

2022年09月10日


 华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

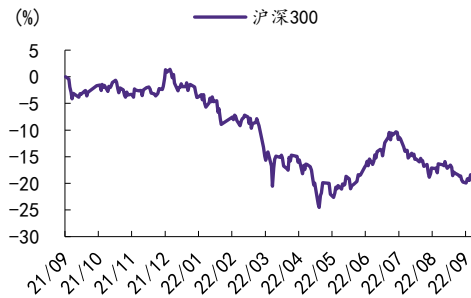
社融修复，持续性如何？

——宏观点评报告

事件

分析师：谭倩 S1050521120005
 tanqian@cfsc.com.cn
分析师：朱珠 S1050521110001
 zhuzhu@cfsc.com.cn
联系人：杨芹芹 S1050121110002
 yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《75BP 是市场对美联储的“预期管理”》2022-09-03
- 2、《重回弱复苏：需求好于生产，内需仍需发力》2022-08-31
- 3、《工业利润再承压，新旧能源成亮点》2022-08-29

9月9日，央行公布了8月社融数据，总量和结构较7月均有改善。新增社融2.43万亿元，较上月多增1.67万亿元，票据和委托存款是主要拉动项，政府债券成为拖累项。人民币贷款出现回暖，当月新增1.33万亿元，但居民弱于企业。M1同比6.1%，M2同比12.2%，创下新高，剪刀差继续扩大，经济活力仍偏低。

投资要点

社融回暖，企业强但居民弱

社融边际改善，但更多是票据和委托存款拉动，政府债券成为拖累项。信贷结构有所回暖，但居民修复弱于企业。M1下M2上，剪刀差继续扩大，经济修复基础偏弱。

居民信心还待修复，保交楼仍需发力

居民信贷新增4580亿元，虽出现一定的回暖，但同比少增1175亿元，主要拖累是居民中长期贷款，同比少增1601亿元，地产还在筑底过程中，稳地产还需加力。

企业超预期修复，后续需警惕出口回落

企业信贷新增8750亿元，同比多增1787亿元，特别是中长期新增7353亿元，同比多增2138亿元，出现超预期改善，主要是受泛财政发力的提振。后续来看，海外需求在高通胀加息的压制下有快速收缩的可能，出口回落压力对企业信贷修复的扰动值得警惕。

政府债券融资缩量，但基建资金有支撑

新增政府债券3045亿元，同比少增6693亿元，连续两个月缩量，主要是专项债发行接近尾声。等明年专项债发行前移，对社融的拉动才能重新显现。但当前来看，政策性金融工具和专项债限额集中发力，基建资金无忧，继续为经济托底。

资产荒犹存，宽信用还需加码

M2-M1、M2-社融剪刀差分别扩大至6.1%和1.7%，表明当前市场流动性较为充裕，但经济活力不足，宽信用成效不佳，资产荒问题犹存，保主体宽信用还需加码。

风险提示

海外衰退加速到来，地缘政治冲突再起，能源危机再次恶化

正文目录

事件:	3
评论:	3
1、社融回暖, 企业强但居民弱.....	3
2、居民信心还待修复, 保交楼仍需发力	4
3、企业超预期修复, 后续需警惕出口回落.....	5
4、政府债券融资缩量, 但基建资金有支撑.....	6
5、资产荒犹存, 宽信用还需加码.....	6
6、风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 社融回暖但同比依然处在低位	3
图表 2: 政府债券是 8 月社融最大的拖累项.....	4
图表 3: 居民短期信贷修复, 长期仍弱	5
图表 4: 企业信贷恢复带动自发融资回暖.....	5
图表 5: 2021 年专项债的后置和 2022 年前置造成政府债券发力错位.....	6
图表 6: M1M2 剪刀差继续扩大	7
图表 7: M2 社融进一步倒挂.....	7
图表 8: 8 月份社融数据一览	8

事件：

9月9日，央行公布了8月社融数据，总量和结构较7月均有改善。新增社融2.43万亿元，较上月多增1.67万亿元，票据和委托存款是主要拉动项，政府债券成为拖累项。人民币贷款出现回暖，当月新增1.33万亿元，但居民弱于企业。M1同比6.1%，M2同比12.2%，创下新高，剪刀差继续扩大，经济活力仍偏低。

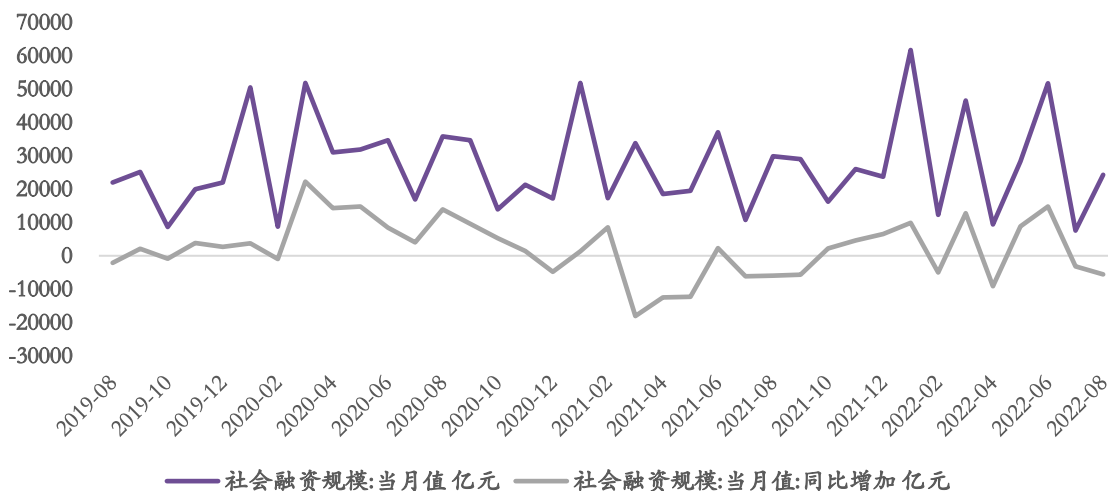
评论：

1、社融回暖，企业强但居民弱

总体上，8月份社融新增规模2.43万亿元，较上月多增1.67万亿元，社融边际回暖，但更多是票据和委托存款拉动，其中未贴现票据新增3358亿元，而委托存款新增1578亿元。但从同比增速来看，社融依旧偏弱，较去年同期少增5593亿元，主要是政府债券缩量的拖累，政府债券新增3045亿元，较去年同期少增6693亿元，连续两个月少增。

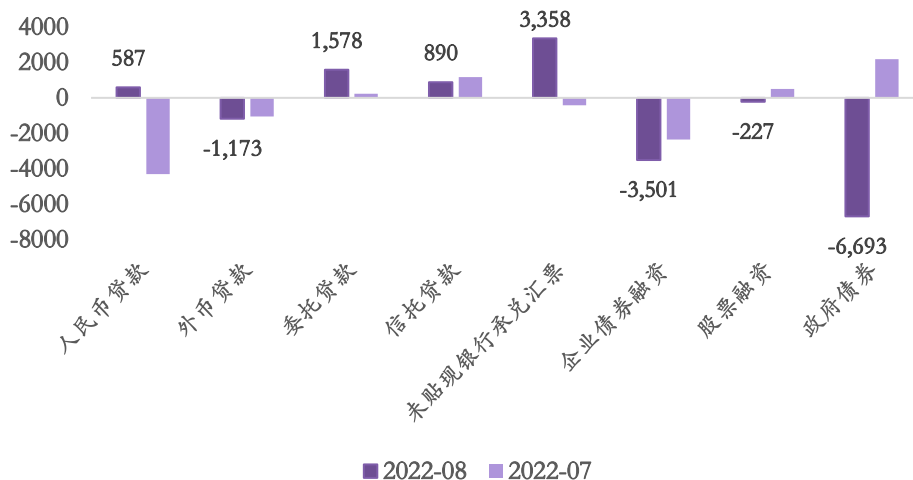
结构上，人民币贷款新增1.33万亿元，较去年同期多增了587亿元，整体信贷有所修复，居民企业中长期贷款均有改善。但是居民修复弱于企业，居民信心依然有待扭转。

