



Research and
Development Center

10 月社融有望延续回升

2023 年 10 月 14 日

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱：wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

10月社融有望延续回升

2023年10月14日

- **9月社融的新增量主要由政府债券融资贡献。**9月社融增量4.12万亿元，同比多增5789亿元，好于市场预期的3.7万亿元。其中实体信贷增加2.54万亿元，略少于去年同期的2.57万亿元；未贴现银行承兑汇票增加2396亿元，同比明显改善；企业债权融资和股票融资同比分别多增317亿元和少增695亿元，政府债券增加9949亿元，同比多增4416亿元。可知，9月社融同比多增近6000亿元，结构和8月类似，主要由政府债券融资贡献，其中国债净融资额和地方政府债的净融资额均比去年同期多增2000多亿元。
- **1-9月用于项目建设的新增专项债发行进度达到了89%，进度不及预期。**9月地方新增专项债发行3569.34亿元。在《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》中，财政部部长刘昆指出：今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕。截至9月底，用于项目建设的专项债发行进度达到了89%，只能勉强认定为“在9月底前基本发行完毕”。四季度还有约4000亿元用于项目建设的专项债额度未发。10月Wind统计数据显示，截至10月19号，本月已经披露发行805亿元新增专项债。
- **鉴于化债政策的积极落地，我们认为10月社融有望延续向好。**去年10月，作为增量政策工具之一的专项债结存限额开始落地，当月地方政府债净融资额为4444.41亿元，环比大幅增加，对应今年10月地方政府债券融资的基数较高。今年虽然没有专项债结存限额支持基建这一政策，但有化债政策。具体看，10月截至20号，地方政府已经披露了7262.54亿元特殊再融资债的发行，对应的地方政府债净融资额就已高达7543.97亿元，比去年同期多出3000多亿元。国债方面，去年10月国债的净融资额仅有529.11亿元，基数较低。综上，我们认为10月政府债券融资仍会贡献大部分社融的同比增量，10月社融有望进一步向好。
- **新增信贷不及预期，M2和M1增速双降，经济动能尚待修复。**9月新增信贷不及市场预期，在各个分项中，居民中长贷增加了5470亿元，同比多增2014亿元，表现亮眼，可能是稳地产政策显示出了一些效果；居民短贷增加了3215亿元，同比小幅增加；企业短贷和企业中长贷同比回落，但绝对值并不低。票据融资和非银贷款则分别减少了1500亿和1844亿元，对新增信贷形成了拖累。9月M1同比增长2.1%，增速较上月低0.1个百分点，较1月水平已累计下降4.6个百分点，较去年同期低4.3个百分点。9月M2同比增长10.3%，比上月低了0.3个百分点。M1和M2增速剪刀差比上月微弱收窄，加之新增信贷弱于预期，国内经济动能仍有待修复。

风险因素：地方发债进度不及预期，增量政策力度不及预期。

目录

一、政府发债支撑社融多增	3
二、居民中长贷明显改善	6
三、M1 和 M2 增速双降，经济动能仍有待修复	6
风险因素	7

图目录

图 1：9 月新增社融主要靠政府债券融资支撑	3
图 2：9 月国债和地方政府债净融资额均高于去年同期	4
图 3：近 5 年新增专项债发行情况	4
图 4：今年 10 月特殊再融资债发行额（亿元）	5
图 5：9 月居民中长贷明显改善	6
图 6：M1 增速仍在下降	6

表目录

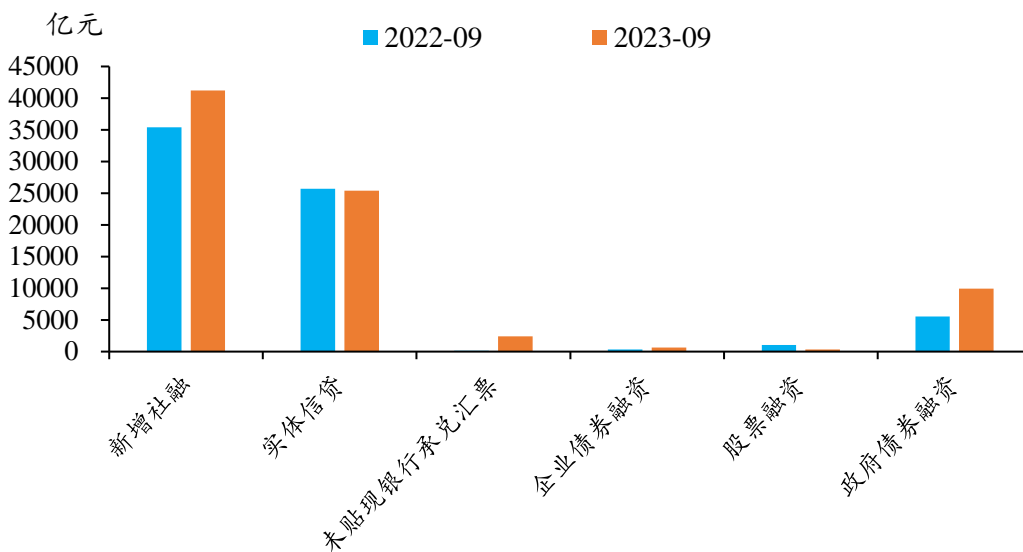
表 1：特殊再融资债券数据库（汇总版）	5
---------------------------	---

10月13号央行发布的9月金融数据显示：9月社融增量4.12万亿元，同比多增5789亿元，好于市场预期的3.7万亿元；9月新增信贷2.31万亿元，同比少增1600亿元，弱于市场预期的2.5万亿元；M2同比增长10.3%，M1同比增长2.1%。

一、政府发债支撑社融多增

9月社融的新增量主要由政府债券融资贡献。在9月新增社融的主要组成部分中，实体信贷增加2.54万亿元，略少于去年同期的2.57万亿元；未贴现银行承兑汇票增加2396亿元，同比明显改善；企业债权融资和股票融资同比分别多增317亿元和少增695亿元，政府债券增加9949亿元，同比多增4416亿元。可知，9月社融同比多增近6000亿元，依然和8月类似，主要由政府债券融资贡献。

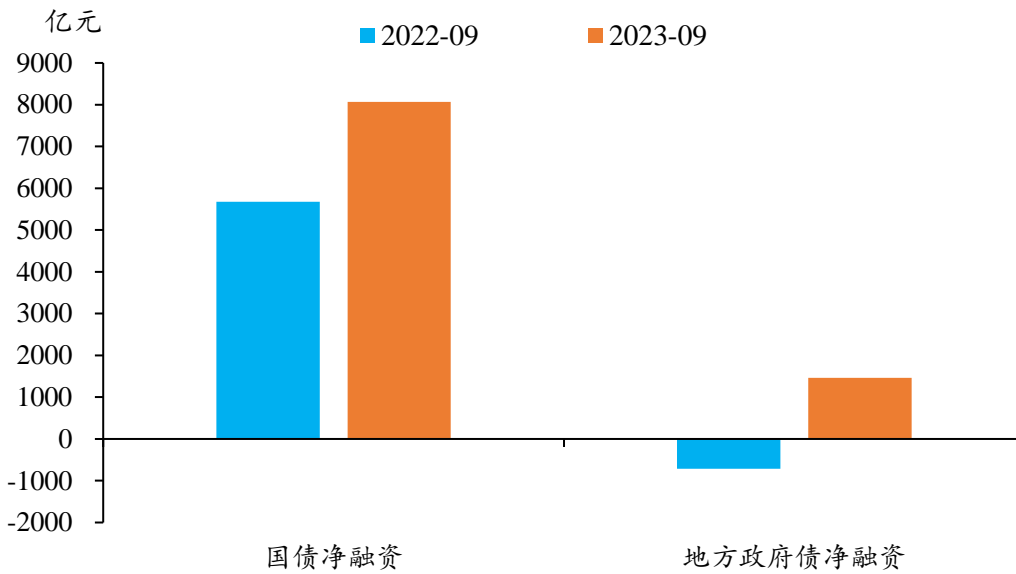
图1：9月新增社融主要靠政府债券融资支撑



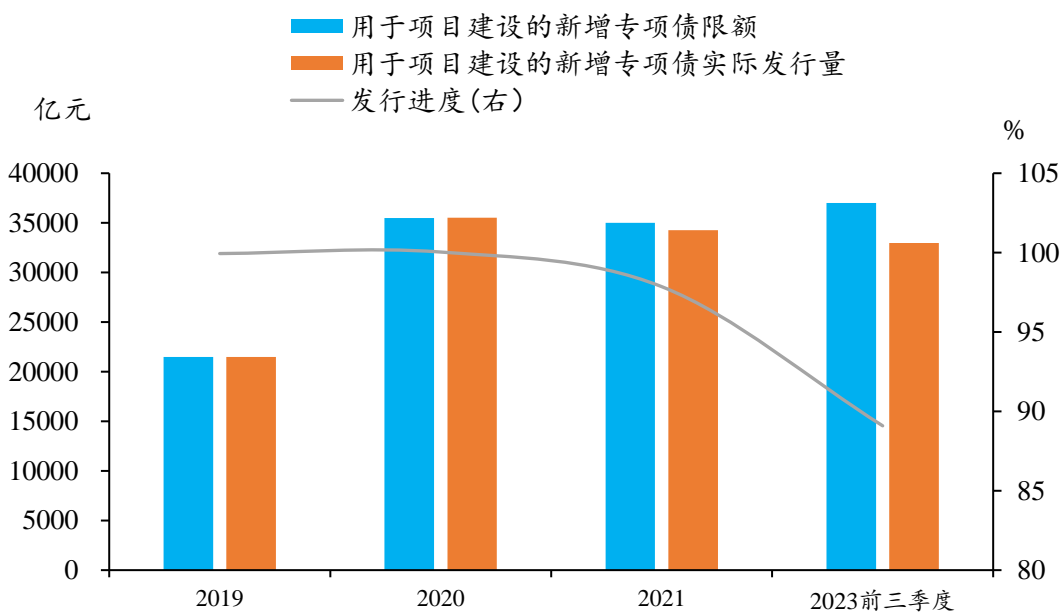
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

9月政府债券融资主要由国债融资贡献。Wind口径数据显示，今年9月政府债的净融资额为9535.96亿元（和央行口径略有差异），其中国债净融资额为8069.60亿元，地方政府债的净融资额为1466.36亿元。去年9月国债净融资额和地方政府债净融资额分别为5608.6亿和-714.16亿元（负值表明发行量小于偿还量），后者为负值是因为去年专项债发行节奏较快，当年9月的所剩额度已经较少。综上，两种公债的净融资数值均小于今年2000多亿元。

1-9月用于项目建设的新增专项债发行进度达到了89%。9月地方新增专项债发行3569.34亿元。在《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》中，财政部部长刘昆指出：今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕。截至9月底，用于项目建设的新增专项债发行进度达到了89%，可以勉强认定为“在9月底前基本发行完毕”。四季度还有约4000亿元用于项目建设的专项债额度未发。10月Wind统计数据显示，截至10月19号，本月已经披露发行805亿元新增专项债。

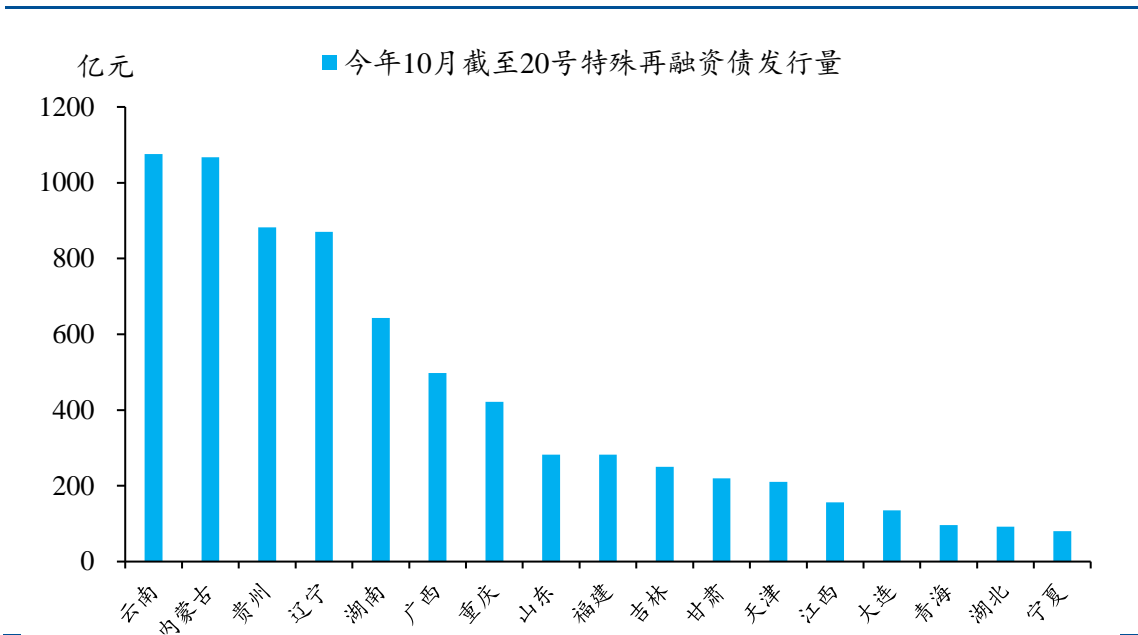
图 2：9 月国债和地方政府债净融资额均高于去年同期


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：近 5 年新增专项债发行情况


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

鉴于化债政策的积极落地，我们认为 10 月社融有望进一步向好。去年 10 月，作为增量政策工具之一的专项债结存限额开始落地，当月地方政府债净融资额为 4444.41 亿元，环比大幅增加，对应今年 10 月的地方政府债券融资基数较高。今年虽然没有专项债结存限额支持基建这一政策，但有化债政策，10 月截至 20 号，地方政府已经披露了 7262.54 亿元特殊再融资债的发行，对应的地方政府债净融资额就已高达 7543.97 亿元，比去年同期多出 3000 多亿元。国债方面，去年 10 月国债的净融资额仅有 529.11 亿元，基数较低。**综上，我们认为 10 月政府债券融资仍会贡献大部分社融的同比增量。**

图 4：今年 10 月特殊再融资债发行额（亿元）


数据来源：中国债券信息网，信达证券研发中心 注：地方政府会提前一周左右披露发行量

信达宏观团队密切跟踪特殊再融资债的发行，汇编了特殊再融资债券数据库。

表 1：特殊再融资债券数据库（汇总版）

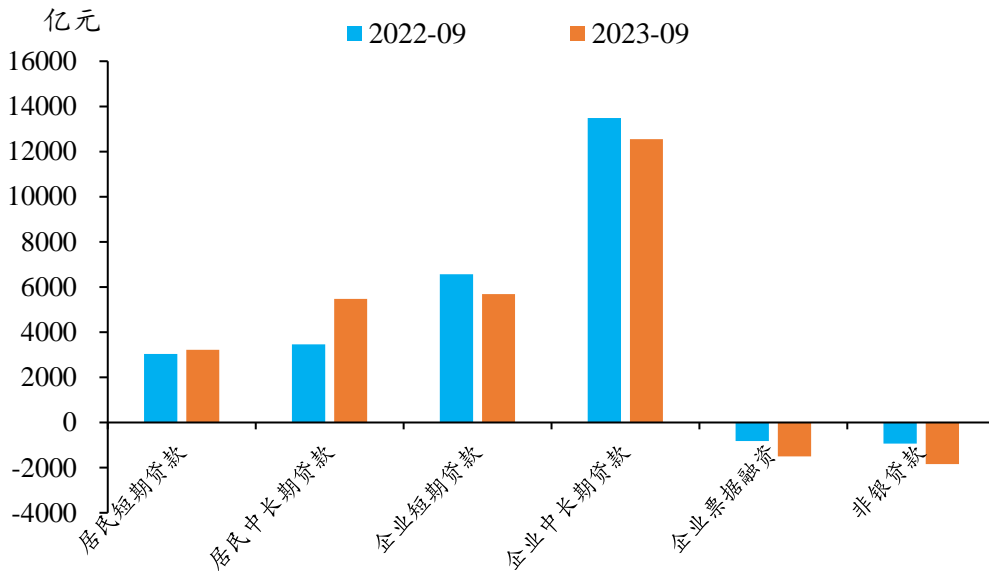
省份	2020.12	2021.1	2021.2	2021.3	2021.4	2021.5	2021.6	2021.7	2021.8	2021.9	2021.10	2021.11	2021.12	2022.1	2022.2	2022.3	2022.4	2022.5	2022.6	2023.10
北京		200.00											1,721.12	849.16			377.20		304.78	
上海																		654.80		
广东											751.63	208.16	113.12							13.64
大连		225.00																		135.58
宁波		112.00																		
深圳													48.20							
辽宁		193.00		82.00																870.42
重庆		276.00			224.00															421.90
天津		153.00		195.40		20.00	115.60													210.00
贵州	130.61	163.54				69.49				33.36										882.38
河南			209.24				148.76													
兵团			348.00																	
四川		339.00																		
山东	93.78	195.45					37.77													282.00
江苏		322.00																		
福建		302.00																		282.00
浙江		160.00																		
陕西		248.00																		
安徽		221.00																		
湖北																				92.00
湖南		147.37			45.63															643.26
内蒙古		188.00																		1,067.00
河北	180.00																			
江西				154.00																156.00
山西	133.00																			
云南		97.00																		1,076.00
新疆		95.00																		
青海		71.00																		96.00
吉林		68.00																		250.00
宁夏	55.00																			80.00
广西	30.00																			498.00
甘肃	24.00																			220.00
西藏				22.00																
总计	799.39	3,623.36	557.24	453.40	269.63	89.49	302.13	0.00	0.00	33.36	751.63	208.16	1,882.44	849.16	0.00	0.00	377.20	654.80	318.42	7,262.54

数据来源：中国债券信息网，信达证券研发中心 注：今年 10 月列为截至 10 月 20 号的数据

二、居民中长贷明显改善

9月新增信贷不及市场预期，在各个分项中，居民中长贷增加了5470亿元，同比多增2014亿元，表现亮眼，可能是稳地产政策显示出了一些效果；居民短贷增加了3215亿元，同比小幅增加；企业短贷和企业中长贷同比回落，但绝对值并不低。票据融资和非银贷款则分别减少了1500亿和1844亿元，对新增信贷形成了拖累。

图5：9月居民中长贷明显改善

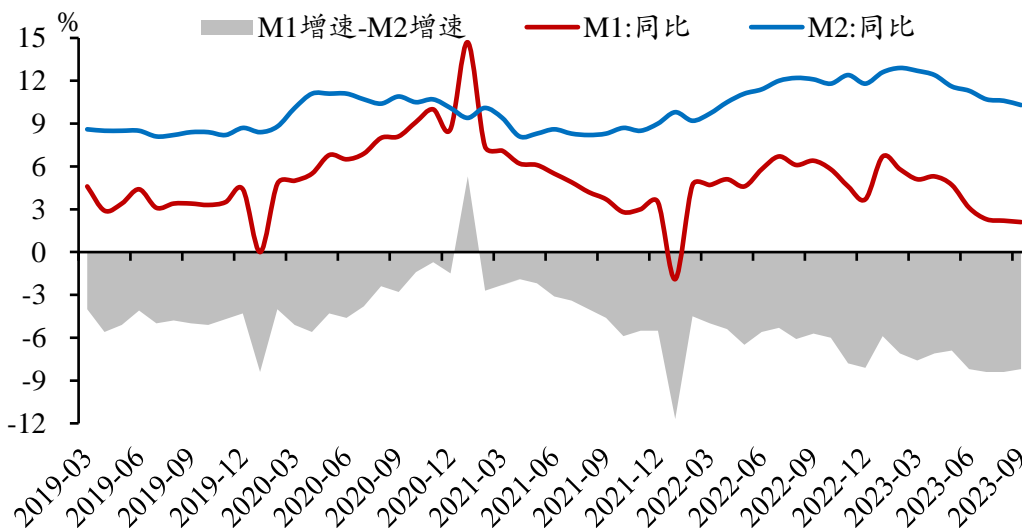


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、M1和M2增速双降，经济动能仍有待修复

9月M1同比增长2.1%，增速较上月低0.1个百分点，较1月水平已累计下降4.6个百分点，较去年同期低4.3个百分点。9月M2同比增长10.3%，比上月低了0.3个百分点。M1和M2增速剪刀差比上月微弱收窄，加之新增信贷弱于预期，国内经济动能仍有待修复。

图6：M1增速仍在下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

地方发债进度不及预期，增量政策力度不及预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究地方债和财政政策。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深300指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起6个月内。	买入:股价相对强于基准20%以上;	看好:行业指数超越基准;
	增持:股价相对强于基准5%~20%;	中性:行业指数与基准基本持平;
	持有:股价相对基准波动在±5%之间;	看淡:行业指数弱于基准。
	卖出:股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。