

再看8月信贷数据：总量弱势下的结构改善

主要结论：

- **8月信贷总量弱于季节性，但结构改善。**8月信贷1.21万亿，环比增加1500亿，同比减少700亿，总量上依然弱于季节性。但结构有所改善，主要表现在三个方面：**第一，信贷短期化趋势减弱。**2018年以来每月新增的短期贷款和票据融资同比基本都是增加的，但中长期贷款同比基本都是减少的（除了2019.1和2019.3），这一趋势持续到了2019年8月份（虽然8月新增短贷和票据4069亿，但短贷和票据同比减少880亿，而新增中长期贷款8825亿，同比增加985亿）。信贷短期化趋势逐渐得到改善。**第二，剔除季节性因素后，8月居民贷款同比减少，企业贷款同比增加。**8月新增居民贷款同比减少474亿，连续两个月为负。而企业贷款同比增加386亿，结束了自4月以来同比均为负的局面，说明企业资金需求有所增加。**第三，新增居民中长期贷款保持稳定，同比略有回落。**随着货币政策的边际宽松，资金并没有明显进入房市的迹象。从近几个月新增居民中长期贷款来看，整体保持在4500亿的水平，但同比有下降趋势。与此相印证的是房地产资金来源中个人按揭贷款累计同比有所下降（4月12.4%降至7月11.3%）、房价的涨幅也有所收窄（百城住宅价格同比4月4.27%降至8月3.68%）。这说明在货币政策边际宽松的格局下，地产政策的收紧导致资金并没有明显进入房市。**第四，信贷结构改善的最大亮点在于新增企业中长期贷款边际改善，意味着企业投入生产意愿有所增加，企业融资需求上升。**8月新增企业中长期贷款4285亿，同比增加860亿，结束了连续四个月同比为负的局面。历史数据显示，信用周期一般3-4年（社融口径下2005年以来四轮信用周期分别为：2005.12-2008.12；2008.12-2011.12；2011.12-2015.06；2015.06-2019.01），而每一轮周期往往开始于票据融资的上升期，接着票据回落，企业短贷上升，最后传导至企业中长期贷款回升。从年初至今，这样的变化已经有所体现。一季度票据融资高增，4月开始回落。与此同时，企业短贷自今年2月开始有所改善，再到现阶段企业中长期贷款同比由负转正，说明现阶段企业融资确有好转。主要原因可能在于货币政策和财政政策的发力带来企业成本降低（工业企业三费率由8.5%降至7.5%）和盈利改善（工业企业利润由-14%降至-1.3%）。**未来看，在逆周期政策继续发力的前提下，信用改善将具有一定持续性。但需要注意的是，在总需求依然偏弱、潜在经济增长率下行的大背景下，信用改善程度是较为有限的。**
- **中观层面，9月生产边际改善。**从需求来看，9月以来30大中城市商品房日均销售面积同比由跌转涨；9月以来100大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比由涨转跌；9月乘用车汽车零售同比跌幅缩小。从生产来看，9月以来六大发电集团日均煤耗同比由跌转涨；全国高炉开工率均值同比涨幅缩小。从价格来看，9月以来有色金属、原油、水泥价格均值上升，钢铁和煤炭价格均值下降，预计9月PPI环比为负，PPI同比位于负区间；9月以来猪肉价格均值涨幅扩大，蔬菜价格均值下跌、水果价格均值下跌，预计CPI环比涨幅收窄，CPI当月同比维持高位。
- **金融市场方面，资金价格下降，债券收益率整体下行，人民币兑美元升值，全球股市整体上涨，工业品价格上涨。**货币市场方面，上周央行净投放资金1900亿元，资金价格下降，资金面有所放松。债券市场方面，到期收益率整体下行，期限利差走阔，信用利差收窄。外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数下行，人民币即期交易量上升。股票市场和商品市场方面，全球股市整体上涨，黄金价格下跌，原油价格下跌，国内工业品价格上涨。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

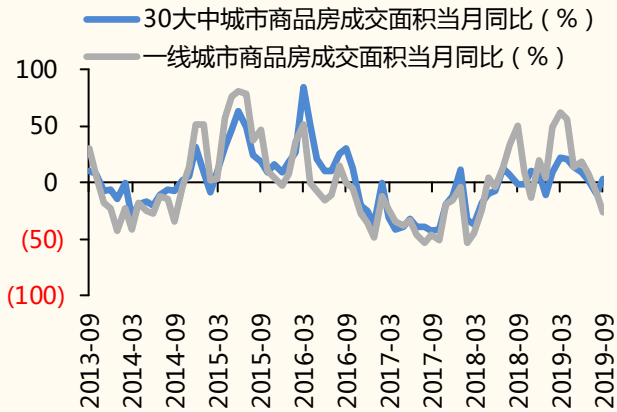
高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

一、中观市场方面，9月生产边际改善

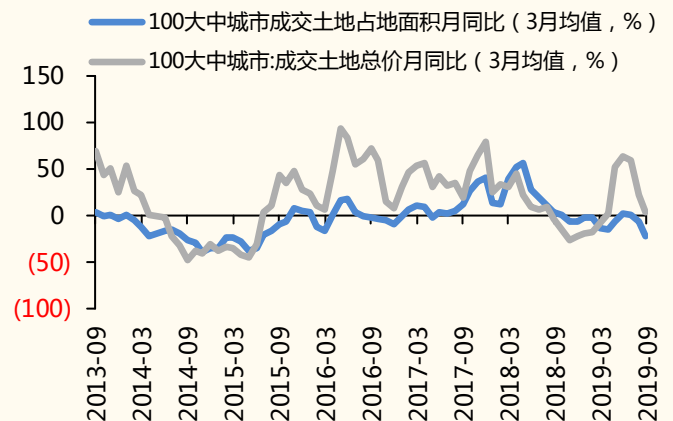
- 9月以来30大中城市商品房日均销售面积同比由跌转涨。内部结构上，一线城市跌幅扩大，二、三线城市同比均由跌转涨。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为3.9%（前值-9.4%）。一线城市同比-25.7%（前值-8.7%）、二线城市同比11.6%（前值-4.9%），三线城市同比14.9%（前值-16.2%）。北京、广州商品房销售面积同比由正转负，上海、深圳由负转正。
- 9月土地成交面积同比跌幅扩大，而土地成交总价同比由涨转跌；商品房用地成交面积同比跌幅走扩，工业用地成交面积同比跌幅扩大。从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-43.9%（前值-15.5%），土地成交总价同比为-1.4%（前值为9.4%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-39.3%（前值-9.5%），工业用地成交面积同比为-61.1%（前值为-23.4%）。
- 9月汽车零售同比跌幅缩小。具体来看，截止9月8日，乘联会车市零售同比为-21.0%（前值-26.0%），乘联会车市批发同比为-16.0%（前值-32.0%）。

图表 1：9月以来商品房日均销售面积同比由跌转涨



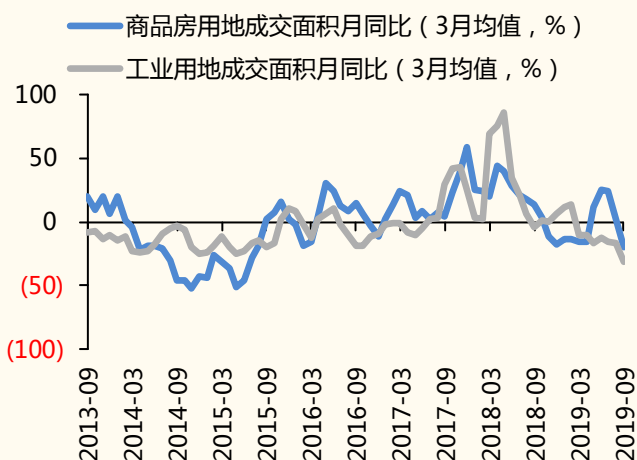
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 2：9月土地成交面积同比跌幅扩大



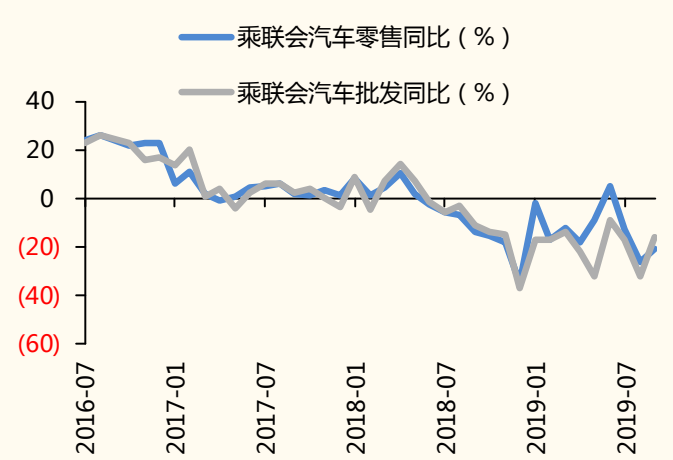
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 3：9月商品房用地成交面积同比跌幅走扩



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

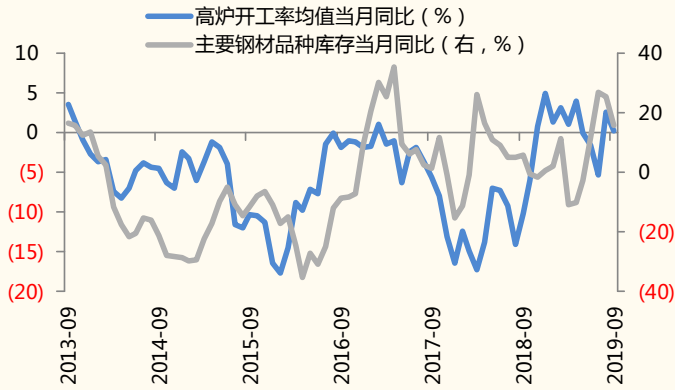
图表 4：9月汽车零售同比跌幅缩小



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

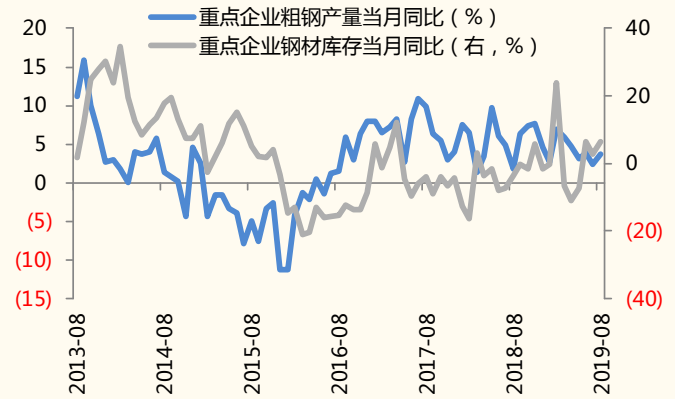
- 9月以来高炉开工率均值同比涨幅缩小，钢铁社会库存同比涨幅走扩。具体来看，9月以来高炉开工率均值为68.2%，同比为0.3%（前值2.6%）。钢铁社会库存同比为6.6%（前值2.7%）。
- 9月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比由跌转涨。具体来看，9月以来六大发电集团日均煤耗同比为8.1%（前值-2.2%）。

图表5：9月以来高炉开工率同比涨幅缩小



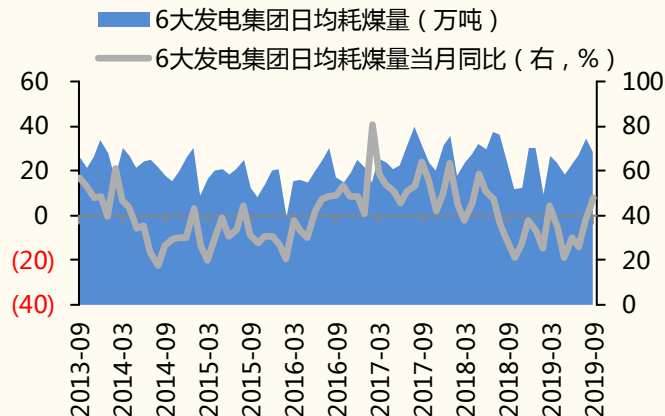
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表6：8月重点钢铁企业粗钢产量同比上行



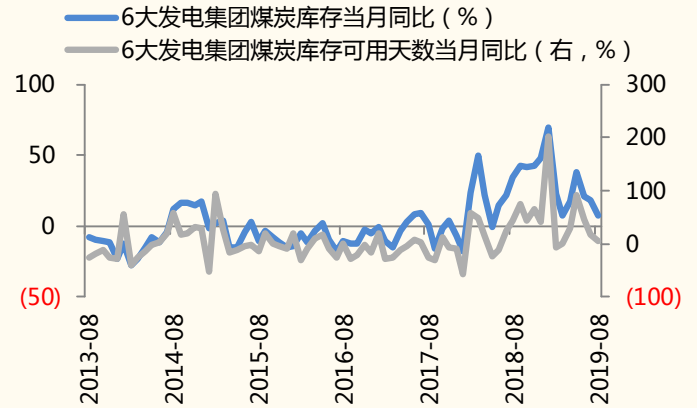
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表7：9月以来6大发电集团日均煤耗同比由跌转涨



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

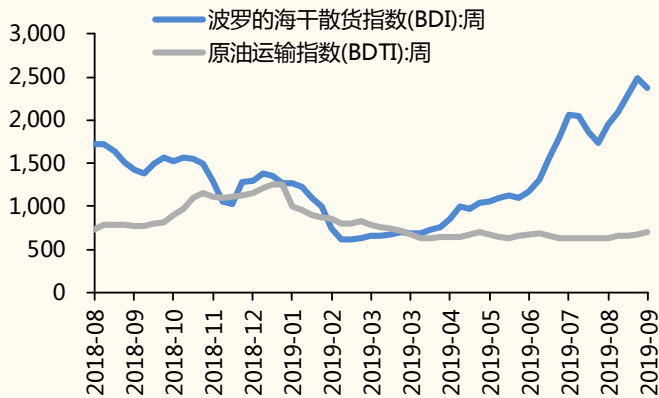
图表8：8月6大发电集团煤炭库存同比下行



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

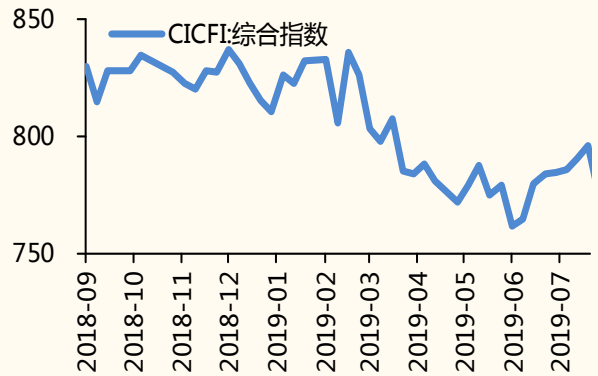
- 上周BDI下降，BDTI上升；CICFI下降，CCFI持平前值。
- 上周铁矿石日均疏港量持平前值，港口库存下降。上周焦炭港口库存下降1.6%，焦炭企业库存上升53.7%。

图表 9: 上周 BDI 下降, BDTI 上升



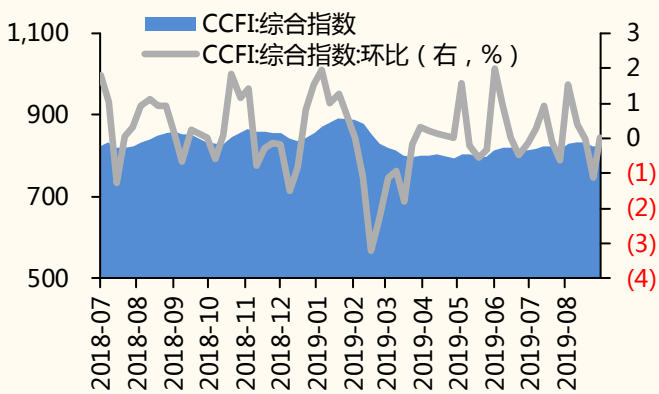
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 10: 上周 CICFI 下降



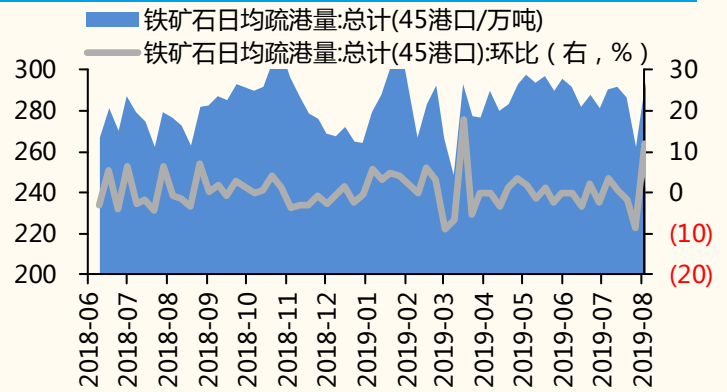
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 11: 上周 CCFI 持平前值



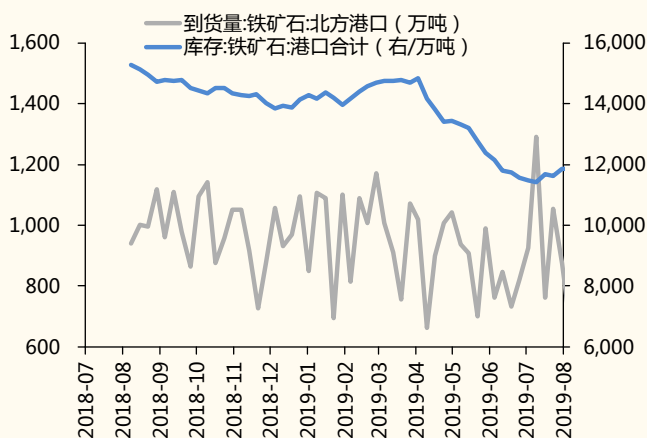
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 12: 上周铁矿石日均疏港量持平前值



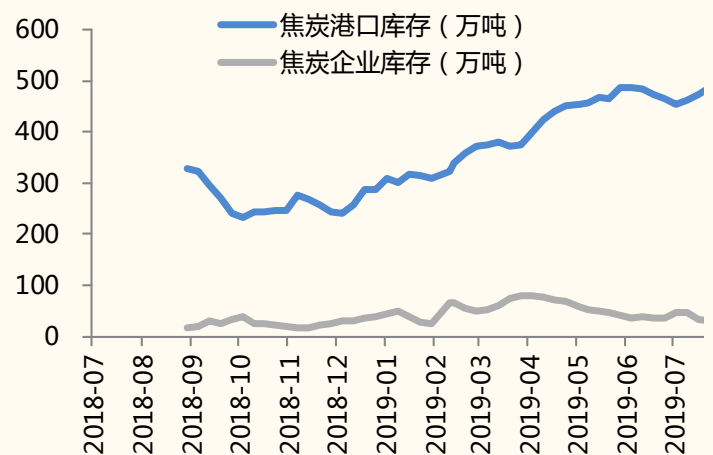
来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 13: 上周铁矿石港口库存下降



来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

图表 14: 上周焦炭企业库存上升, 港口库存下降

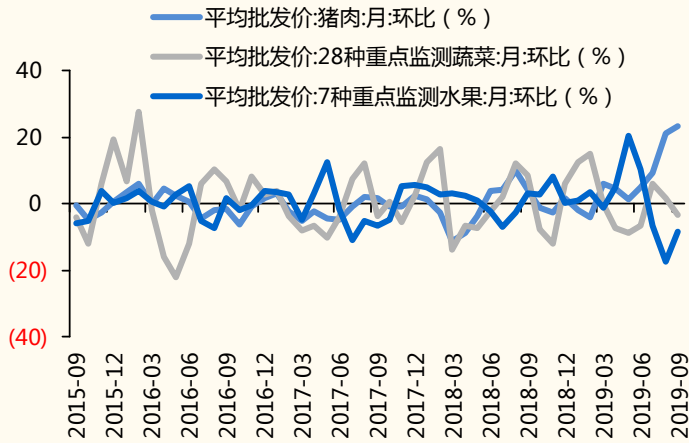


来源: Wind 资讯, 国金证券研究所

- 9 月以来猪肉价格均值涨幅扩大, 蔬菜价格均值下跌、水果价格均值下跌, 有色金属、原油、水泥价格均值上升, 钢铁和煤炭价格均值下降。农产品方面, 9 月以来猪肉价格均值涨幅扩大 (23.5%, 前值 21.0%), 蔬菜价格均值下跌 (-3.3%, 前值 1.5%), 水果价格均值下降 (-8.3%, 前值-17.3%); 工业品方

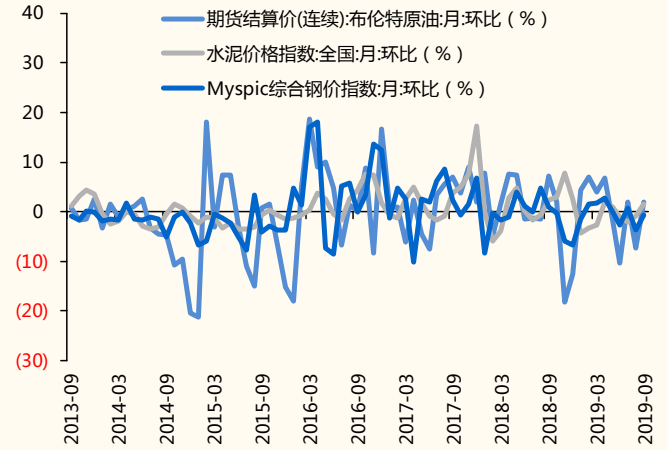
面，煤炭价格均值下降（-0.2%，前值-1.2%），原油价格均值上涨（1.9%，前值-7.3%），水泥价格均值上涨（1.5%，前值-0.9%），钢铁价格均值下降（-0.7%，前值-3.7%），有色金属价格均值上升（4.0%，前值1.9%）。

图表 15：9 月以来猪肉价格均值涨幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：9 月以来有色金属、原油、水泥价格均值上升

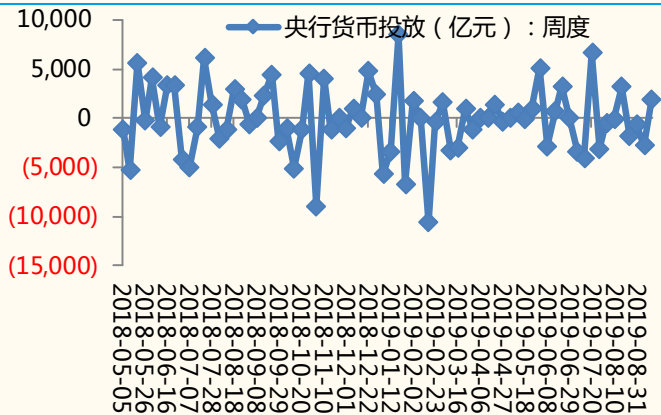


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格下降，债券收益率整体下行，人民币兑美元升值，全球股市整体上涨，工业品价格上涨

- 货币市场方面，上周央行净投放资金 1900 亿元，资金价格下降，资金面有所放松。从资金投放量来看，上周央行净投放资金 1900 亿元，其中 7 天逆回购到期 400 亿元，投放 2300 亿元。资金价格下降，资金面有所放松。具体来看，上周 R001 下行 23bp，R007 上行 1bp；DR001 下行 23bp，DR007 下行 2bp。R001-DR001 持平前值，R007-DR007 上行 3bp，表明银行融出意愿下降，非银金融机构融资成本上升。
- 债券市场方面，到期收益率整体下行，期限利差走阔，信用利差收窄。具体来看，1Y 国债到期收益率下行 1bp，1Y 国开债到期收益率下行 5bp；10Y 国债到期收益率上行 7bp，10Y 国开债到期收益率上行 9bp；1YAAA 企业债到期收益率下行 3bp、1YAA 企业债到期收益率下行 3bp、10YAAA 企业债到期收益率下行 2bp、10YAA 到期收益率下行 2bp。
- 外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数下行，人民币即期交易量上升。上周，在岸人民币兑美元汇率升值。美元指数下行，美元兑日元升值，美元兑欧元、英镑贬值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市整体上涨，黄金价格下跌，原油价格下跌，国内工业品价格上涨。国内股市方面，上证综指上涨 1.1%；创业板指上涨 1.1%。国外股市方面，道琼斯工业指数上涨 1.6%，纳斯达克指数上涨 0.9%，德国 DAX 上涨 2.3%。国内商品市场方面，螺纹钢价格上涨 3.0%，铁矿石价格上涨 7.3%，焦炭价格上涨 1.4%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格下跌 1.3%；ICE 布油价格下跌 4.3%，LME 铜上涨 2.4%。

图表 17: 上周央行净投放资金



图表 20: 09/09-09/13 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	2.63	2.60	2.60	(1)	(2)	0
中债国债到期收益率:10年	3.09	3.03	3.09	7	3	(14)
中债国开债到期收益率:1年	2.78	2.73	2.73	(5)	(5)	(2)
中债国开债到期收益率:10年	3.54	3.45	3.54	9	7	(10)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.10	3.08	3.08	(3)	0	(51)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.21	4.20	4.20	(2)	(6)	(13)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.47	3.46	3.47	(3)	(4)	(66)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.27	5.26	5.26	(2)	(6)	(16)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	49	40	49	8	5	(14)
中债国开债期限利差	81	67	81	14	12	(8)
中债企业债期限利差(AAA)	113	112	112	1	(6)	38
中债企业债期限利差(AA)	181	179	179	1	(2)	50
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	48	47	48	(2)	2	(51)
中债企业债信用利差(AAA):10年	119	111	111	(9)	(9)	1
中债企业债信用利差(AA):1年	87	84	87	(2)	(2)	(66)
中债企业债信用利差(AA):10年	225	217	217	(9)	(9)	(2)
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	100	100	100	-0.3%	-0.2%	0.4%
CFETS 10年期国债期货	99	98	98	-0.7%	-0.4%	0.8%

来源: 中国债券信息网, 中国金融期货交易所, 国金证券研究所

图表 21: 09/09-09/13 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	7.14	7.07	7.09	-0.5%	-0.8%	3.2%
美元兑离岸人民币	7.13	7.03	7.05	-0.8%	-1.6%	2.6%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	52	-418	-418	-238	-583	-462
即期询价成交量: 美元兑人民币			287.4	7.0	8.8	8.0
USDCNY: NDF 1年			7.11	-0.9%	-1.3%	3.1%
CFETS人民币汇率指数			91.03	0.0%	-0.2%	-2.4%
巨潮人民币实际有效汇率指数	118.36	117.58	118.24	0.4%	0.5%	-0.5%
巨潮人民币名义有效汇率指数	111.91	111.17	111.80	0.4%	0.5%	-2.2%
欧元兑人民币 (CFETS)	7.87	7.80	7.82	-0.6%	-0.9%	-0.5%
100日元兑人民币 (CFETS)	6.67	6.56	6.57	-1.3%	-2.1%	5.8%
英镑兑人民币 (CFETS)	8.80	8.74	8.74	-0.9%	0.2%	0.6%
美元指数	99.11	98.00	98.20	-0.2%	-0.6%	2.2%

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10134



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn