

政府加杠杆提速，居民去杠杆持续，央行发声稳定汇率

事件点评

金融数据速评（2023.8）

投资要点

- ◆ **降息带动企业短期融资高增，新增信贷整体回稳，企业中长贷有所降温但仍处于高位，居民持续去杠杆。**8月新增信贷1.36万亿，同比多增868亿，从7月的信贷谷底中回复至比较平稳的水平，主要贡献来自企业票据融资。8月居民信贷低基数下同比仍少增658亿，显示居民部门对7月政治局会议以来房地产政策的结构性放松预期较为理性，并未在政策正式落地前就重启加杠杆，居民部门对房地产的需求目前仍在筑底阶段。8月向短端利率倾斜降息带动企业短期融资合计同比多增达1601亿。企业中长贷新增6444亿，整体处于较高水平，专项债集中发行可能对基建投资相关中长贷形成时间错配关系，预计9月后企业中长贷可能再度有所升温。
- ◆ **专项债集中发行带动社融高增，年内短期政策主线逻辑仍是基建投资稳就业稳增长。**8月新增社融达3.12万亿，同比大幅多增6316亿，扭转了此前3个月的连续少增态势。专项债集中加快发行，8月政府债券融资新增达1.18万亿，同比多增高达8755亿，本轮房地产政策的结构性放松首先稳定了地方政府对本地财政收入来源的预期，也意味着政府部门加杠杆速度有望阶段性加速，加之预计年底前企业中长贷的持续配合，预计有效基建投资维持在较高实际增速水平，拉动就业稳定增长的短期政策逻辑主线年底前仍将延续。
- ◆ **M2平稳增长，财政存款连续第二个月多增。**8月M2同比小幅回落0.1个百分点至10.6%，符合预期。居民户、企业新增存款较去年同期的较高基数小幅少增但增长仍然较快，显示居民消费偏好尚未明显改善。另一方面，专项债集中发行令8月政府存款同比多增2484亿，但扣除资金归集的影响，财政支出应是有所加速的。
- ◆ **本轮地产结构性放松首先对政府部门的广义财政收入预期形成了较好的稳定作用，专项债提前一个月形成集中发行高峰，辅之以今年以来持续较强的企业中长贷支持，预计年内基建投资实际增速有望高基数下维持高位水平，电力、交通、通信等领域有效基建投资拉动就业、稳定增长的短期政策主线预计贯穿至年底。**居民部门去杠杆仍在持续尚未见底，显示居民地产需求仍处于筑底期，反映出居民部门对本轮地产结构性放松预期较为理性，或也与我们提出的货币政策当前难以通过大幅降息对地产需求形成快速刺激的判断方向较为一致。本轮地产结构性放松意在加快推动地产需求企稳而非重新刺激，维持年底前仍将实施向1年期倾斜的降息的预测不变，预计1Y LPR四季度下调10-15BP，5Y LPR下调5-10BP。高效率、低成本的银行间流动性投放尤为重要，维持9月、12月分别降准50BP、25BP的预测。
- ◆ **全国外汇市场自律机制召开专题会议，引导外汇市场预期保持稳定。**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”。近期我国半导体电子产业链出现一定技术突破的背景下，当前经济政策的重心在于兼顾现代化产业体系建设和房地产市场短期需求稳定，短期实施大幅的货币宽松以一定程度挤压先进制造业信心为成本对房地产市场实施大幅刺激的概率较低，人民币汇率有望阶段性企稳，中长期展望向好。维持年底前人民币汇率在7.2-7.3附近企稳窄幅波动的预测不变。
- ◆ **风险提示：**居民部门去杠杆持续时间长于预期风险；美联储加息超预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

相关报告

华金宏观·双循环周报（第25期）-汇率与地产的“鱼和熊掌” 2023.9.10

 CPI、PPI点评（2023.8）-核心通胀稳服务常态化，商品消费需待“化学反应” 2023.9.9
 进出口数据点评（2023.8）-基数走低出口跌幅收窄，期待更多科技突破 2023.9.7

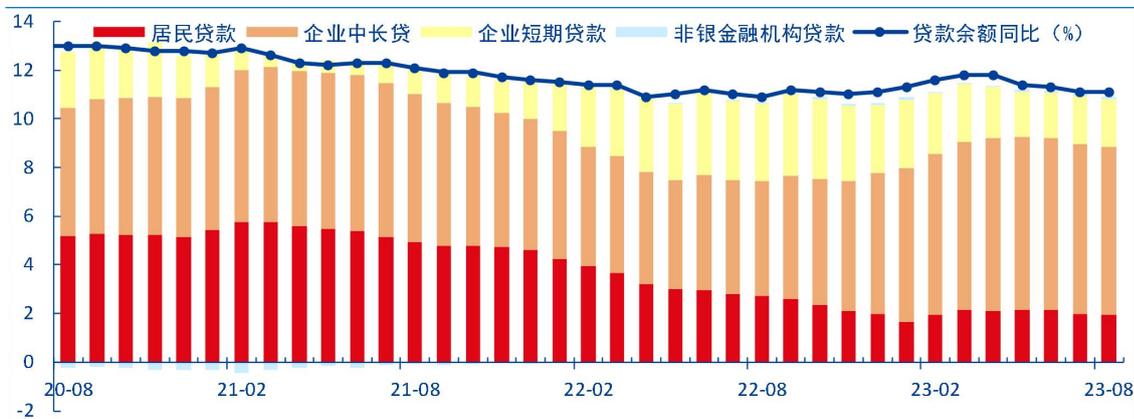
专题报告·双循环周报（第24期）-本轮地产放松措施详解与影响展望 2023.9.3

 美联储货币政策与利率（中）：
 1985-1997-RENAISSANCE 2023.9.1


一、降息带动企业短期融资高增，新增信贷整体回稳，企业中长贷有所降温但仍处于高位，居民持续去杠杆。

8月新增信贷1.36万亿，同比多增868亿，从7月的信贷谷底中回复至比较平稳的水平，主要贡献来自企业票据融资。8月居民信贷新增3922亿，低基数下同比仍少增658亿，显示居民部门对7月政治局会议以来房地产政策的结构性放松预期较为理性，并未在政策正式落地前就重启加杠杆，居民部门对房地产的需求目前仍在筑底阶段；其中居民中长贷新增1602亿，同比低基数下仍少增1056亿，大幅低于十年平均当月增量。8月1Y LPR降息10BP、5Y LPR持平，向短端利率倾斜的降息带动8月企业短期融资（短期贷款+票据融资）合计新增达3071亿，合计同比多增达1601亿。企业中长贷新增6444亿，虽然同比少增909亿，但整体处于较高水平，考虑到8月专项债发行较为集中，可能对基建投资相关中长贷形成时间错配关系，预计9月后企业中长贷可能再度有所升温。

图1：贷款余额同比及贡献结构（%）

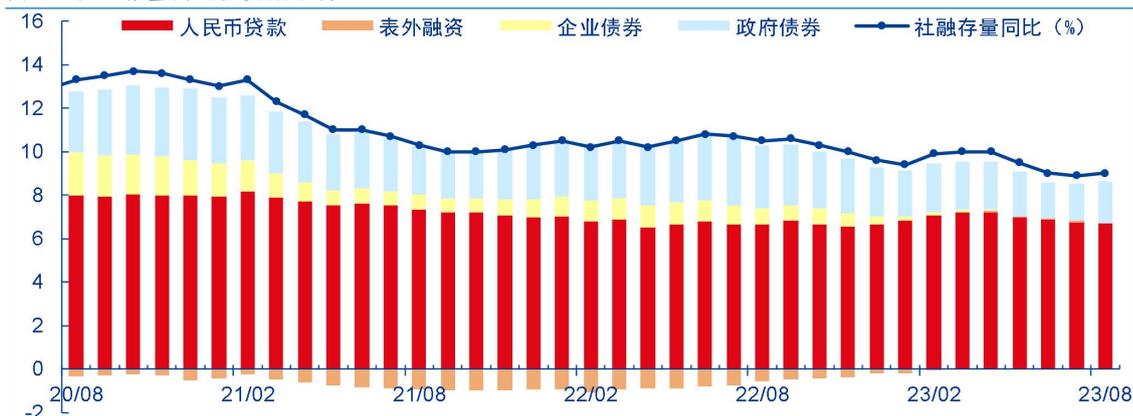


资料来源：CEIC，华金证券研究所

二、专项债集中发行带动社融高增，年内短期政策主线逻辑仍是基建投资稳就业稳增长。

8月新增社融达3.12万亿，同比大幅多增6316亿，扭转了此前3个月的连续少增态势。专项债在7月底政治局会议之后集中加快发行，8月政府债券融资新增达1.18万亿，同比多增高达8755亿，很大程度上扭转了此前5个月专项债发行慢于计划的局面，显示本轮房地产政策的结构性放松首先稳定了地方政府对本地财政收入来源的预期，也意味着政府部门加杠杆速度有望阶段性加速，加之预计年底前企业中长贷的持续配合，预计有效基建投资维持在较高实际增速水平，拉动就业稳定增长的短期政策逻辑主线年底前仍将延续。对实体新增人民币贷款1.34万亿，企业债券融资新增2698亿，表外三项合计小幅新增1005亿，总量基本平稳。

图 2: 社融存量同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

三、M2 平稳增长，财政存款连续第二个月多增。

8 月 M2 同比小幅回落 0.1 个百分点至 10.6%，符合预期。从存款结构来看，居民户、企业新增存款分别为 7877 亿、8890 亿，合计较去年同期的较高基数小幅少增 1070 亿，但增速仍然较快，显示居民消费偏好尚未明显改善，仍倾向于超额存款。另一方面，专项债集中发行令 8 月政府存款同比多增 2484 亿，连续第二个月同比多增，但扣除专项债资金归集的影响，财政支出应是有所加速的。近期国务院决定对个税三项专项附加扣除规模上限分别提升 1000 元/月，可能对 9-12 月财政存款带来小幅的活化作用。

图 3: 新增存款同比多增结构 (12MMA, RMB bn)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

四、本轮地产政策结构性放松首先对政府部门的广义财政收入预期形成了较好的稳定作用，专项债提前一个月形成集中发行高峰，辅之以今年以来持续较强的企业中长贷支持，预计年内基建投资实际增速有望高基数下维持高位水平，电力、交通、通信等领域有效基建投资拉动就业、稳定增长的短期政策主线预计贯穿至年底。居民部门去杠杆仍在持续尚未见底，显示居民地产需求仍处于筑底期，反映出居民部门对本轮地产结构性放松预期较为理性，这一方面显示后续房地产市场再度走向区域性泡沫化的风险相对可控，另一方面或也与我们提出的货币政策当前难以通过大幅降息对地产需求形成快速刺激的判断方向较为一致。本轮地产结构性放松意在加快推动地产需求企稳而非重新刺激，维持年底前仍将实施向 1 年期倾斜的降息的预测不变，

预计 1Y LPR 四季度下调 10-15BP，5Y LPR 下调 5-10BP。高效率、低成本的银行间流动性投放数量对企业中长贷尤为重要，维持 9 月、12 月分别降准 50BP、25BP 的预测不变。

图 4: M2、社融存量、贷款余额同比 (%)

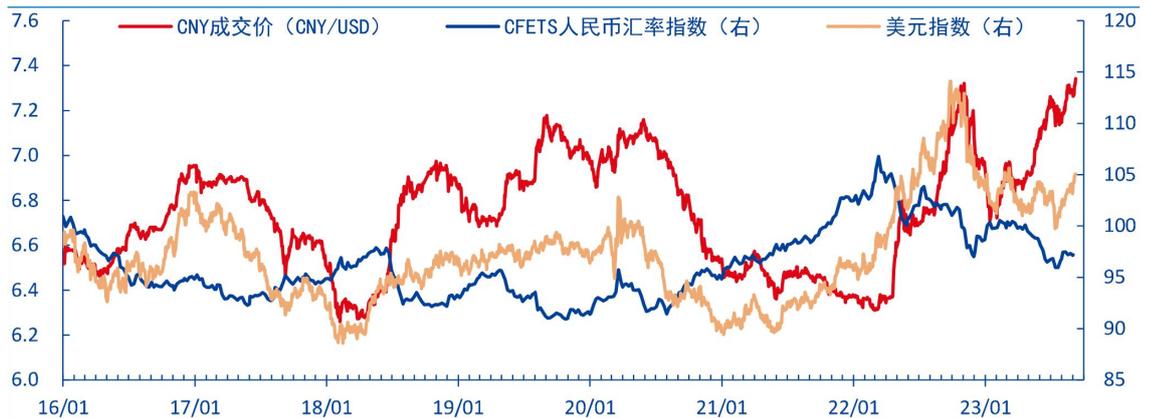


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

五、全国外汇市场自律机制召开专题会议，引导外汇市场预期保持稳定。

会议认为，随着稳经济稳预期政策陆续出台落地，房地产政策效果逐步显现，科技创新不断突破，经济高质量发展持续推进，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定具有坚实基础。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”。近期我国半导体电子产业链出现一定技术突破的背景下，当前经济政策的重心在于兼顾现代化产业体系建设和房地产市场短期需求稳定，短期实施大幅的货币宽松以一定程度挤压先进制造业信心为成本对房地产市场实施大幅刺激的概率较低，人民币汇率有望阶段性企稳，中长期展望向好。维持年底前人民币汇率在 7.2-7.3 附近企稳窄幅波动的预测不变。

图 5: CNY、CFETS 和美元指数



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

风险提示: 居民部门去杠杆持续时间长于预期风险；美联储加息超预期风险。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn