M1M2 剪刀差底部向上收敛

——中国 8 月金融数据点评

事件

央行公布了 8 月金融数据，中国 8 月 M2 同比增 10.4%，上月为 10.7%，预期 10.8%；人民币贷款增加 1.28 万亿，同比多增 694 亿；社融规模增量为 35800 亿，前值 16900 亿。

点评

趋势：同比意义上信用扩张的方向不变。在“缺项目”的影响下财政存款释放较慢，影响了 M2 的增速，但是 8 月 M1 增速继续快速回升的带动下，M1M2 剪刀差呈现快速收敛。同时从产业链利润的角度来看，PPI/CPI 剪刀差近期也呈现收敛状态，显示出实体经济“韧性”。在政策明确压降下半年的信用总量的情况下，随着后疫情阶段经济的恢复，我们也看到了市场信心在阶段性政策边际收敛情况下维持的高位。

结构：影子融资继续受到压制但是情况改善。在总量增速相比较 7 月改善的背景中，8 月影子部门融资增量继续收缩，显示出融资结构的继续转变。从间接融资向直接融资，从表外融资向表内融资转变的过程仍在延续。但是 8 月的数据也体现出这种压降可能也到了阶段性的转变点。短期房企受到融资约束而有突击融资的需求，债券融资在 10 月任务带动主权部门继续高增之外，我们虽然并没有看到权益性融资的快速改善，但是目前融资政策对于直接融资依然是友好的，叠加对于“牛短熊长”转变的政策信心，伴随着注册制的落地，我们认为继续关注未来直接融资结构中从债权转向股权的结构转变。

节奏：经济复苏带来的结构性配置。相比较上半年的宽松，在货币政策逐渐转向的过程中，央行无疑是增加了公开市场操作的力度和频度，这也在一定意义上暗示了经济周期和政策周期的转变。在这种转变过程中，当前全球流动性驱动的市场高涨情绪是否面临一次调整，是我们需要关注的问题。外部来看，9 月美联储货币政策中对于资产购买是否延续以及是否推出名义上的收益率曲线控制策略，对于财政新刺激迟迟不落地的美国金融市场将形成方向性的影响，继而传导至全球市场中来；内部来看，宏观政策的转向跨周期意味着对于经济复苏的确认，在房地产政策持续收紧的背景下，中长期信贷的韧性体现出市场逐渐在改善对于经济前景的悲观看法。尽管如此，银行端增速的改善也近两年，目前依然需要关注货币乘数创下新高之下政策收紧带来的调整风险。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 宏观组
研究员
徐闻宇
☎ 021-60827991
✉ xuwenyu@htfc.com
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

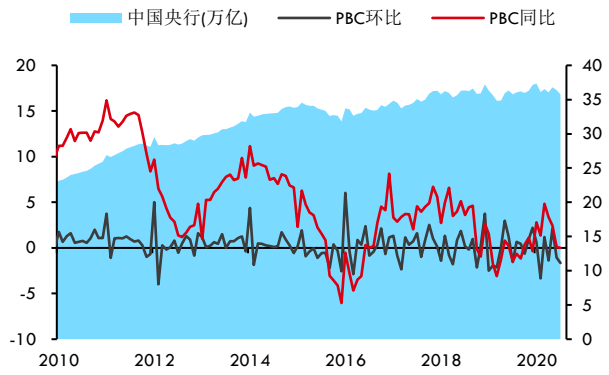
联系人
吴嘉颖
☎ 021-60827995
✉ wujiaying@htfc.com
从业资格号：F3064604

相关研究：

信用的低预期，等待风险释放——中国 7 月金融数据点评
2020-08-12
关注服务业领域就业——上半年财政政策执行情况报告点评
2020-08-07
以“稳”理解“灵活适度，精准导向”——二季度中国货币政策执行报告点评
2020-08-07
从逆周期转向跨周期，流动性边际趋紧
——7 月 30 日政治局会议点评
2020-07-31
市场开放的一次宣言，关注短期市场风险——习近平企业家座谈会讲话点评
2020-07-22
传导效率加强，衍生品定价需求将上升——银行间与交易所债券市场互联互通点评
2020-07-20

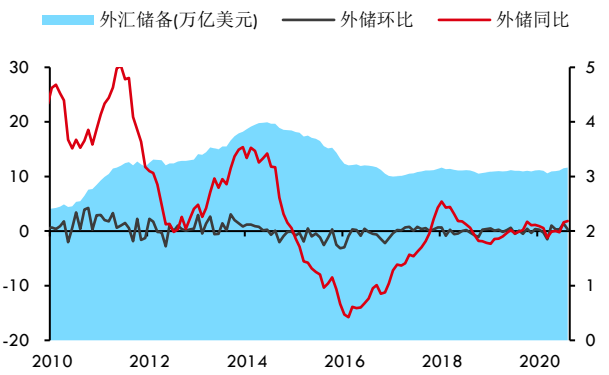
主要图表

图 1： 截止 7 月央行资产负债表规模继续趋弱



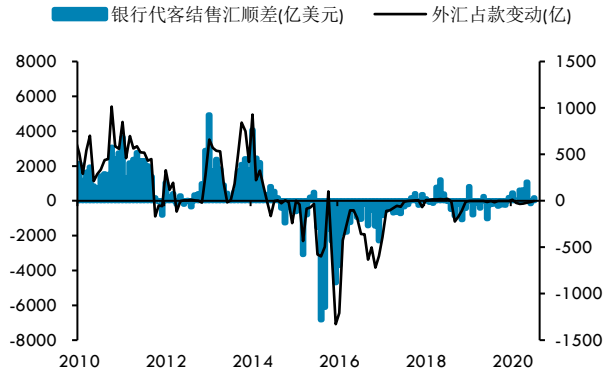
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2： 截止 8 月外汇储备规模小幅改善



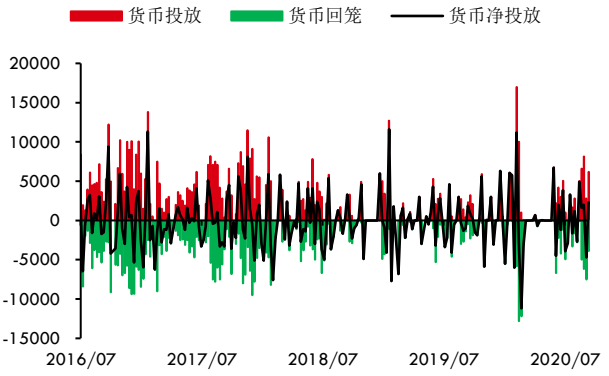
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3： 截止 7 月银行代客结售汇顺差小幅上升



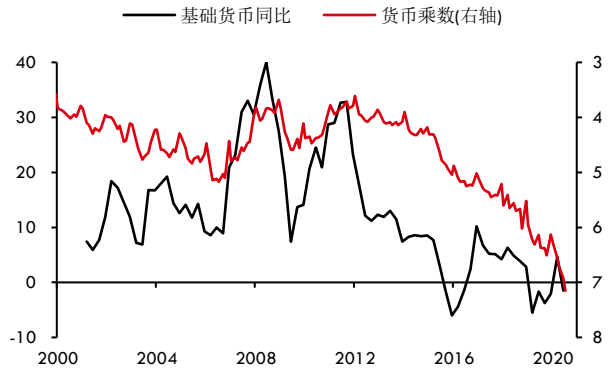
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4： 截止 9 月 11 日公开市场净回笼（亿元）



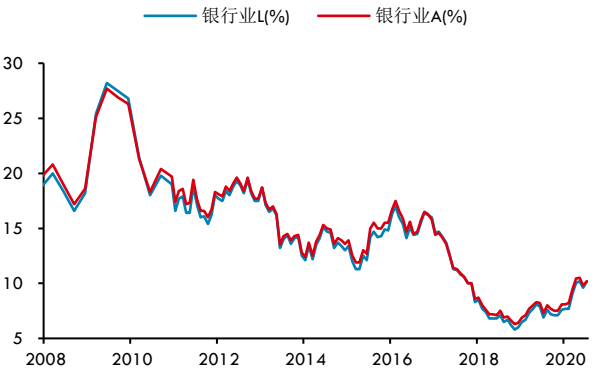
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5： 基础货币稳定但货币乘数继续扩张



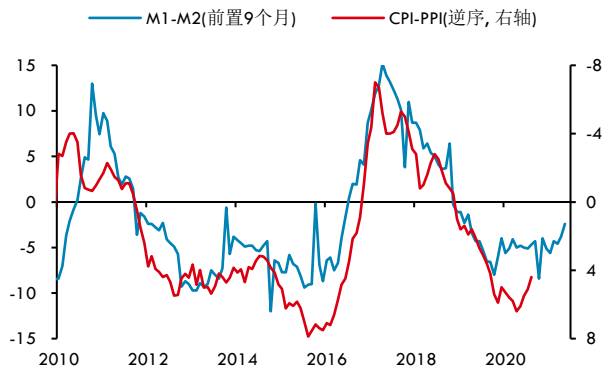
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6： 截止 7 月，银行资产负债表扩张结束回落



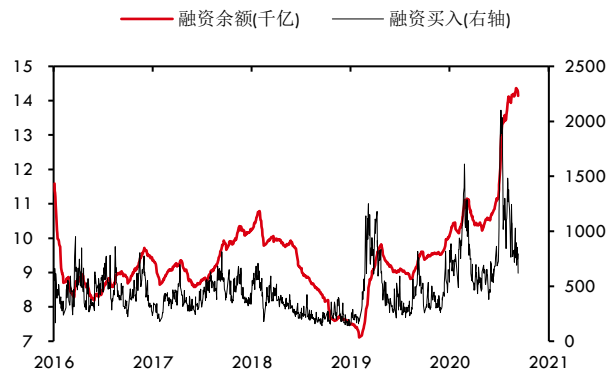
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 货币剪刀差和通胀剪刀差现改善迹象



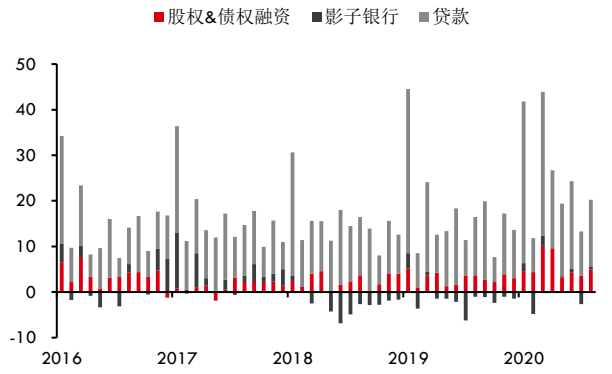
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8： 市场反馈预期短期略有回落但不明显



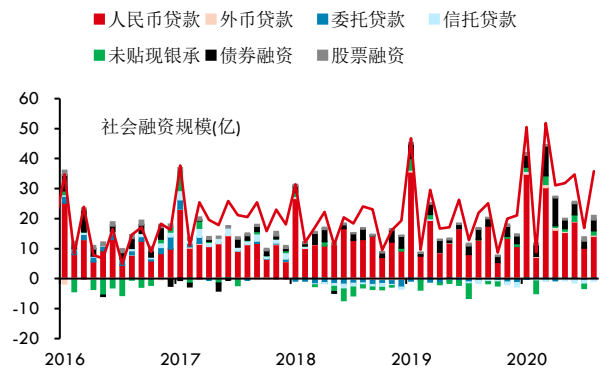
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9： 影子银行信用 8 月结束强力收缩



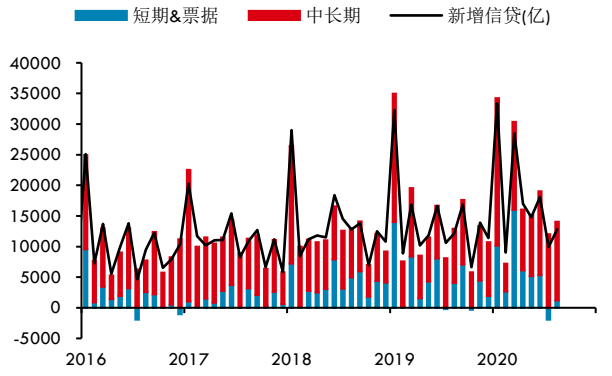
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10： 信托、委托贷款收缩，银承改善



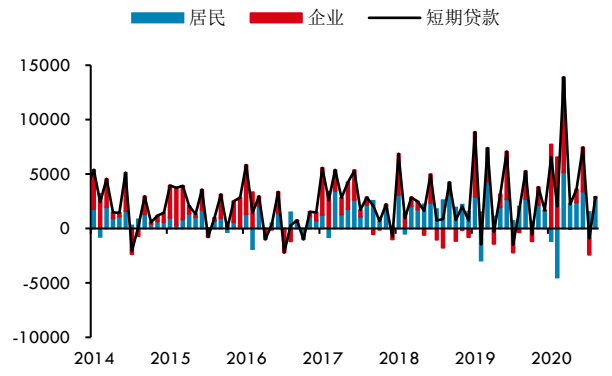
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11： 期限结构来看，短期低位 vs 中长期扩张



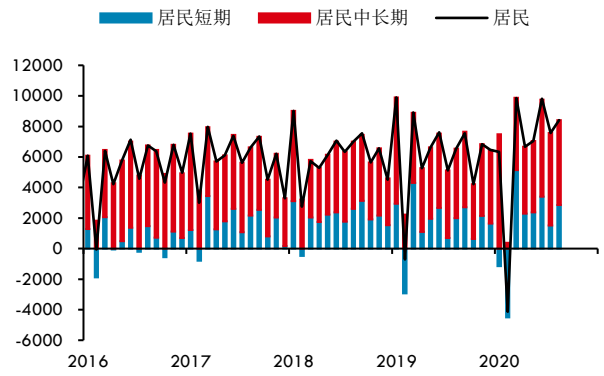
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12： 8 月短期主要转为居民短期贷款的改善



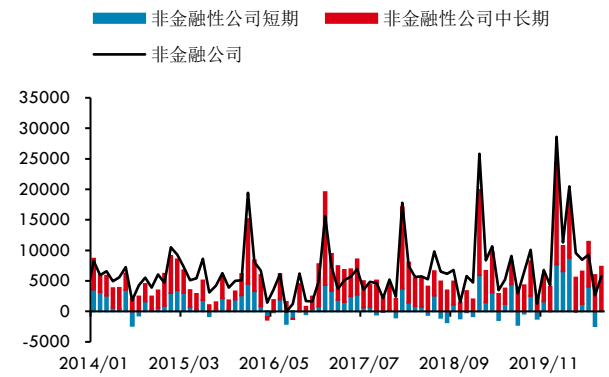
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13： 居民期限结构长期和短期保持相对稳定



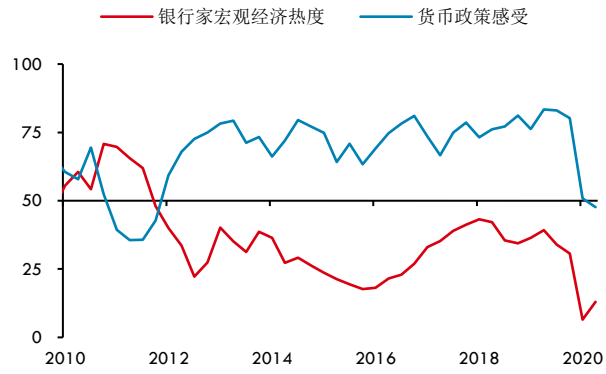
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 14： 企业期限结构维持长期贷款的增长势头



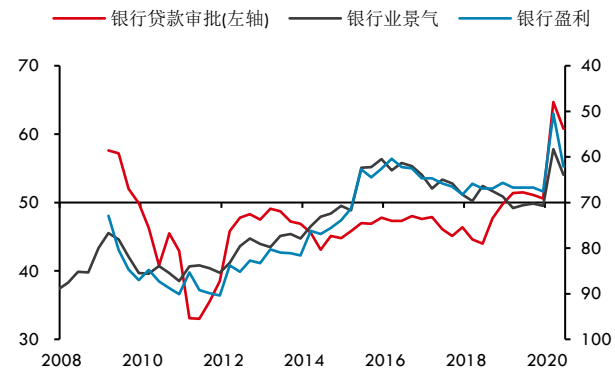
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15： 央行调查二季度银行预期改善



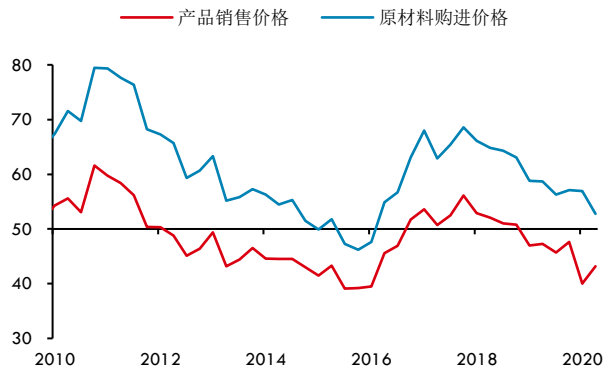
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16： 央行调查二季度贷款有所收紧



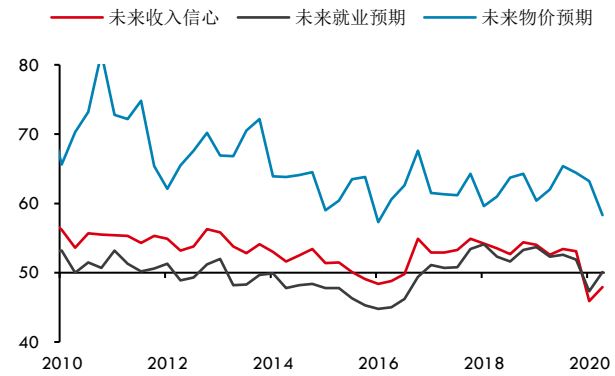
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17： 央行调查企业盈利预期有所改善



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 18： 央行调查居民信心有所回升



数据来源：Wind 华泰期货研究院

附 1：2020 年 8 月金融统计数据报告

来源：人民银行[1]

一、广义货币增长 10.4%，狭义货币增长 8%

点评：环比增速角度，8 月分化延续。M2 相比较 7 月增速继续降低 0.3 个百分点，而 M1 增速继续增长 1.1 个百分点。

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。

二、8 月份人民币贷款增加 1.28 万亿元，外币贷款增加 193 亿美元

点评：资产端来看，信贷继续保持 12%以上的增速,但环比稳定。居民部门信贷增量贡献 65.7%，较 7 月占比降低。企业部门短贷增量较 7 月份改善，统计继续在压降票据融资的同时增加中长贷。影子金融部门贷款减少。

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。

8 月份人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比**多增 694 亿元**。分部门看，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**；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**。

8 月末，外币贷款余额 9028 亿美元，同比**增长 12.2%**。当月外币贷款增加 193 亿美元，同比多增 207 亿美元。

三、8 月份人民币存款增加 1.94 万亿元，外币存款增加 258 亿美元

点评：负债端来看，人民币存款增速同 7 月相比保持稳定，同贷款相比继续强于贷款增量。在影子金融部门存在减少的同时，居民、企业和政府增量贡献了 20.5%、38.6%和 27.5%。

8 月末，本外币存款余额 215.12 万亿元，同比**增长 10.2%**。月末人民币存款余额 209.49 万亿元，同比**增长 10.3%**，增速与上月末持平，比上年同期高 1.9 个百分点。

8 月份人民币存款增加 1.94 万亿元，同比多增 1317 亿元。其中，住户存款**增加 3973 亿元**，非金融企业存款**增加 7491 亿元**，财政性存款**增加 5339 亿元**，非银行业金融机构**存款减少 2612 亿元**。

8 月末，外币存款余额 8195 亿美元，同比增长 12.1%。当月外币存款增加 258 亿美元，同比多增 401 亿美元。

四、8 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 2.04%，质押式债券回购月加权平均利率为 2.06%

[1] http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4092342/index.html

点评：货币市场成交改善，尽管利率相比较 7 月份继续表现出收紧的特征，但是市场成交情况有所改善。

8 月份，银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 117.86 万亿元，日均成交 5.61 万亿元，日均成交同比**增长 20%**。其中，同业拆借日均成交同比**增长 4.4%**，现券日均成交同比**增长 18.8%**，质押式回购日均成交同比**增长 23.2%**。

8 月份同业拆借加权平均利率为 2.04%，比上月**高 0.14 个百分点**，比**上年同期低 0.61 个百分点**；质押式回购加权平均利率为 2.06%，比上月**高 0.15 个百分点**，比**上年同期低 0.59 个百分点**。

五、8 月份跨境贸易人民币结算业务发生 5385 亿元，直接投资人民币结算业务发生 2938 亿元

8 月份，以人民币进行结算的跨境货物贸易、服务贸易及其他经常项目、对外直接投资、外商直接投资分别发生 3834 亿元、1551 亿元、666 亿元、2272 亿元。

注 1：当期数据为初步数。

注 2：自 2015 年起，人民币、外币和本外币存款含非银行业金融机构存放款项，人民币、外币和本外币贷款含拆放给非银行业金融机构的款项。

注 3：报告中的企（事）业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

附 2：2020 年 8 月社会融资规模增量统计数据报告

来源：人民银行[2]

点评：社融继续表现为对于影子金融体系的压降（委托、信托），但是银承继续出现改善。

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；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；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。

注 1：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值；2019 年 9 月起，人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计；2018 年 7 月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下单独列示。

注 3：文内同比数据为可比口径。

附 3：2020 年 8 月社会融资规模存量统计数据报告

来源：人民银行[3]

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，

[2] http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4092349/index.html
[3] http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4092345/index.html

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%**。

点评：社融转变的过程没有结束——即表外压降。在创业板新规实施之后，目前看短期内股票融资情况并没有出现显著的改善。

从结构看，8 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%，与上年同期持平；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.9%，与上年同期持平；委托贷款余额占比 4.0%，**同比低 0.8 个百分点**；信托贷款余额占比 2.6%，**同比低 0.6 个百分点**；未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.4%，与上年同期持平；企业债券余额占比 9.9%，同比**高 0.7 个百分点**；政府债券余额占比 15.7%，同比**高 0.7 个百分点**；非金融企业境内股票余额占比 2.8%，同比**低 0.2 个百分点**。

注 1：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值；2019 年 9 月起，人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计；2018 年 7 月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下单独列示。

注 3：文内同比数据为可比口径。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com