2020 年 9 月 12 日

宏观经济

财政发力叠加需求回升，实体信用供需继续扩张

——2020 年 8 月货币数据的点评

宏观点评

伍超明

财信国际经济研究院 副院长

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员

电话：010-68086480

邮箱：huwenyan21@126.com

投资要点：

- 国内实体经济持续修复推动融资需求回升，叠加政策对实体融资支持力度不减，政府债券发行迎来放量期，共致 8 月金融数据再度大超市场预期、表现亮眼。体现为：社融增速再度大增至 13.3%；企业和居民贷款均继续保持同比高增；M1 增速也进一步提升至 8%的高位。但随着下半年经济增速向潜在增长水平回归，金融防风险力度加大，预计货币政策维持“紧平衡”，信用更强调精准导向，降息降准均难现，但短期政策也不存在大幅收紧的基础。

- **政府债券发行放量叠加需求回升，社融增速创两年半新高。**8 月社融增量为 3.58 万亿元，同比多增 1.39 万亿元。分项看，受益地方政府专项债、一般债和国债发行均明显提速，政府债券同比多增 8741 亿元，是本月社融增速大幅走高的最大贡献因素；此外，受益实体经济持续修复融资需求回升，叠加国家继续加大对中小微企业的金融扶持力度，提高企业融资便利性、拓宽实体融资渠道，社融其他分项亦全部出现改善，如表外融资、人民币贷款、非金融企业股票融资分别同比多增 1725、1155 和 1026 亿元。预计年内社融增速高点已过，9 月份和全年分别约增长 13.2%和 13%左右。

- **严控资金套利拖累信贷仅微增，但企业和居民贷款规模均继续高增。**8 月新增人民币贷款 12800 亿元，同比增加 700 亿元。信贷总量仅小幅改善，主要源于监管层继续严控资金套利与空转，收紧票据融资和非银金融贷款，两者合计同比减少 4631 亿元，同期非金融企业和居民部门贷款则均保持高增。如从企业贷款看，受益基建配套融资需求增加叠加其他实体投资需求回升，企业中长贷同比多增 2967 亿元，连续 6 个月同比多增逾 2000 亿元，且受服务业融资需求恢复影响，本月企业短贷也已由负转正；从居民贷款看，受益汽车等大宗消费回暖，居民短贷同比多增 846 亿元，房地产销售维持火爆，支撑居民中长贷连续三个月同比多增 1000 亿元以上。预计未来信贷增速维持平稳，全年约增长 13.1%。

- **信贷增速放缓致 M2 回落，机关团体活期存款增速提高和楼市行情向好共致 M1 攀升。**8 月 M2 增速较上月降低 0.3 个百分点至 10.4%，与社融增速背离，可能与南方汛情影响财政资金使用，财政存款超季节性增加，不利于 M2 提高，但同期政府债券发行放量却推升了社融；此外，M2 翘尾因素下降、央行压制资金套利空转导致信用创造未明显加快，信贷增速连续 3 个月下降，也是 M2 增速回落的原因。8 月 M1 增速较上月大幅提高 1.1 个百分点至 8%，创两年半新高，主要受财政资金下拨后变成机关团体活期存款和房地产市场升温后企业活期存款增速提高影响。分项数据显示，6-7 月份 M1 回升的主推力是机关团体等其他单位活期存款，8 月份上述趋势大概率延续。

- **货币政策展望：继续维持“紧平衡”，信用精准导向，降息降准均难现。**随着下半年经济增速向潜在增长水平回归，货币政将维持“紧平衡”，结构性政策担重任，更强调资金精准直达实体经济，并强化对漏损领域资金的监管，防范宽货币下的金融风险，如国内房地产调控和资金空转套利防控将继续趋严。但短期货币政策亦不存在大幅收紧的基础，因为经济形势仍然复杂严峻，为配合财政发力、应对外部不确定性冲击，货币政策还需稳健，退出言之尚早。

