

社融恢复成色如何 ——2023年8月金融数据点评

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：游勇

邮箱：youyong@zts.com.cn

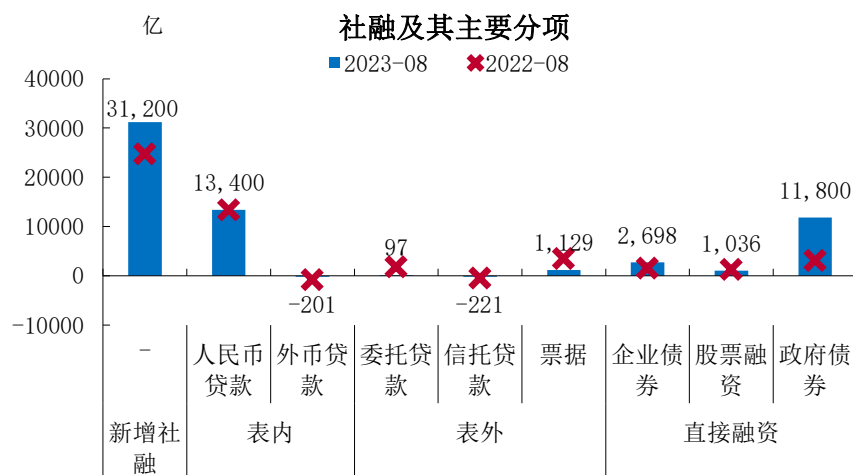
相关报告

投资要点

- 2023年9月11日，央行公布8月金融数据，新增社融和信贷大幅反弹，分别为31200亿元和13600亿元，也都明显高于Wind统计的市场预期值2.62万亿元和1.10万亿元。
- 从同比和环比视角看，8月社融都比较强。2023年8月新增社融3.12万亿，较去年同期多增6488亿，和历年同期相比仅次于2020年8月的3.59万亿。由于季末冲量、降息后信贷投放加快等原因，今年6月和7月的社融波动较大，取这两个月的均值看，为23762亿元，8月新增社融规模和它相比亦明显回升。
- 主要分项中，直接融资贡献了主要的社融同比增量。8月新增的表内融资、表外融资和直接融资，分别为13199亿元、1005亿元和15534亿元，分别同比多增681亿元、少增3764亿元和同比多增9726亿元。直接融资同比增量，大幅高于社融的同比增量6488亿。
- 拆分来看，8月政府债券和企业债券均同比多增。8月新增政府债券融资11800亿元，是2022年7月以来单月规模最高的，同比多增达8755亿，主要原因是专项债发行提速。8月新增企业债券融资2698亿，同比多增1186亿，主要是城投债的带动。7月政治局会议后“一揽子化债”预期升温，对城投债信用风险的担忧下降，8月城投债净融资接近2000亿。不过8月产业债净融资转负，一是可能主要受民营房企融资难的影响，二是表明企业的预期仍有待改善。8月非金融企业境内股票融资新增1036亿元，尽管是年初以来单月规模最高的，但同比仍减少了215亿元。随着IPO节奏放缓，预计股票融资短期还将同比少增。
- 表外融资中，新增委托贷款和未承兑贴现汇票均同比明显少增。8月新增委托贷款97亿，同比少增1658亿元。如此大幅度的下滑，主要是因为去年8月开始通过政策性开发性金融工具给重大项目补充资本金，一部分以委托贷款的形式注资，导致去年8月委托贷款异常高增。考虑到这一因素后，今年8月社融改善的“成色”更高。今年9月，新增委托贷款还将同比大幅少增。8月新增信托贷款为-221亿，但同比多增了251亿，随着政策边际松绑，信托贷款下滑最快的时候大概率已经过去。8月新增未承兑贴现汇票1129亿，是今年4月以来最高的，但在高基数下仍同比少增2357亿元。结合表内票据融资8月同比多增1881亿元来看，可能存在信贷供给端发力的情况下，票据融资从表外向表内转移。
- 信贷方面，8月新增人民币贷款1.36万亿，同比多增1100亿元，主要是企业信贷在拉动，居民贷款同比延续少增。
- 8月新增企业贷款9488亿元，创下历年同期新高，同比多增738亿元。其中，8月新增企业短期贷款为-401亿元，连续第二个月为负，亦同比多减280亿元。正如前文提到的，8月表内票据融资3472亿元、同比多增1881亿元，结合来看，可能表明企业内生性的融资需求有待改善，政策供给端发力后，银行对表内票据仍有诉求。8月新增企业中长期贷款6444亿，同比少增909亿，已连续两个月同比少增，且8月少增规模进一步扩大。终端需求未现明显改善，在经历前两年的高增长后，企业资本开支意愿或受到一定影响。

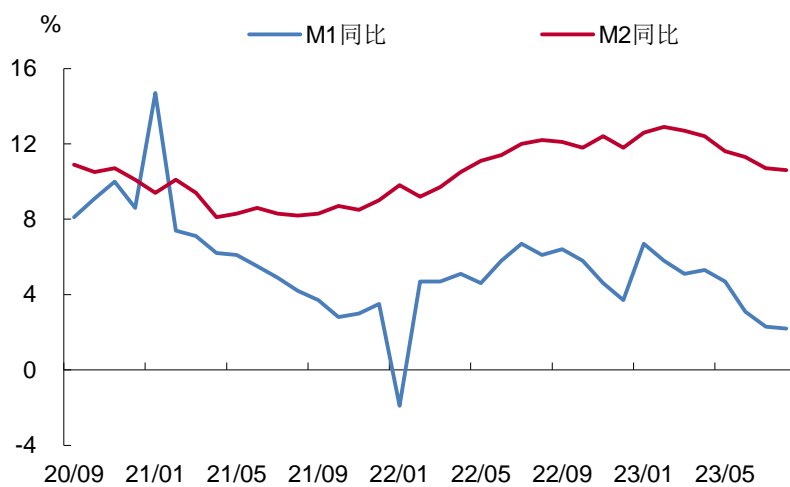
- 8月新增居民贷款3922亿元，同比少增658亿，不过较7月的同比降幅明显收窄。其中，8月新增居民短期贷款2320亿，同比多增398亿。这可能和低利率环境下，部分居民进行贷款置换有关；8月新增居民中长期贷款1620亿，同比虽少增1056亿，但7月居民去杠杆没有延续。考虑到一线城市已“认房不认贷”，销售脉冲式上升，预计将对9月新增居民中长期贷款形成支撑。
- 8月新增人民币存款12600亿元，同比少增200亿元。其中，8月新增居民存款7877亿元，同比少增409亿。今年4月至8月，除6月外，其余月份居民存款均同比少增，或表明居民部门的预防性储蓄倾向已有下降；8月新增企业存款8890亿，同比少增661亿元；8月新增财政存款为-88亿元，同比多增2484亿元。考虑到8月新增政府债券同比多增8755亿元，明显高于财政存款的同比多增额，或表明8月财政支出已开始发力；8月新增非银存款为-7322亿，同比多减2969亿元，可能和政府债发行提速后，理财等资管机构增配政府债有关。
- M2同比从上月的10.7%小幅降至10.6%；M1同比从上月的2.3%小幅降至2.2%，仍然是2022年2月以来的新低，资金活化程度较低。结合企业中长期贷款同比少增来看，当前企业的预期仍有待修复，这可能也是最几个月政策发力支持民营企业发展的原因之一。
- 总的来说，8月社融超预期，主要受政策主导下的政府债发行提速推动。结合PMI、高频指标等来看，经济已现边际改善信号。我们再次强调，在服务业的支撑下，全年实现5%左右增长目标的难度不大。不过从企业中长期贷款同比少增、M1同比继续回落来看，当前企业预期仍较弱。地产调控放松，到带动销售改善，进而向投资端传导，还需要时间。未来政策重点或继续聚焦于恢复企业信心，以及地产防风险、地方债务化解等方面，上述领域预计还将有新政策出台。
- 风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

图表 1: 最近两年 8 月的社融及其主要分项



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 8 月 M2-M1 剪刀差与 7 月持平



来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。