

政府融资支撑社融，结构有待改善

核心观点：

9月社会融资4.12万亿元，同比+5789亿元。其中新增人民币贷款（社融口径）2.54万亿元，同比-310亿元，政府融资9949亿元，同比+4416亿元，基本符合我们前期的测算（9500亿元）；未贴现银行承兑汇票2396亿元，同比+2264亿元。**本次社融超预期主要来自未贴现银行承兑汇票同比多增。**

9月金融机构新增人民币贷款2.31万亿，同比-1600亿。居民贷款8585亿，同比+2082亿，其中短贷+177亿，中长贷+2014亿；企业贷款16834亿，同比-2339亿，其中短贷-881亿，中长贷-944亿，票据融资-673亿。

社会融资存量增速9.0%，环比持平。M1同比2.1%，连续5个月持续走低；M2同比10.3%，连续7个月持续走低。

我们的分析：

- 1、**社会融资仍需加强，去除掉政府融资，其他部门融资增速小幅下滑。**居民短期贷款累计增速环比下滑21个百分点，企业短期、中长期贷款累计增速均小幅下滑。
- 2、**社融增速和M2增速继续走阔。**M2增速的持续下行意味着资金投放的降低，而社融增加意味着资金的供需矛盾上行，市场资金略紧。两者增速差值走阔可能是由于财政存款同比多增，未来随着财政支出增加M2增速有望改善。
- 3、**企业贷款大幅上行，但企业存款上行幅度较弱，M1再创新低。**9月企业贷款新增1.68万亿，但企业存款新增仅2010亿元，企业贷款并没有转化成存款，带动M1增速创连续20个月新低。
- 4、**居民中长贷上行，但房地产销售显示居民消费恢复并不好，贷款上行的持续度需要观察。**9月居民中长期贷款累计同比增速-9.48%，环比+11.86个百分点快速回升。一方面是由于调降存量房贷利率后提前还贷有所缓解，另一方面是地产政策优化调整后销售有所恢复。但地产高频数据并没有显示强劲复苏，后续保持观察。

我们的判断和政策预期：

社融增速四季度继续回升，全年增速约9.3%。货币政策进入效果观察期。

央行10月13日新闻发布会强调“增强信贷总量的稳定性和可持续性”，“预计四季度社会融资规模和信贷增长将继续保持平稳”。央行8月、9月政策引导加大信贷投放，强调“加大贷款投放力度”，“国有大行要继续发挥支柱作用”。结合央行最近表态，我们认为四季度政策会持续引导信贷投放，叠加经济内生修复带来的融资需求上行，信贷增速有望回升。目前剩余的政府融资额度比去年同期增加约1000亿，政府融资也将形成一定支撑。在此背景下，我们预期社融增速四季度保持上行。

同时，本次央行发布会仍然强调货币政策的逆周期发力，同时强调“密切观察前期政策效果，加快推动政策生效”。“利率政策协同性”“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”。我们认为目前货币政策进入效果观察期，如果后续披露的数据符合政策期望达到的预期，则下一次降息的时点窗口可以晚于我们之前判断的10月。反之，则四季度仍有降息的可能。

--2023年9月金融数据解读

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行不及预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险

2023年10月13日，央行发布2023年9月金融数据。9月社会融资4.12万亿元，同比+5789亿元，高于wind一致预期（3.73万亿元），也高于我们的预期（3.7-3.8万亿）；新增人民币贷款（社融口径）2.54万亿元，同比-310亿元，符合wind一致预期（2.54亿元），也符合我们的预测（2.5-2.6万亿元）。从社融分项来看，政府融资9949亿元，同比+4416亿元，基本符合我们前期的测算（9500亿元）；未贴现银行承兑汇票2396亿元，同比+2264亿元。因此，本次社融超市场预期以及我们预测的部分主要来自未贴现银行承兑汇票同比多增。

9月社会融资存量增速9.0%，环比持平。M1连续5个月持续走低，M2连续7个月持续走低。

一、9月社会融资创历史同期新高：信贷、中央政府融资、未贴现银行承兑汇票共同拉动

9月份社融超过4万亿，贷款、政府债券融资和未贴现银行承兑汇票拉动了社会融资。9月新增社会融资4.12万亿元，其中人民币贷款2.54万亿，政府债券融资9949亿，企业债券融资662亿元。未贴现银行承兑汇票和非金融企业境内融资分别贡献了2396亿元和327亿元。

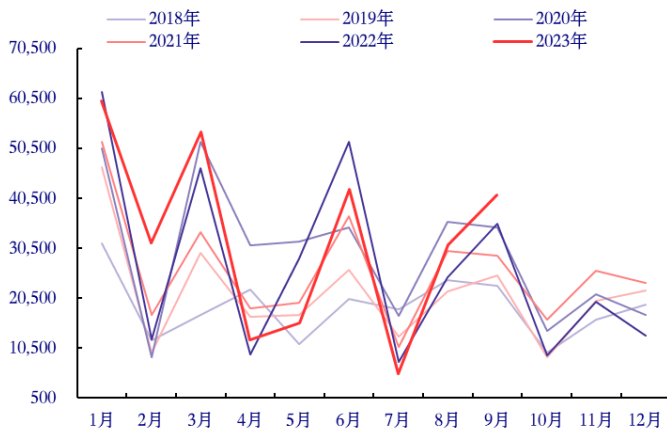
9月份社会融资同比去年上行5789亿，主要是政府融资、表外融资的上行带动了社会融资增速同比多增。9月份社会融资同比增加5789亿元，其中贷款同比减少310亿元，主要是由于历史高基数。政府债券融资增加4416亿元，为贴现银行承兑汇票增加2264亿元，信托贷款增加594亿元，企业债券增加317亿元。

图1：金融数据概览

	当月新增(亿元)			当月新增同比变化(亿元)			累计新增同比增速(%)			存量同比增速(%)		
	2023-07	2023-08	2023-09	2023-07	2023-08	2023-09	2023-07	2023-08	2023-09	2023-07	2023-08	2023-09
社会融资规模	5,357	31,237	41,200	↓-2,428	↑6,525	↑5,789	1.4	3.9	5.6	8.9	9.0	9.0
人民币贷款	364	13,412	25,376	↓-3,724	↑68	↓-310	11.9	10.9	9.1	11.0	10.9	10.7
外币贷款	-339	-201	-583	↓-798	↑625	↑130	-14.4	48.0	38.4	-17.8	-16.8	-19.3
委托贷款	8	97	208	↓-81	↓-1,658	↓-1,300	2,045.7	-52.6	-68.0	4.0	2.4	1.3
信托贷款	230	-221	403	↑628	↑251	↑594	111.0	105.1	113.3	-3.6	-2.9	-1.4
未贴现银行承兑汇票	-1,963	1,129	2,396	↑781	↓-2,357	↑2,264	75.4	101.8	371.0	-	-8.2	-0.3
企业债券	1,281	2,698	662	↑321	↑1,186	↑317	-37.0	-28.6	-26.0	-0.4	-0.2	-0.3
非金融企业境内股票	786	1,036	327	↓-651	↓-215	↓-695	-16.8	-16.8	-22.8	10.6	10.2	9.4
政府债券	4,109	11,759	9,949	↑111	↑8,714	↑4,416	-25.0	-7.3	0.8	10.1	11.5	12.2
人民币存款	3,459	13,600	23,100	↓-3,331	↑1,100	↓-1,600	11.9	11.7	9.2	11.1	11.1	10.9
短期贷款及票据融资	-1,523	5,391	7,401	↓-844	↑1,999	↓-1,377	-27.0	-22.2	-21.3			
中长期：	2,040	8,046	18,014	↓-2,905	↓-1,965	↑1,070	37.5	31.3	27.4			
居民	-2,007	3,922	8,585	↓-3,224	↓-658	↑2,082	12.9	8.4	12.9			
短期	-1,335	2,320	3,215	↓-1,066	↑398	↑177	101.4	81.7	60.6			
中长期：	-672	1,602	5,470	↓-2,158	↓-1,056	↑2,014	-18.5	-21.3	-9.5			
企业	2,378	9,488	16,834	↓-499	↑738	↓-2,339	11.6	11.4	8.3			
短期	-3,785	-401	5,686	↓-239	↓-280	↓-881	31.3	30.4	21.6			
中长期：	2,712	6,444	12,544	↓-747	↓-909	↓-944	52.0	45.5	37.3			
票据融资	3,597	3,472	-1,500	↑461	↑1,881	↓-673	-122.0	-107.2	-113.4			
非银行业金融机构	2,170	-358	-1,844	↑694	↑67	↓-914	36.5	55.7	-121.0			
人民币存款	-11,200	12,600	22,409	↓-11,647	↓-200	↓-3,891	0.6	0.5	-1.3	10.5	10.5	10.2
居民存款	-8,093	7,877	25,316	↓-4,713	↓-409	↑1,422	11.1	9.9	9.2			
企业存款	-15,300	8,890	2,010	↓-4,900	↓-661	↓-5,639	-19.5	-17.2	-24.4			
财政存款	9,078	-88	-2,127	↑4,215	↑2,484	↑2,673	-9.8	20.6	164.0			
非银行业金融机构存款	4,130	-7,322	-6,650	↓-3,915	↓-2,969	↓-3,845	-15.0	-42.4	-90.8			

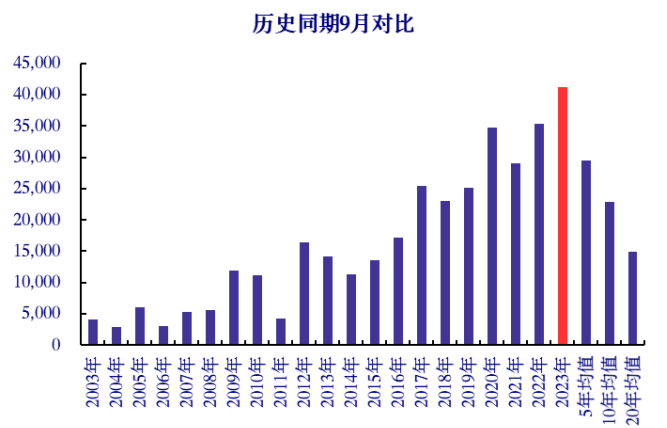
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：新增社会融资季节性变化(亿元)



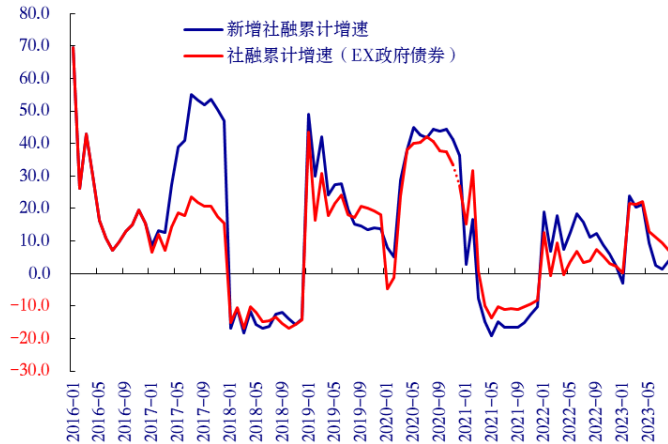
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：历史同期9月新增社融(亿元)



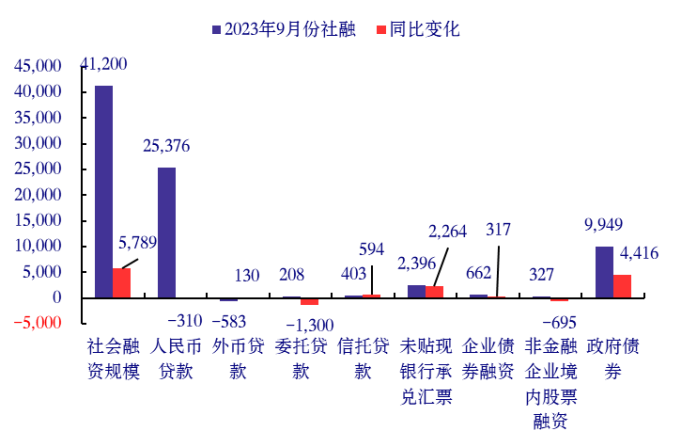
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4: 社会融资增速变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 9月社融各部门的变化 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(一) 信贷增速继续下滑, 主要由于历史基数较高的原因

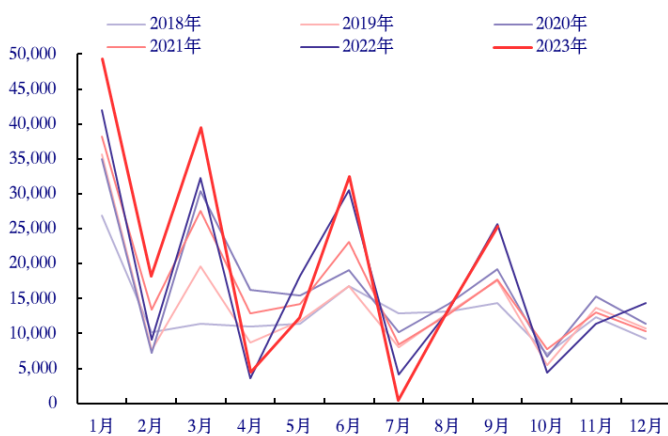
社融口径下新增人民币贷款 2.54 万亿, 同比减少 310 亿。本月信贷增速继续下滑, 主要由于历史基数较高的原因。票据融资 3,472 亿元, 票据融资冲量的现象仍然存在。新增信贷增速 8 月份继续回落, 居民和企业中长贷同时下滑, 信贷市场仍然需要政策支持。8 月份新增信贷增速下滑 3.1 个百分点至 10.8%。

9 月金融机构新增人民币信贷同比少增 1600 亿, 增速小幅回落, 主要是由于高基数的原因, 2022 年 9 月新增金融机构人民币贷款 2.47 万亿为历史最高值。2023 年 9 月新增信贷 2.31 万亿, 单从绝对值来看保持强势, 为历史第二高, 仅次于去年同期, 远高于过去五年均值 (1.82 万亿)。居民中长期贷款新增累计增速回升, 是由于下调存量房贷利率、房地产市场销售环比上行, 但房地产高频数据显示回升斜率有限。央行 10 月 13 日新闻发布会显示“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, 取得了显著的下降幅度。”企业中长期贷款新增累计增速下行, 主要是由于去年高基数的影响。结合企业票据融资为负数综合分析, 显示票据冲量有所缓解, 实体融资需求有所回暖。

居民信贷有小幅的修复, 但仍然属于弱势。居民信贷增加了 8585 亿元, 其中居民短期贷款增加 3215 亿元, 长期贷款增加 5470 亿元。9 月份的居民短贷和中长贷均环比 8 月出现回升, 一是消费信贷的回暖带来短贷上行, 二是居民中长期贷款新增累计增速回升, 是由于下调存量房贷利率、房地产市场销售环比上行, 但房地产高频数据显示回升斜率有限。央行 10 月 13 日新闻发布会显示“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, 取得了显著的下降幅度。”

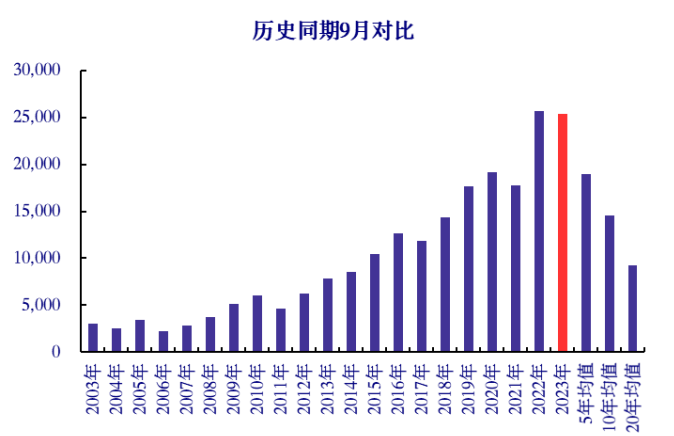
央行 10 月 13 日新闻发布会也对居民贷款做了分析, 分析显示“一是由于金融机构加强对实体经济薄弱环节的支持力度, 住户经营贷款增加较多。住户经营贷款是住户贷款同比多增的主要动力。二是居民消费需求回升, 推动短期消费贷款增加。前三季度, 住户部门短期消费贷款新增 4600 亿元, 同比多增 3493 亿元。”

图6: 新增人民币贷款 (社融口径) 的季节性波动 (亿元)



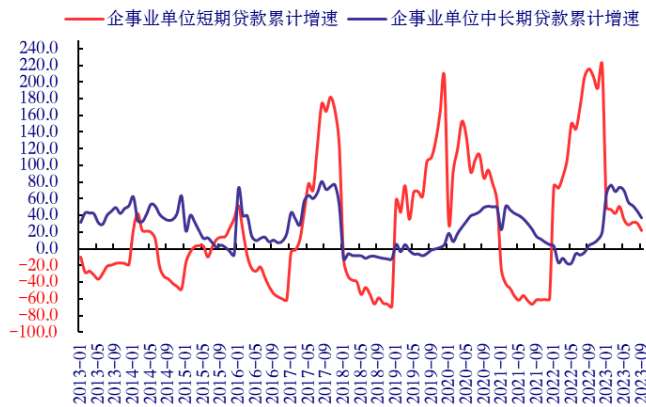
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 历史同期 9 月新增人民币贷款 (社融口径) (亿元)



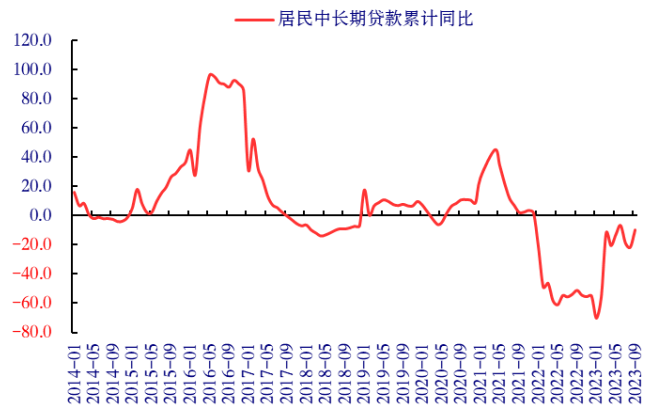
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8：企业短期和中长期贷款增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：居民中长期贷款增速（%）



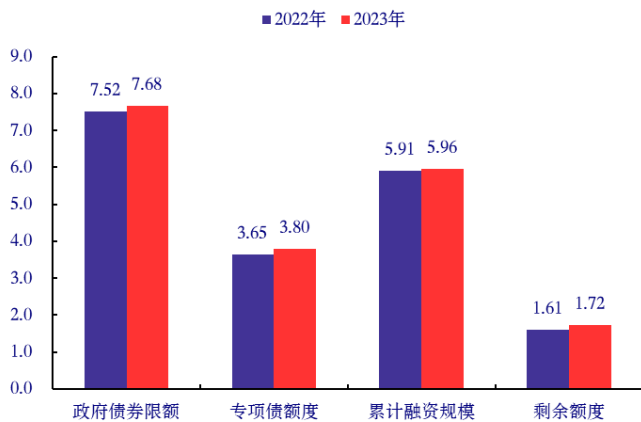
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）中央政府融资 9 月加速

政府债券融资是本月社融的主要支撑之一。政府债券融资 9949 亿，同比增长 4416 亿，是 9 月社融同比增长的重要原因。9 月地方政府专项债发行不及预期，但国债发行超预期拉动政府融资高增长，国债发行节奏前移，进度达到 74.96%，远高于过去五年均值（63%）。

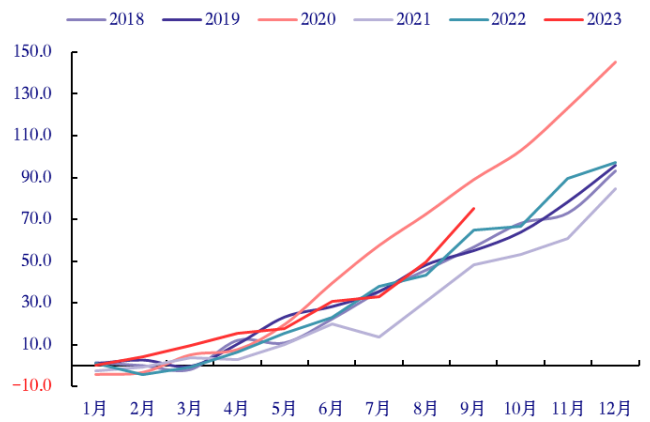
本年政府债券融资剩余额度约 1.72 亿，大于去年同期剩余额度 1.61 万亿。将成为四季度社融增速保持稳定回升的重要支撑。

图10：政府债券融资规模（万亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：国债发行节奏（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）直接融资下降

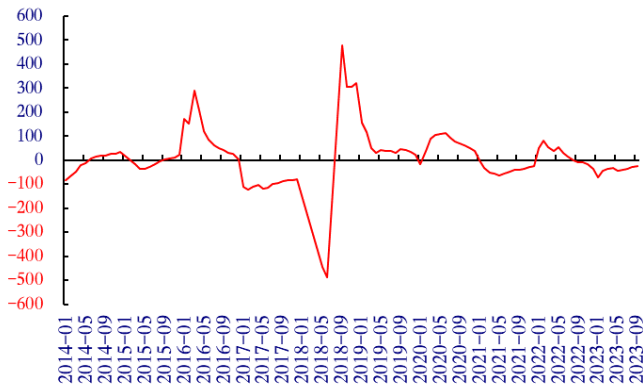
企业债券和股票融资分别为 662 亿和 327 亿，同比分别变化 317 亿和 -695 亿。企业债券融资小幅回升，企业的信用利差在持续下行，带动了终端需求回升。企业股票融资延续下降。

8 月 3 日央行召开金融支持民营企业发展座谈会，民营企业及部分金融机构、银行间市场交易商协会主要负责人参加座谈会，旨在推动民营企业债券融资，工商银行、建设银行表示将支持民营企业债券承销发行，银行间市场交易商协会表示，将继续加大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）服务民营企业力度。在此背景下预计四季度企业债券融资将加速。

图12：企业债券融资增速（%）

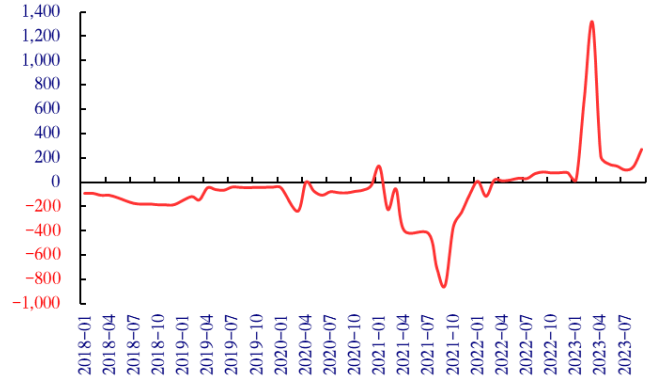
图13：表外融资增速（%）

企业债券融资



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表外融资新增累计同比



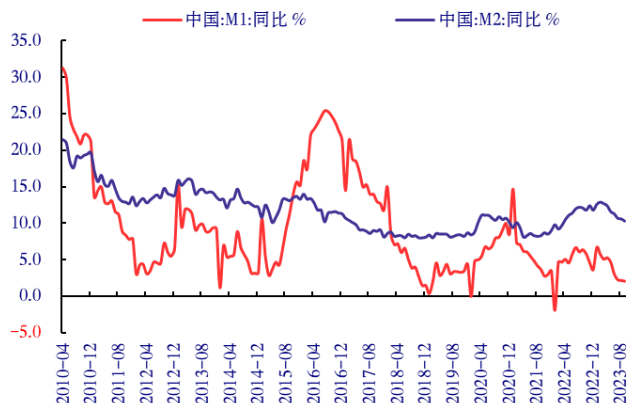
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、 M1 和 M2 继续回落，资金投放渠道受阻

9 月份 M1 和 M2 增速继续回落。9 月份 M1 同比增速 2.1%，比上月回落 0.1 个百分点。企业存款上行 2010 亿元，企业的生产消耗了活期存款，带来了 M1 增速下行。结合库存周期分析，去库存周期临近后段但尚未结束。

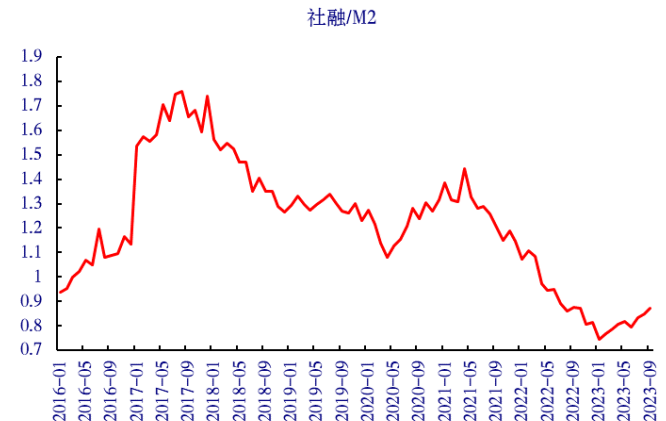
9 月份 M2 增速 10.3%，比上月减少 0.3 个百分点。9 月 M2 增加 2.74 万亿，9 月份计入 M2 的居民存款增加 2.53 万亿，企业存款增加 2010 亿元。存款增加是本月 M2 增加的主要原因。

图14: M1、M2 增速持续回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 社融存量增速与 M2 增速比值上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、 我们的判断：社融增速四季度继续回升，全年增速约 9.3%。

年内降息降准均有可能

央行 10 月 13 日新闻发布会强调“稳健的货币政策精准有力，增强信贷总量的稳定性和可持续性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义 GDP 增速相匹配，推动国民经济持续恢复向好。预计四季度社会融资规模和信贷增长将继续保持平稳”。9 月社会融资增速回升，结构环比 8 月改善。在政策引导叠加经济内生修复的背景下，我们预计社融增速四季度继续回升，全年增速约 9.3%

央行 10 月 13 日新闻发布会强调“进一步实施好稳健的货币政策，密切观察前期政策效果，加快推动政策生效。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，为激活经济内生动力和活力营造适宜的货币金融环境。”从货币政策来看，货币数量上的改变和价格上的改变可能同时进行，降准和降息均有可能推出。

图表目录

图 1: 金融数据概览	2
图 2: 新增社会融资季节性变化 (亿元)	2
图 3: 历史同期 9 月新增社融 (亿元)	2
图 4: 社会融资增速变化 (%)	3
图 5: 9 月社融各部门的变化 (亿元)	3
图 6: 新增人民币贷款 (社融口径) 的季节性波动 (亿元)	3
图 7: 历史同期 9 月新增人民币贷款 (社融口径) (亿元)	3
图 8: 企业短期和中长期贷款增速 (%)	4
图 9: 居民中长期贷款增速 (%)	4
图 10: 政府债券融资规模 (万亿元)	4
图 11: 国债发行节奏 (%)	4
图 12: 企业债券融资增速 (%)	4
图 13: 表外融资增速 (%)	4
图 14: M1、M2 增速持续回落 (%)	5
图 15: 社融存量增速与 M2 增速比值上升	5

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn