

## 9月金融数据: 预计货币政策延续宽松

### 核心观点

2023年9月信贷总量稳健,但结构所呈现出的韧性相对走弱,我们认为当前我国经济仍处于弱修复期,信贷数据仍是“供给”推动,后续仍需相关政策继续发力拉“需求”。截至9月,我们估算的居民超额储蓄余额为7.27万亿,较上月增加约937亿元,继续积累。9月M2、M1增速均有回落,M1增速降至2.1%,仍然低迷也意味着经济活力仍有修复空间。总体看,我们预计货币政策延续宽松基调,但宽货币或有收敛,重心过渡到宽信用。对于大类资产,预计我国基本面政策可能逐渐加强,股票重视周期股投资机会,债券保持震荡趋势。

#### □ 9月信贷新增2.31万亿,相对稳健

2023年9月,人民币贷款新增2.31万亿(同比少增1764亿元),略低于wind一致预期的2.54万亿和我们预期的2.8万亿,数据在去年高基数下保持相对稳健。9月信贷增速较前值回落0.2个百分点至10.9%。结构上,9月住户贷款增加8585亿元,同比多增约2082亿元,企业贷款增加1.68万亿,同比少增约2339亿元,非银贷款减少1844亿元,同比多减约914亿元。

9月信贷同比多增主要来自居民端。其中,居民中长期贷款增加5470亿元,短期贷款增加3215亿元,分别同比多增约2014和177亿元。我们认为居民中长期贷款同比多增一方面来自去年低基数,去年7月地产停贷事件冲击居民购房情绪,使得按揭贷款基数较低,但从高频数据看,今年9月的30城地产销售数据弱于去年同期,我们认为9月按揭的另一影响因素或是按揭贷资产支持证券体量的趋弱,随着存量按揭利率的下调,资产证券化产品(的底层资产)收益性下降,产品需求回落或导致银行按揭贷体量增加。9月居民短贷对应人的出行相关的消费活动企稳,尤其是节前出行、消费增多,但总体看体量相对不大。

9月企业端贷款同比少增。其中,企业中长期贷款增加1.25万亿,同比少增约944亿元,企业短期贷款增加5686亿元,同比少增约881亿元,票据融资减少1500亿元,同比多减约673亿元。截至9月,企业中长期贷款连续3个月同比少增,随着去年下半年该分项基数走高,数据同比可能继续略有承压。

9月信贷总量稳健,但结构所呈现出的韧性相对走弱,与8月主要靠票据融资、居民短期贷款同比多增的情况类似。9月末,金融机构中长期贷款增速12.3%,较前值回落0.1个百分点,自今年5月见顶后,数据持续回落;我们测算的有效社融(中长期贷款+非标项目+直接融资)增速9月为9.3%,也处于下行通道。总体看,我们认为当前我国经济仍处于弱修复期,信贷数据仍是“供给”推动,后续仍需相关政策继续发力拉“需求”。

#### □ 9月社融新增4.12万亿,同比多增主要来自政府债券和未贴现票据

9月社会融资规模增量为4.12万亿(同比多增5638亿元),wind一致预期为3.73万亿,我们预期为4.5万亿,更为准确。9月社融增速持平前值于9%。

社融结构中,同比正贡献主要来自政府债券、未贴现票据、信托贷款及企业债券。对于政府债券,由于今年与去年的月份间发行错位,使得今年9月同比多增幅度较大。对于未贴现票据,9月银行信贷无“冲票据”特征,叠加票据总体到期量不大,表外票据大幅多增。对于信托贷款,一方面,去年基数较低,另一方面,地产金融政策对该数据有维稳作用,“十六条”明确规定“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”,当前金融机构继续积极落实,此外,融资类信托若依据存量比例压降,则每年压降规模也是同比减少的。

对于企业债券,当前收益率仍然相对较低,且去年7月地产停贷事件后信用债市场走势低迷,低基数下,今年9月实现同比多增。后续需关注特殊再融资债开始发行和使用对社融结构的影响,从其机制看,或是政府债券增加、企业债券减少的过程,但对社融总量影响不大。

9月,委托贷款、股票融资及信贷对社融形成同比拖累。对于委托贷款,由于去

分析师:李超

执业证书号: S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师:孙欧

执业证书号: S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

### 相关报告

1 《财政逐渐取代货币成为影响美债利率的核心变量》

2023.10.13

2 《从国际收支到稳定经济增长——破局系列一》 2023.10.11

3 《9月外储:后续关注资本流动对国际收支的影响》

2023.10.08

年政策性金融工具的部分资金以委托贷款形式投放，使得8、9月委托贷款数据较高，今年尚未新增政策性金融工具额度，使得数据大幅同比少增。对于股票融资，二级市场相对低迷也对社融中股票融资形成扰动。对于信贷，社融口径人民币贷款较人民币贷款口径数值多约2276亿元，主要源自非银贷款及境外贷款的影响。

#### □ M2增速回落，居民超额储蓄继续积累

9月末，M2增速下行0.3个百分点至10.3%，wind一致预期为10.6%，我们预期为10.4%，更为准确。虽然去年基数走低，但9月政府债发行加速使得财政存款同比多增，财政存款不计入M2，使得M2增速下行，符合我们在10月5日发布的报告《预计9月经济回稳向上，后续关注股债双牛兑现》中的判断。

9月份人民币存款增加2.24万亿元，同比少增3895亿元。其中，住户存款增加2.53万亿，非金融企业存款增加2010亿元，财政性存款减少2127亿元，非银行业金融机构存款减少6650亿元，四者分别同比变动为约+1422、-5639、+2673和-3845亿元。

我们继续估算2020年-2023年9月我国居民超额储蓄体量为7.27万亿，较上月增加约937亿元，超额储蓄继续积累符合我们的预判，我们认为，经济结构转型升级是导致居民对未来收入预期悲观的根本性原因。

9月末M1增速较前值继续下行0.1个百分点至2.1%，M1的主要影响因素是企业活期存款，因此数据更能够体现经济短期活跃度，9月增速仍然低迷意味着经济活力仍有修复空间。M1增速与消费类相关行业的现金流直接关联，由于我们判断居民消费、购房活动修复是渐进的，幅度可能相对较弱，受去年基数走低影响，预计M1增速年内后续大概率波动上行，但速度较为缓慢。

9月末M0同比增速10.7%，较前值上行1.2个百分点，数据再次上行，这与2020年、2022年表现相似，体现经济修复的结构性失衡，三四线城市及农村地区经济改善略弱，导致持币需求增加。

#### □ 预计后续宽货币略有收敛，重心过渡到宽信用

我们在10月11日发布的深度报告《从国际收支到稳定经济增长——破局系列一》中提出，中美利差走阔至200BP可能增加我国的国际收支平衡压力，如果持续位于高位，则收支压力可能倒逼国内基本面政策可能逐渐加强，稳增长工具重点关注财政、产业、货币三大领域协同配合。预计货币政策仍将持续发力，防止资金套利空转的大背景下，宽货币或略有收敛，重心过渡到宽信用，继续强化企业、居民中长期贷款投放，进而增强对实体经济的带动。工具箱中的降准、降息、结构性政策工具、“准财政”属性的政策性金融工具等均将持续发力。

我们认为当前货币政策是降准+防止资金空转套利的组合，8月下旬以来的短端流动性趋紧或有延续，其目的之一是防止资金套利、空转，更有效地促使资金注入实体；目的之二或是从稳定汇率预期的角度考虑，避免中美短端利差压力过大可能对资本流动和汇率形成的压力。

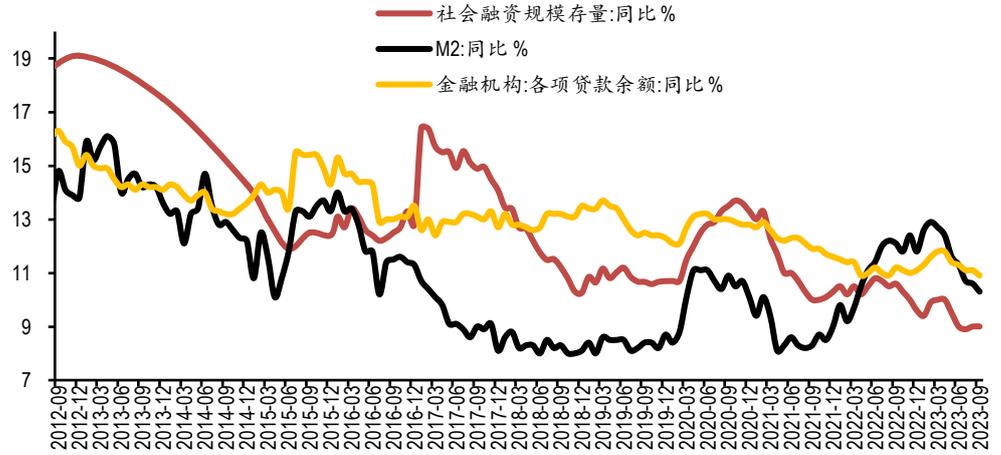
预计年内大概率仍有降息，继续带动企业融资成本下行，四季度随着我国政策预期强化，市场情绪改善，及海外美联储加息预期逐步“达峰”，预计我国降息空间再次打开。

对于大类资产，我们认为我国基本面政策可能逐渐加强，股票重视周期股投资机会，债券保持震荡趋势。

#### □ 风险提示

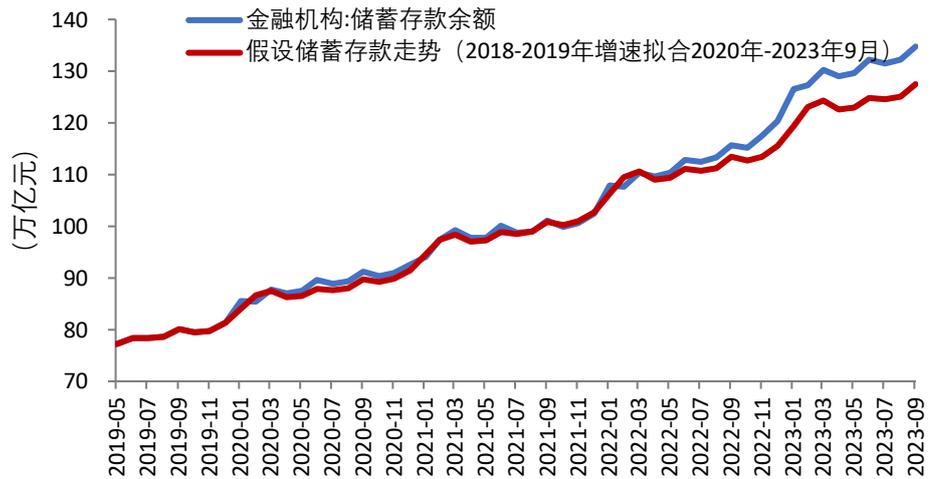
企业盈利、居民消费及购房情绪进一步恶化，经济基本面承压，政策效果不及预期；数据测算或存偏差风险。

图1: M2、信贷、社融增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 2023年9月居民超额储蓄继续积累



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>