

8 月金融数据点评

流动性内部的结构调整

社融增量超预期；M2 增速低于预期，增速继续下行；企业中长期贷款显著增加；居民存款有所回升。

- 8 月新增社融 3.58 万亿元，社融存量同比增长 13.28%。
- 8 月新增人民币贷款 1.42 万亿元，与去年同期相比，所有融资项目都多增，其中增量最明显的是政府债券、汇票和人民币贷款，委托贷款、企业债和信托贷款增幅较小。
- 从社融存量结构来看，2020 年 8 月与 7 月相比，政府债占比大幅上升 0.3 个百分点，占比下降的是人民币贷款和委托贷款；与去年同期相比，政府债占比上升 0.7 个百分点，企业债占比上升 0.6 个百分点，表外融资中委托贷款占比下降 0.8 个百分点，信托贷款占比下降 0.6 个百分点。
- 8 月 M2 同比增长 10.4%，M1 同比增长 8%，M0 同比增长 9.4%，单位活期存款同比增长 7.79%，准货币同比增长 11.37%。
- 8 月新增存款 1.94 万亿元，其中新增居民存款 3973 亿元，新增企业存款 7491 亿元。与去年同期相比，增长最明显的是财政存款，其次是企业存款。
- 8 月新增贷款 1.28 万亿元，其中短贷及票据新增 1215 亿元，较去年同期少增 2854 亿元，中长贷新增 1.28 亿元，较去年同期多增 3998 亿元，8 月新增贷款中票据明显被压缩。
- **流动性结构调整，不必过度关注 M2 增速下行。**8 月相较 7 月，金融数据当中存量社融增速上升 0.42 个百分点，M0 增速下降 0.5 个百分点，M1 增速上升 1.1 个百分点，M2 增速下降 0.3 个百分点，单位活期存款增速上升 1.34 个百分点，准货币下降 0.91 个百分点。我们对此的解读是，企业部门和居民部门的流动性趋势有所分化。企业层面流动性持续向好，企业贷款和存款增加一定程度上或体现了现金需求增加，而居民层面存款受收入增速下降影响增长疲弱，同时居民中长期贷款需求旺盛，体现了居民的大额消费需求对存款的挤出。我们认为当前国内经济数据反映出复苏趋势依然向好，预计货币政策的使用仍将偏谨慎，未来货币政策的导向或主要在于疏通融资渠道，包括防止资金脱实入虚以及违规流入房地产领域等。

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

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
(8621)2032 8517
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

新增社融大幅超预期。8 月新增社融 3.58 万亿元，较去年同期多增了 1.34 万亿元，较 7 月多增了 1.89 亿元，新冠疫情冲击以来首次低于预期。8 月社融存量同比增长 13.28%，较 7 月上升了 0.42 个百分点。8 月社融增速继续上升，反映出实体经济融资供需两旺，实体经济流动性进一步改善。

政府债券融资量大幅增长。8 月新增人民币贷款 1.42 万亿元，较去年同期增加了 1155 亿元。从社融分类来看，与去年同期相比，所有融资项目都多增，其中增量最明显的是政府债券、汇票和人民币贷款，委托贷款、企业债和信托贷款增幅较小。与 7 月相比，仅有委托贷款有所下降，明显多增的还是政府债券、人民币贷款和汇票。8 月新增表内融资 1.46 万亿元，新增直接融资 4915 亿元，表外融资较 7 月也有明显增长。8 月社融数据当中，人民币贷款增量与市场预期相当，仅小幅超预期，但社融明显超预期，主要体现在债券融资和汇票上，8 月不是传统汇票高增长的时间，因此实体经济融资需求可能较超预期。

图表 1.新增社融构成和变化

	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	35800	14200	397	(415)	(316)	1441	3633	1282	13800
环比上月变动	*18860*	*3979*	*921*	*(263)*	*1051*	*2571*	*1250*	*67*	*8341*
同比去年同期	*13844*	*1155*	*644*	*98*	*342*	*1284*	*249*	*1026*	*8741*

资料来源：万得，中银证券

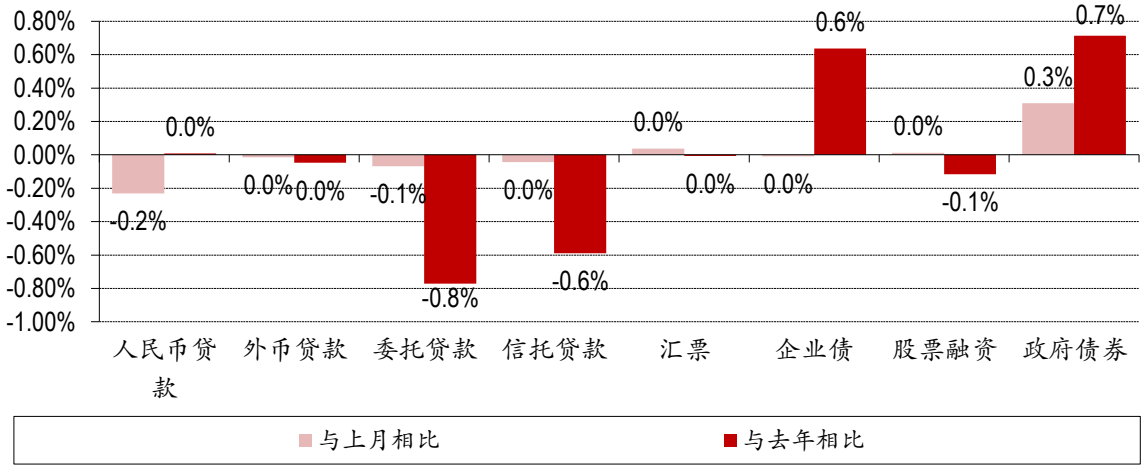
图表 2. 新增社融分类变化

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	14597	710	4915	15578
环比上月变动	*4900*	*3359*	*1317*	*9284*
同比去年同期	*1799*	*1725*	*1275*	*9045*

资料来源：万得，中银证券

社融向政府负债券明显倾斜。从社融存量结构来看，2020 年 8 月与 7 月相比，政府债占比大幅上升 0.3 个百分点，占比下降的是人民币贷款和委托贷款；与去年同期相比，政府债占比上升 0.7 个百分点，企业债占比上升 0.6 个百分点，表外融资中委托贷款占比下降 0.8 个百分点，信托贷款占比下降 0.6 个百分点。8 月社融如市场预期重新回升，并且表现超预期强劲，我们认为背后是市场融资需求旺盛，一定程度上可以佐证国内经济复苏的趋势较好。

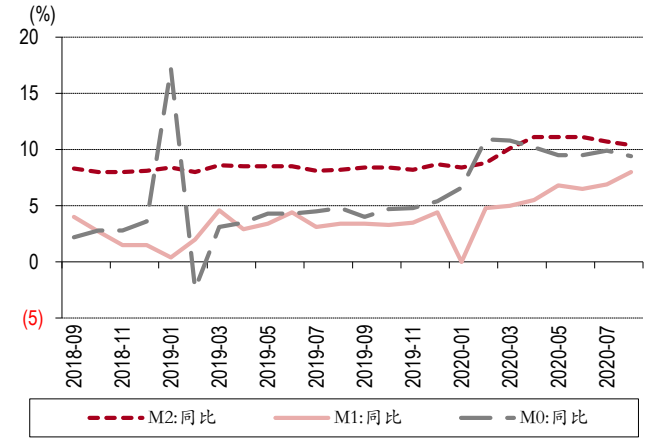
图表 3. 社融存量结构



资料来源：万得，中银证券

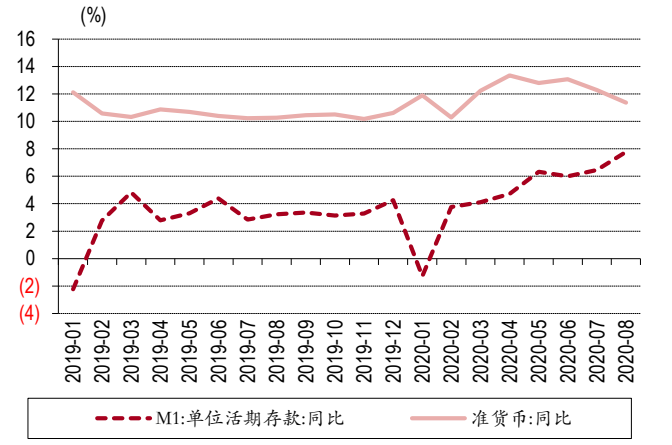
M2 增速继续下降，但 M1 增长强劲。8 月 M2 同比增长 10.4%，较 7 月下降 0.3 个百分点，继 7 月之后继续下降；M1 同比增长 8%，较 7 月上升 1.1 个百分点；M0 同比增长 9.4%，较 7 月下降 0.5 个百分点。货币总量指标当中 M0 最先出现下滑，8 月 M2 虽然增速低于市场预期，但 M1 同比增速大幅上升，显示出企业流动性继续好转。8 月单位活期存款同比增长 7.79%，较 7 月上升 1.34 个百分点，准货币同比增长 11.37%，较 7 月下降 0.91 个百分点，我们认为企业在未来一段时间内有流动性偏好，融资需求或持续较旺盛，居民部门的流动性则受到收入增速下行和大额消费的双重影响，增速承压。

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

8 月新增居民存款回升。8 月新增存款 1.94 万亿元，其中新增居民存款 3973 亿元，新增企业存款 7491 亿元。居民存款和企业存款都较 7 月大幅上升，只有非银存款大幅下降，财政存款较 7 月相当。与去年同期相比，增长最明显的是财政存款，其次是企业存款。财政存款的多增一定程度上来自于债券的发行，企业存款较去年同期多增的现象反应的是冲击后企业的流动性偏好上升，居民存款的变化未来更多取决于居民收入和大额消费的变化。

中长期贷款持续强劲。8 月新增贷款 1.28 万亿元，较去年同期多增 700 亿元，其中短贷及票据新增 1215 亿元，较去年同期少增 2854 亿元，中长贷新增 1.28 亿元，较去年同期多增 3998 亿元，8 月新增贷款中票据明显被压缩。居民贷款新增 8415 亿元，较去年同期增长 1877 亿元，其中居民中长贷新增 5571 亿元，我们认为居民购房等大额消费需求依然强劲。

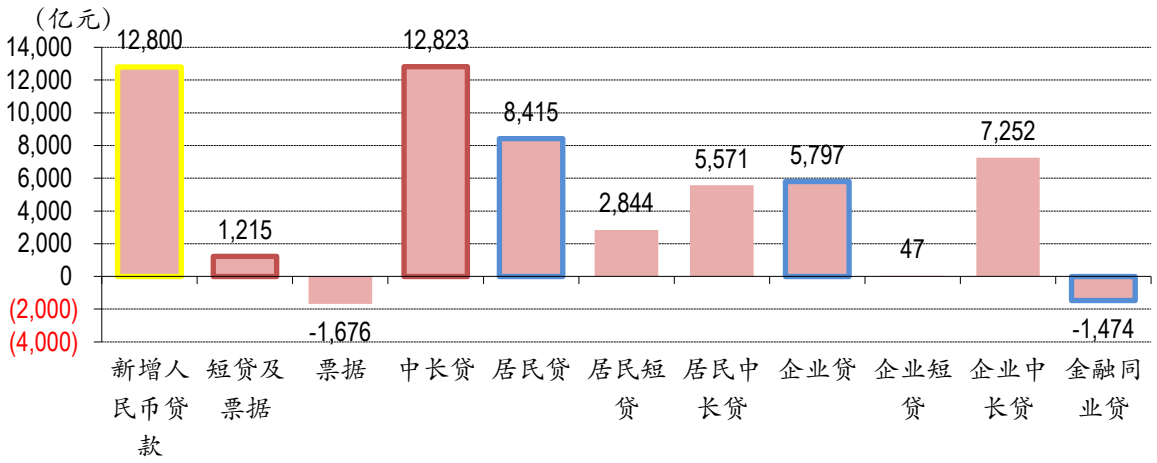
企业和居民的贷款需求不同。从存贷款数据来看，8 月企业和居民的贷款都明显增长，但我们认为二者需求不同。企业层面，虽然中长期贷款显著增加，但从月度数据来看，企业层面的投资增长不明显，存款增长相对明显，我们认为企业的融资需求增长，主要反映的是经济复苏过程中企业现金需求的上升。居民的贷款需求也明显向中长贷倾向，结合房地产销售中按揭贷款快速上升的趋势，我们认为是居民购房需求的体现。

图表 6.新增存贷款变化

		新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款		19400	3973	7491	5339	(2612)	5209
	环比上月变动	*18597*	*11168*	*22991*	*467*	*(20612)*	*4583*
	同比去年同期	*1400*	*1259*	*1699*	*5244*	*(9910)*	*3108*
		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		12800	1215	12823	8415	5797	(1474)
	环比上月变动	*2873*	*3147*	*788*	*837*	*3152*	*(1204)*
	同比去年同期	*700*	*(2854)*	*3998*	*1877*	*(7160)*	*(529)*

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

流动性结构调整，不必过度关注 M2 增速下行。8 月相较 7 月，金融数据当中存量社融增速上升 0.42 个百分点，M0 增速下降 0.5 个百分点，M1 增速上升 1.1 个百分点，M2 增速下降 0.3 个百分点，单位活期存款增速上升 1.34 个百分点，准货币下降 0.91 个百分点。我们对此的解读是，企业部门和居民部门的流动性趋势有所分化。企业层面流动性持续向好，企业贷款和存款增加一定程度上或体现了现金需求增加，而居民层面存款受收入增速下降影响增长疲弱，同时居民中长期贷款需求旺盛，体现了居民的大额消费需求对存款的挤出。我们认为当前国内经济数据反映出复苏趋势依然向好，预计货币政策的使用仍将偏谨慎，未来货币政策的导向或主要在于疏通融资渠道，包括防止资金脱实入虚以及违规流入房地产领域等。

风险提示：

全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

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 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 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 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 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 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 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 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。

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