

总量扩张，结构改善

——9月金融数据分析

事件概述

2023年10月13日，中国人民银行公布2023年9月份金融数据。9月新增人民币贷款2.31万亿元，预期2.54万亿元，前值1.36万亿元；新增社融4.12万亿元，预期3.73万亿元，前值3.12万亿元；社融存量同比9.0%，前值9.0%；M2同比10.3%，前值10.6%；M1同比2.1%，前值2.2%。

核心观点

9月信贷、社融数据延续了此前的修复态势，呈现总量扩张，结构改善的特征。信贷方面，新增信贷2.31万亿元，虽同比少增1600亿元，但整体并不弱。同比少增主要与去年政策性开发性金融工具带动下9月基数过高以及8月超预期降息后信贷多增有关，如果8-9两个月合在一起看，与去年同期体量大致相当（仅少500亿元）。贷款结构也出现的明显改善：企业端，中长期贷款环比回升明显，虽同比少增，但仍处历史高位，票据冲量现象有所缓解；居民端，中长期贷款出现久违改善，同比大幅多增2014亿元，短期贷款延续修复。社融方面，新增社融4.12万亿元，好于市场预期，创下历史同期新高，政府债券、非标是主要支撑项，存量同比9.0%，与上月持平。

往后看，当前经济呈现温和修复态势，政策仍会有所发力，助推实体融资需求继续向好。9月25日央行三季度货币政策例会提到“要持续用力、乘势而上，加大宏观政策调控力度...搞好逆周期和跨周期调节”¹，10月13日央行三季度金融数据新闻发布会，邹澜司长表示“货币政策应对超预期挑战和变化还有充足空间和储备，将继续做好逆周期调节”。央行在重要会议多次强调“逆周期调节”，我们判断后续货币政策仍会保持相对宽松。

► 新增信贷延续回升，贷款结构有所改善

总量方面：9月新增信贷延续了回升态势，虽同比少增1600亿元，但整体并不弱。同比少增主要与去年政策性开发性金融工具带动下9月基数过高以及8月超预期降息后信贷多增有关，如果8-9两个月合在一起看，与去年同期体量大致相当（仅少500亿元）。

9月新增信贷2.31万亿元，同比少增1600亿元，低于市场预期的2.54万亿元。虽然同比少增也略低于预期，但整体并不弱。同比少增一方面是去年基数过高，去年8月24日国常会提出追加3000亿元政策性开发性金融工具²，9月随着金融工具的落地使用，信贷创下同期历史新高；另一方面，8月超预期降息带动了信贷的投放，8月当月新增信贷为历史同期最高值。如果将8-9两个月新增信贷合在一起看，与去年同期体量大致相当（仅少500亿元）。

结构方面：9月信贷结构出现了明显优化。企业端，中长期贷款环比回升明显，虽同比少增，但仍处历史高位，票据冲量现象有所缓解；居民端，中长期贷款出现久违改善，同比大幅多增2014亿元，短期贷款延续修复。

1) 9月企业贷款1.68万亿元，受去年基数过高影响，同比少增2339亿元。其中企业短期贷款5686亿元，同比少增881亿元；中长期贷款1.25万亿元，环比回升明显，同比虽少增944亿元，但仍为历史同期第二高。票据融资-1500亿元，同比多减673亿元，票据冲量现象得到明显缓解，与9月票据利率震荡上行较为吻合。

2) 9月居民贷款8585亿元，同比多增2082亿元。其中，居民短贷3215亿元，同比多增177亿元，回升至近5年同期中枢水平，反应居民贷款消费需求正逐步修复。文旅部公布的数据显示，双节期间国内出游人数按可比口径较2019年增

1 三季度货政例会 <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5080790/index.html>

2 8月24日国常会 https://www.gov.cn/premier/2022-08/24/content_5706689.htm

长 4.1%，国内旅游收入按可比口径同比增长较 2019 年增长 1.5%，居民消费基本恢复至疫情前正常水平。

居民中长贷 5470 亿元，同比大幅多增 2014 亿元，房地产放松政策效果逐步显现。克而瑞发布的数据显示，9 月百强房企销售业绩环比提升 17.9%，环比增幅高于去年同期。其中，逾六成百强房企实现单月业绩环比增长，部分企业环比增幅在 60%以上。同时，重点 100 城新房成交面积环比增长约 14%，市场活跃度有所好转，政策效果初步显现³。

► **新增社融好于预期，政府债是主要支撑**

总量方面：9 新增社融同样回升明显，为有数据统计以来同期最高。9 月新增社融 4.12 万亿元，高于市场预期的 3.73 万亿元，同比多增 5789 亿元。存量社融增速 9.0%，与上月持平。

结构方面：政府债、非标是主要支撑。1) 政府债券净融资 9949 亿元，同比多增 4416 亿元，仍是社融的主要支撑项。去年专项债要求 6 月底之前基本发放完毕，今年则是 9 月底，发放节奏的错位导致今年政府债对于社融的支撑较为明显。后续随着近万亿特殊再融资债券的逐步发行，也会对社融产生一定支撑。

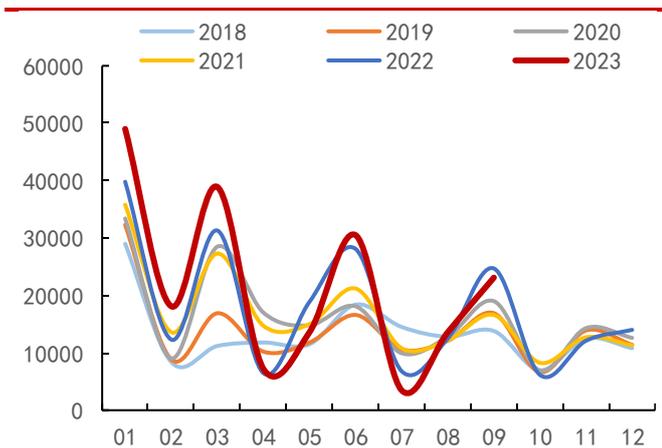
2) 非标方面，同比多增 1558 亿元。其中：新增委托贷款同比少增 1300 亿元，主要与去年 8、9 月份政策性、开发性金融工具陆续投放导致的基数走高有关；新增信托贷款同比多增 594 亿元，而新增未贴现票据同比多增 2264 亿元，是非标的主要贡献项，或与票据融资同比少增有关。

3) 直接融资同比少增 378 亿元，其中，股票融资 327 亿元，同比少增 695 亿元；企业债券净融资 662 亿元，同比多增 317 亿元。

► **M2、M1 回落，剪刀差收窄**

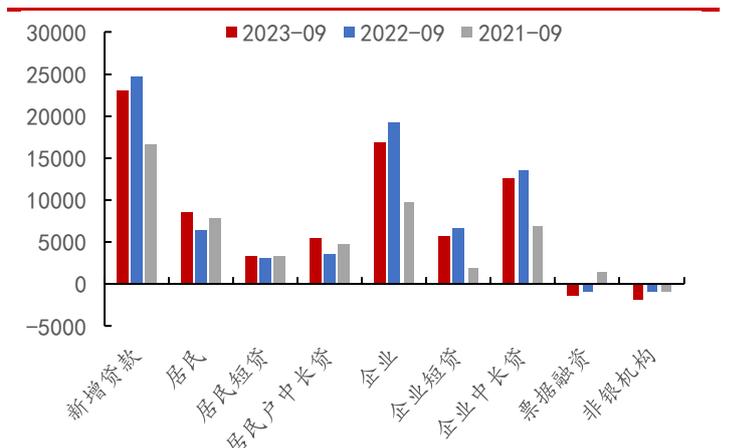
9 月 M2 同比增速 10.3%，较上月回落 0.3 个百分点，去年基数走高以及财政支出偏慢或是 M2 回落的主要原因。M1 增速 2.1%，较上月回落 0.1 个百分点，在 M0 同比回升的情况下，M1 增速的回落表明企业资金活跃度仍有待修复。由于 M2 回落幅度大于 M1，二者剪刀差有所收窄。

图 1 新增信贷回升明显 (亿元)



资料来源：WIND，华西证券研究所

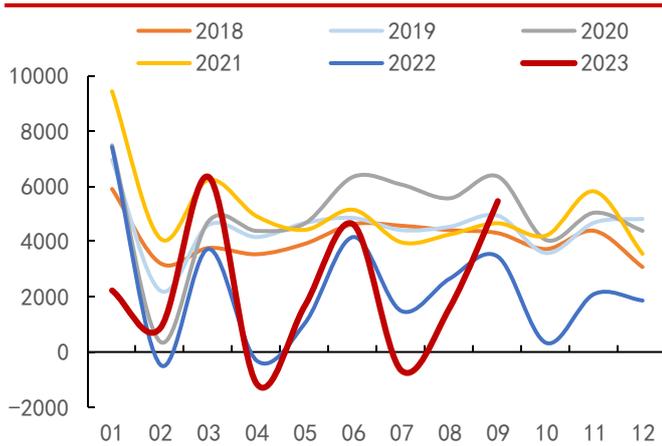
图 2 贷款结构有所改善 (亿元)



资料来源：WIND，华西证券研究所

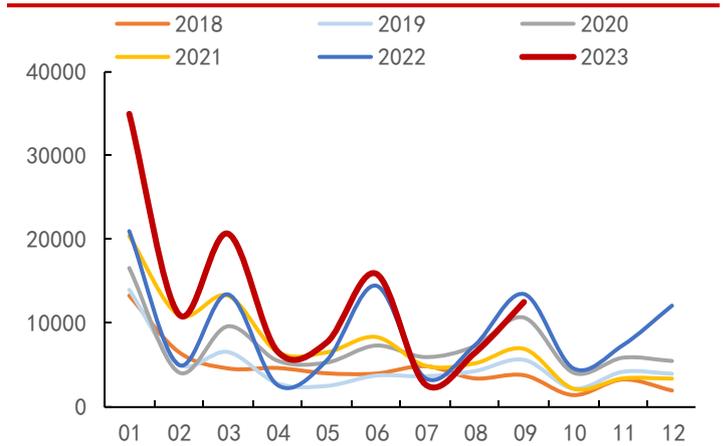
3 9 月百强房企销售业绩环比提升 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1778529511920393737&wfr=spider&for=pc>

图3 居民中长贷升至近5年同期较高水平(亿元)



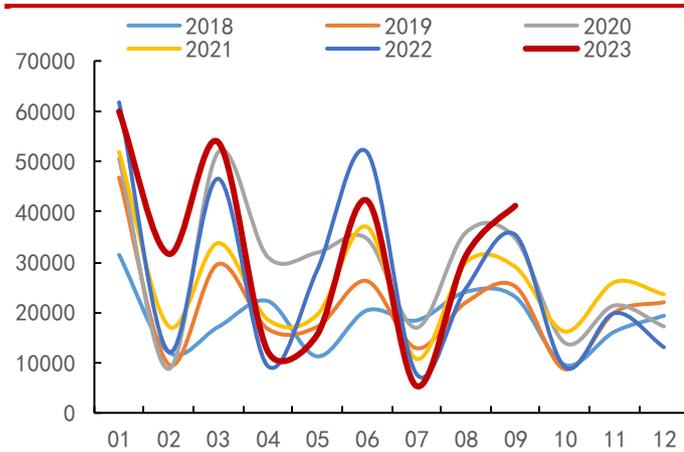
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图4 企业中长贷有所修复(亿元)



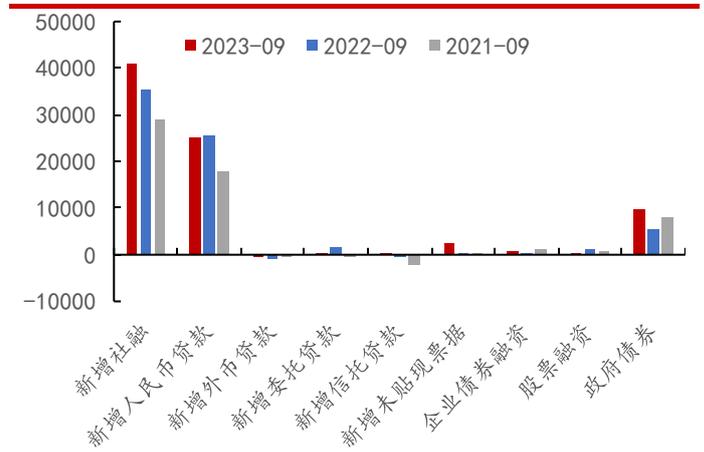
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图5 新增社融回升明显(亿元)



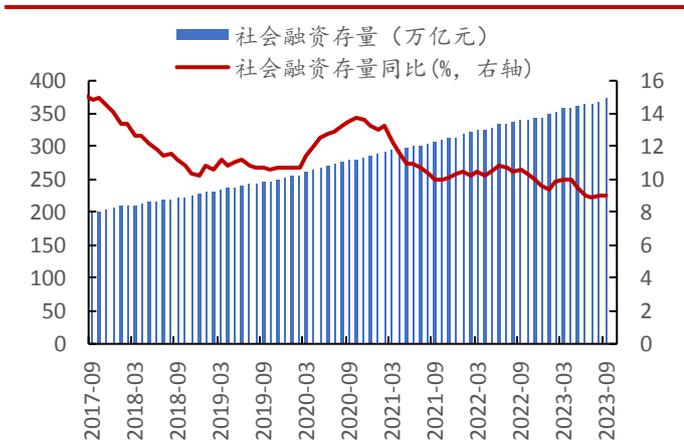
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图6 政府债券是社融的主要支撑(亿元)



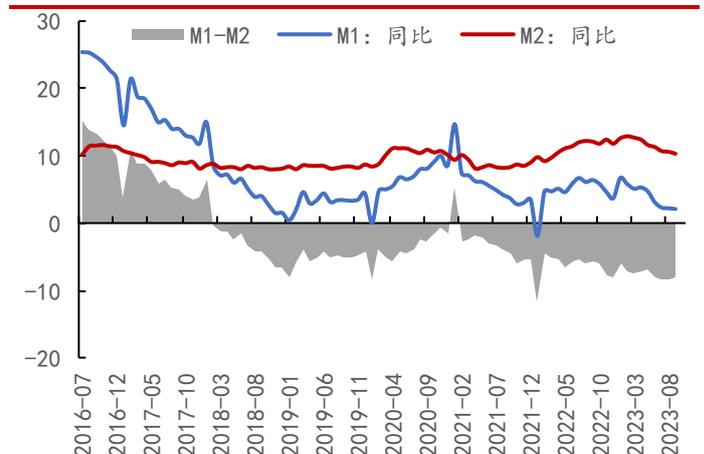
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图7 社融存量同比与上月持平



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图8 M1、M2回落, 剪刀差收窄(%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观分析师：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

SAC NO：S1120523070003

联系电话：021-50380388

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。