

【中国经济分析】

9月宏观经济月报

主要观点

- ❖ **PMI**：8月制造业 PMI 录得 49.7%，较上月继续小幅回升 0.4 个百分点，仍然处于收缩区间；非制造业 PMI 录得 51.0%，较上月继续回落 0.5 个百分点，维持在扩张区间。PMI 新订单指数也较上月回升 0.7 个百分点至 50.2%，时隔 4 个月重返扩张区间，反映制造业需求景气度有所改善。从需求内部结构看，新出口订单继续对制造业需求形成拖累，内需恢复是总需求重回扩张区间的主要支撑。8月大型企业 PMI 为 50.8%，较上月增加 0.5 个百分点；中型企业 PMI 继续回升 0.6 个百分点，录得 49.6%；小型企业 PMI 回升 0.3 个百分点，录得 47.7%，各类型企业均有所修复。
- ❖ **生产**：8月工业增加值同比增长 4.5%，较前值增长 0.8 个百分点，高于市场预期的 4.2%。三大门类中，采矿业、制造业较上月分别增加了 1.0 和 1.5 个百分点，这两者尤其制造业是支撑 8 月工业生产回升的主因。
- ❖ **投资**：1-8 月，全国固定资产投资累计同比增长 3.2%，较前值继续放缓 0.2 个百分点。**1) 专项债推动基建维持高位**。8 月专项债发行推动基建同比改善，目前仍有 0.46 万亿元额度待使用，预计基建投资和实物工作量仍将保持较高水平。**2) 制造业投资再加速**。制造业企业受到当前国产替代产业逻辑刺激及企业利润修复势头推动，开启修复势头。当前原油价格走高对企业利润将形成挤压，在基数效应拖累下制造业投资仍有下行预期。**3) 房地产持续下滑**。未来一线城市地产放松政策或继续出台，但年内地产市场或仍将保持疲软态势，房地产投资仍是固定投资最大拖累。
- ❖ **消费**：8 月，社会消费品零售总额 36761 亿元，同比增长 4.6%，增速较上月大幅加快 2.1 个百分点。其中，可选消费除建材外全

发展研究与战略管理部

研究员：童辰

电话：010-86620107

邮箱：tongchen@ebtrust.com

研究员：马格非

电话：010-86620112

邮箱：magefei@ebtrust.com

研究员：李博

电话：010-86620113

邮箱：libo03@ebtrust.com

实习生：林天仪

相关报告

《【宏观研究】8月宏观经济月报》

2023-8-17

《【宏观研究】7月宏观经济月报》

2023-7-19

《【宏观研究】6月宏观经济月报》

2023-6-16

《【宏观研究】5月宏观经济月报》

2023-5-18

《【宏观研究】4月宏观经济月报》

2023-4-20

《【宏观研究】3月宏观经济月报》

2023-3-19

《【宏观研究】2月宏观经济月报》

2023-2-14

《【宏观研究】1月宏观经济月报》

2023-1-20

面回暖，必选消费增速放缓，餐饮消费持续修复。8 月各地促消费政策效果明显，服装、化妆品的复苏反映居民消费意愿正在不断恢复。未来随政策持续催化，可选消费餐饮增长有望加快。

❖ 进出口：8 月出口端汽车延续高增长，多数劳动密集型产品增速均回落，是出口的主要拖累项；出口地区方面除对俄罗斯出口继续保持正增长外，其余地区均转负。进口环比增速创 2000 年以来历史同期新低。向后看，随着基数的回落，出口数据将有所回暖，但这并不意味着外需的回暖，在经济整体走弱的背景下，后续外需压力仍较大。

❖ 物价：8 月 CPI 重回正增长，主要由于当月猪肉、燃油价格上涨，同比降幅明显收窄，叠加暑期服务消费较为旺盛，服务价格同比涨幅也有所扩大。非食品项方面，受国际原油价格上涨影响，汽油价格环比上涨 4.9%，带动交通工具用燃料价格环比上涨 4.8%；暑期出行消费需求上升，出行类服务上涨较多。预计后续 CPI 维持温和回升。PPI 同比降幅收窄，环比由负转正，CPI-PPI 剪刀差继续缩小，利润向上游倾斜。向后看，短期内国际大宗商品价格维持高位，国内基建投资释放都将支撑着 PPI 环比保持上涨。

❖ 金融：8 月新增社融超预期录得 3.12 万亿元，存量同比增速 9.0%，主要受政府债专项债和企业方面城投债提速推动；8 月信贷规模修复优于结构，但居民中长贷仍低于预期，且企业信贷受票据冲量推高，资金流入实体经济进度仍慢；8 月存款转增，居民和企业部门支出意愿下降仍明显，虽然居民提前还贷热潮表面有所降温，但结合信贷数据看内需仍处于下降螺旋且幅度未渐缓，除政府部门外其他主体缩表现状延续。

前序：宏观经济形势研判.....	4
一、PMI：制造业小幅回升，服务业高位回落	5
二、生产端：市场需求总体改善，制造业支撑工业生产增速回升	7
三、投资端：基建维持高位，制造业再度加速	8
四、消费端：消费整体修复，可选全面回暖	11
五、进出口：出口跌幅收窄，外需温和修复	13
六、物价端：CPI 同比转正，PPI 保持上行	15
七、金融：社融见底回升，信贷结构仍弱	18

前序：宏观经济形势研判

经济边际修复，地产仍是弱项。8月各项宏观数据均有所修复。生产端看，PMI 虽仍处于线下但连续3个月上行，工业增加值亦明显修复，企业盈利底部企稳；需求端看，受降税和降利率刺激消费大幅好转，基建和制造业投资触底反弹，进出口边际回暖，物价 PPI 环比转正且同比继续收窄；资金端看，社融总量企稳，信贷规模复苏。整体经济运行已现底部特征，但地产作为目前经济最弱环节，对于各项经济数据拖累有所扩大。

上月拖累经济放缓的三大因素在8月有所改变：一是外需在8月小幅回暖，海外各主要经济体 PMI 均有所企稳，出口因此回稳；二是制造业主动去库现象也得到缓解，工业增加值和 PMI 均稳中有升，新订单指数继续修复；三是房地产持续低迷对于经济的拖累较上月有所蔓延，地产销售乏力持续掣肘居民短贷和地产后周期消费，企业融资渠道不畅拖累信贷结构和地产投资恶化。

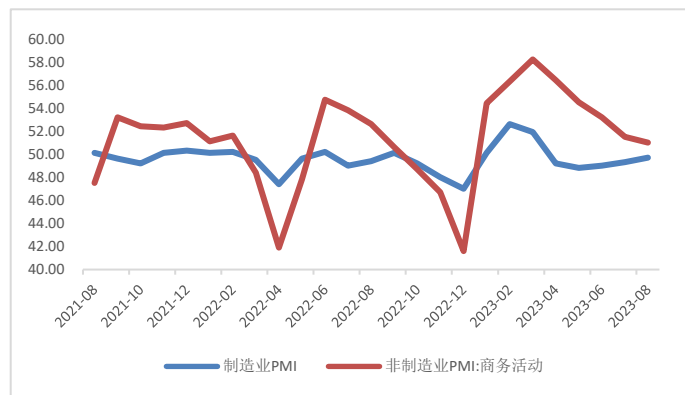
当前正逢经济企稳回升关键期，我们认为后续政策仍有较大发力空间，政策出台遵循四条主线。一是保障流动性，央行近期在平衡汇率后择机降准，保证了经济修复过程中日益增长的流动性需求；二是稳一线城市地产，目前一线城市地产逐步放开政策陆续落地，意图刺激地产市场企稳止跌；三是延续提升产能利用率，通过加快形成城中村改造工作方案加强当前过剩产能利用；四是化解金融风险，出台地方隐债化解方案，防止“城投公司—地方政府—银行”的债务危机传导。

一、PMI：制造业小幅回升，服务业高位回落

8月制造业 PMI 录得 49.7%，较上月继续小幅回升 0.4 个百分点，仍然处于收缩区间；非制造业 PMI 录得 51.0%，较上月继续回落 0.5 个百分点，维持在扩张区间。

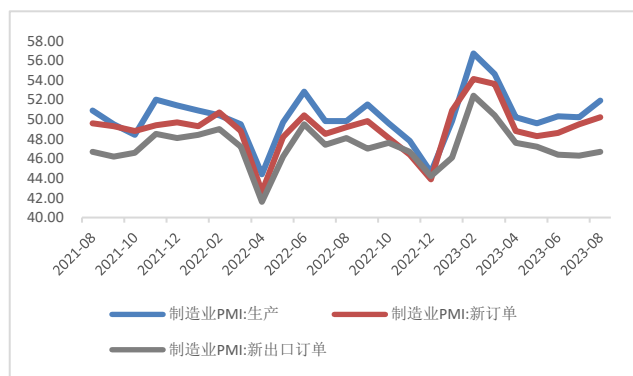
生产需求双双回升，均落得扩张区间。8月制造业 PMI 生产指数大幅回升 1.7 个百分点至 51.9%，制造业生产走强，是推升 8 月制造业 PMI 指数的主要因素。新订单指数也较上月回升 0.7 个百分点至 50.2%，时隔 4 个月重返扩张区间，反映制造业需求景气度有所改善。从需求内部结构看，新出口订单继续对制造业需求形成拖累，内需恢复是总需求重回扩张区间的主要支撑。

图 1：8 月制造业 PMI 继续小幅回升，非制造业 PMI 回落



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 2：8 月内需回升，出口订单仍较弱

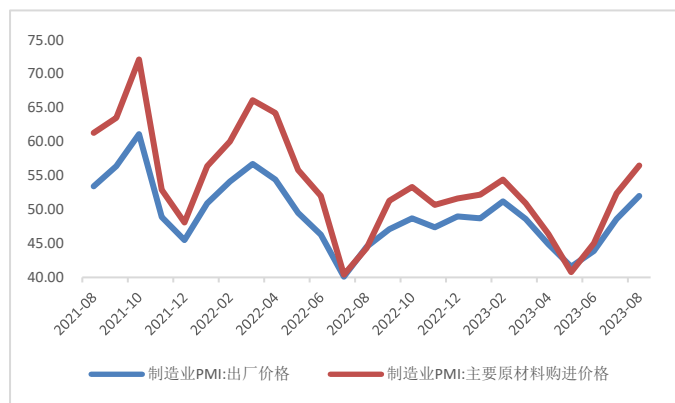


资料来源：WIND，光大信托研究院

制造业两项价格指数上行明显。原材料价格环比上行 4.1 个百分点至 56.5%，出厂价格指数环比上行 3.4 个百分点至 52%，均是 2022 年 5 月以来的新高，其中出厂价格自今年 3 月以来首次上次至荣枯线以上。

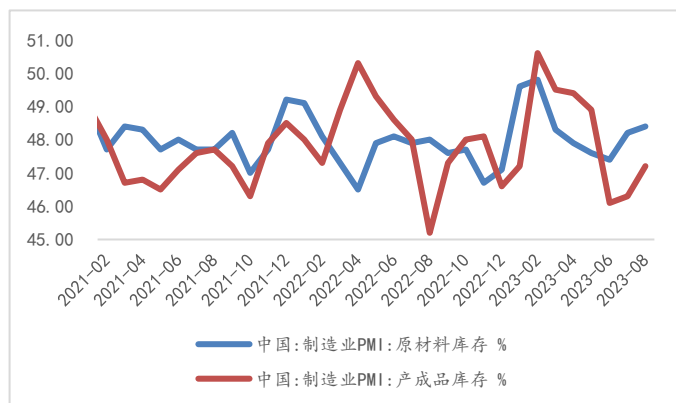
库存指数回暖。8 月原材料库存指数和产成品库存指数分别为 48.4% 和 47.2%，分别较上月上行 0.2 和 0.9 个百分点，反映去库存仍在继续，不过去化速度有所放缓。

图 3：两项 PMI 价格指数明显回升



资料来源：WIND，光大信托研究院

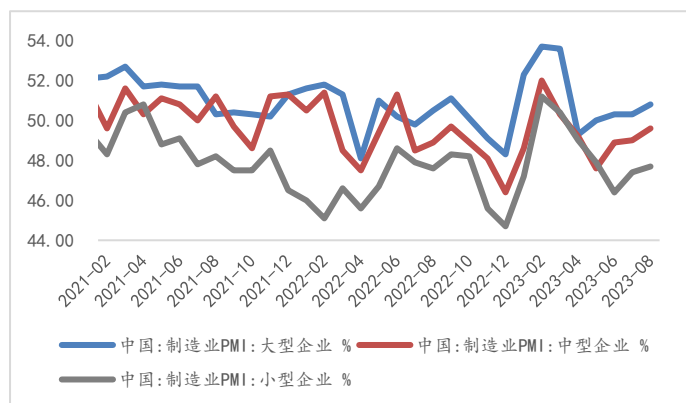
图 4：库存指数转为回升



资料来源：WIND，光大信托研究院

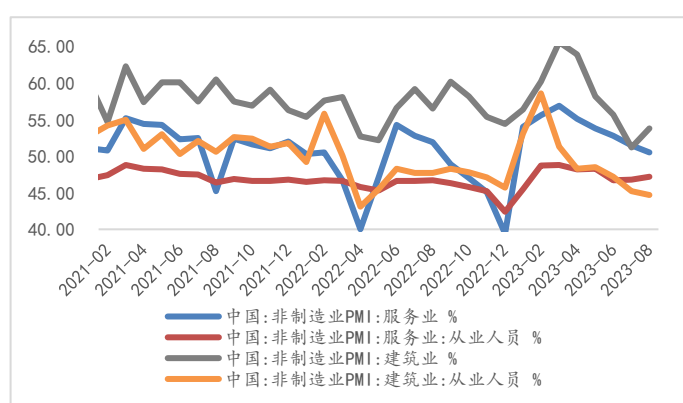
大中小型企业景气度全面回升。8月大型企业PMI为50.8%，较上月增加0.5个百分点；中型企业PMI继续回升0.6个百分点，录得49.6%；小型企业PMI回升0.3个百分点，录得47.7%，各类型企业均有所修复。

图 5：大中小型企业景气度全面回升



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 6：服务业转弱，建筑业修复



资料来源：WIND，光大信托研究院

服务业高位持续回落，建筑业拐点向上。服务业PMI继续回落，本轮4月以来服务业的景气调整尚未触底，这一指标自3月56.9的高点触顶以来持续回落。建筑业景气反弹，除了有7月异常天气开工滞后支撑外，8月专项债投放亦有所加速，基建固定

投资环比走强也助力建筑业景气值反弹。

二、生产端：市场需求总体改善，制造业支撑工业生产增速回升

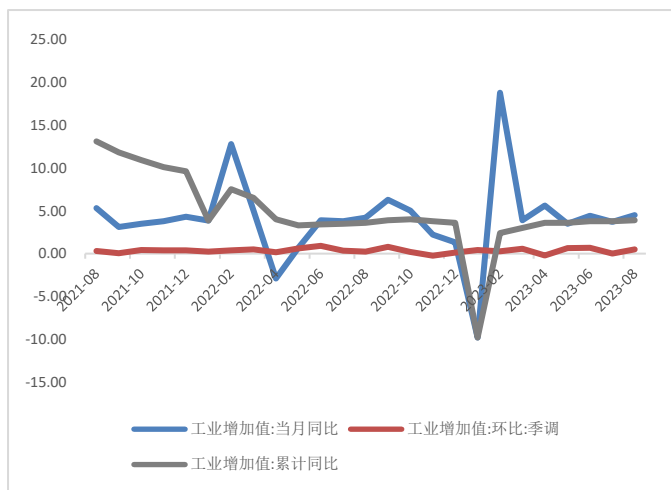
8月工业增加值同比增长4.5%，较前值增长了0.8个百分点，高于市场预期的4.2%。

从环比看，8月工业增加值环比增长0.5%，较7月接近0%的增速明显加快。随着政策接连出台释放出明确稳增长信号，市场信心修复，市场需求总体改善，工业生产边际加快。

分三大门类看，采矿业、制造业以及电热气水生产与供应行业8月分别同比增长2.3%，5.4%，0.2%，采矿业、制造业较7月分别增加了1.0和1.5个百分点，这两者尤其制造业是支撑8月工业生产回升的主因。其中，采矿业生产回升与近期大宗商品价格上涨、基建等投资需求回升相关；而制造业生产回升是稳增长政策效果的显现，市场需求改善，部分企业开始补库存过程。

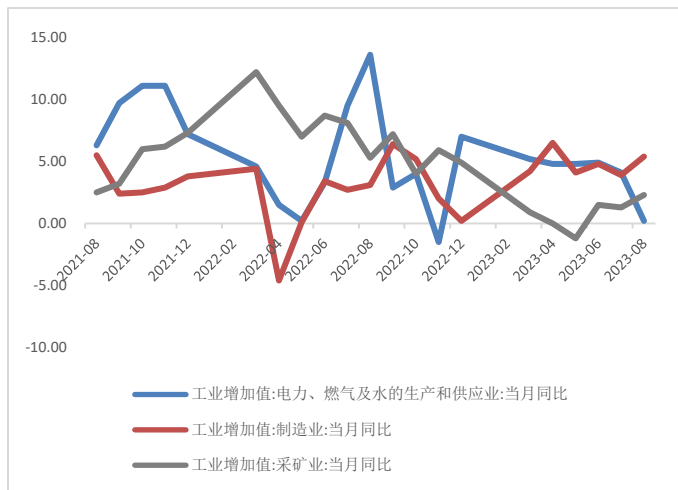
分行业看，8月份，41个大类行业中有23个行业增加值保持同比增长，增长行业数量与上月持平。上游原材料和中游装备制造明显回升，下游消费品生产增速仍较慢。具体来看，受益于近期原油等大宗商品价格上涨和基建投资需求拉动，石油和天然气开采业增长7.2%，较前值增长3.0个百分点；黑色金属与有色金属冶炼和压延加工业分别增长14.5%和8.8%，均较前值回落1.1个百分点，但增速仍较高；电气机械和器材制造业同比增长10.2%，汽车制造业同比增长9.9%，保持较高增速；而医药制造、食品制造和纺织业仍处于低迷状态。

图 9：8 月工业生产提速，表现超预期



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 10：8 月制造业和采矿业支撑工业生产增速回升

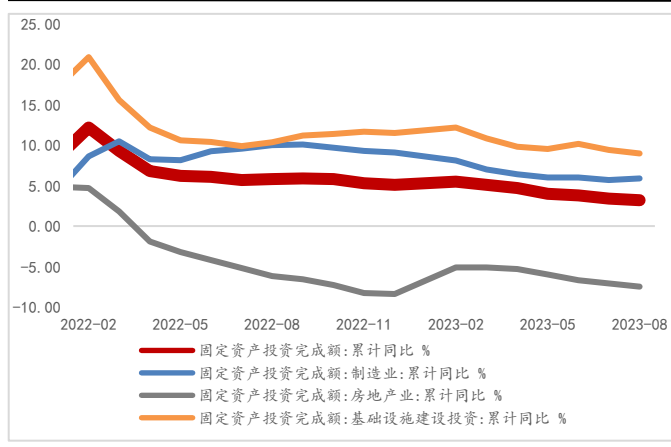


资料来源：WIND，光大信托研究院

三、投资端：基建维持高位，制造业再度加速

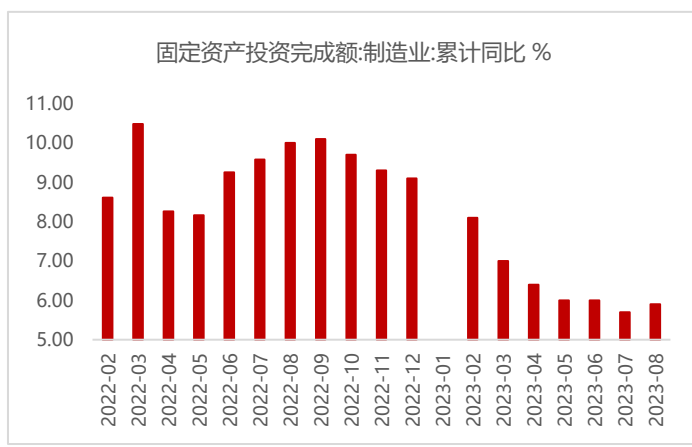
1-8 月，全国固定资产投资累计同比增长 3.2%，较前值继续放缓 0.2 个百分点，单月同比 1.8%（前值 1.2%）。其中，广义基建 9.0%（前值 9.4%），制造业投资增长 5.9%（前值 5.7%），地产投资累计同比-7.5%（前值-7.1%）。从单月看，基建和制造业均有所加速，地产投资跌幅收窄。

图 9：8 月地产投资持续拖累



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 10：8 月制造业增速反弹

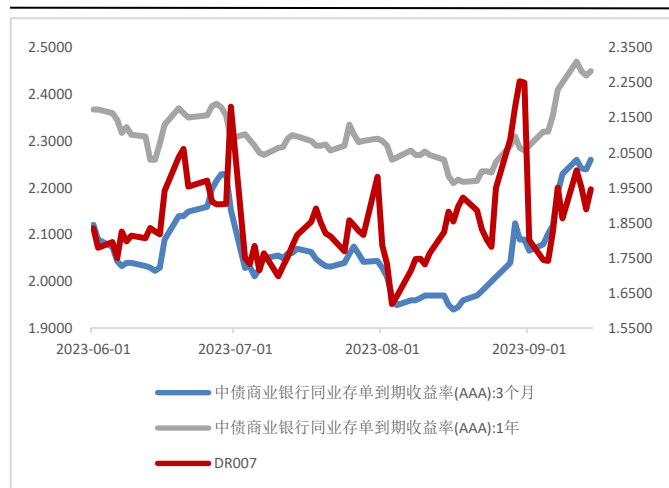


资料来源：WIND，光大信托研究院

专项债推动基建维持高位。1-8月广义基建9.0%（前值9.4%），但单月看8月基建投资同比6.3%（前值5.3%），8月整体较7月有所好转。发债角度看，政治局会议要求专项债发债加速，据证券日报消息，8月份单月新增专项债发行规模近6000亿元，创年内新高。另据专项债券信息网数据显示，截至9月17日，全国累计发行新增专项债3.24亿元，占比超全年限额的85%。另据Mysteel数据，8月全国项目开工总投资额环比增长48.25%，同比增长10.8%。高频角度看，9月沥青开工率继续反弹，水泥发运率仍相对偏低，指向基建实物工作量部分好转。向后看，按照10月底专项债使用完毕计算，目前仍有0.46万亿元额度待使用，预计基建投资和实物工作量仍将保持较高水平。

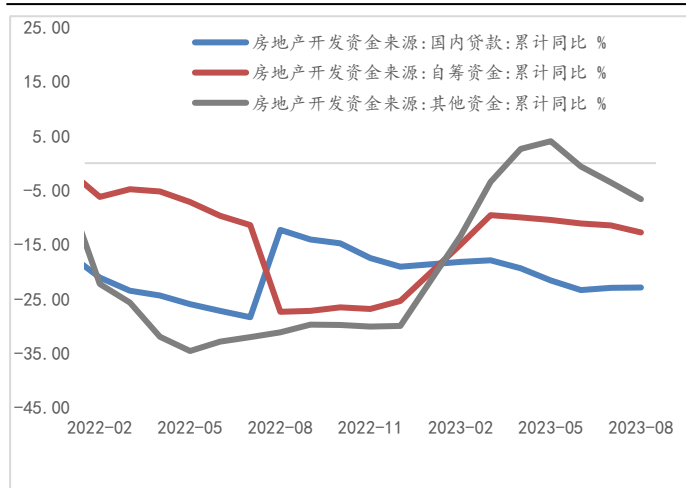
制造业投资再加速。1-8月制造业投资同比增长5.9%（前值5.7%），单月看，8月制造业投资同比7.1%（前值4.3%），整体较7月再加速。分项目看，8月对制造业投资增速回升影响较大的是专用设备制造、金属制品、汽车制造、运输设备制造、医药制造，共计拉动增速2.1%。从企业主体角度看：融资端，8月企业发债融资环比同比均大幅改善，政策利率中枢下移推动企业发债融资成本下降；价格端看，8月PPI降幅持续收窄，能源价格推高叠加部分工业品进入补库带动价格企稳；利润端看，8月工业增加值大幅回暖，录得4.5%（前值3.7%），指向工业企业利润有所企稳；需求端看，8月出口降幅亦收窄，同时8月PMI再度环比改善。整体看，制造业企业受到当前国产替代产业逻辑刺激及企业利润修复势头推动，开启修复势头。向后看，当前原油价格持续走高，对于工业品价格修复有所帮助，但对于企业利润将形成挤压，在基数效应拖累下制造业投资仍有下行预期。

图 11：8 月降准后资金利率有所下行



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 12：8 月房地产融资难度加大



资料来源：WIND，光大信托研究院

房地产持续下滑。累计看，1-8月房地产投资累计同比下降7.5%，较前值扩大0.4个百分点。1-8月商品房销售面积、销售额同比分别为-7.1%、-3.2%，分别较前值回落0.6、1.7个百分点；单月看，房地产投资同比-10.9%（前值-12.2%），商品房销售同比-12.2%（前值-15.5%），新开工同比-24%（前值-26%），施工同比-33%（前值-23%），竣工同比11%（前值33%）；高频数据看，（9.11-9.17）上周各能级城市成交环比回升，同时一线城市房价有所回暖，重点监测城市开盘去化率增至54%，较上周增长17个百分点，但土地成交和溢价率持续下探。整体看，尽管近期一线城市地产政策逐步放松，但产生虹吸效应和短期冲量效应使得地产市场仍处于震荡，房企信心仍然低迷。向后看，未来一线城市地产放松政策或继续出台，但年内地产市场或仍将保持疲软态势，房地产投资仍是固定投资最大拖累。

四、消费端：消费整体修复，可选全面回暖

1-8 月份，社会消费品零售总额 302281 亿元，同比增长 7.0%。8 月份，国内社会消费品零售总额为 37933 亿元，创历史同期最高水平，同比增长 4.6%（前值 2.5%）。其中，除汽车以外的消费品零售额 32906 亿元，同比增长 5.1%，前值 3.0%。8 月份限上商品零售额中，化妆品类、金银珠宝类、通讯器材类的零售额分别增长 9.7%、7.2%、8.5%。

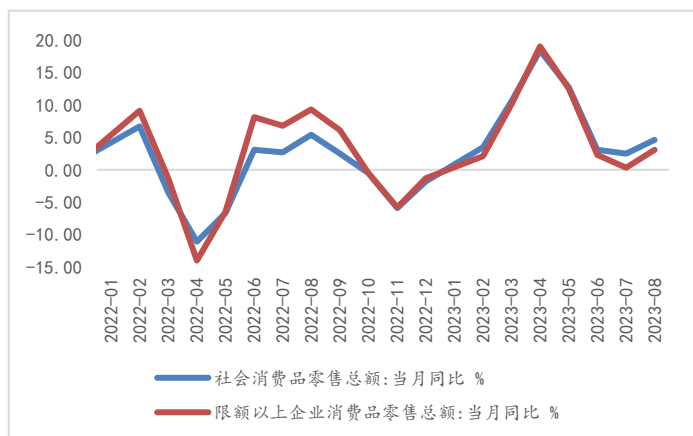
可选消费除建材外全面回暖。其中，化妆品、石油及制品、家具和汽车分别录得 9.7%、6.0%、4.8%和 1.1%的同比涨幅，并且均较上月有所改善，其中化妆品类同比加速 13.8 个百分点，金银珠宝类受近期国内金价刺激同比亦加速 17.2 个百分点至 7.2%；家电虽本月仍是下跌但主要受到去年高基数影响，本月表现并不差，汽车也受到高基数影响抵消部分涨幅；但建材仍受到地产销售数据拖累，较上月降幅仍有所扩大。整体看，8 月可选消费改善明显，预计随双节到来可选消费将继续回暖。

必选消费增速放缓。月内虽全部录得正增，但除日用品类外增速均较 7 月有所下滑，其中烟酒和饮料同比增速分别下滑 2.9 和 2.3 个百分点，必选消费整体转弱一方面与近期物价持续保持低位相关，另一方面仍旧表明当前经济虽出现修复势头，但内需仍旧整体偏弱，关注双节来临对于必选消费的刺激。

餐饮消费持续修复。8 月餐饮收入 4212 亿元，同比增速 12.4%，较上月环比回落 3.4 个百分点，主因去年基数变化（去年 7、8 月当月餐饮同比增速分别达-1.5%、8.4%），实际增长依旧较快。近期物价磨底后开启反弹，叠加双节来临旅游出行餐饮开启节日模式，预计餐饮未来将保持持续修复势头。

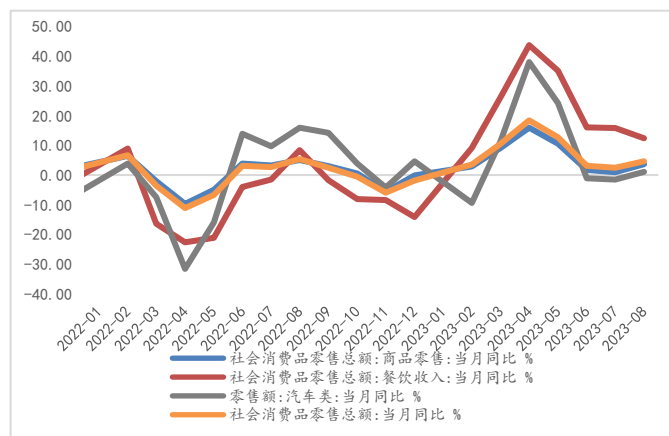
整体看，8月各地促消费政策效果明显，叠加暑期消费旺盛，多数呈现环比上升，服装、化妆品的复苏反映居民消费意愿正在不断恢复。8月促销费政策不断出台，存量房贷利率、个税减免两项政策有望减少居民年支出2000亿以上，且随着婚宴场景回补以及政策持续催化，可选消费仍具有向上动力，餐饮增长有望加快，汽车和消费电子或是双节期间最大惊喜。

图 13：8月消费持续修复



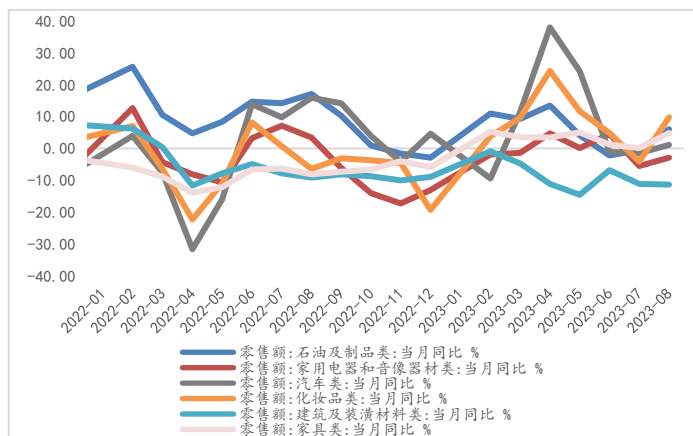
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 14：8月餐饮受物价拖累下滑，其他消费回暖



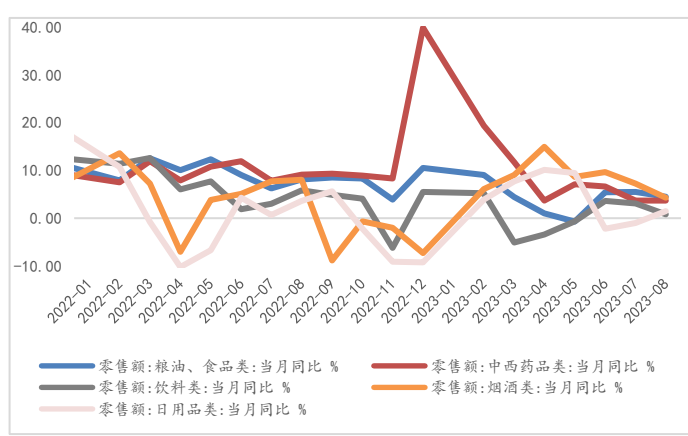
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 15：8月可选除建材外全面回暖



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 16：8月必选消费仅有日用品类上涨



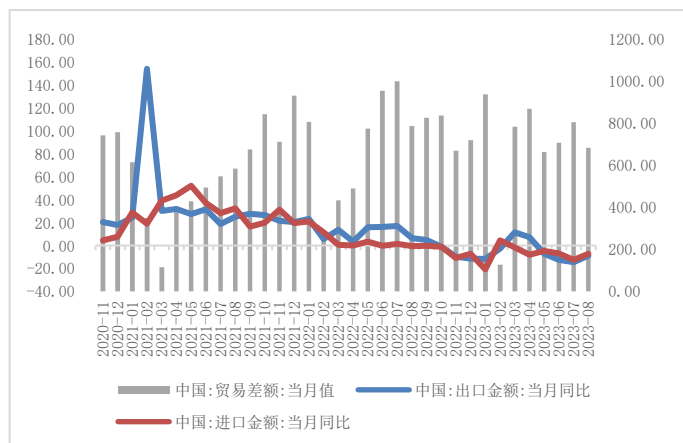
资料来源：WIND，光大信托研究院

五、进出口：出口跌幅收窄，外需温和修复

8月出口金额2848.7亿美元，同比下降8.8%，较7月的-14.5%大幅收窄5.7个百分点，环比录得1.2%。基数效应是出口降幅收窄的主要贡献因素，同时，外需出现阶段性企稳，8月全球制造业PMI回升至49%，但仍处于收缩区间，美国制造业PMI录得47.6%，连续第十个月处于收缩区间，但月度回升幅度为本年最高。

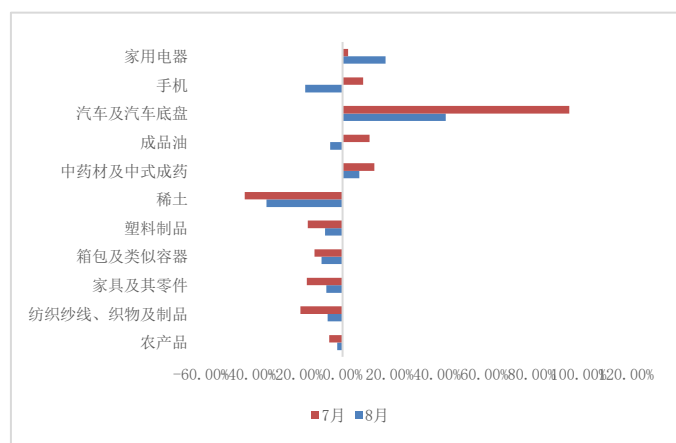
出口结构方面，除手机和汽车外，多数同比好转。8月汽车出口同比为35.2%，在高基数下增速有所回落；8月手机出口再次转负，波动较大。多数劳动密集型产品增速延续回落，箱包、纺织、服装、鞋靴、玩具出口同比分别为-8.9%、-6.4%、-12.5%、-22.1%、-15.5%，合计拖累出口增速约2.1个百分点，对整体出口拖累有所减弱。地产后周期产品中，家电、灯具出口增速分别为11.4%、-7.6%，延续强于总体增速。

图 17：8月进出口同比增速跌幅收窄



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 18：8月出口金额方面除手机汽车外，多数同比好转

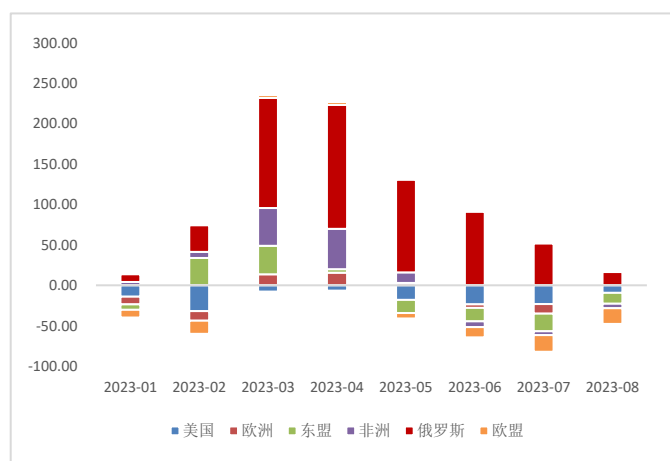


资料来源：海关总署，光大信托研究院

出口区域方面，对俄罗斯出口增速大幅下滑，对美国、东盟明显回升。除对俄罗斯出口增速大幅回落外，8月我国对主要贸易伙伴出口增速基本全面回升，其中，对美国、

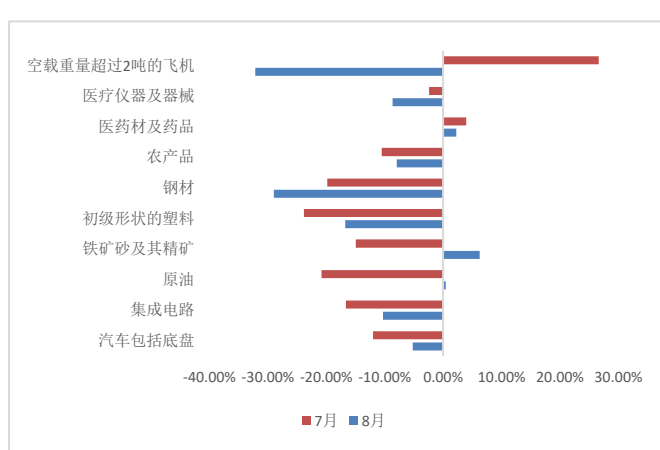
东盟增速回升较大，分别拉动我国整体出口-1.5%、-2.1%，两者共贡献本月出口回升幅度的65%左右；对我国新三大贸易伙伴（俄罗斯、非洲、中西亚国家）整体对出口拉动仅微幅下滑，但内部结构变化较大，对俄罗斯出口同比回落35.5个百分点至16.3%，对中亚国家出口增速回升至15.3%。

图 19：对俄罗斯出口仍高，对欧美、东盟继续下降



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 20：8月铁矿和医药产品转正



资料来源：WIND，光大信托研究院

8月进口2165.1亿美元，同比下降7.3%，降幅较上月收窄5.1个百分点，进口环比7.6%，为2000年以来历史同期第二高点。分项来看，医药材及药品、铁矿砂及其精矿、原油同比由负转正。8月进口好于预期，主要是进口商品数量增加，叠加进口价格同比增速改善。8月贸易顺差录得683.6亿美元，同比回升至-13.1%，同比收窄8.2%。

向后看，全球需求下行边际放缓，随着高基数效应、价格下跌等诸多不利因素的影响逐步减弱，我国进出口降幅有望继续收窄，但外需仍有较大不确定性。

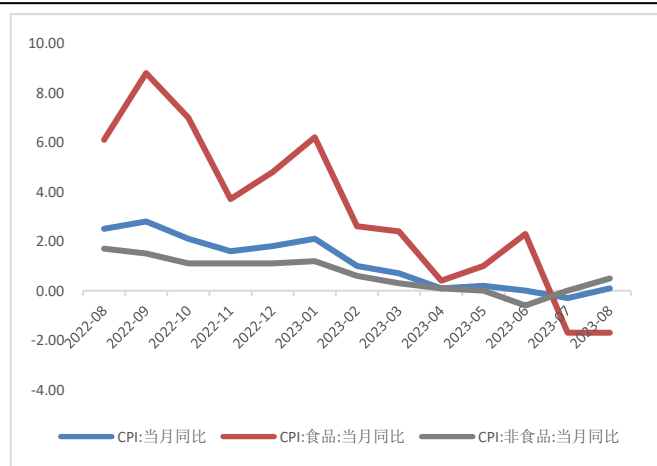
六、物价端：CPI 同比转正，PPI 保持上行

（一）CPI 同比由负转正

8 月 CPI 同比上涨 0.1%，较上月增加 0.4 个百分点，由负转正，略低于预期的 0.2%；环比上涨 0.3%，涨幅较上月继续扩大 0.1 个百分点。分项看，食品项环比上行 0.5%，低于季节性；非食品项环比上行 0.2%，高于季节性。整体来看，8 月 CPI 重回正增长主要由于当月猪肉、燃油价格上涨，同比降幅明显收窄，叠加暑期服务消费较为旺盛，服务价格同比涨幅也有所扩大。具体来看：

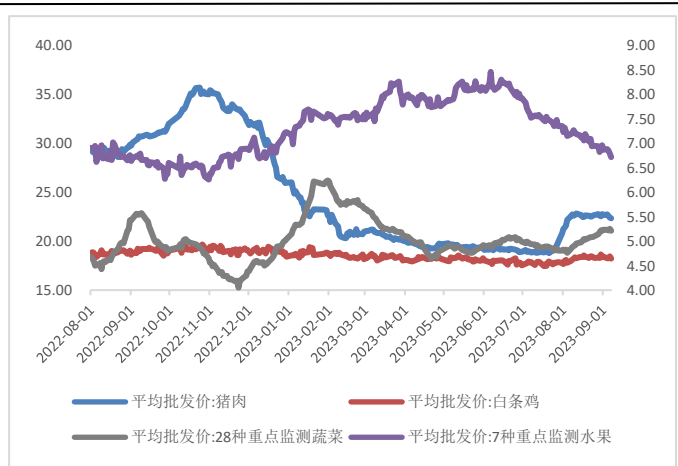
猪肉价格上涨，食品价格回升。受极端天气、养殖户压栏惜售，以及中央储备猪肉收储等因素影响，8 月猪肉价格环比由上月的持平转为上涨 11.4%，对 CPI 的拖累作用有所减退。另一方面，由于鲜菜、鲜果供应充足，价格环比低于历史同期均值。

图 23：8 月非食品项拉动 CPI 同比由负转正



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 24：猪肉价格企稳，鲜果价格持续下降



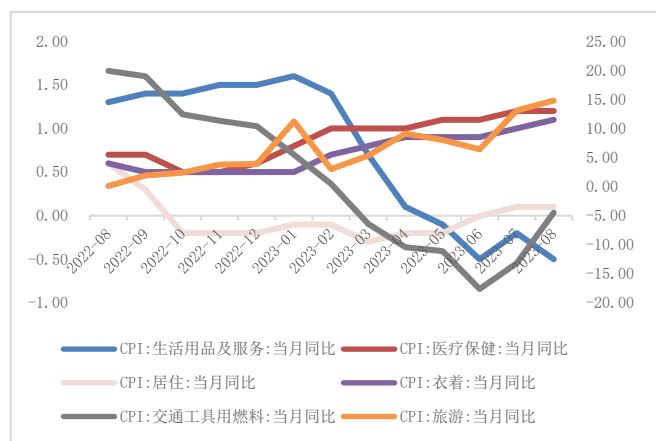
资料来源：WIND，光大信托研究院

能源和服务带动非食品项价格涨幅扩大。受国际原油价格上涨影响，8 月国内汽油价格环比上涨 4.9%，同比下降 4.6%，降幅收窄 8.9 个百分点，带动交通工具用燃料价

格环比上涨 4.8%；暑期出行消费需求上升，出行类服务上涨较多，飞机票、旅游和宾馆住宿价格同比分别上涨 17.6%、14.8%和 13.4%，涨幅扩大，其中宾馆住宿和旅游价格环比分别上涨 1.8%和 1.4%。此外，地产相关的居住环比下降 0.6%，家用器具环比下降 0.6%；车企延续降价态势，交通工具价格环比下降 0.3%。

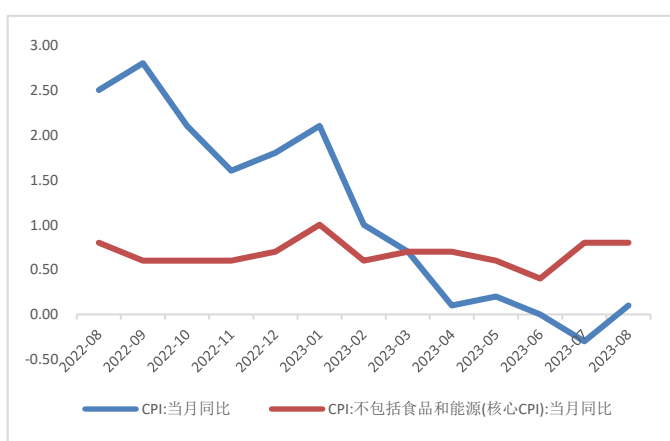
核心 CPI 与上月持平。8 月，剔除食品和能源的核心 CPI 同比上涨 0.8%，与上月持平，显示出居民消费修复力度仍较为疲弱，消费信心不足，促消费政策和消费场景有待进一步放开。

图 25：8 月能源及旅游价格明显回升



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 26：8 月核心 CPI 同比增速与上月持平



资料来源：WIND，光大信托研究院

向后看，一是高频数据来看，猪肉价格企稳，涨幅回落，将依旧拖累 CPI 上涨，鲜菜价格上涨但鲜果价格持续走低，预计食品项环比涨幅将有所收窄。二是国际能源价格持续上行，服务业需求恢复，对非食品价格形成支撑。预计后续 CPI 维持温和回升。

（二）PPI 同比降幅收窄，环比由负转正

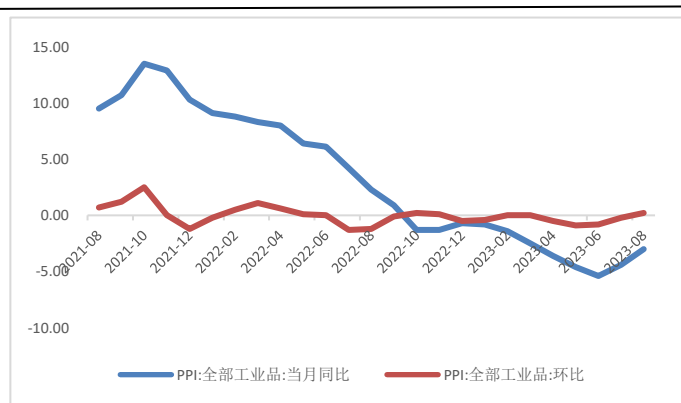
8 月 PPI 同比增速为-3%，降幅较 7 月收窄 1.4 个百分点；环比增长 0.2%，为 4 月以来首次转正。分项看，生产资料和生活资料分别同比下降 3.7%和 0.2%，降幅分别较

上月收窄 1.8 和 0.2 个百分点。

生产资料各分项降幅继续收窄，采掘业、原材料业、加工业出厂价格同比增速分别为-9.9%、-4%和-3.1%，降幅较上月收窄 4.8、3.6 和 0.7 个百分点。生活资料 PPI 环比涨势走弱，仅为 0.1%，较前值减少了 0.2 个百分点，显示出终端消费依然疲弱。从主要行业来看，黑色、有色金属产业链保持上行，煤炭开采洗选、黑色金属跌幅分别收窄 1.2 和 0.2 个百分点，石油天然气开采业涨幅进一步扩大 1.4 个百分点。

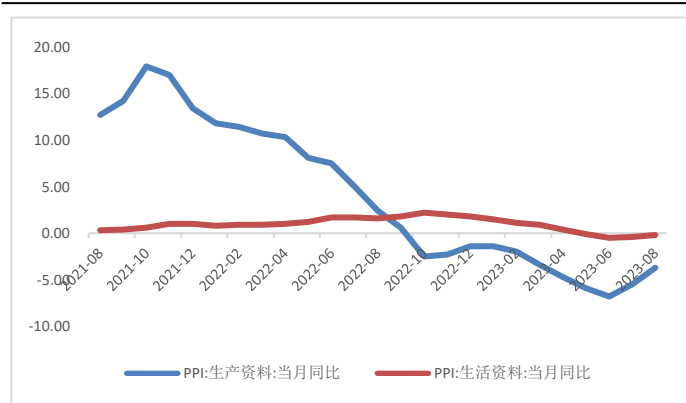
总体看，CPI-PPI 同比剪刀差继续收窄，较上月下降 1 个百分点至 3.1%，利润继续向上游倾斜。向后看，短期内国际大宗商品价格维持高位，国内基建投资释放都将支撑着 PPI 环比保持上涨。

图 27：8 月 PPI 同比降幅收窄，环比回正



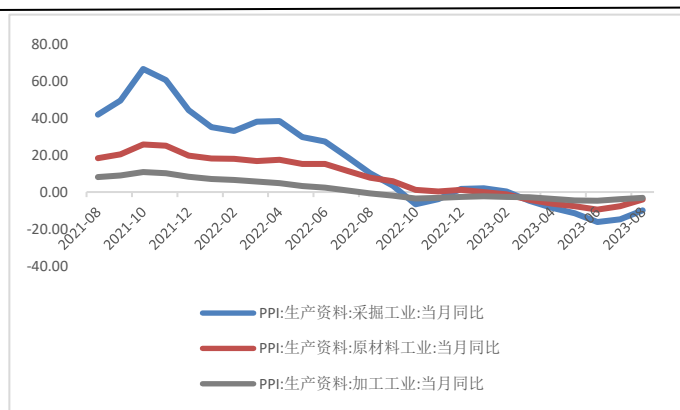
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 28：8 月生产资料、生活资料降幅继续收窄



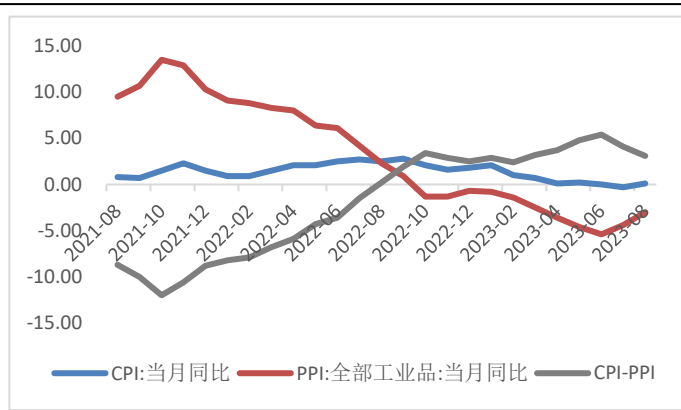
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 29：8 月采掘业、原材料业价格同比涨幅较大



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 30：8 月 CPI-PPI 剪刀差收窄

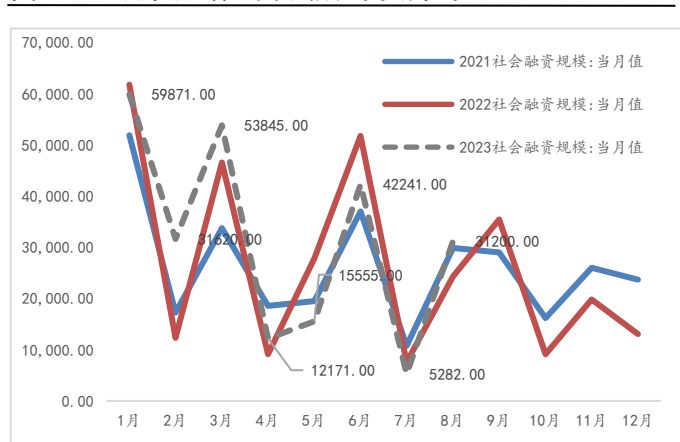


资料来源：WIND，光大信托研究院

七、金融：社融见底回升，信贷结构仍弱

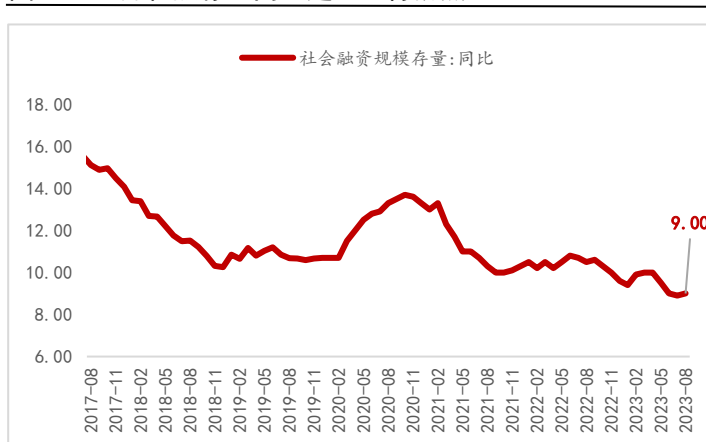
8 月新增社融 3.12 万亿元，高于 Wind 一致预期的 2.62 万亿元，同比多增 6488 亿元，社融存量同比增速 9.0%，环比上月增加 0.1 个百分点；8 月新增贷款 1.36 万亿元，高于 Wind 一致预期的 1.10 万亿元，同比多增 1100 亿元；8 月份人民币存款增加 1.26 万亿元，而非银机构存款下降 7322 亿元，同比多减 2969 亿元。

图 29：8 月社融增量高于历史同期水平



资料来源：WIND，光大信托研究院

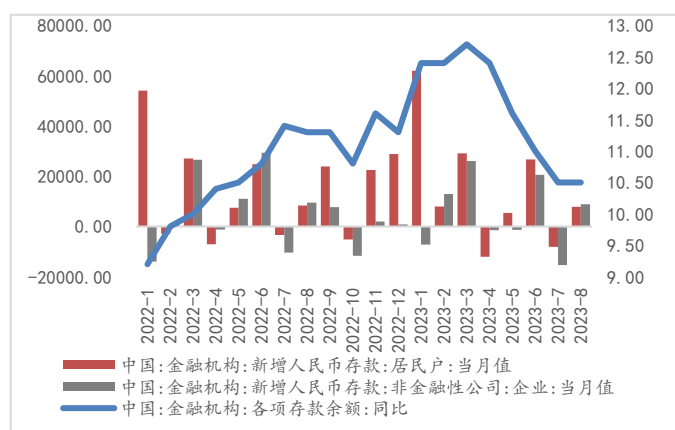
图 30：8 月社融存量同比迎来上行拐点



资料来源：WIND，光大信托研究院

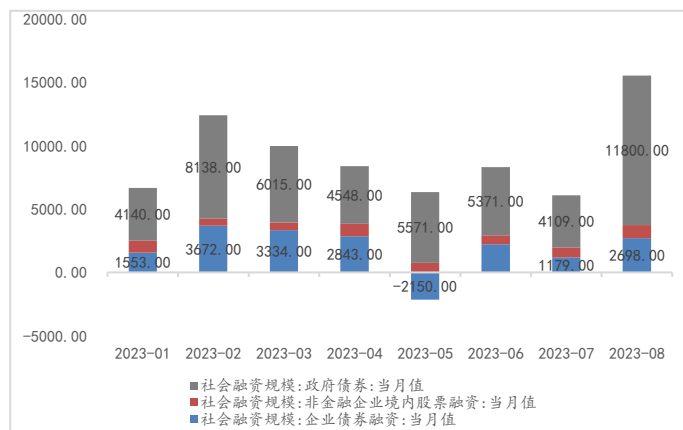
社融方面，8 月社融属季节性强月份，但本次社融大幅超出市场预期录得 3.12 万亿元，其中政府发债同比大涨 288%，是本月社融最大驱动力，同时企业发债环比亦增加 129%。政府债方面，8 月净融资额 1.18 万亿元，结构上看 1-7 月国债净融资额仅完成全年 34%，8 月国债大幅发力带动国债月度净融资额 5100 亿元；而 7 月末专项债发行提速后，9 月末预估将发行完毕全年额度（近 6000 亿元）。企业债方面，8 月发债融资额 2698 亿元，环比同比均大幅改善，结构变化看，政策利率中枢下移推动企业发债融资成本下降，同时近期城投受到化债政策预期刺激而信用利差明显收窄，城投一级融资持续恢复，而地产融资针对民营企业持续发力带动地产企业债有所企稳。而股票融资则受到近期资本市场波动影响，同比下降 17%。

图 31：8 月企业居民存款新增回正，财政存款超季节



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 32：8 月政府发债同比大涨

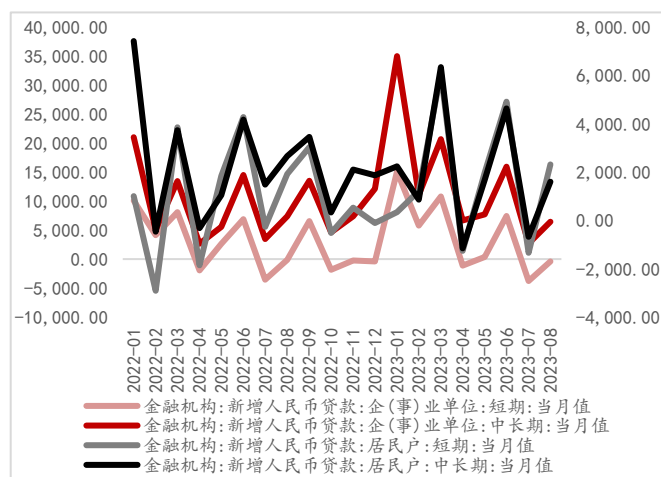


资料来源：WIND，光大信托研究院

信贷方面，规模修复优于结构，但居民中长贷仍是隐忧。居民方面，8 月短贷新增 2320 亿元，大幅出现扭转，指向居民消费需求和能力有所复苏，也与 8 月物价指数转正互为佐证；8 月中长贷录得 1602 亿元，已经是连续第二月均低于 2022 全年均值，同比也录得少增 1056 亿元，近期地产政策刺激出台节奏较慢，居民长贷修复路径或慢于预

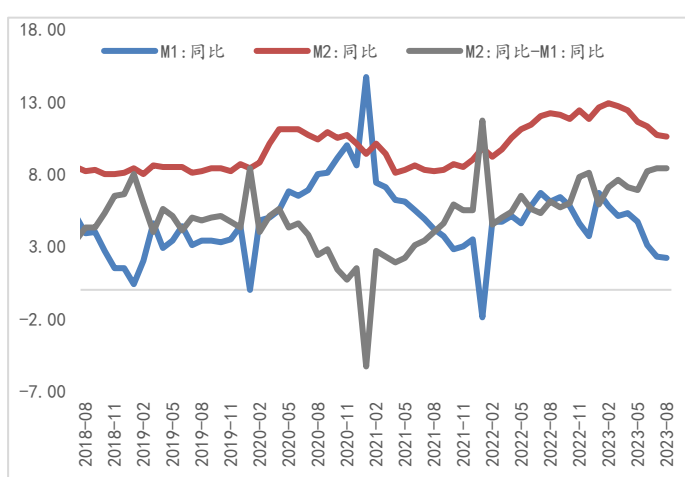
期。企业方面，8 月短贷和中长贷分别同比少增 280 和 909 亿元，环比虽大幅修复但主要为企业票据冲量（8 月票据融资同比多增 1881 亿元），剔除影响后企业信贷仍弱，结合 8 月制造业 PMI 仍处于收缩空间和 M1 同比回落，表明资金流入实体经济进度仍慢，企业资金活化偏弱。

图 33：8 月居民信贷环比增长 5929 亿元



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 34：8 月 M2、M1 同步下降，资金面有所紧缩



资料来源：WIND，光大信托研究院

存款方面，余额同比持平，各部门同步下降。8 月新增金融机构人民币存款 1.26 万亿元，其中居民新增 7877 亿元，非金融企业新增 8890 亿元，非银机构下降 7322 亿元，分别同比下降 200 亿元、409 亿元和 2969 亿元，而财政存款同比少减 2484 亿元。从各部门存款数据变化看，在当前存款利率持续下降情况下存款仍有一定涨幅，表明居民和企业部门支出意愿下降仍明显，虽然居民提前还贷热潮表面有所降温，但结合信贷数据看内需仍处于下降螺旋且幅度未渐缓，除政府部门外其他主体缩表现状延续，内需刺激仍需政策发力。