

2023年10月13日

地产放松居民贷款温和改善，年内预计仍需降准降息

事件点评

金融数据点评（2023.9）

投资要点

- ◆ **新增贷款表现较好，房地产结构性放松首月居民贷款温和改善，企业中长贷稳定高增。**9月新增信贷2.31万亿，尽管较去年同期的极高基数少增1600亿，但整体处于较为强劲的水平。9月居民部门新增信贷高达8585亿，同比多增逾2000亿，其中居民中长贷新增5470亿，创近半年的新高，同比多增达2014亿。本轮房地产政策结构性放松推广至一线城市后，9月中下旬一二线城市居民购房热情明显提升，与居民新增贷款改善节奏较为匹配。但也应当看到，一方面，居民贷款新增的改善幅度较以往地产热度较高的年份来比较温和，另一方面，今年以来月度新增贷款波动加大，向季末月份集中态势明显，三季度合计的居民新增信贷情况仍然处于低迷区间，单月改善的可持续性有待进一步观察。9月企业中长贷新增12544亿，同比少增944亿，主要源于去年8月向5Y LPR倾斜的降息所导致的超高基数；扣除基数效应后，9月企业中长贷新增依旧火热，并较7-8月均有明显改善。
- ◆ **政府发债持续加速，连续两个月推动社融同比大幅多增。**9月新增社融4.12万亿，在去年同期高基数基础上仍多增5831亿。主要的推动因素是专项债等政府债券的加速集中发行，当月新增政府债券达9949亿，同比多增达4416亿。8-9月政府债券发行的大幅提速，指向四季度财政扩张力度可能有所加大，一方面推出小规模个税减税措施的同时，保障财政支出增速不受影响；另一方面地方政府通过专项债对有效基建投资的支持力度预计仍将维持在较高水平，以持续发挥带动就业和稳定增长的积极作用。9月对实体新增人民币贷款2.54万亿，增长态势良好，企业债券融资小幅新增662亿，企业中长贷对发债融资持续形成一定的替代作用。
- ◆ **M2增速小幅回落，居民存款仍高，政府债券集中发行继续带动财政存款多增。**9月M2同比10.3%，较8月下行0.3个百分点。从存款结构看，居民部门新增存款达2.53万亿，同比多增1422亿，显示居民消费和购房支出意愿整体仍然较为谨慎，当前居民财富效应预期仍未完全修复，“超额存款”现象尚未结束；财政存款减少2127亿，同比少减约2700亿，连续第二个月政府发债融资的高峰期继续带动财政存款少减，但扣除资金归集的影响，财政支出增速应该不低。企业存款、非银金融机构存款同步大幅少增，指向银行表外理财产品对存款的替代可能有所加速。
- ◆ **受本轮房地产政策结构性放松的支撑，9月居民贷款出现积极改善的迹象，但幅度较为温和，显示此前房地产市场的深度调整包含了较多的中长期结构性因素，居民信贷改善的可持续性仍需观察，但无论是否持续，都要求货币政策继续采取中性偏松的立场，以稳定房地产市场需求、稳定房价预期。今年以来制造业投资和基建投资的高增是稳增长稳就业的逻辑主线，从融资的角度看，两大类投资年内主要都依赖企业中长贷的支持，而今年较为克制的财政政策我们预计明年也需提升其扩张力度，从而同样需要货币政策中性偏松的价量配合。综合考虑当前银行间市场资金相对紧张的现状、以及修复银行净息差对信用扩张的长期可持续性的重要作用，我们预计年内仍需实施降准降息，并预计中性偏松的货币政策立场和操作延续至2024年。维持23Q4下调1Y LPR 10-15BP，下调5Y LPR 5-10BP的预测不变，维持四季度还需降息50BP的预测不变。当前美元再度强势，中美货币政策背离程度较大，维持年底前CNY、CNH围绕7.2-7.3左右的当前中枢水平波动的预测不变。**
- ◆ **风险提示：**美联储加息超预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

相关报告

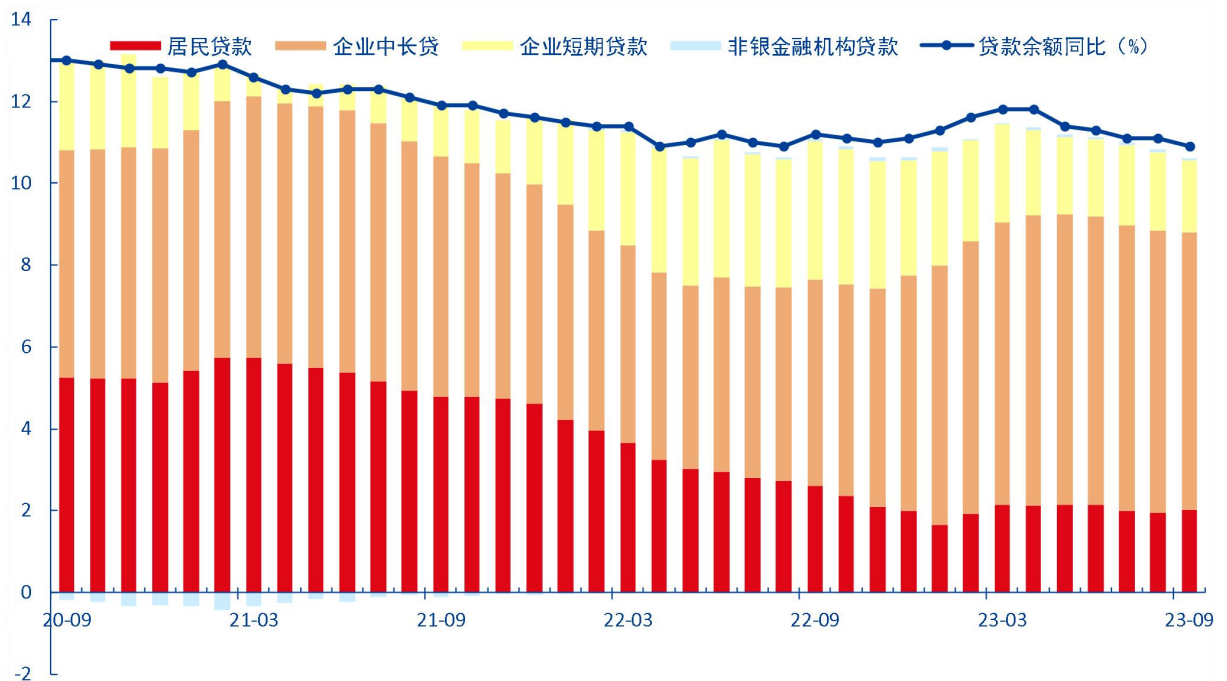
- 和衷共济——2024年国内外宏观经济金融展望 2023.10.12
- 美联储货币政策回顾与展望 2020-2024-REDUX 2023.10.11
- 美联储货币政策与利率（下）：1998-2019-RECALIBRATE 2023.10.10
- 中秋国庆假期国内外宏观综述-美元、油价、消费、地产与预期 2023.10.8
- 人民银行货币政策委员会三季度例会点评-持续用力逆周期，校正背离稳汇率 2023.9.27



一、新增贷款表现较好，房地产结构性放松首月居民贷款温和改善，企业中长贷稳定高增。

9月新增信贷2.31万亿，尽管较去年同期的极高基数同比少增1600亿，但整体仍处于较为强劲的水平。从结构上来看，9月居民部门新增信贷高达8585亿，同比多增逾2000亿，其中居民中长贷新增达5470亿，创下近半年来的单月新高，同比多增达2014亿。8月底9月初本轮房地产政策结构性放松推广至一线城市，9月中下旬一二线城市居民购房热情得到一轮比较明显的提升，与9月居民新增贷款改善节奏较为匹配。但也应当看到，一方面，居民贷款新增的改善幅度较之以往地产热度较高的年份来说是比较温和的，另一方面，今年以来月度新增贷款波动加大，向季末月份集中态势明显，三季度合计的居民新增信贷情况仍然处于低迷区间，单月改善的可持续性有待进一步观察。9月企业中长贷新增12544亿，同比小幅少增944亿，主要源于去年8月向5Y LPR倾斜的降息所导致的9月企业中长贷超高基数；扣除基数效应后，9月企业中长贷新增依旧火热，并较7-8月均有明显改善。

图1：贷款余额同比及贡献结构（%）

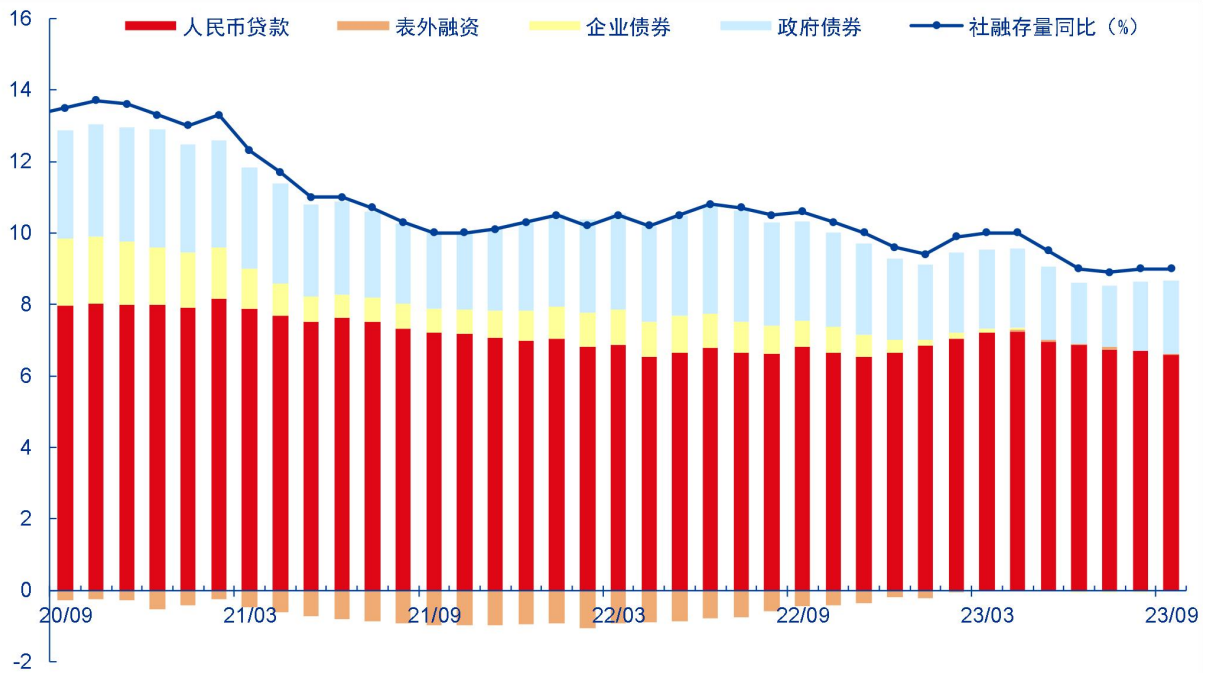


资料来源：CEIC，华金证券研究所

二、政府发债持续加速，连续两个月推动社融同比大幅多增。

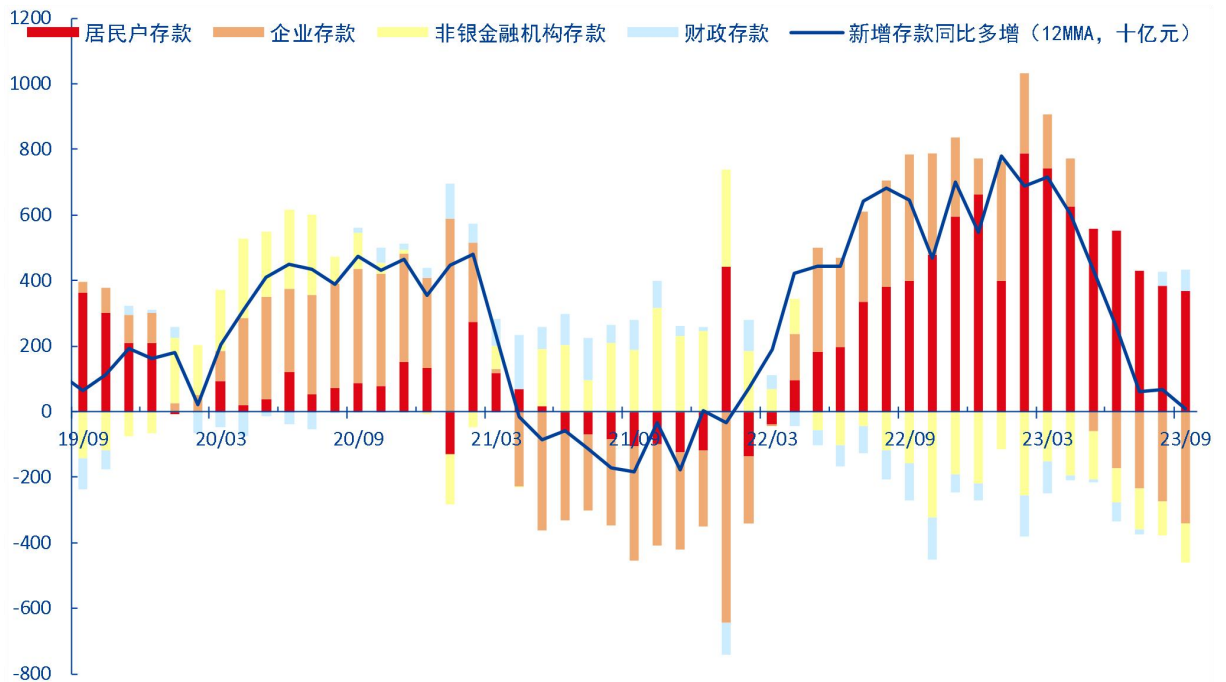
9月新增社融达4.12万亿，在去年同期高基数基础上仍然多增达5831亿，连续两个月大幅同比多增。主要的推动因素是专项债等政府债券的加速集中发行，当月新增政府债券达9949亿，同比多增达4416亿。8-9月政府债券发行的大幅提速，指向四季度财政扩张力度可能有所加大，一方面推出小规模个税减税措施的同时，保障财政支出增速不受影响；另一方面地方政府通过专项债对有效基建投资的支持力度预计仍将维持在较高水平，以持续发挥带动就业和稳定增长的积极作用。9月对实体新增人民币贷款2.54万亿，增长态势良好，企业债券融资小幅新增662亿，企业中长贷对发债融资持续形成一定的替代作用。

图 2: 社融存量同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 3: 新增存款同比多增结构 (12MMA, RMB bn)



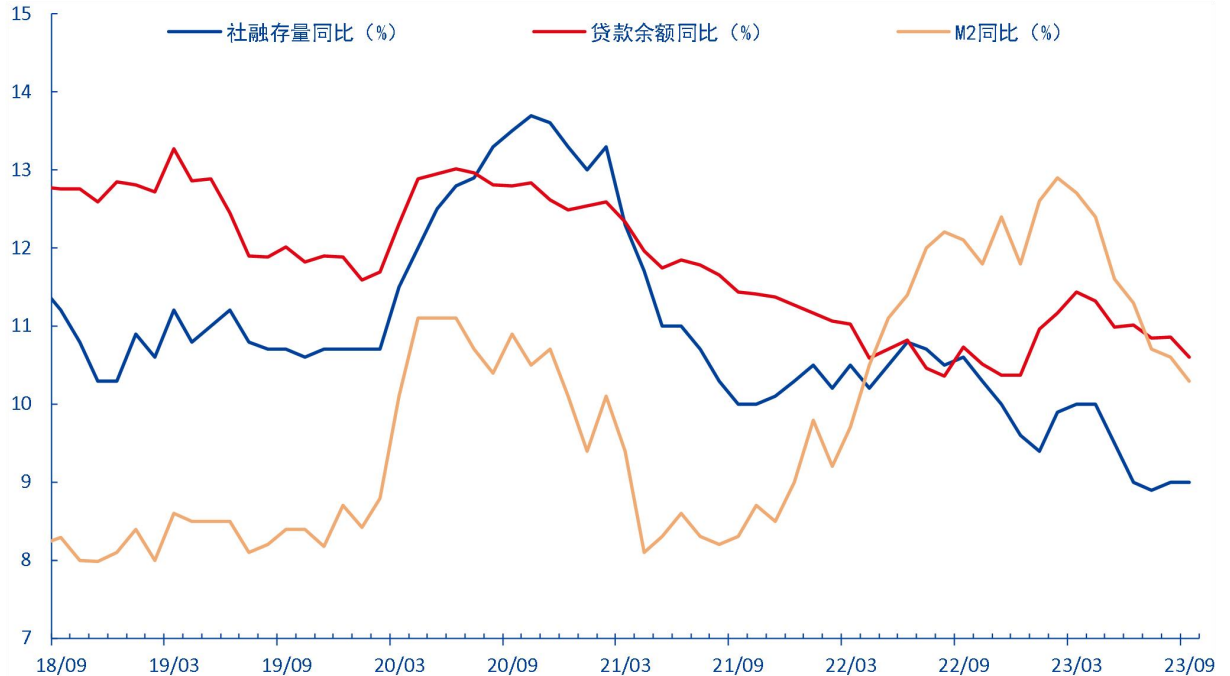
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

三、M2 增速小幅回落，居民存款仍高，政府债券集中发行继续带动财政存款多增。

9 月 M2 同比 10.3%，较 8 月小幅下行 0.3 个百分点，符合预期。从存款结构来看，居民部门新增存款达 2.53 万亿，同比多增 1422 亿，显示居民消费和购房支出意愿整体仍然较为谨慎，当前居民财富效应预期仍未完全修复，“超额存款”现象尚未结束；财政存款减少 2127 亿，同

比少减约 2700 亿，连续第二个月政府发债融资的高峰期继续带动财政存款少减，但扣除资金归集的影响，财政支出增速应该不低。企业存款、非银金融机构存款同步大幅少增，指向银行表外理财产品对存款的替代可能有所加速。

图 4: M2、社融存量、贷款余额同比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

四、受本轮房地产政策结构性放松的支撑，9月居民贷款出现积极改善的迹象，但幅度较为温和，显示此前两年房地产市场的深度调整包含了较多的中长期结构性因素，居民信贷改善的可持续性仍需观察，但无论是否持续，都要求货币政策继续采取中性偏松的立场，以稳定房地产市场需求、稳定房价预期。今年以来制造业投资和基建投资的高增是稳增长稳就业的一条逻辑主线，而从融资的角度来看，两大类投资年内主要都依赖企业中长贷连续火热高增的支持，而今年力度较为克制的财政政策我们预计明年也需提升其扩张力度，从而同样需要货币政策中性偏松的价量配合。综合考虑当前银行间市场资金相对紧张的现状、以及修复银行净息差对信用扩张的长期可持续性的重要作用，我们预计年内仍需实施降准降息，并预计中性偏松的货币政策立场和操作延续至 2024 年。维持 23Q4 下调 1Y LPR 10-15BP，下调 5Y LPR 5-10BP 的预测不变，维持四季度还需降息 50BP 的预测不变。当前美元再度强势，中美货币政策背离程度较大，维持年底前 CNY、CNH 围绕 7.2-7.3 左右的当前中枢水平波动的预测不变。

风险提示：美联储加息超预期风险。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn