

如何理解 10 月社融的结构分化 ——2023 年 10 月金融数据点评

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：游勇

邮箱：youyong@zts.com.cn

相关报告

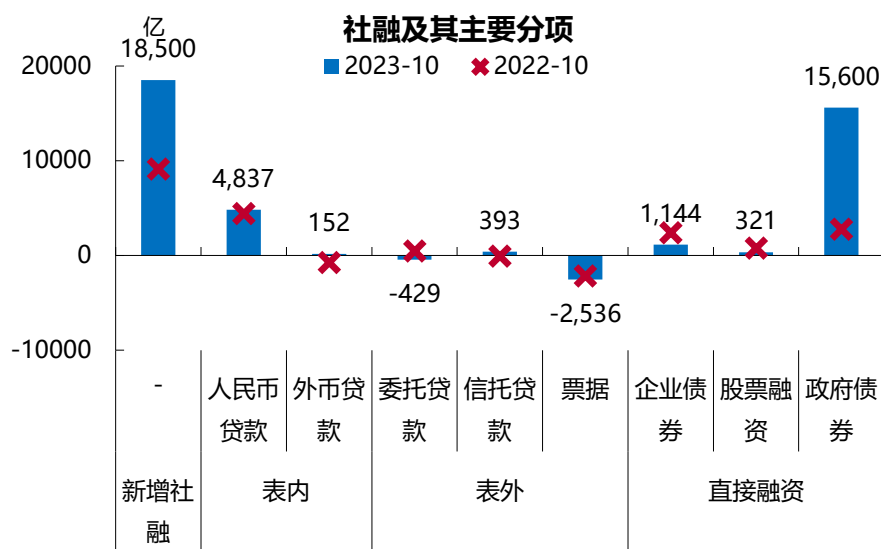
投资要点

- 2023 年 10 月，中国新增社融和信贷分别为 1.85 万亿元和 7384 亿元，均略高于 Wind 统计的市场预期值 1.82 万亿元和 6412 亿元。
- **总量层面看**，10 月新增社融创历史同期新高，和去年同期相比多增 9366 亿元。如此高的增幅，一是因去年同期的低基数，二是因地方债发行。
- **结构层面看**，10 月社融中直接融资贡献进一步上升，表外融资同比多减。10 月新增社融中，表内融资、表外融资和直接融资分别为 4989 亿元、-2572 亿元和 17065 亿元，分别同比多增 1282 亿元、同比多减 825 亿元和同比多增 11073 亿元。10 月新增的直接融资，占当月新增社融的 92.2%。
- **直接融资中，同比增量主要由政府债券贡献，企业债券和股票融资同比少增。**10 月新增政府债券融资 15600 亿元，自 2017 年公布数据以来仅次于 2022 年 6 月的 16216 亿元。新增政府债券同比多增 12809 亿元，大幅增加主要因 10 月初以来各地发行特殊再融资债券，10 月再融资债券发行额达到了 1.17 万亿。
- **10 月企业直接融资有所回落。**10 月新增企业债券融资 1144 亿元，同比少增 1269 亿元；新增非金融企业股票融资 321 亿元，同比少增 467 亿元。企业债券和股票融资均同比少增，主要受供给端的影响。新增非金融企业股票融资，仍旧受 IPO 节奏的制约，10 月融资规模已降至接近 2019 年的同期水平。
- **表外融资中，新增委托贷款同比少增，票据融资同比多减。**10 月新增委托贷款为 -429 亿元，同比少增 454 亿元。10 月表外票据融资再度回落，当月新增未贴现银行承兑汇票 -2536 亿元，同比多减 380 亿元。10 月新增信托贷款 393 亿元，同比多增 454 亿元。而与基数效应压制 8 月和 9 月表外融资同比不一样的是，10 月去年同期基数不高，票据融资本身不强。结合直接融资与表外融资来看，企业 10 月融资需求并不算强。
- **信贷方面，10 月新增人民币贷款 7384 亿元，同比多增 1232 亿元。居民和企业信贷结构偏弱，内生性的信用扩张动能不强。**
- 10 月新增企业贷款 5163 亿元，同比多增 537 亿元。新增企业短贷、中长贷和票据融资分别为 -1770 亿元、3828 亿元和 3176 亿元。企业中长贷同比少增 795 亿元，企业短贷、票据融资同比分别多增 73 亿元和 948 亿元。
- 10 月居民信贷数据偏弱，居民中长贷同比多增主要是低基数所致，居民短贷同比多减。10 月新增居民中长贷 707 亿元，远低于近 2020-2022 年同期的均值 2871 亿元，同比虽然多增 375 亿元，但主要是由于去年 10 月仅 332 亿元的低基数所致。10 月新增居民短贷 -1053 亿元，同比多减 541 亿元，年内同比降幅仅次于 7 月。10 月居民信贷的偏弱与 9 月居民信贷的反弹形成鲜明对比，除季末透支外，也和地产销售偏弱有关。
- **10 月新增人民币存款 6446 亿元，同比多增 8290 亿元。**其中，新增居民存款 -6369 亿元，同比多减 1266 亿元。10 月新增企业存款下降 8652 亿元，同少减 3048 亿元。受政府发债影响，10 月新增财政存款金额创同期最高值，为 13700 亿元，同比多增 2300 亿元。10 月下旬全国人大常委会通过 1 万亿

国债增发计划，预计 11 月和 12 月财政存款或仍将高增。10 月新增非银存款为 5068 亿元，同比多增 3020 亿元，可能和理财规模回升有关。

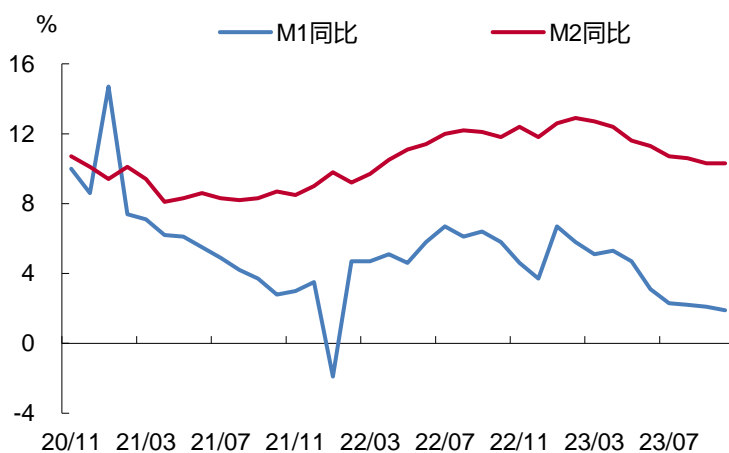
- **M2-M1 剪刀差再度走阔，至 8.4%。**10 月 M2 与 M1 同比分别为 10.3% 和 1.9%，M2 增速与上月持平，M1 增速则较上月回落 0.2 个百分点。M1 增速持续回落，表明企业对未来的预期，仍有待进一步修复。
- 总的来说，在政府债券的拉动下，10 月金融数据的反弹在意料之中。不过其它分项，包括企业直接融资、社融口径信贷和表外融资都不强。M1 同比持续走弱，居民和企业的信贷结构也偏弱。结合 10 月出口环比弱于季节性、核心 CPI 环比创近 10 年同期新低来看，当前经济已出现修复，但修复的动能有待强化。增发 1 万亿国债释放了稳增长信号，2024 年 GDP 增速目标定在 5% 的概率较高，更多稳增长政策值得期待。
-
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

图表 1: 最近两年 10 月的社融及其主要分项



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 2023 年 10 月 M2-M1 剪刀差走阔



来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。