宏观研究

社融数据超预期，预期差有三个来源

——8 月金融数据点评

宏观事件点评 | 2020 年 9 月 14 日

报告摘要：

- **社融数据超预期，预期差有三个来源**

  第一，也是很多人指出的，8月政府债券融资，对社融有非常大的贡献，不过这个从某种意义上是既定事实。第二，未贴现汇票，今年3月以来，都是正贡献（只有4月除外）。第三，社融中贷款比全口径贷款高，也构成正贡献，社融中贷款是对实体经济的贷款，从这一点看，对实体经济贷款力度更大。第二点和第三点合起来看，基本上就清楚了，贷款规模控制得比较好，贷款增速严格控制在13%左右，但对实体经济信贷支持力度更大了。这应该是真正的预期差所在。

- **居民和企业的资金从股市回流**

  8月新增居民存款3973亿元，新增企业存款7491亿元，而7月这两个数据均为负增长。8月新增非银金融机构存款-2612亿元，而7月这一数据为大幅正增长。从这种变化可以看出，由于8月股市行情不如7月，居民和企业的资金从股市部分流出。根据股市流动性指标来看，8月融资融券余额、换手率、成交量相比7月均值有一定程度下滑，当前股市热度相比7月有所降温。

- **通胀和汇率不是当前货币政策约束**

  央行货币政策采用多目标制，主要包括经济增长、充分就业、物价稳定、国际收支平衡、金融风险可控等。未来来看，物价方面，未来半年内受去年基数回升影响，CPI中枢值预计低于2%，中国经济不存在通胀风险。汇率方面，由于美国长达十年的经济复苏周期基本结束，美元指数处于下行阶段，因此未来半年人民币贬值压力较小，预计人民币汇率将保持强势状态。因此通胀和汇率均不是当前货币政策约束条件。

- **宏观杠杆率快速攀升和金融风险对货币政策构成约束**

  宏观杠杆率快速攀升和金融风险对货币政策构成约束。今年疫情以来，信用较为宽松，非金融企业部门快速加杠杆，导致实体部门杠杆率大幅上升，半年之间从245.4%上升至266.4%，创历史新高。另一方面银行大量对中小微企业放贷，使其累积一定坏账风险。在此背景下未来货币政策将受到一定制约。另一方面，今年5月以来多个城市房价重新出现上涨，房地产市场资产泡沫有所累积，这些也使货币进一步宽松的必要性在降低。

- **风险提示：**货币政策超预期收紧、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

相关研究

事件：

9 月 11 日，央行公布 8 月金融数据：

新增人民币贷款 12800 亿元，市场预期 12200 亿元，前值 9927 亿元。

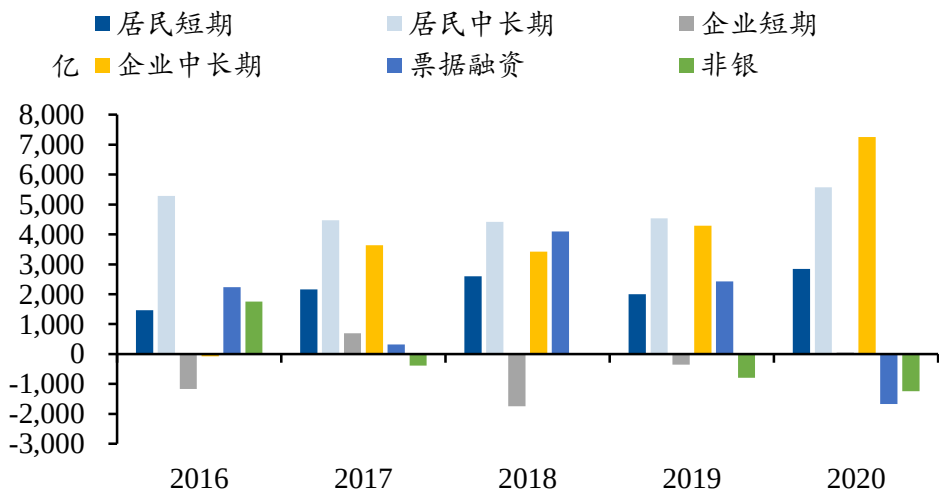
社会融资规模 35800 亿元，市场预期 26600 亿元，前值 16940 亿元。

M2 同比 10.4%，市场预期 10.8%，前值 10.7%；M1 同比 8.0%，前值 6.9%。

一、数据表现：社融数据远超市场预期

企业中长期贷款持续高增长，指向基建发力。8 月新增人民币贷款 12800 亿元，略高于市场预期的 12200 亿元。分结构看，居民中长贷和企业中长贷表现都不错，分别同比多增 1031 亿元和 2967 亿元，反映两个现象，一个是商品房销量较好，从数据来看商品房销售面积快速回升，楼市成交有所回升；另一个是基建继续发力，宽财政背景下基建托底经济增长，撬动基建类贷款放量。拖累因素主要是票据融资和非银贷款，分别同比多减 4102 亿元和 444 亿元，非银贷款的压降反映出金融去杠杆仍在持续。

图 1：8 月份居民和企业中长期贷款放量

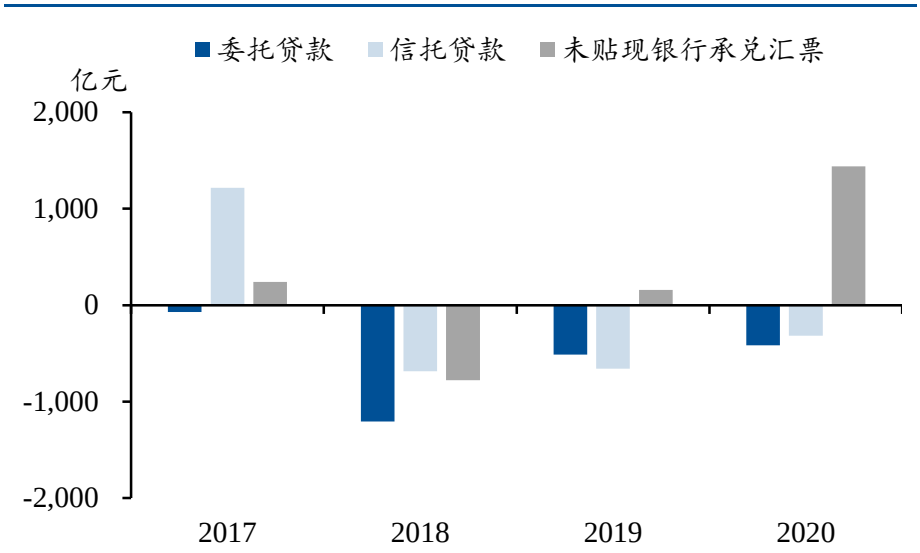


资料来源：Wind，民生证券研究院

政府债券放量带动社融超预期，注册制带动股票融资大幅增长。8 月社融增量为 3.58 万亿元，同比多 18860 亿元，远高于市场普遍预期。主要是政府债券高增长所致。8 月政府债券增长 1.38 万亿元，相比去年多增 8741 亿元，创近几年同月份新高。非标融资中，未贴现承兑汇票大幅增长，带动非标正增长 710 亿元。8 月企业债券融资为 3633 亿元，与往年同期持平。值得一提，在注册制背景下，股票融资大幅增长，8 月股票净融资 1282 亿元，相比去年同期翻了 5 倍左右。股票融资放量反映出政策希望大力发展资本市场的意图，一方面通过大力发展股票融资来扶持创新型企业，另一方面通过发展股票融资来降低宏观杠杆率。

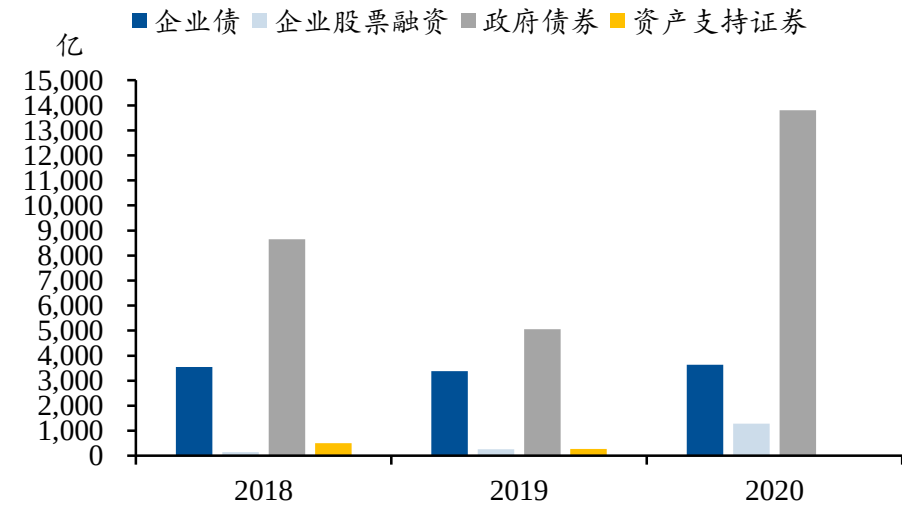
社融数据超预期，预期差有三个来源。第一，也是很多人指出的，8 月政府债券融资，对社融有非常大的贡献，不过这个从某种意义上是既定事实。第二，未贴现汇票，今年 3 月以来，都是正贡献（只有 4 月除外）。第三，社融中贷款比全口径贷款高，也构成正贡献，社融中贷款是对实体经济的贷款，从这一点看，对实体经济贷款力度更大。第二点和第三点合起来看，基本上就清楚了，贷款规模控制得比较好，贷款增速严格控制在 13%左右，但对实体经济信贷支持力度更大了。这应该是真正的预期差所在。

图 2：8 月份非标融资压降规模减少



资料来源：Wind，民生证券研究院

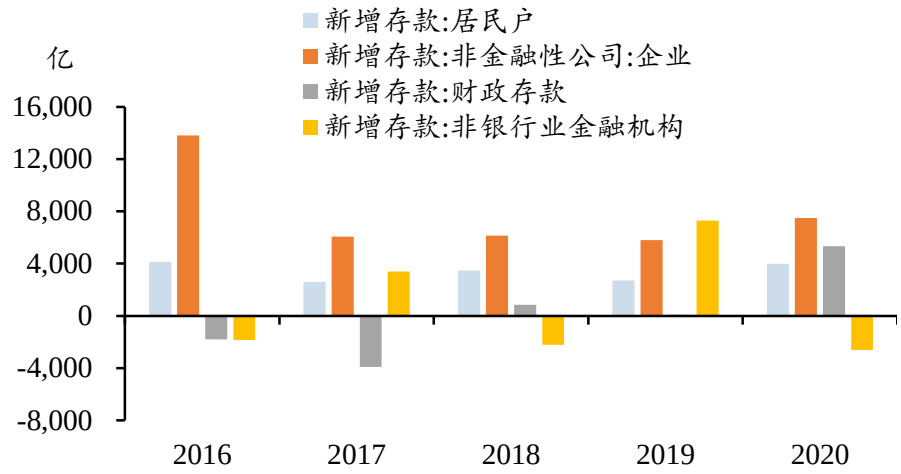
图 3：8 月份政府债券融资拉动社融高增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

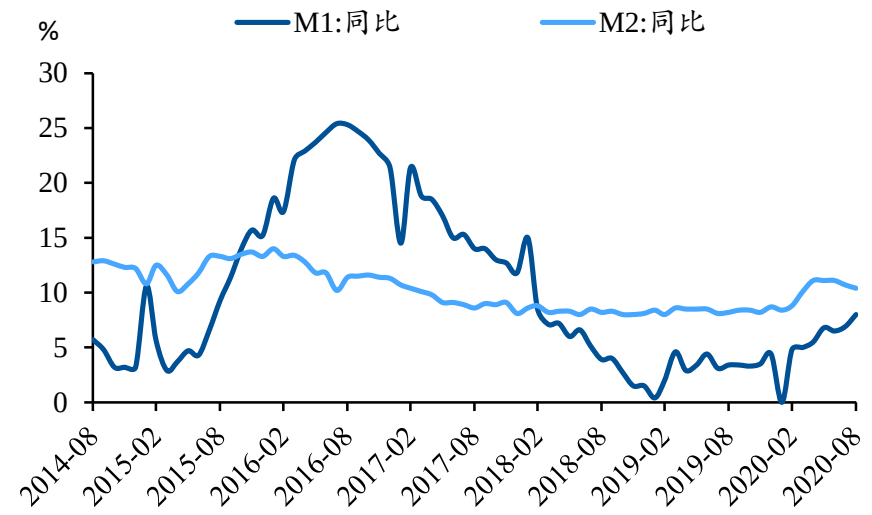
居民和企业的资金从股市回流。8 月新增居民存款 3973 亿元，新增企业存款 7491 亿元，而 7 月这两个数据均为负增长。8 月新增非银金融机构存款-2612 亿元，而 7 月这一数据为大幅正增长。从这种变化可以看出，由于 8 月股市行情不如 7 月，居民和企业的资金从股市部分流出。根据股市流动性指标来看，8 月融资融券余额、换手率、成交量相比 7 月均值有一定程度下滑，当前股市热度相比 7 月有所降温。

图 4：8 月非银金融存款负增长，资金从股市部分流出



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：8 月 M1 增速和 M2 增速剪刀差收窄，实体经营活动进一步扩张

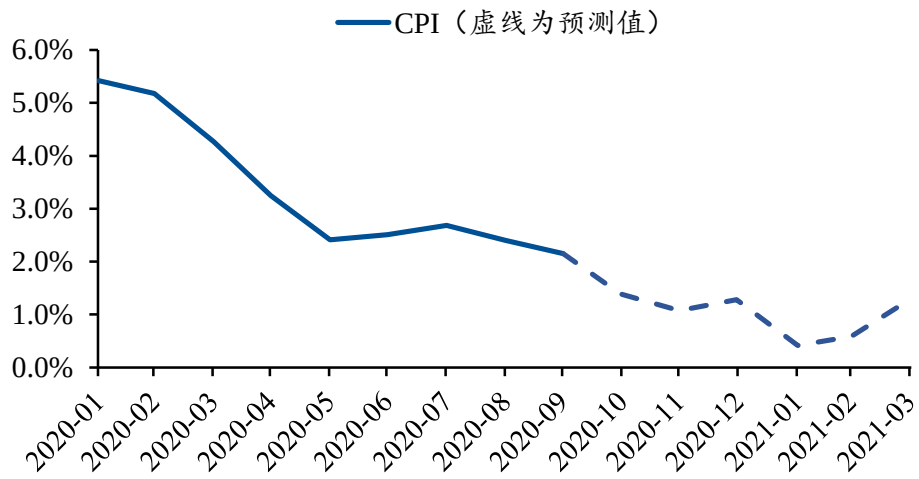


资料来源：wind，民生证券研究院

二、数据背后：货币政策的约束主要是哪些？

通胀和汇率不是当前货币政策约束。央行货币政策采用多目标制，主要包括经济增长、充分就业、物价稳定、国际收支平衡、金融风险可控等。未来来看，物价方面，未来半年内受去年基数回升影响，CPI 中枢值预计低于 2%，中国经济不存在通胀风险。汇率方面，由于美国长达十年的经济复苏周期基本结束，美元指数处于下行阶段，因此未来半年人民币贬值压力较小，预计人民币汇率将保持强势状态。因此通胀和汇率均不是当前货币政策约束条件。

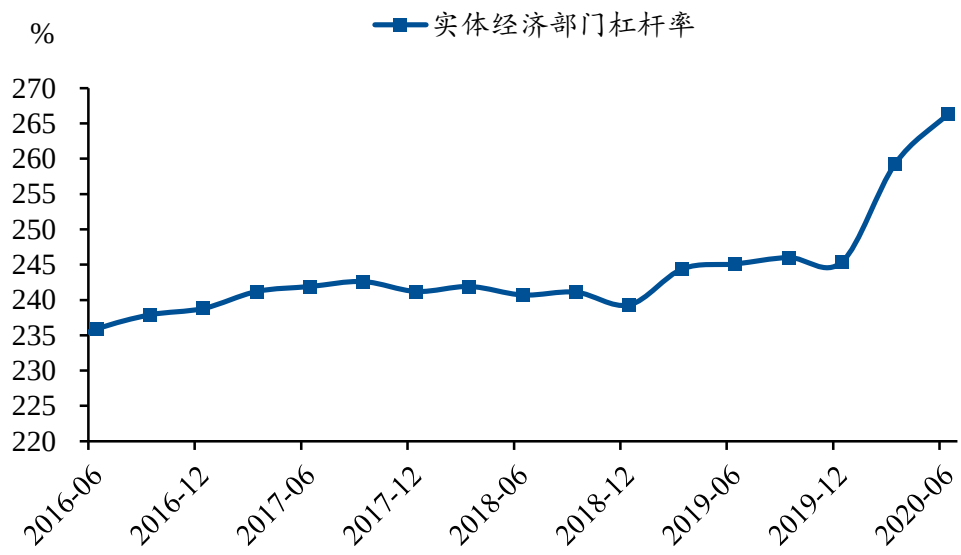
图 6：未来半年 CPI 仍处低位，通胀不是货币政策约束



资料来源：Wind，民生证券研究院

宏观杠杆率快速攀升和金融风险对货币政策构成约束。今年疫情以来，信用较为宽松，非金融企业部门快速加杠杆，导致实体部门杠杆率大幅上升，半年之间从 245.4%上升至 266.4%，创历史新高。另一方面银行大量对中小微企业放贷，使其累积一定坏账风险。在此背景下未来货币政策将受到一定制约。另一方面，今年 5 月以来多个城市房价重新出现上涨，房地产市场资产泡沫有所累积，这些也使货币进一步宽松的必要性在降低。

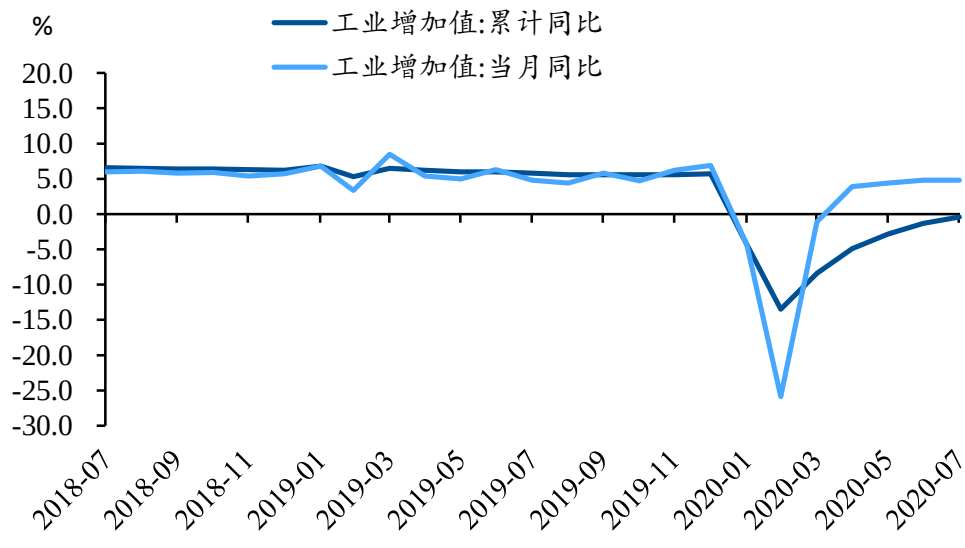
图 7：今年以来宏观杠杆率快速上升，对货币宽松构成约束



资料来源：Wind，民生证券研究院

经济持续复苏，货币政策有望维持灵活适度。今年 3 月以来，随着复工复产政策稳步推进，国民经济逐渐复苏。工业增加值当月同比增速已恢复至往年正常水平，消费受制于海外疫情蔓延，距恢复至正常水平需等疫苗完全普及。在这种背景下，货币宽松适度退出，中国逐渐恢复至正常货币政策。就业方面来看，今年预设新增就业目标 900 万人，1-7 月累计新增就业 671 万人，全年预计实现新增就业 1000 万人以上，就业目标完成已无悬念。因此，经济增长和充分就业均已不是货币政策边际收紧约束条件。

图 8：经济持续复苏，货币宽松适度退出

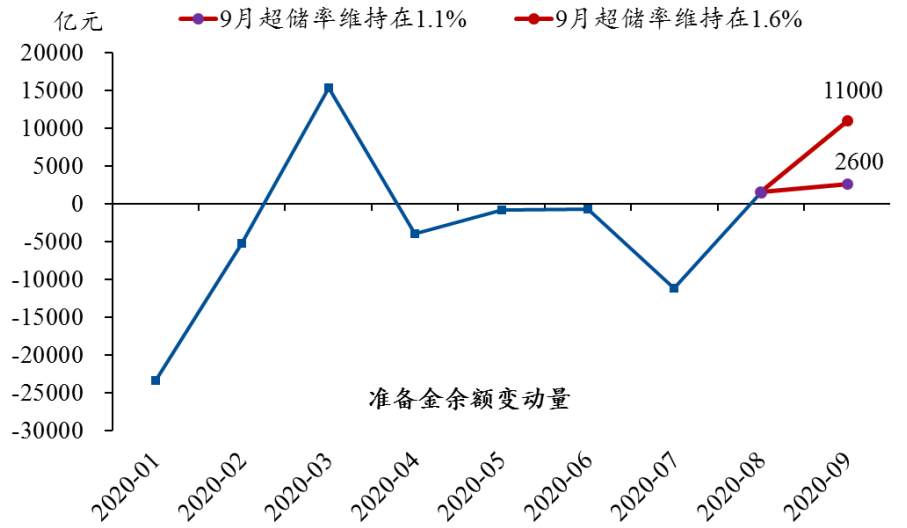


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：9 月央行大规模净投放或降准可期

超储率不可能无限压低，9 月央行加大流动性投放力度可期。我们测算，9 月若要超储率保持在 1.1-1.2%，则央行需为金融机构补充约 2600 亿元准备金，这要求流动性净投放力度比 8 月更大；事实上，在季末时点上，相比平时金融机构往往有更高的超额准备金需求，若要超储率持平于 6 月的 1.6%，则央行需为金融机构补充约 11000 亿元准备金，这要求的流动性净投放力度就更大了。无论怎样，9 月央行加大投放力度是可以期待的，这对资产配置构成潜在的利好。

图 9：9 月是一个关键时点，央行大规模净投放或降准可期



资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

风险提示

货币政策超预期收紧、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

插图目录

图 1：8 月份居民和企业中长期贷款放量 2
图 2：8 月份非标融资压降规模减少 3
图 3：8 月份政府债券融资拉动社融高增长 3
图 4：8 月非银金融存款负增长，资金从股市部分流出 4
图 5：8 月 M1 增速和 M2 增速剪刀差收窄，实体经营活动进一步扩张 4
图 6：未来半年 CPI 仍处低位，通胀不是货币政策约束 5
图 7：今年以来宏观杠杆率快速上升，对货币宽松构成约束 6
图 8：经济持续复苏，货币宽松适度退出 6
图 9：9 月是一个关键时点，央行大规模净投放或降准可期 7

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。