



宏观研究

【粤开宏观】弱复苏背后的隐忧：8月金融数据点评

2022年09月10日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：原野

近期报告

《粤港澳大湾区金融业发展的现状、问题及对策》2022-09-03

《【粤开宏观】中国财政形势：2022年区县财政调研报告》2022-09-07

《【粤开宏观】以改革稳增长，以降低制度性成本稳预期》2022-09-08

《【粤开宏观】“六省一市养全国”的表象与真相》2022-09-09

《【粤开宏观】8月CPI同比略有回落，但结构性通胀压力仍存》2022-09-09

摘要：

8月末社会融资规模存量同比增长10.5%，前值10.7%；社会融资规模增量为2.43万亿元，前值7561亿元；新增人民币贷款12500亿元，前值6790亿元；M2同比12.2%，前值12.0%。

近一年在稳增长政策的作用下，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力有所缓解，其中物流不畅、供应链阻滞等供给侧约束已不是经济复苏的主要掣肘，而需求收缩和预期转弱的压力仍然较大。房地产不仅缺席本轮稳增长周期，更成为最大拖累项，牵制了投资，压缩了地方财政收入，影响了居民信贷需求，更通过银行抵押途径影响货币派生能力。再度严峻的疫情形势，再度来袭的限电问题交织在一起影响消费、生产。此外，前期起重要支撑作用的出口下行趋势明显，8月出口金额（美元）同比增长7.1%，回落11个百分点。**8月的金融数据反映出前期稳增长政策带来的信贷结构改善，但需求收缩、预期转弱的压力未能根本扭转，实体融资需求和金融扩表意愿整体较孱弱。**

1、社融总量延续回落，表内信贷小幅改善，表外信贷超出预期，直接融资、政府债券大幅拖累，反映实体需求依然疲软、微观主体预期依然偏弱。

8月社会融资规模存量同比增速10.5%，较上月下降0.2个百分点，连续2个月下滑。新增社融2.43万亿元，同比少增5593亿元，连续2个月同比少增，且少增程度有所扩大。（1）前期3000亿政策性开发性金融工具拨付到位，项目资本金充实带动基建投资，拉动配套信贷，最终导致对实体发放人民币信贷新增1.33万亿元，同比多增631亿元。（2）资管新规过渡期结束，非标压降速度放缓，表外三项均持续回暖，委托贷款、表外票据同比多增1755亿元和3358亿元，信托贷款同比少减890亿元。（3）地方政府隐性债务监管持续，导致企业债（城投）少增，财政靠前发力导致下半年政府债融资成主要拖累，企业债和政府债券分别少增3501亿元和6693亿元。

2、信贷结构改善，但仍存在四大隐忧。

第一，地方平台相对谨慎保守，扩表意愿持续走低。一是地方城投面临严格资金约束。地方隐性债务问题依然严峻，越来越多地方政府杠杆率难以满足举债条件，银行监管约束下借款能力下降。**二是举债动机不强。**换届之年，合规监管和反腐高压下，地方政府缺乏借款意愿。两者叠加可能造成企业债融资持续疲软。

第二，基建带动企业信贷高增，尤其企业中长期贷款大幅好转，但持续性尚待观察，且基建独木难支，预期全面转变还需要地产和消费至少有一个企稳。8月企业中长期贷款同比多增2138亿元，票据冲量亦有减弱。国常会安排后续的政策性开发性金融工具和盘活专项债结存限额（10月底前发行完毕）将进一步撬动更多银行配套融资，支撑基建投资以及中长期贷款。但与去年同期庞大专项债发行量相比，支撑力度和持续性仍有待观察。



第三，房地产仍然存在不确定性，居民中长期贷款未见起色。8月居民贷款增加4580亿元，同比少增1175亿元，其中居民中长期贷款同比少增1601亿元，前期停贷、烂尾房等对预期的冲击仍在持续。尽管“保交楼”政策频出，房地产投资仍然受资金面约束大，房企债务风险仍然高企，销售仍未回暖，传导到企业经营和资金面的改善有限，房地产投资修复仍然缓慢。8月房地产销售依然不佳，30大中城市商品房日均销售39.65万平，环比7月下降6%，但同比降幅从上月的-33%收窄至-18.7%。

第四，疫情形势再度严峻，消费能否企稳尚待观察，居民短贷虽有起色但持续性堪忧。8月居民短贷同比多增426亿元。部分由于汽车销售较强，另一部分由于去年同期暴雨、疫情等造成的低基数效应。但考虑到今年8月疫情再起，日均感染人数是7月的3.3倍，仍可能对中秋、国庆消费产生制约，叠加居民就业、收入信心疲软。未来短贷多增能否持续仍取决于9-10月疫情对线下消费、服务业复苏的制约。

风险提示：宏观经济下行压力超预期、政策落地不及预期、疫情大范围扩散



目 录

一、社融：总量持续回落，表内小幅改善，表外形成支撑，直接融资、政府债券大幅拖累	1
二、信贷：地产拖累居民部门，基建拉动企业部门	1
三、货币供应：资金活化程度低.....	1

图表目录

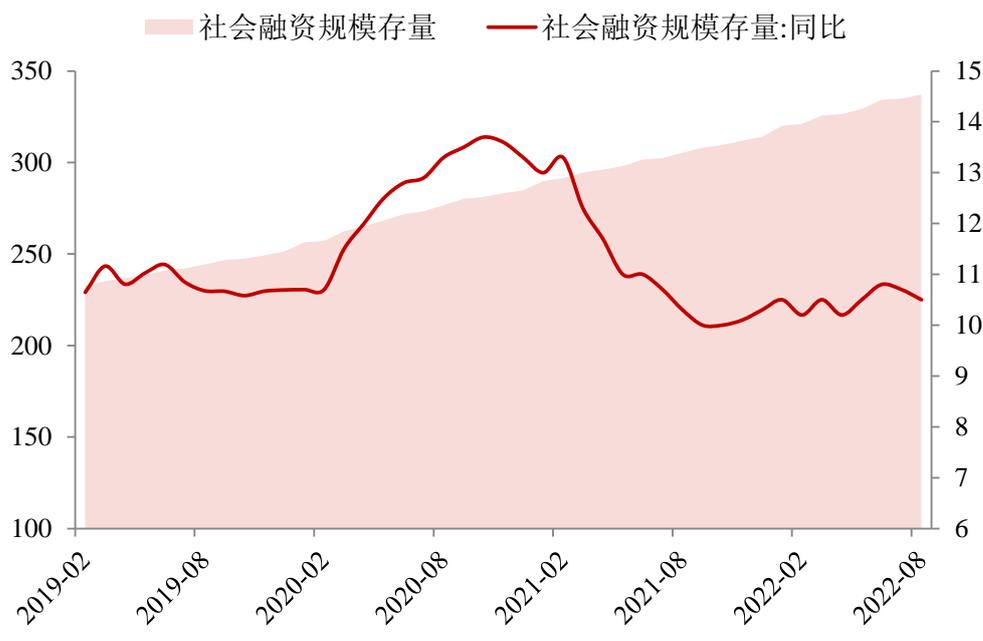
图表 1：社融存量增速进一步回落，社融或已见顶	1
图表 2：表内小幅改善，表外形成支撑，直接融资、政府债券大幅拖累	1
图表 3：30 大中城市商品房日均销售（万平米）	1
图表 4：M1-M2 剪刀差走阔	1



一、社融：总量持续回落，表内小幅改善，表外形成支撑，直接融资、政府债券大幅拖累

从总量看，8月社融持续回落，反映实体需求依然疲软、微观主体预期依然偏弱。8月社会融资规模存量 337.21 万亿元，同比增速 10.5%，较上月下降 0.2 个百分点，连续 2 个月下滑。新增社融 2.43 万亿元，同比少增 5593 亿元，连续 2 个月同比少增，且少增程度有所扩大。

图表1：社融存量增速进一步回落，社融或已见顶



资料来源：wind、粤开证券研究院

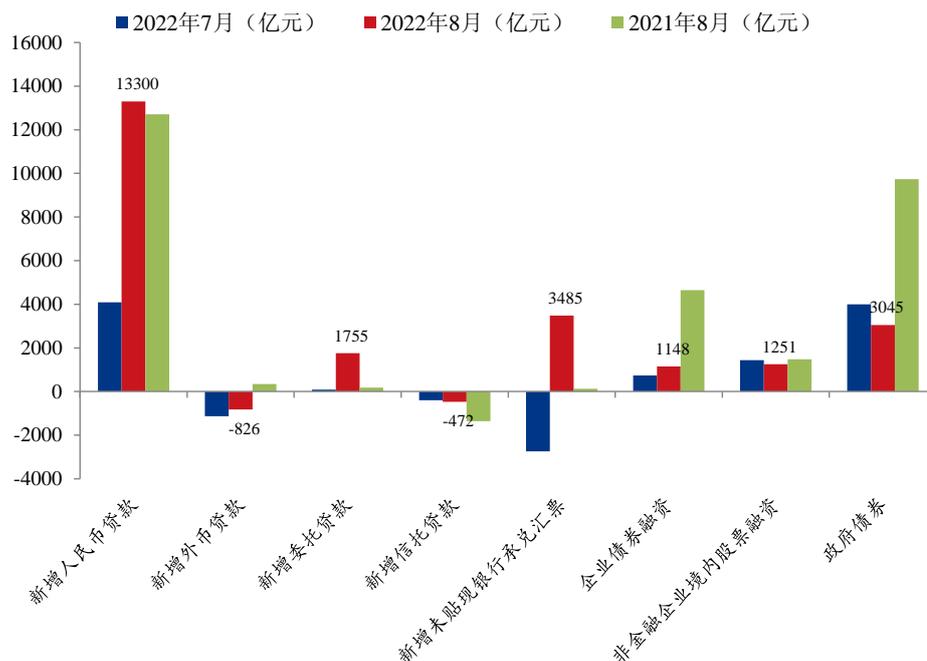
表内小幅改善，表外形成支撑，直接融资、政府债券大幅拖累。一是前期政策性金融工具逐步发力，基建项目资本金到位拉动企业信贷。8月对实体经济发放的人民币贷款新增 1.33 万亿元，同比多增 631 亿元。值得注意的是，外币贷款折人民币减少 826 亿元，同比多减 1173 亿元，反映出美元升值下市场主体接外币动机下降。考虑到外币贷款主要用于进口商品付汇，汇率贬值通道下为避免带来更多偿付，外币贷款需求持续下降。

二是稳增长压力下金融监管实施力度有所松动，表外业务日趋规范、活跃，表外融资持续回暖。委托贷款、表外票据同比多增 1755 亿元和 3358 亿元，信托贷款同比少减 890 亿元。随着资管新规过渡期结束，非标压降任务大部分已完成，今年以来委托贷款和信托贷款的存量压降速度得以放缓，产业信托业务逐渐活跃，委托贷款业务日趋规范。

三是地方政府隐性债务严监管持续，叠加 8 月严峻的疫情和高温限电等因素，导致实体需求仍较弱，企业债融资偏弱。8 月企业债券净融资 1148 亿元，同比少增 3501 亿元。

四是财政发力错位，专项债“弹药”不足导致政府债拖累社融。政府债净融资 3045 亿元，同比少增 6693 亿元。在财政靠前发力下，今年新增专项债在 6 月底前基本发行完毕，去年专项债发行节奏导致的错位效应将持续显现。

图表2：表内小幅改善，表外形成支撑，直接融资、政府债券大幅拖累



资料来源：wind、粤开证券研究院

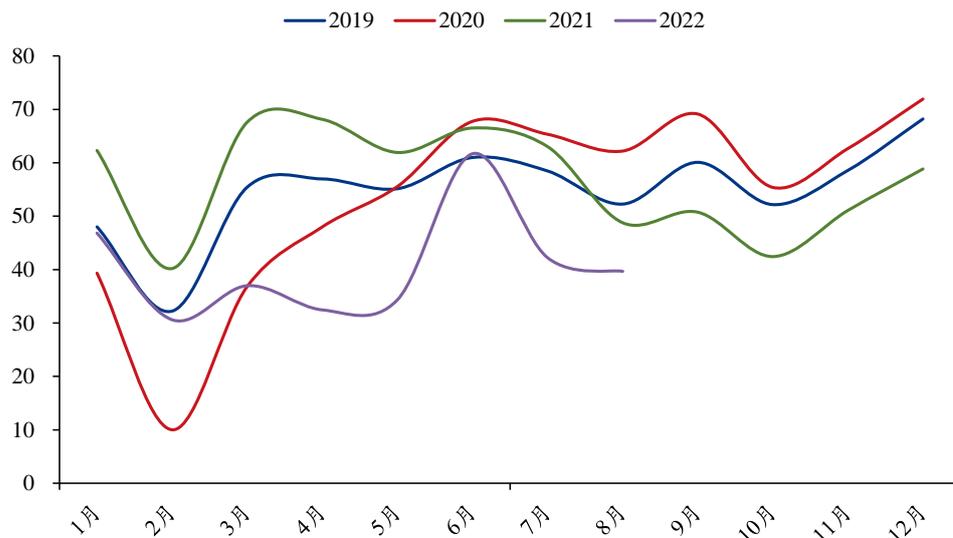
二、信贷：地产拖累居民部门，基建拉动企业部门

总量上，8月份人民币贷款增加1.25万亿元，同比多增390亿元，较7月大幅改善，反映出政策性金融工具落地带来强基建以及资金撬动作用。

结构上，企业部门，基建项目资本金充实，投资扩张，拉动配套项目，激活社会资本，企业中长期贷款大幅好转，票据冲量行为弱化。8月企业贷款增加8750亿元，同比多增1787亿元，短贷少减1028亿元，中长期贷款多增2138亿元，票据融资少增1222亿元。3000亿政策性开放性金融工具在8月集中拨付，国开基础设施投资基金和农发基础设施基金分别投放2100亿元和900亿元。这意味着有相当一部分的基建项目资本基金到位，而这些资金对信贷的撬动作用也逐渐显现，尤其是对企业中长期贷款的拉动。后续将继续增加3000亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好5000多亿元专项债结存限额，进一步撬动更多银行配套融资，为基建投资以及中长期贷款的企稳奠定一定基础。但预计10月后支持力度将有所减弱，仍需要更多接续政策。

居民部门，房地产低迷削弱居民扩表意愿，居民中长期贷款未见起色。8月居民贷款增加4580亿元，同比少增1175亿元，其中居民中长期贷款同比少增1601亿元，前期停贷、烂尾房等对预期的冲击仍在持续。8月房地产销售依然不佳，30大中城市商品房日均销售39.65万平，环比7月下降6%，但同比降幅从上月的-33%收窄至-18.7%。居民短贷略有起色，同比多增426亿元。部分由于汽车销售较强，另一部分由于去年同期暴雨、疫情等造成的低基数效应。考虑到今年8月疫情再起，日均感染人数是7月的3.3倍，但考虑到今年8月疫情再起，日均感染人数是7月的3.3倍，短贷多增能否持续取决于9-10月疫情对线下消费的制约。

图表3：30大中城市商品房日均销售（万平米）

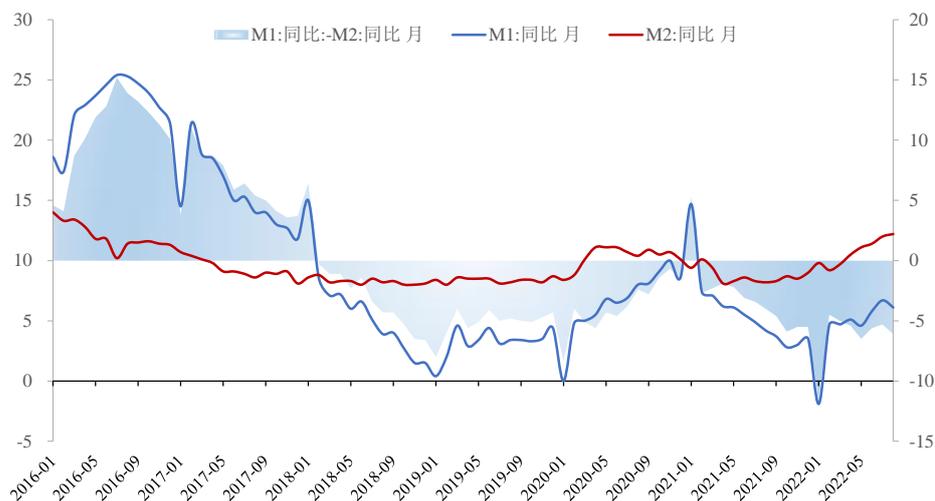


资料来源：wind、粤开证券研究院

三、货币供应：资金活化程度低

信贷主要依靠基建，实体融资需求疲软，M2 与 M1 剪刀差走阔。8 月广义货币 M2 同比增速提升 0.2 个百分点至 12.2%，与社融增速的回落形成明显对比。财政投放加快是主因，财政存款同比多减 4296 亿元。同时，居民收入预期不稳，投资意愿不强，居民存款增加 8286 亿元，同比多增 4948 亿元。M1 增速从 6.7% 降至 6.1%，资金活化的程度低，市场主体对经济的担忧仍然显著。

图表4：M1-M2 剪刀差走阔



资料来源：wind、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com