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、政府债券发行放量叠加需求回升，社融增速创两年半新高 3
二、严控资金套利拖累信贷仅微增，但企业和居民贷款均继续高增 4
三、信贷增速放缓是 M2 回落主因，机关团体活期存款增速提高和楼市行情向好共致 M1 攀升.....6
四、货币政策维持“紧平衡”，信用精准导向，降息降准均难现 7

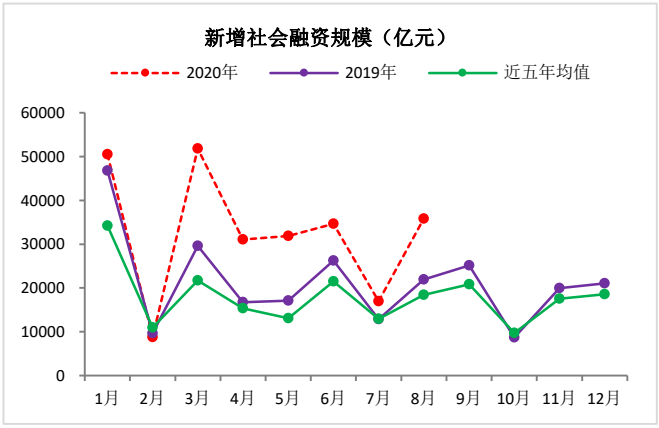
正文：

事件：2020 年 8 月份，社融增量为 3.58 万亿元，较上年同期多增 1.39 万亿元；新增人民币贷款 12800 亿元，较上年同期增加 700 亿元；货币供应量 M1、M2 分别同比增长 8.0%、10.4%，增速较上月末分别高 1.1 和低 0.3 个百分点，比上年同期分别高 4.6 和 2.2 个百分点。

一、政府债券发行放量叠加需求回升，社融增速创两年半新高

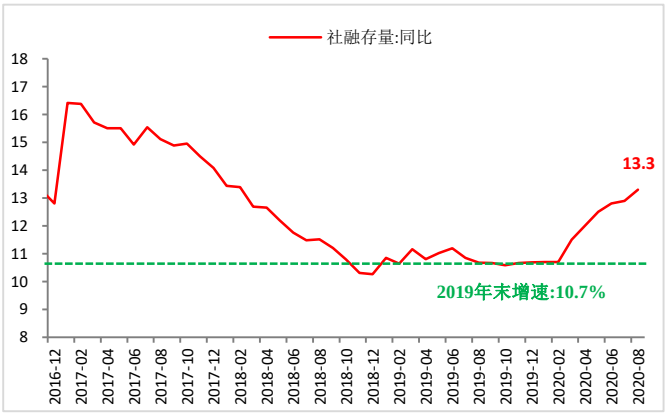
8 月份国内社会融资（简称社融，下同）增量为 3.58 万亿元，同比多增 1.39 万亿元（见图 1）；存量增速为 13.3%，较上月提高 0.4 个百分点，创两年半新高（见图 2），反映出国内实体融资供需延续扩张态势。

图 1：社融增量延续扩张态势



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：社融存量增速创 2 年半新高



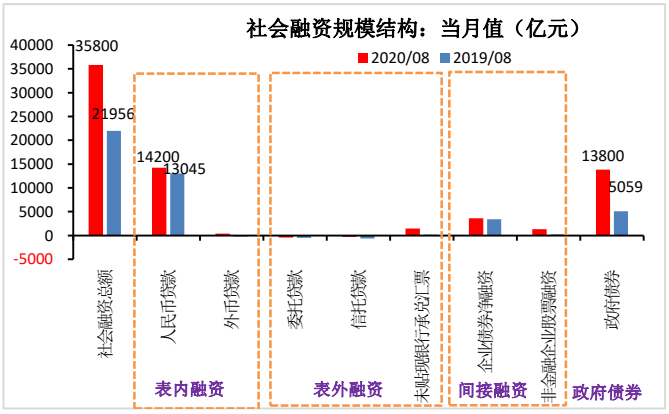
资料来源：WIND，财信研究院

从分项看，受益地方政府专项债、一般债和国债发行均明显提速，政府债券同比多增 8741 亿元，是本月社融增速大幅走高的最大贡献因素；此外，受益实体经济持续修复融资需求回升，叠加国家继续加大对中小微企业的金融扶持力度，提高企业融资便利性、拓宽实体融资渠道，社融其他分项亦全部出现改善，如表外融资、人民币贷款（社融口径）、非金融企业股票融资分别同比多增 1725、1155 和 1026 亿元，也对社融抬升起到重要支撑作用（见图 3）。值得关注的是，表外融资改善主要源于未贴现银行承兑汇票同比多增 1284 亿元，贡献了表外融资增量的 70%以上，反映出受表内票据监管趋严影响，企业转向表外票据融资的迹象明显，近六个月未贴现银行承兑汇月均同比多增额高达 2000 亿元以上，对社融形成有力支撑。

往后看，预计 9 月份社融增速为 13.2%左右，全年约增长 13%。一是政府债券有望继续放量，对近期社融增速形成支撑，如按照今年政府工作报告目标，9-12 月份国内剩余政府债券净融资额度约 2.7 万亿，要高于去年同期 1.7 万亿，且其中地方政府专项债剩余约 0.9 万亿，需力争在 10 月底发行完毕，有利于近两月社融增速维持高位（见图 4）。二是再贷款再贴现、普惠小微企业信用贷款和贷款延期等政策支持，叠加实体融资需求回暖，信贷对社融的支撑亦偏强。三是其他分项中，受益资本市场改革开放提速，

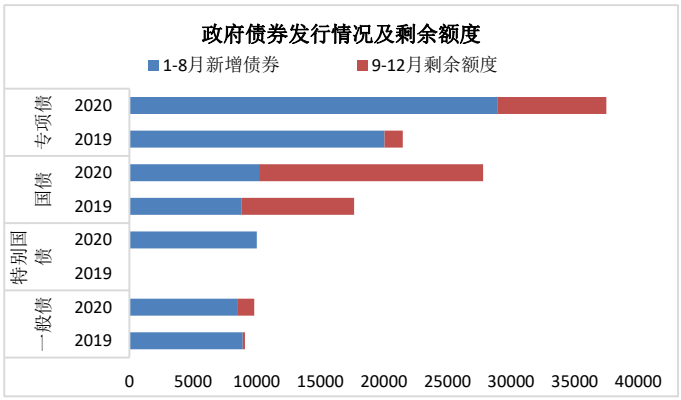
实体融资渠道有望大幅拓宽，企业股票融资或继续增加；但随着房地产调控趋严，表外融资类信托或加快收紧，叠加未贴现银行承兑汇票继续大幅增加概率偏低，表外融资的贡献或边际有所弱化；且利率抬升背景下，企业债券融资对社融的支撑也趋弱。

图 3：8 月新增社会融资规模结构



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：政府债券发行情况及剩余额度(亿元)



资料来源：WIND，财信研究院

二、严控资金套利拖累信贷仅微增，但企业和居民贷款均继续高增

8 月金融机构新增人民币贷款 12800 万亿元，同比增加 700 亿元。本月新增信贷总量仅小幅改善，主要源于监管层继续严控资金套利与空转，收紧了票据融资和非银金融机构贷款，两者合计同比减少 4631 亿元；同期非金融企业和居民部门贷款则均保持高增，反映出实体经济持续修复，信贷融资需求继续改善。具体看：

受货币政策继续回归常态、央行加大金融风险防范力度影响，非银金融机构贷款和票据融资已出现三连降。如 8 月国内新增票据融资和非银行业金融机构贷款，分别为-1676 和-1474 亿元，分别同比减少 4102 和 529 亿元，对本月信贷增长造成明显拖累（见图 5）。其中，新增票据融资规模已连续三个月为负，新增非银行业金融机构贷款已连续四个月为负，且 8 月份两者降幅均较上月还有所扩大，表明监管层打击资金套利与空转力度只增未减，金融机构杠杆率也将继续下降。

