

宏观点评

8月社融怎么看？兼谈流动性拐点与信贷拐点

事件：8月新增人民币贷款1.28万亿元，预期1.22万亿元，前值0.99万亿元；新增社融3.58万亿元，预期2.66万亿元，前值1.69万亿元；M2同比10.4%，预期10.8%，前值10.7%。

一、信贷总体仍呈现结构性收紧态势，9-12月可能进一步延续，信贷拐点应已显现；居民短贷、居民中长期贷款、企业中长期贷款均创过去5年同期新高，分别指向消费有望回暖、房地产依旧火爆、基建与制造业等实体融资延续高增。

1、**信贷总体延续结构性收紧态势。**8月新增信贷1.28万亿，同比多增700亿；1-8月信贷累计14.4万亿，同比多增2.4万亿；信贷余额增速13%，已经连续3个月走平或回落。再考虑到央行和住建部近来有意收紧房地产融资，我们预计全年新增信贷很有可能达不到既定的20万亿，这也预示9-12月信贷会进一步收敛，信贷增速大概率也会延续放缓。

2、**居民短贷、中长贷均延续改善。**8月居民短贷连续6个月同比多增，并创过去5年同期新高，指向消费有望回暖；8月居民中长期贷款5571亿，低于6月和7月，但仍是连续3个月同比高增、并也创过去5年同期新高，指向二季度以来的房地产火爆态势不减。

3、**企业中长期贷款继续大增。**8月企业中长期贷款7252亿（为过去5年同期最高），同比多增近3000亿且为连续第6个月多增，指向基建、制造业等中长期融资需求增加。

二、社融超预期大增，主因政府债多发，9-12月社融规模将整体趋降，增速也将趋于收敛，流动性拐点也应已出现；结构上，信贷收、表外不降反升和直接融资亮眼。

1、**规模上看**，8月社融新增至3.58万亿（预期2.66万亿），同比多增1.38万亿、环比多增1.89万亿，主因8月政府债发行量大增（净融资1.38万亿元、同比多8729亿元，占社融比重近4成）。往后看，9-10月还有约8500亿专项债待发，9-12月还有超1.5万亿的一般国债和一般地方债待发，将对社融将继续形成支撑。

2、**增速上看**，社融存量增速较7月升0.4个百分点至13.3%，测算可比口径下增速较7月升0.1个百分点至12.3%。基于全年略高于30万亿社融规模、以及信贷可能低于20万亿，9-12月社融增速很可能维持在13%左右，难以继续大幅走高。

3、**结构上看**，8月新增信贷1.42万亿，虽然延续同比多增，但多增规模已连续第5个月回落；得益于表外票据大增、委托贷款和信托贷款均同比多增，8月非标融资由上月的-2600多亿转为正增710亿，指向监管对实体融资仍较为呵护，打压的应是资金空转和违规流入房地产；8月股票融资和债券融资合计近5000亿，为5月以来最高，其中股票融资连续2个月1200多亿，大幅高于今年月均410亿和去年全年月均290亿的水平，应和国家大力支持直接融资相关。

三、M1续升、M2续降，M1-M2剪刀差持续走阔，指向企业现金流继续改善；建议关注存款端的变化。8月M1同比回升1.1个百分点至8%；M2同比下降0.3个百分点至10.4%；M1-M2剪刀差回升1.6个百分点至-2.8%，指向企业现金流情况改善；M2-社融同比连续4个月下行，反映社会资金总需求增速正赶超总供给，也即表明政策意图为“稳货币+宽信用”。需注意的是，居民存款由7月的-7195亿转为+3973亿，企业存款也有7月的-15500亿转为+7491亿，应和8月股市震荡、没能延续7月的大涨有关，存款从股市重回银行了。

四、综上，8月金融数据预示当前货币政策并未转向、但将边际收紧，呈现为结构性紧（打压资金套利和收紧房地产融资）+结构性松（引导信贷投向实体，尤其是小微企业和制造业企业），往后看，鉴于银行低超储率和债券供给压力，仍有望定向降准、但可能性小了很多。我们也提示关注，基于近两三个月的信贷社融数据和央行的多次表态，本轮信用最宽松的时候已过去，流动性拐点与信贷拐点可能都已显现。

风险提示：政策执行力度不及预期，疫情演化超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

1、《“此紧非彼紧”——客观看待7月信贷社融》
2020-08-12

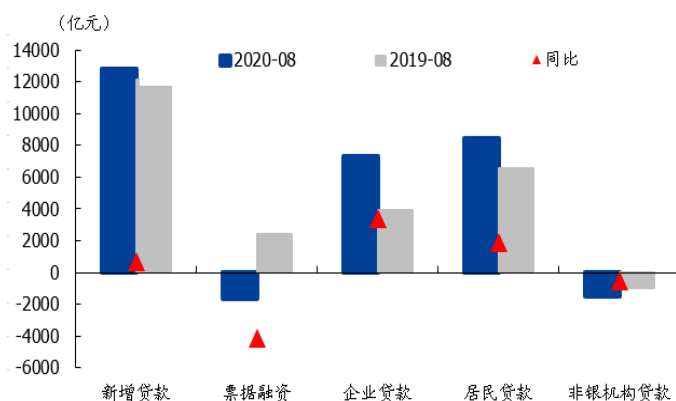
2、《上半年货币政策和财政政策执行报告的8大信号》
2020-08-07

3、《社融持续超预期，经济会超预期吗？——兼评6月金融数据》2020-07-10

4、《货币政策会转向吗？——兼评5月金融数据》
2020-06-10

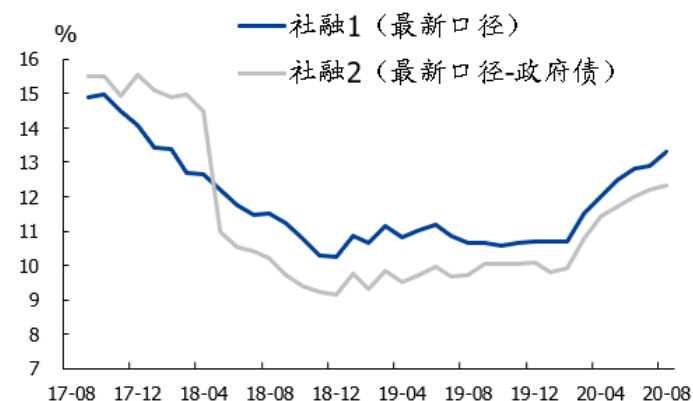
5、《4月信贷社融超预期的背后》2020-05-11

图表 1: 8月信贷结构总体好于去年同期



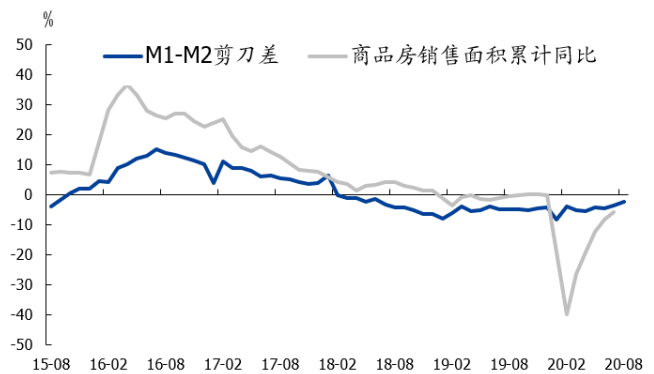
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 社融存量增速持续提高



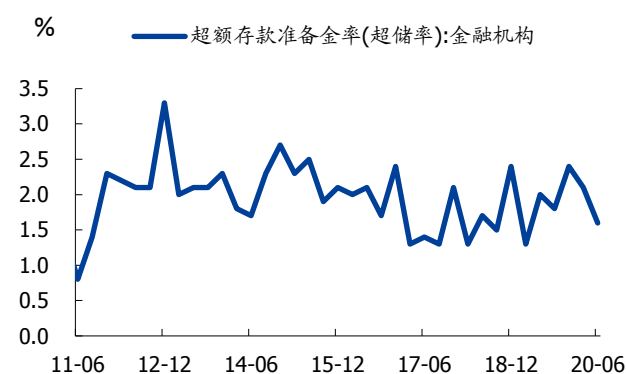
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: M1-M2 剪刀差持续回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 金融机构超额率下降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2591

