

财政推升信用扩张

核心观点:

10月社会融资1.85万亿元,同比+9366亿元,为历史同期最高值。其中新增人民币贷款(社融口径)4837亿元,同比+406亿元,政府融资1.56万亿元,同比+1.28万亿元;未贴现银行承兑汇票-2536亿元,同比-380亿元。

10月金融机构新增人民币贷款7384亿元,同比+1232亿。其中居民贷款-346亿,同比-166亿,其中短贷-541亿,中长贷+375亿;企业贷款5163亿,同比+537亿,其中短贷+73亿,中长贷-795亿,票据融资+1271亿。

社会融资存量增速9.3%,环比上升。M1同比1.9%,连续6个月持续走低;M2同比10.3%,增速环比持平。

我们的分析:

1、政府融资推动社融存量增速上行,去掉政府融资,其他部门融资存量增速持续下滑。居民贷款累计增速环比小幅下滑0.4pct,企业中长期贷款增速环比小幅下滑2.7pct。

2、社融增速持续低于M2增速,货币投放并未有效转化为信用扩张。M2增速结束连续7个月的下滑环比持平,可能是财政支出增加带动M2改善。

3、企业中长期贷款同比减少,票据融资上升,企业中长期投资需求仍然偏弱。10月企业贷款新增5163亿元,中长期贷款新增3828亿元,同比少增795亿元。企业中长期贷款的同比少增加上票据融资明显上升,反映企业中长期投资需求仍然偏弱。但企业存款减少8652亿元,企业贷款没有转化成存款,带动M1增速再创新低。

4、居民中长贷增速继续回升但速度放缓,部分是由于去年低基数原因,单月新增环比9月明显回落,房地产销售恢复边际转弱,贷款上行的持续度需要观察。10月居民中长期贷款累计同比增速为-7.8%,环比9月上升1.7pct,回升速度放缓。

我们的判断和政策预期:

社融增速四季度继续回升,全年增速约9.7%。

四季度国债增发和地方专项债额度提前下发,一方面拉动政府融资,另一方面将转化为实物工作量带动基建投资上行,带动民间投资上行。两者共同推动四季度社融继续回升。

现阶段,企业中长期投资需求仍然偏弱,居民中长贷恢复动能减弱,经济上行仍需政策持续发力。观察历史数据,化债、国债增发时期央行均有数量型工具配合以保持银行间流动性充裕。最近一周狭义流动性边际收紧,资金再次紧张,货币市场利率再次上行至政策利率上方运行,同业存单发行规模快速上升,发行利率持续高于MLF利率。11月MLF到期量8500亿元,为本年度最高值,央行很可能启动降准释放中长期资金,节约银行成本。

同时随着部分银行存款利率的再次下调,银行的净息差压力得到边际缓解,2024年央行可能再次降息,以降低企业融资和居民信贷成本持续推动经济回升,减轻地方政府还本付息压力降低金融风险。

--2023年10月金融数据解读

分析师

章俊

☎: 010-8092 8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

詹璐

☎: (86755) 8345 3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行不及预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险

2023年11月13日，央行发布2023年10月金融数据。10月社会融资1.85万亿元，同比+9366亿元。其中新增人民币贷款（社融口径）4837亿元，同比+406亿元，政府融资1.56万亿元，同比+1.28万亿元；未贴现银行承兑汇票-2536亿元，同比-380亿元。

10月金融机构新增人民币贷款7384亿元，同比+1232亿。其中居民贷款-346亿，同比-166亿，其中短贷-541亿，中长贷+375亿；企业贷款5163亿，同比+537亿，其中短贷+73亿，中长贷-795亿，票据融资+1271亿。

社会融资存量增速9.3%，环比上升。M1同比1.9%，连续6个月持续走低；M2同比10.3%，环比持平。

一、10月社会融资创历史同期新高：信贷、政府融资共同拉动

10月份社融新增1.85万亿，贷款、政府债券融资共同拉动了社会融资。其中人民币贷款（社融口径）4837亿，政府债券融资1.56万亿，企业债券融资1144亿元，境内股票融资321亿。未贴现银行承兑汇票减少2536亿元。

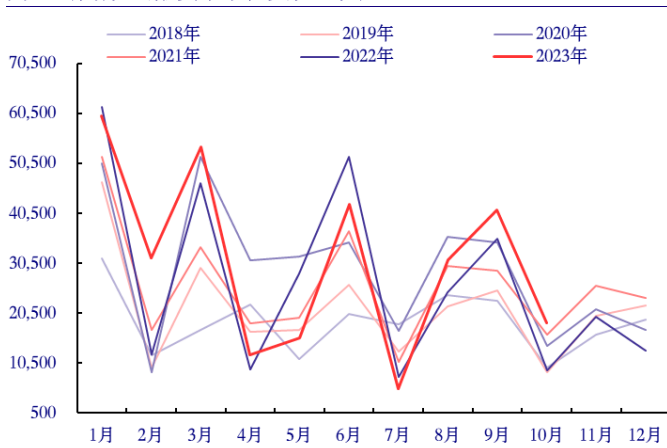
10月份社会融资同比去年上行，主要是政府融资上行带动了社会融资增速同比多增。10月份社会融资同比增加9366亿元，其中人民币贷款同比增加406亿元，政府债券融资增加1.28亿元，未贴现银行承兑汇票减少380亿元，信托贷款增加454亿元，企业债券融资减少1269亿元，股票融资减少467亿元。

图1：金融数据概览

	当月新增(亿元)				当月新增同比变化(亿元)				累计新增同比增速(%)				存量同比增速(%)			
	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10
社会融资规模	5,357	31,237	41,200	18,500	-2,428	6,525	5,789	9,366	1.4	3.9	5.6	8.7	8.9	9.0	9.0	9.3
人民币贷款	364	13,412	25,376	4,837	-3,724	68	-310	406	11.9	10.9	9.1	9.1	11.0	10.9	10.7	10.7
外币贷款	-339	-201	-583	152	798	625	130	876	-14.4	48.0	38.4	58.8	-17.8	-16.8	-19.3	-16.7
委托贷款	8	97	208	-429	-81	-1,658	-1,300	-899	2,045.7	-52.6	-68.0	-83.3	4.0	2.4	1.3	0.5
信托贷款	230	-221	403	393	628	251	594	454	111.0	105.1	113.3	121.2	-3.6	-2.9	-1.4	-0.3
未贴现银行承兑汇票	-1,963	1,129	2,396	-2,536	781	-2,357	2,264	-380	75.4	101.8	371.0	96.1	-	-8.2	-0.3	-1.8
企业债券	1,281	2,698	662	1,144	321	1,186	317	-1,269	-37.0	-28.6	-26.0	-28.6	-0.4	-0.2	-0.3	-0.7
非金融企业境内股票	786	1,036	327	321	-651	-215	-695	-467	-16.8	-16.8	-22.8	-25.8	10.6	10.2	9.4	8.9
政府债券	4,109	11,759	9,949	15,600	111	8,714	4,416	12,809	-25.0	-7.3	0.8	21.5	10.1	11.5	12.2	14.3
人民币存款	3,459	13,600	23,100	7,384	-3,331	1,100	-1,600	1,232	11.9	11.7	9.2	9.5	11.1	11.1	10.9	10.9
短期贷款及票据融资	-1,523	5,391	7,401	353	-844	1,999	-1,377	803	-27.0	-22.2	-21.3	-20.3				
中长期:	2,040	8,046	18,014	4,535	-2,905	-1,965	1,070	-420	37.5	31.3	27.4	25.9				
居民:	-2,007	3,922	8,585	-346	-3,224	-658	2,082	-166	12.9	8.4	12.9	12.5				
短期:	-1,335	2,320	3,215	-1,053	-1,066	398	177	-541	101.4	81.7	60.6	58.3				
中长期:	-672	1,602	5,470	707	-2,158	-1,056	2,014	375	-18.5	-21.3	-9.5	-7.8				
企业:	2,378	9,488	16,834	5,163	-499	738	-2,339	537	11.6	11.4	8.3	8.4				
短期:	-3,785	-401	5,686	-1,770	-239	-280	-881	73	31.3	30.4	21.6	23.2				
中长期:	2,712	6,444	12,544	3,828	-747	-909	-944	-795	52.0	45.5	37.3	34.6				
票据融资	3,597	3,472	-1,500	3,176	461	1,881	-673	1,271	-122.0	-107.2	-113.4	-100.7				
非银行业金融机构	2,170	-358	-1,844	2,088	694	67	-914	948	36.5	55.7	-121.0	49.6				
人民币存款	-11,200	12,600	22,409	6,446	-11,647	-200	-3,891	8,290	0.6	0.5	-1.3	2.4	10.5	10.5	10.2	10.5
居民存款	-8,093	7,877	25,316	-6,369	-4,713	-409	1,422	-1,266	11.1	9.9	9.2	8.5				
企业存款	-15,300	8,890	2,010	-8,652	-4,900	-661	-5,639	3,048	-19.5	-17.2	-24.4	-24.0				
财政存款	9,078	-88	-2,127	13,700	4,215	2,484	2,673	2,300	-9.8	20.6	164.0	46.5				
非银行业金融机构存款	4,130	-7,322	-6,650	5,068	-3,915	-2,969	-3,845	3,020	-15.0	-42.4	-90.8	-51.6				

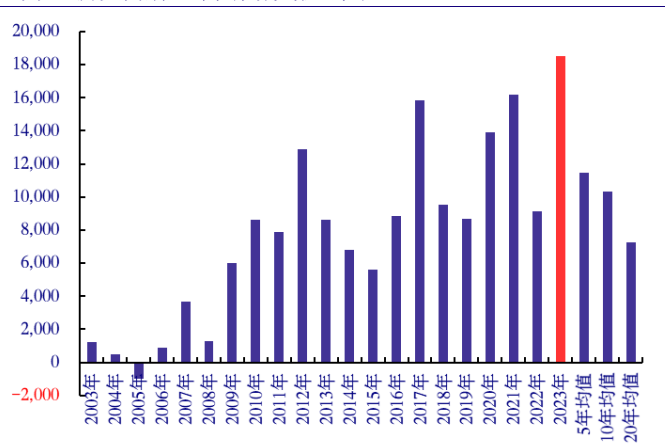
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2：新增社会融资季节性变化(亿元)



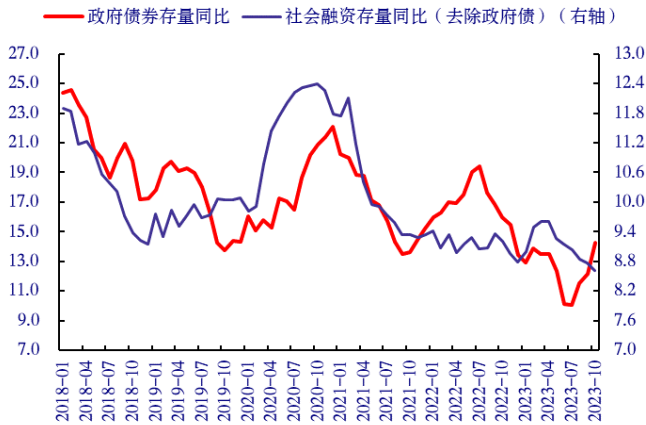
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3：历史同期10月新增社融(亿元)



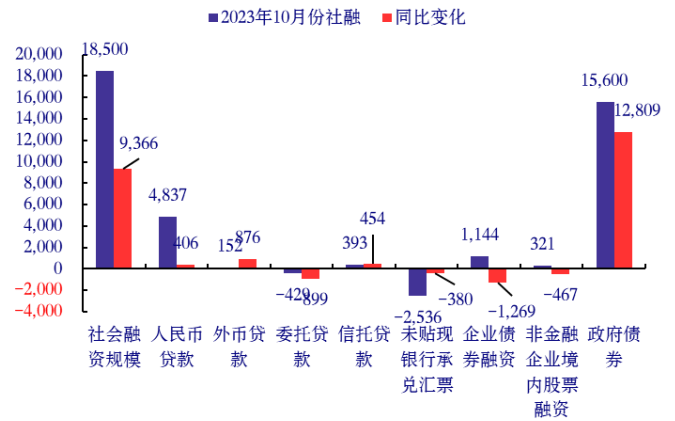
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 社融增速(去除政府融资)和政府融资增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 10月社融各部门的变化(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

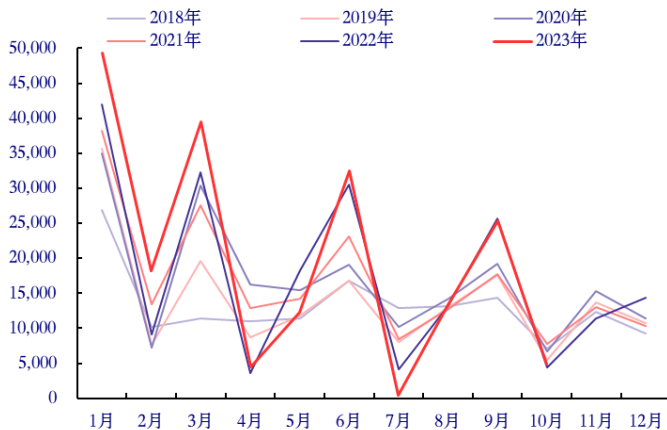
(一) 居民短期贷款减少带动信贷增速下滑, 企业中长期贷款增速下滑

10月金融机构新增人民币信贷同比多增1232亿, 累计新增增速上行0.3pct至9.5%, 环比改善。10月新增信贷高于过去五年均值(6979亿)。

居民信贷增速小幅下滑0.4pct至12.5%, 主要是由于短期增速下滑1.7pct, 中长期贷款增速继续回升, 但幅度环比减弱。居民中长期贷款新增累计增速继续回升, 是由于下调存量房贷利率使居民提前还贷现象缓解以及房地产销售的边际改善。10月居民短期贷款减少1053亿元, 可能是三季度末银行季末冲量提前消耗了部分经营贷款。

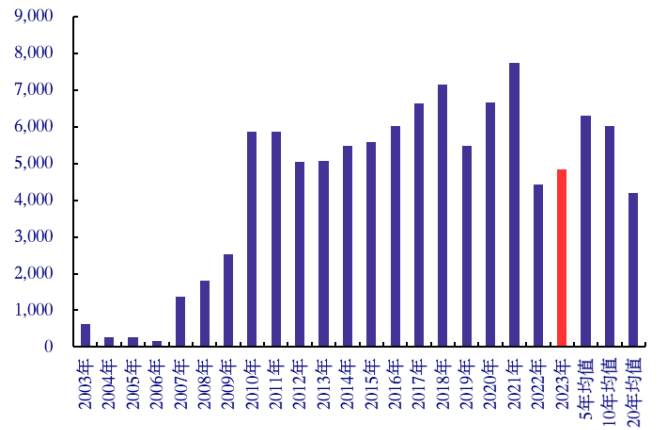
企业信贷新增5163亿元, 同比多增537亿元, 企业累计新增信贷增速小幅上行0.1pct至8.4%。但企业贷款增速上行主要是票据融资的拉动, 中长期贷款同比少增795亿元, 增速下行2.7pct, 显示企业中长期投资需求仍然偏弱, 但商业银行信贷投放积极, 存在票据冲量现场。

图6: 新增人民币贷款(社融口径)的季节性波动(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

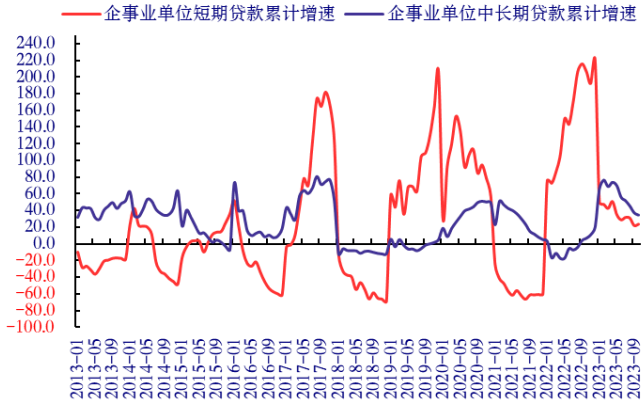
图7: 历史同期10月新增人民币贷款(社融口径)(亿元)



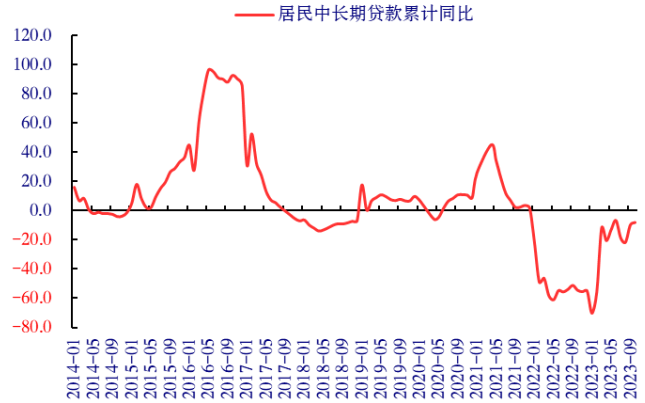
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 企业短期和中长期贷款增速(%)

图9: 居民中长期贷款增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 地方政府特殊再融资债券密集发行推动政府融资同比多增

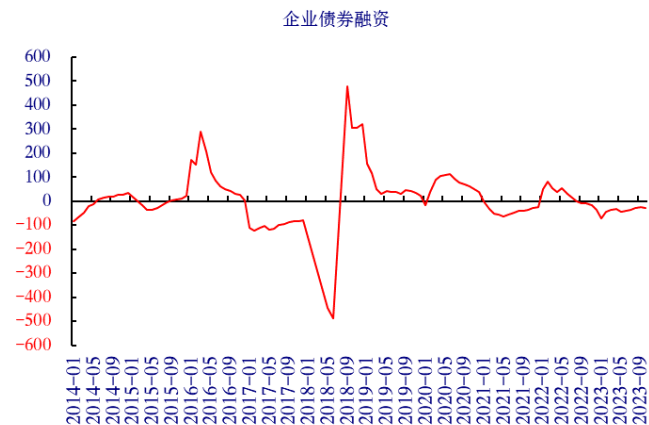
政府债券融资是本月社融的主要支撑之一。政府债券融资 1.56 万亿，同比增加 1.28 万亿。其中一揽子化债方案在 10 月加速落地，化债相关的地方政府特殊再融资债券发行超过 1 万亿，是政府债券的主要构成。

年内与化债相关的地方政府特殊再融资将继续发行，增发国债、地方政府专项债额度提前下发将共同推动政府融资保持高速增长，将成为四季度社融增速持续回升的重要支撑。

(三) 直接融资下降

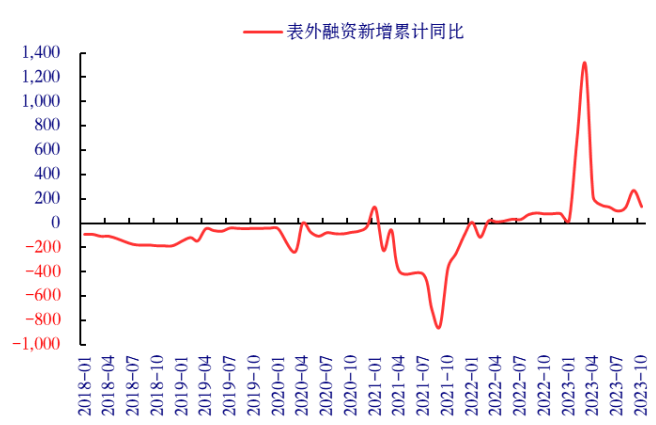
企业债券和股票融资分别为 1144 亿和 321 亿，同比分别减少 1269 亿和 467 亿。未贴现银行承兑汇票减少-2536 亿元，基本符合季节性特征。信托贷款 393 亿元，同比增加 454 亿元，可能受房地产市场边际改善拉动。

图10: 企业债券融资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 表外融资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

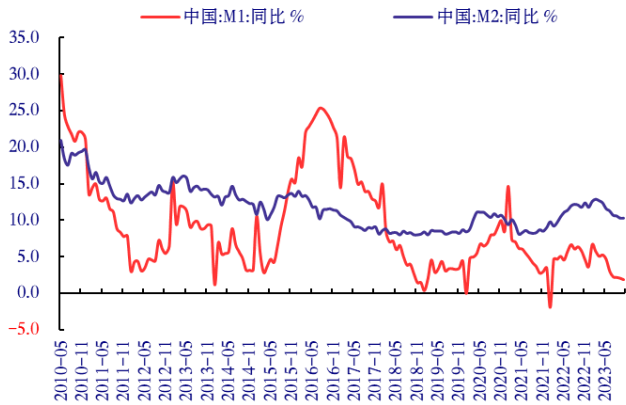
二、 M1 继续回落、M2 企稳，资金投放渠道受阻

10 月份 M1 增速同比 1.9%，连续 6 个月持续走低。企业存款下行 8652 亿元，企业的生产消耗了活期存款，带来了 M1 增速下行。结合库存周期分析，去库存周期临近后段但尚未结束。

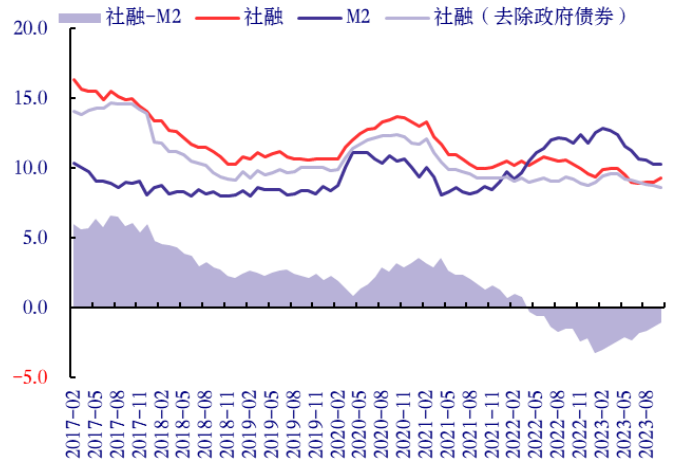
10 月份 M2 增速同比 10.3%，环比持平。10 月 M2 减少 1.44 万亿，计入 M2 的居民存款减少 6369 亿，企业存款减少 8652 亿元。存款减少是本月 M2 减少的主要原因。

图12: M1、M2 增速 (%)

图13: 社融存量增速与 M2 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、 我们的判断：社融增速四季度继续回升，全年增速约 9.7%

四季度国债增发和地方专项债额度提前下发，一方面拉动政府融资，另一方面将转化为实物工作量带动基建投资上行，带动民间投资上行。两者共同推动四季度社融继续回升。

现阶段，企业中长期投资需求仍然偏弱，居民中长贷恢复动能减弱，经济上行仍需要政策持续发力。观察历史数据，化债、国债增发时期央行均有数量型工具配合以保持银行间流动性充裕。最近一周狭义流动性边际收紧，资金再次紧张，货币市场利率再次上行至政策利率上方运行，同业存单发行规模快速上升，利率持续高于 MLF 利率。11 月 MLF 到期量 8500 亿元，为本年度最高值，央行很可能启动降准释放中长期资金，节约银行成本。

同时随着部分银行存款利率的再次下调，银行的净息差压力得到边际缓解，2024 年央行可能再次降息，以降低企业融资和居民信贷成本持续推动经济回升，减轻地方政府还本付息压力降低金融风险。

图表目录

图 1: 金融数据概览	2
图 2: 新增社会融资季节性变化 (亿元)	2
图 3: 历史同期 10 月新增社融 (亿元)	2
图 4: 社融增速 (去除政府融资) 和政府融资增速 (%)	3
图 5: 10 月社融各部门的变化 (亿元)	3
图 6: 新增人民币贷款 (社融口径) 的季节性波动 (亿元)	3
图 7: 历史同期 10 月新增人民币贷款 (社融口径) (亿元)	3
图 8: 企业短期和中长期贷款增速 (%)	3
图 9: 居民中长期贷款增速 (%)	3
图 10: 企业债券融资增速 (%)	4
图 11: 表外融资增速 (%)	4
图 12: M1、M2 增速 (%)	4
图 13: 社融存量增速与 M2 增速 (%)	4

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn