

## 社融延续回升态势，后续有望持续改善

### 2023年9月金融数据点评

#### 报告摘要

9月社会融资规模增量为4.12万亿元（前值3.12万亿元），超过市场预期的3.73万亿元。9月新增社融同比多增5789亿元，继上月之后继续同比多增。9月社融存量增速+9.0%，与上月持平，略低于市场预期的+9.1%。结构上，9月社融同比多增主要靠政府债和表外的新增未贴现银行承兑汇票支撑，新增人民币贷款（社融口径）对社融的支撑较弱。

9月15日开始，央行降低存款准备金率25个BP，进一步释放流动性。央行宽货币的持续推进，叠加经济动能有所回升之下，实体经济融资需求的一定修复，是9月社融继续同比多增且超市场预期核心原因。总体而言，当前仍然是稳增长关键时期，考虑到实体经济融资需求进一步恢复的预期，后续货币政策仍将维持相对宽松倾向。

9月金融机构各项贷款余额增速+10.9%（前值+11.1%），略低于市场预期的+11.1%，金融机构新增贷款2.31万亿元（前值1.36万亿元），低于市场预期的2.54万亿元。9月金融机构新增贷款同比少增1600亿元，8月为同比多增1100亿元。9月信贷同比少增主要是受到了去年9月企业端信贷基数较高的影响。

9月居民端新增人民币贷款同比多增2082亿元，连续两个月同比少增后首次同比多增，表现并不差。9月居民中长期贷款与上月的同比少增1056亿元相比改善明显，显示一系列刺激房地产销售的政策推出后，居民加杠杆购房意愿有所回升。9月企业端新增人民币贷款同比少增2339亿元，受到去年基数拖累。与近五年对比，9月企业端新增人民币贷款为1.68万亿元，仅低于去年9月的1.92万亿元，明显高于2019年到2021年同期，显示企业端信贷需求并不弱。9月企业端新增中长期人民币贷款录得1.25万亿元，弱于去年9月的1.35万亿元，但明显强于2019年-2021年同月。

总体来看，9月信贷延续改善趋势。居民端新增中长期贷款时隔两个月再次录得同比多增，企业端9月新增人民币贷款虽然录得同比少增，但主要系企业端信贷去年同期基数较高的影响，排除基数因素后，9月企业端信贷并不算弱。往后看，包括稳房地产政策在内的增量稳增长政策继续发力下，居民和企业端信贷需求有望迎来持续改善。

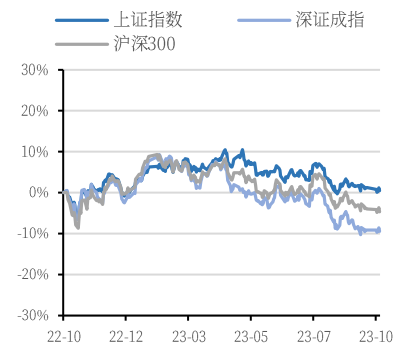
9月M2增速+10.3%（前值+10.6%），略弱于市场预期的+10.6%。存款结构中，居民存款增录得近10年最高位，显示居民消费意愿仍需进一步改善。9月M1同比+2.1%，前值+2.2%，M0同比+10.7%，前值+9.5%，M0增速上升的同时，M1增速再下降，显示企业预期仍然有进一步改善的空间。

风险提示：内需超预期走弱，增量稳房地产政策效力不及预期，海外重大突发地缘事件

#### 主要数据

上证指数	3088.0991
沪深300	3663.4104
深证成指	10068.2825

#### 主要指数走势图



#### 作者

符旸 分析师  
SAC执业证书: S0640514070001  
联系电话: 010-59562469  
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师  
SAC执业证书: S0640520030001  
联系电话: 010-59219572  
邮箱: liuqd@avicsec.com

#### 相关研究报告

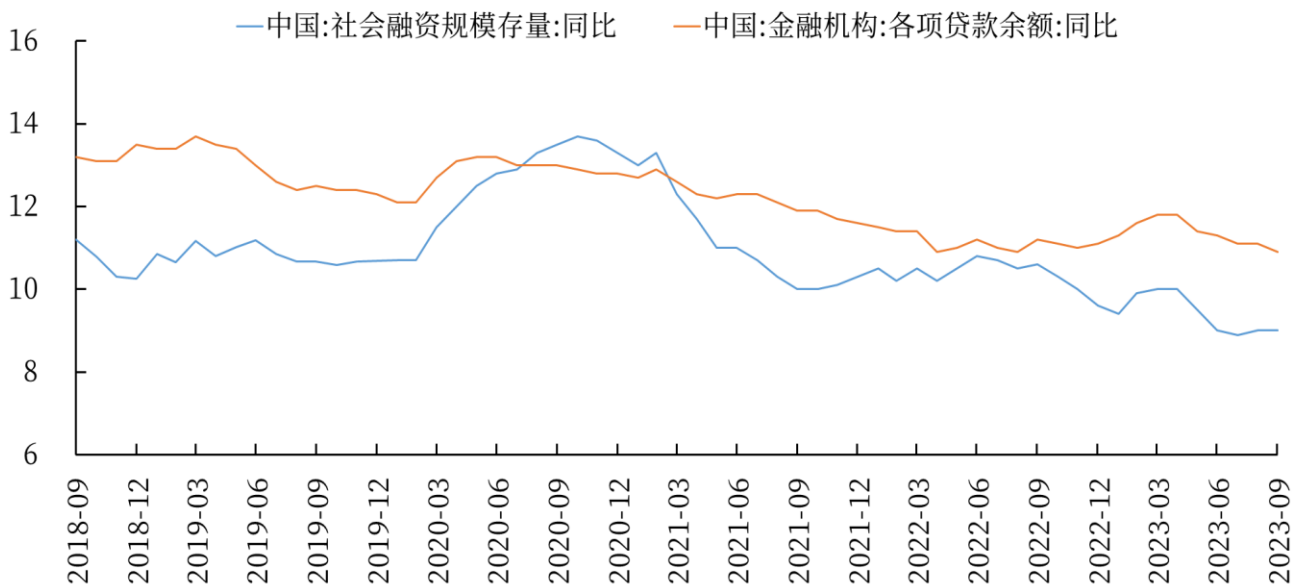
金融市场分析周报 —2023-10-12  
经济复苏趋势更加明显 —2023-10-08  
非美国家更加关注金融安全，去美元化仍任重道远 —2023-09-27

## 一、9月社融延续修复态势，增量再次超市场预期

9月社会融资规模增量为4.12万亿元（前值3.12万亿元），超过市场预期的3.73万亿元。9月新增社融同比多增5789亿元，继上月之后继续同比多增。9月社融存量增速+9.0%，与上月持平，略低于市场预期的+9.1%。结构上，9月社融同比多增主要靠政府债和表外的新增未贴现银行承兑汇票支撑，二者分别同比多增4416亿元和2264亿元，而新增人民币贷款（社融口径）同比少增310亿元，对社融的支撑较弱。

9月15日开始，央行降低存款准备金率25个BP，进一步释放流动性。此外，9月15日，央行在4000亿元利率为2.75%的一年期MLF到期的同时，投放了5910亿元利率为2.50%的一年期MLF，叠加9月15日开始，央行在今年2月之后再次投放14天逆回购，且利率由2月时的2.15%降为1.95%，显示央行呵护流动性意图明显。央行宽货币的持续推进，叠加经济动能有所回升之下，实体经济融资需求的一定修复，是9月社融继续同比多增且超市场预期的核心原因。截止10月14日，一年期AAA同业存单利率仍然与1年期MLF利率接近，一周期限的银行间质押式回购加权利率相比9月初也有所上升，显示在实体经济融资需求出现修复的情况下，当前流动性相对平衡，与今年3月到8月间实体经济融资需求较弱导致的“宽松”局面已经有所不同。总体而言，当前仍然是稳增长关键时期，考虑到实体经济融资需求进一步恢复的预期，后续货币政策仍将维持相对宽松倾向。

图1 社融存量和信贷存量增速（%）

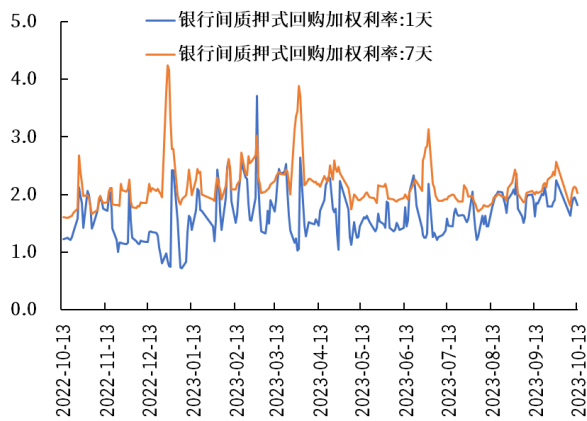


资料来源：wind，中航证券研究所

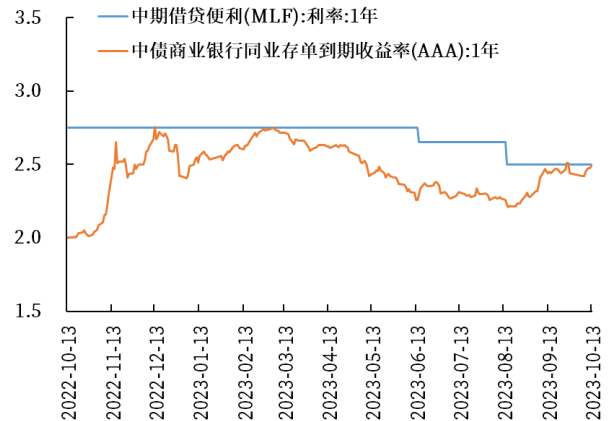
**图2 近 12 个月各月新增社融分项同比变化 (亿元)**

项目	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10
总 当月新增社会融资规模	5,789.00	6,525.00	-2,428.00	-9,661.00	-12,875.00	2,923.00	7,285.00	19,435.00	-1,805.00	-10,522.00	-6,146.00	-7,042.00
表内 新增人民币贷款	-310.00	68.00	-3,724.00	1,873.00	-6,011.00	815.00	7,196.00	9,100.00	7,326.00	4,051.00	-1,173.00	-3,321.00
新增外币贷款	130.00	625.00	798.00	100.00	-98.00	441.00	188.00	-170.00	-1,162.00	-1,016.00	-514.00	-691.00
表外 新增委托贷款	-1,800.00	-1,158.00	-81.00	324.00	167.00	85.00	68.00	-3.00	156.00	315.00	-123.00	643.00
新增信托贷款	594.00	251.00	628.00	674.00	922.00	734.00	214.00	87.00	618.00	3,789.00	1,825.00	1,000.00
新增未贴现银行承兑汇票	2,264.00	-2,357.00	781.00	-1,157.00	-727.00	1,212.00	1,505.00	4,159.00	-1,170.00	865.00	574.00	-1,170.00
直接 企业债券融资	317.00	1,186.00	321.00	-97.00	-2,130.00	-71.00	-410.00	47.00	-4,202.00	7,054.00	-3,402.00	152.00
非金融企业境内股票融资	-695.00	-215.00	-651.00	111.00	461.00	-173.00	-344.00	-14.00	-475.00	-408.00	-596.00	-58.00
其他 政府债券	4,416.00	8,714.00	111.00	-10,845.00	-5,011.00	636.00	-1,059.00	5,416.00	-1,886.00	-8,865.00	-1,138.00	-3,376.00

资料来源: wind, 中航证券研究所

**图3 短期银行间回购加权利率走势 (%)**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**图4 MLF 与银行同业存单收益率走势 (%)**


资料来源: wind, 中航证券研究所

## 二、9 月信贷继续恢复，因基数原因同比少增

9 月金融机构各项贷款余额增速+10.9% (前值+11.1%)，略低于市场预期的 +11.1%，金融机构新增贷款 2.31 万亿元 (前值 1.36 万亿元)，低于市场预期的 2.54 万亿元。9 月金融机构新增贷款同比少增 1600 亿元，8 月为同比多增 1100 亿元。9 月信贷同比少增主要是受到了去年 9 月企业端信贷基数较高的影响。

9 月居民端新增人民币贷款同比多增 2082 亿元，连续两个月同比少增后首次同比多增，表现并不差。9 月居民端新增短期和中长期信贷分别同比多增 177 亿元和 2014 亿元，短期信贷同比多增幅度小于上月，但中长期贷款与上月的同比少增 1056 亿元相比改善明显，显示一系列刺激房地产销售的政策推出后，居民加杠杆购房意愿有所回升。

9 月企业端新增人民币贷款同比少增 2339 亿元，受到去年基数拖累。与近五年对比，9 月企业端新增人民币贷款为 1.68 万亿元，仅低于去年 9 月的 1.92 万亿元，明显高于 2019 年到 2021 年的 1.01 万亿元、9458 亿元和 9803 亿元，显示企业端信贷需求并不弱。分长短期看，9 月企业端新增短贷+票据融资合计录得 4186 亿元，弱于

去年和 2019 年，处在近五年同月中游位置，9 月企业端新增中长期人民币贷款录得 1.25 万亿元，弱于去年 9 月的 1.35 万亿元，但明显强于 2019 年-2021 年同月。

总体来看，9 月信贷延续改善趋势。居民端新增中长期贷款时隔两个月再次录得同比多增，企业端 9 月新增人民币贷款虽然录得同比少增，但主要系企业端信贷去年同期基数较高的影响，排除基数因素后，9 月企业端信贷并不算弱。往后看，包括稳房地产政策在内的增量稳增长政策继续发力下，居民和企业端信贷需求有望迎来持续改善。

**图5 近 12 个月各月新增信贷分项同比变化 (亿元)**

项目	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	
总	新增人民币贷款	-1600.00	1100	-3331	2400	5300	734	7600	5800	9200	2700	600	2110
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	1377	1999	844	-441.87	8853	-2418.13	2902	1762	1580	2573	1699	1748
	新增人民币贷款:中长期	1070	1965	2905	1899.28	2784	3174.72	9865	7370	8807	7024	232	1456
居民	新增人民币贷款:居民户	2,082.00	-658.00	3224	1157	784	241	4908	5450	5858	1963	4710	4827
	新增人民币贷款:居民户:短期	177	898	1066	632.13	148	600.87	2246	4129	665	270	992	938
	新增人民币贷款:居民户:中长期	2,014.00	-1,056.00	2158	463.28	637	-842.28	2613	1322	5193	1693	3718	3889
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	-2,339.00	738	499	687	6742	1055	2200	3700	13200	6017	3158	1525
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	881	280	239	543	2292	849	2726	1674	5000	638	651	1555
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	944	909	747	1436	2147	4017	7252	6048	14000	8717	3950	2433
	新增人民币贷款:票据融资	-673.00	1881	461	1617	6709	3868	7874	4041	5915	2941	156	745

资料来源: wind, 中航证券研究所

**图6 历年 9 月信贷及分项比较 (亿元)**

项目	2023年9月	2022年9月	2021年9月	2020年9月	2019年9月	2018年9月
总	新增人民币贷款	23,100.0	24,700.0	16,600.0	19,000.0	13,800.0
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	7,401.0	8,778.0	6,398.0	2,036.0	5,974.8
	新增人民币贷款:中长期	18,014.0	16,944.0	11,615.0	17,042.0	8,109.0
居民	新增人民币贷款:居民户	8,585.0	6,503.0	7,886.0	9,607.0	7,544.0
	新增人民币贷款:居民户:短期	3,215.0	3,038.0	3,219.0	3,394.0	3,134.0
	新增人民币贷款:居民户:中长期	5,470.0	3,456.0	4,667.0	6,362.0	4,309.0
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	16,834.0	19,173.0	9,803.0	9,458.0	6,772.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	5,686.0	6,567.0	1,826.0	1,274.0	1,098.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	12,544.0	13,488.0	6,948.0	10,680.0	3,800.0
	新增人民币贷款:票据融资	-1,500.0	-827.0	1,353.0	-2,632.0	1,742.8

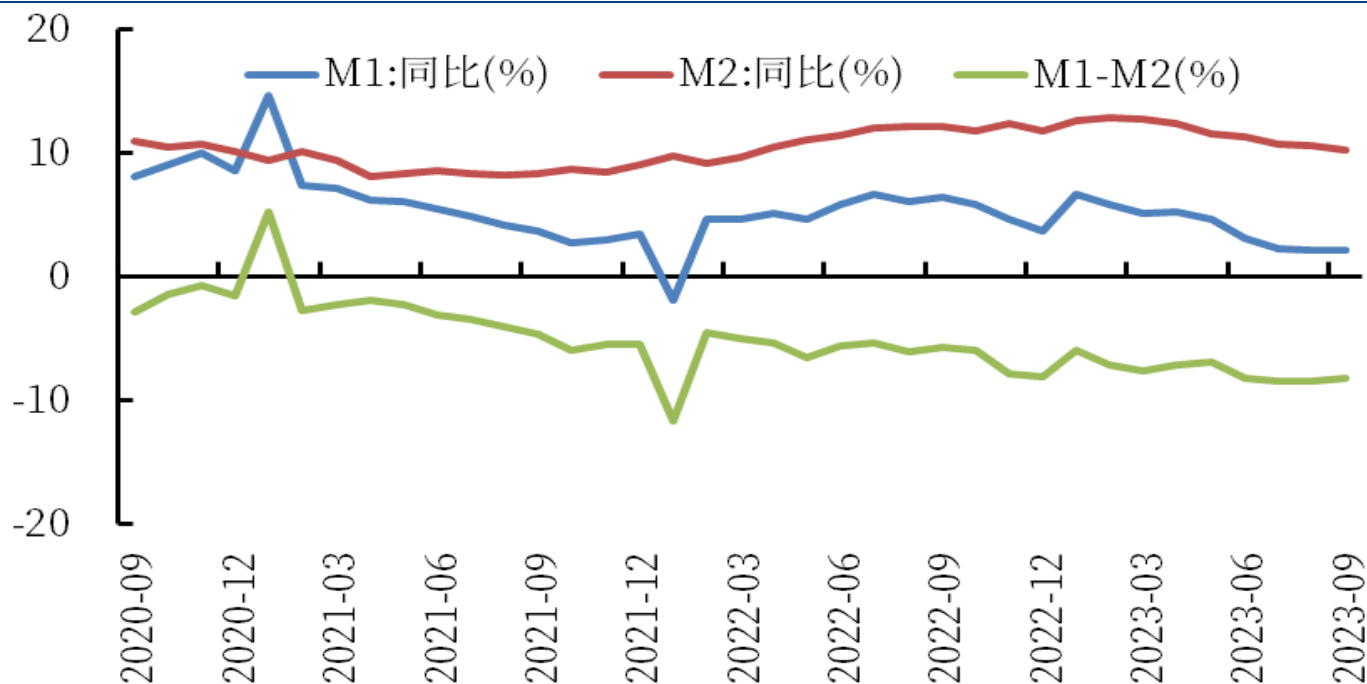
资料来源: wind, 中航证券研究所

### 三、M1 增速再下降，居民和企业预期仍有改善空间

9 月 M2 增速+10.3% (前值+10.6%)，略弱于市场预期的+10.6%。存款结构中，居民存款增加 2.53 万亿元，高于去年同期的 2.39 万亿元，录得近 10 年最高位，意味着居民储蓄意愿仍然较强，居民消费意愿仍需进一步改善。9 月财政存款减少 2127 亿元，较去年同期少减近 2600 多亿元，主要系 9 月政府债券发行量仍然较大。9 月 M1

同比+2.1%，前值+2.2%，M0 同比+10.7%，前值+9.5%，M0 增速上升的同时，M1 增速再下降，显示企业预期仍然有进一步改善的空间。

图7 M2 和 M1 增速走势 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。  
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享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。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637