



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121080038

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《德邦证券宏观专题: 美联储货币政策框架和利率体系》

《德邦证券宏观专题: 本轮 taper 如何循序渐“退”》

《年底 taper 预期升温: 7 月 FOMC 纪要速评》

社融增速或在四季度抬升

——8 月货币信贷数据点评

投资要点:

- **社融和信贷增速惯性滑落指向经济融资需求依旧疲弱, 但是信用周期已在平滑筑底, 信贷增长和社融增速或在四季度抬升。**基于 2020 年 8 月份较高基数的政府债券净融资、2021 年以来逐月循序渐进收缩的“表外融资”和体现实体经济融资需求的企业中长期信贷等因素交互作用, 造成 8 月份社融存量增速惯性滑落的特征。
(1) 若以企业信贷和企业债净融资之和指征“市场信用”, 则“市场信用”已在 5 月份度过拐点; (2) 按照未来 4 个月的财政工作要求, 留足部分专项债额度待 12 月份发行的财政“后置”或从基数层面推动社融增速在四季度走高; (3) 8 月份“信贷多增、票据不弱”的格局或延续至 9 月, 体现出针对中小微企业的“政策性支持票据融资以缓解流动性”的定向“宽信用”政策和总量政策趋松的并行不悖。
- **货币政策应对: 结构性“定向宽信用”。**以结构性政策“定向宽信用”是货币政策的主要着力点, 在支小再贷款政策和支持票据融资政策之外, 9 月至 12 月推出针对碳减排政策支持企业的“绿色再贷款/再贴现”新型工具依旧给市场“定向降息”的想象空间, 且央行为维持未来 4 个月流动性缺口平稳, 依然需要“降准”对冲流动性缺口, 总量货币政策宽松空间并未收紧。
- **市场启示: 中债收益率并未穷尽下行之途、“定向宽信用”无碍狭义流动性宽松。**从“宽信用”政策出台到社融增速回升再到经济增速上行, 传导机制逐渐拉长, 指向宽信用政策对推动融资需求扩张、拉动经济增长的作用减弱。在本轮聚焦在向中小微企业定向宽信用, 且房地产融资约束没有放松的情况下, 宽信用传导至融资需求扩张, 对利率的边际抬升作用有限。在四季度碳减排定向支持工具等创新型货币政策工具仍然给予市场“定向降息”想象空间, 且未来 4 个月“降准”可能性并未完全打消的情况下, 中债收益率并未穷尽下行的空间。
- **风险提示: 通胀掣肘。**货币政策加码宽松的前提是通胀率不会形成掣肘, 8 月 PPI 同比增速超过 5 月份的高点显示年内通胀率依旧维持高位震荡, 且上中下游之间利润重分配加剧经济不平衡, 中观经济的“通胀”压力并未完全缓解要求政策更加着眼于解决结构性问题, 若三季度至四季度通胀率“二次冲高”, 或狙击央行货币政策宽松的节奏。



内容目录

1. 信贷需求惯性滑落、平滑筑底	3
1.1. 社融：增速延续惯性下行	3
1.2. 信贷：期限结构短期化	3
1.3. 债券融资：“市场信用”已现拐点	5
1.4. 票据融资：和新增信贷同向并行	6
2. 企业活化程度下降、M2-M1“剪刀差”扩张	7
3. 货币政策应对：结构性“定向宽信用”	7
4. 市场启示：中债收益率并未穷尽下行之途	8
5. 风险提示：通胀掣肘	9

图表目录

图 1：8 月份新增社会融资规模构成（单位：亿元）	3
图 2：8 月份新增人民币贷款构成（单位：亿元）	4
图 3：信贷期限结构短期化	4
图 4：“新增信贷+企业债券”表征的“市场信用”已经触底回升	5
图 5：票据融资“冲量”不阻碍中长期信贷投放	6
图 6：2021 年三季度财政存款少收且缓支	7
图 7：8 月 M2-M1 剪刀差和 CPI-PPI 剪刀差延续“背离”	7
图 8：8 月份新增人民币存款构成（单位：亿元）	7
图 9：10Y 国债收益率指向信贷和 M2 剪刀差或回落	8
图 10：社融和 M2 之差惯性回落提供做多债券的安全边际	8
表 1：2021 年 8 月至 12 月利率债发行预测	6

