

广义流动性盈余走阔

——2022 年 8 月金融数据点评

8 月我国新增社融 2.43 万亿（预期 2.04 万亿），较去年同期回落 5,593 亿；新增人民币贷款 1.25 万亿（预期 1.36 万亿），较去年同期提升 300 亿；M2 同比增长 12.2%（预期 11.8%）。

一、信贷：总量略低于预期，结构边际改善

8 月新增信贷回归季节性水平，但仍小幅低于市场预期。新增人民币贷款同比多增 300 亿，其中中长期贷款同比多增 537 亿，短期贷款同比多增 1,454 亿，票据融资同比少增 1,222 亿。企业和居民的信贷表现明显分化。

企业中长贷显著回暖，主要受益于 8 月经济边际企稳、LPR 降息等“宽信用”政策加码，特别是专项债前置发行、政策性开发性金融工具落地所带来的基建融资需求。8 月非金融企业贷款新增 8,750 亿，同比多增 1,787 亿，环比多增 5,873 亿。其中中长贷当月新增 7,353 亿，同比多增 2,138 亿，环比多增 3,894 亿；短贷减少 121 亿，同比多增 1,028 亿，环比多增 3,425 亿；表内票据融资增加 1,591 亿，同比少增 1,222 亿，票据未见冲量，同时受到政策引导和信贷需求边际改善影响。

居民贷款仍然疲弱，中长贷未见显著改善。8 月新增居民贷款 4,580 亿，同比少增 1,175 亿，已连续 10 个月同比负增长。居民短贷增加 1,922 亿，同比多增 426 亿，恢复正增长，居民消费意愿小幅回暖。受就业、收入增长不确定性及断供事件影响，8 月地产销售仍然疲弱，30 大中城市商品房成交面积同比增速-19.1%，环比增速-6.5%。受此影响，居民中长贷仅增 2,658 亿，同比少增 1,601 亿。

二、社融：数据超预期，实质改善有限

8 月新增社融 **2.43 万亿**，环比大幅多增 **1.67 万亿**，超出市场预期，但同比仍然少增 **5,593 亿**，存量同比增速下降 **0.2pct** 至 **10.5%**。从结构上看，非标、信贷是社融增长的主要支撑，政府和企业债券融资则构成显著拖累。

一是非标融资由拖累项变为最大拉升项。非标融资当月增加 **4,768 亿**，同比大幅多增 **5,826 亿**，环比大幅多增 **7,821 亿**。其中，未贴现银行承兑汇票增加 **3,485 亿**，同比多增 **3,358 亿**；信托贷款减少 **472 亿**，同比少减 **890 亿**；委托贷款增加 **1,755 亿**，同比多增 **1,578 亿**。未贴现票据融资走强可能映射了银行票据冲量退坡，票据留存于表外。信托贷款和委托贷款回暖可能来自于基建项目配套融资需求以及房地产调控政策边际放松的支撑。

二是政府融资由拉升项变为拖累项。8 月新增政府债融资 **3,045 亿**，同比少增 **6,693 亿**，环比少增 **953 亿**。基数效应是重要原因，去年政府融资数据前低后高，今年 5-6 月亦有冲量。8 月 24 日国常会要求 10 月底前发行完毕 **5,000 亿元** 专项债结存限额，并再增加 **3,000 亿元** 政策性开发性金融工具额度，或对年内政府融资构成一定支撑。

三是企业债券拖累逐月扩大。8 月新增企业债券融资 **1,148 亿**，6/7/8 月新增债券融资同比少增 **1,710/2,357/3,501 亿**，拖累逐月扩大。企业融资意愿仍难言改善。

四是外币贷款拖累逐月扩大。8 月新增外币贷款融资减少 **826 亿**，6/7/8 月新增外币贷款融资同比多减 **992/1,059/1,173 亿**，拖累逐月扩大。主因美元持续升值引致外币借贷需求收缩。

三、货币：广义流动性盈余走阔，货币活化度仍低

8 月 M2 同比增速继续上行 0.25pct 至 12.2%，主要源于持续高强度的财政支出。由于财政支出进度快于政府债券发行速度，财政存款减少 2,572 亿，同比多减 4,296 亿。私人部门储蓄意愿较高，企业存款增加 9,551 亿，同比多增 3,943 亿，指向企业资本开支意愿不足；居民存款增加 8,286 亿，同比多增 4,948 亿，主要由于疫情反复限制消费场景，叠加购房支出回落和预防性储蓄增加。

M2 同比增速进一步超过社融，广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）走阔 0.4pct 至 1.7pct。8 月资金利率位于低位，流动性维持宽松，但实体经济有效融资需求不振，商业银行“资产荒”格局仍未改善。M1 同比增速下滑 0.6pct 至 6.1%，“M2-M1”增速剪刀差边际阔大 0.9pct 至 6.2%，货币活化程度维持低位。

四、债市影响：收益率未见波动

8 月社融数据发布后，债券收益率整体波动不大。10 年期国债和国开债活跃券分别成交在 2.64%和 2.80%，对社融数据改善并未做出明显反应。8 月至今，收益率曲线整体下移至历史低位，1 年期和 10 年期国债收益率分别下行 10bp 和 10bp 至 1.76%和 2.64%。可从以下三方面看债券收益率变动原因及未来走势：

从央行货币政策看，8 月央行全面下调政策利率，其中 7 天 OMO 和 1 年期 MLF 分别下降 10bp 至 2.00%和 2.75%，点燃市场乐观情绪，市场对于货币政策持续保持合理充裕的预期加强，带动债券长端收益率显著下行。5 年期和 10 年期国开债收益率均下行 10bp 至 2.50%和 2.8%，创今年以来新低。

从狭义流动性方面看，资金面整体保持宽松，货币市场利率水平持续保持在较低位置。8 月以来 DR001 和 DR007 利率中枢分别为 1.13% 和 1.42%，大幅低于政策利率，并连续两个月处于低位水平。此情况巩固了市场对于融资成本短期内难以全面上行的预期，为债券收益率低位震荡提供支撑。

从广义流动性方面看，在地方政府债发行量明显萎缩的情况下，8 月信贷数据整体边际改善，表明“稳增长”政策发力确实带来融资需求改善。近期国务院进一步提出多项稳增长政策，包括减税新政、盘活 5,000 亿元地方政府专项债限额等，有助于托举融资需求。预计后续债券收益率进一步下行空间不大，但短期内仍为保持偏低水平。

五、前瞻：“稳增长”政策托举社融

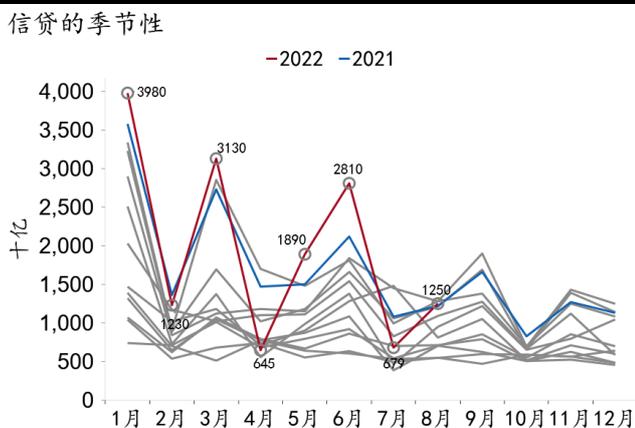
总体而言，8 月金融数据在“稳增长”政策托举下环比显著回暖，但私人部门融资需求仍难言实质性改善。尽管基建配套融资需求对企业中长贷以及表外融资形成有力托举，但企业债券融资增长动能持续放缓，房地产风险对居民中长贷需求构成持续压制。由于私人部门储蓄意愿高企，广义流动性盈余走阔，银行“资产荒”仍然延续。

前瞻地看，“稳增长”政策将持续落地生效，托举社融增长，但私人部门融资需求全面回暖或仍需时日。疫情扰动叠加房地产风险隐忧，未来经济修复动能和全社会融资需求仍有反复风险。

(评论员：谭卓 蔡玲玲 王天程 张巧栩)

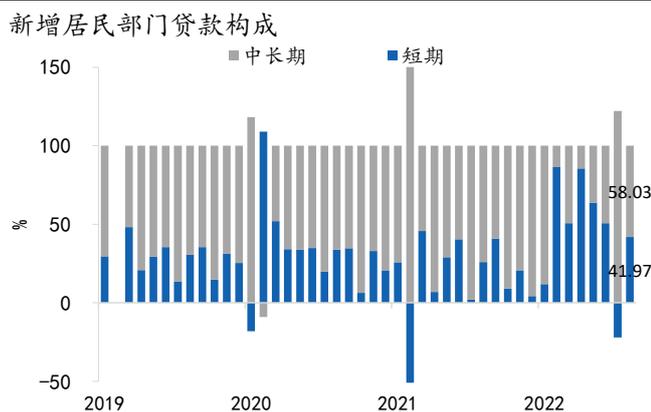
附录

图 1: 8 月信贷增量大幅回升



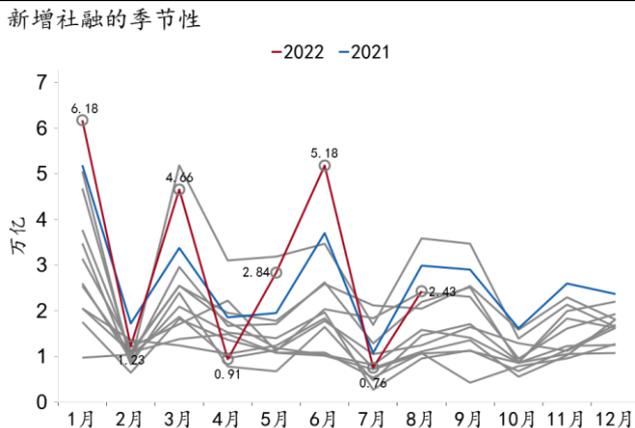
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 新增居民贷款构成占比



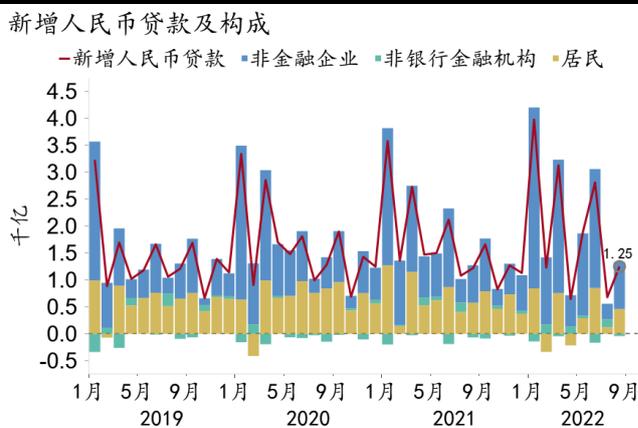
资料来源: Wind、招商银行研究院

图 5: 8 月社融仍弱于去年同期



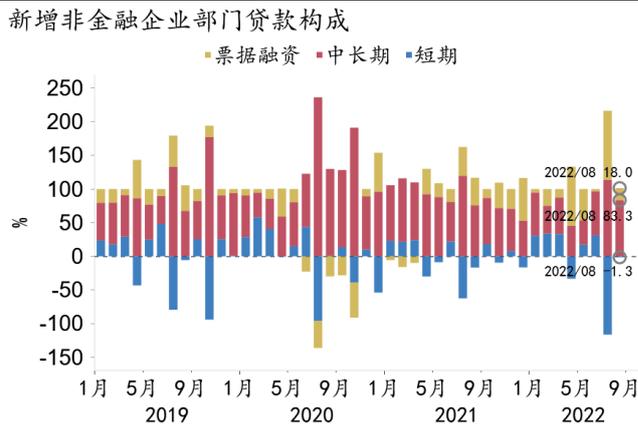
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 新增人民币贷款及构成



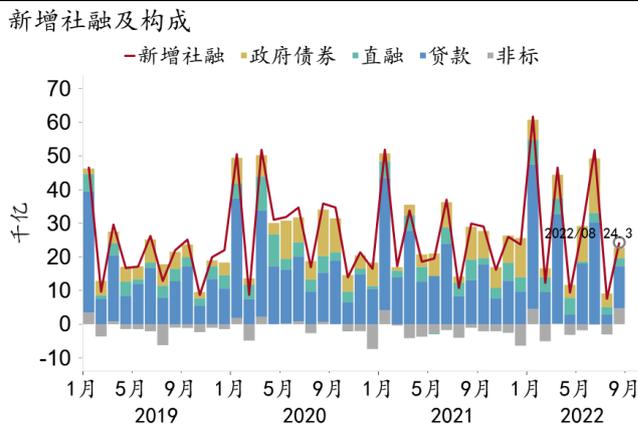
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 新增非金融企业贷款构成占比



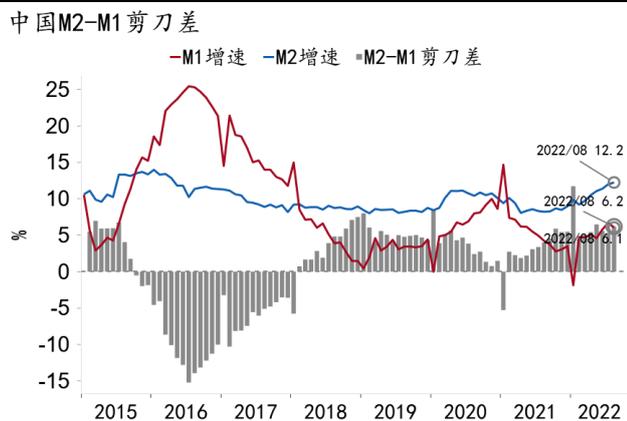
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 非标是新增社融主要拉升项



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7: 8 月 M2-M1 剪刀差走阔



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源: Macrobond、招商银行研究院