

2023年10月14日

9月总量不弱，后续社融增速或将稳中趋升

宏观研究团队

——9月金融数据点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：9月社会融资规模 4.12 万亿元，预期 3.73 万亿元，前值 3.12 万亿元。

● 人民币信贷：信贷总量不弱，结构边际改善

9月信贷不弱，需求仍有改善空间。9月新增人民币贷款 23100 亿元，较 2022 年同期少增 1600 亿，但在历史同期处于高位。2022 年 9 月企业中长期信贷增量创历史性新高，因此高基数下同比显示少增，但拉长周期看 9 月信贷总量不弱。

居民信贷有所反弹，或与地产放松改善预期、存量房贷净偿还减少有关。9 月居民中长贷新增 5470 亿元，同比多增 2014 亿元；居民短贷新增 3215 亿元，同比小幅多增 177 亿。居民中长贷较为亮眼，一则居民贷款的提前偿还量减少，对中长期信贷有一定支撑；二则 9 月地产放松政策落地，居民对地产销售预期边际趋改善。此外，居民短贷也保持了较好的势头，经营贷增长速度较快，指向居民的消费需求逐渐恢复。**企业贷款新增 16834 亿元，虽同比少增 2339 亿元，仍是近七年来次高，比过去五年均值高出 5770 亿元。结构边际改善，表内票据融资贡献降低。**企业短贷和中长贷分别新增 5686、12544 亿元，尽管同比均呈少增，企业中长贷仍具备韧性；表内票据融资多减 673 亿元，9 月票据利率持续上行，冲贷情况有所缓解。

● 社融：政府债券支撑社融可持续性仍待观察

9月新增社融 4.12 万亿元，同比多增 5789 亿元，社融存量增速与 8 月持平，为 9%。社融总量超预期，分项上主要由政府债券拉动。

政府债券融资支撑社融增长，但专项债发行不及预期。社融口径新增人民币贷款增长保持一定力度，相对高基数的 2022 年小幅少增。9 月地方政府专项债发行速度尚可但与计划比略不及预期，且进入 10 月，专项债发行速度趋于放缓。后续特殊再融资债发行，若用于置换存量贷款，对社融的影响或相对有限。因此，政府债券对社融增速的支撑可持续性仍待观察。**企业债券和表外融资同比多增。**企业股票融资同比少增 695 亿元，在 IPO 监管趋严下企业融资受到影响。9 月表外融资总体同比多增 1558 亿元，未贴现银行承兑汇票同比多增 2264 亿元，反映银行开票活跃度增加，实体经济趋于改善。9 月社融数据总体超预期，但需注意其中隐忧。首先，四季度信贷投放能否保持此前力度？央行三季度货币政策例会提出“引导金融机构增加制造业中长期贷款”，但政策力度若放缓，企业需求的好转才是支撑信贷增速平稳的前提。居民贷款能否保持高增也有待观察，居民消费、投资的意愿回暖可能仍需时间。政府债方面，关注 10 月全国人大常委会对提前批地方债限额的安排。社融增速后续回升仍存不确定性，可能需更大力度稳增长政策配合。

● M2 增速延续回落，货币政策空间充足

9 月 M1 同比下降 0.1 个百分点至 2.1%，M2 同比下降 0.3 个百分点至 10.3%。社融-M2 剪刀差回升至 -1.3%。**居民存款多增，企业、非银存款延续减少，财政存款大幅少减。**9 月居民存款同比多增 1422 亿元，或与提前还贷放缓有关，但也说明居民用于消费和投资的支出并未增加。非银存款同比多减 3845 亿元，资本市场收益率低迷，表现为居民企业存款持续撤出。财政存款同比少减 2673 亿元，或与政府债大量发行有关，债券资金使用前，短期内财政存款会增加。

9 月 M1 延续小幅下行，M2 同比加速下降，或反映贷款增速减弱，创造存款速度相应放缓；同时 M1 增速连续 5 个月下行，实体经济的活跃度改善效果仍不明显。三季度货币政策力度加大，基本面已逐步见到企稳。邹澜司长表示，“货币政策应对超预期挑战和变化，还有充足的政策空间和储备，将继续做好逆周期调节。”稳增长叠加化债降成本，我们判断，后续降息的可能性仍存，其他基建、地产等需求侧政策也有望发力，政策助力下，社融增速或将稳中趋升。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

相关研究报告

《大宗商品涨价驱动 PPI 环比回升——9 月通胀数据点评——宏观经济点评》-2023.10.13

《通胀回落还需要更多的耐心与时间——美国 9 月 CPI 点评——宏观经济点评》-2023.10.13

《美国就业市场回暖可持续性尚待观察——美国 9 月非农就业数据点评——宏观经济点评》-2023.10.10

目 录

1、人民币信贷：信贷总量不弱，结构边际改善	3
2、社融：政府债券支撑社融可持续性仍待观察	4
3、M2 增速延续回落，货币政策空间充足	5
4、风险提示	6

图表目录

图 1： 9 月居民贷款同比多增支撑信贷	3
图 2： 9 月票据利率稳步上升	3
图 3： 企业中长贷连续三月同比少增	4
图 4： 一线城市商品房销售面积边际企稳	4
图 5： 9 月政府债券融资多增	5
图 6： 9 月表外融资总体同比多增	5
图 7： 9 月专项债发行规模略不及预期	5
图 8： 9 月社融存量增速持平	5
图 9： 9 月居民存款在高基数下多增	6
图 10： 社融-M2 剪刀差持续缩窄	6

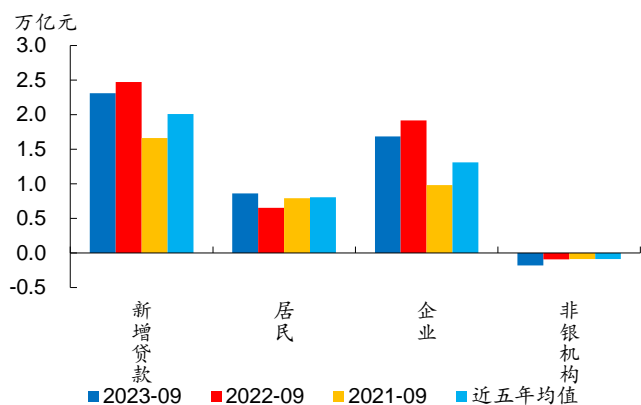
1、人民币信贷：信贷总量不弱，结构边际改善

9月信贷不弱，需求仍有改善空间。9月新增人民币贷款23100亿元，较2022年同期少增1600亿，但在历史同期处于高位。2022年9月企业中长期信贷增量创历史新高，因此高基数下同比显示较弱，但拉长周期看9月信贷总量不弱。

居民信贷有所反弹，或与地产放松改善预期、存量房贷净偿还减少有关。9月居民中长贷新增5470亿元，同比多增2014亿元；居民短贷新增3215亿元，同比小幅多增177亿。居民中长贷较为亮眼，与近五年同期均值比仍多增723亿，主要有两方面原因：一则9月25日存量房贷下调开始实施，根据央行统计数据，9月25日到10月1日，有98.5%符合条件的存量房贷，首套房贷利率完成下调，合计4973万笔，平均降幅0.73个百分点。这使得居民贷款的提前偿还量减少，对中长期信贷有一定支撑；二则9月地产降首付比例、认房不认贷等放松政策落地，居民对地产销售预期边际趋改善，30城一线城市商品房销售面积同比较8月改善5.7个百分点，居民加杠杆行为随着信心回暖而有所好转。此外，居民短贷也保持了较好的势头，经营贷增长速度较快，指向居民的消费需求逐渐恢复。

企业贷款新增16834亿元，虽同比少增2339亿元，但仍是近七年来次高，比过去五年均值高出5770亿元。结构边际改善，表内票据融资贡献降低。企业短贷和中长贷分别新增5686、12544亿元，尽管同比均呈少增，企业中长贷仍具备韧性；表内票据融资多减673亿元，9月票据利率持续上行，冲贷情况有所缓解。我们提示，企业中长期需求的恢复一般滞后于社融增速的改善。在实体经济企稳的条件下，企业信贷结构已逐步见到好转。

图1：9月居民贷款同比多增支撑信贷

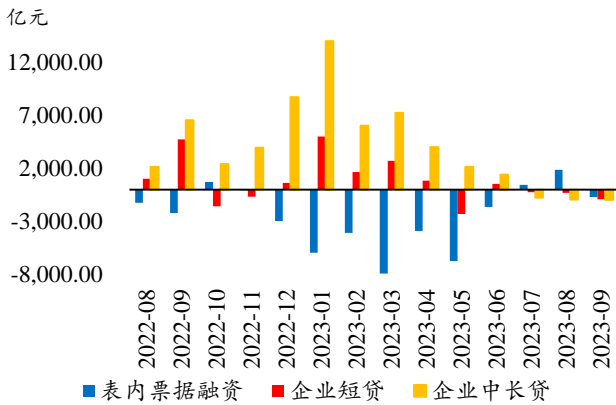


数据来源：Wind、开源证券研究所

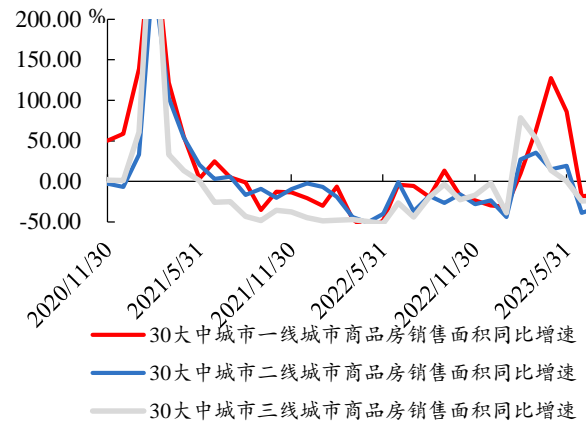
图2：9月票据利率稳步上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：企业中长贷连续三月同比少增


数据来源：Wind、开源证券研究所；图中为同比多增量

图4：一线城市商品房销售面积边际企稳


数据来源：Wind、开源证券研究所

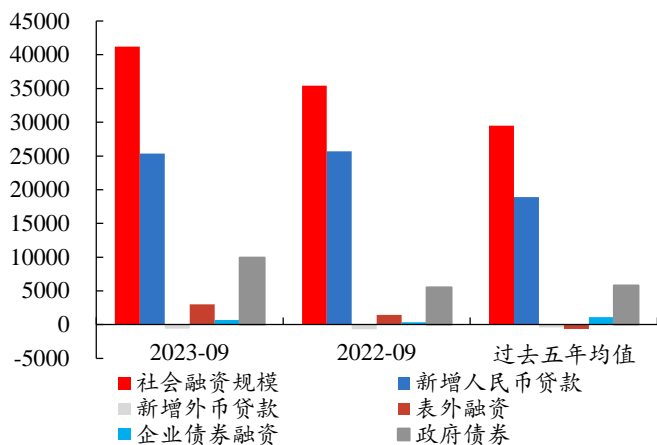
2、社融：政府债券支撑社融可持续性仍待观察

9月新增社融4.12万亿元，同比多增5789亿元，社融存量增速与8月持平，为9%。社融总量超预期，分项上主要由政府债券拉动。

政府债券融资支撑社融增长，但专项债发行不及预期。社融口径新增人民币贷款25376亿元，信贷增长保持一定力度，相对高基数的2022年小幅少增。政府债券新增9949亿元，同比多增4416亿元。9月新增专项债共计发行3846亿元，国债净融资额也达到5707亿元。9月地方政府专项债发行仍保持较快速度但力度略不及预期，且进入10月，专项债发行速度趋于放缓。考虑全年3.8万亿专项债发行额度，截至10月13日共发行3.49万亿元，剩余约3000亿额度，或将在10-12月逐月发行。需要注意的是，为化解地方政府债务风险而重启的特殊再融资债已在10月开始发行，一般来说再融资债对社融总量并不会构成较大影响，主因再融资债是债券的置换。而特殊再融资债出于化债用途，贷款是城投债务的主要形式，若用于置换存量贷款，对社融的影响或限于结构层面的转化。

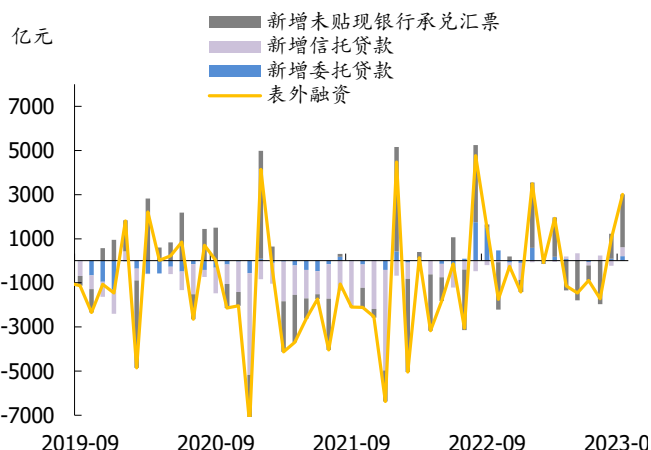
企业债券和表外融资同比多增。企业债券融资新增662亿元，同比多增317亿。相对贷款，企业债券规模较小，贷款大规模投放对企业债券融资有一定挤压；企业股票融资同比少增695亿元，在IPO监管趋严下企业融资受到影响。9月表外融资总体同比多增1558亿元，委托贷款仅新增208亿元，同比少增1300亿，与2022年政策性金融工具规模较大，而2023年基本使用完毕有关。未贴现银行承兑汇票同比多增2264亿元，反映银行开票活跃度增加，实体经济趋于改善。

图5：9月政府债券融资多增



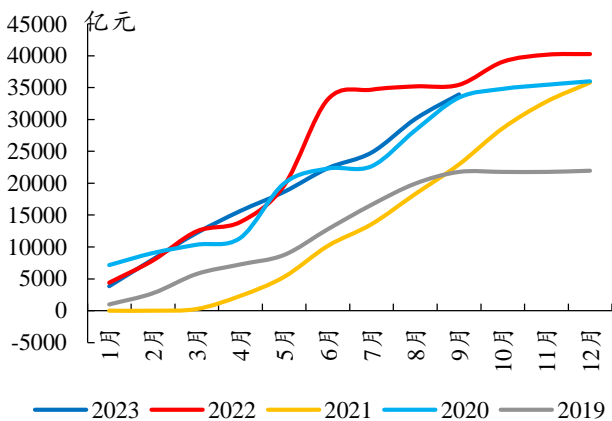
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：9月表外融资总体同比多增



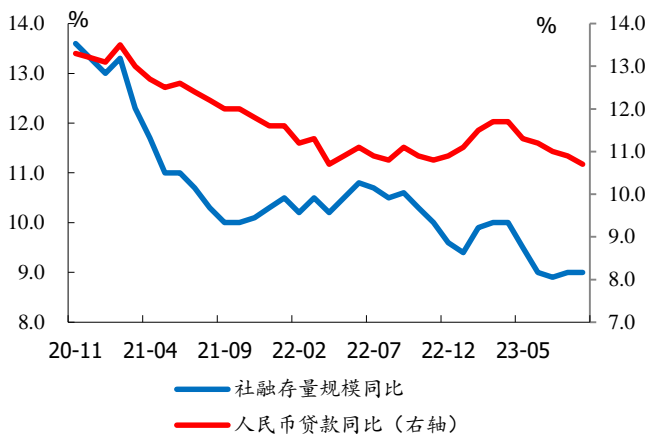
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：9月专项债发行规模略不及预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：9月社融存量增速持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

总体看 9 月社融表现，信贷绝对量同比并未显著增长，但仍保持高基数下的相对强势；拉动社融增长的是大幅增加的政府债融资。**9月社融数据总体超预期，但需注意其中隐忧。**首先，四季度信贷投放能否保持此前力度？央行三季度货币政策例会提出“引导金融机构增加制造业中长期贷款”，表明政策在维持金融机构贷款投放力度，但政策力度放缓后，企业需求的好转才是支撑后续信贷增速平稳的前提。此外，居民贷款能否保持高增也有待观察，居民消费、投资的意愿回暖可能仍需时间。政府债的支撑需要更多增量政策支持，委员长会议建议，10月的十四届全国人大常委会第六次会议审议授权提前下达部分新增地方政府债务限额的议案，可观察提前下达地方债的节奏，或许对后续社融形成支撑。9月社融增速持平，后续回升仍存不确定性，可能需更大力度稳增长政策配合。

3、M2 增速延续回落，货币政策空间充足

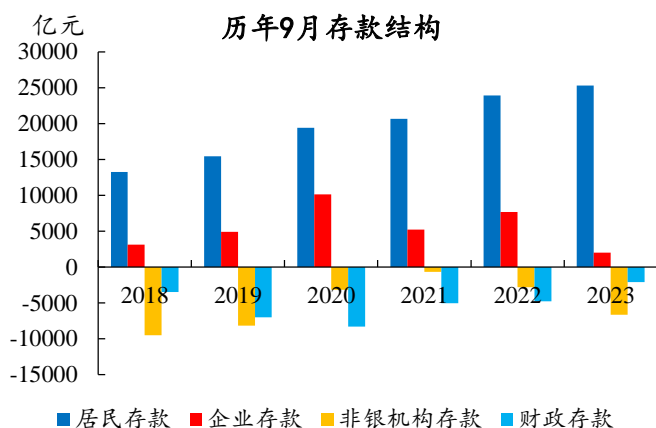
9月 M1 同比下降 0.1 个百分点至 2.1%，M2 同比下降 0.3 个百分点至 10.3%。

社融-M2 剪刀差回升至-1.3%。

存款方面，居民存款多增，企业、非银存款延续减少，财政存款大幅少减。9月居民存款新增 25316 亿元，同比多增 1422 亿元，居民存款连续两月的同比增量下滑结束，或得益于提前还贷放缓；但也说明居民用于消费和投资的支出并未增加，居民节省利息支出后仍倾向于进行储蓄。非银存款减少 6650 亿元，同比多减 3845 亿元，资本市场收益率低迷，表现为居民企业存款持续撤出。企业存款大幅少增，同比少增 5639 亿元。财政存款同比少减 2673 亿元，或与政府债大量发行有关，债券资金使用前，短期内财政存款会增加。

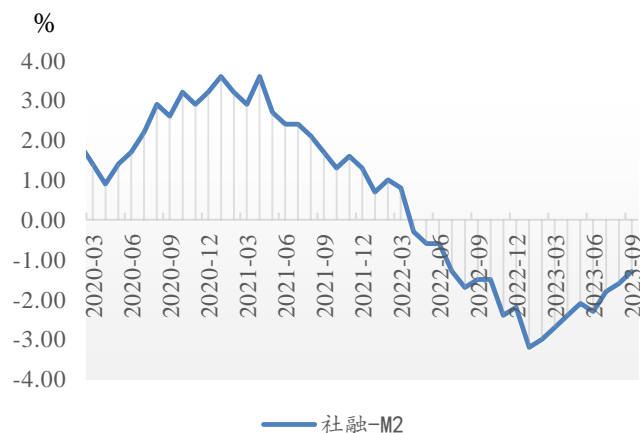
9月 M1 延续小幅下行，M2 同比加速下降，或反映贷款增速减弱，创造存款速度相应放缓；同时 M1 增速连续 5 个月下行，实体经济的活跃度改善效果一直不明显。三季度货币政策力度加大，宽货币宽信用，同时为实体部门降成本。基本面已逐步见到企稳迹象，9 月制造业 PMI 重回荣枯线以上。但正如我们一直提示的，信心和需求的修复需要更多政策的加码。货币方面，三季度金融数据发布会上邹澜司长表示，“货币政策应对超预期挑战和变化，还有充足的政策空间和储备，将继续做好逆周期调节，为激活经济内生动力和活力营造适宜的货币金融环境。”稳增长叠加化债降成本，我们判断，后续降息的可能性仍存，其他基建、地产等需求侧政策也有望发力，社融或将稳中回升。

图9：9月居民存款在高基数下多增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：社融-M2 剪刀差持续缩窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn