

2023年09月11日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002
hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜
gqs@longone.com.cn

总量超预期，债券融资表现较好

——国内观察：2023年8月金融数据

投资要点

- **事件：**9月11日，央行发布8月金融数据。8月M2同比10.6%，前值10.7%，M1同比2.2%，前值2.3%。新增人民币贷款1.36万亿元，同比多增868亿元。社会融资规模增量31288亿元，同比多增6316亿元。社融存量增速为9.0%，前值8.9%。
- **核心观点：**总的来看，8月金融数据超市场预期并强于季节性，其中债券融资和短期贷款增加较多。往后看，当前社融增速处于周期底部的概率较大，但向上的恢复或仍需等待居民信贷的企稳，核心变量仍是一系列房地产政策推动下销售端是否能如期企稳。通过历史经验、政策落地空间以及未来地产需求的总体规模仍在来看，我们认为地产销售改善的可能性较大，但持续回暖可能需要进一步政策推动。
- **居民短贷表现较好，长贷略有恢复，未来随着地产政策落地，居民长期贷款或会有明显上升。**8月居民贷款新增3922亿元，同比少增658亿元。其中短期贷款新增2320亿元，同比多增398亿元，或体现在居民消费的回升，若后续持续回升，可在CPI中消费品价格上得到验证。中长期贷款新增1602亿元，重新回正，同比少增1056亿元。居民中长期贷款环比略有恢复，但力度不强，仍然明显低于近五年同期水平（4289亿元），也低于今年1-7月平均水平（1941亿元）。但考虑到认房不认贷、首套二套首付比例下调等重要政策的出台到落实，多在8月底甚至9月初，故往后1-2个月的居民中长期贷款数据或有明显回升。
- **企业票据融资支撑力度上升，中长贷也强于季节性。**8月企业贷款新增9488亿元，同比多增738亿元，其中票据融资新增3472亿元，同比多增1881亿元；企业中长期贷款新增6444亿元，同比少增909亿元。虽然票据融资高增往往反映了银行信贷冲量的压力，但也需要注意到企业中长期贷款单月新增的规模与历年同期相比并不低（近5年同期均值5506亿元），仅略低于2020和2022年，明显高于其他年份。我们仍然倾向于认为整体的融资需求总体较好。
- **社融的支撑主要来自于债券融资。**分项来看，基数的原因影响较大。一是体现在专项债发行节奏的错位，8月新增政府债券融资1.18万亿元，同比多增8714亿元，据Wind数据，8月新增地方政府专项债发行接近6000亿元，去年同期仅为500亿元左右。二是体现在企业债券上，8月新增企业债券融资2698亿元，环比来看仍在恢复，但同比多增主要由于去年同期1512亿元的低基数，当时地产风险事件情绪传导导致企业债发行量偏低。三是体现在委托贷款上，去年同期基数高主要有政策性金融工具支撑。四是未贴现银行承兑汇票的高基数。
- **货币增速小幅回落。**8月M1、M2增速虽然均小幅回落，但M2增速同比10.6%，与正常年份比并不低。8月当月人民币存款增加1.26万亿元，同比少增132亿元。其中，居民、企业同比少增，财政存款同比少减。
- **风险提示：**稳增长政策落地不及预期；海外金融市场风险引起全球系统性金融危机。

正文目录

1. 人民币贷款总量超预期	4
2. 社融的支撑主要来自于债券融资	5
3. 货币增速小幅回落	6
4. 核心观点	6
5. 风险提示	6

图表目录

图 1 7/8 月人民币贷款同比多增结构, 亿元.....	4
图 2 企业中长期贷款季节性规律, 亿元.....	4
图 3 居民中长期贷款季节性规律, 亿元.....	5
图 4 30 大中城市商品房销售面积及同比, 万平方米, %.....	5
图 5 新增社融规模及存量同比, 亿元, %.....	5
图 6 7/8 月社融规模同比多增结构, 亿元, 亿元.....	5
图 7 企业债券融资季节性规律, 亿元.....	5
图 8 政府债券融资季节性规律, 亿元.....	5
图 9 7/8 月存款同比多增结构, 亿元.....	6
图 10 M2 与 M1 同比及剪刀差, %, %	6

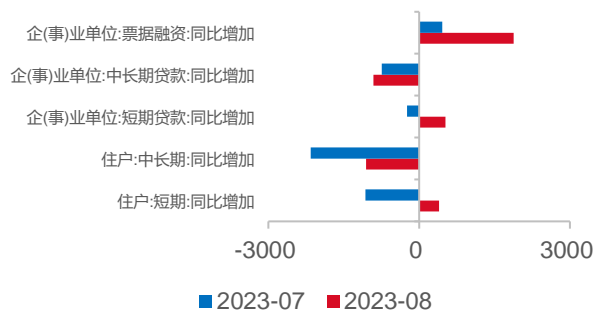
事件: 9月11日, 央行发布8月金融数据。8月M2同比10.6%, 前值10.7%, M1同比2.2%, 前值2.3%。新增人民币贷款1.36万亿元, 同比多增868亿元。社会融资规模增量31288亿元, 同比多增6316亿元。社融存量增速为9.0%, 前值8.9%。

1.人民币贷款总量超预期

居民短贷表现较好, 长贷略有恢复, 未来随着地产政策落地, 居民长期贷款或会有明显上升。8月居民贷款新增3922亿元, 同比少增658亿元。其中短期贷款新增2320亿元, 同比多增398亿元, 或体现在居民消费的回升, 若后续持续回升, 可在CPI中消费品价格上得到验证。中长期贷款新增1602亿元, 重新回正, 同比少增1056亿元。居民中长期贷款环比略有恢复, 但力度不强, 仍然明显低于近五年同期水平(4289亿元), 也低于今年1-7月平均水平(1941亿元)。但考虑到认房不认贷、首套二套首付比例下调等重要政策的出台到落实, 多在8月底甚至9月初, 故往后1-2个月的居民中长期贷款数据或有明显回升。

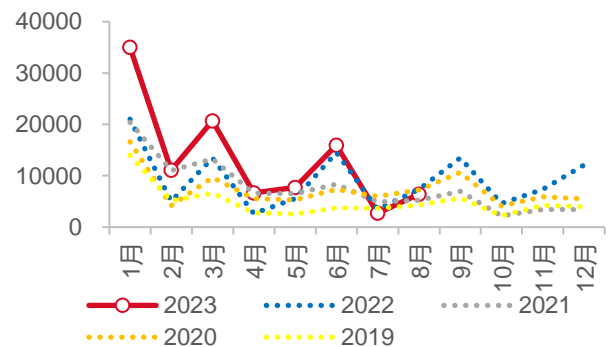
企业票据融资支撑力度上升, 中长贷也强于季节性。8月企业贷款新增9488亿元, 同比多增738亿元, 其中票据融资新增3472亿元, 同比多增1881亿元; 企业中长期贷款新增6444亿元, 同比少增909亿元。虽然票据融资高增往往反映了银行信贷冲量的压力, 但也需要注意到企业中长期贷款单月新增的规模与历年同期相比并不低(近5年同期均值5506亿元), 仅略低于2020和2022年, 明显高于其他年份。我们仍然倾向于认为整体的融资需求总体较好。

图1 7/8月人民币贷款同比多增结构, 亿元



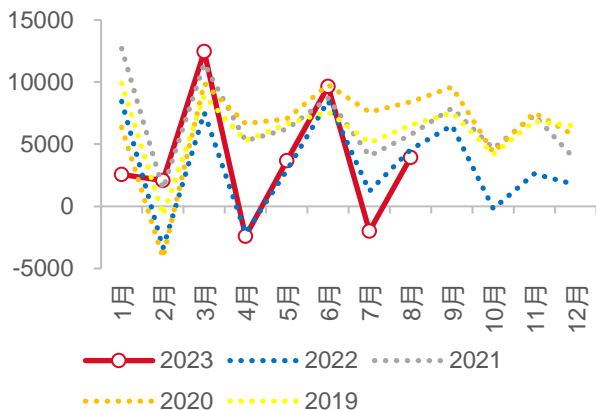
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图2 企业中长期贷款季节性规律, 亿元



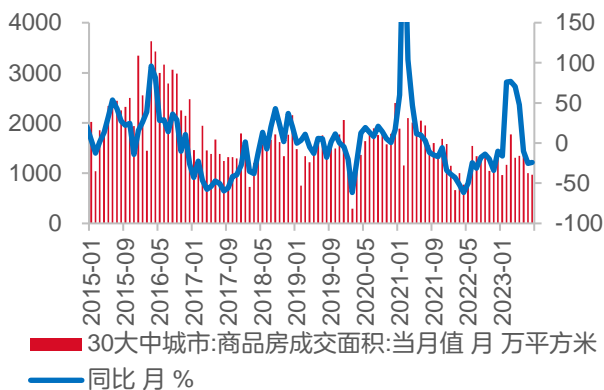
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图3 居民中长期贷款季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图4 30大中城市商品房销售面积及同比，万平方米，%

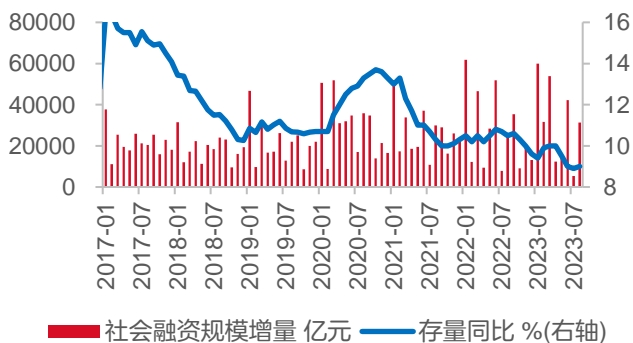


资料来源：同花顺，东海证券研究所

2.社融的支撑主要来自于债券融资

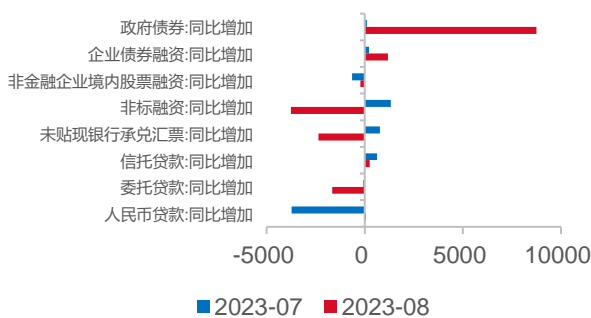
社融的支撑主要来自于债券融资。分项来看，基数的原因影响较大。一是体现在专项债发行节奏的错位，8月新增政府债券融资1.18万亿元，同比多增8714亿元，据Wind数据，8月新增地方政府专项债发行接近6000亿元，去年同期仅为500亿元左右。二是体现在企业债券上，8月新增企业债券融资2698亿元，环比来看仍在恢复，但同比多增主要由于去年同期1512亿元的低基数，当时地产风险事件情绪传导导致企业债发行量偏低。三是体现在委托贷款上，去年同期基数高主要有政策性金融工具支撑。四是未贴现银行承兑汇票的高基数。

图5 新增社融规模及存量同比，亿元，%



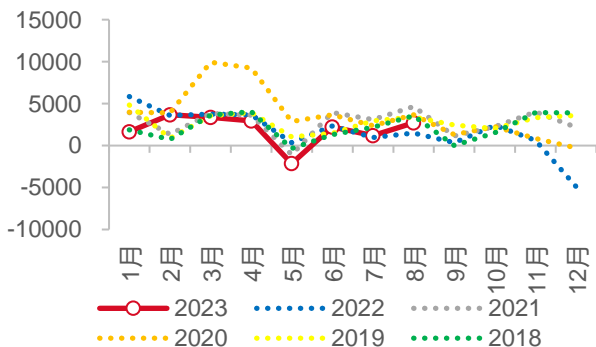
资料来源：央行，东海证券研究所

图6 7/8月社融规模同比多增结构，亿元，亿元



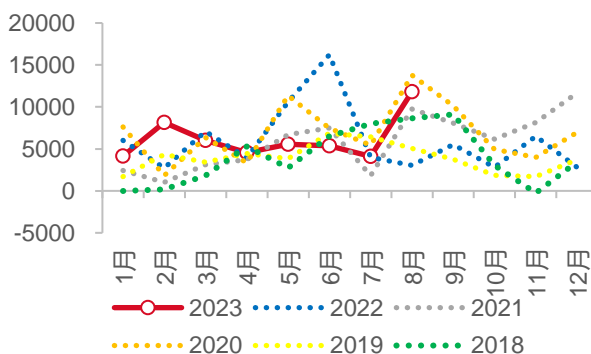
资料来源：央行，东海证券研究所

图7 企业债券融资季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图8 政府债券融资季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

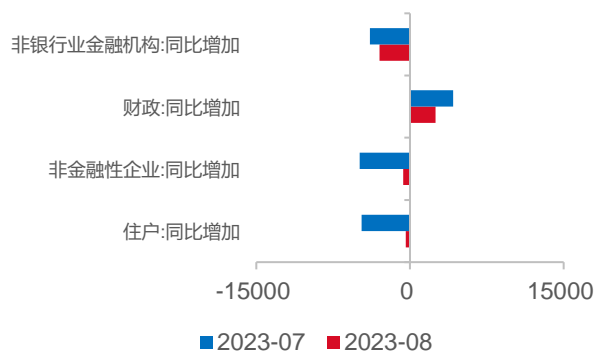
资料来源：央行，东海证券研究所

资料来源：央行，东海证券研究所

3.货币增速小幅回落

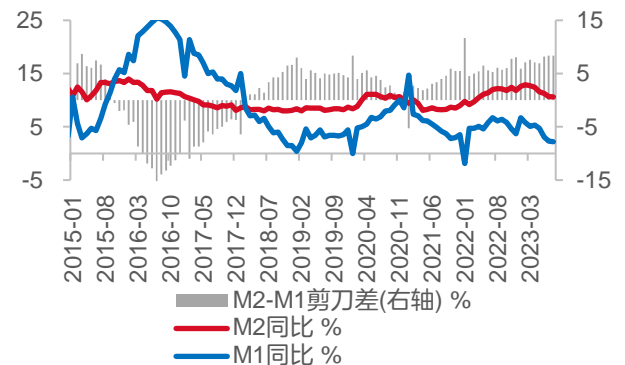
货币增速小幅回落。8月M1、M2增速虽然均小幅回落，但M2增速同比10.6%，与正常年份比并不低。8月当月人民币存款增加1.26万亿元，同比少增132亿元。其中，居民、企业同比少增，财政存款同比少减。

图9 7/8月存款同比多增结构，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图10 M2与M1同比及剪刀差，%，%



资料来源：央行，东海证券研究所

4.核心观点

总的来看,8月金融数据超市场预期并强于季节性,其中债券融资和短期贷款增加较多。往后看,当前社融增速处于周期底部的概率较大,但向上的恢复或仍需等待居民信贷的企稳,核心变量仍是一系列房地产政策推动下销售端是否能如期企稳。通过历史经验、政策落地空间以及未来地产需求的总体规模仍在来看,我们认为地产销售改善的可能性较大,但持续回暖可能需要进一步政策推动。

5.风险提示

稳增长政策落地不及预期,可能会导致经济恢复不及预期。

高利率环境下,海外金融市场风险,引发全球系统性金融危机。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089