

8月金融数据点评：政策效果的持续性有待观察



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004

投资要点：

政府债错位发行，支撑社融总量超预期。8月新增社融3.12万亿，同比多增6488亿，存量规模同比增长9.0%，为二季度以来首次环比回升。或指向接连出台的稳增长政策发力效果在8月初步体现。结构上看，政府债券错位发行是主要拉动项。政府债券当月新增1.18万亿，同比多增8755亿，8月以来，财政部指导地方加快专项债券发行使用节奏，要求力争新增专项债9月底前基本发行完毕。预计后续政府债或将继续对社融提供支撑。

信贷整体回暖，但结构仍然脆弱。当月新增人民币贷款1.36万亿，同比多增1100亿。虽然整体上同比多增再度转正，指向信贷开始边际回暖；但结构上票据冲量特征仍然显著，居民中长贷再度弱于季节性，企业融资意愿、居民提前还贷均未有明显改善，或更多指向当前信贷结构仍然较为脆弱，向上动能有待确认。

M0、M1、M2增速均下滑。①M2方面，居民存款和企业存款同比少增共同导致M2增速下滑至10.6%。②M1方面，M0增速下滑0.4个百分点至9.5%则是造成M1增速下滑至2.2%的主因。③存款方面有两点值得注意：一是居民存款增加或更多是转换成了定期存款。可能是居民端收入和财富增长预期较弱、理财端收益不佳、消费端意愿偏弱、地产端持续低迷的集中体现；二是企业活存增速仍然处于1%的历史低位，未能为M1做出正向贡献，或指向今年以来活期存款定期化的现象未见缓解，企业经营活力有待增强。

政策发力效果的持续性有待观察。结构上看，一方面政府债券错位发行对社融形成支撑，客观上难言超出市场预期；另一方面信贷内部，票据冲量显著、居民中长贷弱于季节性，信贷结构未有明显改善。二者均指向社融结构仍然较为脆弱。往前看，8月底地产政策组合拳相继落地，随着政策细则推出落地，政策执行效果以及市场改善情况有待进一步观察。总体而言，短期看社融结构依然脆弱，政策持续巩固与呵护仍然较为关键。

风险提示：库存周期去化过程超预期；房地产市场回落超预期；化债政策不及预期；财政政策货币政策稳增长不及预期。

相关报告

8月美国非农：就业市场首现松弛迹象

2023.09.07

8月PMI数据解读：库存周期拐点或已出现

2023.09.06

美国居民超储耗尽，学贷重启是否意味着弱消费在即？

2023.09.05

目 录

1. 社融：政府债错位发行，支撑社融总量超预期	4
1.1 直接融资发力，社融增速重回 9% 增长区间	4
1.2 信贷企稳，财政扩张，表外走弱	4
2. 信贷：总量边际改善，结构仍然脆弱	6
2.1 企业部门：短贷走弱，中长贷强于季节性，展现一定韧性	7
2.2 居民部门：提前还贷现象未见明显缓解	8
3. M1 低位运行，M1、M2 剪刀差持平	9
3.1 居民、企业存款减少，M1、M2 剪刀差持平	9
3.2 政策发力效果有所体现，后续巩固呵护仍然关键	11
4. 风险提示	11

图目录

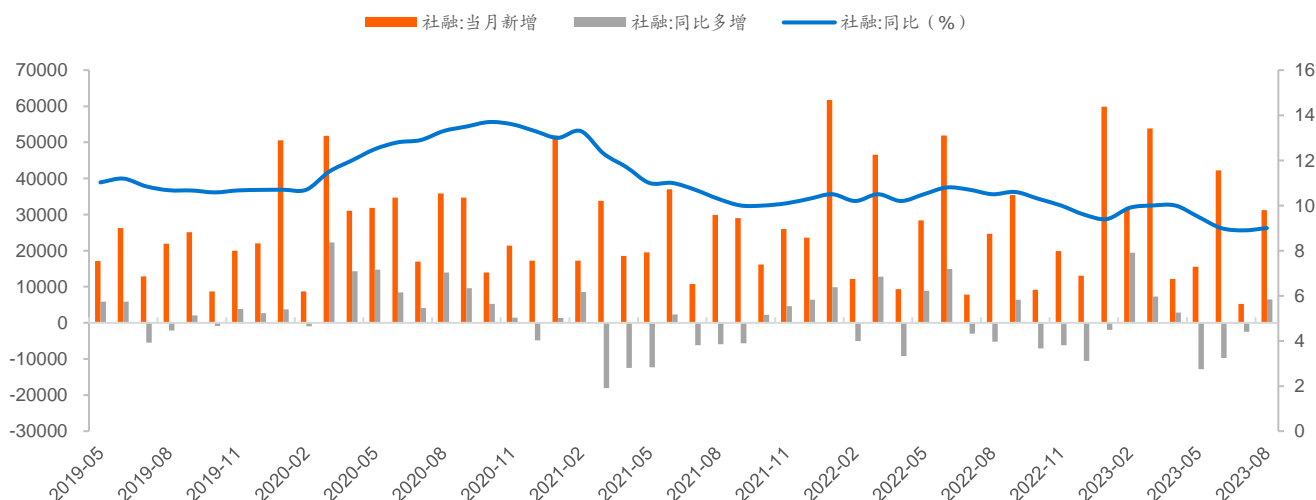
图 1	直接融资发力，社融增速重回 9% 增长区间（亿元）	4
图 2	8 月直接融资是社融当月新增的主要贡献（亿元）	5
图 3	错位效应导致专项债发行增速边际回升（亿元）	5
图 4	外币贷款同比和进口金额同比背离	6
图 5	城投债收益率下降（%）	6
图 6	8 月新增人民币贷款整体回暖（亿元）	7
图 7	8 月信贷结构上仍呈现出一定的脆弱性（亿元）	7
图 8	企业短贷与产成品库存存在一定相关性（%）	8
图 9	企业部门中长期贷款同比少增（亿元）	8
图 10	企业部门短期贷款同比少增（亿元）	8
图 11	8 月 PMI 多数分项改善	8
图 12	规上工业企业营收、利润企稳回升（亿元）	8
图 13	居民部门中长期贷款同比少增（亿元）	9
图 14	居民部门短期贷款同比多增（亿元）	9
图 15	个人房贷二季度进入负增长区间（%）	9
图 16	个人短期经营贷和早偿率之间存在较强相关性	9
图 17	M1、M2 剪刀差持平（%）	10
图 18	居民、企业存款减少（亿元）	10
图 19	企业活存持续低迷，导致 M1 增速续降（%）	10
图 20	居民和单位定存增速显著高于居民和企业活存增速（%）	11

