



研究所

分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com

近期研究报告

《房地产数据边际改善——高频数据跟踪 20230910》 - 2023.09.11

固收点评

信贷脉冲逐步进入发力期 ——8月金融数据解读 20230911

● 主要数据

2023年8月新增人民币贷款1.36万亿,同比多增1100亿,信贷余额增速维持在11.1%;新增社会融资规模3.12万亿,同比多增6488亿,社融存量增速回升0.1个百分点至9%;M2同比增速回落0.1个百分点至10.6%。

● 核心观点

信贷脉冲从等待期逐步进入发力期。8月融资数据边际改善,9月信贷继续冲量的动机依然存在。但广义财政政策的发力进度不及预期,房地产调控政策的放松可能支撑居民部门融资在偏低基数之下的改善,但很难成为支撑融资规模明显增长的力量,四季度信贷脉冲发力期的改善幅度可能偏缓。

第一,票据和政府债券是支撑融资改善的主要力量。短期融资项年初以来始终维持弱势状态,本次规模有所修复之后,或再次成为支撑信贷规模增长的主要出口;政府债券作为支撑8月社融改善的主要力量,后续的持续性并不强,社融增速的维持仍将承压。

第二,中长期融资的弱势依然反映总需求压力。8月新增信贷的中长期融资项依旧表现弱势,企业中长期信贷所反映的基建投资支撑力量和居民中长期信贷所反映的房地产部门融资,均未改善,或是后续总需求的压力来源。

第三,9月信贷冲量动机依旧,资金宽松逻辑受到扰动。以季度规模同比持平来看,9月新增信贷规模需要达到2.7万亿附近,或将继续实现同比多增;8月下旬的信贷改善已经对大行融出及资金面形成扰动,9月信贷继续冲量的动机或依然对资金面构成扰动,叠加跨季压力的存在,9月流动性环境不容乐观,对降准的诉求也有所加强。

● 风险提示:

政策宽松力度不及预期。

目录

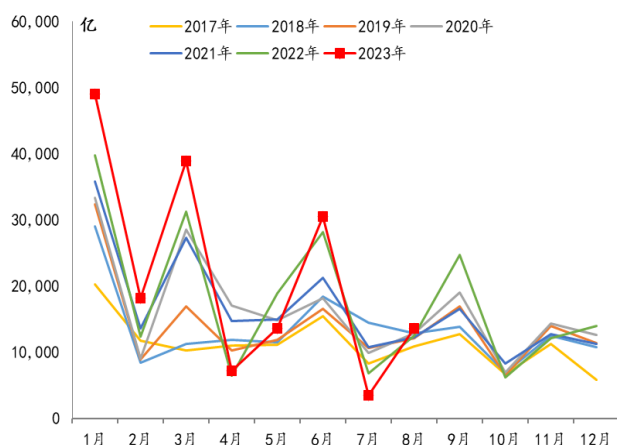
1 票据和政府债券是支撑融资改善的主要力量.....	4
2 中长期融资的弱势依然反映总需求压力.....	6
3 9月信贷冲量动机依旧，资金宽松逻辑受到扰动.....	7
4 风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 8 月信贷新增 1.36 万亿, 同比多增 1100 亿	4
图表 2: 8 月社融新增 3.12 万亿, 实现同比多增	4
图表 3: 8 月末 9 月初票据利率季节性上行	5
图表 4: 8 月票据冲量效应明显, 表内表外同步增加	5
图表 5: 政府债券融资 8 月明显放量, 进入发行高峰	5
图表 6: 地方债发行接近尾声, Q4 国债待发规模较大	5
图表 7: 8 月企业中长期贷款再次维持同比少增	6
图表 8: 广义财政空间受限, 后续基建投资增速承压	6
图表 9: 8 月居民中长期贷款维持同比少增状态	7
图表 10: 8 月房地产销售未改善, “金九银十”待启动	7
图表 11: 季度同比力争持平, 9 月信贷冲量动机仍在	8
图表 12: 广义负债缺口收缩, NCD 净融资或有所回升	8

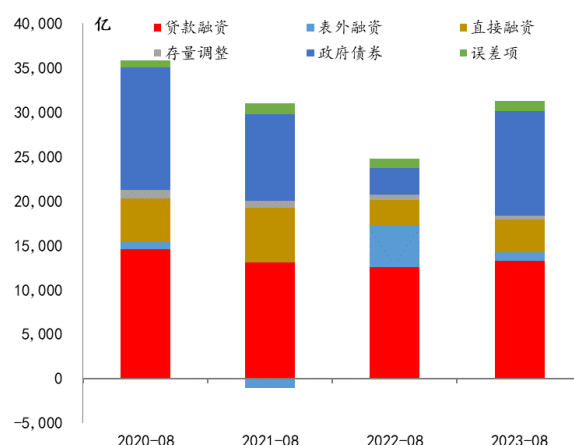
2023年8月新增人民币贷款1.36万亿，同比多增1100亿，信贷余额增速维持在11.1%；新增社会融资规模3.12万亿，同比多增6488亿，社融存量增速回升0.1个百分点至9%；M2同比增速回落0.1个百分点至10.6%。近期资金面边际收紧，房地产调控政策放松，债券市场期待降准，关注8月金融数据的表现。从数据来看，8月新增信贷和社融规模略超预期，结构依然偏弱，9月信贷冲量动机或依然对资金面形成扰动。

图表1：8月信贷新增1.36万亿，同比多增1100亿



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：8月社融新增3.12万亿，实现同比多增

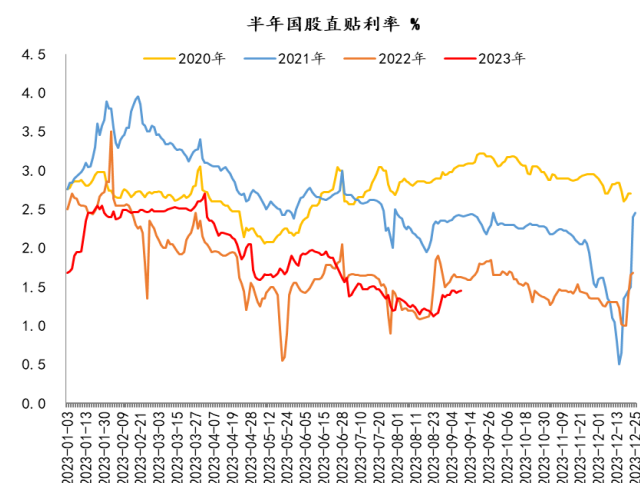


资料来源：Wind，中邮证券研究所

1 票据和政府债券是支撑融资改善的主要力量

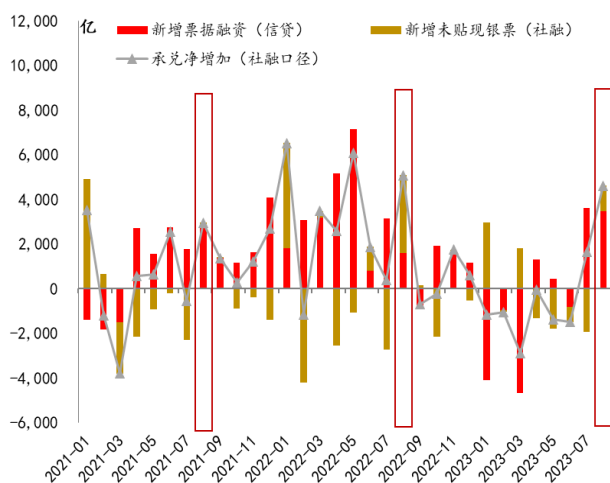
票据融资是支撑信贷改善的主要分项。8月票据融资新增3472亿，同比多增1881亿，是支撑新增信贷同比多增1100亿的主要贡献分项。并且，表外的社融未贴现银票新增1129亿，虽不及去年同期新增规模，但依然实现票据承兑规模的增长。8月末9月初，票据贴现利率季节性上行，反映在5-7月的到期高峰度过之后，票据供需形势发生变化，前期买盘增量消化，供给端热度有所升温，最终实现票据规模的增长。短期融资项年初以来始终维持弱势状态，本次规模有所修复之后，或再次成为支撑信贷规模增长的主要出口。

图表3: 8月末9月初票据利率季节性上行



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

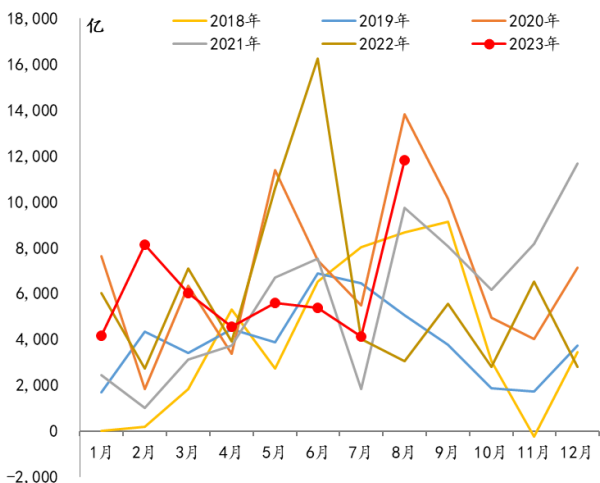
图表4: 8月票据冲量效应明显, 表内表外同步增加



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

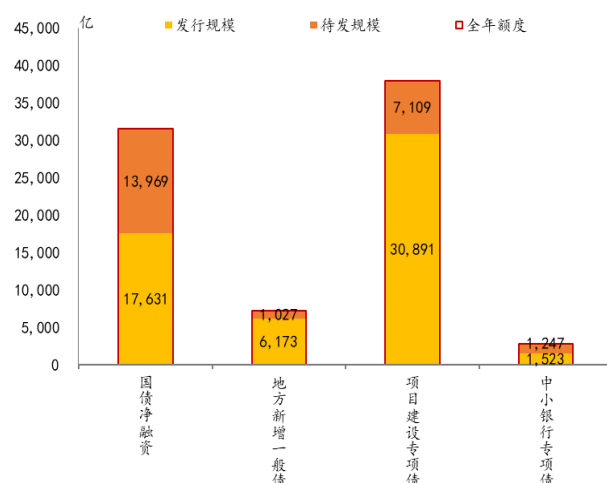
政府债券是支撑社融改善的主要分项。8月政府债券新增规模达到1.18万亿, 同比多增8755亿, 形成年内发行高峰, 并且与去年二季度的政府债券发行高峰错位, 从同比上支撑了8月新增社融的增长。但政府债券发行节奏已经确定, 9月底之前发行完毕难度不大, 9月新增规模或在8千亿附近。后续四季度待发以国债为主, 特殊再融资地方债发行通常较为分散。故作为支撑8月社融改善的主要力量, 后续持续性并不强, 社融增速的维持仍将承压。

图表5: 政府债券融资8月明显放量, 进入发行高峰



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表6: 地方债发行接近尾声, Q4国债待发规模较大



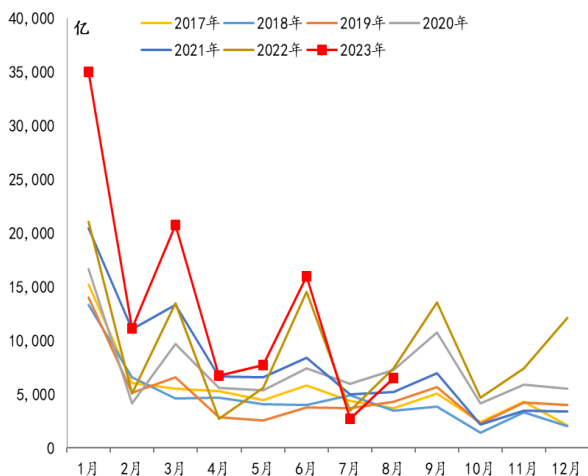
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

2 中长期融资的弱势依然反映总需求压力

8月新增信贷的中长期融资项依旧表现弱势，企业中长期信贷所反映的基建投资支撑力量和居民中长期信贷所反映的房地产部门融资，均未改善，或是后续总需求的压力来源。

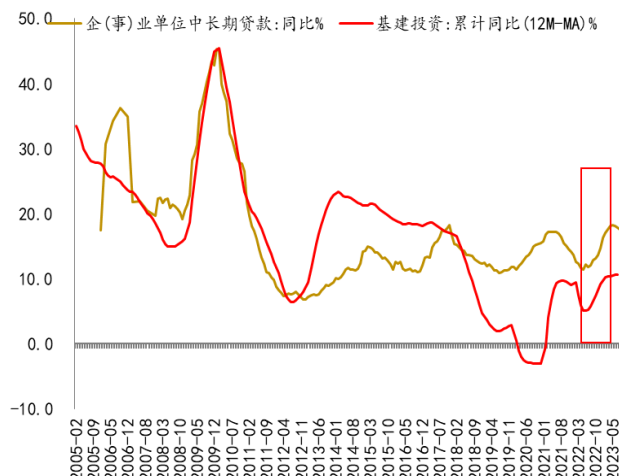
企业中长期信贷欠缺拉动力量，后续基建投资增速可能承压。8月企业中长期信贷新增6444亿，同比少增909亿。2022年三季度的政策脉冲支撑了后续融资和基建投资的上行，特别是政策性开发性金融工具对于项目投资的拉动效果显著，企业中长期信贷同比多增状态维持约12个月附近。今年7月末之后，广义财政政策发力，地方专项债发行节奏加快，但其对投资需求的拉动或依然面临项目落地难度和资本金问题，并且当前的政府基金性收入进度依然偏慢，土地市场的弱势对后续财政政策发力空间存在限制。故政策性开发性工具并未推出新增额度，企业中长期融资已经连续两个月同比少增，或显示后续基建高增速维持存在难度。

图表7：8月企业中长期贷款再次维持同比少增



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表8：广义财政空间受限，后续基建投资增速承压

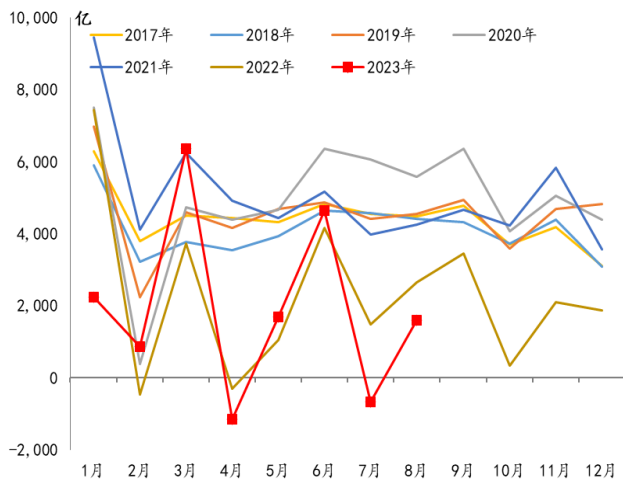


资料来源：Wind，中邮证券研究所

居民中长期信贷尚未修复，等待政策在“金九银十”的效果。8月企业中长期信贷新增1602亿，同比少增1056亿，在偏低基数之下，依然维持偏低增量。7月末房地产调控政策基调发生变化，8月末“认房认贷”和存量房贷利率调降等政策落地，故政策效果在8月体现并不明显。“金九银十”是房地产销售改善的重要观察窗口，预计一线城市或出现边际改善，但政策效果若不及预期，政策

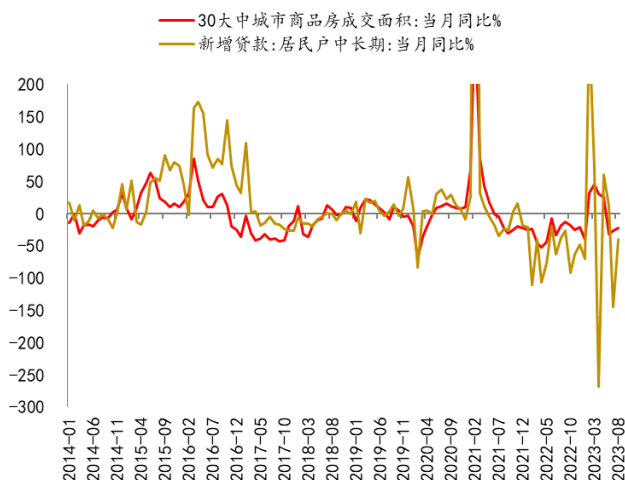
再宽松或继续推进。未来，继续关注房地产相关融资的表现，在偏低基数之下，可能实现同比改善状况。

图表9：8月居民中长期贷款维持同比少增状态



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表10：8月房地产销售未改善，“金九银十”待启动



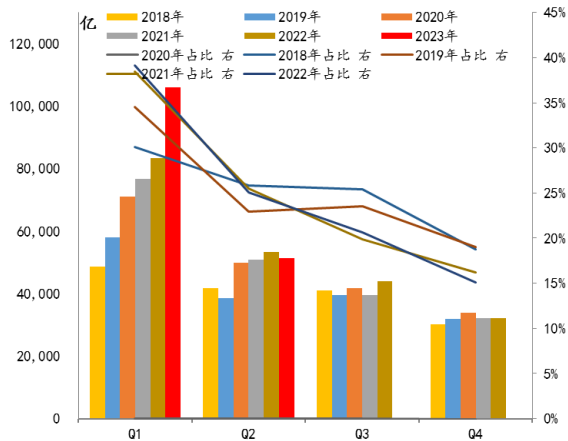
资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 9月信贷冲量动机依旧，资金宽松逻辑受到扰动

9月是季末信贷考核的时间点，预计信贷冲量动机依然存在。我们前期判断当前处于“政策脉冲发力期、信贷脉冲等待期、景气脉冲触底期”，其中对于信贷脉冲的判断是9月及四季度信贷脉冲向上的动力较强。在央行“节奏平稳”诉求之下，下半年两个季度的信贷投放或力争规模上的同比持平。故以季度规模同比持平来看，9月新增信贷规模需要达到2.7万亿附近，或将继续实现同比多增。但以当前的政策进度来看，支撑融资增长的力量在于供给端，需求端的广义财政政策拉动进度偏慢。8月下旬的信贷改善已经对大行融出及资金面形成扰动，9月信贷继续冲量的动机或依然对资金面构成扰动，叠加跨季压力的存在，9月流动性环境不容乐观，对降准的诉求也有所加强。

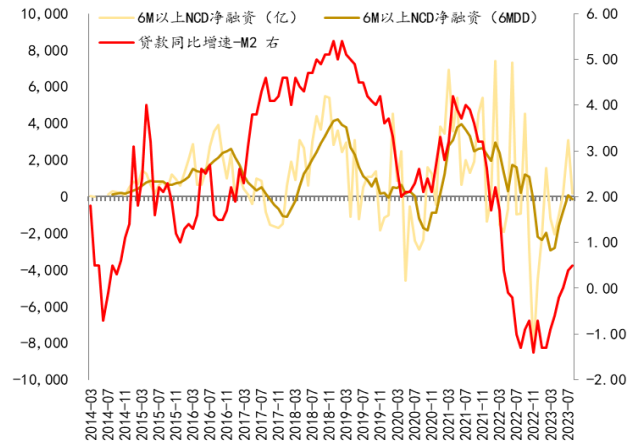
总结来看，信贷脉冲从等待期逐步进入发力期。8月融资数据边际改善，9月信贷继续冲量的动机依然存在。但广义财政政策的发力进度不及预期，房地产调控政策的放松可能支撑居民部门融资在偏低基数之下的改善，但很难成为支撑融资规模明显增长的力量，四季度信贷脉冲发力期的改善幅度可能偏缓。

图表11：季度同比力争持平，9月信贷冲量动机仍在



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表12：广义负债缺口收缩，NCD净融资或有所回升



资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 风险提示

政策宽松力度不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048