

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

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。

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



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

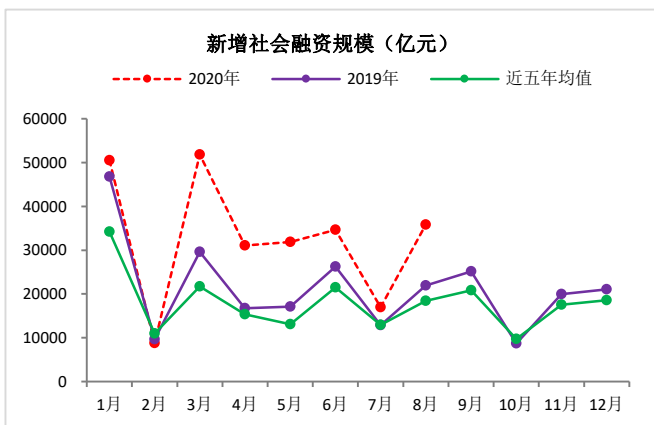
正文：

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

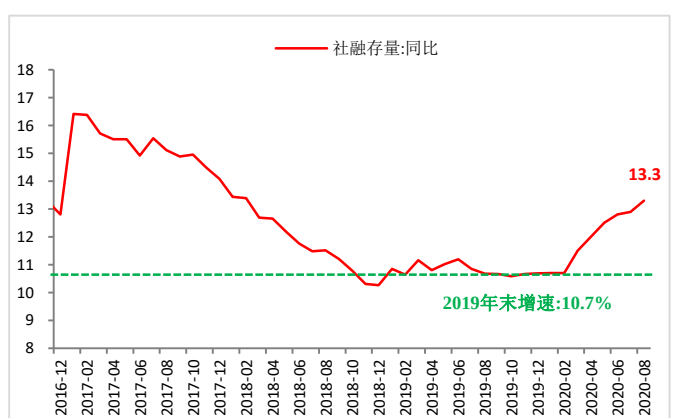
8月份国内社会融资（简称社融，下同）增量为3.58万亿元，同比多增1.39万亿元（见图1）；存量增速为13.3%，较上月提高0.4个百分点，创两年半新高（见图2），反映出国内实体融资供需延续扩张态势。

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



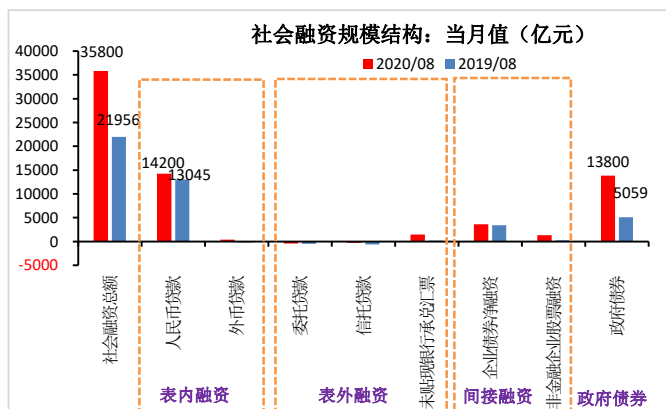
资料来源：WIND，财信研究院

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票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，

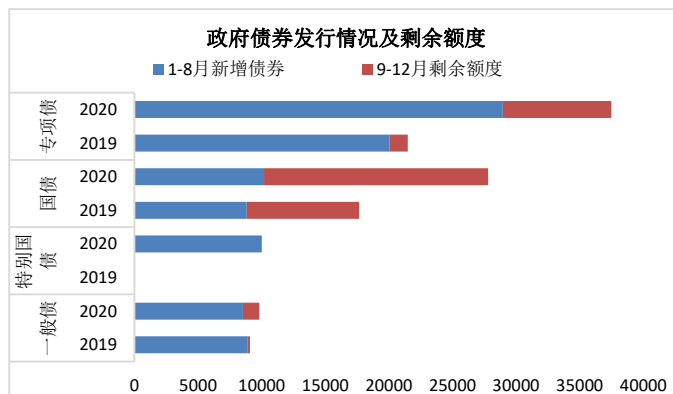
实体融资渠道有望大幅拓宽，企业股票融资或继续增加；但随着房地产调控趋严，表外融资类信托或加快收紧，叠加未贴现银行承兑汇票继续大幅增加概率偏低，表外融资的贡献或边际有所弱化；且利率抬升背景下，企业债券融资对社融的支撑也趋弱。

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。

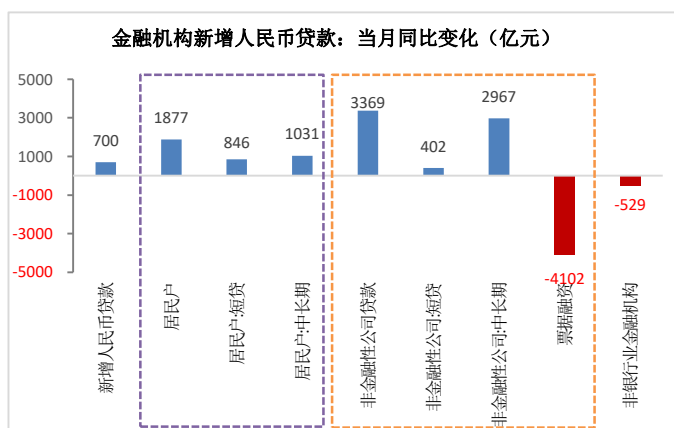
从企业贷款看，基建配套融资需求增加叠加其他实体投资需求回升，企业中长贷延续强势、短贷也有所增加。具体看，8 月份非金融企业中长期和短期贷款分别为 7252 和 47 亿元，分别同比多增 2967 和 402 亿元（见图 5），前者连续 6 个月同比多增逾 2000 亿元（见图 6-7），依旧为国内信贷最强支撑力量。其中，企业中长贷保持强势增长，一方面源于政府债券发行放量后，基建配套融资需求大幅增加；另一方面与央行继续加大对制造业中长期贷款支持力度，其他企业生产经营改善下融资需求回升也密切相关。本月企业短贷由负转正，则或主要受服务业生产销售恢复、融资需求回升影响。

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。

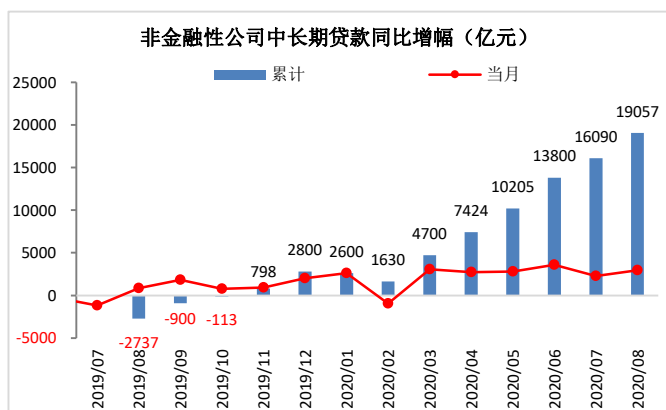
预计下半年信贷增速维持平稳，全年约增长13.1%。2020年1-8月金融机构新增人民币贷款14.4万亿元，同比多增2.42万亿元（见图6）。按照易纲行长在陆家嘴论坛上的发言，今年全年新增人民币贷款规模近20万亿元，意味着9-12月信贷额度在5.6万亿左右，高出去年同期7600亿元，从增量看9-12月信贷投放力度将趋于放缓。从增速看，20万亿的新增规模，对应2020年末人民币贷款增速为13.1%，较8月末增速小幅回升0.1个百分点。

