



2023年10月14日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002
hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜
gqs@longone.com.cn

信贷结构改善，社融总量超预期

——国内观察：2023年9月金融数据

投资要点

- **事件：**10月13日，央行发布9月金融数据。8月M2同比10.3%，前值10.6%，M1同比2.1%，前值2.2%。新增人民币贷款2.31万亿元，同比少增1764亿元。社会融资规模增量4.12万亿元，同比多增5638亿元。社融存量增速为9.0%，前值9.0%。
- **核心观点：**总的来看，9月信贷数据低于市场一致预期（2.54万亿元），但结构上有所改善，尤其体现在居民中长期贷款，不过与地产销售数据略有背离，持续性仍有待观察；社融总量超市场预期，支撑主要来自于政府债券及非标融资。我们认为当前社融增速或仍处于周期底部，宽货币将延续，宽信用还在路上。
- **居民短期贷款或受益于双节消费，中长期贷款或受益于提前还贷的减少。**9月居民贷款新增8585亿元，同比多增2082亿元，其中短期贷款新增3215亿元，同比多增177亿元，临近十一双节假期，出游等服务消费需求有所增加；中长期贷款新增5470亿元，同比多增2014亿元，较8月明显增加。但结合9月30大中城市商品房销售面积增速来看，与中长期贷款的好转有一定背离，或反映政策推动下地产销售实质性转好仍有距离。不过居民提前还贷现象可能明显减少，9月RMBS条件早偿率指数以月末来看下行0.0117至0.1366来看。央行在新闻发布会上表示，9月末，存量住房贷款加权平均利率为4.29%，比上月末低42个基点。后续居民中长期贷款的趋势性回升，可能仍需看到地产销售的企稳。
- **企业贷款绝对水平维持高位。**9月企业贷款新增1.68万亿元，同比少增2339亿元。分项上短期贷款、票据融资、中长期贷款均有拖累，但需要注意的是中长期及短期贷款都受去年同期历史最高基数的影响。9月，短期贷款新增5686亿元，同比少增881亿元，从绝对值上来看表现较好，企业经营活动可能有所加快；票据融资减少1500亿元，同比多减673亿元，季末贷款高增下票据融资冲量动力不足；中长期贷款新增1.25万亿元，同比少增944亿元，绝对值同样位于历史高位，一方面基建投资增速虽有回落，但整体增速仍然不低，另一方面制造业投资增速连续多月表现较好，央行表示9月末，制造业及基建中长期余额贷款同比增速均高于各项贷款余额同比增速。我们仍然倾向于企业贷款所反映出的融资需求相对积极，只是边际上的变化不如居民端来的大。
- **社融超预期，支撑主要来自于政府债券及非标融资。**政府债券发行错位的影响仍在延续，9月新增政府债券融资9949亿元，同比多增4416亿元，9月新增地方政府专项债发行接近6300亿元，去年同期仅为545亿元。根据财政部披露的今年前8月累计发行的新增专项债30978亿元来看，四季度专项债对社融的支撑力度可能不大，但近期发行量较大的特殊再融资债券有望接棒。此外，未贴现银行承兑汇票的高增，抵消了去年政策性金融工具导致的委托贷款基数上升引起的拖累，带动非标融资整体同比多增1558亿元。股票融资新增327亿元，同比少增695亿元，或与IPO节奏有关。
- **货币增速小幅回落。**M2增速回落或受到政府债券融资增加的同时，财政存款同步增加的影响，从整个三季度来看，财政存款新增6836亿元，同比多增了9372亿元，财政投放速度并不快。M1增速延续小幅回落反映出经济活力仍然不强。9月当月人民币存款增加2.24万亿元，同比少增3900亿元。其中，居民、财政同比多增，企业同比少增。
- **风险提示：**稳增长政策落地不及预期；海外金融市场风险引起全球系统性金融危机。

正文目录

1. 信贷结构改善	4
2. 社融超预期，支撑主要来自于政府债券及非标融资	5
3. 货币增速小幅回落	6
4. 核心观点	6
5. 风险提示	6

图表目录

图 1 8/9 月人民币贷款同比多增结构, 亿元.....	4
图 2 企业中长期贷款季节性规律, 亿元.....	4
图 3 居民中长期贷款季节性规律, 亿元.....	5
图 4 30 大中城市商品房销售面积及同比, 万平方米, %.....	5
图 5 新增社融规模及存量同比, 亿元, %.....	5
图 6 8/9 月社融规模同比多增结构, 亿元, 亿元.....	5
图 7 非标融资季节性规律, 亿元.....	6
图 8 政府债券融资季节性规律, 亿元.....	6
图 9 8/9 月存款同比多增结构, 亿元.....	6
图 10 M2 与 M1 同比及剪刀差, %, %.....	6

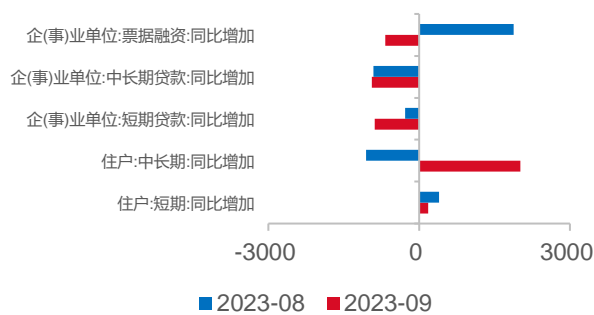
事件：10月13日，央行发布9月金融数据。8月M2同比10.3%，前值10.6%，M1同比2.1%，前值2.2%。新增人民币贷款2.31万亿元，同比少增1764亿元。社会融资规模增量4.12万亿元，同比多增5638亿元。社融存量增速为9.0%，前值9.0%。

1. 信贷结构改善

居民短期贷款或受益于双节消费，中长期贷款或受益于提前还贷的减少。9月居民贷款新增8585亿元，同比多增2082亿元，其中短期贷款新增3215亿元，同比多增177亿元，临近十一双节假期，出游等服务消费需求有所增加；中长期贷款新增5470亿元，同比多增2014亿元，较8月明显增加。但结合9月30大中城市商品房销售面积增速来看，与中长期贷款的好转有一定背离，或反映政策推动下地产销售实质性转好仍有距离。不过居民提前还贷现象可能明显减少，9月RMBS条件早偿率指数以月末来看下行0.0117至0.1366来看。央行在新闻发布会上表示，9月末，存量住房贷款加权平均利率为4.29%，比上月末低42个基点。后续居民中长期贷款的趋势性回升，可能仍需看到地产销售的企稳。

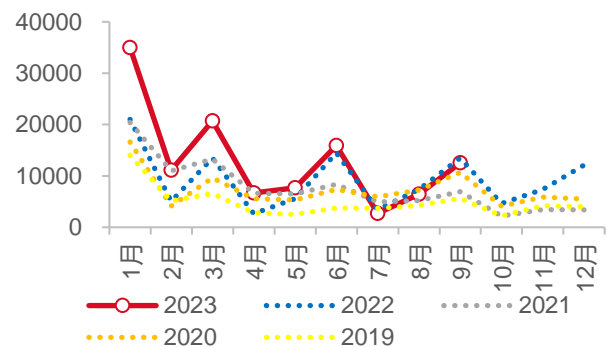
企业贷款绝对水平维持高位。9月企业贷款新增1.68万亿元，同比少增2339亿元。分项上短期贷款、票据融资、中长期贷款均有拖累，但需要注意的是中长期及短期贷款都受去年同期历史最高基数的影响。9月，短期贷款新增5686亿元，同比少增881亿元，从绝对值上来看表现较好，企业经营活动可能有所加快；票据融资减少1500亿元，同比多减673亿元，季末贷款高增下票据融资冲量动力不足；中长期贷款新增1.25万亿元，同比少增944亿元，绝对值同样位于历史高位，一方面基建投资增速虽有回落，但整体增速仍然不低，另一方面制造业投资增速连续多月表现较好，央行表示9月末，制造业及基建中长期余额贷款同比增速均高于各项贷款余额同比增速。我们仍然倾向于企业贷款所反映出的融资需求相对积极，只是边际上的变化不如居民端来的大。

图1 8/9月人民币贷款同比多增结构，亿元



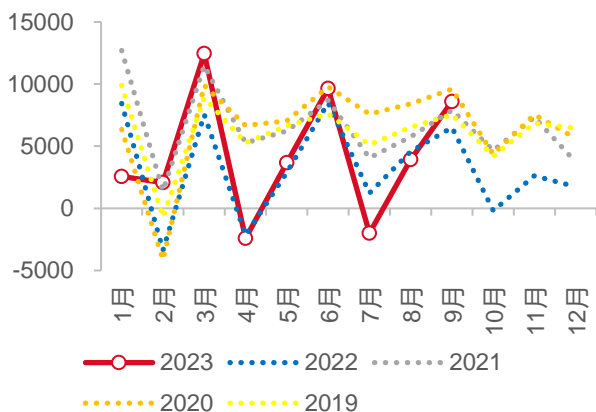
资料来源：央行，东海证券研究所

图2 企业中长期贷款季节性规律，亿元



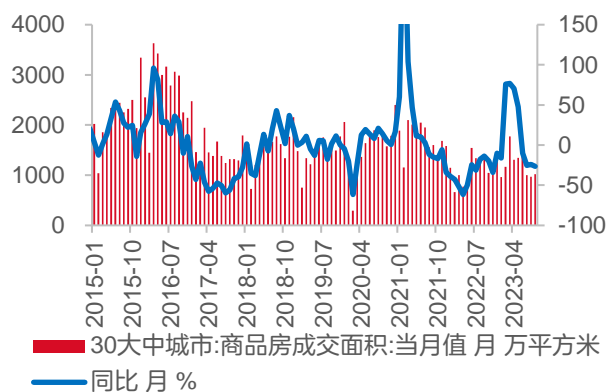
资料来源：央行，东海证券研究所

图3 居民中长期贷款季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图4 30大中城市商品房销售面积及同比，万平方米，%

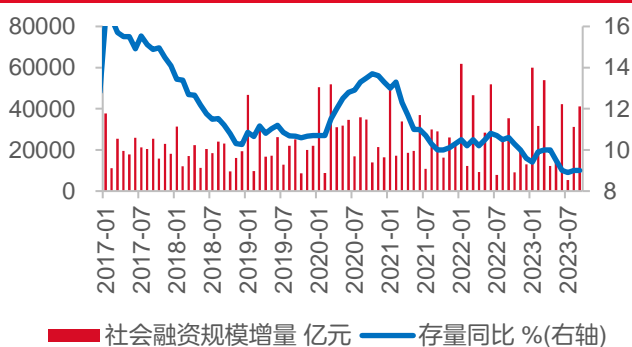


资料来源：同花顺，东海证券研究所

2.社融超预期，支撑主要来自于政府债券及非标融资

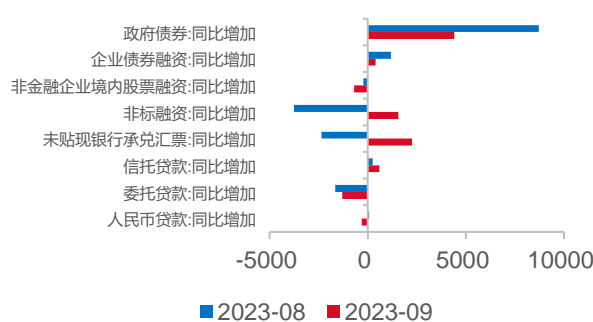
社融超预期，支撑主要来自于政府债券及非标融资。政府债券发行错位的影响仍在延续，9月新增政府债券融资9949亿元，同比多增4416亿元，9月新增地方政府专项债发行接近6300亿元，去年同期仅为545亿元。根据财政部披露的今年前8月累计发行的新增专项债30978亿元来看，四季度专项债对社融的支撑力度可能不大，但近期发行量较大的特殊再融资债券有望接棒。此外，未贴现银行承兑汇票的高增，抵消了去年政策性金融工具导致的委托贷款基数上升引起的拖累，带动非标融资整体同比多增1558亿元。股票融资新增327亿元，同比少增695亿元，或与IPO节奏有关。

图5 新增社融规模及存量同比，亿元，%



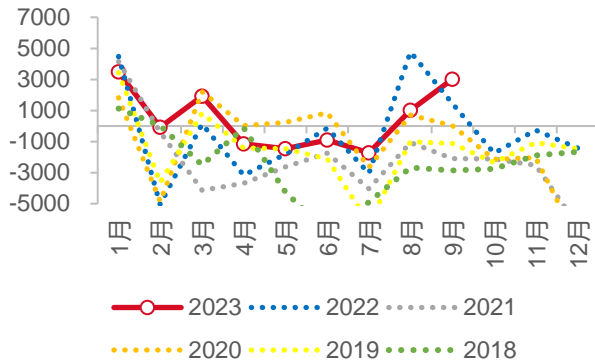
资料来源：央行，东海证券研究所

图6 8/9月社融规模同比多增结构，亿元，亿元



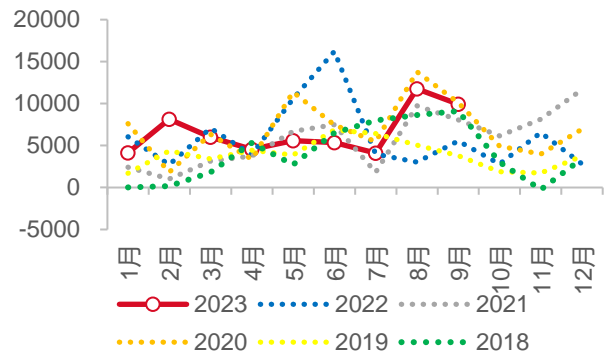
资料来源：央行，东海证券研究所

图7 非标融资季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图8 政府债券融资季节性规律，亿元

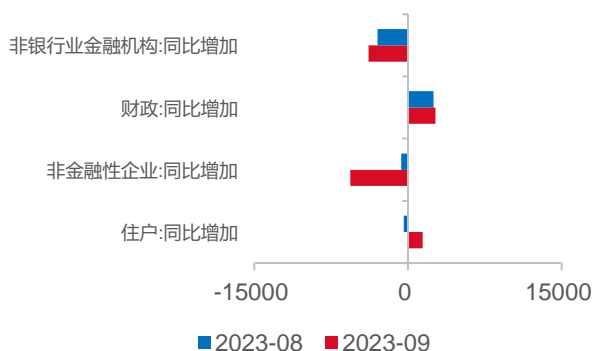


资料来源：央行，东海证券研究所

3. 货币增速小幅回落

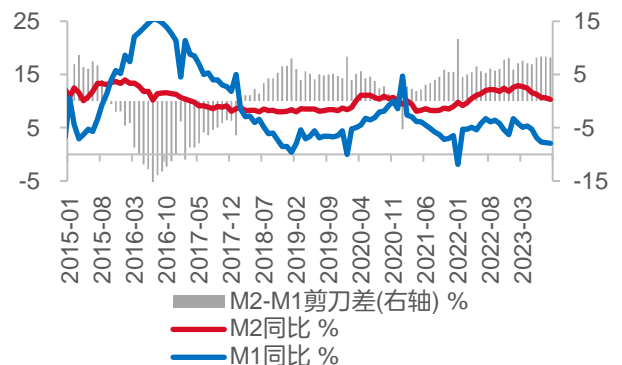
货币增速小幅回落。M2 增速回落或受到政府债券融资增加的同时，财政存款同步增加的影响，从整个三季度来看，财政存款新增 6836 亿元，同比多增了 9372 亿元，财政投放速度并不快。M1 增速延续小幅回落反映出经济活力仍然不强。9 月当月人民币存款增加 2.24 万亿元，同比少增 3900 亿元。其中，居民、财政同比多增，企业同比少增。

图9 8/9 月存款同比多增结构，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图10 M2 与 M1 同比及剪刀差，%， %



资料来源：央行，东海证券研究所

4. 核心观点

总的来看，9 月信贷数据低于市场一致预期（2.54 万亿元），但结构上有所改善，尤其体现在居民中长期贷款，不过与地产销售数据略有背离，持续性仍有待观察；社融总量超市场预期，支撑主要来自于政府债券及非标融资。我们认为当前社融增速或仍处于周期底部，宽货币将延续，宽信用还在路上。

5. 风险提示

稳增长政策落地不及预期，可能会导致经济恢复不及预期。

高利率环境下，海外金融市场风险，引发全球系统性金融危机。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8621) 20333275
 手机:18221959689
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8610) 59707105
 手机:18221959689
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089