

# 周度经济观察

——信贷需求回落，股市反弹途中

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

2023年11月14日

## 内容提要

从10月信贷增速和结构、以及金融机构贷款与存款的差值来看，实体经济的信贷需求仍然偏弱，信用扩张的进程缓慢，企业部门中长期贷款需求或难进一步提速。居民部门疤痕效应的消退存在波折。

11月以来银行间资金利率小幅下行，这或许与美元指数见底回落、人民币汇率边际升值有关。考虑到人民币汇率贬值压力尚未彻底消除，绝对水平距离8月中旬之前的中枢仍有距离，我们预计资金面或许难以彻底转向宽松。

尽管美联储官员近期表态偏鹰，但美国经济降温的迹象愈发明显，这使得美国债券市场收益率在中枢下行过程中。由于当前美国企业盈利总体表现偏强，债券市场利率的下行推动权益市场改善。

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、信贷需求持续偏弱

10月新增社会融资规模为1.85万亿元，较上年同期多增9366亿元；余额同比为9.3%，较上月提升0.3个百分点。政府债券大量发行是推升社融的主要力量。

结构上看，政府债券净融资1.56万亿元，同比多增1.28万亿元，这与专项债前置、万亿国债增发有关。人民币贷款同比多增406亿元，企业债券融资同比少增1269亿元，非标融资同比多减825亿元，非标融资收缩主要拖累为信托贷款。总体来看，社融的回升主要与政府债大量发行有关，其他分项表现大致稳定。

图1：过去3年社融新增分项，亿元



数据来源：Wind，安信证券

10月人民币贷款增加7384亿元，同比多增1058亿元；余额同比10.9%，持平于上月。

分结构来看，企业和居民部门分化延续，居民部门信贷弱于去年同期，而企业部门表现更强。不过企业部门信贷的增长集中在票据融资，企业部门中长期贷款连续多个月同比少增。这或许表明企业部门信贷需求仍然偏弱。

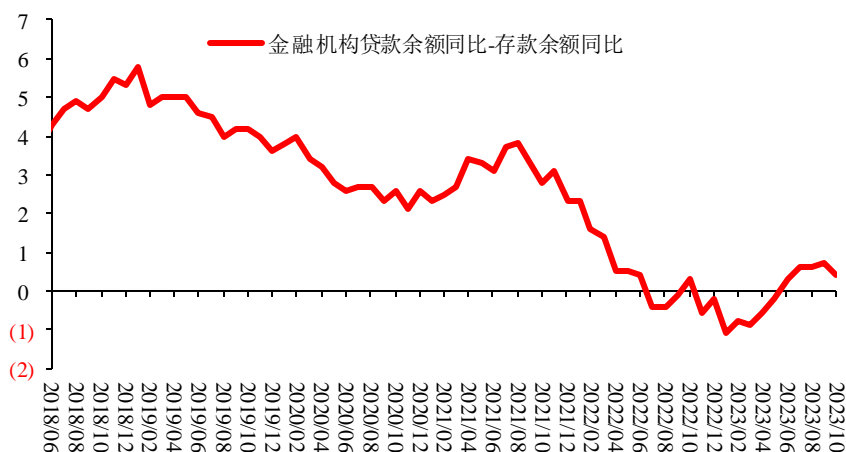
居民部门短期贷款收缩的同时，中长期贷款增加 707 亿元，同比多增 375 亿元，不过仍然大幅低于 2021 年同期。考虑到高频数据显示 10 月房地产销售尚可，叠加存量贷款利率下降后，居民提前还贷的倾向可能趋于缓和。

此外，居民部门存款仍然处于高位，这表明居民部门信心和预期偏弱，去风险倾向没有明显缓解。

价格层面，银行间资金利率受海外金融市场、国内财政支出节奏的影响在 10 月中枢抬升，进而推升了债券市场利率，但企业和居民部门面对的信贷市场利率仍然处于回落的过程中。

总体而言，从 10 月信贷增速和结构、以及金融机构贷款与存款的差值来看，实体经济的信贷需求仍然偏弱，信用扩张的进程缓慢，企业部门中长期贷款需求或难进一步提速。居民部门疤痕效应的消退存在波折。

图2：金融机构贷款余额同比-存款余额同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2023 年 11 月 8 日至 10 日，2023 金融街论坛年会于在北京举办。中国人民银行行长、国家外汇局局长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、证监会主席易会满在年会上分别做主题演讲。

总体来看，讲话内容和刚刚过去的中央金融工作会议精神基本一致，内容聚焦主要在防风险方面，包括监管规则设定、金融公司治理、地产和债务问题、货币政策的设定。

具体来看，在货币政策目标层面，强调了“始终保持货币政策的稳健性，支持实体经济稳定增长”。

在汇率层面，提出了“坚决对市场顺周期行为进行纠偏……坚决防范汇率超调风险……保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”，预计未来人民币汇率还将保持稳定。

在地产领域，既有“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”，针对过去房地产金融的情况提出了引导，也提出了“提供中长期低成本资金支持……推动构建房地产发展新模式”。

在地方债务风险领域，提出了“必要时央行对负担重的地区提供流动性贷款支持”，打消了地方政府债务问题的担忧。

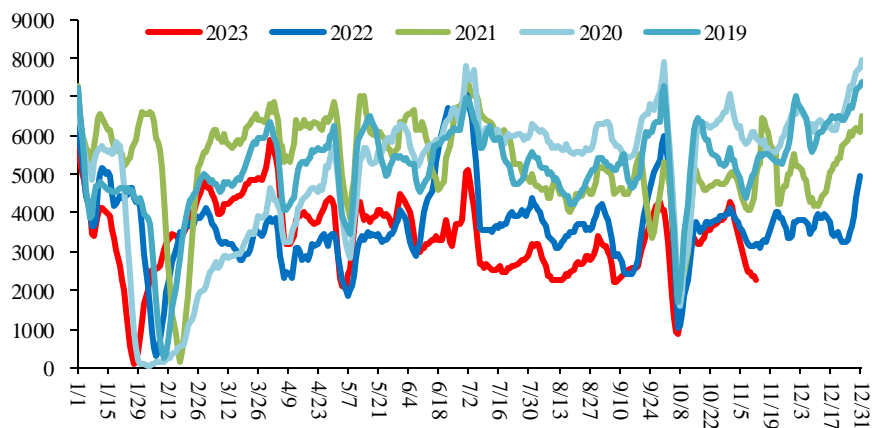
11月以来，高频数据显示新房销售出现滑落，滑落幅度超出往年季节性水平，而观察同期大城市二手房的销售量，尽管出现季节性的滑落，但是绝对水平仍然和2019年同期相当。贝壳 KMI 数据显示市场情绪没有继续回落，当下市场情绪高于政策放松前的8月份。新房销售的下降不代表普遍的房地产需求的新一轮下滑。

新房销售的滑落存在两种可能，一种是短期数据的扰动，可能来自短期推盘节奏等原因；第二种是此前一些优质房企债券市场的波动传导给居民，加深了居民对交付风险的担忧，促使居民减少在新房市场的购买，这一机制的持续时间可能较长，具体的情况仍然有待于后续数据的验证。

从第三方披露的数据来看，今年双十一消费金额增速不高，这在一定程度上也符合预期。海外经济体走出疫情后普遍的情况是服务消费替代货物消费，我们同样正在经历这一过程，货物消费的下降不令人意外。

其余高频数据总体边际变化不大，经济仍然在温和修复途中。

图3：30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

## 二、底部确认进程中

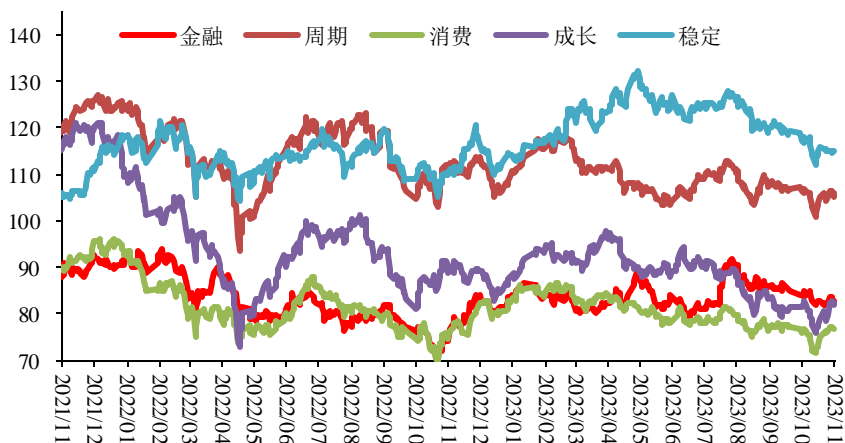
上周以来权益市场小幅上行，成交量回升，日均成交接近万亿。成长板块涨幅领先。

全球权益市场也小幅上行，反映出海外利率走低、国内资本跨境流出缓和的影响，这对A股带来边际提振。

当下市场可能正在经历底部的确认，房地产企业的问题出现缓解迹象，但仍然存在不确定性，明年上半年房屋集中交付带来的现金流压力如何解决，国内商品房销售何时企稳仍然需要数据验证。海外经济出现边际走弱，市场逐步定价通胀回落、经济软着陆的局面，但考虑到货币政策传导渠道的系统性转变、以及市场预期不稳定性，这一局面中期之内能否实现仍需观察。

因此总体来看，海内外压力的缓解，推动国内市场超跌反弹，但最终市场能否反转，需要重点关注商品房销售何时企稳，消费在宏微观数据上能否一致修复，美国通胀和加息如何演化。

图4：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

2021年12月31日为100

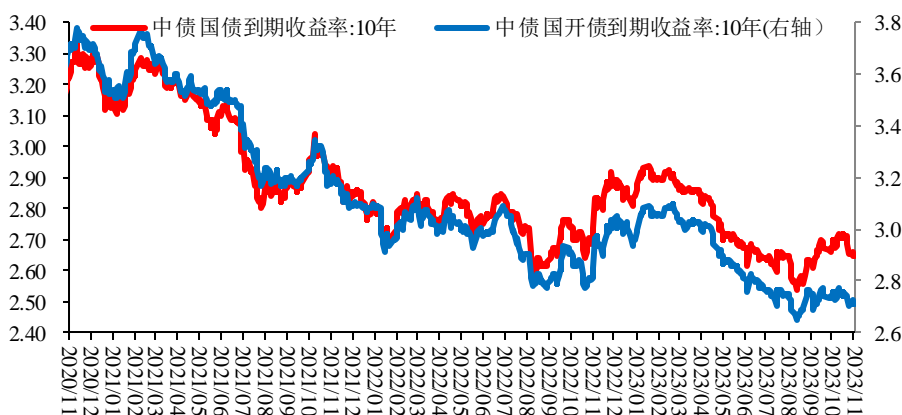
经历了10月底资金价格的波动后，11月以来资金价格走低，短端利率上周基本持平，长端利率也波动不大。

资金的松紧是短期债券市场的主要焦点，在人民币兑美元汇率基本固定的背景下，这与美国利率变化息息相关。在美债利率和美元指数下行、人民币汇率相对稳定的背景下，国内资金面压力的缓解并不意外。

不过考虑到当前人民币汇率处于历史高位，潘行长在金融街论坛的演讲也表明维持汇率的稳定仍然是监管当局的重要目标，四季度央行降息降准的概率目前来看不高，银行间资金面难以彻底转向宽松，这或许意味着债券市场收益率或将在当下位置窄幅波动。



图5：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

### 三、欧美经济双双减速

近期美联储主席鲍威尔在IMF政策研讨会上表态偏鹰。他认为美联储对目前加息进展感到满意，但预计将通胀降至2%的过程还有很长的路要走。同时他强调美联储致力于实现一种足够紧缩的货币政策立场，并不确信美联储已经达到了这样的立场。关于“维持利率高位多久”的问题，鲍威尔坦言美联储没有魔法工具，只能观察接下来的经济数据，然后再做决定。实际上鲍威尔本次发言与月初议息会议的内容一致，都指向美联储转向数据驱动的政策路径上，对未来的政策走向保持开放态度。

尽管鲍威尔表态偏鹰，但对市场预期和资产价格影响有限，这或许与10月以来多数数据走弱有关。在10月非农就业数据、PMI数据超预期下滑后，最近公布的11月美国消费者信心指数回落3.4个百分点，至60.4，这一数据已经连续下滑4个月。

高利率环境除了对经济活动的制约影响开始显现外，也引发了评级公司对美国财政可维持性的担忧。11月10日穆迪将美国主权信用评级展望从“稳定”下调

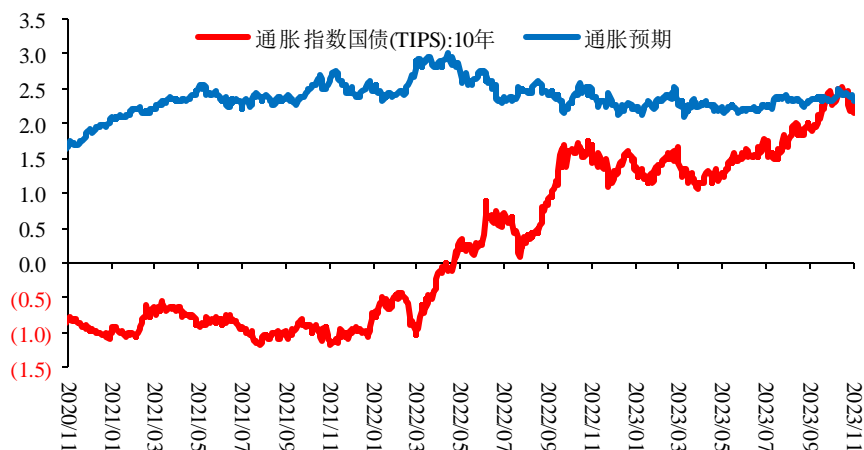
至“负面”。主要理由是美国财政状况恶化，持续性存疑，两党分化无法为财政问题提供中长期解决方案。不过这一举动对市场的影响轻微，短期来看美国政府还本付息的问题尚不突出。

欧元区的经济情况与美国接近。10月欧元区 PMI 数据、零售销售数据、PPI 同比数据均出现走弱，显示欧元区经济在明显减速。不过面对较高的通胀水平，欧元区主要官员近期表态偏鹰。欧洲央行管委、德国央行行长等人均表态不排除进一步加息的可能性，市场也在推迟对欧央行降息的预期。

从资产价格表现来看，经济数据的走弱主导了市场走向。10年期美债收益率从高位回落后趋于震荡，美股小幅反弹，纳斯达克指数表现强于道琼斯指数，美元指数在 105 的水平中枢波动。

考虑到市场更多转入到对短期数据走向的定价，以及多数数据指向经济在逐步降温，而经济本身快速转入衰退的可能性偏低，未来一段时间里无风险利率的下行有助于推动海外权益市场继续反弹。

图6：10年期美国 TIPS 和通胀预期，%



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10页，共10页

2023年11月