

总量研究

实际融资难言改善，利率仍将维持低位

——2021年8月金融数据点评

要点

事件：2021年9月10日，中国人民银行公布8月货币金融数据。社融新增2.96万亿，同比少增0.63万亿，前值1.06万亿，存量同比增速10.3%，前值10.7%；人民币贷款新增1.22万亿，同比少增631亿元，前值1.08万亿；M2同比增速8.2%，前值8.3%。

核心观点：8月新增社融略超市场预期，表现超出季节性因素，主要受两方面因素驱动：一是，滞后发行的政府债券融资开始发力，带动直接融资多增6858亿元(与2019年同期相比)；二是，根据现有数据倒推8月其他融资新增2054亿元，相较2019年同期多增1434亿元。向前看，政府债券仍有约39179亿元新增额度未使用，相较去年同期多13280亿元，将对后续新增社融形成较强支撑。因而，预计社融增速将于9月探明底部，四季度逐渐回升至10.5%左右。

市场方面，8月新增社融虽然小幅超出市场预期，但结构表现并不亮眼，表内信贷需求仍然较为疲弱，尤其是表征实际融资需求的对私、对公信贷，均延续同比收缩态势。同时，考虑到经济增速下行节奏有所加快，货币政策易松难紧。因而，预计十年期国债收益率仍将保持低位震荡，等待货币政策的进一步反映。

社融：直接融资开始发力，社融收缩渐近尾声

8月新增社融2.96万亿元，小幅高于市场预期，主要源于直接融资以及尚未公布的其他融资，对新增社融形成明显拉动作用。

结构上来看，与2019年同期相比，8月表内融资多增249亿元，表外融资少增43亿元，直接融资多增6858亿元。另外，从目前已经公布的分项来看，表内融资、表外融资以及直接融资规模仅为27546亿元，距离2.96万亿元仍有约2054亿元的其他融资，据此推算，相较2019年同期，其他融资多增1434亿元。

信贷：信贷需求较为疲弱，信贷结构持续恶化

8月新增信贷1.22万亿，与2020年同期相比少增631亿元，与2019年同期相比多增100亿元。总量上来看，新增信贷需求较为疲弱，对表外融资收缩的承接作用大幅减弱。结构上，票据融资是主要的支撑项，居民贷款和企业贷款均呈现同比收缩态势。可以看到，今年以来，新增对公中长期贷款占新增信贷的比例持续下行，而新增票据融资占新增信贷的比例持续上行。

在信贷资源供给充裕，企业信贷需要明显回落的背景下，我们看到，8月下旬同期限银票转贴现利率与SHIBOR利差明显收窄，表明商业银行月末冲量意向有所缓和，通过下沉信贷主体等措施加大信贷投放的意愿有所增强。因而，预计后续新增信贷仍有支撑，不会明显走弱，但也难言改善。

货币：M1增速大幅下行，利率预计低位震荡

M1同比增速大幅下行，反映企业活力有所收缩。8月M2同比增速为8.2%，较7月小幅下行0.1个百分点；M1同比增速为4.2%，较7月大幅下行0.7个百分点；M2与M1同比增速差，由3.4个百分点走阔至4.0个百分点。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004

021-52523802

liuwuh@ebsecn.com

相关研报

为什么社融明显弱于市场预期？——2021年7月金融数据点评（2021-08-11）

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

全面降准，央行亮剑——7月9日全面降准点评（2021-07-10）

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评（2021-07-08）

如何看待下半年利率走势？——光大宏观周报（2021-07-04）

美联储的抉择：加息减速，缩减加速——美联储观察系列一（2021-06-28）

企业信贷持续强劲，社融回落速度将趋于收敛——2021年5月金融数据点评（2021-06-10）

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报（2021-06-06）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

外部扰动影响有限，政策基调延续稳健——2021年一季度货币政策执行报告点评（2021-05-12）

新增社融读数不佳，究其缘由实则不弱——2021年4月金融数据点评（2021-05-12）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

一、直接融资开始发力，社融收缩渐近尾声	3
二、信贷需求较为疲弱，信贷结构持续恶化	5
三、M1 增速大幅下行，利率预计低位震荡	8

图目录

图 1：8 月新增社融略强于季节性	3
图 2：8 月新增社融结构	3
图 3：8 月社融新增与 2020 年同期比较	4
图 4：8 月社融新增与 2019 年同期比较	4
图 5：8 月政府债券融资开始发力	4
图 6：政府债券后续到期量将明显收缩	4
图 7：8 月票据承兑、贴现矛盾有所缓和	5
图 8：8 月下旬票据贴现利率明显上行	5
图 9：8 月新增人民币贷款较为疲弱	5
图 10：新增信贷中的对公中长期贷款占比下行	5
图 11：8 月信贷新增与 2020 年同期比较	6
图 12：8 月信贷新增与 2019 年同期比较	6
图 13：8 月下旬转贴现利率大幅回升	7
图 14：信贷环境维持宽松	7
图 15：M1 增速大幅下行，M2 与 M1 增速剪刀差扩大	8
图 16：社融与 M2 同比增速差继续下行	8

表目录

表 1：清查消费贷违规流入购房领域的政策	6
表 2：各地陆续上调房贷利率	7

事件：2021年9月10日，中国人民银行公布8月货币金融数据。社融新增2.96万亿，同比少增0.63万亿，前值1.06万亿，存量同比增速10.3%，前值10.7%；人民币贷款新增1.22万亿，同比少增631亿元，前值1.08万亿；M2同比增速8.2%，前值8.3%。

核心观点：

8月新增社融略超市场预期，表现超出季节性因素，主要受两方面因素驱动：一是，滞后发行的政府债券融资开始发力，带动直接融资多增6858亿元(与2019年同期相比)；二是，根据现有数据倒推8月其他融资新增2054亿元，相较2019年同期多增1434亿元。向前看，政府债券仍有约39179亿元新增额度未使用，相较去年同期多13280亿元，将对后续新增社融形成较强支撑。因而，预计社融增速将于9月探明底部，四季度逐渐回升至10.5%左右。

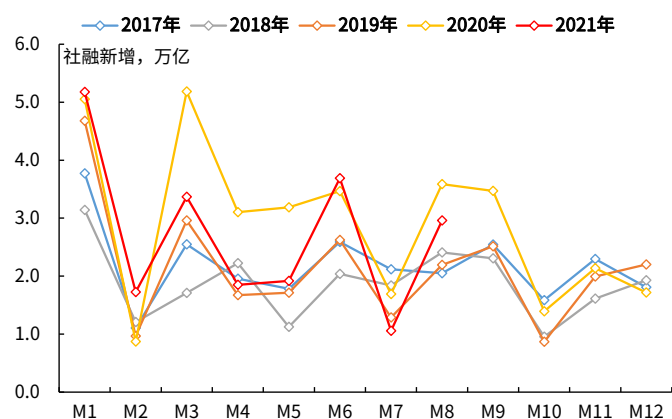
市场方面，8月新增社融虽然小幅超出市场预期，但结构表现并不亮眼，表内信贷需求仍然较为疲弱，尤其是表征实际融资需求的对私、对公信贷，均延续同比收缩态势。同时，考虑到经济增速下行节奏有所加快，货币政策易松难紧。因而，预计十年期国债收益率仍将保持低位震荡，等待货币政策的进一步反映。

一、直接融资开始发力，社融收缩渐近尾声

8月新增社融2.96万亿元，小幅高于市场预期(Wind一致预期)，主要源于直接融资以及尚未公布的其他融资，对新增社融形成明显拉动作用。

结构上来看，与2019年同期相比，8月表内融资多增249亿元，表外融资少增43亿元，直接融资多增6858亿元。另外，从目前已经公布的分项来看，表内融资、表外融资以及直接融资规模仅为27546亿元，距离2.96万亿元仍有约2054亿元的其他融资，据此推算，相较2019年同期，其他融资多增1434亿元。

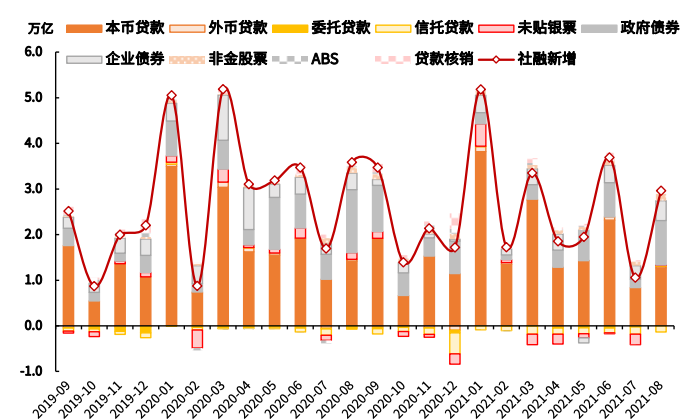
图1：8月新增社融略强于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2021年8月

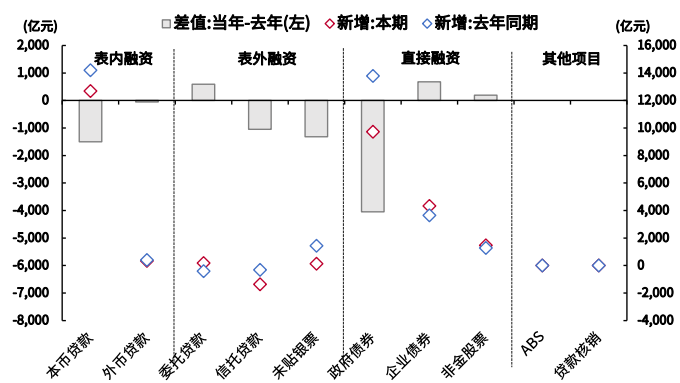
图2：8月新增社融结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

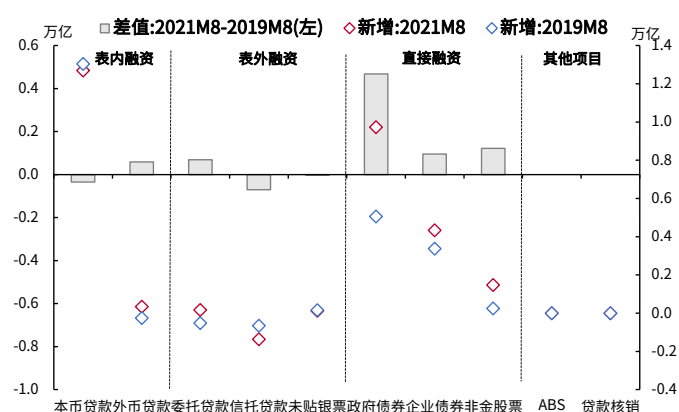
数据截至2021年8月

图 3：8 月社融新增与 2020 年同期比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：8 月社融新增与 2019 年同期比较

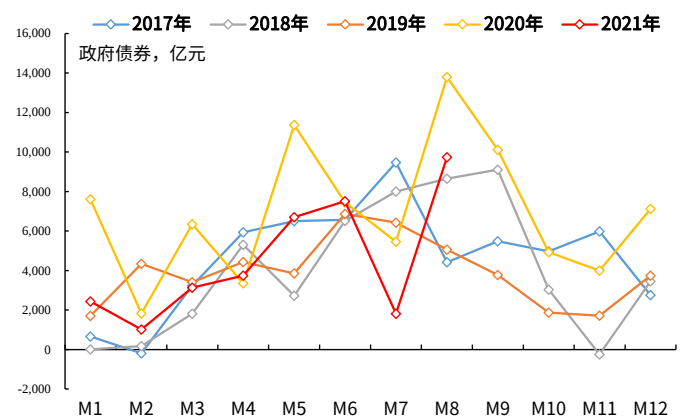


资料来源：Wind，光大证券研究所

政府债券融资开始发力，向前看，年内仍将对新增社融形成明显支撑。根据 Wind 债券发行数据，8 月政府债券总发行量为 15444 亿元，总偿还量为 5929 亿元，净融资额为 9515 亿元。

向前看，截至 2021 年 8 月末，剔除占用 2020 年额度的 682 亿元后，地方政府债券新增 24082 亿元，占全年地方政府债务新增限额的 54% 左右；国债净融资额 8471 亿元，占全年中央赤字额度的 31% 左右。也就是说，9 月-12 月，政府债券融资仍有 39179 亿元的新增额度。相较去年同期 25899 亿元的新增政府债券融资量，预计多增 13280 亿元，平均到每个月便是多增 3320 亿元。因而，预计政府债券融资仍将对 9 月-12 月的新增社融形成较强支撑。

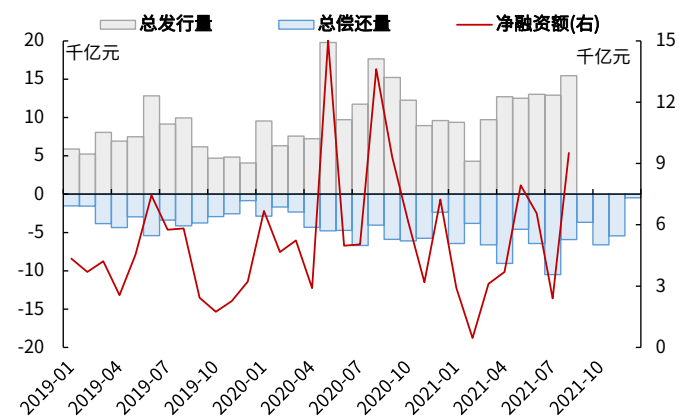
图 5：8 月政府债券融资开始发力



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 8 月

图 6：政府债券后续到期量将明显收缩



资料来源：Wind，光大证券研究所

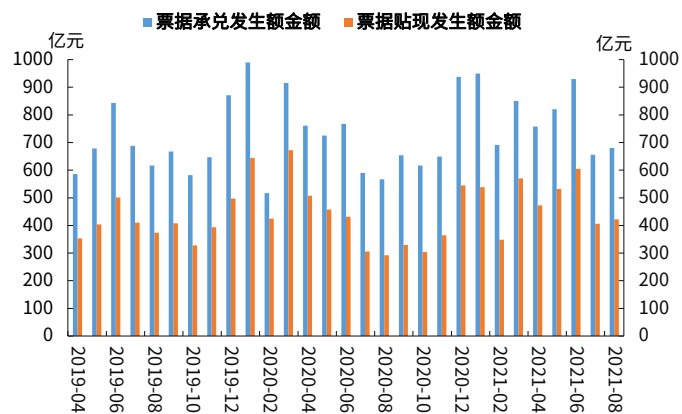
数据截至 2021 年 8 月

数据说明：2021 年 9 月-12 月政府债券总偿还量，是基于 2021 年 9 月 10 日之前已发行的政府债券的到期日推测得出

表外融资收缩幅度趋于缓和，向前看，表内票据对表外票据挤压的缓和趋势预计将会延续。8 月末贴现银行承兑汇票新增 127 亿元，相较于 3 月到 7 月份月均 -1582 亿元的新增量，收缩趋势得到明显改善。这主要得益于两个方面的因素，一是，相较于去年同期，一级市场的票据承兑量有所上行；二是，人民银行于 8 月 23 日召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，向商业银行传递出“增强信贷总量增长的稳定性”的政策要求，使得商业银行通过票据贴现冲量的需求有所缓

和。向前看，预计这一趋势在年内将会得到延续，表外融资对新增社融的拖累，将主要集中于信托贷款和委托贷款。

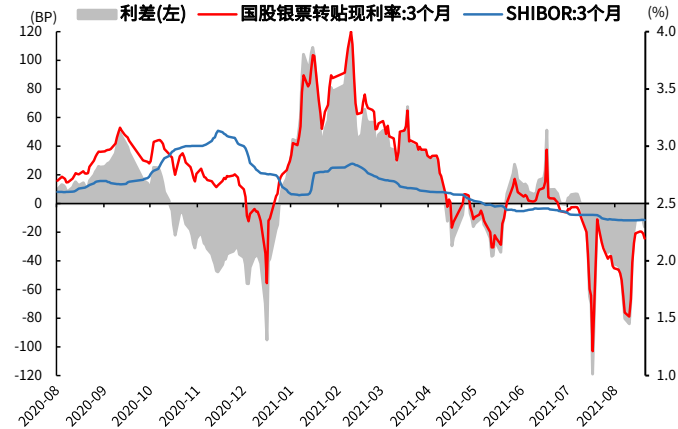
图 7：8 月票据承兑、贴现矛盾有所缓和



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 8 月

图 8：8 月下旬票据贴现利率明显上行



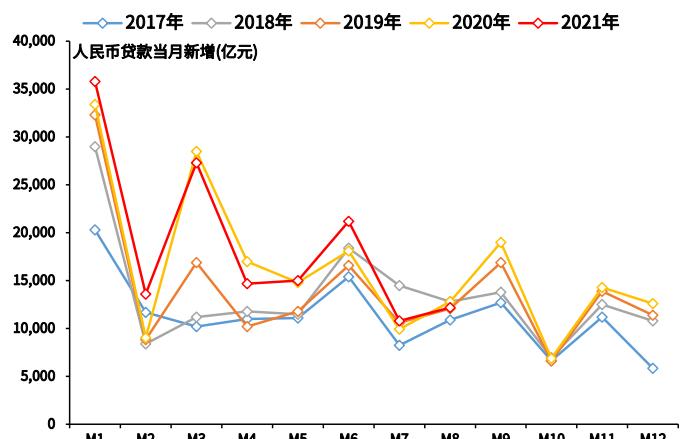
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 8 月

二、信贷需求较为疲弱，信贷结构持续恶化

信贷需求较为疲弱，信贷结构持续恶化。8 月新增信贷 1.22 万亿，与 2020 年同期相比少增 631 亿元，与 2019 年同期相比多增 100 亿元。总量上来看，新增信贷需求较为疲弱，对表外融资收缩的承接作用大幅减弱。结构上，票据融资是主要的支撑项，居民贷款和企业贷款均呈现同比收缩态势。可以看到，今年以来，新增对公中长期贷款占新增信贷的比例持续下行，而新增票据融资占新增信贷的比例持续上行。

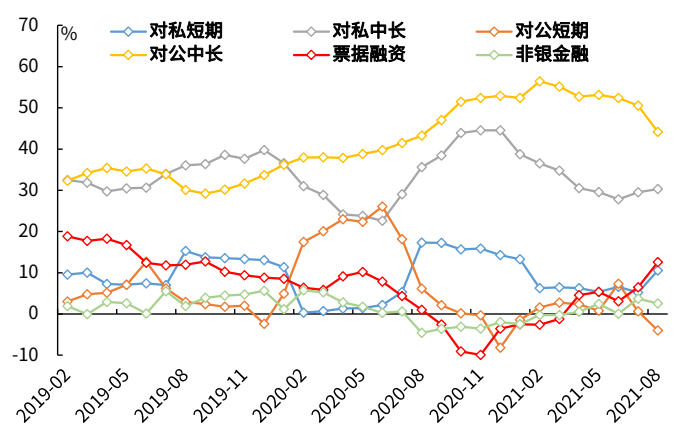
图 9：8 月新增人民币贷款较为疲弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 8 月

图 10：新增信贷中的对公中长期贷款占比下行

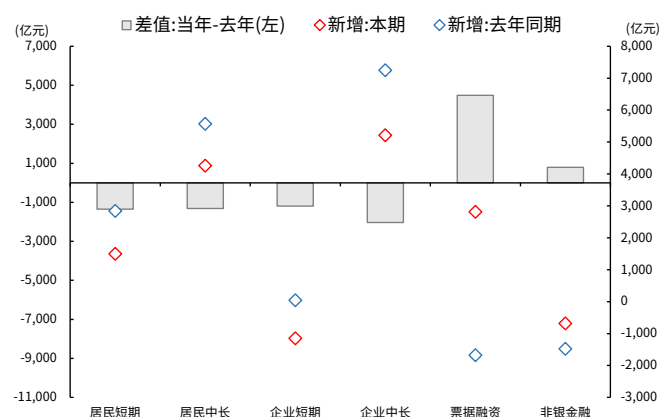


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 8 月

数据说明：图中数据为各个分项新增贷款占新增信贷的比例

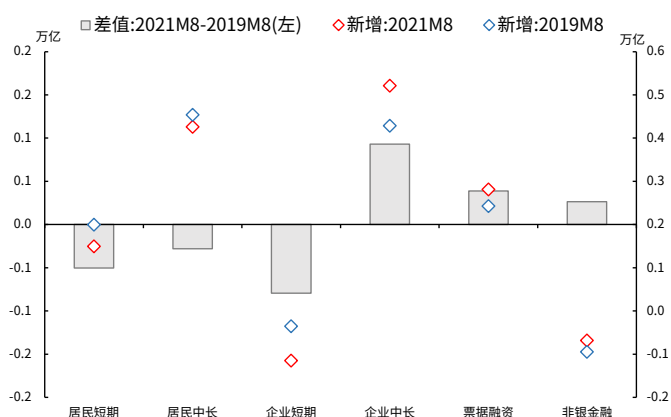
图 11: 8 月信贷新增与 2020 年同期比较



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 8 月

图 12: 8 月信贷新增与 2019 年同期比较



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 8 月

居民端来看，一方面，3 月份以来央行等部委持续收紧房贷政策，并逐步收紧违规流入房地产领域的信贷排查工作，叠加部分城市已经开始上调房贷利率，房贷政策趋紧的效果开始逐渐显现。同时，可以看到，百城住宅价格指数同比增速自 5 月以来持续收缩，地产销售面积与销售额同比增速也呈现明显回落态势。另一方面，8 月份新冠疫情本土确诊病例的增加，社交限制也在一定程度上对居民消费产生了负面影响，进而对居民短期信贷产生拖累。

表 1: 清查消费贷违规流入购房领域的政策

出台时间	具体政策
2021-09-01	长沙市政府办公厅出台《关于加强我市住房租赁市场管理的意见》，规定禁止套取使用住房租赁消费贷款，不得以租金分期、租金优惠等名义诱导承租人使用住房租赁消费贷款。
2021-07-22	住建部表示，下一步将完善房地产企业三线四档融资管理规则，落实银行房地产贷款集中度管理，坚决查处经营贷、消费贷、信用贷违规用于购房。
2021-06-17	河南银保监局官网印发《河南银行业保险业支持郑州市高质量发展的指导意见》的通知，严控个人经营性贷款和消费贷款等各类资金违规流入房地产领域，努力促进郑州市房地产市场平稳健康发展。
2021-06-16	无锡市发布《市县联动、促进房地产市场平稳健康发展》的通知，要加强部门协同，形成调控合力；要联手金融监管部门采取措施，严查经营贷、消费贷违规流入房地产市场。
2021-06-15	4 月中旬以来，厦门市 10 部门联合开展整治二手房市场专项行动，通过自查及监管排查查实贷款违规流入房地产领域 2725 笔共计 17.93 亿元，其中确认被“炒房”组织直接套取 114 笔共计 1.01 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_26455

