



## 宏观点评

# 财政扩张或成为四季度金融数据主要支撑 ——2023年10月金融数据点评

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

王洋

资格编号: S0120523090001

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

### 相关研究

《融资需求“三支柱”或推动利率上行——2023年9月金融数据点评》

《贷款积极投放或延续至9月份——2023年8月金融数据点评》

《信用收缩阶段尚未结束——2023年7月金融数据点评》

《社融增速或见底——2023年6月金融数据点评》

### 投资要点:

➢ 2023年11月13日人民银行发布10月份金融统计数据，从具体分项来看：

(1) 社会融资规模：10月份新增社融1.85万亿，同比多增9366亿。截至10月末，社融存量同比增速上升0.3个百分点至9.3%。从社融的结构来看，政府债券融资是10月社融同比多增的主要贡献项，10月政府债券融资同比多增1.28万亿，排除政府债券融资外社融其他项目合计同比少增3443亿元；社融口径新增人民币贷款同比多增406亿元、新增外币贷款同比多增876亿元；对10月社融形成拖累的主要是企业债券融资和新增委托贷款，分别同比少增1269亿元和899亿元。

(2) 贷款增长：10月新增人民币贷款7384亿，同比多增1232亿。截至10月末，金融机构人民币贷款余额同比增长10.90%，增速与上月持平。从结构上看，居民中长贷增加707亿元，同比多增375亿元；企业中长贷增加3828亿元，同比少增795亿元；票据融资和非银金融机构贷款是10月信贷多增的主要贡献项，分别同比多增1271亿元和948亿元。

(3) 货币供应：10月末M2同比增长10.30%，增幅与上月持平，同比下降1.5个百分点；M1同比增长1.90%，环比回落0.2个百分点，同比回落3.9个百分点，M2-M1剪刀差走阔0.2个百分点至8.40%。

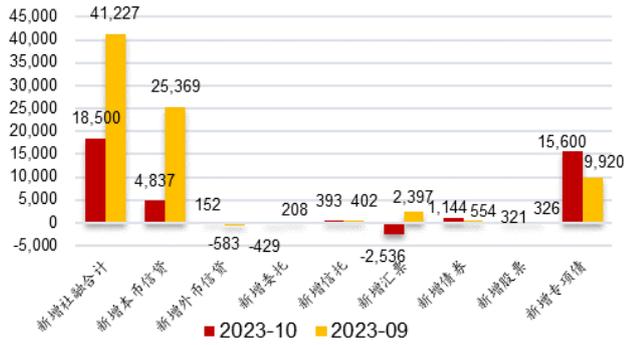
(4) 从流动性环境看，M2-M1剪刀差走阔0.2个百分点至8.40个百分点，继续处于较高水平；社融增速回升、贷款增速持平导致社融和贷款增速与M2增速的剪刀差一升一平，前者回升至-1.00个百分点，后者持平在0.6个百分点。

➢ 政府债券融资推动社融增长，贷款投放平稳。10月份地方政府特殊再融资债集中发行，总计发行了1.11万亿特殊再融资债，占10月政府债券融资比在70%以上，导致10月份新增社融同比大幅多增9366亿，但不包含政府债券融资的社融则同比少增3443亿元，其中对实体经济发放的表内贷款同比多增仅406亿元。考虑到去年同期由于疫情冲击形成低基数，2023年10月社融口径新增人民币贷款处于近年同期较低水平，低于2019-2022年10月均值6079亿元。但是金融机构口径新增贷款7384亿元，则高于2019-2022年10月均值6981亿元的水平。在8月18日三部委联合召开金融支持实体经济和防范化解金融风险电视电话会议，提出“主要金融机构要主动担当作为，加大贷款投放力度，国有大行要继续发挥支柱作用。要注重保持好贷款平稳增长的节奏，适当引导平缓信贷波动，增强金融支持实体经济力度的稳定性”后，银行在8月下旬至9月延续了贷款高斜率投放态势，8月社融口径新增贷款扭转7月同比大幅少增、9月社融口径贷款同

比大幅多增，到10月前期会议对贷款投放的激励作用减退，实体的贷款需求或也在8-9月得到了提前满足，因此10月社融口径新增贷款多年对比来看依然较弱。

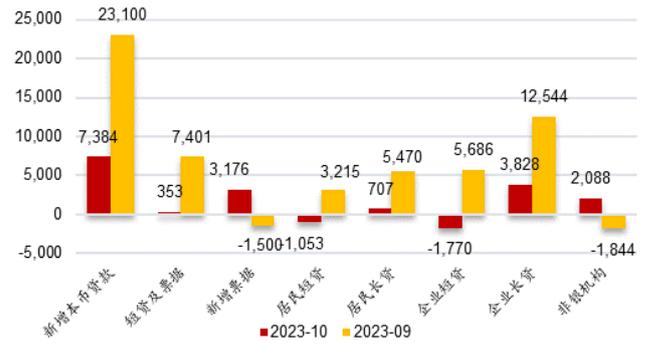
- **从新增社融及存贷款结构来看，政府部门或接替居民和企业部门成为四季度金融数据的主要支撑因素：**（1）居民融资需求仍较低，10月居民中长贷虽然同比多增375亿元，但去年同期基数仅332亿元，为2009年以来10月最低水平，10月地产销售环比基本持平，较2019-2021年均值低32.2%，地产销售持续低位运行反映居民加杠杆意愿持续低迷，这也导致了今年居民中长贷增长与2022年更为类似，多数月份明显低于2019-2021年均值，8月底以来多地地产政策“松绑”一定程度上推升了9月居民购房意愿，可10月份居民中长贷增长乏力显示调降存量房贷利率等政策效应还不足以刺激居民部门启动加杠杆；（2）企业融资需求走平，10月企业中长贷同比少增795亿，企业债券融资同比少增1269亿，10月新增企业中长贷与近年同期均值接近，7月以来企业中长贷增量也较为接近往年均值，今年虽然没有去年的结构性货币政策工具额外推升企业贷款，但企业中长贷保持与历年相近水平，或说明今年下半年企业融资需求平稳恢复；（3）政府债券融资支撑社融增量，财政存款大幅超过近年同期均值，10月政府债券融资1.56万亿，同比多增1.28万亿；财政存款增长1.37万亿，高于去年同期1.14万亿，也大幅高于2019-2022年同期均值8480.5亿；（4）政府债券融资和传统的缴税因素支持财政存款上升，成为10月份M2维持存量增长和存款同比多增的主要拉动项，10月份人民币存款总量同比多增8290亿元，而居民存款减少6369亿元，同比多减1266亿元；企业部门存款减少8652亿元，同比少减3048亿元，居民和企业部门存款季节性减少，而财政存款维持大幅扩张，11月份或可望看到财政存款支出、居民和企业部门存款恢复性增长。10月伴随着地方政府特殊再融资债发行和一万亿国债增发落地，财政成为四季度信用扩张的主要推动力，11月至12月份地方政府特殊再融资债仍有发行空间，10月底增发的一万亿国债或将逐步落地，预计政府部门将接替居民和企业部门，财政扩张或成为四季度金融数据的主要支撑。
- **市场：财政存款的“一收一支”或对冲资金面。**10月国债收益率先上后下，前半月在财政发力预期驱动叠加资金面高位波动下国债收益率有所上行，但10月下旬以来市场对“降准”等宽货币预期持续强化，并将一万亿国债增发和地方政府特殊再融资债发行等利率债供给增加视为“利空出尽”，宽货币预期一定程度上压制了利率上行的动力，10年期国债收益率止步在2.75%之下。然而由于政府债券融资，资金面却实实在在收紧，10月份DR007波动上行、1年期同业存单利率突破1年期MLF操作利率。进入11月份之后，尽管1年期同业存单利率仍然处于高位，可资金面改善的因素正在增加，10月份发行的政府债券融资或在11月份陆续拨付支出，财政存款10月份增收和11月份支出，或对资金面形成有效对冲，资金利率或继续贴近政策利率上下波动，在资金利率平稳的情形下，市场或继续期待货币政策为配合财政政策而“降准”或“降息”，反复交易的预期或导致中长端利率维持窄幅波动局面。
- **风险提示：**（1）警惕出口对经济增长的拉动作用进一步下降；（2）警惕内部消费或难以抵补对冲外部需求的下滑；（3）警惕促消费、稳地产等经济刺激政策超预期的风险。

图 1：新增社会融资规模构成（单位：亿元）



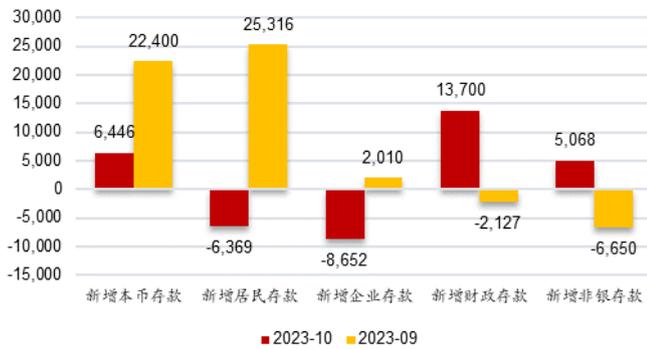
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：新增人民币贷款构成（单位：亿元）



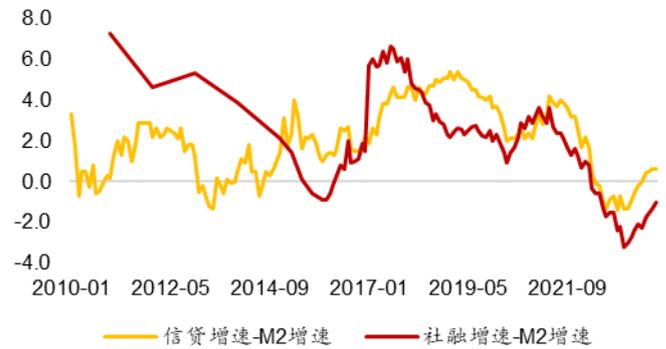
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：新增本币存款构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：社融/信贷增速-M2增速“剪刀差”（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

王洋，德邦证券研究所高级宏观经济研究员。复旦大学政治经济学硕士，曾经沉浸在期货市场领域多年，横跨贵金属、外汇和固定收益、衍生品等领域，2021 年加入德邦证券研究所，侧重货币理论、宏观流动性等方面的研究，秉承从“利率定价一切”的思路研究固定收益、股票指数和大宗商品等大类资产配置。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准：   | 类别     | 评级   | 说明                             |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；          | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|  |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|  |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|  |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
| 2. 市场基准指数的比较标准：<br>A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。