

需求“弱企稳”，资金“真空转”

——8月社融数据点评

报告日期: 2022-09-12

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

主要观点:

● **事件:** 2022年8月新增人民币贷款1.25万亿元, 预期1.36万亿元, 前值6790亿元; 新增社融2.43万亿元, 预期2.04万亿元, 前值7561亿元; M2同比12.2%, 预期11.8%, 前值12%。M1同比6.1%, 前值6.7%。

● **一、8月信贷总量、结构均有所改善。企业端非票据贷款同比多增, 主因基建配套贷款拉动和监管支持; 居民端短稳长弱, 消费需求边际改善, 但地产仍承压。8月社融总量较弱, 结构边际改善, 支撑在于信贷、非标, 与基建景气度高有关; 拖累在于外币贷款、企业债券、政府债券, 其中专项债发行减少叠加国债到期拖累政府债券。M1降、M2升, 反映地产低迷, 实体企业活期现金流仍承压; 同时M2高增, 与信贷、社融增速回落背离, 或与财政支出加快有关, 但也仍需警惕资金空转现象。社融-M2增速2021年4月以来持续走低, 今年8月再创新低。**

1、8月信贷总量、结构均有所改善。企业端改善明显, 非票据贷款同比多增, 主因基建配套贷款拉动以及监管鼓励银行加大实体经济贷款投放; 居民端短稳长弱, 消费需求边际改善, 但地产仍承压。

新增信贷方面, 8月新增贷款12500亿元, 同比多增300亿元, 金融机构各项贷款余额同比降低0.1个百分点至10.9%。

信贷结构总体改善, 企业端改善明显, 非票据贷款同比多增; 居民端短稳长弱, 消费需求边际改善, 但地产仍承压。

1) 居民端短稳长弱, 地产承压。8月居民贷款新增4580亿元, 同比少增1175亿元, 比过去三年同期均值少增2323亿元。其中, 居民中长贷新增2658亿元, 同比少增1601亿元, 较过去三年同期均值少增2132亿元。相应地, 8月地产销售仍承压。8月30大中城市商品房成交面积同比降幅由7月的33%缩窄至18.7%, 但销售景气度仍不及季节性。居民短贷增加1922亿元, 比去年同期多增426亿元, 但低于近三年同期均值, 弱于季节性, 反映消费需求边际改善, 但总体仍弱。

2) 企业端结构好转, 非票据贷款同比多增。8月企业贷款新增8750亿元, 同比多增1787亿元, 比过去三年同期均值多增2326亿元。其中企业中长贷同比多增2138亿元, 比三年同期均值高1700亿左右; 企业短贷比去年同期多增1028亿元, 小幅高于季节性。票据方面, 表内票据融资同比少增1222亿元, 较过去三年同期均值多增403亿元。指向本月票据冲量缓解, 同时票据利率维持平稳, 企业融资需求有所提升。

我们认为企业信贷需求的好转主要受益于基建配套贷款的拉动, 也与监管鼓励和引导信贷投放有关。8月22日, 央行召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会, 强调国有大行信贷投放的领头作用。提出“主要金融机构特别是国有大型银行要强化宏观思维, 充分发挥带头和支柱作用, 保持贷款总量增长的稳定性; 要加大对实体经济贷款投放, 进一步做好对小微企业、绿色发展、科技创新等领域的信贷支持工作; 要保障房地产合理融资需求”。基建方面, 央行提出政策性开发性银行要“用好政策性开发性金融工具, 加大对网络型基础设施建设、产业升级基础设施建设、城市基础设施建设、农业农村基础设施建设、国家安全基础设施建设等重点领域相关项目的支持力度, 尽快形成实物工作量, 并带动贷款投放”。我们分析, 前期专项债大规模投放叠加近期政策性金融工具的投放, 基建项目进入资金使用期, 配套贷款需求增长; 同时, 监管鼓励银行加大实体经济贷款投放, 也推动了非票据贷款规模的增长。基建对融资的拉动从本月委托贷款的高增也可见一斑。

整体来看, 顺周期指标(居民贷款+企业中长贷)占比大幅提升至95.5%, 高于去年同期的90%, 逆周期指标(票据+企业短贷)占比11.8%, 体现信贷结构边际修复, 经济景气度有所改善。

2、8月社融总量较弱, 存量增速小幅回落, 结构边际改善。信贷平稳回升, 非标同比大幅多增, 成为社融主要支撑, 反映消费需求边际改善, 基建为信贷、非标带来较强支撑。外币贷款、企业债券、政府债券同比大幅少增, 是社融主要拖累, 随着后续5000多亿专项债地方结存限额落地, 政府债券将对社融再度形成支撑。

新增社融方面, 8月新增社融24300亿元, 同比少增5593亿元, 较过去三年同期均值少增4900亿元。社融存量同比增速10.5%, 较前值回落0.2个百分点。剔除政府债券的社融存量同比保持在9.1%。

社融结构边际改善, 信贷回升, 非标融资高增, 企业债券和政府债券表现较差。

1) 支撑项方面, 社融中新增人民币贷款和非标融资实现了同比多增。其中, 8月新增人民币贷款1.33万亿元, 比去年同期多增587亿元, 仍低于过去三年同期均值。新增人民币贷款增加的原因如前所述, 与消费需求边际改善, 基建支撑等因素有关。8月新增非标融资(委托贷款、信托贷款及表外票据)4768亿元, 同比多增5826亿元, 比近三年同期均值多5000亿左右, 是2017年以来最高的同比增量。其中表外票据增加3485亿, 同比多增3358亿, 反映票据融资需求加大, 但向表内贴现规模缩小。委托贷款同比多增1578亿元, 信托贷款同比多增890亿元。我们猜测, 8月表内票据回落, 表外票据高增, 可能反映了真实的企业短期融资需求仍强, 但贴

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_信用至暗时刻背后的结构、风险和背离》2022-05-14
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_居民还有加杠杆的能力吗?》2022-06-11
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_靓丽社融之后,“双宽”的可持续性如何?——6月社融数据点评》2022-07-11
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_如何理解“最好结果”?——7月政治局会议点评》2022-07-29
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_总量进一步宽松力度或将有限——Q2央行货币政策报告点评》2022-08-11
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用短期难“去地产化”,弱社融后政策会如何?——7月社融数据点评》2022-08-13

现规模受限于监管和预期等因素。委托贷款高增或与基建等中长期融资配套需求增加有关。

2) 拖累项方面, 外币贷款、企业债券、政府债券同比大幅少增。外币贷款减少 826 亿元, 同比多减 1173 亿元。企业债券新增 1148 亿元, 同比少增 3500 亿, 比过去三年同期均值少 2750 亿。虽强于上月水平, 但仍反映企业债券融资需求未有明显改善。8 月政府债券新增 3045 亿元, 为近三年来同期最低, 同比大幅少增 6693 亿, 较过去三年同期均值低 6400 亿。根据 wind 数据, 8 月发行新增专项债 516 亿元, 净融资额 -42.2 亿元。截至 8 月 31 日, 全国新增专项债已发行 35094 亿元, 是全年新增额度的 96.1%。今年发行进度属历年最快, 2020、2021 年 8 月底专项债累计发行额占计划比重分别为 77% 和 51%。8 月地方政府债到期量减少, 但由于新增专项债已发行至尾声, 未带来较多增量; 8 月国债大规模到期, 再融资专项债成为政府债券净融资额的支撑。8 月 24 日国常会部署稳经济一揽子政策的接续政策措施, 提出“依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额, 10 月底前发行完毕”。指向专项债年内额度发行完毕后, 后续仍有存量规模续接, 因此 9-10 月政府债券融资有一定支撑。

3、存款方面: M1 降、M2 升, 反映地产低迷, 实体企业活期现金流仍承压; 同时 M2 高增, 与信贷、社融增速回落背离, 或与财政支出加快, 资金向企业和居民端转移有关, 但也仍需警惕资金空转现象。社融-M2 增速 2021 年 4 月以来持续走低, 今年 8 月再创新低。

8 月 M1 增速回落 0.6 个百分点至 6.1%。M2 增速回升 0.2 个百分点至 12.2%, 增幅较上月收窄, 但增速高于近 5 年同期水平。M1 同比在基数下行的情况下仍旧下行, 反映地产低迷、实体企业活期现金流仍承压。

结构方面, 实体经济部门存款增加, 政府存款持续降低, 政府支出加快, 存款向居民和企业端转移。8 月居民和企业存款由负转正, 较去年同期分别多增 4948 和 3943 亿元, 强于季节性。财政存款减少近 2600 亿元, 环比少增 7400 亿, 同比少增 4300 亿, 是近三年来同期最低, 指向财政支出保持高增速。8 月非银存款大幅降低, 环比少增 1.2 万亿, 同比少增 5300 亿。

需要指出的是, 社融-M2 负缺口再度扩大, 较前值继续下降 0.4 个百分点至 -1.7%, 延续了 2021 年 4 月以来的下行趋势, 也是 2016 年以来的最低增速。一方面, 今年财政支出进度加快, 存款向居民和企业端转移, 为 M2 的高增释放了空间。但另一方面, 8 月 M2 高增的同时信贷余额增速、社融增速均有所下滑, 体现实体真实融资需求仍显低迷, 且其中可能存在资金空转现象。

二、后续社融走势会如何? 有哪些影响因素?

1、货币政策维持稳健, 利率可能再下调。

8 月 15 日降息及后续的 LPR 调降, 除“随行就市”降息外, 主要为提振基建、地产等信贷需求, 利好稳增长相关板块, 但对经济总量的支撑力度或有限。9 月 5 日国务院政策例行吹风会上, 中国人民银行副行长刘国强指出“下一步, 要进一步发挥贷款市场报价利率指导性作用和存款利率市场化调整机制的作用, 引导金融机构将存款利率下降效果传导到贷款端, 降低企业融资和个人信贷的成本”, 我们判断, 后续 LPR 仍有调降空间, 可能通过压降存款利率、或是降准置换 MLF 等方式降低银行负债成本, 从而引导贷款端利率调降。

2、基建信贷或为实体经济信贷需求的主要拉动项。

8 月建筑行业 PMI 显示, 建筑业景气度较好, 叠加政策性金融工具支持, 基建投资高增确定性进一步增强。基于此, 基建配套贷款仍将支撑企业端信贷增长。8 月 24 日国常会提出用好 5000 亿专项债结存限额, 以及新增 3000 亿以上政策性开发性金融工具额度。此外, 8 月 22 日央行信贷形势座谈会上也强调政策性开发性金融工具用于基础设施建设, 特别是大力支持新基建相关项目。

我们测算, 6000 亿政金债若分别按 5 倍、7 倍、10 倍杠杆测算, 同时考虑到基建平均三年的工期, 则年内开工基建投资增量为 1.0、1.4、2.0 万亿, 拉动基建增速 5.2、7.3、10.4 个百分点, 全年基建增速或达 14%、16%、19%。向后看, 高温天气陆续退场, 各地抢抓三季度施工旺季, 基建高景气料将延续, 基金配套信贷将维持较高增速, 进而对企业端中长期融资需求起到支撑作用。

3、财政增量工具落地, 政策性金融工具推升基建配套信贷需求, 社融增速后续仍趋企稳回升, 但难超 6 月高点, 幅度仍取决于经济因素。三季度全国疫情形势复杂, 地产销售修复缓慢, 居民和企业需求或继续受压制, 居民中长期信贷需求难有明显好转。延续我们前期报告《宽信用短期难“去地产化”, 弱社融后政策会如何? -7 月社融数据点评》提示: 首先, 地产景气度仍不乐观, 而地产对宽信用的作用不可或缺, 年内地产温和回升对信用提振效果或有限; 其次, 居民部门在疫情冲击、房贷利率下降背景下倾向于提前还贷, 或拖累居民中长贷净融资规模增长。

往后看, 5000 亿专项债作为财政增量工具已落地, 政府债券融资规模有望回升, 叠加政策性金融工具提升基建配套贷款需求, 后续社融增速边际仍有望企稳回升, 但难超 6 月高点。

● 风险提示

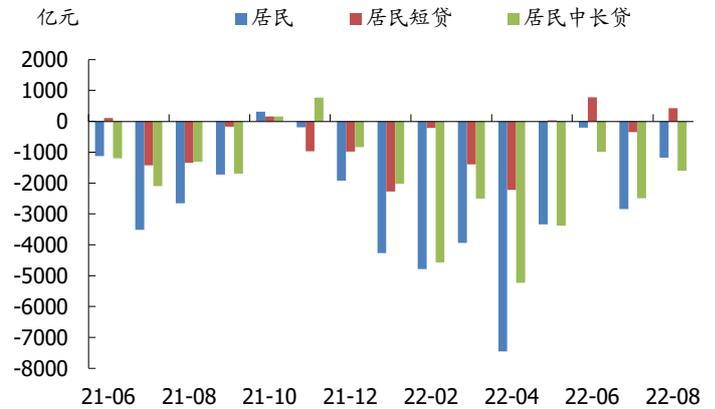
实体经济融资恢复不及预期, 政策执行力度不及预期。

图表 1 贷款增速延续下滑



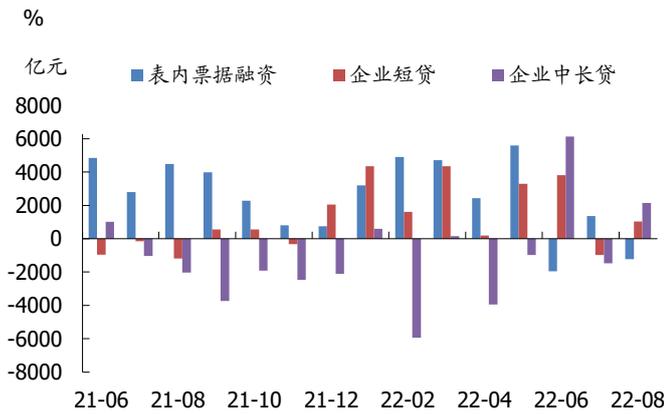
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 居民中长期贷款同比少增



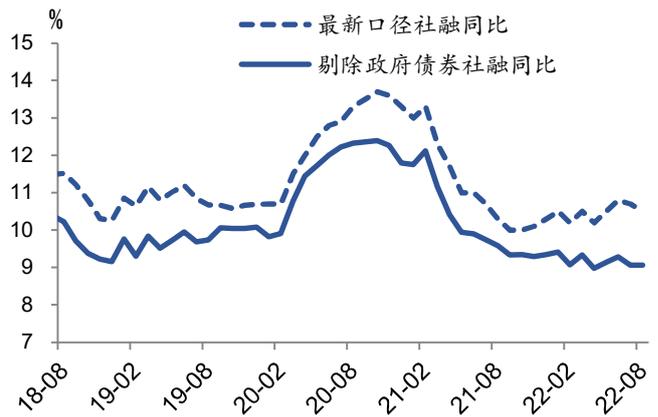
资料来源: Wind, 华安证券研究所注: 图中数据为同比多增量

图表 3 企业中长贷同比多增



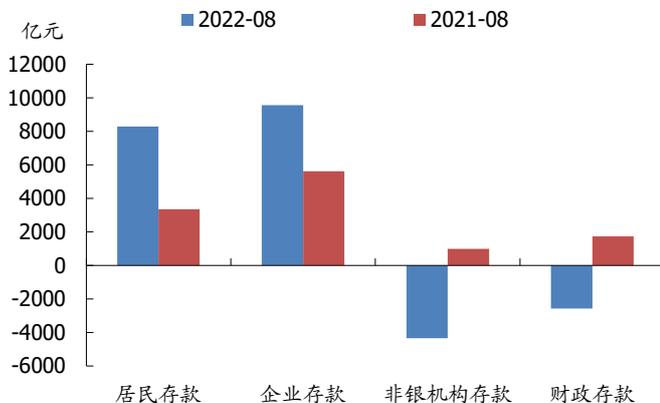
资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 4 社融存量增速继续回落



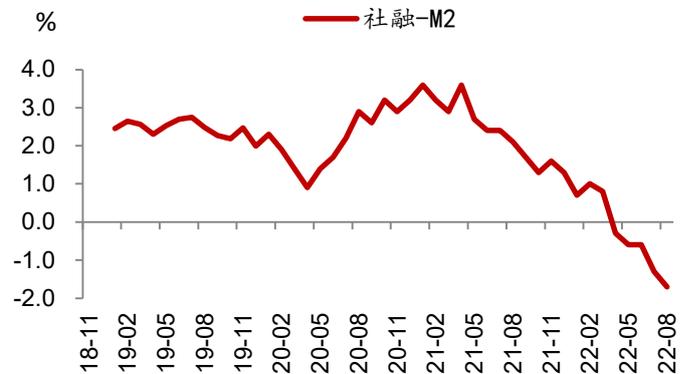
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 居民和企业存款同比多增



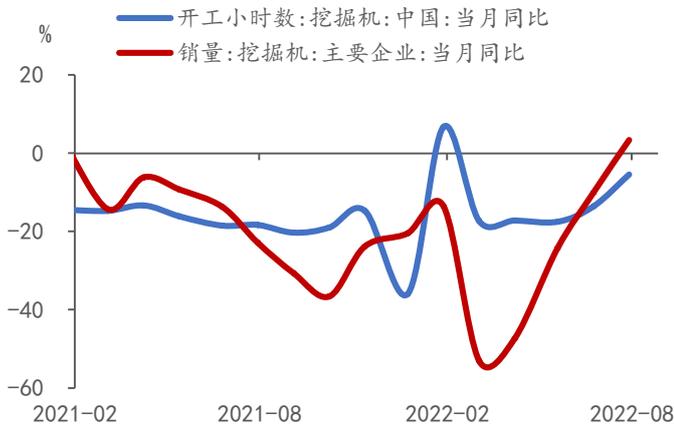
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 社融-M2 增速创新低



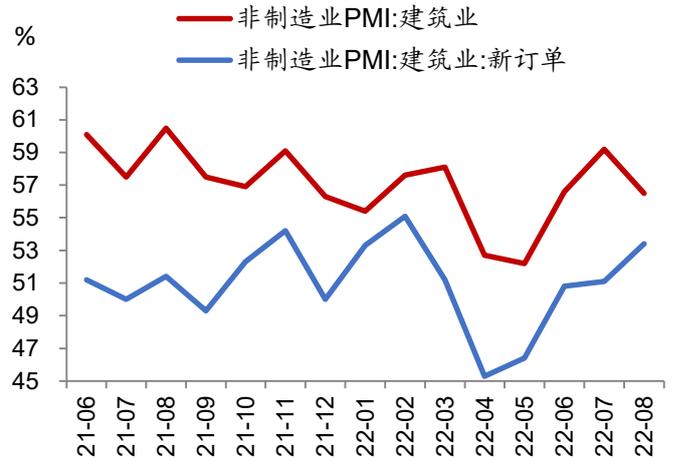
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 挖掘机指标持续改善



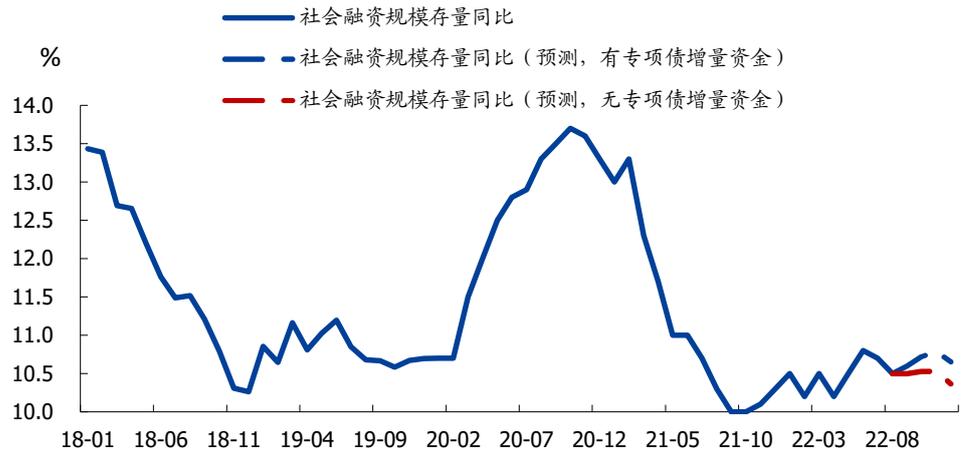
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 8月建筑业景气度上行



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 下半年社融增速预测



资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。