



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

“稳货币、宽信用”的格局不变

——2021年8月份金融数据点评

日期： 2021年09月14日

分析师： 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

相关报告:

中国通胀全景分析

■ 主要观点

信贷增长、货币增长双双低于预期

由于经济低迷和物价高涨的经济复杂态势，市场对货币环境的前景存在较大分歧。整体而言，当前市场对未来货币、信贷的增长预期，分歧中整体平稳，并受近期货币、信贷的增长情况和政策变动影响很大，趋势外推成为市场主流预期。(8.0, 8.5)是当前(2Q-6Q)中国经济合意增速，也是货币当局的优先选择，从而中国货币增长实际上成了一种“刀刃式”的增长！

经济平稳决定信贷需求平稳

在货币内生时代，经济体系本身运营状况是决定信贷需求的基本因素。经济景气上行时期，信贷需求增加，金融体系会自动追加信用投放；反之则返。为了避免金融通过“金融加速器”对经济波动产生的放大作用，货币当局通常会通过利率手段进行干预，以尽量减缓经济上行或下降对社会的产生冲击。当前中国经济平稳的状态，正是决定中国信贷和货币增长的平稳基础。金融机构感觉“放贷难”和企业感觉“融资难”并存的局面，未来将在较长时期内存续。

信贷期限长期化和“稳货币、宽信用”的格局不变

信贷期限结构基本上也是由经济环境决定的，企业部门的长期化特征，显然直接体现了当期经济运行状态；居民部门的信贷期限长期化，则更多体现了楼市泡沫延续的特征。虽然从增速上看，社会融资增速仍然低于信贷增速，但仍维持了高于货币增速的态势。货币内生下，货币平稳不改宽信用发展格局。尽管社会融资增长也因季节性波动回落，但信贷增速超越货币增速的传统“宽信用”格局不变。实际上，尽管货币增速回落，市场对货币环境的整体感觉仍是宽松！

利率平稳延续了资本市场稳中趋活跃局面

货币市场利率平稳决定了资本市场的平稳格局，经济体系中的通胀虽然仍维持高位，但利率下降趋势仍然促成了市场的稳定和繁荣，资本市场稳步缓升趋势不变。利率是决定金融资产价格的中枢，也是决定金融市场趋势的基础，中国融资利率的下降趋势，决定了中国资本市场长慢牛的特征——货币内生消除利率下降空间，市场上行空间彻底打开！

等待降息，期待降准

中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。由于ppi顶部运行时间延长降息时间或由Q4初延至Q4中后期！2021年已降准力度并不足以保证货币平稳，在降准和降息的交谊舞步上，下一拍显然是降息！

■ 风险提示

通胀继续上行,货币政策超预期改变，其它引发经济运行节奏改变因素。

目 录

事件： 8 月份金融数据公布	3
事件解析：数据特征和变动原因	4
1. 信贷增长、货币增长双低于预期.....	4
2. 经济平稳决定信贷需求平稳	5
3. 信贷期限长期化特征持续	6
事件影响：对经济和市场	8
4. “稳货币、宽信用”的格局不变.....	8
5. 利率平稳延续了资本市场稳中趋活跃局面.....	10
6. 中小企业融资利率转向平稳	10
事件预测：趋势判断	12
6. 等待降息，期待降准	12

图

图 1 中国信贷新增规模变化（月，亿元）	5
图 2 中国信贷增长的期限分布（亿元）	6
图 3 中国企业部门信贷增长的期限变化（亿元）	7
图 4 中国居民部门信贷增长的期限分布（亿元）	8
图 4 中国社融、信贷和货币增长的月度变化（%）	9
图 6 温州民间借贷利率转向走平态势（月/民间融资综合利率，Average-10D）	11

表

表 1 2021 年 8 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）	4
--	---

事件： 8 月份金融数据公布

广义货币增长 8.2%。2021 年 8 月末，广义货币(M2)余额 231.23 万亿元,同比增长 8.2%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 2.2 个百分点；狭义货币(M1)余额 62.67 万亿元,同比增长 4.2%，增速分别比上月末和上年同期低 0.7 个和 3.8 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.51 万亿元,同比增长 6.3%。当月净投放现金 342 亿元。

人民币各项贷款增长 12.1%。2021 年 8 月末，人民币贷款余额 187.8 万亿元，同比增长 12.1%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 0.9 个百分点。8 月份人民币贷款增加 1.22 万亿元，比上年同期少增 631 亿元。分部门看，住户贷款增加 5755 亿元，其中，短期贷款增加 1496 亿元，中长期贷款增加 4259 亿元；企（事）业单位贷款增加 6963 亿元，其中，短期贷款减少 1149 亿元，中长期贷款增加 5215 亿元，票据融资增加 2813 亿元；非银行业金融机构贷款减少 681 亿元。

人民币各项存款增长 8.3%。2021 年 8 月末，人民币存款余额 226.85 万亿元，同比增长 8.3%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 2 个百分点。8 月份人民币存款增加 1.37 万亿元，同比少增 5672 亿元。其中，住户存款增加 3338 亿元，非金融企业存款增加 5608 亿元，财政性存款增加 1724 亿元，非银行业金融机构存款增加 993 亿元。

8 月社会融资规模增量为 2.96 万亿元，比上年同期少 6295 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.27 万亿元，同比少增 1488 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 347 亿元，同比少增 50 亿元；委托贷款增加 177 亿元，同比多增 592 亿元；信托贷款减少 1362 亿元，同比多减 1046 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 127 亿元，同比少增 1314 亿元；企业债券净融资 4341 亿元，同比多 682 亿元；政府债券净融资 9738 亿元，同比少 4050 亿元；非金融企业境内股票融资 1478 亿元，同比多 196 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1. 信贷增长、货币增长双低于预期

6 月份实际货币增速公布后，我们认为或已达到年内高点，下半年货币增速将回落至 8.0 的中枢附近徘徊。中性稳健货币政策为货币当局多次明示，货币当局通过 OM 等操作维持了货币环境的平稳，使得缴税、政府债券发行、月末效应等临时性扰动对流动性环境的影响得以最小化，保持了金融市场流动性的平稳。由于经济低迷和物价高涨的经济复杂态势，市场对货币环境的前景存在较大分歧。整体而言，当前市场对未来货币、信贷的增长预期，分歧中整体平稳，并受近期货币、信贷的增长情况和政策变动影响很大，趋势外推成为市场主流预期——由于上月的信贷、货币增长再度回归平稳中枢，8 月份货币、信贷增速的市场预期重新回归了平稳。

2021 年 8 月末，广义货币(M2)余额 231.23 万亿元，同比增长 8.2%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 2.2 个百分点；8 月末，人民币贷款余额 187.8 万亿元，同比增长 12.1%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 0.9 个百分点。8 月份人民币贷款增加 1.22 万亿元，比上年同期少增 631 亿元。和市场预期比较，信贷和货币的增长双双弱于市场预期，但无论信贷新增规模和货币增长弱于市场预期程度都不大，货币和信贷实际增速都还落在了市场预期分布之内；信贷增速和规模增加，则处于市场预期密集区，两者均弱于市场预期的中值和均值。

表 1 2021 年 8 月的中国信贷和货币市场预期情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	13000	8.4	12.3
Average	13570	8.4	12.3
High	18200	8.5	12.4
Low	11000	8.1	12.2
No of Forecasts	31	30	12
SHSC	12500	8.3	12.3

数据来源：Reuters，上海证券研究所

按照货币增速和名义经济增速相适应的基准（初略计约为消除基数效应后的实际 GDP 增速+CPI，或者名义 GDP 增速），适宜的货币增速应该在 7-9 之间，由于经济运行实际上偏弱，因此货币当局实际上倾向于让货币增长位于区间上半部，但考虑到物价形势，又会尽量避免太靠近于合适区间上限。因此，(8.0,8.5) 是当前 (2Q-6Q) 中国经济合意增速，也是货币当局的优先选择，从而中

国货币增长实际上成了一种“刀刃式”的增长。

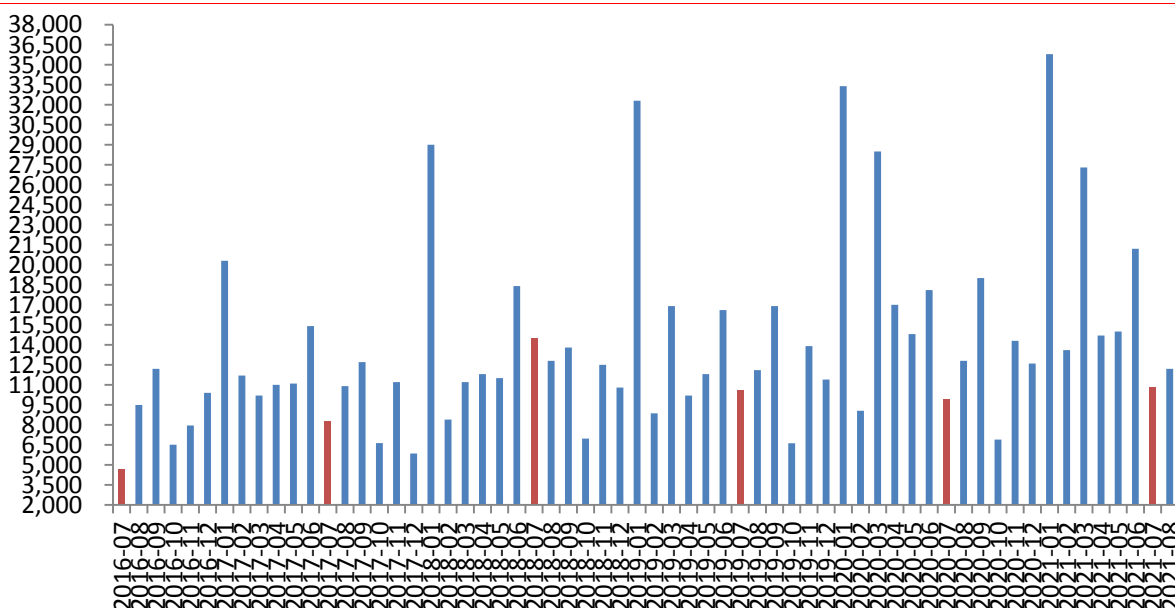
2.经济平稳决定信贷需求平稳

在货币内生时代，经济体系本身运营状况是决定信贷需求的基本因素。经济景气上行时期，信贷需求增加，金融体系会自动追加信用投放；反之则返。为了避免金融通过“金融加速器”对经济波动产生的放大作用，货币当局通常会通过利率手段进行干预，以尽量减缓经济上行或下降对社会的产生冲击。

在 2019 年前的货币外生时代，信贷增长变化主要取决于央行的意愿及相应的基础货币调控操作，但在货币转向内生后，金融机构行为和政策意向之间的偏差上升，央行的货币政策重心也转向结构性调整，即调整流动性分布，引导新增信贷定向投放，成为当前及未来货币政策的重点。在货币体系由外生转为内生后，信贷需求成为决定信贷增长的决定性力量。当前中国经济平稳的状态，正是决定中国信贷和货币增长的平稳基础。金融机构感觉“放贷难”和企业感觉“融资难”并存的局面，未来将在较长时期内存续。

在信贷和货币平稳的格局下，当月信贷和货币增长的波动，主要体现为季节性波动，7月新增信贷规模回落，主要是季节性回落；8月信贷增长的波动，也符合季节性波动特征，但季节性波动中仍然呈现了新增信贷增长的偏软态势。8月新增信贷比7月增加1400亿，但比去年同期低600亿。在货币内生背景下，信贷新增的疲软主要是信贷需求不足造成的，而信贷需求的不足，又是融资利率过高的结果。总而言之，经济体系内部的降息需求，已在逐渐酝酿中！

图 1 中国信贷新增规模变化（月，亿元）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

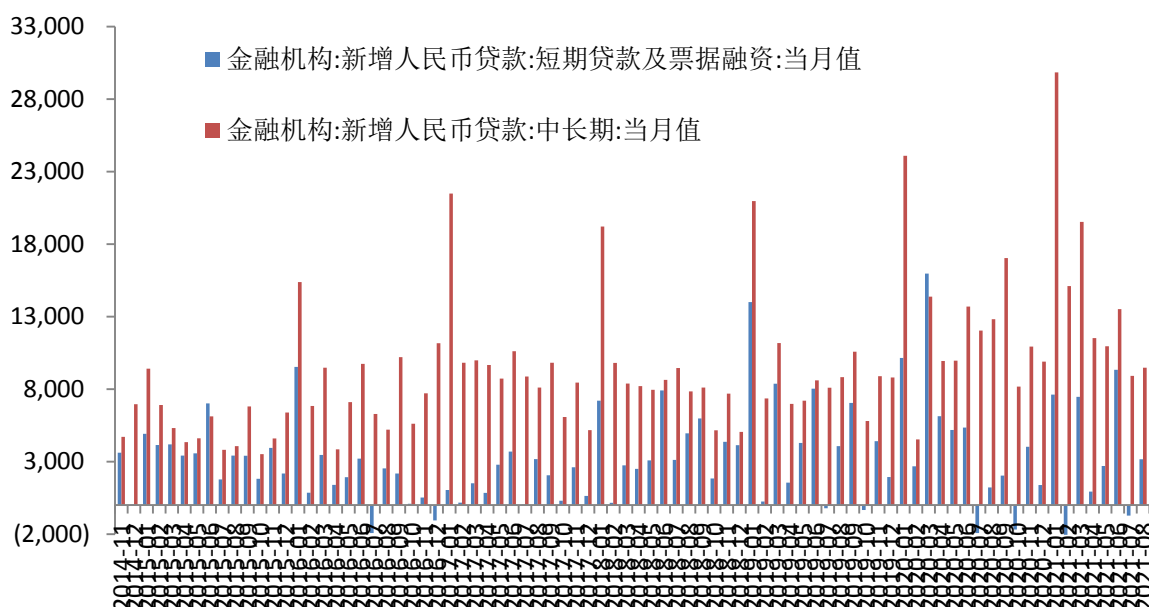
3. 信贷期限长期化特征持续

我们先前就指出, 6 月份新增信贷期限的均衡化是一个短期现象, 信贷期限的长期化趋势不会改变。实际上, 信贷期限结构基本上也是由经济环境决定的。经济低迷时期新增信贷期限的一个显著特征是长期化——经济低迷时当期融资需求下降, 政策激励项目大多集中于基础设施等改善长期经济增长潜力的项目, 因而信贷需求和政策投放也大都具有长期特征; 对中小企业的融资倾斜, 大都具有救助性质, 并不具有扩张效应。

因此, 自中国经济进入“底部徘徊”阶段以来, 大约 2016 年后, 新增信贷期限长期化, 就成了新增信贷期限分布的常态。在经济在各种激励和各种因时顺势短期因素作用下呈现临时加速回升时, 新增信贷期限也会临时趋于均衡化, 2021 年 H1 的表现便是如此, 直到 2021 年 6 月份时新增信贷期限分布均衡化达到阶段顶峰。

然而, 中国经济步入后疫情时代后虽然运行日渐稳固, 但实际运行状态仍低于疫情前, 按 2020-2021 年平均增速标准, 当前经济增长水准仅为危机前的 1/2-2/3 分位, 因此未来新增信贷期限再度回到长期化是不变的趋势。无论是居民部门还是企业部门, 均是如此, 毕竟经济处于底部的阶段特征不变。

图 2 中国信贷增长的期限分布 (亿元)



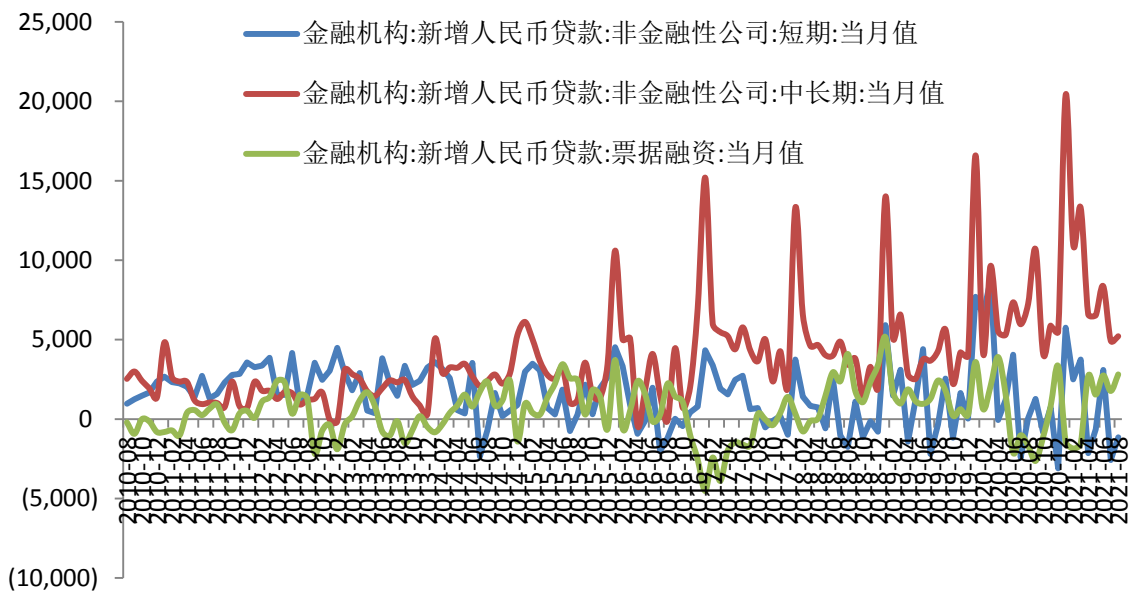
数据来源: Wind, 上海证券研究所

通常来说经济繁荣时期, 信贷的短期占比会提升, 原因是经济

活跃带来的经营性融资需求上升。而经济底部时期，经济活动中经营融资需求下降，政策性、激励性的信贷投放会增多，而这些政策性信贷投放通常是偏长期限的。因此新增信贷的长期化趋向，意味着信贷增长更多的仍是政策推动下金融机构主动投放的结果。经济活跃后非金融部门需求增长引起的信贷增长，通常会引起短期限的经营性融资比重上升。

企业部门的长期化特征，显然直接体现了当期经济运行状态。因此，企业信贷期限分布上无论整体波动如何，长期信贷都显著超出短期信贷增长。从企业部门看，2021年以来信贷期限的长期化成为企业部门信贷投放的显著特征，这和2020年疫情期间信贷期限均衡化的特征，构成了显著区别。2021年8月企（事）业单位人民币贷款增加6879亿元，其中，短期贷款减少1149亿元，中长期贷款增加5215亿元，票据融资增加2813亿元。

图3 中国企业部门信贷增长的期限变化（亿元）



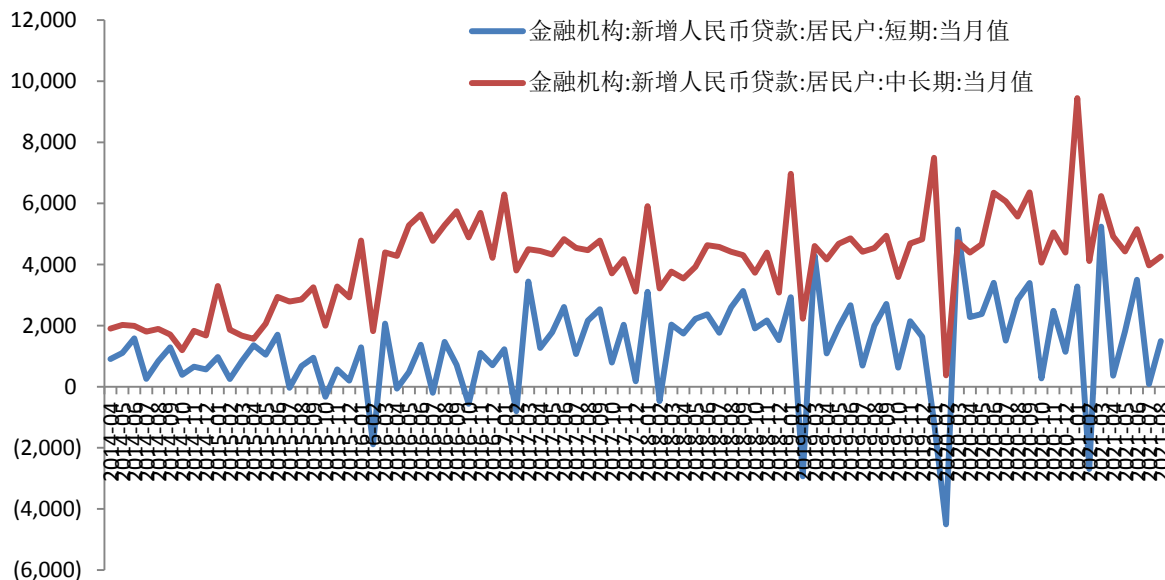
数据来源：Wind，上海证券研究所

居民部门的信贷期限长期化，则更多体现了楼市泡沫延续的特征。居民部门信贷期限的长期化结构，始于2015年，形成于2016年。2015年的股市繁荣催生了楼市上涨，2016年流动性由股市流向楼市，催生了楼市泡沫的膨胀，自此楼市泡沫在一个更高水平上延续至今。2021年8月份居民部门信贷新增规模扩张，继续保持了长期化态势，表明楼市需求仍很旺盛，笔者认为楼市投资属性不除，楼市需求带来的长期性居民信贷需求，就将持续保持高位。

从居民部门的信贷期限分布看，长期期限仍然是主流，按揭贷款增长仍然决定着居民信贷的增长状况。8月，居民部门贷款增长

5755 亿。其中，短期贷款虽然由上月的回落转为增长，但仅增长 1496 亿元，而当月中长期贷款增加 4295 亿元，仍维持了增长态势。我们认为：房地产领域仍然是居民部门新增信贷的主要流向地，楼市泡沫对金融的“向心”吸引力仍相当强大，楼市“虚火”仍旺。

图 4 中国居民部门信贷增长的期限分布 (亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

从实际情况看，楼市的活跃造就了居民部门信贷融资需求的高增长基础，前期部分居民甚至以各种名义套取银行短期资金，用作房产投资前期投入，由于以“经营贷”名目流入楼市等违规行为已得到遏制，居民部门新增信贷规模放缓同时长期化特征更趋明显。居民部门新增信贷的长期化，意味着居民楼市需求仍很旺盛；企业部门新增信贷的长期化，意味着经济当期运行状态仍偏软，支持投资和建设的、具有较高政策导向性的中长期贷款，仍是投放的主流！

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_26535



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn