

8月金融数据点评

内生融资需求仍然偏弱

8月新增社融3.12万亿元，较去年同期多增6316亿元，高于市场预期。8月社融存量同比增长9.0%，较上月上升0.1个百分点。8月人民币贷款企稳，新增社融高于市场预期，我们认为后期关注点主要包括：1. 8月社融信贷数据企稳，但存在一定隐忧，即社融主要靠短期政府债加快发行因素支撑，且信贷中票据融资占比较高，同时M1回落至2.2%也显现出企业活化程度不高，均指向需求端复苏仍然偏弱。8月降息后政策预期有所升温，在9月地方新增专项债大额发行和四季度MLF大额到期的背景下，降准具备较高的可行性，预计年内还有25-50bp降准幅度；2. 从地产销售高频数据来看，9月上旬30大中城市销售面积同比下降30%，核心城市短期地产销售行情以及持续性还有待观察，但另一方面9月25日房贷存量利率调整可能一定程度缓解提前还贷现象，整体来看地产政策观察期内新增居民中长贷还存在较大不确定性。

- **人民币贷款企稳，政府债券托底社融。**8月社融各分项中，表内融资同比多增523亿元，表外融资同比少增3764亿元，直接融资同比多增971亿元。8月表内人民币贷款新增1.34万亿元，同比少增102亿元，社融口径人民币贷款恢复至往年季节性水平，8月稳增长政策主要集中在政策利率的调整上，7天逆回购利率、中期借贷便利利率、1年期LPR报价均有调整，与2022年情况类似，降息后人民币贷款逐渐回升。人民币贷款企稳的同时，政策利率对于债券发行规模也有所提振，企业债融资同比多增1186亿元。表外融资整体同比少增，其中汇票少增规模较高，可能与更多票据被贴现至表内有关。8月以来专项债发行节奏加速，政府债券新增1.18万亿元，同比多增8714亿元，截止8月末今年新增专项债已发行3.09万亿元，9月份仍有7000亿元新增专项债有待发行，起到有效托底社融的作用。
- **M2-M1剪刀差持平，M1继续回落。**8月M2同比增长10.6%，较上月下降0.1个百分点；M1同比增长2.2%，较上月下降0.1个百分点；M0同比增长9.5%，较上月下降0.4个百分点。8月M2-M1剪刀差维持8.4%，但M1同比增速持续下降，M2-M1剪刀差仍处高位，反映出企业活化程度不足。后续M2高基数仍是拖累，但随着M1回落至2022年2月以来低点，制造业PMI逐渐回升，M2-M1剪刀差可能逐渐修复。
- **企业债结构修复缓慢。**8月新增贷款1.36万亿元，同比多增868亿元，高于市场预期。其中居民贷增加3922亿元，同比少增658亿元，企业贷新增9488亿元，同比多增738亿元。8月信贷整体有所修复，但企业贷与居民贷仍呈现分化，具体来看：企业端方面，企业中长贷新增6444亿元、短贷减少401亿元、票据新增3472亿元。新增中长贷同比少增909亿元，同时结构修复趋缓，票据融资占比仍然较高，8月票据利率持续下行，票据冲量现象仍然存在，剔除票据影响后企业中长贷连续呈现同比少增，反映出企业活化程度仍显不足。
- **居民部门中长贷新增1602亿元、短贷新增2320亿元。**8月居民中长贷仍维持在往年同月最低水平，其中5年期LPR报价持平可能对购房情绪造成一定影响，从30大中城市商品房成交面积连续3月下降可以看出，下半年居民房贷需求弱于上半年，但其中存在部分需求受到观望情绪影响而延后。在8月底存量房贷利率调整政策以及“认房不认贷”政策放松以后，居民购房情绪或受到一定提振。此外，1年期LPR报价下调后，居民短贷明显有所回暖。
- **风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。**

相关研究报告

《如何看待近期人民币汇率走势》20230911
 《8月通胀点评：通胀有望持续上升，内需依然稍显疲弱》20230910

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

事件：8月新增社融3.12万亿元，较去年同期多增6316亿元，环比多增2.59万亿元，高于市场预期。8月社融存量同比增长9.0%，较上月上升0.1个百分点。

人民币贷款企稳，政府债券托底社融。8月社融各分项中，表内融资同比多增523亿元，表外融资同比少增3764亿元，直接融资同比多增971亿元。8月表内人民币贷款新增1.34万亿元，同比少增102亿元，社融口径人民币贷款恢复至往年季节性水平，8月稳增长政策主要集中在政策利率的调整上，7天逆回购利率、中期借贷便利利率、1年期LPR报价均有调整，与2022年情况类似，降息后人民币贷款逐渐回升。人民币贷款企稳的同时，政策利率对于债券发行规模也有所提振，企业债融资同比多增1186亿元。表外融资整体同比少增，其中汇票少增规模较高，可能与更多票据被贴现至表内有关。8月以来专项债发行节奏加速，政府债券新增1.18万亿元，同比多增8714亿元，截止8月末今年新增专项债已发行3.09万亿元，9月份仍有7000亿元新增专项债有待发行，起到有效托底社融的作用。

图表 1. 新增社融构成和变化 (单位: 亿元)

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	31,200	13,400	(201)	97	(221)	1,129	2,698	1,036	11,800
同比	6,316	(102)	625	(1,658)	251	(2,357)	1,186	(215)	8,714
环比	25,918	13,036	138	89	(451)	3,091	1,519	250	7,691

资料来源: Wind, 中银证券

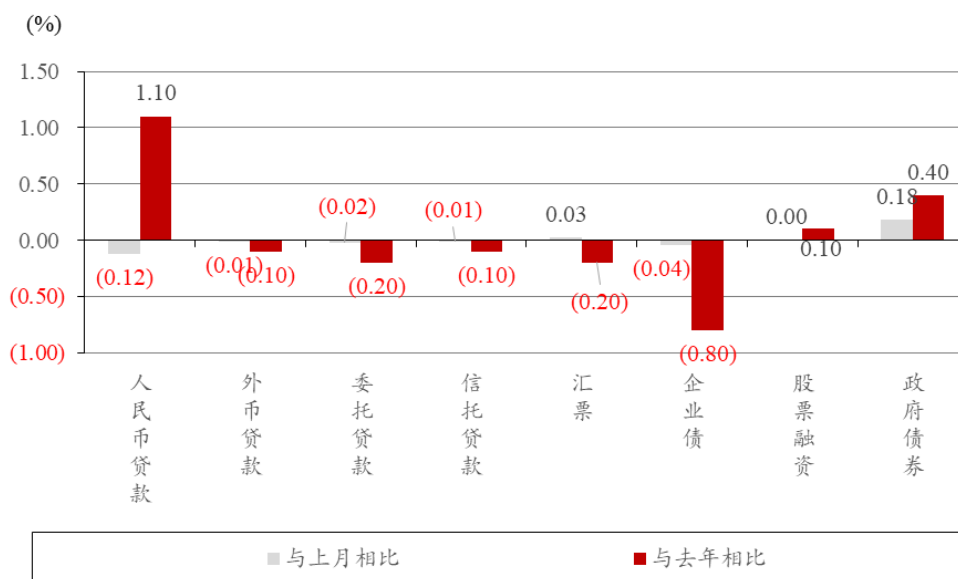
图表 2. 新增社融分类变化 (单位: 亿元)

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	13,199	1,005	3,734	13,262
同比	523	(3,764)	971	8,586
环比	13,174	2,729	1,769	8,246

资料来源: Wind, 中银证券

政府债券成为下半年融资主力。从社融存量结构来看，2023年8月与上月相比，人民币贷款占比下降0.12%，直接融资占比下降0.04%，政府债券占比上升0.18%。与去年同期相比，人民币贷款和政府债券占比分别上升1.10%和0.40%，企业债券占比下降0.80%。8月人民币贷款企稳，政府债券成为三季度社融增长主要贡献，基于2022年政府债前置发行，三季度政府债券占比仍将持续上升，对于社融存量同比读数起到支撑作用，但四季度或许还需进一步稳增长政策托底。

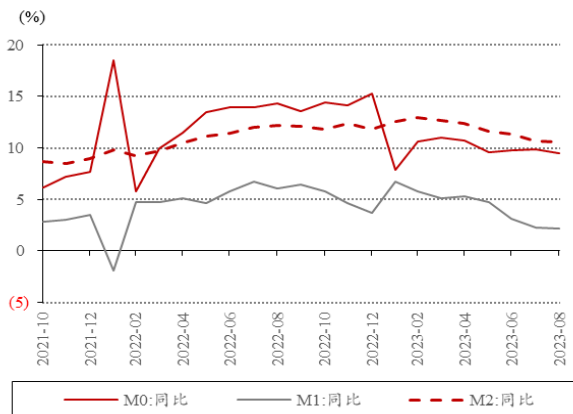
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源: Wind, 中银证券

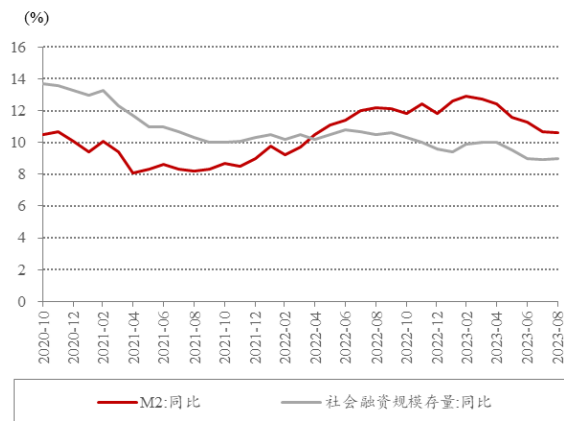
M2-M1 剪刀差持平，M1 继续回落。8月 M2 同比增长 10.6%，较上月下降 0.1 个百分点；M1 同比增长 2.2%，较上月下降 0.1 个百分点；M0 同比增长 9.5%，较上月下降 0.4 个百分点。8月 M2-M1 剪刀差维持 8.4%，但 M1 同比增速持续下降，M2-M1 剪刀差仍处高位，反映出企业活化程度不足。后续 M2 高基数仍是拖累，但随着 M1 回落至 2022 年 2 月以来低点，制造业 PMI 逐渐回升，M2-M1 剪刀差可能逐渐修复。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：Wind，中银证券

图表 5. 社融与 M2 同比增速



资料来源：Wind，中银证券

企业贷结构修复缓慢。8月新增贷款 1.36 万亿元，同比多增 868 亿元，高于市场预期。其中居民贷增加 3922 亿元，同比少增 658 亿元，企业贷新增 9488 亿元，同比多增 738 亿元。8月信贷整体有所修复，但企业贷与居民贷仍呈现分化，具体来看：企业端方面，企业中长贷新增 6444 亿元、短贷减少 401 亿元、票据新增 3472 亿元。新增中长贷同比少增 909 亿元，同时结构修复趋缓，票据融资占比仍然较高，8月票据利率持续下行，票据冲量现象仍然存在，剔除票据影响后企业中长贷连续呈现同比少增，反映出企业活化程度仍显不足。

居民部门中长贷新增 1602 亿元、短贷新增 2320 亿元。8月居民中长贷仍维持在往年同月最低水平，其中 5 年期 LPR 报价持平可能对购房情绪造成一定影响，从 30 大中城市商品房成交面积连续 3 月下降可以看出，下半年居民房贷需求弱于上半年，但其中存在部分需求受到观望情绪影响而延后。在 8 月底存量房贷利率调整政策以及“认房不认贷”政策放松以后，居民购房情绪或受到一定提振。此外，1 年期 LPR 报价下调后，居民短贷明显有所回暖。

存款呈现季节性回升。8月人民币存款新增 1.26 万亿元，同比少增 200 亿元，其中居民存款新增 7877 亿元，同比少增 409 亿元，企业存款新增 8890 亿元，同比少增 661 亿元，财政存款减少 88 亿元，同比少减 2484 亿元，非银存款减少 7322 亿元，同比少减 2969 亿元。8月存款呈现季节性回落，其中非银存款同比多减可能指向随着风险资产整体回落，居民及企业认购基金或理财产品数额有所减少。

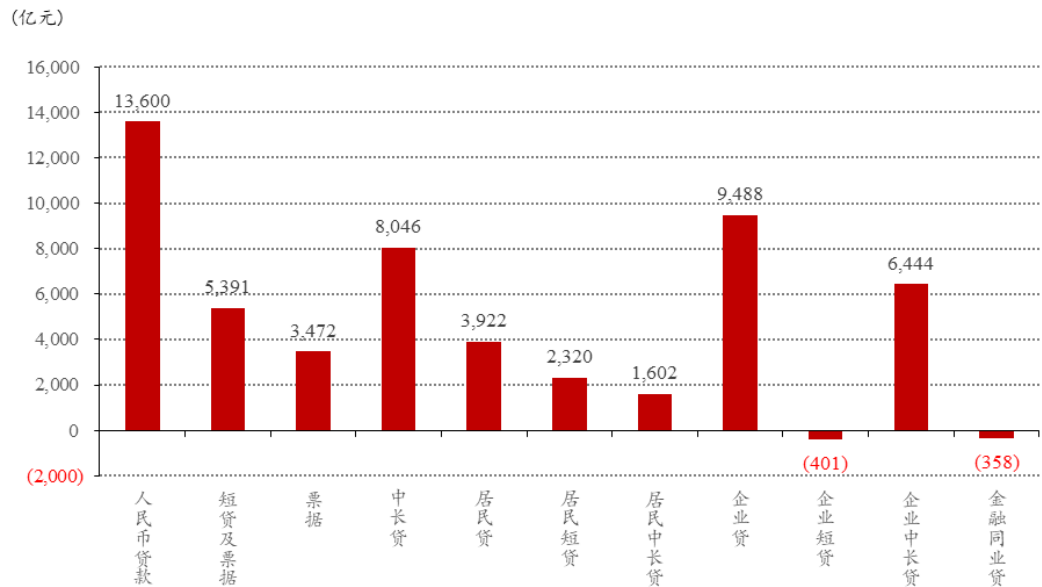
图表 6. 新增存贷款变化（单位：亿元）

	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款	13,600	5,391	8,046	3,922	9,488	(358)
同比	868	1,999	(1,965)	(658)	738	67
环比	10,141	6,914	6,006	5,929	7,110	(2,528)
	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	12,600	7,877	8,890	(88)	(7,322)	3,243
同比	(200)	(409)	(661)	2,484	(2,969)	1,355
环比	23,800	15,970	24,190	(9,166)	(11,452)	4,258

资料来源：万得，中银证券。

8月人民币贷款企稳，新增社融高于市场预期，我们认为后期关注点主要包括：1. 8月社融信贷数据企稳，但存在一定隐忧，即社融主要靠短期政府债加快发行因素支撑，且信贷中票据融资占比较高，同时M1回落至2.2%也显现出企业活化程度不高，均指向需求端复苏仍然偏弱。8月降息后政策预期有所升温，在9月地方新增专项债大额发行和四季度MLF大额到期的背景下，降准具备较高的可行性，预计年内还有25-50bp降准幅度；2. 从地产销售高频数据来看，9月上旬30大中城市销售面积同比下降30%，核心城市短期地产销售行情以及持续性还有待观察，但另一方面9月25日房贷存量利率调整可能一定程度缓解提前还贷现象，整体来看地产政策观察期内新增居民中长贷还存在较大不确定性。

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源：Wind，中银证券

风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371