

## 宏观点评 20231013

2023年10月13日

### 9月社融：“稳信贷”后劲几何？

■ **最强“政策加速期”后，市场预期的信贷“狂飙”却落空了：**9月信贷新增投放23100亿元，不及去年同期的历史极值。经济活动触底反弹叠加去年同期基数走低的背景下，年内信贷的持续扩张看似无虞。话虽如此，近期地产数据对政策反应温和、基建增速放缓—反映经济复苏尚不牢固。考虑到8月“政策脉冲”的效力还未完全显现，我们认为四季度信贷投放或有两处“踏空”风险：

**一是企业中长贷的投放“透支”隐患：**信贷剩余的“弹药量”看似充足，但对公长贷前期发力明显（前三季度信贷投放占比略低于往年，但新增贷款中企业中长贷占比已达60%），意味着四季度投放需要增量项目的支撑。不过企业内生融资需求有修复但仍偏弱：今年以来中小银行投放贷款占比相比四大行延续下降趋势，M1同比反映的企业预期仍在低位。

**二是居民部门的发力尚受制约。**与经济回暖相伴的零售信贷扩张特征还不显著。楼市对“831”地产调控放松反应逐渐走向温和；地产销售“金九”复苏分化、“银十”平淡开局，现阶段居民加杠杆意愿尚无明显起色。消费回暖下的居民短贷是近期的亮点，但也存在长假效应过后退坡的风险。

■ **两部门的隐忧最终导向同一点，就是政策还需发力：支持对公端的新项目（如城中村改造、基建项目）、释放零售端的需求（如下一轮地产调控），**以避免重现今年6月到7月内生需求疲软下的跨季信贷骤降，巩固四季度经济回升的确定性。

■ **9月分项数据具体来看，企业短贷同比少增881亿元，**一方面是企业较去年同期借贷周转压力缓解，另一方面或是央行近期有意控制资金空转的体现。9月末短端票据利率大幅抬升显示票据冲量需求不大，票据融资同比-673亿元，部分可能源于季末短贷冲量的替代因素。

**企业中长贷连续三个月同比少增。**在8月LPR降成本的需求刺激与政策落地对公长贷发力低于预期：央行在9月20日政策吹风会上强调“发挥国有大行的支柱作用”，并在三季度例会中指出“引导金融机构增加制造业中长期贷款”，结合来看，9月对公贷款投放的政策导向性依然很足，近期国股银行支撑下的信贷读数可能与企业实际需求有所偏差。

■ **双节助攻居民短贷同比多增177亿元。**疫后首个“黄金周”刚性出行需求释放叠加旅游价格上涨，今年双节客单价超疫前水平修复至912元/人次。假期国内航班执飞量达近三年同期高位；据携程Flight AI数据，9月截至19日，中秋国庆假期预售国内机票价格较2019年上涨36%，国际以及港澳台票价较2019年上涨46%，显示节前旅游订单“量价”齐升。

**居民中长贷超预期同比多增2014亿元。**从数据来看9月地产需求的复苏仍偏温和，新房销售与房企业绩继续维持同比负增。我们认为可能是两点因素造成了地产销售与居民长贷的偏离：一是9月存量房贷降息落地改善按揭早偿现象；二是近期出行需求释放下汽车销量冲高对居民长贷的支撑。

■ **表外方面，信托贷款同比多增594亿元，委托贷款同比少增1300亿元。**央行7月曾宣布延续“金融16条”施行期限，非标压降力度料将持续回撤。票据融资明显降温下，未贴银票同比大幅多增2264亿元。

■ **直接融资方面，9月积极财政继续发力。**政府债同比多增4416亿元，其中专项债发行略不及预期：Wind数据显示9月地方专项债发行进度约92%，低于财政部“9月底基本发行完毕”的目标。股票融资显著放缓，同比少增695亿元，8月27日证监会称将根据近期市场情况，阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡。

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

#### 相关研究

《平准基金的来龙去脉》

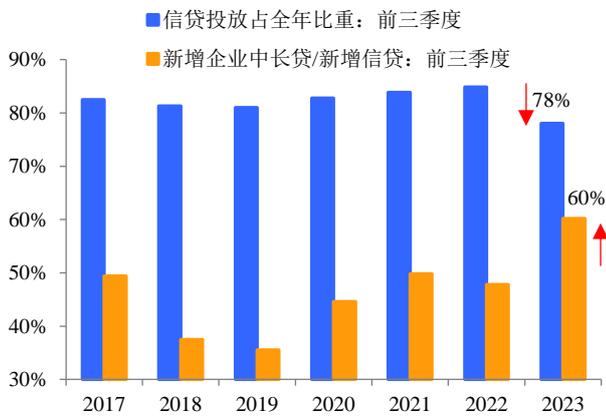
2023-10-12

《假期国内数据盘点：经济拐点的“强心剂”？》

2023-10-06

- **社融-M2“剪刀差”持续回升**，9月社融存量增速持平于9.0%，M2同比回落至10.3%，基本面触底回升后资金供求正逐渐回归均衡局面。企业预期修复偏缓，M1同比下探至2.1%。
- **风险提示**：政策定力超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；海外提前进入衰退导致出口超预期萎缩；信贷投放节奏超预期。

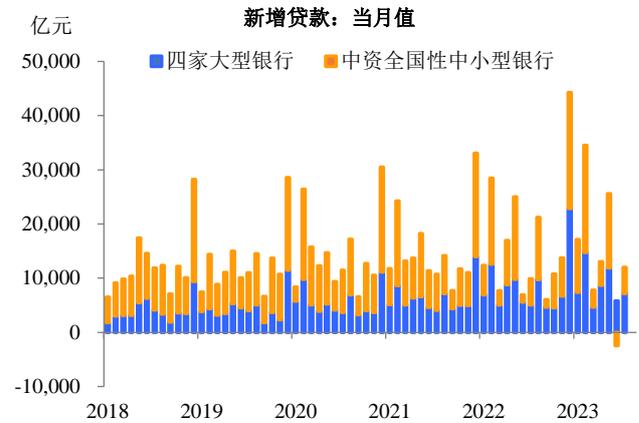
图1: 今年对公长贷靠前发力明显



注: 信贷投放占全年比重计算中假设 2023 全年存量信贷增速与 2022 年持平

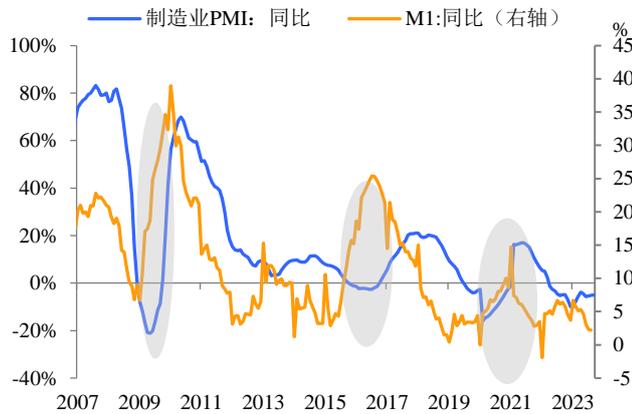
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022 年以来大小银行投放结构分化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

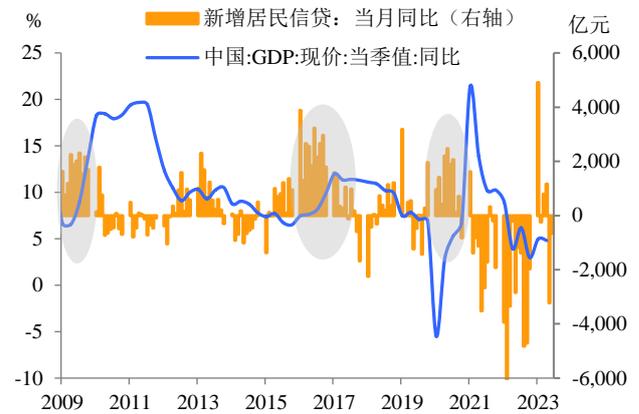
图3: 企业预期仍在修复阶段



注: 阴影为制造业 PMI 同比与 M1 同比同步回升

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

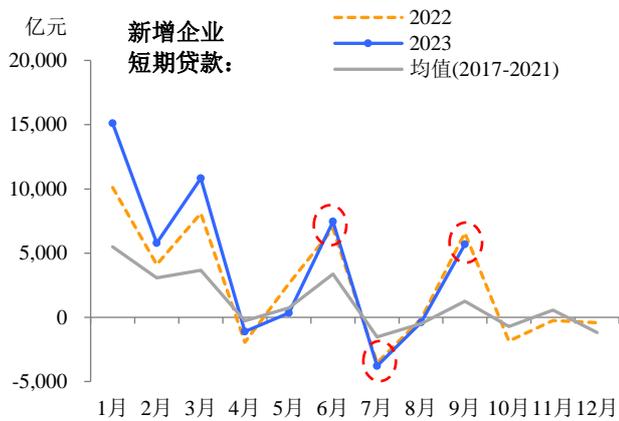
图4: 经济回暖往往伴随着居民加杠杆的意愿回升



注: 阴影为新增居民信贷与经济同比回升

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023与2022年企业短贷存在季末冲量现象



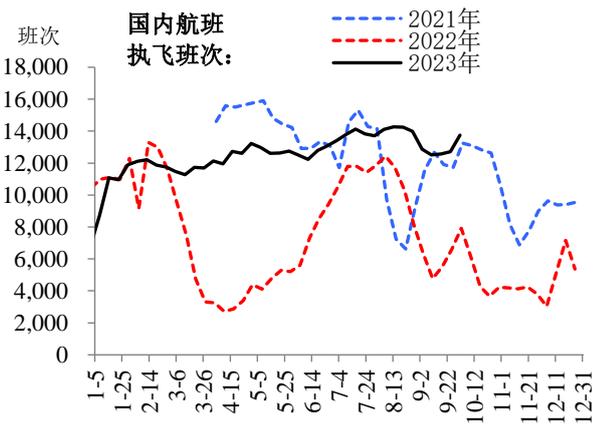
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 9月末短端票据利率显著抬升



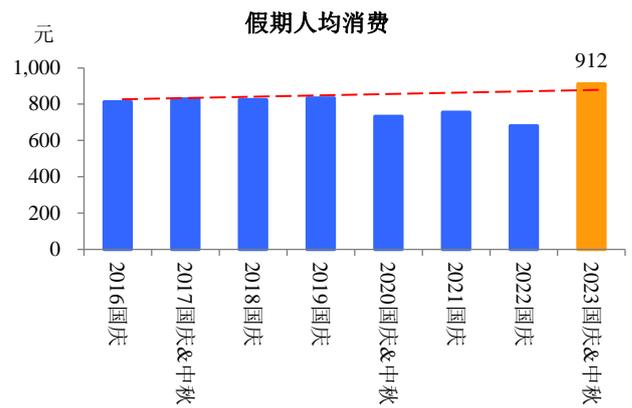
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 国内航班执飞班次达近三年高位



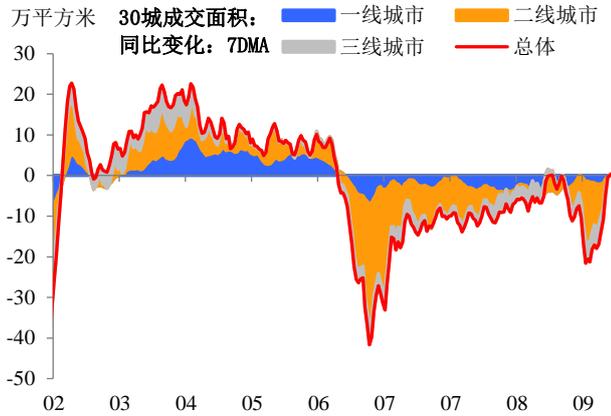
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图8: 双节人均消费大幅修复



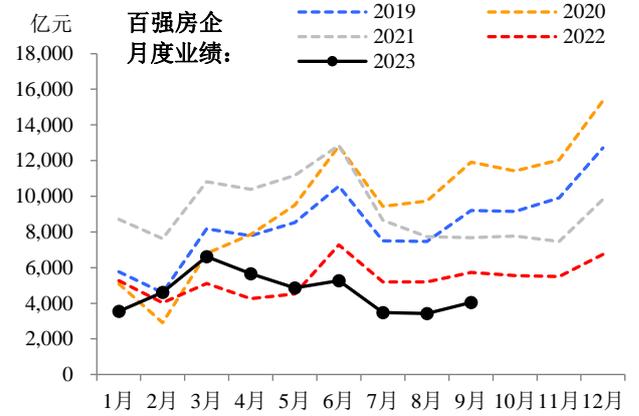
数据来源: 文旅部, 东吴证券研究所

图9: 新房成交对政策反应温和



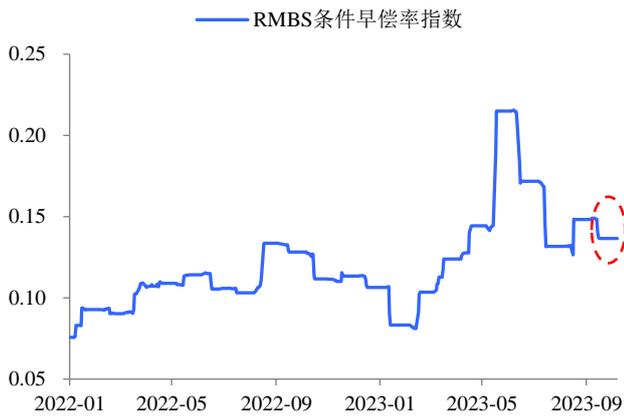
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 9月房企业绩继续筑底



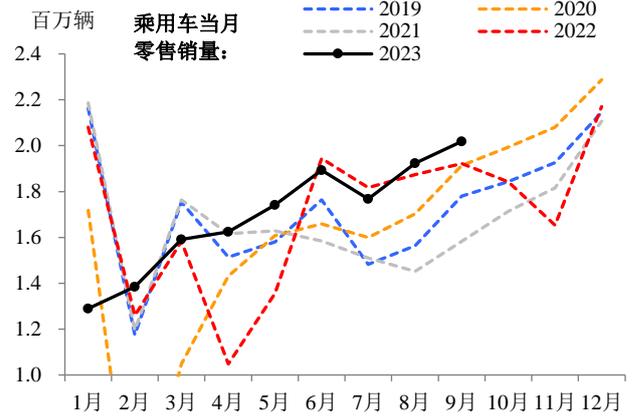
数据来源: 克而瑞, 东吴证券研究所

图11: 存量房贷降息落地改善按揭早偿



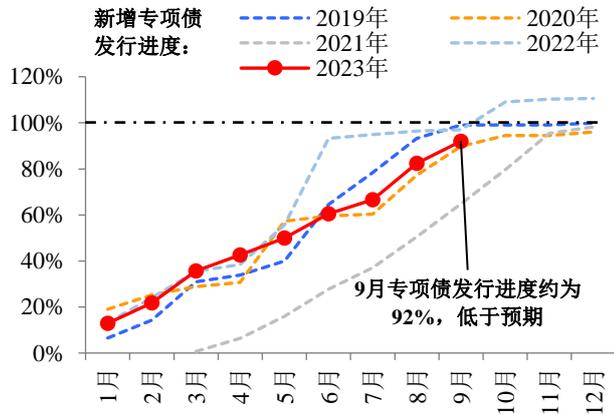
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 9月汽车销量达同期新高



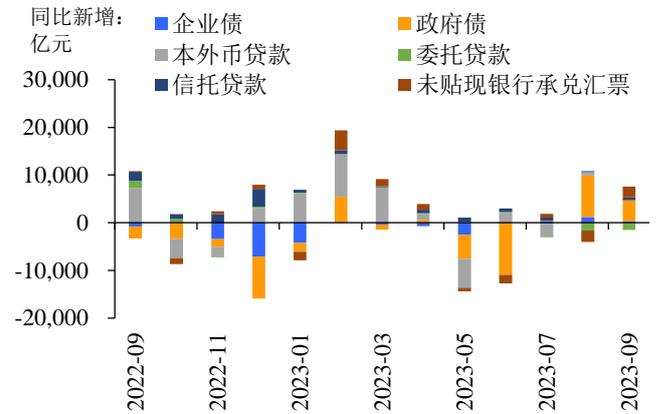
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 9月专项债发行进度低于预期



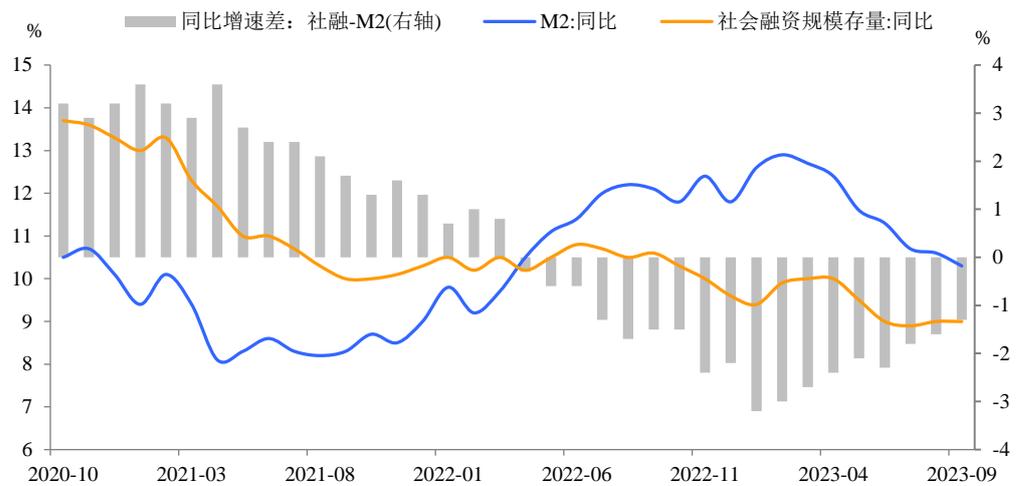
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 9月社融同比: 政府债支撑, 信贷拖累



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 社融-M2“剪刀差”继续回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>