体力度，稳货币取得成效，对其他金融部门债券增速回落；另一方面政府债券发行放量，但从资金上缴至央行财政存款账户只财政支出仍存在时滞，近几月财政存款均实现高增长，导致社融M2剪刀差扩大，短期内社融M2剪刀差不存在收敛的动力。

信贷需求不弱，结构继续优化

8月新增人民币贷款为1.28亿元，同比多增700亿，其中居民信贷依然稳健，居民短贷2844亿，居民中长期贷款为5571亿元，同比多增1031亿；企业贷款结构继续优化，8月企业短贷实现47亿元，同比多增402亿；中长期贷款新增7252亿，同比多增2967亿。8月信贷数据不弱，经济基本面的稳步复苏是主要支撑。百强房企销售额单月增速30.7%，单月自4月转正后逐月回升，累计增速6.2%，自7月首次回正后继续提升；房地产销售具备韧性，居民长端信贷需求有支撑。居民短贷亦随着消费复苏实现较高的新增，较去年同期多增846亿。企业方面，信贷结构继续优化，短贷实现超季节性正增长，房地产基建部门支撑中长期贷款高增。

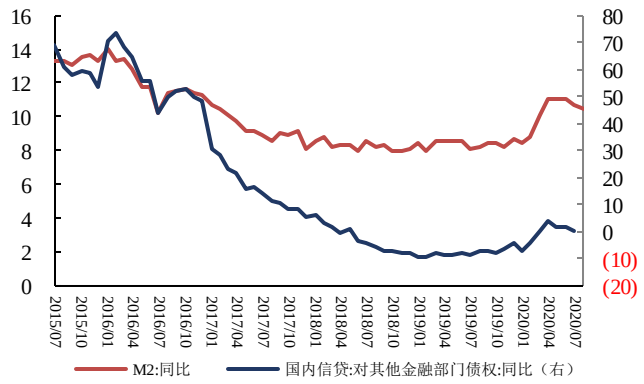
政府信用扩张支撑社融高增

8月新增社融远超预期，主要源于政府债券发行放量，8月政府债新增1.38亿；此外委托信托贷款继续缩量，表外未承兑汇票新增额为1441亿元，受债市影响，8月新增债券融资几乎与前几期持平，新增额为3633亿元。8月政府债净发行量达万亿，10月底前政府债仍有接近1.5万亿的国债和地方政府专项债发行额度，政府信用扩张或成为9、10月信贷需求的主要支撑。另一方面政府支出仍未放量，政府存款高增，财政基建投资发力仍能撬动一定规模的基建及其产业链信贷需求，下半年新增信贷额空间仍然较为充足。

1. 社融与 M2 剪刀差扩大

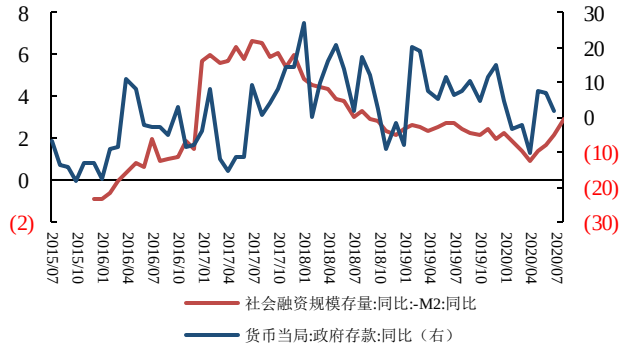
8 月社融存量同比增长 13.3%，较 7 月提升了 0.4 个百分点，M2 同比增长 10.4%，较上月继续回落；此外 M1 增速上升 1.1 个百分点，M0 增速有所回落。值得关注的是自 5 月以来，社融同比与 M2 同比增速出现分化，社融同比向上，M2 同比向下，两者剪刀差扩大，仍未看到收敛的趋势；一方面 5 月以来监管层打击资金空转，货币政策逐渐从“宽货币”向“稳货币”转变，而为加大金融对实体融资支持力度，央行出台直达实体货币政策工具， 同时政府债券发行放量也支撑了信贷需求的高增长，因此从当前的金融数据来看稳货币并未约束信用扩张，社融继续维持高增长；这表现为 M2 结构来源中对其他金融机构债券增速在 4 月达到阶段峰值后迅速回落，7 月该值几乎接近 0 增长，而对非金融机构债权同比增速仍在不断上升。另一方面，我们也看到 5 月后政府债券发行成为支撑社融高增的主要因素，而部分财政存款收缴后存至财政部在央行的财政存款账户，并未反映至 M2 的口径内，也在一定程度上造成了 M2 和社融增速的背离。

图 1:对其他金融部门债权增速回落



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2:存放于央行财政存款高增长



资料来源：wind，东兴证券研究所

随着 10 月底政府债券发行结束，4 季度经济基本面复苏斜率进一步放缓，社融新增和同比增速或迎来边际收紧的拐点，同时从社融 M2 剪刀差来看，不论是从逐渐常态化的货币政策基调还是从经济基本面复苏进度来看，短期内剪刀差基本不存在收敛的动力。

2. 风险提示

货币政策不及预期，经济恢复不及预期

3. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
点评	东兴宏观：宽松信用环境呵护经济复苏—2020 年 6 月金融数据点评	2020-07-12
点评	东兴宏观：信用环境持续宽松，政府债券支撑社融—2020 年 5 月金融数据点评	2020-06-11
点评	东兴宏观：货币政策效果渐显，信用环境将持续宽松—2020 年 3 月金融数据点评	2020-04-12
点评	疫情导致短期信贷结构分化，降准降息仍可期——2020 年 2 月金融数据点评	2020-03-12
点评	稳总量，调结构与降成本——2019 年 4 季度货币政策报告点评	2020-02-20
点评	货币宽松效果初现，降息降准仍在路上——2019 年 12 月中国金融数据点评	2020-01-17
专题	政策回归稳增长，信用环境继续修复——2020 年货币及信用展望	2020-01-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526