

【申银万国期货】社融支撑经济持续恢复，期债继续下行

——央行金融统计数据解读

2020年9月14日

分析师：唐广华
从业资格号：F3010997
投资咨询号：Z0011162

电话：021-50586292
邮箱：tanggh@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路800号
 宝安大厦7、8、10楼
邮编：200122
电话：021 5058 8811
传真：021 5058 8822
网址：www.sywgqh.com.cn

摘要：

- 8月份，社融分项全面多增，政府债券融资同比大幅增加，居民和企业中长期贷款显著增加，融资结构改善，带动社会融资规模存量同比增长13.3%，比上月高0.4个百分点，创2018年2月份以来的新高，考虑到9月、10月份政府债券的发行规模仍将达到1.2万亿，预计将比去年同期分别多增8223亿元和10129亿元，继续带动社融存量增速维持高位，显著高于GDP名义增速，为经济持续恢复提供支持。
- 8月份M2余额增速为10.4%，略低于市场预期，比上月回落0.3个百分点，连续两个月回落。M1余额增速为8%，环比增加1.1个百分点，同比增加4.6个百分点，M2与M1差持续收窄，企业融资需求回升，投资活动不断增强。
- 总体上，社融存量增速维持高位将为经济持续恢复提供支持，制造业PMI连续处于扩张区间，海外主要国家制造业PMI也不断改善，市场需求和供给持续回升。央行货币政策继续保持更加灵活适度的思路，但强调了要精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，后期“降准、降息”概率降低，更多的会通过定向措施保持流动性合理充裕。同时，9月、10月份债券供给压力将持续存在，预计10年期国债收益率有可能回升至3.3%附近，国债期货价格仍以下行为主。



申银万国期货
宏观金融研究

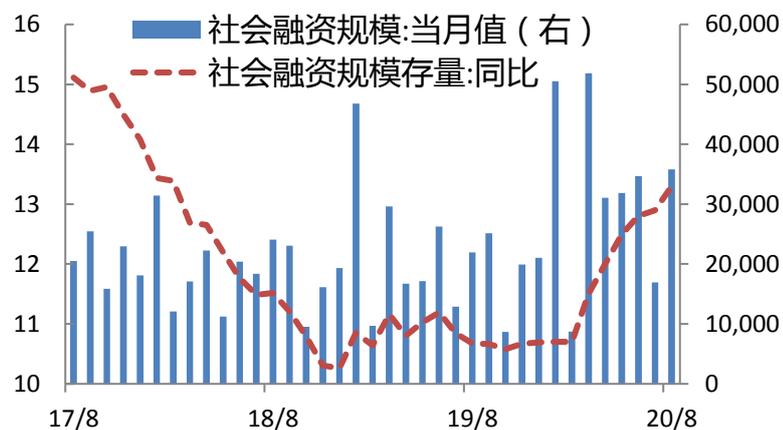


申银万国期货研究

一、社融分项全面多增，增速创 2018 年以来新高

8 月社会融资规模增量为 3.58 万亿元，比上年同期多 1.39 万亿元。具体来看，各分项均有所增加，其中最主要来源于政府债券，当月新增 1.38 万亿，同比多增 8741 亿元，占社融当月新增的比例的 63%；新增人民币贷款为 1.42 万亿，同比多增 1156 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1441 亿元，同比多增 1284 亿元；其他外币贷款、委托贷款、信托贷款、企业债券融资等分项同比均有所增加，带动 8 月末社会融资规模存量至 276.74 万亿元，同比增长 13.3%。

图 1：社会融资规模当月值与存量同比走势（%，亿元）

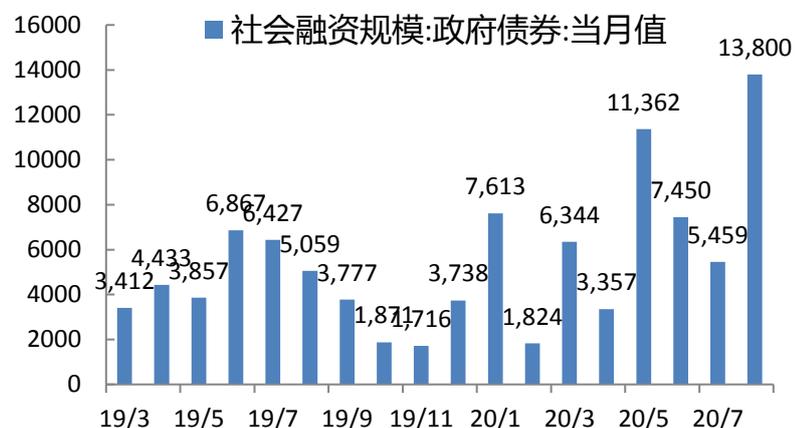


资料来源：Wind，申万期货研究所

1、政府债券融资将连续高于去年同期

8 月份政府债券融资中，主要来源地方政府债券的大量发行，当月净融资额达到 8800 亿元，国债当月净融资额为 4995 亿元。

图 2：社会融资规模中政府债券当月值（亿元）



资料来源：Wind，申万期货研究所

央行为进一步完善社会融资规模，于 2019 年 12 月起纳入“国债”和“地方政府一般债券”，2018 年 9 月起纳入“地方政府专项债券”。按照财政部的要求，地方政府专项债将力争在 10 月底前全部发行，参考往年惯例，地方政府一般债也会在 10 月底前发行完毕。从统计数据上看（表 1），1-8 月份地方债净融资规模为 36889 亿元，占计划发行规模 56800 亿元的 65%，尚余 19911 亿元待发行；国债净融资规模为 20093 亿元，占计划发行规模 28300 亿元的 71%，尚余 8207 亿元待发行，那么 9 月、10 月份每月发行的地方债规模将高达近万亿，加上国债规模，近两个月政府债券的发行规模将达到 1.2 万亿，比去年同期分别多增 8223 亿元和 10129 亿元，继续带动社融增量比去年同期显著增加，带动社融存量增速维持高位。

表 1：政府债券发行情况（亿元）

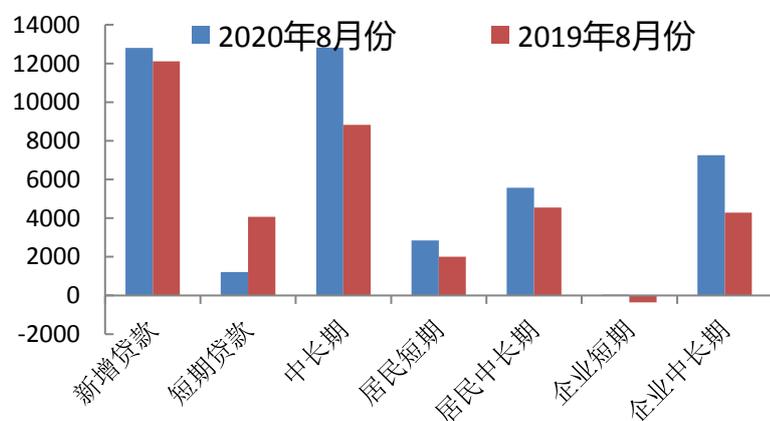
项目	2020 年计划发行规模	2020 年 1-8 月已发行	2020 年待发行
中央财政赤字规模	18300	20093	8207
抗疫特别国债	10000		
地方财政赤字规模	19300	36889	19911
地方政府专项债务	37500		
合计	85100	56982	28118

资料来源：Wind，政府工作报告，申万期货研究所

2、中长期贷款显著增加，融资结构不断优化

8 月份新增人民币贷款比去年同期略微增加，其中短期贷款及票据融资当月增加 1215 亿元，比去年同期减少 2854 亿元，主要是因为票据融资连续 3 个月为负，比去年同期减少 4102 亿元。中长期贷款当月增加 12823 亿元，比去年同期增加 3998 亿元，融资结构不断优化。

图 3：新增贷款分项情况



资料来源：Wind，申万期货研究所

分项看，居民中长期贷款同比多增 1031 亿元，连续 3 个月同比多增金额在 1000 亿元以上，5 月份以来房地产市场持续回暖，销售保持较快增速。企业中长期贷款同比多增 2967 亿元，连续 6 个月同比多增金额在 2000 亿元以上，企业融资需求增加，商业银行中长期信贷投放意愿也较强，预计后期将继续保持。

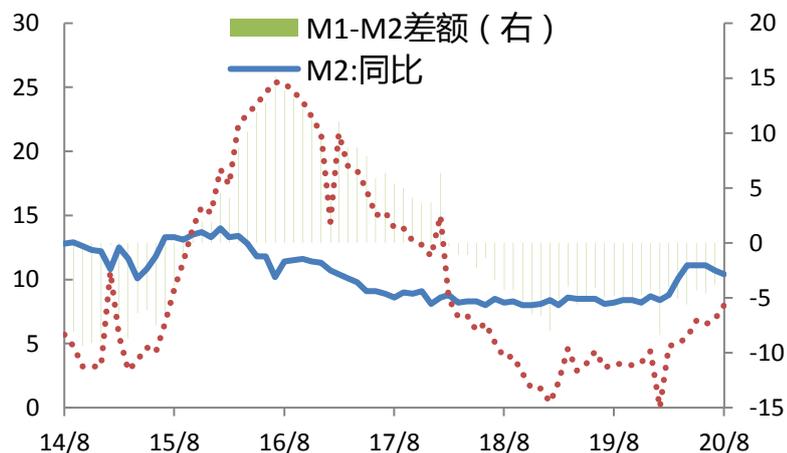
3、社融存量增速创 2018 年以来新高

在社融分项全面多增，政府债券融资同比大幅多增，中长期融资显著增加的情况下，社会融资规模存量数据增加至 276.74 万亿元，同比增长 13.3%，比上月高 0.4 个百分点，比去年同期高 2.6 个百分点，创 2018 年 2 月份以来的新高，显著高于二季度 GDP 名义增速的 3.11%，为经济持续恢复提供支持。

二、货币增速回落，政策保持审慎

8 月末，广义货币 (M2) 余额 213.68 万亿元，同比增长 10.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.2 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 60.13 万亿元，同比增长 8%，增速分别比上月末和上年同期高 1.1 个和 4.6 个百分点；流通中货币 (M0) 余额 8 万亿元，同比增长 9.4%。

图 4：M2、M1 及其差额同比走势



资料来源：Wind，申万期货研究所

1、M2 与 M1 差持续收窄，投资活动不断增强

8 月份 M2 余额增速为 10.4%，略低于市场预期，比上月回落 0.3 个百分点，连续两个月回落。其中受政府债券大幅发行影响，财政存款增加 5244 亿元，比去年同期增加 5244 亿元，居民和企业存款均比去年同期略有增加。M1 余额增速为 8%，环比增加 1.1 个百分点，同比增加 4.6 个百分点，M2 与 M1 差持续收窄，企业融资持续回升，投资活动不断增强。

2、央行货币政策继续保持审慎

5 月份以来，M2 同比增速在快速增长之后，逐步保持稳定，7 月份以来开始逐步回落，主要是央行货币政策逐步转向审慎的结果。央行二季度货币政策执行报告继续保持稳健的货币政策更加灵活适度的思路，但强调了要精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，强调把握货币政策操作的力度，疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用。此前，政治局会议也删除了运用“降准、降息”的表述，强调精准导向，预计四季度“降准、降息”概率较低，但在当前疫情影响仍未消除的情况下，央行仍会通过定向措施保持流动性合理充裕，保持货币供应量和和社会融资规模合理，稳定经济发展。

三、社融支撑经济持续恢复，期债继续下行

8 月份社融分项全面多增，带动社融存量增速创 2018 年以来新高，考虑到 9 月、10 月份政府债券的发行规模仍将达到 1.2 万亿，比去年同期分别多增 8223 亿元和 10129 亿元，继续带动社融存量增速维持高位，显著高于 GDP 名义增速，为经济持续恢复提供支持。

此前国内官方制造业连续六个月处于扩张区间，财新制造业 PMI 创 2011 年以来新高，主要原材料购进和出厂价格指数回升，制造业出口进一步改善。随着疫情影响逐步减弱，市场需求和供给持续回升，经济持续恢复。海外各国生产逐步恢复，美、欧、英等国制造业 PMI 维持在荣枯线上方，全球经济继续修复。

政策上，央行货币政策保持更加灵活适度的思路，但更强调了要精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，提高政策的“直达性”。预计四季度央行“降准、降息”概率较低，更多的会通过公开市场操作和定向措施保持流动性合理充裕。

供给上，按照财政部的要求，地方政府专项债将力争在 10 月底前全部发行，参考往年惯例，地方政府一般债也会在 10 月底前发行完毕，债券供给压力持续存在。

总体上，社融增速维持高位将为经济持续恢复提供支持，制造业 PMI 连续处于扩张区间，海外主要国家制造业 PMI 也不断改善，市场需求和供给持续回升。央行货币政策继续保持更加灵活适度的思路，但强调了要精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，后期“降准、降息”概率降低，更多的会通过定向措施保持流动性合理充裕。同时，9 月、10 月份债券供给压力将持续存在，预计国债期货价格仍以下行为主，10 年期国债收益率有可能回升至 3.3%附近。

申银万国期货宏观及金融研究团队

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。