

2023年11月14日

## 金融数据结构体现了财政和央行的稳增长意图

固定收益研究团队

——2023年10月金融数据点评

陈曦（分析师）

张维凡（联系人）

chenxi2@kysec.cn

zhangweifan@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

证书编号：S0790122030054

### ● 10月金融数据中的四个重点信息

**第一，10月社融在同期低基数上呈现出“总量较好，结构不佳”的特点。**政府债融资是主要支撑，但人民币信贷表现较弱，整体与2022年同期持平。9月社融存量增速录得9.3%，环比上升0.3个百分点。其中，社融口径信贷表现再次转弱，当月新增4837亿，低基数下同比仅多增406亿；政府债融资在10月特殊再融资债放量发行的拉动下同比多增12809亿；再融资债置换隐债的同时，城投严控增量债务规模，10月企业债同比少增1269亿。表外项目中，财政较为保守，基建投资节奏平稳，信托贷款和委托贷款两者之和录得少增445亿。

**第二，企业部门短贷和中长贷均不及预期，票据冲量是主要拉动项。**10月是信贷小月，在经历了9月信贷脉冲大涨后，10月企业信贷略有透支，其中企业短贷减少1770亿，同比少减73亿；中长贷增加3829亿，同比少增795亿，均反映出企业部门融资需求依然疲软，需进一步修复。票据融资显著增加3176亿，同比多增1271亿，指向银行信贷冲量活动增加。

根据央行三季度贷款投向报告，稳增长背景下，制造业中长期、绿色发展、普惠金融、专精特新中小企业等领域依然是信贷投放主要领域。

**第三，居民部门融资意愿再次回落。**短贷方面，受双节和“双11”影响，居民消费贷款需求已在9月提前释放，同时部分预留至11月，因此10月短贷在低基数上进一步少增541亿；中长贷方面，存量按揭利率下调、多地“认房不认贷”等地产政策对地产需求提振效果有限，10月住房需求依旧面临较大的下行压力，房地产市场的企稳回升仍需时日。10月商业银行存量按揭利率基本下调完毕，RMBS早偿率在10月继续小幅回落，指向居民提前还贷行为有所减少。

**第四，M1进一步回落，M2环比持平。**10月M2录得10.3%，环比持平，主要得益于低基数。目前信贷派生减少、政府债融资财政存款净回笼、财政支出依然较为克制；M1录得同比1.9%，已连续7个月回落。高基数叠加实体经济部门对经济预期谨慎、信心不足导致M1持续回落，经济活力需要进一步激活。

### ● 金融数据的结构反映了财政和央行稳增长的意图

10月金融数据体现出“总量较好，结构不佳”的特征，但结构上亦忧中有喜，首先，社融的高增主要是政府债券融资支撑，与9月后宽财政加码相呼应，财政稳增长力度不断加码；其次，信贷中票据融资冲量占比较高，但这是央行发力信贷初期容易出现的现象，2020年4月、2022年5月等宽信贷初期均出现过类似的情况。因此，我们认为，结构不佳中可以看出政策逆周期调节的意图。

政府逆周期调节发力仍在持续，财政方面，万亿国债增发意味着新一轮中央加杠杆为主的财政扩张已拉开序幕；信贷方面，11月3日央行在专栏文章中表示要“保持货币信贷和融资总量增长合理、节奏平稳、效率提升”。我们认为，信贷小月过后，信贷将有所回升，但由于实现2023年经济目标压力较小，预计年底前信贷将温和增长，为2024年开门红储备优质项目。

居民和企业是顺周期部门，当前居民和企业对经济的信心仍在磨底阶段，政府逆周期调节是打破实体经济顺周期向下，带动居民和企业部门内生动能回升的关键。逆周期调节的不断加力的推动下，2024年信用有望加速扩张，经济增速可能会略高于2023年。

### ● 后续债市走势的核心依然是国内基本面

债市方面，跨月后，资金面紧张的形式有所缓和，叠加多项宏观经济数据不及预期，债市长短端收益率均有所回落。

展望后市，我们认为，2024年中国债市走势的核心依然是国内基本面。2024年经济继续向潜在经济增速回归的复苏趋势是较为确定的，因此，债市收益率可能会震荡上行。

但需要特别注意：第一，后续财政发力时央行会不会先进行降准降息配合，以及如果降息是否会导致收益率先下后上，目前有较大的不确定性。第二，当前国债利率偏高，如果经济增速是温和复苏，那么国债利率不太可能出现大幅单边上行。

● **风险提示：**政策变化超预期、经济增速不及预期。

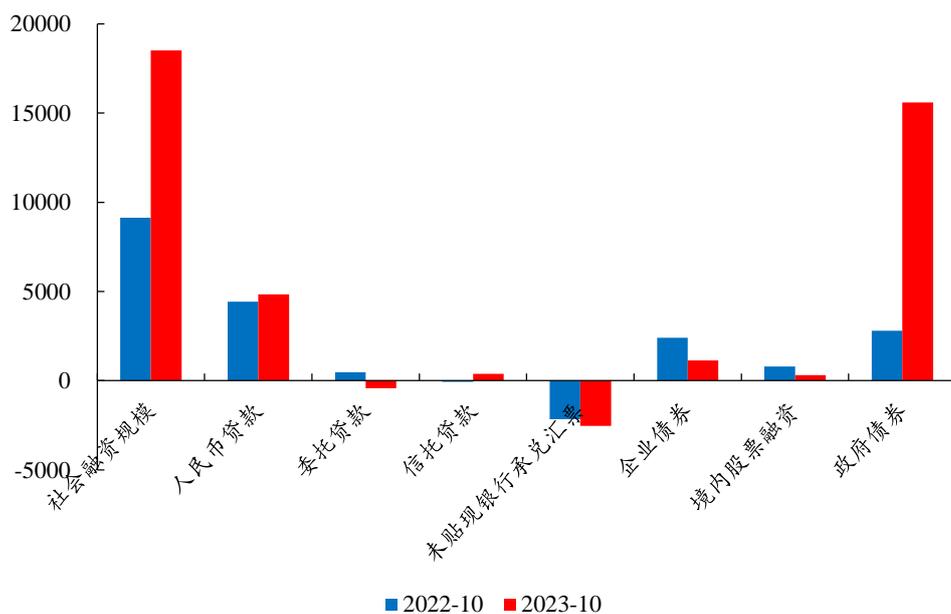
### 相关研究报告

《食品项拖累价格—2023年10月价格数据点评》-2023.11.13

《进口的回升趋势—2023年10月进出口数据点评》-2023.11.13

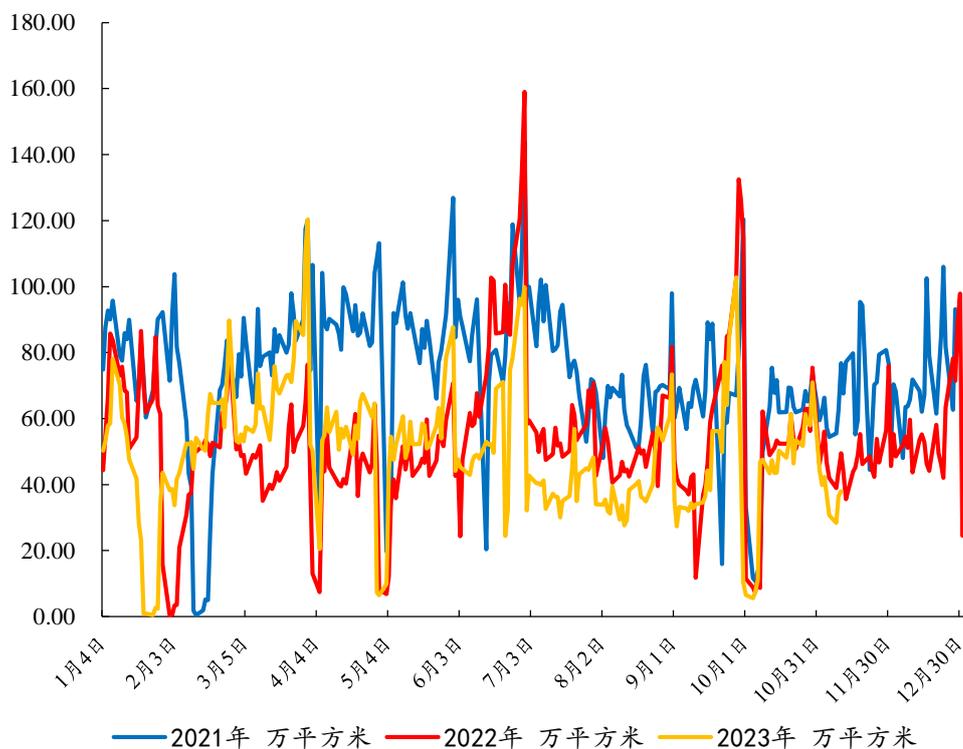
《资金面紧张可能不是降息降准的“必要条件”——对近期降准预期升温的看法》-2023.11.13

附图 1：10 月政府债融资是社融的主要贡献项（亿元）



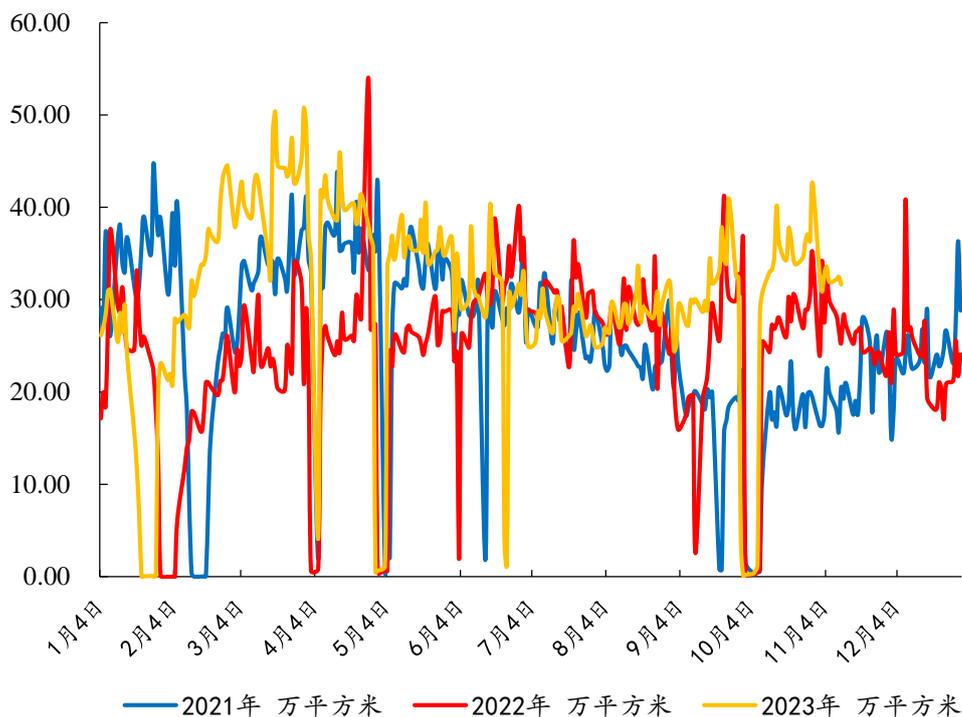
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：10 月 35 城新房成交面积再次转弱



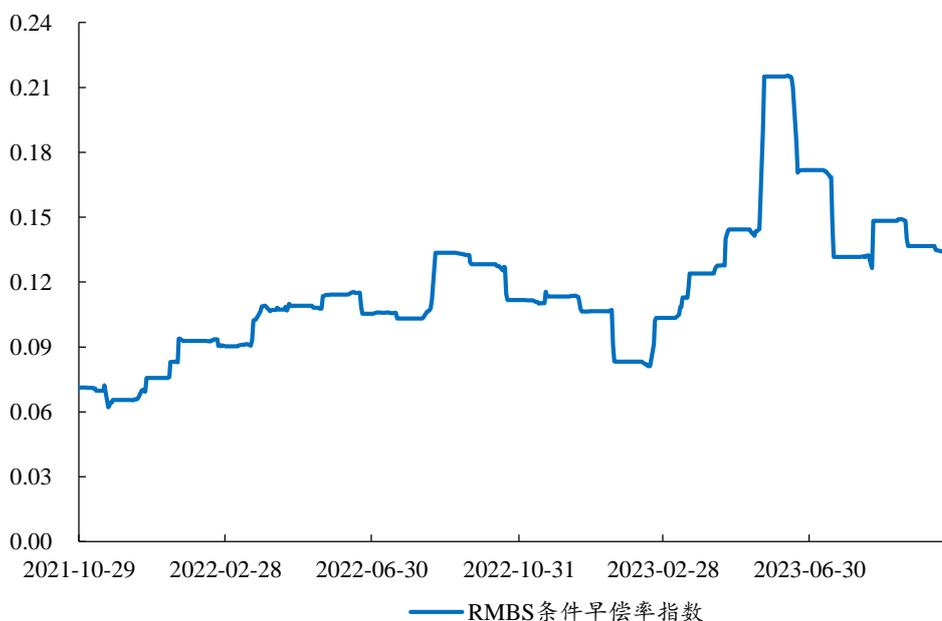
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：10 月 19 城二手房成交面积维持高位



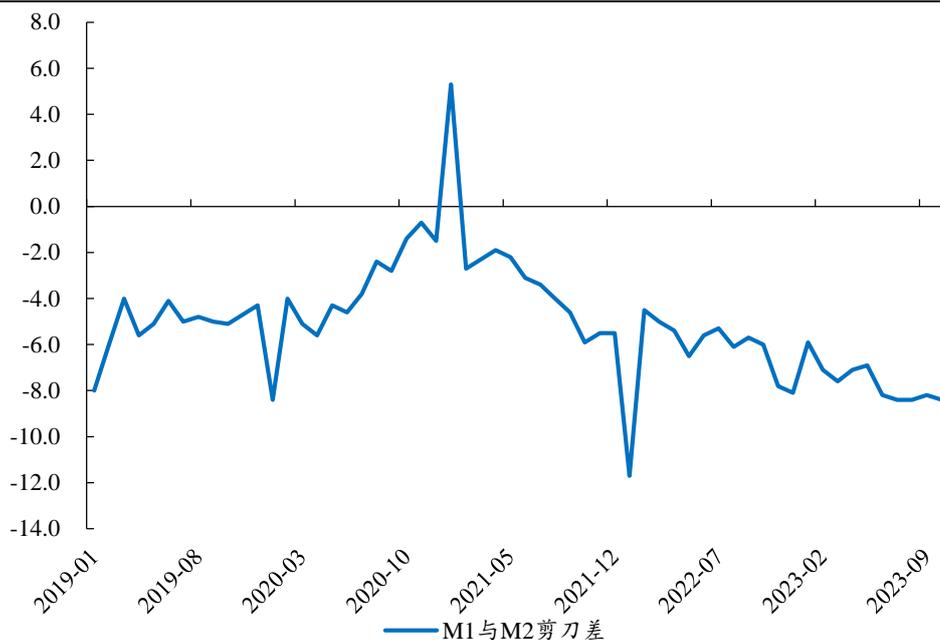
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：10 月 RMBS 早偿率进一步回落（单位：点）



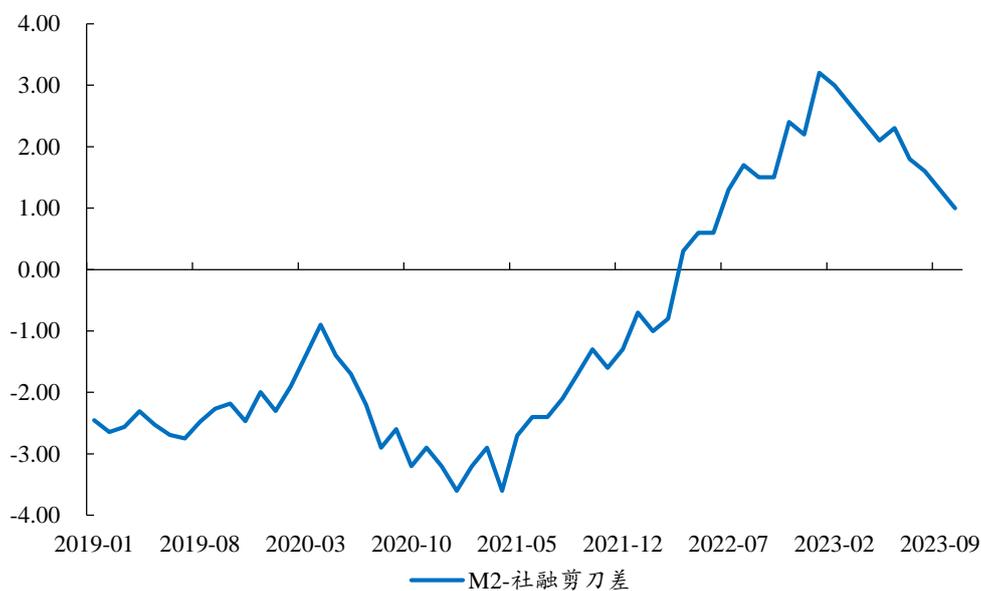
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5: M1 与 M2 剪刀差再次走阔 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 6: M2 与社融剪刀差持续收窄 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn