

居民贷款环比改善

——2023 年 8 月金融数据点评

8 月我国新增社融 3.12 万亿（预期 2.62 万亿），较去年同期多增 6,316 亿；新增人民币贷款 1.36 万亿（预期 1.10 万亿），较去年同期多增 868 亿；M2 同比增长 10.60%（预期 10.65%）。

一、信贷：企业需求修复滞后，居民贷款环比改善

7 月底政治局会议以来，需求端政策持续发力，带动居民贷款明显环比改善。但需求端向供给端的传导仍需时间，企业贷款需求修复稍显滞后。总量上，8 月新增人民币贷款以及社融口径新增贷款分别为 1.36 万亿和 1.34 万亿，均恢复至疫前增长的趋势水平，较 7 月出现大幅好转。结构上，企业贷款尽管同比多增，但主要受票据融资支撑；居民贷款尽管同比少增，但相较 7 月，中长贷同比下降的幅度已收窄一半，短贷实现同比多增。

8 月非金融企业贷款新增 9,488 亿，同比多增 738 亿，环比多增 7,110 亿。其中，中长贷当月新增 6,444 亿，同比少增 909 亿；短贷减少 401 亿，同比多减 280 亿。表内信贷需求偏弱、票据与贷款利差拉大，共同支撑票据融资额同比多增。从量上看，8 月票据净融资量增加 3,472 亿，同比多增 1,881 亿；从价上看，国股行半年直贴利率中枢为 1.25%，环比继续下降 7bp。

房贷政策大幅宽松叠加新房销售的低基数效应减弱，带动商品房销售边际回暖。存量房贷利率调整预期上升、政策超预期提前落地，降低居民提前还款意愿，扭转居民贷款收缩局面。8 月居民贷款增加 3,922 亿，同比少增 658 亿。中长贷方面，30 大中城市商品房成交面积两年

平均收缩幅度降低 9.1pct 至 20.8%，中长贷增加 1,602 亿。短贷方面，暑期消费热度不减、汽车销量同比转正，共同拉动居民短贷恢复至接近疫前水平，短贷增加 2,320 亿，同比多增 398 亿。

二、社融：增速环比小幅回升

8 月新增社融 3.12 万亿，大幅高于市场预期（2.62 万亿），较去年同期多增 6,316 亿，社融存量同比增速回升 0.1pct 至 9.0%。从结构上看，表内信贷和政府债转变为支撑项，非标融资是主要拖累项。

一是未贴现银行承兑汇票和委托贷款均大幅同比少增，阻碍社融修复。非标融资当月增加 1,005 亿，同比少增 3,764 亿。其中，未贴现银行承兑汇票增加 1,129 亿，同比少增 2,357 亿；信托贷款减少 221 亿，同比少减 251 亿；委托贷款增加 97 亿，同比少增 1,658 亿。

二是政府债发行提速，带动新增社融超市场预期。8 月新增政府债融资 1.18 万亿，同比多增 8,714 亿，环比多增 7,691 亿。1-8 月政府债发行进度还不到 70%，低于去年近 10pct。其中，地方政府专项债还有 7,000 亿左右待发行，根据要求需在 9 月底发行完毕。因此，预计 9 月政府债发行将继续放量，带动社融存量增速稳步回升。

三是企业债利率中枢环比继续下滑约 6bp，企业融资成本再降，叠加财政一揽子化债方案或将落地，稳定城投债刚兑预期，推动企业债发行。8 月企业债券融资增加 2,698 亿，同比多增 1,186 亿，环比多增 1,519 亿。

三、货币：政府融资提速小幅拖累 M2

政府债券发行加快带动资金回流国库，拖累 M2 同比增速下降

0.1pct 至 10.6%。居民端，8 月理财规模迅速环比有所下降，但由于房地产销售边际恢复，居民存款增加 7,877 亿，同比少增 409 亿。企业端，中长贷同比少增制约存款派生，另外企业利润和产成品价格仍低位徘徊，企业现金流或仍承压，企业存款增加 8,890 亿，同比少增 661 亿。另外，政府债券融资提速补充财政存款，8 月财政存款减少 88 亿，同比少减 2,484 亿。

广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）降低 0.2pct 至 1.6pct，商业银行“资产荒”延续。M1 连续下滑 4 个月至 2.2%，M2-M1 剪刀差持续处在高位，显示企业生产活跃度不高，与企业信贷表现一致。8 月 M2-M1 剪刀差为 8.4%，环比不变，高于近五年均值 4.2pct。

四、债市影响：收益率窄幅调整

8 月以来，银行间市场资金面呈现逐渐收敛态势，月中央行超预期下调 7 天逆回购操作利率 10bps 至 1.8%，MLF 利率下调 15bps 至 2.50%，叠加 LPR 非对称降息，债市收益下行。10 年期国债和国开债一度降至 2.54% 与 2.65%。8 月末受房地产刺激政策的影响，叠加资金面偏紧，债券市场收益率大幅拉升，10 年期国债和国开债上行 10bps 至 2.64% 与 2.76%，1 年期同业存单自月初 2.30% 升至 2.43% 水平。金融数据公布后，社融表现与市场预期基本相符，贷款增速呈现总体平稳、边际回暖态势，因为债市已提前反映市场对社融增长和稳增长预期，数据未对债市产生明显影响。国债 3 年期、5 年期、7 年期及 10 年期分别达到 2.36%、2.48%、2.65% 及 2.66%；国开债 3 年期、5 年期、7 年期及 10 年期分别达到 2.43%、2.57%、2.73% 及 2.75%。

从市场预期上看，8 月份政策密集出台以提振市场信心，债券市场收益率水平呈现出积极的交易定价，部分机构降低仓位、提前止损已形

成短期的动态平衡。而刺激政策落地后，对房地产及经济的拉动效果仍需要数据的佐证，债券市场进一步大幅上行面临一定阻力，仍将以观望为主。

五、前瞻：逆周期政策或继续加力

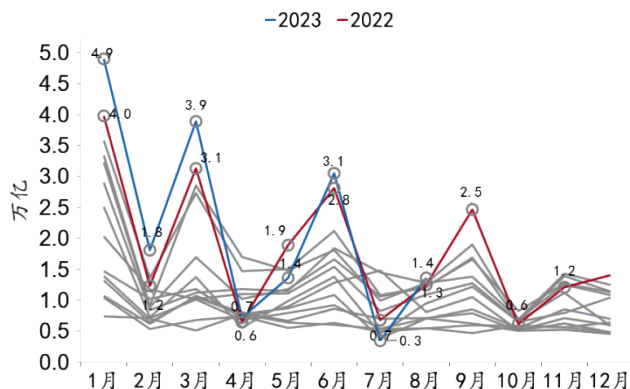
总体而言，受一系列扩大内需政策的托底，8 月居民贷款明显修复，但企业贷款改善有限，经济修复动能和金融数据表现出现筑底回升迹象。前瞻地看，未来政策或进一步逆周期加力，筑牢经济企稳向好基础。房贷政策放松有望托底四季度新房销售，恢复居民信心，缓解收缩性行为，提升货币流通速度。全年社融增速仍有望提升至 9.5% 以上，M2 增速或收敛至 10% 左右。

(作者：谭卓 张巧栩 牛梦琦 郑箐)

附录

图 1：8 月信贷新增 1.36 万亿

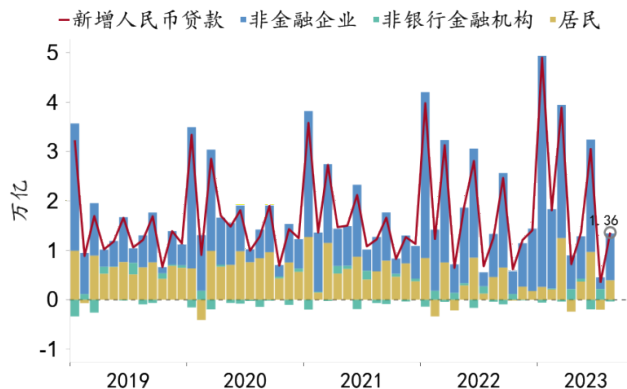
信贷的季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：居民贷款同比少增，企业贷款同比多增

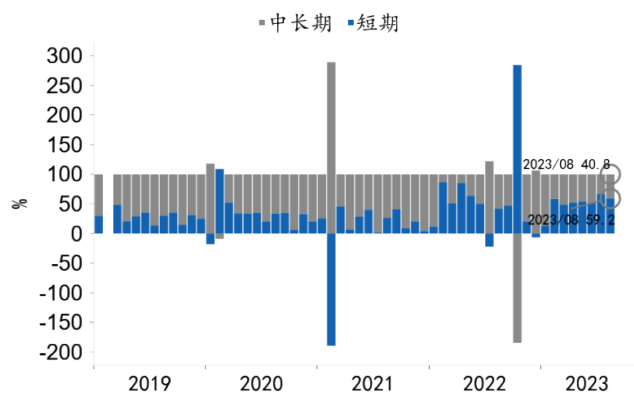
新增人民币贷款及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3: 新增居民贷款构成占比

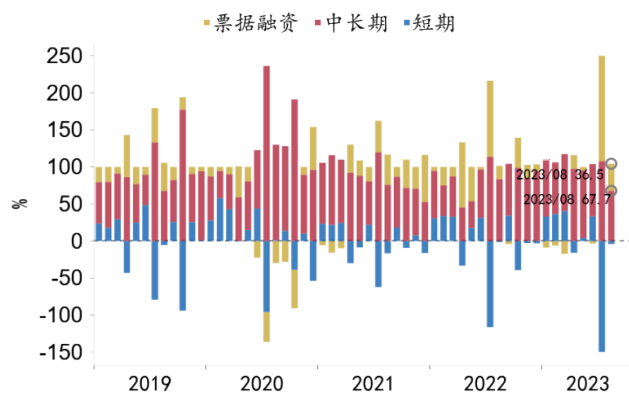
新增居民部门贷款构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 新增非金融企业贷款构成占比

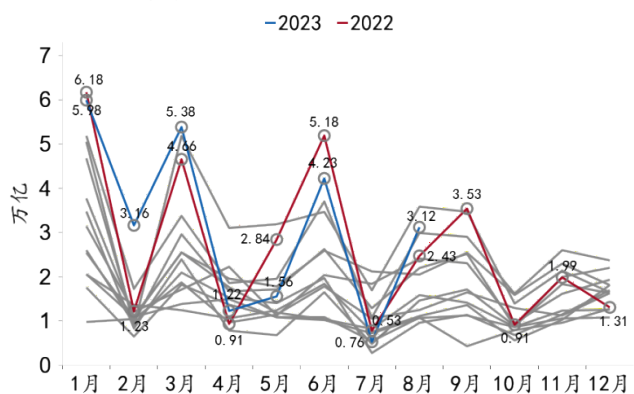
新增非金融企业部门贷款构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 8 月新增社融高于预期

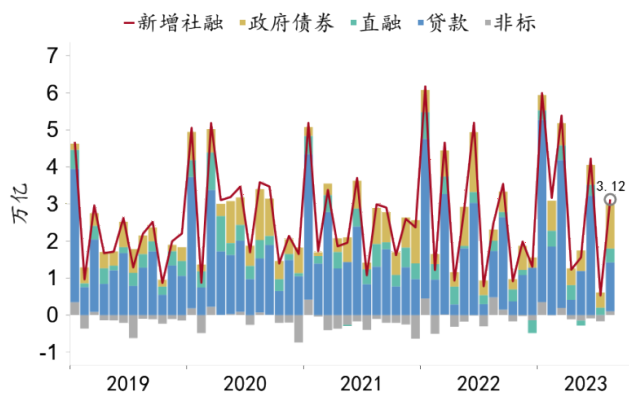
新增社融的季节性



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 表内信贷和政府债转变为社融支撑项

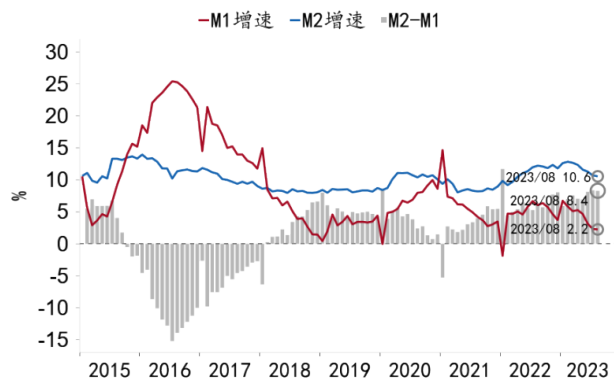
新增社融及构成



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7: 8 月 M2-M1 维持在 8.4% 不变

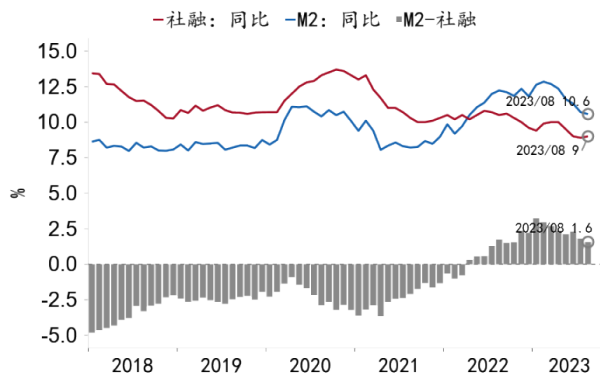
中国 M2-M1 增速剪刀差



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 广义流动性盈余降低至 1.6pct

社融存量与 M2 存量增速



资料来源: Macrobond、招商银行研究院