

2023年11月14日

## 总量背后的结构之忧

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

**事件：**10月社会融资规模增量为1.85万亿元，预期1.83万亿元，前值4.12万亿元；人民币贷款增加4837亿元，同比多增232亿元。

### ● 人民币信贷：居民贷款转弱，票据融资大幅多增

**10月信贷总量同比多增，但居民贷款和企业中长贷少增，票据冲量为信贷增长的主要原因。**10月新增人民币贷款7384亿元，较2022年同期多增1232亿，比过去5年均值多增405亿。**居民贷款低基数下同比少增，中长贷仍待企稳。**10月居民中长贷新增707亿元，同比多增375亿元；居民短贷减少1053亿元，同比多减541亿。居民端信贷总体表现较弱，中长贷在2022年的低基数下小幅改善，短贷负增长，并未延续9月的回升态势。**企业贷款新增5163亿元，仍是历史同期高位，但企业中长贷较弱，表内票据冲量明显。**企业短贷同比少减73亿元；中长贷同比少增795亿元；表内票据融资同比多增1271亿元。票据高增反映企业需求不足，冲量现象加重。7月以来，企业中长贷连续四个月少增，或是因为2022年四季度-2023年一季度该指标持续高增，但随后基建、制造业企业中长期贷款增长的韧性下滑。

10月基本面有所波动，居民贷款、企业中长期贷款需求增长乏力。展望后续，年内万亿特别国债增发用于防灾救灾工程，有望带动基础设施相关配套贷款增长，企业中长贷预计将稳步回升。

### ● 社融：政府债券拉动社融，是否削弱社融的指示意义？

**10月新增社融1.85万亿元，同比多增9366亿元，社融存量增速提升至9.3%。政府债券占比达到社融的84%，人民币贷款占比较低；非标、企业债券同比少增；剔除政府债券后的社融增速趋于下行。**社融口径新增人民币贷款4837亿元，同比多增406亿元。政府债券新增15600亿元，同比多增12809亿元，创同期历史新高。10月新增专项债净融资额1772亿元，再融资专项债净融资额共约1.12万亿，国债净融资额约为3481亿元，特殊再融资债发行带动政府债券净融资额高增。除政府债券外的直接融资同比少增，10月企业债券和股票表现偏弱。非标融资总体新增量为-2572，偿还量增加或可能与化债进度落实有关。

**增发国债和特殊再融资债将导致四季度政府债券超季节性增长，其对社融的贡献是否削弱社融指示意义？**10月社融存量增速环比提高0.3个百分点至9.3%；而剔除政府债券后的社融存量增速仅为8.6%，环比减少约0.2个百分点。一方面，后续国债的增发将会增加基建领域的资金投入，有望拉动实体经济加速回稳。另一方面，政府债券体现了政策对于宏观经济的调控，且债券通过金融机构进入实体，也能够反映金融体系对实体经济的支持。因此，不必过于担忧政府债券对社融的扰动，考虑宏观调控的社融对经济的领先性或更强。但同时也需注意，剔除政府债券后的社融增速能部分反映实体经济自身的融资动力，在社融增速看似“无虑”的背后，实体部门仍有融资景气度偏弱的隐忧。

### ● M1下行幅度扩大，企业资金活化程度减弱

10月M1同比下降0.2个百分点至1.9%；M2同比持平为10.3%。社融-M2剪刀差继续回升至-1%。存款方面，居民存款多增，企业、非银存款延续减少，或反映居民的存款向企业和金融市场转移。财政存款同比多增2300亿元，10月政府债券大量发行短期内增加财政净收入，后续应关注财政支出强度。**10月M1下行幅度扩大，企业资金活化程度减弱。**我们在《破浪前行——2024年宏观经济展望》中指出，近年来财政平稳扩张、货币稳中偏松，但M1增速中枢却向下，或是地产下行、投资收益率偏低等导致资金空转，一定程度上削弱了货币政策的有效性。我们认为，2024年政府支出有望扩张，宽财政、宽货币将助力国内有效需求提升、经济持续修复。此外，投资端发力的同时，也可观察更多需求端政策，消费活力和动能有待进一步释放。

● **风险提示：**政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

### 相关研究报告

《加快建设金融强国——宏观周报》

-2023.11.12

《CPI同比阶段性转负，中央加杠杆有望驱动2024物价回升——10月通胀数据点评》-2023.11.12

《出口超季节性回落或难以持续——

10月进出口数据点评——宏观经济点评》-2023.11.10

## 目 录

1、 人民币信贷：居民贷款转弱，票据融资大幅多增.....	3
2、 社融：政府债券超季节性增长拉动社融.....	4
3、 M1 下行幅度扩大，企业资金活化程度减弱.....	5
4、 风险提示.....	6

## 图表目录

图 1： 10 月人民币贷款多增，居民信贷同比负增.....	3
图 2： 10 月居民贷款与企业中长贷占比下降.....	3
图 3： 10 月票据利率降至低点.....	4
图 4： 商品房销售面积边际改善.....	4
图 5： 10 月政府债券超季节性多增.....	5
图 6： 10 月表外融资下滑.....	5
图 7： 10 月剔除政府债券后社融存量增速下降.....	5
图 8： 10 月社融存量增速继续回升.....	5
图 9： 2023 年前 10 月居民存款增长较为显著.....	6
图 10： 10 月 M1 同比降幅扩大.....	6

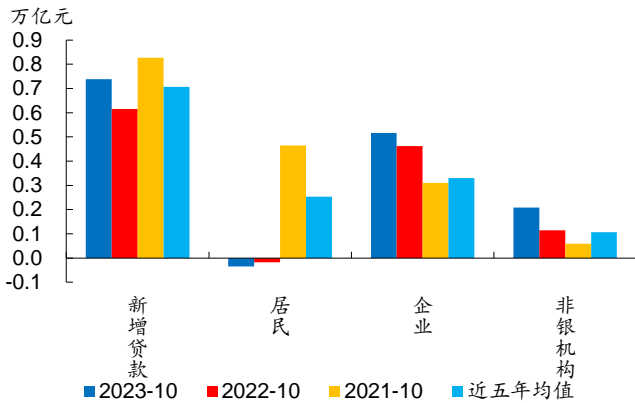
## 1、人民币信贷：居民贷款转弱，票据融资大幅多增

10月信贷总量同比多增，但居民贷款和企业中长贷少增，票据冲量为信贷增长的主要原因。10月新增人民币贷款7384亿元，较2022年同期多增1232亿，比过去5年均值多增405亿。

**居民贷款低基数下同比少增，中长贷仍待企稳。**10月居民中长贷新增707亿元，同比多增375亿元；居民短贷减少1053亿元，同比多减541亿。居民端信贷总体表现较弱，中长贷在2022年的低基数下小幅改善，短贷负增长，并未延续9月的回升态势。9月居民中长贷同比多增一部分可能与RMBS回表有关，另一部分或是地产政策放松后对按揭贷款有所提振，而在当前需求仍偏弱情况下改善的持续性有限。居民消费贷和经营贷等也增长乏力，或是9月居民短贷增长对后续提前透支。同时10月经济复苏放缓，居民端加杠杆意愿相对偏弱。10月商品房销售面积同比开始回暖，后续居民端加杠杆的意愿仍需观察地方稳地产政策的落实，以及居民收入和预期的修复情况。

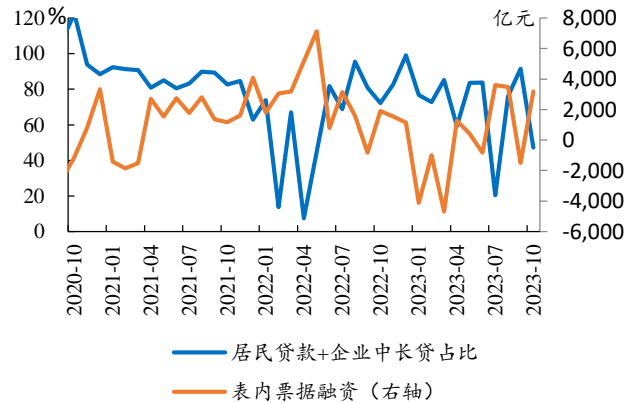
**企业贷款新增5163亿元，仍是历史同期高位，但企业中长贷较弱，表内票据冲量明显。**企业短贷减少1770亿元，同比少减73亿元；中长贷新增3828亿元，同比少增795亿元；表内票据融资增加3176亿，同比多增1271亿元，票据利率趋于下行，在月末到达低点。票据高增反映企业需求不足，冲量现象加重。7月以来，企业中长贷连续四个月少增，或是因为2022年四季度-2023年一季度该指标持续高增，但随后基建、制造业企业中长期贷款增长的韧性下滑。10月基本面有所波动，企业中长期贷款需求增长乏力。展望后续，年内万亿特别国债增发用于防灾救灾工程，有望带动基础设施相关配套贷款增长，企业中长贷预计将稳步回升。

图1：10月人民币贷款多增，居民信贷同比负增

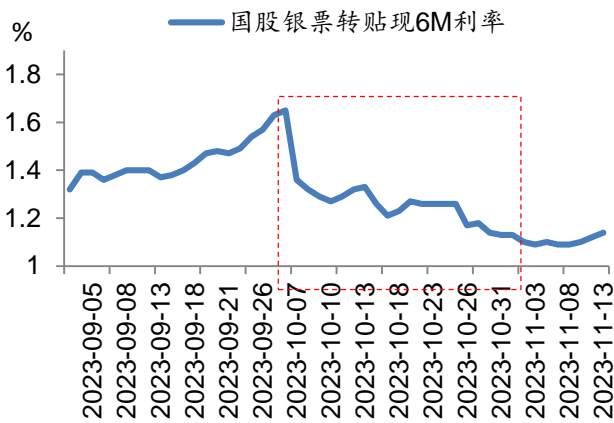


数据来源：Wind、开源证券研究所

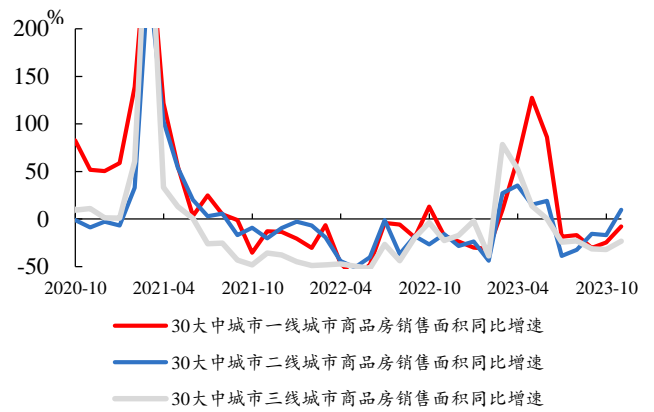
图2：10月居民贷款与企业中长贷占比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：10月票据利率降至低点**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：商品房销售面积边际改善**


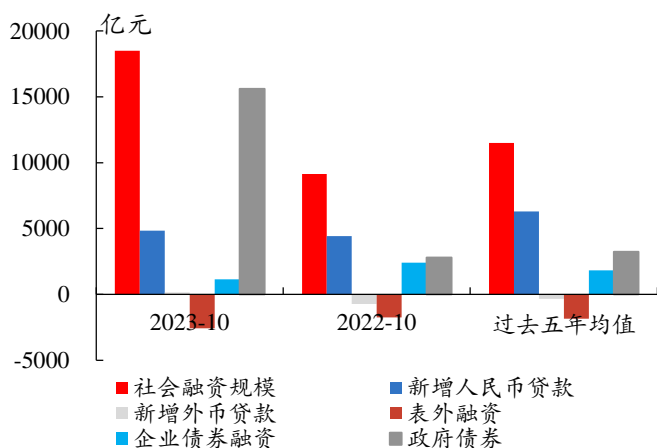
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、社融：政府债券超季节性增长拉动社融

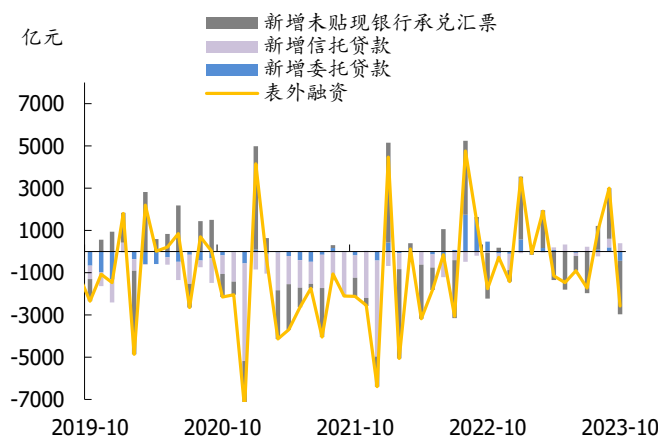
10月新增社融1.85万亿元，同比多增9366亿元，社融存量增速提升至9.3%。社融总量增长超预期，政府债券占比达到社融的84%；剔除政府债券后的社融增速趋于下行。

政府债单月净融资额超1.5万亿，人民币贷款占比较低；非标、企业债券同比少增。社融口径新增人民币贷款4837亿元，同比多增406亿元。政府债券新增15600亿元，同比多增12809亿元，创同期历史新高。10月新增专项债净融资额1772亿元，再融资专项债净融资额共约1.12万亿，国债净融资额约为3481亿元，特殊再融资债发行带动政府债券净融资额高增。除政府债券外的直接融资同比少增，10月企业债券和股票表现偏弱。企业债券融资新增1144亿元，同比少增1269亿。企业股票融资同比少增467亿元。非标方面，新增委托贷款为-429亿元，同比少增899亿元，未贴现银行承兑汇票同比多减380亿元。非标融资总体新增量为-2572，偿还量增加或可能与化债进度落实有关。特殊再融资债发行超万亿，债务置换正在逐步进行，城投平台存量贷款、非标贷款等或为置换的主要对象，因此后续随着债务置换，政府债券的净融资额增加、非标及人民币贷款净增量减少或将延续。

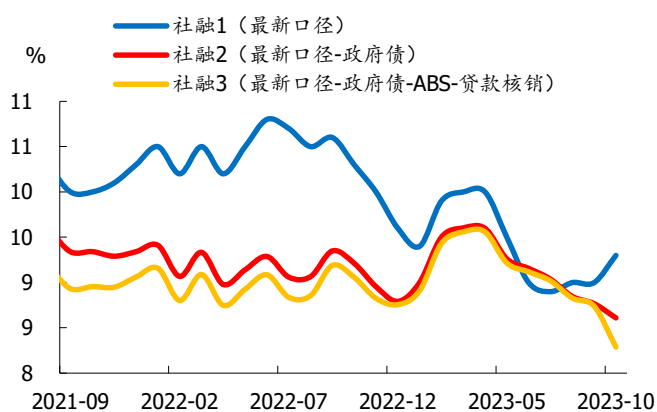
增发国债和特殊再融资债将导致四季度政府债券超季节性增长，其对社融的贡献是否削弱社融指示意义？10月社融存量增速环比提高0.3个百分点至9.3%；而剔除政府债券后的社融存量增速仅为8.6%，环比减少约0.2个百分点。我们认为，特殊再融资债的置换用途或与实体经济的资金支持直接关联不大，但后续国债的增发将会增加基建领域的资金投入，有望拉动实体经济加速回稳。政府债券体现了政策对于宏观经济的调控，且债券通过金融机构进入实体，也能够反映金融体系对实体经济的支持。因此，不必过于担忧政府债券对社融的扰动，考虑宏观调控的社融对经济的领先性或更强。但同时也需注意，剔除政府债券后的社融增速能部分反映实体经济自身的融资动力，在社融增速看似“无虑”的背后，实体部门仍有融资景气度偏弱的隐忧。

**图5：10月政府债券超季节性多增**


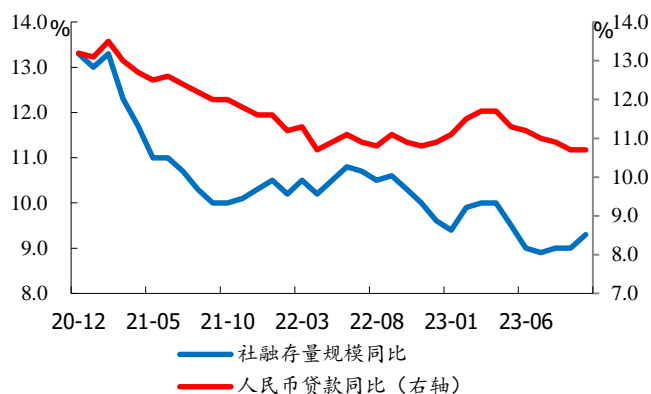
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：10月表外融资下滑**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：10月剔除政府债券后社融存量增速下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：10月社融存量增速继续回升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、M1下行幅度扩大，企业资金活化程度减弱

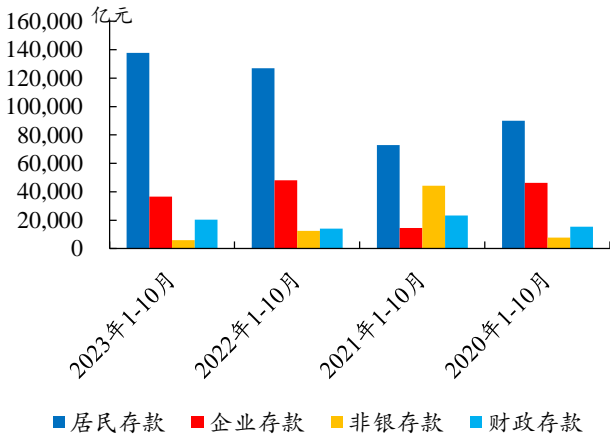
10月M1同比下降0.2个百分点至1.9%；M2同比持平，仍为10.3%。社融-M2剪刀差继续回升至-1%。

存款方面，居民存款多增，企业、非银存款延续减少，财政存款同比多增。10月居民存款减少6369亿元，同比多减1266亿元，或反映居民用于消费和投资的支出增加。企业存款减少8652亿元，同比少减3048亿元，非银存款新增5068亿元，同比多增3020亿元。居民存款的多减和企业、非银存款多增或反映居民的存款向企业和金融市场转移。财政存款同比多增2300亿元，10月政府债券超季节性发行，短期内增加财政净收入，后续应关注财政支出强度。

10月M1下行幅度扩大，企业资金活化程度减弱；M2增速持平9月，M1-M2剪刀差扩大至-8.4%。我们在《破浪前行——2024年宏观经济展望》中指出，近年来

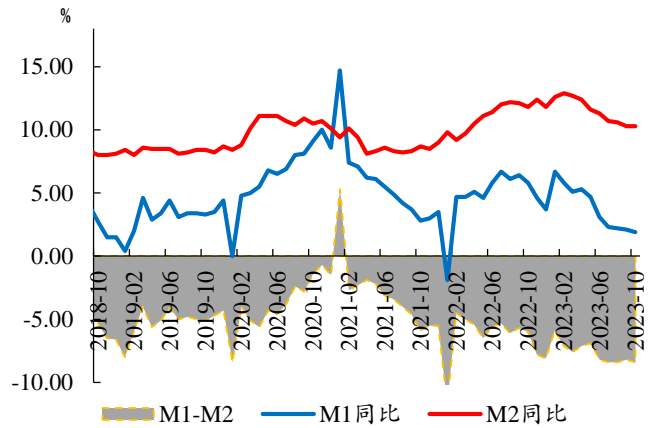
财政平稳扩张、货币稳中偏松，但 M1 增速中枢却持续向下，主因或是地产下行、投资收益率偏低、内需不足导致资金空转，也一定程度上削弱了货币政策的有效性。11 月的中央金融工作会议指出，“完善金融宏观调控，准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节”。信贷的调控或体现在社融、M2 增速不会失速下降，但 M1 的改善或需要看到经济持续性企稳，消费、投资回暖带动企业预期好转。我们认为，2024 年政府支出有望扩张，宽财政宽货币将助力国内有效需求提升、经济持续修复。投资端发力的同时，也可观察更多需求端政策，消费活力和动能有待进一步释放。

图9：2023 年前 10 月居民存款增长较为显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：10 月 M1 同比降幅扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、风险提示

政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn