

8 月社融弱修复，实体经济信用扩张速度仍明显落后于经济系统货币量增速

2022 年 8 月金融数据点评

报告摘要

8 月新增社融超出市场预期，社融总体呈现弱修复态势。虽然从同比看，8 月新增社融仍然较去 8 月低 5600 亿左右，但主要系政府债券和企业债券同比少增影响。从更具前瞻意义的长期信贷指标看，居民新增中长期贷款同比少增幅度较 7 月缩窄，企业新增中长期贷款从 7 月的同比少增近 1500 亿元左右变为同比多增 2100 亿元左右，表明在持续的宽货币和宽信用政策下，实体经济内在融资需求在持续修复，对下一步经济的进一步企稳有一定前瞻意义。

目前的核心问题在于，实体经济信用修复的速度持续慢于经济系统货币扩张的速度。8 月 M2 同比较社融存量同比高 1.7PCTS，是 M2 增速连续第 5 个月高于社融增速。M2 中既包含央行投入的基础货币，也包含经济系统通过贷款派生出的次级货币，因此 M2 增速可近似看做整个经济系统中货币量的增速。但 M2 中不仅有向实体经济发放贷款所派生的货币，也包含各金融机构互相贷款所派生出的货币。社融增速可看做货币从整个金融系统向实体经济流入的速度。当 M2 增速持续高于社融增速，则代表着货币创造的速度高于货币向实体经济的流速，表明大量货币仍然淤积在金融系统内，并未形成实体经济的有效信用扩张。下一阶段的宏观政策，可能重点在进一步为市场主体减负，提高市场主体预期，推动宽货币向实体经济宽信用的有效转变方面。8 月社融具体分析如下：

◆ 8 月新增社融超预期回升

2022 年 8 月社融增量 2.43 万亿元，超出市场预期的 2.04 万亿元。结构上：8 月人民币贷款（社融口径）同比多增仅 587 亿元，对 8 月社融增量影响较小；企业债券融资和政府债券融资分别同比少增 3501 亿元和 5593 亿元，是 8 月社融主要拖累项；未贴现银行承兑汇票同比多增 3358 亿元，是 8 月社融主要支撑项。

◆ 8 月新增信贷弱修复

8 月新增人民币贷款 1.25 万亿元，同比多增 300 亿元，与 7 月的同比少增 4010 亿元相比改善明显。结构上，与 7 月企业和居民新增中长期及短期贷款同比全面萎缩、信贷仅靠票据融资支撑不同，8 月票据融资同比少增 1222 亿元的情况下，居民端和企业端短期和中长期信贷均有改善：居民新增短期贷款和中长期贷款分别同比多增 426 亿元和同比少增 1601 亿元，较 7 月的同比少增 354 亿元和同比少增 2488 亿元有所改善；企业端，8 月新增短期和中长期贷款分别同比少减 1028 亿元和同比多增 2138 亿元，较 7 月的同比多减 969 亿元和同比少增 1478 亿元改善相对明显。

主要数据

上证指数	3262.0542
沪深 300	4093.7874
深证成指	11877.7872

主要指数走势图



作者

符旻 分析师
SAC 执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

相关研究报告

降低外汇存款准备金率象征意义较强，后续人民币走势将取决于经济数据表现 —2022-09-07
金融市场分析周报 —2022-09-06
地产仍无明显起色，人民币贬值有望告一段落 —2022-09-04

◆ 8月居民信贷弱修复，但后续居民信贷扩张仍存在反复的可能

8月居民短期贷款新增1922亿元，较上月的减少269亿元改善明显，反映疫情影响逐步弱化之下，居民消费有所恢复，与观察到的18个城市地铁客流量走势相互印证。8月居民中长期贷款新增2658亿元，同比少增1601亿元，较上月同比少增幅度有所缩窄。

虽然8月居民端短期和中长期贷款均有改善，但后续居民信贷的扩张仍存在较大不确定性。短期贷款方面，疫情的反复、封控措施的不确定性下，居民消费修复速度偏慢，居民短期贷款扩张未来仍存在反复的可能。中长期贷款方面，虽然8月较7月居民新增中长期贷款的萎缩幅度缩窄，但8月居民新增中长期贷款仍延续了年初至今以来的同比萎缩趋势，表明在收入增速下降、房价涨幅趋缓、购房观念改变等相对中长期的因素影响下，居民购房意愿仍然不高。8月，我们统计的50个大中城市商品房成交面积同比继续萎缩30%左右，居民购房意愿的修复仍需时日。往后看，仍存在在居民购房意愿反复之下，居民新增中长期贷款不断在高低之间反复的可能。

◆ 8月企业端信贷总量和结构同步改善，持续性仍有待观察

8月新增票据融资1591亿元，同比少增1222亿元，对8月企业端新增信贷形成拖累。在新增票据融资缩量的同时，8月企业端短期贷款减少121亿元，同比少减1028亿元，中长期贷款新增7353亿元，同比多增2138亿元，是8月企业端信贷的主要支撑项。

8月企业端信贷总量和结构同步改善，体现了近期一系列宽信用政策的成效。但另一方面，在制造业面临内需不振、外需走弱的局面，同时地产行业景气度仍然较低，地产产业链融资需求仍有待修复的情况下，企业端信贷能否持续改善，仍有待进一步观察。

◆ 上半年专项债额度基本用尽后，7月和8月政府债券新增量明显减少

2022年8月，政府债券融资新增3045亿元，同比少增6693亿元，主要系上半年靠前发力，新增专项债额度基本用尽后，6月后新增专项债发行明显减量：根据我们的统计，6月新增专项债发行13724亿元后，7月、8月新增专项债发行分别为613亿元和516亿元，较前期明显下滑。

国务院总理李克强9月7日主持召开国务院常务会议，会议指出，要依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额，各地要在10月底前发行完毕。预计9月、10月5000多亿专项债的发行仍将对社融提供一定支撑，但支撑力度难以回到上半年，尤其是5月和6月的情形。

◆ M2增速仍处高位，但M2和社融增速差扩大，实体经济信用需求仍然不足

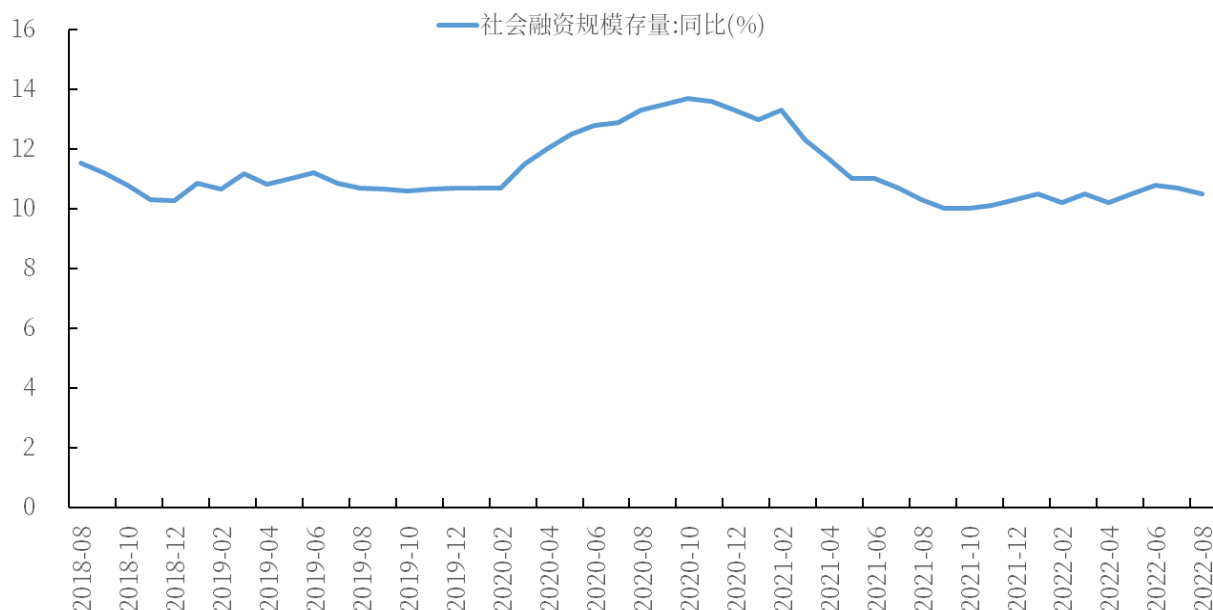
8月M2增速录得12.2%，较7月+0.2PCTS。货币总量维持高增速，扩张态势明显，主要系：1，减税降费政策实施和财政靠前发力之下，一方面企业留存资金增多，另一方面财政存款向企业存款转移。2，居民收入增速下降、预期转弱，储蓄意愿增加。

M2增速创新高的同时，M2和社融间的增速差由上月的1.3PCTS扩大到本月的1.7PCTS，表明经济系统货币扩张的同时，实体经济信贷需求并未跟上，货币在金融系统内淤积，市场主体信用需求不足的问题仍然存在。宽货币发力已经比较明显，但宽货币向实体经济宽信用的充分转化，需要市场主体预期的进一步改善。

一、8月新增社融超预期回升

2022年8月社融增量2.43万亿元，超出市场预期的2.04万亿元。环比上，8月社融环比多增1.67万亿元，环比多增幅度低于2020和2021同期，但超过2019年同期。同比上，8月社融同比少增5593亿元，少增幅度较上月加大。结构上：8月人民币贷款（社融口径）同比多增仅587亿元，对8月社融增量影响较小；新增企业债券融资和政府债券融资分别同比少增3501亿元和5593亿元，是8月社融主要拖累项；未贴现银行承兑汇票同比多增3358亿元，是8月社融主要支撑项。

图1 社融存量增速再次下探（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图2 2022年8月社融分项情况及季节性对比（亿元）

	项目	2022年8月同比	2022年8月环比	2021年8月环比	2020年8月环比	2019年8月环比	2022年8月	2021年8月	2020年8月	2019年8月
总	当月新增社会融资规模	-5,593.0	16,739.0	19,141.0	18,925.0	9,083.7	24,300.0	29,893.0	35,853.0	21,955.8
表内	新增人民币贷款	587.0	9,212.0	4,322.0	3,980.0	4,959.1	13,300.0	12,713.0	14,201.0	13,045.2
	新增外币贷款	-1,173.0	311.0	425.0	921.0	-26.2	-826.0	347.0	397.0	-247.1
表外	新增委托贷款	1,578.0	1,666.0	328.0	-263.0	473.2	1,755.0	177.0	-415.0	-513.4
	新增信托贷款	890.0	-74.0	209.0	1,051.0	18.0	-472.0	-1,362.0	-316.0	-658.0
	新增未贴现银行承兑汇票	3,358.0	6,229.0	2,443.0	2,571.0	4,719.3	3,485.0	127.0	1,441.0	156.9
直接	企业债券融资	-3,501.0	414.0	1,558.0	1,301.0	439.6	1,148.0	4,649.0	3,659.0	3,383.7
	非金融企业境内股票融资	-227.0	-186.0	540.0	67.0	-336.8	1,251.0	1,478.0	1,282.0	256.0
其他	政府债券	-6,693.0	-953.0	7,918.0	8,329.0	-1,368.3	3,045.0	9,738.0	13,788.0	5,059.0

资料来源：wind，中航证券研究所

图3 2022 年年初以来各月新增社融分项同比变化（亿元）

	项目	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
总	当月新增社会融资规模	-5,593.00	-3,191.00	14,780.00	8,836.00	-9,150.00	12,780.00	-4,961.00	9,838.00
表内	新增人民币贷款	587.00	-4,803.00	7,358.00	3,936.00	-9,224.00	4,780.00	-4,329.00	3,806.00
	新增外币贷款	-1,173.00	-1,059.00	-992.00	-247.00	-488.00	-43.00	16.00	-67.00
表外	新增委托贷款	1,578.00	240.00	94.00	276.00	211.00	149.00	26.00	337.00
	新增信托贷款	890.00	1,173.00	218.00	676.00	713.00	1,532.00	185.00	162.00
	新增未贴现银行承兑汇票	3,358.00	-428.00	1,287.00	-142.00	-405.00	2,583.00	-4,867.00	-169.00
直接	企业债券融资	-3,501.00	-2,357.00	-1,710.00	1,385.00	121.00	-79.00	2,366.00	1,885.00
	非金融企业境内股票融资	-227.00	499.00	-367.00	-425.00	352.00	175.00	-108.00	448.00
其他	政府债券	-6,693.00	2,178.00	8,708.00	3,881.00	173.00	3,943.00	1,705.00	3,589.00

资料来源：wind，中航证券研究所

二、8 月新增信贷弱修复

8 月新增人民币贷款 1.25 万亿元，同比多增 300 亿元，与 7 月的同比少增 4010 亿元相比改善明显。8 月新增人民币贷款环比多增 5710 亿元，环比多增幅度超 2019 年到 2021 年同期。

结构上，与 7 月企业和居民新增中长期及短期贷款同比全面萎缩、信贷仅靠票据融资支撑不同，8 月票据融资由 7 月的同比多增 1365 亿元变为同比少增 1222 亿元，但居民端和企业端短期和中长期信贷均有改善：居民新增短期贷款和中长期贷款分别同比多增 426 亿元和同比少增 1601 亿元，较 7 月的同比少增-354 亿元和同比少增 2488 亿元有所改善；企业端 8 月新增短期和中长期贷款分别同比少减 1028 亿元和同比多增 2138 亿元，较 7 月的同比多减 969 亿元和同比少增 1478 亿元改善相对明显。

总体上，8 月票据融资支撑力度减弱的情况下，居民和企业端短期和中长期贷款同步改善，信贷整体呈现弱修复态势。特别是企业端中长期贷款的回升，预示着企业预期的改善，对经济进一步企稳是偏极的信号。

图4 2022 年 8 月信贷分项情况及季节性对比（亿元）

	项目	2022年8月同比	2022年8月环比	2021年8月环比	2020年8月环比	2019年8月环比	2022年8月	2021年8月	2020年8月	2019年8月
总	新增人民币贷款	300.0	5,710.0	1,400.0	2,873.0	1,500.0	12,500.0	12,200.0	12,800.0	12,100.0
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	232.0	4,071.0	3,881.0	3,147.0	4,285.0	3,392.0	3,160.0	1,215.0	4,069.0
	新增人民币贷款:中长期	537.0	5,066.0	563.0	788.0	730.0	10,011.0	9,474.0	12,823.0	8,825.0
居民	新增人民币贷款:居民户	-1,175.0	3,363.0	1,696.0	837.0	1,426.0	4,580.0	5,755.0	8,415.0	6,538.0
	新增人民币贷款:居民户:短期	426.0	2,191.0	1,411.0	1,334.0	1,303.0	1,922.0	1,496.0	2,844.0	1,998.0
	新增人民币贷款:居民户:中长期	-1,601.0	1,172.0	285.0	-496.0	123.0	2,658.0	4,259.0	5,571.0	4,540.0
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	1,787.0	5,873.0	2,629.0	3,152.0	3,539.0	8,750.0	6,963.0	5,797.0	6,513.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	1,028.0	3,425.0	1,428.0	2,468.0	1,840.0	-121.0	-1,149.0	47.0	-355.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	2,138.0	3,894.0	278.0	1,284.0	607.0	7,353.0	5,215.0	7,252.0	4,285.0
	新增人民币贷款:票据融资	-1,222.0	-1,545.0	1,042.0	-655.0	1,142.0	1,591.0	2,813.0	-1,676.0	2,426.0

资料来源：wind，中航证券研究所

图5 2022 年年初以来各月新增信贷分项同比变化（亿元）

	项目	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
总	新增人民币贷款	300	-4010	6900	3900	-8246	4000	-1300	4000
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	232	42	2645.87	8911	4151.13	7659	6301	5266
	新增人民币贷款:中长期	537	-3966	5140.72	-4366	-9184.72	-2356	-10520	-1424
居民	新增人民币贷款:居民户	-1175	-2842	-203	-3344	-7453	-3940	-4790	-4270
	新增人民币贷款:居民户:短期	426	-334	7813.87	34	-2220.87	-1394	-220	-2272
	新增人民币贷款:居民户:中长期	-1601	-2488	-985.28	-3379	-5231.72	-2504	-4572	-2024
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	1787	-1457	7525	7243	-1768	8800	400	8100
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	1028	-949	3815	3286	199	4341	1614	4345
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	2138	-1478	6130	-977	-3953	148	-5948	600
	新增人民币贷款:票据融资	-1222	1365	-1951	5591	2437	4712	4907	3193

资料来源: wind, 中航证券研究所

（一）8 月居民信贷弱修复，但后续居民信贷扩张仍存在反复的可能

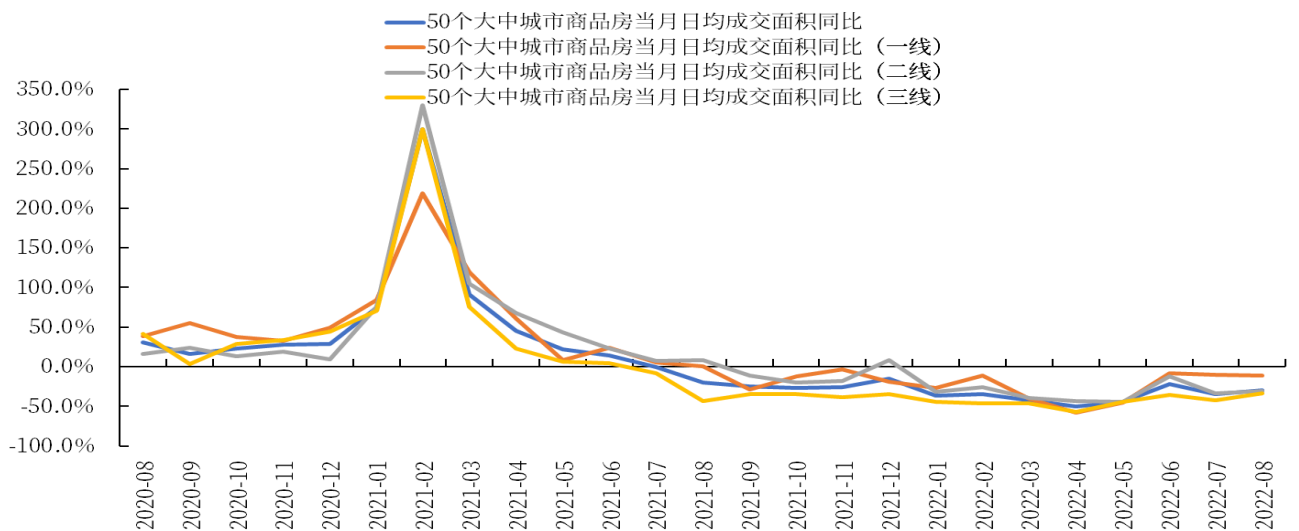
8 月居民短期贷款新增 1922 亿元，较上月的减少 269 亿元改善明显，同比也较去年同期多增了 426 亿元，反映疫情影响逐步弱化之下，居民消费有所恢复，与观察到的 18 个城市地铁客流量走势相互印证。8 月居民中长贷款新增 2658 亿元，同比少增 1601 亿元，较上月同比少增幅度有所缩窄。7 月到 8 月居民端中长期贷款的变化类似 4 月到 5 月：4 月疫情冲击严重，居民看房受限，5 月疫情缓解后居民中长期贷款下滑幅度有所收窄。7 月，全国范围内烂尾楼风波发酵下，居民购房意愿下滑严重，新增中长期贷款同比下滑幅度较 6 月加深。8 月，随着烂尾楼风波的弱化和各地保交供政策的及时推出，居民购房意愿有所修复，新增居民中长期贷款下滑幅度较 7 月缩窄。

虽然 8 月居民端短期和中长期贷款均有改善，但后续居民信贷的扩张仍存在较大不确定性。短期贷款方面，虽然 8 月居民出行恢复明显，但考虑到一方面疫情及与疫情伴随的封控措施仍存在不确定性，另一方面 8 月服务业 PMI 不算强，显示居民服务端消费仍然较弱，居民短期贷款扩张未来仍存在反复的可能。中长期贷款方面，虽然 8 月较 7 月居民新增中长期贷款的萎缩幅度缩窄，但 8 月居民新增中长期贷款仍延续了年初以来同比萎缩的趋势，表明短期的烂尾楼风波对居民购房意愿的冲击消退后，居民购房意愿仍然不高，体现了居民收入增速下降、房价涨幅趋缓、居民购房观念改变等相对中长期的因素对居民购房意愿的持续打压。从购房数据来看，8 月，我们统计的 50 个大中城市商品房成交面积同比继续萎缩 30%左右，萎缩程度较 7 月缩窄相对有限，居民购房意愿仍需进一步修复。往后看，仍存在在居民购房意愿反复之下，居民新增中长期贷款不断在高低之间反复的可能。

图6 2022年3月以来18个城市地铁客流量同比

时间区间	同比正增长城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	郑州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
9月上旬	6	-21.3%	-7.8%	-8.6%	-14.0%	-89.1%	30.7%	-19.3%	2.5%	9.3%	-	-30.7%	-61.4%	35.8%	-2.6%	-10.1%	-13.5%	-80.5%	6.8%	23.3%
8月下旬	9	-0.1%	4.2%	-5.1%	13.3%	-18.4%	61.0%	37.5%	-24.2%	19.0%	-	-45.7%	-15.0%	53.5%	-8.4%	11.7%	-8.9%	-33.3%	3.0%	39.2%
8月中旬	11	4.8%	3.2%	-19.6%	6.1%	-3.3%	130.6%	123.0%	3.0%	20.9%	-	-12.2%	-7.9%	100.6%	16.9%	11.6%	-6.5%	46.1%	-26.6%	38.2%
8月上旬	15	18.6%	14.8%	-12.0%	11.0%	3.9%	283.0%	108.2%	46.5%	29.5%	-	22.1%	-4.5%	216.0%	40.9%	4.9%	7.9%	66.0%	74.1%	43.0%
7月下旬	8	-10.2%	-20.3%	-22.2%	-3.8%	-33.4%	109.2%	-1.2%	-8.7%	9.3%	-	0.3%	-22.9%	22.3%	21.9%	-7.5%	-1.9%	11.6%	13.8%	21.8%
7月中旬	6	-13.1%	-17.7%	-35.0%	-1.2%	-11.6%	-12.3%	2.5%	-20.6%	-17.6%	-28.8%	-5.1%	-5.0%	5.7%	12.6%	-1.5%	-4.3%	8.6%	8.8%	9.6%
7月上旬	9	-16.5%	-32.8%	-39.1%	8.4%	-6.5%	-21.9%	1.9%	-32.8%	-16.8%	-32.6%	0.6%	-12.4%	8.5%	10.8%	13.9%	18.5%	-7.2%	1.0%	4.7%
6月下旬	10	-9.0%	-31.5%	-39.0%	46.4%	0.6%	-10.7%	5.5%	-8.8%	-3.5%	-32.4%	4.0%	1.0%	-1.9%	2.0%	15.4%	72.6%	-8.8%	20.2%	12.2%
6月中旬	7	-11.0%	-46.0%	-47.1%	96.3%	-0.1%	-7.5%	2.4%	-10.8%	-13.0%	-38.4%	-2.0%	9.2%	-16.4%	-12.5%	2.5%	13.3%	-14.1%	30.2%	9.9%
6月上旬	6	-19.4%	-63.2%	-61.6%	82.8%	-4.0%	-11.5%	-1.5%	-9.5%	-13.3%	-41.5%	-1.3%	0.8%	-8.8%	-0.8%	21.0%	17.5%	-11.2%	27.3%	12.6%
5月下旬	3	-38.5%	-87.0%	-99.8%	1.5%	-9.7%	-23.7%	-7.2%	-18.6%	-25.8%	-49.0%	-11.7%	-5.0%	-15.3%	-25.0%	-0.4%	-19.8%	-18.4%	30.2%	6.0%
5月中旬	3	-41.0%	-77.2%	-100.0%	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-63.7%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%	9.8%
5月上旬	0	-45.3%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-88.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%	-32.4%
4月下旬	2	-38.6%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-43.9%	-7.7%	-13.9%	-25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%
4月中旬	1	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-41.3%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%	-33.7%
4月上旬	0	-43.4%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-50.9%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%	-43.3%
3月下旬	0	-35.6%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-38.2%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%	-20.4%
3月中旬	1	-39.6%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-25.3%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%	-4.0%
3月上旬	8	-8.1%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	-11.3%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%	28.7%
8月	12	7.2%	7.1%	-12.2%	10.1%	-7.1%	125.6%	81.0%	5.2%	22.9%	#DIV/0!	-14.7%	-9.3%	106.0%	15.6%	9.4%	-3.0%	21.2%	10.9%	40.1%
7月	11	-12.7%	-23.6%	-32.4%	0.7%	-16.9%	6.4%	1.0%	-20.7%	-9.2%	3.8%	-1.4%	-13.8%	12.1%	15.2%	1.6%	3.0%	4.4%	7.9%	11.9%
6月	8	-13.1%	-47.2%	-49.2%	71.5%	-1.1%	-9.9%	2.2%	-9.7%	-9.9%	-37.4%	0.2%	3.5%	-9.1%	-4.0%	12.6%	28.9%	-11.4%	25.5%	11.6%
5月	1	-41.5%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-66.5%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%	-7.1%
4月	1	-41.1%	-24.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-45.5%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-23.6%	-39.7%	-23.4%	12.0%	-42.0%
3月	3	-28.2%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-25.6%	-11.1%	-56.4%	-24.7%	-33.1%	-9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%	0.3%

资料来源：wind，中航证券研究所（注：9月上旬数据截止9月7日，7月下旬后合计值剔除郑州）

图7 50大中城市商品房成交面积月日均同比走势


资料来源：wind，中航证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45950

