

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话：86-10-81152627

相关研究

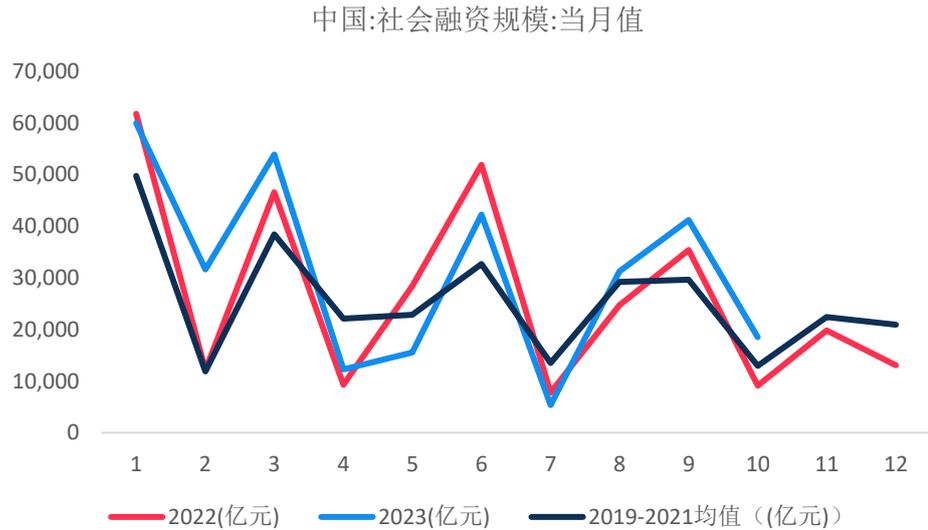
- 宏观经济周报：国内股债反弹进入后期
- 9月经济数据点评：经济温和修复，消费改善明显
- 9月外贸数据点评：出口延续改善，“量”好于“价”

- **财政托举社融。**10月社会融资好于季节性，融资规模增量为1.85万亿元，同比多增9108亿元。社融存量同比增速也小幅反弹，10月同比为9.3%，较前值增加0.3个百分点。社融主要由财政托举，10月政府债券融资15600亿元，同比多增12809亿元。
- **政策左右结构。**10月社融的结构特征可能反映了政策的取向，一方面，财政发力维稳经济，同时严控新增债务，特别是地方融资平台的隐性债务，体现为政府债券与企业债券发行的一增一减；另一方面，为活跃资本市场而严控股权融资，9月和10月非金融企业境内股票融资量明显低于季节性水平。
- **票据拉高贷款。**新增人民币贷款与去年同期以及季节性水平相当，10月增加7384亿元，同比多增1058亿元，但剔除非银金融机构贷款之后，社融分项下的人民币贷款增量低于季节性水平。从新增人民币贷款结构来看，企业短贷好于长贷，居民长贷好于短贷，总体冲量特征较为明显：票据融资3176亿元，同比多增1271亿元。10月票据融资高于季节性水平，同时国股银行票据转贴利率在10月明显下行。
- **货币增速放缓，剪刀差扩大。**10月末，M2同比增长10.3%，与前值持平；M1同比增长1.9%，较前值下降0.2个百分点。M2与M1同比增速差为8.4%，较前值扩大0.2个百分点。人民币新增存款略高于季节性水平，其中，政府、非金融企业和非银金融机构存款同比分别多增2300、3048和3020亿元，居民户存款同比少增1266亿元。
- **后市展望。**二季度的社融明显下行，鉴于社融的滞后影响，年底的经济特别是制造业仍有转弱的可能性。在这种背景下，一定程度的股弱债强仍有可能。然而，市场对经济下行后政策发力的预期增强，另外，当前A股与美股背离拉大，而且市场在3000点左右有较为强大的博弈力量，这些因素可能导致股市指数下跌的幅度不大。债市的利好仍在，但挑战前低的可能性不大，有待降息操作的加持。此外，债市期限利差加大提供了博弈利差收窄的机会。
- **风险提示：**政策不及预期；海外扰动超预期。

1 财政托举社融

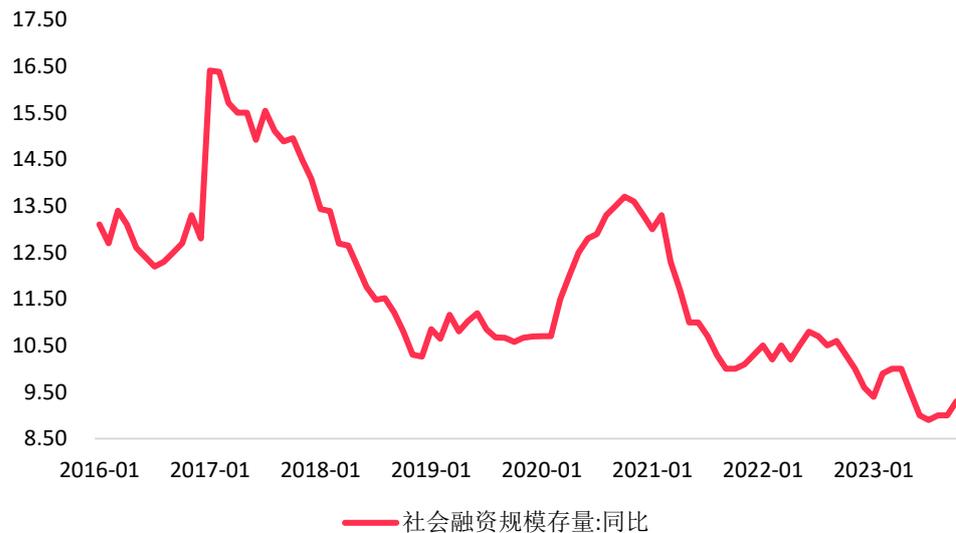
10月社会融资好于季节性，融资规模增量为1.85万亿元，同比多增9108亿元。社融存量同比增速也小幅反弹，10月同比为9.3%，较前值增加0.3个百分点。

图1：社会融资规模:当月值（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图2：社融存量同比增速（%）

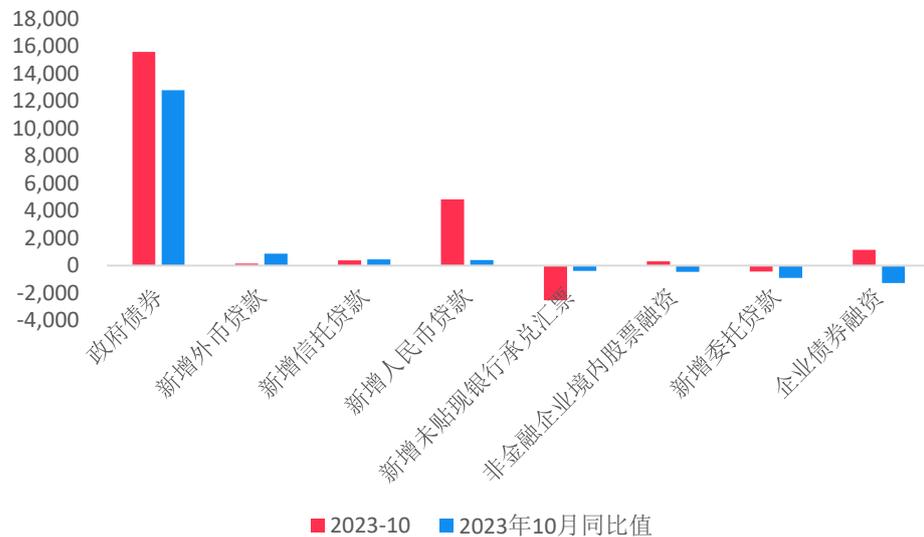


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

从社融分项来看，政府债券是托举社融的关键，企业债券融资则弱于季节性：

- (1) 社融口径新增人民币信贷 4837 亿元，同比多增 406 亿元；
- (2) 政府债券融资 15600 亿元，同比多增 12809 亿元；
- (3) 企业债券融资 1144 亿元，同比少增 1269 亿元；
- (4) 企业股票融资 321 亿元，同比少增 467 亿元；
- (5) 新增外币贷款 152 亿元，同比多增 876 亿元；
- (6) 非标融资-2572 亿元，同比多减 825 亿元，其中，新增信托贷款 393 亿元，同比多增 454 亿元，新增委托贷款-429 亿元，同比多减 899 亿元，新增未贴现银行承兑汇票-2536 亿元，同比多减 380 亿元。

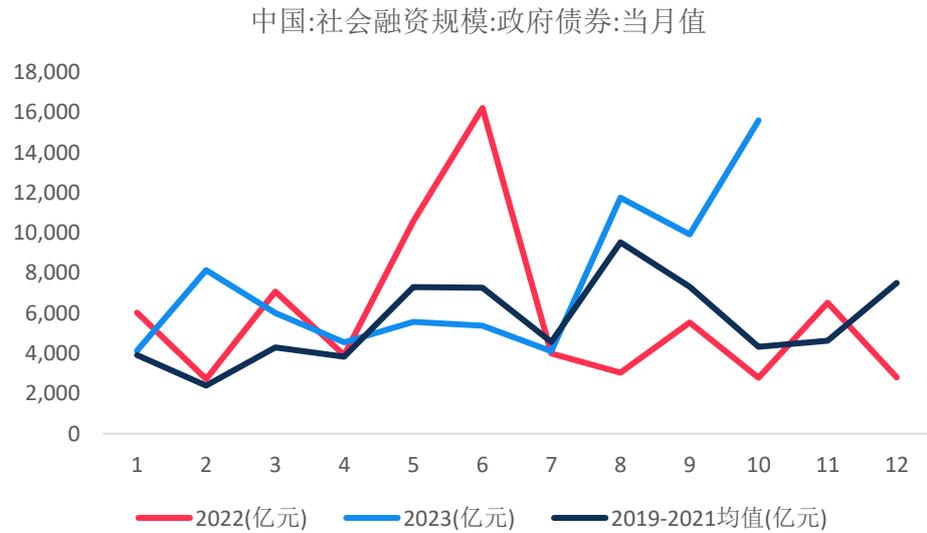
图 3：社融分项（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

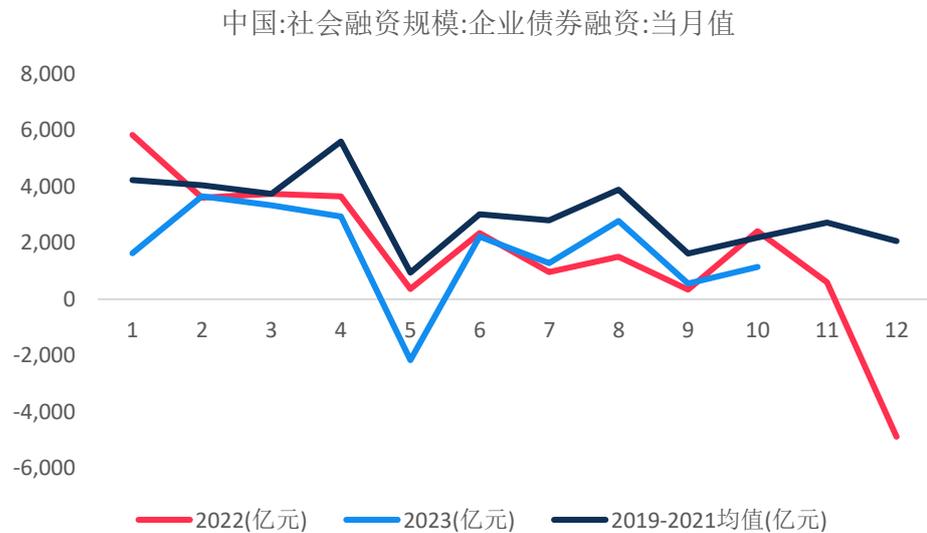
10 月社融的结构特征可能反映了政策的取向，一方面，财政发力托举经济，同时严控新增债务，体现为政府债券与企业债券发行融资的一增一减；另一方面，为活跃资本市场而严控股权融资，9 月和 10 月非金融企业境内股票融资量明显低于季节性水平。

图 4：政府债券加速发行（亿元）



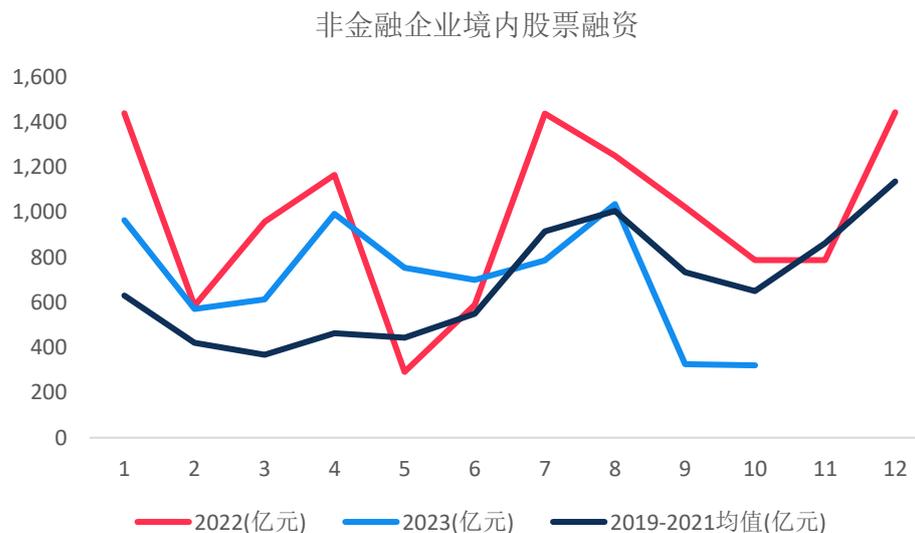
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 5：企业债券融资较弱（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6：股票融资较弱（亿元）

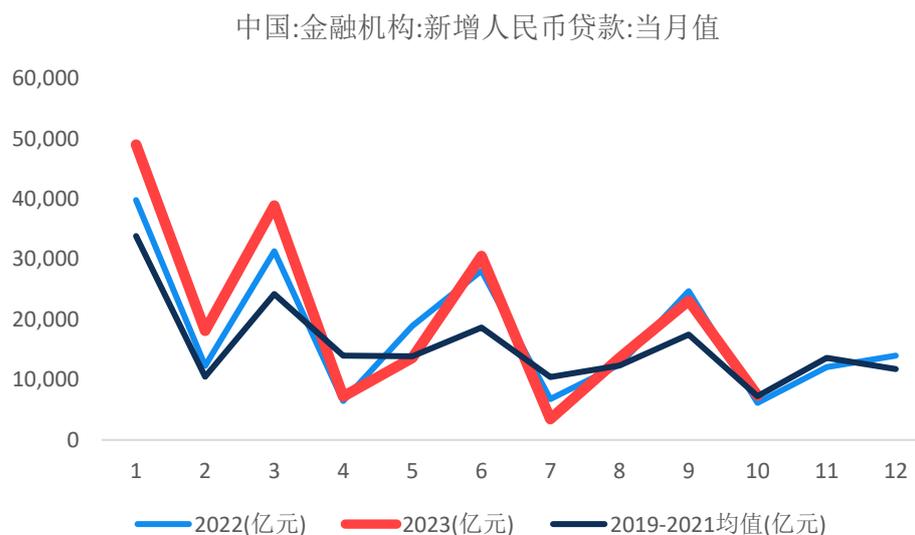


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 票据拉高贷款

10月新增人民币贷款与去年同期以及季节性水平相当，人民币贷款增加7384亿元，同比多增1058亿元，但剔除非银金融机构贷款之后，社融分项下的人民币贷款增量低于季节性水平。

图 7：新增人民币贷款（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

从新增人民币贷款结构来看，企业短贷好于长贷，居民长贷好于短贷，总体冲量特征较为明显：

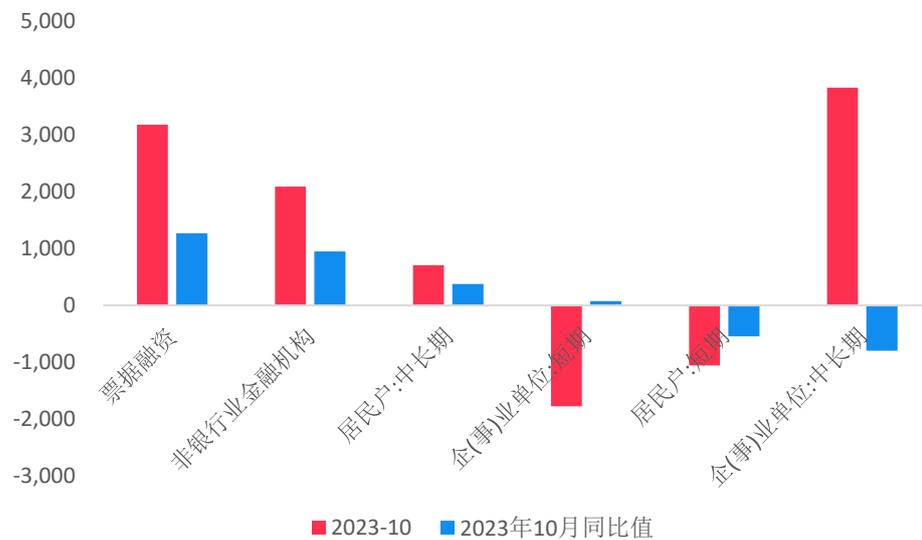
(1) 票据融资 3176 亿元，同比多增 1271 亿元。10 月票据融资高于季节性水平，同时国股银行票据转贴利率在 10 月下行。

(2) 企（事）业单位贷款 5163 亿元，同比多增 537 亿元。其中中长期贷款、短期贷款、票据融资分别为 3828 亿元、-1770 亿元，同比分别少增 795 亿元、少减 73 亿元。

(3) 居民贷款-346 亿元，同比多减 166 亿元。其中短期贷款、中长期贷款分别为 -1053 亿元和 707 亿元，同比分别多减 541 亿元和多增 375 亿元。

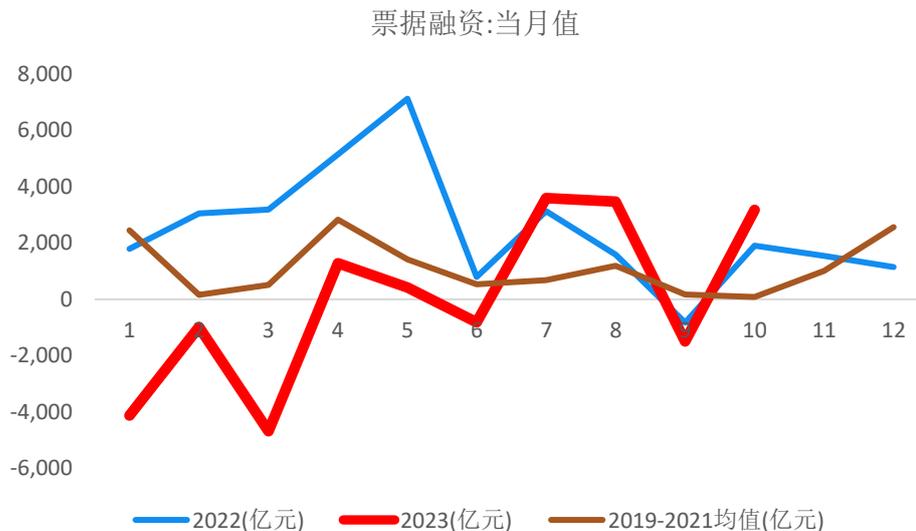
(4) 非银金融机构贷款新增 2088 亿元，同比多增 948 亿元。

图 8：新增人民币贷款分项（亿元）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 9：企(事)业单位：票据融资：当月值



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 10：国股银行票据转贴利率 10 月下行 (%)

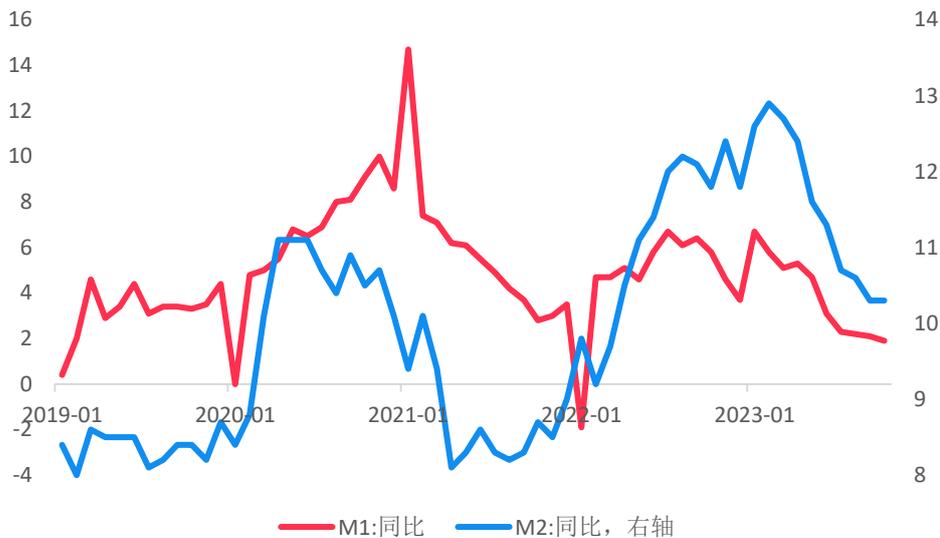


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 货币增速放缓，剪刀差扩大

10 月末，M2 同比增长 10.3%，与前值持平；M1 同比增长 1.9%，较前值下降 0.2 个百分点。M2 与 M1 同比增速差为 8.4%，较前值扩大 0.2 个百分点。

图 11: M1、M2 同比 (%)

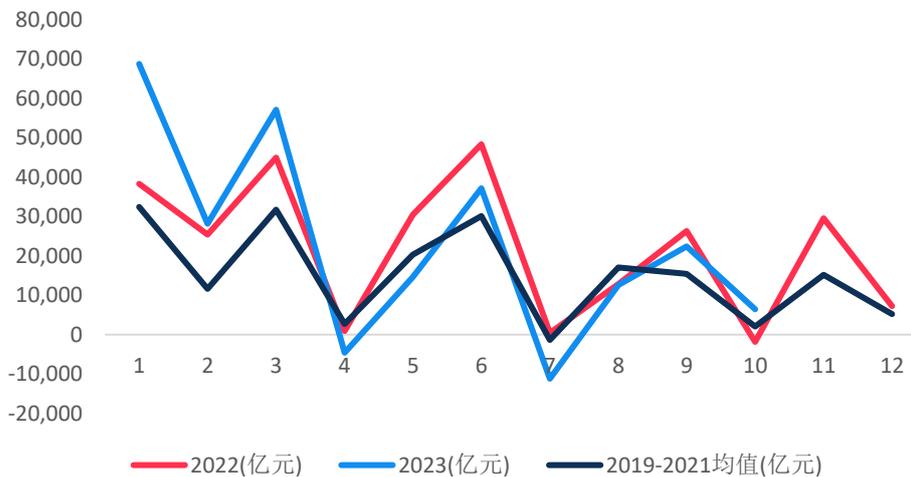


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

人民币新增存款略高于季节性水平, 其中, 政府、非金融企业和非银金融机构存款同比分别多增 2300、3048 和 3020 亿元, 居民户存款同比少增 1266 亿元。

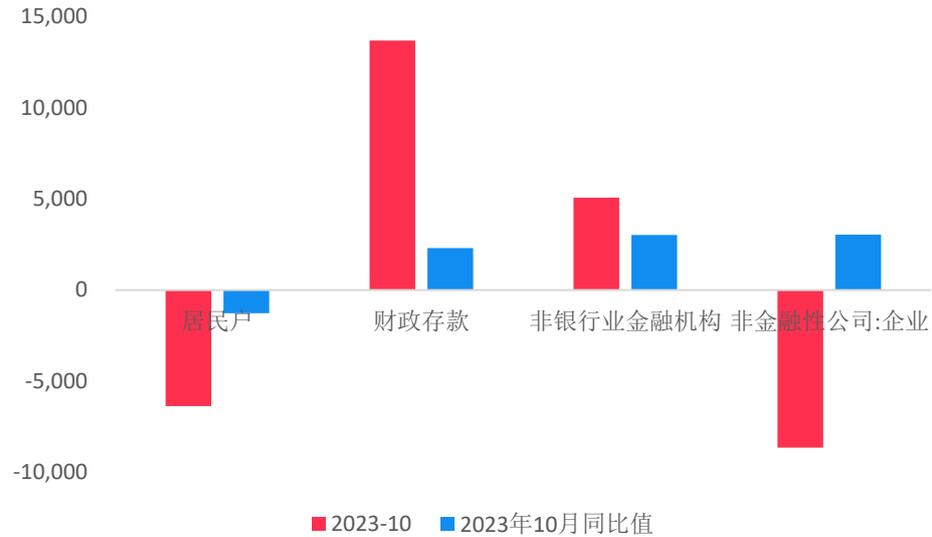
图 12: 新增存款 (亿元)

中国:金融机构:新增人民币存款:当月值



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 13: 当月新增存款和同比值 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

10月社融总量较好,但结构特征明显,特别是财政托举和贷款冲量的持续性有待进一步观察,因此10年国债活跃券收益率在短暂小幅上行后很快演绎利空出尽。

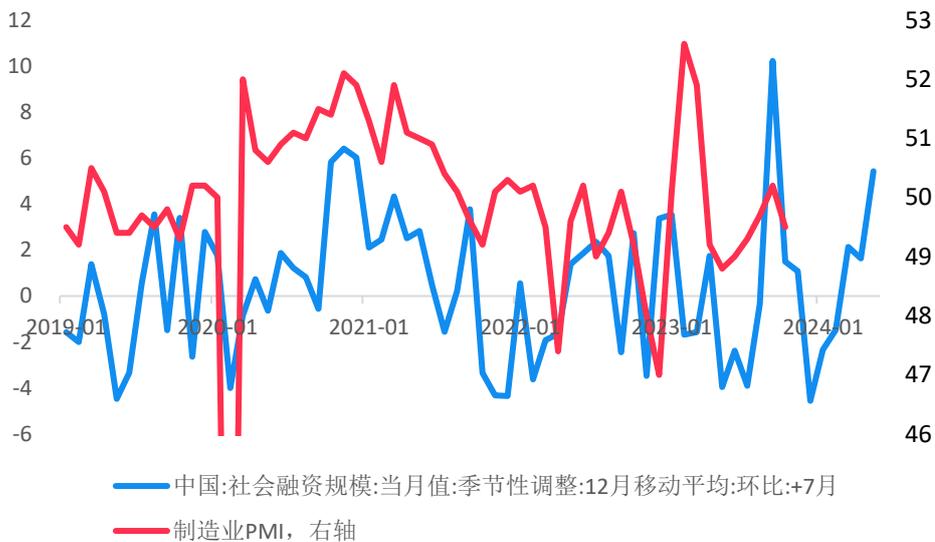
图 14: 10 年国债活跃券 2023 年 11 月 13 日走势



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

往后看,二季度的社融明显下行,鉴于社融的滞后影响,年底的经济特别是制造业仍有转弱的可能性。在这种背景下,一定程度的股弱债强仍有可能。然而,市场对经济下行后政策发力的预期增强,另外,当前A股与美股背离拉大,而且市场在3000点左右有较为强大的博弈力量,这些因素可能导致股市指数下跌的幅度不大。债市的利好仍在,但挑战前低的可能性不大,有待降息操作的加持。此外,债市期限利差加大提供了博弈利差收窄的机会。

图 15: 社融和 PMI



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

5 风险提示

政策不及预期，海外扰动超预期。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，研究助理，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现