

2023年8月金融数据点评

中长贷需求待提振

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- **政府债支撑社融回温。**2023年8月社融同比多增，存量同比增速提升0.1个百分点至9%。从分项看，1)政府债融资放量。以两会预算看，9-12月政府债融资规模较去年同期多增0.4亿，若1.5万亿特殊再融资债券较快落地，将进一步支撑社融表现。2)表内信贷表现平稳，是新增社融的“压舱石”。3)表外融资规模少增，由支撑转为拖累，因8月银行票据贴现力度加大，且去年同期政策性开发性金融工具加快投放，委托贷款基数抬升。
- **中长期信贷需求仍显不足。**8月新增人民币贷款创历史同期新高，票据融资是其中的主要支撑，短期贷款相对平稳，中长期贷款则有明显拖累。其中有三条逻辑：1)宏观政策助力短期信贷需求稳定。7月政治局会议以来，宏观政策持续发力，在短期贷款和票据融资上得以更快体现。2)房地产继续拖累居民中长期贷款。8月百强房企销售金额同比降34%，房地产销售磨底，存量房贷“降息”尚未落地，居民提前偿还房贷的拖累延续。3)民营企业中长期信贷需求仍显不足。从政策支持到信心恢复需要时间，其中也有“两高一低”客观因素限制。一是高杠杆，截止2023年7月，规模以上私营工业企业资产负债率已连续三个月持平于60.3%的历史高位，影响“加杠杆”的能力。二是高成本，6月中旬以来，AAA级民企债估值收益率在4%左右，民国企利差持续处近年高位。三是低回报，私营工业企业利润同比收缩，2023年二季度非金融行业上市民营企业投入资本回报率降至3.8%。民营企业投资回报率走低，而融资成本高企，抑制投资意愿，对中长期贷款需求的影响尤为明显。
- **8月M1、M2增速小幅回落，均较上月降0.1个百分点。**存款和货币供应方面有两点增量信息：1)财政存款减少，新增规模为近五年次低，支出端或在加速发力。2023年8月财政存款减少88亿元，而2018至2021年同期均值为增加2000多亿元，财政资金的拨付使用进度可能有所提速。一方面，用近一年“社融中的政府债净融资:同比增量 - 财政存款:同比增量”表征财政资金的投放力度，测算出8月的财政资金投放力度较7月增加8668亿元。另一方面，建筑业商务活动指数、钢铁水泥表观需求和重大项目开工情况可以看出，8月基建实物工作量有所提速，也从侧面印证财政对稳增长的支持力度边际增强。2)企业现金流有边际趋稳迹象，“M2-M1”增速差持平于上月。得益于财政投放力度加快、房地产销售未进一步恶化，企业新增存款达历年同期次低点。
- **我们认为，宏观政策的进一步发力具备必要性和相应空间：货币政策**可推出新的结构性工具为中长期信贷提供“续力”支持，资金面趋紧的当下，降准呵护流动性也有必要。**财政政策**在加力基建投资、化解债务风险之外，可考虑为民营企业提供贴息支持。**地产政策**或有必要“大步快跑”式松绑。随着各项政策的逐步落地生效，中长期贷款需求或有望逐步筑底回升。

