



宏观研究

【粤开宏观】资本市场表现背后的宏观线索：8月金融数据解读

2023年09月11日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002

分析师：原野

执业编号：S0300523070001

近期报告

《【粤开宏观】化债可能路径的利弊和可行性分析——从过去两轮化债看未来》

2023-08-21

《【粤开宏观】活跃资本市场：既要稳定当前，更要长期制度变革》2023-08-28

《【粤开宏观】房地产政策优化后，还存在的地产灰犀牛及应对》2023-09-03

《【粤开宏观】北交所实施重磅改革，5大看点需密切关注》2023-09-03

《【粤开宏观】城中村改造要点、规模测算及影响分析》2023-09-04

摘要

9月11日中午，央行发布两则消息：一是全国外汇市场自律机制专题会议在北京召开，会议强调，金融管理部门有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定；二是8月金融数据罕见地在中午发布，信贷社融总量数据大幅好于市场预期及去年同期。

受此影响，下午股债汇均出现显著的“冲高回落”走势。上证指数从早盘收盘价3134.45点跳空高开，半小时内升至3155.10点，涨幅0.66%，之后逐步回落，最终收于3142.78点，涨幅缩至0.27%；人民币汇率和10年期国债收益率也有相似表现。

一、资本市场冲高回落与货币金融数据的特征

一方面，“冲高”是市场对于政策和总量数据好转的积极反应。一是央行发声稳汇率，有助于减缓资本外流，稳定市场资金。二是总量金融数据好转，释放经济企稳的信号。8月末，社会融资规模存量为368.61万亿元，同比增长9.0%，前值8.9%；新增社融3.12万亿元，大幅超预期（预期值2.62万亿元），比上年同期多增6316亿元。

另一方面，“回落”的背后更多折射出投资者对于经济是否真正企稳的担忧，金融数据仍存在结构性问题。其一，社融同比高增主要受政府债券支撑，实体信贷恢复不强，政府托底、市场信心不足并存。8月政府债券净融资1.18万亿元，同比多8714亿元。8月新增专项债0.59万亿元，属于历史上偏高水平，政策托底的作用明显，与政治局会议提出的加快发行专项债以及9月底发行完毕相对应。与此同时，对实体经济发放的人民币贷款同比少增102亿元。

其二，实体信贷中票据融资支撑较明显。8月票据融资新增3472亿元，同比多增1881亿元。考虑到8月整体票据利率不高，票据融资高增，主要还是因政策要求加大信贷投放，银行存在冲量行为所致。

其三，8月企业新增中长期贷款同比少增909亿元，反映出企业投资尤其是民间投资意愿仍低迷；居民新增中长期贷款同比少增1056亿元，反映居民购房需求仍未明显好转，房地产政策尤其是一线城市的“认房不认贷”主要在8月底出台，近期北京、上海的房地产市场销售明显回暖，这种部分城市的销售回暖将在9月居民中长期贷款数据体现；但是居民短期贷款增加，可能与暑期消费有关，暑期旅游、住宿等恢复较好，服务业价格明显上行。

其四，M1与M2剪刀差处在高位（-8.4%），资金活化程度仍低。较高的负剪刀差或说明企业盈利预期偏弱，居民储蓄意愿较强，更多钱流入长期、定期存款。尤其是M1，在8月基数效应显著小于7月的情况下，同比增速仍然较7



月下滑 0.1 个百分点，说明经济活力仍偏弱。

二、8 月“经济底”信号初显，或加速“市场底”到来

前几轮周期中，政策底、市场底、经济底通常依次出现。但当前经济面临宏观总需求不足、微观主体信心不振的双重压力，可能导致市场底滞后于经济底。或许要看到经济企稳回升、亦即市场底的明确信号，才能打破微观主体信心不足的困局，真正提振市场信心和资本市场，进入良性循环。

8 月经济出现积极信号。一是制造业生产活动加快，市场需求有所改善。8 月制造业 PMI 为 49.7%，比上月上升 0.4 个百分点，连续 3 个月回升，其中生产、新订单指数分别为 51.9%和 50.2%，新订单指数为 4 月以来首次扩张。

二是通胀止跌回升。8 月 CPI 同比由负转正，从-0.3%升至 0.1%。受极端天气干扰调运、养殖户压栏惜售、以及中央储备猪肉收储等因素影响，猪肉价格同比较上月回升 8.1 个百分点；国际油价上涨，带动汽油价格同比较上月回升 8.9 个百分点；暑期旅游需求旺盛，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%，涨幅均有扩大。PPI 同比降幅收窄，从-4.4%回升至-3.0%，连续两个月回升，主要受部分工业品需求改善、国际原油价格上涨等因素影响。

三是出口同比降幅收窄。8 月出口同比由上月的-14.5%升至-8.8%，一是去年同期基数较低，二是外需小幅回暖，8 月美国、欧元区制造业 PMI 均较上月回升 1.2 和 0.8 个百分点。出口产品中，电脑、地产后周期商品（家电、家具、灯具）、劳动密集型商品（纺织、服装、箱包、玩具）等降幅明显收窄。

三、经济有望加快恢复，仍需政策保驾护航

经济中的积极因素在增多。第一，PPI 同比回升有助于提高企业营收和利润，加快企业补库存；第二，我国的税制结构与 PPI 回升有较大关系，PPI 回升有利于财政增收，增加地方财力和调控能力；第三，出口形势虽然仍有较大不确定性，但去年下半年基数大幅下行将对未来几个月的同比增速形成支撑，韩国、越南 8 月出口亦有所回升；第四，8 月下旬以来，中央和地方政府密集出台稳地产政策，效果将逐步显现；第五，地方政府加快专项债发行和使用进度，稳投资、稳增长。

当然，经济的恢复基础仍不牢固，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程，仍需政策进一步发力生效。房地产和出口仍是主要的拖累力量，稳定微观主体的信心与预期仍是下阶段要下大力气的重要方向。房地产政策还有进一步调整空间：适度提高非普宅的认定标准、降低非普宅的首付比例和税费、提高对房价波动的容忍度促进房企回笼资金（允许一线城市涨价以避免倒挂和套利、允许低能级城市房企降价以回笼资金）、商业银行保交楼贷款实施尽职免责、提供优质核心地块以活跃土地市场；同时结合生育政策，对多孩家庭的限购套数、首付比例、房贷利率等给予支持等。专项债加快发行后，仍有必要使用结存限额空间。

风险提示：政策落地不及预期、经济数据不及预期



目 录

一、资本市场冲高回落与货币金融数据的特征	4
二、8月“经济底”信号初显，或加速“市场底”到来	6
三、经济有望加快恢复，仍需政策保驾护航	8

图表目录

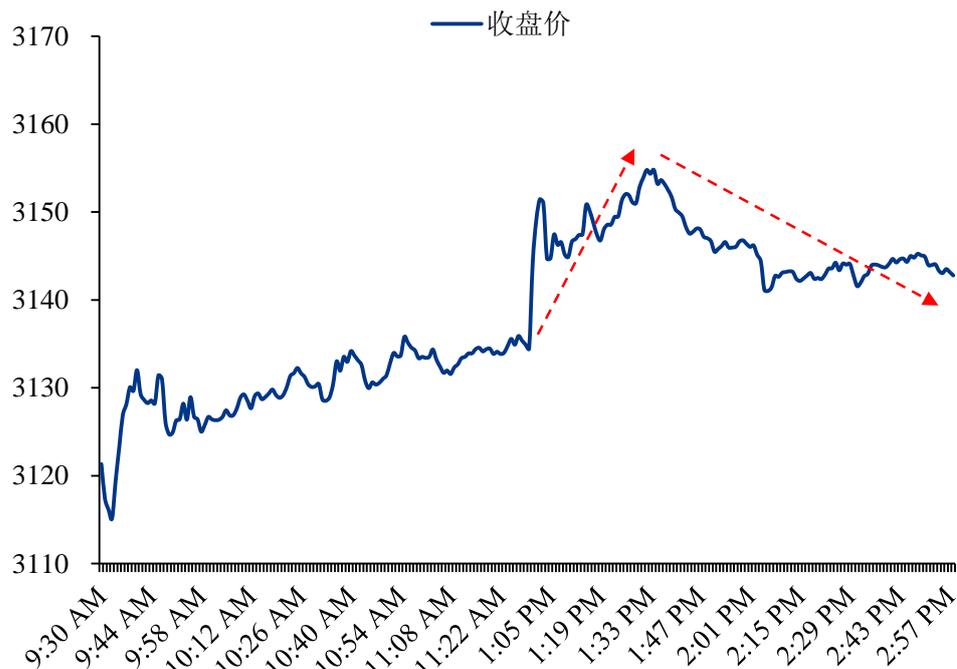
图表 1： 9 月 11 日上证指数分时图	4
图表 2： 9 月 11 日十年期国债收益率分时图	4
图表 3： 8 月新增社融各分项情况	5
图表 4： M1 与 M2 剪刀差仍处于高位	6
图表 5： 制造业 PMI 连续 3 个月回升	7
图表 6： 8 月 CPI 和 PPI 同比回升	7
图表 7： 8 月出口同比降幅收窄	8



一、资本市场冲高回落与货币金融数据的特征

9月11日下午，股债汇均出现显著的“冲高回落”走势。上证指数从早盘收盘价3134.45点跳空高开，半小时内升至3155.10点，涨幅0.66%；随后开始回落，最终收于3142.78点，涨幅缩至0.27%；算上早盘的涨幅，全天涨幅0.84%。与此同时，债市、汇市也有类似形态的行情。例如，离岸人民币汇率一路收复7.29，随后重回7.30左右的水准。十年期国债收益率也出现冲高回落迹象。

图表1：9月11日上证指数分时图



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表2：9月11日十年期国债收益率分时图



资料来源：Wind、粤开证券研究院

资本市场的走势反映的是投资者根据经济现实所产生的预期，冲高与政策、数据等释放的积极信号相关，回落则折射投资者对经济企稳、结构性问题的担忧。

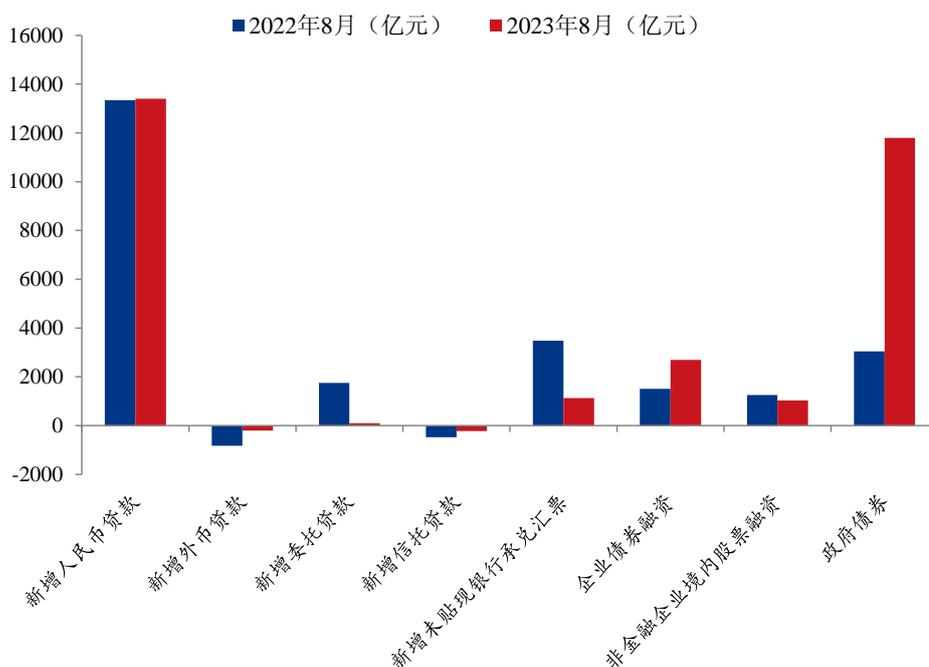
首先，我们看冲高背后的因素：1) 央行发声稳汇率，有助于减缓资本外流，稳定市场资金。今日，全国外汇市场自律机制专题会议在京召开，午后央行发声，传递会议精神。会议强调，金融管理部门有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定，该出



手时就出手，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。2) 总量金融数据好转，释放经济企稳的信号。8月末，社会融资规模存量为 368.61 万亿元，同比增长 9.0%，前值 8.9%；新增社融 3.12 万亿元，大幅超预期（预期值 2.62 万亿元），比上年同期多增 6316 亿元。

