

宏观利率

信贷企稳，票据冲量

——2023年8月金融数据点评兼论利率影响

2023年9月11日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

- **市场启示：社融好转得益于政策，也要关注经济短期内生驱动的改善，本轮收益率反弹的博弈难度加大。**9月11日，国债期货早盘震荡走低，股债“跷跷板”明显，午盘股债、人民币汇率同步走升，市场驱动不在经济基本面，对社融超预期反应较小。目前经济短期图景是“经济弱复苏+“政策底”夯实+部分内生驱动略改善”。7月以来宏观经济的改善并基本符合预期是收益率上行的底色。我们认为本轮收益率反弹或持续，一是稳经济稳信心政策持续发挥效力；二是近期经济边际改善的同时，内生动能亦不断集聚，如：随着通胀企稳回升，实际利率大概率触顶回落；当前城镇调查失业率基本回到了疫情前的水平；制造业企业信心回升等。
- **8月新增社融明显好于预期，企业经营活力企稳。**8月末社融存量为368.61万亿元，同比增长9.0%（前值8.9%）。8月社融新增3.12万亿元，高于wind一致预期的2.62万亿元，环比增加2.59万亿元，同比增加6578亿元。近三个月新增社融合计同比增速降幅明显收窄。8月M2增速为10.6%（前值10.7%），低于wind一致预期的10.7%。M2和社融增速差为1.6%（前值1.8%），自3月以来高位回落，广义流动性仍偏宽松。M1增速由上月的2.3%回落至2.2%，M1-M2剪刀差为-8.4%，持平于上月，显示企业经营活力不足的现象有所缓解。
- **8月新增社融亮点在政府债券，人民币贷款表现一般。**8月在政策要求专项债加快发行的情况下，新增政府债券1.18万亿元，创历年同期新高。截止8月31日，地方新增专项债发行进度79%，假设剩余额度在9月发行完毕，则9月专项债或新增7887亿元，这个规模依然对社融有一定支撑。8月社融口径新增人民币贷款1.34万亿元，高于去年同期56亿元，在上月仅新增364亿元的贷款规模下，本月表现并未大幅好转。6-8月人民币信贷合计4.62万亿元，略低于去年同期。
- **企业新增贷款创历年同期新高，住户贷款未明显好转。**8月住户新增贷款3922亿元，环比虽然转正，但这个规模是2016年以来同期最低值，比2013-2015年同期略好。企业新增贷款回暖至9488亿元，创历年同期新高，环比增加7110亿元，同比增加738亿元。8月企业、住户贷款存量增速分别放缓至13.9%、6.6%，回落速度均放缓。
- **融资期限看，企业中长期贷款尚可，票据融资力度加大。**8月企业中长期贷款新增6444亿元，低于上年同期909亿元，基本是疫情三年同期的平均水平。8月企业票据融资新增3472亿元，高于季节性水平。7月及8月票据融资增加表明企业经营活力有所恢复，短期融资需求上升，同时，银行在降息和宽信用政策下信贷投放压力加大，通过票据融资来冲量。8月企业中长期贷款和住户中长期贷款存量增速分别为17.65%、4.73%，均继续回落。
- **风险提示：**稳增长政策超预期；地缘政治风险。

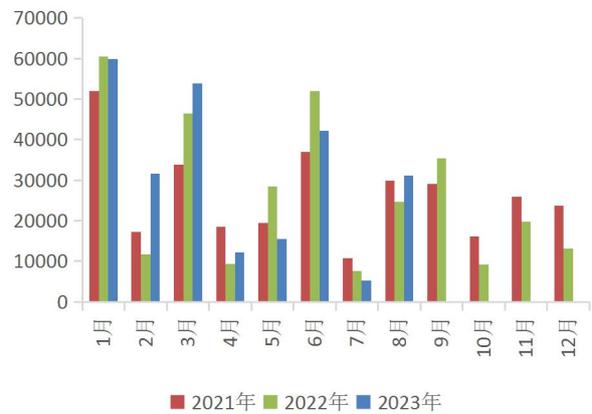


图 1：M2 及社融存量同比增速（%）



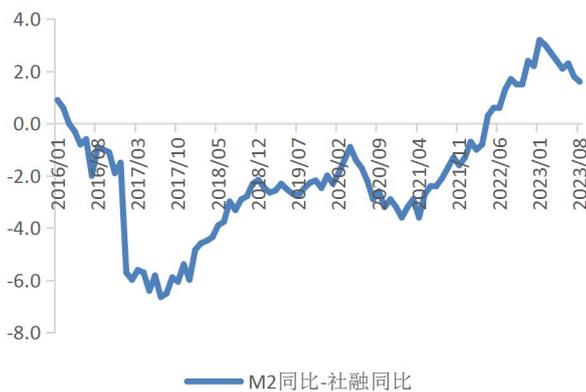
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：新增社融当月值（亿元）



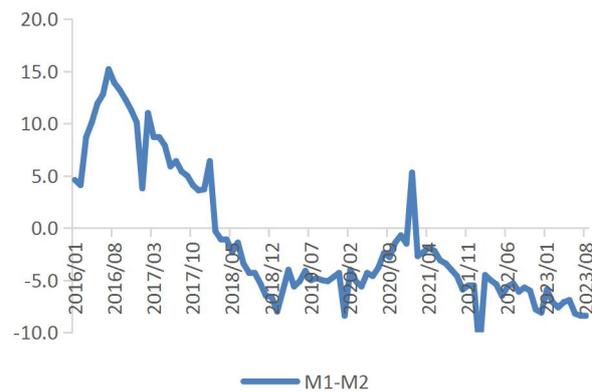
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：M2-社融（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：M1-M2（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：企业贷款和住户贷款存量增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：企业中长期贷款和住户中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

