

总量相对强劲、财政仍有空间

9月金融数据点评

相关研究报告

《实体经济需求限制利率高度》20221127
 《利率上行趋势放缓》20221204
 《“网上网下”看消费修复前景》20221211
 《房贷利率弹性增加》20230108
 《2023年债市流动性展望》20230119
 《美债与美国自然利率》20230402
 《美国就业市场降温、核心通胀可能放缓》20230409
 《通胀温和或有利于银行修复息差——3月通胀数据点评》20230411
 《产出修复理想，内需尚有空间——1季度经济数据点评》20230419
 《美联储和市场的预期差》20230423
 《债务上限之争重来》20230430
 《加息已到尾声，危机尚未蔓延》20230504
 《“可控收缩”是基准情景》20230507
 《信贷扩张可能迎来拐点》20230514
 《加息尾声的美元反弹》20230521
 《美债准备迎接流动性冲击》20230528
 《加息尾声与金融市场》20230602
 《国内降息预期转强》20230611
 《降息之后看社融》20230618
 《地产政策引发热议》20230625
 《汇率或处于超调状态》20230702
 《美国经济“虚火”难降》20230709
 《利率拐点与货币增速剪刀差》20230716
 《经济韧性与通胀回落并不矛盾》20230729
 《利率回归中性态势》20230730
 《央行论述降准、降息问题》20230806
 《关注货币活性下降》20230813
 《再看M1与利率拐点的关系》20230818
 《美债遭遇财政货币双重冲击》20230820
 《能源价格带动CPI回升》20230910
 《财政视角下的美债利率》20230924
 《预算之争与美债利率》20231007

动态来看，广义赤字回落为政府债继续带动社融提供空间，且全年经济目标完成压力减小，年内调整赤字的必要性有限。

- 9月社融总量增长较为强劲，同比多增约5789亿元。主要多增项为政府债券和未贴现银行承兑汇票。人民币贷款虽然同比略有少增，但住户中长期贷款同比多增较为明显。
- 住户中长期贷款同比多增，在多大程度上反映新房市场销售改善，有待与9月商品房销售数据相互印证。
- 在降准条件下，M2和M1增速均有所回落，或与基础货币投放放缓有关，二者增速的“剪刀差”略有收窄，反映居民的储蓄倾向至少没有进一步强化。
- 从社融存量来看，政府债券和住户贷款增速提高，特别是政府债券增速提高明显。
- 后续政府债券增速或仍有提高空间。近期，一般公共财政支出和政府性基金支出增长均有所放缓，广义赤字（公共财政赤字与政府性基金赤字之和）也持续回落。截至今年8月，近12个月加总的广义赤字约7.2万亿元。如果假设今年名义GDP增长5%左右，则全年广义赤字应超过7.6万亿元，今年后4个月广义赤字有一定反弹空间。
- 后续保持财政支出强度，可能采取的方式包括提前下达明年地方政府债限额和扩大财政赤字。从7-8月生产端数据（工业增加值和服务生产指数）来看，3季度GDP同比增速可能较2季度略有回落，但考虑去年2季度的低基数效应，3季度景气实际上要明显好于2季度，实现全年5%增速目标的条件更加充分，扩大财政赤字的必要性有限。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级等。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354
 chengzhe.xiao@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

事件：

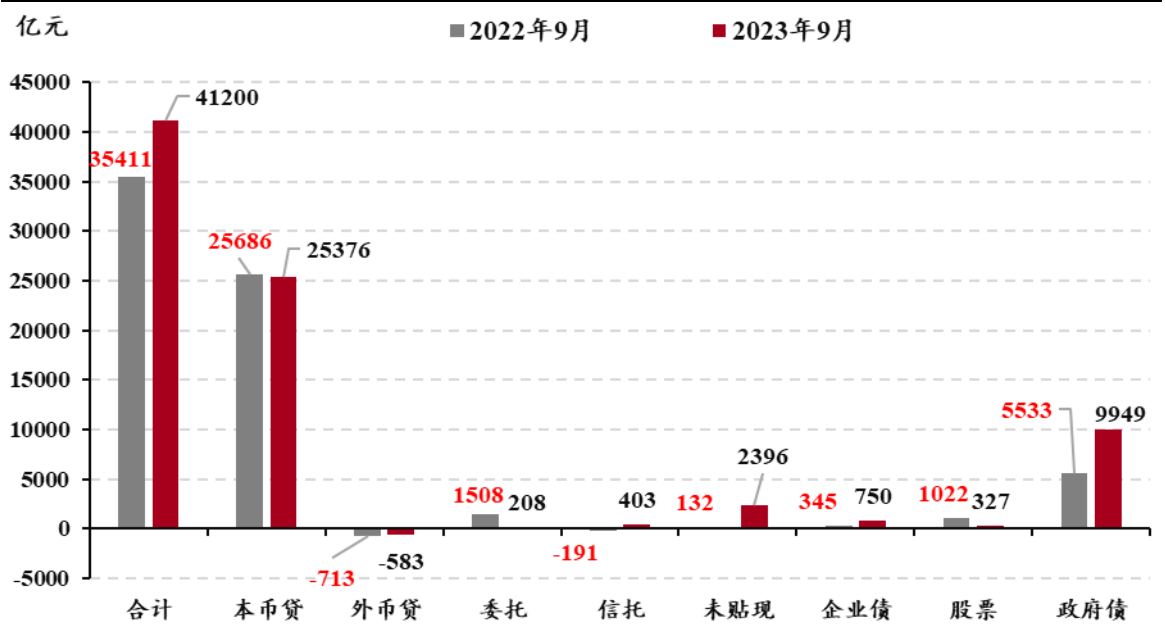
人民银行10月13日发布2023年9月金融数据。9月末，广义货币(M2)余额289.67万亿元，同比增长10.3%，增速分别比上月末和上年同期低0.3个和1.8个百分点；狭义货币(M1)余额67.84万亿元，同比增长2.1%，增速分别比上月末和上年同期低0.1个和4.3个百分点；初步统计，9月末社会融资规模存量为372.5万亿元，同比增长9%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为232.78万亿元，同比增长10.7%；2023年前三季度社会融资规模增量累计为29.33万亿元，比上年同期多1.41万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加19.52万亿元，同比多增1.55万亿元。

点评：

9月社融总量增长较为强劲，同比多增约5789亿元，主要多增项为政府债券和未贴现银行承兑汇票。其中，政府债券同比多增约4416亿元，未贴现银行承兑汇票同比多增2264亿元。人民币贷款同比少增约310亿元，企业债券同比多增405亿元，股票融资同比少增695亿元。

人民币贷款虽然同比略有少增，但住户中长期贷款同比多增较为明显。其中，住户中长期贷款同比多增2014亿元，企业中长期贷款同比少增944亿元，短期贷款及票据融资同比少增1377亿元。这说明随着一系列政策措施见效，居民住房贷款需求出现一定回暖。但住房贷款与新房市场和二手房市场成交情况均有关联，新房市场成交改善对于上游房地产投资的改善效应更加突出。住户中长期贷款同比多增在多大程度上反映新房市场销售改善，还有待与9月商品房销售数据相互印证。

图表 1. 九月社融增量相对强劲

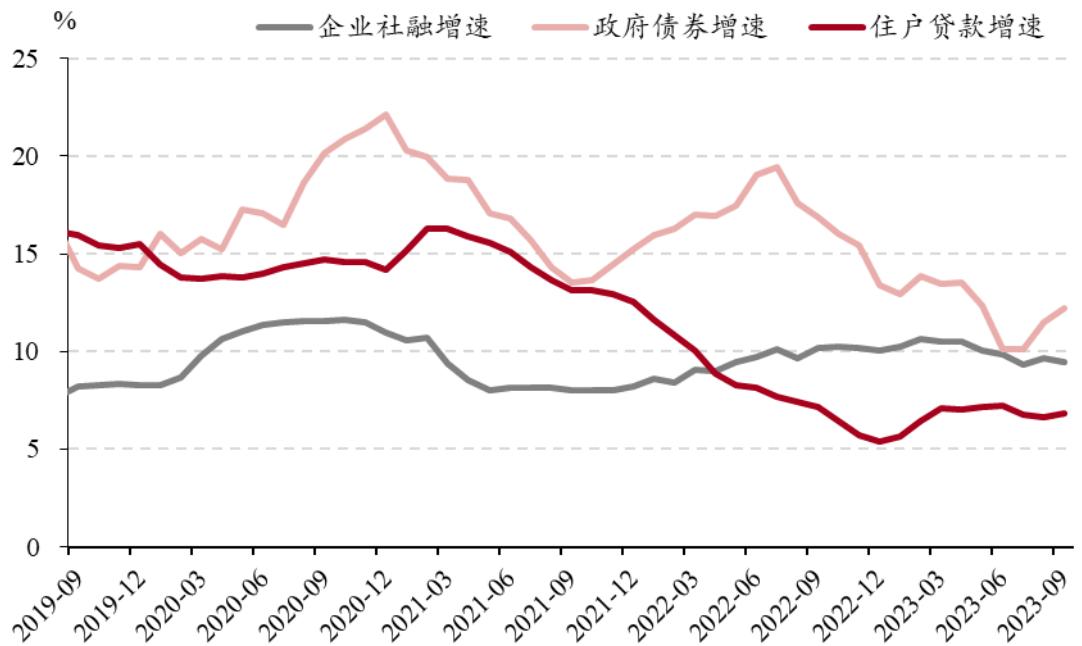


资料来源：Wind，中银证券

在降准条件下，M2和M1增速均有所回落，可能与基础货币投放放缓有关，二者增速的“剪刀差”略有收窄，反映居民的储蓄倾向至少没有继续强化。9月M2和M1分别同比增长10.3%和2.1%，增速分别较前月回落0.3和0.1个百分点。

从社融存量看，政府债券和住户贷款同比增速提高，特别是政府债券增速提高明显。9月社融存量同比增长9%，增速与前月持平。如此前报告预计，政府债券存量同比增速应可达到12%以上（本月为12.2%），改善最为明显。住户贷款增速有小幅改善。企业融资增速则有小幅回落。

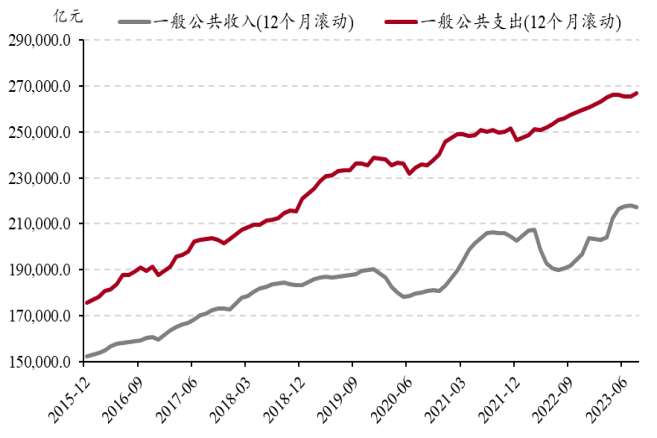
图表 2. 三大部门社融存量增速



资料来源: Wind, 中银证券

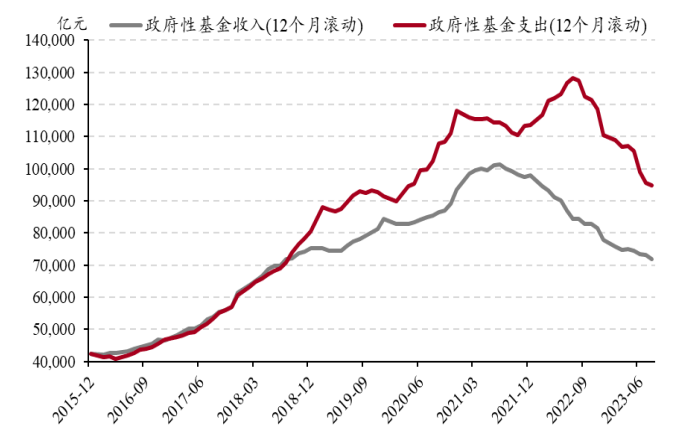
后续政府债券增速或仍有提高空间。近期，一般公共财政支出和政府性基金支出增长均有所放缓，截至今年8月，12个月滚动加总的一般公共支出和政府性基金支出分别约26.7万亿元和9.5万亿元。其中，政府性基金支出放缓趋势较为明显。

图表 3. 一般财政收支趋势



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 政府性基金收支



资料来源: Wind, 中银证券

广义赤字(公共财政赤字与政府性基金赤字之和)也持续回落。截至今年8月，12个月滚动加总的广义赤字约7.2万亿元。如果假设今年名义GDP增长5%左右，考虑3%的预算赤字率和3.8万亿元的新增地方政府专项债额度，则全年广义赤字应超过7.6万亿元。今年后4个月广义赤字仍有一定的反弹空间。

后续保持财政支出强度，可能采取的方式包括提前下达明年地方政府债务限额和扩大财政赤字。从7-8月的生产端数据(工业增加值和服务生产指数)来看，3季度GDP同比增速可能较2季度略有回落，但考虑去年2季度的低基数效应，3季度景气实际上明显好于2季度。实现全年5%增速目标的条件更加充分，扩大财政赤字的必要性有限。

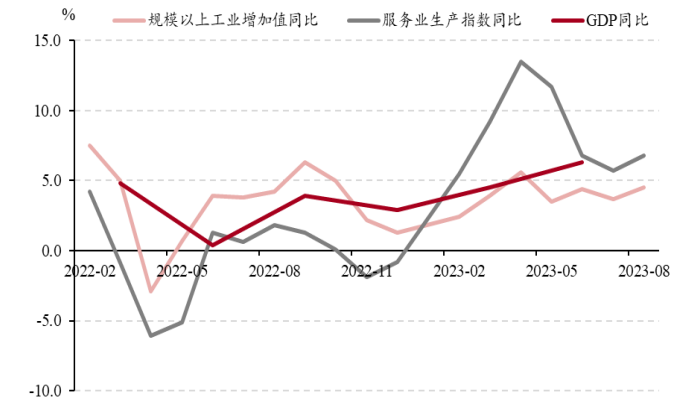
2022 年全年 GDP 实际增长 3%，按照今年 GDP 实际增长 5% 左右的目标，今年 GDP 相对于 2021 年应累积增长 8% 左右。今年上半年 GDP 实际同比增长 5.5%，考虑去年上半年 GDP 实际同比增长 2.5%，则今年上半年的 GDP 增速基本符合今年 5% 左右的经济增长目标。但是去年 2 季度的 GDP 实际增速仅 0.4%，今年 2 季度 GDP 实际增速为 6.3%，与 2021 年 2 季度相比，两年同比增长 6.8%。去年 3、4 季度的 GDP 实际增速分别提升至 3.9% 和 2.9%，今年 3、4 季度分别仅需要同比增长 4.1% 和 5.1% 即可确保达到今年的经济增长目标。结合 7-8 月高频的生产端数据，以及 9 月制造业 PMI 重返扩张区间、服务业景气回升等迹象，3 季度 GDP 同比增速超过 4% 的压力并不大。

图表 5. 广义财政赤字(12 个月滚动加总)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. GDP 增速与生产端指标



资料来源: Wind, 中银证券

风险提示: 国内外实体经济出现超预期变化; 国内政策超预期收紧; 国际地缘政治紧张局势升级等。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371