

## 社融增速会继续上行，结构有待改善

### ——2023年8月金融数据解读

#### 核心内容：

8月社会融资31,200亿元（同比6,488），新增信贷13,400亿元（+56）。从社融分项来看，政府融资11,800亿元（+8,755），企业债券融资2,698亿元（+1,186）。

8月新增社会融资和信贷增速分别为3.94%和10.8%，环比下行1.24%和3.1%。M1和M2继续走低，企业资金不佳。

#### 我们的分析：社融回升依靠政府融资，融资结构不佳

社会融资8月份回升，回升超过预期，主要是政府融资超过预期。政府融资的节奏不同于2022年，本年度政府融资在8、9月份发力，带来了社融增速的回升。信贷增速相对平稳，仍然稍显弱势。企业债券融资小幅上行，企业利差继续走弱，企业融资成本下滑，带动了债券融资的回升。同时，未贴现银行承兑汇票增加，从7月份的-1,962亿回升至8月的1,129亿。

8月份信贷比7月份上行，上行幅度较为平稳。8月信贷增速小幅回落，票据融资仍然处于高位，居民和企业长期贷款同比下行，信贷结构不佳。

从社融走势来看，整体经济的活跃度有小幅回升，但是回升速度偏缓。信贷融资仍然偏弱，票据冲量的行为继续存在。房地产仍然下行，但没有进一步恶化的趋势。企业的融资额度下行，这与政府项目推出不及时相关，出口下行也给了企业压力。

M1和M2继续下滑，企业资金量再下行，资金流动并不顺畅。M2中居民和企业存款上升，但由于房地产疲软，M2的传导并不顺畅。社融和M2比值略有上行，社会融资条件小幅下降。

#### 我们的判断和政策预期：社融增速可能继续回升，政策继续加码

房地产疲软和出口的回落使得居民和企业的融资低于去年，政府投资节奏的改变使得2季度经济增长处于偏低的状态。8、9月份政府融资增加，带动社会融资增速的回升。但房地产的疲软使得M2处于偏低的位置。

社融8月份的好转说明经济需要政府融资的推动，也需要稳增长政策继续推出。逆周期的政策现阶段进展较慢，未来有望继续加码。货币政策来看，货币数量上的改变和价格上的改变可能同时进行，降准和降息均有可能推出。

#### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

#### 风险提示：

1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 地方政府债务的风险
4. 经济超预期下行的风险

## 目录

一、政府债券融资拉动社会融资上行.....	3
(一) 信贷继续下滑，居民和企业信贷未来有望走高.....	3
(二) 政府融资 8、9 月释放.....	4
(三) 企业债券融资回升.....	5
二、M1 和 M2 继续回落，资金投放渠道受阻.....	5
三、我们的判断：社融增速可能继续回升，政策需要继续支持.....	6

2023年9月11日，央行发布2023年8月金融数据，高于市场预期。8月份，社会融资规模增量为3.12万亿，同比增加6488亿元。截止8月末，社会融资规模存量为368.61万亿元，同比增长9.0%。M2同比增长10.6%，连续6个月下行；M1同比增长2.2%，连续4个月下行。

## 一、政府债券融资拉动社会融资上行

8月份社融超过3万亿，贷款、政府债券融资和企业债券融资拉动了社会融资。8月新增社会融资3.12万亿元，其中贷款1.34万亿，政府债券融资1.18万亿，企业债券融资2,698亿元。未贴现银行承兑汇票和非金融企业境内融资分别贡献了1,129亿元和1,036亿元。

8月份社会融资同比去年上行，主要是债券融资增加带来的，政府融资的上行带动了社会融资增速的回升。8月份社会融资同比增加6,488亿元，其中贷款增加56亿元，政府债券融资增加8,755亿元，企业债券增加1,186亿元。

8月份社会融资增速小幅上行，但是去除政府债券融资后，社会融资增速仍然下行，并未止跌。贷款仍然处于下行状态，企业贷款稍显平稳，这是稳增长措施的结果，居民贷款起色不大。9月份政府债务融资可能仍然大幅增长，其他融资可能缓慢回升，稳增长措施的加快投放会带动企业融资上行，从而带动贷款增速回升。

图1：社会融资增速变化（%）

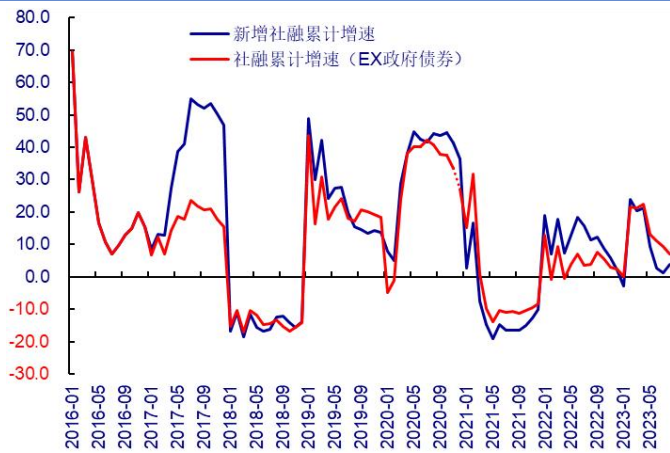


图2：8月社融各部门的变化（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （一）信贷继续下滑，居民和企业信贷未来有望走高

社融口径下新增人民币贷款1.34万亿，同比增加56亿。本月信贷增速继续下滑，居民和企业信贷仍然偏弱。票据融资3,472亿元，票据融资冲量的现象仍然存在。新增信贷增速8月份继续回落，居民和企业中长贷同时下滑，信贷市场仍然需要政策支持。8月份新增信贷增速下滑3.1个百分点至10.8%。

居民信贷有小幅的修复，但仍然属于弱势。居民信贷增加了3,922亿元，其中居民短期贷款增加2,320亿元，长期贷款增加1,602亿元。居民贷款比7月份上行，8月份的贷款的回升带有一是因为7月份的回落带来的贷款反弹，二是房地产稳定政策有一定的效果。全国房地

产销售 8 月份恢复并不理想,居民的中长期信贷增速继续下滑。房地产限购措施已经逐步放开,预计 9 月份居民中长期贷款会有所表现。

企业信贷稍显平稳,但中长期继续走低。企业中长期贷款额 6,444 亿元,仍然保持在高位,贷款增速回落 6.4 个百分点至 45.5%。8 月份企业中长期贷款仍然受到稳增长政策拉动,企业贷款稍显稳定。8 月份政府融资增加,这会带动未来的企业信贷上行。

图 3: 企业中短期和中期长期贷款增速

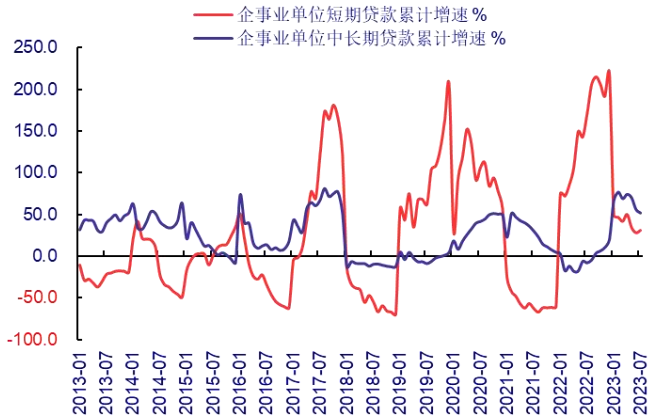
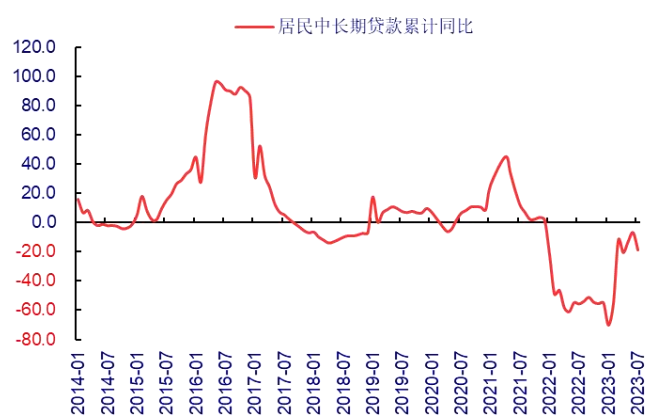


图 4: 居民中长期贷款增速 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 政府融资 8、9 月释放

政府债券融资是本月社融的主要支撑之一。政府债券融资 11,800 亿,同比增长 111 亿,是 8 月社融同比增长和超预期的主要原因。本年度政府债券融资较为平稳,8、9 月份融资额度释放。政府融资的释放也意味着稳增长政策的加码。

政府债券融资预计在 9 月份继续增加。8 月 28 日,十四届全国人大常委会第五次会议在提到下一步财政重点工作安排时,提及“今年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕”。2023 年 1-8 月新增专项债总计发行 3.09 亿,今年的专项债额度是 3.8 亿,如果 9 月底基本发行完毕,那 9 月地方政府新增专项债的发行量预计是约 7000 亿,推算 9 月地方政府债的发行规模约 9500 亿。

图 5: 地方政府新增专项债发行与到期 (亿元)

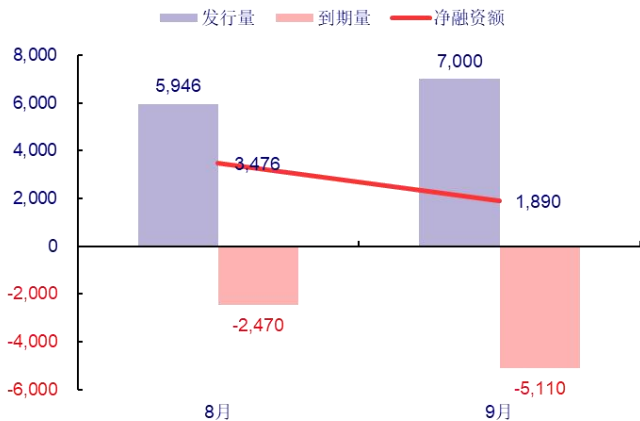
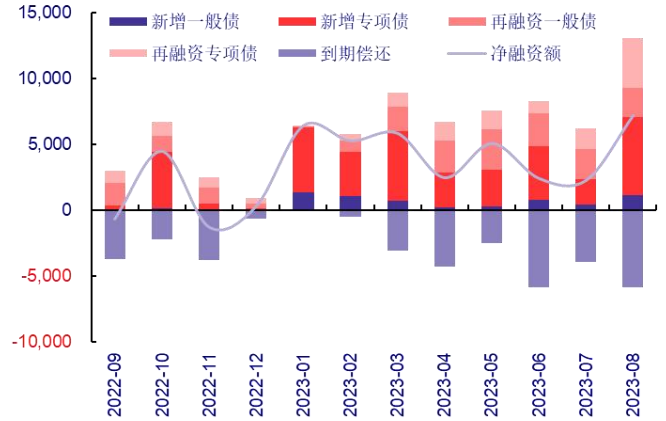


图 6: 地方政府债券发行与净融资额 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 企业债券融资回升

企业债券和股票融资分别为 2,698 亿和 1,036 亿，同比分别变化 1,186 亿和-215 亿。企业融资小幅回升，企业的信用利差在持续下行，带动了终端需求回升。未贴现的银行承兑汇票回升 1,129 亿元，企业的经营活跃度好转。

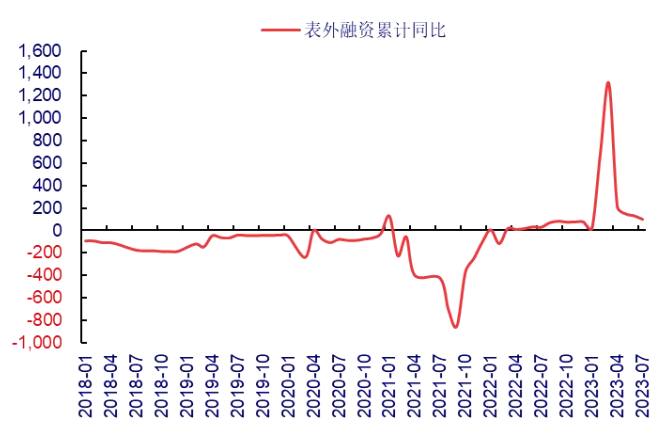
8 月 3 日央行召开金融支持民营企业发展座谈会，民营企业及部分金融机构、银行间市场交易商协会主要负责人参加座谈会，旨在推动民营企业债券融资，工商银行、建设银行表示将支持民营企业债券承销发行，银行间市场交易商协会表示，将继续加大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）服务民营企业力度。在此背景下预计下半年企业债券融资将加速。

图 7：企业债券融资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8：影子银行增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、M1 和 M2 继续回落，资金投放渠道受阻

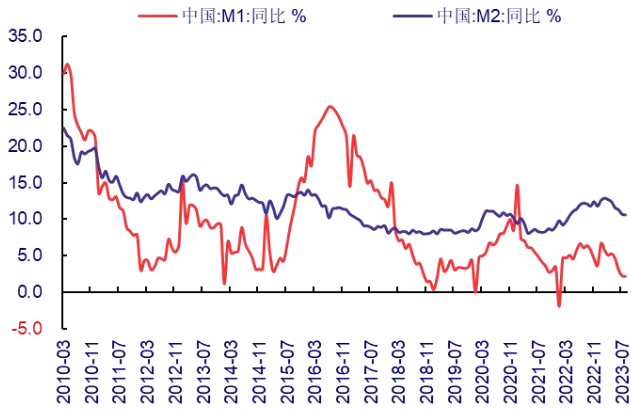
8 月份 M1 和 M2 增速继续回落。8 月份 M1 同比增速 2.2%，比上月回落 0.1 个百分点。企业存款上行 8,890，企业中长期贷款稍有回落，企业的生产消耗了活期存款，带来了 M1 增速下行。结合库存周期分析，去库存周期临近后段但尚未结束。

8 月份 M2 增速 10.6%，比上月减少 0.1 个百分点。8 月 M2 增加 1.52 万亿，8 月份计入 M2 的居民存款增加 7,877 亿，企业存款增加 8,890。存款增加是本月 M2 增加的主要原因。

央行在目前相对宽松的流动性环境下延续稳健基调，在货币供给上保持定力，流动性投放仍然偏谨慎。由于房地产行业的疲软，M2 超量投放的渠道受阻，保持低位运行。



图 9: M1 和 M2 增速回落



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 10: 社融存量增速与 M2 增速比值上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 三、我们的判断：社融增速可能继续回升，政策需要继续支持

8 月社会融资增速回升，但是结构仍然不佳。主要的增量来自于政府债券融资的增加，但政府债券融资在 9 月份后可能回落。其他融资仍然稍显疲软，票据融资量仍然稍高，居民和企业长期信贷继续下滑，说明企业的活跃度仍然偏低。

房地产疲软和出口的回落使得居民和企业的融资低于去年，政府投资节奏的改变使得 2 季度经济增长处于偏低的状态。8 月份虽然政府融资增加，但是房地产的疲软仍然没有改善。M2 始终处于低位，M1 的情况也不容乐观。

社融 8 月份的好转说明经济需要政府融资的推动，也需要稳增长政策继续推出。逆周期的政策现阶段进展较慢，未来有望继续加码。货币政策来看，货币数量上的改变和价格上的改变可能同时进行，降准和降息均有可能推出。

图表目录

图 1: 社会融资增速变化 (%) .....	3
图 2: 8 月社融各部门的变化 (亿元) .....	3
图 3: 企业中短期和中期长期贷款增速 .....	4
图 4: 居民长期贷款增速 (亿元) .....	4
图 5: 地方政府新增专项债发行与到期 (亿元) .....	4
图 6: 地方政府债券发行与净融资额 (亿元) .....	4
图 7: 企业债券融资增速 (%) .....	5
图 8: 影子银行增速 (%) .....	5
图 9: M1 和 M2 增速回落 .....	6
图 10: 社融存量增速与 M2 增速比值上升 .....	6

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**许冬石**：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**詹璐**：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的公司证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyongyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyongyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)