

2021年8月金融数据点评

结构性“稳信用”在路上

■ 核心摘要

事件：8月新增社融2.96万亿，新增人民币贷款1.27万亿，M2同比下降0.1个百分点至8.2%。

- 8月货币金融数据尽管不及预期中好，但仍能看出“稳信用”发力的迹象：一是，若干社融分项相比上月有所回暖。8月新增委托贷款和企业债券达到2017年以来同期最高，在财政加快发力的政策导向下，这两类融资均有所回暖；股票融资在中国电信IPO拉动下创2017年以来单月最高；政府债券融资创下年内最高，地方专项债发行有所提速。二是，**企业中长期贷款在政策支持下仍较强势**。“提高制造业中长期贷款占比”是个被反复提及的政策目标，“引导加大对绿色发展、科技创新、制造业等领域的信贷投放”主要也是对应中长期贷款。
- 不过，“稳信用”的阻力犹存，这主要体现在：**1、房地产“去杠杆”继续拖累信贷增长**。8月新增居民短期贷款为2017年以来同期最低，新增居民中长期贷款为2016年以来同期最低。我们估算，1-8月房地产去杠杆对社融存量同比的拖累约为0.4个百分点。**2、去年再贷款、再贴现所拉动的企业短期贷款大量到期，新增企业短期贷款持续收缩**。8月这一分项在近10年中仅好于2018年同期。在此情况下，9月1日国务院部署新增3000亿元支小再贷款额度，在今年9-12月发放，发放贷款的平均利率在5.5%左右，人民银行提供商业银行的再贷款利率是2.25%，对商业银行放款提供激励。新增支小再贷款可在一定程度上缓和企业短期贷款收缩的压力。**3、实体融资需求仍在弱化**。6月以来表内+表外的票据融资总量开始显著高于往年同期水平，7月以来银票转贴现利率开始显著低于去年同期水平，表明实体融资需求依然不足。
- 我们认为，在“跨周期调节”框架下，应谨慎看待年内信用扩张的幅度，货币政策将主要通过结构性方式“稳信用”：一是，8月PPI再冲高，目前未见快速回落的迹象，货币政策需要调适有度；二是，美联储削减资产购买仍迫在眉睫，至多是比市场预期晚两三个月，中国虽在货币政策正常化上走在前面，但仍需未雨绸缪，不宜“逆势”放松过多；三是，跨周期调节框架下，目前中国出口仍有韧性，工业生产料将维持平稳，短期政策还应保持定力。在此情况下，前期看空债券的因素有弱化，但利率的下一步仍未明。

一、社融增长局部回暖

8月新增社融 2.96 万亿，相比去年同期少增 6253 亿，社融存量同比进一步走低 0.4 个百分点至 10.3%。8 月社融进一步减速在很大程度上可归结为基数原因，8 月两年平均的社融增速持平于 11.8%，年初以来未有明显波动。若干社融分项相比上月有所回暖：新增委托贷款和企业债券达到 2017 年以来同期最高，在财政加快发力的政策导向下两类融资有所回暖；股票融资在中国电信 IPO 拉动下创 2017 年以来单月最高；政府债券融资创下年内最高，地方专项债发行有所提速。具体地：

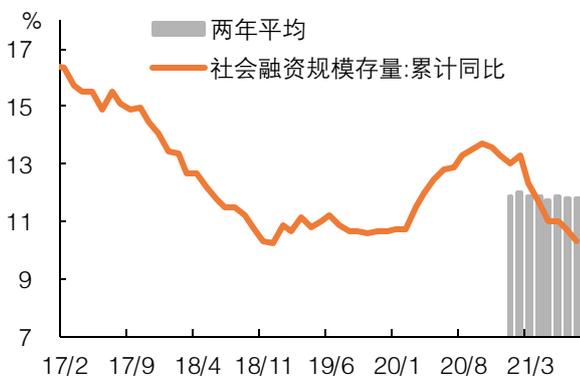
表内融资：8 月社融口径新增人民币贷款 1.27 万亿，低于去年同期约 1500 亿，与 7 月情况相差不大，表内融资处于偏弱状态。

表外融资：8 月新增委托贷款 177 亿，同比多增 592 亿元，达到 2017 年以来同期最高，呈现回暖特征；新增信托贷款 -1362 亿元，同比多减 1046 亿元，信托“两压一降”要求下，仍保持较快压降节奏；未贴现银行承兑汇票增加 127 亿元，同比少增 1314 亿元，处于过去几年同期平均水平。

