

10月金融数据点评：财政接棒“稳增长”，后续政策呵护仍有必要



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004

投资要点：

政府债发力支撑社融增速。10月新增社融1.85万亿，同比多增9366亿，受去年同期基数偏低影响，社融存量增速提升至9.3%。结构上看，政府债发力是当月社融的主要拉动项。10月当月已披露发行特殊再融资规模超1.1万亿，或与平稳利率债供给有关，是与四季度增发万亿国债错峰发行的体现。往前看，1-10月累计完成专项债全年下达限额进度达97%，年内新增专项债已基本发行完毕。预计再融资发行高峰过后，万亿增发国债将在年内对社融继续提供支撑。

信贷同比多增，但票据冲量明显。金融机构当月新增人民币贷款7384亿，同比多增1058亿。结构上较上月有所变化，①居民部门贷款当月新增-346亿，受前期银行在季末冲量发放的短贷大规模到期拖累，同比少增166亿；②企业部门贷款当月新增5163亿，同比多增537亿，主要系票据冲量贡献。或更多指向10月信贷需求边际回落，但供给端仍然较为积极，票据补位现象重现，经济内生需求的恢复仍有波动。

M1增速回落，M2增速持平。①M1方面，M0和企业活存增速下滑，拖累M1增速回落至1.9%；或与地产销售整体仍在低位，以及企业投资、经营预期仍然低迷有关。②M2方面，一是财政存款在当月政府债发行高增的背景下明显回流；二是企业和居民存款当月分别同比少减3048亿和多减1266亿，前者是去年同期基数偏低；后者则是高基数与信贷需求边际转弱的共同影响，二者共同指向财政存款向企业和居民存款的转换仍然偏慢。造成M2增速环比企稳，维持在10.3%。

后续万亿国债增发或带动基建融资需求回升，助力社融总量和结构双双改善。往前看，总量上，四季度万亿元国债增发落地将继续为社融提供有效支撑，社融总量年内修复动能有望延续。结构上，年内5000亿增发国债转移支付到地方，用于支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，有望带动基建领域融资需求回暖，边际优化信贷结构。但总体而言，后续仍需政策端的呵护，社融结构改善的持续性才具备行稳致远的基础。

风险提示：地缘政治冲突超预期；海外流动性紧缩超预期；国内房地产市场回落超预期；国内财政政策货币政策稳增长不及预期。

相关报告

10月出口数据波动，进口超预期改善

2023.11.13

10月通胀数据点评：价格修复阶段性放缓

2023.11.10

10月美国非农点评：就业放缓不仅限于罢工影响

2023.11.09

目 录

1. 社融：政府债发力带动总量持续改善	4
1.1 政府债助力社融延续偏强态势	4
1.2 结构上政府债融资放量仍是主因	4
2. 信贷：信贷需求边际回落，票据冲量有所发力	7
2.1 企业部门：季末冲量后，融资需求边际回落	8
2.2 居民部门：中长贷延续多增，短贷边际转弱	9
3. M1 增速回落、M2 增速持平，剪刀差再度走阔	10
3.1 企业活存续降，剪刀差走阔	10
3.2 财政接棒“稳增长”，后续政策呵护仍有必要	12
4. 风险提示	12

图目录

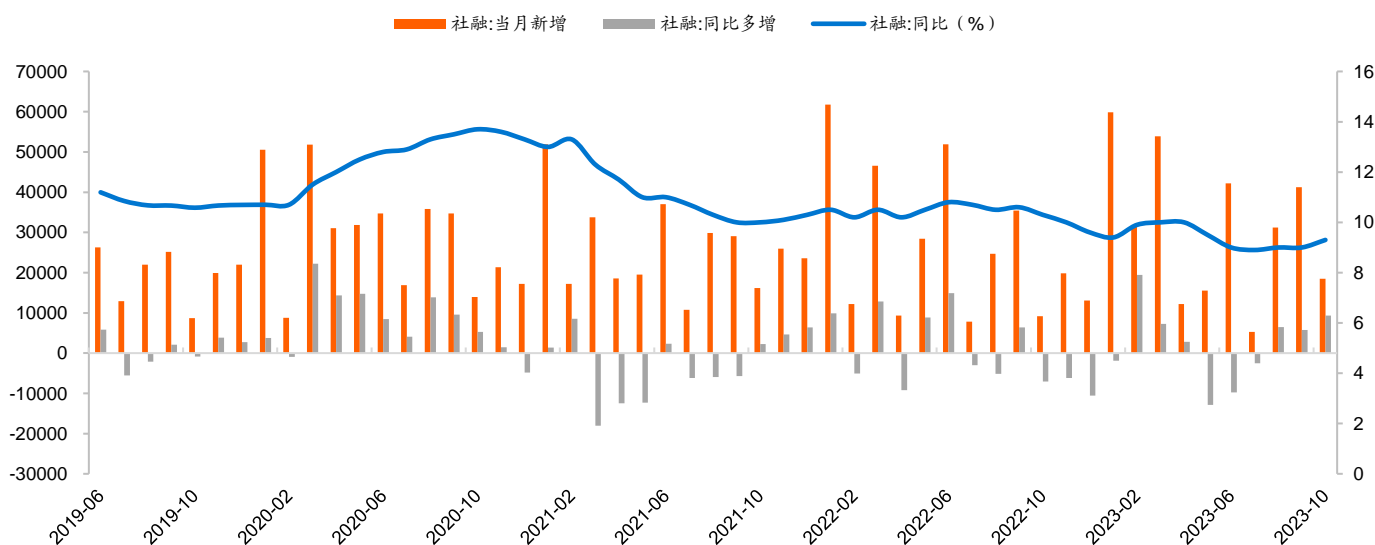
图 1	社融总量同比多增，延续偏强态势（亿元）	4
图 2	政府债仍是社融当月新增的主要贡献（亿元）	5
图 3	年内专项债基本发行完毕（亿元）	6
图 4	10 月票据贴现利率持续走低	6
图 5	10 月城投债收益率较 9 月末有所抬升（%）	7
图 6	10 月新增人民币贷款同比多增（亿元）	7
图 7	结构上票据冲量现象显著（亿元）	8
图 8	企业部门中长期贷款同比少增（亿元）	8
图 9	企业部门短期贷款同比多增（亿元）	8
图 10	10 月制造业 PMI 再度回到荣枯线以下，主要分项大多回落	9
图 11	10 月 30 大中城市商品房销售同比增速较显著收窄，一、二、三线城市同比增速均有所回升（%）	10
图 12	居民部门中长期贷款同比多增（亿元）	10
图 13	居民部门短期贷款同比少增（亿元）	10
图 14	M1、M2 剪刀差再度走阔（%）	11
图 15	财政、企业存款同比多增，居民存款同比少增（亿元）	11
图 16	M0 增速回落、企业活存续降，拖累 M1 增速（%）	11

1. 社融：政府债发力带动总量持续改善

1.1 政府债助力社融延续偏强态势

政府债发力支撑社融增速。10月新增社融1.85万亿，同比多增9366亿，受去年同期基数偏低影响，社融存量增速提升0.3个百分点至9.3%。结构上看，政府债发力是当月社融的主要拉动项。我们在前期报告《信贷结构改善，增量政策出台仍有必要》中曾提出，后续政策执行的累计效果可能仍会逐步体现，社融的波动性或持续减弱，总量层面短期有望延续多增。10月以来再融资债券加速发行，以及万亿国债政策的加码均有助于社融总量层面保持较强态势。

图1 社融总量同比多增，延续偏强态势（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

1.2 结构上政府债融资放量仍是主因

地方政府宽信用带动政府债持续发力。政府债券当月新增1.56万亿，同比多增1.28万亿，带动社融持续改善。我们理解结构上两点需要注意：一是专项债同比少增。10月新增专项债2184亿，同比少增2215亿，主要受基数偏高影响。去年同期5000亿元的专项债结存限额在10月份底基本发行完毕，形成较高基数。二是，特殊再融资发行节奏快、规模大。10月当月已披露发行特殊再融资规模超1.1万亿，或与平稳利率债供给有关，是与四季度增发万亿国债错峰发行的体现。往前看，1-10月累计完成专项债全年下达限额进度达97%，年内新增专项债已基本发行完毕。预计再融资发行高峰过后，万亿增发国债将在年内对社融继续提供支撑。

人民币贷款季末波动性减弱。10月社融口径新增人民币贷款4837亿，同比多增406亿。我们理解可能有两点原因：一是去年同期疫情散发扰动下基数偏低；二是季末冲量的“透支”效应较三季度初边际改善。8月中旬央行召开电视会议，提出要保持贷款平稳增长节奏，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。央行可能适度引导了信贷供给节奏。

外币贷款由负转正。外币贷款当月新增152亿，结束6个月负增长，同比多增876亿，是当月社融第二大支撑项；一方面是去年基数较低。去年同期人民币汇率调整、进口增速回落、美联储流动性紧缩，均不利于外币贷款；另一方面进口增速回暖、美联储加息预期渐弱推动外币贷款持续多增。一是10月国内进口增速由负转正；二是10月美

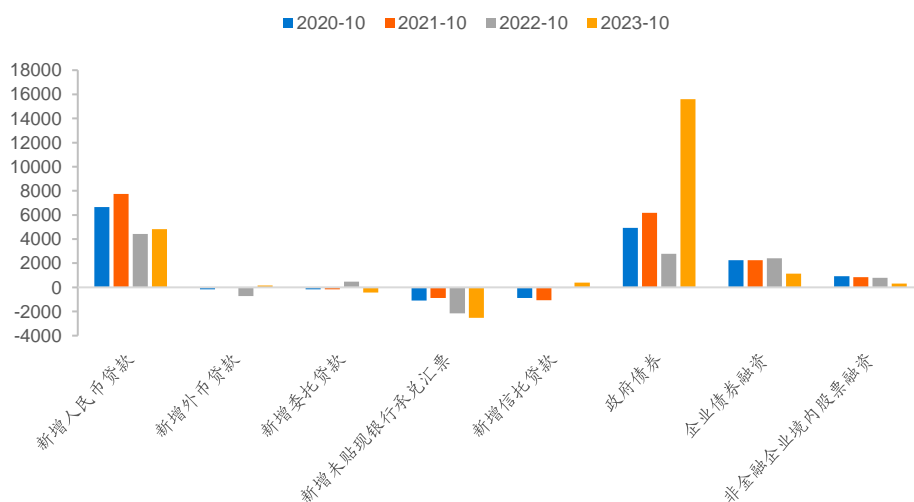
国非农就业数据降温。前者指向进口付汇需求提升，后者指向美联储货币政策进一步收紧预期减弱，二者均支撑外币需求持续回升。

未贴现银行承兑汇票同比再度转负。表外未贴现银行承兑汇票当月新增-2536 亿，同比多减 380 亿。一是票据整体供给规模持续偏低。表内外票据当月合计新增 640 亿，环比少增 257 亿，一方面是票据新规下，票据风险管控进一步趋严；另一方面是经济动能环比回落，二者均影响票据供给的绝对规模；二是季末信贷冲量后，信贷融资需求边际回落，月内票据贴现和同业存单利差再度走低，表内票据融资规模回升，冲量现象亦较为显著。

企业债融资同比转为少增。企业债券当月新增 1144 亿，同比少增-1269 亿，结束连续四个月的同比正增长。或指向 10 月以来再融资债券大规模密集发行，利率债供给放量对信用债的需求形成了一定的挤出效应。往前看，一方面四季度仍有万亿国债增发，利率债的供给高峰或将延续；但另一方面，考虑到去年 11 月与 12 月企业债基数较低；预计年末企业债融资对社融的拖累将边际缓解。

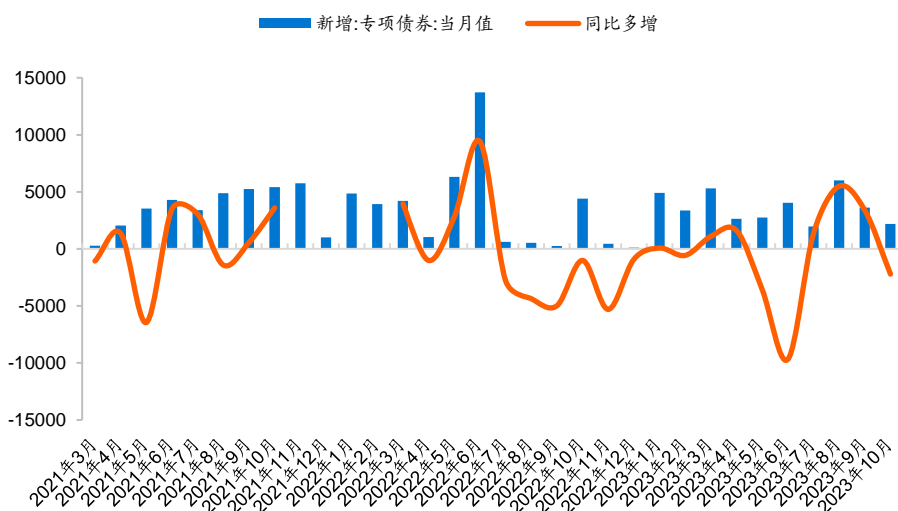
委托贷款、股票融资持续放缓。委托贷款当月新增-429 亿，同比少增-899 亿；非金融企业股票融资当月新增 321 亿，同比少增 467 亿。前者仍然受到基数偏高影响。去年同期政策性开发性金融工具“余热”仍在，委托贷款呈现多增造成了较高基数。后者则继续指向监管政策趋严下，股票融资持续收紧。

图2 政府债仍是社融当月新增的主要贡献（亿元）



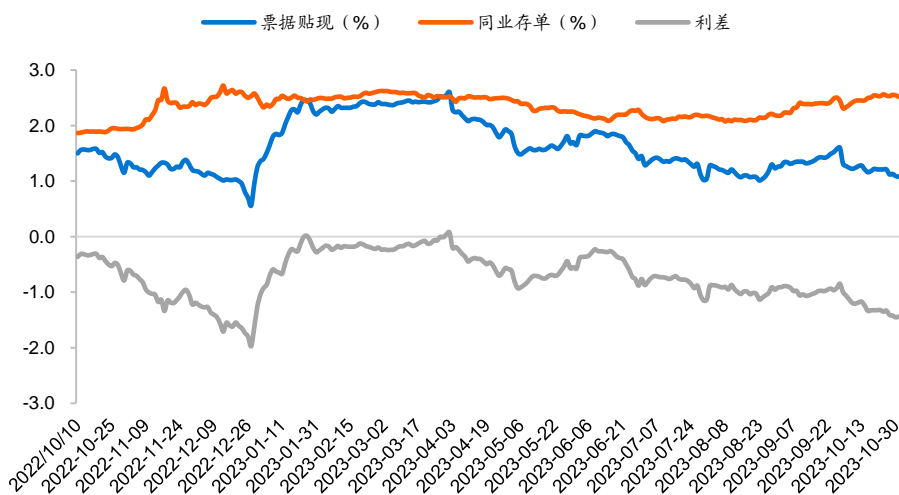
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 年内专项债基本发行完毕（亿元）



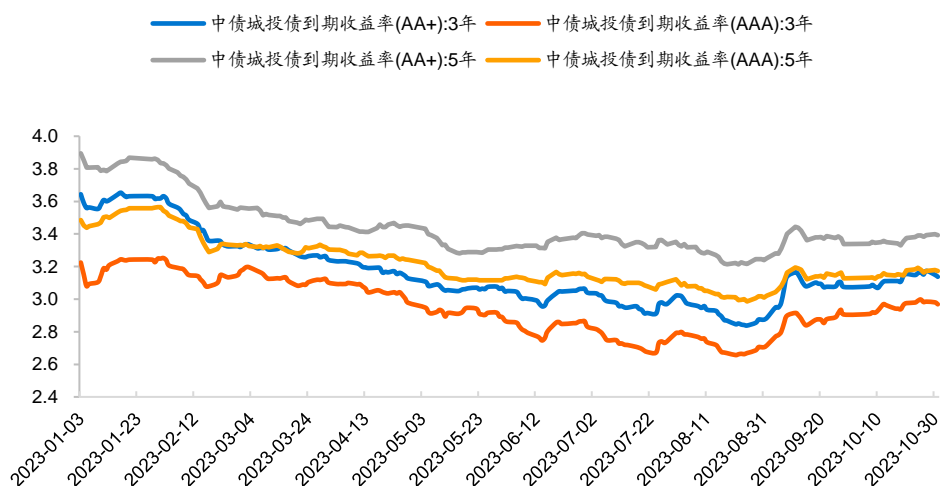
资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 10月票据贴现利率持续走低



资料来源：Wind，联储证券研究院

图5 10月城投债收益率较9月末有所抬升(%)

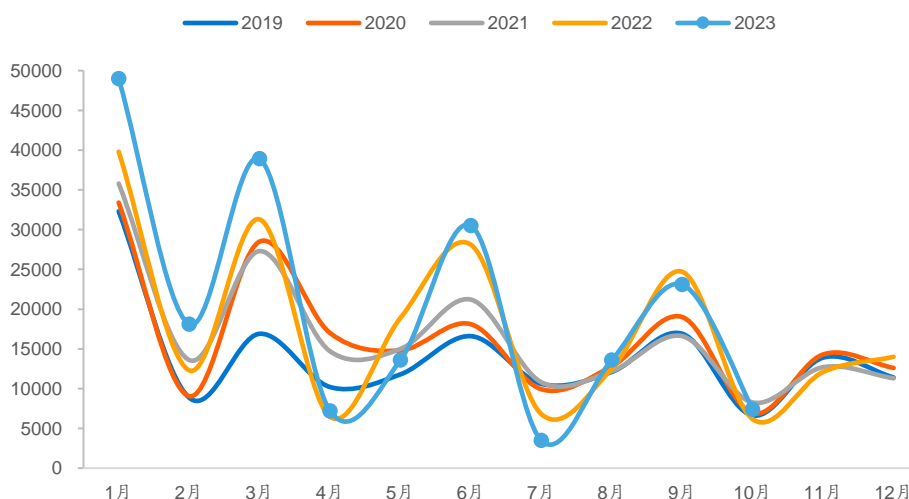


资料来源: Wind, 联储证券研究院

2. 信贷：信贷需求边际回落，票据冲量有所发力

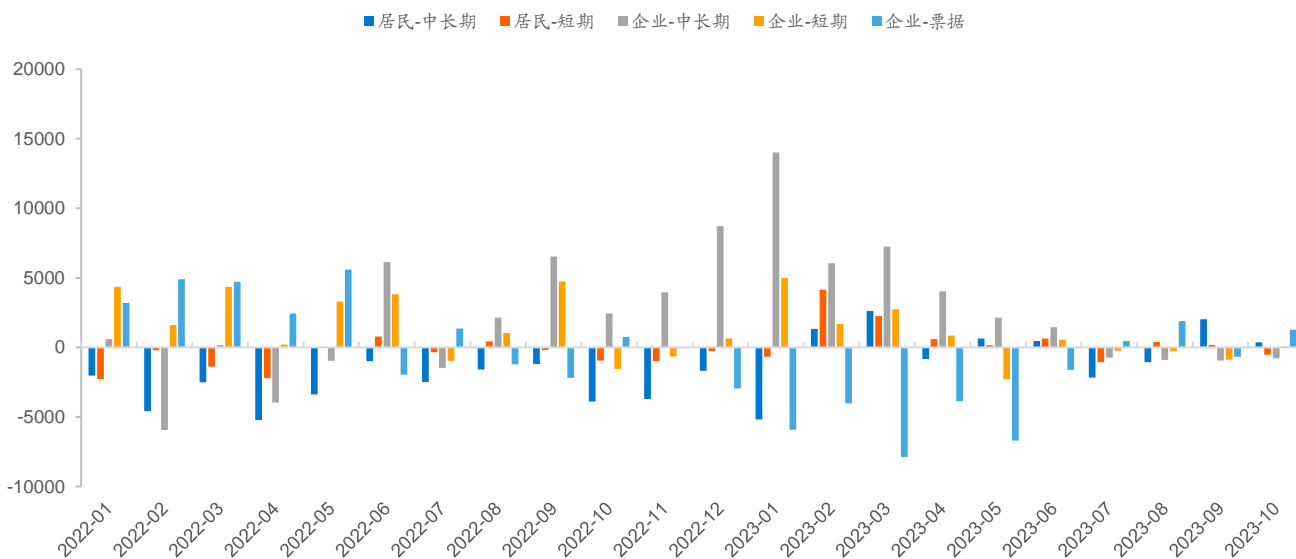
信贷同比多增，但票据冲量明显。金融机构当月新增人民币贷款 7384 亿，同比多增 1058 亿。结构上较上月有所变化，①居民部门贷款当月新增-346 亿，受短期贷款拖累，同比少增 166 亿；②企业部门贷款当月新增 5163 万亿，同比多增 537 亿，主要系票据冲量贡献。或更多指向 10 月信贷需求边际回落，但供给端仍然较为积极，票据补位现象重现，经济内生需求的恢复仍有波动。

图6 10月新增人民币贷款同比多增(亿元)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图7 结构上票据冲量现象显著 (亿元)



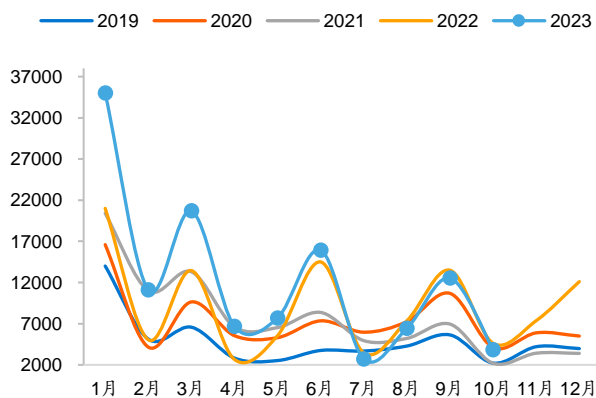
资料来源：Wind，联储证券研究院

2.1 企业部门：季末冲量后，融资需求边际回落

企业短贷同比多增，主因基数偏低。企业部门短期贷款当月新增1770亿，同比多增73亿，一是前期银行在季末冲量发放的短期贷款大规模到期，造成当月少增；二是在央行818会议引导下，信贷波动性降低，虽然季末冲量后信贷融资需求边际回落，但需求修正幅度相对去年偏低，造成同比多增。

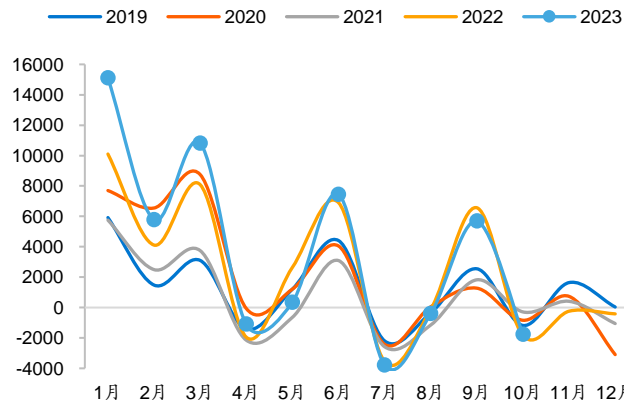
企业中长贷同比少增。企业中长期贷款当月新增3828亿，同比少增795亿，连续第四个月同比少增。一是基数偏高。去年同期设备更新再贷款的落地以及专项债结存限额发行带动的基建融资需求继续提升；二是制造业景气重回收缩区间。10月制造业PMI各分项数据大多转弱，供需同步回落，库存消化放缓。企业中长贷去年四季度基数偏高，预计未来同比或仍将承压，但考虑到后续增发国债有望对基建形成拉动，企业中长贷环比或有望保持一定韧性。

图8 企业部门中长期贷款同比少增 (亿元)



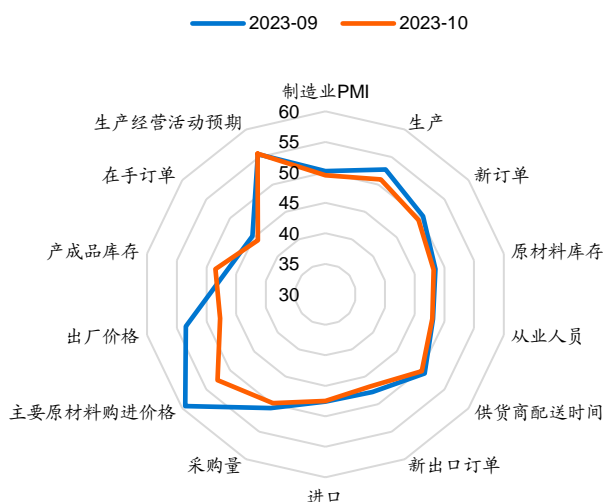
资料来源：Wind，联储证券研究院

图9 企业部门短期贷款同比多增 (亿元)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 10月制造业PMI再度回到荣枯线以下，主要分项大多回落



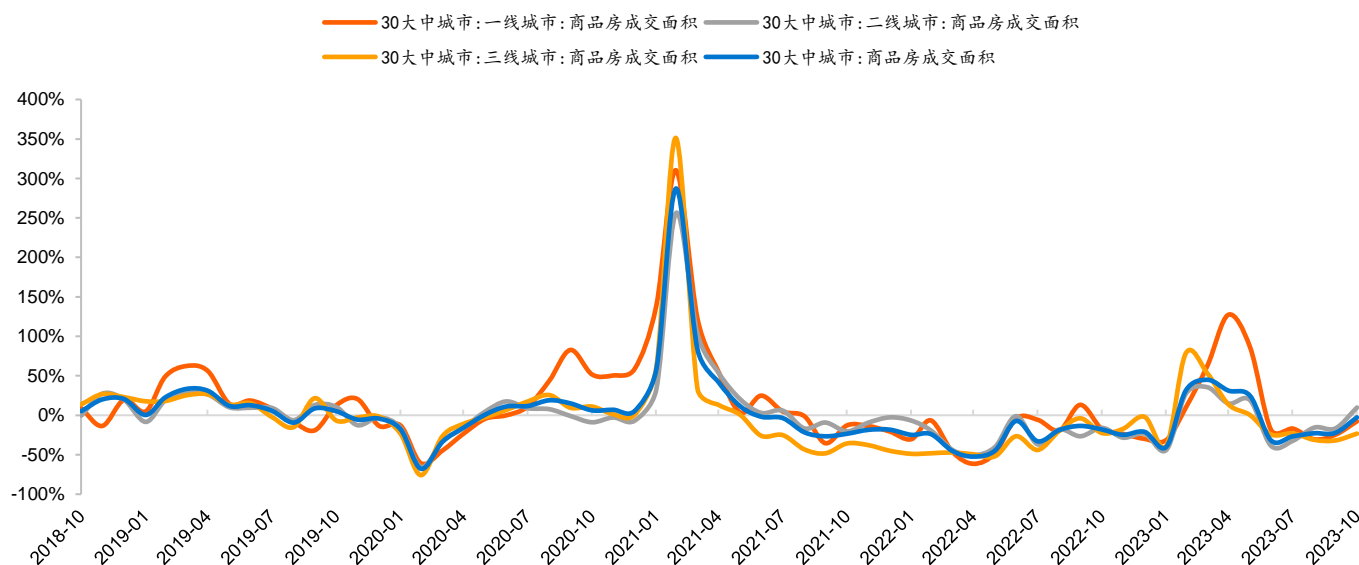
资料来源：Wind，联储证券研究院

2.2 居民部门：中长贷延续多增，短贷边际转弱

居民部门中长贷低基数下同比多增。居民部门中长期贷款当月新增707亿，同比多增375亿。一是受低基数效应影响。去年同期受到地产销售疲弱和提前还贷的扰动，形成较低基数；二是，地产销售或仍在改善但持续性存疑。从已经公布的数据来看，10月份30大中城市商品房销售同比增速较9月的-22.3%收窄至-2.6%。结构上，一、二、三线城市同比增速均有所回升，与居民中长贷多增交叉印证，或指向地产销售仍在改善；但往前看，央行在三季度金融统计数据发布会上披露，9月25日到10月1日实施的首周有98.5%符合条件的首套房贷利率完成下调，预计10月以来降低存量房贷利率工作已基本接近尾声，随着市场对地产调控反应逐步钝化，居民中长贷改善的持续性或受到影响。

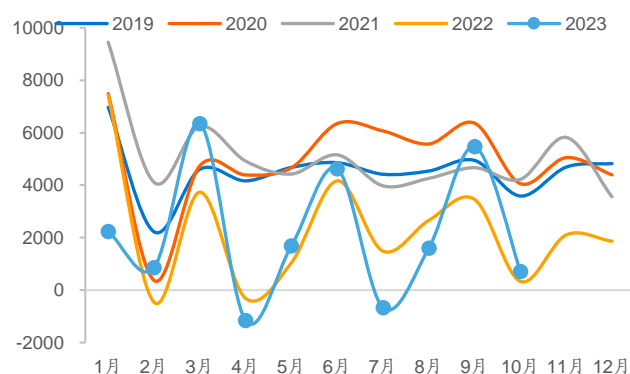
居民短贷由正转负。居民部门短期贷款当月新增-1053亿，同比多减541亿。在连续2个月多增后边际转弱。或指向10月受国庆、中秋双节假期影响，部分消费需求在节前提前释放，月内消费贷、信用卡贷需求边际回落，消费偿还较为显著。

图11 10月30大中城市商品房销售同比增速较显著收窄，一、二、三线城市同比增速均有所回升（%）



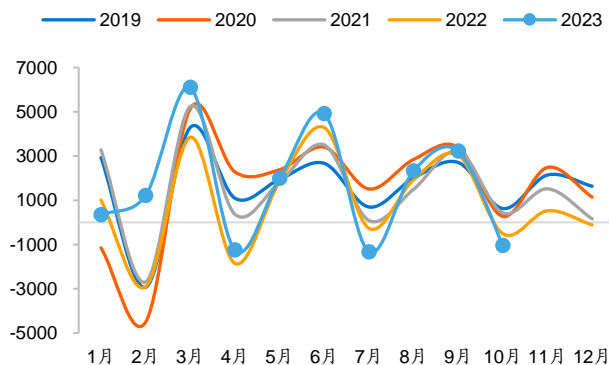
资料来源：Wind，联储证券研究院

图12 居民部门中长期贷款同比多增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 居民部门短期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

3. M1 增速回落、M2 增速持平，剪刀差再度走阔

3.1 企业活存续降，剪刀差走阔

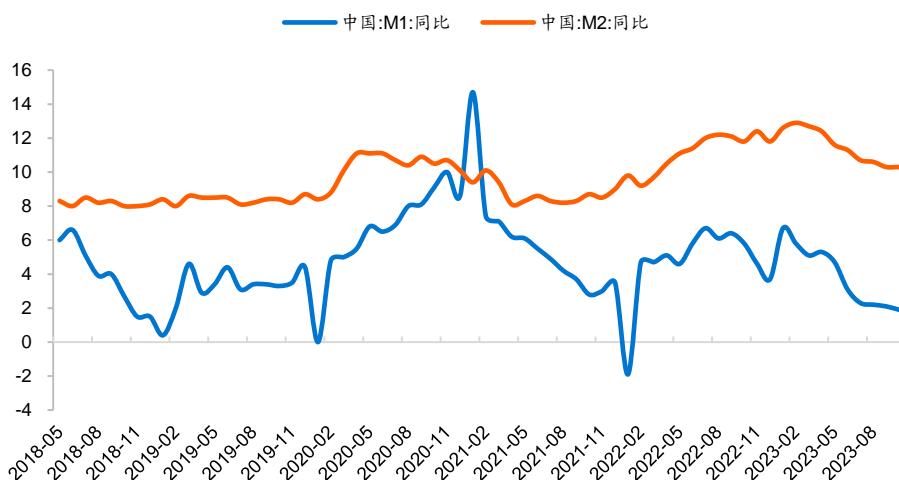
M0 和企业活存增速均下滑，带动 M1 增速继续回落。10月 M0、企业活存、M1 增速分别为 10.2%、0.4%和 1.9%；分别下滑 0.7、0.2、和 0.2 个百分点。或与地产销售边际改善但整体仍在低位，以及企业投资、经营预期仍然低迷有关。

财政存款释放未见明显提速，M2 增速持平。一是财政存款当月新增 1.37 万亿，同比多增 2300 亿；财政存款在当月政府债发行高增的背景下明显回流。二是企业和居民存款当月分别减少 8652 亿和 6369 亿，分别同比少减 3048 亿和多减 1266 亿，前者少减更多是去年同期基数偏低；后者多减则是高基数与信贷需求边际转弱的共同影响，二者共同指向财政存款向企业和居民存款的转换仍然偏慢。M2 增速环比企稳，维持在 10.3%。

M1、M2 剪刀差再度走阔至-8.4%。前期报告指出，9月剪刀差边际小幅收窄，可能更多是贷款增速下滑和财政支出力度的边际减小，以及理财产品赎回现象边际缓解共同作用的结果，指向实体经济活力偏弱的情况仍然没有显著改善，货币流通速度较慢，资

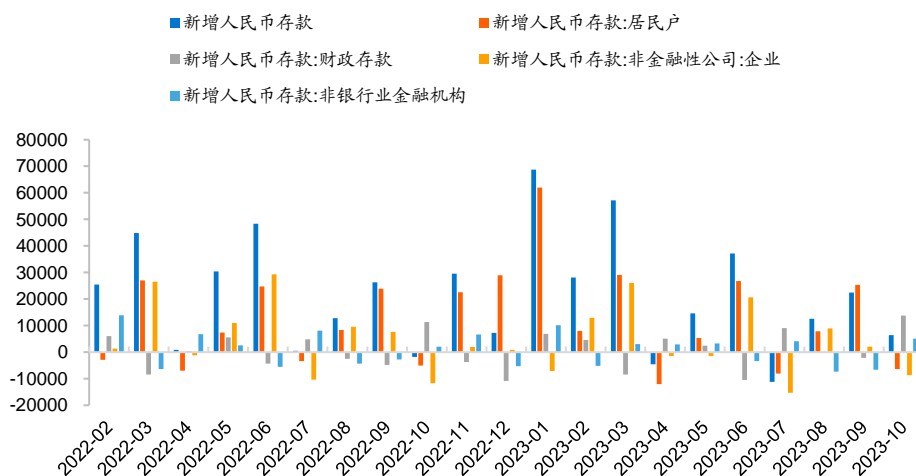
金仍淤积在金融体系内。本月剪刀差再度走阔印证了我们前期观点，仍然指向当前资金活化程度较低，实体经营活力有待修复。

图14 M1、M2 剪刀差再度走阔 (%)



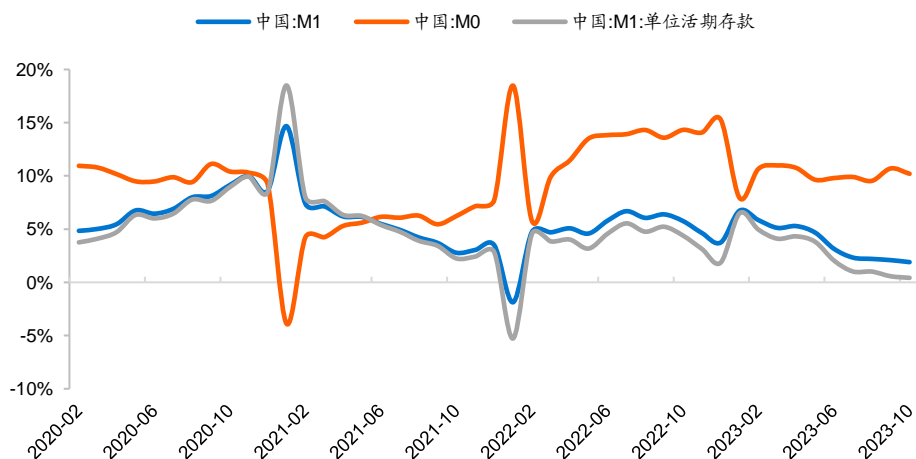
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图15 财政、企业存款同比多增，居民存款同比少增 (亿元)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图16 M0 增速回落、企业活存续降，拖累 M1 增速 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

3.2 财政接棒“稳增长”，后续政策呵护仍有必要

后续万亿国债增发或带动基建融资需求回升，助力社融总量和结构双双改善。一方面总量上，10月特殊再融资债密集发行，财政政策接棒“稳增长”，助力社融总量波动性降低，持续改善。但另一方面结构上，在季末冲量后，信贷结构季节性转弱，居民部门贷款再次出现净偿还现象；企业贷款多增则更多是在供给端带动下，票据补位冲量所致；此外，M1、M2剪刀差也再度走阔，均指向经济内生需求的恢复仍有波动。往前看，总量上，四季度万亿元国债增发落地将继续为社融提供有效支撑，社融总量年内修复动能有望延续。结构上，年内5000亿增发国债转移支付到地方，用于支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，有望带动基建融资需求回暖，边际优化信贷结构。但总体而言，后续仍需政策端的呵护，社融结构改善的持续性才具备行稳致远的基础。

4. 风险提示

地缘政治冲突超预期；海外流动性紧缩超预期；国内房地产市场回落超预期；国内财政政策货币政策稳增长不及预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000