

# 如何看待 8 月社融信贷的结构表现？

证券研究报告

2023 年 09 月 12 日

## 2023 年 8 月金融数据点评

### 摘要：

8 月金融数据总量超预期，结构上依然存在不足。结构不足，意味着经济修复仍然任重道远。

7 月政治局会议以来，虽然增量政策不断落地，但是在财政和信用上量的增长较为有限，8 月社融最主要的增量是政府债券，来自于今年二季度以来的发行节奏变化，而非总量的提升。

与去年 8 月对比，同样是政治局会议和降息之后，票据利率回升幅度不同、企业中长贷增量不同，社融结构的差异说明政策力度的区别。

M1 继续下行，居民中长贷依旧偏弱，反映库存周期仍在主动去库。内外压力下，宏观状态只是筑底，摆脱筑底仍需要更有针对性和更有力的增量政策。

透过社融数据观察基本面和政策作用，债市虽然有所承压，但以阶段性调整为主，以十年国债为例，调整上沿可以参考 6 月 16 日的利率高点，暂时还不太可能重现 2020 年二季度、2022 年四季度的反转冲击。

风险提示：宏观经济表现超预期，货币财政政策不确定性，机构行为超预期等

### 作者

孙彬彬 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090003  
sunbinbin@tfzq.com

隋修平 联系人  
suixiuping@tfzq.com

### 近期报告

- 1 《固定收益：螺纹钢价平、量升，土地成交继续下探-国内需求周度跟踪 20230911》 2023-09-11
- 2 《固定收益：赛特转债，真空绝热材料知名供应商-申购建议：积极参与》 2023-09-11
- 3 《固定收益：赎回和负反馈又来了？-固定收益宏观利率专题》 2023-09-11

## 内容目录

1. 8月金融数据表现如何? .....	3
1.1. 政府债券同比多增, 主要与发行节奏差异有关 .....	3
1.2. 企业债券同比多增, 得益于短期风险缓释 .....	4
1.3. 企业中长贷偏弱指向政策力度有限 .....	5
1.4. 居民中长贷反映地产修复缓慢 .....	6
1.5. 居民短贷或难持续 .....	7
2. PPI 跌幅收窄, M1 继续回落, 库存周期怎么看? .....	8
3. 小结 .....	9

## 图表目录

图 1: 新增社融季节性 .....	3
图 2: 新增信贷季节性 .....	3
图 3: 新增社融各分项的同比变化 .....	3
图 4: 新增信贷各分项的同比变化 .....	3
图 5: 政府债券融资规模季节性 .....	4
图 6: 2022 年 6 月-10 月政府债发行与偿还量 (按缴款日期) .....	4
图 7: 2023 年 6 月-10 月政府债发行与偿还量 (按缴款日期) .....	4
图 8: 2022 年 8 月企业债券净融资 (分企业类型) .....	4
图 9: 2023 年 8 月企业债券净融资 (分企业类型) .....	4
图 10: 2022 年 8 月与 2023 年 8 月地方国企净融资结构对比 .....	5
图 11: 企业债券季节性 .....	5
图 12: 企业中长贷季节性 .....	5
图 13: 6M 票据转贴利率季节性 .....	6
图 14: 委托贷款季节性 .....	6
图 15: 30 大中城市商品房成交面积季节性 (一线城市, 日均) .....	6
图 16: 30 大中城市商品房成交面积季节性 (三线城市, 日均) .....	6
图 17: 早偿指数回升 .....	7
图 18: 居民经营性中长贷的超季节性支撑作用存在不确定性 .....	7
图 19: 居民短贷季节性 .....	7
图 20: 服务业 PMI .....	8
图 21: 8 月乘用车零售走强 .....	8
图 22: PPI 未来变化具有不确定性, 更前瞻的指标是 M1 .....	8
图 23: 库存周期与国债利率 .....	9
图 24: 社融走势预期 .....	9
图 25: 2022 年与 2023 年 10 年期国债利率走势对标 .....	9

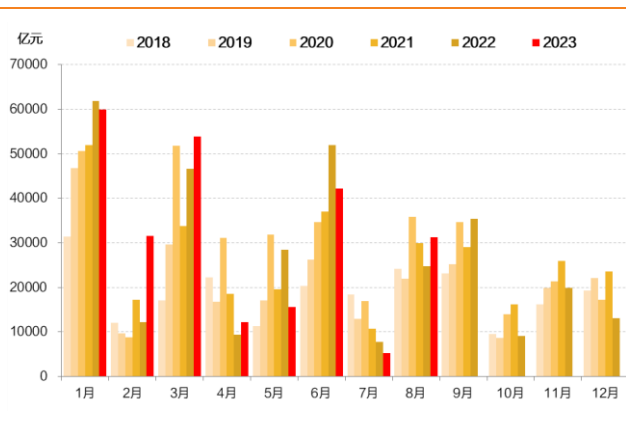
9月11日午间央行公布8月金融数据，基于宏观图景与政策变化，我们认为与2022年同期进行对比，可以更好地理解今年8月社融信贷数据表现及其对债市的指示意义。

## 1. 8月金融数据表现如何？

整体来看，基于对2022年8月的对比，今年8月金融数据在总量和结构上似乎释放了不同的信号。

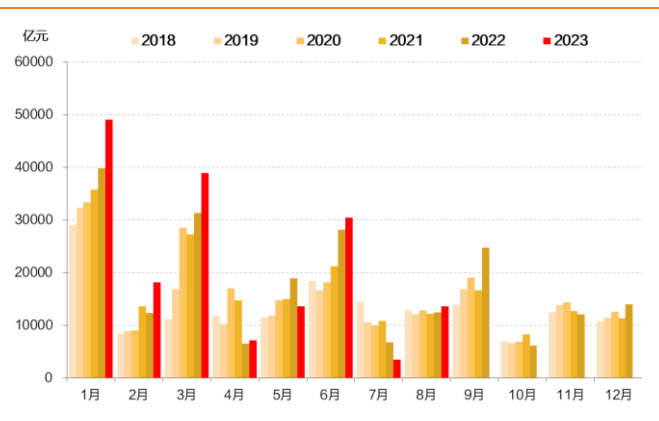
**总量上**，今年8月社融信贷均同比多增，其中社融同比多增6316亿元，人民币贷款同比多增868亿元。在今年7月社融信贷数据存在二次探底的背景下，8月数据的改善，至少在一定程度上修正了部分悲观预期。

图1：新增社融季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

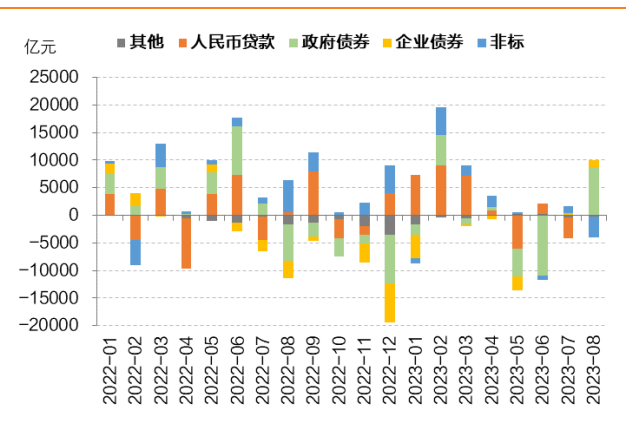
图2：新增信贷季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

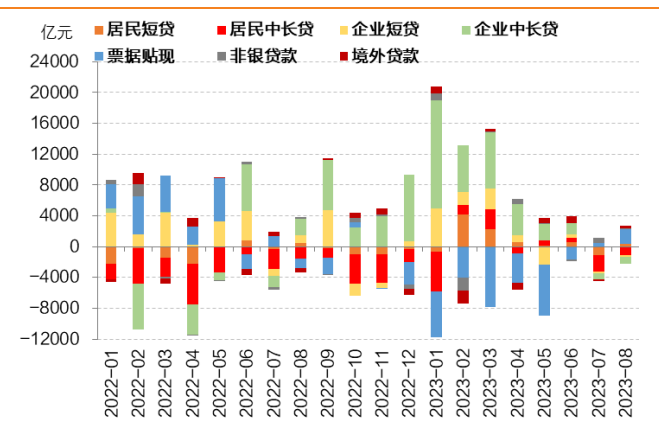
但与此同时市场也看到了结构上的明显不足。社融同比多增主要来自**政府债券**、**企业债券**；信贷同比多增主要来自**票据融资**和**居民短贷**，对于经济修复有较强指示意义的居民中长贷表现仍然偏弱，企业中长贷也同比少增。

图3：新增社融各分项的同比变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图4：新增信贷各分项的同比变化