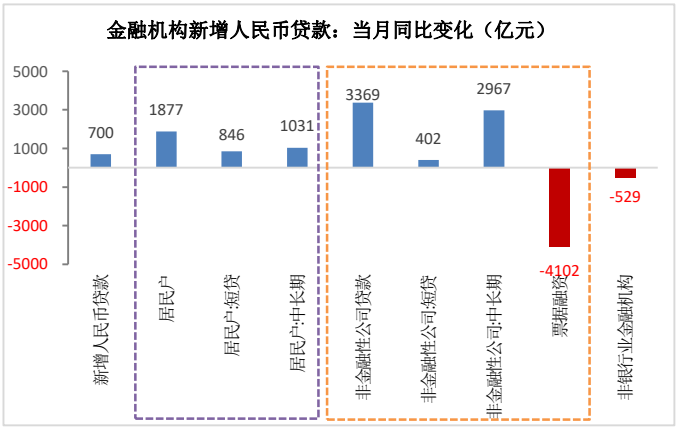
从企业贷款看，基建配套融资需求增加叠加其他实体投资需求回升，企业中长贷延续强势、短贷也有所增加。具体看，8 月份非金融企业中长期和短期贷款分别为 7252 和 47 亿元，分别同比多增 2967 和 402 亿元（见图 5），前者连续 6 个月同比多增逾 2000 亿元（见图 6-7），依旧为国内信贷最强支撑力量。其中，企业中长贷保持强势增长，一方面源于政府债券发行放量后，基建配套融资需求大幅增加；另一方面与央行继续加大对制造业中长期贷款支持力度，其他企业生产经营改善下融资需求回升也密切相关。本月企业短贷由负转正，则或主要受服务业生产销售恢复、融资需求回升影响。

从居民贷款看，受益汽车等大宗消费回暖和房地产销售升温，居民短贷和中长贷均继续增加。8 月份，居民短贷和中长贷分别同比多增 846 和 1031 亿元（见图 5），

延续改善态势。其中，居民短贷已连续六个月保持同比多增（见图 8），或主要源于疫后资本市场火热和国家加大促消费政策支持力度下，汽车等传统大宗消费回升较多，如根据中汽协数据，7-8 月份国内零售端的狭义乘用车销量增速已连续两个月维持正增长。居民中长贷款保持强劲增势，则主要与房地产销售市场火热密切相关，如 8 月 30 大中城市商品房成交面积增速已高达 16.8%。国内居民中长贷已连续三个月同比增幅在 1000 亿元以上，但 8 月同比增幅较 7 月有所收窄，反映出房地产调控趋严的政策效果将逐渐显现，预计国家严守“房住不炒”定位下，居民中长贷将难以持续大幅增长。

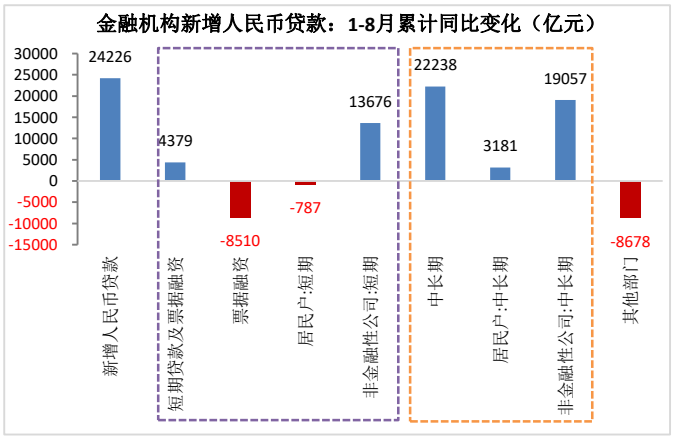
预计下半年信贷增速维持平稳，全年约增长 13.1%。2020 年 1-8 月金融机构新增人民币贷款 14.4 万亿元，同比多增 2.42 万亿元（见图 6）。按照易纲行长在陆家嘴论坛上的发言，今年全年新增人民币贷款规模近 20 万亿元，意味着 9-12 月信贷额度在 5.6 万亿左右，高出去年同期 7600 亿元，从增量看 9-12 月信贷投放力度将趋于放缓。从增速看，20 万亿的新增规模，对应 2020 年末人民币贷款增速为 13.1%，较 8 月末增速小幅回升 0.1 个百分点。

图 5：金融机构新增人民币贷款：当月同比增幅



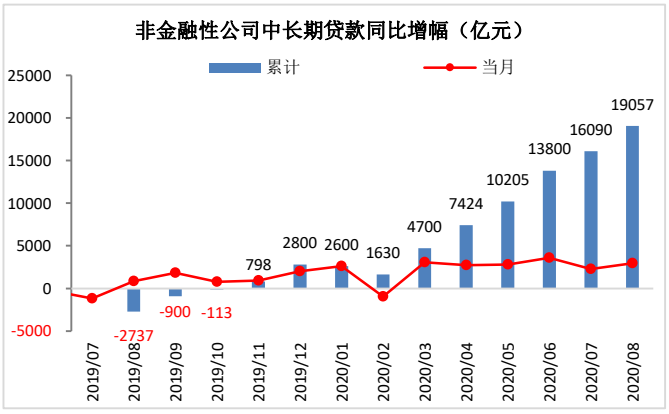
资料来源：WIND，财信研究院

图 6：金融机构新增人民币贷款：1-8 月累计同比增幅



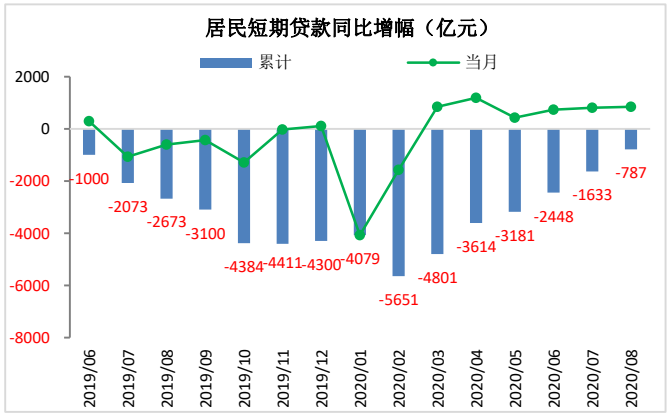
资料来源：WIND，财信研究院

图 7：非金融性公司中长期贷款同比增幅（亿元）



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：居民短期贷款同比增幅（亿元）

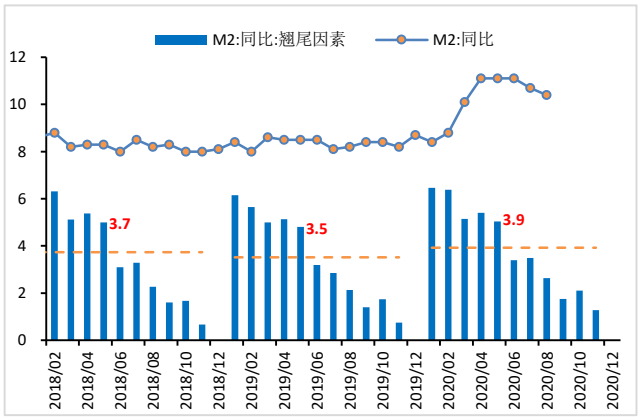


资料来源：WIND，财信研究院

三、信贷增速放缓是 M2 回落主因，机关团体活期存款增速提高和楼市行情向好共致 M1 攀升

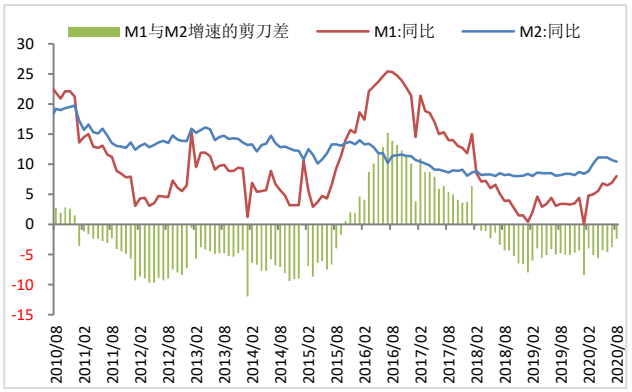
8 月末 M2 同比增长 10.4%，较上月减少 0.3 个百分点，连续两个月回落（见图 9），与社融增速出现背离，原因主要有三：一是受南方汛情影响，财政资金未得到及时拨付，理应季节性回落的财政存款，反而环比增加 467 亿元、同比增加 5244 亿元，不利于派生出可以计入 M2 的居民与企业存款，但政府债券发行放量会推升社融规模，导致 M2 增速与社融增速出现背离；二是翘尾因素较上月降低 0.9 个百分点，不利于 M2 增速回升（见图 9）；三是受央行防范资金套利和空转影响，非银贷款和票据融资继续收缩，拖累本月信贷仅微增，贷款创造存款的信用货币创造未明显加快，5 月份以来金融机构贷款增速出现连续三个月下降，拖累 M2 增速的提高。

