

10月金融数据点评：政府债支撑社融，内需仍偏弱

YY 团队 2023/11/14

11月13日，央行发布10月金融数据。10月末，M2同比增长10.3%，预期10.5%，前值10.3%；M1同比增长1.9%，前值2.1%；M0同比增长10.2%，前值10.7%。10月新增社融1.85万亿元，同比多增9,108亿元，预期1.82万亿元，前值4.12万亿元；社融存量增速9.3%，前值9.0%。新增人民币贷款7,384亿元，同比多增1,058亿元，同比增速10.9%，前值11.1%。

我们认为10月金融数据主要有以下三个关注点：

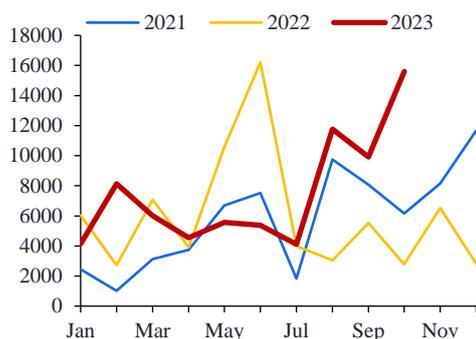
- (1) 政府债持续高强度发力，构成社融稳定支撑
- (2) 居民信贷再转冷，地产困境难以扭转
- (3) 企业端需求疲弱，票据融资“冲量”明显，资金活化意愿恶化

综上，我们对10月金融数据表现持悲观观点。当前经济呈现出以财政杠杆取代实体杠杆的情况，新增一万亿国债接棒特殊再融资债，持续稳定支撑社融总量，托底经济。地产下行与消费不振叠加下，居民贷款再转冷。而企业端信心仍在筑底，内生动能仍需修复。预计未来几月仍然以政府债支撑信用为主。

1 政府债券拉动社融总量，宽财政之路已然明朗

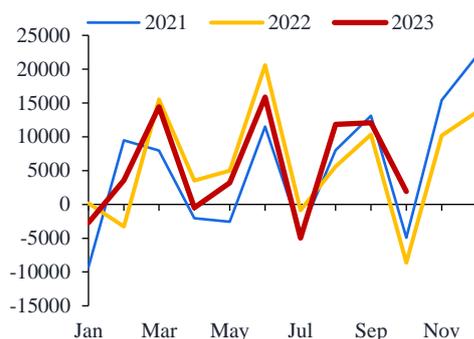
10月新增社融中**84%**来自政府债券贡献；政府债券新增1.56万亿元，同比多增1.28万亿元，出现超季节性增长。自8月以来，政府债券已连续3月出现大幅多增（同比多增8,714亿元、4,387亿元、1.28万亿元），**显现宽财政刺激的决心和力度**。10月政府债券主要源于特殊再融资债的密集发行；10月24日，**人大常委会决定增发1万亿国债，对年底社融形成支持**。同时，我们关注到**10月财政存在一定淤积现象**，财政存款增加1.37万亿元，同比多增2,300亿元，财政净支出约为1900亿元，较前月出现季节性回落。随着后续财政存款的释放，资金流向实体部门，政府债对实体经济的支持效果才能够进一步显现。

图表 1 10月新增政府债券超季节增长（亿元）



数据来源：Wind, YY 评级

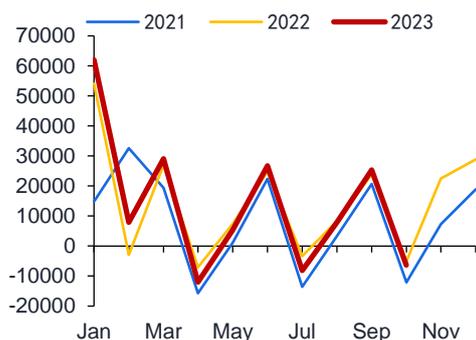
图表 2 10月财政净支出（新增政府债券-新增财政存款）呈季节性回落



2 居民贷款再转冷，地产困境未得到扭转

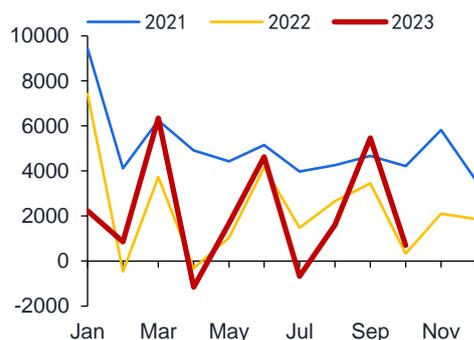
10月新增居民中长期贷款707亿元，在去年低基数的基础上仅同比多增375亿元，未能延续9月强劲反弹的势头。在9月金融数据中我们指出，9月居民中长期贷款高增主要系密集地产刺激政策下提前还贷得到缓解，而地产销售改善有限。10月的数据印证了我们的观点，从30大中城市地产交易数据中可以看出，一线城市在经历9月末放量后10月再度回落，二线城市出现小幅提升；而从二手房挂牌数据来看，10月整体上出现了量涨价跌的态势，进一步说明居民购房意愿处在低位。**2023年“金九银十”分量不足，地产修复仍需要相关政策予以持续支持。**

图表 3 10月居民贷款未见改善（亿元）

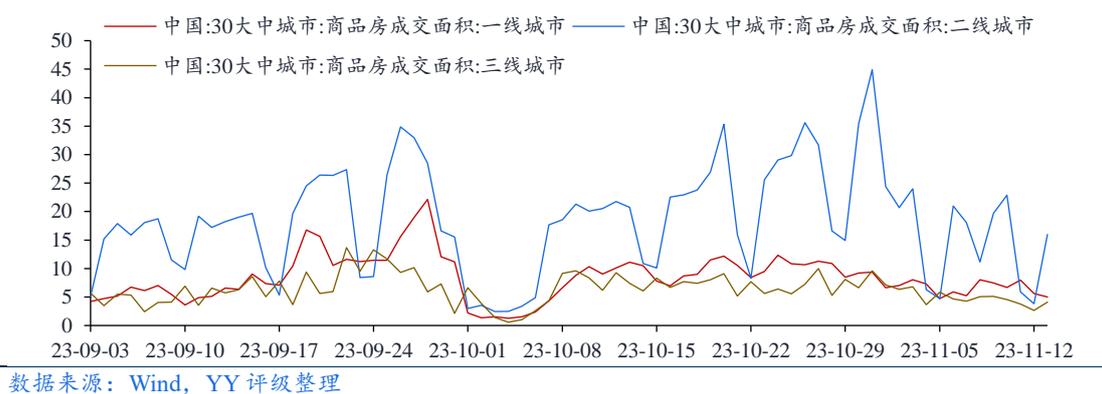


数据来源：Wind, YY 评级

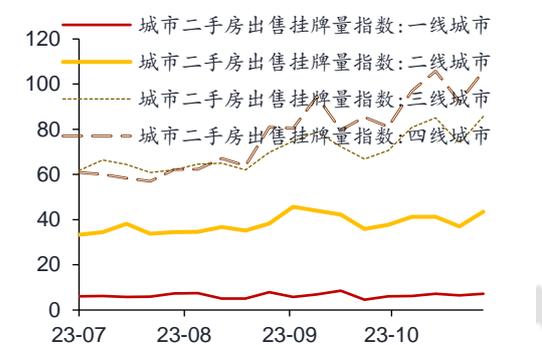
图表 4 10月居民中长期贷款再转冷



图表 5 30 大中城市商品房成交面积

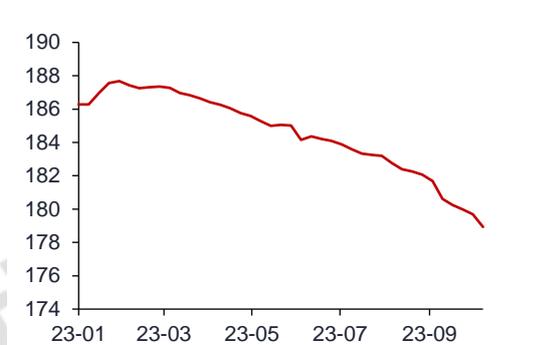


图表 6 城市二手房出售挂牌量指数(按城市分)



数据来源: Wind, YY 评级
注: 2015 年 01 月 04 日=100

图表 7 全国城市二手房出售挂牌价指数

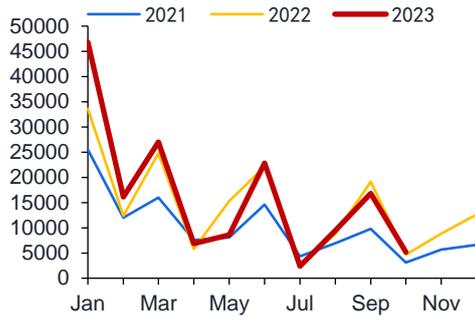


此外, 随着十一假期过后暑期效应消退, 10 月居民短期贷款减少 1,053 亿元, 同比多减 514 亿元, 反映居民消费需求仍然偏弱。

3 企业端票据冲量现象明显, 资金活化意愿恶化

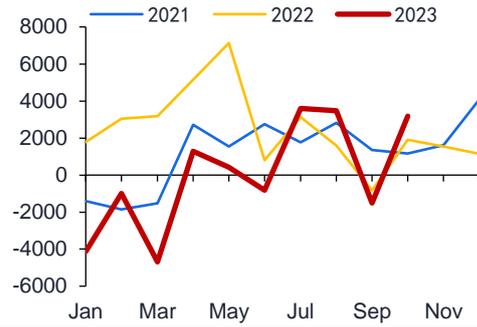
企业端融资需求仍不乐观, 内生动能弱。 10 月新增企业贷款 5,163 亿元, 同比多增 537 亿元, 其小幅改善主要由票据冲量所致。10 月新增票据融资 3,176 亿元, 同比多增 1,271 亿元, **暗示企业端呈弱需求, 银行借助票据融资完成信贷额度。** 10 月新增企业中长期贷款 3,828 亿元, 同比少增 795 亿元, 已连续 4 个月出现同比少增。此外, 在 10 月资金面偏紧的背景下, 新增企业债券 1,144 亿元, 同比少增 1,296 亿元, 增速放缓或系主体发行减量、城投到期量多增、“化债”监管下再融资受限等多方面因素叠加。**后续随着特殊再融资债用于置换存量债务, “挤出效应”将有所显现, 企业中长端融资(含企业债券)增速预计将进一步下行。**

图表 8 10月新增企业贷款小幅改善

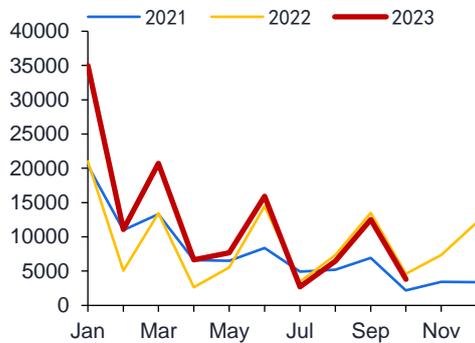


数据来源: Wind, YY 评级

图表 9 票据冲量现象明显

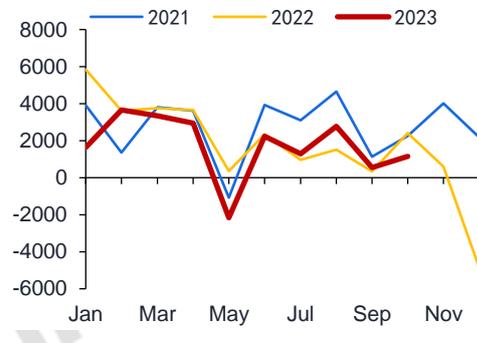


图表 10 企业中长期贷款连续 4 个月同比少增



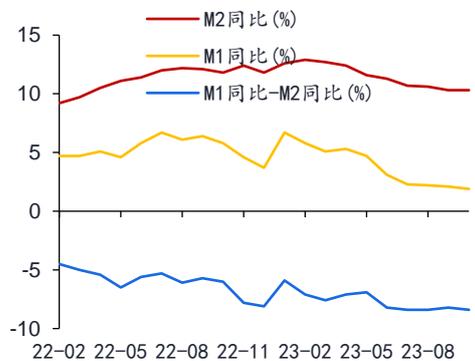
数据来源: Wind, YY 评级

图表 11 10月企业债券同比大幅少增

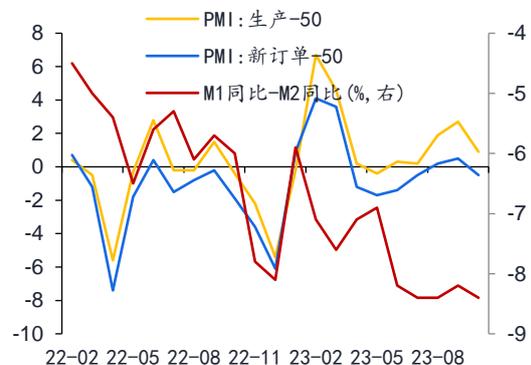


企业资金活化及补库存意愿有所恶化。10月M1同比增长1.9%，前值2.1%，已连续6个月增速下滑；M2受财政淤积影响同比增长10.3%，与上月持平，M1-M2剪刀差再度下滑至-8.4%。10月制造业PMI再度回到荣枯线以下，生产指数与新订单指数均较9月有所恶化，这与金融数据相互印证，反映企业端资金活化意愿仍处低位，补库存周期尚未开启，风险偏好仍然保守。

图表 12 M1 同比、M2 同比以及两者剪刀差



图表 13 M1 同比与 PMI 数据背离继续扩大



数据来源: Wind, YY 评级



瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司免责声明

本报告由瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司撰写，报告中所提供的信息仅供参考。报告所引用信息和数据均来源于公开资料，瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，并尽可能保证可靠、准确和完整，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司无关。

本报告版权仅为瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。