



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

证券分析师

王洋

资格编号: S0120523090001

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《信用收缩阶段尚未结束——2023年7月金融数据点评》

《社融增速或见底——2023年6月金融数据点评》

《经济主体正在修复资产负债表——2023年5月金融数据点评》

《贷款收敛、存款减少，“做低利率”惯性延续——2023年4月金融数据点评》

贷款积极投放或延续至9月份

——2023年8月金融数据点评

投资要点:

● 2023年9月11日人民银行发布8月份金融统计数据，从具体分项来看：

(1) 社会融资规模：8月份新增社融3.12万亿，同比多增6488亿。截至8月末，社融存量同比增速从8.9%回升至9%，7月或成为社融底。从社融的结构来看，政府债券融资是8月社融同比多增的主要贡献项，8月初各地收到年内专项债于9月内发行完毕的要求，地方债发行开始提速，8月份政府债券融资规模达11800亿，同比多增8755亿元；社融口径新增人民币贷款、企业债券融资分别同比多增56亿元和1186亿元；对8月社融形成拖累的主要是新增汇票和新增委托贷款，分别同比少增2357亿元和1658亿元。

(2) 贷款增长：8月新增人民币贷款1.36万亿，同比多增1100亿。截至8月末，金融机构人民币贷款余额同比增长11.10%，增速与7月持平。从结构上看，票据融资增加3472亿元，同比多增1881亿元，在各项贷款类别中同比多增幅度最高，表明“票据冲量”仍然是贷款投放扩张的主要来源；居民中长期贷款同比少增658亿元、企业中长期贷款同比少增1056亿元，实际融资需求仍然有待恢复。

(3) 货币供应：8月末M2同比增长10.60%，环比下降0.1个百分点，同比下降1.6个百分点；M1同比增长2.20%，环比回落0.1个百分点，同比回落3.9个百分点，增速环比同比下降之下M2-M1剪刀差维持不变。

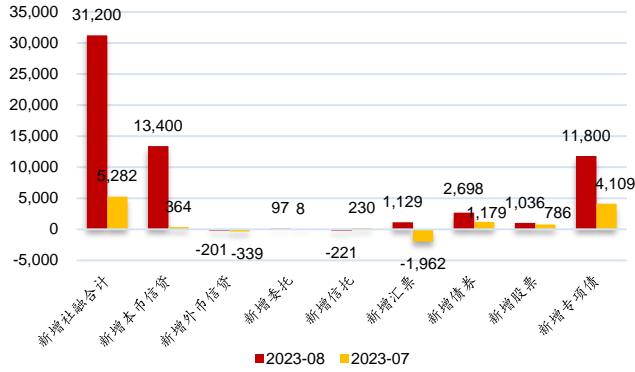
(4) 从流动性环境看，M2-M1剪刀差维持在8.4个百分点的高位水平；社融和贷款同比多增导致社融和贷款增速与M2增速的剪刀差双双上升，前者回升至-1.60个百分点，后者上升至0.5个百分点。

- **会议效应或延续至9月份、实际融资需求或环比改善。**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电话会议，会议提出“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。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”。对贷款投放力度稳定性的要求、对国有大行支柱作用的强调，成为8月份贷款投放的“拐点”，在此之后国股银票转贴现利率持续上行，截至9月8日国股银票转贴现利率均延续这一趋势，8月末贷款冲量的“会议效应”显著，“818”成为升级版的“货币信贷形势座谈会”，一般来说信贷政策专题会之后，贷款景气度能够延续至次月，也就意味着9月份贷款投放或延续8月份未以来的高斜率投放态势。另一方面，8月底调降存量房贷利率、一线城市推行“认房不认贷”等地产宽松政策陆续出台，并且专项债发行落地或撬动企业中长期配套贷款，尽管8月份居民和企业中长期贷款同比少增、票据融资同比大幅多增或

指向 8 月下旬贷款投放意愿上升伴随着票据冲量现象，实体经济的真实融资需求尚有待恢复，但是融资需求相关政策逐步传导见效，或导致 9 月份中长期贷款对新增贷款的贡献度回升，依靠票据融资冲量的贷款结构或得到改善。

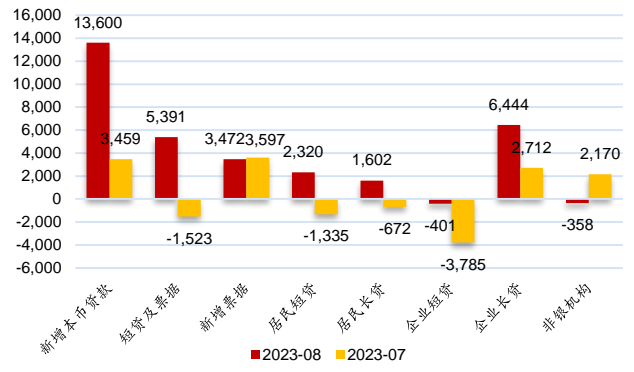
- **专项债限额提前发行完毕要求下政府债券融资成为社融增量主要贡献。**8 月新增社会融资规模同比多增，主要贡献项为政府债券融资，这一点有迹可循，早在 8 月初即有各地要求专项债于 9 月内完成发行的信息，在 8 月 28 日人大常委会审议的《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》中明确提出今年专项债额度要在 9 月内发行完毕，因此 8 月地方债发行加速，预计 9 月政府债券融资将继续维持较高，继续支撑社融同比多增。相比之下，社融口径新增人民币贷款仅同比多增 56 亿元，实际上，2018 年以来，无论是社融口径还是金融机构口径，每年 8 月新增人民币贷款均较为稳定，历年对比变化不大，8 月前月为季初疲软的 7 月，后月为季末冲量的 9 月，居于波峰波谷之间的 8 月并不受近两年贷款投放季初季末波动性放大的影响，贷款投放较为稳定，而在“818”会议后，8 月贷款投放依然保持与历年相同水平，也从另一侧面印证了实体融资需求仍相对较弱。
- **9 月份资金面收紧的压力或需要“降准”对冲。**8 月下旬以来资金利率上行，一方面是银行贷款投放增加资金备付，挤占了银行间流动性水平；另一方面也是基础货币缺口累积的结果。8 月央行 MLF 操作近乎等量投放，基础货币缺口仅由逆回购操作弥补，然而逆回购仅有 7 天期限，9 月第一周也出现了资金利率随逆回购而较大幅度波动的现象，说明基础货币缺口对银行间资金市场的影响已经较为显化，若央行持续以逆回购方式缓解基础货币缺口，则有可能进一步放大这种资金面的波动，近期资金利率超季节性上行，尽管央行加大 7 天期逆回购投放力度，但是这种“收长放短”的操作对于缓解资金面紧张状况来说效应较小，8-9 月累积的基础货币缺口或仍需“降准”或 9 月 MLF 加量投放弥补。
- **市场：静待长债“寻锚”。**8 月上旬，短债利率在资金利率上升的影响下先行向上，8 月下旬，长债利率也随地产“认房不认贷”、首套房贷利率调整等政策密集落地而上行，资金收紧与政策放松的双重利空导致长短债利率均已显著回升，资金利率预期转向收紧。向后看，本轮稳增长政策仍在逐步加码，市场仍在继续观测政策效应。虽然当前信贷周期尚在收缩区间，但后续地产等政策驱动下需求端的改善或将带动信贷周期加快回升。一如 2022 年 7 月份之后的状况，利率对社融和贷款“脱敏”，单月向好并不意味着趋势，利率还需要更多足额的证据来证明“此次不一样”。就货币政策而言，短期内“降准”可期，而“降息”无期，在央行当前的货币政策框架中，“降准”本身是相对中性的政策工具，是满足基础货币扩张的必需方式，当前政策空间也充足；而“降息”在 6 月、8 月连续两次操作后 9 月份或保持观望。立足当前时点，若“降准”落地短期内债市交易或可保持防御态势，静待政策效果显现、长债利率寻到新的“锚点”。
- **风险提示：**(1) 警惕出口对经济增长的拉动作用进一步下降；(2) 警惕内部消费或难以抵补对冲外部需求的下滑；(3) 警惕促消费、稳地产等经济刺激政策超预期的风险。

图 1：新增社会融资规模构成（单位：亿元）



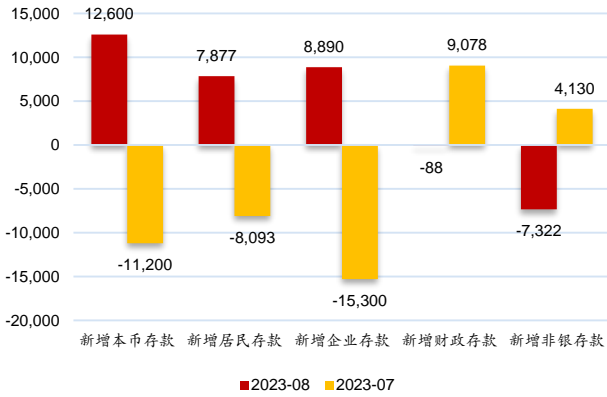
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：新增人民币贷款构成（单位：亿元）



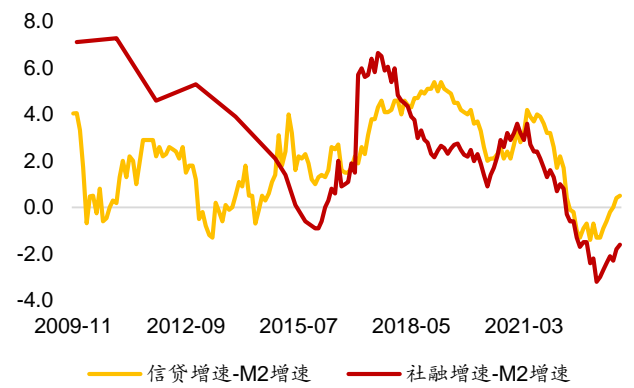
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：新增本币存款构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：社融/信贷增速-M2增速“剪刀差”（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家、中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员、中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇，第五届邓子基财经研究奖得主。荣获 2019 和 2020 “新财富” 固定收益研究第一名，2021 ISI Emerging Markets Group 杰出成就分析师，2022 “水晶球”（公募）宏观研究第一名。兼任清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师，上财 EMBA 讲师。

王洋，德邦证券研究所高级宏观经济研究员。复旦大学政治经济学硕士，曾经沉浸在期货市场领域多年，横跨贵金属、外汇和固定收益、衍生品等领域，2021 年加入德邦证券研究所，侧重货币理论、宏观流动性等方面的研究，秉承从“利率定价一切”的思路研究固定收益、股票指数和大宗商品等大类资产配置。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。