图 9：8 月 M2 翘尾因素降低 0.9 个百分点



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：M1 与 M2 增速剪刀差降幅收窄



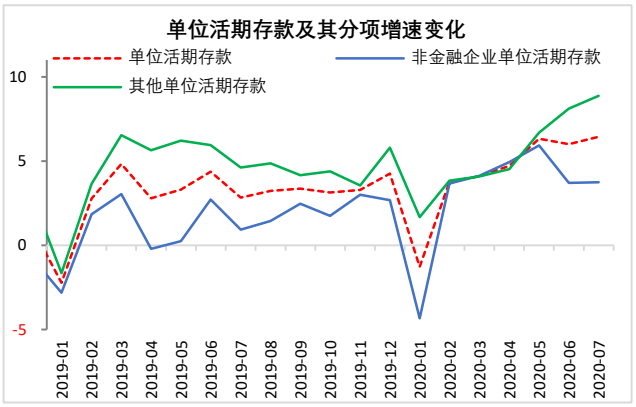
资料来源：WIND，财信研究院

8 月末 M1 同比增长 8.0%，较上月提高 1.1 个百分点，创 2 年半新高（见图 10）。其中，单位活期存款占 M1 的比重超过 80%，其增速由 7 月的 6.4%升至 8 月的 7.8%，是 M1 回升的主因。单位活期存款增速持续回升，反映出企业现金流明显改善，这或与企业盈利边际好转密切相关。因为根据历史经验，企业经营活动越好，现金和资金流越多，活期存款也就越多，反之则相反。但从单位活期存款的具体分项增速变化看，上述原因或许只能解释一小部分 M1 回升的原因，因为 6-7 月份数据显示，非金融企业活期存款增速不升反降，但包括机关团体在内的其他单位活期存款增速提高较快，是 M1 回升的主推力（见图 11），这表明财政资金下拨后变成机关团体活期存款。此外，房地产市场升温，销售增速持续回升，也有利于企业活期存款增速提高。在上述因素综合作用下，M1 增速出现快速抬升。

本月 M1 与 M2 的剪刀差较上月继续大幅收窄 1.4 个百分点至-2.4%，但与 M2 增速相比，M1 增幅仍偏低，且目前国内 PPI 仍为负，意味着企业盈利依旧较为困难，社会中充裕的流动性资金，未全部真正用于实体投资与消费并高效转化为企业活期存款，类似情况也出现在 2011-2015 年、2018-2019 年期间，当时工业企业盈利较为困难，M1 与 M2 的剪刀差亦均为负（见图 10）。

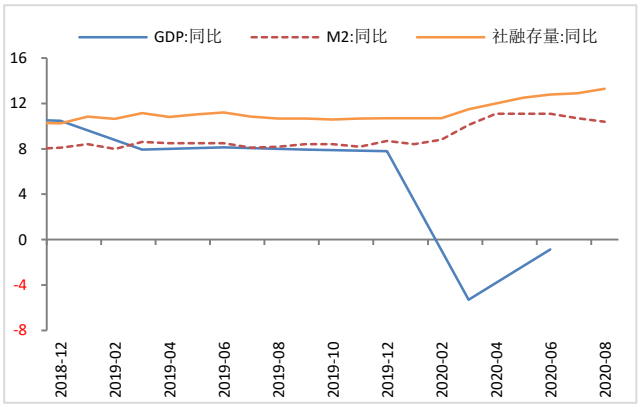
预计 9 月末 M2 增长 10.6%左右，全年约增长 10.6%。一是翘尾因素在 9 月和全年分别降低 0.9 和提高 0.4 个百分点，不利于 9 月 M2 增速大幅提高，但有利于全年 M2 保持稳定；二是为实现“六稳”+“六保”目标，保障就业稳定大局，下半年货币政策不存在大幅收紧的基础，未来数月受益政府债券迎来发行小高峰，国内信用货币创造有望加快，有利于 M2 保持增长；三是根据历史经验，9 月财政存款将环比大幅回落，有利于支撑 M2 企稳。

图 11：非金融企业活期存款改善仍有限



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：M2 和社融增速明显高于名义 GDP 增速



资料来源：WIND，财信研究院

四、货币政策维持“紧平衡”，信用精准导向，降息降准均难现

本月亮眼的社融、信贷数据显示，国内信用环境持续向好，对下半年经济增速向潜在增长水平回归提供了有力支撑。但随着房地产调控趋严，地产融资政策逐步收紧，叠加央行继续严查资金套利与空转，年内社融增速高点或已经出现，未来数月小幅回落概率偏大。预计未来货币政策将维持“紧平衡”，结构性政策担重任，更强调资金精准直达实体经济，并强化对漏损领域资金的监管，防范宽货币下的金融风险。一方面，过于宽松的总量货币政策环境，只会加剧资金漏损问题，导致资金大幅涌入楼市、股市或在金融体系内部空转，不仅对实体经济支撑力度有限，还会加大金融风险，或得不偿失；另一方面，短期货币政策亦不存在大幅收紧的基础，因为经济形势仍然复杂严峻，为配合财政发力、应对外部不确定性冲击，货币政策还需稳健，退出言之尚早。

具体看：一是量的方面，年内降准概率很低。预计继续维持总量适度，新增融资重点流向制造业、中小微企业，近期央行加大公开市场操作力度，以平滑短期资金面的波动，表明没有通过降准释放流动性的意图。因为从 1-8 月整体看，社会不缺资金，而是相反。优质企业凭借政策“东风”，从银行借入低价资金，然后买入银行理财产品，实现“套利银行”操作。7 月政治局会议和央行二季度货币政策执行报告也一再强调货币政策要精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长。

二是价的方面，预计年内降息基本没有可能，降低 LPR 主要抓手在金融机构让利。因为上半年国内宏观杠杆率大幅提高约 21 个百分点，为守住不发生系统性金融风险底

线、稳住房地产市场，实现稳增长和防风险长期均衡，下半年随着经济增长速度的提高，动用利率工具的必要性明显下降。

三是货币政策不存在大幅收紧的基础。核心在于，经济形势仍然复杂严峻，外部不稳定不确定因素较多，下半年维持经济乘势而上和就业大局稳定仍面临一定压力；同时政府债券大规模发行，可能会导致利率上升，对私人投资产生“挤出效应”，不利于后续债券的发行，为配合财政发力，避免资金利率大起大落，货币政策也不宜过紧。

免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。