



管清友：结构性宽信用发力， 社融何时见底？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 管清友



编者按

8 月金融数据虽然整体不及预期，结构持续恶化，但由于结构性宽信用开始发力，其中也不乏一些亮点。分项来看，居民贷款受地产调控、车市滑坡、消费不振三方面叠加影响持续放缓；企业新增贷款同比多增，但结构持续恶化，普惠金融开始发力但成效暂不显著；政府债券融资局部回暖，跨周期调节发力，财政托底效应可期。M1-M2 剪刀差、社融-M2 剪刀差持续扩大印证实体景气度回落，融资需求全面走弱，年内经济下行压

力风险仍值得警惕。考虑到美联储 Taper 临近和通胀还在高位运行，货币政策也难有明显的增量，结构性宽信用任重道远。

01

三大金融数据持续走弱，社融、M2、M1 同步下滑，表内外同步收缩

8 月新增社融同比增速从 10.7% 降至 10.3%，为疫情以来新低，主要是实体信贷需求有所减弱，表内贷款同比少增 1551 亿，表外融资继续压降，同比多减 1768 亿。M2 同比增速从 8.3% 降至 8.1%。主要有两方面原因：一是去年高基数，为 10% 以上的较高水平；二是实体融资需求不足，企业中长期贷款同比增量连续两月为负。M1 同比增速从 4.9% 下滑至 4.2%，增速创 19 个月以来新低，主要是企业生产经营活跃度降低，经济增速放缓导致实体需求减弱，房地产因为调控升级，融资难度加大。8 月向实体投放的人民币贷款同比少增 1488 亿，实体有效需求不足，表内融资回落。表外三项合计减少了 1058 亿，其中，信托贷款减少 1362 亿元，同比多减 1046 亿元，下滑最为明显。表外资产持续收紧，随着资管新规过渡期，压力进一步凸显。

02

居民贷款创 2015 年以来同期最低，主要是楼市调控趋严叠加乘用车新车销售萎靡，短期难有明显改善

8 月居民贷款新增 5755 亿，创 2015 年以来同期最低，同比少增 2660

亿。其中，中长贷新增 4259 亿元，同比少增 1312 亿元，连续四个月同比少增，其主要原因是房地产和汽车等大件商品消费均在回落。一方面房地产调控持续高压，叠加 8 月为房地产传统小年，70 城商品房成交持续降温，多地出现“房贷荒”。另一方面，乘用车销售不佳，8 月乘用车市场零售 145.3 万辆，同比下降 14.7%，较 2019 年 8 月下降 7%，汽车销售不及疫情前的正常水平。短期内疫情反复，经济下行预期加重使得预防性储蓄倾向严重，汽车销售总量仍没有回暖迹象。短期贷款新增 1496 亿，较上月仅增加 85 亿有所回暖，但仍为 2016 年同期最低水平，同比少增 47.4%，其背后主要原因或为多地严防经营贷、消费贷违规入房市，约束居民短期贷款规模增长。

03

企业贷款虽同比多增，但结构持续恶化，期待普惠金融开始发力

8 月企业贷款新增 6963 亿，同比多增 1166 亿，连续三月保持同比多增，但增量仍在进一步收窄，比上个月减少了 500 多亿。其中短期贷款同比减少 1149 亿，企业中长期贷款新增规模同比少增 2037 亿，连续 2 个月同比下降，而且降幅还在扩大，不难看出实体经济融资需求仍在继续走弱，主要是 CPI-PPI 剪刀差持续走阔，原材料成本压力凸显，企业主动收缩，特别是中下游小微企业。另一方面，新增票据融资 2813 亿，同比多增 4489 亿，短期票据融资冲量明显。庆幸的是，8 月底信贷座谈会要求“加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳

定性”，释放出结构性宽信用的信号，央行已经开始行动，新增 3000 亿元支小再贷款额度，加大定向信贷支持力度，为中小微企业纾困减负。

04

政府债券融资回暖，专项债单月发行规模创去年四季度以来新高，成为难得的亮点，跨周期调节发力

8 月政府债券融资 9738 亿，虽然由于去年高基数效应，同比少增 4050 亿，但较疫情发生前的 2019 年同期多增 4679 亿元，政府债券融资是本月社融分项数据中的最大亮点。主要是跨周期调节开始发力，地方专项债发行明显提速，专项债单月发行规模创去年四季度以来新高，挤压的待审批基建项目审批逐渐放量，基建成为财政托底的主要抓手，四季度效果会更加明显。最近高层表态“适度超前进行基础设施建设”，明确了下一步财政刺激的发力点，基建托底稳增长，关注跨周期调节的基建机会。当然，既有“铁公基”等传统基建，也有 5G、大数据、物联网等新型基建，在资金的支持配合下有望平稳落地。基建投资触底反弹，对应的工程机械、水泥建材等行业会因此受益。

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_35066