其次，回落的背后更多折射出投资者对于经济是否真正企稳的担忧，金融数据仍存在结构性问题。1) 社融同比高增主要是政府债券在支撑，实体信贷的支撑力不强，政府托底、市场信心不足并存。8 月政府债券净融资 1.18 万亿元，同比多 8714 亿元，是新增社融的主要贡献项。这主要由于专项债发行提速，7 月底政治局会议督促专项债加速发行，需要 9 月底前发行完毕。8 月新增专项债 0.59 万亿元，属于历史上偏高水平，政策托底的作用明显。反观对实体经济发放的人民币贷款，同比少增 102 亿元。2) 实体信贷中票据融资支撑较明显。8 月票据融资新增 3472 亿元，同比多增 1881 亿元。考虑到 8 月整体票据利率不高，票据融资高增，主要还是因政策要求加大信贷投放，银行存在冲量行为所致。3) 企业中长贷连续两个月同比少增；居民短贷增加，但中长期贷款未见明显改善。2022 年 8 月以来，企业中长期贷款始终是人民币信贷的主要支撑，但今年 7 月开始，企业中长期贷款出现同比少增的情况，8 月企业中长期贷款新增 6444 亿元，同比少增 909 亿元。一方面，是去年高基数的影响，另一方面，反映企业部门盈利修复较慢，资本开支意愿仍低。与此同时，居民新增中长期贷款同比少增 1056 亿元，反映居民购房需求仍未明显好转，房地产政策尤其是一线城市的“认房不认贷”主要在 8 月底出台，近期北京、上海的房地产市场销售明显回暖，这种部分城市的销售回暖将在 9 月居民中长期贷款数据体现；但是居民短期贷款增加，可能与暑期消费有关，暑期旅游、住宿等恢复较好，服务业价格明显上行。4) M1 与 M2 剪刀差处在高位，资金活化程度仍低。M2 增速 10.6%，前值 10.7%；M1 增速 2.2%，前值 2.3%；M1 与 M2 剪刀差为-8.4%，与上月持平，属于今年高位。较高的负剪刀差或说明企业盈利预期偏弱，居民储蓄意愿较强，更多钱流入长期、定期存款。尤其是 M1，在 8 月基数效应显著小于 7 月的情况下，同比增速仍然较 7 月下滑 0.1 个百分点，说明经济活力仍偏弱。

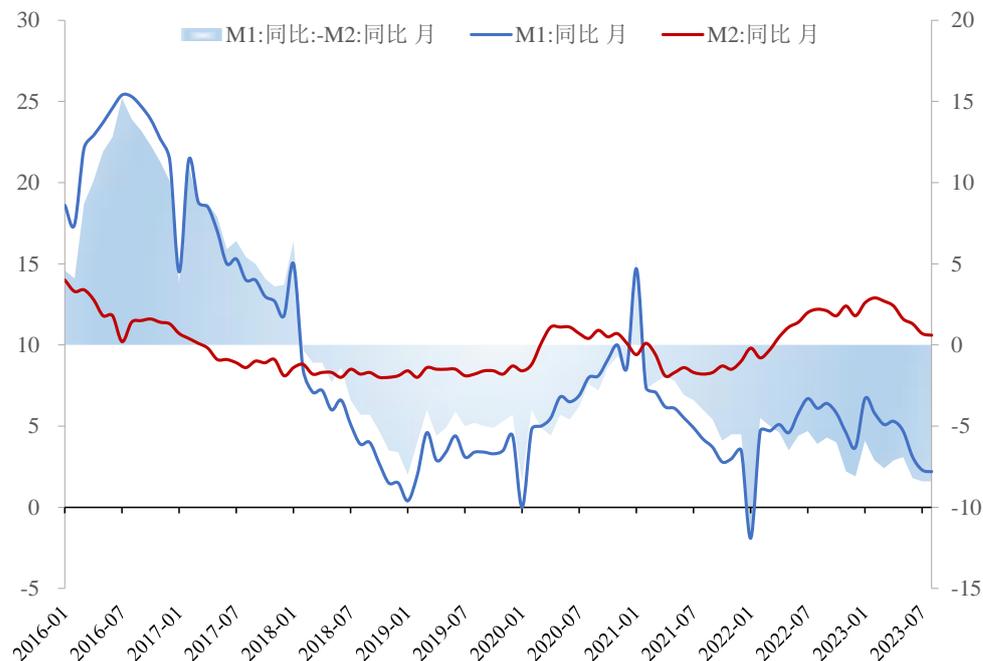
图表3：8 月新增社融各分项情况



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表4: M1 与 M2 剪刀差仍处于高位



资料来源: Wind、粤开证券研究院

二、8月“经济底”信号初显，或加速“市场底”到来

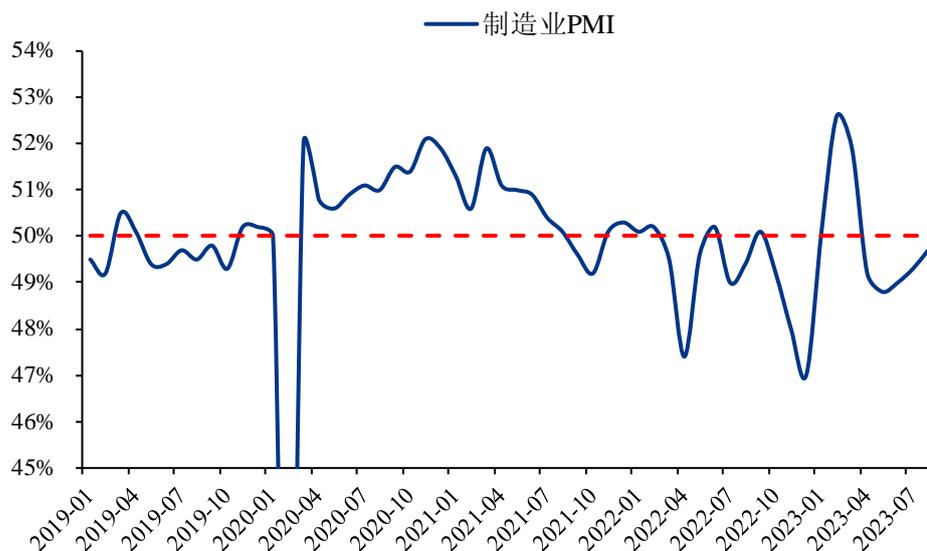
前几轮周期中，政策底、市场底、经济底通常依次出现。面对经济下行压力和资本市场低迷，政府率先出台各项逆周期调控政策，政策底出现；资本市场预期政策能有效刺激总需求，信心和风险偏好上升，继而提振资本价格，市场底显露；政策刺激与微观主体信心恢复共同作用下，总需求扩张带动经济企稳回升，经济底到来。

当前经济面临宏观总需求不足、微观主体信心不振的双重压力，可能导致市场底滞后于经济底。受国际政治经济形势恶化、三年疫情的伤痕效应、部分行业政策的收缩效应、经济下行压力等多重因素冲击，微观主体陷入信心不足、预期低迷的困境。这一方面削弱了宏观政策实施效果，产生“减税降费陷阱”、“流动性陷阱”，加速经济收缩和下行压力，导致预期的自我实现，陷入恶性循环；另一方面则抑制市场风险偏好和估值回升，延后了市场底的出现。或许要看到经济企稳回升、亦即市场底的明确信号，才能打破微观主体信心不足的困局，真正提振市场信心和资本市场，进入良性循环。

8月经济出现积极信号。一是制造业生产活动加快，市场需求有所改善。8月制造业PMI为49.7%，比上月上升0.4个百分点，连续3个月回升，其中生产、新订单指数分别为51.9%和50.2%，新订单指数为4月以来首次扩张。



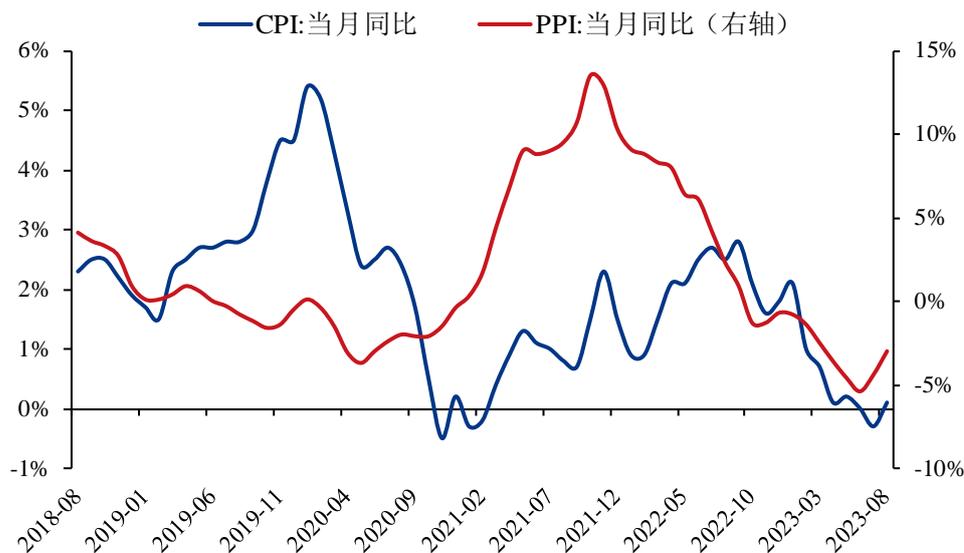
图表5：制造业 PMI 连续 3 个月回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二是通胀止跌回升。8 月 CPI 同比由负转正，从-0.3%升至 0.1%。受极端天气干扰调运、养殖户压栏惜售、以及中央储备猪肉收储等因素影响，猪肉价格同比较上月回升 8.1 个百分点；国际油价上涨，带动汽油价格同比较上月回升 8.9 个百分点；暑期旅游需求旺盛，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%，涨幅均有扩大。PPI 同比降幅收窄，从-4.4%回升至-3.0%，连续两个月回升，主要受部分工业品需求改善、国际原油价格上涨等因素影响。其中，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、化学原料和化学制品制造业、石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业同比降幅明显收窄。

图表6：8 月 CPI 和 PPI 同比回升

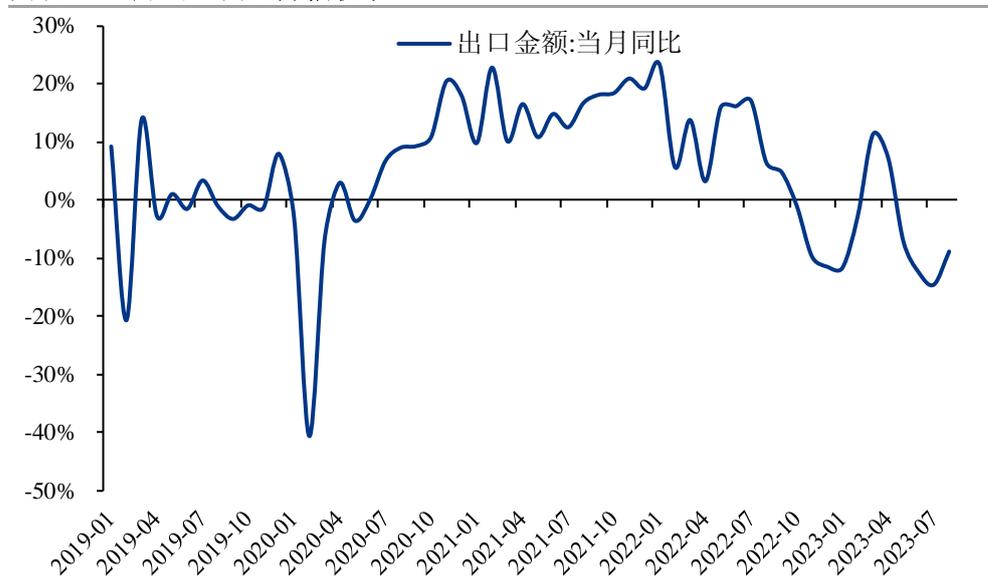


资料来源：Wind、粤开证券研究院



三是出口同比降幅收窄。8月出口同比由上月的-14.5%升至-8.8%，一是去年同期基数较低，二是外需小幅回暖，8月美国、欧元区制造业PMI均较上月回升1.2和0.8个百分点。出口产品中，电脑、地产后周期商品（家电、家具、灯具）、劳动密集型商品（纺织、服装、箱包、玩具）等降幅明显收窄。

图表7：8月出口同比降幅收窄



注：2021年为两年平均增速

资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、经济有望加快恢复，仍需政策保驾护航

经济中的积极因素在增多。第一，PPI同比回升有助于提高企业营收和利润，加快企业补库存；第二，我国的税制结构与PPI回升有较大关系，PPI回升有利于财政增收，增加地方财力和调控能力；第三，出口形势虽然仍有较大不确定性，但去年下半年基数大幅下行将对未来几个月的同比增速形成支撑，韩国、越南8月出口亦有所回升；第四，8月下旬以来，中央和地方政府密集出台稳地产政策，效果将逐步显现；第五，地方政府加快专项债发行和使用进度，稳投资、稳增长。

当然，经济的恢复基础仍不牢固，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程，仍需政策进一步发力生效。房地产和出口仍是主要的拖累力量，稳定微观主体的信心与预期仍是下阶段要下大力气的重要方向。房地产政策还有进一步调整空间：适度提高非普宅的认定标准、降低非普宅的首付比例和税费、提高对房价波动的容忍度促进房企回笼资金（允许一线城市涨价以避免倒挂和套利、允许低能级城市房企降价以回笼资金）、商业银行保交楼贷款实施尽职免责、提供优质核心地块以活跃土地市场；同时结合生育政策，对多孩家庭的限购套数、首付比例、房贷利率等给予支持等。专项债加快发行后，仍有必要使用结存限额空间。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

原野，对外经济贸易大学学士、硕士，北京大学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300523070001。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com