

2023年09月11日

社融拐点已现，结构仍趋改善——8月金融数据点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：8月社会融资规模 31200 亿元，预期 24600 亿元，前值 5282 亿元。

● **人民币信贷：总量改善，结构揭示融资需求偏弱**

8月人民币信贷规模超预期，结构仍有待改善。8月人民币贷款同比多增 1100 亿元，高于近 5 年季节性均值。但企业和居民信贷增长偏弱，反映当前需求回升有限，信心实质改善需待增量政策落地显效。

信贷结构并不乐观，实体部门中长期贷款同比少增。8月居民贷款同比少增 658 亿元，居民中长贷当月值创近 5 年新低，同比少增 1056 亿元；短贷小幅改善。房地产销售持续承压，居民降杠杆趋势增加。8月 30 大中城市商品房成交面积同比为 -22.8%，降幅略有收窄。**企业贷款新增 9488 亿元，企业中长贷增量继续收窄，票据贡献更为显著。**企业短贷和中长贷分别同比少增 280、909 亿元，表内票据融资多增 1881 亿元，商业银行增加票据贴现为贷款规模增量现象明显。由于企业投资的信心改善需要时间，企业中长期需求的恢复一般滞后于社融增速的改善。2021 年，社融见底半年后企业中长贷同比增量才由负转正。2022 年以来，企业中长贷投放受政策驱动为主，政策收敛后贷款回暖需依靠企业自身信心和需求的回升。

● **社融：专项债加速发行推动总量显著回升**

8月新增社融 31200 亿元，同比多增 6488 亿元，社融存量增速回升 0.1 个百分点至 9%。社融总量大幅回升，主要受政府债券加速发行拉动。

人民币信贷、企业债券、政府债券较 7 月有边际改善。社融口径人民币贷款 13400 亿元，同比多增 56 亿元（7 月同比负增 3724 亿），企业债券同比多增 1186 亿元，政府债券同比多增 8755 亿元。8-9 月，专项债发行进度明显加快，促进政府债券融资增加，预计 9 月专项债发行规模在 5000-6000 亿左右。考虑“一揽子化债方案”，债券置换或为可能的形式，则在新增专项债发行结束后有望开启。

8月企业债券改善较为显著，股票融资边际回暖。民企“第二支箭”效果显现，政策支持下，民营企业债券、股权融资渠道逐步扩容。《关于进一步加大债务融资工具支持力度促进民营经济健康发展的通知》继续扩大民营企业债券融资支持工具覆盖面，后续企业直接融资有望延续改善。

● **M2 与存款：M1、M2 增速企稳**

8月 M1 同比下降 0.1 个百分点至 2.2%，M2 同比下降 0.1 个百分点至 10.6%。8月 M1、M2 同比均边际改善，企业经营活跃度边际好转；但由于信贷增长缓慢，对存款的派生效果偏弱，且金融市场低迷对非银存款带来一定收缩效应，广义货币增速仍趋下行。

居民和企业存款延续同比少增，非银机构存款大幅多减，财政存款少减。7月以来，居民存款同比增量延续下滑（7月大幅多减），主要受收入下滑、提前还贷、存款搬家等因素影响。从幅度来看，8月存款少增的规模较7月同比多减量有所收缩，或反映居民存款的流出边际减缓。8月存量房贷利率下调政策进入落地期，后续随着更多银行落实存量房贷利率调整，居民提前还贷或趋于放缓，居民存款变化或取决于消费倾向的改善。非银机构存款同比多减 2969 亿元。8月股市震荡下行，居民、企业的资金呈撤出金融市场趋势，体现为非银存款流出增加。

8月金融数据呈现总量强、结构弱的特点，应全面客观看待。一方面，数据体现了稳增长的积极信号。政府债加速发行、民营企业融资途径拓宽、地产政策等已经或仍将持续促进基本面回暖。另一方面，需求恢复并非一蹴而就，当前信贷更多依赖于居民和企业内生需求，而需求的恢复仍需时间。

稳增长宽货币或将加码，可关注增量政策的落地效果，社融增速有望稳步回升。当前经济内需不足，宽货币向宽信用的传导受到阻滞，宽货币基调或仍将延续，关注后续降准的可能性；政策在地产、基建、民营企业等领域的加码或为后续宽信用带来催化，社融拐点已现，后续同比增速有望稳步回升。

● **风险提示：**政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

相关研究报告

《CPI同比由负转正——8月通胀数据点评—宏观经济点评》-2023.9.10

《价格仍是拖累出口增长的主要原因——8月进出口数据点评—宏观经济点评》-2023.9.8

《百年变局与中国经济的转型之路—宏观深度报告》-2023.9.5

目 录

1、人民币信贷：总量改善，结构揭示内需偏弱.....	3
2、社融：专项债加速发行推动总量回升.....	4
3、M2与存款：M1、M2增速企稳.....	5
4、风险提示.....	7

图表目录

图 1：8月一线、三线商品房成交面积增速下行.....	3
图 2：8月票据利率显著下行.....	3
图 3：8月贷款主要受表内票据拉动.....	3
图 4：2022年企业中长贷回暖滞后于社融增速.....	3
图 5：8月社融总量较强.....	4
图 6：8月表外融资同比少增.....	4
图 7：8-9月专项债发行加速.....	5
图 8：社融企稳，信贷增速并未改善.....	5
图 9：8月非银机构存款同比大幅少增.....	6
图 10：8月提前还贷情况边际有所放缓.....	6
图 11：8月M1、M2增速企稳.....	6

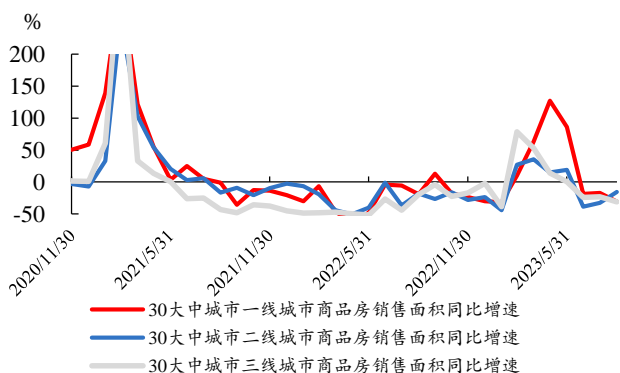
1、人民币信贷：总量改善，结构揭示内需偏弱

8月人民币信贷规模超预期，结构仍有待改善。8月新增人民币贷款13600亿元，同比多增1100亿元，新增规模超预期，高于近5年季节性均值。企业和居民信贷增长偏弱，反映当前需求回升有限，信心实质改善有待政策进一步落地。

信贷结构并不乐观，中长期贷款同比少增。首先，8月居民贷款增加3922亿元，同比少增658亿元。居民中长贷当月值创近5年新低，同比少增1056亿元；短贷小幅改善，同比多增398亿元。房地产销售持续承压，居民降杠杆趋势加重。8月30大中城市商品房成交面积同比为-22.8%，降幅较7月略有收窄；一、二线百城住宅价格指数趋于下行，且8月地产需求端政策尚未落地，居民购房和按揭需求仍低迷。

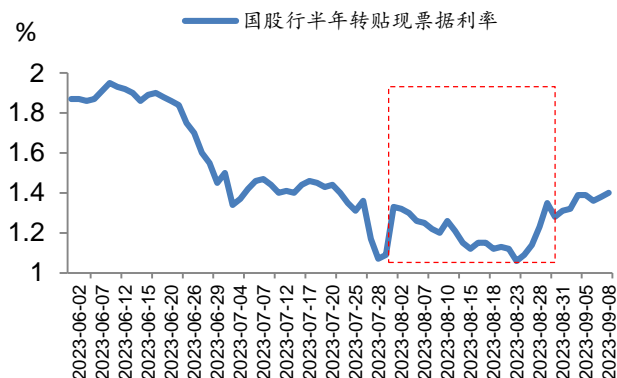
企业贷款新增9488亿元，总体强于季节性水平，较2022年同期小幅多增738亿元。**结构方面，企业中长贷增量继续收敛，票据贡献更为显著。**企业短贷和中长贷分别同比少增280、909亿元，表内票据融资多增1881亿元。8月票据利率维持低位，票据融资规模显著增加，在企业短期与中长期贷款均不景气的背景下，商业银行或增加票据贴现为贷款规模冲量。由于企业投资的信心改善需要时间，企业中长期需求的恢复一般滞后于社融增速的改善。回顾此前社融底，2021年3季度社融增速迎来拐点，半年后企业中长贷同比增量才由负转正。2022年以来，企业中长贷投放受政策驱动为主，政策收敛后贷款回暖需依靠企业自身信心和需求的回升。

图1：8月一线、三线商品房成交面积增速下行



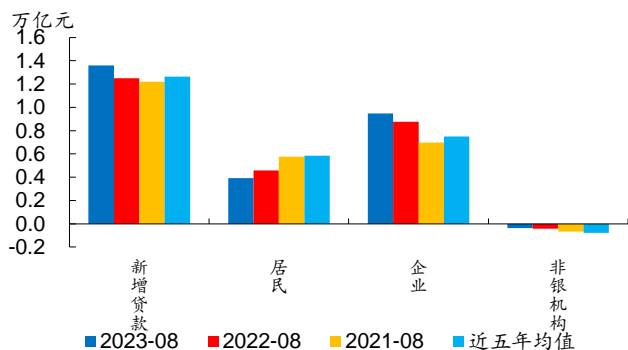
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：8月票据利率显著下行



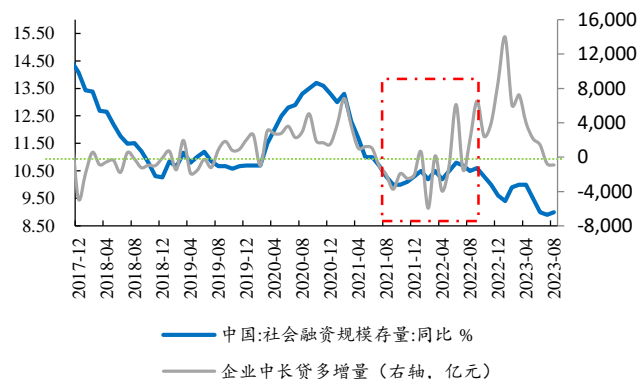
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：8月表内票据对信贷贡献增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022年企业中长贷回暖滞后于社融增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

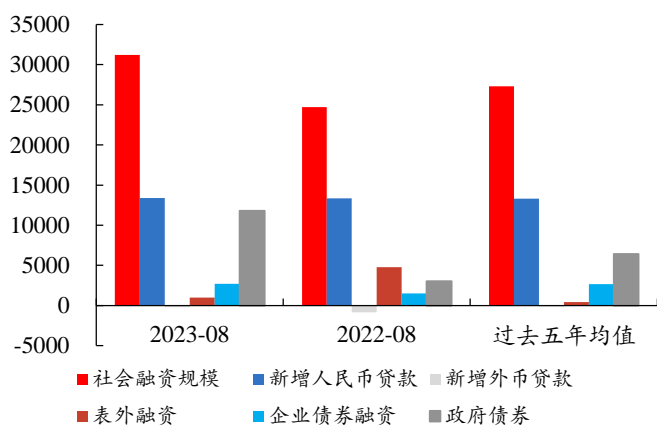
2、社融：专项债加速发行推动总量显著回升

8月新增社融31200亿元，同比多增6488亿元，社融存量增速回升0.1个百分点至9%。社融总量大幅回升，主要受政府债券加速发行拉动。

人民币信贷、企业债券、政府债券较7月有边际改善。社融口径新增人民币贷款13400亿元，同比多增56亿元（7月同比负增3724亿），企业债券同比多增1186亿元，政府债券同比多增8755亿元。8-9月，专项债发行进度明显加快。8月28日，《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》提出“今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕”。8月新增专项债发行共5282亿元，9月上旬（截至9.11）共计发行2301亿元，预计9月总发行规模在5000-6000亿左右。我们曾提示专项债预计在10月底前完成发行。考虑“一揽子化债方案”，债券置换或为可能的形式，则在新增专项债发行结束后有望开启。

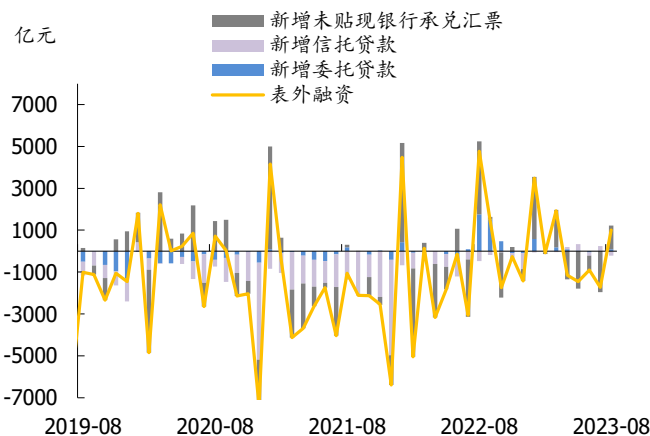
8月企业债券改善较为显著，股票融资边际回暖。民企“第二支箭”效果显现，政策支持下，民营企业债券、股权融资渠道逐步扩容。《关于进一步加大债务融资工具支持力度促进民营经济健康发展的通知》支持符合条件的产业类及地产民营企业、科技创新公司以及采用中小企业集合票据的科技公司在债券市场融资，继续扩大民营企业债券融资支持工具覆盖面。

图5：8月社融总量较强



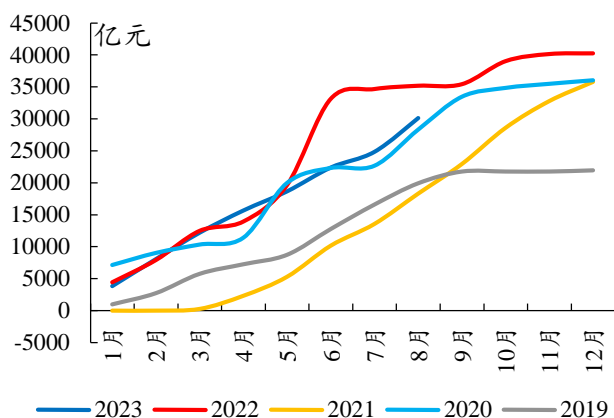
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：8月表外融资同比少增

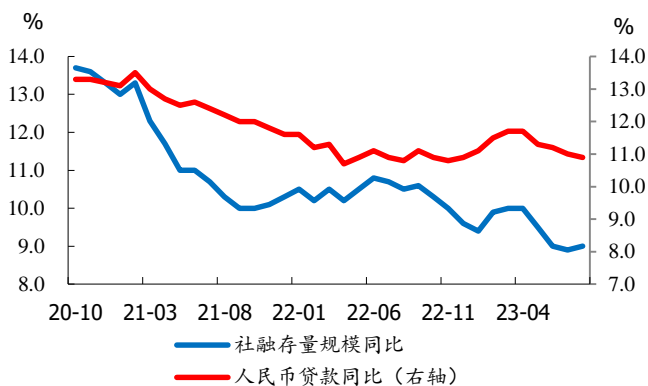


数据来源：Wind、开源证券研究所

8月表外融资总体同比少增。委托贷款和表外票据分别同比少增1658和2357亿元，信托贷款同比多增251亿元，增量相对7月有所收敛。委托贷款增量大幅下滑，与政策性开发性金融工具空间减少有关。未贴现银行承兑汇票环比有所增加，但同比大幅少增指向银行“开票”减缓，对照8月表内票据融资同比增长，反映实体信贷需求较弱，经济活跃度低迷。

图7：8-9月专项债发行加速


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：社融企稳，信贷增速并未改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、M2与存款：M1、M2增速企稳

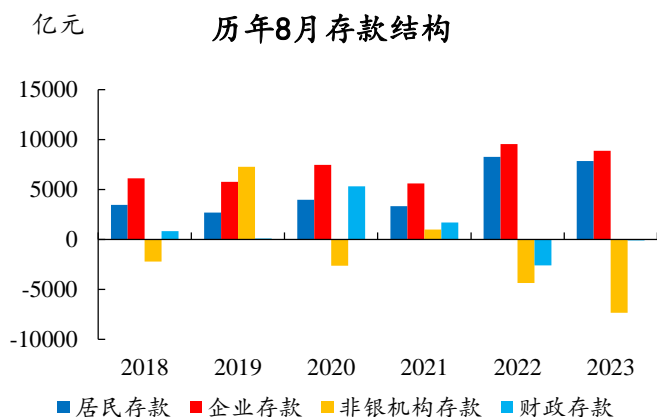
8月M1同比下降0.1个百分点至2.2%，M2同比下降0.1个百分点至10.6%。社融-M2剪刀差继续收敛，回升至-1.6%。

居民和企业存款延续同比少增，非银机构存款大幅多减，财政存款少减。居民存款新增7877亿元，同比少增409亿。从7月以来，居民存款同比增量延续下滑（7月大幅多减），主要受收入下滑、提前还贷、存款搬家等因素影响。从幅度来看，8月存款少增的规模较7月同比多减量有所缩窄，或反映居民存款的流出边际减缓。8月存量房贷利率下调政策进入落地期，后续随着更多银行落实存量房贷利率调整，居民提前还贷或趋于放缓，居民存款变化或取决于消费倾向的改善。

非银机构存款大幅多减，同比多减2969亿元。非银机构存款主要包括保险、券商、基金、信托等非银金融机构在银行的存款，8月股市震荡下行，居民、企业的资金撤出金融市场，体现为非银存款流出增加。企业存款新增8890亿元，同比少增661亿元。在贷款派生存款仍弱的背景下，企业存款没有显著改善。财政存款同比少减2484亿元，指向财政支出速度仍有待提高。

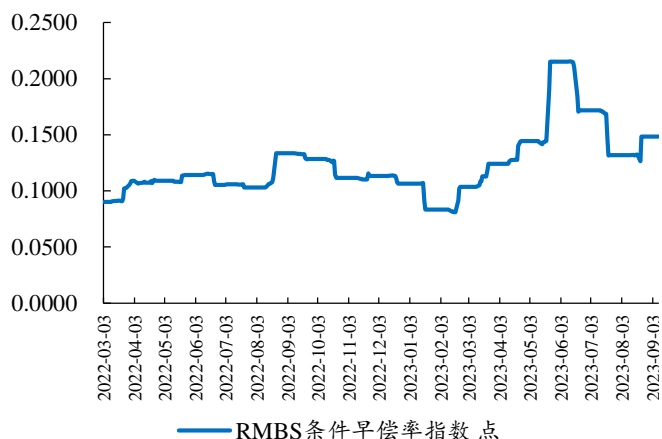
8月M1、M2同比下行幅度均有减缓，反映在政策逐步落地期间，企业经营活跃度边际改善；但由于信贷增长有限，对存款的派生效果偏弱，且金融市场低迷对非银存款带来一定收缩效应，广义货币增速仍趋下行。

图9：8月非银机构存款同比大幅少增



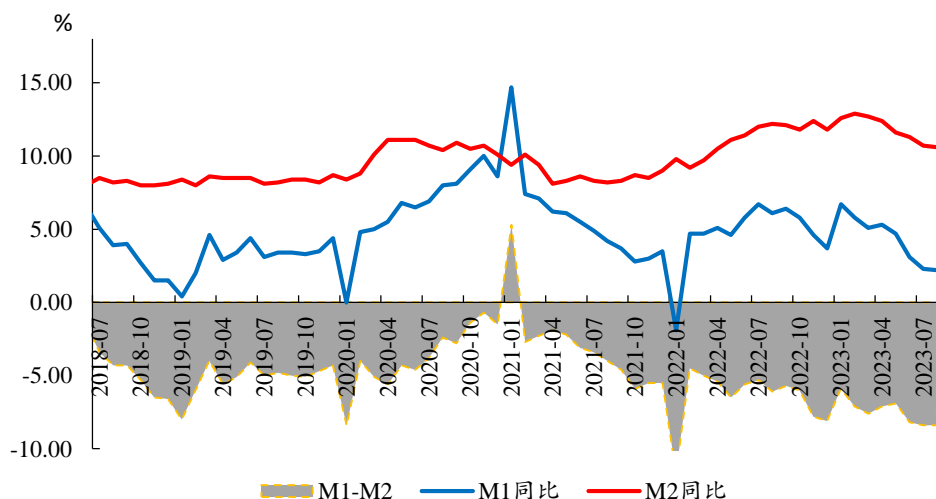
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：8月提前还贷情况边际有所放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：8月M1、M2增速企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

8月金融数据呈现总量强、结构弱的特点，应全面客观看待。一方面，稳增长政策和积极信号在数据中有所体现。专项债加速发行、民营企业融资途径拓宽、地产政策等已经或仍将持续促进基本面回暖，社融总量超预期也体现了政府债券的发力。另一方面，需求恢复并非一蹴而就。增量政策更多在8月下旬落地，效果难以立刻体现；同时，金融机构信贷大规模投放逐渐冷却后，7-8月贷款增长乏力，因为当前信贷更多依赖于居民和企业内生需求，而需求的恢复仍需时间。

稳增长宽货币或将加码，可关注增量政策的落地效果，社融增速有望稳步回升。当前经济内需不足，宽货币向宽信用的传导受到阻滞，从8月降息对信贷的提振作用有限便可见一斑，需要其他需求端政策的配合。我们认为，宽货币基调仍将延续，关注后续降准的可能性；政策在地产、基建、民营企业等领域的加码或为后续宽信用带来催化，社融拐点已现，后续同比增速有望稳步回升。

4、风险提示

政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn