

居民贷款清冷，政府发债集中

事件点评

金融数据点评（2023.10）

投资要点

- ◆ **贷款季度内大小月效应凸显，居民贷款再度转冷，地产企稳仍需时日。**10月新增信贷7384亿，同比小幅多增1058亿，每季度首月新增信贷明显偏少、末月明显偏多的大小月效应进一步凸显出来。结构上呈现两大特征：1）居民户贷款再度转冷，当月净减少346亿，其中住户中长期贷小幅增加707亿，均未能延续9月的突增势头，显示9月尽管有地产利好政策的推动，但季末大月集中效应不可忽视，7-10月月均新增量较去年同期仍小幅偏低，房地产市场从预期到新增交易企稳回升还需保持耐心。2）企业中长期贷款新增仅3828亿较去年同期小幅少增约800亿，但今年下半年以来大小月效应逐月凸显，11-12月或迎改善，判断趋势仍需更长时间。此外，近月银行间资金面偏紧，8月降息对实体经济流动性的改善效果比较有限。
- ◆ **政府部门集中发债融资，助推社融存量同比增速转为上行。**10月新增社融1.85万亿，同比大幅多增达9108亿，主要助推因素是前期发行进度缓慢的年初预算内政府债务的集中发行，当月新增政府债券融资高达1.56万亿，同比多增达1.28万亿，社融存量同比增速由此回升0.3个百分点至9.3%，离开了此前4个月徘徊的8.9%-9.0%底部区间。至10月末，两会时计划的一般预算赤字债务和地方政府新增专项债额度基本发行完毕，而考虑到10月末决定增发万亿国债，并调增今年一般公共预算赤字率0.8个百分点至3.8%，预计11-12月仍将进一步推动社融存量同比增速上行。10月表外三项融资合计净减少2572亿，同比多减800多亿，表外融资尚未转为活跃，也一定程度侧面显示房地产市场供需尚未完全见底。
- ◆ **M2增速企稳，财政存款连续4个月同比多增。**10月M2同比10.3%，与9月持平，符合预期。从存款结构来看，居民部门存款减少6369亿，同比小幅多减1266亿，主要原因是居民信贷数据呈现的加杠杆仍然较为缓慢，考虑基数较高，显示居民消费和投资意愿尚未趋势性升温，“超额存款”尚未结束。财政存款增加1.37万亿，同比多增2300亿，连续第4个月同比多增，但考虑到近3个月政府发债融资都处于高峰期，扣除资金归集的影响，财政支出增速应该不低。企业存款、非银金融机构存款同比分别多增约3000亿左右，或显示部分资金从理财产品向股权市场流动。
- ◆ **房地产预期企稳+财政新一轮扩张周期启动+总量流动性投放工具活跃使用，三大支柱如共同作用，有望加速2024年信用扩张，推动经济增长重回5.0%左右。**10月金融数据显示，房地产市场供需两侧预期都尚未完全筑底；而中央决定增发万亿国债并大幅调升赤字率，已经吹响新一轮财政扩张周期的号角。展望2024年，不确定性在于扩张赤字后的支出投向。比较理想的情形是房地产市场“价量分离”“量缩价稳”，居民部门去杠杆过程基本告一段落，从而新增的财政赤字即可用于通过个税减税等二次分配的方法增加中等收入人群可持续的收入预期，大宗可选商品消费为代表的国内大循环需求侧有望得到促进；在此基础上，货币政策如能积极运用降准和结构性小幅降息等高传导效率、降低融资成本的总量工具，以避免财政挤出效应，则2024年有望见到以消费和制造业投资拉动为主的总量改善、结构优化的向好态势。维持23Q4降准50BP、实施向1年期LPR倾斜的降息的预测不变，美元强势背景下，维持年底前CNY围绕7.2-7.3左右的当前中枢水平波动的预测不变。
- ◆ **风险提示：**房地产市场复苏慢于预期风险，增发国债进度慢于预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

相关报告

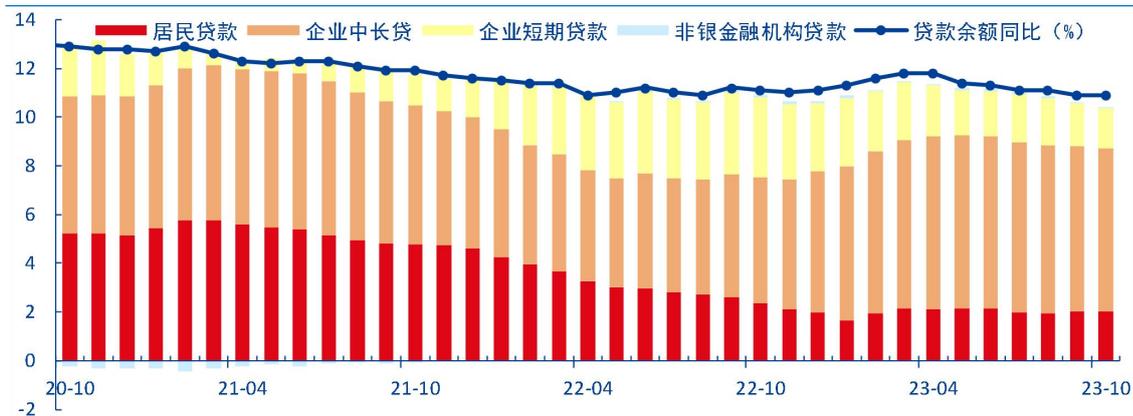
- 需求即将见底，政策传导可期——CPI、PPI 点评（2023.10） 2023.11.10
- 罢工拖累就业，是否足以改变美联储？—— 华金宏观·双循环周报（第31期）2023.11.4
- 矛盾的数据令美联储采取谨慎鹰派立场—— 美联储 FOMC 会议（2023.11）点评 2023.11.2
- 金融高质量发展的三大支柱——中央金融工作会议速评 2023.10.31
- 工业需求筑底震荡，PMI 遭遇波折——PMI 点评（2023.10） 2023.10.31



一、贷款季度内大小月效应凸显，居民贷款再度转冷，地产企稳仍需时日。

10月新增信贷7384亿，同比小幅多增1058亿，每个季度首月新增信贷明显偏少、末月明显偏多的大小月效应进一步凸显出来。结构上呈现两大特征：其一，居民户贷款再度转冷，当月净减少346亿，其中住户中长贷仅小幅增加707亿，均未能延续9月的突增势头，显示9月尽管有认房不认贷向一线城市推广等地产利好政策的推动，但季末大月集中效应不可忽视，7-10月月均新增量较去年同期仍小幅偏低，房地产市场从预期到新增交易企稳回升还需保持耐心。其二，企业中长期贷款新增仅3828亿较去年同期小幅少增约800亿，但今年下半年以来大小月效应逐月凸显，11-12月或迎改善，判断趋势仍需更长时间。此外，近几个月银行间资金面偏紧，8月降息对实体企业流动性的改善效果比较有限。

图1：贷款余额同比及贡献结构（%）

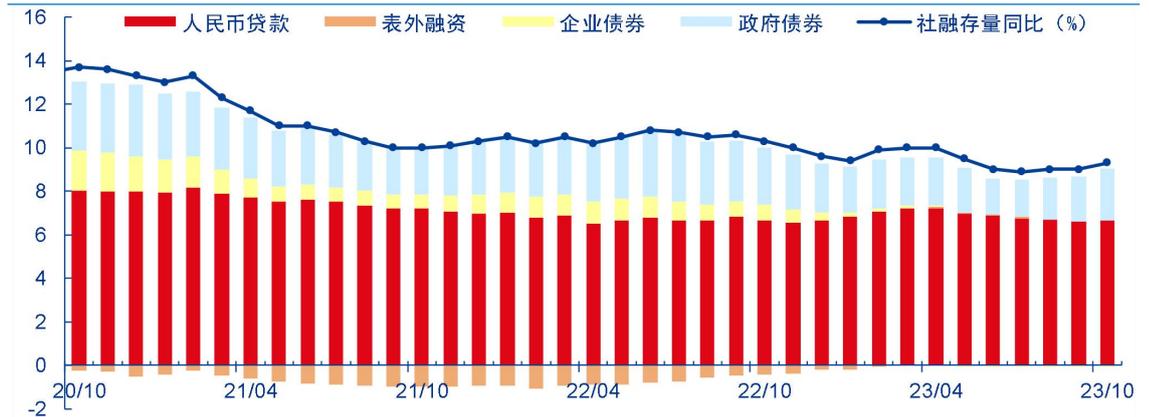


资料来源：CEIC，华金证券研究所

二、政府部门集中发债融资，助推社融存量同比增速转为上行。

10月新增社融1.85万亿，同比大幅多增达9108亿，主要助推因素是前期发行进度缓慢的年初预算内政府债务的集中发行，当月新增政府债券融资高达1.56万亿，同比多增达1.28万亿，社融存量同比增速由此回升0.3个百分点至9.3%，离开了此前4个月徘徊的8.9%-9.0%底部区间。至10月末，两会时计划的一般预算赤字债务和地方政府新增专项债额度基本发行完毕，而考虑到10月末决定增发万亿国债，并调增今年一般公共预算赤字率0.8个百分点至3.8%，预计11-12月仍将进一步推动社融存量同比增速上行。10月表外三项融资合计净减少2572亿，同比多减800多亿，表外融资尚未转为活跃，也一定程度侧面显示房地产市场供需尚未完全见底。除上述两类外，其他各项新增情况基本符合季节性特征。

图 2: 社融存量同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

三、M2 增速企稳，财政存款连续 4 个月同比多增。

10 月 M2 同比 10.3%，与 9 月持平，符合预期。从存款结构来看，居民部门存款减少 6369 亿，同比小幅多减 1266 亿，主要原因是居民信贷数据呈现的加杠杆仍然较为缓慢，同时考虑基数较高，仍显示居民消费和投资意愿尚未趋势性升温，“超额存款”现象尚未结束。财政存款增加 1.37 万亿，同比多增 2300 亿，连续第 4 个月同比多增，但考虑到近 3 个月政府发债融资都处于高峰期，扣除资金归集的影响，财政支出增速应该不低。企业存款、非银金融机构存款同比分别多增约 3000 亿左右，或显示部分资金从理财产品向股权市场流动。

图 3: 新增存款同比多增结构 (12MMA, RMB bn)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

四、房地产预期企稳+财政新一轮扩张周期启动+总量流动性投放工具活跃使用，三大支柱如共同作用，有望加速 2024 年信用扩张，推动经济增长重回 5.0% 左右。

10 月金融数据结构显示，房地产市场供需两侧持续观望，两端预期都尚未完全筑底，房价企稳还需等待。而另一方面，10 月下旬中央政府决定增发万亿国债并直接大幅调升公共预算赤字率，新一轮财政扩张周期的号角已经吹响。展望 2024 年，赤字率明显高于 3.0% 的扩张态势出现的概率是比较大的（我们预期是 3.5%），不确定性在于扩张赤字后的支出投向。比较理想的情形是房地产市场“价量分离”“量缩价稳”，居民部门去杠杆过程基本告一段落，从而新增的财政赤字即可用于通过个税减税等二次分配的方法增加中等收入人群可持续的收入预期，大宗可选商品消费为代表的国内大循环需求侧有望得到促进；在此基础上，货币政策如能积极运用降准和

结构性小幅降息等高传导效率、降低融资成本的总量工具，以避免长端利率因财政融资的挤出效应而升高，则 2024 年有望见到以消费和制造业投资拉动为主的总量改善、结构优化的向好态势。维持 23Q4 下调 1Y LPR 10-15BP，下调 5Y LPR 5-10BP 的预测不变，维持四季度还需降息 50BP 的预测不变。当前美元再度强势，中美货币政策背离程度较大，维持年底前 CNY、CNH 围绕 7.2-7.3 左右的当前中枢水平波动的预测不变。

图 4: M2、社融存量、贷款余额同比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

风险提示: 房地产市场复苏慢于预期风险, 增发国债进度慢于预期风险。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn