

# 周度经济观察

——通胀底部已出现，信贷供应在扩张

袁方(S1450520080004)<sup>1</sup> 束加沛(S1450520080004)<sup>2</sup>

2023 年 09 月 12 日

## 内容提要

8 月政府债大量发行以及银行票据冲量对社融、信贷增速形成提振，这背后反映出监管当局稳增长意愿较强，主动信用扩张成为稳增长的重要抓手。

不过实体部门的信贷需求尚未明显改善，居民和企业部门疤痕效应的消退进展缓慢，未来信贷的扩张可能更多来源于供应端。

在前期政策密集出台后，当前权益市场进入政策效果评估期，房地产行业的表现对宏观经济的企稳具有重要影响，市场仍然处于磨底阶段。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

<sup>1</sup>宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

<sup>2</sup>宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

## 一、通胀底部已出现，信贷供应在扩张

8月 PPI 环比为 0.2%，较上月回升 0.4 个百分点；PPI 同比为-3%，较上月回升 1.4 个百分点。

分项来看，石油、化学原料、煤炭等上游行业价格环比上升，这与企业存货回补的行为有关；同期计算机、通信和其他电子设备、医药、纺织等中下游行业环比延续弱势，表明终端需求仍然在寻底中。

8月以来南华工业品指数走强，国内定价的品种如螺纹钢、焦炭、铁矿石价格出现普遍回升，此外海外商品指数同步上行，显示存货回补或许在海内外具有普遍性。

往后看，大宗商品价格有望维持偏强的水平，PPI 同比增速或将逐级抬升，相应的工业企业盈利回暖也在同步发生，周期行业盈利的底部或许正在形成。

8月 CPI 同比为 0.1%，较上月回升 0.4 个百分点；核心 CPI 同比 0.8%，持平于上月。

8月 CPI 环比增速基本符合季节性，食品分项偏弱，服务业分项强于季节性。

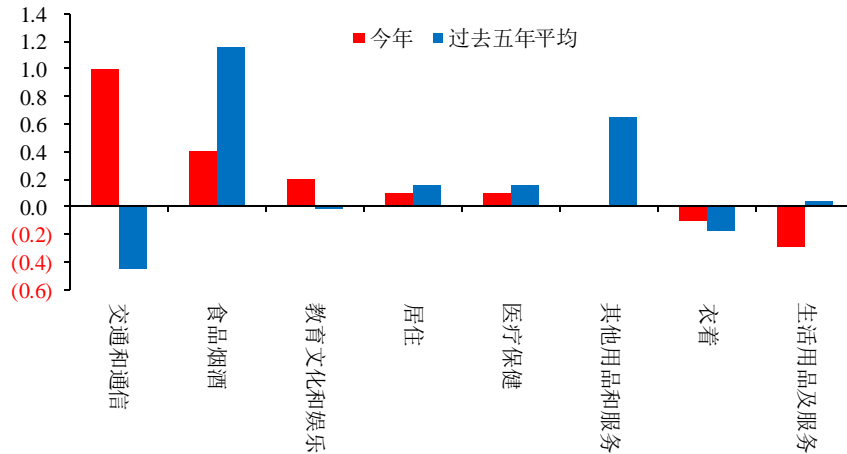
食品分项中鲜菜、鲜果价格表现显著弱于季节性，延续了 7 月份的表现，但这一价格的弱势更多为短期波动。

非食品分项中，成品油价格上调推升了交通通信分项，而教育文化和娱乐、生活用品服务、医疗保健等表现总体接近季节性。

总体来看，在居民消费倾向处于低位、房地产行业压力仍存的背景下，总需求偏弱依然在持续，通胀水平处于低位的格局短期或难反转。但随着政策出台对

预期的引导、以及居民信心的自然修复，通胀的底部或许已经在身后，CPI 同比增速有望温和回升。

图1: CPI 细项环比, %



数据来源: Wind, 安信证券

8月新增社会融资3.12万亿元，比上年同期多增6316亿元；余额同比9%，较上月回升0.1个百分点。

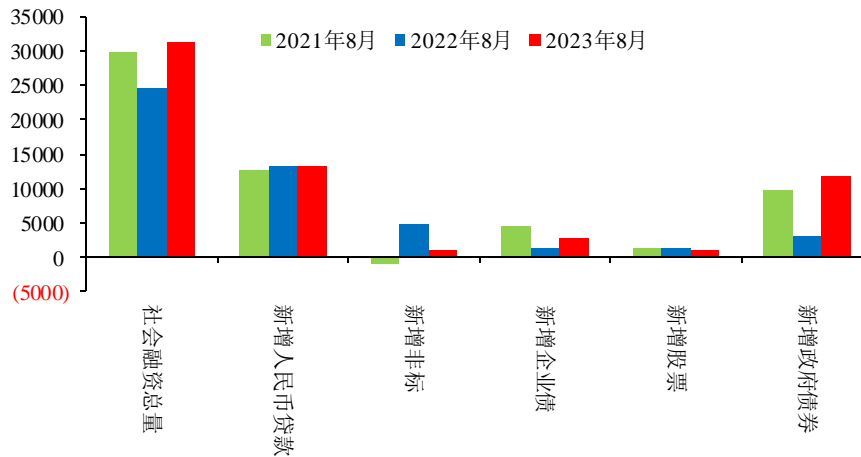
从结构上看，8月新增政府债券净融资1.18万亿元，同比多增8714亿元，是推升社融的主因。

由于去年政府债券发行前置，今年发行节奏滞后于往年，基数效应导致上半年社融受到拖累，8月后开始出现反向效应。

剔除政府债的影响后，8月社融增速较7月小幅下滑0.2个百分点，处于年内偏低水平，显示实体部门信贷需求仍然偏弱。

展望更长的时间，随着居民正常生活的时间更长，疤痕效应逐渐弱化，信心和预期也将随之改善，居民部门的融资需求有望逐步回升，但这一进程仍然需要等待。

图2：过去3年社融新增分项，亿元



数据来源：Wind，安信证券

8月新增人民币贷款1.36万亿元，同比多增868亿元；余额同比11.1%，持平上月。

分部门看，居民和企业新增中长期贷款均低于去年同期，人民币贷款的扩张主要源于票据的增加，这或许和银行通过票据冲量有关。

居民中长期贷款的收缩主要与房地产行业的下行有关。在居民收入和房价上涨预期弱化的背景下，商品房销售最近三年持续下滑。近期房地产政策出现明显调整，部分一线城市商品房销售出现回暖，居民中长期贷款的表现有望出现边际改善。

观察居民部门存款和贷款情况，8月份存贷款轧差基本延续去年的水平，中枢高于往年均值，显示居民避险情绪仍然处于高位，疤痕效应在居民资产配置方面的影响仍然延续。

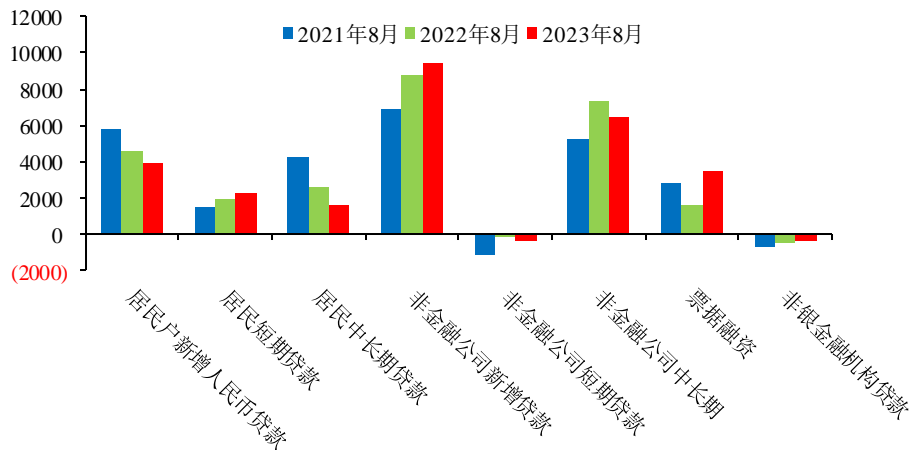
企业部门中长期贷款同比少增909亿元，连续两个月同比少增，反映了去年同期高基数的影响，与21年同期相比并不弱。

总体而言，8月地方债发行提速以及银行票据冲量对社融、信贷增速形成提

振，这背后反映出监管当局稳增长的意愿较强，主动信用扩张成为稳增长的重要抓手。不过实体部门的信贷需求并未明显改善，居民和企业部门疤痕效应的消退进展缓慢。

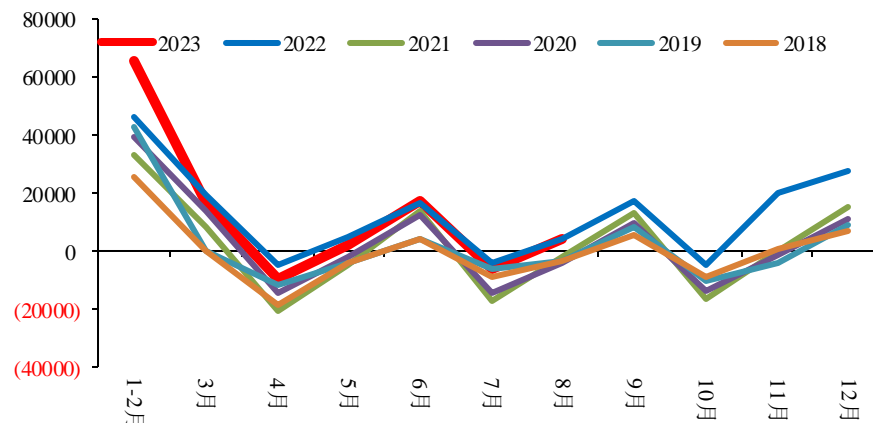
往后看，考虑到金融机构主动供应信贷的意愿较强、政府债发行提速、以及房地产政策逐渐落地，未来社融和信贷增速或将持续抬升，这一抬升过程对市场信心预期将带来提振。

图3：过去3年信贷新增分项，亿元



数据来源：Wind，安信证券

图4：近五年居民存贷款轧差，亿元

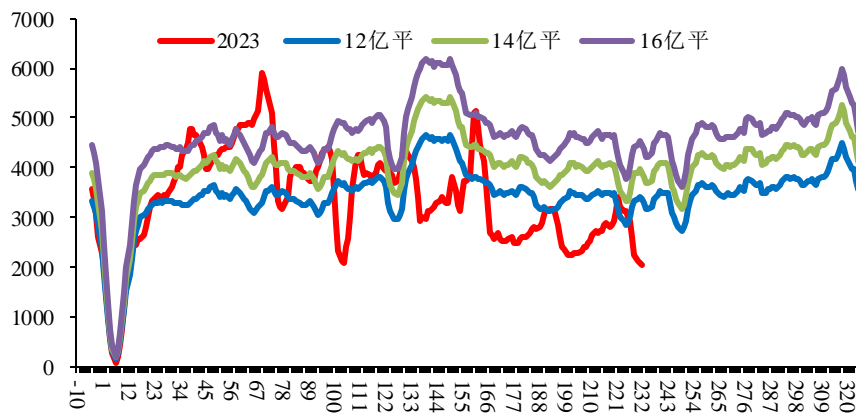


数据来源：Wind，安信证券

地产相关政策密集出台后，部分一线城市二手房挂牌量增加、成交量扩张，但 30 大中城市衡量的新房销售面积出现季节性回落，销售处于偏弱区间。

8 月 PMI 和高频数据显示经济仍然存在分化的迹象，制造业相对更强，服务业偏弱。展望未来，政策底能否确认还需要经济基本面出现触底的迹象，房地产市场的变化仍然是这一阶段观察的重点。

图 5：30 大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

使用 2018/2019/2021/2022 四年销售与当年销售总面积归一化计算，横轴使用农历日期对齐

## 二、市场仍在磨底中

上周权益市场中枢震荡，日均成交接近八千亿。金融和周期板块涨幅居前，成长风格表现最弱。

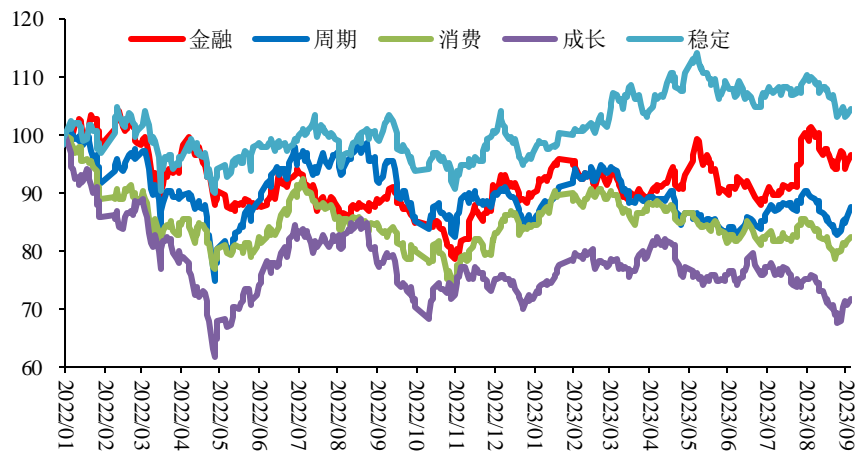
当下处于政策效果的评估期，权益市场在中期之内的表现取决于经济和房地产改善的可持续性。

当前积极的信号在于，企业存货开始回补，制造业部门持续恢复，房地产行业的信心边际修复，这些因素对工业品价格上涨形成支撑，也对宏观经济带来正向贡献。

同时目前终端需求依然偏弱，居民消费和服务业的复苏进展缓慢，房地产销售出现快速回暖，但回暖的持续性需要观察。

总体而言，在政策密集出台后，当前市场进入政策效果评估期，房地产行业的表现对宏观经济的企稳具有重要影响，市场仍然处于磨底阶段。

图6：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

2020年12月31日为100

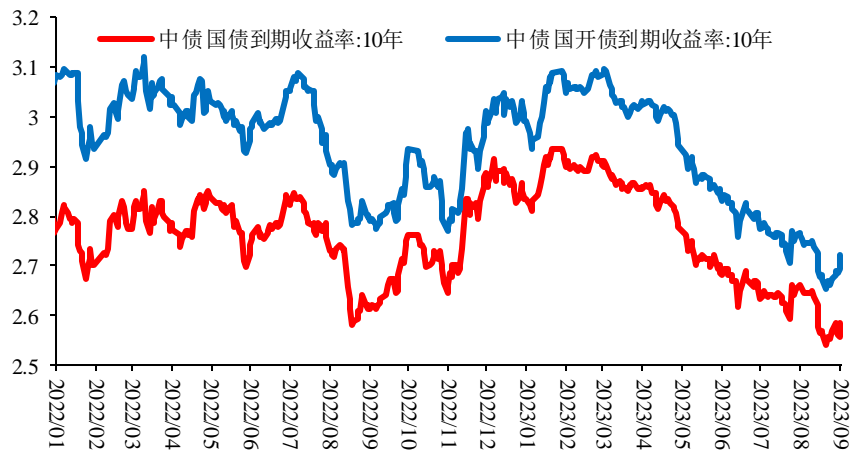
近期资金利率出现显著上行，带动债券市场收益率全面回升。上周1年期国债利率上行13BP，10年期国债利率上行4bp，收益率曲线大幅走平。

偏紧的资金面或许反映出央行对人民币汇率大幅贬值的容忍度在下降。在维持偏紧资金面的同时，央行在离岸发行央票、下调外汇准备金率，并召开外汇市场自律机制专题会议，强调“该出手时就出手，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏”。

本轮人民币汇率的贬值更多源于国内经济的下行，在经济企稳之前，人民币汇率贬值的压力或将持续存在，这意味着短期之内偏紧的资金面或将维持。但中期来看，流动性环境的宽松是实现信用扩张、推动需求改善的必要条件，因此年底之前人民银行降息降准的可能性仍然不低。

机构行为的同步性可能在短期之内放大债券市场收益率的波动，但与去年 11 月相比，当前市场对经济的预期弱于当时，资金面的收紧持续性也存疑。因此我们倾向于认为债券市场收益率单边向上的空间可能有限，中期之内收益率中枢下行的过程未来将延续。

图7：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

### 三、全球制造业触底抬升

最新公布的数据显示美国 8 月 ISM 服务业 PMI 回升至 54.5，高于市场预期，处于近六个月的高点。制造业 PMI 为 47.6，连续两个月回升。库存、就业、新订单出现全面回暖。与此同时，9 月第一周美国初请失业金人数为 21.6 万人，较上周下滑 1.3 万人。

美国近期经济活动的修复和预期的改善可能部分与企业库存回补有关，美国制造业部门在经历了一年多时间的减速后表现出触底的迹象，库存也从底部开始抬升，中美库存的波动趋于同步。当然美国经济持续偏强表现的背后，很重要的原因在于疫情过程中政府通过财政补贴，有效保护了企业和居民部门的资产负债



表，同时劳动力供应短缺对工资价格形成支撑，制造业回流相关政策对经济形成额外助推。

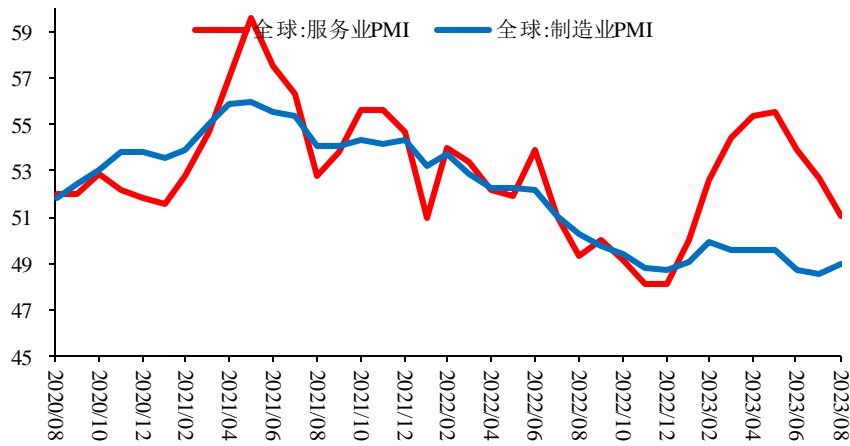
从劳动力市场、经济和通胀数据来看，美国经济软着陆的可能性越来越高，衰退或是尾部风险。在库存水平偏低、制造业需求恢复的背景下，全球主要大宗商品价格出现持续上涨，同时沙特、俄罗斯原油减持也对原油价格形成助推。不过尽管油价在美国 CPI 中占比较高，但当前油价上涨的持续性存疑，而且美联储当前更为关心核心通胀的表现，因此短期大宗商品价格的上涨对美联储货币政策的影响尚不主导，市场的基准预期仍然是 9 月暂停加息，11 月进行最后一次加息的概率较高。

制造业部门的改善具有广泛性，8 月欧洲、以及全球制造业 PMI 出现反弹。回头来看，2012 年下半年、2016 年-2017 年出现过全球经济复苏带来中国经济恢复的局面。因此本轮海外制造业恢复的持续性值得密切留意。

各类资产价格也在对经济预期改善、货币政策偏紧的局面定价。美股上周小幅回落，但仍处于历史高位，纳斯达克指数表现弱于道琼斯；10 年期美债收益率在 4.2% 的中枢上震荡；美元指数回升至 105 的年内高点；高盛商品价格指数持续抬升。

往后看，美国经济偏强的局面有望维持，美联储加息的终点取决于近期通胀、劳动力市场数据的表现，但总体来看年内利率水平将维持高位。在此背景下，美债收益率和美元指数或将易上难下，美股系统性下跌的风险相对有限。资产价格的短期波动取决于通胀、劳动力市场数据的表现。

图8：全球制造业和服务业 PMI，%



数据来源：Wind，安信证券

## ■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信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。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路19号安信金融大厦33楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034

证券研究报告/周度报告

第12页，共12页

2023年9月