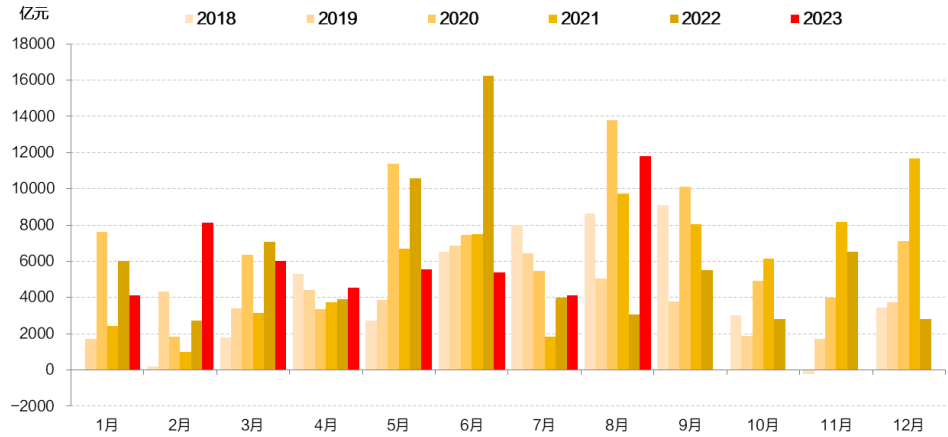


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.1. 政府债券同比多增，主要与发行节奏差异有关

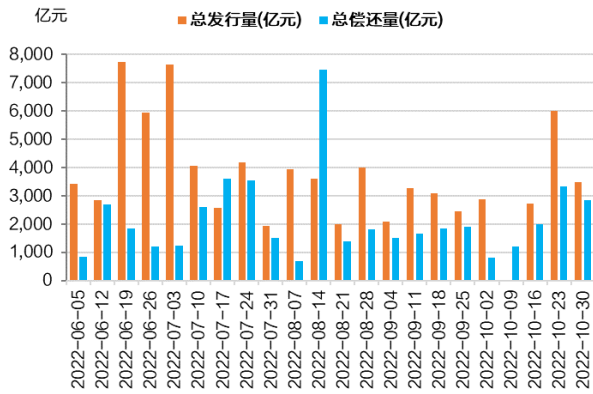
**政府债券增加11800亿元，同比多增8714亿元。**对比2022年，政府债发行高峰出现在6月份，发行节奏相比今年更加前置。把二季度、三季度加总来看，政府债券融资规模并没有明显超过去年同期。

图 5：政府债券融资规模季节性



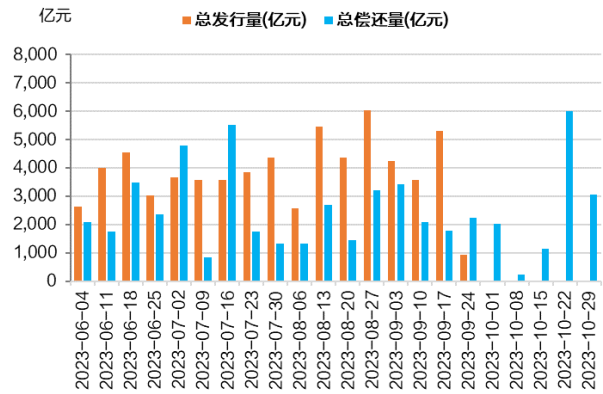
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2022 年 6 月-10 月政府债发行与偿还量（按缴款日期）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2023 年 6 月-10 月政府债发行与偿还量（按缴款日期）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 企业债券同比多增，得益于短期风险缓释

**企业债券增加 2698 亿元，同比多增 1186 亿元。**观察企业债券发行明细，地方国企债券净融资同比多增 744 亿元，是 8 月企业债券同比多增的主要驱动项，央企债券发行也同比多增 411 亿元。

**地方国企的增加主要来自于城投，其中地方国企城投债券净融资同比多增 624 亿，地方国企产业债券净融资同比多增 121 亿。**2023 年 7 月 24 日<sup>1</sup>政治局会议部署地方债务“一揽子化债”驱动风险缓释，叠加 8 月降息等因素，城投融资有所改善。整体来看，8 月城投净融资同比变化与产业债净融资同比变化基本持平。

图 8：2022 年 8 月企业债券净融资（分企业类型）

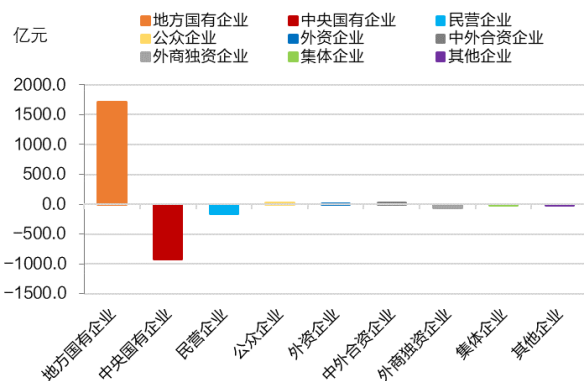
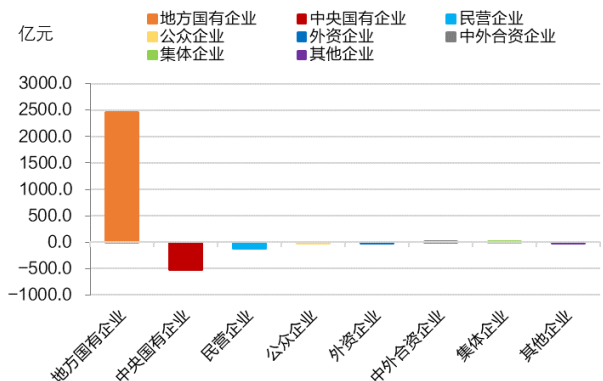


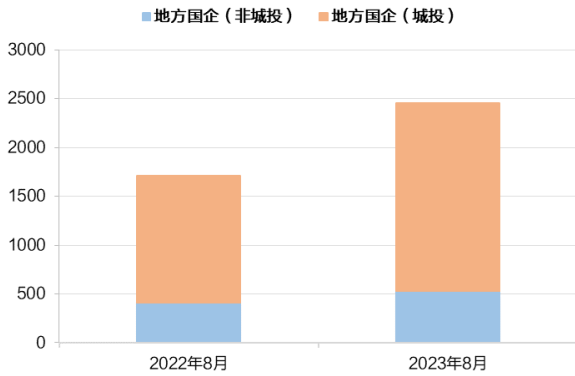
图 9：2023 年 8 月企业债券净融资（分企业类型）



<sup>1</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202307/content\\_6893950.htm?menuid=197](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202307/content_6893950.htm?menuid=197)。

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2022 年 8 月与 2023 年 8 月地方国企净融资结构对比

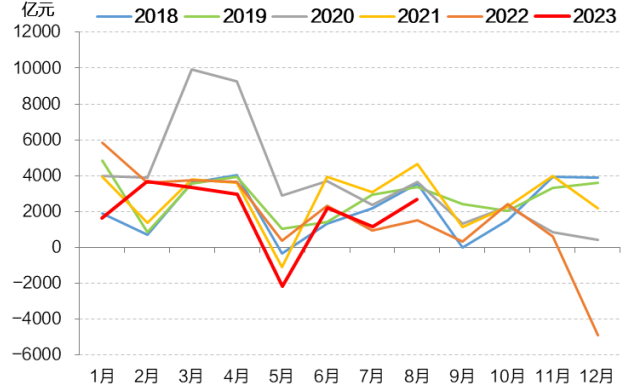


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：仅地方国有企业包含城投债

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：企业债券季节性

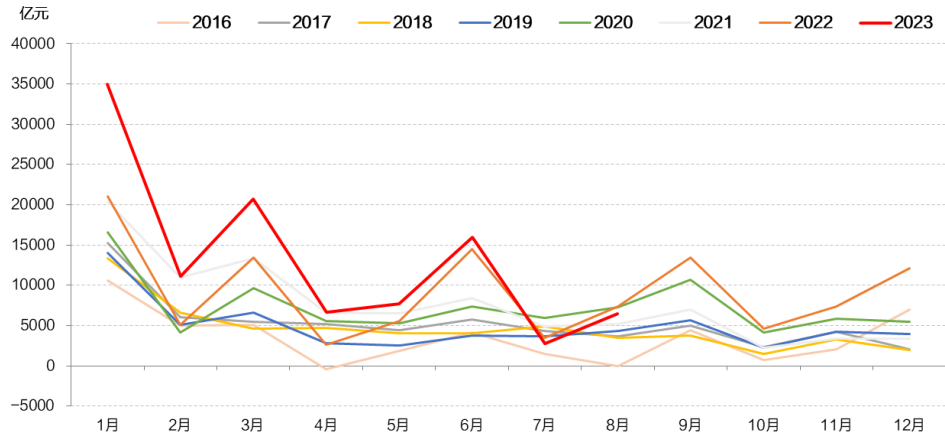


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 企业中长贷偏弱指向政策力度有限

#### 企业中长贷弱于 2022 年 8 月。

图 12：企业中长贷季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

2022 年 8 月是年内重要转折，降息同时政策推动资产负债表修复，逐步从企业中长贷上有所体现。

2022 年 6 月 1 日<sup>2</sup>，国常会提出“调增政策性银行 8000 亿元信贷额度”。

2022 年 6 月 29 日<sup>3</sup>，国常会提出“运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的 50%，或为专项债项目资本金搭桥。财政和货币政策联动，中央财政按实际股权投资额予以适当贴息，贴息期限 2 年。引导金融机构加大配套融资支持，吸引民间资本参与，抓紧形成更多实物工作量。”

2022 年 7 月 21 日<sup>4</sup>，国常会提出“依法合规做好政策性开发性金融工具资金投放等工作，强化激励、不搞地方切块，成熟项目越多的地方得到的支持越大。”

<sup>2</sup> [https://www.gov.cn/premier/2022-06/01/content\\_5693460.htm](https://www.gov.cn/premier/2022-06/01/content_5693460.htm)。

<sup>3</sup> [https://www.gov.cn/premier/2022-06/30/content\\_5698644.htm](https://www.gov.cn/premier/2022-06/30/content_5698644.htm)。

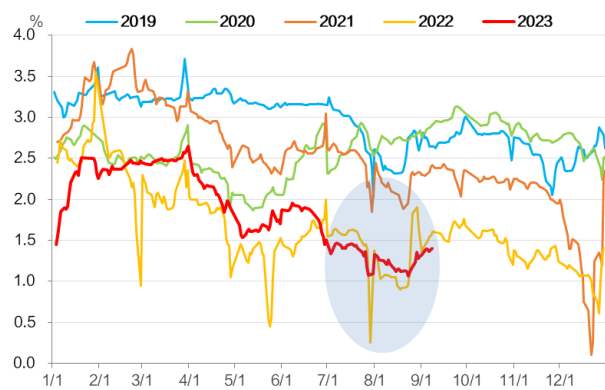
<sup>4</sup> [https://www.gov.cn/premier/2022-07/22/content\\_5702362.htm](https://www.gov.cn/premier/2022-07/22/content_5702362.htm)。

2022年8月24日<sup>5</sup>，国常会提出“在3000亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加3000亿元以上额度”。

2022年8月企业中长贷的增长在验证政策落地推进的效果。8月降息的同时，政策性开发性金融工具开始落地，成为宽信用的发力点，观察委托贷款也可以看到，在增量政策性金融工具发力的影响下，2022年8月委托贷款大幅上行，由此带动8月企业中长贷显著回升。后续在专项政策性金融工具、PSL和再贷款的增量带动下，通过委托贷款、政府债券和企业中长贷逐步改善社融结构。

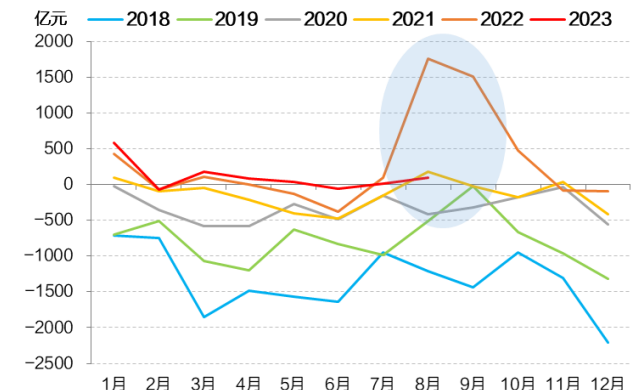
至于当下，8月降息之后，虽然票据利率在月末有所回升，但因为缺信贷引导工具，所以企业中长贷的表现仍然并未超出预期。

图 13：6M 票据转贴利率季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：委托贷款季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.4. 居民中长贷反映地产修复缓慢

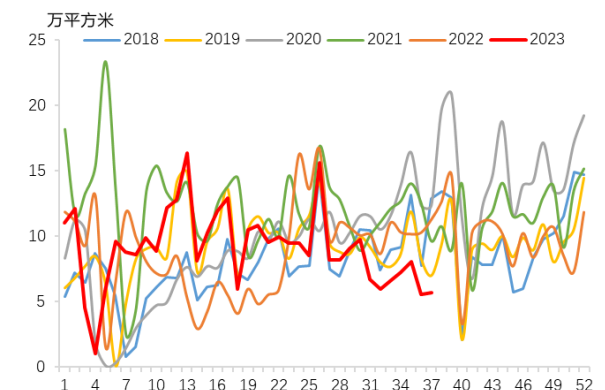
**居民中长贷环比修复但仍弱于 2022 年同期，表明居民杠杆能力和意愿仍然偏弱。**

首先是 8 月商品房销售高频维持弱势运行，商品房销售经历 6 月季末冲量、7 月环比下行后，在 8 月经历小幅修复，但弱于去年同期。

其次可以看到早偿指数继续反弹回升，拖累居民中长贷。

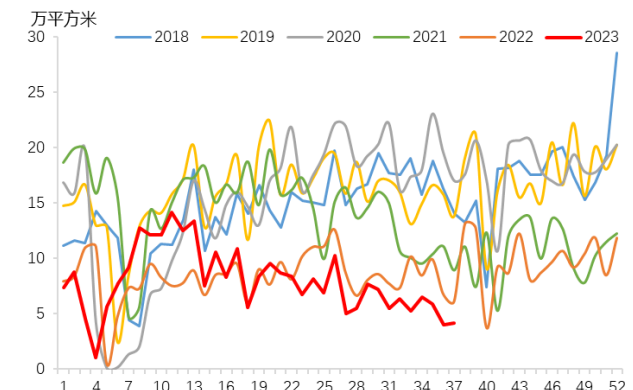
此外值得注意的是，居民中长贷还可能来自住户经营性中长贷支撑作用弱化。观察 7 月表现，住户经营性中长贷余额增速和占比已经回落至季节性以下。

图 15：30 大中城市商品房成交面积季节性（一线城市，日均）



资料来源：Wind，天风证券研究所

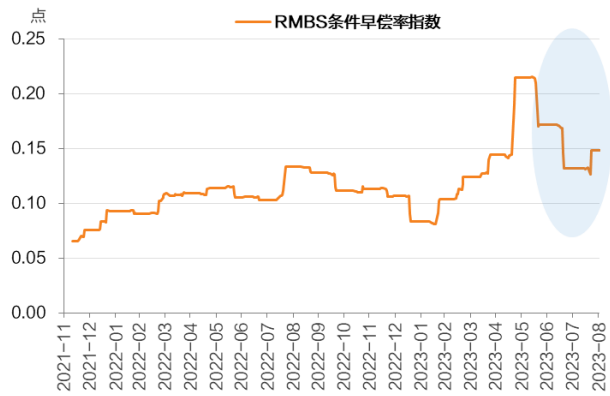
图 16：30 大中城市商品房成交面积季节性（三线城市，日均）



资料来源：Wind，天风证券研究所

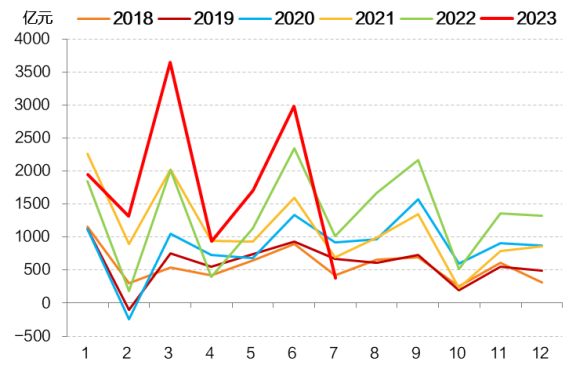
<sup>5</sup> [http://www.gov.cn/premier/2022-08/24/content\\_5706689.htm](http://www.gov.cn/premier/2022-08/24/content_5706689.htm)。

图 17：早偿指数回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：居民经营性中长贷的超季节性支撑作用存在不确定性



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.5. 居民短贷或难持续

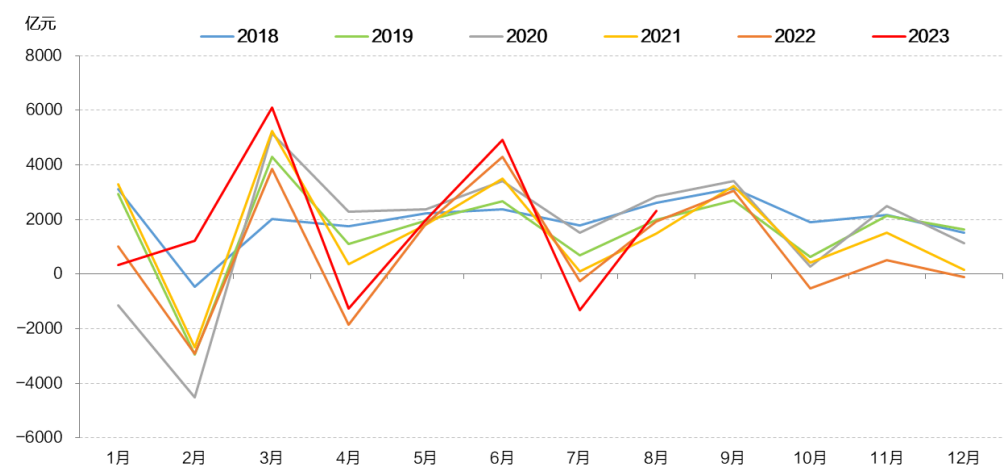
8 月居民短贷同比超预期多增，可能主要来自服务业景气和社零修复的带动。

一是暑期消费拉动作用延续。居民休闲消费和旅游出行持续增加，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理、文化体育娱乐等行业商务活动指数连续两个月位于 55.0%以上较高景气区间。

二是 8 月汽车零售对商品零售的拖累作用在减小。根据乘联会公众号<sup>6</sup>，8 月狭义乘用车零售销量预计 185.0 万辆，环比 4.7%，同比-1.3%，较上月回升 1.4 个百分点。

但需要注意的是，服务业 PMI 景气度近月来逐步回落，暑期消费拉动作用在进入 9 月后消退，汽车零售仍有不确定性，目前尚无进一步消费刺激政策。因此预计后续居民短贷规模或难持续。

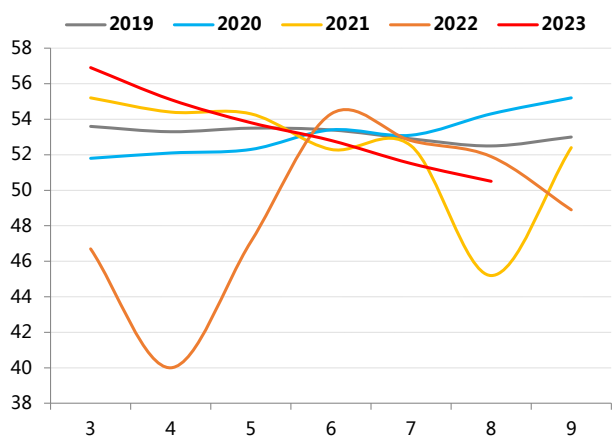
图 19：居民短贷季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

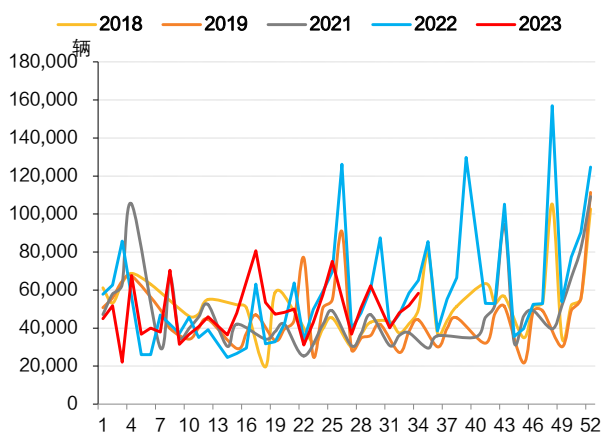
<sup>6</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/lGgH0uPubld7n3ge188oiQ>

图 20: 服务业 PMI



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 8 月乘用车零售走强



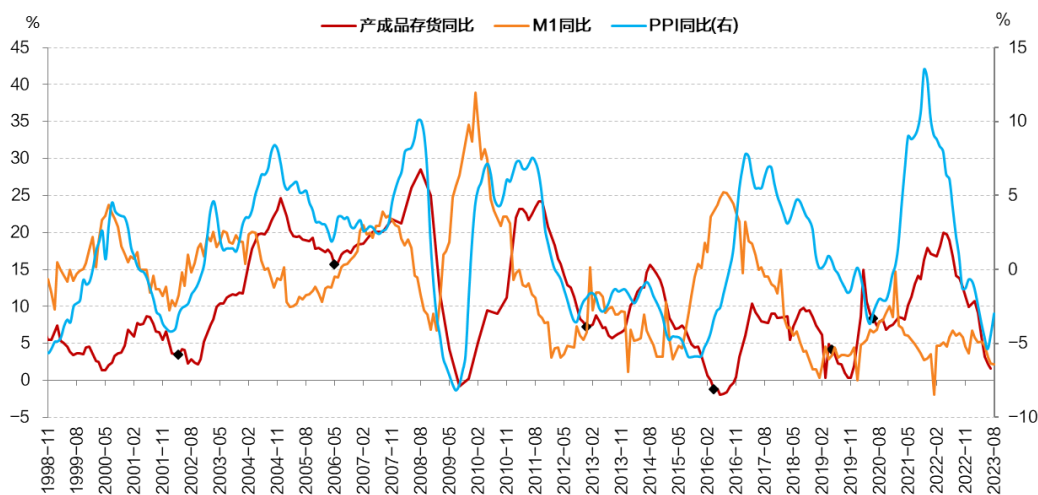
资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2. PPI 跌幅收窄, M1 继续回落, 库存周期怎么看?

**M1 是库存周期的同步偏领先信号。**参考团队报告《库存见底, 利率回升?》(2023-08-08), M1 同比反映企业的投资能力和意愿, 领先库存周期 (被动去库) 1~4 个季度不等, 领先库存增速拐点 3~6 个季度。M1 上行, 或源于政策放松后货币供应量增多, 或源于企业回款边际增多, 或源于企业投资意愿强化、存款活化。M1 上行是企业生产和投资回升的前提, 也显著领先于库存周期。

8 月 M1 同比较上月下降 0.1 个百分点, 表明经济景气度依旧偏弱。库存周期维持在主动去库阶段。

图 22: PPI 未来变化具有不确定性, 更前瞻的指标是 M1



资料来源: Wind, 天风证券研究所

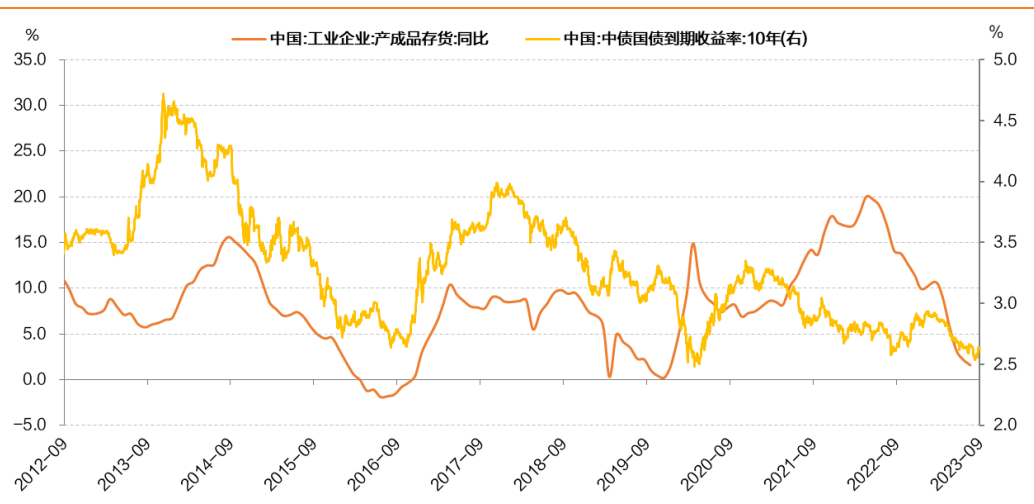
当前库存处于相对低位, PPI 同比主要因为基数原因降幅收窄, M1 尚未反转上行, 表明企业经营活力仍待改善。

库存周期的阶段变化并不具备历史的经验稳定性, 政策变量强弱影响较大。在库存周期中, 利率走势实际取决于政策与实体的组合, 简化而言仍然是宽货币与宽信用的对比关系。

对于当前, 关键还是在于增量政策。因为内外压力下, 宏观状态可能是筑底, 摆脱筑底仍需要更有针对性和更有力度度的增量政策。



图 23：库存周期与国债利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 小结

8 月金融数据总量超预期，结构上依然存在不足。结构不足，意味着经济修复仍然任重道远。

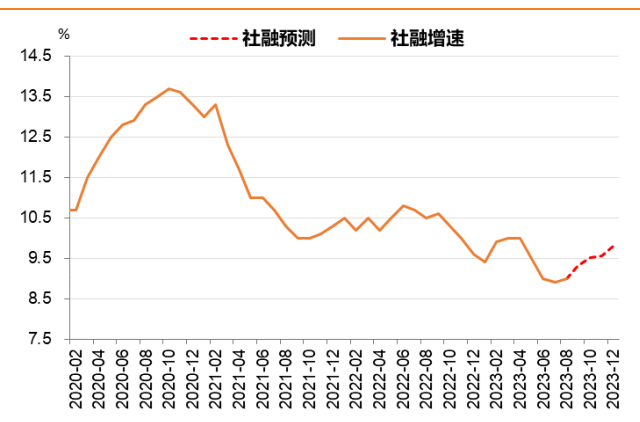
7 月政治局会议以来，虽然增量政策不断落地，但是在财政和信用上量的增长较为有限，8 月社融最主要的增量是政府债券，来自于今年二季度以来的发行节奏变化，而非总量的提升。

与去年 8 月对比，同样是政治局会议和降息之后，票据利率回升幅度不同、企业中长贷增量不同，社融结构的差异说明政策力度的区别。

M1 继续下行，居民中长贷依旧偏弱，反映库存周期仍在主动去库。内外压力下，宏观状态只是筑底，摆脱筑底仍需要更有针对性和更有力度增量政策。

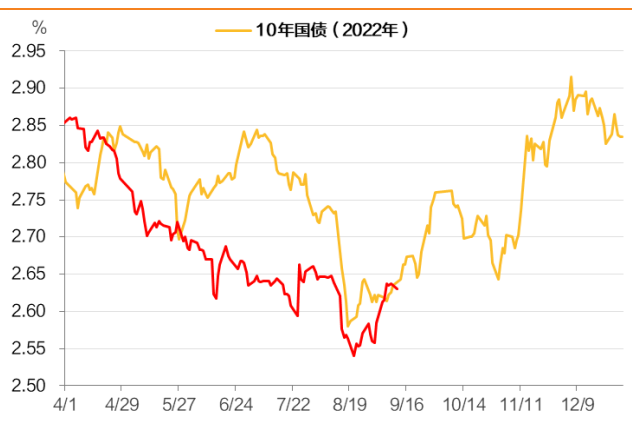
透过社融数据观察基本面和政策作用，债市虽然有所承压，但以阶段性调整为主，以十年国债为例，调整上沿可以参考 6 月 16 日的利率高点，暂时还不太可能重现 2020 年二季度、2022 年四季度的反转冲击。

图 24：社融走势预期



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：2022 年与 2023 年 10 年期国债利率走势对标



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com