

## 8月社融：力挽狂澜？

2023年09月11日

■ **政策与数据联手释放积极信号。**从金监总局上周日优化偿付能力充足率从而释放入市资金，到周一上午央行召开外汇自律机制会议，再到8月金融数据罕见盘中发布，近两天政策组合拳+基本面数据的合力下，离岸人民币于9月11日从7.36一度升破7.30。**政府稳预期、稳外资的决心进一步坐实，我们认为8月政策密集落地后的效力正逐渐反映在基本面，超预期的社融数据有望成为下半年资本市场与经济回升的支点。**

证券分析师 陶川  
 执业证书：S0600520050002  
 taoch@dwzq.com.cn  
 证券分析师 邵翔  
 执业证书：S0600523010001  
 shaox@dwzq.com.cn

**8月金融数据总量与结构均迎边际好转**，人民币贷款同比多增1100亿元，社融受专项债拉动同比多增近6500亿元。从节奏来看，继低迷的7月后，8月信贷投放量反弹至历史同期新高；从结构来看，居民短贷同比多增，企业中长贷大幅修复，体现内生需求有边际好转迹象。

### 相关研究

《弱经济 VS 强油价—海外宏观经济周报》

2023-09-10

《地方政府化债有哪些“良药”？》

2023-09-10

回溯来看，今年8月的信贷反弹与去年同期有相似之处：2022年8月22日央行召开信贷形势分析座谈会后，去年8月及9月信贷数据均同比多增，而今年8月18日三部委联合召开会议中强调“加大贷款投放力度”可能有着相似的指导作用，拉动今年8-9月信贷投放节奏加快。

**预期如果企稳，政策还会继续发力吗？地产数据何时回暖或是博弈点。**价格与金融数据已经释放积极信号，但一揽子政策的落地效力在短期还难以完全体现，地产作为稳经济的重点，其销售及投资数据若未明显回暖，不排除政策进一步出手的可能。我们认为下阶段的地产政策可能集中在城中村改造的推进与住房限购限售扩大范围放松。

### ■ 8月分项数据方面：

**企业中长期贷款新增反弹至6444亿元，属8月政策发力的集中体现。**自2022年经济压力增大以来，对公中长期贷款一直是逆周期调节的重要支撑，而今年7月企业中长贷数据中断了之前连续11个月的同比多增也可能是触发8月降息及一批政策出台的重要因素。

**具体来看，“724”政治局会议之后央行响应表态多次涉及改善信贷投放：**8月1日央行下半年工作会议中提及“加大对城中村改造、保障性住房建设金融支持力度”；8月3日及31日央行会议中强调“持续加大对民营企业的信贷投放”；8月18日三部委联合会议表态“加大贷款投放力度”。政策面发力可能成为本月及今年剩余时间对公贷款的重要拉动。

企业中长贷同比少增主要受去年同期高基数影响，2022年8月24日国常会上提出“再增加3000亿元以上政策性开发性金融工具额度”支撑了去年8月企业中长贷的大幅新增。

**企业短贷减少401亿元，降幅大于去年。**近期制造业PMI数值连续三个月回升，反映企业短期经营压力企稳。票据融资同比多增1881亿元，8月末票据利率虽有上升，但涨幅不及去年，政策导向下的信贷投放仍有冲量现象。

**居民中长贷同比少增1056亿元，地产调控还需时间发挥效力。**8月整体居民端的贷款意愿波动可能较大：始于7月预期的存量房贷降息并未即时落地，叠加8月5年期LPR利率未作调整，8月22日早偿指数回升的或反映居民在对地产政策观望状态下的信心不足；而8月末“认房不认贷”、存量房贷降息以及房贷首付及利率下调均“靴子落地”，楼市热度明显回升，但目前或仍处“看房”阶段，观察高频数据，8月至9月初新房成交量仍处近5年低位，二手房在进入9月后才有同比好转，**反映地产政策对8月居民贷款数据的拉动效果有限。**

**不过居民中长贷后续可更乐观些。**一方面，存量房贷降息将在9月下旬落地，居民利息压力减缓后，预计会对按揭早偿现象有一定抑制作用；另一方面，“认房不认贷”在多地落实，且进入9月后南京、沈阳、大连等二线城市逐步解绑限购措施，改善型与刚性需求开始释放，理论上对9月及四季度居民新增房贷有不小的提振。另外，央行在8月31日

调整优化住房信贷政策中提到“可压缩违规使用经营贷、消费贷置换存量住房贷款的空间”，或意味着今年在居民中长贷中占比显著增加的经营贷后续将逐渐缩减。

**居民短贷新增 2320 亿元**，同比转为多增 398 亿元(7 月同比减少近 1000 亿元)。8 月服务 PMI 数据边际降温，出行热度也在暑期接近尾声时回落，居民短贷的边际好转可能受年中促消费政策持续加码在近期发力的支撑，8 月社零数据有动能回升的可能。国庆假期临近，居民短贷数据的回暖或也预示十一假期旅游消费景气较好。

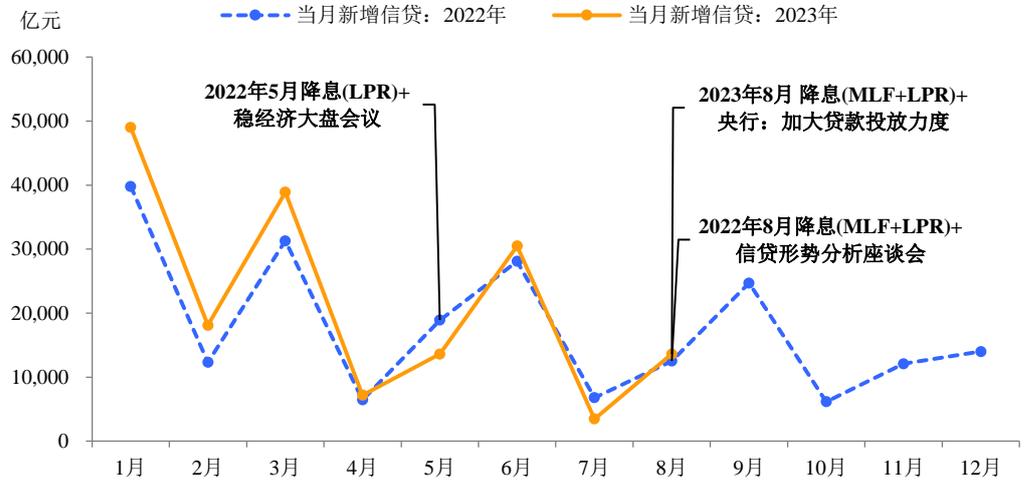
**直接融资方面**，政府债同比多增 8755 亿元，为社融同比新增的最大拉动。根据 wind 口径，8 月新增专项债发行约 6000 亿元，政策表态推动下发行量较前月显著加速。继“724”政治局会议提及“加快地方政府专项债券发行和使用”之后，财政部于 8 月末人大常委会上明确“新增专项债 9 月底前基本发行完毕”，预计 9 月专项债加速发行继续支撑社融同比多增。

企业债同比多增 1186 亿元，去年年末受信用风险影响企业债券发行量基数较小，预计今年后月企业债同比数据持续改善。

8 月社融存量同比在超预期的数据支撑下小幅回升至 9.0%。新增存款略低于季节性，8 月 M2 同比小幅回落至 10.6%；剔除 1-2 月春节影响后，M1 同比增速继续探底，企业预期的回升仍有限。

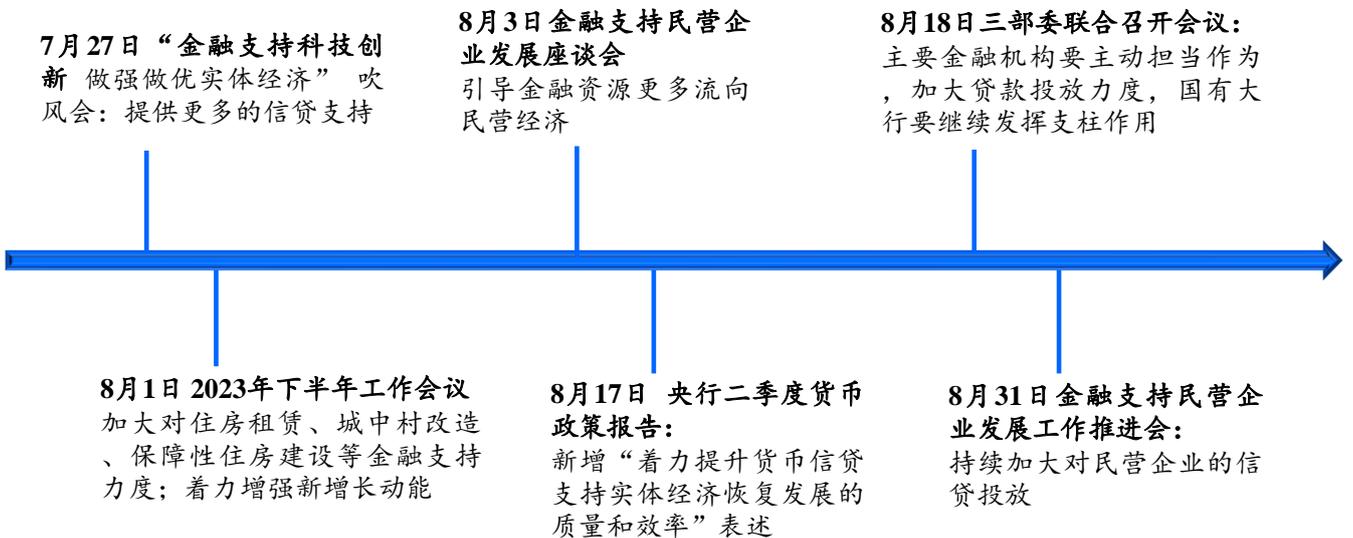
- **风险提示：**政策定力超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩；信贷投放节奏超预期。

图1: 2023年8月18日央行会议表述的效果或类似与去年同期的信贷形势分析座谈会



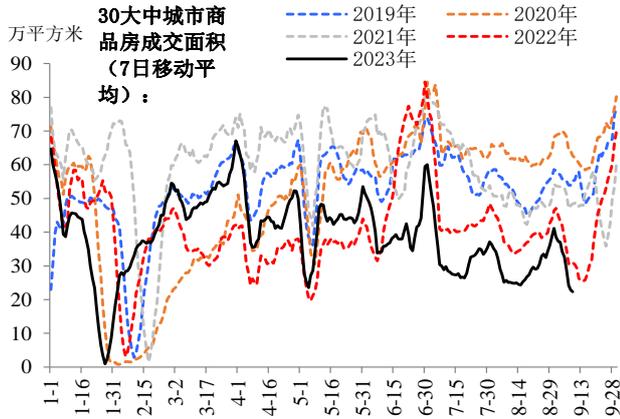
数据来源: Wind, 央行, 东吴证券研究所

图2: 近期针对信贷投放的政策表述增多



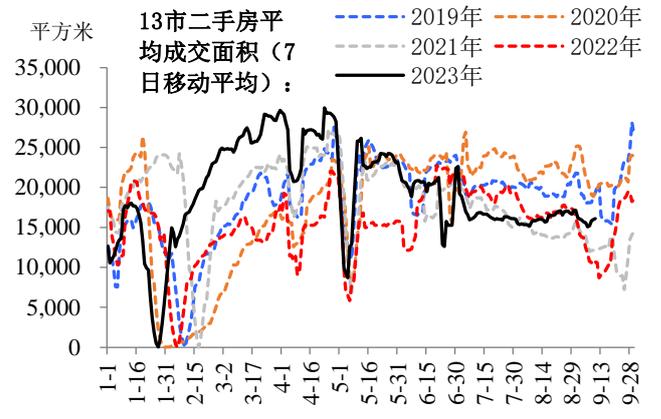
数据来源: 央行、东吴证券研究所

图3: 新房销售仍处近5年低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 二手房成交量进入9月后同比好转



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

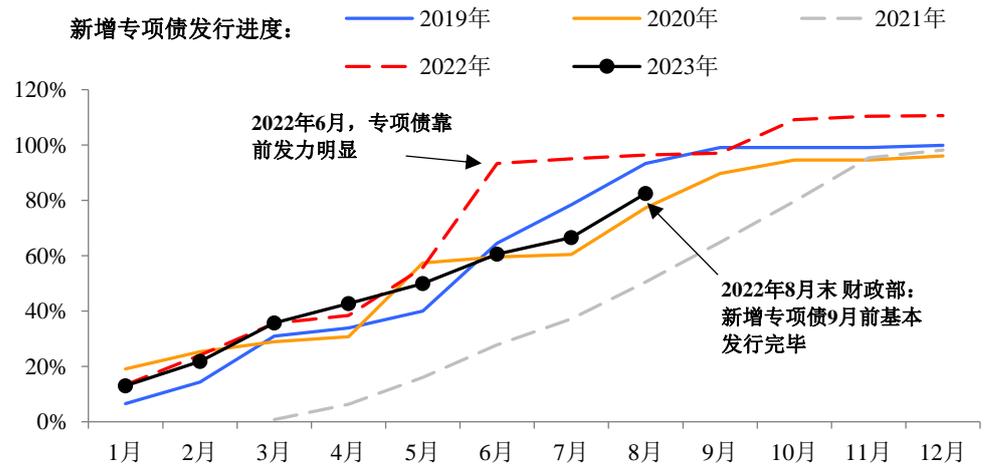
图5：地产政策：近期限购政策已经开始松动

		主要一、二线城市限购限售政策			限售	
		限购	限购	限购	新房	二手房
		限购范围	结婚是否影响限购套数	外地户籍社保月数要求		
一线城市	北京	全市	√	60	不限售	
	上海	全市	√	60	企业限售5年	
	广州	部分区域	√	60	不动产权证满2年（单位、人才政策购房满3年）	
	深圳	全市	√	60	不动产权证满2年	
二线城市	天津	部分区域	√	6	不动产权证满2年	
	石家庄	部分区域	×	24	不动产权证满5年	
	太原	全市	×	无	办理房屋网签满2年	
	呼和浩特	全市	×	12	不限售	
	沈阳	部分区域	×	无	网签备案满5年	不动产权证满2年
	大连	部分区域	×	12	网签备案满5年	不动产权证满3年
	长春	不限购	×	无	三环内新购非家庭唯一住房，2年内不得上市交易	
	哈尔滨	全市	×	12	网签满3年	不限售
	南京	部分区域	×	6	网签备案满3年	不动产权证满3年
	杭州	部分区域	√	12	不限售（部分特殊情形除外）	
	宁波	部分区域	×	24	不动产权证满2年	
	合肥	部分区域	×	12	不动产权证满3年	不限售
	福州	部分区域	×	12	网签备案满2年	
	厦门	全市	×	36	网签备案满2年	
	南昌	不限购	×	无	三限房满5年，非三限房不限售	
	济南	部分区域	×	12	网签满2年	
	青岛	部分区域	×	12	网签满5年	不动产权证满2年
	郑州	部分区域	√	24	不限售	
	武汉	部分区域	×	24	不动产权证满3年	
	长沙	部分区域	×	24	不动产权证满4年	
	南宁	部分区域	×	36	不动产权证满2年	
	海口	全市	×	60	不动产权证满2年	
	重庆	不限购	×	6	取得房屋买卖合同备案证明满2年，且取得不动产权证后	
	成都	部分区域	√	24	不动产权证满3年	
	贵阳	全市	×	12	签订《商品房买卖合同》满3年	
	昆明	部分区域	×	12	不动产权证满3年	
西安	部分区域	×	6	网签满5年，或不动产权证满2年	不动产权证满2年	
兰州	部分区域	×	12	不动产权证满3年		
西宁	不限购	×	无	不限售		
银川	不限购	×	无	不限售		
乌鲁木齐	不限购	×	无	不限售		

注：数据显示 2023 年 8 月现行的各城市住房限购限售政策，数据统计截止到 2023 年 8 月 31 日。结婚对住房限购套数的影响一般为：结婚前限购 1 套，结婚后限购 2 套；各城市对离婚后套数的限制不同。由于本表信息来源有更新不及时风险，表中反映的现行政策细节可能与现实不完全一致。

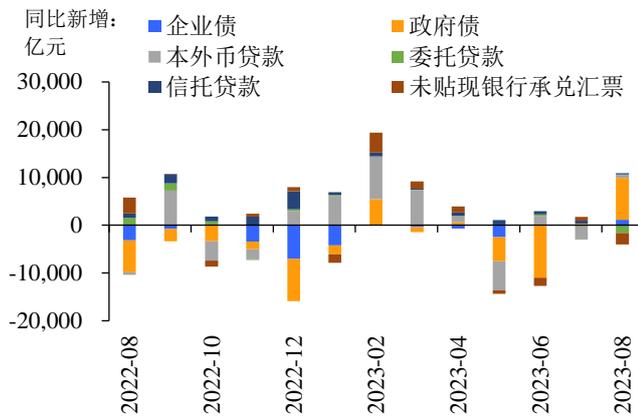
数据来源：本地宝、各地方政府网站、东吴证券研究所

图6: 今年8-9月地方专项债发行发力



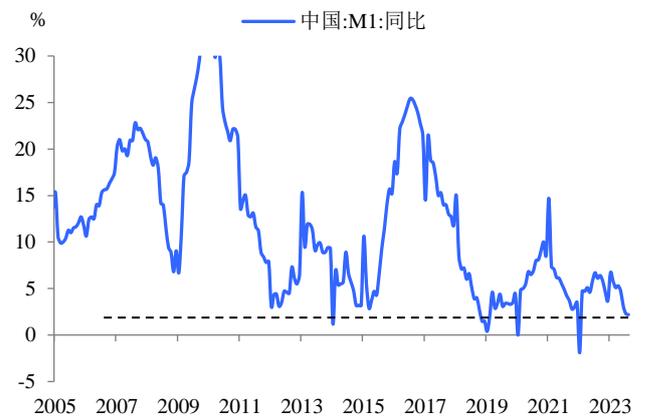
注: 新增专项债发行季度为累积新增地方专项债发行量占全年计划发行量的比例  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 8月新增社融分项: 政府债发力



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: M1同比增速继续探底



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>