

2023年11月13日

**证券分析师**

刘思佳 S0630516080002  
 liusj@longone.com.cn

**证券分析师**

胡少华 S0630516090002  
 hush@longone.com.cn

**联系人**

高旗胜  
 gqs@longone.com.cn

# 政府债券支撑，社融增速回升

## ——国内观察：2023年10月金融数据

### 投资要点

- **事件：**11月13日，央行发布10月金融数据。10月M2同比10.3%，前值10.3%，M1同比1.9%，前值2.1%。新增人民币贷款7384亿元，同比多增1058亿元。社会融资规模增量1.85万亿元，同比多增9108亿元。社融存量增速为9.3%，前值9.0%。
- **核心观点：**总的来看，10月人民币贷款、社融均同比多增，但都略低于市场一致预期，亮点来自政府债券融资的高增，年内在万亿国债增发的推动下有望持续支撑社融，社融存量增速有望继续回升。信贷方面，居民中长期贷款好于去年，但较历史同期正常水平仍有距离，企业端中长期贷款回落但整体仍然不弱，票据融资冲量支撑。下一步观察中央加杠杆后对居民以及企业融资需求的带动作用，货币政策上我们认为年内仍有降准可能。
- **居民中长期贷款改善，但仍明显弱于同期正常水平。**10月居民贷款减少346亿元，同比多减166亿元，拖累主要来自于短期贷款，源于季节性回落，十一双节服务消费或有提前透支影响；中长期贷款新增707亿元，同比多增375亿元，好于去年但弱于历年同期（2017年-2021年同期月均3861亿元）。从30城销售数据来看，10月同比-7.66%，较前值有较大幅度的回升，回升幅度最大的是二线城市，增速转正，但三线仍弱。前期地产政策的集中出台对销售起到了一定提振效果，但持续性的改善仍有待观察。
- **企业融资需求略有回落，票据融资冲量。**10月企业贷款新增5163亿元，同比多增537亿元，季节性回落的情况下强于去年同期，主要贡献来自于票据融资的冲量，短期贷款基本持平于去年，中长期贷款略有拖累。10月企业短期贷款减少1770亿元，同比少减73亿元，季节性回落；企业中长期贷款新增3828亿元，同比少增795亿元，票据融资新增3176亿元，同比多增1271亿元，一方面中长期贷款去年同期基数较高，另一方面也反映出实体融资需求略有回落，票据冲量的诉求有所提升。
- **特殊再融资债券对社融的支撑力度较大。**政府债券融资8月以来对社融形成明显支撑，8、9两月主要受发行错位的影响，10月新增1.56万亿元，同比多增12809亿元，可能支撑主要来自于特殊再融资债券，单月发行额在1万亿元以上，而专项债则形成拖累（10月发行2184亿元），去年同期存在结存限额发行（4200亿元）。往后看，万亿国债的增发以及特殊再融资债券仍有支撑，截至11月13日，当月计划发行2426亿元，已发行1719亿元。同时政府债券的高增，或影响企业债券的发行，当月企业债券融资新增1144亿元，同比少增1269亿元。另外非标融资中委托贷款仍受去年政策性金融工具投放带来的高基数影响；IPO节奏放缓，股票融资新增321亿元，同比少增467亿元。
- **M2M1剪刀差维持相对高位。**M2增速结束了连续7个月的回落，持平于9月，信贷及社融存量同比多增或是主要影响。往后看，政府债发行回收的流动性未来投放流入实体，有望推动M2增速小幅回升。M1增速回落反映经济活力不强，M2M1剪刀差仍维持在8.4%的高位，存款定期化现象仍然存在。10月当月人民币存款新增6446亿元，同比多增8312亿元，居民存款多减反映双节消费增加，企业、财政存款同比多增。
- **风险提示：**稳增长政策落地不及预期；海外金融市场风险引起全球系统性金融危机。

## 正文目录

1. 居民中长期贷款改善，企业融资需求略有回落.....	4
2. 特殊再融资债券对社融的支撑力度较大 .....	5
3. M2M1 剪刀差维持相对高位.....	5
4. 核心观点 .....	6
5. 风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1 9/10 月人民币贷款同比多增结构, 亿元.....	4
图 2 企业中长期贷款季节性规律, 亿元.....	4
图 3 居民中长期贷款季节性规律, 亿元.....	4
图 4 30 大中城市商品房销售面积及同比, 万平方米, %.....	4
图 5 新增社融规模及存量同比, 亿元, %.....	5
图 6 9/10 月社融规模同比多增结构, 亿元, 亿元.....	5
图 7 非标融资季节性规律, 亿元.....	5
图 8 政府债券融资季节性规律, 亿元.....	5
图 9 9/10 月存款同比多增结构, 亿元.....	6
图 10 M2 与 M1 同比及剪刀差, %, %.....	6

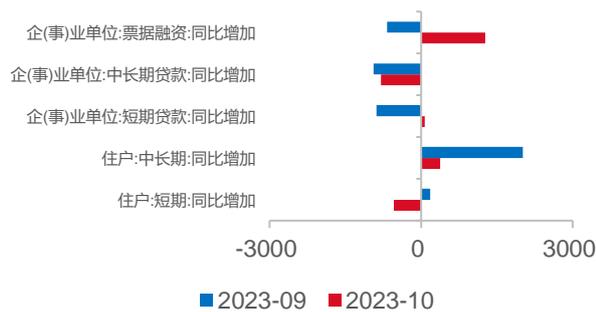
**事件:** 11月13日, 央行发布10月金融数据。10月M2同比10.3%, 前值10.3%, M1同比1.9%, 前值2.1%。新增人民币贷款7384亿元, 同比多增1058亿元。社会融资规模增量1.85万亿元, 同比多增9108亿元。社融存量增速为9.3%, 前值9.0%。

## 1.居民中长期贷款改善, 企业融资需求略有回落

居民中长期贷款改善, 但仍明显弱于同期正常水平。10月居民贷款减少346亿元, 同比多减166亿元, 拖累主要来自于短期贷款, 源于季节性回落, 十一双节服务消费或有提前透支影响; 中长期贷款新增707亿元, 同比多增375亿元, 好于去年但弱于历年同期(2017年-2021年同期月均3861亿元)。从30城销售数据来看, 10月同比-7.66%, 较前值有较大幅度的回升, 回升幅度最大的是二线城市, 增速转正, 但三线仍弱。前期地产政策的集中出台对销售起到了一定提振效果, 但持续性的改善仍有待观察。

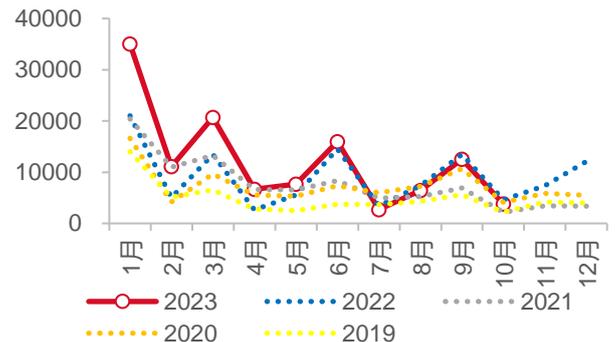
企业融资需求略有回落, 票据融资冲量。10月企业贷款新增5163亿元, 同比多增537亿元, 季节性回落的情况下强于去年同期, 主要贡献来自于票据融资的冲量, 短期贷款基本持平于去年, 中长期贷款略有拖累。10月企业短期贷款减少1770亿元, 同比少减73亿元, 季节性回落; 企业中长期贷款新增3828亿元, 同比少增795亿元, 票据融资新增3176亿元, 同比多增1271亿元, 一方面中长期贷款去年同期基数较高, 另一方面也反映出实体融资需求略有回落, 票据冲量的诉求有所提升。

图1 9/10月人民币贷款同比多增结构, 亿元



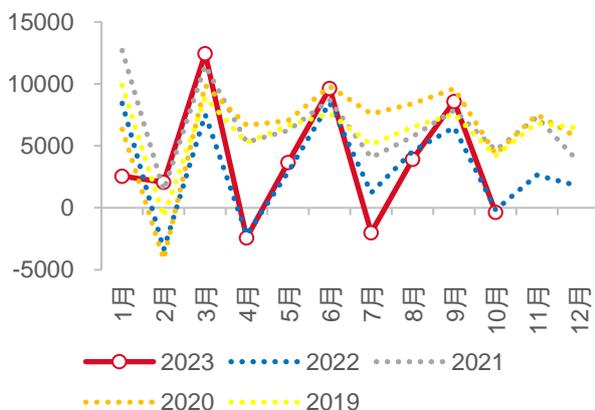
资料来源: 央行, 东海证券研究所

图2 企业中长期贷款季节性规律, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图3 居民中长期贷款季节性规律, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图4 30大中城市商品房销售面积及同比, 万平方米, %



资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

## 2.特殊再融资债券对社融的支撑力度较大

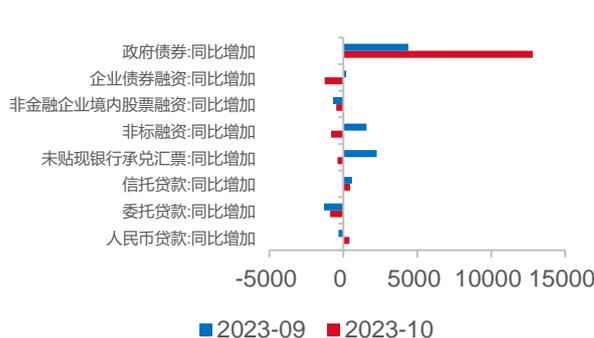
特殊再融资债券对社融的支撑力度较大。政府债券融资 8 月以来对社融形成明显支撑，8、9 两月主要受发行错位的影响，10 月新增 1.56 万亿元，同比多增 12809 亿元，可能支撑主要来自于特殊再融资债券，单月发行额在 1 万亿元以上，而专项债则形成拖累（10 月发行 2184 亿元），去年同期存在结存限额发行（4200 亿元）。往后看，万亿国债的增发以及特殊再融资债券仍有支撑，截至 11 月 13 日，当月计划发行 2426 亿元，已发行 1719 亿元。同时政府债券的高增，或影响企业债券的发行，当月企业债券融资新增 1144 亿元，同比少增 1269 亿元。另外非标融资中委托贷款仍受去年政策性金融工具投放带来的高基数影响；IPO 节奏放缓，股票融资新增 321 亿元，同比少增 467 亿元。

图5 新增社融规模及存量同比，亿元，%



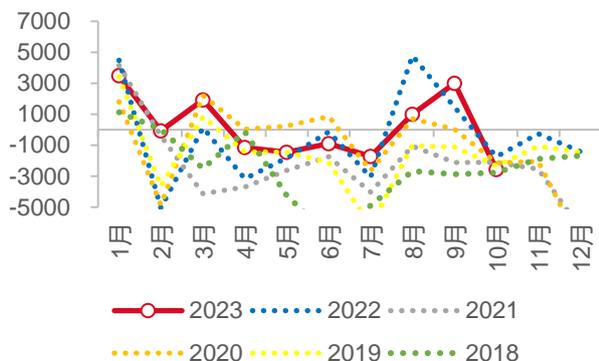
资料来源：央行，东海证券研究所

图6 9/10月社融规模同比多增结构，亿元，亿元



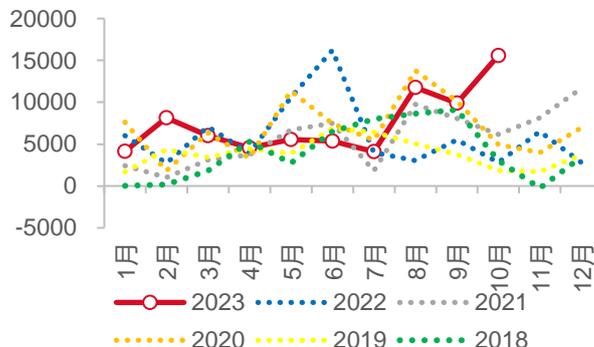
资料来源：央行，东海证券研究所

图7 非标融资季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图8 政府债券融资季节性规律，亿元

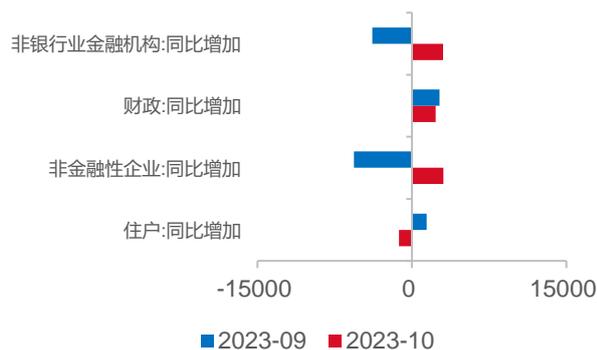


资料来源：央行，东海证券研究所

## 3.M2M1 剪刀差维持相对高位

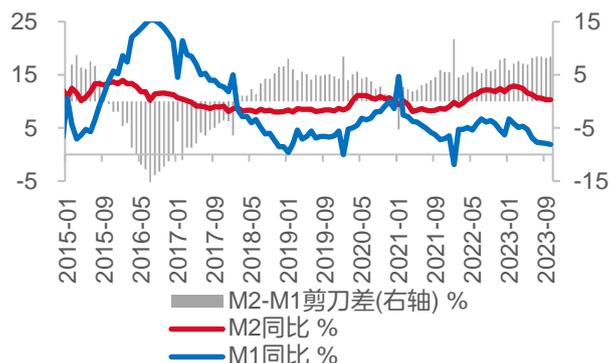
M2M1 剪刀差维持相对高位。M2 增速结束了连续 7 个月的回落，持平于 9 月，信贷及社融存量同比多增或是主要影响。往后看，政府债发行回收的流动性未来投放流入实体，有望推动 M2 增速小幅回升。M1 增速回落反映经济活力不强，M2M1 剪刀差仍维持在 8.4% 的高位，存款定期化现象仍然存在。10 月当月人民币存款新增 6446 亿元，同比多增 8312 亿元，居民存款多减反映双节消费增加，企业、财政存款同比多增。

图9 9/10月存款同比多增结构, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图10 M2与M1同比及剪刀差, %, %



资料来源: 央行, 东海证券研究所

## 4.核心观点

总的来看, 10月人民币贷款、社融均同比多增, 但都略低于市场一致预期, 亮点来自政府债券融资的高增, 年内在万亿国债增发的推动下有望持续支撑社融, 社融存量增速有望继续回升。信贷方面, 居民中长期贷款好于去年, 但较历史同期正常水平仍有距离, 企业端中长期贷款回落但整体仍然不弱, 票据融资冲量支撑。下一步观察中央加杠杆后对居民以及企业融资需求的带动作用, 货币政策上我们认为年内仍有降准可能。

## 5.风险提示

稳增长政策落地不及预期, 可能会导致经济恢复不及预期。

高利率环境下, 海外金融市场风险, 引发全球系统性金融危机。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089