研究所
分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com

近期研究报告

《全国相继入冬，景气稳中有降——高频数据跟踪 20231112》 - 2023.11.13

固收点评

社融脉冲上行指向景气脉冲改善
——10 月金融数据解读 20231114

● **主要数据**

2023 年 10 月新增人民币贷款 7385 亿，同比多增 1232 亿，信贷余额增速维持在 10.9%；新增社会融资规模 1.85 万亿，同比多增 9366 亿，社融存量增速回升 0.3 个百分点至 9.3%；M2 同比增速维持在 10.3%。

● **核心观点**

对于信用周期：广义信贷脉冲与社融脉冲的走势后续或有所分化，社融脉冲上行确定性更强，体现政府部门融资支撑债务周期的修复，社融脉冲上行期之后是景气脉冲的改善阶段，改善动力来自外生政策变量，内生经济增长动能仍在缓慢修复。

对于资金面：货币政策维持宽松基调，持续投放中长期流动性的动机较强，但具体工具形式存在不确定性，包含降准、结构性货币政策工具、中期借贷便利等。财政因素扰动度过后，基础货币投放的宽松效应将有所体现，资金价格中枢或将回落到政策利率附近。但政府融资强势支撑债务周期的扩张，银行资产端的修复对于流动性的影响将体现在大行融出意愿和 NCD 发行意愿上，4 月至 8 月的内生宽松逻辑，短期或难再现，资金面的高波动状态可能维持。

第一，10 月新增信贷规模表现较为平淡，社融读数受政府债券明显支撑。

第二，年内来看，新增信贷预计与往年规模差距不大，特别国债的发行仍将支撑社融上行。

第三，中长期贷款体现经济增长动力，当前修复的势头偏弱，但也难进一步恶化。

第四，四季度社融脉冲明显上行，或指向明年一季度景气改善动力偏强。

● **风险提示：**

政策宽松力度不及预期。

目录

1 信贷需求总体偏弱，社融依靠政府债券支撑 4
2 中长期贷款同比触底，社融脉冲支撑年初景气改善 5
3 财政性存款历史新高，资金面扰动仍在 7
4 风险提示 7

图表目录

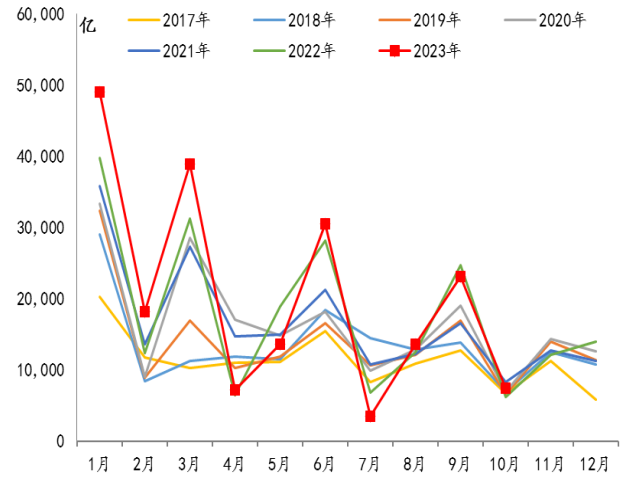
图表 1： 10 月信贷新增 7384 亿，同比多增 1232 亿 4
图表 2： 10 月社融新增 1.85 万亿，同比多增 9366 亿 4
图表 3： 四季度新增信贷规模通常在 3.2 万亿附近 5
图表 4： 10 月政府债券同比多增 1.28 万亿 5
图表 5： 10 月企业中长期信贷依然同比少增 6
图表 6： 10 月居民中长期信贷在低基数上同比多增 6
图表 7： 四季度社融脉冲指数明显上行，或支撑经济景气在明年一季度持续改善 6
图表 8： 广义负债缺口扩张，银行 NCD 发行压力回升 7
图表 9： 10 月财政性存款新增规模创历史新高 7

2023 年 10 月新增人民币贷款 7385 亿，同比多增 1232 亿，信贷余额增速维持在 10.9%；新增社会融资规模 1.85 万亿，同比多增 9366 亿，社融存量增速回升 0.3 个百分点至 9.3%；M2 同比增速维持在 10.3%。**10 月特殊再融资地方债集中发行，资金面持续收紧，投资者对于社融规模的上行预期比较充分。后续政府部门融资继续支撑金融周期运行，社融脉冲对于明年年初景气改善的指向明显，资金面短期偏紧的内在动因仍在。**

1 信贷需求总体偏弱，社融依靠政府债券支撑

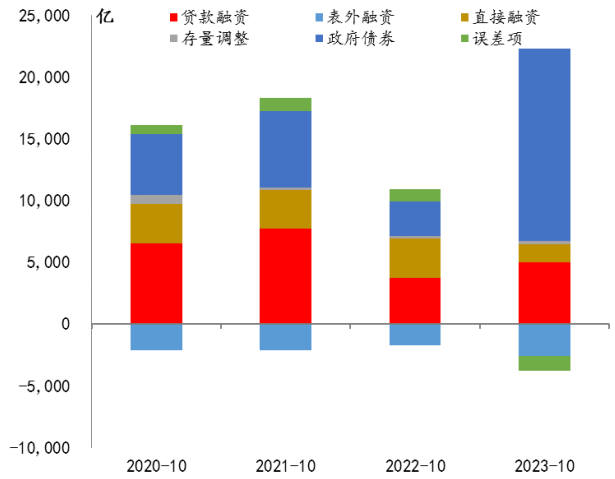
10 月新增信贷规模表现较为平淡，社融读数受政府债券明显支撑。10 月新增信贷 7384 亿，同比小幅多增 1232 亿，与往年同期基本持平，也基本符合市场预期。10 月社融新增规模达到 1.85 万亿，同比多增 9366 亿，明显高于往年同期。社融读数的冲高主要受到政府债券的支撑，特殊再融资地方债集中发行影响下，10 月政府债券新增规模达到 1.56 万亿，同比多增 1.28 万亿，故政府债券同比多增规模，抵消掉未贴现票据、委托贷款、企业债券等分项的同比少增，仍支撑了社融的同比增长。

图表1：10 月信贷新增 7384 亿，同比多增 1232 亿



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：10 月社融新增 1.85 万亿，同比多增 9366 亿

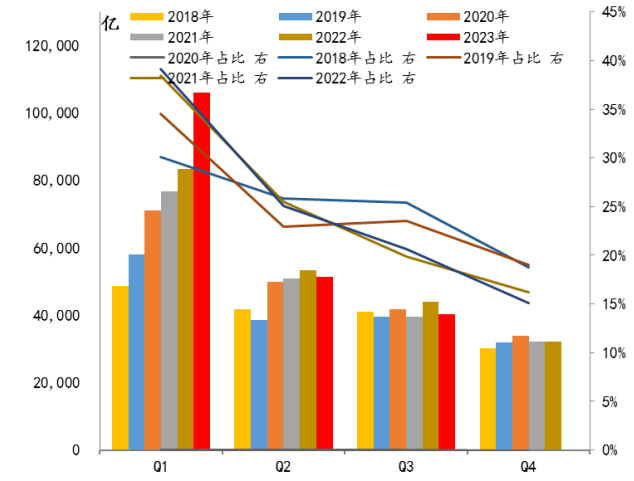


资料来源：Wind，中邮证券研究所

年内来看，新增信贷预计与往年规模差距不大，特别国债的发行仍将支撑社融上行。以信贷投放的历史规律来看，今年一季度信贷投放对于全年额度的透支，可能影响三季度和四季度的信贷投放规模，但三季度之后政策端明显发力，央行明确诉求信贷投放规模的合理增长。三季度新增信贷依然呈现“大月更大、弱月

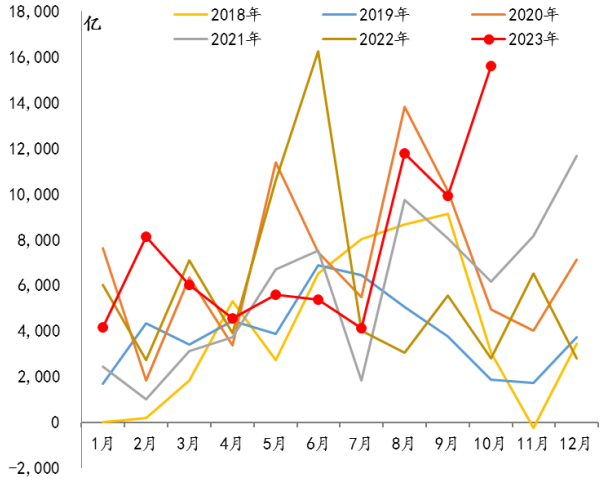
更弱”的投放规律，全季度实现新增信贷规模达到 4 万亿，较去年同期少增约 4 千亿，但与往年同期三季度新增规模相近。预计四季度新增信贷规模在 3.2 万亿附近，与往年同期持平，前期地方新增专项债和后续特别国债配套融资对于新增信贷的支撑或主要体现在明年一季度，年初机构“开门红”投放诉求较强。特别国债 1 万亿将在年内集中发行，仍将显著支撑社融新增规模。

图表3：四季度新增信贷规模通常在 3.2 万亿附近



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：10 月政府债券同比多增 1.28 万亿

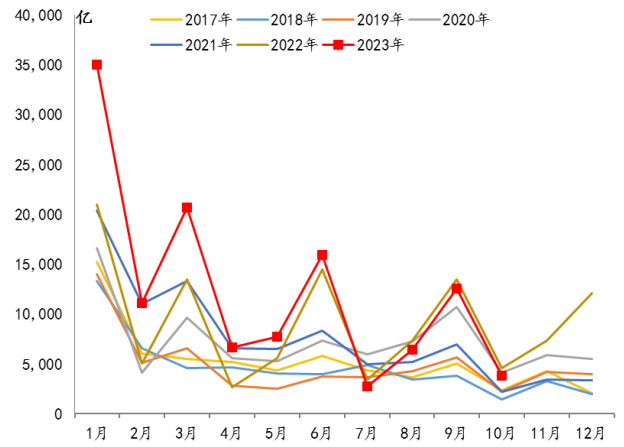


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 中长期贷款同比触底，社融脉冲支撑年初景气改善

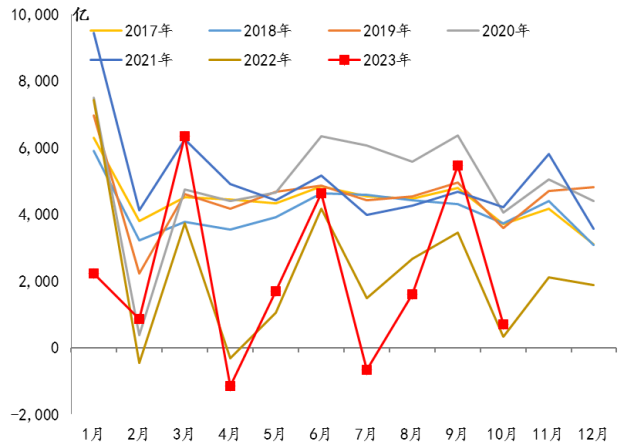
中长期贷款体现经济增长动力，当前修复的势头偏弱，但也难进一步恶化。10 月企业中长期信贷新增 3828 亿，同比少增 795 亿，企业中长期信贷同比增速依然小幅回落。去年三季度政策高峰影响下，企业中长期信贷实现约一年附近的同比多增，支撑基建增速维持相对高位。今年四季度基建进入季节性淡季，企业中长期贷款或再难实现同比多增，但政府部门融资的支撑力量，或使得企业中长期贷款维持历史同期相对偏高的新增规模；10 月居民中长期信贷新增 707 亿，同比多增 375 亿，整体增量规模依然偏低，但去年基数已经显著走弱，8 月之后的房地产销售端政策放松，销售边际有所改善，故居民部门新增信贷或也难再明显走弱。后续来看，主要期待企业中长期信贷在政府部门融资支撑下能维持偏高增量，以支撑基建投资维持偏高增速，房地产周期企稳支撑居民部门融资维持稳定。

图表5：10 月企业中长期信贷依然同比少增



资料来源：Wind，中邮证券研究所

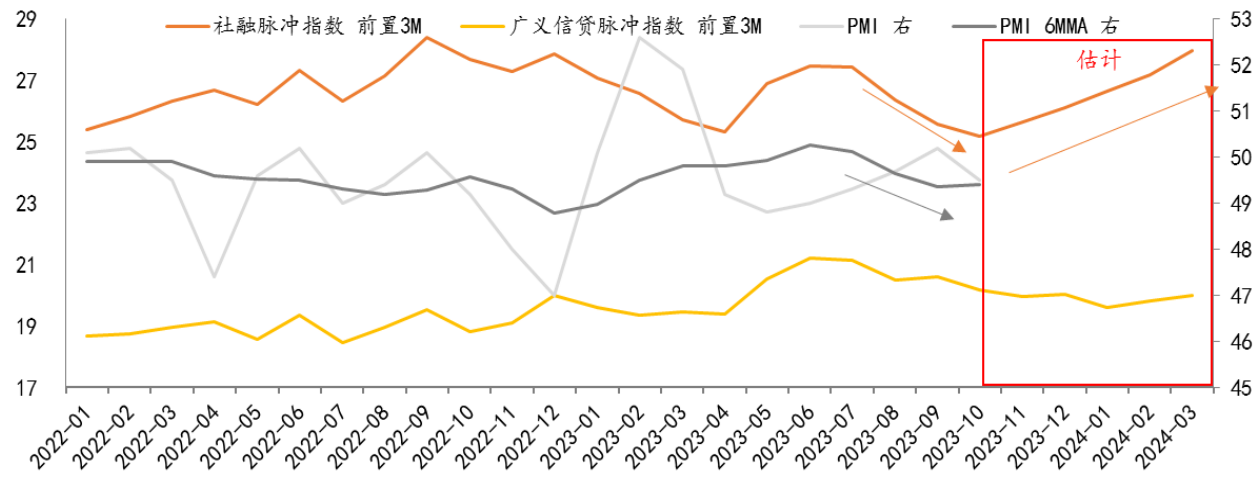
图表6：10 月居民中长期信贷在低基数上同比多增



资料来源：Wind，中邮证券研究所

四季度社融脉冲明显上行，或指向明年一季度景气改善动力偏强。短期经济景气弱势修复，三季度经济景气边际改善，10 月份季节性走弱，整体移动平均中枢在三季度仍处于下行状态，与二季度社融脉冲走势一致。后续来看，特别国债对于社融脉冲的支撑是确定性的，明年年初信贷投放“开门红”的动机也偏强，故景气在今年末和明年一季度或趋于改善，改善的动力来源或主要来自投资需求的上行。**总结来看，广义信贷脉冲与社融脉冲的走势后续或有所分化，社融脉冲上行确定性更强，体现政府部门融资支撑债务周期的修复，社融脉冲上行期之后是景气脉冲的改善阶段，改善动力来自外生政策变量，内生经济增长动能仍在缓慢修复。**

图表7：四季度社融脉冲指数明显上行，或支撑经济景气在明年一季度持续改善

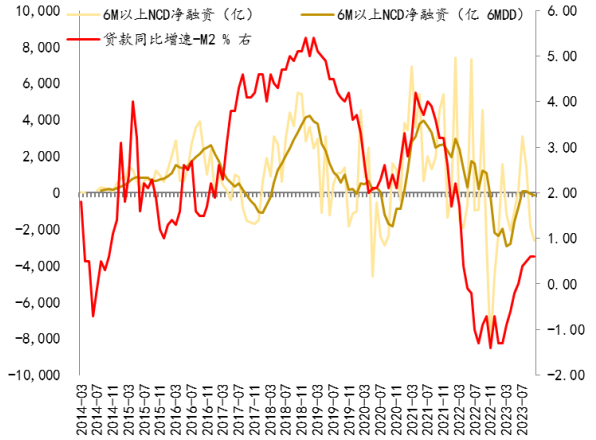


资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 财政性存款历史新高，资金面扰动仍在

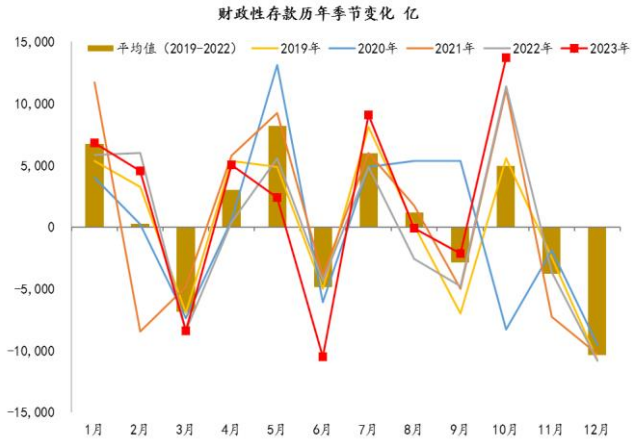
信贷社融周期的变化，在近期对于狭义流动性的影响显著。从 10 月财政性存款来看，当月新增规模达到 1.37 万亿，是历史同期的最高增长规模，或与偏大税期、政府债券集中发行有关。10 月至今政府债券缴款等因素对于资金面的冲击较大，当前机构对于货币政策配合的期待较强，即期待降准或其他中长期流动性的投放，以对冲政府债券缴款的短期影响。**后续来看，货币政策维持宽松基调，持续投放中长期流动性的动机较强，但具体工具形式存在不确定性，包含降准、结构性货币政策工具、中期借贷便利等。财政因素扰动度过后，基础货币投放的宽松效应将有所体现，资金价格中枢或将回落到政策利率附近。但政府融资强势支撑债务周期的扩张，银行资产端的修复对于流动性的影响将体现在大行融出意愿和 NCD 发行意愿上，4 月至 8 月的内生宽松逻辑，短期或难再现，资金面的高波动状态可能维持。**

图表8：广义负债缺口扩张，银行 NCD 发行压力回升



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：10 月财政性存款新增规模创历史新高



资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 风险提示

政策宽松力度不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

深圳
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048

上海
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000