

## 总量超预期，降准仍可期

### 8月金融数据点评

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：何帅辰

邮箱：heshuaichen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

### 投资要点

⊕事件：2023年9月11日，中国人民银行公布2023年8月份金融数据显示：2023年8月新增人民币贷款1.36万亿元，预期1.2万亿元，前值0.346万亿元；社融增量3.12万亿元，预期2.5万亿元，前值0.53万亿元；社融增速9.0%，前值8.9%；M2同比10.6%，预期10.7%，前值10.7%；M1同比2.2%，预期2.4%，前值2.3%。

⊕对此我们点评如下：

8月新增社融和信贷规模，在去年同期达到历史峰值的基础上，再度双双超出市场预期。结构上来看，政府融资行为提供了主要增量，而居民贷款意愿偏弱的局面改善依然较慢。7月24日政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”，8月专项债发行迎来高峰，前期政策的引导作用开始显现。此外银行端也加大了信贷投放力度，票据利率在8月下旬出现明显反弹。

M2-M1剪刀差持平于上月，依然处在历史高位。M1继续回落也反映当前企业和居民的信心尚未完全恢复，资金活化效率偏低。

近期政策“组合拳”接连落地，只不过在政策处于从“量变到质变”的过程中，居民端存款意愿偏强、贷款意愿偏弱的局面改善依然较慢，较低的M1或预示需求及物价回升动力不足。居民就业、收入预期亟待提振，基本面仍然以弱复苏为主。

往后看，政府引导下的专项债发行提速，以及国央企的中长期信贷填充作用加大，政府融资行为承担起社融增量的主要任务，预计9月资金需求有所加大，货币政策方面仍需通过降准、MLF、逆回购等工具释放流动性。9月初以来资金面依然偏紧，打破了以往月初转松的规律，考虑到季末往往是信贷投放的旺季，叠加稳增长政策加快发力、地方政府化债工作持续推进，预计9月资金需求有所加大。同时考虑到基本面恢复情况尚不稳固、商业银行净息差压力持续偏大，降准释放低成本长期资金助力信贷稳定投放的必要性逐步增强。

⊕风险提示：经济复苏强度不及预期，居民、企业信心不足，信贷增长不及预期，国内政策稳增长力度不及预期等。

## 内容目录

1. 新增信贷规模超预期.....	3
2. 政府融资发力贡献社融主要增量.....	4
3. M2-M1 剪刀差维持高位.....	6
4. 政策或将持续加力，降准预期增强.....	7
5. 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1: 8月新增信贷规模情况 (亿元) .....	4
图 2: 8月末国股银票转贴现利率快速回升 (%) .....	4
图 3: 8月新增信贷分项情况 (亿元) .....	4
图 4: 8月30大中城市商品房成交面积情况 (万平方米) .....	4
图 5: 8月新增社融规模情况 (亿元) .....	5
图 6: 8月社融存量增速情况 (%) .....	5
图 7: 8月社融结构情况 (亿元) .....	5
图 8: 8月表外三项融资情况 (亿元) .....	6
图 9: 8月政府债券融资规模情况 (亿元) .....	6
图 10: 8月 M2-M1 剪刀差持平 (%) .....	6
图 11: 8月新增存款规模情况 (亿元) .....	7
图 12: 8月非银、财政、企业和居民部门新增存款情况 (亿元) .....	7

**事件:**

2023年9月11日, 中国人民银行公布2023年8月份金融数据显示:

2023年8月新增人民币贷款1.36万亿元, 预期1.2万亿元, 前值0.346万亿元;

社融增量3.12万亿元, 预期2.5万亿元, 前值0.53万亿元;

社融增速9.0%, 前值8.9%; M2同比10.6%, 预期10.7%, 前值10.7%; M1同比2.2%, 预期2.4%, 前值2.3%。

**核心观点:**

8月新增社融和信贷规模, 在去年同期达到历史峰值的基础上, 再度双双超出市场预期。结构上来看, 政府融资行为提供了主要增量, 而居民贷款意愿偏弱的局面改善依然较慢。7月24日政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”, 8月专项债发行迎来高峰, 前期政策的引导作用开始显现。此外银行端也加大了信贷投放力度, 票据利率在8月下旬出现明显反弹。

M2-M1剪刀差持平于上月, 依然处在历史高位。M1继续回落也反映当前企业和居民的信心尚未完全恢复, 资金活化效率偏低。

近期政策“组合拳”接连落地, 只不过在政策处于从“量变到质变”的过程中, 居民端存款意愿偏强、贷款意愿偏弱的局面改善依然较慢, 较低的M1或预示需求及物价回升动力不足。居民就业、收入预期亟待提振, 基本面仍然以弱复苏为主。

往后看, 政府引导下的专项债发行提速, 以及国央企的中长期信贷填充作用加大, 政府融资行为承担起社融增量的主要任务, 预计9月资金需求有所加大, 货币政策方面仍需通过降准、MLF、逆回购等工具释放流动性。9月初以来资金面依然偏紧, 打破了以往月初转松的规律, 考虑到季末往往是信贷投放的旺季, 叠加稳增长政策加快发力、地方政府化债工作持续推进, 预计9月资金需求有所加大。同时考虑到基本面恢复情况尚不稳固、商业银行净息差压力持续偏大, 降准释放低成本长期资金助力信贷稳定投放的必要性逐步增强。

## 1. 新增信贷规模超预期

8月新增信贷1.36万亿元, 同比多增1100亿元, 其中企业信贷高基数下的超预期增长, 显示出7月24日政治局会议后的政策的引导作用开始显现, 国央企的中长期信贷填充作用加大;此外票据利率也在8月下旬出现明显反弹一定程度上反映出银行月末加大了信贷投放力度。

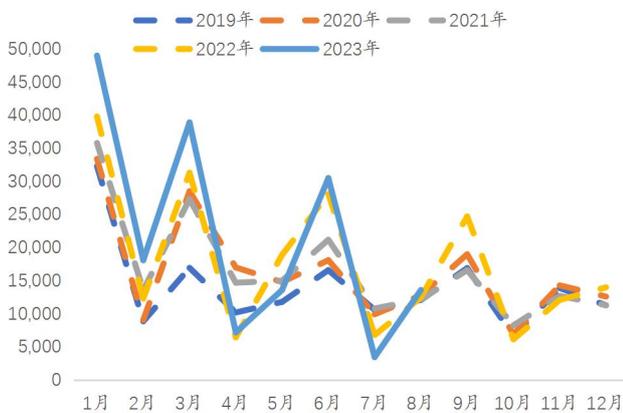
回溯去年同期来看, 在政策引领下, 央行“降息”、新增政策性开发性金融工具以及新创设再贷款工具等多项的加持下, 依靠国央企的中长期信贷填充, 信贷在去年8月份进入投放高景气阶段。

而今年政策导向依旧保持积极, 8月18日央行等三部委联合召开金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议上, 提出“要注重保持好贷款平稳增长的节奏, 适当引导平缓信贷波动, 增强金融支持实体经济力度的稳定性”, 强调“主要金融机构要主动担当作为, 加大贷款投放力度, 国有大行要继续发挥支柱作用”。预计后续政府仍保持引导作用, 推动国央企继续承担信贷增量的支撑角色, 对冲居民贷款意愿改善较慢的局面。

分部门来看，居民部门信贷有所回暖，其中短贷回归均值水平，而居民中长贷环比虽转正，但仍是主要拖累项。居民贷款增加 3922 亿元，同比少增 658 亿元。其中短期贷款增加 2320 亿元，同比多增 398 亿元；中长期贷款增加 1602 亿元，同比少增 1056 亿元，居民中长期贷款的少增与 8 月商品房销售整体仍偏弱相互对应。往后看，随着存量房贷降成本的落地，提前还贷的情况或有望得到缓解，进而托底居民中长贷的表现。

企业信贷也呈现回暖迹象，企业中长贷基本和过去三年均值持平，而票据融资的释放推动短期融资需求回暖。具体来看，企业贷款新增 9488 亿元，同比多增 738 亿元。其中企业中长期贷款新增 6444 亿元，高基数下同比少增 909 亿元；企业短期贷款减少 401 亿元，同比多减 280 亿元；票据融资增加 3472 亿元，同比多增 1881 亿元，票据融资的释放助推企业短期融资需求回温。

图 1：8 月新增信贷规模情况（亿元）



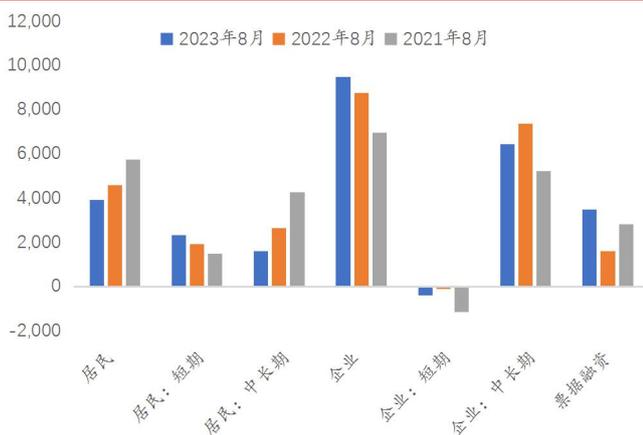
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 2：8 月末国股银票转贴现利率快速回升（%）



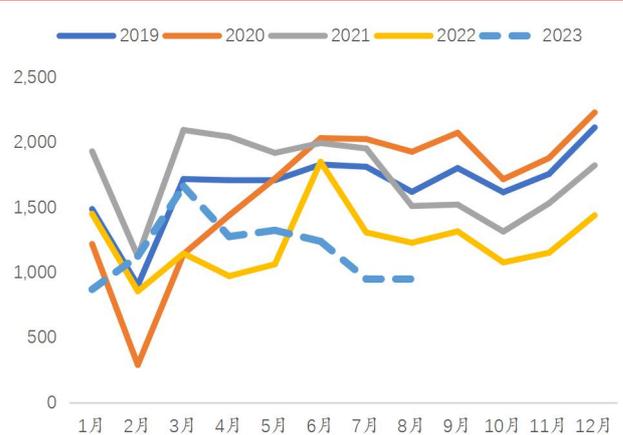
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 3：8 月新增信贷分项情况（亿元）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 4：8 月 30 大中城市商品房成交面积情况（万平方米）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

## 2. 政府融资发力贡献社融主要增量

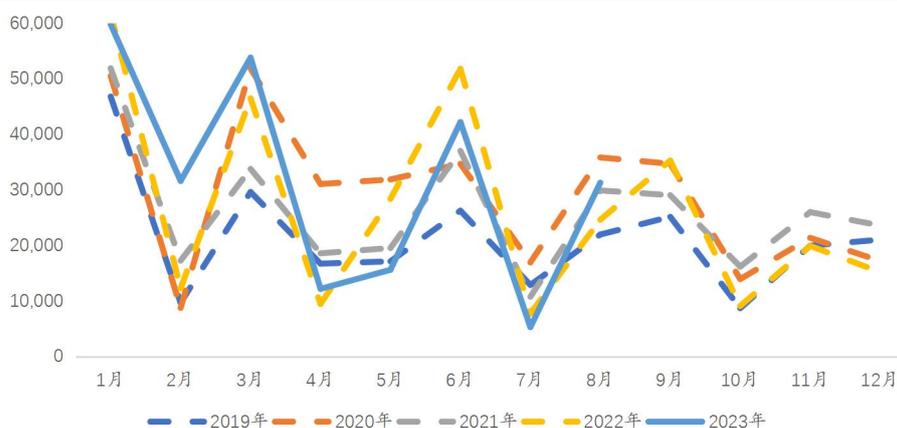
新增社融同样超出市场预期，除信贷外，企业债券和政府债券融资需求双双回暖，贡献主要增量部分。8 月份社会融资规模增量为 3.12 万亿元，比上年同期多增 6316 亿元。

具体来看，社融口径下的人民币贷款新增 1.34 万亿元，同比少增 56 亿元，企业债券融资新增 2698 亿元，同比多增 1186 亿元，企业债融资继续改善或与地方政府化债工作持续推进有关。

**8 月份政府债券融资环比明显加速，是社融增量的主要贡献项。**政府债券融资新增 1.18 万亿元，同比多增 8755 亿元。7 月政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”，且监管部门要求 2023 年新增专项债需于 9 月底前发行完毕，原则上在 10 月底前使用完毕。**预计 9 月政府债券净融资将保持较高规模，继续是社融增量的主要贡献项。**

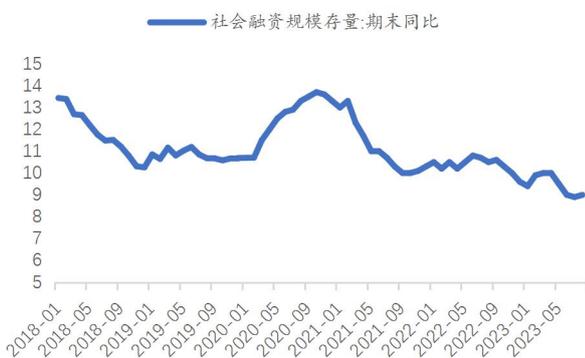
**表外融资规模有所回落。**8 月表外融资增加 1005 亿元，同比少增 3764 亿元。其中未贴现汇票新增 1129 亿元，同比少增 2357 亿元，回落一方面与基数较高有关，也和企业短期信贷释放有关；而委托贷款新增 97 亿元，同比少增 1658 亿元，回落更多源于去年政策性开发性金融工具带来的高基数影响；信托贷款减少 221 亿元，同比少减 251 亿元，好于过去三年同期均值，反映了监管对于合理范围内的融资需求压降有所减弱。

图 5：8 月新增社融规模情况（亿元）



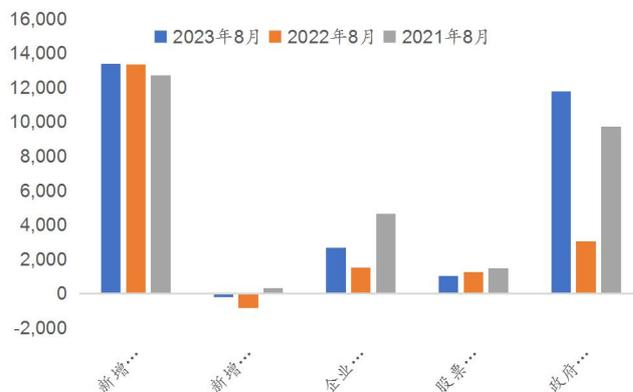
资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 6：8 月社融存量增速情况（%）



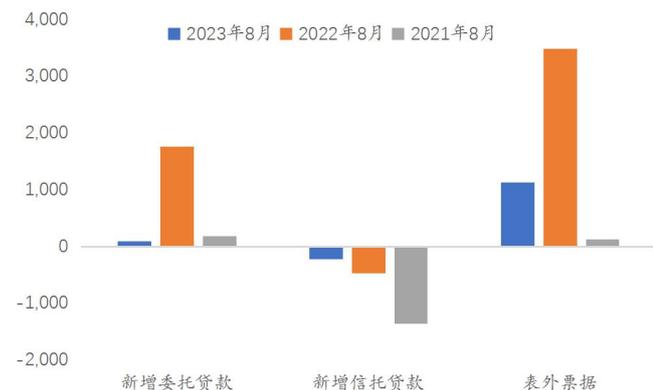
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 7：8 月社融结构情况（亿元）



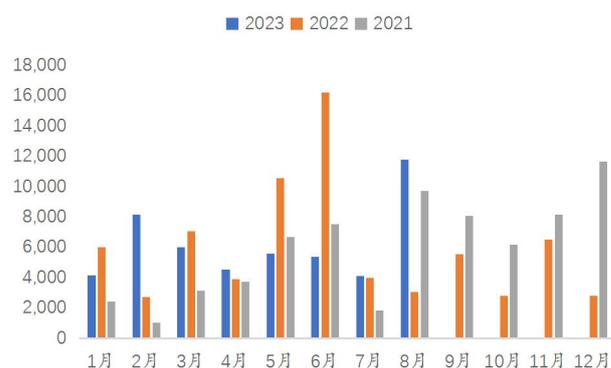
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 8: 8 月表外三项融资情况 (亿元)



资料来源: iFind, 华宝证券研究创新部

图 9: 8 月政府债券融资规模情况 (亿元)



资料来源: iFind, 华宝证券研究创新部

### 3. M2-M1 剪刀差维持高位

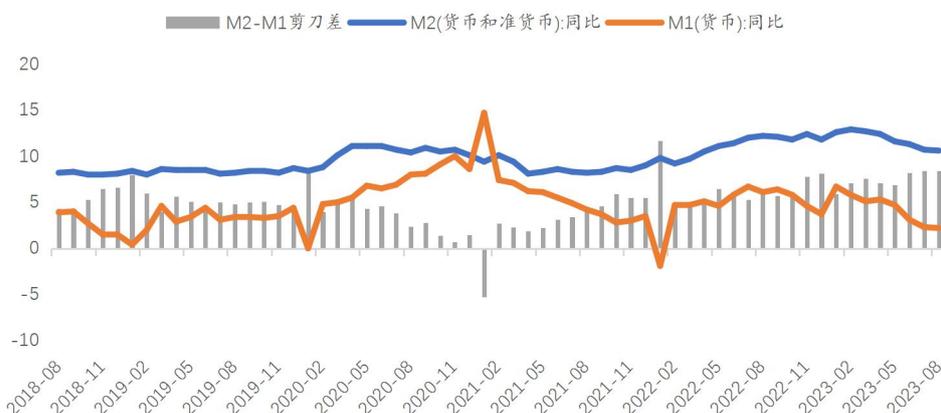
8 月份人民币存款增加 1.26 万亿元, 同比少增 200 亿元。其中, 居民存款增加 7877 亿元, 同比少增 409 亿元; 非金融企业存款减少 8890 亿元, 同比少增 661 亿元; 财政性存款减少 88 亿元, 同比少减 2484 亿元; 非银行业金融机构存款减少 7322 亿元, 同比多减 2969 亿元。

居民存款新增规模小幅回落, 但明显超过疫情前均值水平, 或主要来源于对经济预期信心回升较慢, 居民继续加杠杆的意愿则需要看到地产市场能否有所起色。企业存款小幅回落, 但仍然维持在较高水平。而非银金融机构存款同比再度下行, 或与现阶段资本市场整体偏弱有关。

**M2-M1 剪刀差维持高位。**8 月末, 广义货币(M2)同比增长 10.6%, 增速比上月末下降 0.1 个百分点。狭义货币(M1)同比增长 2.2%, 增速比上月末下降 0.1 个百分点。M1 与 M2 剪刀差较上月持平。M2 基本符合市场预期, 而 M1 同比增速的继续回落则反映出当前企业和居民的信心尚未完全恢复, 资金活化效率依然偏低。

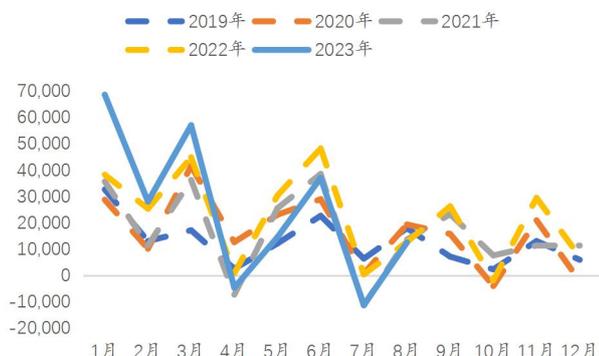
往后看, 货币政策还将持续发力, 人民银行、国家外汇管理局 2023 年下半年工作会议已明确, 将继续精准有力实施稳健的货币政策, 持续改善和稳定市场预期, 为实体经济稳定增长营造良好的货币金融环境。

图 10: 8 月 M2-M1 剪刀差持平 (%)



资料来源: iFinD, 华宝证券研究创新部

图 11：8 月新增存款规模情况（亿元）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

图 12：8 月非银、财政、企业和居民部门新增存款情况（亿元）



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

#### 4. 政策或将持续加力，降准预期增强

近期政策“组合拳”接连落地，只不过在政策处于从“量变到质变”的过程中，居民端存款意愿偏强、贷款意愿偏弱的局面改善依然较慢，较低的 M1 或预示需求及物价回升动力不足。居民就业、收入预期亟待提振，基本面仍然以弱复苏为主。

往后看，政府引导下的专项债发行提速，以及国央企的中长期信贷填充作用加大，政府融资行为承担起社融增量的主要任务，预计 9 月资金需求有所加大，货币政策方面仍需通过降准、MLF、逆回购等工具释放流动性。9 月初以来资金面依然偏紧，打破了以往月初转松的规律，考虑到季末往往是信贷投放的旺季，叠加稳增长政策加快发力、地方政府化债工作持续推进，预计 9 月资金需求有所加大。同时考虑到基本面恢复情况尚不稳固、商业银行净息差压力持续偏大，降准释放低成本长期资金助力信贷稳定投放的必要性逐步增强。

#### 5. 风险提示

经济复苏强度不及预期，居民、企业信心不足，信贷增长不及预期，国内政策稳增长力度不及预期等。

### 分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，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，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

### 适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。