

社融结构仍待优化，期待政策效应释放 ——2024年9月社融数据点评

摘要

- **社融增速继续走低，新增人民币贷款仍偏弱。**从社融存量看，9月末，社融存量同比增长8.0%，增速继续走低0.1个百分点。从社融增量看，9月社会融资规模增量为37634亿元，高于市场预期，较上年同期少增3692亿元，对实体经济发放的人民币贷款增加19742亿元，同比少增5627亿元，连续11个月同比少增。近期一系列政策组合拳持续发力，随着LPR下调、存量房贷利率下调等政策落地，居民、企业信心有望得到提振，推动国内社融增速逐步回升。
- **政府债券支撑直接融资，企业债券融资转为减少。**从社融结构看，直接融资占比较去年同期升高，政府债券同比多增较多，9月新增直接融资13559亿元，占比约为36.03%，较去年同期升高9.7个百分点。其中，政府债券同比继续多增，企业债券、非金融企业境内股票融资同比少增。新增政府债券融资15357亿元，同比多增5437亿元，9月地方政府债券发行继续加快，后续若10月下旬人大常委会上通过增发国债等财政政策，政府债券融资有望继续支撑今年剩余两个月的社融；企业债券净融资由上月增长转为减少1926亿元，在连续8个月增长后再度转负，同比多减2576亿元，城投债仍拖累企业融资。表外融资同比少增，其中委托贷款同比多增，其余两项同比少增。
- **居民、企业加杠杆意愿仍低，增量政策效应释放可期。**1-9月，人民币贷款增加16.02万亿元，9月单月，企（事）业单位贷款增加14900亿元，其中，短期贷款增加4600亿元，同比少增1086亿元，中长期贷款增加9600亿元，同比少增2944亿元，但环比均有所改善，或主要因“金九银十”开工旺季，票据融资新增686亿元，同比多增2186亿元，连续7个月同比多增，仍是信贷的主要支撑项。后续随着降准、降息等政策落地，企业融资需求有望改善。9月住户贷款增加5000亿元，同比少增3585亿元，其中，短期贷款增加2700亿元，同比少增515亿元，中长期贷款增加2300亿元，同比少增3170亿元，目前居民消费、购房意愿依然偏弱。后续随着各地以旧换新政策稳步实施，加之地产供需两端政策发力、存量房贷利率下降，居民加杠杆信心有望逐渐回升。
- **非银存款拉动M2增速回升，M1降幅仍在扩大。**9月，人民币存款增加3.74万亿元，同比多增1.5万亿元，主要是受到非银金融机构以及非金融企业存款同比多增的支撑。其中，非金融企业存款增加7700亿元，同比多增5690亿元，结束连续7个月同比少增的态势；住户存款增加22000亿元，同比少增3316亿元；财政性存款减少2358亿元，同比多减231亿元；非银行业金融机构存款增加9100亿元，同比大幅增加15750亿元，或与近期股市大涨有关。9月末，M2同比增长6.8%，增速较上月末回升0.5个百分点，或与股市上涨使得非银金融机构存款增多有关，M1同比下降7.4%，增速分别比上月末和上年同期低0.1和9.5个百分点。M1同比增速继续走低，M1与M2剪刀差为14.2个百分点，较上月继续扩大。宽松政策效应正在逐步传导，股市情绪回暖，M2增速或保持稳中有升之势，政策组合拳有望带动企业、居民信心改善，M1增速短期探底，中期有望逐步回升。
- **风险提示：**国内政策落地节奏不及预期，需求恢复不及预期。

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：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-57631106
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

相关研究

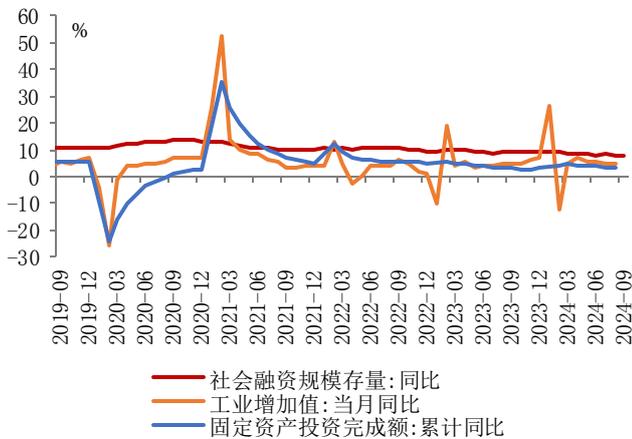
1. 短、中期因素叠加，出口增速超预期回落——9月贸易数据点评 (2024-10-15)
2. 通胀走低，政策助力回升可期——9月通胀数据点评 (2024-10-14)
3. 政策组合拳持续推出，美联储降息节奏或放缓 (2024-10-11)
4. 楼市情绪边际改善，美国就业数据超预期 (2024-10-08)
5. 触底反弹的“金九”，“银十”怎么看？——9月PMI数据点评 (2024-10-01)
6. 政策组合拳破局出新，新一轮稳增长周期开启——9月政治局会议点评 (2024-09-27)
7. 国内积极信号全面释放，欧美经济景气偏弱 (2024-09-27)
8. 假期消费稳中有升，美国开启降息周期 (2024-09-20)
9. 投资、消费均偏弱，政策效应加快释放——2024年8月经济数据点评 (2024-09-18)
10. 政府债支撑社融，票据融资支撑信贷——8月社融数据点评 (2024-09-18)

9月末，社融增速继续走低，9月社会融资规模同比继续少增，结构上仍未好转，依然主要受直接融资支撑，尤其是政府债券融资，居民和企业信贷仍偏弱。贷款方面，企业和居民部门短期、中长期贷款同比均少增，企业和居民加杠杆的意愿不强。M2同比增速回升，或与股市上涨使得非银金融机构存款增多有关，M1降幅继续扩大。9月社融结构仍有待改善，信贷总体延续了此前偏弱走势，然而随着近期一系列政策组合拳持续发力，且10月下旬人大常委会上或有增量财政政策推出，居民、企业信心有望得到提振，有助于推动国内社融增速逐步回升。

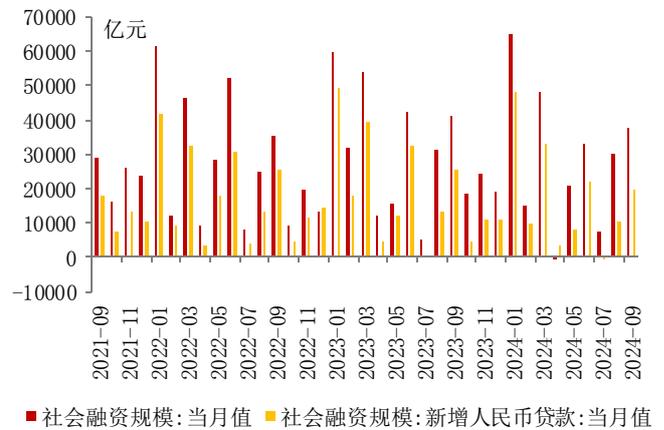
1 社融增速继续走低，新增人民币贷款仍偏弱

9月社融规模同比少增，新增人民币贷款同比继续少增。2024年9月末社会融资规模存量为402.19万亿元，同比增长8.0%，增速较8月末继续走低0.1个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为250.87万亿元，同比增长7.8%，增速较前值回落0.3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62.38%，同比降0.12个百分点，较前值低0.07个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比0.36%，同比低0.12个百分点，较前值低0.02个百分点。从社融增量看，2024年1-9月社会融资规模增量累计为25.66万亿元，比上年同期少3.68万亿元，其中，对实体经济发放的人民币贷款增加15.39万亿元，同比少增4.13万亿元。9月单月，社融增量为37634亿元，高于wind一致预测，较上年同期少增3692亿元，少增幅度较上月走扩。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加19742亿元，同比少增5627亿元，连续11个月同比少增。

9月社融增量同比继续少增，结构上仍未好转，依然主要受直接融资支撑，尤其是政府债券融资，居民和企业信贷仍偏弱。9月24日，国新办新闻发布会上央行表示将推出货币政策新“三支箭”，第一，降低存款准备金率和政策利率，带动市场基准利率下行；第二，降低存量房贷利率；第三，创设新的货币政策工具，支持股票市场的稳定发展；26日，中共中央政治局会议指出“加大财政货币政策逆周期调节力度”、“促进房地产市场止跌回稳”以及“努力提振资本市场”，为后续政策持续加力奠定基调；10月12日，国新办新闻发布会上财政部公布了四项增量财政政策，主要聚焦于支持地方化解隐性债务、助力国有大型商业银行补充核心一级资本、推动房地产市场止跌回稳以及加大对重点群体的支持保障力度等关键方面，并表示“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，关注10月下旬左右人大常委会上增量财政政策的可能性。近期一系列政策组合拳持续发力，若人大常委会通过增发国债等政策，短期政府债券融资有望继续起到支撑作用，随着LPR下调、存量房贷利率下调等政策落地，居民、企业信心有望得到提振，有助于推动国内社融增速逐步回升。

图 1：社融存量同比增速略降


数据来源：wind、西南证券整理

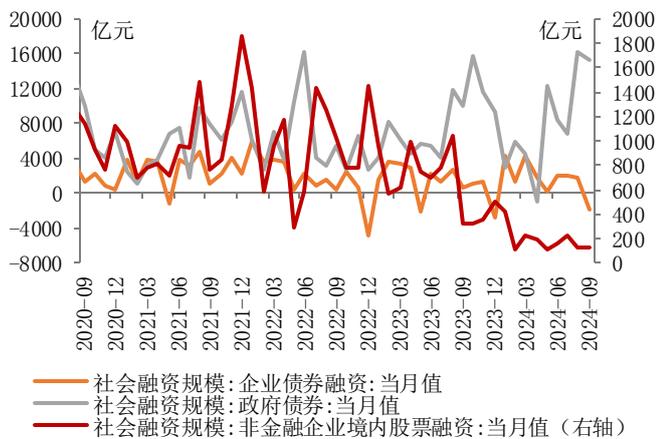
图 2：9 月新增社融同比少增，新增人民币贷款同比少增


数据来源：wind、西南证券整理

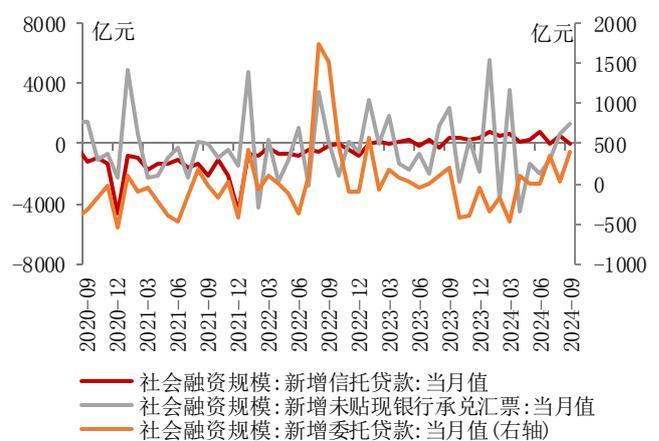
2 政府债券支撑直接融资，企业债券融资转为减少

从社融结构看，直接融资占比较去年同期升高，政府债券同比多增较多。2024 年 9 月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重约为 52.5%，新增直接融资 13559 亿元，占比约为 36.03%，较去年同期升高 9.7 个百分点，同比多增 2663 亿元，环比少增 4453 亿元。从分项看，政府债券同比继续多增，企业债券、非金融企业境内股票融资同比少增。政府债券方面，9 月新增政府债券融资 15357 亿元，同比多增 5437 亿元，环比少增 820 亿元。9 月地方政府债券发行继续加快，地方政府共发行债券约 12843.23 亿元，为年内单月发行量最高，其中，一般债券发行 1674.2 亿元，较上月下降 33.7%，专项债券发行 11169.03 亿元，较上月增长 17.9%。新增专项债、一般债发行均同比增加。截至 9 月末地方新增专项债发行总额约 3.6 万亿元，占全年发行进度约 92%，仅剩下 3000 亿元的规模待发行。财政部此前提出将较大规模增加债务额度，且后续若 10 月下旬人大常委会上通过增发国债等财政政策，政府债券融资有望继续支撑今年剩余两个月的社会融资。企业债券方面，9 月企业债券净融资由上月增长转为减少 1926 亿元，在连续 8 个月增长后再度转负，同比多减 2576 亿元，环比多减 3629 亿元。9 月产业债净融资继续支撑，城投债仍拖累企业融资。Wind 数据显示，2024 年 9 月，产业债净融资 560.28 亿元，较去年同期增长 1960.72 亿元，但环比下降 1130.19 亿元；城投债（wind 口径）净融资 -1474.13 亿元，去年同期则为净融资 470.19 亿元，同比 -1944.32 亿元；9 月国内房地产开发企业发行境内信用债合计融资 223.97 亿元，环比下降 47.71%，同比上升 26.92%。9 月，非金融企业境内股票融资 128 亿元，同比少增 198 亿元，连续 15 个月同比少增，环比少增 4 亿元，但环比少增幅度较 8 月显著减小。

表外融资同比少增，其中委托贷款同比多增，其余两项同比少增。9 月，表外融资增加 1710 亿元，占社融增量约 4.5%，同比少增 1297 亿元，环比多增 550 亿元。9 月，委托贷款增加 392 亿元，同比多增 184 亿元，或与股市上涨有关；信托贷款增加 6 亿元，同比少增 396 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1312 亿元，同比少增 1085 亿元，或主要因为去年同期基数较高，但连续两个月增加，且环比多增 661 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


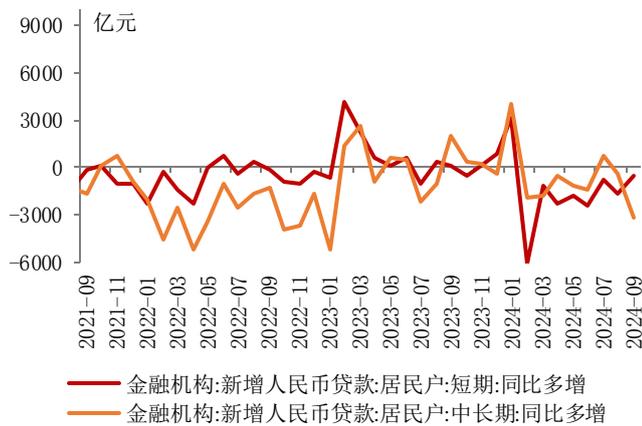
数据来源: wind、西南证券整理

3 居民、企业加杠杆意愿仍低，增量政策效应释放可期

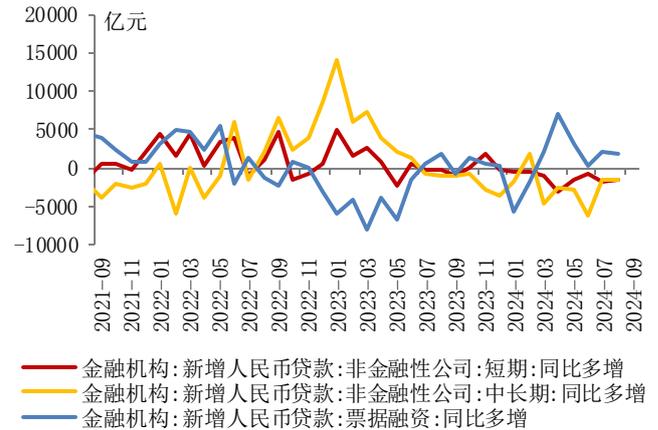
企业短期、中长期贷款同比持续少增，票据融资继续冲量。1-9月，人民币贷款增加 16.02 万亿元。其中，企（事）业单位贷款增加 13.46 万亿元，其中，短期贷款增加 2.83 万亿元，中长期贷款增加 9.66 万亿元，票据融资增加 8283 亿元；非银行业金融机构贷款增加 1887 亿元。9 月单月，新增人民币贷款 15900 亿元，同比少增 7200 亿元。企（事）业单位贷款增加 14900 亿元，其中，短期贷款增加 4600 亿元，同比少增 1086 亿元，连续 10 个月同比减少，但环比明显改善；中长期贷款增加 9600 亿元，同比少增 2944 亿元，连续 7 个月同比减少，环比也有所改善，或主要因“金九银十”开工旺季。极端天气和有效需求不足下企业预期依然偏弱。但信贷结构正逐步优化，信贷资源更多流向重大战略、重点领域和薄弱环节，有力支持经济结构加快优化。比如，9 月末，制造业中长期贷款余额 13.88 万亿元，同比增长 14.8%，其中，高技术制造业中长期贷款余额同比增长 12%；专精特新企业贷款余额 4.26 万亿元，同比增长 13.5%；普惠小微贷款余额 32.9 万亿元，同比增长 14.5%。这些贷款增速均高于同期各项贷款增速；票据融资新增 686 亿元，同比多增 2186 亿元，连续 7 个月同比多增，票据融资仍是企业信贷的主要支撑项。2024 年 9 月制造业采购经理人指数较 8 月小幅回升至 49.8%，但持续五个月收缩区间，新订单指数为 49.9%，持续五个月位于收缩区间，生产指数较 8 月回升 1.4 个百分点至 51.2%，时隔一个月重回扩张区间。后续随着降准、降息等政策落地，叠加财政政策效应逐步显现，企业融资需求有望改善。

居民短期、中长期贷款同比继续少增，增量政策效应释放可期。1-9 月，住户贷款增加 19400 亿元，其中，短期贷款增加 4024 亿元，中长期贷款增加 15400 亿元。9 月单月，住户贷款增加 5000 元，同比少增 3585 亿元，其中，短期贷款增加 2700 亿元，同比少增 515 亿元，连续 8 个月同比减少；住户中长期贷款增加 2300 亿元，同比少增 3170 亿元，目前居民消费、购房意愿依然偏弱。**消费方面**，据国家税务总局公布的增值税发票数据显示，国庆假期，消费相关行业日均销售收入同比增长 25.1%，其中全国二手车销量同比增长 65.9%，汽车新车销量同比增长 11.7%，冰箱等家用电器、电视机等家用视听设备同比分别增长 160.8% 和 100.2%，家具、装饰材料、涂料等与家居装修相关的商品销售同比分别增长 35.7%、12.9% 和 26.2%。受以旧换新、政府补贴政策影响，部分耐用品消费表现较好。截至 10 月 4 日零时，全国汽车以旧换新平台累计收到补贴申请 125.8 万份。**地产方面**，9 月 24 日，中国人

民银行统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%，同时将 5 月份人民银行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款，央行资金的支持比例由原来的 60% 提高到 100%，增强对银行和收购主体的市场化激励，加快推动商品房的去库存进程。“924”政策落地后地产市场快速响应，根据 CRIC 统计，从城市项目认购数据来看，CRIC 监测重点 23 城十一期间认购面积环比上升 77%，同比上升 65%，其中北上深广一线城市同比增 102%，二三线城市同比增 55%，整体市场热度表现积极，市场情绪指数持续筑底。后续随着各地以旧换新政策稳步实施，加之地产供需两端政策发力，存量房贷利率下降，减轻消费者债务负担，居民加杠杆信心有望逐渐回升。

图 5：居民部门中长期贷款同比少增


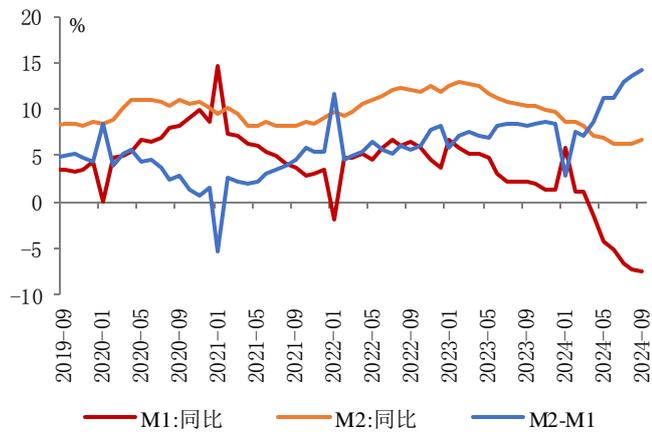
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位中长期贷款同比少增


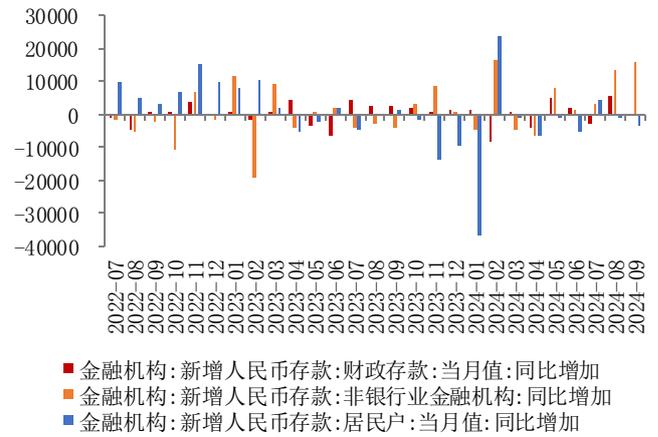
数据来源：wind、西南证券整理

4 非银存款拉动 M2 增速回升，M1 降幅仍在扩大

M1 同比降幅继续走扩，企业和非银金融机构存款同比多增。9 月末，广义货币(M2)余额 309.48 万亿元，同比增长 6.8%，增速较上月末回升 0.5 个百分点，较上年同期低 3.5 个百分点，M2 同比增速加快回升，或与股市上涨使得非银金融机构存款增多有关。9 月末，本外币存款余额 306.83 万亿元，同比增长 7.1%，增速较前值回升 0.5 个百分点。9 月末人民币存款余额 300.88 万亿元，同比增长 7.1%，增速较前值回升 0.5 个百分点。1-9 月，人民币存款增加 16.62 万亿元。其中，住户存款增加 11.85 万亿元，非金融企业存款减少 2.11 万亿元，财政性存款增加 7248 亿元，非银行业金融机构存款增加 4.5 万亿元。9 月单月，人民币存款增加 3.74 万亿元，同比多增 1.5 万亿元，主要是受到非银金融机构以及非金融企业存款同比多增的支撑。其中，非金融企业存款增加 7700 亿元，同比多增 5690 亿元，结束连续 7 个月同比少增的态势；住户存款增加 22000 亿元，同比少增 3316 亿元；财政性存款减少 2358 亿元，同比多减 231 亿元；非银行业金融机构存款增加 9100 亿元，同比大幅增加 15750 亿元，或与近期股市大涨有关。狭义货币(M1)余额 62.82 万亿元，同比下降 7.4%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 和 9.5 个百分点。M1 同比增速继续走低，M1 与 M2 剪刀差为 14.2 个百分点，较上月继续扩大。当前货币政策双降已经落地，宽松效应正在逐步传导，股市情绪回暖，M2 增速或保持稳中有升之势，政策组合拳有望带动企业、居民信心改善，M1 增速短期探底，中期有望逐步回升。

图 7：9 月 M1 同比降幅扩大，M2 同比回升


数据来源：wind、西南证券整理

图 8：9 月非银金融机构存款同比多增较多


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
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@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	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn