

2023年09月12日

新一轮宽信用效果料将进一步显现

固定收益研究团队

——2023年8月金融数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张维凡（联系人）

zhangweifan@kysec.cn

证书编号：S0790122030054

● 8月金融数据中的五个重点信息

第一，得益于稳增长发力，8月社融环比大幅好转，超市场预期。各主要分项中，人民币信贷表现平淡，政府债券是最大的贡献项。8月社融存量增速筑底回升，录得9.0%，环比提高0.1个百分点。其中，社融口径信贷表现平淡，当月新增13400亿，同比多增56亿；8月专项债融资节奏大幅提速，受此影响，低基数下政府债融资同比大幅多增8755亿；企业债券融资规模连续两个月正增，同比多增1186亿，信贷对企业债融资的替代效应进一步减弱；此外，表外项目中，信托贷款和委托贷款两者之和录得少增1407亿，或与基建投资放缓有关。

第二，票据高企支撑信贷总量，结构有待进一步转好。8月信贷总量录得13600亿，同比小幅多增1100亿。但结构上主要以票据冲量为王，居民和企业部门中长贷均有不同程度的少增。

第三，企业部门融资连续两月收缩，短贷和中长贷均录得少增。8月企业信贷在低基数下同比多增738亿，但结构上不尽人意。票据持续冲量，8月票据融资新增3472亿，同比多增1881亿；而企业短贷和长贷均持续缩量，其中短期贷款同比少增280亿，长期贷款同比少增909亿。上半年消耗了较多项目储备，经济复苏斜率较弱，同时，8月高温、降雨等极端天气较多，亦抑制了企业开工和融资的积极性，导致企业融资结构不佳的局面。

第四，居民部门短贷融资改善，长贷融资情绪依然磨底。8月居民短贷同比多增398亿，低基数和旅游旺季的共同作用下，居民加杠杆消费意愿边际改善；长贷同比少增1056亿，8月地产销售环比进一步走弱，居民中长贷的低迷与之相映射，情绪仍待提振。RMBS早偿率在8月中下旬再次上升，指向居民可能依然有较强的提前还贷意愿。

第五，M1与M2均有所回落。8月M2录得10.6%，环比回落0.1个百分点，连续六个月持续回落，但降幅有所趋缓。究其原因，主要是由于高基数、信贷派生减少、居民和企业部门存款少增、财政存款仅减少88亿，支出依然较为克制有关。M1录得同比2.2%，延续走弱趋势。除高基数效应外，经济复苏力度较弱，房地产需求疲软，居民和企业受收入预期不稳影响依然有较高的预防性需求等因素有关。

● “组合拳”持续落地，新一轮宽信用效果料将持续显现

总而言之，8月社融数据呈现出“总量大幅回升，但结构有待进一步改善”的格局。回顾多轮稳增长初期阶段，社融往往呈现出总量规模先行扩大，随后企业和居民中长贷等结构逐步改善的特征，我们认为结构不佳在稳增长的初期阶段是正常现象。央行此次选择午间发布金融数据，时间较为罕见，对市场信心或有提振。随着稳增长“组合拳”持续落地，融资情绪大概率将持续好转，年内社融增速有望继续回升。

在企业端，政府债发行已经显著提速，这不仅可以直接拉动社融增速，同时也将拉动基建等中长期贷款投资，基建已进入“金九银十”，预期后续企业中长贷将有所回升；在居民端，8月末“认房不认贷”、降低首套房首付比例、调降存量房贷利率等地产优化政策如期落地，地产需求有望边际改善，9月以来地产销售已经止跌回升，我们预计后续宽地产政策仍有加码的空间，居民中长贷有望持续修复。

● 政策面、基本面、资金面不利因素叠加，债市已进入逆风期

在政策“组合拳”发力下，基本面回升已是确定性事件，悬念只是反弹还是反转；8月CPI已经转正，制造业PMI连续三个月回升，资金面受专项债发行、遏制债市加杠杆、信贷融资改善、稳汇率等原因，资金利率中枢或将有所抬升。政策面、基本面、资金面的边际变化，都指向债市可能进入逆风期。因此对于债市收益率，我们至少看反弹，可能看反转。时间比空间更重要，如果本轮稳增长的效果是经济反弹，则持续时间可能3到4个月，在此之前我们建议对债市保持谨慎。

● **风险提示：**政策变化超预期、经济增速不及预期。

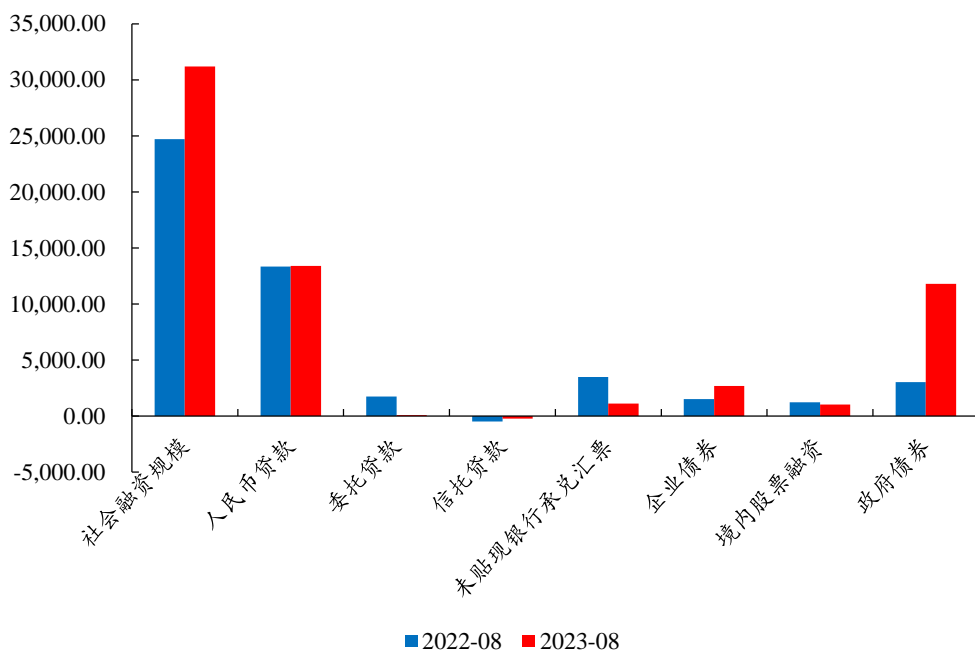
相关研究报告

《价格周期的回升—2023年8月价格数据点评》-2023.9.11

《资金利率中枢或将有所抬升—9月流动性展望》-2023.9.11

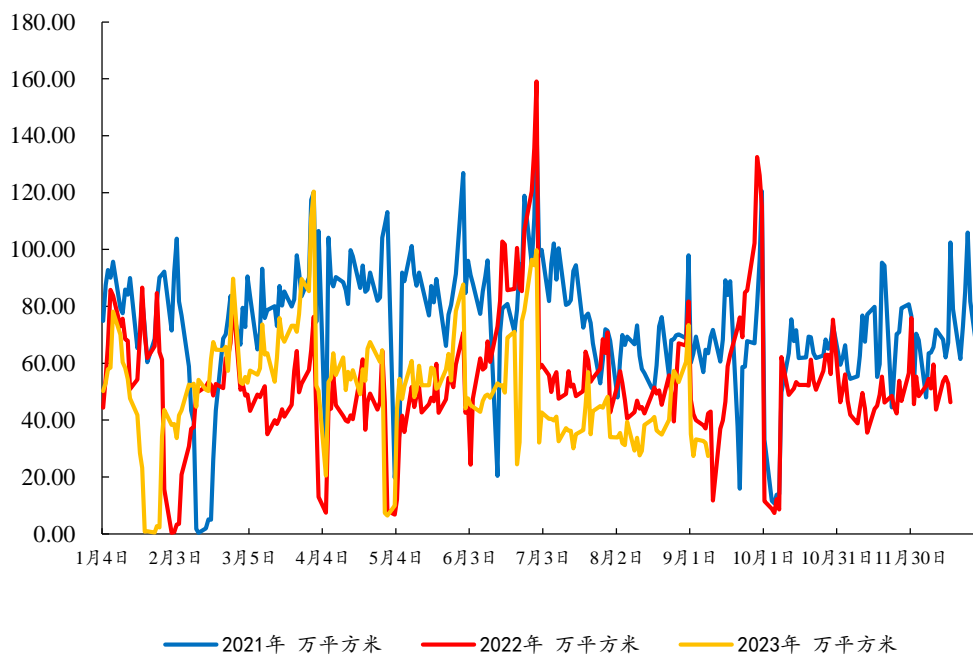
《科数转债投资价值分析：智慧电能力业领跑者—固收专题》-2023.9.11

附图 1：8 月政府债融资是社融的主要贡献项（亿元）



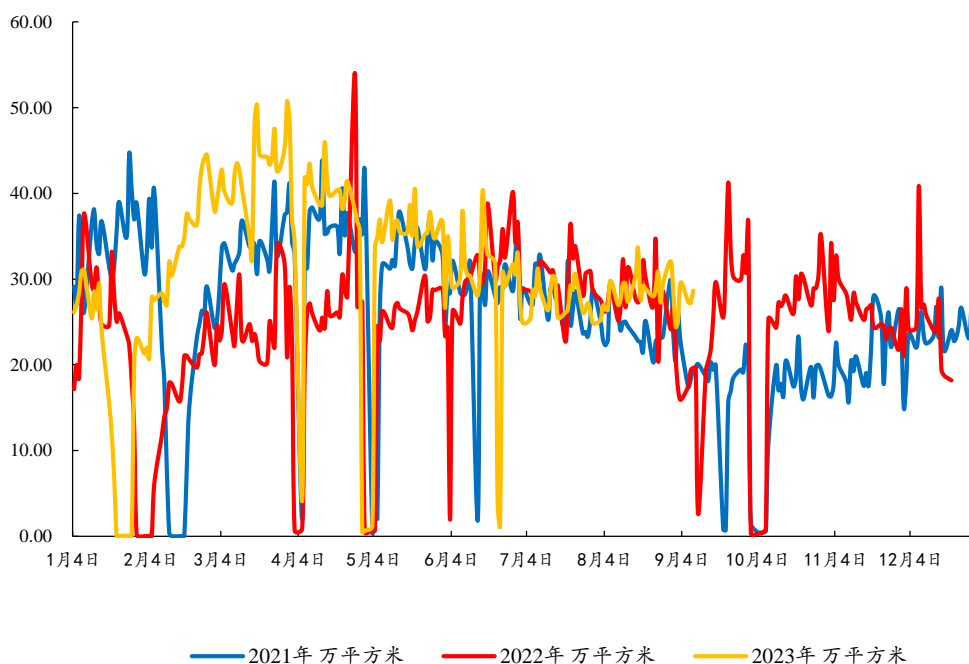
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：8 月 35 城新房成交面积持续磨底



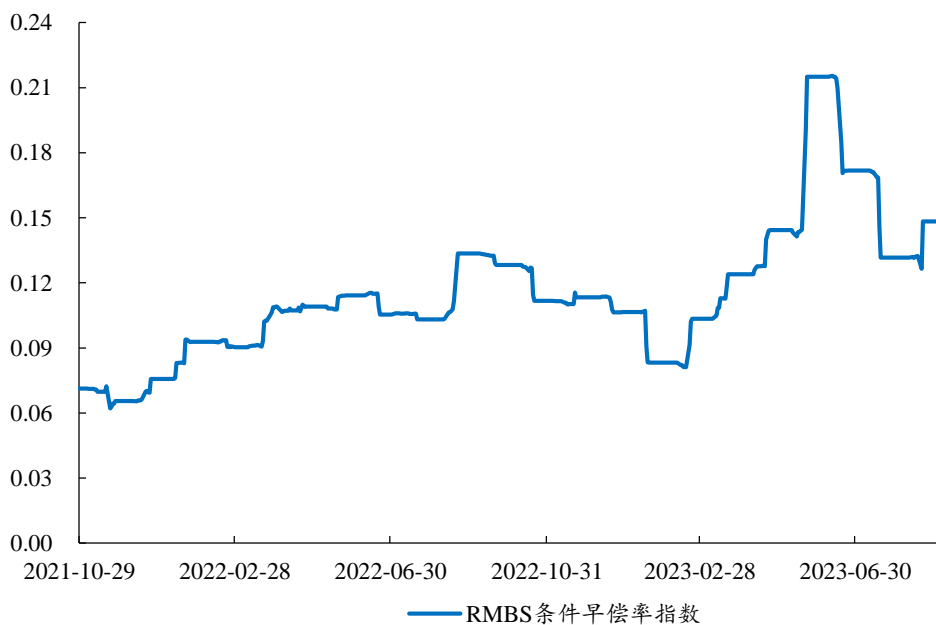
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：8 月 18 城二手房成交面积进一步已降至往年同期水平



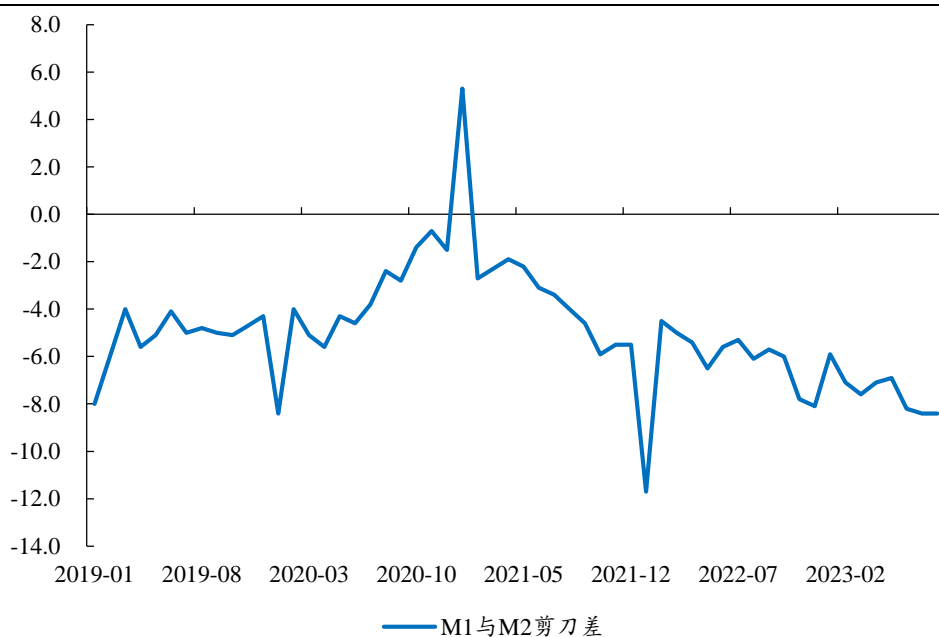
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：8 月 RMBS 早偿率再次回升 (%)



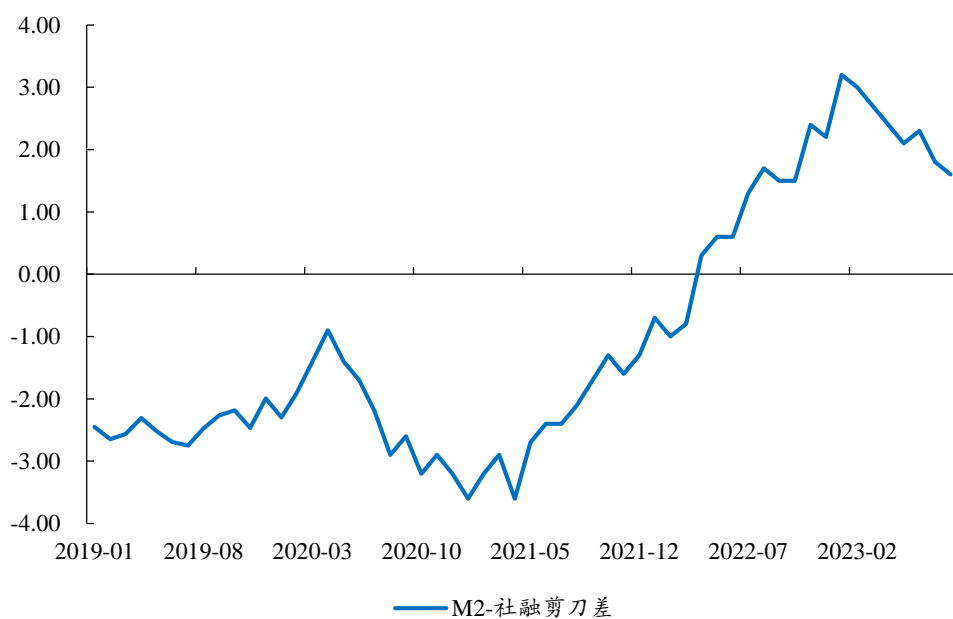
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5: M1 与 M2 剪刀差环比企稳 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 6: M2 与社融剪刀差持续收窄 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn