

企业居民信贷需求边际分化

——2023 年 9 月金融数据点评

9 月我国新增社融 4.12 万亿（预期 3.73 万亿），较去年同期多增 5,638 亿；新增人民币贷款 2.31 万亿（预期 2.54 万亿），较去年同期少增 1,764 亿；M2 同比增长 10.3%（预期 10.6%）。

一、信贷：企业需求缓慢修复，居民贷款继续改善

需求端政策效果持续显现，促进居民贷款继续同比改善。但 PMI 数据显示制造业景气度修复力度仍较弱，企业贷款需求修复相对缓慢。总量上，9 月新增人民币贷款以及社融口径新增贷款分别为 2.31 万亿和 2.54 万亿，均处于季节性水平上沿，但弱于去年同期。结构上，企业贷款同比少增，短贷、中长贷和票据融资均小幅拖累；居民贷款同比多增，受益于房贷政策调整，居民中长贷转为同比多增，短贷继续反映消费反弹特征。

9 月非金融企业贷款新增 1.68 万亿，同比少增 2,339 亿，环比多增 7,346 亿。其中，中长贷当月新增 1.25 万亿，同比少增 944 亿；短贷新增 5,686 亿，同比少增 881 亿。在央行“保持信贷节奏平稳”的政策要求下，尽管表内信贷表现不及预期，但票据与信贷的跷跷板效应有所减弱，9 月票据量跌价升。从量上看，票据净融资量减少 1,500 亿，同比多减 673 亿；从价上看，国股行半年直贴利率中枢为 1.51%，环比上升 26bp。

近期一系列房贷宽松政策落地，有效减少居民利息支出，降低居民购房成本，带动商品房销售边际回暖，居民贷款继续改善。9 月居民贷款增加 8,585 亿，同比多增 2,082 亿。中长贷方面，30 大中城市商品房

成交面积两年平均收缩幅度降低 1.6pct 至 19.2%，中长贷增加 5,470 亿，同比多增 2,014 亿。短贷方面，国庆旅游消费恢复度有所改善，拉动短贷增加 3,215 亿，同比多增 177 亿。

二、社融：政府债发行如期提速，企业债需求再度下滑

9 月新增社融 4.12 万亿，小幅高于市场预期（3.73 万亿），较去年同期多增 5,638 亿，社融存量同比增速维持 9.0% 不变。从结构上看，非标融资和政府债是主要支撑项，人民币贷款小幅拖累。

一是受政策性开发性金融工具今年未续作的影响，近两月委托贷款大幅同比少增，拖累非标融资，而未贴现票据规模增加。非标融资当月增加 3,007 亿，同比多增 1,558 亿。其中，未贴现银行承兑汇票增加 2,396 亿，同比多增 2,264 亿；信托贷款增加 403 亿，同比多增 594 亿；委托贷款增加 208 亿，同比少增 1,300 亿。

二是政府债发行按预期加速，未来两月特殊再融资债料将继续推升政府债供给。9 月新增政府债融资 9,949 亿，同比多增 4,416 亿，环比少增 1,810 亿。1-9 月政府债发行进度已达 80.6%，略超疫中三年平均水平，其中专项债发行进度已超过 90%。尽管年初财政预算计划的政府债发行已接近尾声，但近期新增的特殊再融资债预计将继续支撑未来两个月政府债券融资需求，带动社融存量增速稳步回升。

三是受狭义流动性收紧影响，企业债利率中枢环比反转上行约 11bp，企业融资需求边际下滑，再度弱于季节性水平。9 月企业债券融资增加 662 亿，同比多增 317 亿，环比少增 2,036 亿。

三、货币：企业存款拖累 M2 增速

企业存款同比少增叠加资金继续回流国库，拖累 M2 同比增速下降 0.3pct 至 10.3%。居民端，9 月债券收益率明显上行导致债基和理财表现不佳，这对居民存款的支撑超过房地产销售边际恢复带来的存款转移，居民存款增加 2.53 万亿，同比多增 1,422 亿。企业端，存款增速反映企业营收利润修复动能，二季度以来，企业存款增速持续低于往年同期。9 月企业存款增加 2,010 亿，同比少增 5,639 亿。另外，政府债券融资提速继续补充财政存款，9 月财政存款减少 2,127 亿，同比少减 2,673 亿。

广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）降低 0.3pct 至 1.3pct，商业银行“资产荒”延续。M1 连续下滑 5 个月至 2.1%，创当月新低，M2-M1 剪刀差持续处在高位，显示企业生产活跃度不高，经济仍在磨底蓄势。9 月 M2-M1 剪刀差为 8.2%，环比下降 0.2pct，仍高于近五年均值 4.0pct。

四、债市影响：预计维持震荡行情

9 月以来，银行间市场流动性季节性收敛，市场资金价格持续围绕政策利率震荡，叠加房地产市场等政策落地，债券市场收益率呈现平坦化上行格局，1 年期同业存单自月初 2.30% 升至 2.44% 水平。金融数据公布后，社融表现符合市场预期，政策组合拳效果不断显现，实体经济呈现回升向好趋势，因债市已提前计入社融增长预期，数据未对债市产生明显影响。利率债关键期限利率方面，国债 3 年期、5 年期、7 年期及 10 年期分别达到 2.43%、2.55%、2.68% 及 2.67%；国开债 3 年期、5 年期、7 年期及 10 年期分别达到 2.46%、2.58%、2.80% 及 2.76%。

前瞻地看，后续债券市场表现整体仍将以震荡行情为主，大幅上行或下行的空间均较为有限。基本面方面，中国经济金融边际好转迹象初

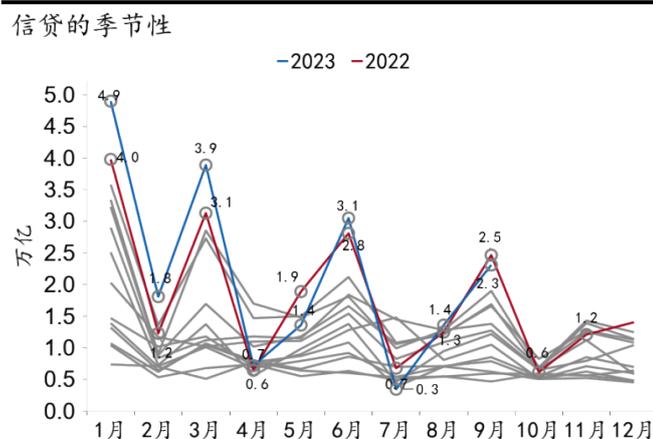
显，制造业与非制造业景气度同步改善至荣枯线上方；宏观政策方面，房贷政策快速加码，但政策落地实效仍然有待观察，市场对进一步宽松的货币政策仍存在期待。

五、前瞻：逆周期政策或继续加力

总体而言，9月居民和企业贷款需求修复节奏继续分化。政策托举下，居民信贷需求率先边际改善，但企业贷款增速仍不及预期，表明需求端修复仍在初期阶段。前瞻地看，未来政策将持续用力、乘势而上，以“稳增长”为首要诉求。随着房贷利率调整红利释放，叠加逆周期调节持续，企业和居民信心有望继续改善。私人部门融资需求修复，叠加政府债供给加码，将共同支撑全年社融增长 9.5%左右，M2 增速或收敛至 10%左右。

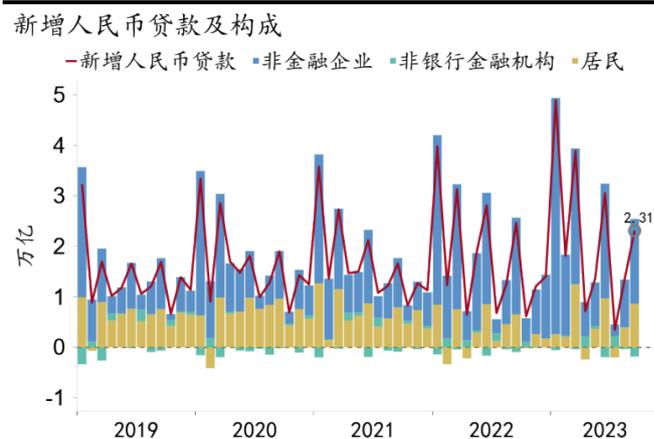
(作者：谭卓 张巧栩 牛梦琦 郑箐)

图 1: 9 月信贷新增 2.31 万亿, 处于季节性水平上沿



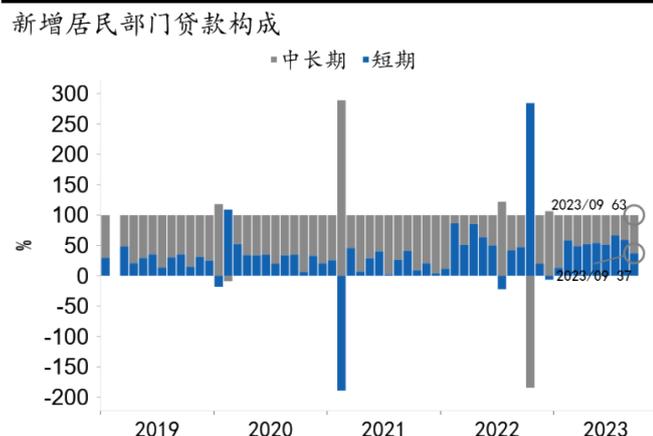
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 居民贷款同比多增, 企业贷款同比少增



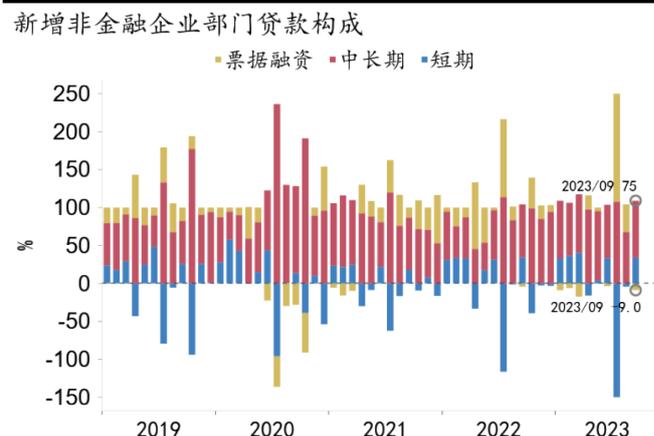
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 新增居民贷款构成占比



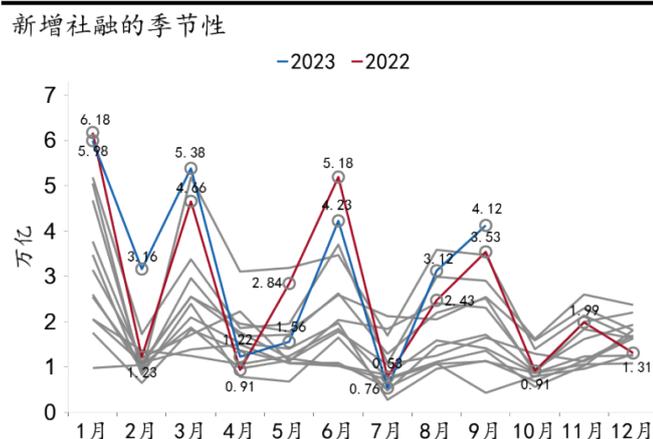
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 新增非金融企业贷款构成占比



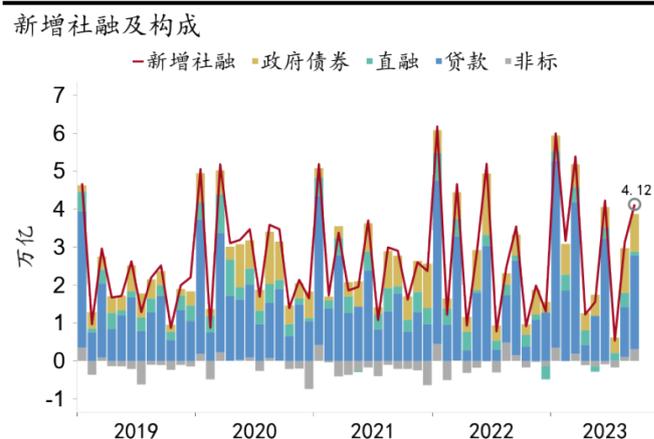
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 9 月新增社融小幅高于预期



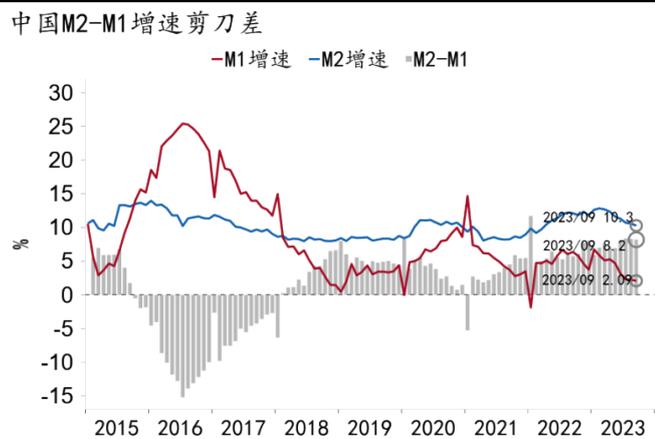
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 政府债和非标融资是社融的主要支撑项



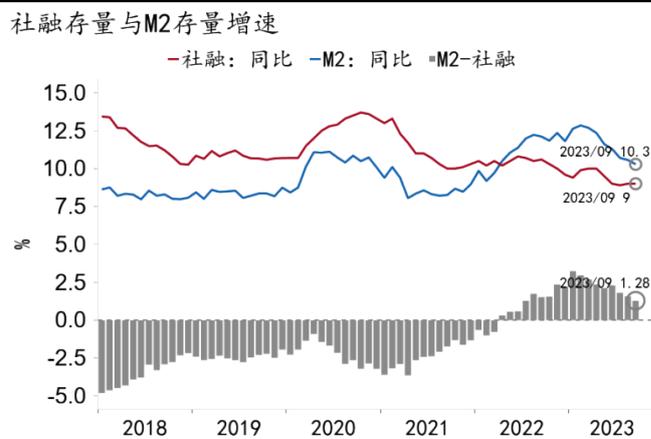
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7: M1 降至 2.1% 的历史同期新低, M2-M1 维持高位



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 广义流动性仍维持盈余, 剪刀差降至 1.3pct



资料来源: Macrobond、招商银行研究院