



银行角度看 9 月社融：总量结构依旧不佳 宽信用传导较难



9月社融新增2.9万亿，新增量较去年同期减少5693亿，社融新增规模低于市场预期，市场预期在3.24万亿左右。存量社融同比增速继续下滑，同比增10%，环比8月下降0.32个百分点。结构分析：9月社融新增规模低于预期主要为融资需求不足、信贷规模增长不及预期所致。另新增规模较去年同比降幅较大也有去年同期政府债基数较高的原因。

- 1、表内信贷情况。9月新增信贷1.78万亿，较去年同期下降1397亿元。总量增长低于市场预期，结构依旧偏弱，依靠票据冲量。
- 2、表外信贷情况。表外新增未贴现银行承兑汇票基本没有增长。未贴现票据净增规模较小和大幅低于去年同期的原因：票据冲量导致未贴现汇票规模净增较小，以及去年同期是高基数。
- 3、9月新增信托规模压降力度激增至2000亿以上，预计银行收紧对地产相关的授信。另信托监管未放松，叠加资管新规过渡期到今年底，全年到期信托规模不小，预计21年全年信托压降压力不减。
- 4、政府债继续发力，净增规模8109亿，但由于去年同期高基数，因而对社融负向拖累。1-9月新增地方政府专项债3.3万亿，剩余1.2万亿额度须在10、11月发行完毕，未来两个月地方专项债净增平均规模在6000亿左右。
- 5、9月企业债融资保持平稳。新增企业债融资1400亿，较去年同期微增84亿元。
- 6、股票融资规模保持在高位。

9月新增信贷规模低于市场预期：9月新增贷款1.66万亿元，市场预期1.93万亿，新增规模较去年同期微降2400亿元。信贷余额同比增长11.9个点，增速环比下降0.2个百分点。结构分析：有效信贷需求不足，票据在政策指引下托底冲量。城投政策对隐债主体专项债配套融资的限制，制

制造业扩张放缓，地产政策虽然边际有所放松、银行 RMBS 再度发行，但银行对地产企业仍保持审慎态度；同时居民端由于对房价下跌预期较强，需求端转弱，以上因素使得企业中长期贷款，居民中长期贷款均较弱，信贷增长主要靠票据冲量。

1、居民贷款情况。居民按揭增量继续低于去年同期，虽然融资供给端边际有所放松，银行 RMBS 再度发行，但预计需求端因素占据主导拖累作用，居民对房价存在下跌预期，购房需求转弱。9 月居民按揭贷款净新增规模为 4667 亿元，较去年同期下降 1695 亿元。居民消费贷有所好转，净增规模基本与去年同期匹配。9 月居民短贷净新增规模为 3219 亿元，较去年同期下降 175 亿元。

2、企业贷款情况。城投、地产严控+制造业扩张放缓，企业中长期贷款需求进一步转弱。9 月企业中长期贷款新增 6948 亿，较去年同期下降 3732 亿。

监管要求结构性宽信用，企业短贷、票据继续托底冲量。9 月国常会提出新增 3000 亿元支小再贷款额度，在 9 月-12 月之内发放。

M2-M1 同比增速继续走阔：主要为 M1 同比增速进一步走低。M1 增速则与地产销售关联性更大。M2 同比增速基本保持平稳。9 月 M0、M1、M2 分别同比增长 5.5%、3.7%、8.3%、较上月同比增速变动-0.8、-0.5、+0.1 个百分点。

投资建议：板块目前安全边际是比较高的，资产质量构筑银行股的安全边际。1、银行股的核心投资逻辑是宏观经济，详见我们相关深度报告《价格上行时，银行股表现如何——中国、美国银行股多轮表现的总结对比》。

我们预计上市银行的资产质量未来几年都会处于稳健状态，会构筑银行股的安全边际。2、银行两条选股主线。

一条是我们长期建议的持续拥抱银行核心资产：招商银行、宁波银行、平安银行。

它们业绩持续性强，且较稀缺。优质银行景气上行是确定和长期的。一是这些稀缺的优质银行具有“市场化基因”，是在“躺着挣钱”的行业（国有）“跑着挣钱”的；所以在银行业分化的时代，它们成长性可以永续估值的。二是这些银行占据了金融行业的朝阳赛道：财富管理和零售；我们深度报告测算未来十年财富管理利润增速 21%（详见《“财富管理行业”的收入、利润和市值详细测算：10 万亿市值的黄金赛道》）。另一条是选择低估值、资产质量安全、有望转型成功的银行，看好邮储银行、江苏银行、南京银行和兴业银行。

风险提示事件：经济下滑超预期。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27761

