

社融总量向好结构待改善，债市压力仍存

——2023年8月份金融数据点评

作者

分析师：王宇鹏

执业证书编号：S0590522020002

邮箱：wyp@glsc.com.cn

联系人：吴嘉颖

邮箱：wjiaying@glsc.com.cn

事件：

2023年9月11日，人民银行发布8月金融数据。8月M2余额286.93万亿元，同比增长10.6%，增速分别比上月末和上年同期回落0.1个和1.6个百分点。M1余额67.96万亿元，同比增长2.2%，增速分别比上月末和上年同期回落0.1个和3.9个百分点。8月末社会融资规模存量为368.61万亿元，同比增长9%，较7月的8.9%小幅回升0.1个百分点。8月份社会融资规模增量为3.12万亿元，比上年同期多6316亿元，比上月多增25918亿元。8月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。

事件点评

➤ M2与M1增速小幅回落，资金活化程度仍待回升

当前M2与M1剪刀差走平，其中M2同比增速较前值持续回落，延续今年3月以来的回落趋势，除了高基数影响以外，当前存款利率持续偏低的背景下，传统储蓄对居民资金的吸引力下降，资金持续回流至理财。而M1同比增速延续回落，主要与地产销售持续低迷，企业活期存款仍然疲软有关。

➤ 企业融资环比略有提振，静待地产政策刺激下居民信贷回暖

8月居民短贷由负转正，主要受到暑期假期居民消费需求旺盛影响，体现出居民消费信心逐步回暖；居民中长贷同比持续恶化，创近10年来新低，主要与8月地产销售持续疲软有关。8月企业信贷环比呈现改善趋势，但是同比仍不及去年同期水平。我们认为，8月基建投资尚未完全发力、制造业与海外工业周期尚未出现反转是导致当前企业中长期贷款未能有明显改善的主要原因。

➤ 社融同比增速回升，政府债融资与企业债融资是主要支撑项

8月末社会融资规模存量同比增长9%，较7月的8.9%小幅回升0.1个百分点。其中，新增政府债与企业债融资为主要支撑项目，而新增人民币贷款基本与去年同期持平，整体社融数据略超预期。

➤ 宏观数据出现积极变化，短期来看债市止盈压力仍存

整体来看，近期宏观数据已体现出边际改善的积极变化，8月制造业PMI上升，通胀从低位回升，进出口跌幅收窄。此外，当日公布的8月社融与信贷数据整体略超市场预期，较7月环比有明显改善，反映出8月我国宏观经济平稳修复。展望下一阶段，为支持经济平稳复苏，预计货币政策将进一步发力，灵活使用降准等工具，降低贷款利率，推动银行加大信贷投放，呵护市场流动性，为实体经济稳定增长营造良好宽松的货币环境，持续改善市场预期。

债市策略上建议维持谨慎，目前配置债券的久期不宜过长，长久期债券或将面临阶段回调风险。建议短期内优先考虑配置短久期利率债以降低风险。后续关注地产政策落地后，市场信心及需求端修复效果。在房地产市场企稳后，可以关注长端平稳调整后的配置机会。

风险提示：政策宽松效果不及预期；地产出清风险导致地产供给端投资不及预期。

相关报告

- 1、《债市收益率向下的空间已经打开：——2023年7月份经济数据点评》2023.08.15
- 2、《宽货币预期渐浓，利率短期有望向下突破：——2023年7月份金融数据点评》2023.08.12

1. 事件

2023年9月11日，人民银行发布8月金融数据。8月M2余额286.93万亿元，同比增长10.6%，增速分别比上月末和上年同期回落0.1个和1.6个百分点。M1余额67.96万亿元，同比增长2.2%，增速分别比上月末和上年同期回落0.1个和3.9个百分点。8月末社会融资规模存量为368.61万亿元，同比增长9%，较7月的8.9%小幅回升0.1个百分点。8月份社会融资规模增量为3.12万亿元，比上年同期多6316亿元，比上月多增25918亿元。8月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。

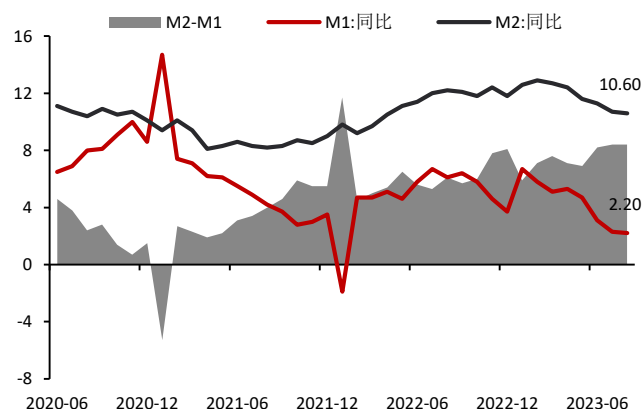
2. 事件点评

2.1 M2与M1增速小幅回落，资金活化程度仍待回升

8月M2余额286.93万亿元，同比增长10.6%，增速分别比上月末和上年同期回落0.1个和1.6个百分点。M1余额67.96万亿元，同比增长2.2%，增速分别比上月末和上年同期回落0.1个和3.9个百分点。当前M2与M1剪刀差走平，两者延续边际回落趋势，主因与传统储蓄吸引力下降，资金活化程度较低有关。8月M2同比增速较前值持续回落，延续今年3月以来的回落趋势，除了高基数影响以外，当前存款利率持续偏低的背景下，传统储蓄对居民资金的吸引力下降，资金持续回流至理财。8月M1同比增速延续回落，主要与地产销售持续低迷，企业活期存款仍然疲软有关。

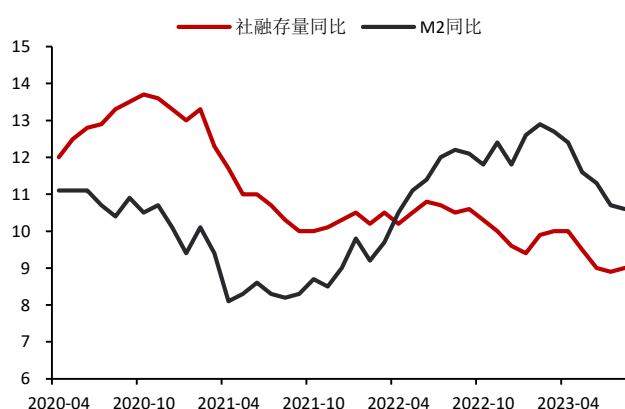
8月资金利率中枢水平较7月再度回落，主因与8月中旬央行超预期调降政策利率有关。8月15日央行超预期调降7天逆回购利率与1年期MLF利率10个BP和15个BP，推动实体融资成本下降，助力宽信用，推动市场短期利率同步回落。展望后续，我们认为在稳增长政策的接连发力下，9月央行仍存在降准的可能性，此外央行将适度开展公开市场操作，维持资金利率持续平稳，资金利率继续围绕着政策利率波动。具体来看，8月SHIBOR7天平均利率为1.85%，较7月的1.82%小幅回升3BP；8月DR007平均利率为1.69%，较6月的1.81%回落12BP。

图表1: 8月M2同比与M1同比持续回落(%)



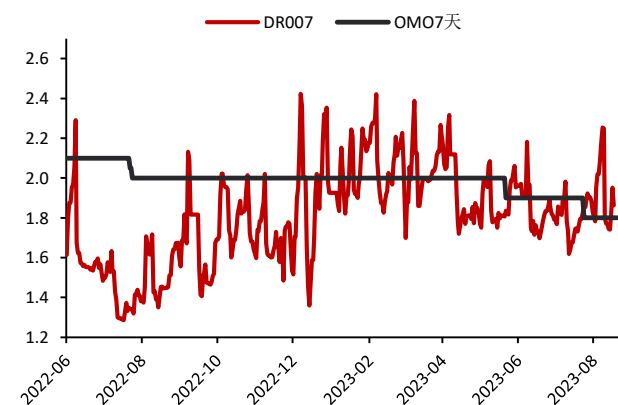
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表2: 社融增速止跌回升, M2增速持续回落(%)



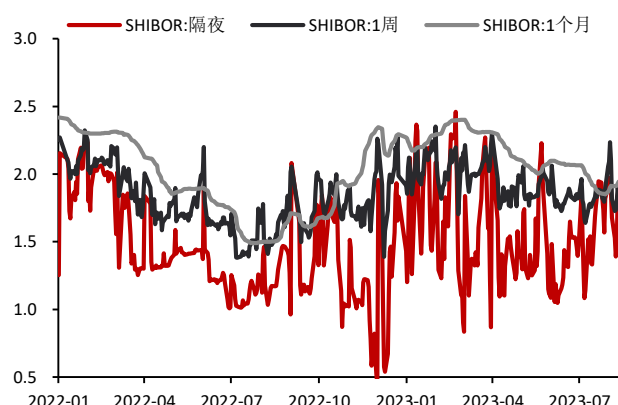
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表3: 8月市场资金利率持续低位(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表4: 8月流动性维持宽松态势(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

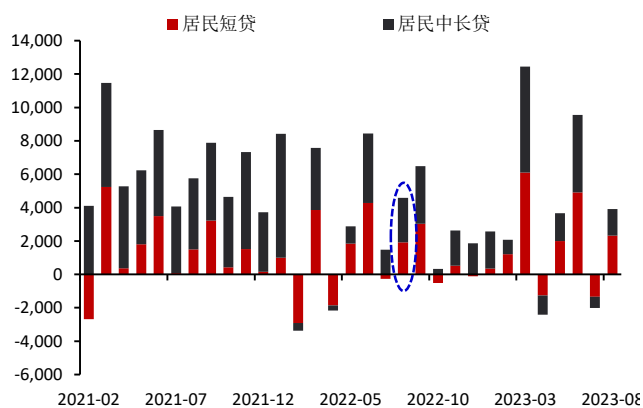
2.2 企业融资环比略有提振, 静待地产政策刺激下居民信贷回暖

8月新增人民币贷款中居民部门增加3922亿元, 同比少增658亿元, 环比多增5929亿元。其中居民短贷增加2320亿元, 居民中长贷增加1602亿元。8月居民短贷由负转正、同比小幅多增, 主要受到暑期假期居民消费需求旺盛影响, 体现出居民消费信心逐步向好回暖。8月居民中长贷同比持续恶化, 创近10年来新低, 主要与8月地产销售持续疲软有关。具体来看, 8月地产销售面积延续7月的回落趋势, 总体弱于季节性。此外, 8月汽车销售延续震荡趋势, 对中长期贷款的拉动力度减弱。展望后续, 随着9月“认房不认贷”、“存量首套房贷利率调降”等多项地产需求端政策释放, 预计居民购房信心将有所回暖, 同时居民房贷压力减缓也有利于提升居民消费信心, 利好居民部门融资。

8月新增人民币贷款中企业部门增加9488亿元, 同比多增738亿元, 环比多增

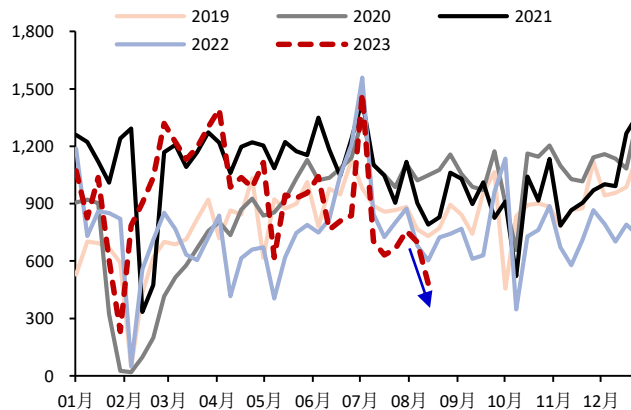
7110 亿元。其中企业短贷减少 401 亿元，同比多减 280 亿元，环比少减 3384 亿元；中长贷增加 6444 亿元，同比少增 909 亿元，环比多增 3732 亿元；票据融资增加 3472 亿元，同比多增 1881 亿元，环比少增 125 亿元。8 月企业信贷环比呈现改善趋势，但是同比仍不及去年同期水平。我们认为，8 月基建投资尚未完全发力、制造业与海外工业周期尚未出现反转是导致当前企业中长期贷款未能有明显改善的主要原因。但当前在普惠小微贷款、绿色贷款、制造业中长期贷款、民营企业贷款等政策持续发力作用下，对于中长贷存在一定提振。展望后续，我们认为宽货币政策会继续发力作用域降低实体企业融资成本、打通货币信贷传导。预计后续类似支持制造业中长期贷款等稳增长政策或将陆续出台，结合基建项目逐步落地，后续企业中长贷或有望回暖。

图表5：8 月居民短贷有所修复，中长贷仍疲软（亿元）



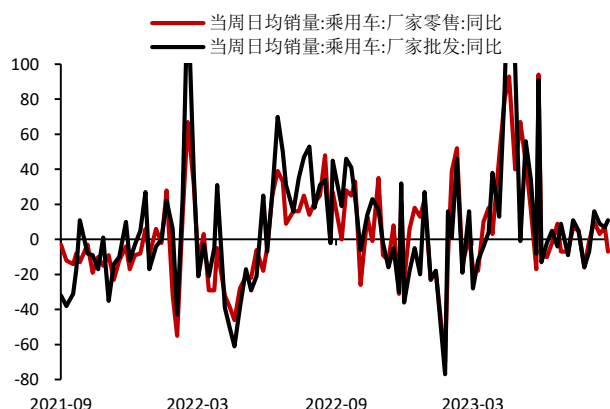
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：8 月地产销售持续回落，弱于季节性（亿元）



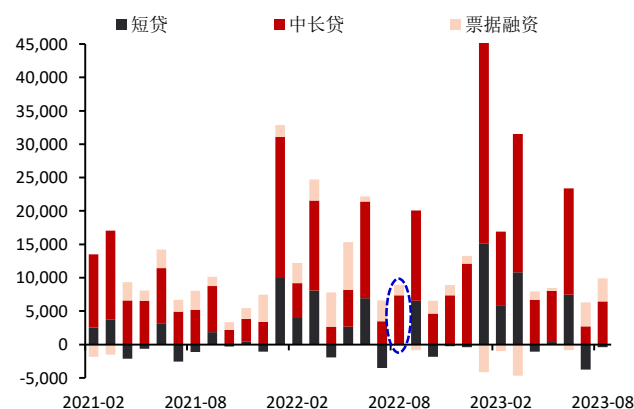
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：8 月汽车销售对于信贷的拉动有所减弱（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：8 月企业信贷环比改善、同比基本持平（亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.3 社融同比增速回升，政府债融资与企业债融资是主要支撑项

8 月份社会融资规模增量为 3.12 万亿元，比上年同期多 6316 亿元，比上月多增

25918 亿元。8 月末社会融资规模存量为 368.61 万亿元，同比增长 9%，较 7 月的 8.9% 小幅回升 0.1 个百分点。其中，新增政府债与企业债融资为主要支撑项目，而新增人民币贷款基本与去年同期持平。

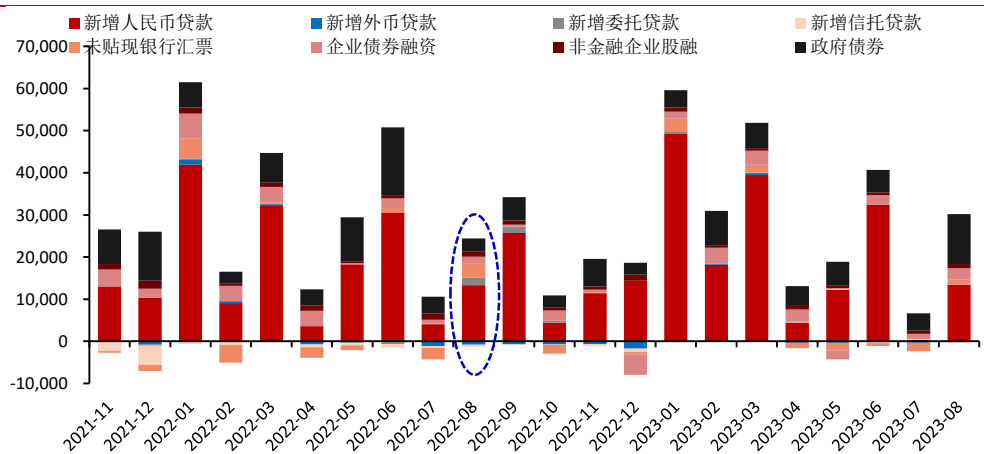
从分项上来看，8 月对实体经济发放的人民币贷款增加 1.34 万亿元，同比少增 102 亿元。其中居民短贷出现改善，而中长贷仍然疲软；企业融资环比走势好转，但同比与去年同期基本持平。

8 月政府债券净融资 11800 亿元，同比多增 8755 亿元，环比多增 7691 亿元。当月政府债融资大幅回升，主要受 7 月政治局会议对新增专项债发行的敦促影响。从高频数据来看，8 月石油沥青开工率回升、水泥发运率与磨机运转率均有所回升，预计进入四季度后基建投资将逐步发力托底经济。

其他主要社融分项中，8 月企业债券融资增加 2698 亿元，同比多增 1186 亿元。企业直接融资进一步回暖，前期企业信贷对债券的替代作用逐渐消退。

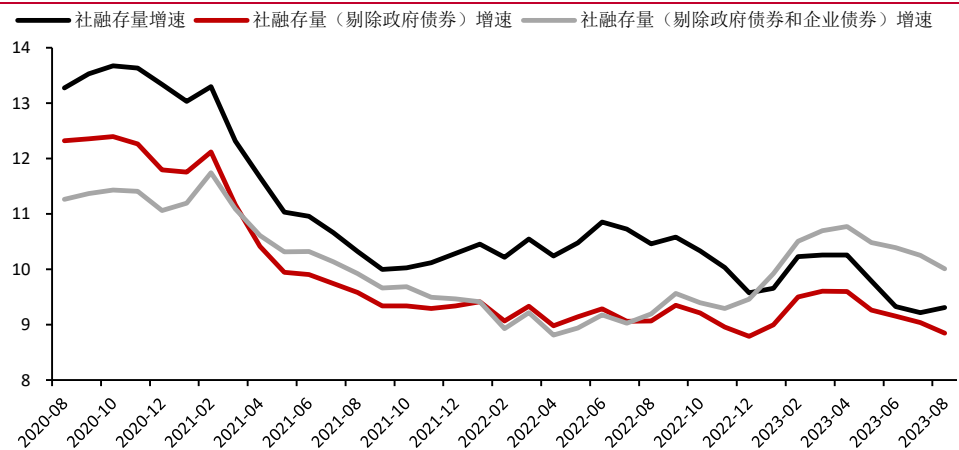
8 月信托贷款、委托贷款与银行未贴现承兑汇票等“非标”资产合计增加 1005 亿元，同比少增 3764 亿元。

图表9：8 月社融同比增速回升，政府债券融资是主要支撑项（亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：8月社融存量增速剔除政府债券后持续回落，表现为总量向好但结构不佳(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.4 宏观数据出现积极变化，短期来看债市止盈压力仍存

整体来看，近期宏观数据已体现出边际改善的积极变化，8月制造业PMI上升，通胀从低位回升，进出口跌幅收窄。此外，当日公布的8月社融与信贷数据整体略超市场预期，较7月环比有明显改善，反映出8月我国宏观经济平稳修复。而具体来看，尽管8月社融信贷规模边际改善，但从结构上看仍有待进一步优化。社融数据超季节性反弹主要受8月地方政府债券发行加快拉动，政府融资高增为社融主要支撑。信贷同比多增则受居民短贷多增与企业票据冲量影响，反映目前国内实体经济扩张意愿亟需政策持续呵护。

政策端来看，8月以来，中央陆续出台政策稳增长、扩内需。政策利率调降；证券交易印花税减半征收；换房退个税、“保交楼”贷款支持计划延期；房地产调整优化政策密集出台等。政策涉及货币、财税、房地产等诸多领域，松绑力度大，提振市场信心。展望下一阶段，为支持经济平稳复苏，预计货币政策将进一步发力，灵活使用降准等工具，降低贷款利率，推动银行加大信贷投放，呵护市场流动性，为实体经济稳定增长营造良好宽松的货币环境，持续改善市场预期。此外，在8月房地产政策密集松绑后，未来货币政策对房地产行业的支持力度有望进一步加码。在推动保交楼专项贷款支持计划的同时，后续有可能推出新的定向工具支持房企融资，从供需两端协同发力，推动房地产行业平稳健康发展。

今日午时数据公布后，10年期国债收益率冲高后出现回落。短期来看，宏观金融数据改善叠加四季度机构止盈需求或将使债市承压，债市短期调整压力较大。而长期来看，一方面，当前进入新一轮政策落地窗口期，地产政策全面落地及市场信心修复仍需时间，楼市反弹力度亦有待观望，预计年内经济基本面复苏程度较有限。另一方面，为呵护实体经济流动性，未来降准可能性上升。因此从长周期来看，后续债市收益率抬升仍有压力，预计后续上行空间不大。随着债市短期调整后，下月利率有

望再度下行，未来扰动因素增加，债市震荡或加剧。因此策略上建议维持谨慎，目前配置债券的久期不宜过长，长久期债券或将面临阶段回调风险。建议短期内优先考虑配置短久期利率债以降低风险。后续关注地产政策落地后，市场信心及需求端修复效果。在房地产市场企稳后，可以关注长端平稳调整后的配置机会。

3. 风险提示

政策宽松效果不及预期；地产出清风险导致地产供给端投资不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