

喜忧参半的金融数据

——10月金融数据分析

事件概述

2023年11月13日，中国人民银行公布2023年10月份金融数据。10月新增人民币贷款7384亿元，预期6400亿元，前值2.31万亿元；新增社融1.85万亿元，预期1.82万亿元，前值4.12万亿元；社融存量同比9.3%，前值9.0%；M2同比10.3%，前值10.3%；M1同比1.9%，前值2.1%。

核心观点

10月信贷、社融数据喜忧参半，喜的是总量超出预期，忧的是结构有所弱化。信贷方面，10月新增信贷好于市场预期，同比多增1232亿元，为历史同期第二高，仅次于2021年。不过贷款结构有所弱化，企业端，企业中长贷同比少增795亿元，票据冲量现象再度出现；居民端，中长贷虽同比多增375亿元，但也仅是好于2022年，明显弱于其他年份同期水平，我们认为这其中既有9月大幅多增透支影响，也反映当前居民购房意愿偏弱。另外值得关注的是，居民短贷当月新增为-1053亿元，意味着居民还款金额多于贷款，我们判断一方面“双节”长假横跨9、10两月，居民消费存在提前释放的可能，另一方面也反映当前居民消费信心的修复仍待加强。

10月新增社融同样好于市场预期，同比多增9366亿元，为历史同期最高水平，存量社融同比9.3%，较上月回升0.3个百分点。不过从结构来看，政府债券是绝对的贡献项。10月政府债券净融资1.56万亿元，同比多增1.28万亿元。从WIND统计的数据来看，10月国债净融资3480亿元，地方政府债净融资1.2万亿元，由于地方政府专项债在9月之后剩余体量不多（约3400亿元），我们推断10月地方政府净融资中主要是特殊再融资债券。往后看，随着新增的万亿国债以及剩余的特再融资债券陆续发行，政府债净融资仍会对社融产生支撑。

总的来说，10月金融数据以及前期公布的PMI、通胀以及外贸数据，均反映出当前经济前我国经济虽在修复，但动能有待进一步加强，后续仍然可以期待政策的进一步发力。央行行长潘功胜在11月8日金融街论坛表示“下一阶段，货币政策将更加注重跨周期和逆周期调节”、“持续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度”、“合理把握利率水平，推动实体经济融资成本稳中有降”，我们判断后续货币政策仍会保持相对宽松态势，助力经济企稳回升。

► 新增信贷好于预期，贷款结构有所弱化

10月新增信贷好于市场预期，同比多增1232亿元，为历史同期第二高，仅次于2021年。不过贷款结构有所弱化，企业端，企业中长贷同比少增795亿元，票据冲量现象再度出现；居民端，中长贷虽同比多增375亿元，但也仅是好于2022年，明显弱于其他年份同期水平，我们认为这其中既有9月大幅多增透支影响，也反映当前居民购房意愿偏弱。另外值得关注的是，居民短贷当月新增为-1053亿元，意味着居民还款金额多于贷款，我们判断一方面“双节”长假横跨9、10两月，居民消费存在提前释放的可能，另一方面也反映当前居民消费信心的修复仍待加强。

总量方面：10月新增信贷7384亿元，好于市场预期的6400亿元，同比多增1232元，为历史同期第二高，仅次于2021年。

结构方面：企业端，票据冲量现象再度出现。10月，新增企业贷款5163亿元，同比多增537亿元，不过主要由票据贡献。其中，企业中长期贷款3828亿元，同比少增795亿元；票据融资3176亿元，同比多增1271亿元，为历史同期新高。企业端融资的结构的弱化也反映出当前我国经济虽在修复，但动能有待进一步加强。

居民端，10月新增居民中长贷707亿元，通过多增375亿元，虽然是同比多增，但也仅是好于2022年，明显弱于其他年

份同期水平。我们认为这其中既有 9 月大幅多增透支影响，也反映当前居民购房意愿偏弱。WIND 数据显示，10 月 30 大城市商品房销售面积 1050 万平方米，环比 2.72%，较上月的 7.70% 回落明显。

另外值得关注的是，10 月居民短贷当月新增为 -1053 亿元，同比多减 541 亿元，意味着 10 月居民还款金额多于贷款。我们判断可能的原因有两个，一方面由于“双节”长假横跨 9、10 两月，居民消费存在提前释放的可能，另一方面也反映当前居民消费信心的修复仍待加强。

► 新增社融大幅多增，政府债是主要支撑

10 月新增社融同样好于市场预期，同比多增 9366 亿元，为历史同期最高水平，存量社融同比 9.3%，较上月回升 0.3 个百分点。从结构来看，政府债券是绝对的贡献项。10 月政府债券净融资 1.56 万亿元，同比多增 1.28 万亿元。从 WIND 统计的数据来看，10 月国债净融资 3480 亿元，地方政府债净融资 1.2 万亿元，由于地方政府专项债在 9 月之后剩余体量不多（约 3400 亿元），我们推断 10 月地方政府净融资中主要是特殊再融资债券。根据媒体披露，10 月共有 24 个省份累计发行特殊再融资债券约 1 万亿元¹。往后看，随着新增的万亿国债以及剩余的特再融资债券陆续发行，政府债净融资仍会对社融产生支撑。

总量方面：10 月新增社融 1.85 万亿元，好于市场预期的 1.82 万亿元，同比多增 9366 亿元，为历史同期最高水平。存量社融同比 9.3%，较上月回升 0.3 个百分点。

结构方面：政府债是绝对的贡献项。10 月政府债券净融资 1.56 万亿元，同比多增 1.28 万亿元。从 WIND 统计的数据来看，10 月国债净融资 3480 亿元，地方政府债净融资 1.2 万亿元，由于地方政府专项债在 9 月之后剩余体量不多（约 3400 亿元），我们推断 10 月地方政府净融资中主要是特殊再融资债券。根据媒体披露，10 月共有 24 个省份累计发行特殊再融资债券约 1 万亿元。

非标有所拖累，10 月新增非标 -2572 亿元，同比多减 825 亿元。其中，新增委托贷款 -429 亿元，同比多减 899 亿元，主要与去年政策性、开发性金融工具投放导致的基数较高有关；新增信托贷款同比多增 454 亿元，而新增未贴现票据同比多减 380 亿元，或与票据融资同比多增有关。

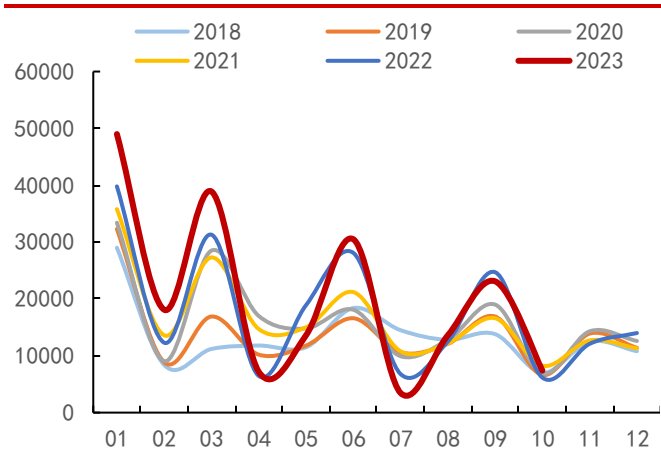
► M2 持平、M1 回落，剪刀差有所扩大

10 月 M2 同比增速 10.3%，与上月持平。从存款结构来看，居民存款同比多减 1266 亿元，与前面居民短贷多减联系在一起看，意味着居民更多的是用存款消费而不是贷款。企业存款新增 -8652 亿元，同比少减 3048 元，财政存款新增 1.37 万亿元，同比多增 2300 亿元，表明财政支出仍有待发力。

M1 同比增速 1.9%，较上月回落 0.2 个百分点，为 2022 年 1 月以来新低，M2 持平、M1 回落导致二者剪刀差有所扩大，表明企业资金活跃度仍有待修复。

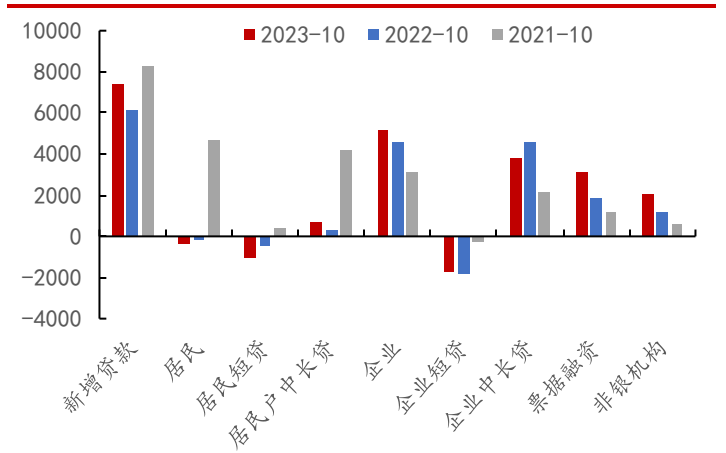
1 特殊再融资债券 <https://finance.eastmoney.com/a/202310302887575341.html>

图 1 新增信贷好于预期 (亿元)



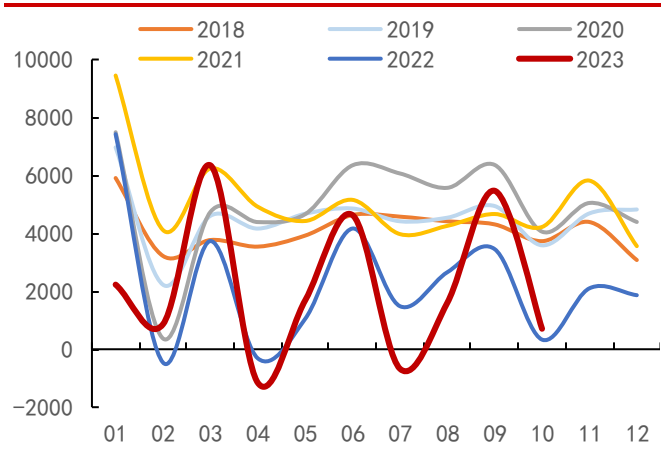
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 2 贷款结构有所弱化 (亿元)



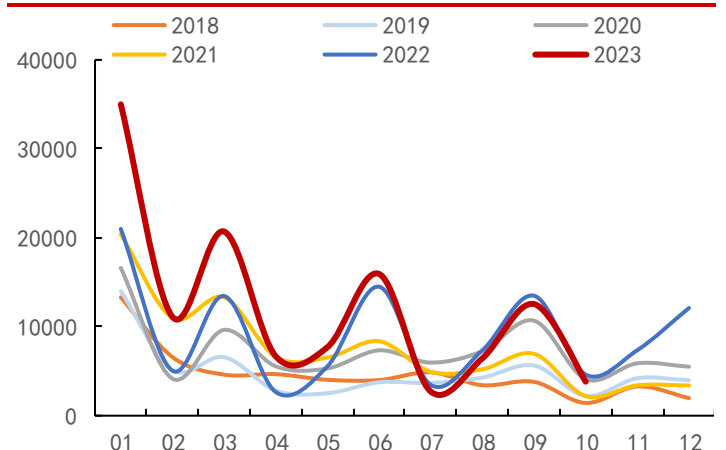
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 3 居民中长贷仍然偏弱 (亿元)



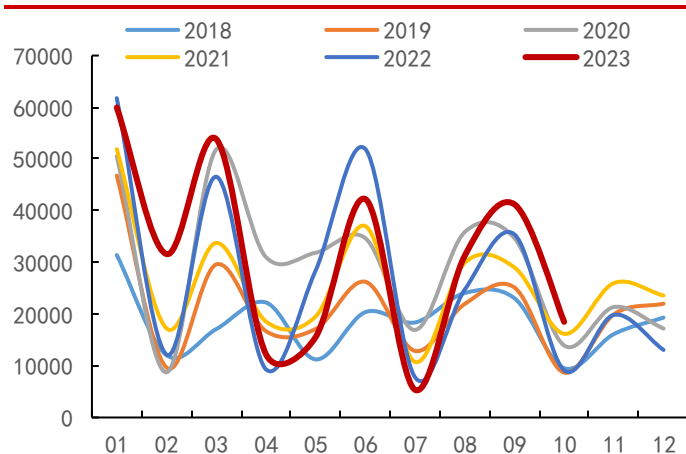
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 4 企业中长贷同比少增 (亿元)



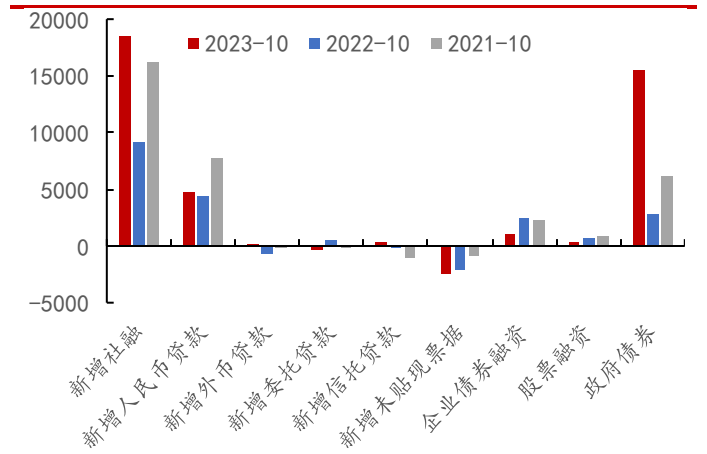
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 5 新增社融好于季节性 (亿元)



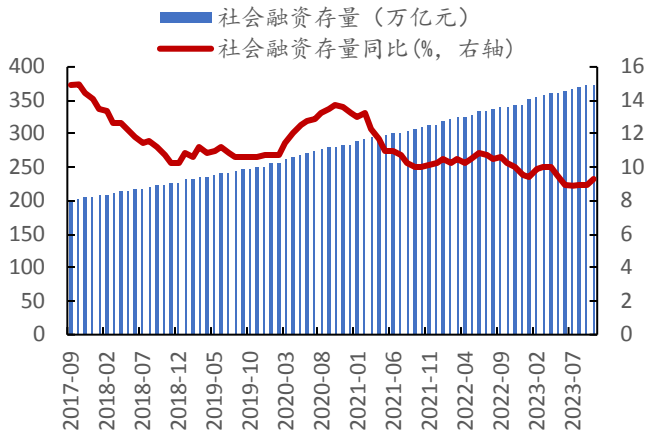
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 6 政府债券是社融的主要支撑 (亿元)



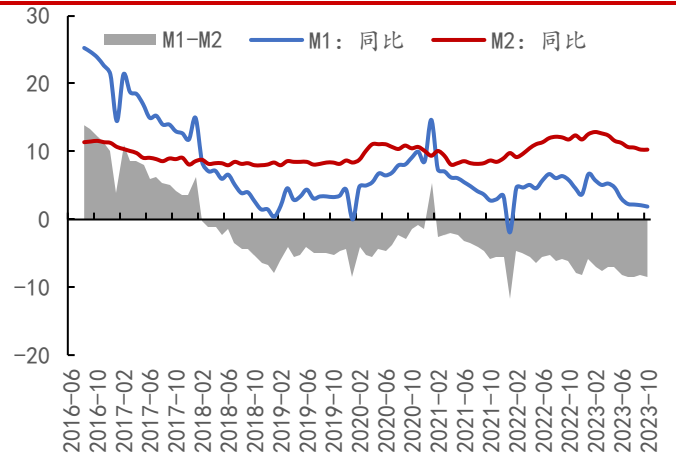
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 7 社融存量同比小幅回升



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 8 M1、M2 回落，剪刀差收窄 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观分析师：丁俊崧

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070003

联系电话：021-50380388

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。