

## 9月金融数据点评：信贷结构改善，增量政策出台仍有必要



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004

### 投资要点：

**社融同比多增，延续偏强态势。**9月新增社融4.12万亿，同比多增5789亿，存量规模增速9%，延续偏强态势。或指向稳增长政策组合拳落地的有效性进一步验证。结构上看，政府债和未贴现票据是主要拉动项。①政府债券当月新增9949亿，同比多增4416亿，延续了对社融的主导。二季度以来，政府债错位发行是影响社融新增的重要变量，在年内专项债额度使用完毕前，预计政府债仍将为社融提供支撑。②未贴现票据当月新增2396亿，同比多增2264亿，表外票据融资规模回升，或指向季末信贷投放景气度较高，票据冲量力度有所减弱，信贷结构有所优化。

**信贷总量同比少增，结构有所改善。**当月新增人民币贷款2.31万亿，同比少增1600亿。结构上，①零售贷款当月新增8585亿，同比多增2082亿，短期、中长期均表现出较强韧性；②对公贷款当月新增1.68万亿，同比少增2339亿，但剔除去年同期疫情冲量扰动后，短期和中长期均强于季节性；或更多指向信贷结构在政策呵护下逐步改善。但一方面，银行上半年投放力度较强，对公项目储备有所消耗，另一方面，未来地产对政策反应或日趋温和；二者均指向信贷结构能否长期优化，或有待进一步确认。

**M1、M2增速均继续回落。**①M1方面，企业活存增速持续降至0.6%，创年内新低，拖累M1增速下滑至2.1%，或指向实体经济活动仍然偏弱。②M2方面，一是人民币贷款增速下滑；二是理财资金持续回流为表内存款有所缓解；三是财政存款向企业存款转化力度持续偏弱。共同导致M2增速下滑至10.3%。M1、M2剪刀差小幅收窄至-8.2%。仍处于低位，或指向实体经济活力偏弱的情况并无显著改善，资金仍淤积在金融体系内。

**结构改善仍不牢固，增量政策出台仍有必要。**往前看，政策执行的累计效果可能仍会逐步体现，社融的波动性或持续减弱，总量层面短期有望延续多增。但往前看，一方面，贷款增速下滑、财政支出力度减小，以及理财产品回流存款缓解带动M1、M2剪刀差小幅收窄，客观上难言改善；另一方面长期看，随着市场对存量政策反应逐步钝化，政策落地效果或逐步走向温和，社融结构的脆弱性或再度凸显。总体而言，当前社融结构改善有待持续观察，后续增量政策的出台或仍有必要。

**风险提示：**房地产市场回落超预期；财政政策货币政策稳增长不及预期。

### 相关报告

8月利润数据解读：利润增速由负转正，企业盈利修复超预期

2023.10.13

9月PMI数据解读：制造业PMI重回荣枯线以上

2023.10.09

8月财政数据解读：支出回升，财政发力空间较大

2023.09.25

## 目 录

1. 社融：政府债和未贴现票据发力带动总量持续改善 .....	4
1.1 社融总量同比多增，延续偏强态势 .....	4
1.2 结构上主因政府债融资放量 .....	4
2. 信贷：基数影响下总量同比少增，但结构有所改善 .....	6
2.1 企业部门：剔除基数影响，整体仍保持韧性 .....	7
2.2 居民部门：新增亮眼，中长期和短期均有所改善 .....	8
3. M1、M2 增速均回落，剪刀差小幅收窄 .....	9
3.1 企业活存续降、货币投放和政府支出力度的减小，剪刀小幅收窄 .....	9
3.2 政策落地效果体现，结构改善的持续性有待观察 .....	11
4. 风险提示 .....	12

## 图目录

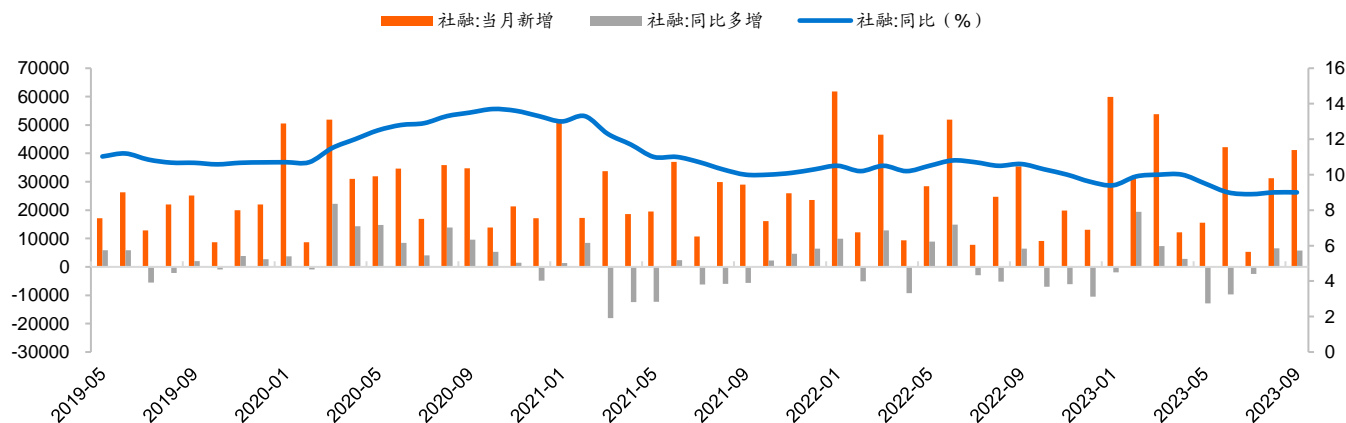
图 1	社融总量同比多增，延续偏强态势（亿元）	4
图 2	政府债和表外未贴现是社融当月新增的主要贡献（亿元）	5
图 3	年内专项债发行仍有额度（亿元）	5
图 4	9 月票据贴现利率有所抬升	6
图 5	城投债收益率仍然偏低（%）	6
图 6	9 月新增人民币贷款同比小幅少增（亿元）	7
图 7	9 月信贷结构边际有所改善（亿元）	7
图 8	企业短贷与产成品库存存在一定相关性（%）	8
图 9	企业部门中长期贷款同比少增（亿元）	8
图 10	企业部门短期贷款同比少增（亿元）	8
图 11	9 月 PMI 多数分项继续改善	8
图 12	规上工业企业营收、利润企稳回升（亿元）	8
图 13	部分重点城市二手房成交回暖（平方米）	9
图 14	居民部门中长期贷款同比多增（亿元）	9
图 15	居民部门短期贷款同比多增（亿元）	9
图 16	M1、M2 剪刀差小幅收窄（%）	10
图 17	财政、居民存款同比多增，企业存款同比少增（亿元）	10
图 18	企业活存续降，拖累 M1 增速（%）	11
图 19	居民和单位定存增长显著高于居民和企业活存增长（亿元）	11

## 1. 社融：政府债和未贴现票据发力带动总量持续改善

### 1.1 社融总量同比多增，延续偏强态势

社融同比多增，存量增速维持 9.0%，政府债和表外票据是主要支撑。9 月新增社融 4.12 万亿，同比多增 5789 亿，社融存量增速为 9%，与上月持平，整体延续偏强态势。或指向稳增长政策组合拳落地的有效性进一步得到验证。从结构上看，政府债和未贴现票据是当月社融的主要拉动项；而委托贷款则是当月社融的主要拖累项。

图1 社融总量同比多增，延续偏强态势（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

### 1.2 结构上主因政府债融资放量

人民币贷款强于季节性。9 月社融口径新增人民币贷款 2.54 万亿，同比小幅少增 310 亿。我们理解有两点需要注意：一是高基数下的同比少增。去年在疫情扰动下，银行季末脉冲式信贷投放特征更为明显，同期新增贷款 2.57 万亿，为历史同期最高值；二是剔除去年基数扰动后，为历史第二增量，仍显著强于季节性。8 月中旬央行召开电视会议，提出金融机构要主动担当作为，加大贷款投放力度，同时要注意挖掘新的信贷增长点。人民币贷款环比持续改善，或指向本轮稳增长政策落地效果逐步体现，政策发力下经济低位企稳，实体贷款需求有所恢复。

政府债券发力主导社融。政府债券当月新增 9949 亿，同比多增 4416 亿，延续了 8 月对社融的主导趋势。从专项债发行来看，9 月新增专项债 3571 亿，同比多增 3330 亿，1-9 月累计完成全年下达限额进度为 91%。与财政部要求新增专项债 9 月底前基本发行完毕的表述尚有一定差距。今年二季度以来，政府债发行节奏错位一直是影响社融新增的重要变量，在 2023 年专项债额度使用完毕前，预计政府债仍将对社融提供支撑。

未贴现银行承兑汇票同比转正。表外未贴现银行承兑汇票当月新增 2396 亿，同比多增 2264 亿，是支撑社融的第二大增量。表外票据融资规模回升，票据贴现和同业存单利差走高，或指向季末信贷投放景气度较高，票据冲量力度边际减弱，信贷结构有所优化。

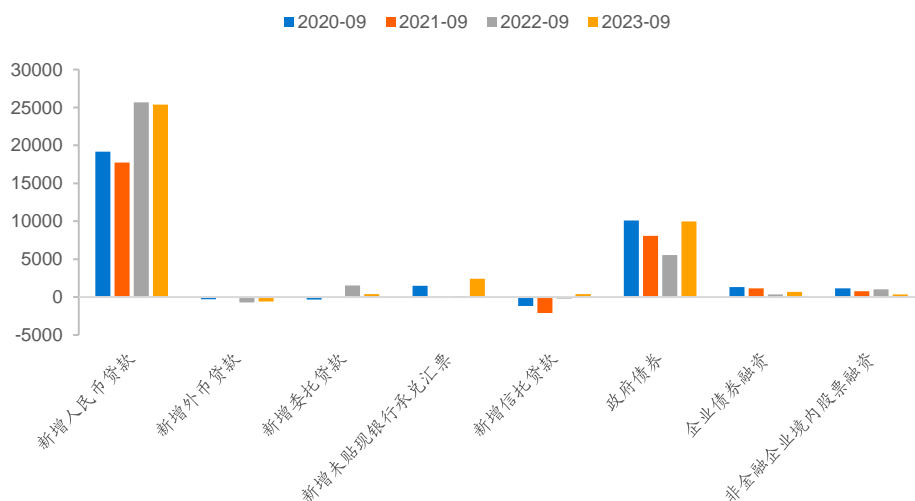
外币贷款维持同比多增。外币贷款当月新增 -583 亿，同比多增 130 亿；一方面是去年同期基数较低；另一方面外币贷款与美联储货币政策预期仍然保持着较强的相关性。一是 8 月美国非农就业数据随着劳动参与率与失业率的提升有所转弱；二是能源价格抬升向核心通胀传递效应偏弱，核心通胀在租金和二手车的带动下继续下行。市场对美联储加息预期并未显著增强，或是引导外币需求持续走强的原因。

**企业债融资持续改善。**企业债券当月新增 662 亿，同比多增 317 亿，连续第四个月同比保持正增长。指向企业债券融资需求持续改善。我们理解背后原因可能主要有三点：一是去年同期基数偏低；二是债市收益率虽然边际回升，但整体仍在低位运行；三是强政策预期下市场对城投风险的担忧持续减弱。三点因素在四季度都有望保持延续性，企业债或将继续为社融提供有效支撑。

**股票融资显著放缓。**非金融企业股票融资当月新增 327 亿，同比少增 695 亿。或指向监管政策趋严下，股票融资收紧。8 月 27 日，证监会发布《证监会统筹一二级市场平衡优化 IPO、再融资监管安排》，提出阶段性收紧 IPO 节奏、对金融上市企业及其他行业大市值上市企业的再融资施行预沟通机制、对再融资主体进行一定限制、引导上市公司合理确定再融资规模等。预计四季度股票融资将保持收紧态势。

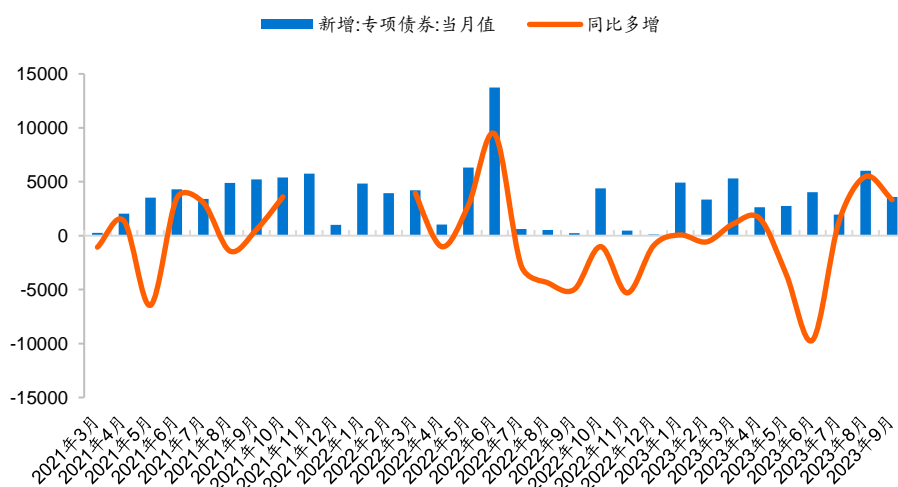
**委托贷款为当月社融最大拖累项。**委托贷款当月新增 403 亿，同比少增 1105 亿，或主要受基数偏高影响。去年同期 3000 亿政策性开发性金融工具落地，大部分采用股东借款形式作重点领域基建项目资本金，带动基建配套融资同步大幅好转，造成了较高基数。

图2 政府债和表外未贴现是社融当月新增的主要贡献（亿元）



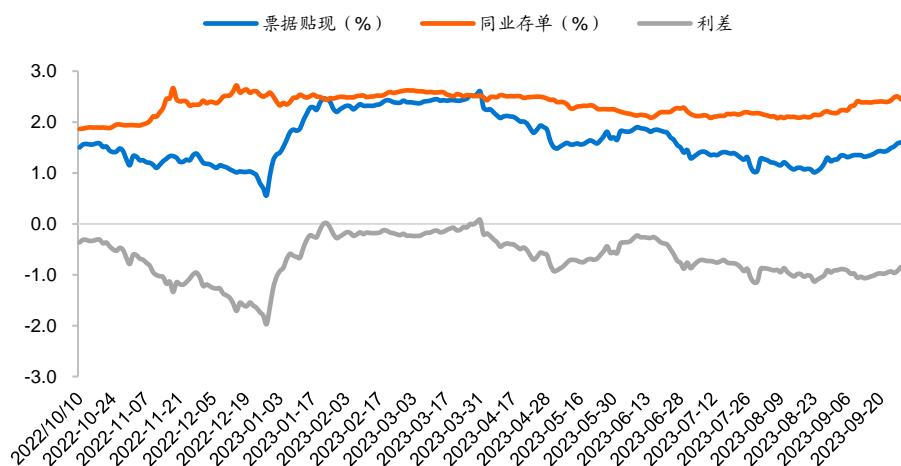
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 年内专项债发行仍有额度（亿元）



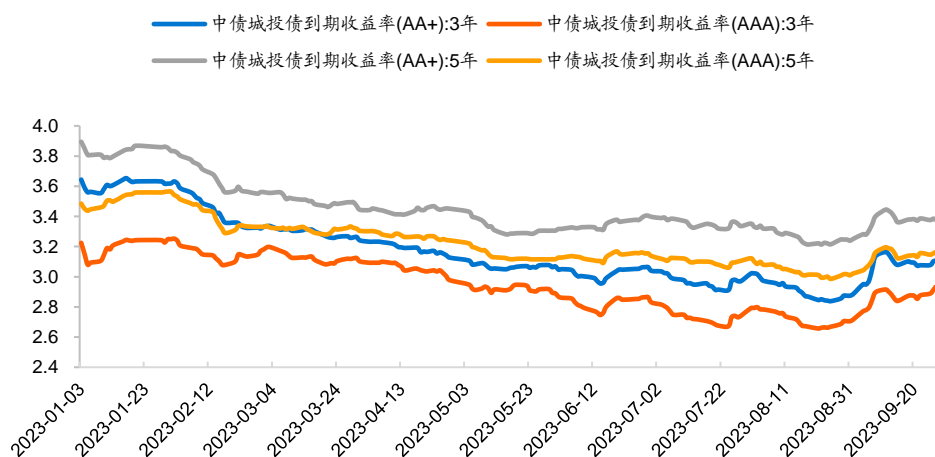
资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 9月票据贴现利率有所抬升



资料来源：Wind，联储证券研究院

图5 城投债收益率仍然偏低 (%)

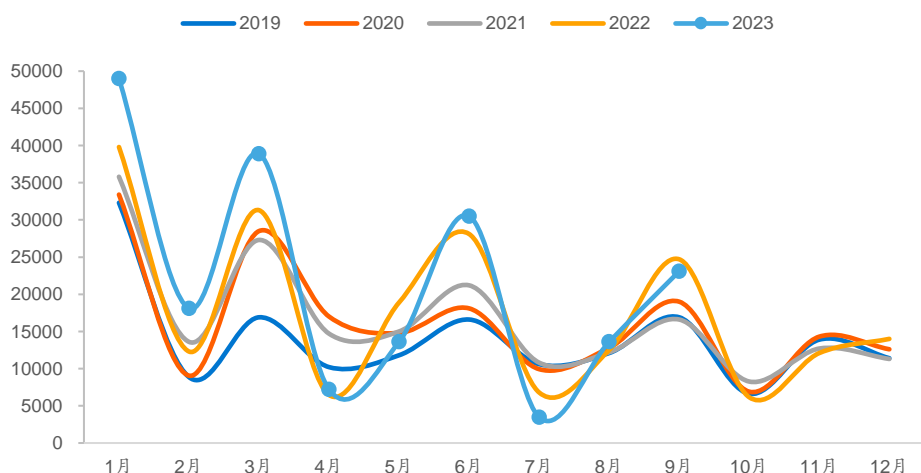


资料来源：Wind，联储证券研究院

## 2. 信贷：基数影响下总量同比少增，但结构有所改善

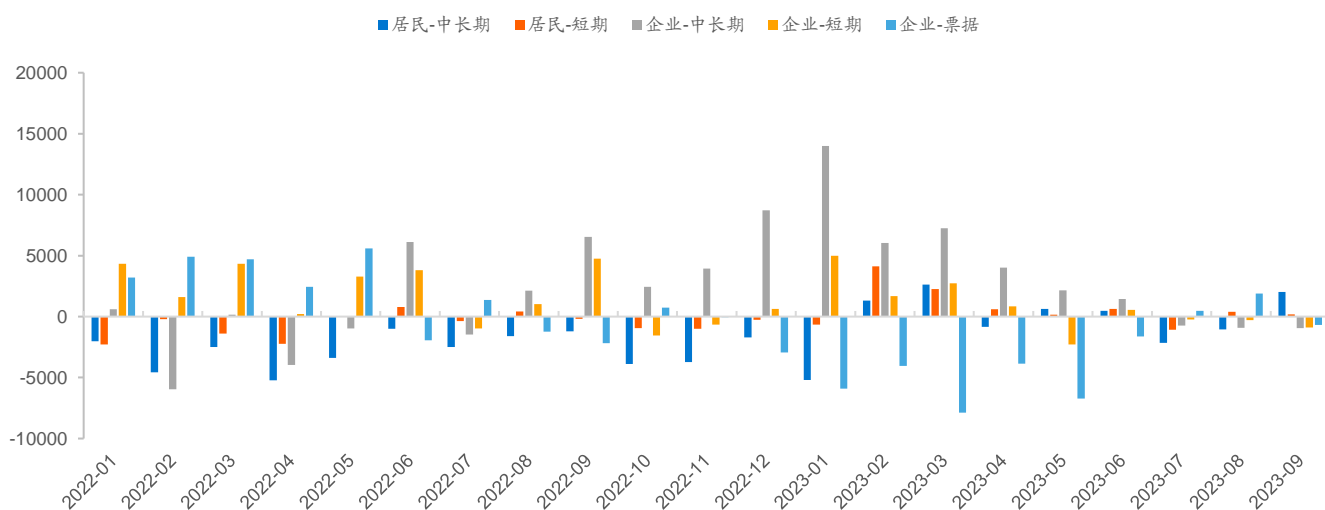
**信贷同比少增，但结构边际改善。**金融机构当月新增人民币贷款 2.31 万亿，同比少增 1600 亿。结构上，①零售贷款方面当月新增 8585 亿，同比多增 2082 亿，短期、中长期均表现出较强韧性；②对公贷款方面当月新增 1.68 万亿，同比少增 2339 亿，但在剔除去年同期疫情冲量扰动后，短期和中长期均强于季节性，且票据冲量现象有所缓解；或更多指向当前信贷结构在政策呵护下逐步改善。但一方面，银行上半年投放力度较强，对公项目储备有所消耗；另一方面，地产数据对政策反应或将日趋温和；仍然反映当前经济复苏尚不牢固。信贷结构是否能长期优化，或有待进一步确认。

图6 9月新增人民币贷款同比小幅少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 9月信贷结构边际有所改善（亿元）



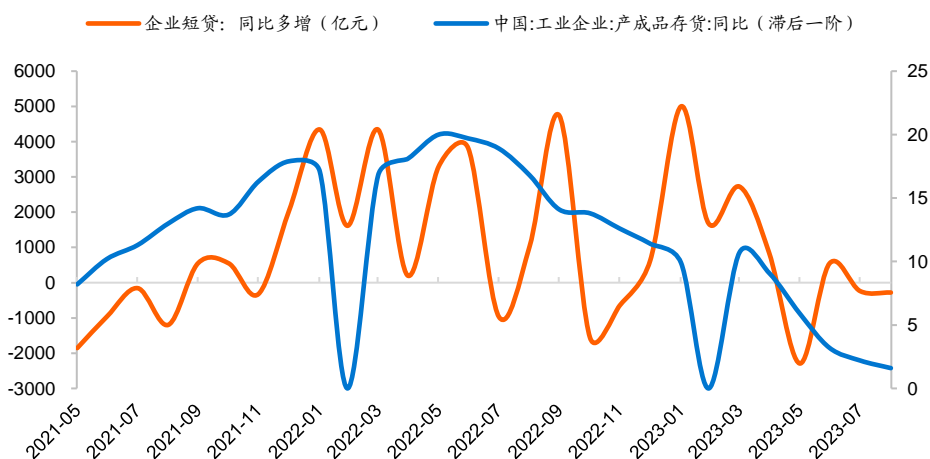
资料来源：Wind，联储证券研究院

## 2.1 企业部门：剔除基数影响，整体仍保持韧性

**企业短贷同比少增。**企业部门短期贷款当月新增 5686 亿，同比少增 881 亿，一是去年同期银行在季末投放大量短期贷款冲量的力度强于今年，造成基数偏高；二是在持续库存去化背景下，企业产成品库存在底部有所反弹，企业短期周转的资金需求边际改善。二者共同作用下，企业短期贷款同比少增但强于历史均值。

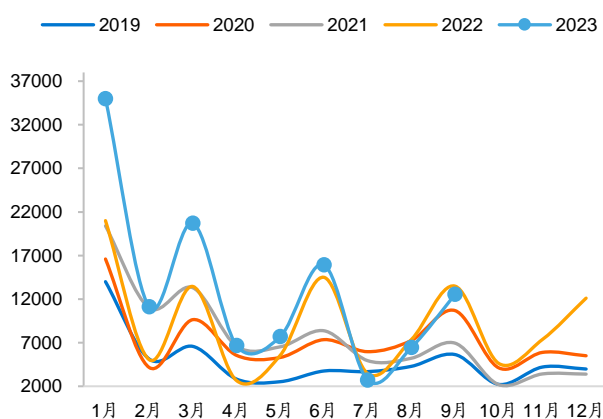
**企业中长贷同比仍少增，主要受项目“透支”和基数偏高扰动。**企业中长期贷款当月新增 1.25 万亿，同比减少 944 亿，连续第三个月同比少增。一方面或指向银行在第一、第二季度发力明显，中长期对公项目储备有一定消耗，三四季度的需求或有所“透支”；另一方面，则是去年同期天量投放造成的基数偏高。往前看，一方面 9 月制造业 PMI 重回荣枯线上，供需同步扩张、原材料和出厂价格双双回升、产成品库存持续去化、原材料库存开始回补；另一方面 8 月规上工业企业营收、利润同时改善、产销衔接更加紧密、上中下游利润均有提升。二者均释放出经济企稳的积极信号。企业中长贷去年四季度在政策性金融工具配套融资的带动下基数偏高，预计未来同比或承压，但剔除基数效应后，仍有望保持强于季节性的韧性。

图8 企业短贷与产成品库存存在一定相关性 (%)



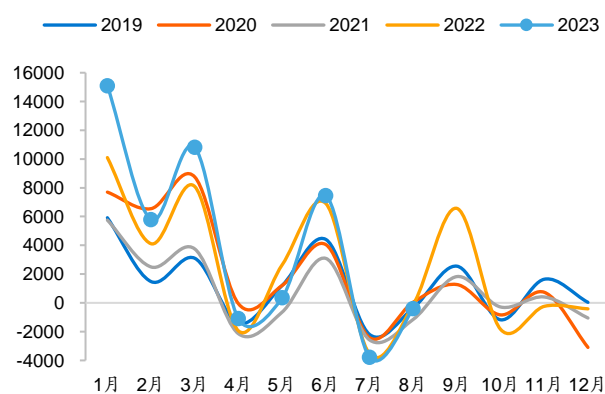
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图9 企业部门中长期贷款同比少增 (亿元)



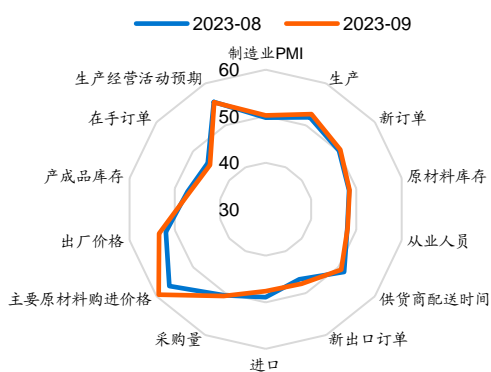
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图10 企业部门短期贷款同比少增 (亿元)



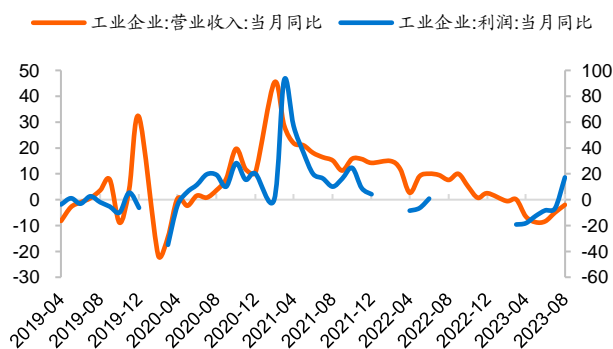
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图11 9月 PMI 多数分项继续改善



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图12 规上工业企业营收、利润企稳回升 (亿元)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

## 2.2 居民部门: 新增亮眼, 中长期和短期均有所改善

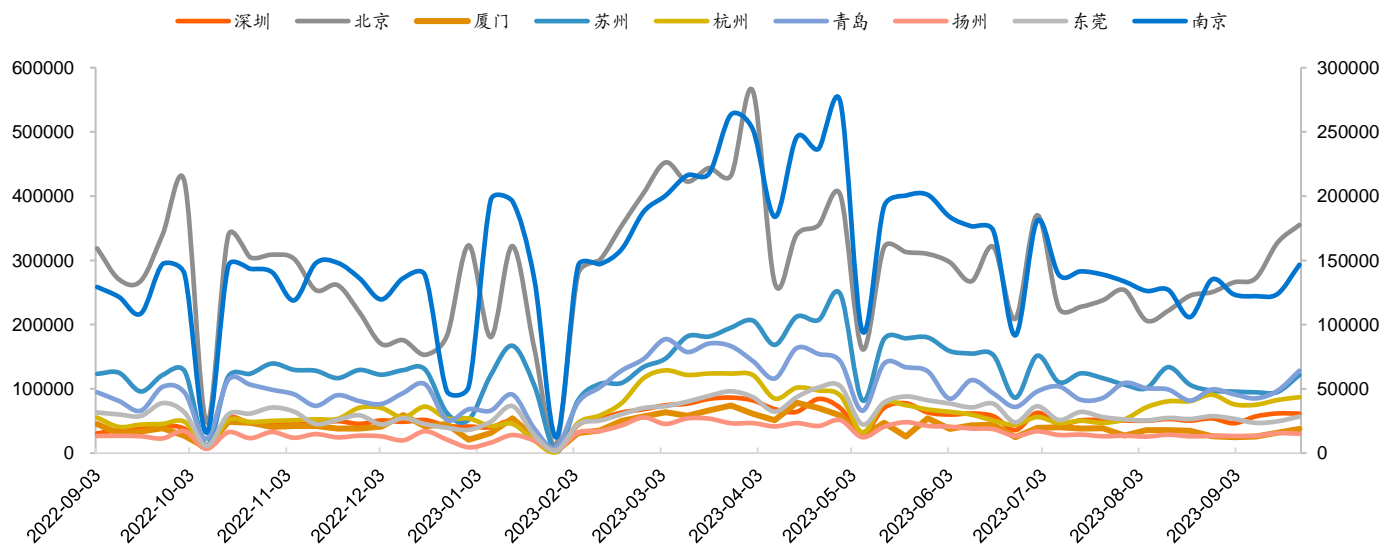
**居民部门中长贷仍然较弱。**居民部门中长期贷款当月新增 5470 亿, 同比多增 2014 亿, 在连续两月同比少增后, 再度转为同比多增。或指向政策发力效果有所体现, 提前还贷现象持续边际改善。一是 8 月底三部门联合推动落实“认房不认贷”政策措施后, 二手房交易明显回暖, 重点城市二手房成交面积显著回升; 二是 9 月以来, 央行推动降低存量首套房贷利率政策落地, 有效减轻居民利息负担, 居民提前还贷意愿有所减弱。



央行在三季度金融统计数据发布会上介绍,9月末存量住房贷款加权平均利率为4.29%,比8月末低42个基点。短期看,去年四季度由于提前还贷的影响,居民中长贷基数偏低,预计后续居民中长贷将继续为信贷提供支撑。但长期看,随着市场未来对“831”地产调控新政反应逐步钝化,居民从去杠杆转为加杠杆的意愿或将走向温和,居民中长贷改善的长期持续性有待观察。

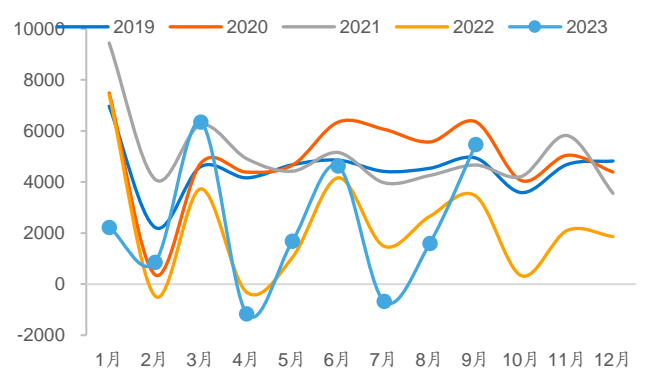
**居民短贷延续多增。**居民部门短期贷款当月新增3215亿,同比多增177亿。一是去年同期受疫情扰动,消费场景受限,基数较低;二是疫后第一个中秋国庆“双节”驱动力较强,居民消费意愿有所提升,对信用卡、消费短贷的投放形成一定的支撑。

图13 部分重点城市二手房成交回暖(平方米)



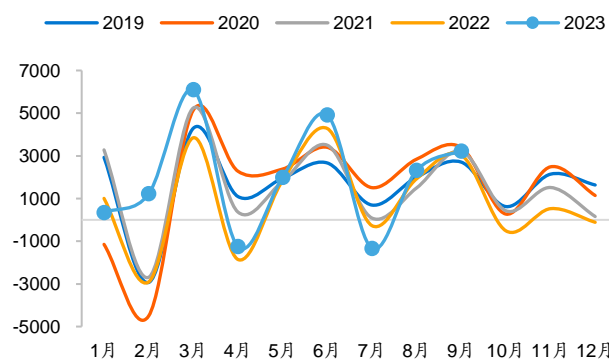
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图14 居民部门中长期贷款同比多增(亿元)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图15 居民部门短期贷款同比多增(亿元)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

### 3. M1、M2 增速均回落, 剪刀差小幅收窄

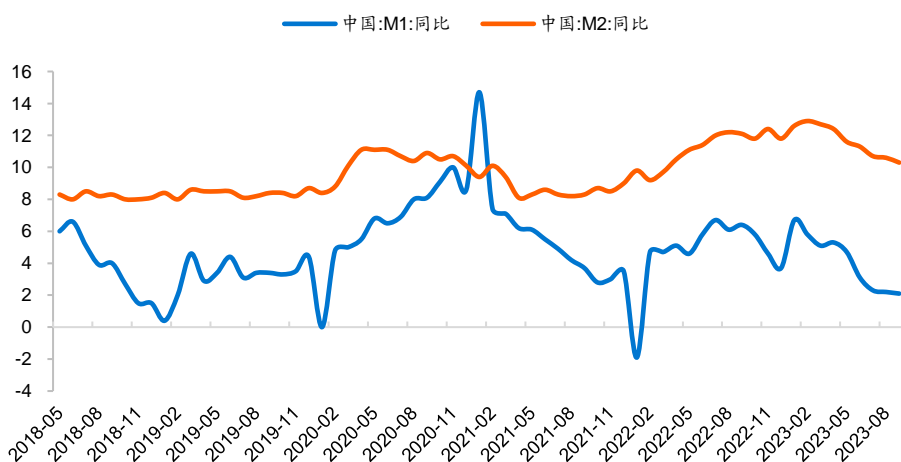
#### 3.1 企业活存续降、货币投放和政府支出力度的减小, 剪刀差小幅收窄

**M1、M2 增速均继续回落。**①M1 当月增速继续下滑 0.1 个百分点至 2.1%。其中企业活存增速续降 0.4 个百分点至 0.6%，为年内新低，是拖累 M1 增速的主要原因，或指向实体经济活动仍然偏弱，企业经营预期有待改善。②M2 当月增速下滑 0.3 个百分点至 10.3%。二季度以来，M2 增速开始持续走低，我们理解背后原因可能有三点：一是人民币贷款增速下滑对其有所拖累；二是向去年 11 月中旬以来企业和居民理财资金持续回

流为表内存款产生的负面效应逐渐有所缓解（当理财在一级市场购入利率债、二永债及同业存单，在二级市场与银行交易债券，投资拆放同业及买入返售，代客境外理财投资，与银行开展质押式回购交易等时，理财资金不计入 M2）。三是财政存款向企业存款转化力度持续偏弱。财政存款和企业存款分别同比多增 2673 亿和少增 5639 亿。此外，居民存款当月新增 2.53 万亿，同比多增 1422 亿，截止 8 月，居民和企业存款定期化的现象仍然未见改善。

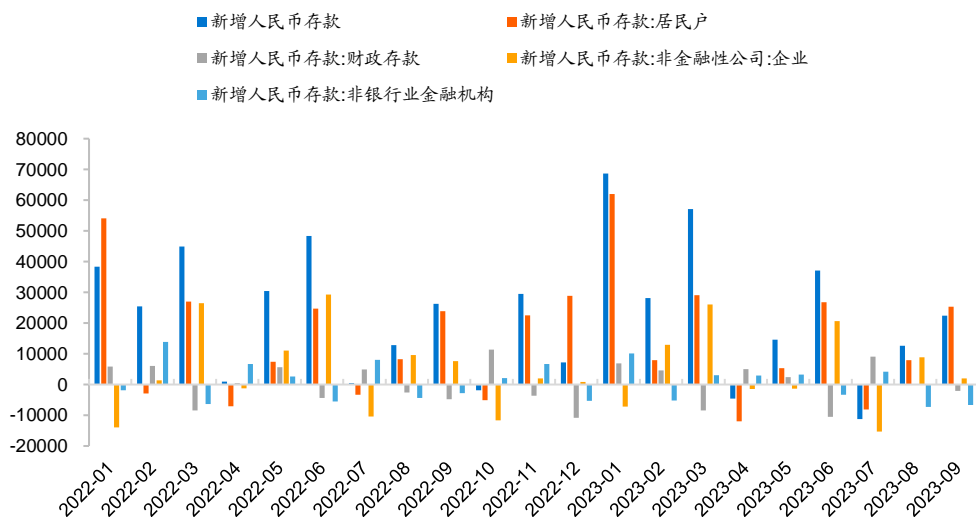
**M1、M2 剪刀差小幅收窄至-8.2%。**剪刀差边际小幅收窄，可能更多是贷款增速下滑和财政支出力度的边际减小，以及理财产品赎回现象边际缓解，或指向实体经济活力偏弱的情况仍然没有显著改善，货币流通速度较慢，资金仍淤积在金融体系内。

图16 M1、M2 剪刀差小幅收窄（%）



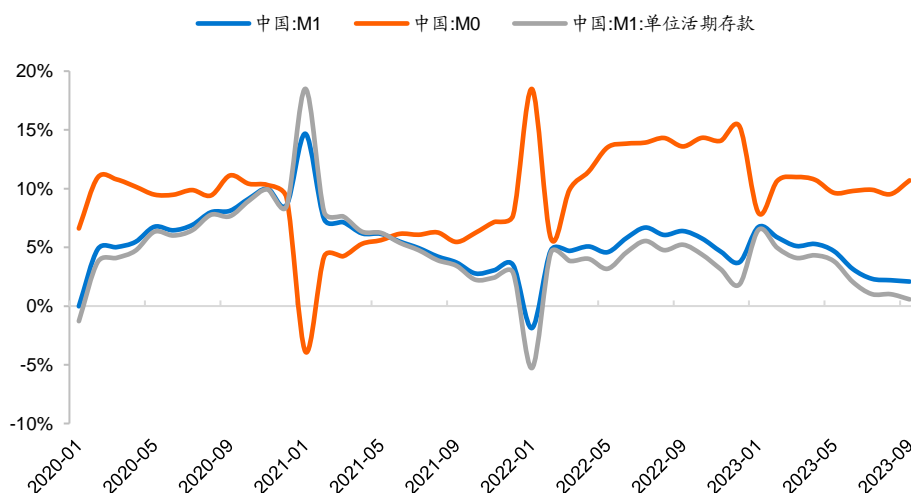
资料来源：Wind，联储证券研究院

图17 财政、居民存款同比多增，企业存款同比少增（亿元）



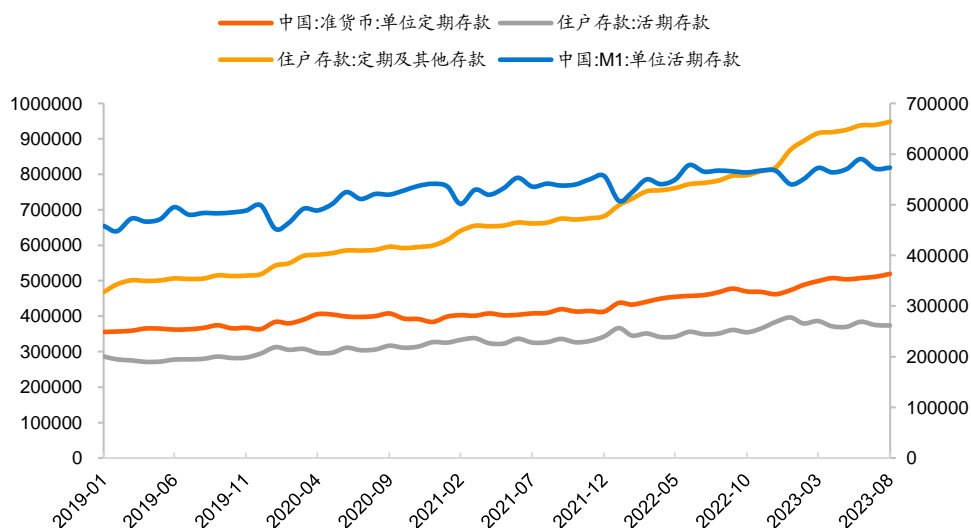
资料来源：Wind，联储证券研究院

图18 企业活存续降，拖累 M1 增速 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图19 居民和单位定存增长显著高于居民和企业活存增长 (亿元)



资料来源：Wind，联储证券研究院

### 3.2 政策落地效果体现，结构改善的持续性有待观察

**结构改善仍不牢固，增量政策出台仍有必要。**剔除基数效应后，9月社融数据总量和结构上均释放出一定的积极信号，宏观层面环比持续改善的动能进一步强化，稳增长政策组合拳持续落地的有效性得到验证。往前看，政策执行的累计效果可能仍会逐步体现，社融的波动性或持续减弱，总量有望延续多增态势。但往前看，一方面，贷款增速下滑和财政支出力度的边际减小，以及理财产品赎回现象边际缓解带动M1、M2剪刀差边际小幅收窄，客观上难言改善，仍然指向实体经济活力偏弱，资金淤积在金融体系内；另一方面长期看，未来随着市场对存量政策反应逐步钝化，政策落地效果或逐步走向温和，社融结构的脆弱性或再度凸显。总体而言，当前社融结构改善有待持续观察，后续增量政策的出台或仍有必要。

## 4. 风险提示

房地产市场回落超预期；财政政策货币政策稳增长不及预期。

### 免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

### 联储证券研究院

#### 青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F  
 邮编：266100

#### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F  
 邮编：200120

#### 北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F  
 邮编：100029

#### 深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F  
 邮编：518000