



财政发力，信贷改善

——中国 8 月金融数据点评

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

宏观事件

9月11日，央行发布2023年8月金融统计数据。数据显示：社会融资规模增量3.12万亿元；人民币贷款增加1.36万亿元，同比多增868亿元；人民币存款增加1.26万亿元，其中住户存款增加7877亿元；M2同比增长10.6%，M1同比增长2.2%，M2-M1剪刀差为8.4%，较前月持平。

核心观点

■ 8月金融呈现企稳特征

负债端：实体经济短期扩张谨慎但预期有所企稳，M1同比增速回落至2.2%，但M2-M1剪刀差维持在8.4%。

资产端：8月居民和企业信贷扩张超预期，整体信贷结构相比较7月有所改善。尽管货币负债端活化度保持低位谨慎，但资产端结构特征却环比改善。

尽管地方债上半年整体发行偏慢，拖累上半年社融增速；随着9月底前完成全年新增债券发行任务，三季度地方融资将改善，8月新增1.18万亿（7月仅为0.41万亿）。

■ 关注通胀预期反弹风险

全球经济下行压力，短期关注通胀风险。2022年以来美联储持续抬升基准利率水平500个基点以上，高利率的宏观环境叠加信用评级下调对全球经济信贷扩张形成的压力预计仍将延续。短期而言，随着美联储9月加息可能的再次选择观望，可以关注美国通胀变动对于“暂停加息”预期的扰动——9月初国际油价同比增速首次转正。

在周期改善的背景下，需要关注的是初期面临的流动性扰动。下半年以来对于国内经济的宏观政策支持政策陆续发布，市场预期正在逐渐改善。在这一背景下，经济将“复苏初期”的宏观显示是内生动能依然相对疲弱，需要关注的是由于供给因素带来的通胀意外上升，对于复苏过程中的流动性环境带来挑战。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
摘要：预期改善，关注破局.....	3
增量：同比增速转正.....	4
存量：增速略有企稳.....	5
周期：关注通胀压力.....	6
相关图表	7
附录 1：2023 年 8 月金融统计数据报告	9
一、广义货币增长 10.6%.....	9
二、前八个月人民币贷款增加 17.44 万亿元.....	9
三、前八个月人民币存款增加 20.24 万亿元.....	9
四、8 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.71%，质押式债券回购月加权平均利率为 1.76%.....	9
五、8 月份经常项下跨境人民币结算金额为 13517 亿元，直接投资跨境人民币结算金额为 7141 亿元.....	10
附录 2：2023 年 8 月社会融资规模统计数据报告	11
2023 年 8 月社会融资规模存量统计数据报告	11
2023 年 8 月社会融资规模增量统计数据报告	11

图表

图 1：8 月信贷季节性恢复 单位：万亿元	4
图 2：相比较 10%信贷增速的差值 单位：%	4
图 3：2010 年 10 月以来社融存量增速放缓状态未变 单位：%/左轴，占比/右轴.....	5
图 4：中国 PPI 同比均值和企业杠杆率增速 单位：%	6
图 5：中国 PPI 同比和信贷需求强弱 单位：%	6
图 6：央行利率走廊回落 单位：%.....	7
图 7：外汇储备和经常帐 单位：%.....	7
图 8：宏观经济周期“未完成” 单位：%	7
图 9：市场流动性阶段性不再恶化 单位：%YOY	7
图 10：企业信贷同比呈现扩张 单位：万亿元	7
图 11：政府债券驱动社融总量回升 单位：万亿元	7
图 12：8 月地方债发行环比快速回升 单位：万亿元	8
图 13：人民币贷款增速短期企稳 单位：%YOY	8
图 14：资金运用层面同比等待改善 单位：万亿元	8
图 15：居民经营性贷款扩张显著 单位：万亿元	8
图 16：企业中长期贷款同比继续改善 单位：万亿元	8
图 17：表外金融继续保持修复 单位：万亿元	8
表 1：M0 增速修订 单位：%YOY.....	10

摘要：预期改善，关注破局

负债端：8月M1同比增速回落至2.2%，但M2-M1剪刀差维持在8.4%，显示出实体经济短期扩张依然谨慎但预期有所企稳的特征。一方面，经历了疫情三年的影响，实体经济的资产负债表处在疫后的修复期，在短期生产力效应有限的情况下需要时间来逐步修复资产负债表。另一方面，随着8月末以来地产政策的陆续落地，宏观稳增长政策的逐渐发力下预计市场信心将进一步改善。

资产端：8月居民和企业信贷扩张超预期，整体信贷结构相比较7月有所改善。尽管货币负债端活化度保持低位谨慎，同比少增，但资产端结构特征却环比改善——企业中长期+6444亿（2022年8月：+7353），短期-401亿（2022年8月：-121）；居民中长期+1602亿（2022年8月：+2658），短期+2320亿（2022年8月：+1922）。政府债层面，尽管地方债上半年整体发行偏慢，拖累上半年社融增速；随着9月底前完成全年新增债券发行任务，三季度地方融资将改善，8月新增1.18万亿（7月仅为0.41万亿）。

信贷回落有季节性。8月份的信贷增速虽仍低于10%的平均增速，但是转变了7月极端的偏离率（-90%），一方面由于地方债务融资开始发力，另一方面，宏观政策逐渐发力提振市场信心，居民和企业的融资逐渐同比增速开始转正。

高利率对全球经济下行压力已定价，但通胀风险值得关注。2022年以来美联储持续抬升基准利率水平500个基点以上，高利率的宏观环境叠加信用评级下调对全球经济信贷扩张形成的压力预计仍将延续。短期而言，随着美联储9月加息可能的再次选择观望，可以关注美国通胀变动对于“暂停加息”预期的扰动——9月初国际油价同比增速首次转正。

对于中国而言，在周期改善的背景下，需要关注的是初期面临的流动性扰动。下半年以来对于国内经济的宏观政策支持政策陆续发布，市场预期正在逐渐改善。在这一背景下，经济将“复苏初期”的宏观显示是内生动能依然相对疲弱，需要关注的是由于供给因素带来的通胀意外上升，对于复苏过程中的流动性环境带来挑战。

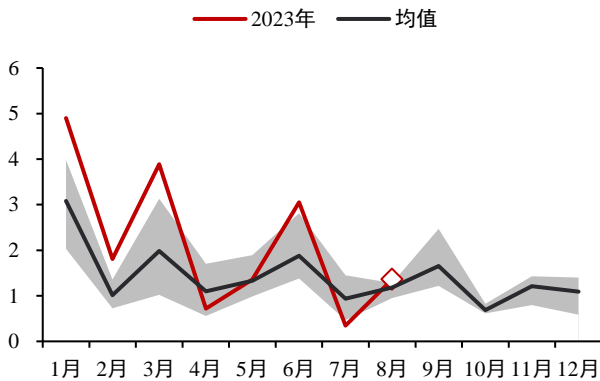
增量：同比增速转正

央行社会融资规模增量报告（见附录 2）显示，8 月份社会融资规模增量为 3.12 万亿元，比上年同期多 6316 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.34 万亿元，同比少增 102 亿元。

从季节性的角度来看（见图 1），8 月在“稳增长”政策的持续落地状态下，信贷短期出现改善。2016 年供给侧改革以来 6 月份信贷增量平均是 7 月份的 2.3 倍，2018 年受金融强监管影响仅有 1.3 倍，但 2022 年在疫情影响下最高达到了 7.5 倍。

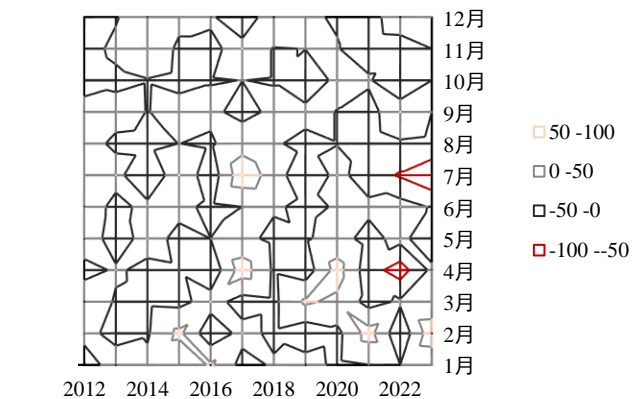
排除掉季节性效应影响后，2023 年 8 月对实体经济信贷增量出现改善。我们以 2012 年值 2022 年年度信贷增速均值 10% 为基准（其中 2012 年-2015 年均值 10.9%，2016 年-2019 年均值 10.7%，2020 年-2022 年均值 7.7%），衡量单月信贷增速的变动情况。由图 2 可知，尽管今年 7 月份的信贷增速远远低于 10% 的平均增速（差值达到了 -92%），随着“稳增长”政策的出台，8 月信贷出现改善。从趋势角度来看，虽然 8 月信贷增量同比增速回升至正增长，但由于一季度信贷的快速增加透支了部分需求，叠加 4 月政治局对经济形势较为积极的定调下，二季度处在宏观政策的调研与观察期，今年 5 月以来信贷增量依然低于历史 10% 的同比增幅。

图 1：8 月信贷季节性恢复 | 单位：万亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：相比较 10% 信贷增速的差值 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

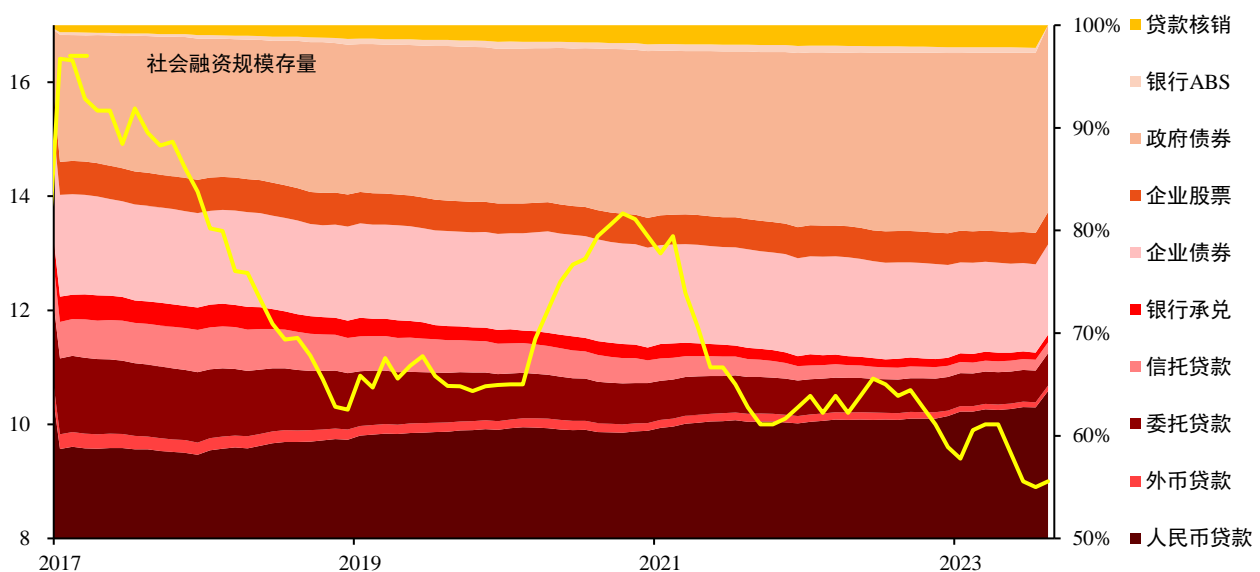
存量：增速略有企稳

央行社会融资规模存量报告（见附录 2）显示，2023 年 8 月末社会融资规模存量为 368.61 万亿元，同比增长 9%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 230.24 万亿元，同比增长 10.9%。

货币存量增速略有企稳。2016 年供给侧改革以来，国内的货币政策持续保持稳健中性的基调，最近今年总量上按照社融增速与名义 GDP 增速相匹配的要求进行。2023 年上半年国内实际 GDP 增速达到 5.5%，但在价格回落压力（GDP 一季度平减指数小幅增长 0.9%，但二季度转为下降 0.9%）下名义 GDP 增速仅有 4.9%，货币和经济增速相匹配的要求下，社融增速的回落是应有之义。8 月 9% 的增速相比较 7 月有所企稳。

关注政策发力的持续性。自供给侧改革以来，中国为应对全球总需求放缓的压力，开始了主动的结构调整。“危”总是和“机”相伴而生，适度的压力环境为经济结构的调整提供了政策空间——阻力最小的时间。当前处在 2021 年以来的经济周期下行阶段，在美联储 7 月继续加息和国际信用风险的上升预期的压力下，政策逆周期调节的需求增加；而在三年疫情对实体经济资产负债表冲击下，价格信号显示实体经济的信心有待提振，实体信心的不足拖累一般物价水平陷入到“缩”的状态，需要新的变量发力来稳住这种下行预期——2016 年是美联储开始加息背后的全球经济复苏提供的“出口-制造业”循环，叠加供给侧改革收缩供给带来的价格改善。

图 3：2010 年 10 月以来社融存量增速放缓状态未变 | 单位：%/左轴，占比/右轴



数据来源：Wind 华泰期货研究院估计

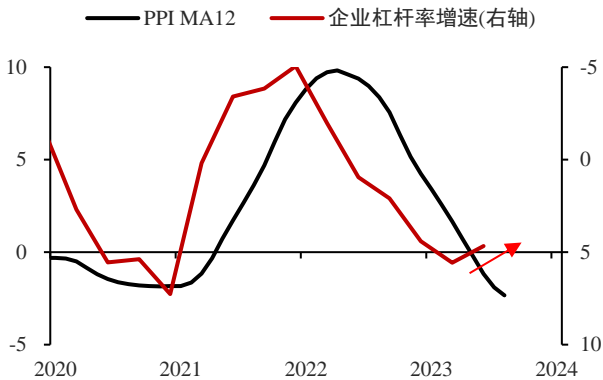
周期：关注通胀压力

高利率对全球经济下行压力已定价，但通胀风险值得关注。2022 年以来美联储持续抬升基准利率水平 500 个基点以上，高利率的宏观环境叠加信用评级下调对全球经济信贷扩张形成的压力预计仍将延续。短期而言，随着美联储 9 月加息可能的再次选择观望，可以关注美国通胀变动对于“暂停加息”预期的扰动——9 月初国际油价同比增速首次转正。

美国：短期关注通胀上行压力。随着美联储持续加息对于需求负面影响逐渐显现，核心通胀回落的风险预计逐渐增强；但是通胀的波动项——能源价格的风险正在逐渐上升，在油价同比增速转正的背景下，对于通胀的短期影响预计将增强，继而驱动长端利率继续呈现出陡峭化特征，增加长债的利率对冲需求。

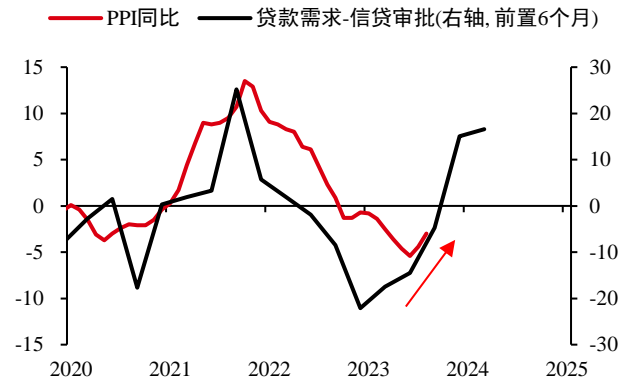
中国：周期改善下关注流动性扰动。下半年以来对于国内经济的宏观政策支持政策陆续发布，市场预期正在逐渐改善。在这一背景下，经济将“复苏初期”的宏观显示是内生动能依然相对疲弱，需要关注的是由于供给因素带来的通胀意外上升，对于复苏过程中的流动性环境带来挑战。

图 4：中国 PPI 同比均值和企业杠杆率增速 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

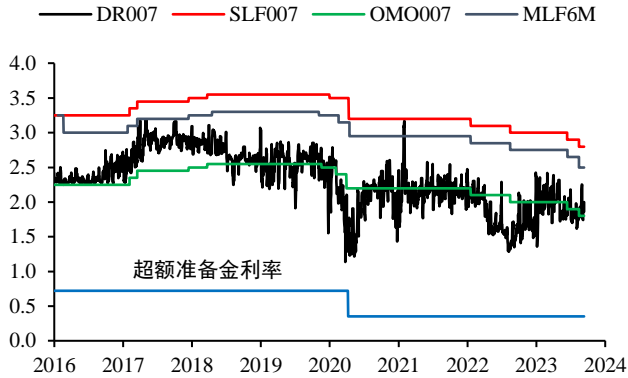
图 5：中国 PPI 同比和信贷需求强弱 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

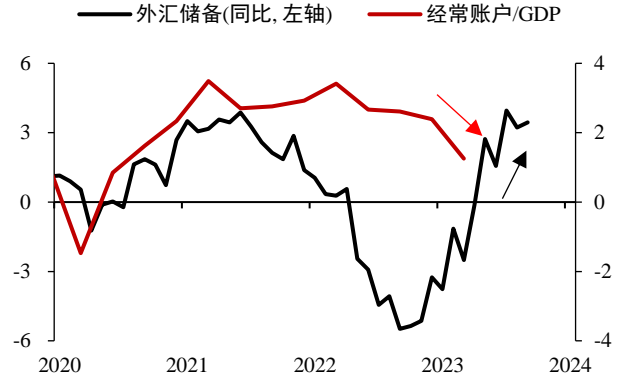
相关图表

图 6: 央行利率走廊回落 | 单位: %



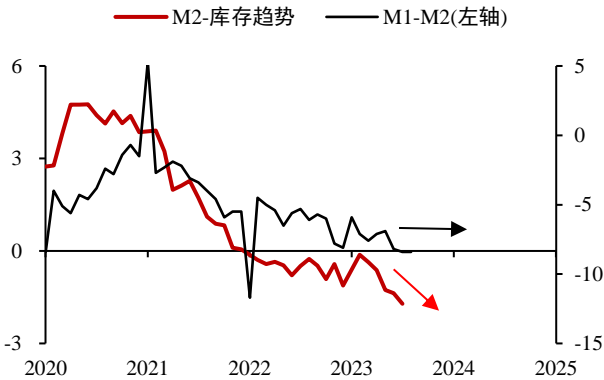
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 外汇储备和经常帐 | 单位: %



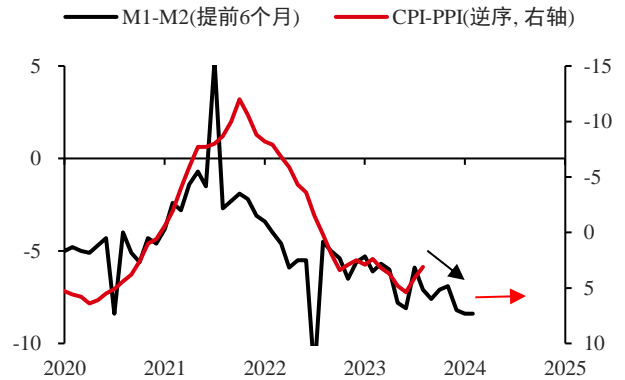
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 宏观经济周期“未完成” | 单位: %



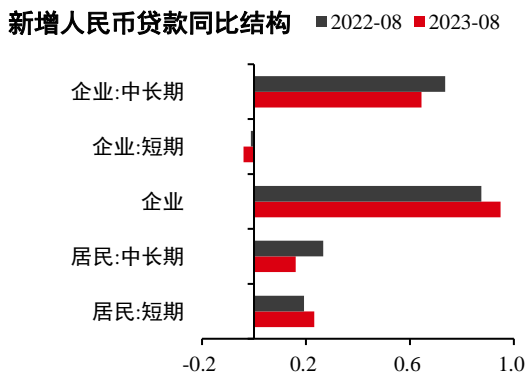
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 市场流动性阶段性不再恶化 | 单位: %YOY



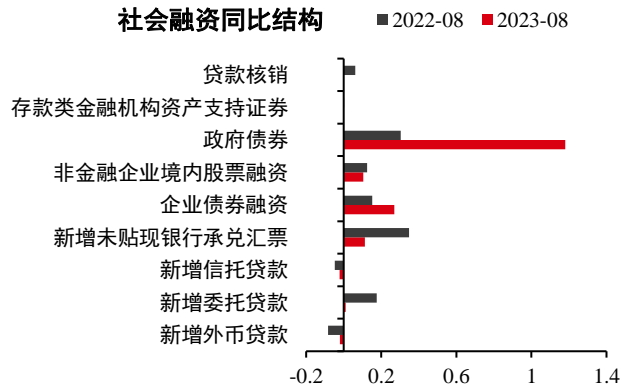
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 企业信贷同比呈现扩张 | 单位: 万亿元



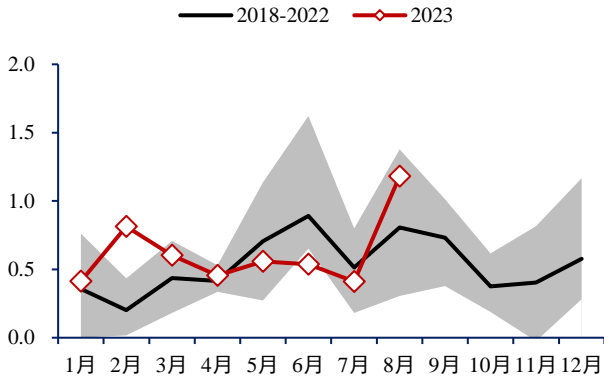
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 政府债券驱动社融总量回升 | 单位: 万亿元



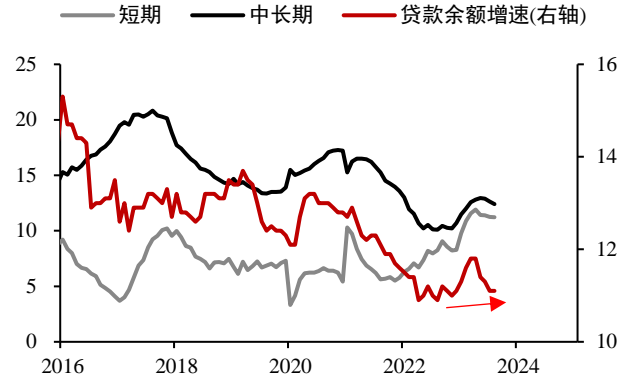
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 8月地方债发行环比快速回升 | 单位: 万亿元



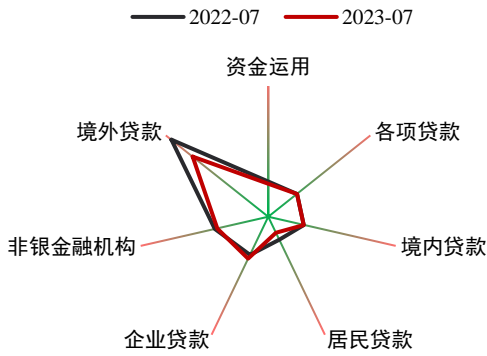
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 人民币贷款增速短期企稳 | 单位: %YOY



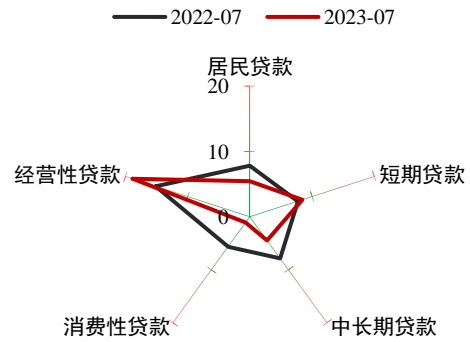
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 资金运用层面同比等待改善 | 单位: 万亿元



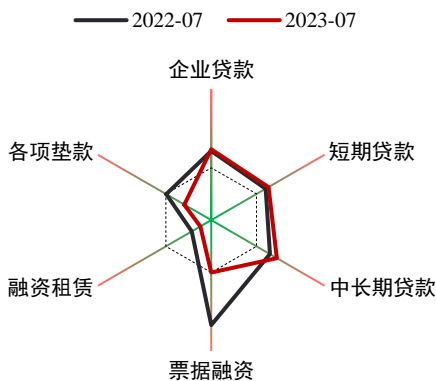
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 居民经营性贷款扩张显著 | 单位: 万亿元



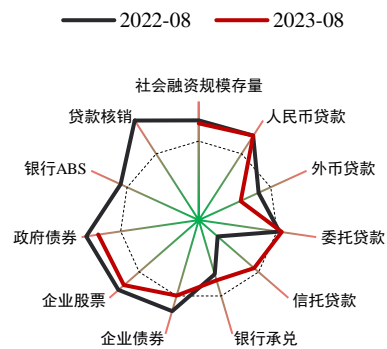
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 企业中长期贷款同比继续改善 | 单位: 万亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 表外金融继续保持修复 | 单位: 万亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

附录 1：2023 年 8 月金融统计数据报告¹

一、广义货币增长 10.6%

8 月末，广义货币(M2)余额 286.93 万亿元，同比增长 10.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 1.6 个百分点。狭义货币(M1)余额 67.96 万亿元，同比增长 2.2%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 3.9 个百分点。流通中货币(M0)余额 10.65 万亿元，同比增长 9.5%。当月净投放现金 386 亿元。

二、前八个月人民币贷款增加 17.44 万亿元

8 月末，本外币贷款余额 237.23 万亿元，同比增长 10.5%。人民币贷款余额 232.28 万亿元，同比增长 11.1%，增速与上月末持平，比上年同期高 0.1 个百分点。

前八个月人民币贷款增加 17.44 万亿元，同比多增 1.76 万亿元。8 月份人民币贷款增加 1.36 万亿元，同比多增 868 亿元。分部门看，住户贷款增加 3922 亿元，其中，短期贷款增加 2320 亿元，中长期贷款增加 1602 亿元；企（事）业单位贷款增加 9488 亿元，其中，短期贷款减少 401 亿元，中长期贷款增加 6444 亿元，票据融资增加 3472 亿元；非银行业金融机构贷款减少 358 亿元。

8 月末，外币贷款余额 6890 亿美元，同比下降 16.7%。前八个月外币贷款减少 526 亿美元，同比少减 333 亿美元。8 月份外币贷款减少 125 亿美元，同比少减 222 亿美元。

三、前八个月人民币存款增加 20.24 万亿元

8 月末，本外币存款余额 284.47 万亿元，同比增长 10%。人民币存款余额 278.76 万亿元，同比增长 10.5%，增速与上月末持平，比上年同期低 0.8 个百分点。

前八个月人民币存款增加 20.24 万亿元，同比多增 1158 亿元。8 月份人民币存款增加 1.26 万亿元，同比少增 132 亿元。其中，住户存款增加 7877 亿元，非金融企业存款增加 8890 亿元，财政性存款减少 88 亿元，非银行业金融机构存款减少 7322 亿元。

8 月末，外币存款余额 7954 亿美元，同比下降 12.7%。前八个月外币存款减少 585 亿美元，同比少减 272 亿美元。8 月份外币存款减少 264 亿美元，同比少减 161 亿美元。

四、8 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.71%，质押式债券回购月加权平均利率为 1.76%

8 月份银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 214 万亿元，日均成交 9.3

¹ 参考：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5061598/index.html>

万亿元，日均成交同比增长 8%。其中，同业拆借日均成交同比下降 24.9%，现券日均成交同比增长 8.4%，质押式回购日均成交同比增长 11.7%。

8 月份同业拆借加权平均利率为 1.71%，分别比上月和上年同期高 0.22 个和 0.48 个百分点。质押式回购加权平均利率为 1.76%，分别比上月和上年同期高 0.23 个和 0.52 个百分点。

五、8 月份经常项下跨境人民币结算金额为 13517 亿元，直接投资跨境人民币结算金额为 7141 亿元

8 月份，经常项下跨境人民币结算金额为 13517 亿元，其中货物贸易、服务贸易及其他经常项目分别为 10462 亿元、3055 亿元；直接投资跨境人民币结算金额为 7141 亿元，其中对外直接投资、外商直接投资分别为 2759 亿元、4382 亿元。

注 1：当期数据为初步数。

注 2：自 2015 年起，人民币、外币和本外币存款含非银行业金融机构存放款项，人民币、外币和本外币贷款含拆放给非银行业金融机构的款项。

注 3：报告中的企（事）业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

注 4：自 2022 年 12 月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。12 月末流通中数字人民币余额为 136.1 亿元。修订后，2022 年各月末 M1、M2 增速无明显变化。修订后 M0 增速如下：

表 1: M0 增速修订 | 单位：%YOY

	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06
流通中货币(M0)	18.50%	5.80%	10.00%	11.50%	13.50%	13.90%
	2022.07	2022.08	2022.09	2022.1	2022.11	2022.12
流通中货币(M0)	13.90%	14.30%	13.60%	14.40%	14.10%	15.30%

资料来源：中国人民银行

注 5：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。2023 年 1 月末，三类机构贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；存款余额 222 亿元，当月增加 27 亿元。文中数据均按可比口径计算。

附录 2：2023 年 8 月社会融资规模统计数据报告

2023 年 8 月社会融资规模存量统计数据报告²

初步统计，2023 年 8 月末社会融资规模存量为 368.61 万亿元，同比增长 9%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 230.24 万亿元，同比增长 10.9%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.82 万亿元，同比下降 16.8%；委托贷款余额为 11.33 万亿元，同比增长 2.4%；信托贷款余额为 3.77 万亿元，同比下降 2.9%；未贴现的银行承兑汇票余额为 2.67 万亿元，同比下降 8.2%；企业债券余额为 31.46 万亿元，同比下降 0.2%；政府债券余额为 65.15 万亿元，同比增长 11.5%；非金融企业境内股票余额为 11.28 万亿元，同比增长 10.2%。

从结构看，8 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 62.5%，同比高 1.1 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.5%，同比低 0.1 个百分点；委托贷款余额占比 3.1%，同比低 0.2 个百分点；信托贷款余额占比 1%，同比低 0.1 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 0.7%，同比低 0.2 个百分点；企业债券余额占比 8.5%，同比低 0.8 个百分点；政府债券余额占比 17.7%，同比高 0.4 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3.1%，同比高 0.1 个百分点。

注 1：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。2023 年 1 月末，上述三类机构对实体经济发放的人民币贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；贷款核销余额 1706 亿元，当月增加 30 亿元。文中数据均按可比口径计算。

2023 年 8 月社会融资规模增量统计数据报告³

初步统计，2023 年前八个月社会融资规模增量累计为 25.21 万亿元，比上年同期多 8420

² 参考：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5061586/index.html>

³ 参考：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5061583/index.html>

亿元。8 月份社会融资规模增量为 3.12 万亿元，比上年同期多 6316 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.34 万亿元，同比少增 102 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 201 亿元，同比少减 625 亿元；委托贷款增加 97 亿元，同比少增 1658 亿元；信托贷款减少 221 亿元，同比少减 251 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1129 亿元，同比少增 2357 亿元；企业债券净融资 2698 亿元，同比多 1186 亿元；政府债券净融资 1.18 万亿元，同比多 8714 亿元；非金融企业境内股票融资 1036 亿元，同比少 215 亿元。

注 1：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。2023 年 1 月末，上述三类机构对实体经济发放的人民币贷款余额 8410 亿元，当月增加 57 亿元；贷款核销余额 1706 亿元，当月增加 30 亿元。文中数据均按可比口径计算。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com