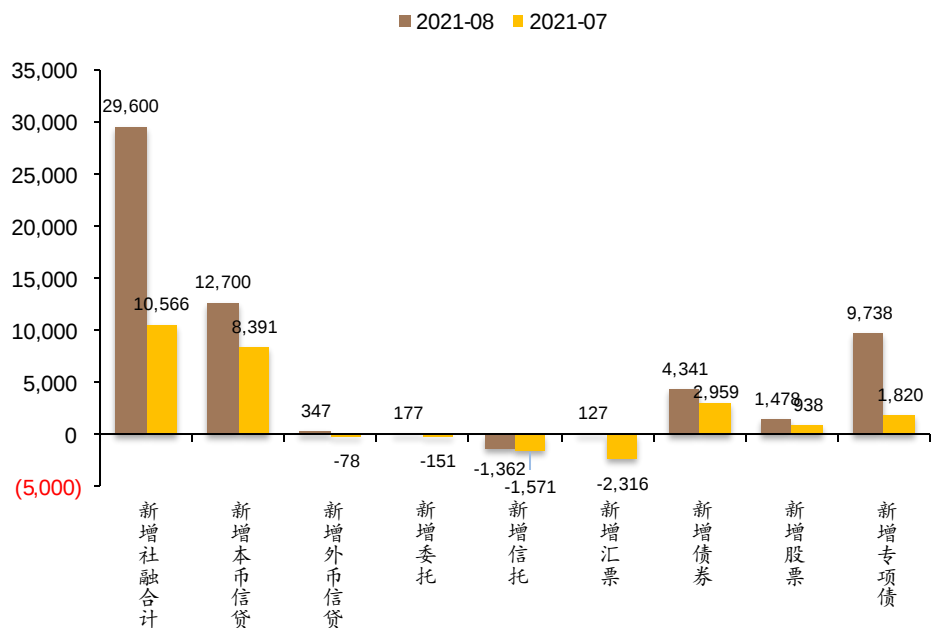
9月10日央行发布8月份金融统计数据显示:新增人民币贷款1.22万亿元,同比少增631亿元,本币信贷余额增速回落0.9个百分点至12.10%;新增社会融资规模2.96万亿元,同比少增6,295亿元,社融存量增速回落0.4个百分点至10.30%;M2同比增长8.20%,分别比7月和去年同期回落0.1%和2.2%;M1同比增长4.2%,分别比7月末和去年同期低0.7%和3.8%。社融和信贷增速惯性滑落指向经济融资需求依旧疲弱,但是信用周期已在平滑筑底,信贷增长和社融增速或在四季度抬升。

1. 信贷需求惯性滑落、平滑筑底

1.1. 社融：增速延续惯性下行

社融三季度惯性滑落筑底、四季度或有抬升。8月社会融资规模存量同比增速较7月份的10.70%回落0.4个百分点至10.30%，剔除政府债之后的“旧口径社融”增速则为9.6%，回落0.2个百分点。从主要拖累项目来看，基于2020年8月份较高基数的政府债券净融资、2021年以来逐月循序渐进收缩的“表外融资”和体现实体经济融资需求的企业中长期信贷等因素交互作用，造成8月份社融存量增速惯性滑落的特征。

图1：8月份新增社会融资规模构成（单位：亿元）

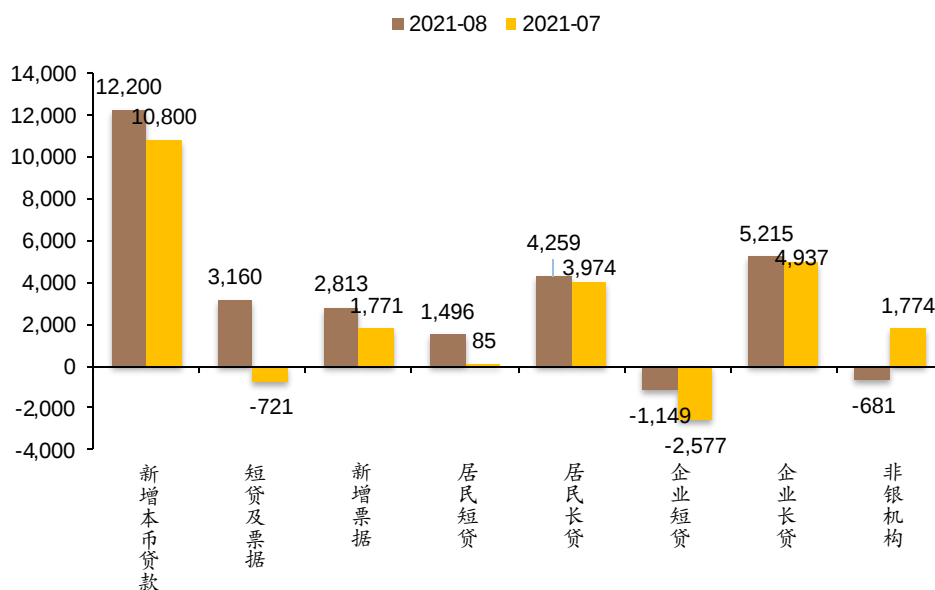


资料来源：Wind，德邦研究所

1.2. 信贷：期限结构短期化

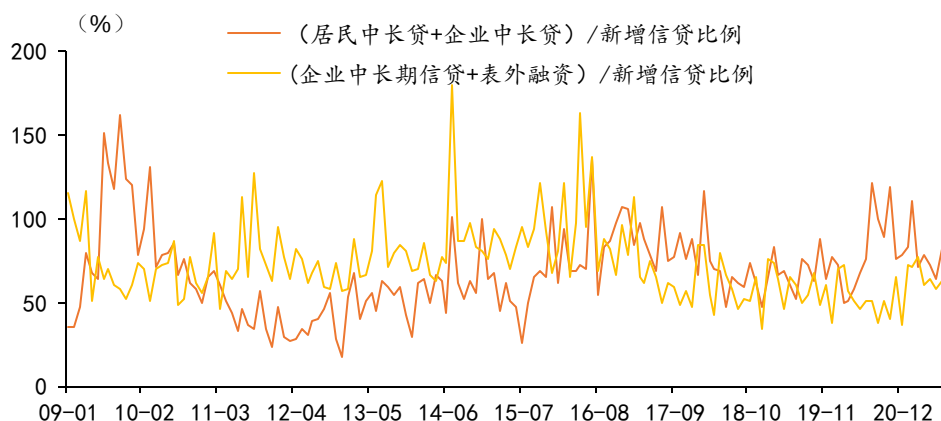
社融分项对实体经济发放贷款增加1.27万亿元，和去年同期相比少增1,488亿元；增添非银贷款之后的金融机构口径新增本币贷款1.22万亿元，比上年同期少增631亿元。信贷总量不弱且投放节奏没有弱于季节性。然而分部门拆解信贷结构，居民和企业部门中长期融资需求继续回落，信贷期限结构短期化，8月份企业部门和居民部门中长期信贷占比回落4.84个百分点至77.66%。

图 2：8 月份新增人民币贷款构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：信贷期限结构短期化



资料来源：Wind，德邦研究所

从企业部门来看，8 月份新增企业贷 6,963 亿元，同比多增 1,166 亿元。其中短期贷款、票据融资和中长贷款分别新增-1,149 亿元、2,813 亿元和 5,215 亿元，和 2020 年 8 月份相比分别多减 1,196、多增 4,489、少增 2,037 亿元。企业部门融资结构显示出：(1) 在二季度度过经济景气度高点后，企业部门资本开支增速放缓，拖累中长期信贷增长；(2) 企业部门多短期贷款萎缩表明企业部门日常经营性现金流需求较低，且经过二季度经营贷违规流入房地产的专项整治在 7 月底结束之后，短期贷款需求弱化；(3) 在企业部门资本开支需求减弱的同时，金融机构依赖票据冲量抵补信贷额度，且央行“引导金融机构开展票据贴现和标准化票据融资”政策导向支撑票据融资维持高位。

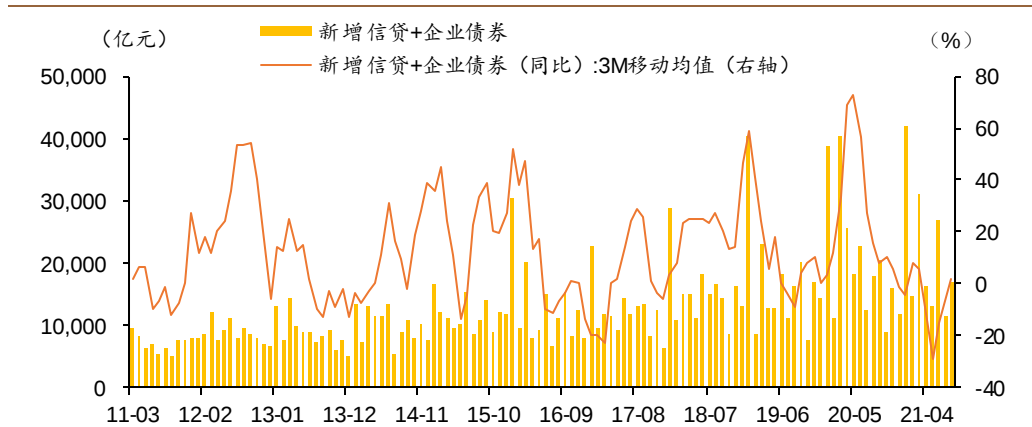
从居民部门来看，8 月份新增居民贷款 5,755 亿元，同比少增 2,660 亿元。其中短期贷款、中长期贷款分别新增 1,496 和 4,259 亿元，和 2020 年 8 月同期相比分别少增 1,348 和 1,312 亿元。体现购房按揭贷款的中长期信贷和指向消费需求的短期信贷同步走弱，指向 2021 年下半年趋严的房地产信贷政策继续管控

居民部门按揭贷款增长，根据不完全的微观调研，从6月份开始部分银行信贷额度已经用完，再无新增房贷额度可批，且按揭贷款放款流程从2020年底的3个月周期延长至2021上半年的4个月，再到6月份之后的6个月乃至更长，均制约居民部门中长期贷款增长。

1.3. 债券融资：“市场信用”已现拐点

“市场信用”度过拐点、缓慢攀升。8月企业债净融资4,341亿元，同比多增682亿元。从Wind口径统计的企业债到期和发行来看，尽管7月初“降准”推动无风险利率下降，但是7月至8月企业债总发行量分别为8,901亿元和8,313亿元，净融资额则为8,597亿元和7,905亿元，在市场利率下滑的背景下企业债融资反而连续缩量，说明在企业融资行为之外，行业监管因素或也对债券融资产生了引导作用。若以企业信贷和企业债净融资之和指征“市场信用”，则“市场信用”已在5月份度过拐点。截止9月10日统计，9月份企业债总发行量已经达到4,965亿元，净融资量攀升至4,663亿元，若企业债融资延续此趋势，则9月份企业债融资或超过6月份的峰值水平。

图4：“新增信贷+企业债券”表征的“市场信用”已经触底回升



资料来源：Wind，德邦研究所

8月份政府债券净融资9,738亿元，同比少增4,050亿元。8月份政府债券净融资规模达到9,738亿元，较7月份的1,820亿元环比大幅回升，且达到年内新高，然而对比2020年8月至9月分别达到13,788亿元和10,116亿元的基数相比，预计9月份政府债券净融资或依旧对社融增速形成小幅拖累。9月8日国家发改委表示“指导督促各地方对今年后几个月拟发行专项债券的项目，抓紧完成开工前的各项准备工作，推动专项债券发行后尽快投入项目建设”，按照未来4个月的财政工作要求，留足部分专项债额度待12月份发行的财政“后置”或从基数层面推动社融增速在四季度走高。

表 1：2021 年 9 月至 12 月利率债发行预测

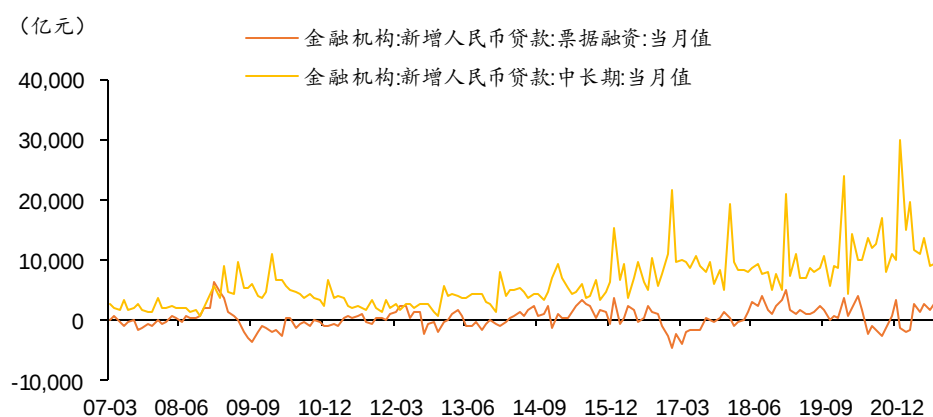
月份	国债净发行预测 (1)	地方政府专项债发行预测		国债净发行+新增地方专项债供给	
		根据 1 月至 8 月发行进度 (2)	完全根据计划发行 (3)	(1) + (2)	(1) + (3)
3 月	1226	264	264	1490	1490
4 月	-303	2056	2056	1753	1753
5 月	2064	3520	3520	5584	5584
6 月	2635	4303	4303	6939	6939
7 月	-1658	3392	3392	1734	1734
8 月	4381	5182	6300	9563	10681
9 月 (E)	6806	3583	4522	10389	11328
10 月 (E)	2774	4833	4520	7607	7294
11 月 (E)	2567	4833	4520	7399	7086
12 月 (E)	7800	4833	4520	12633	12320

资料来源：Wind、德邦研究所

1.4. 票据融资：和新增信贷同向并行

9 月 1 日召开的国常会上，在通过新增 3000 亿元支小再贷款和支持票据再贴现之外，提出要“引导金融机构开展票据贴现和标准化票据融资，人民银行提供再贴现支持，缓解中小微企业占款压力”，结合票据融资利率从 8 月下旬开始回升，市场依据经验性的票据“冲量”和中长期信贷投放之间负相关的经验，我们认为 8 月份之后实体经济票据融资需求下降，中长期信贷投放回升。而从 8 月份金融数据结构来看，票据融资当月环比增加 1,042 亿元至 2,813 亿元的同时，中长期信贷亦环比增加 563 亿元至 9,474 亿元，8 月份“信贷多增、票据不弱”的格局或延续至 9 月，体现出针对中小微企业的“政策性支持票据融资以缓解流动性”的定向“宽信用”政策和总量政策趋松的并行不悖。

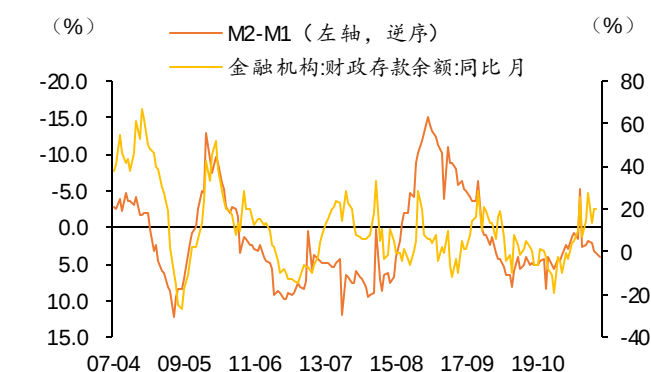
图 5：票据融资“冲量”不阻碍中长期信贷投放



资料来源：Wind、德邦研究所

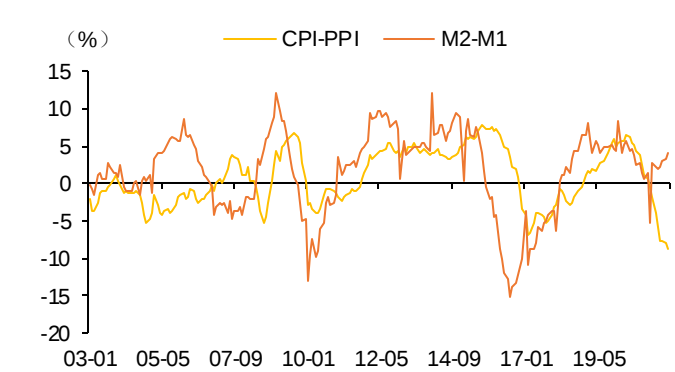
2. 企业活化程度下降、M2-M1“剪刀差”扩张

图 6：2021 年三季度财政存款少收且缓支



资料来源：Wind，德邦研究所

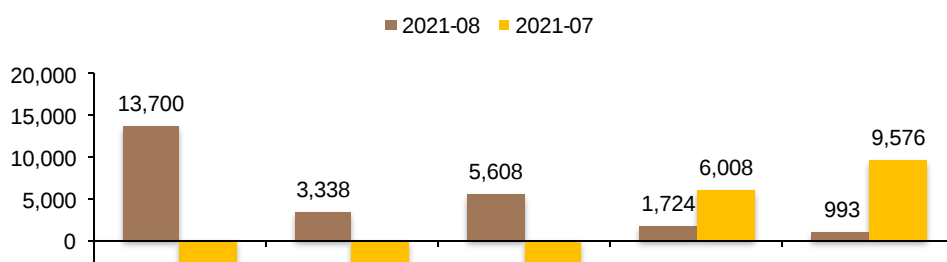
图 7：8 月 M2-M1 剪刀差和 CPI-PPI 剪刀差延续“背离”



资料来源：Wind，德邦研究所

8 月份 M2 同比增长 8.2%，较 7 月回落 0.1 个百分点；M1 同比增长 4.2%，较 7 月回落 0.7 个百分点，M1 增速较多下行推动 M2 与 M1 剪刀差扩张。(1) 居民部门存款增加 3,338 亿元，同比少增 635 亿元，且企业部门存款增加 5,608 亿元，同比少增 1,883 亿元，指向企业部门流动性条件走弱的 M1 较多下行，或是继续受到房地产销售放缓的影响，当房地产这一“信用派生机制”受限之后，从居民存款向企业存款的转移机制失效，信用扩张机制的缺失或继续是“宽信用”政策的阻点。(2) 从走阔的 M2-M1 剪刀差和财政存款之间的关系来看，8 月份财政存款增长 1,724 亿元，和 2020 年同期相比少增 3,615 亿元，财政存款少增的原因依然是和 2020 年 8 月相比，今年 8 月政府债券融资相对较少，且财政支出力度弱于去年，体现在央行资产负债表中 2021 年 7 月财政存款余额同比增速超过 20%。

图 8：8 月份新增人民币存款构成（单位：亿元）



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_26447

