

政府债加快发行 社融如期改善

——2023年10月金融数据点评

10月我国新增社融1.85万亿（预期1.83万亿），较去年同期多增9,108亿；新增人民币贷款7,384亿（预期6,412亿），较去年同期多增1,058亿；M2同比增长10.30%（预期10.45%）。

一、信贷：居民好于企业

10月新增人民币贷款7,384亿，达历史同期次高，但非银贷款高于往年是主因，投向实体经济仅4,837亿，弱于季节性。

房地产组合政策落地推动二手房交易回暖，居民中长贷连续两个月同比多增。10月居民中长贷新增707亿，同比多增375亿。国庆假期错位叠加跨季冲高回落，居民短贷减少1,053亿，同比多减541亿。

制造业景气度重回收缩区间、价格指数低迷预示企业贷款需求疲弱。非金融企业贷款新增5,163亿，其中，中长贷当月新增3,828亿，同比少增795亿；短贷减少1,770亿，同比少减73亿。表内信贷需求弱凸显跷跷板效应，票据融资再现“量增价跌”。10月票据净融资3,176亿，同比多增1,271亿；国股行半年直贴利率1.32%，环比再降19bp。

二、社融：政府债如期支撑

10月新增社融1.85万亿，社融存量同比增速回升至9.3%。政府债是主要支撑项，企业债和非标融资有所拖累。

一是特殊再融资债发行主导社融增速回升。10月新增政府债融资1.56万亿，同比多增1.28万亿，其中特殊再融资债净融资1.01万亿。

二是由于特殊再融资债部分用以解决城投平台化债或偿还拖欠企业的账款，对企业债需求形成一定替代。10月企业债券融资增加1,144亿，同比少增1,269亿。

三是企业结算往来较冷清叠加票据贴现转表内，未贴现规模同比多减；去年政策性金融工具推动委托贷款高增，基数效应下本月同比减少。非标融资当月减少2,572亿，同比多减825亿。其中，未贴现银行承兑汇票减少2,536亿，同比多减380亿；委托贷款减少429亿，同比多减899亿；信托贷款增加393亿，同比多增454亿。

三、货币：M1增速继续回落

M2同比增速维持10.3%，M1连续下滑6个月至1.9%，显示企业生产活跃度不高，资金沉淀在定期存款。10月企业存款减少8,652亿，同比少减3,048亿。受二手房边际转暖同时理财回流的影响，居民存款减少6,369亿，同比多减1,266亿。另外，政府债券融资放量叠加缴税加快财政资金回笼，10月财政存款增加1.37万亿，同比多增2,300亿。

四、债市影响：短端下行，长端震荡

10月初资金面延续宽松，中旬以来，受税期及政府债大量发行的影响，资金面整体收敛，银行类金融机构融出余额下滑，市场资金价格持续位于政策利率上方，同业存单利率持续上行。债券方面，利率债收益率曲线上移，1y国债和国开债收于2.21%和2.37%，较上月上行5-15bp；10y国债和国开债收于2.69%和2.74%，较上月上行3bp。

金融数据显示，特殊再融资债拉动社融回升，基本符合预期，而实体信贷需求较疲弱反映经济仍处于触底修复阶段。从债市表现上看，长端利率主要针对经济增长定价，震荡幅度有限；而短端利率受资金面偏

收敛引发市场对货币政策想象的推动，仍呈现下行态势。展望后市，本月市场博弈的货币政策将逐步得到验证，短期或引发债市回调；但中期看，债市对经济预期的定价逻辑未变，或仍以震荡行情为主。

五、前瞻：广义流动性盈余料将收缩

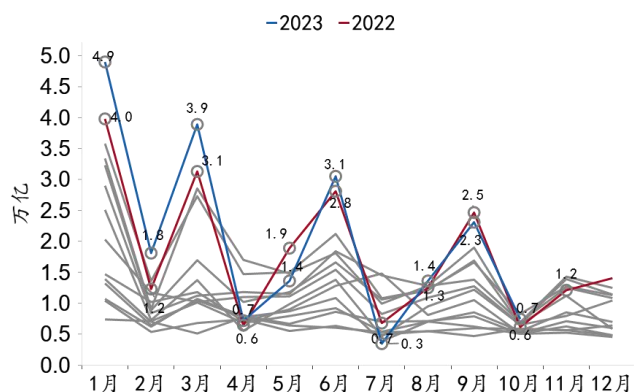
总体而言，在政策托举下，金融数据显示融资修复的两大特征：“居民优于企业”、“政府部门强于私人部门”。前瞻来看，社融增速大概率继续抬升，M2增速或维持稳定，广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）料将收缩。一是未来两月仍有约2万亿政府债待发行，预计拉动社融增速上升至9.7%左右；二是下半年政府密集加杠杆，终将撬动基建投资，刺激企业生产经营活力和融资需求，同时房地产政策红利继续释放，压制居民存款增速。

（作者：谭卓 张巧栩 牛梦琦 郑箐）

附录

图1：10月信贷新增7,384亿

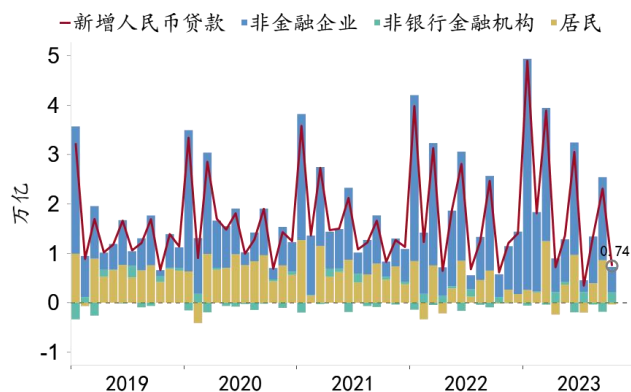
信贷的季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图2：人民币贷款达当月历史次高，受非银贷款拉动

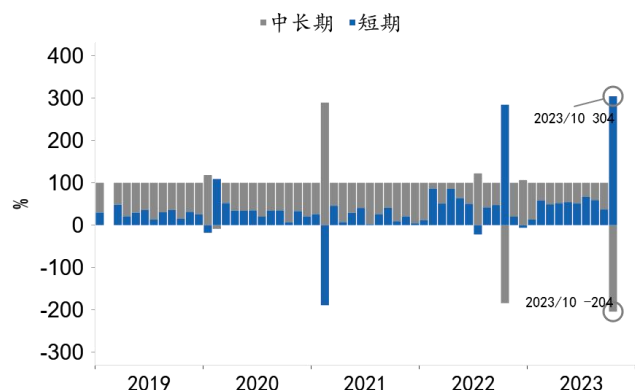
新增人民币贷款及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图3：新增居民贷款构成占比

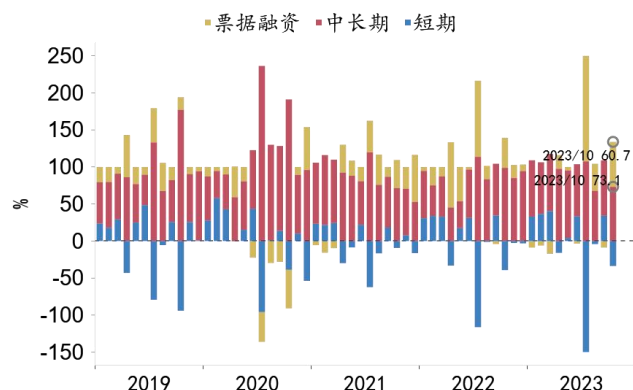
新增居民部门贷款构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图4：新增非金融企业贷款构成占比

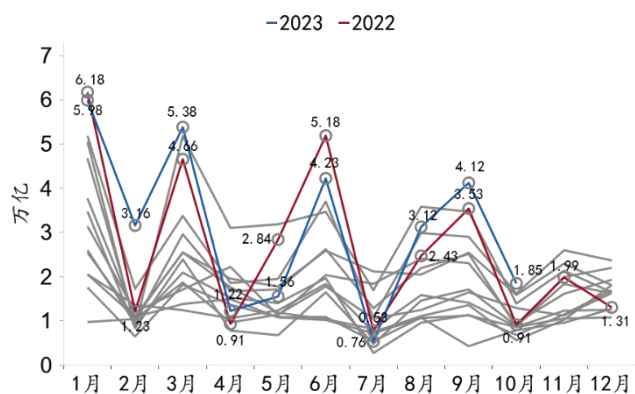
新增非金融企业部门贷款构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图5：10月新增社融与市场预期基本一致

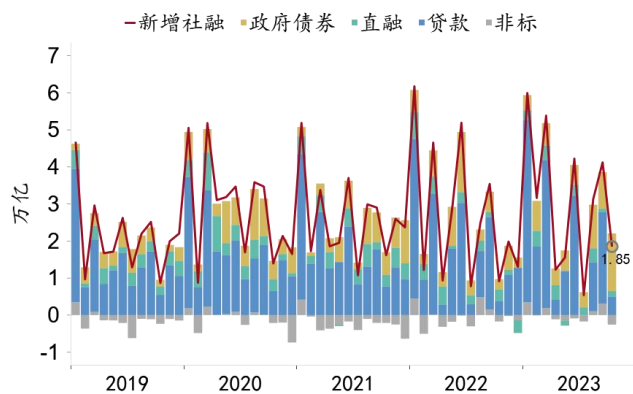
新增社融的季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图6：特殊再融资债发行拉动新增社融

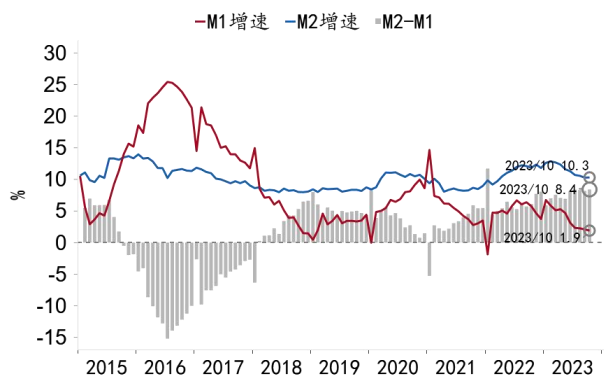
新增社融及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图7：M1连续6个月下行至1.9%

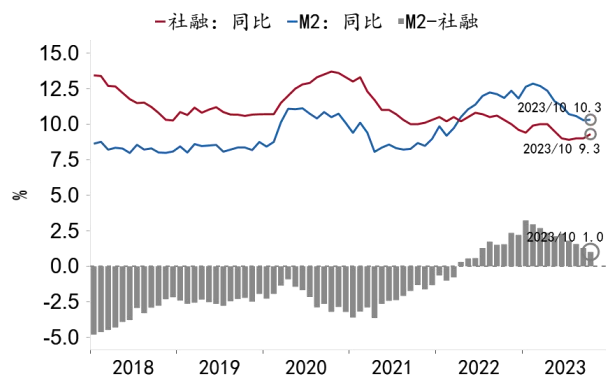
中国M2-M1增速剪刀差



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图8：广义流动性盈余收缩至1.0pct

社融存量与M2存量增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院