

## 10月信贷、社融均超市场预期，偏强金融数据将助力四季度经济延续回升过程

——2023年10月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

**事件：**11月13日，央行公布数据显示，2023年10月新增人民币贷款7384亿，同比多增1058亿；10月新增社会融资规模1.85万亿，同比多增9108亿。10月末，广义货币(M2)同比增长10.3%，增速与上月持平；狭义货币(M1)同比增长1.9%，增速比上月末低0.2个百分点。

**基本观点：**整体上看，在8月政策性降息、9月全面降准相继落地，以及10月特殊再融资债券大规模发行，近期稳增长、防风险政策持续发力背景下，10月新增信贷、社融规模超出市场预期。这意味着自8月开启的宽信用进程正在延续。我们判断，近期整体偏强的金融数据将推动四季度经济延续回升向好势头。

展望未来，接下来货币政策将推动宽信用进程一直持续到年底，11月新发放信贷和新增社融都会处于较高水平。其中，11月增发1万亿国债将开闸发行，将推动新增社融继续同比多增。我们判断，接下来货币政策会加强与财政政策的协调配合，通过降准、大规模加量续作MLF等方式护航国债增发。主要取决于年底前宏观经济及楼市走向，短期内也有再度下调政策利率的可能。最后，10月底中央金融工作会议强调，要“优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业”，接下来结构性货币政策工具将重点发力。

### 具体来看：

一、10月贷款恢复同比多增，高于市场普遍预期，但票据冲量特征较为明显。这表明，在稳增长政策发力以及央行宽信用政策基调延续背景下，宽信用进程正稳步推进，但受房地产市场、民间投资、消费等领域活力偏弱影响，实体经济内生信贷需求仍显不足。

10月新增贷款7384亿，环比大幅少增1.57万亿，符合季节性规律，同比多增1058亿，带动月末贷款余额增速持平上月末于10.9%。这显示，在稳增长政策发力见效，以及央行宽信用政策基调延续的背景下，当前宽信用进程正稳步推进。

10月企业信贷偏强，是推动当月信贷同比多增的主因。不过，当月企业新增贷款结构有所恶化，票据冲量现象较为明显。数据显示，当月企业中长期贷款同比少增795亿，企业短贷负增1770亿，同比仅小幅少减73亿，而票据融资同比多增1271亿，这与月内票据利率的持续下行相印证，显示银行存在票据冲

量现象。10月企业中长期贷款同比少增，一方面与去年同期高基数有关，另一方面也因当前经济修复的内生动能仍需增强，尤其是民间投资活力偏弱、房地产投资持续下滑，一定程度上抑制了企业中长期贷款需求的释放。

10月居民贷款依然较弱，共计减少346亿，同比也多减166亿。这显示今年以来信贷“企业强、居民弱”的结构特征仍在延续。结构方面，10月新增居民中长期贷款707亿，同比多增375亿。在楼市依然低迷背景下，10月居民中长期贷款同比多增，主要受去年同期低基数影响。同时，存量首套房贷降息落地，提前还贷现象缓解，也对当月居民中长期贷款有所支撑。此外，10月居民短贷负增1053亿，同比多减541亿，背后是居民消费不振，这也与当月CPI同比转负，以及制造业PMI指数中的新订单指数回落至收缩区间相印证。

**二、10月社融同比大幅多增，表现超出预期，主要受政府债券融资和贷款提振，尤其是政府债券融资同比大幅多增逾万亿；当月社融其他分项则大多同比少增或多减。**

10月新增社融1.85万亿，环比季节性少增2.27万亿，同比大幅多增9108亿，提振月末社融存量同比增速较上月末加快0.3个百分点至9.3%。10月社融同比多增幅度远超投向实体经济的人民币贷款，主要原因是当月地方政府特殊再融资债大规模发行，带动政府债券融资同比大幅多增1.28万亿，体现出比较强的政策性。

10月社融其他分项表现各异，其中，外币贷款和信托贷款在低基数下同比有所多增，企业债券融资、股票融资、委托贷款、表外票据融资同比则不同幅度少增或多减。其中，企业债券融资同比少增1269亿，主因存量隐债化解背景下，城投新增债券融资也受到严格控制；委托贷款同比少增899亿，主要原因是去年同期政策性金融工具部分资金以委托贷款形式投放造成的高基数，而今年政策性金融工具额度暂未增加，投放速度明显放缓；股票融资同比少增467亿，背后是政策调整导致IPO数量下降；表外票据融资同比多减380亿，主因当月表内票据融资放量，推动表外融资转移到表内。

**三、受信贷多增、上年同期基数下沉等因素影响，10月末M2增速结束此前7个月的回落势头，而且两位数的增速水平显示金融对经济的支持力度整体较高；10月末M1增速下行至明显偏低水平，主要受房地产市场低位运行拖累，也表明当前实体经济活跃度有待进一步提升。10月M2与M1增速“剪刀差”再度达到年内最高水平，表明宽信用向实体经济传导还需要进一步加力，重点是尽快引导房地产行业实现软着陆，以及提振市场消费和投资信心。**

M2方面，10月末同比增速为10.3%，与上月末持平，结束了此前连续7个月的下行势头。一个直接原因是去年同期增速基数下行0.3个百分点，另外，10月信贷数据偏强，意味着存款派生增加，也对稳定

M2 增速发挥了作用。这抵消了当前政府债券大规模发行背景下，当月财政存款同比多增 2300 亿对 M2 增速的下拉作用。需要指出的是，当前 M2 增速的绝对水平达到两位数，明显高于名义 GDP 增速，显示货币政策逆周期调节力度较大，金融对经济的支持力度整体较高。

10 月末 M1 增速为 1.9%，较上月末下滑 0.2 个百分点。在上年同期基数偏低背景下，当前 M1 增速持续低位下行，主要原因是当前房地产市场整体上仍处于调整阶段——历史数据显示，M1 增速与房地产市场景气状态高度相关。另外，偏低的 M1 增速也显示当前企业经营投资活动仍处于低迷状态，企业存款活化水平较低。这也是当前稳增长政策还需要持续发力的一个重要原因。

10 月末 M2 增速处于较高水平，和 M1 增速的“剪刀差”为 8.4 个百分点，再度回到年内最高水平。这意味着宽货币向稳增长的传导不畅。当前亟需通过有效刺激内需、提振实体经济活跃度，特别是推动房地产行业尽快实现软着陆等方式，提振经济内生增长动能。

整体上看，在 8 月政策性降息、9 月全面降准相继落地，10 月特殊再融资债券大规模发行，稳增长、防风险政策持续发力背景下，10 月新增信贷、社融规模超出市场预期。这意味着自 8 月开启的宽信用进程正在延续。我们判断，尽管 10 月宏观数据有可能出现下行波动，但近期整体偏强的金融数据将推动四季度经济延续回升向好势头。回顾历史可以看到，每一轮稳增长过程，金融数据都会先行发力。

展望未来，接下来货币政策将推动宽信用进程一直持续到年底，11 月新发放信贷和新增社融都会处于较高水平。其中 11 月增发 1 万亿国债将开闸发行，将推动新增社融继续同比多增。不过需要指出的，10 月特殊再融资债券大规模发行，其中一部分会用来置换以存量贷款形式存在的地方政府隐性债务。由于新增贷款是当月新发放贷款减去当月贷款偿还，由此，这一因素有可能会影响 11 月和 12 月的新增贷款数据。

我们判断，接下来货币政策会加强与财政政策的协调配合，护航国债增发。为此央行有可能采取两项措施：一是全面降准 0.25 个百分点，释放长期资金 5000 多亿；二是年底前两个月大规模加量续作 MLF。其中后者的概率更大，当然也不排除双管齐下的可能。至于未来是否会继续降息，将主要取决于今年底明年初的宏观经济及楼市走向，不能完全排除这种可能。未来一段时间国内物价都会持续处于偏低水平，这也为进一步下调政策利率提供了较为有利的条件。另外，伴随汇市运行趋于平稳，汇率因素也不会对国内货币政策灵活调整构成实质性障碍。

结构方面，10 月底中央金融工作会议强调，要“优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业”。这意味着接下来针对小微企业等国民经济薄弱环节，以及科技创新、绿色发展等重点领域，结构性货币政策工具将重点发力。其中，在 6 月上调支农支小再贷款再贴现额度 2000 亿的基础上，其他政策工具额度也有上调空间。我们判断，在近期房地产政策密集调整后，未

来货币政策对房地产行业的支持力度将进一步加码。其中，在有效实施保交楼专项借款和房企纾困再贷款支持计划的同时，不排除四季度增加额度、乃至推出新的定向支持工具的可能。

#### 权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。