直接融资：8 月新增企业债券融资 4341 亿，同比多 682 亿元，达到 2017 年以来同期最高，显示在财政加快发力的政策导向下，城投债券融资有所回暖；非金融企业境内股票融资 1478 亿元，同比多 196 亿元，迅猛增长创下 2017 年以来各月新高，主要源于中国电信高达 470.94 亿的大型 IPO 融资。

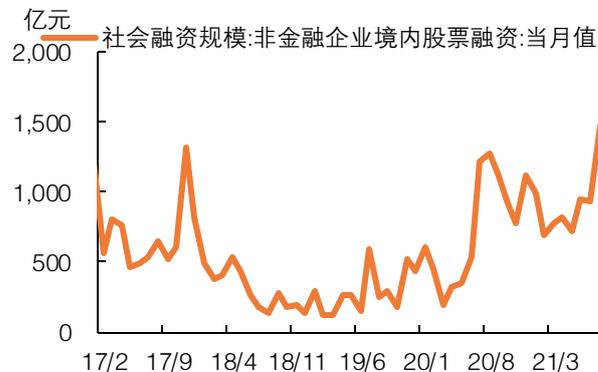
8 月政府债券净融资 9738 亿元，同比少 4050 亿元，但创下年内最高，地方专项债发行有所提速。目前地方专项债发行仅完成 1.84 万亿，尚有 1.81 万亿待发行。按照 12 月预留 9500 亿计算，9-11 月还需发行 8600 亿，而往年 9 月高点过后，专项债发行即进入收尾期。今年这种发行节奏上的错位，将给后续月份、尤其 12 月的社融增长提供支持。

图表1 8月社融增速继续下探，但两年平均值平稳



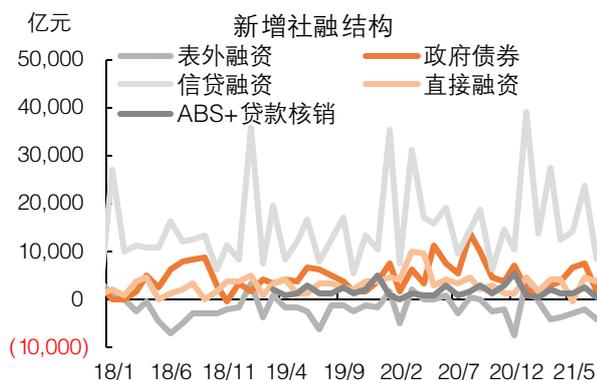
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 8月股票融资规模大增



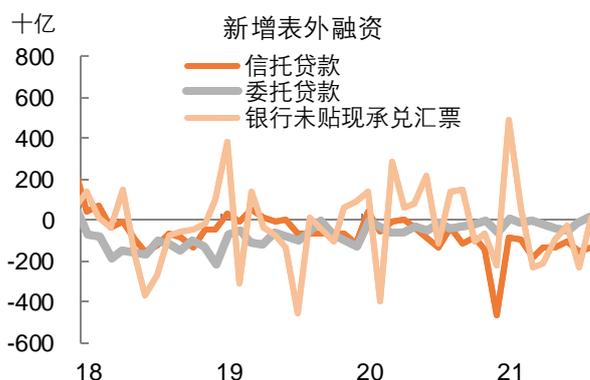
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 8月政府债券融资创年内新高



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 8月委托贷款创2017年以来同期最高



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、地产去杠杆拖累信贷增长

8月新增人民币贷款1.22万亿，比去年同期小幅少增600亿；贷款存量增速进一步下降0.2个百分点至12.1%，回到2020年1、2月份的水平，反映了信贷增长的正常化。分项来看，房地产“去杠杆”继续拖累信贷增长，企业短期贷款持续收缩、而票据融资增长较快，由此反映出实体信贷需求仍在弱化，并触发国务院推出3000亿支小再贷款额度，企业中长期贷款在政策支持下仍较强势。具体地：

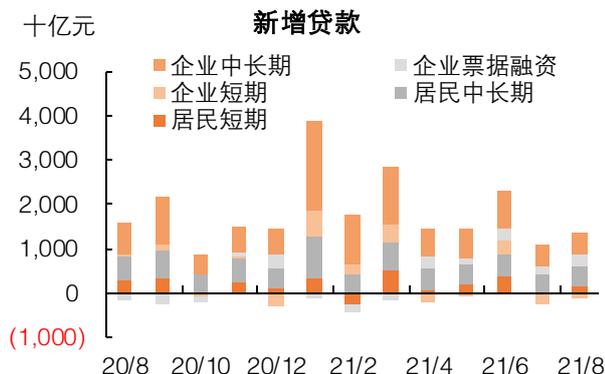
新增居民短期贷款 1496亿，仍为2017年以来同期最低，主要应与各地严查经营贷流入房地产市场有关。**新增居民中长期贷款** 4259亿，为2016年以来同期最低，房地产按揭贷款增长持续放缓，意味着房地产销售景气继续回落。房地产“降杠杆”对信贷增长拖累明显，我们估算，1-8月房地产去杠杆对社融存量同比的拖累约为0.4个百分点。

新增企业短期贷款 -1149亿，近10年来仅显著好于2018年同期。随着去年央行再贷款、再贴现政策所拉动的企业短期贷款大量到期，这部分对信贷增长形成拖累。9月1日，国务院部署新增3000亿元支小再贷款额度，在今年9月-12月发放，发放贷款的平均利率在5.5%左右，人民银行提供商业银行的再贷款利率是2.25%，对商业银行放款提供激励。新增支小再贷款可在一定程度上缓和企业短期贷款收缩的压力。

新增票据融资 2813亿，近10年来仅低于2020年同期。今年4月以来企业票据贴现持续处于高位，这种融资形式被企业更多采用。从表内+表外的票据融资总量来看，6月以来开始显著高于往年同期水平，或是实体信贷需求弱化的体现。尤其7月以来银票转贴现利率开始显著低于去年同期水平，且9月以来也并未明显修复，表明实体融资需求仍然不足。

新增企业中长期贷款 5215亿，虽仍低于去年同期，但显著高于此前年份同期。企业中长期贷款受到政策支持，概因提高制造业中长期贷款占比是个反复提及的政策目标。

图表5 8月企业短期贷款继续负增



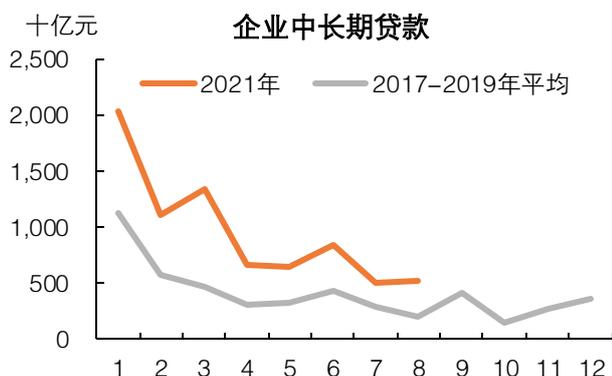
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 8月居民中长期贷款仍低于过去几年同期



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 8月企业中长期贷款仍然显著强于季节性



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 8月表内+表外票据融资延续强势



资料来源:wind, 平安证券研究所

三、财政发力仍存瓶颈

社融同比少增体现在货币供应量上,8月M1同比进一步下降0.7个百分点至4.2%,M2同比下降0.1个百分点至8.2%。按照2019年月度环比规模测算,后续M2增速或将在7.6%-8.1%区间窄幅波动,而M1增速或将进一步快速下滑,体现实体现金流状况的收敛。

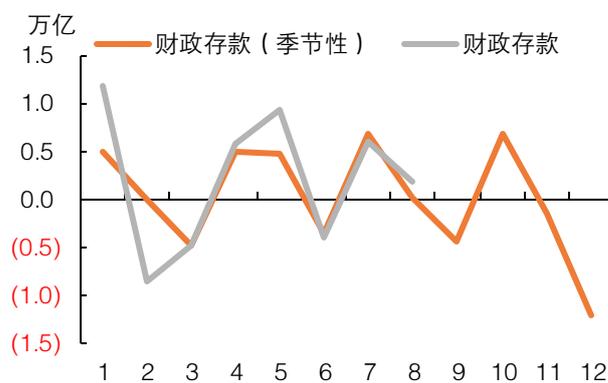
8月新增人民币存款1.37万亿,仍显著低于去年同期,存款余额增速继续下滑0.3个百分点至8.3%。其中,新增企业存款和居民存款均从上月的显著低于季节性,回到略高于季节性水平,体现其流动性状况有所好转;财政存款再度高于季节性水平,8月地方专项债发行有所提速,财政存款便增加较多,意味着财政发力仍然缺乏合适项目的落脚点,对后续基建回升不宜寄望过高;非银行业金融机构存款小幅超出季节性,资金仍然在金融体系沉淀相对较多。

图表9 预计 M1 同比还将快速回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 8月 财政存款再度强于季节性



资料来源:wind, 平安证券研究所

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_26445



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn