

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152672

相关研究

- 8月外贸数据点评: 出口回落是暂时的吗?
- 疫情扰动加剧, 如何影响经济?
- 制造业线下弱反弹, 服务业韧性待观察

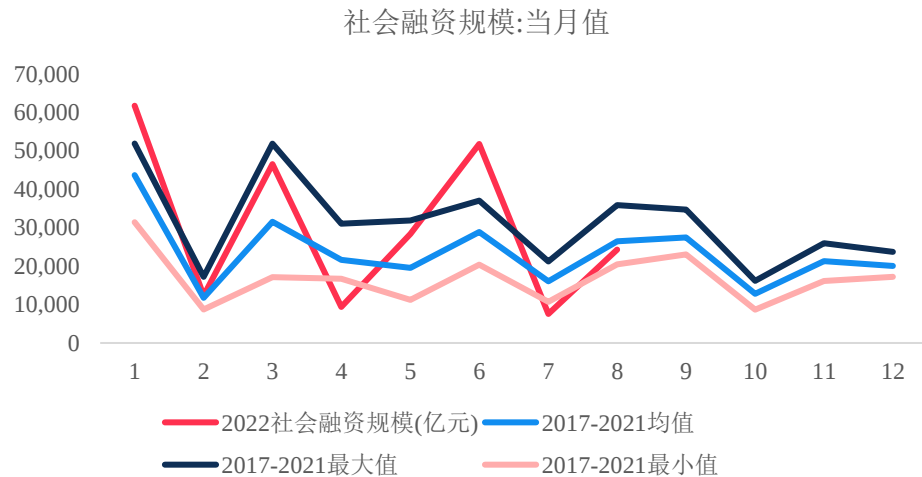
- **社融波浪起伏，维持低位平稳。**8月新增社融2.43万亿元，高于wind预期的2.04万亿元，总量和结构较7月均有好转，社融存量同比增速为10.5%，较前值下降0.2个百分点，维持低位平稳。从社融分项来看，政府债和企业债是同比增量的主要拖累项，同比分别少增6693亿元和3501亿元。表外融资是社融同比增量的支撑项，表外三项合计同比多增5826亿元。政府债券8月份大幅走弱，与财政增量资金尚未执行到位有关，企业债走弱则与企业信贷走强存在替代关系。
- **信贷情况改善，企业好于居民。**8月新增人民币贷款1.25万亿元，同比多增390亿元，其中，居民户短期贷款增加1922亿元，同比多增426亿元，中长期贷款增加2658亿元，同比少增1601亿元。居民户短贷好、中长贷差，可能分别反映了乘用车销售的高景气和房地产的持续低迷。企业短期贷款减少121亿元，同比少减1208亿元，中长期贷款增加7353亿元，同比多增2138亿元，票据融资增加1591元，同比少增1222亿元；企业信贷总量和结构改善，特别是中长贷的改善，可能体现了8月23日信贷座谈会的会议精神。
- **财政货币合力，M2同比高增。**M2同比增长12.2%，较前值增加0.2个百分点。M1同比增长6.1%，较前值下降0.6个百分点。M2的高增或许得益于流动性较长时间的宽松以及较大强度的财政支出。
- **需求低迷，价格不振。**8月CPI同比2.5%，预期2.8%，前值2.7%；环比-0.1%。PPI同比2.3%，预期3%，前值4.2%；环比-1.2%。食品CPI、非食品CPI同比分别为6.1%、1.7%，均较前值下降0.2个百分点，核心CPI同比0.8%，与前值持平。8月CPI、食品CPI、非食品CPI以及核心CPI均弱于季节性均值。受大宗商品价格波动传导和部分行业市场需求偏弱等多种因素影响，PPI增速持续回落。
- **后市展望。**8月社融和物价数据反映了地产、疫情和政策的影响，上述因素边际上都有了一些新的变化。往后看，股市在经历了超跌反弹之后进入了平台期。经济基本面预计将保持低位平稳，流动性维持中性偏松的状态。海外资本市场走势有一定的不确定性，但冲击最大的时候或已过去。因此，以业绩为支撑的结构性及个股机会更大。需重点关注地产特别是疫情变化的预期差对资产定价的影响。

风险提示：疫情发展超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

1 社融波浪起伏，维持低位平稳

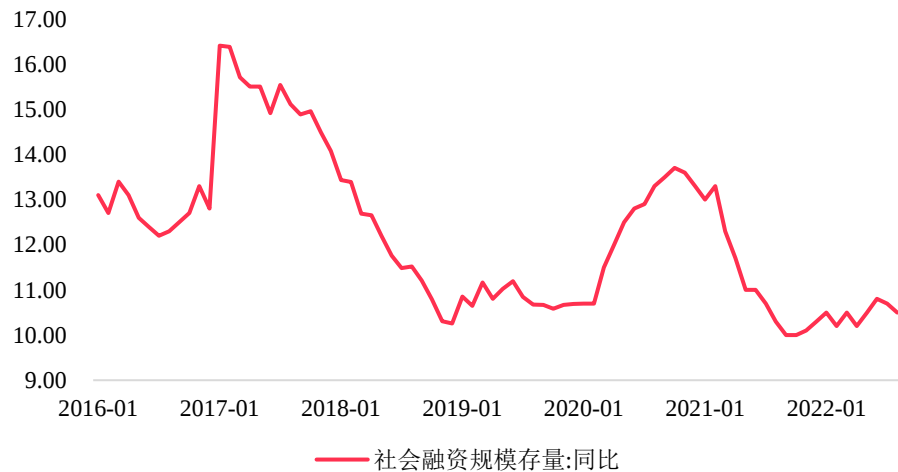
9月9日，中国人民银行公布8月社融增量2.43万亿元，高于wind预期的2.04万亿元，社融走势延续了今年以来的波浪形状，总量和结构较7月均有好转。8月社融同比少增5593亿元，政府债券是最主要的拖累项，社融存量同比增速为10.5%，较前值下降0.2个百分点，维持低位平稳。

图1：社会融资规模:当月值（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券

图2：社融存量同比增速（%）



资料来源：Wind, 首创证券

1.1 债券融资走弱，表外融资走强

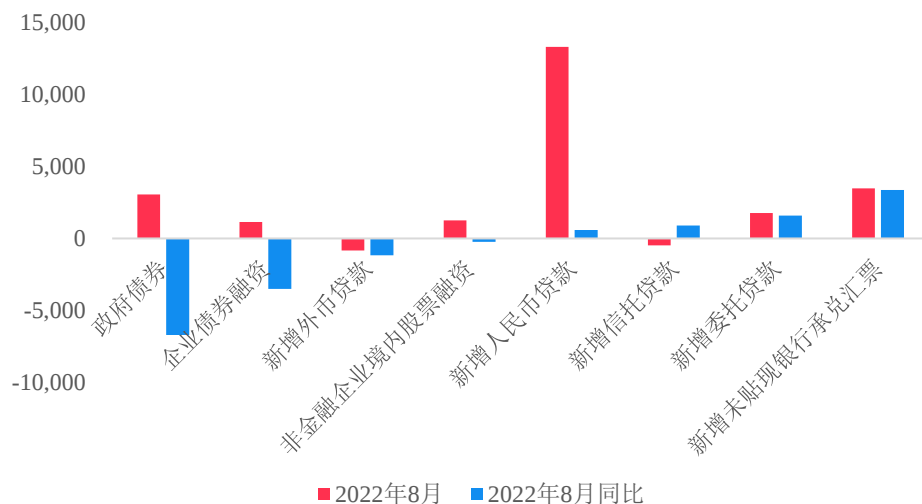
从社融分项来看，政府债、企业债和新增外币贷款是同比增量的主要拖累项，此外，股票融资同比也为负。政府债、企业债、新增外币贷款、股票融资分别为3045亿元、1148亿元、-826亿元、1251亿元，同比分别为-6693亿元、-3501亿元、-1173亿元、-227亿元。

表外融资是社融同比增量的支撑项，表外三项中，新增信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票分别为-472亿元、1755亿元和3485亿元，同比分别增加890亿元、

1578 亿元和 3358 亿元，表外融资合计同比多增 5826 亿元。今年以来，非标融资压降速度明显减弱，一方面非标融资更加规范，需要压降的量在减少，另一方面可能是整体融资需求偏弱，压降的力度有所缓解。未贴现银行承兑汇票同比大幅多增与人民币信贷票据融资少增相对应，反映了融资结构的改善。

此外，社融口径的新增人民币贷款为 13300 亿元，同比多增 587 亿元。

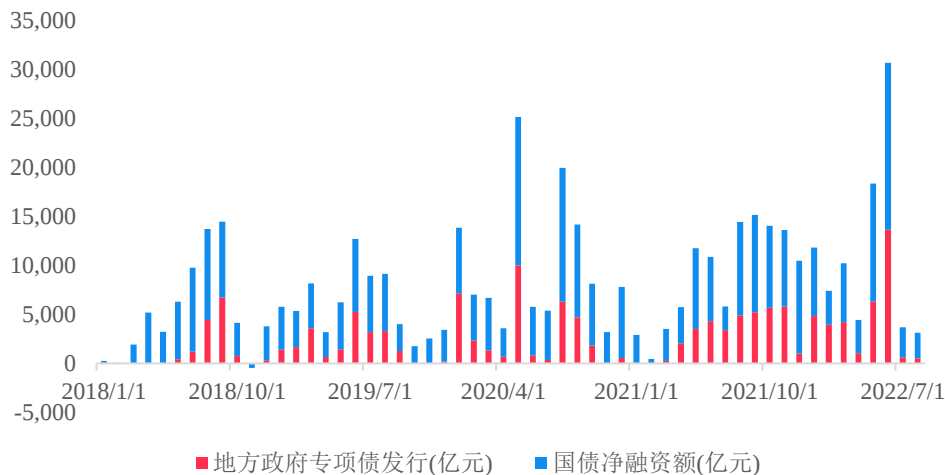
图 3：社融及其分项（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券

政府债券融资 8 月份大幅走弱，与后续财政增量资金尚未执行到位有关。可用作补充项目资本金的 3000 亿元额度的政策性金融工具有待下发，5000 亿元的专项债限额按照 8 月 24 日国常会要求，要在 10 月底前发行完毕。因此，后续政府融资将会转好。

图 4：政府债券融资（亿元）

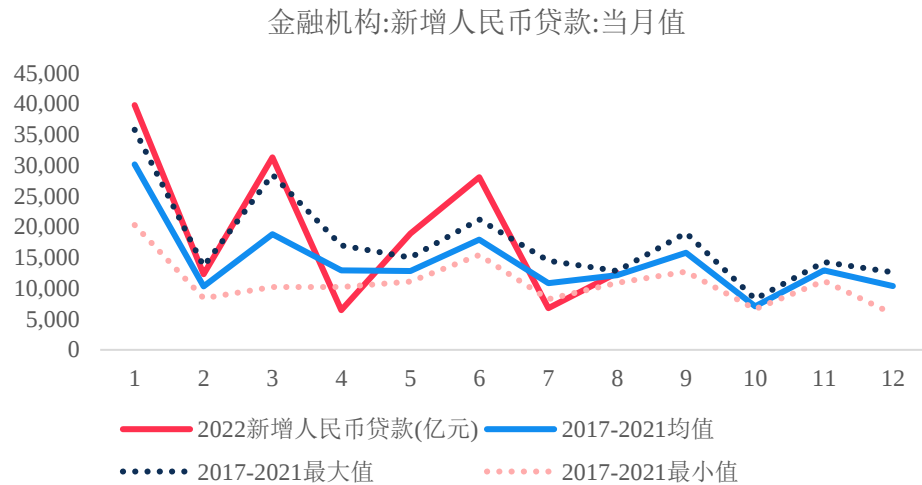


资料来源：Wind, 首创证券

1.2 信贷情况改善，企业好于居民

8 月新增人民币贷款 1.25 万亿元，同比多增 390 亿元，信贷情况较 7 月有好转。

图 5：新增人民币贷款（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券

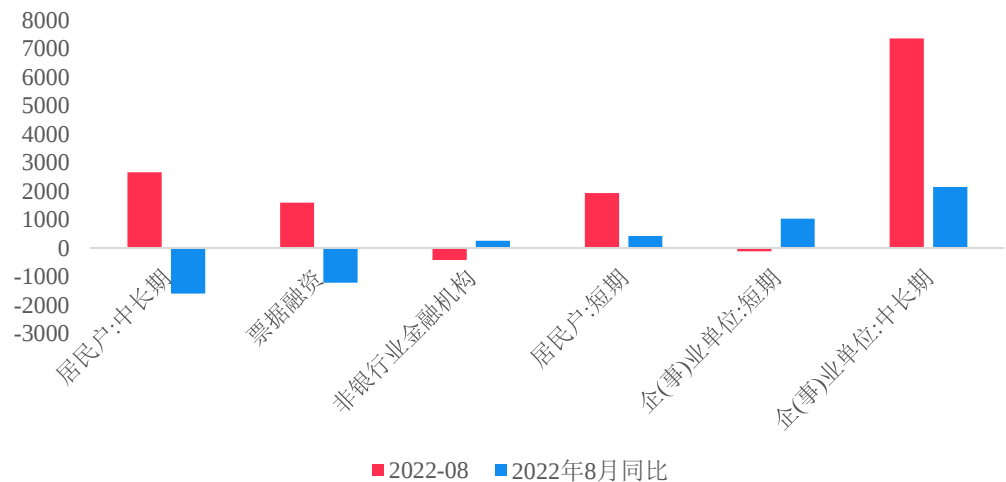
分部门看，企（事）业单位信贷情况好于居民户。

居民户贷款增加 4580 亿元，同比少增 1175 亿元，主要受到中长贷的拖累。其中，短期贷款增加 1922 亿元，同比多增 426 亿元，中长期贷款增加 2658 亿元，同比少增 1601 亿元。居民户短贷好、中长贷差，可能分别反映了乘用车销售的高景气和房地产行业的持续低迷。

企（事）业单位贷款增加 8750 亿元，同比多增 1787 亿元，其中，短期贷款减少 121 亿元，同比少减 1208 亿元，中长期贷款增加 7353 亿元，同比多增 2138 亿元，票据融资增加 1591 元，同比少增 1222 亿元；企业信贷改善，特别是中长贷的改善，可能体现了 8 月 23 日信贷座谈会的会议精神，可以看到，企业的间接融资与直接融资有较为明显的替代关系，反映在 8 月的社融数据上，即企业债券融资大幅少增，企业中长贷大幅多增。

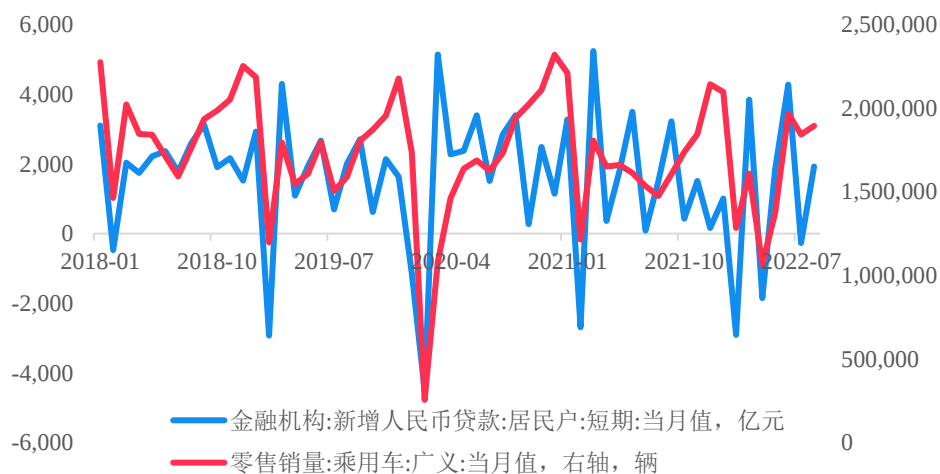
非银行业金融机构贷款减少 425 亿元，同比多减 256 亿元。

图 6：新增人民币贷款分项（亿元）



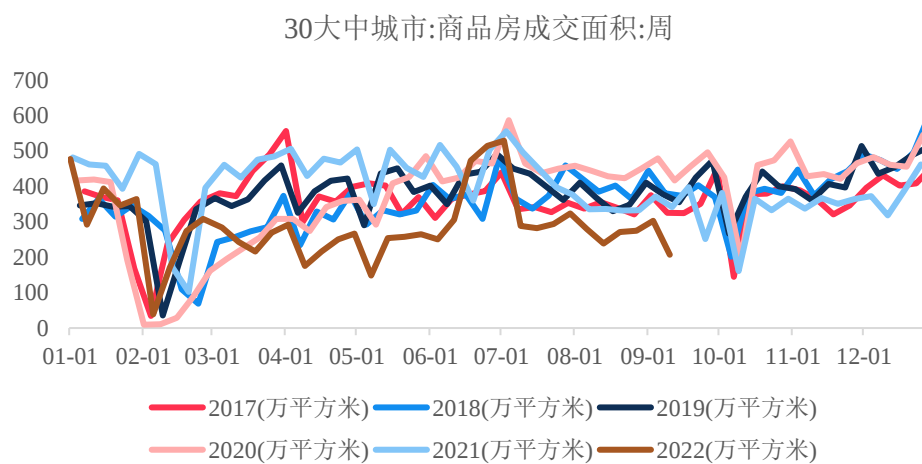
资料来源：Wind, 首创证券

图 7：居民短贷与乘用车销量



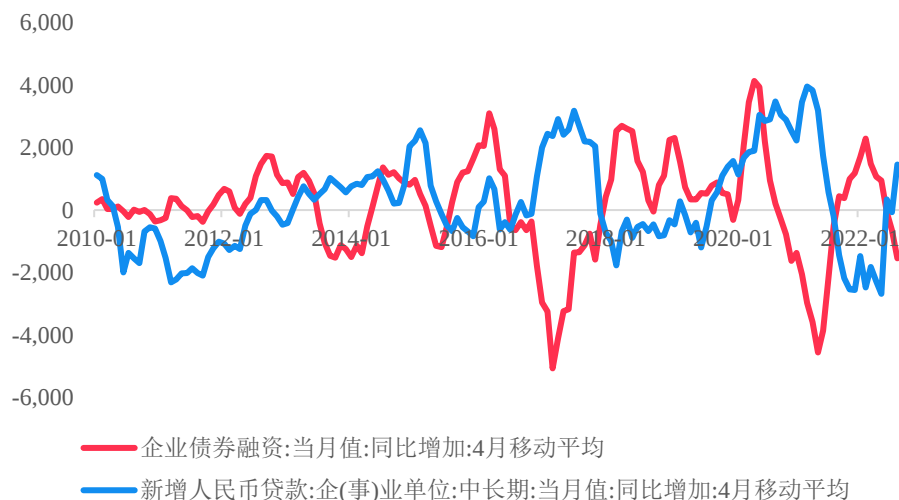
资料来源: Wind, 首创证券

图 8：30 大中城市:商品房成交面积:周



资料来源: Wind, 首创证券

图 9：企业直接融资与间接融资有替代性（亿元）

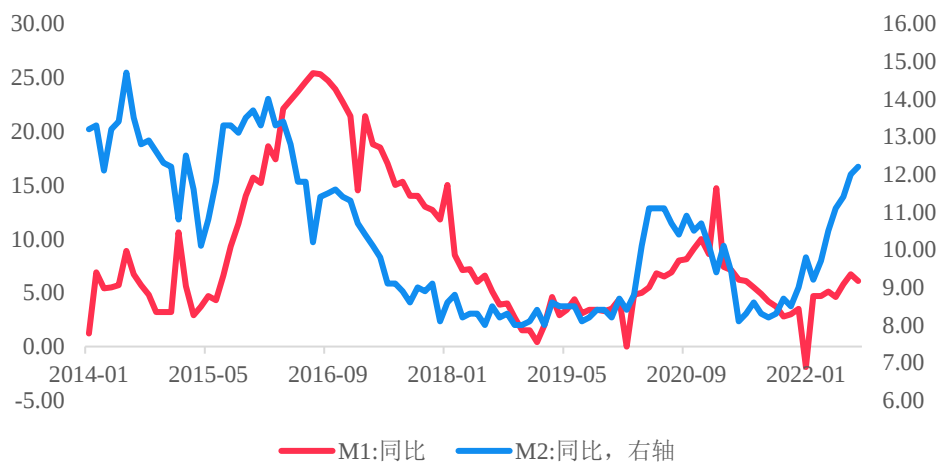


资料来源：Wind, 首创证券

1.3 财政货币合力，M2 同比高增

8 月末，M2 同比增长 12.2%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 4 个百分点；M1 同比增长 6.1%，增速比上月末低 0.6 个百分点，比上年同期高 1.9 个百分点。M2 同比延续高增，M1 同比增速有所放缓。

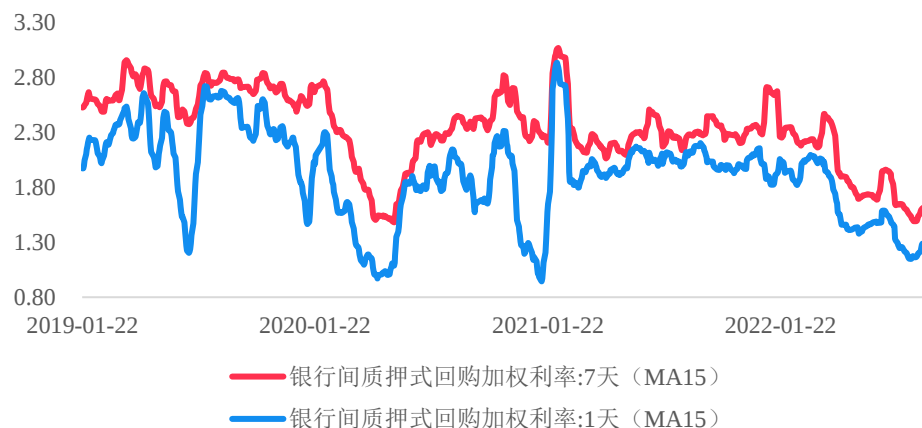
图 10：M1、M2 同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券

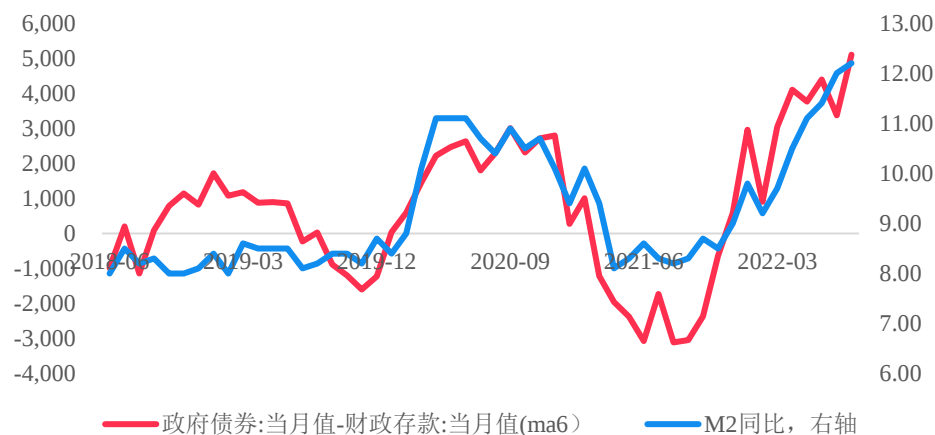
M2 的同比高增或许得益于流动性较长时间的宽松以及较大强度的财政支出，以银行间质押式回购加权利率衡量的流动性，自 3 月以来保持下行态势，超过了 2020 年疫情爆发期间的宽松时长。以政府债券净融资与财政存款之差衡量的财政支出强度，显示自今年 2 月份以来财政支出力度保持在较高的水平。

图 11：流动性持续宽松（%）



资料来源：Wind, 首创证券

图 12：M2 同比与财政支出强度



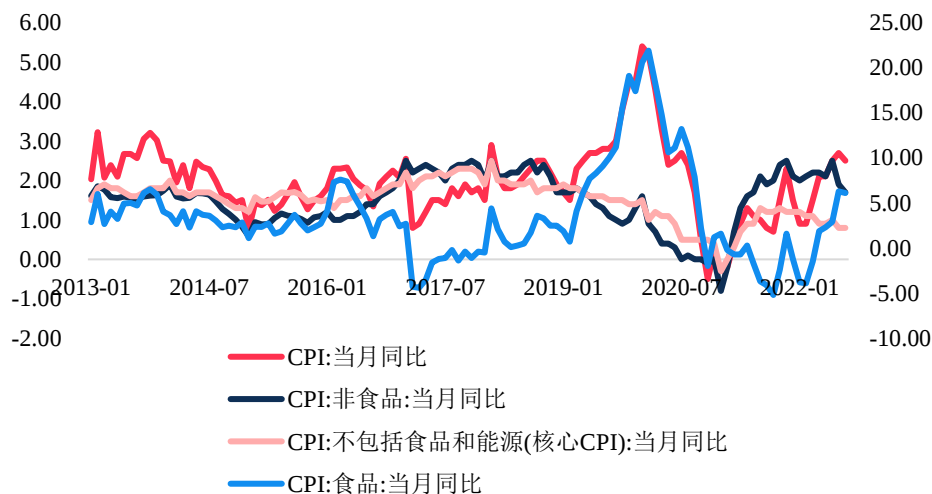
资料来源：Wind, 首创证券

2 需求低迷，价格不振

2.1 疫情散发不断，内需疲弱延续

2022 年 8 月份，CPI 同比、食品 CPI 同比、非食品 CPI 同比分别上涨 2.5%、6.1%、1.7%，均较前值下降 0.2 个百分点，核心 CPI 同比 0.8%，与前值持平。

图 13: CPI 同比增速走弱 (%)

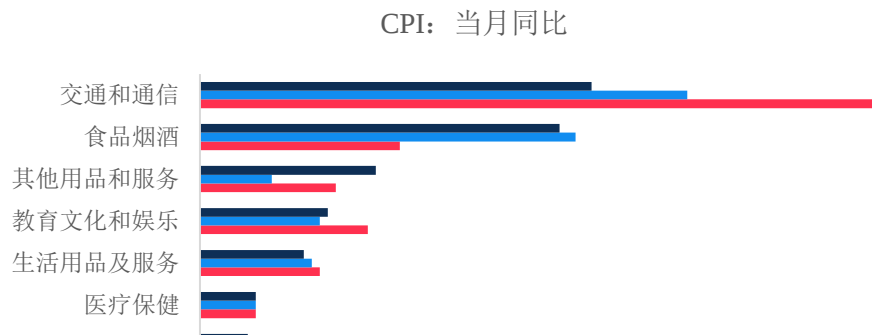


资料来源: Wind, 首创证券

观察 8 大类物价指数 8 月份的同比增速, 可以看到: 一是 8 月同比增速较 7 月普遍放缓, 除了其他用品和服务、教育文化和娱乐, 另外 6 个分项同比增速较 7 月有所下降。二是此前同比增速较快的食品烟酒和交通通信, 8 月价格压力有所缓解, 食品烟酒同比增速较 7 月有所降低, 交通和通信同比增速最近三个月连续大幅下行。

具体而言, 食品烟酒类价格同比上涨 4.5%, 影响 CPI 上涨约 1.24 个百分点。其他七大类价格同比均上涨。其中, 交通通信、其他用品及服务、教育文化娱乐价格分别上涨 4.9%、2.2% 和 1.6%, 生活用品及服务、医疗保健价格分别上涨 1.3% 和 0.7%, 衣着、居住价格均上涨 0.6%。

图 14: 8 大类分项同比



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_46044

