

2023年11月13日

证券研究报告·宏观简评报告

数据点评



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

政府债多发支撑数据，但居民企业贷款表现偏弱

——10月社融数据点评

摘要

- **新增社融同比多增明显，但新增人民币贷款不及预期。**从社融存量看，10月末，社融存量同比增长9.3%，较前值回升0.3个百分点。从社融增量看，10月社会融资规模增量为1.85万亿元，比上年同期多9108亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款增加4837亿元，同比多增232亿元。10月对实体经济发放的人民币贷款环比回落明显，一方面与季节因素有关，另一方面也与特殊再融资债券大量发行有较大关系。11月降准概率较大，预计在政策利好下，企业和居民信心有望继续恢复。
- **政府债券同比多增明显，表外融资占比回落。**从社融结构看，在政府债券同比多增较多下，直接融资占比明显回升，10月新增直接融资占同期社会融资规模增量的92.24%，其中新增政府债券融资1.56万亿元，同比多增12809亿元。表外融资减少，占比也随之下降，未贴现银行承兑汇票减少明显。
- **企业短贷收缩银行冲量再现，居民中长贷同比多增。**10月份人民币贷款增加7384亿元，同比多增1058亿元，企业贷款增加增加5163亿元，其中，短期贷款减少1770亿元，同比少减73亿元，与季节性因素有关；中长期贷款增加3828亿元，同比少增795亿元，在上月企业中长期贷款多增较多下，本月表现平平；票据融资同比多增1271亿元，银行冲量现象较明显，后续在政策效果逐渐显现，生产持续复苏等促进下，新增企业贷款预计有所恢复。10月，住户贷款减少346亿元，同比多减166亿元，表现仍偏弱，其中居民短期贷款减少1053亿元，同比多减541亿元，与今年双十一表现较平淡有关，此外也有季节性因素；中长期贷款增加707亿元，同比多增375亿元，后续居民长期贷款房地产政策效果显现作用下，预计将持续向好。
- **剪刀差扩大，财政存款同比多增。**10月，M2同比增长10.3%，增速与上月末持平。10月人民币存款增加6446亿元，同比多增8312亿元，其中财政性存款增加1.37万亿元，在政府债券发行较多的背景下，同比多增2300亿元；住户存款减少6369亿元，同比多减1266亿元；非金融企业存款减少8652亿元，同比少减3048亿元。M1与M2剪刀差较上月扩大0.2个百分点。11月降准概率较大，但下月基数回升，预计M2增速较为平稳。
- **风险提示：**国内需求不及预期，房地产市场较弱。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦

执业证号：S1250522090001

电话：010-57631299

邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 金融部门重磅发声，国际油价继续走低 (2023-11-10)
2. 供给扰动，物价震荡磨底——10月通胀数据点评 (2023-11-10)
3. 内需回暖拉动进口，但出口表现偏弱——10月贸易数据点评 (2023-11-08)
4. 新视角、多维度说化债——海外化债借鉴及央地问题探究 (2023-11-05)
5. 高层继续发声房地产，美联储暂停加息 (2023-11-03)
6. 润泽实体经济，“加瓦”地产新模式——2023年中央金融工作会议点评 (2023-11-01)
7. 重回收缩区间，但不乏亮点——10月PMI数据点评 (2023-11-01)
8. 国内万亿国债落地，海外经济表现分化 (2023-10-27)
9. 风已起，全球基建轮动 (2023-10-25)
10. “一带一路”开启新布局，美加息不确定性升高 (2023-10-21)

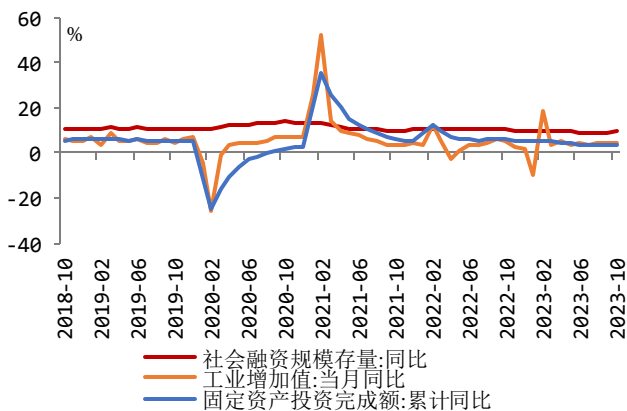
10月，新增社融超预期，但新增人民币贷款不及市场预期，直接融资占比明显回升，其中政府债券融资仍是主要贡献项。贷款方面，企业部门中长期贷款同比少增，短期贷款同比多增，银行冲量情况明显；居民部门短期贷款少增明显，中长期贷款有所多增，居民端信心仍待改善，11月降准概率较大，后续政策发力下信心有望回暖。

1 新增社融同比多增明显，但新增人民币贷款不及预期

新增人民币贷款同比少增，不及市场预期。10月末社会融资规模存量为374.17万亿元，同比增长9.3%，较前值回升0.3个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为233.26万亿元，同比增长10.7%，增速与前值持平。从结构看，10月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的62.3%，同比高0.8个百分点，环比9月占比回落0.2个百分点。从社融增量看，1-10月，社会融资规模增量累计为31.19万亿元，比上年同期多2.33万亿元。10月单月，社会融资规模增量为1.85万亿元，比上年同期多9108亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加4837亿元，同比多增232亿元，环比9月少增20532亿元。10月对实体经济发放的人民币贷款环比回落明显，一方面与季节因素有关，另一方面也与特殊再融资债券大量发行有较大关系。

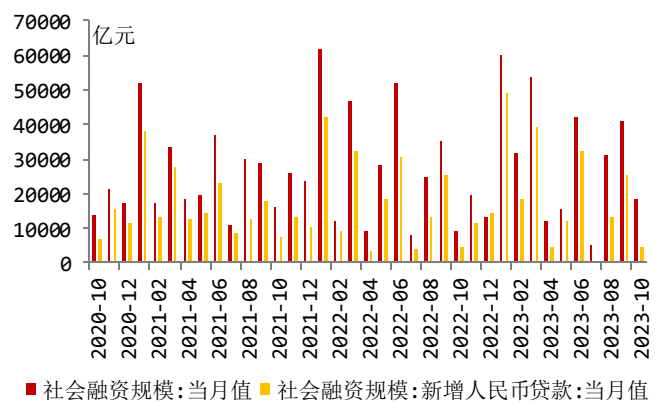
2023年10月初，各地开始大规模发行特殊再融资债券。据统计，截至11月12日，全国已有26个省（包含省、直辖市、自治区）披露了拟发行特殊再融资债券，拟发行（含已发行）金额总计达到12553.09亿元，其中5个省份拟发行特殊再融资债券规模已超过1000亿元，贵州省以1447.5592亿元的规模暂列第一，云南省、湖南省、内蒙古自治区、辽宁省（包含大连市）分别达到1256亿元、1122亿元、1067亿元、1006亿元。特殊再融资债券大量发行，对信贷总量造成一定的压力。此外，10月下旬，中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方。11月13日，央行金融稳定局发表专栏文章指出，因城施策实施好差别化住房信贷政策，持续引导实际利率和首付比例下行，更好支持刚性和改善性住房需求；会同有关部门采取多项措施，积极支持地方政府稳妥化解债务风险；引导金融机构按市场化、法治化原则，与融资平台平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，分类施策化解存量债务风险、严控增量债务，并完善常态化的融资平台金融债务监测机制。总的来看，货币政策和财政政策持续对实体经济恢复形成支持，11月降准概率较大，预计在密集政策利好下，企业和居民信心有望继续恢复。

图 1：社融存量同比增速回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：10月新增社融同比多增



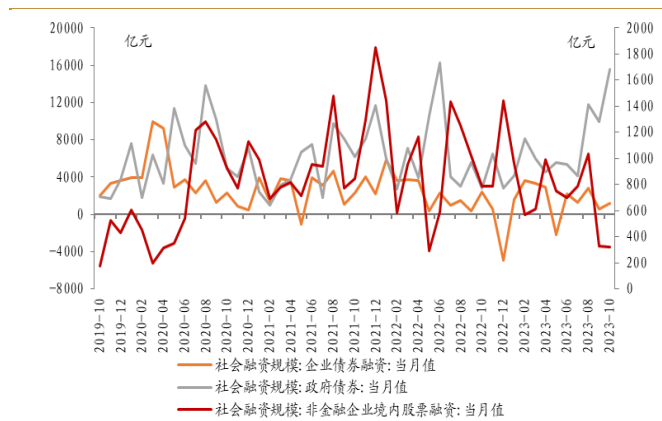
数据来源：wind、西南证券整理

2 政府债券同比多增明显，表外融资占比回落

从社融结构看，在政府债券同比多增较多下，直接融资占比明显回升。10月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为 26.15%，较上月回落 35.39 个百分点；10月，特殊再融资债券发行较多，在此背景下，新增政府债券融资明显，再加上表外融资有所减少，直接融资占比较上月有所回升，10月新增直接融资 17065 亿元，同比多增 11073 亿元，环比多增 6265 亿元。10月新增直接融资占同期社会融资规模增量的 92.24%，较 9月明显升高 66.47 个百分点。从分项看，政府债券新增量较多，是直接融资的主要贡献项。10月新增政府债券融资 1.56 万亿元，同比多增 12809 亿元，环比 9月多增 5680 亿元，较 2021 年同期多增 9433 亿元，处于高位。10月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，四季度增发 2023 年国债 10000 亿元，今年拟安排使用 5000 亿元，结转明年使用 5000 亿元。截至 10 月底今年用于项目建设的新增专项债发行规模达到 3.71 万亿，完成已下达额度的 97.79%，专项债发行已完成大部分计划。10 月份全国地方债共计发行规模为 13962.85 亿元，其中新增一般债 82.78 亿元、新增专项债 2184.37 亿元。**企业债券方面**，10 月企业债券融资新增 1144 亿元，同比少增 1269 亿元，环比多增 590 亿元，较 2021 年同期少增 1117 亿元，后续在市场趋稳下，企业债券融资或向好。10 月，非金融企业境内股票融资 321 亿元，同比少增 467 亿元，环比少增 5 亿元，较 2021 年同期少增 525 亿元。

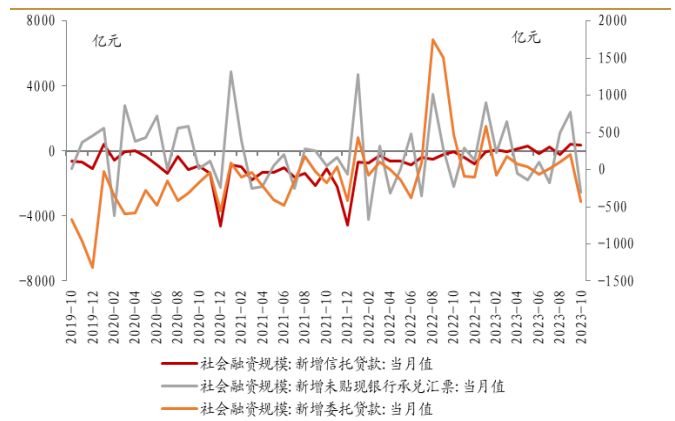
表外融资减少，占比也随之下降，未贴现银行承兑汇票减少明显。10 月，表外融资减少 2572 亿元，同比多减 825 亿元，环比多减 5579 亿元，表外融资占整体社会融资总量的比例为 -13.9%，占比较上月回落 21.2 个百分点。10 月末贴现银行承兑汇票减少 2536 亿元，同比多减 380 亿元，环比多减 4933 亿元；委托贷款减少 429 亿元，同比多减 899 亿元，环比少减 637 亿元；信托贷款增加 393 亿元，同比多增 454 亿元，环比少增 9 亿元。

图 3：10 月直接融资各分项表现



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：10 月表外融资分项表现



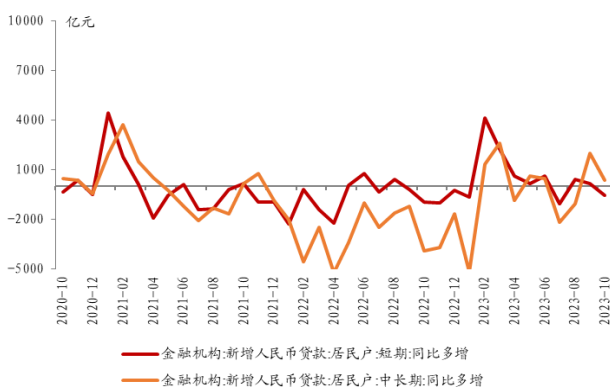
数据来源：wind、西南证券整理

3 企业短贷收缩银行冲量再现，居民中长贷同比多增

企业中长期贷款岁同比少增，短期贷款同比少减，票据融资多增明显。1-10月，人民币贷款增加 20.49 万亿元，同比多增 1.68 万亿元。10 月份，人民币贷款增加 7384 亿元，同比多增 1058 亿元。分部门看，10 月，企（事）业单位贷款增加 5163 亿元，其中，短期贷款减少 1770 亿元，同比少减 73 亿元，环比 9 月多减 7456 亿元，同比 2021 年同期多减 1482 亿元，企业短贷收缩与季节性因素有关；中长期贷款增加 3828 亿元，同比少增 795 亿元，环比 9 月少增 8716 亿元，同比 2021 年同期多增 1638 亿元，在上月企业中长期贷款多增较多下，本月表现平平；票据融资增加 3176 亿元，同比多增 1271 亿元，环比 9 月多增 4676 亿元，同比 2021 年同期多增 2016 亿元，银行冲量现象较明显。10 月份中国制造业采购经理指数较 9 月回落 0.7 个百分点至 49.5%，重新回到临界线之下。制造业供需两端景气度均下行，需求端降至收缩区间，生产端仍保持扩张。从需求端看，10 月新订单指数为 49.5%，较 9 月下降 1.0 个百分点，在连续两个月扩张后重新跌至荣枯线下，国内需求中一方面受到“十一”休假和节前部分需求释放的季节性因素影响，另一方面则是部分上游行业逐渐进入淡季，海外需求也呈现出季节性下降。从生产端看，由于 9 月基数较高，叠加需求减少，10 月生产指数较 9 月回落 1.8 个百分点至 50.9%。后续在政策效果逐渐显现，生产持续复苏等促进下，新增企业贷款预计有所恢复。

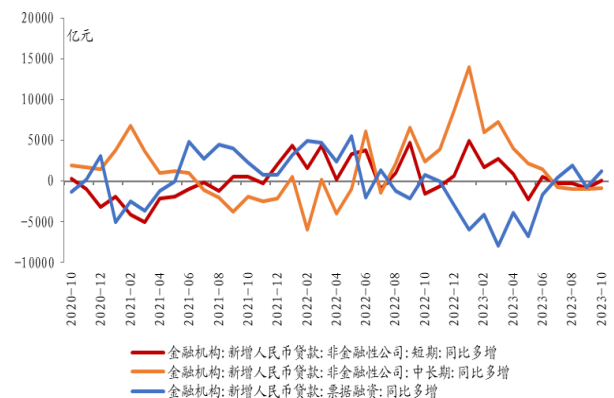
居民端中长期贷款同比多增，短期贷款同比少增。10 月，住户贷款减少 346 亿元，同比多减 166 亿元，表现仍偏弱。其中，短期贷款减少 1053 亿元，同比多减 541 亿元，环比 9 月多减 4268 亿元，较 2021 年同期多减 1479 亿元。10 月居民短贷收缩较多与今年双十一表现较平淡有关，此外也有季节性因素；居民中长期贷款增加 707 亿元，同比多增 375 亿元，环比 9 月少增 4763 亿元，同比 2021 年同期少增 3514 亿元。11 月 9 日，央行发布中国区域金融运行报告（2023），其中提到“适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展”，这是继今年 8 月以来，央行再度提到“适时调整优化房地产政策”，根据中指研究院不完全统计，10 月全国有 43 省市（县）出台政策 46 条，各地政策出台频次放缓，部分城市继续落实首套住房“认房不认贷”，上海、杭州等地优化限购，北京、上海等多个城市优化公积金贷款住房套数认定标准。截至 10 月份，在 2023 年 1-10 月，全国已有超 200 省市（县）优化调整了房地产政策。后续居民中长期贷款房地产政策效果显现作用下，预计将持续向好。

图 5：居民部门中长期贷款同比多增



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位票据贷款同比多增

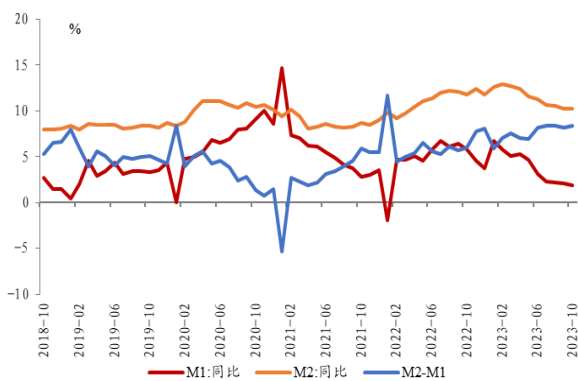


数据来源：wind、西南证券整理

4 剪刀差扩大，财政存款同比多增

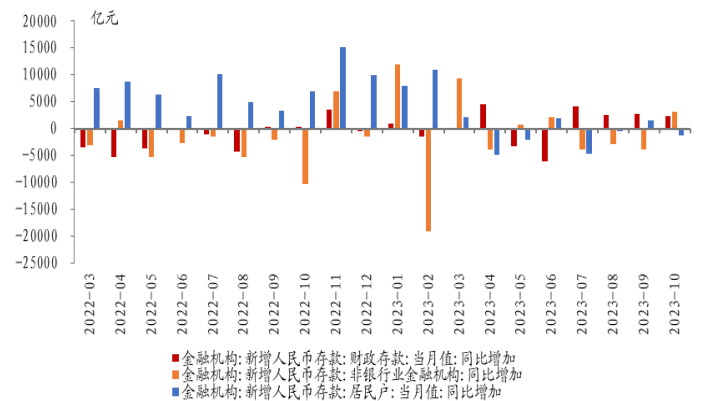
剪刀差扩大，M1同比增速回落，居民存款减少。10月末，广义货币（M2）余额 288.23 万亿元，同比增长 10.3%，增速与上月末持平，比上年同期低 1.5 个百分点。10 月末，本外币存款余额 287.28 万亿元，同比增长 10.1%。人民币存款余额 281.65 万亿元，同比增长 10.5%，增速比上月末高 0.3 个百分点，比上年同期低 0.3 个百分点。1-10 月，人民币存款增加 23.13 万亿元，同比多增 5575 亿元。10 月份人民币存款增加 6446 亿元，同比多增 8312 亿元。其中，住户存款减少 6369 亿元，同比多减 1266 亿元，居民端存款减少明显；非金融企业存款减少 8652 亿元，同比少减 3048 亿元；财政性存款增加 1.37 万亿元，在政府债券发行较多的背景下，同比多增 2300 亿元；非银行业金融机构存款增加 5068 亿元，同比多增 3020 亿元。狭义货币（M1）余额 67.47 万亿元，同比增长 1.9%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 3.9 个百分点。M1 与 M2 剪刀差为 8.4 个百分点，较上月扩大 0.2 个百分点。后续货币政策仍将坚持稳健取向，且降准概率较大，叠加下月基数回升，预计 M2 增速较为平稳。

图 7：10 月 M2 增速持平



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：10 月财政存款同比多增



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
