

10月金融数据点评

超预期的社融与M1

10月份社会融资规模增量为1.85万亿元，比上年同期多9108亿元，高于市场预期。10月社融存量同比增长9.3%，较上月上行0.3个百分点。10月政府债持续发力下新增社融高于市场预期，低基数下人民币贷款小幅强于市场预期，整体来看政策发力下信贷节奏保持稳定，我们认为后期关注点主要包括：1. 10月社融信贷数据持续企稳，但M1连续6月回落至1.9%，主要由于企业活化程度不高，虽然政府债天量发行推动社融同比读数增长，但政策落地生效还需时间；2. 财政政策接力“稳增长”，资金面存在压力，后续货币政策仍有配合财政政策启动降准降息的可能性，预计短期将启动降准配合增量续作中期借贷便利的方式补充中长期流动性，平抑资金面波动。

- **政府债持续贡献主要同比增量。**10月社融各分项中，表内融资同比多增1282亿元，表外融资同比多减825亿元，直接融资同比少增1736亿元，整体来看延续了9月强势扩张趋势，10月达到同期最高水平，其中人民币贷款保持稳定，政府债券贡献主要增量，表外融资大幅压降。10月社融口径人民币贷款新增4837亿元，同比多增406亿元，人民币贷款呈现季节性弱势，且社融口径下贷款不包含同业贷款导致读数不高，同比多增主要由于去年同期基数较低。表外融资大幅压降，其中汇票压降规模较高，主要与10月表内票据融资需求升温有关。企业债发行环比大幅下行，主要受到基数较高的影响。10月政府债券新增1.56万亿元，同比多增1.28万亿元，是10月社融超预期的主要贡献项，10月以来特殊再融资债重启发行和增发1万亿元国债，对年底之前社融新增将带来持续贡献。
- **M2-M1剪刀差走阔，M1连续6月回落。**10月M2同比增长10.3%，较上月持平；M1同比增长1.9%，较上月下降0.2个百分点，企业活化程度仍旧不足；M0同比增长10.2%，较上月下降0.5个百分点。10月M2-M1剪刀差再度走阔至8.4%，且M1同比增速持续下降，反映出企业活化程度仍旧不足的情况，这与10月PMI回落至荣枯线以下相互印证。M2同比维持在10.3%，社融-M2剪刀差收窄，在前期专题报告中曾提及银行一级认购政府债券（暂未投向实体部分）将导致社融增加、M2不变，而财政净支出将导致M2增加，社融不变。在四季度财政政策发力的情况下，社融同比将逐渐走高，M2上行则取决于财政投放效率。这一过程虽然暂未产生经济活动，但推动了社融扩张，因此会造成M2-M1剪刀差走阔的情况，M1回升需要关注政策落地生效情况。
- **贷款呈现季节性弱势，票据冲量再现。**10月新增贷款7384亿元，同比多增1232亿元，高于市场预期。其中居民贷减少346亿元，同比多减166亿元，企业贷新增5163亿元，同比多增537亿元。10月信贷在低基数下呈现同比多增，但企业部门结构走弱、居民部门短贷大幅拖累：企业端方面，企业中长贷新增3828亿元、短贷减少1770亿元、票据增加3176亿元。企业部门中长期贷款连续4月呈现同比少增，10月一定程度上受到9月贷款冲量的透支效应影响。结构有所弱化，10月末票据利率持续下行，票据融资同比多增1271亿元。
- **居民部门中长贷新增707亿元、短贷减少1053亿元。**10月居民中长贷保持增长，在存量房贷利率调整政策以及“认房不认贷”等多项政策放松以后，居民购房情绪维持改善，但其中可能仍存在部分需求受到观望情绪影响而延后，后续还需进一步跟踪。9月1年期LPR报价下调叠加节日效应后，10月居民短贷持续大幅缩减，预计后续将恢复平稳。
- **风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。**

相关研究报告

《10月通胀点评：食品价格拖累通胀整体表现》
20231109

《10月进出口数据点评：进口同比增速由负转正》
20231107

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

事件：10月份社会融资规模增量为1.85万亿元，比上年同期多9108亿元，高于市场预期。10月社融存量同比增长9.3%，较上月上行0.3个百分点。

政府债持续贡献主要同比增量。10月社融各分项中，表内融资同比多增1282亿元，表外融资同比多减825亿元，直接融资同比少增1736亿元，整体来看延续了9月强势扩张趋势，10月达到同期最高水平，其中人民币贷款保持稳定，政府债券贡献主要增量，表外融资大幅压降。10月社融口径人民币贷款新增4837亿元，同比多增406亿元，人民币贷款呈现季节性弱势，且社融口径下贷款不包含同业贷款导致读数不高，同比多增主要由于去年同期基数较低。表外融资大幅压降，其中汇票压降规模较高，主要与10月表内票据融资需求升温有关。企业债发行环比大幅下行，主要受到基数较高的影响。10月政府债券新增1.56万亿元，同比多增1.28万亿元，是10月社融超预期的主要贡献项，10月以来特殊再融资债重启发行和增发1万亿元国债，对年底之前社融新增将带来持续贡献。

图表 1. 新增社融构成和变化 (单位: 亿元)

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	18,500	4,837	152	(429)	393	(2,536)	1,144	321	15,600
同比	9,366	406	876	(899)	454	(380)	(1,269)	(467)	12,809
环比	(22,727)	(20,532)	735	(637)	(9)	(4,933)	590	(5)	5,680

资料来源: Wind, 中银证券

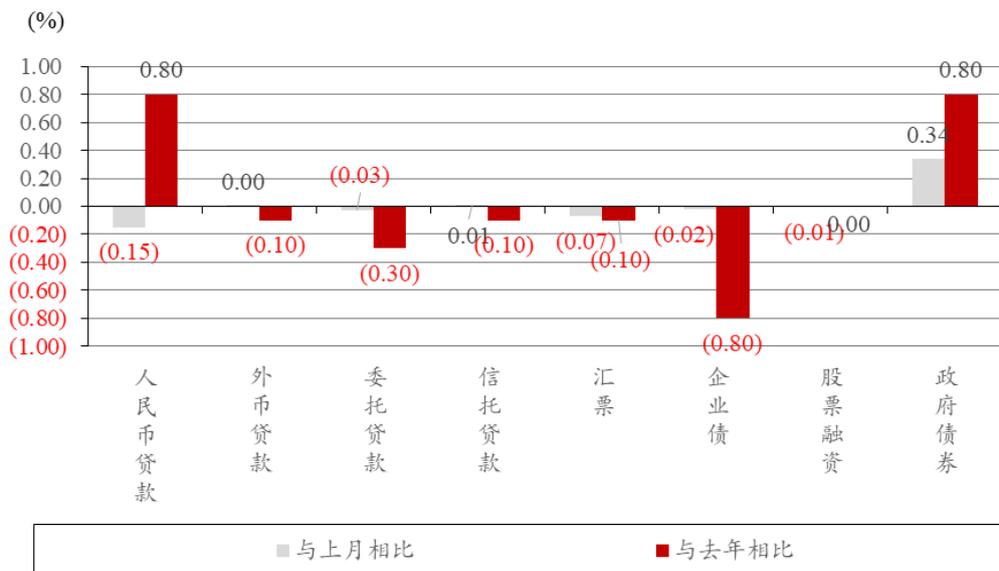
图表 2. 新增社融分类变化 (单位: 亿元)

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	4,989	(2,572)	1,465	14,618
同比	1,282	(825)	(1,736)	10,645
环比	(19,797)	(5,579)	585	2,064

资料来源: Wind, 中银证券

四季度财政政策接力“稳增长”，政府债券仍为融资主力。从社融存量结构来看，2023年10月与上月相比，人民币贷款占比下降0.15%，政府债券占比上升0.34%，直接融资占比下降0.03%。与去年同期相比，人民币贷款和政府债券占比分别上升0.80%和0.80%，企业债券占比下降0.80%。政府债券预计将成为四季度社融增长主要贡献。

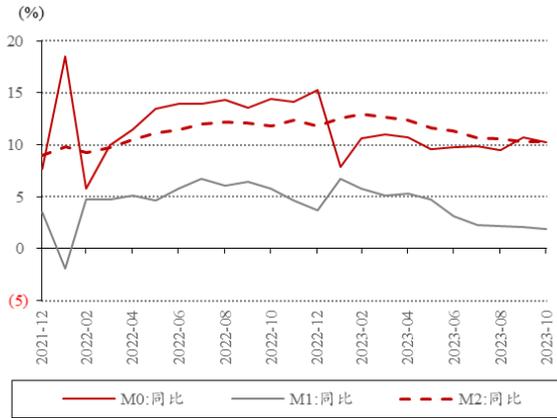
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源: Wind, 中银证券

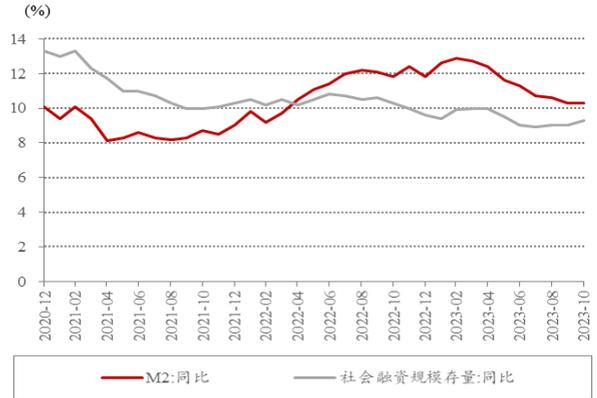
M2-M1 剪刀差走阔, M1 连续 6 月回落。10 月 M2 同比增长 10.3%, 较上月持平; M1 同比增长 1.9%, 较上月下降 0.2 个百分点, 企业活化程度仍旧不足; M0 同比增长 10.2%, 较上月下降 0.5 个百分点。10 月 M2-M1 剪刀差再度走阔至 8.4%, 且 M1 同比增速持续下降, 反映出企业活化程度仍旧不足的情况, 这与 10 月 PMI 回落至荣枯线以下相互印证。M2 同比维持在 10.3%, 社融-M2 剪刀差收窄, 在前期专题报告中曾提及银行一级认购政府债券(暂未投向实体部分)将导致社融增加、M2 不变, 而财政净支出将导致 M2 增加, 社融不变。在四季度财政政策发力的情况下, 社融同比将逐渐走高, M2 上行则取决于财政投放效率。这一过程虽然暂未产生经济活动, 但推动了社融扩张, 因此会造成 M2-M1 剪刀差走阔的情况, M1 回升需要关注政策落地生效情况。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. 社融与 M2 同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

贷款呈现季节性弱势, 票据冲量再现。10 月新增贷款 7384 亿元, 同比多增 1232 亿元, 高于市场预期。其中居民贷减少 346 亿元, 同比多减 166 亿元, 企业贷新增 5163 亿元, 同比多增 537 亿元。10 月信贷在低基数下呈现同比多增, 但企业部门结构走弱、居民部门短贷大幅拖累: 企业端方面, 企业中长贷新增 3828 亿元、短贷减少 1770 亿元、票据增加 3176 亿元。企业部门中长期贷款连续 4 月呈现同比少增, 10 月一定程度上受到 9 月贷款冲量的透支效应影响。结构有所弱化, 10 月末票据利率持续下行, 票据融资同比多增 1271 亿元。

居民部门中长贷新增 707 亿元、短贷减少 1053 亿元。10 月居民中长贷保持增长, 在存量房贷利率调整政策以及“认房不认贷”等多项政策放松以后, 居民购房情绪维持改善, 但其中可能仍存在部分需求受到观望情绪影响而延后, 后续还需进一步跟踪。9 月 1 年期 LPR 报价下调叠加节日效应后, 10 月居民短贷持续大幅缩减, 预计后续将恢复平稳。

财政存款大幅增长。10 月人民币存款新增 6446 亿元, 同比多增 8290 亿元, 其中居民存款减少 6369 亿元, 同比多减 1266 亿元, 企业存款减少 8652 亿元, 同比少减 3048 亿元, 财政存款增加 1.37 万亿元, 同比多增 2300 亿元, 非银存款增加 5068 亿元, 同比多增 3020 亿元。10 月居民企业存款呈现季节性回落, 财政存款大幅增长主要由于 10 月以来特殊再融资债重启发行和增发 1 万亿元国债, 后续财政支出节奏值得关注。

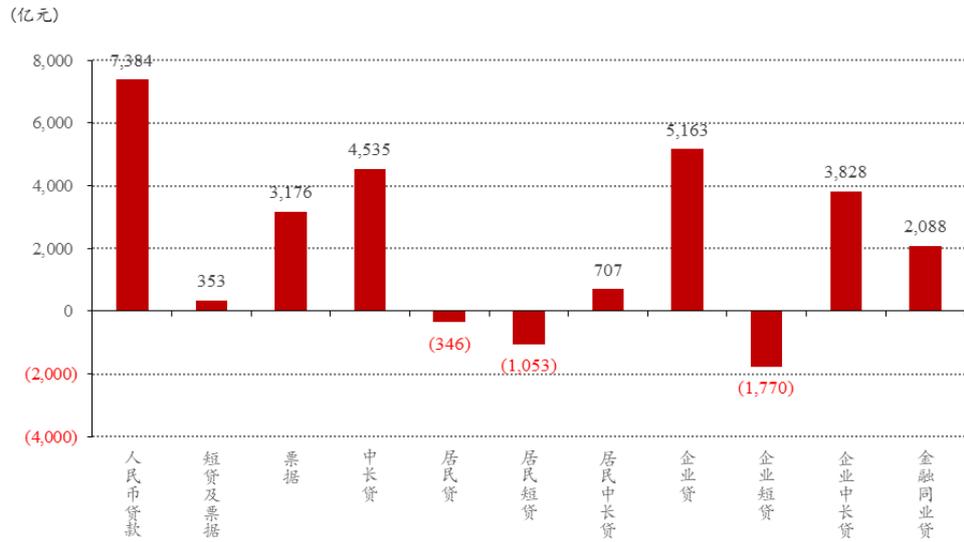
图表 6. 新增存贷款变化(单位: 亿元)

	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款	7,384	353	4,535	(346)	5,163	2,088
同比	1,232	803	(420)	(166)	537	948
环比	(15,716)	(7,048)	(13,479)	(8,931)	(11,671)	3,932
	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	6,446	(6,369)	(8,652)	13,700	5,068	2,699
同比	8,290	(1,266)	3,048	2,300	3,020	1,188
环比	(15,954)	(31,685)	(10,662)	15,827	11,718	(1,152)

资料来源: Wind, 中银证券

10月政府债持续发力下新增社融高于市场预期，低基数下人民币贷款小幅强于市场预期，整体来看政策发力下信贷节奏保持稳定，我们认为后期关注点主要包括：1. 10月社融信贷数据持续企稳，但隐忧在于M1连续6月回落至1.9%，显示出企业活化程度不高，政府债天量发行推动社融同比读数增长，但政策落地生效还需时间；2. 财政政策接力“稳增长”，资金面存在压力，后续货币政策仍有配合财政政策启动降准降息的可能性，预计短期将启动降准配合增量续作中期借贷便利的方式补充中长期流动性，平抑资金面波动。

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源: Wind, 中银证券

风险提示: 经济下行压力加大; 流动性超预期收紧; 地产复苏不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371