



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《出口仍存下行压力，市场需规避美元超预期上行风险》 - 2023.09.11

宏观研究

信贷增长 9 月有望实现实质性改善

● 核心观点

政策的落地推动 8 月融资规模改观，但融资结构尚未出现明显优化导致 M1 与 M2 剪刀差维持历史低位。9 月份，伴随商业银行下调存量房贷利率，居民提前偿还房贷的倾向有望降温，同时各地加码房地产政策亦有望带来房地产市场交易的改善，那么 M1 同比增速可能跟随出现抬升。同时，8 月份新增地方政府专项债券 5946 亿元，9 月份剩余 0.75 万亿左右的发行额度，预计将继续对社融形成支撑。但是地方政府专项债使用进度存在不确定性。参考 2022 年的专项债发行使用情况，国务院去年 5 月印发的《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》提出，2022 年已下达的 3.45 万亿元专项债券要在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕。不过由于多种原因，去年 8 月末监管部门通知地方，2022 年新增专项债原则上要求在 10 月底前使用完毕，相比原要求有所后延。因此，今年发债资金能否通过支出转化为企业存款有待观察，进而 M2 同比增速短期在财政存款的负向作用下，重回上升通道仍有待观察，由此，有望带动 M1 与 M2 剪刀差在 9 月相应出现改善。

● 风险提示：

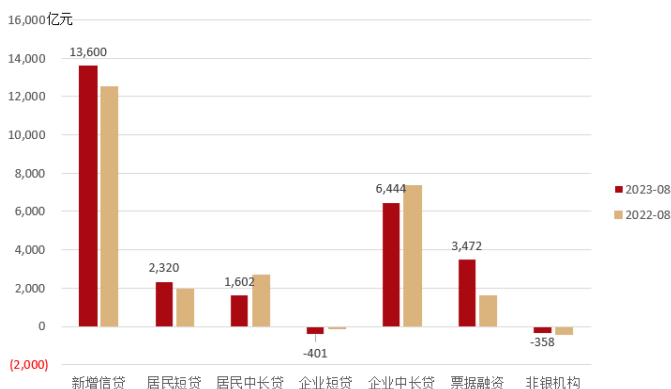
房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

图表目录

图表 1: 8月新增人民币贷款	3
图表 2: 新增居民中长贷	3
图表 3: 企业中长期贷款	4
图表 4: 票据融资	4
图表 5: 政府债券融资	5
图表 6: 社融及存款增速	5

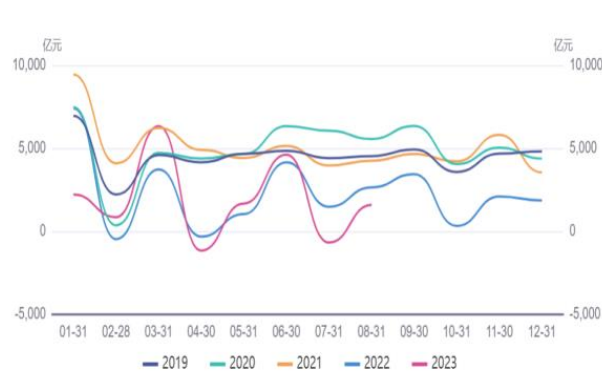
信贷超季节性改善，政策拉动作用大。8月新增信贷1.36万亿，同比多增1100亿，为历年同期最高，对比7月同比少增3331亿，信贷投放明显恢复。从季节性来看8月为信贷小月，2021年以前年份投放量基本与7月相当，而今年8月较7月明显增加，与2022年相似，反映政策推动信贷投放加量。7月中共中央政治局会议强调加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险。7月偏弱的实体经济融资触发了逆周期调节政策储备工具的释放，因此8月政策驱动了信贷增长转强。

图表1：8月新增人民币贷款



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：新增居民中长贷



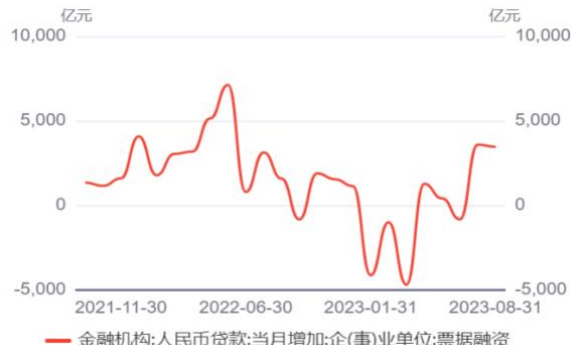
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

提前还贷持续施压居民中长贷增长。8月居民部门新增信贷3922亿，其中，居民短贷新增2320亿，同比多增398亿，在7月份疲软投放后，8月商业银行信贷额度转松，可能是提振居民短贷的重要原因。但是，8月居民中长贷新增1602亿，同比少增1056亿，连续两个月同比大幅负增长。邹澜提到，今年上半年，个人住房贷款累计发放3.5万亿元，较去年同期多发放超过5100亿元。但是上半年居民中长贷累计净新增1.46万亿，同比少增1000亿，因此房贷的偿还对居民中长贷增长形成了极大扰动。8月份，居民短贷改善，资金可能部分流入房地产市场，但居民中长贷增长仍然疲软，反映提前偿还贷款仍然对8月份的房贷增长形成了负面冲击。8月1日，中国人民银行、国家外汇管理局召开2023年下半年工作会议，提到指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。而政策真正落地已到月末，8月31日《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》明确了存量房贷调整的方式。9月之后提前还贷对居民中长贷增长的影响有望逐渐转弱。

票据融资支撑企业融资。8月企业部门新增信贷9488亿，其中企业短贷净减少401亿，中长贷新增6444亿，票据高增3472亿。企业中长贷同比少增909亿，连续两个月同比负增；票据融资同比多增1881亿，同比增幅较7月461亿扩大。7月以来企业中长贷持续偏弱，可能反映化解地方政府隐性债务的政策指引下，基建配资增长乏力，可能对未来基建投资的扩张形成一定约束。

图表3：企业中长期贷款


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

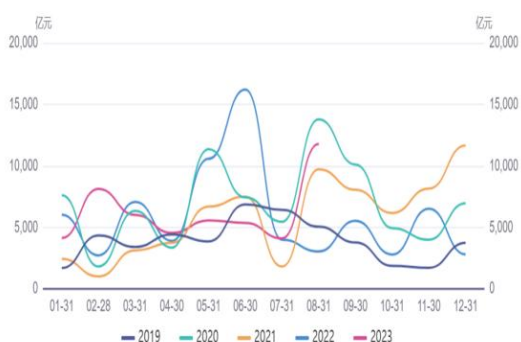
图表4：票据融资


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

政府债券发行提速，积累扩张资金。8月社融增量31288亿元，同比多增6576亿，结束了连续3个月的同比负增长。其中政府债券融资1.18万亿，同比多增8755亿，是8月社融改善的主要推动力。据21世纪经济报道，8月地方再融资债券按要求有所提速，但是一揽子化债方案中动用地方债务限额空间的额度尚未下达地方。7月中共中央政治局会议要求要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。财政部进一步明确，今年新增专项债券力争9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕。8月以来，地方债发行进度加快，当月发行规模约1.31万亿元。其中，8月地方新增债券发行约7073亿元，包括新增一般债券1127亿元，新增专项债券5946亿元；8月地方再融资债券发行约6017亿元，包括再融资一般债券2204亿元，再融资专项债券3813亿元。2023年7月之前，专项债发行进度较为均衡，对比去年同期持续偏慢，8月发行提速对社融构成了明显提振。8月社融同比增速回升至9%，但M2同比增速反而下滑0.1个点至10.6%。原因可能在于发债形成的财政资金尚未流入居民、企业部门。

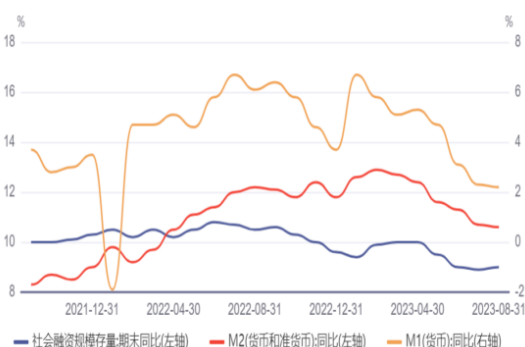
8月M1同比2.2%，M2同比10.6%，均较7月放缓0.1个百分点，M1与M2剪刀差维持-8.4%低位。8月居民存款增加7877亿元，同比少增409亿，连续两个月同比少增。8月暑期出行持续拉动居民消费，相应的居民储蓄倾向边际转弱。8月企业存款新增8890亿元，同比少增661亿，而财政存款则净减少88亿元，同比少减2484亿元。8月地方政府专项债发行提速，形成了财政存款的增量，但专项债券资金可能尚未充分使用，导致滞留在财政系统，实际上积累了未来政策的发力空间。

图表5：政府债券融资



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：社融及存款增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

8月供需小幅改善，年内融资看两点。8月中采制造业PMI生产、新订单分项均改善，同时行业数据亦指向供需改善。据百年建筑调研全国250家水泥生产企业数据，8月出库量为2680.75万吨，月环比上升29.3%，1-8月累计下降23.5%。8月水泥需求触底反弹，月初北方暴雨结束后，整体施工条件较好，水泥需求回补，全国出库量连续三周上升。基建方面，8月水泥整体需求回升，部分在建基建需求稳步增长，采购量持续增加，局部新项目开工，带动零星需求。房建方面，下游采购量连增三周。同时，8月乘用车市场零售达到192.0万辆，同比增长2.5%。促销力度大，加之近期成都车展前后有大量新品和低价新款推出，拉动汽车消费。同时，8月PPI环比转正，也反映供需格局边际优化。预计1-8月固定资产投资累计同比3.1%，8月社会消费品零售额当月同比3.5%，8月工业增加值当月同比4.2%。

年内融资增长的主驱动仍然是融资需求，关注两个方面。第一，房地产市场的恢复程度。7月中共中央政治局会议提到，适应我国房地产市场供求关系

发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策。此后，房地产政策的优化调整陆续落地。

——8月18日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开电视会议，提到调整优化房地产信贷政策。住房和城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，将购买首套房贷款“认房不用认贷”作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。

——8月31日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》以及《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》，明确按照市场化、法治化原则，降低存量首套住房商业性个人住房贷款利率，引导个人住房贷款实际首付比例和利率下行。随后，四个一线城市均宣布执行“认房不认贷”政策。广州政策进一步加码，首套房利率下限突破 LPR、二套房首付比例下调、取消“限价令”。但是，9月以来一线城市成交量反而冲高回落，据中原地产统计，9月北京二手房成交数据分别是，2号1200套、3号1400套、4号600套，5号500套，6号只有400套了；新盘降温更明显，2号1800套、3号900套、4号200套，5号100套，6号只有不到100套。成交量的回落可能反映刚需购房人群的购买力不足，可能需要更强劲政策才能逆转当前房地产交易市场的下行趋势。

第二，民营企业融资需求的扩张力度。在《关于促进民营经济发展壮大的意见》发布后，配套举措逐步落地。7月24日，发改委发布《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作、努力调动民间投资积极性的通知》，明确4个方面17项具体措施，着力推动民间投资高质量发展。

——7月28日，联合市场监管总局、税务总局等8部门印发《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》，聚焦促进公平准入、强化要素支持、加强法治保障、优化涉企服务、营造良好氛围等方面，提出了28条具体措施。

——7月31日，最高人民法院印发《关于依法惩治和预防民营企业内部人员侵害民营企业合法权益犯罪、为民营经济发展营造良好法治环境的意见》，对检察履职提出具体要求，进一步完善了相关体制机制。

——8月1日，财政部、税务总局发布《关于增值税小规模纳税人减免增值税政策的公告》，延续了小规模纳税人增值税减免政策。

——8月6日，国家税务总局发布《关于接续推出和优化“便民办税春风行动”措施、促进民营经济发展壮大服务高质量发展的通知》，聚焦广大中小微企业和个体工商户，落实落细新出台的一系列延续、优化、完善的税费优惠政策。人民银行研究制定金融支持民营经济发展的政策举措，力争进一步提升民营企业金融服务的获得感和满意度。

——9月4日，国家发展改革委设立民营经济发展局，作为促进民营经济发展壮大的专门机构，加强相关领域政策统筹协调，推动各项重大举措早落地、早见效。2018年-2019年的经验反映加大对民营企业的支持力度，有助于推动经济复苏，提振融资需求。持续关注未来民企融资需求在政策支持下的恢复程度。

综上，政策的落地推动8月融资规模改观，但融资结构尚未出现明显优化导致M1与M2剪刀差维持历史低位。9月份，伴随商业银行下调存量房贷利率，居民提前偿还房贷的倾向有望降温，同时各地加码房地产政策亦有望带来房地产市场交易的改善，那么M1同比增速可能跟随出现抬升。同时，8月份新增地方政府专项债券5946亿元，9月份剩余0.75万亿左右的发行额度，预计将继续对社融形成支撑。但是地方政府专项债使用进度存在不确定性。参考2022年的专项债发行使用情况，国务院去年5月印发的《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》提出，2022年已下达的3.45万亿元专项债券要在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。不过由于多种原因，去年8月末监管部门通知地方，2022年新增专项债原则上要求在10月底前使用完毕，相比原要求有所后延。因此，今年发债资金能否通过支出转化为企业存款有待观察，进而M2同比增速短期在财政存款的负向作用下，重回上升通道仍有待观察，由此，有望带动M1与M2剪刀差在9月相应出现改善。

风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>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。</p> <p>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。</p>	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