社融拐点或延后至明年一季度—8 月金融数据点评

2020 年 09 月 11 日

事件

- 央行公布 8 月金融数据，新增信贷 1.28 万亿，前值 9927 亿；社融增量 3.58 万亿，前值 1.69 万亿；社融存量同比 13.3%，前值 12.9%；M2 同比 10.4%，前值 10.7%。

观点

- **8 月信贷回升表明实体融资需求并未减弱。**8 月新增人民币贷款 1.28 万亿，同比多增 694 亿，且略好于市场预期的 1.2 万亿；但从信贷投放的季节性来看依然偏弱（图 1）。从结构来看，短期贷款和票据融资同比少增 2854 亿元，因此新增贷款同比的增量完全由中长期贷款贡献，企业和居民中长期贷款同比分别多增 1031 亿和 2967 亿（图 2），可见新增信贷主要流向按揭、基建和制造业，尤其是基建和制造业，其信贷投放力度在 8 月进一步加大。表明央行当前在宽信用上更注重结构上的精准滴灌，而这上述三大领域也将是年内实体融资需求的主要支撑。

- **M1 持续回升，M2 超预期回落。**8 月 M1 同比继续回升至 8%，表明疫情后企业经营活力持续继续回升。8 月 M2 同比回落至 10.4%，从负债端来看，M2 同比增速的回落主要受财政存款飙升和非银存款骤降的影响，8 月由于债券发行较财政支出的节奏较快，新增财政存款 5339 亿元，同比多增 5244 亿元，对 M2 同比形成负向拉动；8 月非银存款减少 2612 亿元，同比多减 9910 亿元（图 3），表明 7 月居民存款向股市的迁徙并未持续。

- **社融为何再超预期？我们从剔除政府债券说起。**8 月社融增量 3.58 万亿，同比多增 1.39 万亿，超出市场预期，进而支撑社融存量同比增速上行至 13.3%。结构拆分来看，我们发现，（1）政府债券集中发行是新增社融的主要支撑，但这在市场预期之内。专项债集中发行的支撑下，政府债券净融资 1.38 万亿元，同比多增 8729 亿元，贡献了 1.39 万亿其中的 63%（图 4）；而剔除政府债券的社融存量同比增速仅上行了 0.1 个百分点（图 5）。（2）社融超市场预期主要是由信贷和非标融资导致。剔除政府债券的新增社融 2.2 万亿，同比多增 5100 亿元，与 7 月份基本相当。其中，信贷和非标同比分别多增 1156 亿元和 1724 亿元，而此前市场预期在控制贷款投放节奏、信托和结构性存款监管的背景下，信贷和非标将面临大幅缩减的局面并未出现。信贷、信托和未贴现票据的超预期，或表明在经济持续修复的背景下，实体融资需求仍保持了较强的韧性特征。

- **社融向下拐点或要等到 2021 年一季度。**展望后市，年内政府债券净融资尚余 2.8 万亿，而去年同期为 1.1 万亿，政府债券净融资单月高点已经结束，同比 1.7 万亿的增量仍对后续社融数据形成支撑。乐观情形下，若信贷和非标韧性延续（假设除政府债券外社融持平去年同期），则全年社融存量增速将继续上行至 13.5%，这就意味着信用扩张的拐点的出现有可能由此而延后，因此短期内货币政策仍将保持定力，央行在调控上仍将坚持结构性的精准滴灌，短期内降准降息的概率进一步降低。

- **风险提示：**监管政策影响超预期，地产政策调整超预期

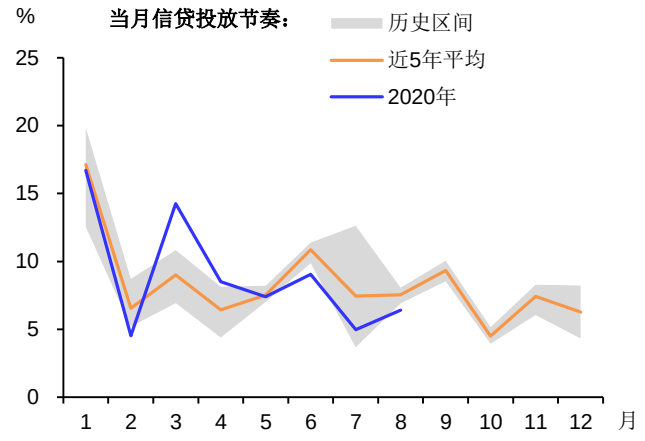
证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn
证券分析师 王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20200909：PPI 向上趋势与节奏判断：兼论 PPI 预测框架》2020-09-09
2、《宏观点评 20200907：三维度解读 8 月出口再超预期》2020-09-07
3、《宏观点评 20200906：开学季疫情会反复吗？—来自全球各国的经验》2020-09-06
4、《宏观点评 20200904：美国 8 月失业率为何超预期下降？》2020-09-04
5、《宏观点评 20200904：亮点在出口和消费》2020-09-04

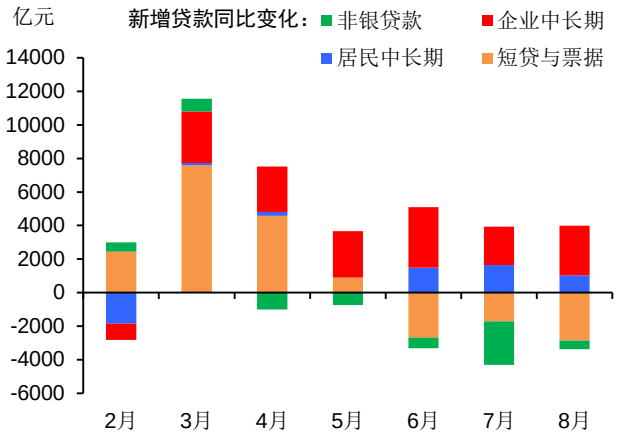
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：8 月新增贷款回升但仍弱于季节性



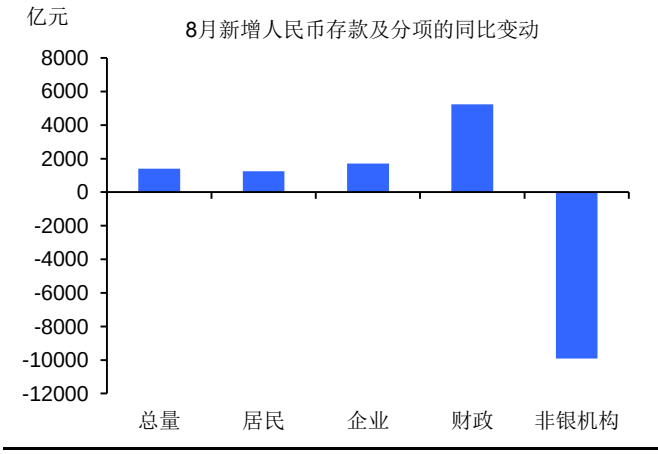
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：8 月新增贷款在结构上的亮点依然存在



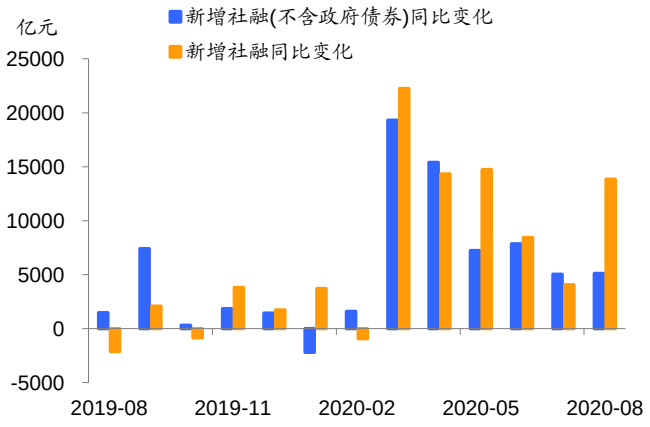
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：M2 增速回落主要受财政和非银存款变化影响



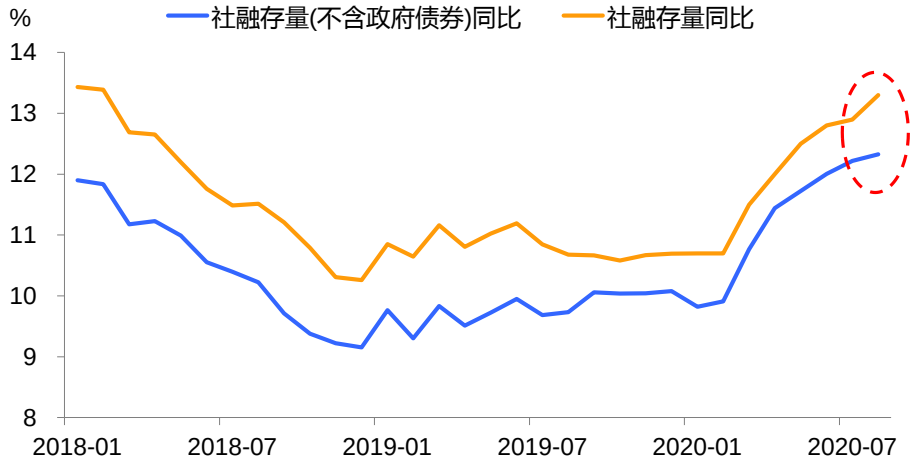
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：剔除政府债券后新增社融同比保持稳定



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：剔除政府债券后社融存量增速仅上行 0.1 个百分点



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

