



Research and
Development Center

两面社融：总量好于预期，结构不如人意

2023年11月14日

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱：wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

两面社融：总量好于预期，结构不如人意

2023年11月14日

- **社融总量好于预期，但结构不如人意。**10月社融增量1.85万亿元，同比多增9366亿元，预期值1.83万亿元。从几个社融分项可以看出，实体信贷和信托贷款为同比略增，其他分项或同比少增或同比多减，仅政府债券融资同比大增1.28万亿元。主要是因为10月是7月24号中共中央政治局会议“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”的落地月。具体看，10月各地方政府共发行13962.85亿元地方政府债券，其中包含25个地区发行的10126.79亿元用于化债的特殊再融资债券，占比超过70%，而去年同期由于不涉及此操作，该项债券没有发行。此外，去年同期的用于项目建设的新增专项债券，用于填补地方赤字的新增一般债券和用于偿还到期地方债券本金的普通再融资债券发行量虽都高于今年，但并不足以弥补未发特殊再融资债券的量。而且去年同期国债融资也不如今年多。
- **地方化债对社融的干扰可能只是短期的，暂时的。**据我们统计，11月特殊再融资债券的发行量已经较上月明显减少，截至本月16号，该债券仅发行2426.3亿元，而上月在国庆长假未发的情况下，截至当月16号就已发行3196.52亿元。我们预计在10月开展大规模债务置换后，11月和12月两个月可能不再是化债大月，对应的特殊再融资债券发行量可能会远低于10月。所以我们认为后续地方化债对社融增量的支撑效应可能会较快减弱；由于四季度还有万亿国债的增发，所以后续政府债券融资还有望贡献社融较多增量，只是可能没有10月那么显著。剔除政府发债的因素，下半年以来各月的实体经济信贷数据均表现一般。
- **信贷数据表明我国经济修复空间还比较大。**10月新增信贷好于预期，在各个分项中，居民中长贷同比略增375亿元，居民短贷同比多减541亿元，企业短贷同比少减73亿元，企业中长贷同比少增795亿元。票据融资和非银贷款同比分别多增1271亿元和948亿元。其中居民中长贷自9月以来有企稳向好的趋势，可能与存量房贷利率调降对居民购房的刺激有关。居民短贷同比多减，和9月同比多增的情况差异明显，我们推测10月为前期冲量后的回调。企业方面，因为去年10月已有政策性开发性金融工具、专项债结存限额和设备更新改造再贷款这三个带动企业投资的增量工具开始落地，而本季度的万亿国债增发在10月还没有落地，所以我们认为10月企业中长贷同比少增是基数效应所致。后续随着万亿工程建设国债的落地，企业信贷有望迎来改善。
- **M1增速下滑，三季度信贷脉冲走弱，进一步表明我国经济动能尚待修复。**10月M1同比增长1.9%，增速较上月低0.2个百分点，较去年同期低3.9个百分点。10月M2同比增长10.3%，与上月持平。M1和M2增速剪刀差比上月有所扩大，和新增信贷数据类似，都表明国内经济动能仍有较大的修复空间。进一步观察，从前三季度的信贷脉冲（广义信贷/名义GDP的同比变化）和GDP同比增速看，我国经济也表现为修复动能不足。两相呼应，可见四季度初我国经济也未见明显修复，后续还得看万亿国债的落地效果。

风险因素：地方化债超预期；万亿国债落地效果不及预期

目录

一、地方化债干扰社融.....	3
二、票据融资和非银贷款带动信贷增长.....	6
三、M1 增速下降，经济动能尚待修复.....	6
风险因素.....	8

图目录

图 1：10 月新增社融主要靠政府债券融资支撑.....	3
图 2：10 月国债和地方债净融资和去年同期对比.....	4
图 3：10 月不同类型地方债券发行量和去年同期对比.....	4
图 4：特殊再融资债券发行节奏.....	5
图 5：10 月信贷多增主要靠票据融资和非银贷款拉动.....	6
图 6：M1 增速仍在下降.....	7
图 7：前三季度信贷脉冲和 GDP 同比.....	7

表目录

表 1：特殊再融资债券数据库（亿元）.....	5
-------------------------	---

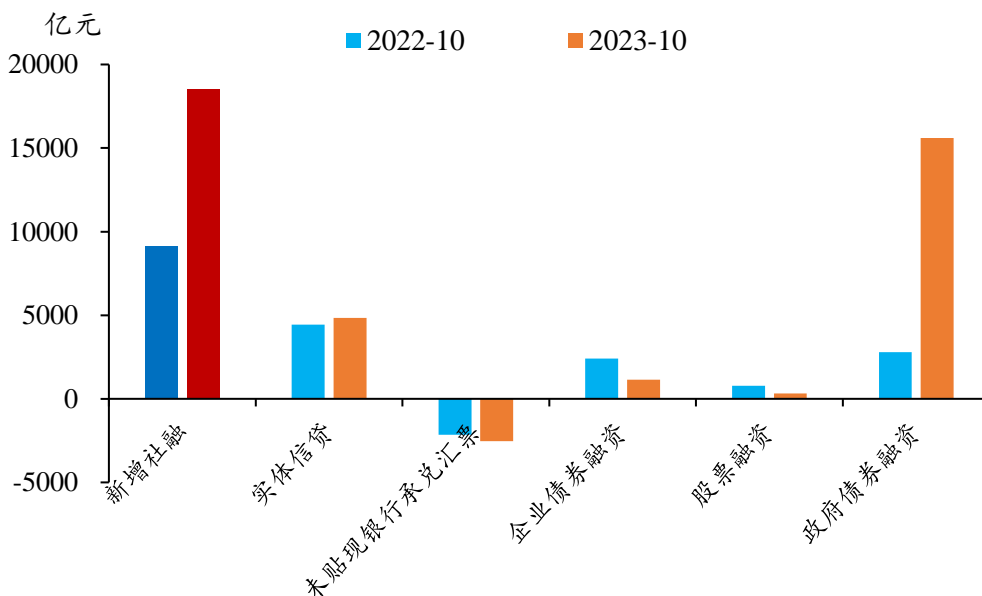
10月金融数据显示：10月社融增量1.85万亿元，同比多增9366亿元，预期1.83万亿元；10月新增信贷7384亿元，同比多增1232亿元，预期6412亿元；M2同比增长10.3%，预期10.5%，M1同比增长1.9%，预期2.3%。

一、地方化债干扰社融

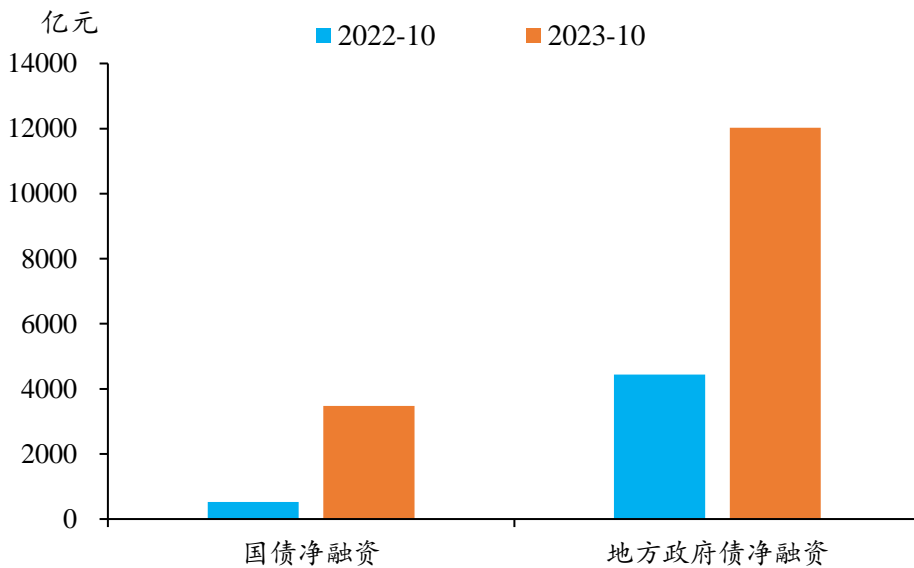
化债方案的大规模落地是10月社融增量同比大增9000多亿的主要推动。10月是7月24号中共中央政治局会议“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”的落地月。从10月的几个社融分项可以看出，10月实体信贷和信托贷款为同比略增，其他分项或同比少增或同比多减，仅政府债券融资同比大增1.28万亿元。这就对应了10月为化债大月的特点。化债方案中，地方政府发行显债即地方政府债券来偿还存量债务（可参考《详解地方政府化隐债的重要工具——特殊再融资债券》）在10月大规模开展。而在去年同期，地方政府并没有该项操作，综上，发行地方债券化债的大规模开展才是10月社融同比大增9000多亿的主要推动力量。

10月25个地区发行超万亿特殊再融资债券，支撑10月政府债券融资同比多增1.28万亿元。据我们统计，10月有25个地区政府（省级政府和计划单列市政府）发行13962.85亿元地方政府债券，其中包含10126.79亿元用于化债的特殊再融资债券，占比超过70%，而去年同期由于不涉及此操作，该债券为0发行。除此以外，去年同期的其他债券，即用于项目建设的新增专项债券，用于填补地方赤字的新增一般债券，用于偿还到期地方债券本金的普通再融资债券的发行量都要高于今年，但并不足以弥补未发的特殊再融资债券的量。另外，去年同期国债融资也不如今年多。

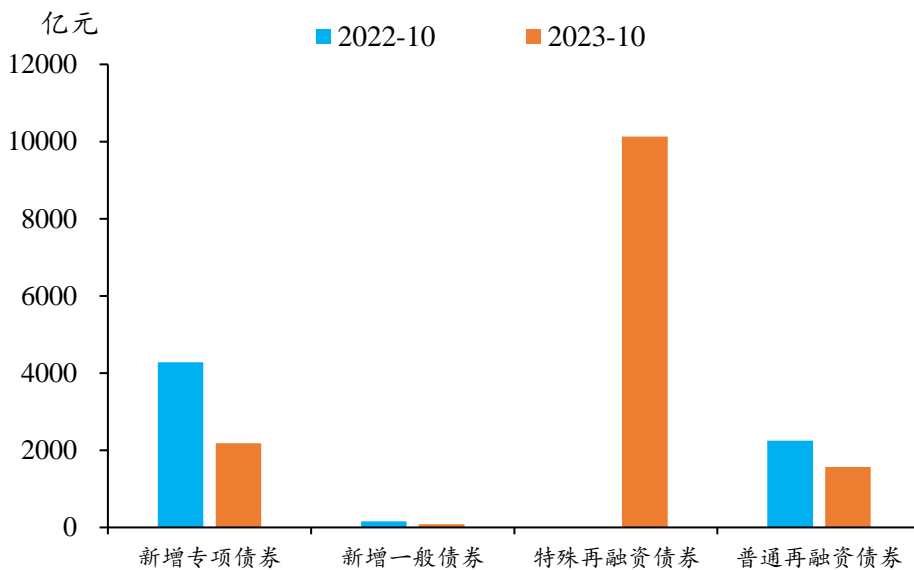
图1：10月新增社融主要靠政府债券融资支撑



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

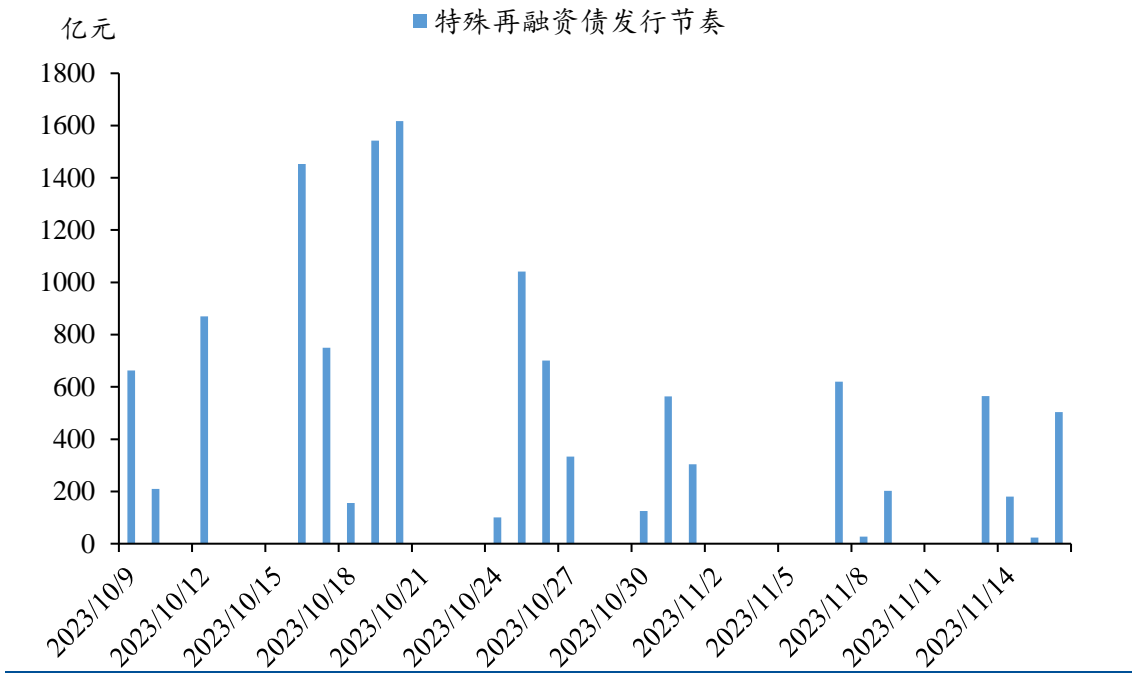
图 2：10 月国债和地方债净融资和去年同期对比


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：10 月不同类型地方债券发行量和去年同期对比


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

地方化债对社融的干扰可能只是短期的，暂时的。据我们统计，11 月特殊再融资债券虽也有发，但发行量已经较上月明显减少，截至 11 月 16 号，11 月特殊再融资债券仅发行 2426.3 亿元，而上月在国庆长假未发（从 10 月 9 号开始发行）的情况下，截至当月 16 号的特殊再融资债券就已发行 3196.52 亿元。我们预计在 10 月大规模开展债务置换后，11 月和 12 月两个月可能不再是化债大月，对应的特殊再融资债券发行量可能会远低于 10 月。所以我们认为后续地方化债对社融增量的支撑效应可能会较快减弱；但四季度还有万亿国债的增发，所以后续政府债券融资有望继续支撑起社融的增量，只是贡献可能没有 10 月那么显著。剔除政府发债的因素，我国经济 and 市场需求仍显示弱复苏特征。下半年以来，各月的实体经济信贷数据均表现一般，10 月同比多增的表现已经有所改善，总体上，我国实体经济的修复空间还比较大。

图 4：特殊再融资债券发行节奏


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

表 1：特殊再融资债券数据库 (亿元)

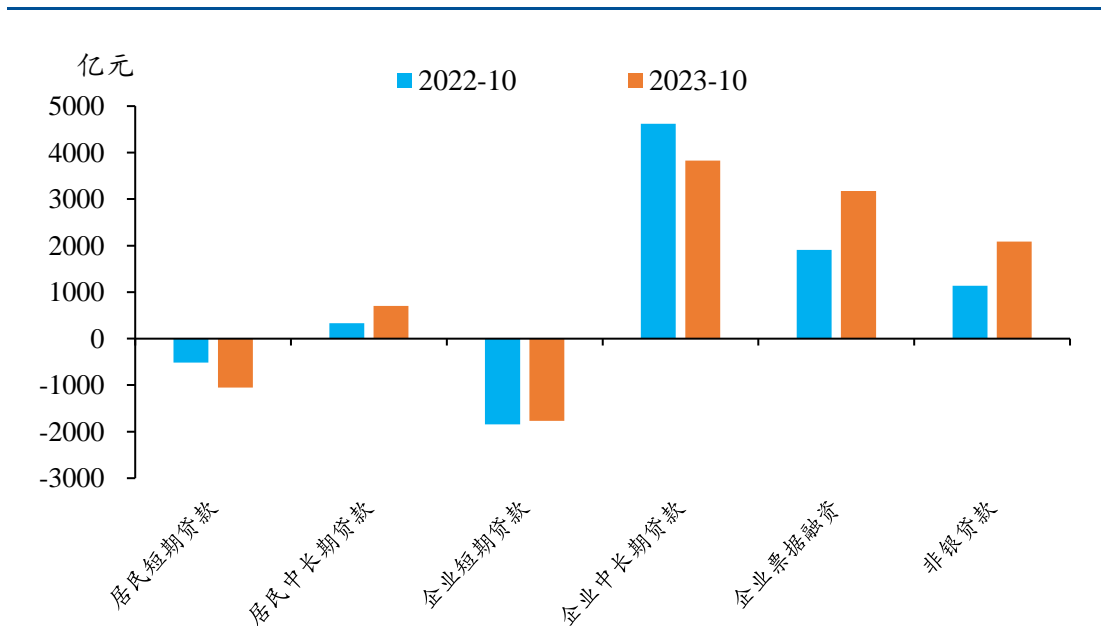
省份	2020.12	2021.1	2021.2	2021.3	2021.4	2021.5	2021.6	2021.7	2021.8	2021.9	2021.1	2021.11	2021.12	2022.1	2022.2	2022.3	2022.4	2022.5	2022.6	2023.1	2023.11	总计
北京		200.00											1721.12	849.16			377.20		304.78			3452.26
上海																		654.80				654.80
广东										751.63	208.16	113.12							13.64			1086.55
大连		225.00																		135.58		360.58
宁波		112.00																			25.00	137.00
深圳													48.20									48.20
黑龙江																				303.00		303.00
辽宁		193.00		82.00																870.42		1145.42
重庆		276.00			224.00															421.90	304.10	1226.00
天津	153.00			195.40		20.00	115.60													948.04	27.51	1459.55
贵州	130.61	163.54				69.49			33.36											882.38	565.18	1844.56
河南			209.24				148.76													255.99		613.99
兵团			348.00																			348.00
四川		339.00																		280.00		619.00
山东	93.78	195.45					37.77													282.00		609.00
江苏		322.00																		261.00		583.00
福建		302.00																		282.00		584.00
浙江		160.00																				160.00
陕西		248.00																		100.00		348.00
安徽		221.00																			620.00	841.00
湖北																				92.00		92.00
湖南		147.37			45.63															643.26	478.74	1315.00
内蒙古		188.00																		1067.00		1255.00
河北	180.00																			277.00		457.00
江西				154.00																156.00		310.00
山西	133.00																			28.00		161.00
云南		97.00																		1076.00	180.00	1353.00
新疆		95.00																		56.00		151.00
青海		71.00																		96.00		167.00
吉林		68.00																		690.23	201.77	960.00
宁夏	55.00																			80.00		135.00
广西	30.00																			623.00		653.00
甘肃	24.00																			220.00		244.00
西藏				22.00																		22.00
海南																						24.00
总计	799.39	3623.36	557.24	453.40	269.63	89.49	302.13	0.00	0.00	33.36	751.63	208.16	1882.44	849.16	0.00	0.00	377.20	654.80	318.42	10126.79	2426.30	23722.91

数据来源: 中国债券信息网, 信达证券研发中心 注: 今年11月列为截至11月16号发行的数据

二、票据融资和非银贷款带动信贷增长

10月新增信贷好于预期，在各个分项中，居民中长贷增加了707亿元，同比略增375亿元，居民短贷减少1053亿元，同比多减541亿元；企业短贷同比少减73亿元，企业中长贷同比少增795亿元。票据融资和非银贷款同比分别多增1271亿元和948亿元。进一步观察，自9月以来，居民中长贷有企稳向好的趋势，可能与存量房贷利率调降对居民购房的刺激有关。居民短贷同比多减，和9月同比多增的情况差异明显，我们推测为冲量回调。至于企业中长贷同比少增，因为去年10月已有政策性开发性金融工具、专项债结存限额和设备更新改造再贷款这三个带动企业投资的增量工具，而本季度的万亿国债增发在10月还没有落地，化债本身是债务置换，并不对标企业投资的刺激，所以我们认为10月企业信贷表现较弱是基数效应所致。后续随着万亿工程建设国债的落地，企业信贷有望改善。综上，信贷数据进一步表明我国经济还尚待修复。

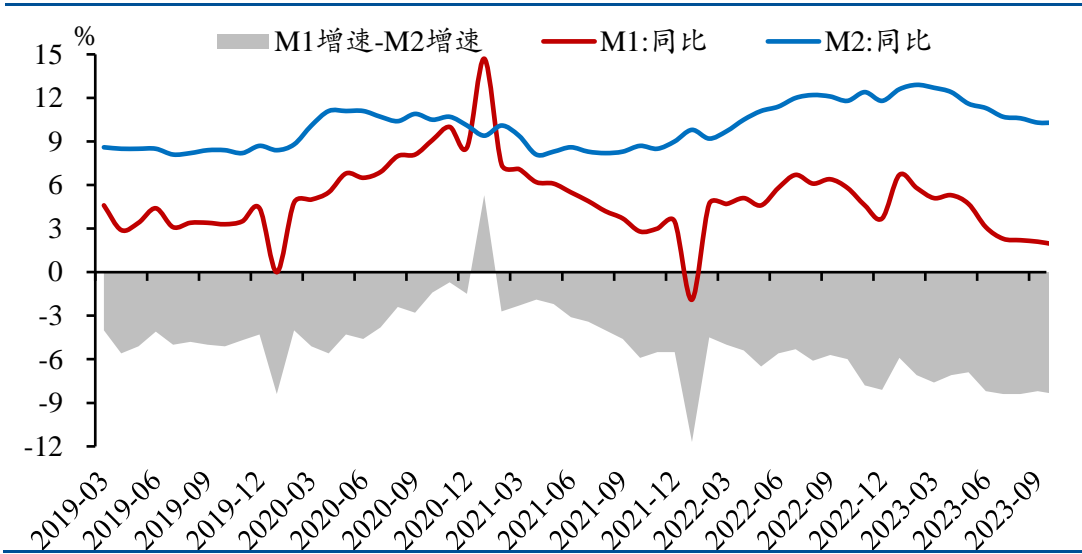
图5：10月信贷多增主要靠票据融资和非银贷款拉动



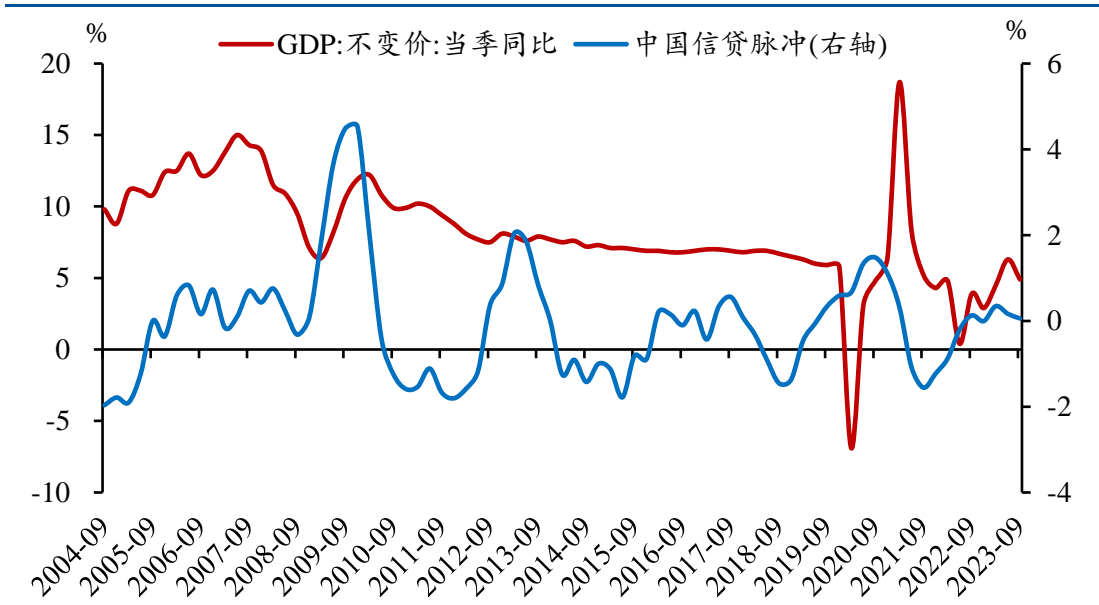
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、M1 增速下降，经济动能尚待修复

10月M1同比增长1.9%，增速较上月低0.2个百分点，较去年同期低3.9个百分点。10月M2同比增长10.3%，与上月持平。M1和M2增速剪刀差比上月有所扩大，和新增信贷数据类似，都表明国内经济动能仍有较大的修复空间。进一步观察，从前第三季度的信贷脉冲（广义信贷/名义GDP的同比变化）和GDP同比增速看，我国经济也体现为修复动能不足。综上，可知四季度初我国经济也未见明显修复，后续还得看增量财政的落地效果如何。

图 6: M1 增速仍在下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 前三季度信贷脉冲和 GDP 同比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

地方化债超预期，万亿国债落地效果不及预期

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究地方债和财政政策。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深300指数(以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起6个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。