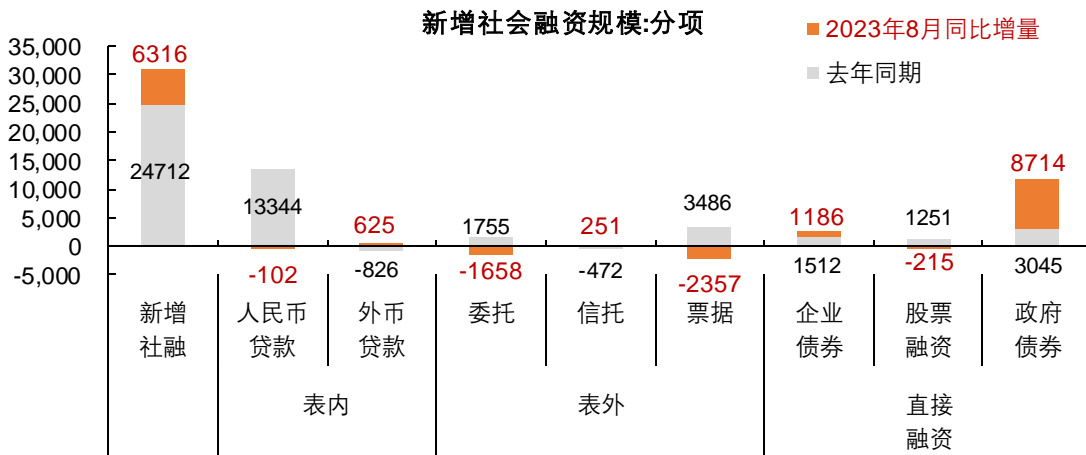
一、政府债支撑社融回温

2023年8月新增社融规模3.12万亿元，较去年同比多增超6000亿元，达历史同期次高点（仅弱于2020年8月）。8月社融存量同比增速较上月提升0.1个百分点至9.0%。新增社融的支撑主要是政府债净融资，表内信贷的平稳表现亦有助力，而表外融资同比少增存在小幅拖累。

- 一是，政府债净融资放量，是社融回温的主要支撑。8月政府债净融资同比多增8714亿元。今年上半年，政府债券融资节奏弱于去年同期，7月政治局会议定调之后，财政部指导地方政府债券于9月前加速发行，在8月社融数据中得以体现。据财新报道，为助力地方政府化债，年内或将申报1.5万亿元特殊再融资债，用以置换信托、租赁、债券、银行贷款等多类债务，部分债务可能未完全纳入社融统计口径。以两会预算看，2023年9-12月政府债融资规模较去年同期多增0.4亿，若1.5万亿特殊再融资债券较快落地，有望进一步支撑社融表现。
- 二是，表内信贷表现平稳，是新增社融的“压舱石”。8月社融口径人民币贷款同比略有少增，而外币贷款收缩幅度减弱，两项合计同比多增523亿元。
- 三是，表外融资规模少增，对社融由支撑转为拖累。今年前7个月，受信托行业监管政策明晰、银行票据贴现力度不强的双重支撑，表外融资规模合计同比多增8700多亿元，持续支撑新增社融表现。然而，8月表外融资规模同比少增3764亿元，对社融转为拖累，原因有二：一方面，委托贷款基数抬升，去年同期政策性开发性金融工具加速投放对委托贷款形成支撑，但今年尚未出台相关工具；另一方面，银行票据贴现力度加大，8月表内票据融资同比多增1621亿元，对表外未贴现票据规模形成挤压。

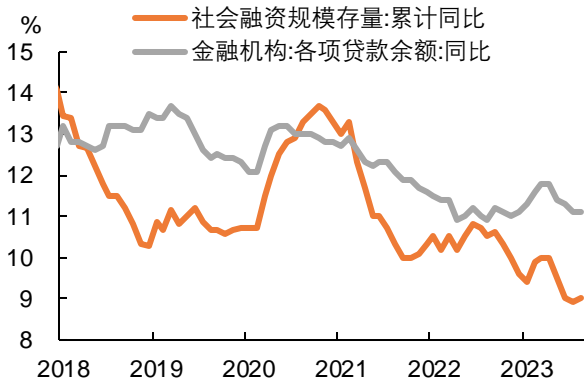
此外，非金融企业直接融资温和修复。1) 企业债券融资同比多增1186亿元，得益于地方政府一揽子化债方案逐步明晰，信用利差有所压降（3年期AA级中票利差下行约9bp）。2) 股票融资规模同比略有少增。8月18日，证监会有关负责人在接受“活跃资本市场、提振投资者信心”相关采访时，提及“合理把握IPO、再融资节奏”，短期内股票融资或难大幅放量。

图表1 2023年8月新增社融的同比增量（亿元）



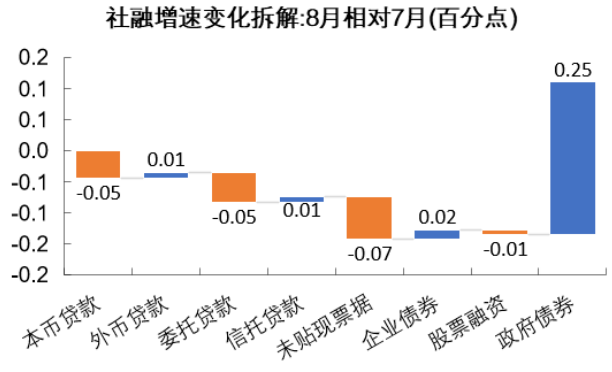
资料来源: Wind, 人民银行, 平安证券研究所

图表2 2023年8月社融增速回升，但贷款增速持平



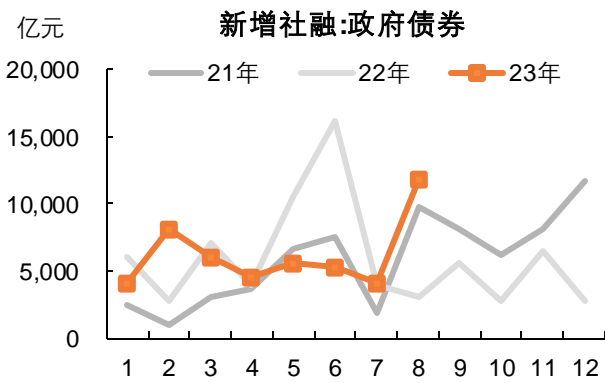
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 8月社融增速回升，主要受政府债融资驱动



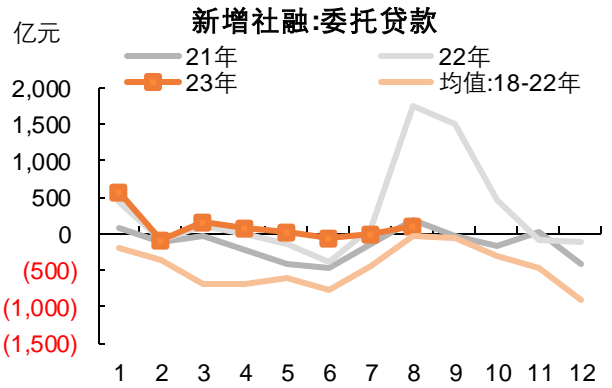
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 8月政府债净融资同比大幅多增



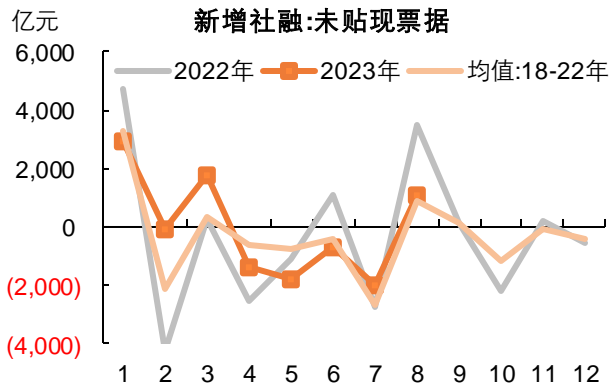
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2022年8至10月信托贷款放量



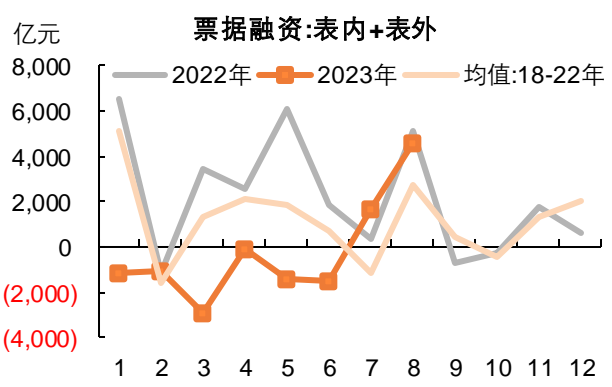
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 8月表外未贴现票据同比少增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 2023年8月表内外票据总规模基本持平去年同期



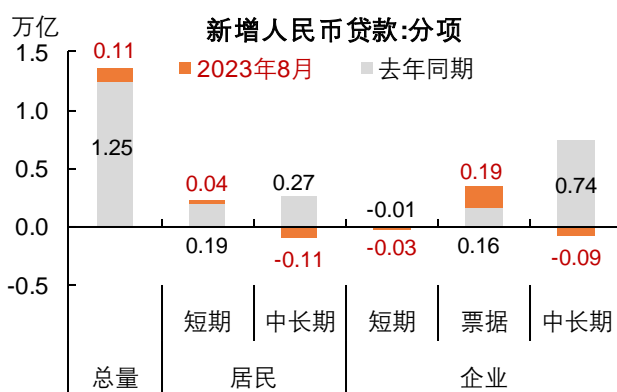
资料来源: wind, 平安证券研究所

二、中长贷需求缘何走弱

2023年8月新增人民币贷款为1.36万亿元，创历史同期新高；贷款存量同比增长11.1%，持平于上月。各分项中，票据融资是主要支撑，拉动人民币贷款增速0.09个百分点，居民和企业短期贷款相对平稳，但中长期贷款存在明显拖累。具体看，人民币贷款的变化有三条主线：

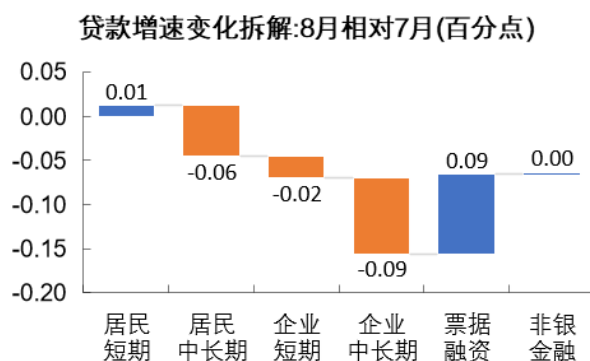
- **第一，宏观政策助力短期信贷需求稳定。**7月政治局会议以来，宏观政策持续发力，有助于缓解居民现金流压力，促进民营企业信心恢复；8月央行“非对称”降息，有助于银行净息差的稳定，提振其投放信贷的意愿，这在短期贷款和票据融资数据上得以更快体现。
- **第二，房地产继续拖累居民中长期贷款。**8月居民中长期贷款仅为去年同期的6成，存量同比增速较上月降0.2个百分点。房地产销售继续磨底（克而瑞统计的百强房企单月销售操盘金额8月同比降34%），存量房贷“降息”尚未落地，仍有居民提前偿还房贷（8月RMBS个人早偿率指数均值仍比去年同期高20%），拖累居民中长贷表现。
- **第三，民营企业中长期信贷需求仍显不足。**宏观政策持续释放支持民营企业发展的积极信号，但民企内生信贷需求仍显不足，既因信心恢复需要时间，又有客观因素的限制，我们可将其归纳为“两高一低”。一是**高杠杆**，截止2023年7月，规模以上私营工业企业资产负债率已连续三个月持平于60.3%的历史高位，影响民营企业“加杠杆”的能力。二是**高成本**，民营企业融资难，融资贵的问题尚未根本性解决，即便是高评级的优质民企，融资成本也远超国有企业。以DM统计的外评AAA级公募债为例，6月中旬以来，民营企业债券估值收益率在4%左右，近期进一步上行；同期国有企业债券估值收益率运行于在2.6-2.8%之间，民国企利差持续处近年高位。三是**低回报**，2023年前7个月规模以上私营工业企业利润同比收缩10.7%，2023年二季度非金融行业的上市民营企业投入资本回报率降至3.8%。企业中长期贷款多与项目投资挂钩，与固定资产贷款的增速同步变化，故其内生需求与投资密切相关。在经济恢复斜率相对平缓、价格下行压力持续显现的当下，民营企业投资回报率走低，而融资成本高企，**投资回报率难以打平，抑制其“加杠杆”投资扩产的意愿**（截止2023年二季度，上市公司资本开支净现金流增速连续4个季度低位徘徊），对中长期贷款需求的影响尤为明显。
- **往后看，前期政策将逐步落地生效，宏观政策的进一步发力具备空间，居民和企业中长期贷款或有望逐步筑底回升。**

图表8 2023年8月人民币中长期贷款同比缩量



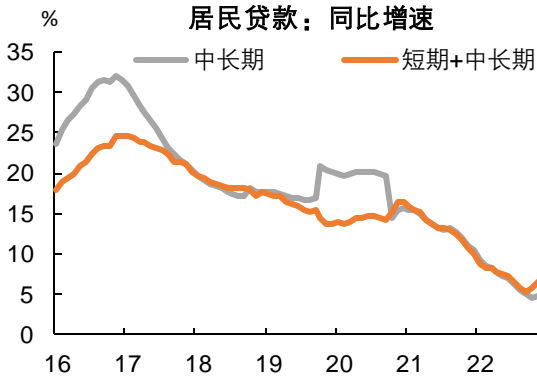
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 2023年8月人民币贷款增速变化拆解



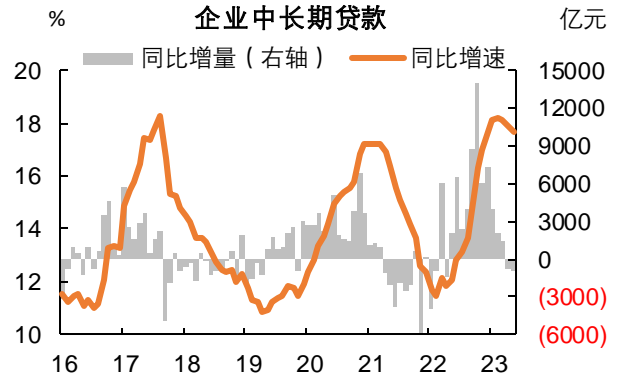
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 2023年8月居民贷款同比增速继续下行



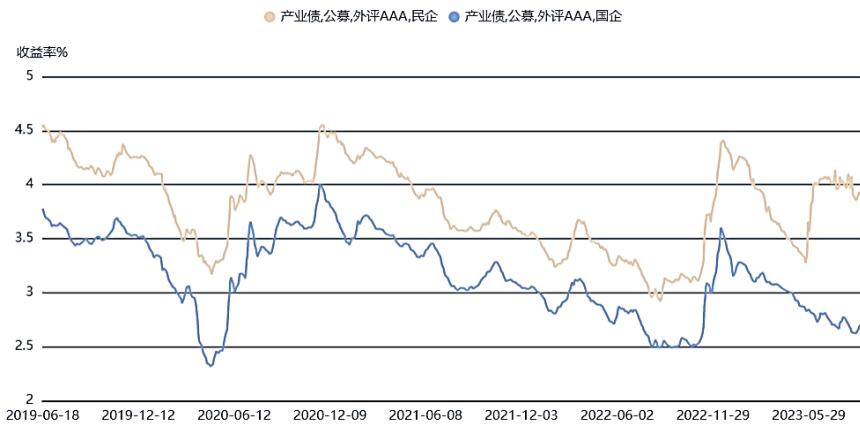
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 2023年8月企业中长期贷款同比少增



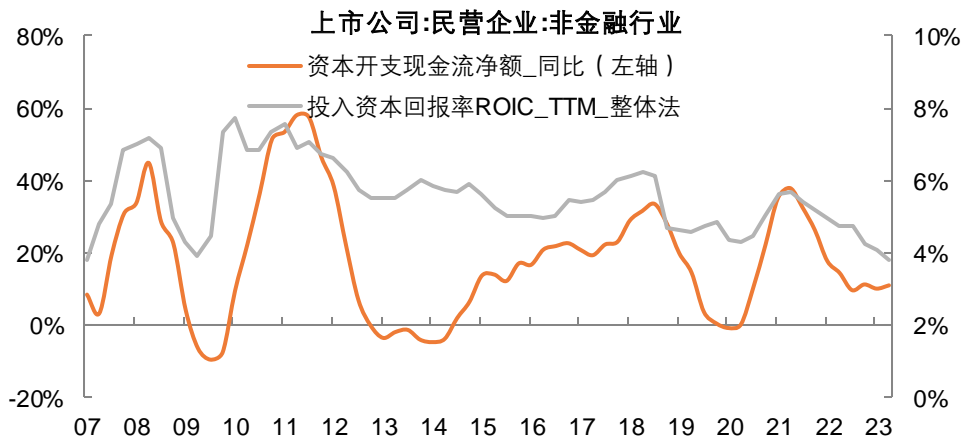
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表12 相同评级的民营企业融资成本远超国有企业



资料来源: DM, 平安证券研究所

图表13 2023年二季度, 民营非金融行业上市公司投入资本回报率低于4%



资料来源: DM, 平安证券研究所

三、“M2-M1”增速差企稳

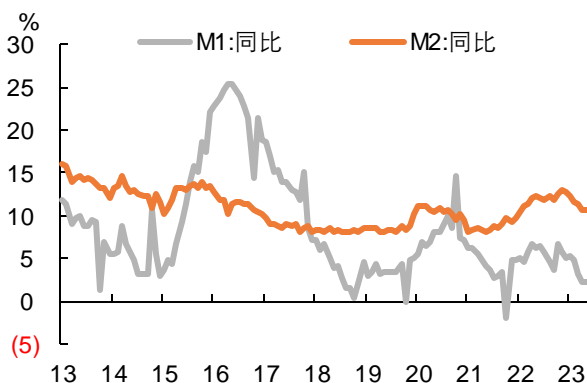
存款和货币供应方面有两点增量信息：

1) 财政存款减少，新增规模为近五年次低，支出端或在加速发力。2023年8月财政存款减少88亿元，而2018至2021年同期均值为增加2000多亿元，财政资金的拨付使用进度可能有所提速。一方面，我们用近一年“社融中的政府债净融资:同比增量 - 财政存款:同比增量”表征财政资金的投放力度，测算出8月的财政资金投放力度较7月增加8668亿元，该指标和广义财政支出的同比增速基本同步，故可推测8月财政支出力度有所增强。另一方面，从建筑业商务活动指数、钢铁水泥表现需求和重大项目开工情况可以看出，8月基建实物工作量有所提速，也可从侧面印证财政对稳增长的支持力度边际增强。

2) 企业现金流有边际趋稳迹象，“M2-M1”增速差持平于上月。2023年8月M1、M2同比增速均较上月回落0.1个百分点。8月企业存款新增8890亿元，系历年同期次高点，较过去五年同期均值高近2000亿元。同时，单位活期存款对M1增速的拉动基本持平于上月。财政资金投放力度加快、房地产销售未进一步恶化，企业部门的现金流表现相对平稳，助力“M2-M1”增速差稳定。

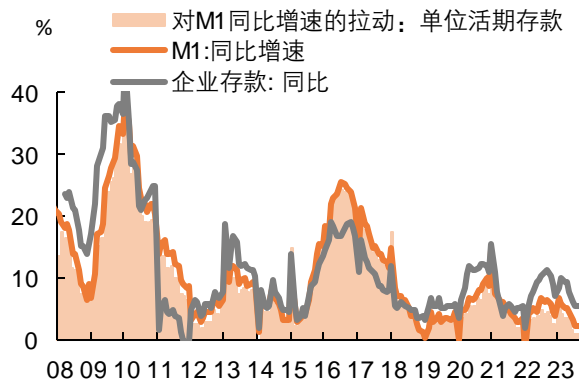
此外，存款“降息”继续推进，居民存款增速进一步放缓。8月居民存款同比增速较上月下行0.4个百分点，已连续6个月回落。据融360数据，8月商业银行整存整取定期存款2年、3年、5年期平均利率分别环比下降0.2BP、3.3BP、2.6BP；人民币结构性存款平均预期中间收益率为2.57%，环比下降190BP，已较去年同期低34BP。

图表14 2023年8月M1、M2增速微降



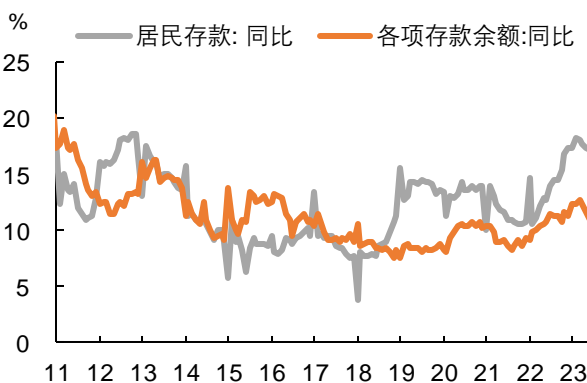
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 单位活期存款对M1的拖累未加大



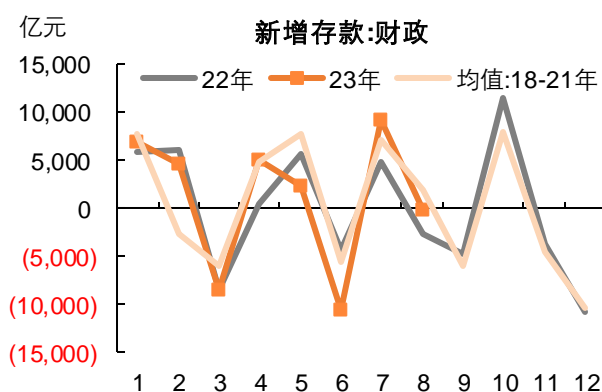
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 2023年8月居民存款同比增速继续下行



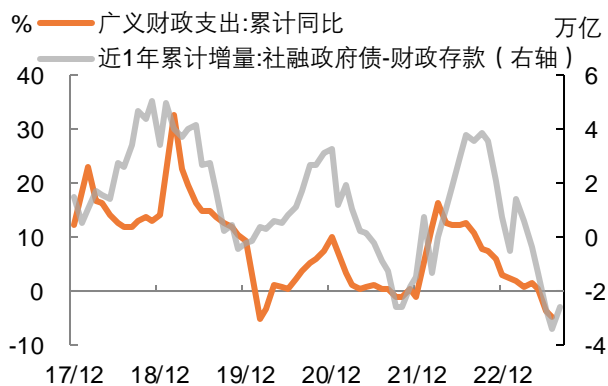
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 2023年8月财政存款增量低于18-21年同期



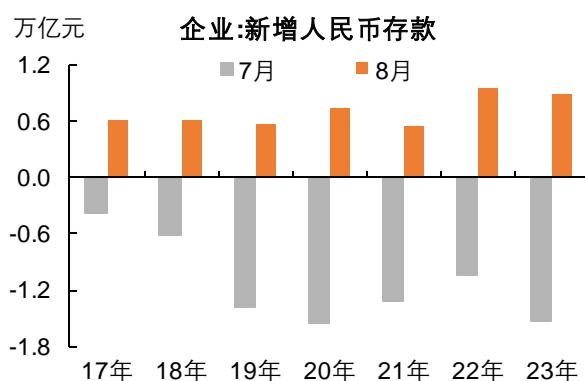
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 2023年8月财政稳增长力度或有提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 2023年8月企业新增存款规模处历史同期次高点



资料来源: Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层