

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

相关报告**投资要点**

- 2023年8月，人民币贷款新增1.36万亿元，同比多增868亿元；社融新增3.12万亿元，同比多增6316亿元。社融、信贷均超预期改善，我们对此点评如下：
- **信贷：中长期贷款仍疲弱，票据托底信贷。**8月份信贷超预期，
 - 1) **居民端**，中长期贷款仍为主要拖累项，反映地产下行背景下，居民通过按揭贷款买房的意愿仍未修复，加杠杆意愿不强；
 - 2) **企业端**，中长期贷款少增反映企业投资需求尚未修复，票据融资发力托底信贷。
- **社融：政府债加速发行支撑社融，非标融资形成拖累。从社融结构来看：**
 - 1) **新增政府债券是社融同比多增的主要贡献项**，8月份政府债券新增11800亿元，同比多增8755亿元。7月24日中央政治局会议定调“加快地方政府专项债券发行和使用”，8月份政府债发行明显提速，政府债净融资季节性回升，并高于往年同期。
 - 2) **非标：去杠杆、实体融资需求不足**的背景下，**非标构成社融的主要拖累**。8月4日四部门联合新闻发布会上防范“资金套利和空转”的表述可能表明监管有所收紧，机构去杠杆背景下委托贷款有所压缩。未贴现银行承兑汇票主要用于满足中小企业的支付需求，8月份票据利率上升幅度小于银行负债端成本上升幅度，银行“冲票”意愿较为强烈，预示了信贷需求不足。
 - 3) **直接融资**同比多增971亿元，其中企业债券同比多增1186亿元，股票融资同比少增215亿元。
 - 4) **外币贷款**减少201亿元，同比少减625亿元。
- **货币：“剪刀差”反映企业投资意愿不强，实体融资需求不振。从M1、M2及相关指标联动关系来看：**
 - 1) M1、M2差异主要为企业定期存款增速，“M1-M2剪刀差”扩大反映企业投资意愿不强；
 - 2) “社融-M2剪刀差”倒挂反映实体融资需求不足。
- **展望：**

8月份社融、信贷均超预期好转，主因票据冲量和政府债加速发行。但考虑到9月份正值季末，信贷通常会冲量以符合监管要求，一方面，8月份票据提前冲量可能透支9月份额度；另一方面，8月份地方政府债加速发行，并要求9月份之前发行完毕，既定发行额度下，8月份发行量的增加可能对9月份剩余额度形成挤压，后续信贷能否持续好转仍有待观察。

近期市场调整主要受地产政策持续放松、资金面收紧等因素推动，此外债基赎回压力等机构行为变化加大了利率调整压力，从收益率绝对水平看，调整后长端利率配置价值已经大幅上升。短期考虑到政策冲击和基本面脉冲复苏影响暂未结束，市场预计继续承压，但利率进一步向上空间有限。存款利率下降和债务风险化解背景下，结构性资产荒格局对应的“刚性”配置需求仍有待释放，中期维度上我们认为利率仍有下行空间和机会。
- **风险提示：**9月份信贷超预期改善，人民币贬值压力下境内资金价格大幅上行等。

内容目录

1、信贷：中长期贷款仍疲弱，票据托底信贷.....	- 3 -
2、社融：政府债加速发行支撑社融，非标融资形成拖累.....	- 4 -
3、货币：“剪刀差”反映企业投资意愿不强，实体融资需求不振.....	- 6 -
4、展望：信贷能否持续好转仍有待观察.....	- 7 -

图表目录

图表 1: 居民中长期贷款季节性变化 (亿元)	- 3 -
图表 2: 企业中长期贷款季节性变化 (亿元)	- 4 -
图表 3: 企业票据融资季节性变化 (亿元)	- 4 -
图表 4: 政府债净融资季节性变化 (亿元)	- 5 -
图表 5: 非标融资规模相比去年同期有所压降 (%)	- 5 -
图表 6: 8 月份, 总体杠杆率回落 (%)	- 6 -
图表 7: 8 月份, 银行杠杆率回落 (%)	- 6 -
图表 8: 6M 国股银票转贴现利率 (%)	- 6 -
图表 9: M2-M1 剪刀差持续上行 (%)	- 7 -
图表 10: 社融-M2 剪刀差上行 (%)	- 7 -
图表 11: 9 月份, 人民币贷款通常季节性回升 (亿元)	- 7 -

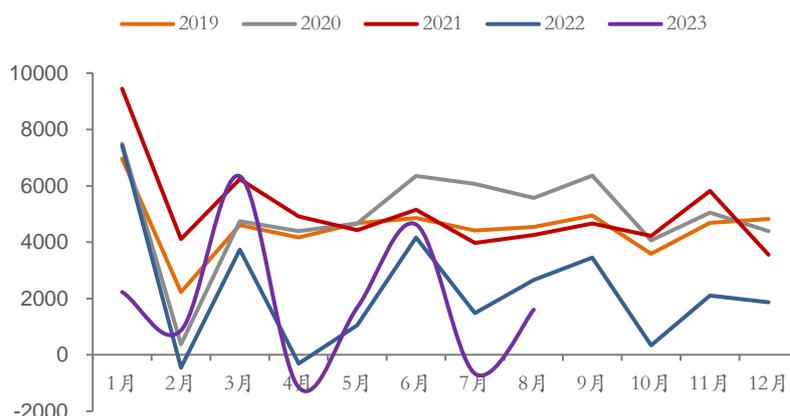
2023年8月，人民币贷款新增1.36万亿元，同比多增868亿元；社融新增3.12万亿元，同比多增6316亿元。我们对此点评如下：

1、信贷：中长期贷款仍疲弱，票据托底信贷

8月份信贷超预期。2023年8月信贷新增13600亿元，高于Wind一致预期（10975亿元），同比多增1100亿元。其中，新增居民贷款3922亿元，同比少增658亿元；新增企业贷款9488亿元，同比多增738亿元；新增非银行业贷款-358亿元，同比少减67亿元。

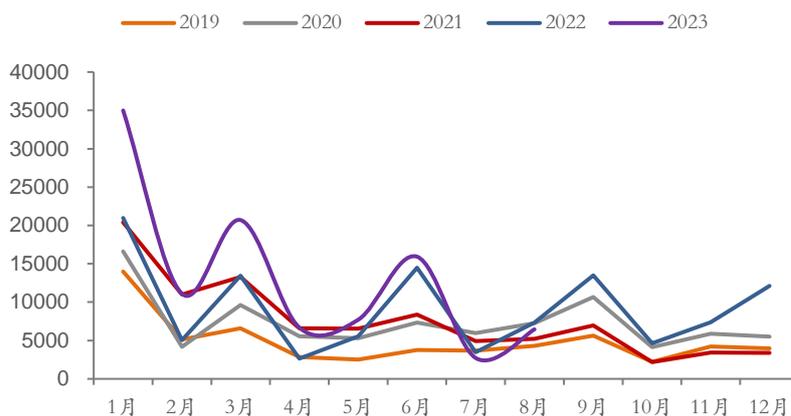
1) 居民端，居民中长期贷款仍为主要拖累项。新增短期贷款同比多增398亿元；新增中长期贷款少增1056亿元，从季节性趋势来看，8月份居民中长期贷款有所回升，但增量处于2019年以来最低水平，反映地产下行背景下，居民通过按揭贷款买房的意愿仍未修复，加杠杆意愿不强。

图表 1：居民中长期贷款季节性变化（亿元）

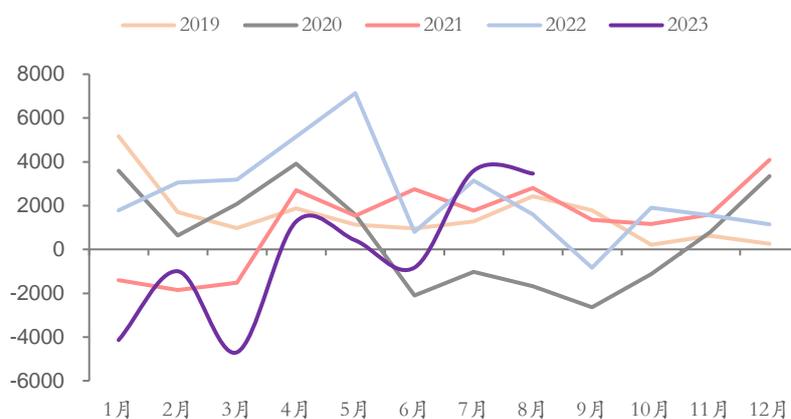


来源：Wind，中泰证券研究所

2) 企业端，中长期贷款少增反映企业投资需求尚未修复，票据融资发力托底信贷。短期贷款减少401亿元，同比多减280亿元；中长期贷款新增6444亿元，同比少增909亿元；新增票据融资3472亿元，同比多增1881亿元。短期企业贷款反映补流需求，中长期企业贷款反映实体经济投资需求，二者均对信贷造成拖累；票据融资连续两个月同比多增，且量上明显超出往年同期，反映票据发力托底信贷。

图表 2: 企业中长期贷款季节性变化 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

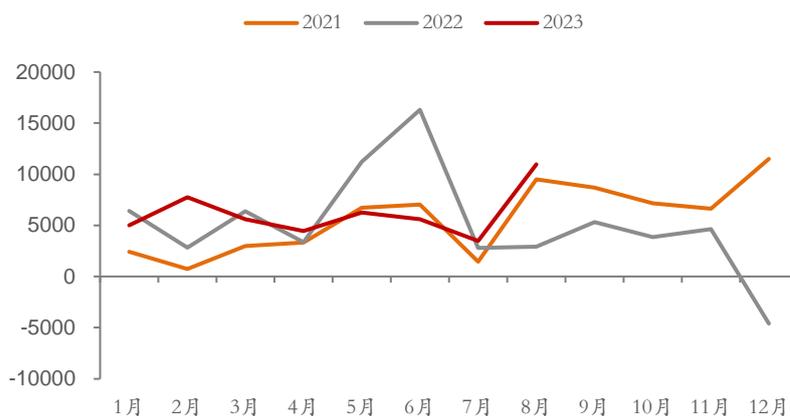
图表 3: 企业票据融资季节性变化 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

2、社融: 政府债加速发行支撑社融, 非标融资形成拖累

8 月份社融超预期好转。8 月社融新增 31200 亿元, 明显超过 Wind 一致预期 (26230.1 亿元), 同比多增 6488 亿元; 社融存量 368.61 亿元, 同比增速为 9.0%, 相比 7 月份上升 0.1 个百分点。从社融结构来看:

1) 新增政府债券是社融同比多增的主要贡献项。8 月份政府债券新增 11800 亿元, 同比多增 8755 亿元。7 月 24 日中央政治局会议定调“加快地方政府专项债券发行和使用”, 8 月份政府债发行明显提速, 政府债净融资季节性回升, 并高于往年同期。

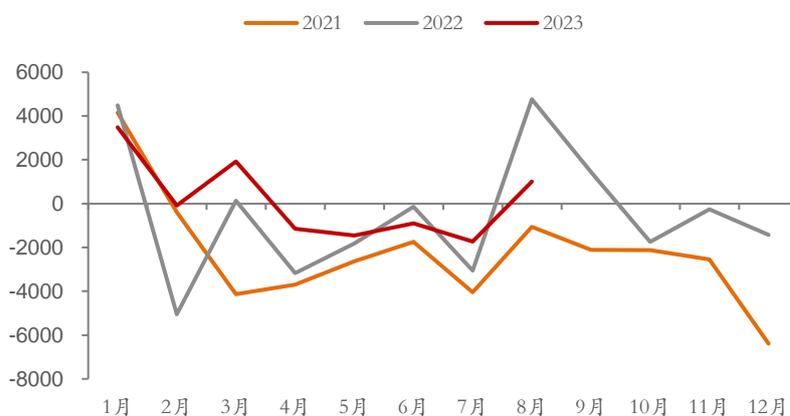
图表 4: 政府债净融资季节性变化 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

注: 政府债口径为国债+地方政府债, 按照缴款日期统计。

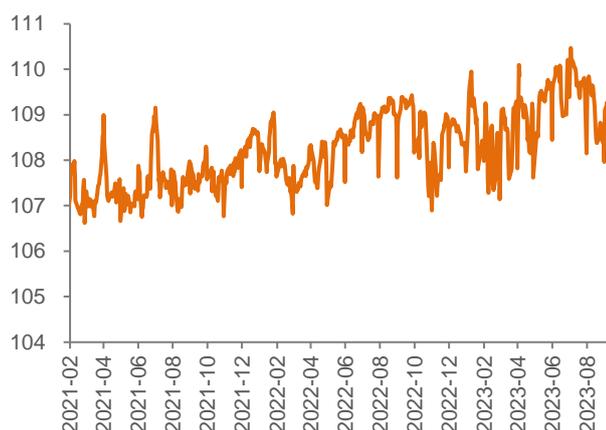
2) 非标: 去杠杆、实体融资需求不足的背景下, 非标构成社融的主要拖累。8月份非标(委托贷款、信托贷款、未贴现汇票)同比少增 3764 亿元, 构成社融的主要拖累。其中委托贷款同比少增 1658 亿元, 8月4日四部门联合新闻发布会上防范“资金套利和空转”的表述可能表明监管有所收紧, 机构去杠杆背景下委托贷款有所压缩。8月份, 银行杠杆率由 104.7%降至 103.1%。

未贴现银行承兑汇票主要用于满足中小企业的支付需求, 从票据利率高频数据来看, 8月份票据利率略高于往年同期约 10-20bp, 但考虑到同业负债成本(3个月 Shibor)中枢相比去年同期抬升 40-50bp, 票据利率上升幅度小于银行负债端成本上升幅度, 银行“冲票”意愿较为强烈, 预示了信贷需求不足。

图表 5: 非标融资规模相比去年同期有所压降 (%)


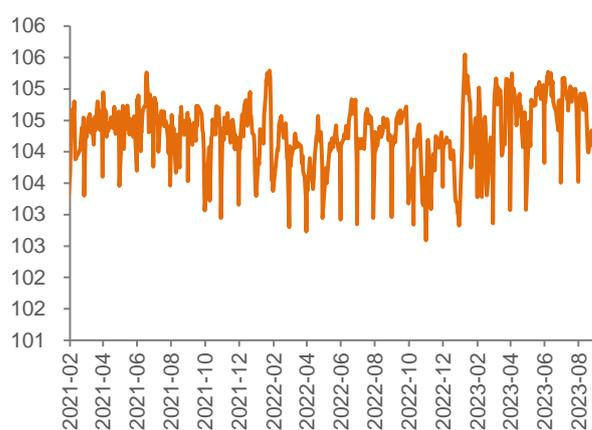
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 8 月份, 总体杠杆率回落 (%)



来源: CFETS, 中泰证券研究所

图表 7: 8 月份, 银行杠杆率回落 (%)



来源: CFETS, 中泰证券研究所

图表 8: 6M 国股银票转贴现利率 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

3) 直接融资同比多增 971 亿元, 其中企业债券同比多增 1186 亿元, 股票融资同比少增 215 亿元。

4) 外币贷款减少 201 亿元, 同比少减 625 亿元。

3、货币：“剪刀差”反映企业投资意愿不强，实体融资需求不振

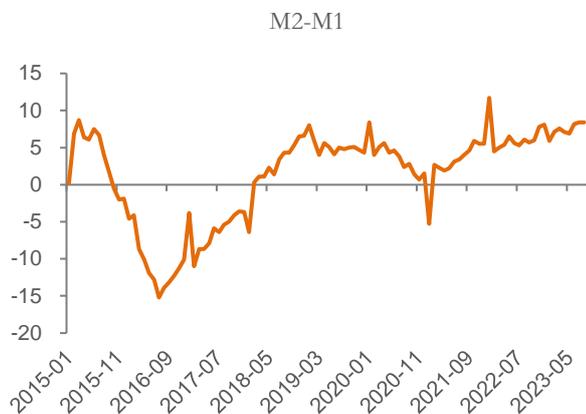
从 M1、M2 及相关指标联动关系来看，企业投资意愿不强，实体融资需求不振：

1) “M1-M2 剪刀差”持续扩大反映企业投资意愿不强。8 月份 M1 增速仅为 2.2%，远低于 M2 同比增速 10.6%，“M1-M2 剪刀差”持续扩大，二者差异主要为企业定期存款增速，剪刀差扩大反映企业投资意愿不强。

2) “社融-M2 剪刀差”倒挂反映实体融资需求不足。“社融-M2 剪刀差”主要受到政府融资、表外业务、同业业务、外汇占款、财政支出五个因

素影响，其中政府融资和表外业务影响为正，后三者影响为负。“社融-M2剪刀差”仍处在倒挂状态，反映实体融资需求仍不及货币供给速度，实体融资需求不振。

图表 9: M2-M1 剪刀差持续上行 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 社融-M2 剪刀差上行 (%)

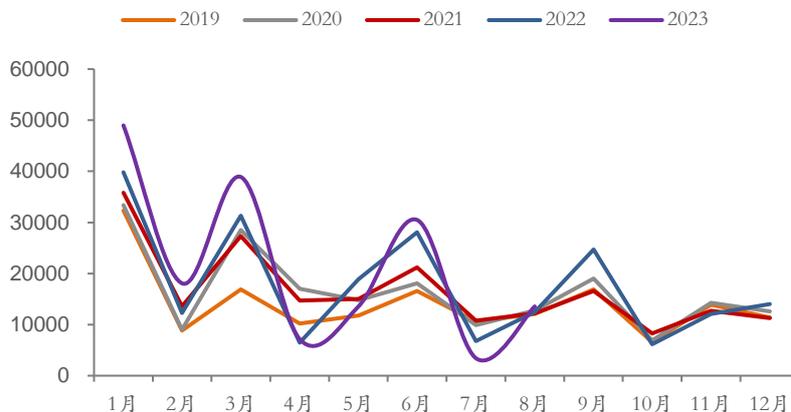


来源: Wind, 中泰证券研究所

4、展望：信贷能否持续好转仍有待观察

8 月份社融、信贷均超预期好转，主因票据冲量和政府债加速发行。但考虑到 9 月份正值季末，信贷通常会冲量以符合监管要求，一方面，8 月份票据提前冲量可能透支 9 月份额度；另一方面，8 月份地方政府债加速发行，并要求 9 月份之前发行完毕，既定发行额度下，8 月份发行量的增加可能对 9 月份剩余额度形成挤压，后续信贷能否持续好转仍有待观察。

图表 11: 9 月份，人民币贷款通常季节性回升 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

近期市场调整主要受地产政策持续放松、资金面收紧等因素推动，此外债基赎回压力等机构行为变化加大了利率调整压力，从收益率绝对水平看，调整后长端利率配置价值已经大幅上升。短期考虑到政策冲击和基

本面脉冲复苏影响暂未结束，市场预计继续承压，但利率进一步向上空间有限。存款利率下降和债务风险化解背景下，结构性资产荒格局对应的“刚性”配置需求仍有待释放，中期维度上我们认为利率仍有下行空间和机会。

风险提示：9 月份信贷超预期改善，人民币贬值压力下境内资金价格大幅上行等。

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。