

总量研究

政策护航融资，LPR 年内有望续降

——2022 年 8 月金融数据点评

要点

事件：2022 年 9 月 9 日，中国人民银行公布 2022 年 8 月货币金融数据。人民币贷款新增 1.25 万亿元，前值 6790 亿元；社融新增 2.43 万亿元，前值 7561 亿元，存量同比增速 10.5%，前值 10.7%；M2 增速 12.2%，前值 12.0%。

核心观点：8 月新增社融略高于市场预期，主要受益于未贴现银行承兑汇票等表外融资同比大幅多增。政府端，政府债券融资节奏明显前置，导致政府部门净融资明显回落；企业端，在政策性开发性金融工具以及融资利率下行的加持下，企业部门净融资再度转为同比多增；居民端，汽车消费补贴等政策刺激下，汽车消费景气度仍然明显高于往年同期，但商品房销售维持低迷，居民部门净融资呈现长、短端分化态势。

展望来看，后续社融增速大概率将会维持窄幅震荡，年末存在走弱压力，全年增速在 10.3% 左右。疫情反复对生产经营和线下消费的扰动，以及房地产市场走势是最大的不确定性来源，LPR 年内有望继续调降。

融资：企业中长贷有所修复，新增社融边际好转

8 月新增社融略超市场预期，表外融资多增是主要的助推因素。从融资方式来看，未贴现银行承兑汇票同比多增 3358 亿元，委托贷款同比多增 1578 亿元，信托贷款同比少减 890 亿元，表外融资合计多增 5826 亿元，是 8 月新增社融略超市场预期的主要推动因素。未贴现银行承兑汇票同比多增，主要源于疫情影响下企业对于短期融资的需求上升，央行“8·22 信贷座谈会”后票据贴现规模有所收缩也起到了一定助推作用。

从融资主体来看，政府部门净融资同比少增 6693 亿元，居民部门净融资同比少增 1175 亿元，是 8 月新增社融的主要拖累项；而企业部门净融资则再度转为同比多增，但对新增社融的拉动作用明显弱于前期。

展望：社融增速有望维持窄幅震荡，年末存在走弱压力

政府层面，虽然今年政府融资节奏整体偏快，但 8 月国常会要求用好 5000 亿元专项债结存限额，政府融资对新增社融的拖累有望减弱，在较强的宽信用政策诉求下，无须过度担心政府融资的缺席。

企业层面，考虑到央行追加 3000 亿元以上金融工具额度，加大对基础设施建设和重大项目的支持力度，基建配套融资需求预计仍将保持旺盛。

居民部门融资需求仍存在较高的不确定性，主要源于商品房销售预期仍存在较大波动，但对新增社融的拖累作用大概率将明显弱于上半年。

货币：信用扩张意愿不足，利率有望维持低位

货币增速剪刀差小幅走阔，资金活力修复存在波动。8 月 M1 同比增速为 6.1%，较 7 月下行 0.6 个百分点；8 月 M2 同比增速为 12.2%，较 7 月上行 0.2 个百分点，一方面源于财政多支少收带来的基础货币被动投放，另一方面源于稳增长政策诉求增强的背景下，商业银行信贷投放力度增强。

实体信用扩张速度低于货币扩张速度，利率有望维持低位震荡。8 月社融存量同比增速 10.5%，M2 同比增速 12.2%，社融与 M2 同比增速差由 7 月的-1.3 个百分点进一步走阔至-1.7 个百分点，表明实体信用扩张速度明显低于货币扩张速度，资金价格上行压力有限，利率有望维持低位震荡。

风险提示：政策落地不及预期，新冠肺炎本土疫情大范围扩散，各地重大项目推进不及预期。

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

人民币汇率急贬，未来怎么走？——流动性洞见系列十（2022-09-05）

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九（2022-08-18）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌——流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

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）

美联储的抉择：加息减速，缩减加速——美联储观察系列一（2021-06-22）

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）

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

1. 企业中长贷有所修复，新增社融边际好转	3
2. 信用扩张意愿不足，利率有望维持低位	5
3. 风险提示	6

图目录

图 1：政府债券和企业债券融资成为新增社融的主要拖累	3
图 2：政府部门和居民部门融资拖累新增社融.....	3
图 3：新增对公中长期贷款有所修复	4
图 4：票据融资大幅超出季节性水平	4
图 5：乘用车零售维持较高景气度对居民消费信贷形成支撑.....	5
图 6：30 大中城市商品房成交面积依然维持负缺口.....	5
图 7：货币增速剪刀差小幅走阔.....	6
图 8：货币供需差持续走低.....	6

1. 企业中长贷有所修复，新增社融边际好转

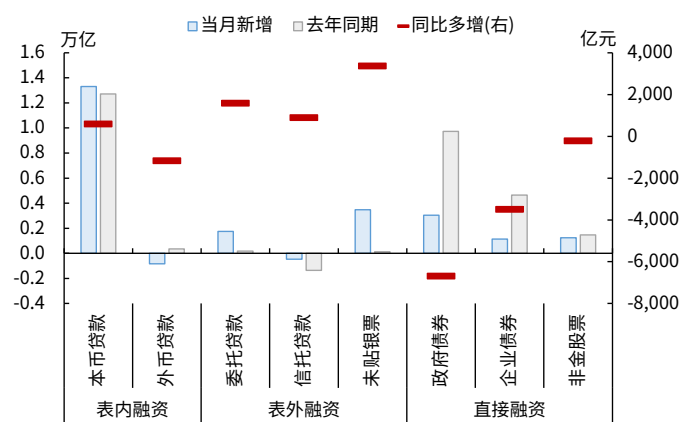
8月新增社融略超市场预期，表外融资多增是主要的助推因素。8月新增社融2.43万亿元，略高于市场预期(Wind一致预期为2.04万亿元)，同比少增5571亿元；8月新增信贷1.25万亿元，基本符合市场预期(Wind一致预期为1.36万亿元)，同比多增390亿元。

从融资方式来看，未贴现银行承兑汇票同比多增3358亿元，委托贷款同比多增1578亿元，信托贷款同比少减890亿元，表外融资合计多增5826亿元，是8月新增社融略超市场预期的主要推动因素。未贴现银行承兑汇票同比多增，主要源于疫情影响下企业对于短期融资的需求上升，央行“8·22信贷座谈会”后票据贴现规模有所收缩也起到了一定助推作用。

另外，政府债券融资同比少增6693亿元，企业债券融资同比少增3501亿元，是8月新增社融同比收缩的主要拖累因素。政府债券同比少增，主要源于今年政府债券发行节奏整体前置；企业债券同比少增，则主要源于7月房企信用风险再度发酵等因素。

从融资主体来看，政府部门净融资同比少增6693亿元，居民部门净融资同比少增1175亿元，是8月新增社融的主要拖累项；而企业部门净融资则再度转为同比多增，但对新增社融的拉动作用明显弱于前期。

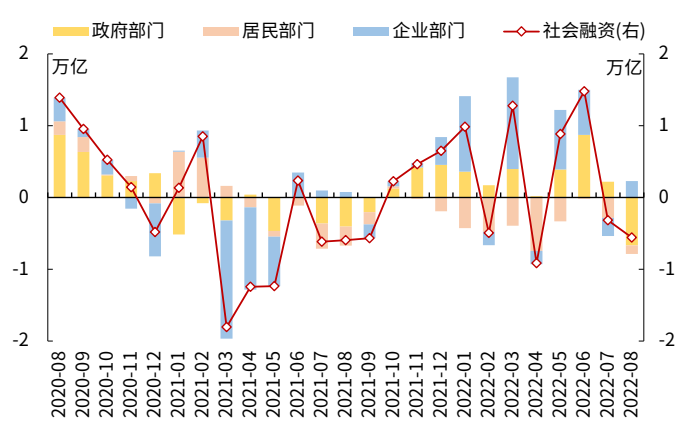
图1：政府债券和企业债券融资成为新增社融的主要拖累



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2022年8月

图2：政府部门和居民部门融资拖累新增社融



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2022年8月

结构层面，政府债券发行节奏前置导致政府部门净融资明显回落，对新增社融形成显著拖累；在政策性开发性金融工具以及融资利率下行的加持下，企业部门净融资再度转为同比多增；汽车消费补贴等政策刺激下，汽车消费景气度仍然明显高于往年同期，但商品房销售维持低迷，居民部门净融资呈现长、短端分化态势。

政府端来看，政府部门的年度净融资额相对来说是较为透明的，为3.37万亿元的赤字额度，3.65万亿元的专项债新增额度，以及5000亿元地方专项债结存限额，也就是说，今年政府部门融资净额大约在7.52万亿元上下。

由于今年政府债券发行节奏整体前置，1-6月地方政府通过专项债净融资34114亿元，基本将全年专项债新增额度发行完毕。因而，从7月份开始政府债券融资

开始放缓，并由同比多增转为同比少增，对新增社融形成负向拖累作用。但随着8月国常会要求将5000亿元专项债结存限额在10月底前发行完毕，9-10月政府债券融资对新增社融的拖累作用有望减弱。

企业端来看，8月企业部门新增信贷8398亿元，同比多增2200亿元，其中，对公中长期贷款同比多增2138亿元，超出往年季节性水平。归因来看，对公贷款(尤其是对公中长期贷款)的同比多增，主要源于两个方面的因素：

一则，6月1日国常会调增政策性银行信贷额度8000亿元，6月29日国常会进一步提出设立3000亿元政策性开发性金融工具支持重大项目建设，随后，8月国常会再度追加3000亿元以上金融工具额度，并可以根据实际需要扩大规模。相关金融工具在补充基建项目资本金，推动基建项目落地的同时，也增加了基建配套中长期贷款需求。

二则，8月15日，人民银行超预期地将OMO、MLF中标利率等政策利率调降了10个基点；随后，8月22日，1年期和5年期以上LPR报价利率分别下行5个和15个基点，社会综合融资成本再度明显下行，融资成本下行也有利于激发实体企业的融资意愿。

图3：新增对公中长期贷款有所修复

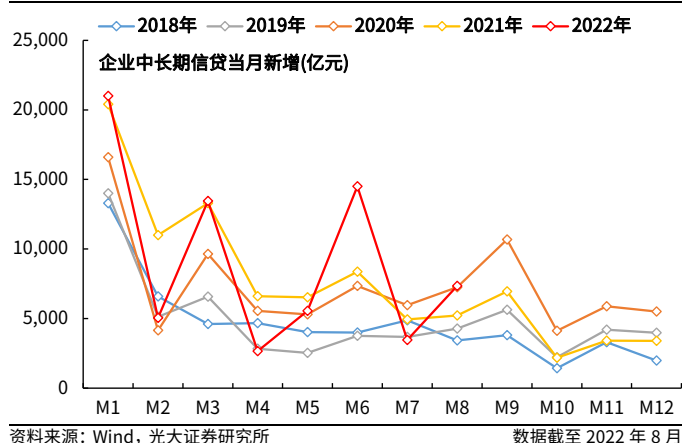
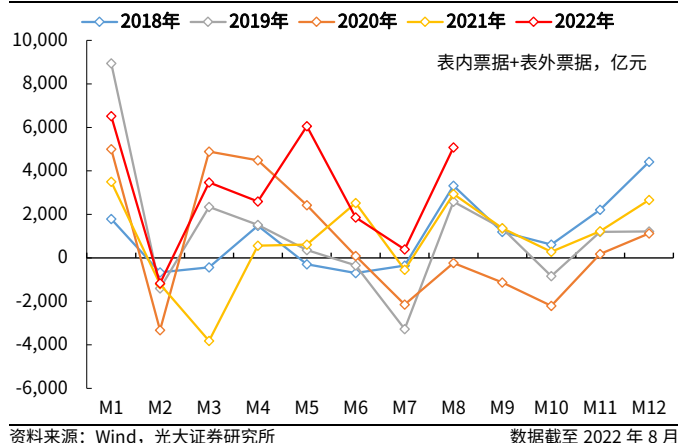


图4：票据融资大幅超出季节性水平

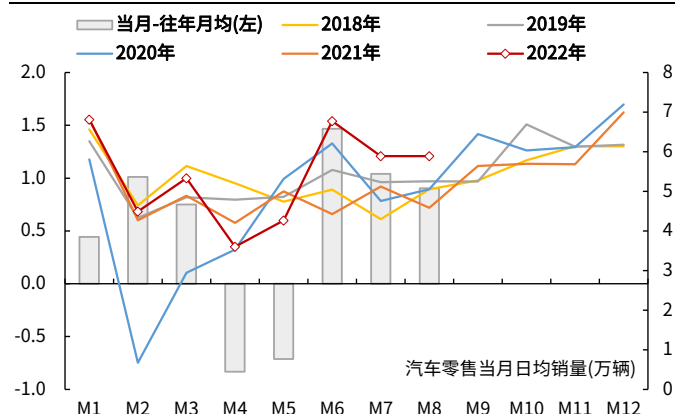


居民端来看，居民部门净融资同比少增1175亿元，其中，短期信贷同比多增426亿元，中长期信贷同比少增1601亿元。

一方面，4月以来各地陆续推出汽车下乡和购车补贴措施，6月疫情防控放开后，线下消费场景的恢复叠加购车补贴政策，明显提振了居民购车情绪，虽然7月后疫情反复，导致汽车消费景气有所回落，但相较往年同期仍处于较高水平。根据中国汽车工业协会的数据，8月日均汽车销量相较往年（2018年-2021年）同期均值多增9043辆，从而推动汽车分期等贷款需求相对旺盛。

另一方面，从30个大中城市的商品房销售数据来看，今年以来的商品房销售数据相较往年同期较为疲弱，以个人住房按揭贷款为主的居民中长期贷款延续收缩态势。随着年后多地放松限购限贷监管，30大中城市商品房成交面积季节性缺口在6月大幅收缩，进而带动居民中长期贷款需求有所修复，但7月后在“停工停贷潮”等风险事件扰动下，商品房销售出现明显回落。

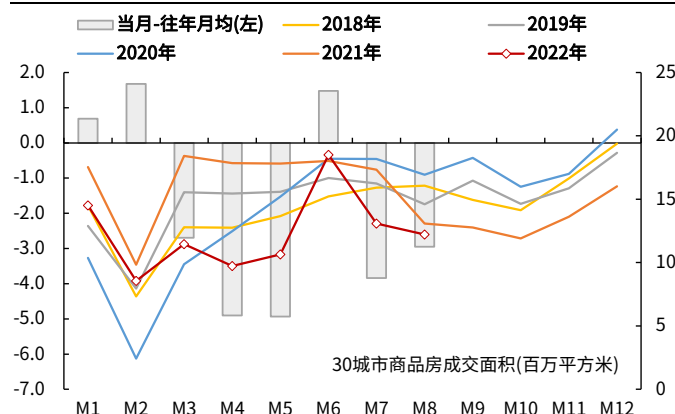
图 5：乘用车零售维持较高景气度对居民消费信贷形成支撑



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：往年月均值表示 2018 年-2021 年当月的均值，数据截至 2022 年 8 月

图 6：30 大中城市商品房成交面积依然维持负缺口



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：往年月均值表示 2018 年-2021 年当月的均值，数据截至 2022 年 8 月

展望来看，后续社融增速大概率将会维持窄幅震荡，年末存在走弱压力，全年增速在 10.3% 左右。疫情反复对生产经营和线下消费的扰动，以及房地产市场走势是最大的不确定性来源。

政府层面，虽然今年政府融资节奏整体偏快，但 8 月国常会要求用好 5000 亿元专项债结存限额，政府融资对新增社融的拖累有望减弱，在较强的宽信用政策诉求下，无须过度担心政府融资的缺席。企业层面，考虑到央行追加 3000 亿元以上金融工具额度，加大对基础设施建设和重大项目的支持力度，基建配套融资需求预计仍将保持旺盛。居民部门融资需求仍存在较高的不确定性，主要源于商品房销售预期仍存在较大波动，但对新增社融的拖累作用大概率将明显弱于上半年。

2. 信用扩张意愿不足，利率有望维持低位

货币增速剪刀差小幅走阔，资金活力修复存在波动。8 月 M1 同比增速为 6.1%，较 7 月下行 0.6 个百分点；8 月 M2 同比增速为 12.2%，较 7 月上行 0.2 个百分点，一方面源于财政多支少收带来的基础货币被动投放，另一方面源于稳增长政策诉求增强的背景下，商业银行信贷投放力度增强。

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_45969

