



Research and
Development Center

信贷社融多增的逻辑

2023年9月12日

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱：wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

信贷社融多增的逻辑

2023年9月12日

摘要：8月新增社融和信贷均好于市场预期，我们认为9月社融可能依然强劲。

- **8月社融的新增量主要由政府债券融资贡献。**8月社融增量3.12万亿元，同比多增6316亿元，好于市场预期的2.69万亿元。在主要分项中，实体经济人民币贷款和去年同比略有少增，未贴现银行承兑汇票和股票融资同比少增，企业债券融资略有增加，只有政府债券融资同比大增8714亿元。若剔除政府债券，8月社融还将同比少增2398亿元。而政府债券融资的同比大增并不能代表市场融资需求的大增，能反映出的是地方财政的加码。
- **去年和今年发债节奏不同背景下，9月社融可能依然表现强劲。**在去年发债节奏明显偏快的背景下（去年在6月底前就基本将全年额度发行完毕了），我们计算出的去年9月地方政府债券净融资额只有618.15亿元，量不大。今年9月监管部门要求月底新增专项债基本发行完毕，本月新增债可能有较大的发行量（距离今年新增专项债额度基本发行完毕还差约8000亿元），虽然本月地方债偿还量也比去年同期多出3187.6亿元，可能净融资量并不多，但这个偿还可能主要还是靠发行再融资债，即借新债还旧债。综上，我们认为9月在地方债继续加速发行下，9月新增社融可能依然表现强劲。
- **8月信贷好于预期主要靠企业票据融资支撑。**8月新增信贷1.36万亿元，同比多增868亿元，好于市场预期的1.25万亿元。8月企（事）业票据融资增加3472亿元，同比多增1881亿元，对新增信贷贡献最大。若剔除票据融资，信贷将同比少增1013亿元。具体看其他分项，除了居民短期贷款同比多增398亿元，居民中长期贷款、企业短期贷款、企业中长期贷款均形成拖累，分别同比少增1056亿元、同比多减280亿元、同比少增909亿元。这种情况表明市场信贷需求仍然不足，尤其反映在居民和企业的中长期贷款表现不佳。
- **地产市场下行背景下，房贷对居民中长期贷款的同比贡献率越来越低，政策性开发性金融工具在后续月份有望被使用来提振社融。**去年11月居民中长期消费贷也就是房贷对居民中长期贷款的同比贡献率被居民中长期经营贷超越，今年1-7月两个分项的贡献率走势越来越分化，到7月，房贷对居民中长期贷款的同比贡献率已不足30%。地产下行，基建可能仍然需要在后续兜底经济，鉴于地方债用于项目资本金的比例仍然不高，政策性开发性金融工具后续有望再次使用来补充基建项目资本金，进而撬动社会投资，提振社融，支持经济发展。

风险因素：地方发债进度不及预期，国内政策力度不及预期。

目录

一、专项债发行提速支撑社融多增	3
二、票据融资支撑信贷多增	5
三、M1 增速仍降，经济依然缺乏活力	6
风险因素	7

图目录

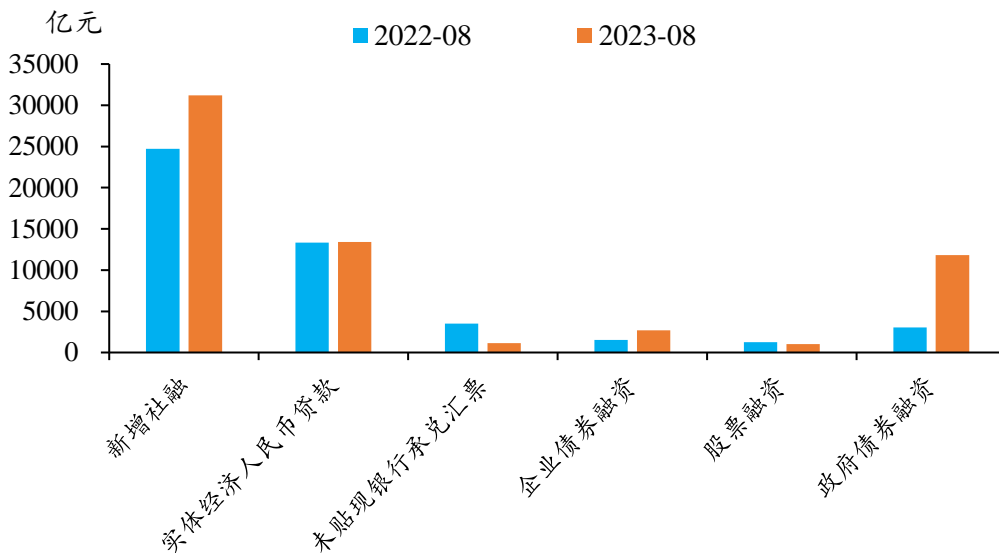
图 1：8 月新增社融主要靠政府债券融资支撑	3
图 2：今年 8 月地方政府债券融资额远高于去年同期	4
图 3：近 5 年新增专项债发行节奏	4
图 4：8 月新增信贷主要靠新增票据融资支撑	5
图 5：房贷对居民中长贷的增量贡献越来越低	5
图 6：M1 增速仍在下降	6
图 7：1-8 月专项债用于重大项目资本金比例仍然较低	6

9月11号央行发布的8月金融数据显示：8月社融增量3.12万亿元，同比多增6316亿元，好于市场预期的2.69万亿元；8月新增信贷1.36万亿元，同比多增868亿元，好于市场预期的1.25万亿元；M2同比增长10.6%，M1同比增长2.2%。

一、专项债发行提速支撑社融多增

8月社融的新增量主要由政府债券融资贡献。在新增社融的主要组成部分中，实体经济人民币贷款和去年同比略有少增，未贴现银行承兑汇票和股票融资同比少增，企业债券融资同比多增1186亿元，只有政府债券融资同比大增8714亿元。若剔除政府债券，8月社融还将同比少增2398亿元。而政府债券融资的多增并不能反映市场需求的多增，因为新增债每年额度基本固定，只是快发或慢发的区别，各年节奏不同；再融资债用于偿还旧债本金，和往年债券的发行量及期限有关，和当下市场主体融资需求的关系并不大。所以8月社融表现好于预期并不能代表市场融资需求就好于预期。

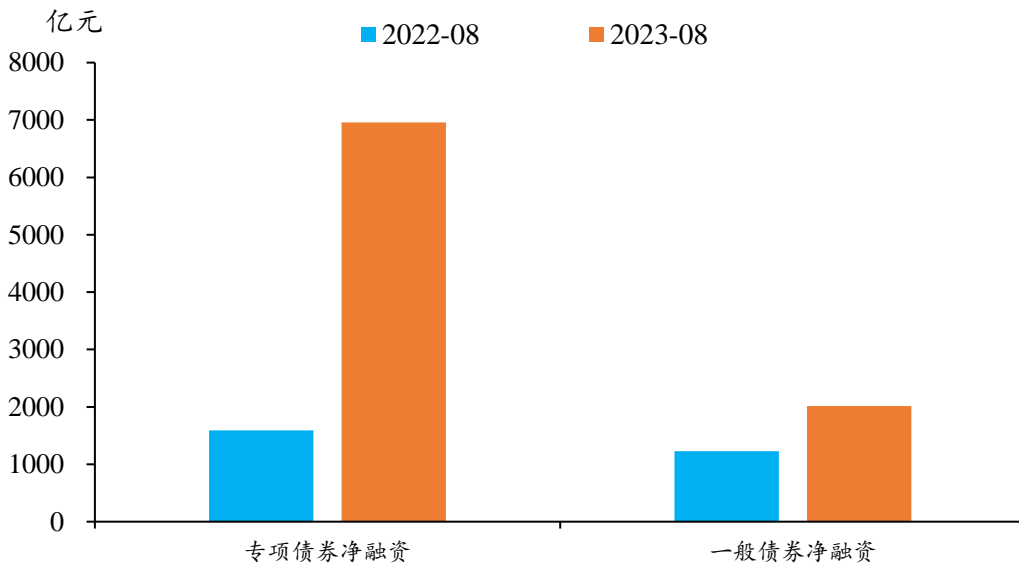
图1：8月新增社融主要靠政府债券融资支撑



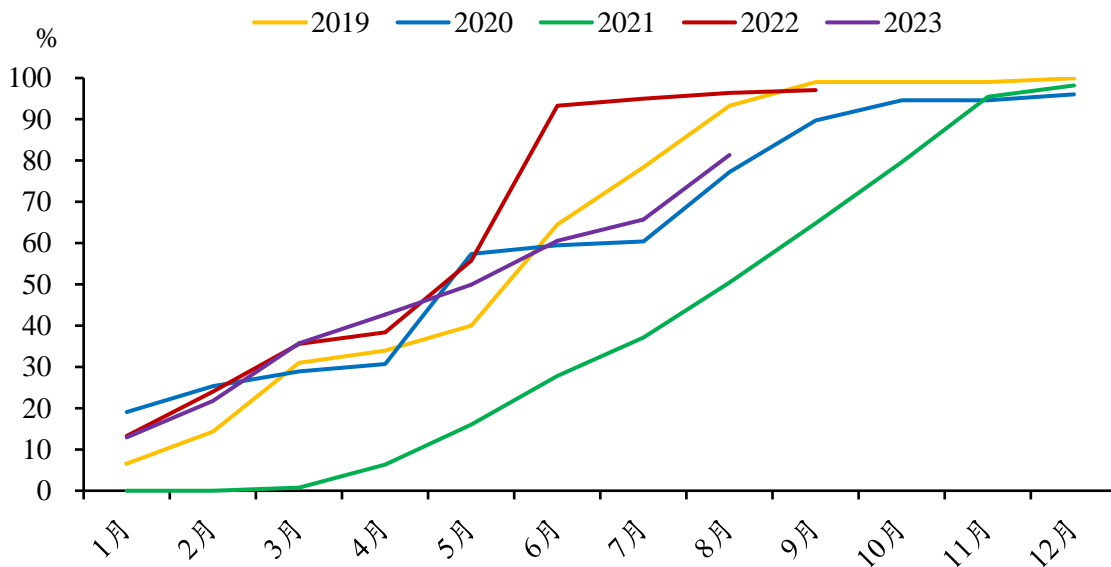
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

8月政府债券融资同比大增主要由专项债券融资大增贡献。政府债券净融资量=政府债券发行量-偿还量。今年8月专项债券净融资额6958.88亿元，而去年同期专项债券净融资额仅为1590.69亿元，8月一般债券净融资额也高于去年同期，但远远不如专项债部分。8月整个地方政府债净融资额同比多增6154.10亿元，对政府债券融资的贡献率超过了70%，其他多增部分则由国债贡献。

今年地方政府债发行节奏比去年偏慢，我们认为今年节奏是正常的，而去年的发行节奏过快。去年在上半年就基本发行完全年的新增专项债额度，去年6月底的发行进度就达到了93%，而今年6月的发行进度仅为60%。这就导致去年7-9月地方政府几乎无债可发（去年专项债结存限额集中在10月发行），而今年在监管部门要求9月底前基本发行完毕下，8月新增专项债发行量接近6000亿元。若拿今年及去年节奏和往年比较，可以发现今年节奏不紧不慢，而去年是近5年中最快的一年。综上，今年8月政府债融资同比大增主要是去年发行节奏太快所致。去年节奏过快主要是受迫于超预期因素对经济的冲击以及四季度还有增量政策工具。

图 2：今年 8 月地方政府债券融资额远高于去年同期


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：近 5 年新增专项债发行节奏


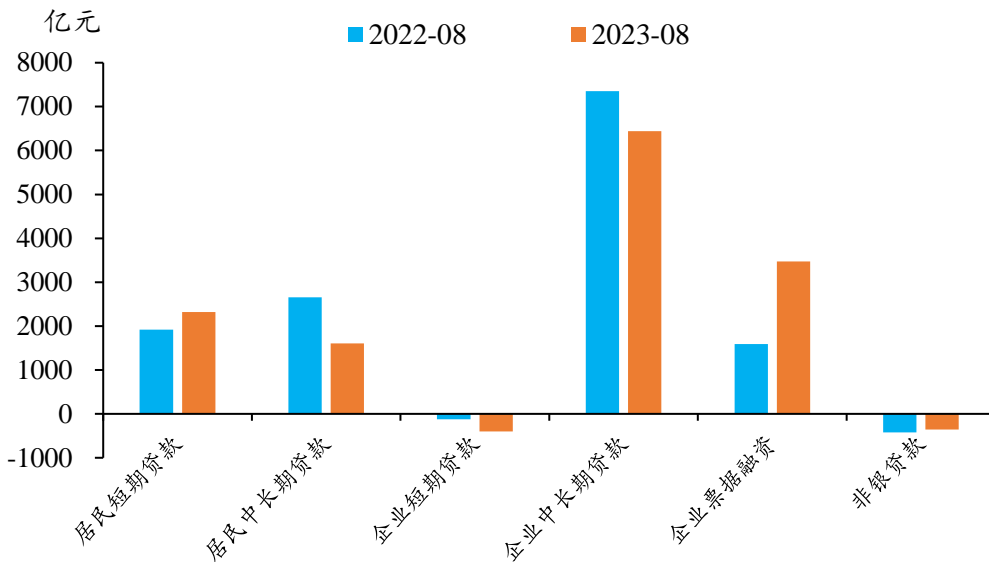
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们预计 9 月政府债券融资仍有可能同比大增，届时 9 月新增社融可能仍然表现强劲。我们计算出的去年 9 月地方政府债券净融资额只有 618.15 亿元，量不大。今年 9 月监管部门要求月底新增专项债基本发行完毕，本月新增债可能有较大的发行量（距离今年新增专项债额度基本发行完毕还差约 8000 亿元），虽然本月地方债偿还量也比去年同期多出 3187.6 亿元，但这个偿还可能主要还是靠发行再融资债，即借新债还旧债。综上，我们认为 9 月在地方债继续加速发行下，9 月新增社融可能依然表现强劲。

二、票据融资支撑信贷多增

8月企（事）业票据融资增加3472亿元，同比多增1881亿元，对新增信贷贡献最大。若剔除票据融资，信贷将同比少增1013亿元。具体看其他分项，除了居民短期贷款同比多增398亿元，居民中长期贷款、企业短期贷款、企业中长期贷款均形成拖累，分别同比少增1056亿元、同比多减280亿元、同比少增909亿元。这种情况表明市场信贷需求仍然不足，尤其反映在居民和企业的中长期贷款表现不佳。

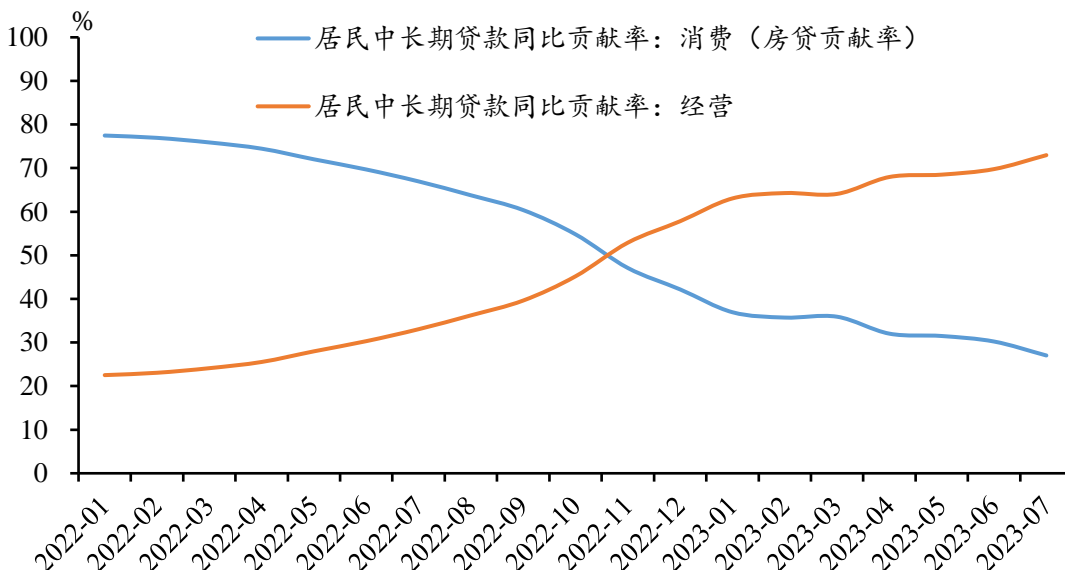
图4：8月新增信贷主要靠新增票据融资支撑



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

地产市场下行背景下，房贷对居民中长期贷款的同比贡献率越来越低。自去年11月居民中长期消费贷也就是房贷对居民中长期贷款的同比贡献率被居民中长期经营贷超越后，今年1-7月两个分项的贡献率走势越来越分化，到今年7月房贷对居民中长期贷款的同比贡献率已不足30%。虽然其绝对量仍远远多于中长期经营贷，但对增量的贡献已远不如中长期经营贷。

图5：房贷对居民中长贷的增量贡献越来越低

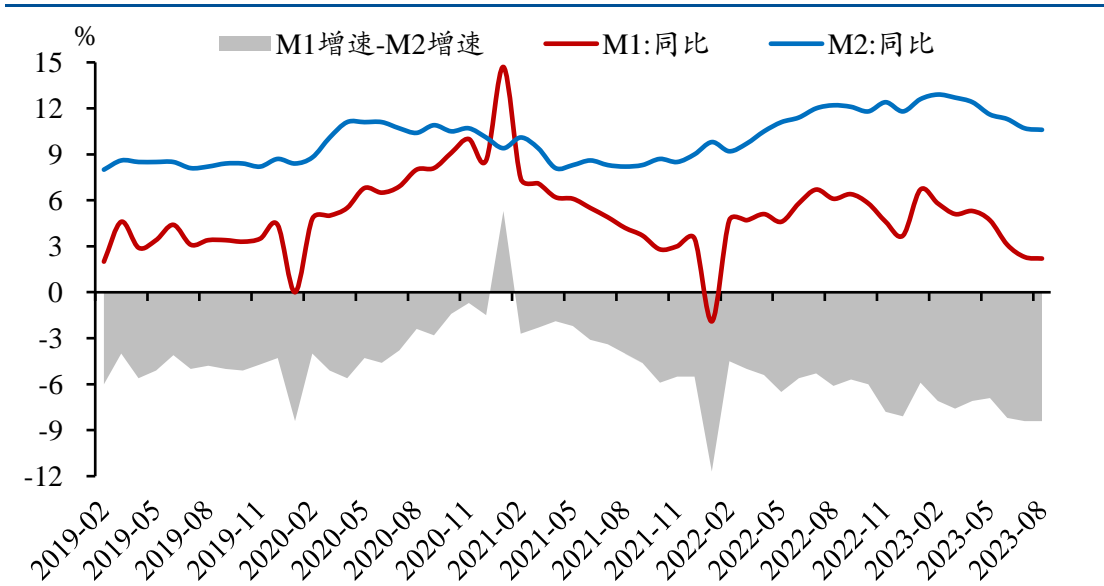


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、M1 增速仍降，经济依然缺乏活力

8 月 M1 同比增长 2.2%，增速较上月低 0.1 个百分点，较 1 月水平已累计下降 4.5 个百分点，较去年同期低 3.9 个百分点。8 月 M1 和 M2 增速剪刀差和上月持平，未见缩窄，经济活力仍然不足。

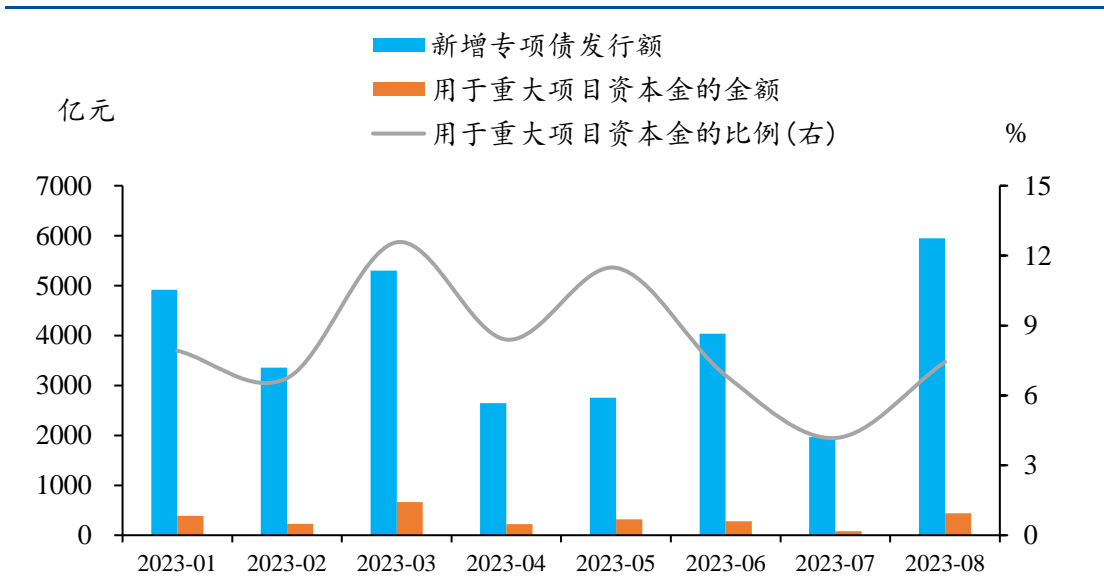
图 6：M1 增速仍在下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

政策性开发性金融工具在后续月份有望被使用来提振社融。这项工具本身用于补充重大项目资本金，资本金可以有效带动社会融资。我们认为此工具主要目的是“补充”，如果专项债用于重大项目资本金的比例明显提升至合理水平，那这项工具出台的必要性较小。但据我们统计，今年 1-8 月，该比例并不高，远未到 25% 的上限。所以该工具在后续月份仍有可能用来补充项目资本金。此工具若出台，社融尤其是企业中长贷可能会得到明显提振。

图 7：1-8 月专项债用于重大项目资本金比例仍然较低



资料来源: 中国债券信息网, 信达证券研发中心

风险因素

地方发债进度不及预期，国内政策力度不及预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究地方债和财政政策。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深300指数(以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起6个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。