

宏观点评

实体弱、政策起，社融能稳住吗？——兼评8月信贷社融

事件：8月新增人民币贷款1.22万亿，预期1.41万亿，前值1.08万亿（2019年8月1.21万亿，2020年8月1.28万亿）；新增社融2.96万亿，预期2.86万亿，前值1.06万亿（2019年8月2.2万亿，2020年8月3.59万亿）；M2同比8.2%，预期8.3%，前值8.3%。

核心结论：实体弱、政策起，信贷社融总量稳，结构差异明显。Q4可能是宽货币+稳信用组合。

1. 新增信贷略低于预期。居民信贷持续走弱，反映房地产融资收紧、地产销售景气度下滑和消费偏弱；票据、非银贷款冲量和企业中长贷偏弱的结构组合，综合反映了实体融资需求走弱和政策维稳信贷的现状。往后看，专项债逐步下达、基建发力、疫情好转，央行3000亿支小再贷款支持小微企业融资等经济、政策面驱动下，预计9月经济应会环比好转，也将部分抬升信贷需求。8月新增信贷1.22万亿，同比少增600亿，较2019年同期多增100亿，基本持平季节性。其中居民贷款新增5755亿，同比少增2660亿；企业贷款新增6963亿，同比多增1166亿；非银机构贷款减少681亿，同比少减793亿。金融机构信贷余额同比增长12.1%，较前值回落0.2个百分点。

1) 居民端：居民信贷持续走弱，反映房地产调控趋严、地产销售下滑和消费偏弱。8月居民短贷增加1496亿元，同比少增1348亿元，较2019年同期少增502亿元。考虑到8月30城商品房销售和乘用车销售增速均下滑，居民短贷走弱反映了严禁消费贷违规流入房地产市场的政策调控趋严和消费偏弱。数据上看，8月狭义乘用车销量同比下滑14.7%（7月为下滑6.1%），较2019年同期下滑7.1%（7月为上升1.3%）。8月居民中长贷新增4259亿元，同比少增1312亿元，连续四个月同比少增，较2019年同期也少增281亿元，与7月类似，反映了房地产调控趋严和地产销售景气度的回落。8月30大中城市商品房成交面积同比下降23%（7月为下降4%），较2019年同期下降10%（7月为上升7%），房地产销售增速下滑显著。

2) 企业端：企业中长贷同比少增和票据冲量的结构组合，反映了一方面实体融资需求走弱，另一方面政策维稳信贷。结合经济和政策面看，预计9月信贷将有所好转。8月企业贷款新增6963亿，同比多增1166亿，较2019年同期多增450亿，其中：表内票据新增2813亿元，同比大幅多增4489亿，较2019年同期多增387亿；企业短贷减少1149亿，同比少增1196亿；企业中长贷新增5215亿，同比少增2037亿。企业贷款的结构特征综合反映了实体融资需求下降和政策层面维稳信贷的现状。

第一，企业中长贷连续2个月同比少增，再结合8月制造业PMI回落、BCI指数大幅回落，反映受局部疫情反弹影响，经济动能有所回落，拖累实体融资需求；第二，表征短期融资需求的票据自6月以来延续高增，考虑8月票据利率先下后上，我们认为8月中旬之后受央行稳信贷政策引导，银行增加票据融资，达到冲量目的。政策层面，8月23日央行货币信贷形势分析座谈会提出“保持信贷平稳增长仍需努力，要继续做好跨周期调节，衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性”，9月9日央行新增3000亿元支小再贷款额度，以优惠利率发放给银行，支持增加小微企业和个体工商户贷款。

3) 与票据冲量结合来看，8月非银机构贷款好于季节性的表现（8月减少681亿元，同比少减793亿元，较2019年同期少减264亿元），可能也部分反映了银行“冲贷”的作用。

4) 往后看，多因素可能带动9月信贷有所好转：一是9月在季末，信贷总量预计季节性抬升。二是随着专项债逐步下达，配套基建贷款增加，对企业中长贷将形成支撑。三是随着央行支小再贷款额度下达，小微企业贷款将继续提升；四是疫情反弹已经得到了有效控制，叠加中秋、国庆假日临近，基建投资也开始发力，经济应会环比好转，也将部分抬升信贷需求。

2. 新增社融略超预期，存量增速再度回落。结构上呈现直接融资强，间接融资弱；表内融资强，表外融资弱的特点。预计后续专项债提速发行将通过提升政府债券和配套贷款给社融带来支撑，实体融资需求走弱和政策维稳信贷将形成一定对冲，非标将延续收紧。8月新增社融2.96万亿，同比少增6253亿，较2019年同期多增7644亿。社融存量同比增速较前值回落0.4个百分点至10.3%，剔除政府债券口径的同比增速较前值回落0.17个百分点至9.58%。

1) 直接融资强，间接融资弱。8月以企业债券、政府债券、非金融企业股票融资之和为表征的直接融资占新增社会融资规模比重为53%（2018年以来平均占比38%）；以新增人民币贷款和外币贷款之和和表征的间接融资占新增社融比重为44%（2018年以来平均占比65%），对比2018年以来的数据，直接融资重要性有所提升。一方面，就直接融资而言，8月政府债券净融资新增9738亿元，虽不及去年同期的13788亿元，但已是今年以来最高水平。往后看，下半年稳增长压力抬升，7.30政治局会议强调“推动今年底明年初形成实物工作量”，8月27日财政部指出“适度提速地方政府专项债券发行，用好地方政府专项债券资金，指导地方加强项目储备，推动今年底明年初形成实物工作量”，指向专项债发行有望提速。我们测算预计9月政府债券净融资规模可能在9000亿左右，年底可能破万亿，对社融将形成支撑。8月企业债券和股票融资分别新增4341亿元和1478亿元，同比多增682亿和196亿，与流动性维持充裕，利率保持低位有关。另一方面，就间接融资而言，社融口径新增人民币贷款1.27万亿元，同比少增1501亿元，较2019年同期少增345亿元。社融中的新增人民币贷款不包括非银贷款，因此也反映了地产收紧、消费趋弱、实体融资需求下降的经济状态。

2) 表外融资延续走弱，特别是信托贷款和表外票据。受表外影响，8月表外融资减少1058亿，同比少增1768亿，其中：8月信托贷款减少1362亿，同比多减1046亿；未贴现银行承兑汇票增加127亿，同比少增1314亿；委托贷款增加177亿，同比少减592亿。预计后续非标收紧仍将持续。

3. M1连续7个月回落，M2延续走弱，居民和企业存款弱于去年，与楼市降温、贷款走弱等因素有关。社融-M2下降也侧面反映了信贷需求可能弱于供给。此外，相较于1-7月，8月财政投放有所加强。1) 8月M1同比回落0.7个百分点至4.2%；M2同比回落0.1个百分点至8.2%。M1同比走低应与基数大幅上行，楼市降温等因素有关。M2同比小幅走弱与信贷增速下降、企业中长贷趋弱，派生存款能力下降有关。存款端，居民存款和企业存款同比少增，非银存款同比多增，与贷款端相呼应。财政存款环比少增4284亿元，同比少增3615亿元，反映财政投放加快。2) 对比看，8月社融增速回落幅度大于M2，社融-M2为2.1%，连续4个月持平或降低，也侧面反映了实体经济融资需求走弱，信贷供给仍相对有韧性，从而信贷需求逐渐弱于供给。

4. 综上，8月信贷社融反映了实体融资需求走弱（消费偏弱、地产景气下行）和政策维稳（票据冲量、政府债券放量）的特点。往后看，预计货币政策稳中偏松，再降准甚至降息可期；社融增速可能Q4企稳，但防风险、严监管仍将延续。

1) 8月金融数据与预期差别不算太大，结构和总量反映了经济走弱+政策结构性紧和结构性松的特点，即消费偏弱、地产趋紧、政策维稳信贷借票据和非银冲量、政府债券放量。

2) 往后看，维持此前判断，即货币政策稳中趋松，再降准甚至降息可期。社融存量增速可能在Q3末见底，Q4逐渐回升。四季度社融增速企稳原因在于专项债发行提速，并可能由此带动配套贷款，以及央行降准、支小再贷款等举措将增加企业融资等。与此同时，房地产、化解地方债务、压表外融资、处置问题企业等领域仍将延续收紧。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济回暖不及预期，模型测算有偏差。

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

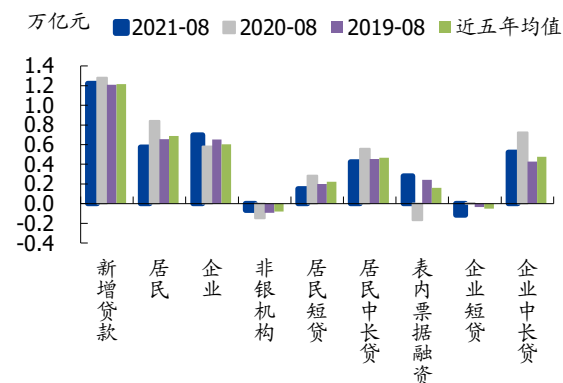
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《社融大幅走弱，需求差在哪了？——兼评7月信贷社融》2021-08-11
- 2、《央行二季度货币政策报告的7大信号》2021-08-10
- 3、《重要的转折——逐句解读7.30政治局会议》2021-07-30
- 4、《客观看待信贷社融超预期，下半年节奏有三大扰动》2021-07-10
- 5、《这次不一样——对全面降准的5点理解》2021-07-09
- 6、《存款利率报价方式调整，是变相“降息”？》2021-06-21
- 7、《“紧信用+稳货币”延续，社融回落速度将趋缓——5月信贷社融点评》2021-06-11
- 8、《宏观专题：分化下的预期差——2021年中期宏观经济和资产配置展望》2021-06-07

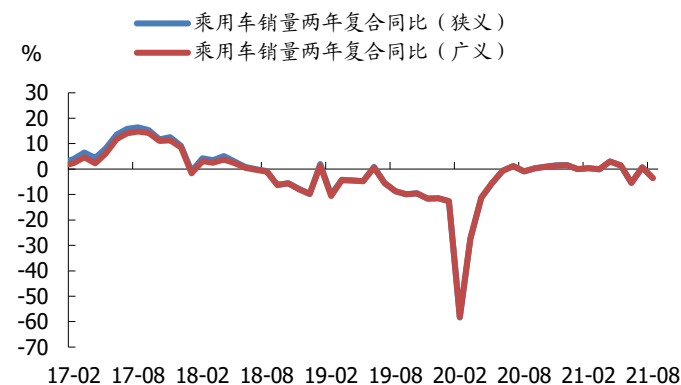


图表 1: 8月居民贷款同比少增, 企业贷款同比多增



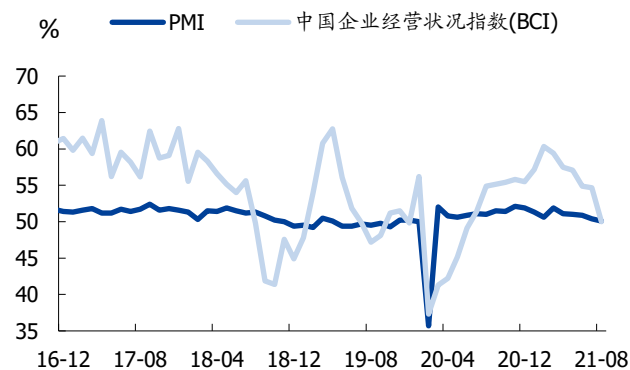
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 乘用车销售增速下滑



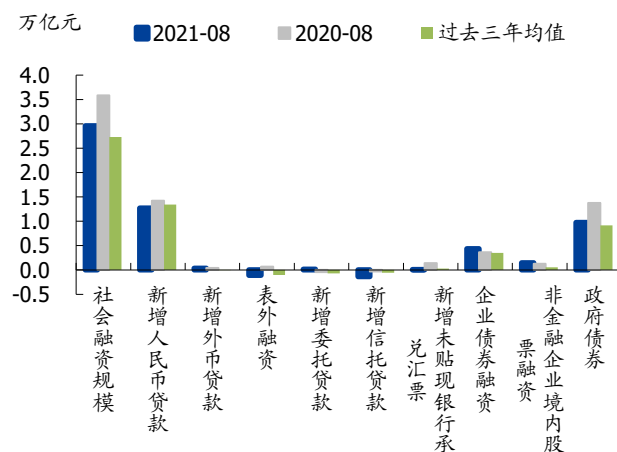
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 3: 实体经济景气度延续回落



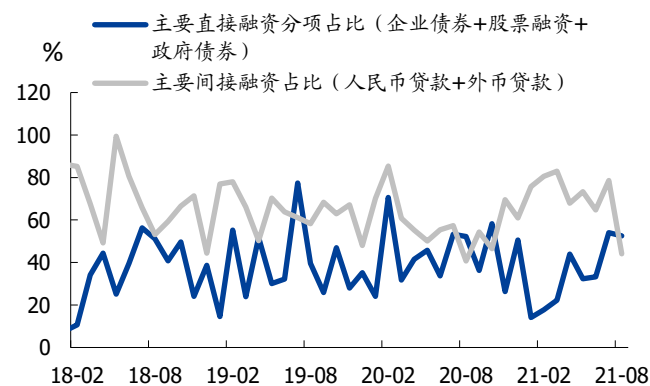
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 8月新增社融同比少增



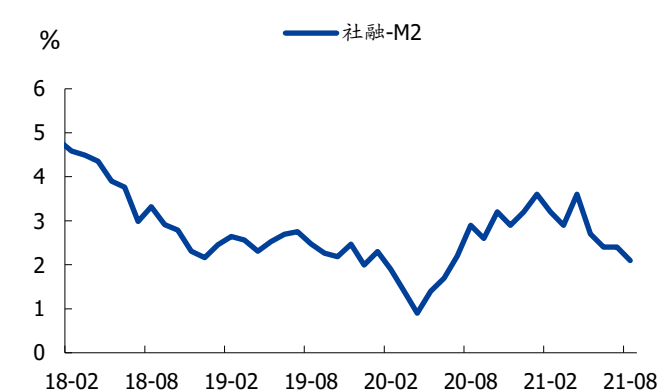
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 直接融资占比提升, 间接融资占比下降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 社融-M2 增速下降



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中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_26429

