

中国宏观热点速评

调整后社融增速初现企稳回升迹象，但货币数据不无隐忧

8月份货币及信贷数据点评

8月M2同比增速从7月的8.5%回落至8.2%，低于市场预期的8.6%（图表1）。经季节性调整后，8月M2月环比（非年化）增速持平于0.9%。值得注意的是，8月财政存款上升850亿元，而去年8月为下降3,900亿元，财政存款同比多增拖累M2增速约0.3个百分点。由此，8月财政存款同比增速从7月的6.1%大幅跳升至16.7%。同时，8月M1同比增速从7月的5.1%继续下跌至3.9%，而季调月环比增速从7月的0.3%下探至-0.2%。

8月新增人民币贷款为1.28万亿元，低于市场预期的1.37万亿元但高于去年8月的1.09万亿元。然而，与去年8月新增贷款相比，今年8月的贷款多增主要源自短期贷款放量，这可能受益于近期短端利率下行，而中长期贷款需求尚未有效回升。具体看，8月新增住户部门中长期贷款为4,415亿元，低于去年8月的4,470亿元；8月新增非金融企业及机关团体中长期贷款为3,425亿元，低于去年8月的3,639亿元。另一方面，8月新增短期贷款及票据融资升至4,949亿元，高于去年8月的3,178亿元。

8月社会融资规模增量为1.52万亿元，高于市场预期的1.3万亿元但略低于去年8月的1.56万亿元（图表2）。值得注意的是，这是基于央行7月公布的新口径社融数据，其中资产支持证券与贷款核销两项已加回到社融。8月新口径社融的超预期主要是由于企业债净融资回升。从社融分项来看，8月信托贷款、委托贷款与银行未贴现承兑汇票等“非标”资产新增融资同比继续大幅下降——8月三项“非标”信贷资产合计余额减少2,674亿元，而去年8月三者合计余额净增1,303亿元。然而，8月企业债净融资显著回升至3,376亿元，明显高于去年8月的净发行量1,137亿元。

8月金融条件继续呈现企稳回升迹象，部分是因为地方债净发行量明显上升。具体看，

- ▶ **新社融口径下，8月调整后的社融同比增速持平于11.4%**（调整后的社融 = 社融 + 政府债券；图表1）¹：随着8月地方债净发行量从去年8月的4,190亿元攀升至7,655亿元，调整后的社融同比增速企稳。经季节性调整后，8月调整后的社融月环比年化增速从7月13.5%小幅回落至12.6%，但仍高于12%的中性水平，处于温和“扩张”区域²。
- ▶ **据我们估算，8月“准M2”³同比增速可能有所放缓。**如果假设央行外汇占款规模环比不变，我们估计8月“准M2”同比增速可能从7月的10.3%小幅下降至10.1%。
- ▶ **此外，8月货币市场利率下行，显示流动性条件较为宽松**（图表3）：8月银行间同业拆借和质押式债券回购月加权平均利率均下降18个基点分别至2.29%、2.25%。

接下页

分析师

易恒

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析师

常慧丽

SAC 执证编号: S0080517110001
SFC CE Ref: BJC906
huili.chang@cicc.com.cn

分析师

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 可选消费为何减速? (2018.09.11)
- 宏观经济 | 如何看待近期消费信贷发行明显减速? (2018.09.11)
- 宏观经济 | 供给侧偏紧, CPI及PPI同比均超预期 (2018.09.10)
- 宏观经济 | 生产活动环比小幅回暖; 流动性保持较为宽松 (2018.09.10)
- 宏观经济 | 新兴市场风险与美国通胀压力扰动全球 (2018.09.09)
- 宏观经济 | 按兵不动, 关注下行风险 (2018.09.09)

¹ 请参见我们2015年8月13日发布的中国宏观简评《论地方政府债务置换对贷款和社融数据的影响》。

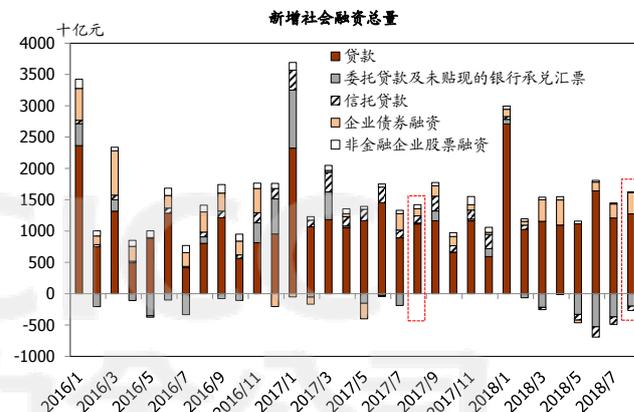
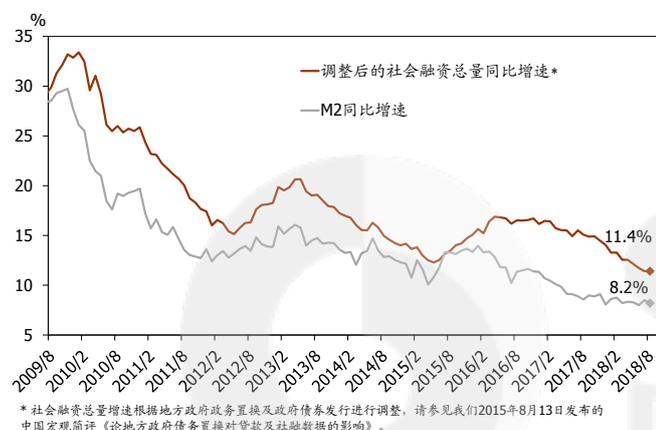
² 由于最新公布的社融存量数据仅从2017年1月开始, 我们使用之前定义的、不加回两项的社融来计算调整后社融的环比增速。

³ 请参见我们2017年8月7日发布的中国宏观专题报告《该如何去理解M2增速下降及其影响?》以及2017年8月15日发布的中国宏观简评《“准M2”与调整后社融作为领先指标的预测能力如何?》。

8月货币信贷数据所传递的信息喜忧掺半——一方面,调整后社融环比继续保持在12%年化增速以上,同比企稳,显示金融条件开始企稳。但另一方面,货币政策的传导向实体需求的传导仍有待观察,而财政偏紧对总需求的压制仍然十分明显。具体看,M1同比、环比增速全面下滑,显示企业和/或地方政府现金流持续恶化。同时,财政存款违背季节性规律而进一步上升,并继续抑制8月广义货币扩张,这与政府实施“积极财政政策”的立场形成鲜明对比。当前政策组合的立场“不太自洽”,可能会继续拖累私人投资并压制消费者情绪——财政政策趋紧,对金融机构的监管趋严,以及持续的环保、限产高压都是抑制目前“稳增长”政策传导的“障碍”。另外,近期社保转由税务部门统一征收,引发市场对实际有效社保费率上升的广泛忧虑,这些都不利于企业盈利的恢复和对未来投资的信心⁴。在外需不确定性日益增强的环境下,当前的政策组合显然应该更协调、更有力、且更全面地进行调整,以稳定预期并疏通当前“稳增长”政策的传导。否则,在总需求不确定的环境下,当前的政策组合可能进一步“挤出”下游企业和私有部门的收入和投资。

图表1: 8月M2同比增速放缓,而调整后的社融增速企稳

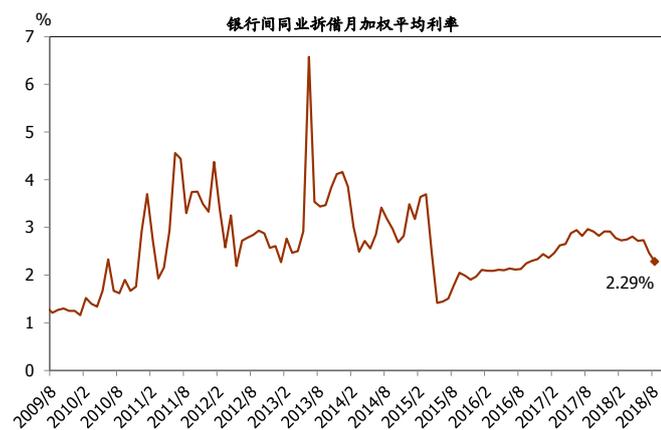
图表2: 新增社融的构成: 8月新增“非标”融资同比大幅收缩,而企业债净融资同比明显上升



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表3: 8月银行间同业拆借月加权平均利率下降18个基点



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

⁴ 请参见2018年9月4日发布的主题策略报告《降税费已是当务之急——从社保费由税务部门征收说开去》。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策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，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：樊荣

北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编: 518000
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京 建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海 黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京 汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门 莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆 洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山 季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波 扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京 科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳 福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州 天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉 中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津 南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮 新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州 五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海 浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州 教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都 滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛 香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连 港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙 车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安 雁塔证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司