

宏观数据点评

政府债券支撑社融回暖——8月货币数据点评

2023年09月12日

【事项】

- ◆ 据央行8月金融统计数据，中国8月份社会融资规模增量为3.12万亿元，较7月高2.59万亿元，较去年同期高0.65万亿元；8月末广义货币(M2)余额同比增长10.6%，较7月份低0.1个百分点；人民币贷款余额同比增长11.1%，增速较7月份低持平。

【评论】

- ◆ **专项债发行提速是社融回升主因。**8月份社融同比多增6488亿元，其中，政府债券同比多增8755亿元。上半年地方专项债发行进程落后于去年同期，当前政策明确要求今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕，因此三季度以来政府债券对社融的正向拉动明显增强，预计9月、10月专项债发行还将继续加速，对社融增量形成支撑。
- ◆ **居民、企业信贷需求整体偏弱。**一方面，居民部门中长贷同比少增，反映购房信贷需求不足。另一方面，企业短贷减少、中长贷增长的分化格局未变，且中长贷主要受政策推动，企业信贷并未完全用于生产投资，自发信贷需求仍有待提振。
- ◆ **流动性供给充足，货币活性偏低。**本月M2同比增速仍处于2017年以来较高水平，反映当前货币政策仍保持宽松；但M2-M1剪刀差延续扩大趋势，表明货币活性不足，在实体经济中传导受阻。具体表现为，居民和企业更倾向于储蓄资产，居民户、非金融性公司存款保持高增长。
- ◆ **往后看，货币政策“以我为主”，稳增长仍是首要目标，偏宽松基调不变。**一方面，对于近期人民币贬值压力，官方定调偏乐观，预计汇率问题对后续货币政策的制约较小。另一方面，国内经济修复基础仍需巩固，保持流动性合理充裕较强，预计下半年货币政策将继续向市场释放充足流动性。

【风险提示】

- ◆ 房地产信用风险外溢
- ◆ 美联储加息超预期



挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：021-23586458

相关研究

《新订单重返扩张区间，国内复苏持续——8月PMI数据点评》

2023.09.04

《经济恢复基础待加固，预计政策由观察期进入发力期——7月经济增长数据点评》

2023.08.21

《如何看待近期汇率波动，后续怎么看？》

2023.08.14

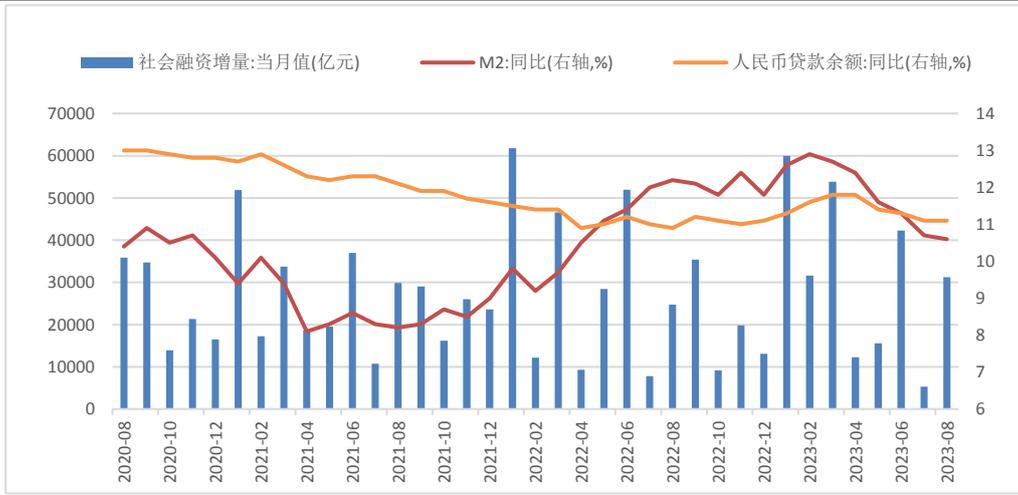
《从超大特大城市更新出发，对未来十年投资规模和发展模式进行展望》

2023.08.04

《供需趋于均衡，去库存压力边际缓解——7月PMI数据点评》

2023.08.01

图表 1：8 月份金融数据

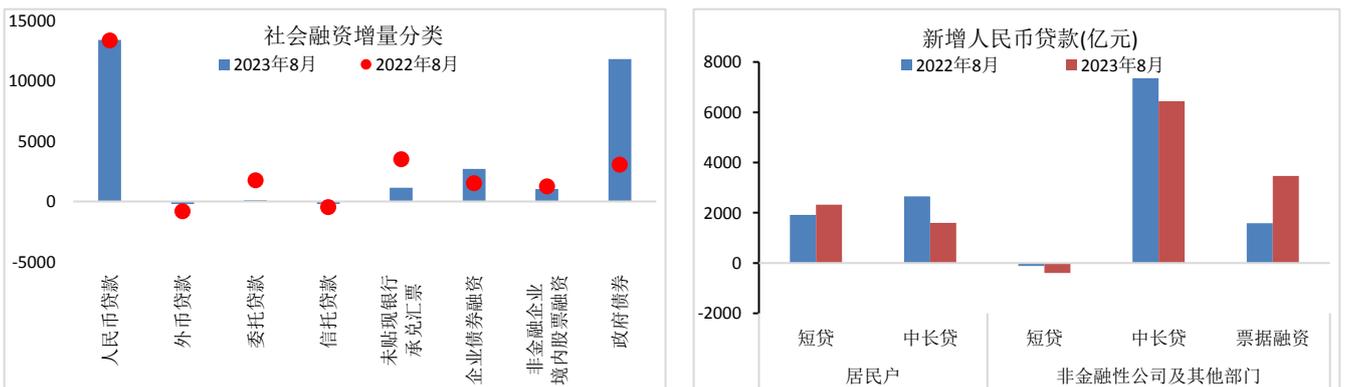


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 8 月

1、专项债发行提速是社融回升主因

政府债券同比大幅多增，基建增速有望回升。8 月份社融同比多增 6488 亿元，其中，政府债券同比多增 8755 亿元，是本月社融超预期回升的主要原因。8 月底全国人大审议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》，明确今年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在 10 月底前使用完毕。截至 2023 年 8 月，新增专项债发行规模约 3.1 万亿元，今年新增专项债额度为 3.8 万亿元，预计 9 月、10 月专项债发行继续加速，对社融增量形成支撑。政府债券是基建项目的重要资金来源，在专项债集中于三季度发力的情况下，下半年基建增速大概率回升。

图表 2：社融回升主要由于信贷、政府债券、表外融资共同发力



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 8 月

居民购房信贷需求仍偏弱。8 月份新增居民户贷款 3922 亿元，同比少增 658 亿元；其中，新增短贷 2320 亿元，同比多增 398 亿元；新增中长贷 1602 亿元，同比少增 1056 亿元。近期消费和地产领域政策力度明显加大，特别是地产领域，降低房贷利率、降低首付比例、落实“认房不认贷”三大优化方向政策陆续出台，但居民购房意愿修复缓慢，信贷端的表现则是居民部门中长贷同比少增。

企业短贷与中长贷分化，自发融资需求不足。8 月份非金融性公司及其他

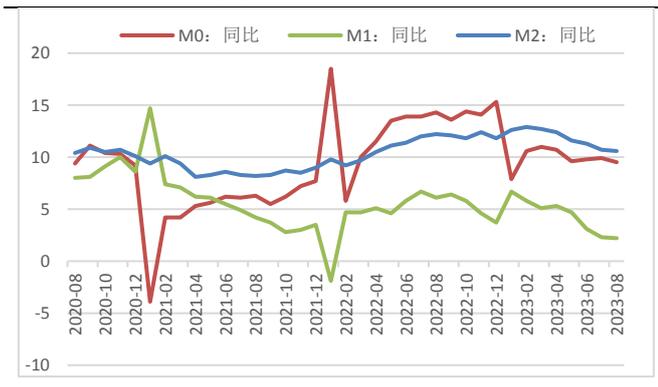
部门新增人民币贷款 9488 亿元，同比多增 738 亿元；其中，新增短期贷款-401 亿元，同比少增 280 亿元；新增中长贷 6444 亿元，同比少增 909 亿元。自 2022 年 8 月起，受益于制造业、基建、房地产等领域信贷政策支持，企业中长期贷款便出现持续多增，但由于实体需求偏弱，企业信贷并未完全用于生产投资，政策调控效果有限。

2、流动性供给充足，货币活性偏低

居民、企业储蓄意愿较强。8 月居民户新增人民币存款 7877 亿元，非金融性公司新增人民币存款 8890 亿元，均处于历史高位，反映居民和企业投资消费意愿较低，更倾向于储蓄资产。此外，财政存款减少 88 亿元，反映逆周期财政政策发力，财政支出加大。

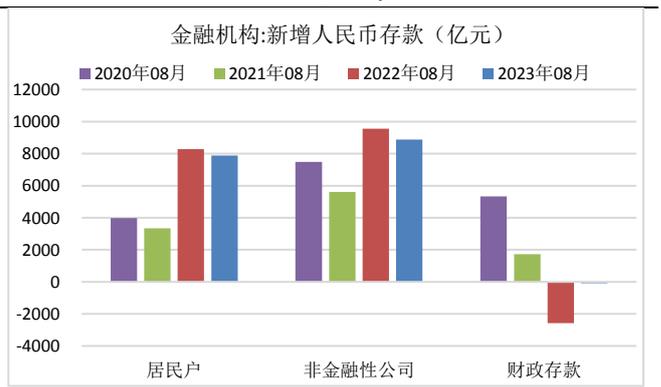
货币活性边际下降。8 月份 M0、M1、M2 同比增长 9.5%、2.2%、10.6%，较 7 月份低 0.4、0.1、0.1 个百分点。M2 仍处于 2017 年以来较高水平，反映当前货币政策宽松基调不变，但 M2-M1 剪刀差为 8.4 个百分点，处于历史高位，表明货币活性不足，在实体经济中传导受阻。

图表 3：M2 增速创新高



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 8 月

图表 4：居民、企业存款多增，财政存款少增



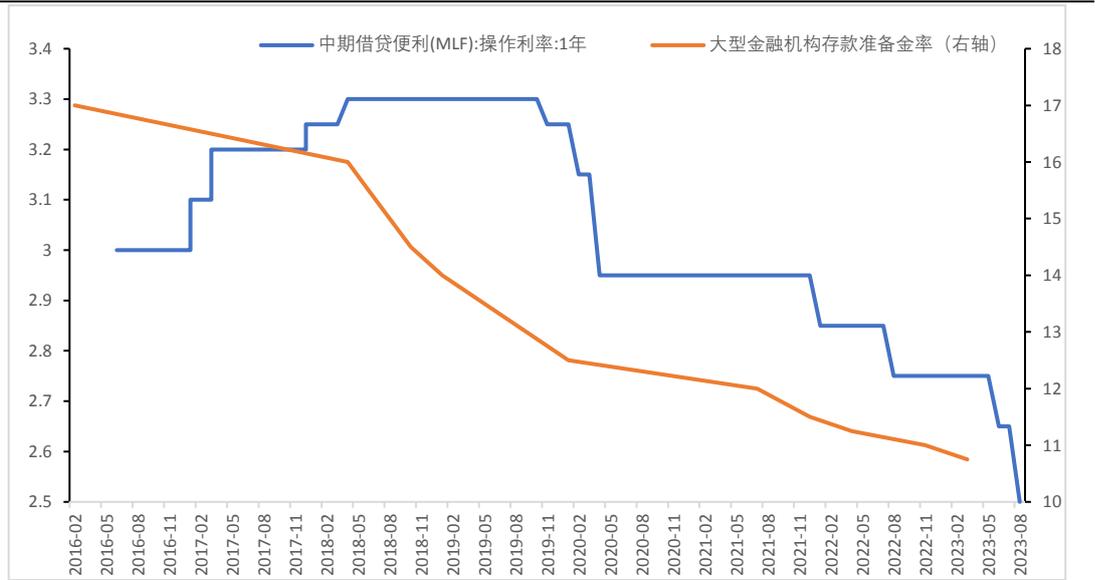
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 8 月

3、稳增长仍是首要目标，预计年内货币政策易松难紧

2022 年以来，货币政策持续宽松，累计 4 次降息、3 次降准。截至 2023 年 8 月末，1 年期 MLF 利率由 2021 年末的 2.95% 降至 2.5%，累计下调 45 个 BP；大型存款类金融机构人民币存款准备金率由 2021 年末的 11.5% 降至 10.75%，累计下调 75 个 BP。

往后看，货币政策“以我为主”，偏宽松基调不变。一方面，对于近期人民币贬值压力，9 月 11 日央行召开全国外汇市场自律机制专题会议，指出“人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定具有坚实基础”，预计汇率问题对后续货币政策的制约较小。另一方面，央行二季度货币政策执行报告对于下一阶段主要政策思路明确指出，要“保持货币信贷总量适度、节奏平稳。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕”，预计下半年货币政策将继续向市场释放充足流动性，巩固经济修复基础。

图表 5: 2022 年以来央行累计 4 次降息、3 次降准



资料来源: Choice 宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至 2023 年 8 月

【风险提示】

房地产信用风险外溢
美联储货币政策超预期

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。