1. 社融：政府债错位发行，支撑社融总量超预期

1.1 直接融资发力，社融增速重回 9% 增长区间

社融边际回暖，增速重回 9.0%，债券融资是主要贡献。8 月新增社融 3.12 万亿，同比多增 6488 亿，存量规模同比增长 9.0%，为二季度以来首次环比回升。我们在前期报告《政策端发力必要性进一步凸显》中提到，当前社融基础脆弱、结构不佳，后续专项债加速发行、降准降息、以及降低首套房首付比例、存量房贷利率等政策推出的必要性进一步凸显。当月社融总量新增超出预期，或指向接连出台的稳增长政策发力效果初步在 8 月金融数据中得到体现。从结构上看，直接融资是当月社融的主要拉动项；而表外融资则是当月社融的主要拖累项。

图1 直接融资发力，社融增速重回 9% 增长区间（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

1.2 信贷企稳，财政扩张，表外走弱

人民币贷款同比由负转正。8 月社融口径新增人民币贷款 1.34 万亿，同比基本持平，小幅多增 56 亿，但相对于 7 月信贷的超预期走弱，本月信贷数据修正释放出一定积极信号。数据同环比均改善，我们认为可能有两点原因：一是“透支”效应渐退。6 月信贷冲量“透支”了部分 7 月需求，“透支”效应在 8 月边际缓和；二是供给端加大了支持力度。8 月以来央行先后调降 MLF、OMO 等利率，宽信用政策再度发力。

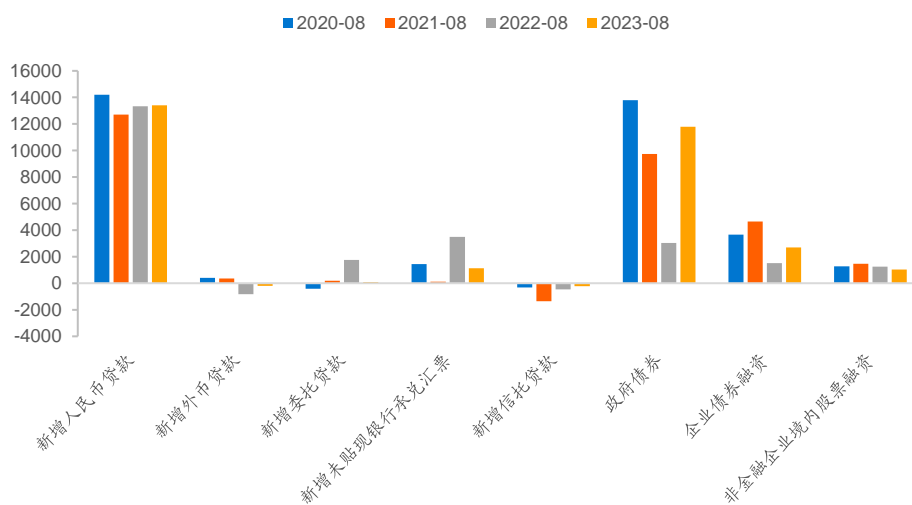
政府债券同比大幅多增是主要拉动项。政府债券当月新增 1.18 万亿，同比多增 8755 亿，指向三季度以来积极的财政政策进一步加力提效。结合专项债发行来看，8 月新增专项债 5946 亿，同比多增 5430 亿。主要是专项债去年发行节奏靠前，今年发行节奏偏后导致的错位效应；8 月以来，财政部指导地方加快专项债券发行使用节奏，要求力争新增专项债 9 月底前基本发行完毕。预计后续政府债或将继续对社融提供支撑。

外币贷款持续同比多增。外币贷款当月新增-201 亿，同比多增 625 亿；历史上看，这一分项指标通常与进口同比增速趋势关联性较强，但自 2021 年一季度以来二者走势开始背离，或指向加息周期下，海外央行货币政策变化对外币贷款需求的影响更为显著。现阶段美联储加息预期不断变化，人民币汇率波动加大，导致外币贷款波动明显放大。7 月以来，美国就业数据转弱，通胀数据阶段性缓和，加息预期减弱或引导外币需求走强。

企业债同比继续多增。企业债券当月新增 2698 亿，同比多增 1186 亿，连续第三个月多增。一是去年同期基数较低；二是政策支持力度边际提升。①央行在《2023 年第二季度中国货币政策执行报告》中强调“推进民营企业债券融资支持工具扩容增量，强化债券市场支持实体经济”；②7 月政治局会议以来，一揽子化债政策预期缓解城投风险一定程度提振了市场信心。二者或共同指向在政策鼓励和信用债收益率明显下降的环境下，债券与信贷融资的比价优势逐步回归。

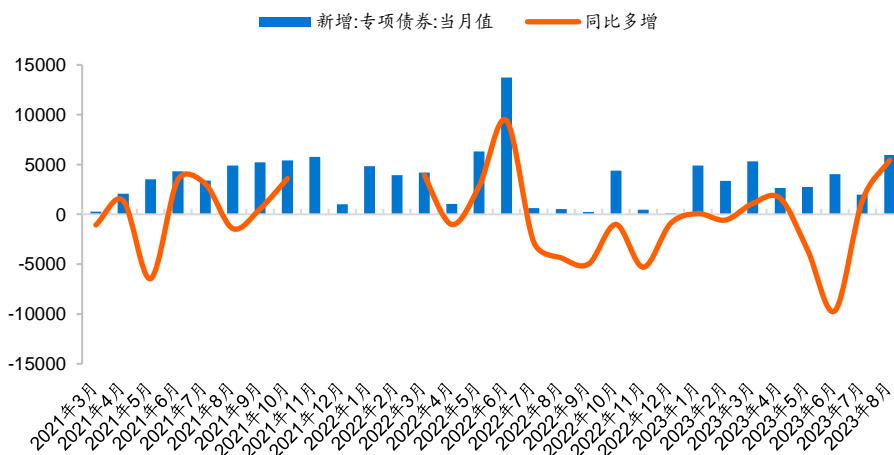
表外融资为本月社融最大拖累项。委托贷款当月新增 97 亿，同比少增 1658 亿，主要是受到基数效应的影响。去年同期 3000 亿政策性开发性金融工具基本投放完毕，大部分用作重点领域基建项目资本金，带动基建配套融资同步大幅好转，造成了较高基数；未贴现银行承兑汇票当月新增 1129 亿，同比少增 2357 亿，表外票据融资规模偏低，票据融资流向表内，或指向考核压力下银行冲量诉求仍未缓解。

图2 8月直接融资是社融当月新增的主要贡献（亿元）



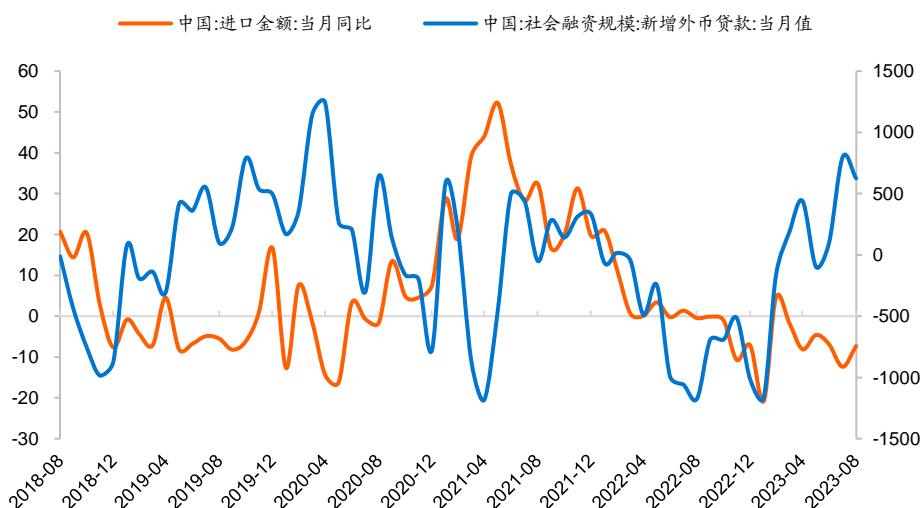
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 错位效应导致专项债发行增速边际回升（亿元）



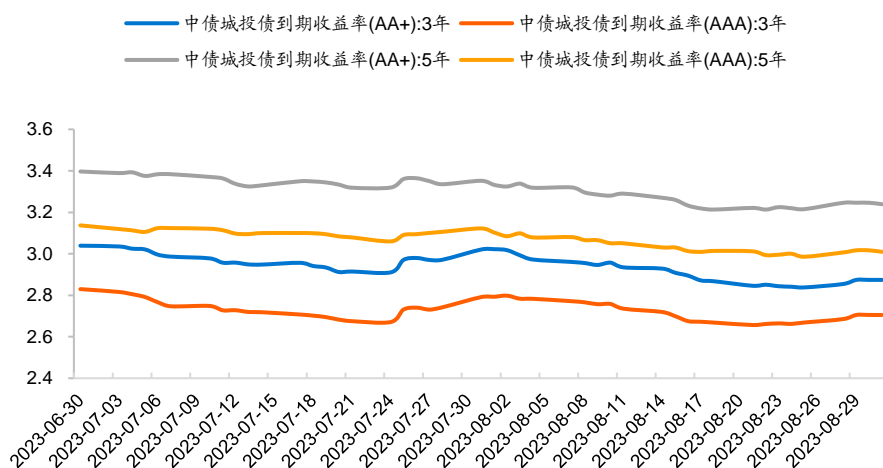
资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 外币贷款同比和进口金额同比背离



资料来源：Wind，联储证券研究院

图5 城投债收益率下降（%）

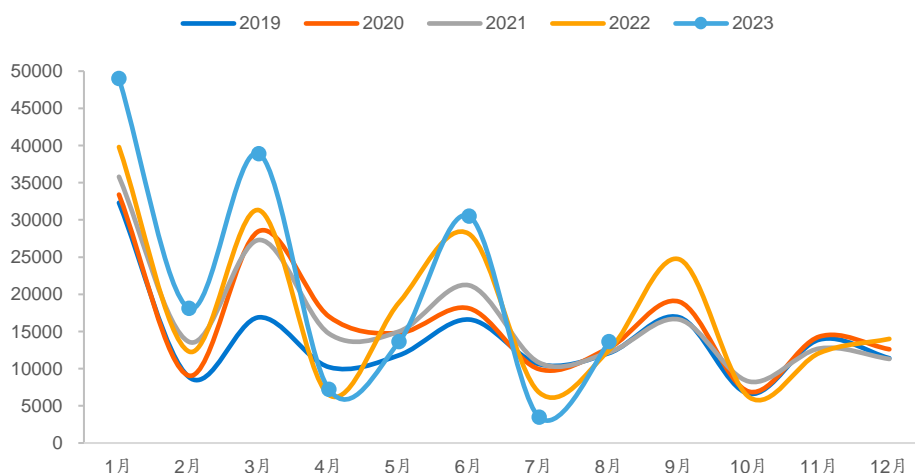


资料来源：Wind，联储证券研究院

2. 信贷：总量边际改善，结构仍然脆弱

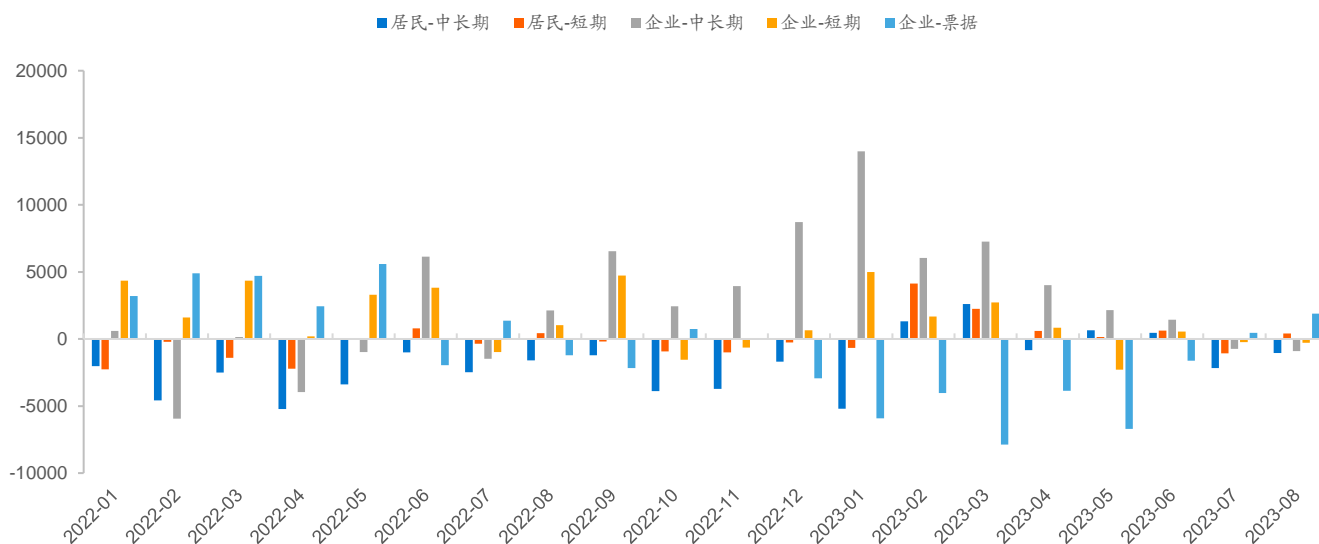
信贷整体回暖，但结构仍然脆弱。金融机构当月新增人民币贷款 1.36 万亿，同比多增 1100 亿。虽然整体上同比多增再度转正，指向信贷开始边际回暖；但结构上票据冲量特征仍然显著，企业短贷、居民中长贷仍然弱于季节性，或更多指向当前信贷结构仍然较为脆弱，向上持续性有待确认。后续仍需观察相关政策组合拳的落地效果，政策的持续呵护仍然关键。

图6 8月新增人民币贷款整体回暖（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 8月信贷结构上仍呈现出一定的脆弱性（亿元）



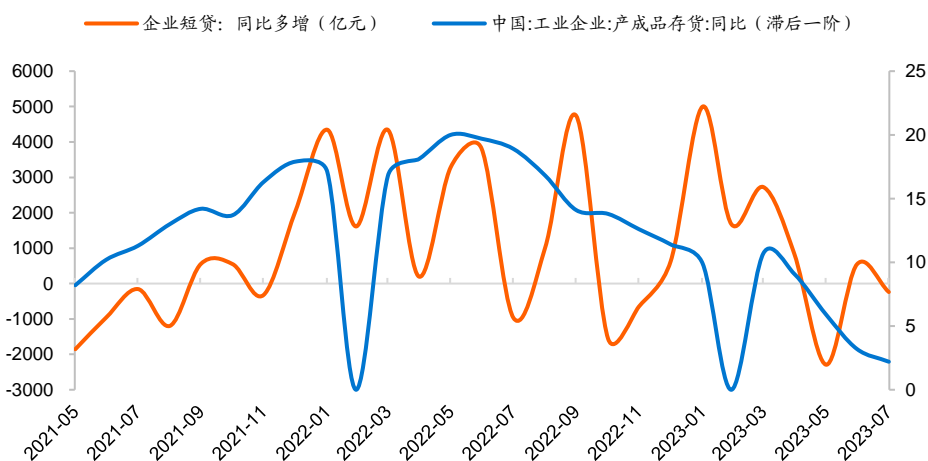
资料来源：Wind，联储证券研究院

2.1 企业部门：短贷走弱，中长贷强于季节性，展现一定韧性

企业短贷持续弱于季节性。企业部门短期贷款当月新增-401亿，同比少增280亿，处于5年内较低水平。或指向受到库存周期影响，在库存去化背景下，企业产成品库存增速持续回落，低库存下，企业用于短期周转的资金需求有所下降。

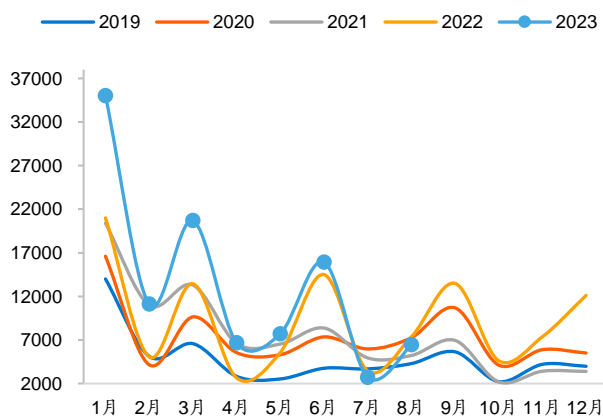
企业中长贷同比仍少增，但从季节性来看，具备一定韧性。企业中长期贷款当月新增6444亿，同比减少909亿。新增规模高于过去5年均值，同比少增幅度有所扩大，主要是去年二季度以来专项债发行前置，以及政策性金融工具高效落地带来基建等领域融资好转造成的较高基数所致。往前看，一方面8月PMI多数分项回升，内需改善、价格回暖、生产同步走强、库存有所回补；另一方面7月规上工业企业营收、利润双双抬升。二者均指向企业去库意愿有所淡化，去库带来的景气加速下滑暂告段落，经济底部企稳回升迹象开始显现。此外，结合去年经验来看，专项债发行完毕后，政策性金融工具推出也值得预期。所以未来实体经济资本开支和融资意愿或逐步增强，企业中长贷有望企稳。

图8 企业短贷与产成品库存存在一定相关性 (%)



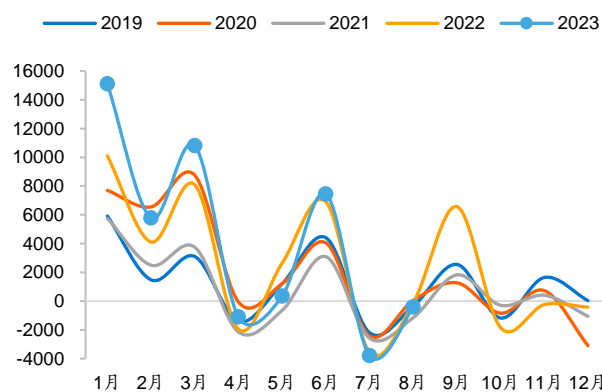
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图9 企业部门中长期贷款同比少增 (亿元)



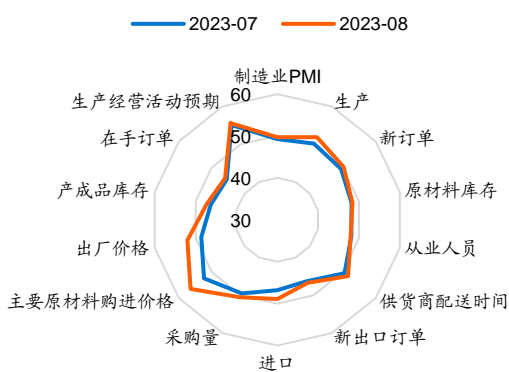
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图10 企业部门短期贷款同比少增 (亿元)



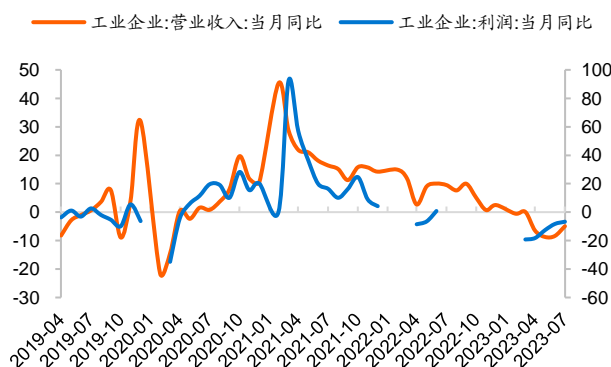
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图11 8月 PMI 多数分项改善



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图12 规上工业企业营收、利润企稳回升 (亿元)



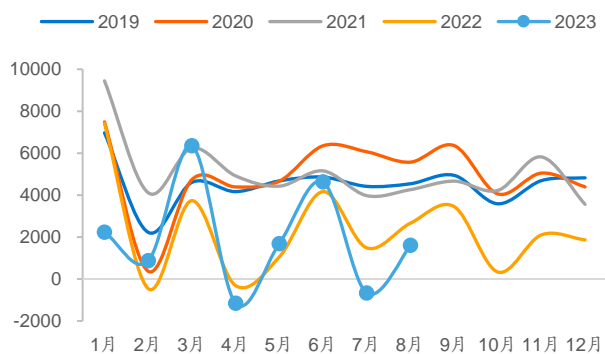
资料来源: Wind, 联储证券研究院

2.2 居民部门: 提前还贷现象未见明显缓解

居民部门中长贷仍然较弱。居民部门中长期贷款当月新增 1602 亿, 同比减少 1056 亿, 连续第二个月显著弱于季节性。我们认为有两点值得注意: 一是需求端地产政策调整有效性需持续观察。存量房贷利率较其他资产配置的收益率可能仍然较高, 二季度房

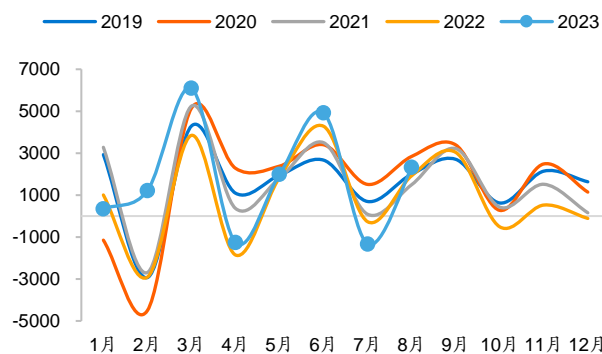
贷增速进入负增长区间，结合早偿率仍处于高位来看，三季度居民规避较高利率加点，提前还贷现象改善不明显；二是在早偿方式上，不排除用较低利率的短期经营贷去置换房贷。自 2021 年 10 月以来个人短期经营贷款和早偿率确实存在较高的相关性。往前看，8 月地产政策密集调整，后续随着降低存量房贷利率、认房不认贷等政策陆续推进落地，地产热度有望回升，房贷偿还速度可能放缓，或将带动居民中长贷边际改善。此外，居民部门短期贷款当月新增 2320 亿，同比多增 398 亿，或指向暑假期间消费仍然较为强劲。

图13 居民部门中长期贷款同比少增（亿元）



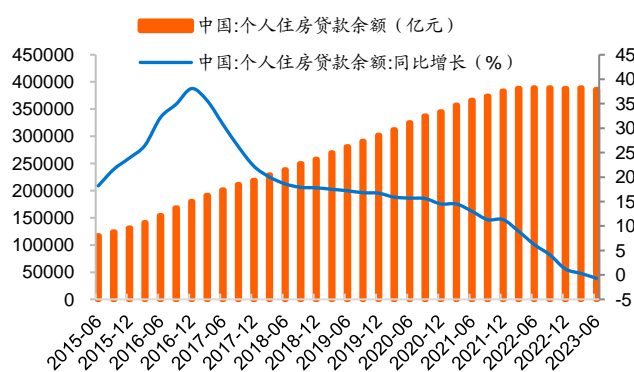
资料来源：Wind，联储证券研究院

图14 居民部门短期贷款同比多增（亿元）



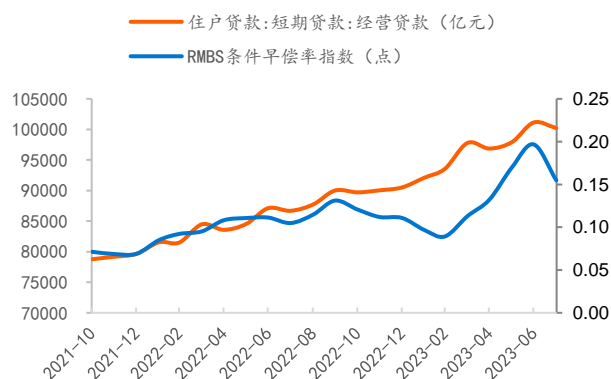
资料来源：Wind，联储证券研究院

图15 个人房贷二季度进入负增长区间（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图16 个人短期经营贷和早偿率之间存在较强相关性



资料来源：Wind，联储证券研究院

3. M1 低位运行，M1、M2 剪刀差持平

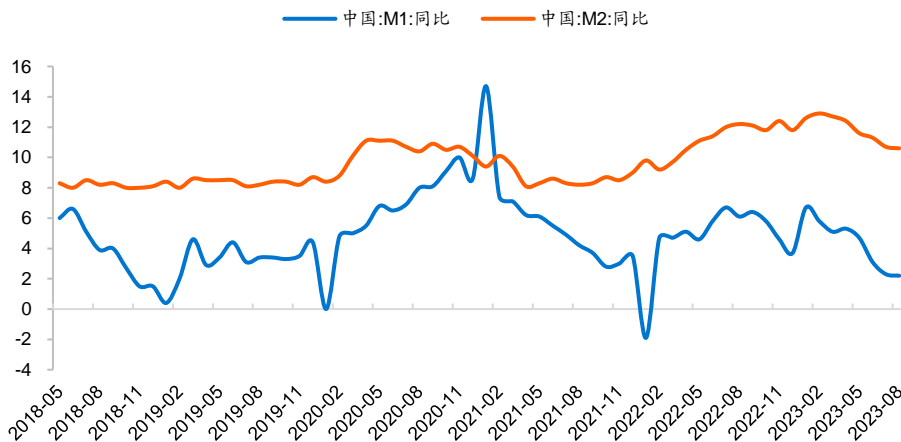
3.1 居民、企业存款减少，M1、M2 剪刀差持平

M0、M1、M2 增速均下滑。M1、M2 当月增速均下滑 0.1 个百分点至 2.2% 和 10.6%。M2 方面，①居民存款当月新增 7877 亿，同比减少 409 亿；②企业存款当月新增 8890 亿，同比减少 661 亿，共同导致 M2 增速下滑。M1 方面，M0 增速下滑 0.4 个百分点至 9.5% 则是造成 M1 增速下滑的主因。存款方面有两点值得注意：一是居民存款增加更多是转换成了定期存款。今年以来居民定期存款增速持续领先活期存款，或是居民端收入和财富增长预期较弱、理财端收益不佳、消费端意愿偏弱、地产端持续低迷的集中体现；二是企业活存增速仍然处于 1% 的历史低位，未能为 M1 做出正向贡献，或指向今年以来活期存款定期化的现象未见缓解，企业经营活力有待增强。

财政存款当月减少 88 亿，同比多增 2484 亿，一是收入端偏强。错位效应下，财政融资扩张幅度较大；二是支出端偏弱。财政存款向居民、企业存款转化的力度有所减弱。非银存款当月减少 7322 亿，同比减少 2969 亿，或指向居民和企业认购基金或理财产品

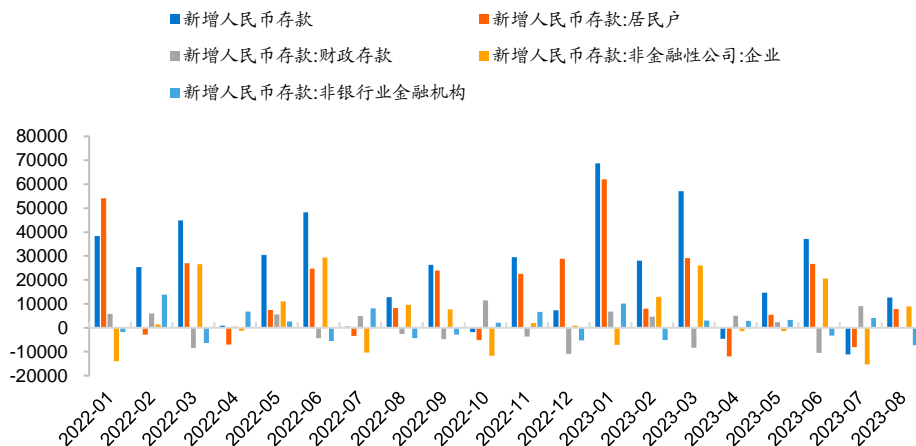
有所减少。此外，M1 与 M2 剪刀差仍然维持在-8.4%，体现实体经济活力几无改善。

图17 M1、M2 剪刀差持平 (%)



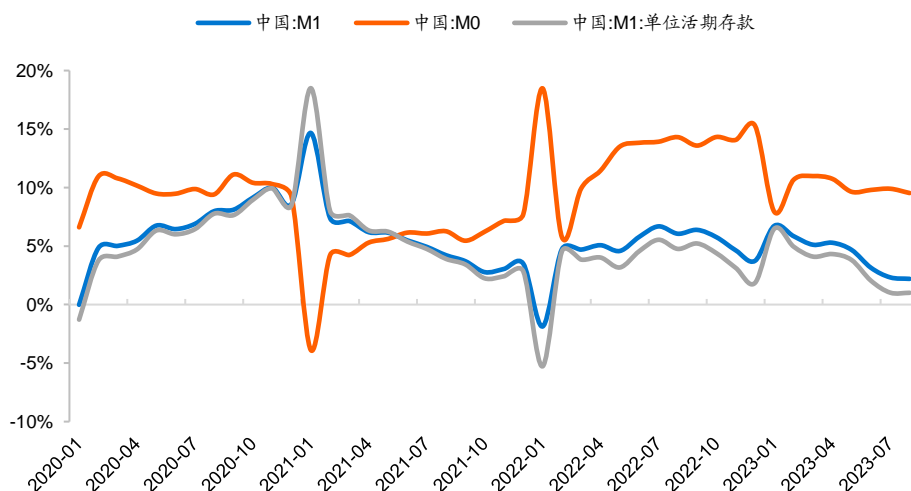
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图18 居民、企业存款减少 (亿元)



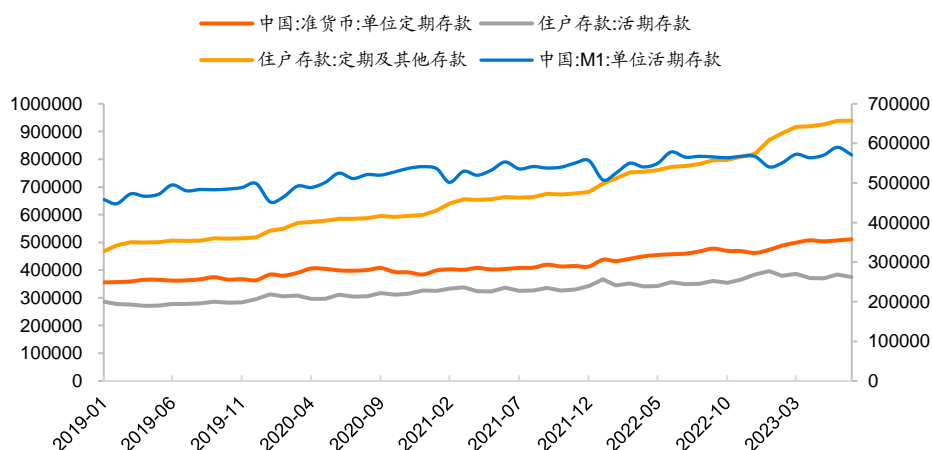
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图19 企业活存持续低迷, 导致 M1 增速续降 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图20 居民和单位定存增速显著高于居民和企业活存增速（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

3.2 政策发力效果有所体现，后续巩固呵护仍然关键

政策发力效果在 8 月金融数据中得到一定体现，但效果持续性有待观察。整体看，8 月社融新增规模回暖，增速重回 9% 区间，社融总量边际改善。指向 8 月以来专项债加速发行、降息、降低首套房首付比例和存量房贷利率等政策发力效果开始体现；但分结构看，一方面政府债券错位发行对社融形成支撑，客观上难言超出市场预期；另一方面信贷内部，票据冲量显著、居民中长贷仍然弱于季节性，信贷结构未有明显改善。二者均指向社融结构仍然较为脆弱。往前看，8 月底地产政策组合拳相继落地，随着政策细则推出落地，政策执行效果以及市场后续改善情况有待进一步观察。总体而言，短期看社融结构依然脆弱，政策持续巩固与呵护仍然较为关键。

4. 风险提示

库存周期去化过程超预期；房地产市场回落超预期；化债政策不及预期；财政政策货币政策稳增长不及预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000