

8月金融数据：总量超预期，结构仍需改善

核心观点

2023年8月信贷、社融、M2等数据相对超预期，但结构仍然偏弱，信贷呈现“冲票据”特征，居民中长期贷款仍同比少增，M1增速在去年基数走低的情况下继续下行，其所表征的经济短期活力仍有修复空间，我们认为当前我国经济“弱修复”，基本面内生动力仍显不足，未来金融数据对经济的带动有赖于政策传导效率的提高。预计年内货币政策仍有降准、降息，9月资金面波动或有加剧，可能有降准操作。

□ 8月信贷新增1.36万亿，总量高于预期但结构仍需改善

2023年8月，人民币贷款新增1.36万亿（同比多增868亿元），高于wind一致预期的1.1万亿和我们预期的1万亿，我们认为体现政策宽信用力度加大。8月信贷增速持平前值于11.1%。

分部门看，住户贷款增加3922亿元，同比少增约658亿元，其中，短期贷款增加2320亿元，中长期贷款增加1602亿元，同比分别多增约398亿元、少增约1056亿元；企（事）业单位贷款增加9488亿元，同比多增约738亿元，其中，短期贷款减少401亿元，中长期贷款增加6444亿元，票据融资增加3472亿元，同比分别多减约280亿元、少增约909亿元、多增约1881亿元；非银行业金融机构贷款减少358亿元，同比少减约67亿元。

8月信贷结构中，企业票据融资、居民短期贷款分别实现约1881、398亿元的同比多增，是主要的支撑，因此8月信贷有较为明显的“冲票据”特征，居民短贷对应人的出行相关的消费活动企稳，但体量相对不大。截至8月，企业中长期贷款连续2个月同比少增，随着去年下半年该分项基数走高，数据同比可能继续略有承压。

8月居民中长期贷款同比少增与地产销售高频走势相一致，8月末至9月初，多地“认房不认贷”政策及首套存量按揭利率、首付比等地产金融政策等举措落地后，截至9月9日的最新高频数据尚未显著上行，我们预计存量房贷利率调整有助于缓解居民提前还贷的预期，估算本次利率平均调整幅度或在50-80BP左右，可能存在明显的区域分化，三、四线城市借款人或更为受益，但各项政策对居民购房情绪的带动效果仍存不确定性，预计后续居民中产期贷款有望保持稳定，随着去年基数走低，也使得同比压力缓解，但也较难大幅上行。

总体看，我们认为当前我国经济弱修复期，信贷数据仍是“供给”推动，“需求”拉动的幅度相对较弱。

□ 8月社融新增3.12万亿，同比多增主要来自政府债券和企业债券

8月社会融资规模增量为3.12万亿（同比多增6313亿元），高于我们预期的2.68万亿和wind一致预期的2.62万亿。8月社融增速较前值上行0.1个百分点至9%。

社融增量中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.34万亿元，同比少增102亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少201亿元，同比少减625亿元；委托贷款增加97亿元，同比少增1658亿元；信托贷款减少221亿元，同比少减251亿元；未贴现的银行承兑汇票增加1129亿元，同比少增2357亿元；企业债券净融资2698亿元，同比多1186亿元；政府债券净融资1.18万亿元，同比多8714亿元；非金融企业境内股票融资1036亿元，同比少215亿元。

8月社融结构中，同比正贡献主要来自政府债券、企业债券和信托贷款。对于政府债券，由于今年与去年的月份间发行错位，使得今年8月同比多增幅度较大，预计9月也是此特征。对于企业债券，随着收益率下行，企业债券融资需求也略有改善，去年7月地产停贷事件后信用债市场走势低迷，低基数下，今年8月实现同比多增。对于信托贷款，一方面，去年基数较低，另一方面，虽然今年8月出现个别信托机构风险事件，但地产金融政策对该数据有维稳作用，“十六条”明确规定“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”，当前金融机构继续积极

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006
sunou@stocke.com.cn

相关报告

- 《8月通胀：CPI触底回暖，PPI同比改善》2023.09.09
- 《8月外储：国际收支稳健，预计年内仍有降准降息》2023.09.08
- 《出口如期回升，结构重于趋势——2023年8月进出口数据的背后》2023.09.08

落实，此外，融资类信托若依据存量比例压降，则每年压降规模也是同比减少的。

8月，未贴现票据、委托贷款、股票融资及信贷对社融形成同比拖累。对于未贴现票据，由于8月银行表内“冲票据”特征明显，挤压表外数据使得该项目同比少增，但即便这样，表外部分依然录得正值，主要受到期量较小的影响。对于委托贷款，由于去年政策性金融工具的部分资金以委托贷款形式投放，使得8、9月委托贷款数据较高，今年尚未新增政策性金融工具额度，使得数据大幅同比少增。对于信贷，社融口径人民币贷款较人民币贷款口径数值少约200亿元，主要源自非银贷款及境外贷款的影响。

□ M2增速回落，居民超额储蓄继续积累

8月末，M2增速下行0.1个百分点至10.6%，高于我们预期的10.3%，低于wind一致预期的10.7%。受信贷稳健影响，数据平稳下行。

8月份人民币存款增加1.26万亿元，同比少增132亿元。其中，住户存款增加7877亿元，非金融企业存款增加8890亿元，财政性存款减少88亿元，非银行业金融机构存款减少7322亿元。

我们继续估算2020年-2023年8月我国居民超额储蓄体量为7.18万亿，较上月增加约2600亿元，符合我们的预判。我们认为，经济结构转型升级是导致居民对未来收入预期悲观的根本性原因，也因此居民超额储蓄的释放将是一个较为缓慢的过程，未来较难大量释放至消费、购房，其仍是值得资本市场重点关注的资金体量。

8月末M1增速较前值继续下行0.1个百分点至2.2%，虽然去年基数走低，但地产销售低迷、居民消费活跃度分化仍形成拖累。M1的主要影响因素是企业活期存款，其与消费类相关行业的现金流直接关联，由于我们判断居民消费、购房活动修复是渐进的，幅度可能相对较弱，受去年基数走低影响，预计M1增速年内后续大概率波动上行，但速度较为缓慢。

8月末M0同比增速9.5%，较前值下行0.4个百分点，当前位置仍然较高，这与2020年、2022年表现相似，体现经济修复的结构性失衡，三四线城市及农村地区经济改善略弱，导致持币需求增加。

□ 预计货币政策年内仍有降准、降息

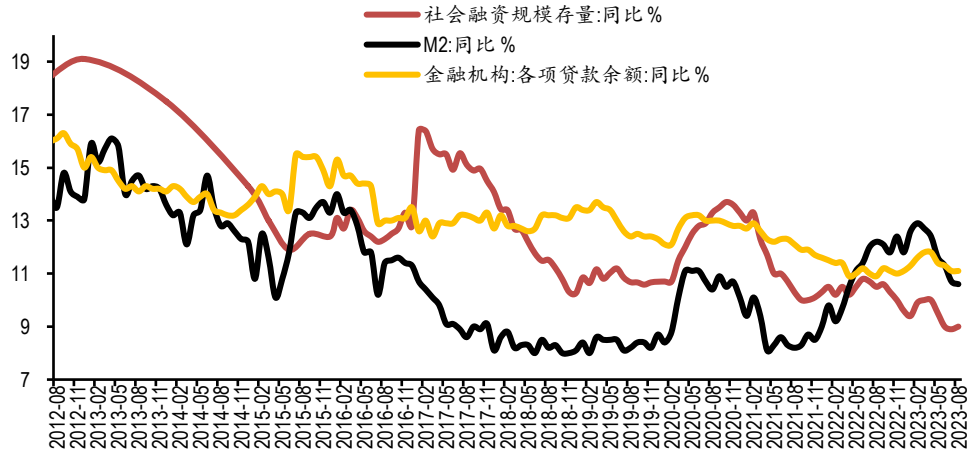
结合近期各重大会议的政策信号，我们预计年内货币政策仍有降准、降息，降准推动宽信用、改善企业资金可得性；降息继续带动企业融资成本下行。此外，7月14日，人民银行新闻发布会提出“必要时还可再创设新的政策工具”，预计下半年仍可期待新创设的结构性政策工具。政策性金融工具也有望新增额度。从货币端来看，由于9月仍是政府债券发行高峰，且宽信用政策力度或有加大，预计央行公开市场操作有望积极投放流动性，9月也可能有降准操作，积极维稳资金面，资金面短期波动或有加大，但不会出现大幅收紧。

与此同时，央行8月4日答记者问中提出“防止资金套利和空转，提升政策传导效率”，我们预计在后续总体维持宽松基调下，央行也将更加注重引导资金进入实体、防范资金空转套利，这从8月逆回购、MLF的非对称降息中也可可见一斑。

□ 风险提示

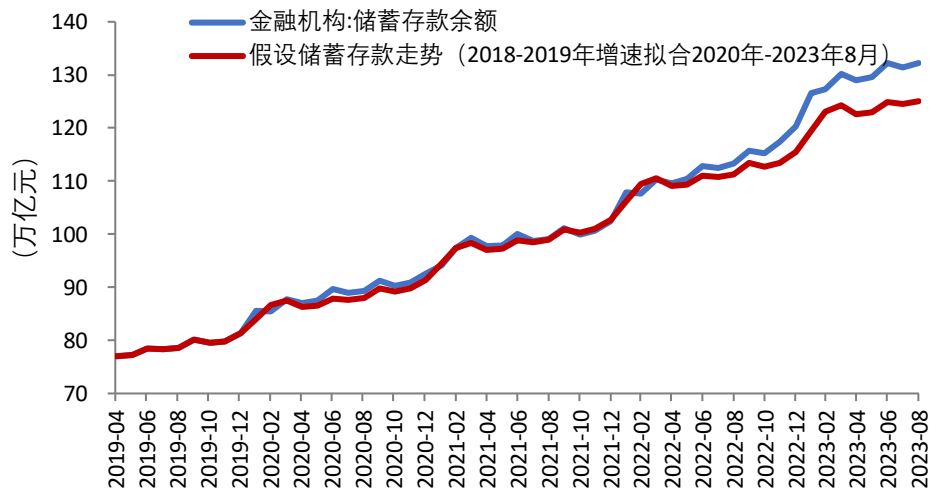
企业盈利、居民消费及购房情绪进一步恶化，经济基本面承压，政策效果不及预期；数据测算或存偏差风险。

图1: M2、信贷、社融增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 2023年8月居民超额储蓄继续积累



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>