

# 8月社融弱修复，实体经济信用扩张速度仍明显落后于经济系统货币量增速

## 2022年8月金融数据点评

### 报告摘要

8月新增社融超出市场预期，社融总体呈现弱修复态势。虽然从同比看，8月新增社融仍然较去8月低5600亿左右，但主要系政府债券和企业债券同比少增影响。从更具前瞻意义的长期信贷指标看，居民新增中长期贷款同比少增幅度较7月缩窄，企业新增中长期贷款从7月的同比少增近1500亿元左右变为同比多增2100亿元左右，表明在持续的宽货币和宽信用政策下，实体经济内在融资需求在持续修复，对下一步经济的进一步企稳有一定前瞻意义。

目前的核心问题在于，实体经济信用修复的速度持续慢于经济系统货币扩张的速度。8月M2同比较社融存量同比高1.7PCTS，是M2增速连续第5个月高于社融增速。M2中既包含央行投入的基础货币，也包含经济系统通过贷款派生出的次级货币，因此M2增速可近似看做整个经济系统中货币量的增速。但M2中不仅有向实体经济发放贷款所派生的货币，也包含各金融机构互相贷款所派生出的货币。社融增速可看做货币从整个金融系统向实体经济流入的速度。当M2增速持续高于社融增速，则代表着货币创造的速度高于货币向实体经济的流速，表明大量货币仍然淤积在金融系统内，并未形成实体经济的有效信用扩张。下一阶段的宏观政策，可能重点在进一步为市场主体减负，提高市场主体预期，推动宽货币向实体经济宽信用的有效转变方面。8月社融具体分析如下：

### ◆ 8月新增社融超预期回升

2022年8月社融增量2.43万亿元，超出市场预期的2.04万亿元。结构上：8月人民币贷款（社融口径）同比多增仅587亿元，对8月社融增量影响较小；企业债券融资和政府债券融资分别同比少增3501亿元和5593亿元，是8月社融主要拖累项；未贴现银行承兑汇票同比多增3358亿元，是8月社融主要支撑项。

### ◆ 8月新增信贷弱修复

8月新增人民币贷款1.25万亿元，同比多增300亿元，与7月的同比少增4010亿元相比改善明显。结构上，与7月企业和居民新增中长期及短期贷款同比全面萎缩、信贷仅靠票据融资支撑不同，8月票据融资同比少增1222亿元的情况下，居民端和企业端短期和中长期信贷均有改善：居民新增短期贷款和中长期贷款分别同比多增426亿元和同比少增1601亿元，较7月的同比少增354亿元和同比少增2488亿元有所改善；企业端，8月新增短期和中长期贷款分别同比少减1028亿元和同比多增2138亿元，较7月的同比多减969亿元和同比少增1478亿元改善相对明显。

### 主要数据

上证指数	3262.0542
沪深300	4093.7874
深证成指	11877.7872

### 主要指数走势图



### 作者

符旻 分析师  
SAC执业证书：S0640514070001  
联系电话：010-59562469  
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师  
SAC执业证书：S0640520030001  
联系电话：010-59219572  
邮箱：liuqd@avicsec.com

### 相关研究报告

降低外汇存款准备金率象征意义较强，后续人民币走势将取决于经济数据表现 —2022-09-07  
金融市场分析周报 —2022-09-06  
地产仍无明显起色，人民币贬值有望告一段落 —2022-09-04

#### ◆ 8月居民信贷弱修复，但后续居民信贷扩张仍存在反复的可能

8月居民短期贷款新增1922亿元，较上月的减少269亿元改善明显，反映疫情影响逐步弱化之下，居民消费有所恢复，与观察到的18个城市地铁客流量走势相互印证。8月居民中长期贷款新增2658亿元，同比少增1601亿元，较上月同比少增幅度有所缩窄。

虽然8月居民端短期和中长期贷款均有改善，但后续居民信贷的扩张仍存在较大不确定性。短期贷款方面，疫情的反复、封控措施的不确定性下，居民消费修复速度偏慢，居民短期贷款扩张未来仍存在反复的可能。中长期贷款方面，虽然8月较7月居民新增中长期贷款的萎缩幅度缩窄，但8月居民新增中长期贷款仍延续了年初至今以来的同比萎缩趋势，表明在收入增速下降、房价涨幅趋缓、购房观念改变等相对中长期的因素影响下，居民购房意愿仍然不高。8月，我们统计的50个大中城市商品房成交面积同比继续萎缩30%左右，居民购房意愿的修复仍需时日。往后看，仍存在在居民购房意愿反复之下，居民新增中长期贷款不断在高低之间反复的可能。

#### ◆ 8月企业端信贷总量和结构同步改善，持续性仍有待观察

8月新增票据融资1591亿元，同比少增1222亿元，对8月企业端新增信贷形成拖累。在新增票据融资缩量的同时，8月企业端短期贷款减少121亿元，同比少减1028亿元，中长期贷款新增7353亿元，同比多增2138亿元，是8月企业端信贷的主要支撑项。

8月企业端信贷总量和结构同步改善，体现了近期一系列宽信用政策的成效。但另一方面，在制造业面临内需不振、外需走弱的局面，同时地产行业景气度仍然较低，地产产业链融资需求仍有待修复的情况下，企业端信贷能否持续改善，仍有待进一步观察。

#### ◆ 上半年专项债额度基本用尽后，7月和8月政府债券新增量明显减少

2022年8月，政府债券融资新增3045亿元，同比少增6693亿元，主要系上半年靠前发力，新增专项债额度基本用尽后，6月后新增专项债发行明显减量：根据我们的统计，6月新增专项债发行13724亿元后，7月、8月新增专项债发行分别为613亿元和516亿元，较前期明显下滑。

国务院总理李克强9月7日主持召开国务院常务会议，会议指出，要依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额，各地要在10月底前发行完毕。预计9月、10月5000多亿专项债的发行仍将社融提供一定支撑，但支撑力度难以回到上半年，尤其是5月和6月的情形。

#### ◆ M2增速仍处高位，但M2和社融增速差扩大，实体经济信用需求仍然不足

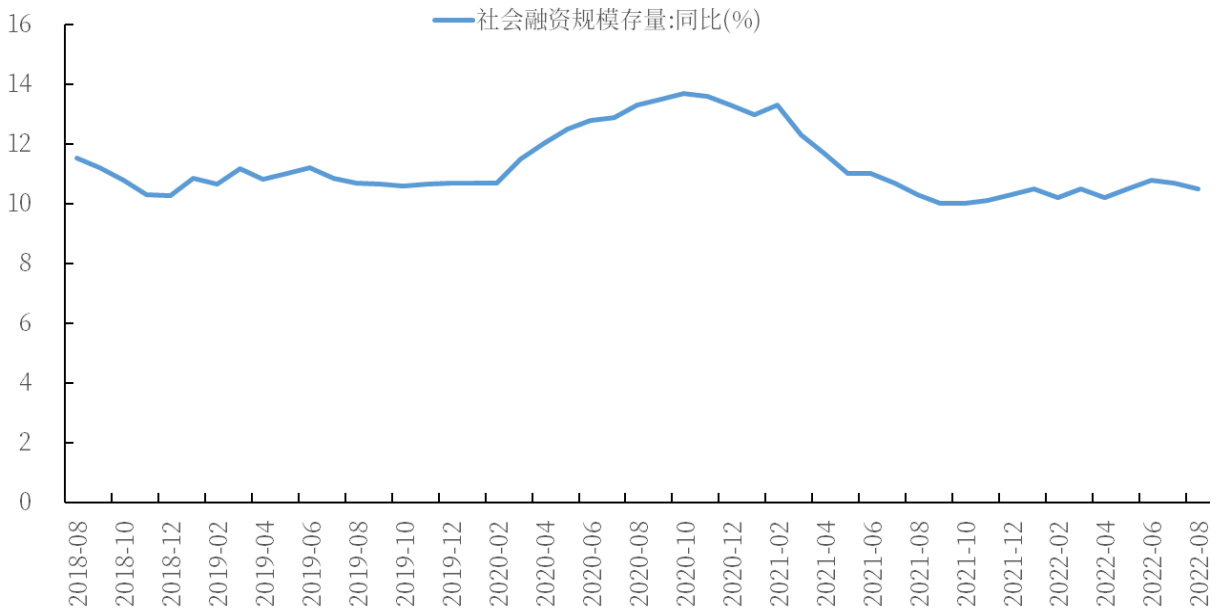
8月M2增速录得12.2%，较7月+0.2PCTS。货币总量维持高增速，扩张态势明显，主要系：1，减税降费政策实施和财政靠前发力之下，一方面企业留存资金增多，另一方面财政存款向企业存款转移。2，居民收入增速下降、预期转弱，储蓄意愿增加。

M2增速创新高的同时，M2和社融间的增速差由上月的1.3PCTS扩大到本月的1.7PCTS，表明经济系统货币扩张的同时，实体经济信贷需求并未跟上，货币在金融系统内淤积，市场主体信用需求不足的问题仍然存在。宽货币发力已经比较明显，但宽货币向实体经济宽信用的充分转化，需要市场主体预期的进一步改善。

## 一、8月新增社融超预期回升

2022年8月社融增量2.43万亿元，超出市场预期的2.04万亿元。环比上，8月社融环比多增1.67万亿元，环比多增幅度低于2020和2021同期，但超过2019年同期。同比上，8月社融同比少增5593亿元，少增幅度较上月加大。结构上：8月人民币贷款（社融口径）同比多增仅587亿元，对8月社融增量影响较小；新增企业债券融资和政府债券融资分别同比少增3501亿元和5593亿元，是8月社融主要拖累项；未贴现银行承兑汇票同比多增3358亿元，是8月社融主要支撑项。

图1 社融存量增速再次下探（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图2 2022年8月社融分项情况及季节性对比（亿元）

	项目	2022年8月同比	2022年8月环比	2021年8月环比	2020年8月环比	2019年8月环比	2022年8月	2021年8月	2020年8月	2019年8月
总	当月新增社会融资规模	-5,593.0	16,739.0	19,141.0	18,925.0	9,083.7	24,300.0	29,893.0	35,853.0	21,955.8
表内	新增人民币贷款	587.0	9,212.0	4,322.0	3,980.0	4,959.1	13,300.0	12,713.0	14,201.0	13,045.2
	新增外币贷款	-1,173.0	311.0	425.0	921.0	-26.2	-826.0	347.0	397.0	-247.1
表外	新增委托贷款	1,578.0	1,666.0	328.0	-263.0	473.2	1,755.0	177.0	-415.0	-513.4
	新增信托贷款	890.0	-74.0	209.0	1,051.0	18.0	-472.0	-1,362.0	-316.0	-658.0
	新增未贴现银行承兑汇票	3,358.0	6,229.0	2,443.0	2,571.0	4,719.3	3,485.0	127.0	1,441.0	156.9
直接	企业债券融资	-3,501.0	414.0	1,558.0	1,301.0	439.6	1,148.0	4,649.0	3,659.0	3,383.7
	非金融企业境内股票融资	-227.0	-186.0	540.0	67.0	-336.8	1,251.0	1,478.0	1,282.0	256.0
其他	政府债券	-6,693.0	-953.0	7,918.0	8,329.0	-1,368.3	3,045.0	9,738.0	13,788.0	5,059.0

资料来源：wind，中航证券研究所

**图3 2022年年初以来各月新增社融分项同比变化（亿元）**

	项目	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
总	当月新增社会融资规模	-5,593.00	-3,191.00	14,780.00	8,836.00	-9,150.00	12,780.00	-4,961.00	9,838.00
表内	新增人民币贷款	587.00	-4,303.00	7,358.00	3,936.00	-9,224.00	4,780.00	-4,329.00	3,806.00
	新增外币贷款	-1,173.00	-1,059.00	-992.00	-247.00	-488.00	-43.00	16.00	-67.00
表外	新增委托贷款	1,578.00	240.00	94.00	276.00	211.00	149.00	26.00	337.00
	新增信托贷款	890.00	1,173.00	218.00	676.00	713.00	1,532.00	185.00	162.00
	新增未贴现银行承兑汇票	3,358.00	-428.00	1,287.00	-142.00	-405.00	2,583.00	-4,467.00	-169.00
直接	企业债券融资	-3,501.00	-2,357.00	-1,710.00	1,385.00	121.00	-79.00	2,366.00	1,885.00
	非金融企业境内股票融资	-227.00	499.00	-367.00	-425.00	352.00	175.00	-108.00	448.00
其他	政府债券	-6,693.00	2,178.00	8,708.00	3,881.00	173.00	3,943.00	1,705.00	3,589.00

资料来源：wind，中航证券研究所

## 二、8月新增信贷弱修复

8月新增人民币贷款1.25万亿元，同比多增300亿元，与7月的同比少增4010亿元相比改善明显。8月新增人民币贷款环比多增5710亿元，环比多增幅度超2019年到2021年同期。

结构上，与7月企业和居民新增中长期及短期贷款同比全面萎缩、信贷仅靠票据融资支撑不同，8月票据融资由7月的同比多增1365亿元变为同比少增1222亿元，但居民端和企业端短期和中长期信贷均有改善：居民新增短期贷款和中长期贷款分别同比多增426亿元和同比少增1601亿元，较7月的同比少增-354亿元和同比少增2488亿元有所改善；企业端8月新增短期和中长期贷款分别同比少减1028亿元和同比多增2138亿元，较7月的同比多减969亿元和同比少增1478亿元改善相对明显。

总体上，8月票据融资支撑力度减弱的情况下，居民和企业端短期和中长期贷款同步改善，信贷整体呈现弱修复态势。特别是企业端中长期贷款的回升，预示着企业预期的改善，对经济进一步企稳是偏极的信号。

**图4 2022年8月信贷分项情况及季节性对比（亿元）**

	项目	2022年8月同比	2022年8月环比	2021年8月环比	2020年8月环比	2019年8月环比	2022年8月	2021年8月	2020年8月	2019年8月
总	新增人民币贷款	300.0	5,710.0	1,400.0	2,873.0	1,500.0	12,500.0	12,200.0	12,800.0	12,100.0
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	232.0	4,071.0	3,881.0	3,147.0	4,285.0	3,392.0	3,160.0	1,215.0	4,069.0
	新增人民币贷款:中长期	537.0	5,066.0	563.0	788.0	730.0	10,011.0	9,474.0	12,823.0	8,825.0
居民	新增人民币贷款:居民户	-1,175.0	3,363.0	1,696.0	837.0	1,426.0	4,580.0	5,755.0	8,415.0	6,538.0
	新增人民币贷款:居民户:短期	426.0	2,191.0	1,411.0	1,334.0	1,303.0	1,922.0	1,496.0	2,844.0	1,998.0
	新增人民币贷款:居民户:中长期	-1,601.0	1,172.0	285.0	-496.0	123.0	2,658.0	4,259.0	5,571.0	4,540.0
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	1,787.0	5,873.0	2,629.0	3,152.0	3,539.0	8,750.0	6,963.0	5,797.0	6,513.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	1,028.0	3,425.0	1,428.0	2,468.0	1,840.0	-121.0	-1,149.0	47.0	-355.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	2,138.0	3,894.0	278.0	1,284.0	607.0	7,353.0	5,215.0	7,252.0	4,285.0
	新增人民币贷款:票据融资	-1,222.0	-1,545.0	1,042.0	-655.0	1,142.0	1,591.0	2,813.0	-1,676.0	2,426.0

资料来源：wind，中航证券研究所

**图5 2022年年初以来各月新增信贷分项同比变化（亿元）**

	项目	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
总	新增人民币贷款	300	-4010	6900	3900	-8246	4000	-1300	4000
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	232	42	2645.87	8911	4151.13	7659	6301	5266
	新增人民币贷款:中长期	537	-3966	5140.72	-4356	-9184.72	-2356	-10520	-1424
居民	新增人民币贷款:居民户	-1175	-2842	-203	-3344	-7453	-3940	-4790	-4270
	新增人民币贷款:居民户:短期	426	-354	781.87	34	-2220.87	-1394	-220	-2272
	新增人民币贷款:居民户:中长期	-1601	-2488	-985.28	-3379	-5231.72	-2504	-4572	-2024
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	1787	-1457	7525	7243	-1768	8800	400	8100
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	1028	-959	3815	3286	199	4341	1614	4345
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	2138	-1478	6130	-977	-3953	148	-5948	600
	新增人民币贷款:票据融资	-1222	1365	-1951	5591	2437	4712	4907	3193

资料来源: wind, 中航证券研究所

## （一）8月居民信贷弱修复，但后续居民信贷扩张仍存在反复的可能

8月居民短期贷款新增1922亿元，较上月的减少269亿元改善明显，同比也较去年同期多增了426亿元，反映疫情影响逐步弱化之下，居民消费有所恢复，与观察到的18个城市地铁客流量走势相互印证。8月居民中长期贷款新增2658亿元，同比少增1601亿元，较上月同比少增幅度有所缩窄。7月到8月居民端中长期贷款的变化类似4月到5月：4月疫情冲击严重，居民看房受限，5月疫情缓解后居民中长期贷款下滑幅度有所收窄。7月，全国范围内烂尾楼风波发酵下，居民购房意愿下滑严重，新增中长期贷款同比下滑幅度较6月加深。8月，随着烂尾楼风波的弱化和各地保交供政策的及时推出，居民购房意愿有所修复，新增居民中长期贷款下滑幅度较7月缩窄。

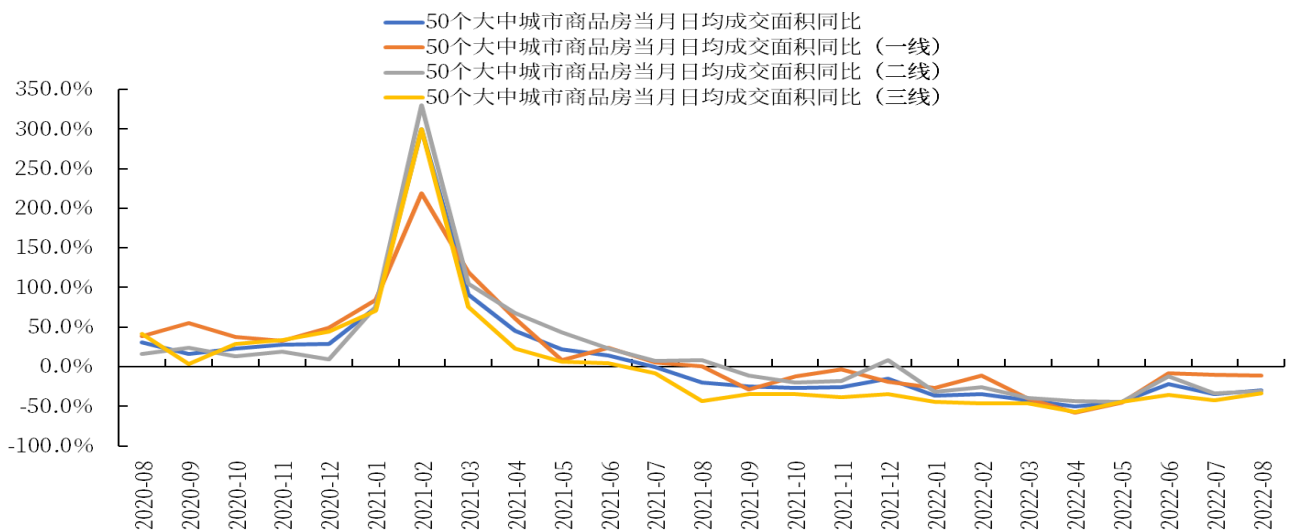
虽然8月居民端短期和中长期贷款均有改善，但后续居民信贷的扩张仍存在较大不确定性。短期贷款方面，虽然8月居民出行恢复明显，但考虑到一方面疫情及与疫情伴随的封控措施仍存在不确定性，另一方面8月服务业PMI不算强，显示居民服务端消费仍然较弱，居民短期贷款扩张未来仍存在反复的可能。中长期贷款方面，虽然8月较7月居民新增中长期贷款的萎缩幅度缩窄，但8月居民新增中长期贷款仍延续了年初以来同比萎缩的趋势，表明短期的烂尾楼风波对居民购房意愿的冲击消退后，居民购房意愿仍然不高，体现了居民收入增速下降、房价涨幅趋缓、居民购房观念改变等相对中长期的因素对居民购房意愿的持续打压。从购房数据来看，8月，我们统计的50个大中城市商品房成交面积同比继续萎缩30%左右，萎缩程度较7月缩窄相对有限，居民购房意愿仍需进一步修复。往后看，仍存在在居民购房意愿反复之下，居民新增中长期贷款不断在高低之间反复的可能。

图6 2022年3月以来18个城市地铁客流量同比

时间区间	同比正增长城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	郑州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
9月上旬	6	-21.3%	-7.8%	-8.6%	-14.0%	-89.1%	30.7%	-19.3%	2.5%	9.3%	-	-30.7%	-61.4%	35.8%	-2.6%	-10.1%	-13.5%	-80.5%	6.8%	23.3%
8月下旬	9	-0.1%	4.2%	-5.1%	13.3%	-18.4%	61.0%	37.5%	-24.2%	19.0%	-	-45.7%	-15.0%	53.5%	-8.4%	11.7%	-8.9%	-33.3%	3.0%	39.2%
8月中旬	11	4.8%	3.2%	-19.6%	6.1%	-3.3%	130.6%	123.0%	3.0%	20.9%	-	-12.2%	-7.9%	100.6%	16.9%	11.6%	-6.5%	46.1%	-26.6%	38.2%
8月上旬	15	18.6%	14.8%	-12.0%	11.0%	3.9%	283.0%	108.2%	46.5%	29.5%	-	22.1%	-4.5%	216.0%	40.9%	4.9%	7.9%	66.0%	74.1%	43.0%
7月下旬	8	-10.2%	-20.3%	-22.2%	-3.8%	-33.4%	109.2%	-1.2%	-8.7%	9.3%	-	0.3%	-22.9%	22.3%	21.9%	-7.5%	-1.9%	11.6%	13.8%	21.8%
7月中旬	6	-13.1%	-17.7%	-35.0%	-1.2%	-11.6%	-12.3%	2.5%	-20.6%	-17.6%	-28.8%	-5.1%	-5.0%	5.7%	12.6%	-1.5%	-4.3%	8.6%	8.8%	9.6%
7月上旬	9	-16.5%	-32.8%	-39.1%	8.4%	-6.5%	-21.9%	1.9%	-32.8%	-16.8%	-32.6%	0.6%	-12.4%	8.5%	10.8%	13.9%	18.5%	-7.2%	1.0%	4.7%
6月下旬	10	-9.0%	-31.5%	-39.0%	46.4%	0.6%	-10.7%	5.5%	-8.8%	-3.5%	-32.4%	4.0%	1.0%	-1.9%	2.0%	15.4%	72.6%	-8.8%	20.2%	12.2%
6月中旬	7	-11.0%	-46.0%	-47.1%	96.3%	-0.1%	-7.5%	2.4%	-10.8%	-13.0%	-38.4%	-2.0%	9.2%	-16.4%	-12.5%	2.5%	13.3%	-14.1%	30.2%	9.9%
6月上旬	6	-19.4%	-63.2%	-61.6%	82.8%	-4.0%	-11.5%	-1.5%	-9.5%	-13.3%	-41.5%	-1.3%	0.8%	-8.8%	-0.8%	21.0%	17.5%	-11.2%	27.3%	12.6%
5月下旬	3	-38.5%	-87.0%	-99.8%	1.5%	-9.7%	-23.7%	-7.2%	-18.6%	-25.8%	-49.0%	-11.7%	-5.0%	-15.3%	-25.0%	-0.4%	-19.8%	-18.4%	30.2%	6.0%
5月中旬	3	-41.0%	-77.2%	-100.0%	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-63.7%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%	9.8%
5月上旬	0	-45.3%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-88.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%	-32.4%
4月下旬	2	-38.6%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-43.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%
4月中旬	1	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-41.3%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%	-33.7%
4月上旬	0	-43.4%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-50.9%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%	-43.3%
3月下旬	0	-35.6%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-38.2%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%	-20.4%
3月中旬	1	-39.6%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-25.3%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%	-4.0%
3月上旬	8	-8.1%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	-11.3%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%	28.7%
8月	12	7.2%	7.1%	-12.2%	10.1%	-7.1%	125.6%	81.0%	5.2%	22.9%	#DIV/0!	-14.7%	-9.3%	106.0%	15.6%	9.4%	-3.0%	21.2%	10.9%	40.1%
7月	11	-12.7%	-23.6%	-32.4%	0.7%	-16.9%	6.4%	1.0%	-20.7%	-9.2%	3.8%	-1.4%	-13.8%	12.1%	15.2%	1.6%	3.0%	4.4%	7.9%	11.9%
6月	8	-13.1%	-47.2%	-49.2%	71.5%	-1.1%	-9.9%	2.2%	-9.7%	-9.9%	-37.4%	0.2%	3.5%	-9.1%	-4.0%	12.6%	28.9%	-11.4%	25.5%	11.6%
5月	1	-41.5%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-66.5%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%	-7.1%
4月	1	-41.1%	-24.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-45.5%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-23.6%	-39.7%	-23.4%	12.0%	-42.0%
3月	3	-28.2%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-25.6%	-11.1%	-56.4%	-24.7%	-33.1%	-9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%	0.3%

资料来源：wind，中航证券研究所（注：9月上旬数据截止9月7日，7月下旬后合计值剔除郑州）

图7 50大中城市商品房成交面积月日均同比走势



资料来源：wind，中航证券研究所

## （二）8月企业端信贷总量和结构同步改善，持续性仍有待观察

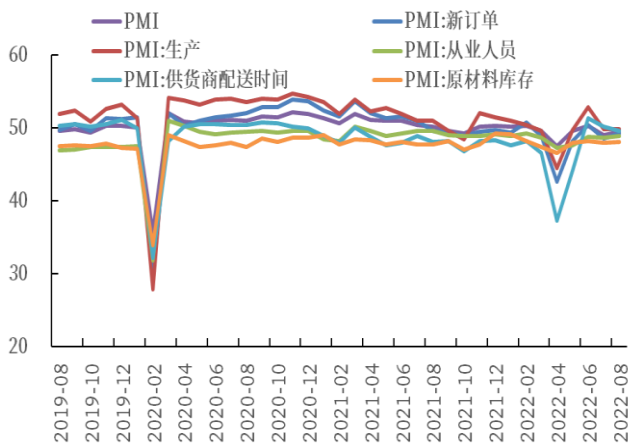
### 察

8月新增票据融资1591亿元，同比少增1222亿元，对8月企业端新增信贷形成拖累。在新增票据融资缩量的同时，8月企业端短期贷款减少121亿元，同比少减1028亿元，中长期贷款新增7353亿元，同比多增2138亿元，是8月企业端信贷的主要支撑项。

8月企业端信贷不仅总量恢复，由上月的同比少增1457亿元变为同比多增1787亿元，结构上也有改善，体现了近期一系列宽信用政策的成效。但另一方面，从相关

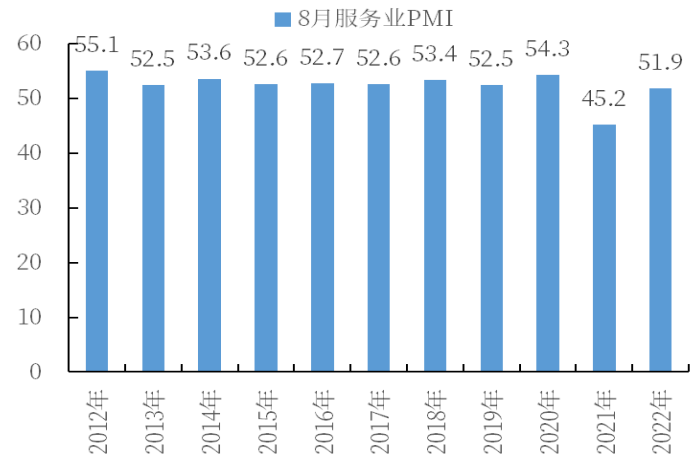
经济数据看，企业端信贷能否持续改善，仍有待进一步观察：1，制造业方面，内需不振叠加外需走弱，后续制造业企业投资意愿持续性存疑。8月服务业PMI指数相对不高、核心CPI低位运行，表明我国内需恢复仍需时日。8月以美元计我国出口金额同比+7.1%，5月以来出口增速首次低于两位数，在美欧央行同步紧缩和全球经济走弱对外需的打压下，后续出口增速大概率将逐步下行。从制造业自身景气度看，2022年8月官方制造业PMI录得49.4%，较上月+0.4PCTS，但仍然位于荣枯线之下。2，房地产行业景气度仍有待修复。我们统计的50个大中城市商品房成交面积8月同比继续萎缩30%左右，房产销售端仍在持续下行。8月100大中城市土地成交面积同比为正，但较7月增幅下滑，且8月100大中城市土地成交溢价率继续处在历史低位，房企投资扩张的意愿仍需进一步提高。总体来看，房地产行业仍在筑底，房地产链条的融资需求对信贷的支撑预计仍然较弱。

图8 制造业 PMI 仍位于荣枯线之下



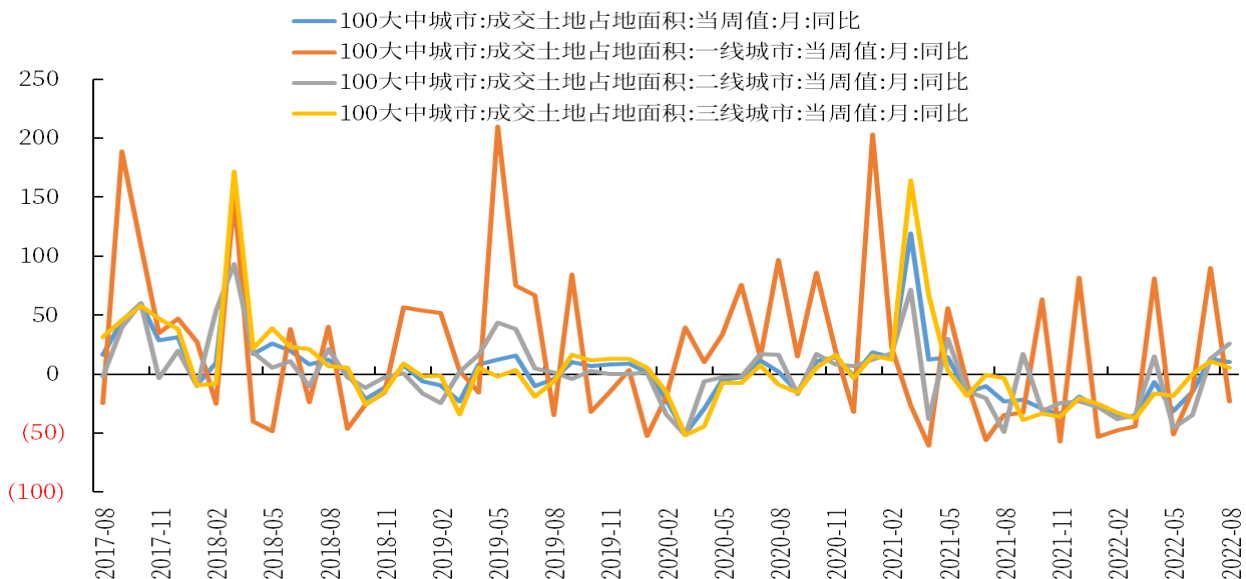
资料来源：wind，中航证券研究所

图9 8月服务业 PMI 与历年同期相比较弱 (%)

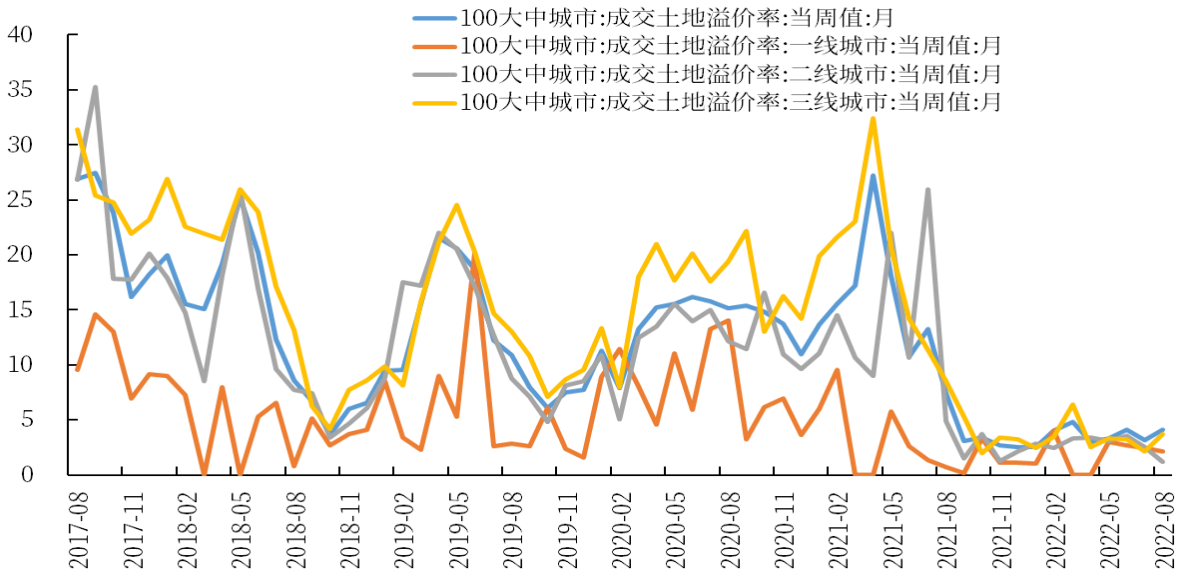


资料来源：wind，中航证券研究所

图10 100 大中城市土地成交面积走势 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

**图11 100大中城市土地成交溢价率走势 (%)**


资料来源：wind，中航证券研究所

### 三、上半年专项债额度基本用尽后，7月和8月政府债券新增量明显减少

2022年8月，政府债券融资新增3045亿元，同比少增6693亿元，主要系上半年靠前发力，新增专项债额度基本用尽后，6月之后新增专项债发行明显减量：根据我们的统计，6月新增专项债发行13724亿元后，7月、8月新增专项债发行分别为613亿元和516亿元，较前期明显下滑。

国务院总理李克强9月7日主持召开国务院常务会议，会议指出，基础设施等事关发展和民生，投资空间大，要继续用好专项债补短板。会议决定，依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额，70%各地留用，30%中央财政统筹分配并向成熟项目多的地区倾斜。各地要在10月底前发行完毕，优先支持在建项目，年内形成更多实物工作量。预计9月、10月5000多亿专项债的发行仍将对社融提供一定支撑，但支撑力度难以回到上半年，尤其是5月和6月的情形。

### 四、M2增速仍处高位，但M2和社融增速差扩大，实体经济信用需求仍然不足

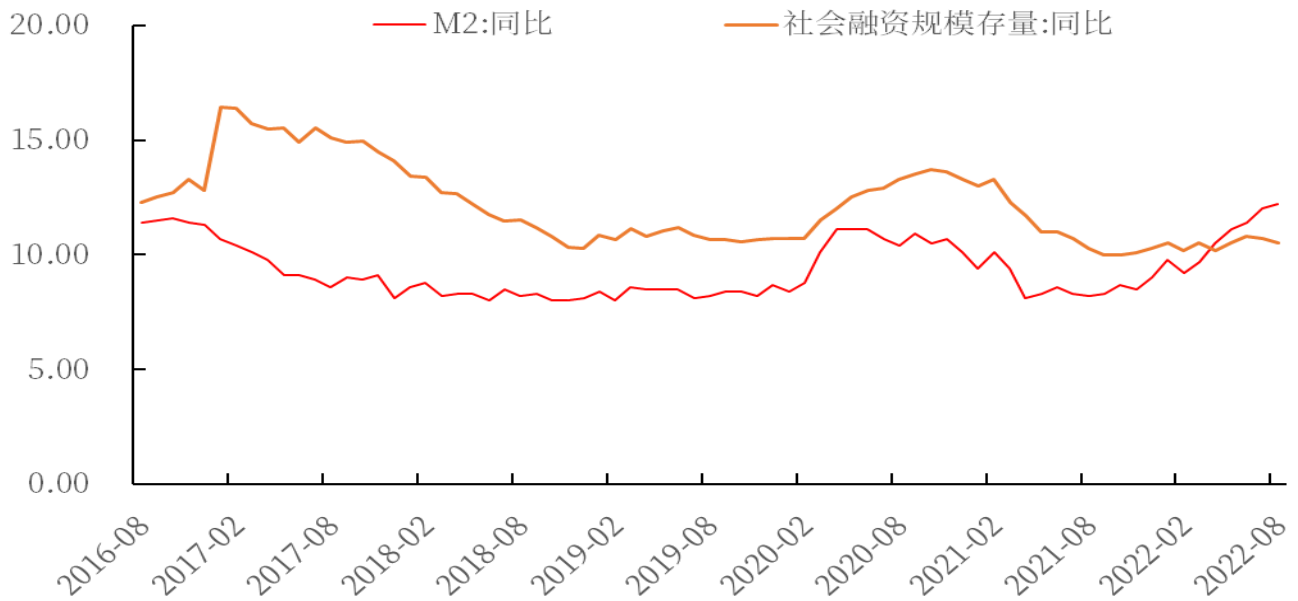
8月M2增速录得12.2%，较7月+0.2PCTS。货币总量维持高增速，扩张态势明显，主要系：1，减税降费政策实施和财政靠前发力之下，一方面企业留存资金增多，另一方面财政存款向企业存款转移。2022年8月财政存款减少2572亿元，同比多减4296亿元，非金融企业存款新增9551亿元，同比多增3943亿元。2，居民收入增速下降、预期转弱，储蓄意愿增加。2022年8月居民存款新增8286亿元，同比多增



4948 亿元。

M2 增速创新高的同时，M2 和社融间的增速差由上月的 1.3PCTS 扩大到本月的 1.7PCTS，表明货币扩张的同时，实体经济信贷需求并未跟上，货币在金融系统内淤积，实体经济信用需求不足的问题仍然存在。宽货币发力已经比较明显，但宽货币向实体经济宽信用的充分转化，需要市场主体预期的进一步改善。

图12 M2 与社融之间增速差扩大，实体经济信用扩张落后货币增速 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。  
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

### 免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637