图5：金融机构新增人民币贷款：当月同比增幅



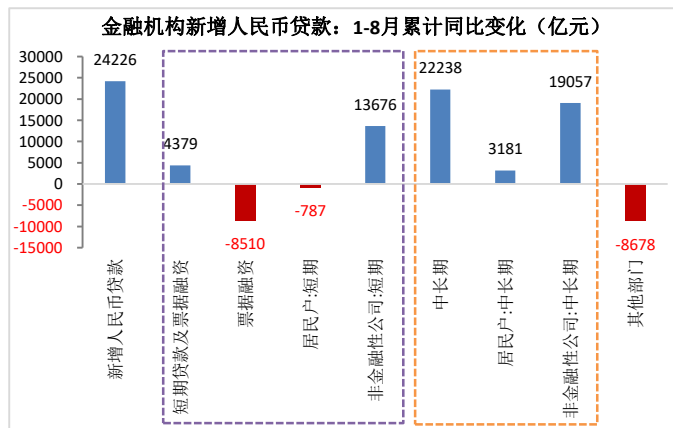
资料来源：WIND，财信研究院

图7：非金融性公司中长期贷款同比增幅（亿元）



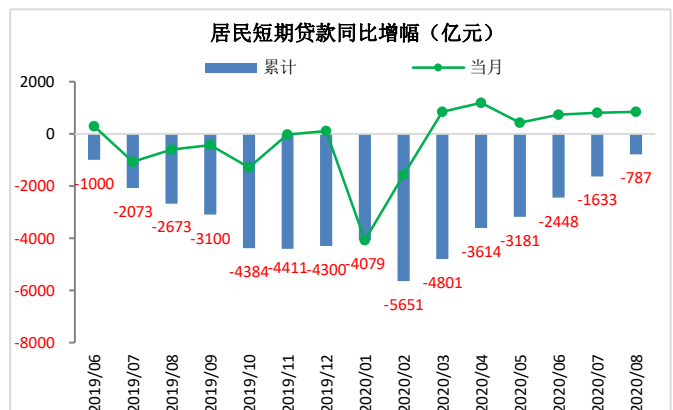
资料来源：WIND，财信研究院

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）

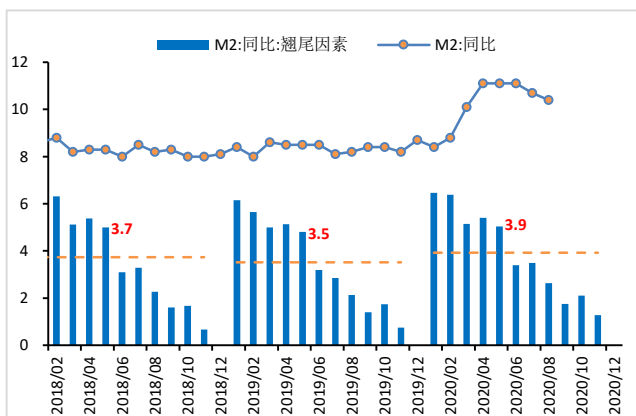


资料来源：WIND，财信研究院

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

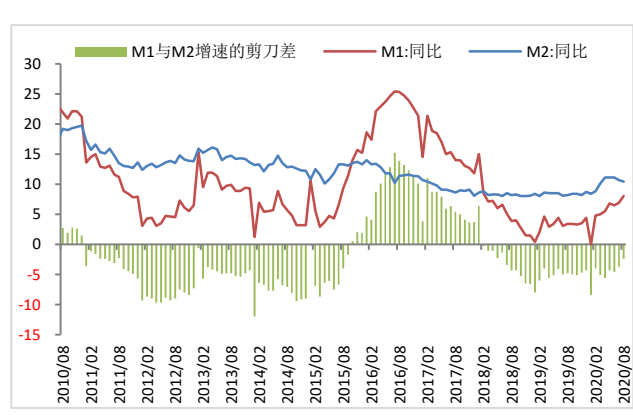
8 月末 M2 同比增长 10.4%，较上月减少 0.3 个百分点，连续两个月回落（见图 9），与社融增速出现背离，原因主要有三：一是受南方汛情影响，财政资金未得到及时拨付，理应季节性回落的财政存款，反而环比增加 467 亿元、同比增加 5244 亿元，不利于派生出可以计入 M2 的居民与企业存款，但政府债券发行放量会推升社融规模，导致 M2 增速与社融增速出现背离；二是翘尾因素较上月降低 0.9 个百分点，不利于 M2 增速回升（见图 9）；三是受央行防范资金套利和空转影响，非银贷款和票据融资继续收缩，拖累本月信贷仅微增，贷款创造存款的信用货币创造未明显加快，5 月份以来金融机构贷款增速出现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

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_2596

