

# 8月显修复，9月或更优

## ——8月金融数据分析

### 事件概述

2023年9月11日，中国人民银行公布2023年8月份金融数据。8月新增人民币贷款1.36万亿元，预期1.10万亿元，前值3459亿元；新增社融3.12万亿元，预期2.62万亿元，前值5282亿元；社融存量同比9.0%，前值8.9%；M2同比10.6%，前值10.7%；M1同比2.2%，前值2.3%。

### 核心观点

8月金融数据出现了较为明显的修复。信贷方面，新增信贷1.36万亿元，好于市场预期，为有数据统计以来同期新高，超预期降息提振以及经济基本面修复带动或是主要原因。不过贷款结构有待改善：企业端，中长期贷款同比少增，票据冲量再度显现；居民端，短期贷款有所修复，但中长期贷款低于近5年同期水平。社融方面，新增社融3.12万亿元，好于市场预期，企业、政府债券是主要支撑项，非标有所拖累。

往后看，随着近期一系列稳增长政策的落地生效，实体融资需求将会进一步修复。信贷方面，9月票据利率维持高位，反映实体融资需求较为旺盛，叠加近期房地产放松政策逐步落地，居民中长贷有望逐步企稳回升；社融方面，今年专项债发行逐步提速，与去年专项债上半年发力错位，后续对于社融的支撑会逐步显现，社融增速或已见底。

### ► 新增信贷明显回升，贷款结构有待改善

总量方面：8月新增信贷出现了较为明显的回升，为有数据统计以来同期新高，8月超预期降息以及经济基本面修复带动是主要因素。8月新增信贷1.36万亿元，高于市场预期的1.10万亿元，同比多增1100亿元，这也是有数据统计以来同期新高。分部门来看，企业贷款9488亿元，同比多增738亿元；居民贷款3922亿元，同比少增658亿元。

我们认为8月信贷明显回升的原因主要有两个：一是8月超预期降息提振。8月15日，央行宣布下调MLF利率15bp、OMO利率10bp，这也是今年以来第二次降息，并且MLF利率调降幅度仅次于2020年4月。二是经济基本面修复带动。8月PMI数据进一步回升至49.7%，其中新订单指数升至50.2%荣枯线之上；CPI同比转正，PPI同比降幅收窄，并且二者环比均继续回升；进出口同比均出现收窄，环比改善明显；另外，从高频数据看，8月基建落地有所加快，磨机开工率、沥青开工率均有不同程度回升。

结构方面：虽然总量回升明显，不过结构仍有待改善。企业端，中长期贷款同比少增，票据冲量再度显现；居民端，短期贷款有所修复，中长期贷款低于近5年同期水平。

1) 8月企业贷款9488亿元，同比多增738亿元，票据融资是主要贡献项。其中企业短期贷款-401亿元，同比多减280亿元；中长期贷款6444亿元，同比少增909亿元，连续两个月同比少增。而票据融资3472亿元，同比多增1881亿元，票据冲量现象再度出现，与8月票据利率震荡下行较为吻合。

2) 8月居民贷款3922亿元，同比少增658亿元，同比降幅有所收窄。其中，居民短贷2320亿元，同比多增398亿元，回升至近5年同期中枢水平，反应居民贷款消费需求正逐步修复；居民中长贷1602亿元，同比少增1056亿元，降幅较上月有所收窄。与之对应的8月30大中城市商品房销售面积同比减少22.8%，较7月收窄约4个百分点。

### ► 新增社融好于预期，政府债是主要支撑

总量方面：8月新增社融同样回升明显，为有数据统计以来历史第二高。8月新增社融3.12万亿元，高于市场预期的2.62万亿元，同比多增6488亿元。存量社融增速9.0%，较上月回升0.1个百分点。

**结构方面：政府债、企业债是主要支撑，非标有所拖累。** 1) 社融口径新增人民币贷款 1.34 万亿元，同比多增 56 亿元，其中居民短贷以及票据融资是主要贡献项。

2) 政府债券净融资 1.18 万亿元，同比多增 8755 亿元，是社融的主要支撑项。一方面在去年 6 月底专项债基本发放完毕，7 月后政府债券净融资规模明显回落，基数走低；另一方面，今年专项债或需于 9 月底之前发完，意味着 8 月、9 月月均发行规模在 0.67 万亿左右<sup>1</sup>，后续政府债券融资对于社融的支撑仍会较为明显。

3) 非标方面，同比多减 3764 亿元。其中：新增委托贷款同比少增 1658 亿元，主要与去年 8、9 月份政策性、开发性金融工具陆续投放导致的基数走高有关；新增信托贷款同比少减 251 亿元，而新增未贴现票据同比少增 2357 亿元，是非标的主要拖累项。

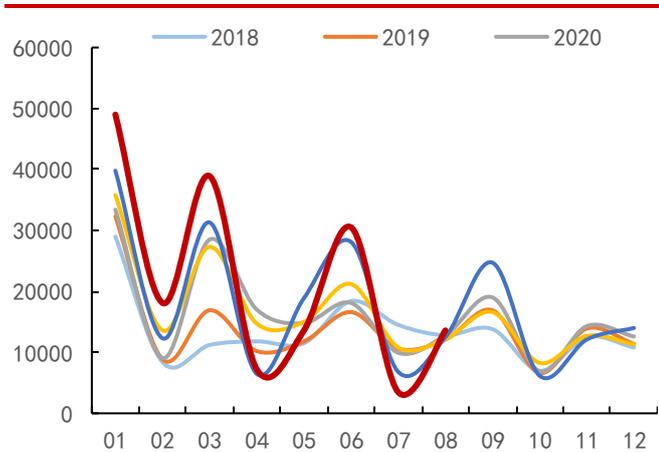
4) 直接融资同比多增 971 亿元，其中，股票融资 1036 亿元，同比少增 215 亿元；企业债券净融资 2698 亿元，同比多增 1186 亿元，或与“金融十六条”延期有关。

► **M2、M1 回落，剪刀差持平**

8 月 M2 同比增速 10.6%，较上月回落 0.1 个百分点，其中居民存款、公司存款同比分别少增 409 亿元和 661 亿元，非金融机构存款同比多减 2969 亿元，而财政存款则是同比少减 2484 亿元，反应财政支出有待进一步发力。

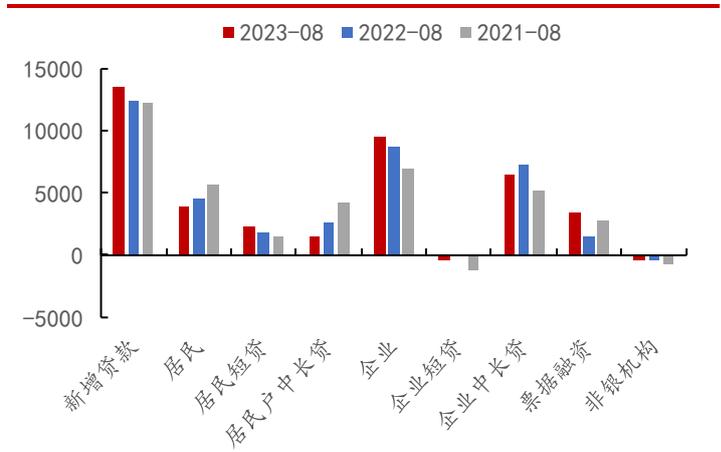
M1 增速 2.2%，较上月回落 0.1 个百分点，回落幅度有所收窄。随着各地房地产政策的落地生效，商品房销售或将企稳回升，进而带动 M1 触底回升。

图 1 新增信贷回升明显 (亿元)



资料来源：WIND，华西证券研究所

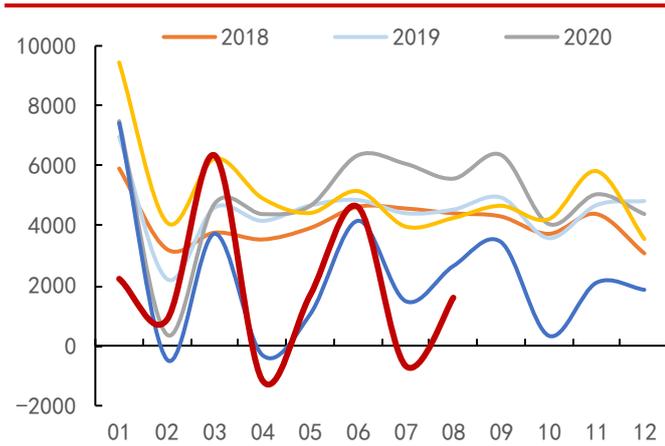
图 2 贷款结构有待改善 (亿元)



资料来源：WIND，华西证券研究所

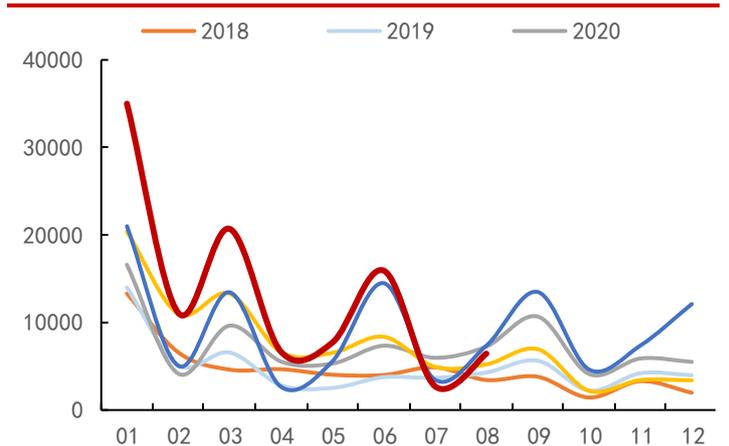
1 2023 年新增专项债需于 9 月底前发行完毕 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1773036317745808894&wfr=spider&for=pc>

图 3 居民中长贷低于近 5 年同期 (亿元)



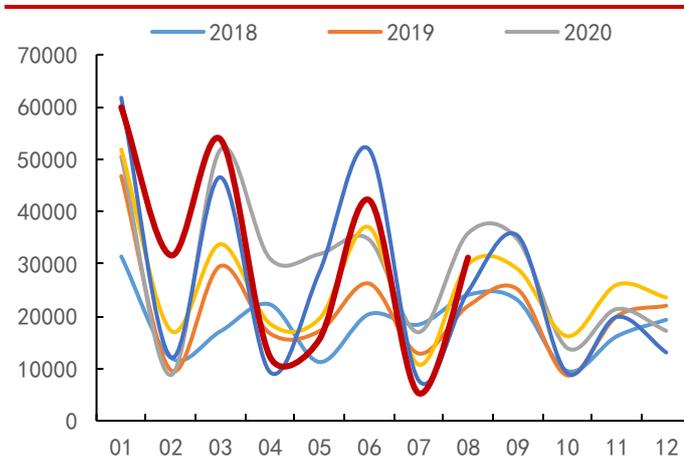
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 4 企业中长贷有所修复 (亿元)



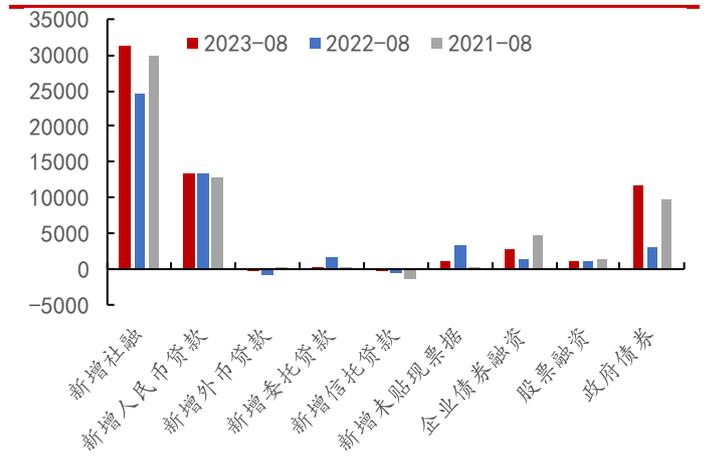
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 5 新增社融回升明显 (亿元)



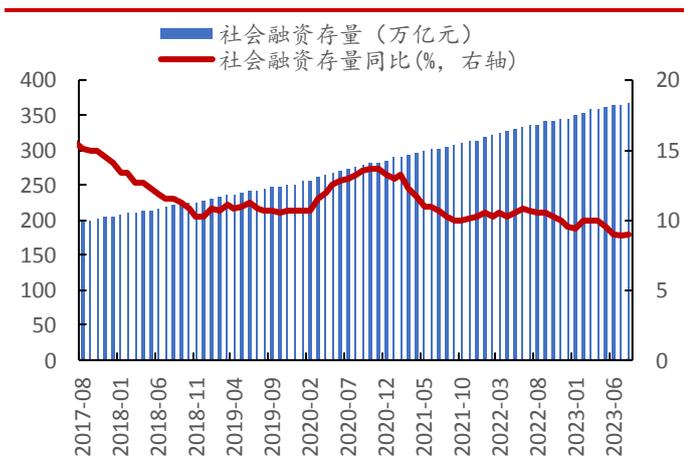
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 6 政府债券是社融的主要支撑 (亿元)



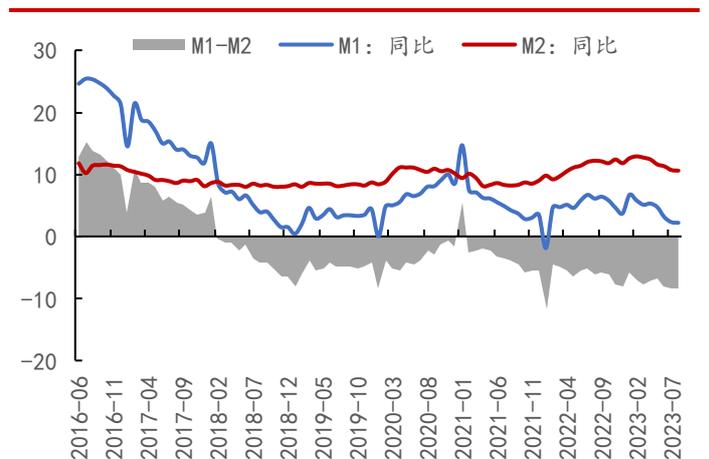
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 7 社融存量同比有所回升



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 8 M1、M2 回落, 剪刀差持平 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

## 风险提示

经济活动超预期变化。

**宏观首席分析师：孙付**

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

**宏观分析师：丁俊菘**

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

SAC NO：S1120523070003

联系电话：021-50380388

## 分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

## 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。