图表 1：社融回暖但同比依然处在低位



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 2：政府债券是 8 月社融最大的拖累项



资料来源：wind，华鑫证券研究

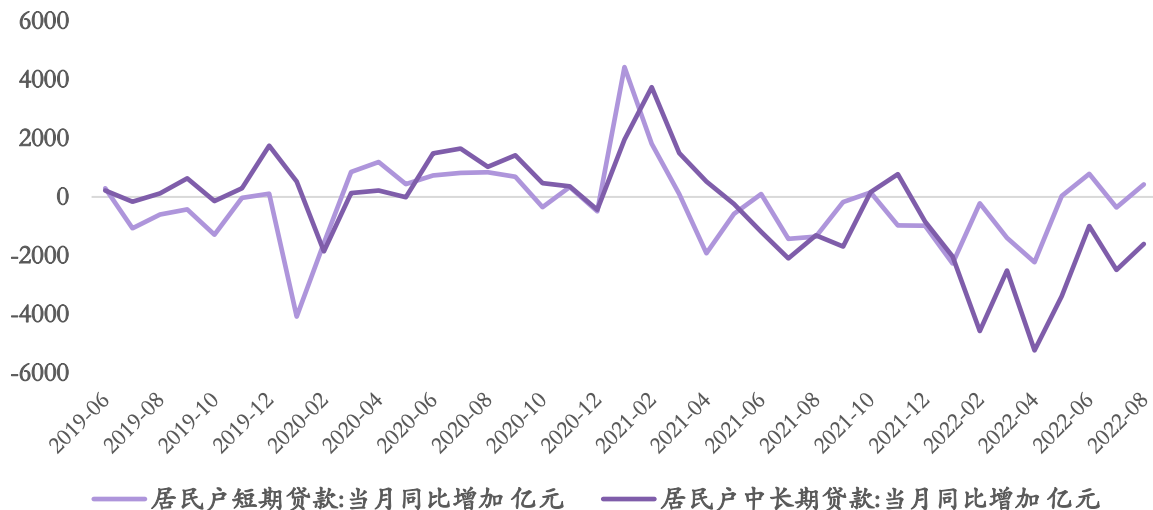
2、居民信心还待修复，保交楼仍需发力

8 月份居民部门信贷新增 4580 亿元，居民信贷虽有回暖，但是总体偏弱，同比少增 1175 亿元。拆分来看，居民短期贷款已经回到了增长区间，8 月份新增 1922 亿元，同比多增 426 亿元。居民部门的主要拖累是居民中长期贷款，虽然表现出了一定的修复，新增 2658 亿元，但同比少增 1601 亿元。

居民中长期信贷偏弱的根源是地产还在筑底过程中，居民购房信心仍待修复。在 8 月份 5 年期 LPR 超预期降息 15BP 的催化下，商品房成交面积出现了有限的回暖，降幅略有收窄。824 国常会定调一城一策支持刚需和改善住房融资需求。

同时大力推进保交楼政策，除了之前 2000 亿元的纾困基金以外，地方也开始按照国常会的要求出台相应的保交政策，郑州近期出台了《关于印发郑州市“大干 30 天，确保全市停工楼盘全面复工”保交楼专项行动实施方案的通知》，预计在 10 月 6 日前实现全市所有停工问题楼盘项目全面持续实质性复工，强力攻坚保交楼。

图表 3: 居民短期信贷修复, 长期仍弱



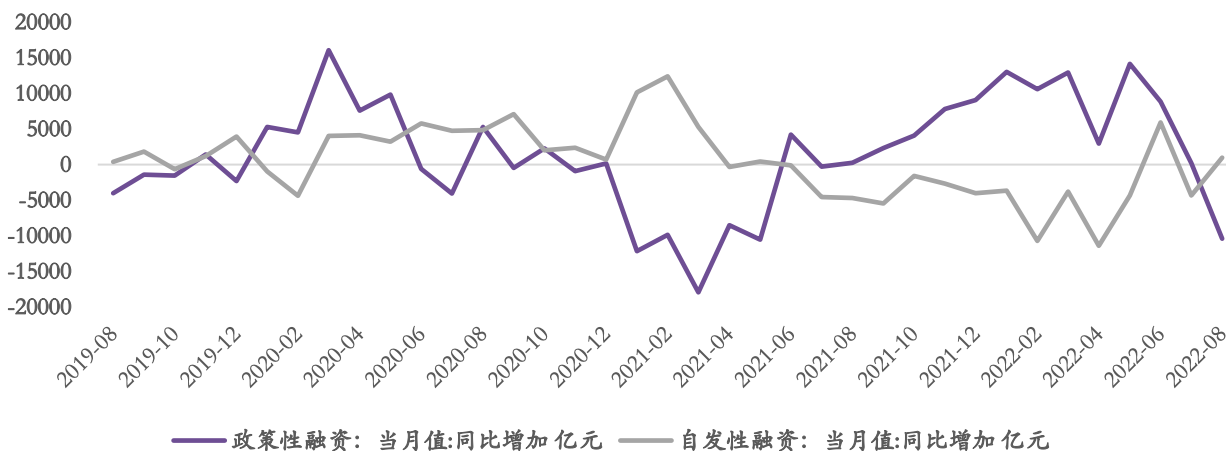
资料来源: wind, 华鑫证券研究

3、企业超预期修复, 后续需警惕出口回落

8月企业信贷新增8750亿元, 同比多增1787亿元, 其中企业短期贷款当月减少121亿元, 同比少增1028亿元; 企业中长期新增7353亿元, 同比多增2138亿元, 出现了超预期修复。受泛财政发力的提振, 企业信心逐步改善, 融资需求逐步释放, 带动自发性融资回暖, 8月自发性融资新增1.19万亿, 同比多增963亿元, 内生性动力开始显现。

后续来看, 泛财政工具还在发力, 但要警惕出口回落带来的冲击。海外需求在高通胀加息的压制下有快速收缩的可能, 8月出口增速出现明显的下滑, 对美出口同比增速转负, 对欧盟和东盟出口增速亦有回落, 外需回落对企业修复的冲击应提前做好应对。

图表 4: 企业信贷恢复带动自发融资回暖

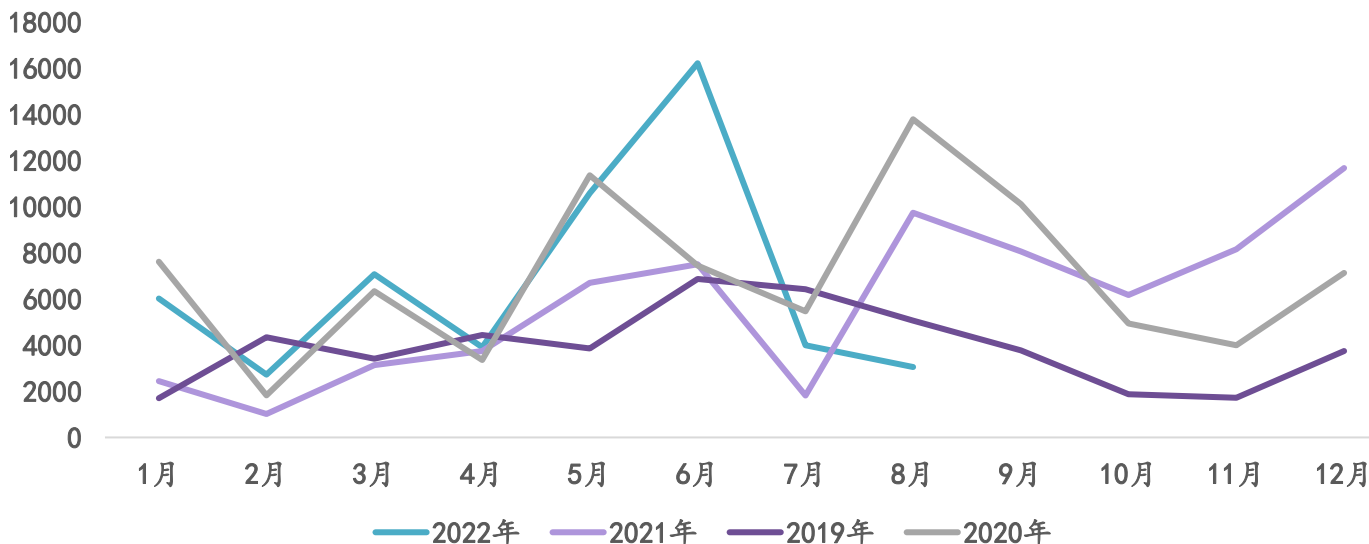


资料来源: wind, 华鑫证券研究

4、政府债券融资缩量，但基建资金有支撑

新增政府债券 3045 亿元，同比少增 6693 亿元，连续两个月缩量，主要是专项债发行接近尾声，去年专项债后置和今年专项债提前下发的错位发力所致。只有等明年专项债发行前移，对社融的拉动才能重新显现，预计会出现在四季度。当前来看，新增的 3000 亿元政策性金融工具和 5000 亿元的专项债限额集中发力，基建资金无忧，继续为经济托底。

图表 5：2021 年专项债的后置和 2022 年前置造成政府债券发力错位



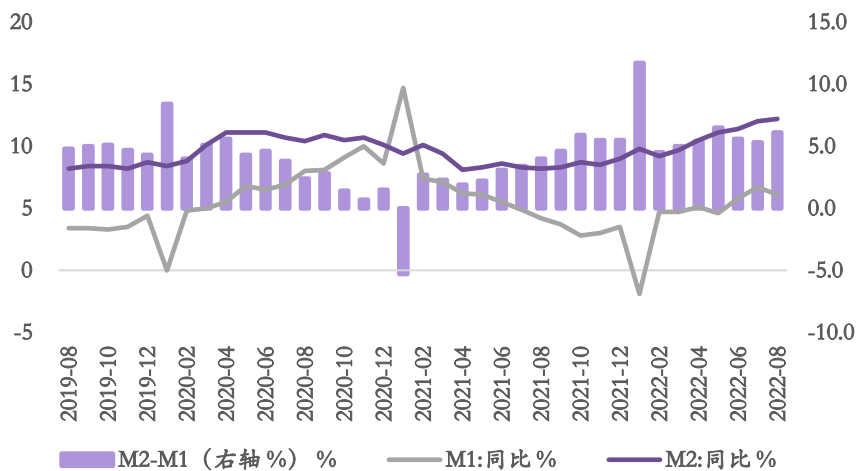
资料来源：wind，华鑫证券研究

5、资产荒犹存，宽信用还需加码

8 月份 M1 同比增速 6.1%，较上月下行 0.6 个百分点；M2 同比增速则是继续创新高，来到 5 年高位的 12.2%。M2-M1、M2-社融剪刀差分别扩大至 6.1% 和 1.7%，表明当前市场流动性较为充裕，但经济活力不足，宽信用成效不佳，资产荒问题犹存，保主体宽信用还需加码。

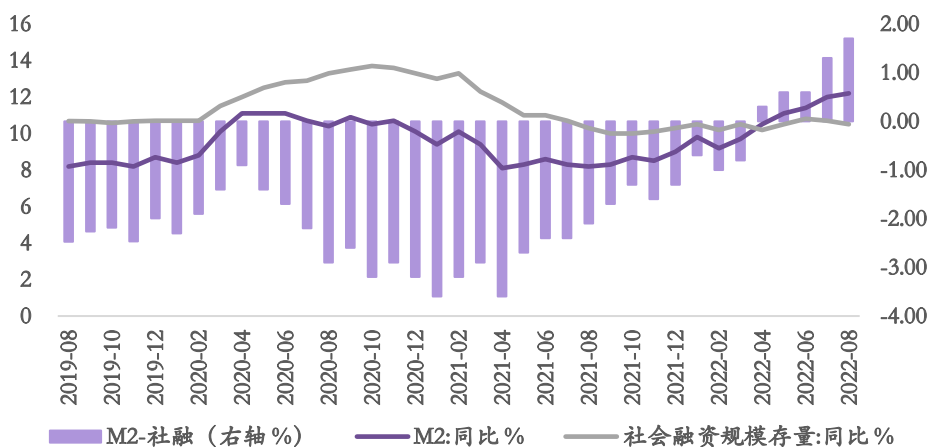
虽然 8 月央行进行了降息操作，宽货币还在继续，但宽信用成效依旧不佳，信用不畅等问题亟待破解。8 月份制造业 PMI 中，大型企业 PMI 重回荣枯线之上，而小微企业则连续 16 个月处在不景气区间内，仍需进一步通过结构性货币工具助力保主体、宽信用。

图表 6: M1M2 剪刀差继续扩大



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 7: M2 社融进一步倒挂



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 8：8 月份社融数据一览

单位：亿元，%	较上月变动	2022年8月	2022年7月	2022年6月
社融总量	▲	3372100	3349000	3342800
存量社融同比增速	▼	10.5	10.7	10.8
社融当月新增	▲	24300	7561	51797
社融当月同比多增	▼	-5593	-3191	14780
新增社融规模同比增速(12MA)	▲	10.15	9.84	8.71
社融分项同比多增				
表内信贷	▲	-542	-5362	6366
人民币贷款	▲	631	-4303	7358
外币贷款	▼	-1173	-1059	-992
表外融资	▲	5826	985	1599
委托贷款	▲	1578	240	94
信托贷款	▼	890	1173	218
未贴现银行承兑汇票	▲	3358	-428	1287
直接融资	▼	-10421	320	6631
企业债券	▼	-3501	-2357	-1710
非金融企业境内股票债券	▼	-227	499	-367
政府债券	▼	-6693	2178	8708
社融结构				
政策性融资当月新增	▲	5663	4322	26135
政策性融资同比多增	▼	-10388	217	8862
政策性融资同比增速(12MA)	▼	72.45	82.83	82.15
自发性融资当月新增	▲	11933	4676	22979
自发性融资同比多增	▲	963	-4320	5927
自发性融资同比增速(12MA)	▲	-24.35	-26.73	-26.22
信贷当月新增	▲	12500	6790	28100
信贷当月同比多增	▲	390	-4010	6900
居民部门贷款同比多增	▲	-1175	-2842	-203
短期贷款	▲	426	-354	781.87
中长期贷款	▲	-1601	-2488	-989.28
企业部门贷款同比多增	▲	1787	-1457	7525
短期贷款	▲	1028	-969	3815
中长期贷款	▲	2138	-1478	6130
票据融资	▼	-1222	1365	-1951
M1同比增速	▼	6.10	6.70	5.80
M2同比增速	▲	12.20	12.00	11.40
M2-M1	▲	6.10	5.30	5.60
M2-社融	▲	1.70	1.30	0.60

资料来源：wind，华鑫证券研究

6、风险提示

海外衰退加速到来，地缘政治冲突再起，能源危机再次恶化

■ 宏观策略组介绍

谭倩：11 年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，7 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所。

李刘魁：金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所。

周灏：金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

张帆：金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。