

2024年09月14日

## 政府债券支撑社融，增量政策或在路上

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

沈美辰（联系人）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110036

**事件：**8月社会融资规模增长30298亿元，预期27044亿元，前值增加7724亿元；新增人民币贷款9000亿元，预期8850亿元，前值2600亿元。

● **8月信贷：实体部门贷款需求待振，短期内政策效果或有限**

8月信贷总量增加9000亿元，同比少增4600亿元，符合预期。新增信贷结构总体延续7月，指向实体需求有待提振。

**(1)居民贷款新增1900亿元，同比少增2022亿元（前值少增93亿元），居民信贷未能延续7月的暖意。**居民中长贷新增1200亿元，同比少增402亿元，居民短贷新增716亿，同比少增1604亿元。8月地产销售保持低迷，居民贷款数据或进一步验证了7月的回暖主要是基数原因，居民加杠杆意愿无明显转向。

**(2)企业贷款同比少增，中长贷投放有待加速。**企业贷款新增8400亿元，同比少增1088亿元。**结构方面，票据强、贷款弱，指向票据继续冲量，而实体企业融资需求亟待改善。**8月新增4900亿企业中长期贷款，同比少增1544亿元；企业短贷减少1900亿，同比多减1499亿元；表内票据新增5451亿元，同比多增1979亿元。企业中长贷和短贷均处于季节性偏弱水平。非银贷款同比少增997亿元。

**(3)新增贷款延续总量和结构的双弱态势，如何打破？**7月以来，信贷总量偏弱，同时结构呈现贷款弱于票据、短贷弱于中长贷的特征。一方面，当前居民端信贷缩水幅度更为显著，修复居民资产负债表迫在眉睫。下调存量房贷利率或是“良药”，若存量按揭利率下调，居民提前还贷可能有所缓解，或对居民中长贷回暖有积极效果；但收入与收入预期是推动居民行为模式转化的主要原因，因此根本上还是要提升居民收入。另一方面，近年来企业融资更多受政策驱动，若要改善企业资产负债表，短期内还需政策加大力度，但长期看企业信心受资产回报率影响。总体来说，**短期内若有增量政策（存量房贷调减、加大信贷投放等）或能小幅改善实体融资需求；但资产负债表的修复是长期进程，需要更多改革性的政策配合。**

● **8月社融：政府债券发行提速**

8月社融增加30298亿元，同比少增981亿元。社融存量增速下降0.1个百分点至8.1%，剔除政府债券的社融增速下降0.22个百分点至6.48%。结构上看，**政府债券大幅走强，贷款、企业债券、股票融资均偏弱。**8月新增政府债券16130亿元，同比多增4371亿元。**政府债发行提速明显，对社融起到支撑。**8月新增专项债净融资额5949亿元，国债净融资额10222亿元。**除信托贷款外，社融中人民币信贷、企业债券、股票融资等分项均同比少增。**社融口径人民币信贷新增10441亿元，同比少增2971亿元。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票同比少增478亿元、信托贷款同比多增705亿元。企业债券新增1692亿元，同比少增1096亿元。剔除政府债因素的社融增速降至新低。

● **广义货币：企业资金活性待提升；降准降息、降存量房贷概率提高**

M1增速下降0.7个百分点至-7.3%，继续刷新历史低点。M2增速持平7月，仍为6.3%。存款结构方面，非银存款同比大幅多增、财政存款多增，居民和企业存款同比少增。居民存款同比少增777亿元，企业存款同比少增5390亿元，尽管两者都是同比少增，但幅度不同，仍能看出居民向企业存款的转移仍在减少。非银存款同比大幅多增13622亿元，指向存款进一步向理财流出。财政存款同比多增5675亿元，财政支出力度相对有限。

**“挤水分”对金融数据的影响或超出预期。**M1增速继续下滑反映企业资金活性进一步被压缩。M1-M2剪刀差降至-13.6%的历史低位，资金在金融-实体传导阻滞加强，企业资金利用效率仍有待加强。

对于金融数据，央行表示，经济、融资结构的转型会带来货币总量增速放缓。下一步将加快存量政策落地起效，并**“着手推出一些增量政策举措，进一步降低企业融资和居民信贷成本”**。我们认为降准降息、降存量房贷利率的概率有所提高。此外，金融支持消费的力度或将加深（央行说“更加注重消费”），或在家电汽车以旧换新等领域持续发力；金融部门也将持续研究推出围绕“五篇大文章”的增量支持举措。

● **风险提示：**政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

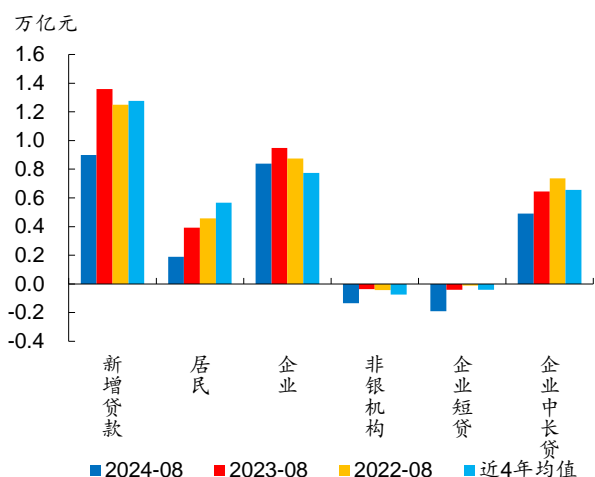
### 相关研究报告

《核心通胀环比反弹，联储降息节奏或放缓——美国8月CPI点评》  
-2024.9.12

《哈里斯辩论表现占优，但尚未能锁定胜局——哈里斯与特朗普辩论点评》  
-2024.9.11

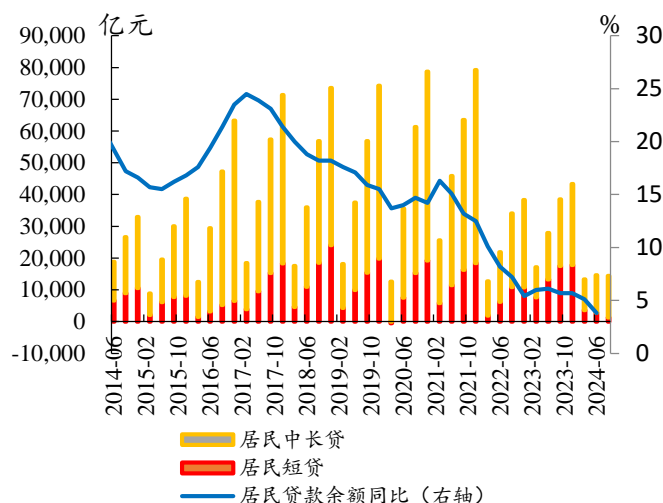
《真实外需或为韧性放缓——宏观经济点评》-2024.9.10

附图 1：8 月居民贷款大幅弱于季节性



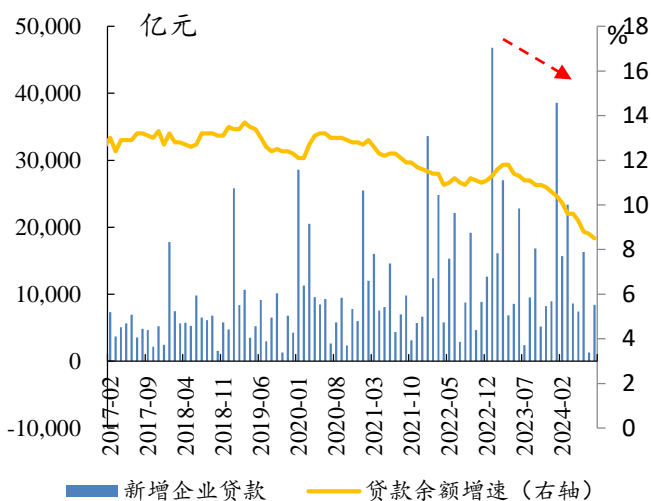
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：2024 年居民负债端开启新一轮收缩



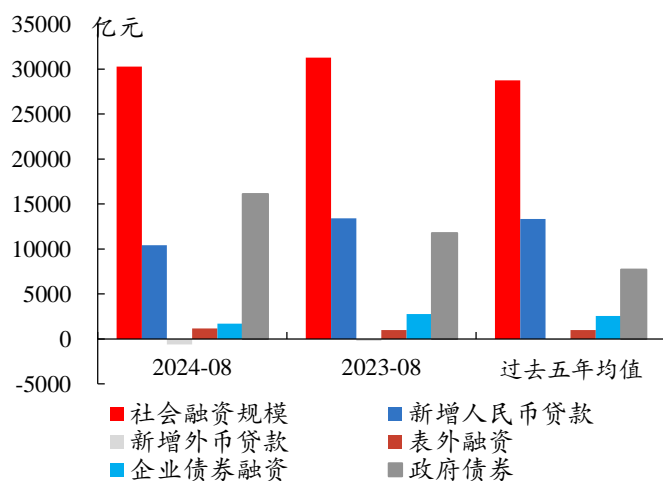
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：2024 年企业贷款余额增速下滑



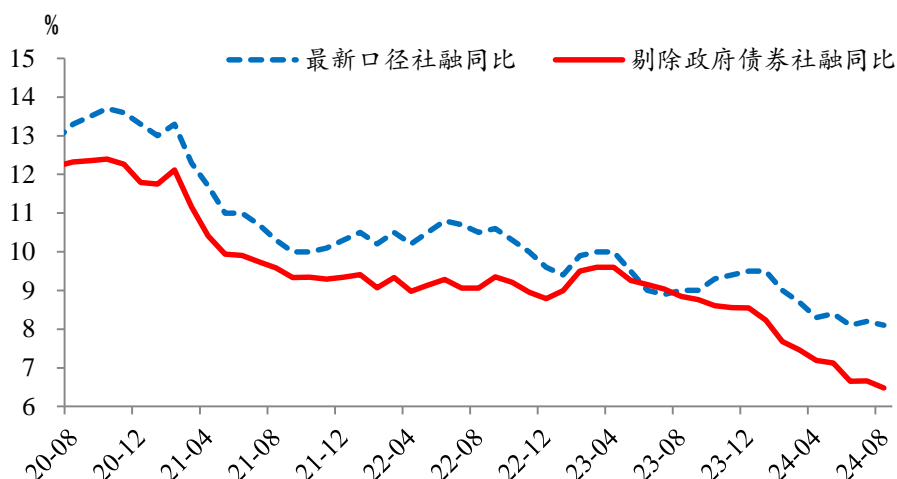
数据来源：Wind、开源证券研究所；

附图 4：8 月社融主要由政府债券拉动



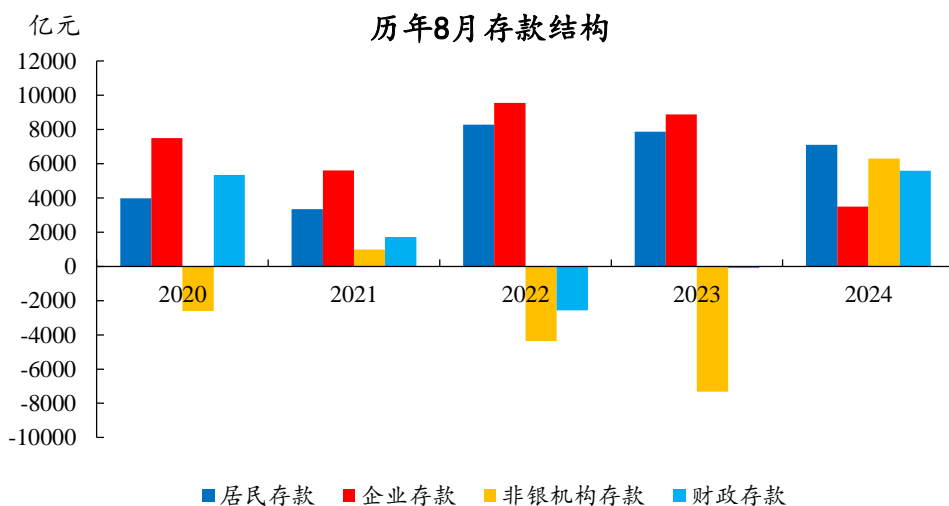
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：8 月社融增速主要由政府债券拉动



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：8 月非银存款超季节性增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn