

新增社融超预期，政策提振居民端好转

——9月社融数据点评

摘要

- **新增社融同比多增明显，但新增人民币贷款少增。**从社融存量看，9月末，社融存量同比增长9%，与前值持平。从社融增量看，9月社会融资规模增量为4.12万亿元，比上年同期多5638亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款增加2.54万亿元，同比少增310亿元。9月对实体经济发放的人民币贷款环比回升明显，但同比少增，稳健的货币政策仍然支持实体经济复苏。
- **政府债券同比多增明显，表外融资占比回升。**从社融结构看，在贷款占比回升背景下，直接融资占比回落，政府债券仍是直接融资的主要贡献项，9月新增政府债券融资9949亿元，同比多增4416亿元；9月企业债券融资新增662亿元，同比多增317亿元；非金融企业境内股票融资327亿元，同比少增695亿元。表外融资占比较上月回升，新增未贴现银行承兑汇票增加。
- **新增企业中长期贷款仍高，居民中长贷回暖。**9月份人民币贷款增加2.31万亿元，同比少增1764亿元，企业贷款增加16730亿元，同比少增2498亿元，企业部门中长期贷款和短期贷款虽然同比少增，但仍处于高位，环比及同比2021年都有多增。后续在政策效果逐渐显现，生产持续复苏等促进下，新增企业贷款预计仍在较高水平。9月，住户贷款增加8685亿元，同比多增2191亿元，环比8月多增2847亿元，在消费政策及房地产政策提振下，居民贷款有所好转，其中居民短期贷款增加3215亿元，同比多增177亿元，9月部分地方促消费政策，居民短期贷款明显好转；中长期贷款增加5470亿元，同比多增2014亿元，在近期较密集的房地产刺激下，居民中长期贷款也有所好转。后续居民贷款在促消费及房地产政策效果显现作用下，预计将持续向好。
- **M2增速延续回落，居民存款同比多增。**9月，M2同比增长10.3%，增速比上月末回落0.3个百分点。9月人民币存款增加2.24万亿元，同比少增3895亿元，其中财政性存款同比少减2673亿元；住户存款增加25316亿元，同比多增1422亿元；非金融企业存款增加2010亿元，同比少增5639亿元。M1与M2剪刀差较上月收敛0.2个百分点。后续货币政策仍将坚持稳健取向，但下月基数回升，预计M2增速继续回落。
- **风险提示：**国内需求不及预期，房地产市场较弱。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦

执业证号：S1250522090001

电话：010-57631299

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏

执业证号：S1250523030002

电话：010-55758502

邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. CPI、PPI表现分化——9月通胀数据点评 (2023-10-13)
2. 假期消费反弹明显，原油多空因素皆存 (2023-10-08)
3. 重回扩张区间，复苏持续性如何？——9月PMI数据点评 (2023-10-02)
4. 央行释放积极信号，美债波动引关注 (2023-09-30)
5. 从消费信贷看美国家庭资产负债表 (2023-09-30)
6. 房地产政策继续放松，美联储点阵图放鹰 (2023-09-23)
7. 数据回暖，制造业和消费表现较好 (2023-09-17)
8. 国内政策不停歇，美国通胀起波澜 (2023-09-15)
9. 数据好转，后市可期——8月社融数据点评 (2023-09-12)
10. 猪油共振下，CPI同比回正——8月通胀数据点评 (2023-09-10)

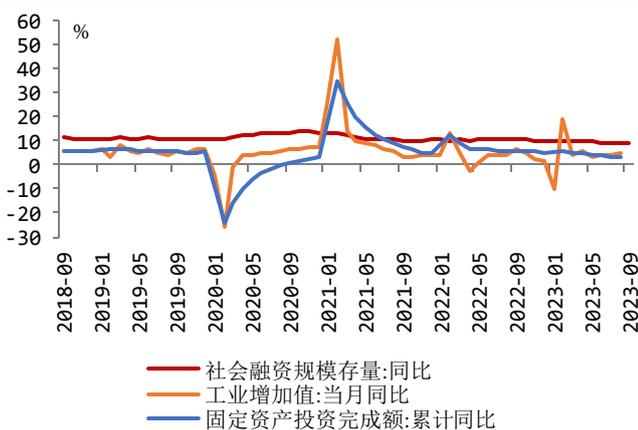
9月，新增社融超预期，新增人民币贷款不及市场预期，直接融资占比有所回落，其中政府债券融资仍是主要贡献项。贷款方面，企业部门中长期贷款和短期贷款虽然同比少增，但仍处于高位，环比及同比2021年都有多增；居民部门短期贷款及中长期贷款都有所增加，居民端信心较上月有所回升，后续在促消费、稳房地产政策发力下有望继续回暖。

1 新增社融同比多增明显，但新增人民币贷款少增

新增人民币贷款同比少增，不及市场预期。9月末社会融资规模存量为372.5万亿元，同比增长9%，与前值持平。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%，增速回落0.2个百分点。从结构看，9月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的62.5%，同比高1个百分点，环比8月占比持平。从社融增量看，1-9月，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。9月单月，社会融资规模增量为4.12万亿元，比上年同期多5638亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加2.54万亿元，同比少增310亿元，环比8月多增11964亿元。9月对实体经济发放的人民币贷款环比回升明显，但同比少增，稳健的货币政策仍然支持实体经济复苏。

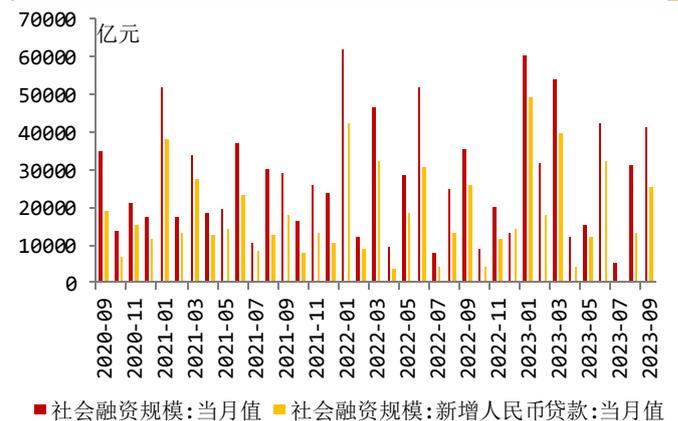
9月25日，央行货币政策委员会召开2023年三季度例会，货币政策定调方面，央行指出“要持续用力、乘势而上，加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，搞好逆周期和跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，加快经济良性循环，为实体经济提供更有力的支持”。与二季度相比新增强调“逆周期”调节，不仅要“扩大内需”还要“提振信心”。此外，央行还指出要“加大已出台货币政策实施力度”，表态释放出积极信号。10月11日，央行召开2023年研究工作视频会议，全面总结2022年以来中国人民银行研究系统工作，分析当前经济金融形势，部署近期重点研究任务，要求树立“大研究”观念。总的来看，货币政策和财政政策持续对实体经济恢复形成支持，预计在密集政策利好下，企业和居民信心有望继续恢复，支持信贷较暖。

图1：社融存量同比增速持平



数据来源：wind、西南证券整理

图2：9月新增社融同比多增



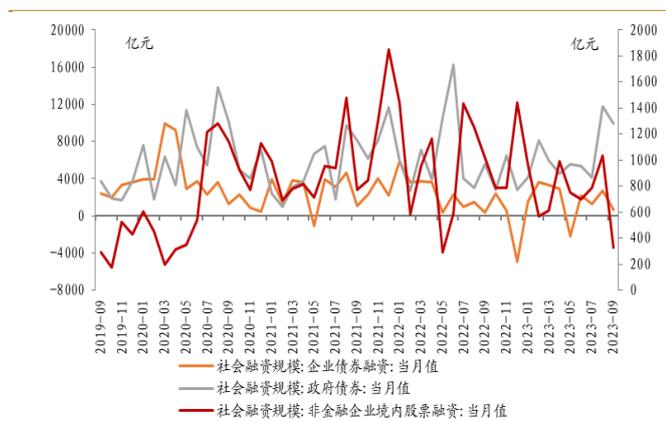
数据来源：wind、西南证券整理

2 政府债券同比多增明显，表外融资占比回升

从社融结构看，直接融资占比继续回落，新增政府债券规模较大。9月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为 61.59%，较上月回升 18.66 个百分点；9 月新增信贷占比回升，在此背景下，直接融资占比较上月有所回落，9 月新增直接融资 10938 亿元，同比多增 4038 亿元，环比少增 4555 亿元。9 月新增直接融资占同期社会融资规模增量的 26.55%，较 8 月回落 23.05 个百分点。从分项看，政府债券新增量较多，是直接融资的主要贡献项。9 月新增政府债券融资 9949 亿元，在去年和前年专项债发行前置下，同比多增 4416 亿元，环比 8 月少增 1810 亿元，较 2021 年同期多增 1883 亿元，整体看处于高位。10 月 9 日，据中国债券信息网公布，2023 年重庆市地方政府再融资一般债券（六期至九期），本批次债券发行总规模 421.9 亿元，继内蒙古打响化债第一枪后，全国多地相继跟进，特殊再融资债券发行加速，截至目前，内蒙古、天津、辽宁、云南、重庆、广西先后宣布特殊再融资债发行计划，其中内蒙古 663.2 亿、天津 210 亿、辽宁 870.42 亿，云南 533 亿元、重庆 421.9 亿元、广西 498 亿元，合计规模为 3196.52 亿元，募集用途为偿还存量债务。截至 9 月底今年用于项目建设的新增专项债发行规模达到 3.3 万亿，完成已下达额度的 90%，专项债发行已完成大部分计划。近期地方已开始储备谋划 2024 年专项债项目。按照监管要求，2024 年专项债投向整体保持 10 大领域不变，但一些细项发生变化，保障性安居工程领域新增城中村改造、保障性住房两个投向。此外，专项债作资本金领域新增供气、供热两个领域至 15 个。9 月份全国地方债共计发行规模为 7701.07 亿元，其中新增一般债 620 亿元、新增专项债 3569 亿元。企业债券方面，9 月企业债券融资新增 662 亿元，同比多增 317 亿元，环比少增 2036 亿元，但较 2021 年同期少增 475 亿元，后续在市场趋稳下，企业债券融资或向好。9 月，非金融企业境内股票融资 327 亿元，同比少增 695 亿元，环比少增 709 亿元，较 2021 年同期少增 445 亿元。

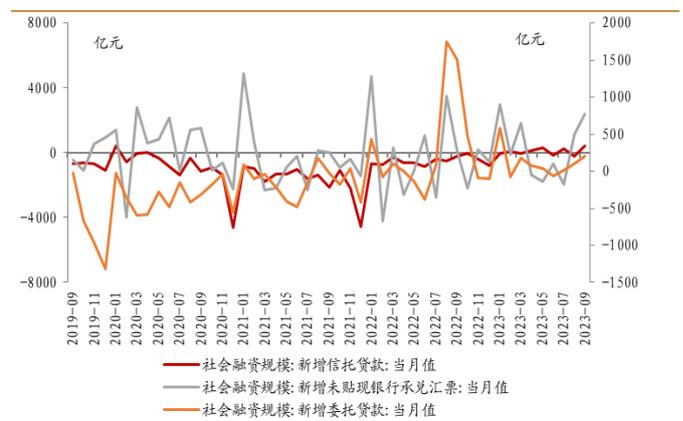
表外融资占比较上月回升，新增未贴现银行承兑汇票增加。9 月，表外融资新增 3007 亿元，同比多增 1558 亿元，环比多增 2002 亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为 7.3%，占比较上月回升 4.1 个百分点。9 月末贴现银行承兑汇票增加 2396 亿元，同比明显多增 2264 亿元，环比多增 1267 亿元；委托贷款增加 208 亿元，同比少增 1300 亿元，环比多增 111 亿元；信托贷款增加 403 亿元，同比多增 594 亿元，环比多增 624 亿元。

图 3：9 月直接融资各分项表现



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：9 月表外融资分项表现

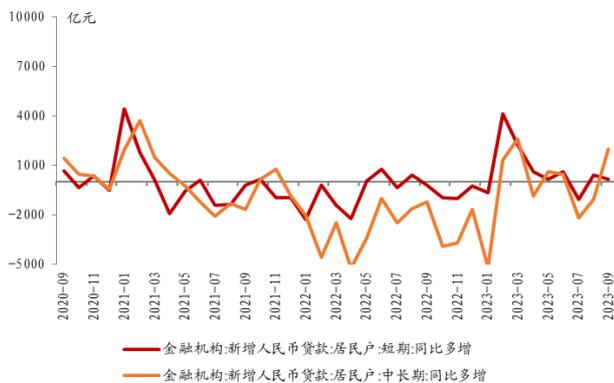


数据来源：wind、西南证券整理

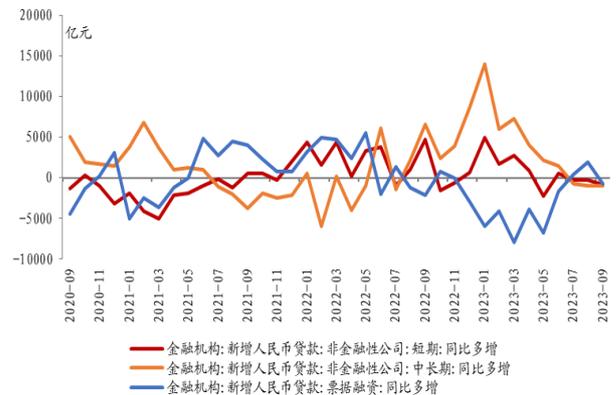
3 新增企业中长期贷款仍高，居民中长贷回暖

企业中长期贷款岁同比少增，但仍处于高位，短期贷款也为同样趋势。1-9月，人民币贷款增加19.75万亿元，同比多增1.58万亿元。9月份，人民币贷款增加2.31万亿元，同比少增1764亿元。分部门看，1-9月，企（事）业单位贷款增加15.68万亿元，其中，短期贷款增加3.99万亿元，中长期贷款增加11.88万亿元，票据融资减少3355亿元。9月单月看，企（事）业单位贷款增加16730亿元，同比少增2498亿元，环比8月多增7215亿元，同比2021年同期多增6603亿元，企业新增信贷仍在较高位置，与近期较密集的稳增长政策有关。其中从贷款结构看，9月，企业短期贷款增加5686亿元，同比少增881亿元，环比8月多增6087亿元，较2021年同期多增3860亿元；中长期贷款增加12544亿元，同比少增944亿元，环比多增6100亿元，较2021年同期多增5596亿元；票据融资减少1500亿元，同比多减673亿元，环比多减4972亿元，较2021年同期多减2853亿元。稳增长政策频出，9月制造业采购经理人指数较上月回升0.5个百分点至50.2%，高于市场预期，传统开工旺季下，供需两端持续改善。从需求端看，9月新订单指数为50.5%，较8月上升0.3个百分点，连续两个月扩张，国内需求稳中有增，外需下滑势头放缓。从生产端看，天气影响减弱，开工旺季下企业生产进一步加快，9月生产指数较8月升高0.8个百分点至52.7%，连续4个月扩张。后续在政策效果逐渐显现，生产持续复苏等促进下，新增企业贷款预计仍在较高水平。

居民端中长期贷款和短期贷款同比多增。1-9月，住户贷款增加3.85万亿元，其中，短期贷款增加1.75万亿元，中长期贷款增加2.1万亿元。9月单月，住户贷款增加8685亿元，同比多增2191亿元，环比8月多增2847亿元，在消费政策及房地产政策提振下，居民贷款有所好转。从结构看，居民短期贷款增加3215亿元，同比多增177亿元，环比多增895亿元，9月部分地方促消费政策，居民短期贷款明显好转；中长期贷款增加5470亿元，同比多增2014亿元，环比多增3868亿元，在近期较密集的房地产刺激下，居民中长期贷款也有所好转。据中原地产研究院统计，9月全月，各地累计发布房地产调控政策高达175次。其中核心政策是8月底9月初各地开始井喷的“认房不认贷”政策。截至目前，已有超过60个城市明确执行“认房不认贷”政策。同时，广州、天津、西安、厦门、苏州、长沙、成都等城市减少了限购区域，南京、合肥、济南、青岛等二线以下城市全面取消限购，各地落实差异化限贷政策，公积金支持政策仍是各地因城施策的主要手段。当下我国房地产市场供求关系发生重大变化，房地产相关政策正在持续优化调整中，从各项政策来看，我国供给侧和需求侧房地产政策优化调整，并且落实速度快于预期。此外，10月10日，金融监管总局向各地监管局、各类金融机构下发了《关于金融支持恢复和扩大消费的通知》，引导各类金融机构深耕消费金融细分市场，开发多元消费场景，提升零售服务质量，满足居民合理消费信贷需求，通过差异化的金融服务更好地为实体经济服务。后续居民贷款在促消费及房地产政策效果显现作用下，预计将持续向好。

图 5：居民部门中长期贷款同比多增


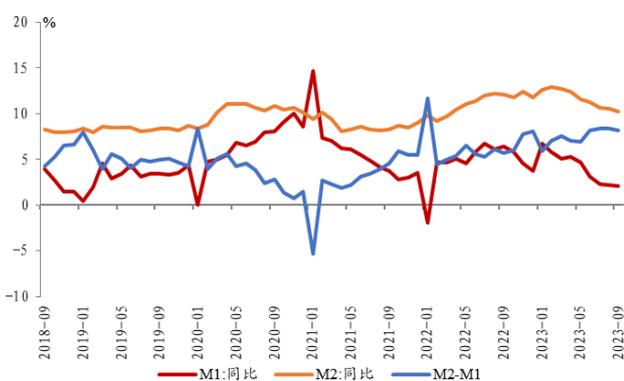
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位票据贷款同比少增


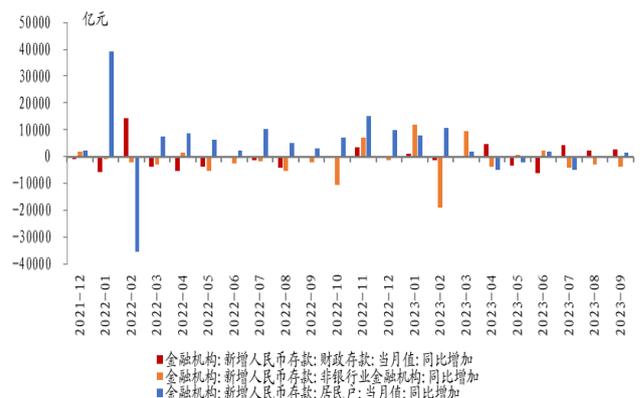
数据来源: wind、西南证券整理

4 M2 增速延续回落，居民存款同比多增

剪刀差收窄，M1、M2 同比增速都继续回落。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。9 月末，本外币存款余额 286.6 万亿元，同比增长 9.7%。人民币存款余额 281 万亿元，同比增长 10.2%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 1.1 个百分点。1-9 月，人民币存款增加 22.48 万亿元，同比少增 2737 亿元。其中，住户存款增加 14.42 万亿元，非金融企业存款增加 4.52 万亿元，财政性存款增加 6738 亿元，非银行业金融机构存款增加 958 亿元。9 月份，人民币存款增加 2.24 万亿元，同比少增 3895 亿元。其中，住户存款增加 25316 亿元，同比多增 1422 亿元；非金融企业存款增加 2010 亿元，同比少增 5639 亿元；财政性存款减少 2127 亿元，同比少减 2673 亿元；非银行业金融机构存款减少 6650 亿元，同比多减 3845 亿元。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。M1 与 M2 剪刀差为 8.2 个百分点，较上月收敛 0.2 个百分点。后续货币政策仍将坚持稳健取向，但下月基数回升，预计 M2 增速继续回落。

图 7：9 月 M2 增速回落


数据来源: wind、西南证券整理

图 8：9 月财政存款同比少减


数据来源: wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
北京	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn