

9月信贷结构改善，政府债券发行放量带动社融同比大幅多增

——2023年9月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：10月13日，央行公布数据显示，2023年9月新增人民币贷款2.31万亿，同比少增1764亿；9月新增社会融资规模4.12万亿，同比多增5638亿。9月末，广义货币(M2)同比增长10.3%，增速比上月末低0.3个百分点；狭义货币(M1)同比增长2.1%，增速比上月末低0.1个百分点。

基本观点：整体上看，在8月政策性降息、9月全面降准相继落地，稳增长政策持续发力背景下，9月新增信贷继续保持较大规模，且结构明显改善，新增社融延续同比多增，这意味着自8月开启的本轮宽信用进程在延续。这是当前支持经济复苏势头转强的主要发力点。

展望未来，宽信用进程将一直持续到年底，10月新增信贷和社融都会同比多增。主要取决于年底前宏观经济及楼市走向，不能完全排除四季度再度下调政策利率的可能。接下来针对小微企业等国民经济薄弱环节，以及科技创新、绿色发展等重点领域，结构性货币政策工具将重点发力。我们判断，10月MLF将大幅加量续作，四季度也有可能再度降准。

具体来看：

一、9月贷款环比大幅多增符合预期，同比少增主要源于去年同期基数较高，并不代表宽信用进程逆转。实际上，与往年同期相比，今年9月信贷环比多增幅度要超出季节性。从结构上看，9月信贷“居民弱、企业强”特征明显缓解，其中，受存量首套房贷利率下调落地等政策影响，9月居民贷款数据有明显好转，居民中长期贷款同比较大幅度多增。

9月新增人民币贷款2.31万亿，环比季节性多增9500亿，同比少增1764亿。9月是银行信贷投放大月，贷款环比大幅多增符合预期，同比少增主要源于去年同期基数较高——受稳增长政策发力显效以及经济回稳向上带动，去年9月信贷同比大幅多增逾8000亿。因此，今年9月信贷同比少增1764亿，并不代表当前的宽信用进程发生逆转。

实际上，与往年同期相比，今年9月信贷环比多增幅度要超出季节性，信贷投放仍延续了8月以来的走强势头。这主要受两方面因素带动：一是随着稳增长政策加码发力，基建相关配套融资需求受到拉动；同时高频数据显示，9月经济扩张势头有所加快，除地产销售和投资仍弱外，工业生产、消费、出口、制造业投资、价格等指标都有改善迹象，这会带动实体经济融资需求边际回暖；二是为推动经济继续回稳向

上，当前宽信用政策持续发力，整体货币信用环境较为宽松，也支撑了信贷增长的稳定性。

从结构上看，9月企业贷款同比少增2339亿，其中企业中长期贷款同比少增944亿，主要原因同样为去年9月企业中长期贷款高增导致的高基数；而与往年同期的季节性相比，今年9月企业中长期贷款表现并不弱，背后是基建发力和市场信心回稳对企业中长期融资需求的提振。另外，9月票据融资和短期贷款同比少增，中长期贷款占比提高至78%，较上月增加18.8个百分点，企业信贷结构改善，显示伴随经济回暖，银行和市场主体信心增强。

另外值得一提的是，9月居民贷款数据有明显好转，其中居民中长期贷款同比多增2014亿，主要有以下原因：一是9月存量首套房贷利率下调政策落地，居民提前偿还按揭贷的情况得到缓解；二是楼市“金九”到来，在前期行业支持政策推动下，当月全国楼市较强回升，这可能与30城高频数据显示的情况有所不同；三是受益于普惠金融支持政策发力和消费修复，居民中长期贷款中的消费贷和经营贷有较大可能出现一定幅度的同比多增。另外，9月居民短贷同比也小幅多增177亿，与近期消费市场出现的积极变化相印证。整体而言，9月新增居民贷款8585亿，同比多增2082亿，在整体新增贷款中的占比升至37.2%，而今年以来的平均水平为19.5%。

二、9月社融延续较大幅度同比多增，主要受政府债券融资和表外票据融资拉动，其中政府债券融资同比大幅多增主要源于新增专项债发行节奏的错位。

9月新增社融4.12万亿，环比季节性多增约1万亿，同比多增5638亿，远超市场预期，支撑月末社融存量增速持平上月末于9.0%，保持触底回升势头。在投向实体经济的人民币贷款同比小幅少增的情况下，9月社融同比大幅多增主要受政府债券融资同比多增4416亿拉动，背后是专项债发行节奏的错位——今年9月新增专项债发行规模较大，而去年专项债发行节奏靠前，9月发行量很少。我们认为，9月社融同比多增主要源于政府债券融资拉动，也从侧面反映出当前市场主体的自主融资需求仍有待进一步提振。

另外，由于9月新增表内票据融资为负，加之经济修复动能边际改善可能带来企业开票量的增加，当月新增表外票据融资规模为正，且环比、同比均实现多增，其中同比多增达2264亿，对当月社融整体同比表现也起到重要的拉动作用。9月委托贷款和企业债券融资同比亦实现多增，其中，受利率走高、城投融资监管趋严以及“补半年报”季节性因素影响，9月企业债券融资环比少增2036亿，但同比仍小幅多增317亿。

其他分项中，9月新增委托贷款和股票融资规模不及去年同期。其中，委托贷款同比大幅少增1300亿，主要原因是去年同期政策性金融工具部分资金以委托贷款形式投放造成的高基数，而今年政策性金融工具额度暂未增加，投放速度明显放缓；股票融资同比少增695亿则直接源于IPO放缓。

三、9月末M2增速延续小幅回落势头，主要源于上年同期基数偏高、当月存款派生增速下降以及财政存款少减，但整体M2增速继续保持在较高水平；9月M1增速下行至明显偏低水平，表明当前实体经济活跃度不足，也受房地产市场低位运行拖累。9月M2与M1增速“剪刀差”继续处于年内较高水平，表明宽信用向活跃实体经济传导还需要进一步加力，主要就是尽快引导房地产行业实现软着陆，以及提振市场消费和投资信心。

M2方面，9月末同比增速为10.3%，比上月末低0.3个百分点，延续了3月以来的下行势头。这背后的一个重要原因是去年4月开始大规模退税，退税资金直达企业存款账户，导致上年4月以后M2增速明显偏高，进而抑制了今年的M2增速。另外，受上年同期基数偏高影响，9月末各项贷款余额增速较上月下行0.2个百分点，这意味着存款派生也会减速，进而对M2增速会有一定影响。最后，9月政府债券发行量大增，相应的财政存款比上年同期少减2673亿，也会导致M2增速放缓0.1个百分点左右。不过，当前M2增速的绝对水平仍远高于名义GDP增速，显示金融货币逆周期调节力度较高。

9月末M1增速为2.1%，较上月末下滑0.1个百分点，继续处于明显偏低水平。这一方面与上年同期增速基数抬高有关，但主要原因是当前经济复苏势头仍然偏弱，企业经营、投资活动整体处于低迷状态，企业存款活化水平较低。与此同时，近期房地产市场整体上仍处于调整阶段，居民购房款转化为房企的活期存款规模偏低。历史数据显示，M1增速与房地产市场景气状态高度相关。

9月M2增速仍处于较高水平，和M1增速的“剪刀差”为8.2个百分点，尽管较上月收窄0.2个百分点，但继续处于年内最高水平附近。这意味着宽货币向稳增长的传导不畅。当前亟需通过有效刺激内需、提振实体经济活跃度，特别是推动房地产行业尽快实现软着陆等方式，提振经济内生增长动能。

整体上看，在8月政策性降息、9月全面降准相继落地，稳增长政策持续发力背景下，9月新增信贷继续保持较大规模，且结构明显改善，新增社融延续同比多增，这意味着自8月开启的本轮宽信用进程在延续。这是当前支持经济复苏势头转强的主要发力点。

展望未来，接下来货币政策将推动宽信用进程一直持续到年底，10月新增信贷和社融都会同比多增。这是巩固经济修复势头的一个重要支撑点。利率方面，当前市场普遍关注四季度是否会继续降息，即下调MLF操作利率。我们认为这主要取决于年底前宏观经济及楼市走向，不能完全排除这种可能。考虑到未来一段时间国内物价都会持续处于偏低水平，也为进一步下调政策利率提供了较为有利的条件。

结构方面，接下来针对小微企业等国民经济薄弱环节，以及科技创新、绿色发展等重点领域，结构性货币政策工具将重点发力，在6月上调支农支小再贷款再贴现额度2000亿的基础上，其他政策工具额度也有上调空间。我们判断，在近期房地产政策密集调整后，未来货币政策对房地产行业的支持力度将进一

步加码。其中，在有效实施保交楼专项借款和房企纾困再贷款支持计划的同时，不排除四季度增加额度、乃至推出新的定向支持工具的可能。

我们预计，从政策节奏考虑，10月MLF操作利率大概率保持不动，但在宽信用进程持续推进以及地方政府再融资债券发行放量背景下，10月MLF续作加量规模将明显扩大，也不排除四季度降准的可能。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。