

行业研究

社融增速或在9月触底

——2021年8月份金融数据点评

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

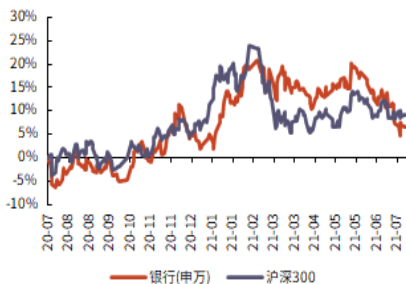
wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

010-56513030

liujie9@ebscn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

社融为何超预期走弱？——2021年7月份金融数据点评

超预期社融与全面降准相矛盾吗？——2021年6月份金融数据与全面降准点评

信贷好与社融弱背后的秘密——2021年5月份金融数据点评

4月社融增速大幅回落意味着什么？——2021年4月份金融数据点评

3月社融增速回落进一步印证信用收敛——2021年3月份金融数据点评

2月份社融数据缘何超预期？——2021年2月份金融数据点评

如何理解M2与社融增速的分化——2021年1月金融数据点评

要点

事件：

2021年9月10日，央行公布了8月份的金融统计数据：

(1) M2同比增长8.2%，增速较7月回落0.1个百分点；

(2) M1同比增长4.2%，增速较7月回落0.7个百分点；

(3) 新增人民币贷款1.22万亿，同比少增631亿；

(4) 社会融资规模新增2.96万亿，同比少增6253亿，社融增速为10.3%，较7月份下降0.4个百分点。

点评：

一、8月份新增人民币贷款延续7月“总量尚可、结构欠佳”状态，对公贷款增长疲软，银行仍面临“结构性资产荒”压力

2021年8月新增人民币贷款1.22万亿，同比少增631亿，基本符合我们的预期。尽管8月份贷款总量尚可，但结构依然欠佳，主要呈现如下特点：

(1) 对公贷款增长较为疲软，中长期贷款景气度有所下滑。8月份新增对公贷款1149亿，同比多减1196亿，且今年1月份以来同比持续回落，部分需求由票据业务填补。对公中长期贷款景气度同样有所回落，8月份新增5215亿，同比少增2037亿，占全部新增贷款比重为42.75%，较去年同期回落约14个百分点，显示出企业资本开支类支出有减弱态势。从整个8月份对公贷款投放来看：

一是融资需求依然较弱。高频数据显示：8月以来，工业生产景气度依然不高，粗钢日均产量均值为208万吨/天，环比下降6.78万吨/天，高炉开工率环比上行2.38个百分点至57.32%，但仍明显低于上半年水平。同时，在PPI与CPI缺口走阔情况下，加工制造业企业生产经营成本较高，在获得信贷资金后，不排除部分企业更多用于债务偿还，而非生产性投资，进而造成融资需求偏弱。

二是对公贷款利率已处于较低水平，性价比有限。预计8月份信贷投放依然呈现“两头凸、中间凹”的特点，股份制银行信贷投放相对疲软，对公贷款连续两个月呈现负增长。根据央行披露的数据：今年1-7月份对公贷款利率均值为4.63%（对优质企业贷款利率大致为1Y-LPR），较2020年12月份均值仅小幅上行2bp，显示出今年在货币政策回归正常化情况下，贷款利率呈现出较强的“阻尼系数”。对于股份制银行而言，较低的对公贷款利率已弱化了信贷业务的EVA比价和商业可持续性原则，投放对公贷款的经济效益相对较差，结构性有效需求不足和风险偏好下降导致的同时存在“不会投”和“不敢投”的情况。受此影响，部分银行对公贷款投放不足，并上调了下半年债券投资额度。

三是房地产开发贷持续负增长，城投平台新增融资减弱。Q2以来，银行对于房地产企业开发贷持续压量，造成这种现象的原因：

(1) 受2020年12月末出台的房地产贷款集中度管控政策，以及MPA考核约束（增量、存量占比）的影响，银行在年初开门红集中投放后，后续会有逐步调整的诉求。

(2) 各地监管部门对于银行投放房地产企业开发贷的授信集中度，逐步强化相关要求，造成部分集中度较高的银行表内开发贷压降。

(3) 目前，银行对于房地产企业贷款投放实施名单制，主要投放对象仍为头部机构。而在影子银行持续萎缩，弱资质房地产企业现金流压力加大，部分房企连续出现信用违约事件，使得银行风险偏好有所下降，整体对于房地产企业授信从紧。

另一方面，随着城投平台隐性债务监管趋严，部分更加侧重风险管控的国股银行，对城投平台的新增贷款投放支持减弱，加之政府债券发行后形成实物量需要时间，使得银行面临一定结构性“资产荒”局面，低风险的合意资产供给不足。

(2) 按揭贷款继续受控增长，不排除在监管政策方面适当微调。8月份居民中长期贷款新增4259亿，同比少增1312亿，连续四个月出现同比少增现象，占全部新增贷款比重为34.91%，较去年同期下滑8.61个百分点。Q2以来受房地产贷款集中度管控，以及部分热点城市调控升级影响，按揭贷款也受控增长。同时，监管部门采取了严查个人经营性贷款违规进入楼市，控制RMBS发行规模和速度以及窗口指导按揭贷款占比提升过快的机构加强管控等举措，按揭贷款额度稀缺性提升。目前，房地产企业现金流压力较大，后续不排除监管在RMBS发行与投资、MPA考核中对于信贷结构的要求等方面适当微调，后续按揭贷款利率上行空间可能也相对有限。

(3) 短期消费类贷款和信用卡贷款景气度有边际下降之势。8月居民短贷新增1496亿，同比少增1348亿，且连续两个月出现同比少增现象。1-8月份累计新增1.3万亿，同比多增1175亿，4-8月份新增7252亿，同比少增5163亿，若考虑到去年疫情得到有效控制后，居民消费需求出现恢复性增长，进而推高居民短贷基数，且今年对消费贷违规进入楼市的监管趋严，这部分水分被挤出后也会对数据造成一定影响。若对比2019年同期来看，今年4-8月份同比少增1149亿。整体来看，受7月份以来疫情散点发生，抗疫举措从严等因素影响，中小企业生存压力有所增加，居民端收入预期稳定性受到扰动，目前短期消费贷款和信用卡的景气度有边际下降之势。但从贷款投放意愿看，在结构性资产荒的情况下，商业银行均有加大零售非按揭领域信贷投放的意愿，资金供给相对充分，价格也有较强下行动力。

(4) 8月份票据融资延续正增长，预计9月份情况有所改善，票据利率趋于上行。量方面，8月票据贴现融资规模新增2813亿，同比多增4489亿，幅度相对较大，且延续了4月份以来的正增长态势，同比连续三个月呈现改善。价方面，8月上中旬票据利率持续下行，1M国股转贴利率在8月23日一度下行至0.54%，随后快速上行至2.3%左右，而在月末再度小幅下行，即银行月末并未显著的通过票据冲量满足贷款投放。结合票据融资的量价情况来看，我们有两方面推测：

一是8月份整体信贷投放景气度并不高，银行上中旬收票力度较大，特别是进入中旬阶段，收票需求较为旺盛，导致票据利率大幅下行。而进入下旬，银行适度加大了非票据类信贷的投放力度，使得票据利率出现反弹。

二是分机构类型来看，股份制银行“以票冲量”意愿更强，预计对全部金融机构票据融资的贡献度超过50%，较7月份显著提升，且大致呈现“月初冲量、月末调节”的特点。在此情况下，料国有大行和城农商行月末收票意愿弱于股份制银行。

9月份以来，票据利率持续上行，这一情况与7-8月份有所不同。究其原因：一方面，9月份是季末月份，银行信贷投放结构预计有所恢复，“以票冲量”情况将得到改善。另一方面，去年9月份票据承兑发生额为1.77万亿，显著高于7-8月份水平，即集中到期造成存量票源供给减少，也是造成9月票据利率上行的原因之一。

(5) 非银贷款投放下滑，既有季节性因素的影响，也与流动性环境不如7月份宽松有关。8月份非银贷款新增-681亿，环比下降2455亿，但同比少减

793 亿，有季节性因素的扰动（历史上，8 月份非银贷款较 7 月份多出现下滑）。但更为重要的是，7 月份在降准呵护之下，机构对未来流动性预期较为乐观，即便在临近月末时点，资金融出业务依然积极，并未转向防御模式，加之信贷需求偏弱，造成 7 月份非银贷款增长较快。而 8 月份政府债券净融资超过 9500 亿，料超储率进一步下滑至 1% 左右，流动性宽松度较 7 月份下降，非银贷款环比大幅下滑，一定程度上受资金面边际收敛的影响。

表 1: 2021 年 8 月份新增信贷规模与结构（亿元）

	当月新增	环比变动	同比变动
新增贷款	12200	1400	-631
票据融资	2813	1042	4489
居民短贷	1496	1411	-1348
居民中长期贷款	4259	285	-1312
非金融企业短贷	-1149	1428	-1196
非金融企业中长期贷款	5215	278	-2037
非银贷款	-681	-2455	793

资料来源：Wind，光大证券研究所

整体来看，在实体经济融资需求走弱的情况下，银行信贷投放延续“总量尚可、结构不佳”特点。同时，房地产调控从严背景下，表内开发贷料将持续负增长，按揭贷款受控增长，而城投平台隐性债务监管的趋严，使得银行依然面临一定结构性资产荒压力。

二、社融增量基本符合预期，预计增速将在 9 月份“触底”，后续小幅反弹

8 月份新增社融 2.96 万亿，同比少增 6253 亿，基本符合市场预期。社融存量同比增速为 10.3%，较 7 月份下降 0.4 个百分点。结构方面：

（1）信用债融资基本稳定。8 月份企业债净融资规模为 4341 亿，同比小幅多增 682 亿。从信用评级来看，AA-以下信用债净融资规模不足 300 亿，占比约 6.9%，同比下降约 25 个百分点。这反映出，今年企业债发行总量较为稳定，但受部分企业信用违约事件影响，市场风险偏好下降，企业债发行结构表现不佳，特别是 AA-及以下弱资质企业发行较为疲软，资源集中于优质企业。

（2）非标融资延续压降态势。委托+信托贷款新增-1185 亿，同比多减 454 亿，显示出非标压降仍在延续。未贴现票据新增 127 亿，同比少增 1314 亿，固然 8 月份票据到期量有所下降，但票据融资的大增，对存量票据形成一定消耗。

（3）政府债券发行节奏加快。8 月份政府债券净融资规模为 9738 亿，环比大幅改善 7918 亿，但同比依然少增 4050 亿，对社融增速形成约 1.6 个百分点的拖累。对于后续政府债券供给，近期发改委下发通知，要求各地在 10 月底前将一批符合条件、已完成前期工作的项目录入重大项目库，确保这批项目具备尽快开工建设的条件。同时，要求地方将预留部分专项债额度 12 月发行。这是对政治局会议要求“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年年底明年初形成实物工作量”的落实措施，也进一步强化了财政托底的预期。初步测算，9-12 月份政府债券月均净融资规模有望在 8000 亿以上，旨在起到稳定基建投资的作用。

从 8 月份的社融数据表现看，影子银行融资仍处于压降通道，高风险地区直接融资体系企业债融资力度减弱，使得银行“表外”信用体系面临持续供给收缩压力，并对社融增速形成了较强拖累，后续需要表内融资发力来补位社融缺口，“表外不够、表内凑”力度需要适度加大。

对于 9 月份社融数据，我们预测如下：（1）在狭义信贷额度放松情况下，表内贷款增长仍将起到托底社融增速的作用，预计新增规模维持在 1.9-2.0 万亿。

（2）信用债依然呈现总量尚可，低评级发行较弱的点，假定 9 月份净融资同比基本持平。（3）政府债券发行节奏继续加快，净融资预计在 1 万亿左右。（4）季末月份贷款核销规模加大，新增规模在 2000 亿左右。

综合上述分析，我们预测 9 月份社融增速维持在 10.2-10.3% 之间，较 8 月份略有下滑，且为年内低点，10-12 月份则稳步小幅上行，全年社融增速维持在 10.8-11% 区间。

表 2：2021 年 8 月份社融总量与结构（亿元）

	当月新增	环比变动	同比变动
新增社会融资规模	29600	19000	-6253
人民币贷款	12700	4309	-1501
外币贷款	347	425	-50
委托贷款	177	328	592
信托贷款	-1362	209	-1046
未贴现票据	127	2443	-1314
企业债券融资	4341	1382	682
非金融企业股票融资	1478	540	196
政府债券融资	9738	7918	-4050

资料来源：Wind，光大证券研究所

三、M2 同比增速延续回落态势，与 M1 增速剪刀差进一步扩大，侧面反映出企业生产经营活力的下滑，以及房地产企业现金流压力加大

8 月份 M2 同比增长 8.2%，较 7 月份回落 0.1 个百分点。当月新增人民币存款 1.37 万亿，同比少增 5700 万亿。

表 3：2021 年 8 月份存款增长情况（亿元）

	当月新增	环比变动	同比变动
存款	13700	25000	-5700
居民存款	3338	16938	-635
企业存款	5608	18708	-1883
财政存款	1724	-4284	-3615
非银存款	993	-8583	3605

资料来源：Wind，光大证券研究所

结构方面，一般存款（对公+零售）新增 8946 亿，同比少增 2518 亿；非银存款新增 993 亿，同比多增 3605 亿；财政存款新增 1724 亿，同比少增 3615 亿。

可以看到，在财政存款同比少增 3615 亿的情况下，一般存款增长依然同比少增超过 2500 亿，且与非银存款形成“跷跷板”效应。除了社融口径贷款同比少增 1501 亿的影响外，我们认为，另一个重要影响可能在于表外融资的持续萎缩，从数据层面看，8 月份委托+信托贷款同比多减 454 亿，显示出非标压降仍在延续。不排除影子银行收缩规模可能比数据体现的情况更大一些。

8 月份 M1 同比增速为 4.2%，环比 7 月份下行 0.7 个百分点，自今年 1 月份以来持续下滑。M2 与 M1 增速剪刀差为 4%，较 7 月份扩大 0.6 个百分点，且自 4 月份以来呈现持续扩大态势。

一般而言，M1 是高流动性货币，可以作为衡量经济波动的先行指标。若 M1 增速下滑，则反映出企业经营活动的降温，而房地产交易市场活跃度下降，也是造成 M1 走弱的重要原因。那么，今年以来 M1 增速的持续下行以及 M2 与 M1 增速剪刀差的扩大，既有去年基数逐月增加的影响，也能够从侧面反映出融资渠道的萎缩已造成房地产企业现金流压力进一步加大，特别是弱资质主体资产负债期限错配较为严重，销售回款和外源性融资难以覆盖债务到期。综合去年的基数效应，以及当前的房地产市场调控政策来看，后续 M1 增速仍可能呈现下行态势。

风险提示

信贷资源的区域分化进一步加大，区域性信用风险加剧。

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_26720

