

9月金融数据解读

缘何市场理解出现分歧？

◆ 经济研究 · 宏观快评

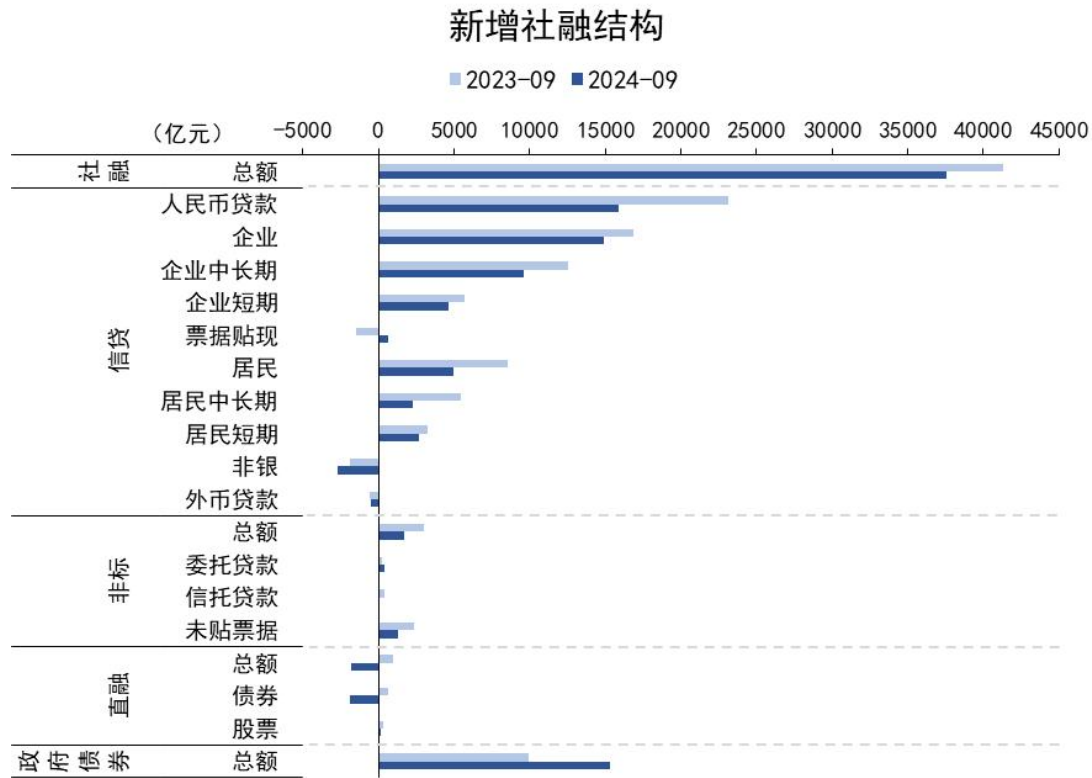
证券分析师： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
 证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

事项：

9月我国新增社融3.76万亿元（预期3.52万亿元），新增人民币贷款1.59万亿元（预期1.75万亿元），M2同比增长6.8%（预期6.3%）。

评论：

图1：金融数据分项一览



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结论：市场对9月金融数据的理解似乎出现一定分歧。偏弱的解读主要在于从同比角度看，信贷（及各子项目）、非标以及直融均明显不及去年同期水平。但我们认为，9月金融数据呈现出值得注意的积极信号。

诚然，从同比角度看，9月金融数据未打破今年大部分时间里政府债券融资作为“增量担当”的情况，而实体融资的大头——信贷依然是主要拖累。这也是今年社融增速持续超出M2增速的重要原因。但是，我们认为，随着今年信贷工作导向从“做大增量”切换到“优化存量”，简单同比可能一定程度上扭曲金融数据的真实表现。此外，9月票据融资规模大幅回落，对企业贷款的贡献从7月的403%、8月的64.5%降

至 4.6%，体现出有效需求的回暖和信贷质量的改善。最后，在这样的情况下，若从新增社融和新增信贷的环比增幅看，两者的增长斜率双双高于近年同期，也指向 9 月金融数据的修复存在超季节性因素。

具体看，9 月数据的几个主要特征：

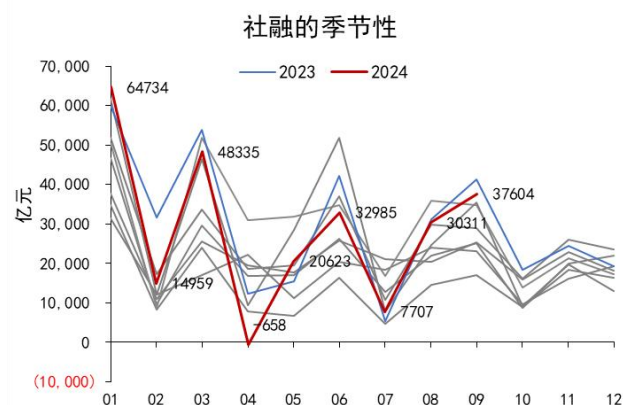
在连续数月的偏弱表现后，9 月社融环比出现超季节性改善。结构上，信贷作为主要拖累、政府融资作为主要拉动的结构延续。相较去年同期，9 月社融少增 3722 亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献 146.0%）、非标（贡献-34.8%）、直融（贡献-74.1%）、信贷（贡献-148.7%）。

如前所述，从绝对值或同比值观察，信贷仍是 9 月数据的主要弱项，但需要看到，9 月新增信贷在票据融资大幅回落的情况下，其环比变化斜率高于近年水平，指向其表现优于季节性。宽口径下（非社融），9 月新增信贷 1.59 万亿元，同比少增 7200 亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增 1.93 万亿元，同比少增 5536 亿元。从结构看，企业贷款好于居民贷款，短期贷款好于中长期贷款。

9 月存款增加 3.74 万亿元，M2 同比增速超预期上行 0.5pct 至 6.8%。从结构看，除财政存款外，居民、企业、非银存款均有增加。与此同时，M1 同比跌幅企稳。9 月边际下滑 0.1pct 至-7.4%，M1、M2 双双企稳指向银行体系 4 月以来的“挤水分”可能阶段性完成。

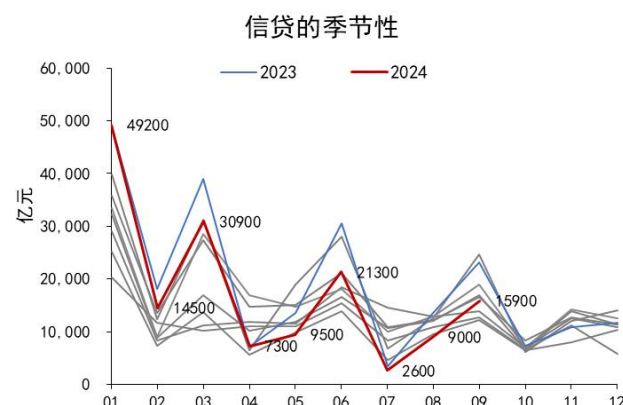
前瞻地看，在 9 月底以来宏观政策的实质性转向下，下阶段可关注新增贷款总量和结构改善的可持续性，以及 M1 等“活性货币”指标能否回暖。如前所述，9 月后随着“稳汇率”压力趋势性缓和，货币政策“防收缩表”和“保息差”成为重要目标。存量贷款加点、LPR 利率、存款利率等易感知利率大幅调降，叠加年内尚未使用的 2.3 万亿专项债资金，有望在四季度撬动信贷良性扩张，并推动货币加速派生和流通。

图2：9 月新增社融回升斜率超出季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：9 月新增信贷回升斜率超出季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 解读：社融呈现“量稳质升”势头

社融：政府融资支撑，信贷有所回暖

自二季度连续数月的偏弱表现后，9 月社融环比出现超季节性改善。尽管从同比角度看，9 月新增社融绝对值仍低于去年同期（4.13 万亿元），但考虑到信贷政策导向发生调整（从“做大增量”到“优化存量”），同比可能扭曲社融数据的真实表现。在这样的格局下，信贷是主要拖累、政府融资是主要拉动的结构延续，社融在去年的高基数下增速小幅回落 0.1pct 至 8.0%。相较去年同期，9 月社融少增 3722 亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献 146.0%）、非标（贡献-34.8%）、直融（贡献-74.1%）、信贷（贡献-148.7%）¹。

人民币贷款

¹ ABS 和贷款核销两项尚未公布。

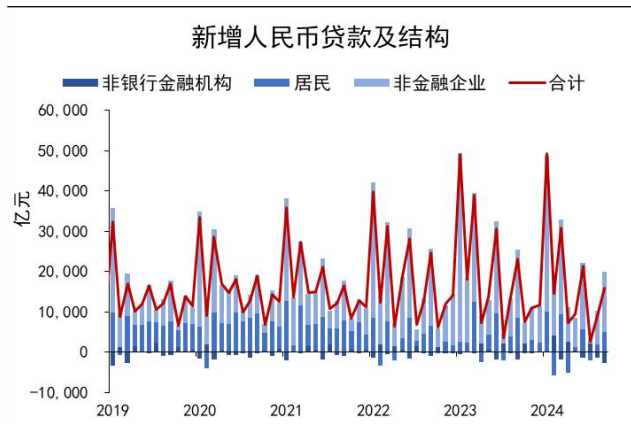
如前所述，从绝对值或同比值观察，信贷仍是9月数据的重要弱项，但需要指出的是，在“优化存量”的信贷工作思路下，以过去两年的信贷增长水平作为“参考锚”有失公允。需要看到，9月新增信贷在票据融资大幅回落的情况下，其环比变化斜率高于近年水平，指向其表现优于季节性。

宽口径下（非社融），9月新增信贷1.59万亿元，同比少增7200亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增1.93万亿元，同比少增5536亿元。

从结构看，企业贷款好于居民贷款，短期贷款好于中长期贷款。

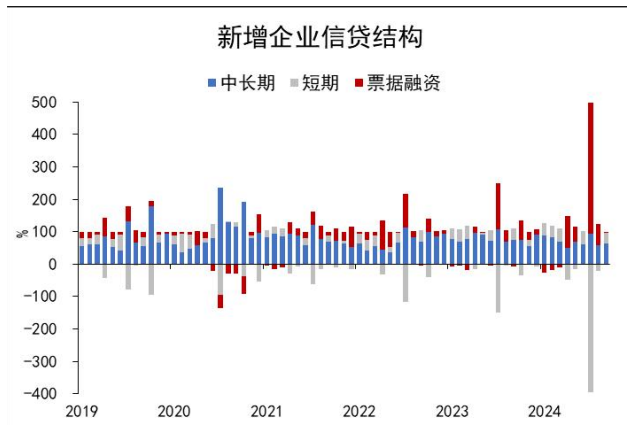
企业贷款方面，总量尚可，结构更优。当月非金融企业贷款新增1.49万亿元，同比仍少增1934亿元，表现似乎弱于7、8月（同比分别为-1078、-1088亿元），但若考虑到票据融资规模大幅回落（7、8月均在5500亿元左右），指向实际贷款质量显著改善。结构上，中长贷当月增加9600亿元，短贷增加4600亿元，票据增加686亿元（上个月为5451亿元），票据融资的贡献度从64.9%大幅回落至4.6%。

图4：9月新增非银贷款继续萎缩



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

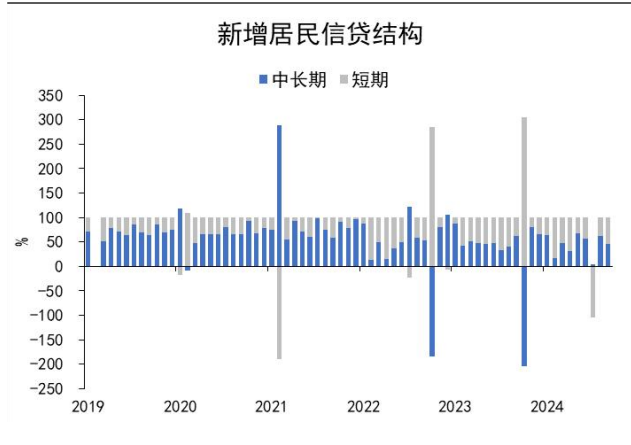
图5：9月新增票据融资大幅缩量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

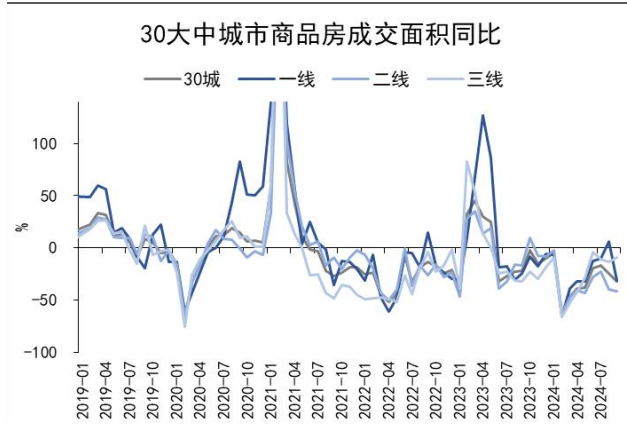
居民贷款方面，结构分化明显，短贷表现更为亮眼。当月新增居民贷款5000亿元，环比增加3100亿元，同比依然少增3585亿元。具体看，短贷增加2700亿元，同比少增515亿元，但已创下春节后最好表现，指向特别国债补贴下，“以旧换新”等政策效能逐步显现；中长贷增加2300亿元，同比少增3170亿元，创年内新低，可能仍受地产销售不振，提前还款加速等因素影响。后续随着存量房贷和房地产优化政策落地，居民中长贷规模有望逐步企稳。

图6：9月新增居民中长贷占比回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：9月楼市销售面积走势分化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

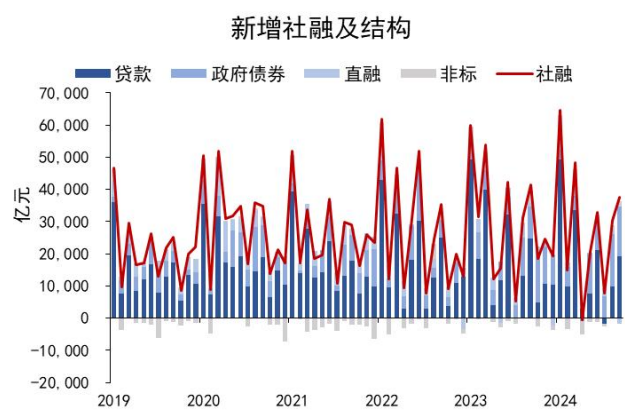
非标、直接融资与政府债券

政府融资保持高位，仍是社融的“增量担当”。随着政府债券发行提速，当月新增政府债融资 1.53 万亿元，同比增幅扩大至 5433 亿元，是本月社融同比增量的主要来源。值得注意的是，10 月底前地方政府专项债剩余额度（约 2900 亿元）将发行完毕，仍将对社融形成一定支撑，但幅度有所下降。

表外融资表现偏弱。当月表外三项融资合计增加 1712 亿元，同比罕见少增 1295 亿元。其中，未贴现银行承兑汇票增加 1312 亿元（同比-1085 亿元）；信托贷款增加 6 亿元（同比-396 亿元），委托贷款增加 394 亿元（同比+186 亿元）。

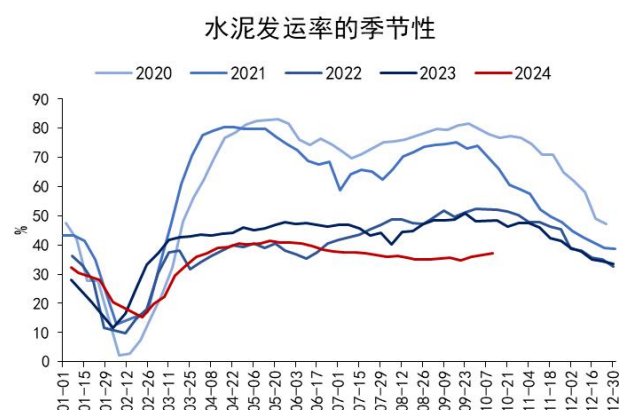
企业直融表现欠佳，同比萎缩幅度扩大。当月新增企业直接融资-1783 亿元，同比多减 2759 亿元。结构上，信用债融资年内首度转负，新增融资-1911 亿元，高基数下同比多减 3614 亿元。股票融资保持低位，新增 128 亿元，同比少增 1783 亿元。

图8：政府融资对新增社融的拉动作用愈发突出



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：近期水泥发运率有所抬头



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

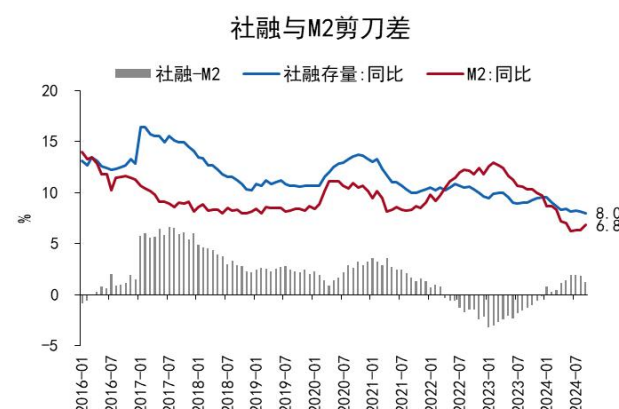
货币：M2 回升，M1 跌幅企稳

图10：M2-M1 剪刀差持续走阔



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：社融-M2 剪刀差边际收窄



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

9 月存款增加 3.74 万亿元，M2 同比增速超预期上行 0.5pct 至 6.8%。从结构看，除财政存款外，居民、企业、非银存款均有增加。当月新增居民存款 2.2 万亿元，同比少增 3316 亿元；新增企业存款 7700 亿元，同比多增 5690 亿元；新增非银存款 9100 亿元，同比多增 1.58 万亿元，资金向非银的转移依然在继续；新增财政存款 5587 亿元，同比多增 5675 亿元，说明政府融资大幅提速的背景下，支出相对缓慢。

与此同时，M1 同比跌幅企稳。9 月边际下滑 0.1pct 至-7.4%，M1、M2 双双企稳指向银行体系 4 月以来的“挤水分”可能阶段性完成。M2-M1 增速剪刀差增加 0.6pct 至 14.2%，社融-M2 收窄 0.6pct 至 1.2%。

◆ 风险提示

海外市场波动，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

《中国通胀数据快评-9 月国内物价延续回落趋势，10 月有望企稳》——2024-10-13

《【国信宏观】财政部新闻发布会解读-力度强化，空间充足》——2024-10-12

《美国 9 月 CPI 数据点评-多数通胀分项出现反弹》——2024-10-11

《宏观经济数据前瞻-2024 年 9 月宏观经济指标预期一览》——2024-10-06

《国庆节假期海外金融市场事项一览-恒生指数领跑全球股指》——2024-10-06

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032