

## 宏观利率

## 新增社融超预期，结构仍待改善

——2023年9月金融数据点评兼论利率影响

2023年10月14日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

## 投资要点：

- **市场启示：收益率或再度步入震荡。**9月社融结构显示经济恢复持续性仍有待增强。我们判断四季度债市整体震荡。第一，库存周期依然向上，终端需求政策的累计效应将持续释放；第二，今年财政发力后置，四季度基建加快形成实物工作量，同时地方再融资债加快发行，均会对债市形成扰动。第三，今年前三季度货币政策持续宽松，广谱利率不断降低，使得商业银行净息差持续收窄。三季度金融统计数据新闻发布会提到“利率政策协同性的重要体现之一，在于银行保持合理利润和融资成本稳中有降两个目标的兼顾实现”。目前货币政策重点在于“密切观察前期政策效果，加快推动政策生效”。综上，虽然货币政策逆周期调节趋势不变，四季度仍可博弈降息，但收益率走势可能是震荡而非趋势下行。
- **9月新增社融好于预期，企业经营活力仍待企稳。**9月末社融存量为372.50万亿元，同比增长9.0%（前值9.0%）。9月社融新增4.12万亿元，高于wind一致预期的3.73万亿元，环比增加9963亿元，同比增加5789亿元。9月M2增速为10.3%（前值10.6%），低于wind一致预期的10.6%。M2和社融增速差为1.3%，持续高位回落。M1增速由上月的2.2%回落至2.1%，M1-M2为-8.2%，较上月负向收窄，显示企业经营活力仍不足。
- **9月政府债券和人民币贷款支撑社融。**9月新增政府债券为9949亿元，环比减少1810亿元，同比增加4416亿元。媒体统计数据显示，10月6日至10月12日，全国有13个省市披露拟发行特殊再融资债券，总额为5362.9亿元，特殊再融资债有望接力专项债支撑社融。9月新增人民币贷款2.54万亿元，环比增加1.20万亿元，同比小幅低于上年同期。未贴现银行承兑汇票2396亿元，环比和同比均明显增加。
- **住户贷款好转，企业贷款改善力度不足。**9月住户新增贷款8585亿元，同比和环比均增加。企业新增贷款回暖至1.68万亿元，环比增加7364亿元，同比减少2339亿元。9月企业贷款存量增速进一步放缓至13.56%，住户贷款存量增速回升到6.84%。
- **融资期限看，企业中长期贷款尚可。**9月企业中长期贷款新增1.25万亿元，环比增加6100亿元，同比减少944亿元。企业短期贷款和票据融资量表现一般，其中票据融资减少1500亿元。9月住户中长期新增贷款回升至5470亿元，环比增加3868亿元，同比增加2014亿元。
- **风险提示：**国内稳增长力度低于预期；存款利率下调节奏加快。

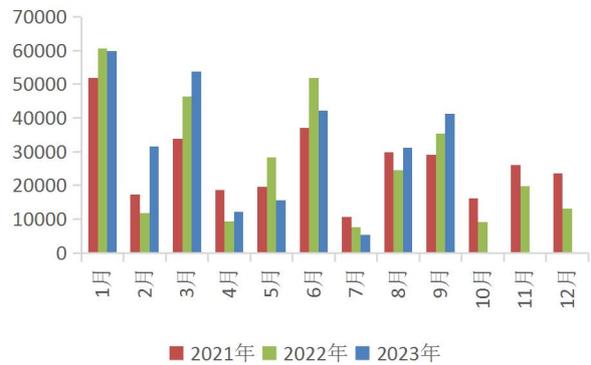


图 1：M2 及社融存量同比增速（%）



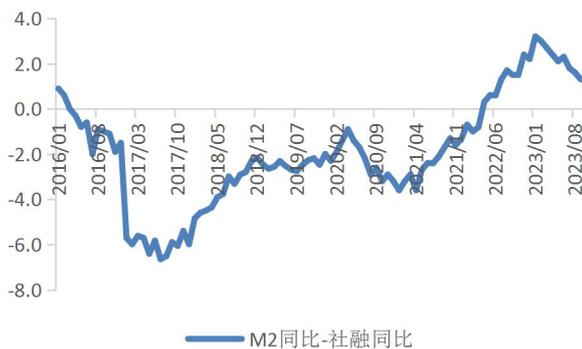
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：新增社融当月值（亿元）



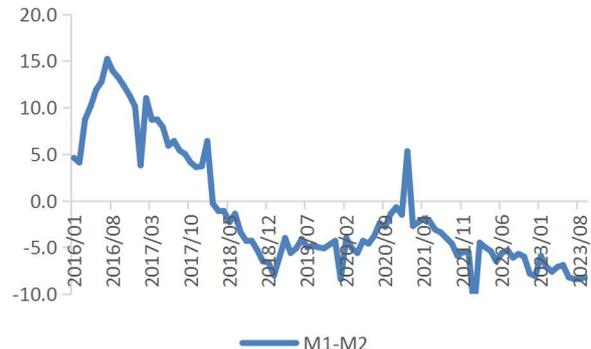
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：M2-社融（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：M1-M2（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：企业贷款和住户贷款增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：企业中长期贷款和住户中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

