

“喜忧参半”的10月金融数据

2023年11月13日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ **超预期的10月信贷数据,市场该如何理解?** PMI、CPI数据的接连转弱为拐点过后经济复苏增添了几份不确定性,而10月人民币贷款超预期新增7384亿元看似打消了顾虑,但拆分来看,回落的居民借贷、创新高的票据冲量,以及再探底的M1增速,还是跳不出“需求弱复苏”这一核心制约。

■ **10月金融数据向市场释放的信号是,第一,政策宽信用有接续、但居民需求难站稳,结合通胀二次探底,目前出行因素回撤后的居民消费修复相较企业项目“透支”问题更显坎坷。**

第二,中央财政已经开始发力,10月政府债超季节性天量新增,化债与增发国债支撑下的四季度社融同比增速料将继续回升,而这一阶段下的货币政策更多以配合为主,对市场指引较弱。

■ **央行近期表态“做好金融支持地方债务风险化解工作”、“将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持”,本轮“财政发力、货币接续”与此前6月及8月央行“快速出手”的货币政策先行模式有所不同,四季度市场的增量信号更多在新项目落地以及财政后续行动上;而货币宽松落地的顺序来看,降准或在降息之前,以缓解发债下的资金紧张,降息则受到汇率压力牵制。**

■ **10月金融数据具体来看,企业短贷季初减少1770亿元,延续今年6-7月跨级后贷款冲量的到期现象,但“振幅”较去年同期收敛。**

企业中长贷新增3828亿元,同比在高基数下仍未转正(去年同期信贷虽然总量偏低,但央行推出2000亿设备更新改造再贷款的快速落地支撑了2022年10月企业中长贷)。我们在此前的点评中多次指出,企业中长贷托举总量是今年信贷投放的最大特点,这也同时印证了以对公长贷工具为主逆周期政策正向稳预期、产业转型、结构优化等方向迈进。中央金融工作会议强调要优化资金供给结构,把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业。

而对此央行此前就已做提前部署:9月20日央行提出“加强逆周期调节和政策储备,以高质量金融服务助力高质量发展”;9月27日央行三季度例会表示下阶段工作“构建金融有效支持实体经济的体制机制,引导金融机构增加制造业中长期贷款”。今后信贷投放料将更加注重质效,城中村改造、平急两用基础设施建设、保障性住房建设“三大工程”无疑是重点金融支持方向,我们预计11月及12月对公长贷投放节奏趋于平稳。

居民短贷减少1053亿元,为历史同期低点,降幅大于受疫情扰动限制消费场景的去年同期。考虑到订单支付向前错位,双节的消费热度对10月居民贷款构成的支撑有限,反而体现出需求集中释放后的“淡季更淡”现象。

居民中长贷新增707亿元。在去年疫情影响下居民就业及收入预期低迷、基数偏低的背景下同比微增375亿元可谓喜忧参半:一方面,9月末存量房贷迎批量调整,央行数据显示本轮下调涉及规模超22万亿元,平均降幅73bp,相当于户均每年减少利息支出3200元,对居民收入及按揭早偿压力有一定缓解。观察RMBS条件早偿指数,10月环比回落25个百分点,但仍高于去年同期;另一方面,楼市“银十”平淡收官,多地挂牌量高增但交易温和。

票据融资季初大幅“补位”,同比多增1271亿元。10月票据利率震荡,全月中枢下行,显示经济回升动能不足背景下季初实体融资需求偏弱。票据冲量规模不及今年7月,近期资金面紧张可能有所限制。信贷整体弱势下非银贷款趋于增长,同比多增948亿元。

直接融资方面,10月多省市集中发行特殊再融资债,叠加剩余地方专项

相关研究

《明年“宽财政”空间有多大?》

2023-11-13

《美国财政知几何—海外宏观经济周报》

2023-11-12

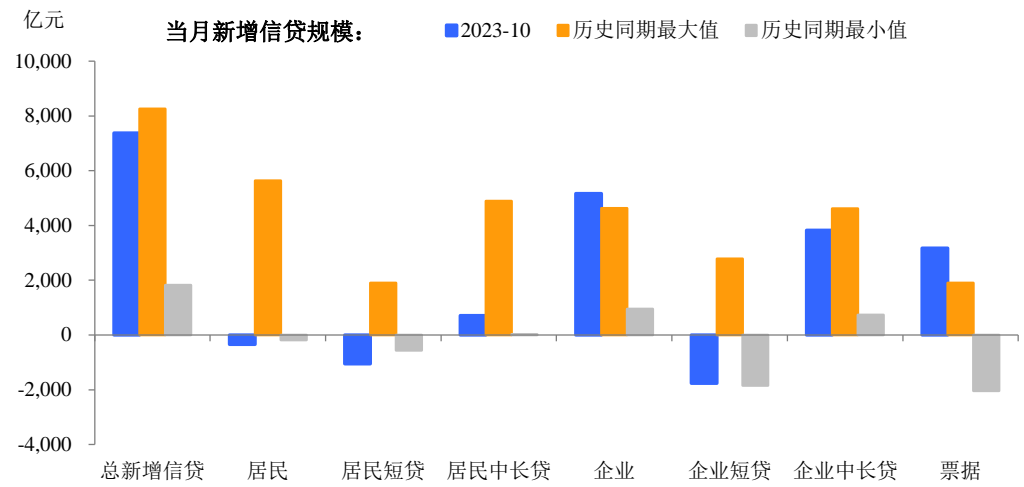
债供给放量，政府债在金融数据小月天量新增 1.56 万亿元，同比多增 1.28 万亿元。企业债同比少增 1269 亿元，资金利率偏紧下部分企业融资可能转向信贷。

非标方面，信托、委托贷款同比变动 454 亿元、-899 亿元。经济修复整体动能偏缓，表外压降力度仍维持较低水平。中央金融工作会议提出“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”，今后金融表外融资渠道支持地产行业或有所放量。

中央财政发力下 10 月社融存量同比增速反弹三个百分点至 9.3%，M2 增速维持在 10.3%，M2-社融“剪刀差”继续收窄。10 月 M1 同比继续下探至 1.9%，企业预期的拐点仍未到来。

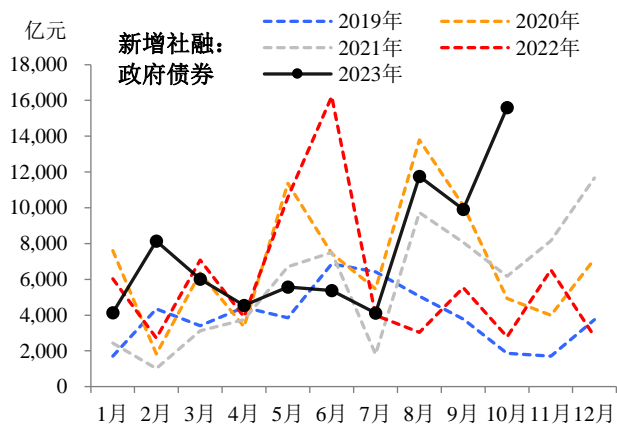
- **风险提示：**政策定力超预期；海外提前进入衰退导致出口超预期萎缩；信贷投放节奏超预期。

图1: 10月信贷投放: 总量超预期, 但结构偏差



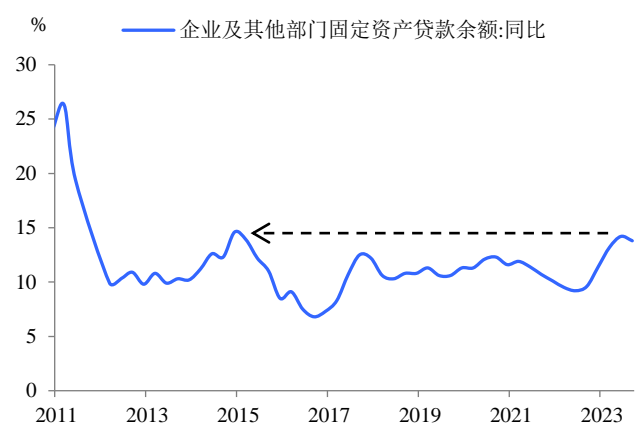
注: 历史值范围为 2008 年至 2022 年
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 政府债天量新增



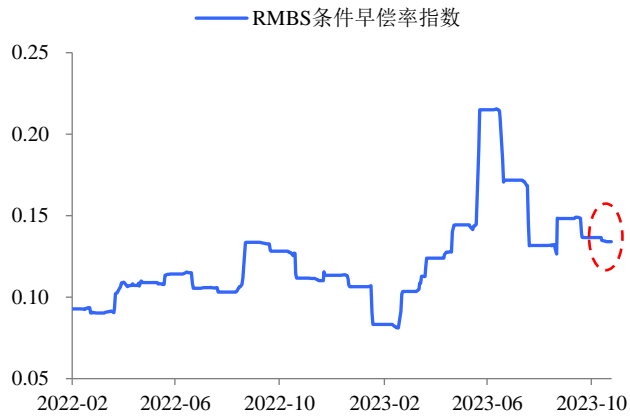
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 企业部门投资贷款接近历史高位



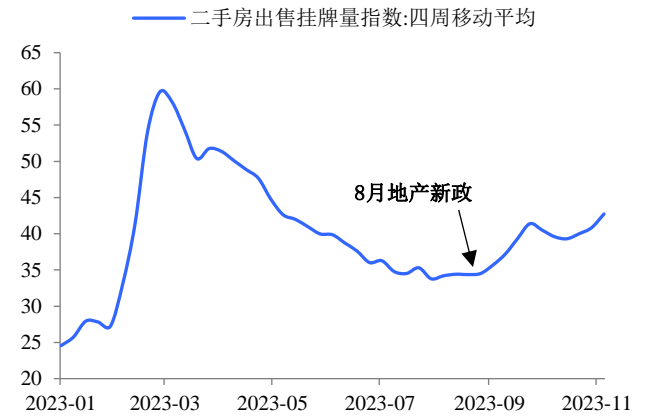
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 按揭早偿现象继续缓解



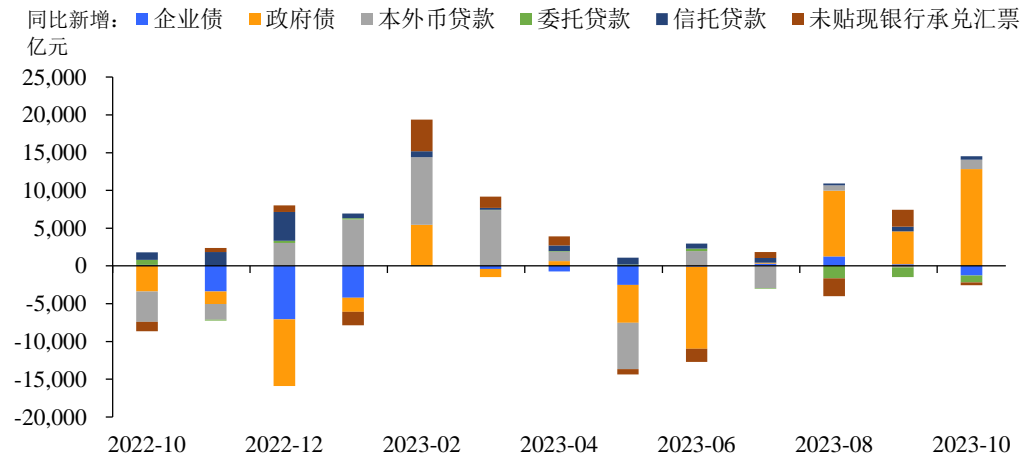
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图5: 二手房挂牌量近期回升



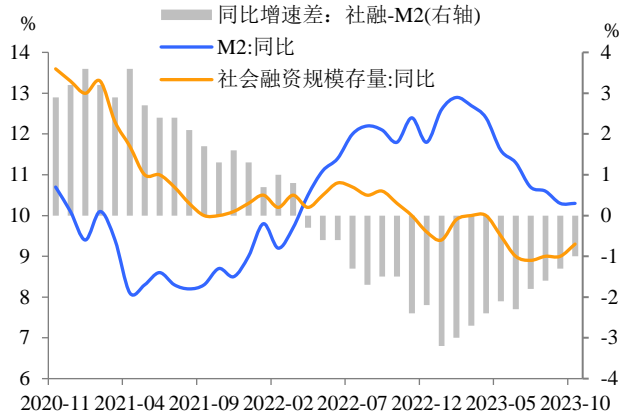
数据来源: 文旅部, 东吴证券研究所

图6: 10月新增社融结构



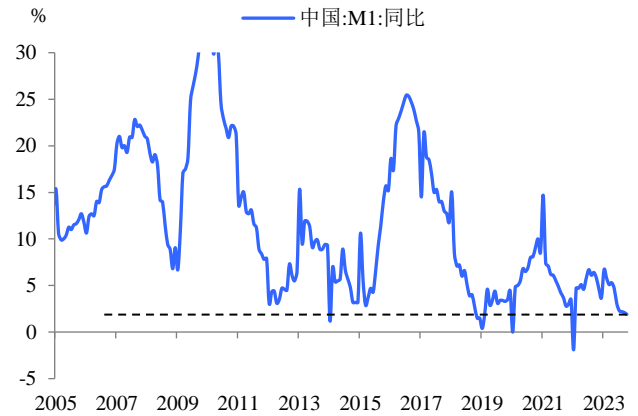
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: “M2-社融”剪刀差收敛



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: M1增速继续探底



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>