

相关研究

《进口增速为何转正？——2023年10月外贸数据点评》2023.11.08

《就业略有放缓，降息预期提前——2023年10月美国非农数据点评》2023.11.04

《六大亮点——解读中央金融工作会议》2023.11.01

社融继续多增：政府债是主要贡献 ——10月金融数据点评

投资要点：

- 10月社融继续边际改善，但政府债融资贡献了大部分，实体信贷需求还需要进一步提振，尤其是居民中长贷在脉冲式改善后又再度降至低位。近几个月宏观政策已经在接连发力，要稳固经济恢复的效果或还需要政策进一步支持。
- 我们认为，接下来货币政策或仍将维持宽松。一方面，尽管名义融资利率稳中有降，但若剔除通胀，实际利率还依然偏高；另一方面，新一轮财政发力、地方化债等，通常也离不开宽松货币的配合。我们预计，接下来存款准备金率、政策利率的调整仍有空间。
- 风险提示：后续政策落地情况。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@haitong.com

证书:S0850521080001

目 录

1. 社融继续多增，主因政府债多发	3
2. 居民中长贷：再度回落	3
3. M2 稳定、M1 回落	5

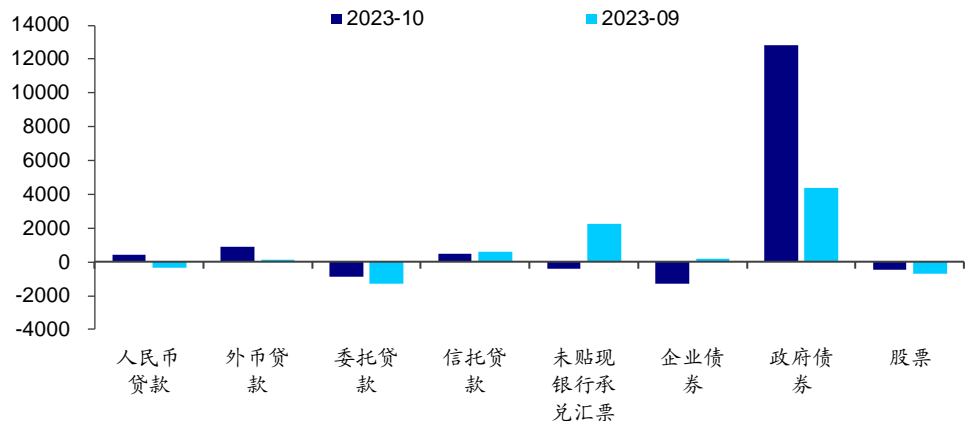
11月13日，央行公布2023年10月新增社融1.85万亿元，社融存量同比增速回升至9.3%；10月人民币贷款新增7384亿元，同比多增1058亿元。

1. 社融继续多增，主因政府债多发

10月新增社融1.85万亿元，同比多增9108亿元，多方面政策推动下，融资已连续三个月边际回暖。存量方面，社融增速回升至9.3%，低基数也有一定贡献。

从分项上看，政府债继续同比大幅多增，是社融的主要支撑。10月政府债净融资1.56万亿元，同比多增1.28万亿，这主要和地方政府特殊再融资债集中发行、万亿国债增发有关。考虑到万亿国债将在四季度发行完毕，预计11月与12月政府债净融资规模均将大幅多增，对社融形成支撑。企业债方面，10月企业债净融资1144亿元，同比少增1249亿元；10月23日企业债券发行审核职责划转过渡期结束，短期新增发行或有限。

图1 2023年10月和9月社融分项同比（亿元）



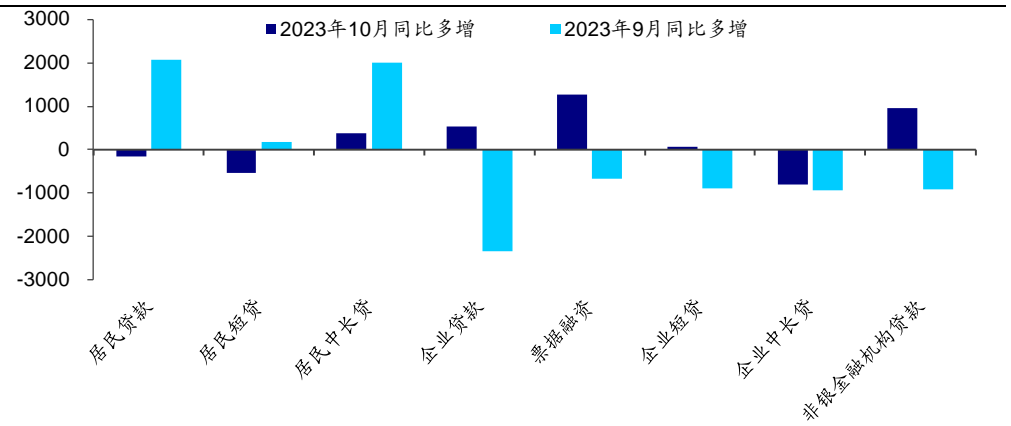
资料来源：Wind，海通证券研究所

除政府债外，投向实体的人民币贷款、外币贷款、信托贷款也出现同比小幅多增。其中投向实体的人民币贷款新增4837亿元，同比多增406亿元，但主要是因为去年同期基数很低。

非标融资方面，10月新增非标融资-2572亿元，同比多减825亿元。其中，未贴现承兑汇票减少2536亿元，主要还是对应着票据融资的明显放量（票据融资同比多增1271亿元）。另外，低基数下，信托贷款同比多增454亿元。10月委托贷款同比少增899亿元，主要与去年同期政策性开发性工具投放带来的高基数有关。

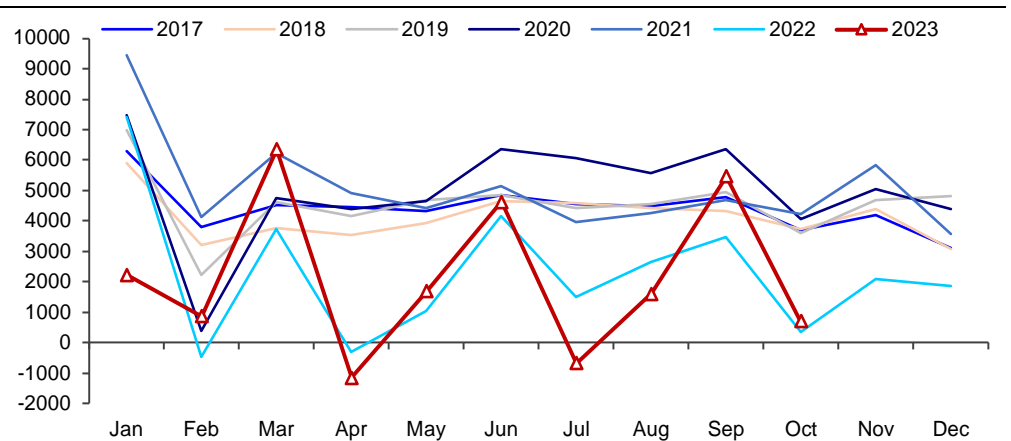
2. 居民中长贷：再度回落

10月信贷同比多增，不过结构还有待于提振。10月新增人民币信贷7384亿元，同比多增1058亿元，不过去年同期低基数也有贡献。分项中，居民和企业的中长贷占比较9月显著回落；票据融资和对非银金融机构贷款反而同比增幅较高。

图2 2023年10月和9月人民币信贷分项同比增幅(亿元)


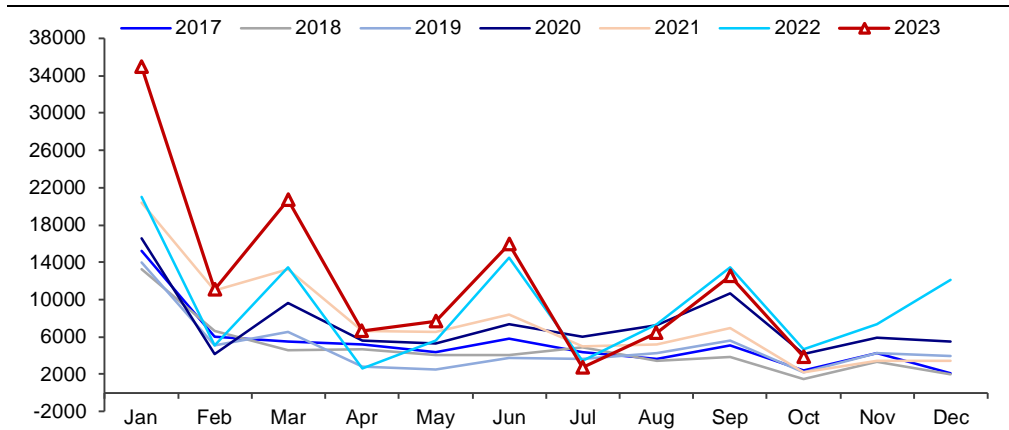
资料来源: Wind, 海通证券研究所

居民中长贷继续同比多增, 但较历史同期还偏弱。10月居民中长贷新增707亿元, 同比多增375亿元, 但这主要受益于去年10月的低基数。如果对比2015-2021年同期居民中长贷均值, 今年9月多增603亿元, 而10月少增约3035亿元。这也意味着, 在前期积压需求集中释放后, 居民融资自身的增长动力可能还偏弱, 可能仍需要政策端进一步支持。另外, 10月居民短贷新增-1053亿元, 为多年同期新低。

图3 居民中长贷新增规模(亿元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

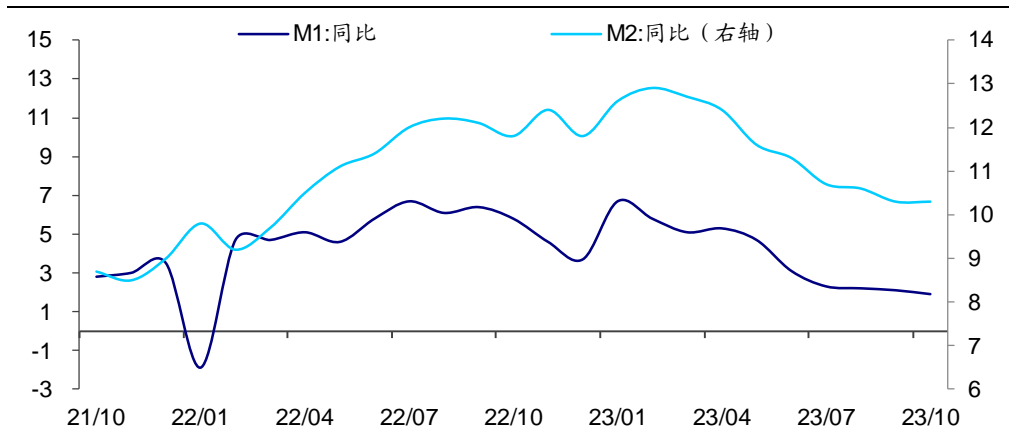
企业部门中, 中长贷同比降幅有所收窄, 票据融资大幅多增。10月企业信贷新增5163亿元, 同比多增537亿元, 但票据融资和短期贷款是主要贡献。企业中长贷新增3828亿元, 同比少增795亿元, 少增幅度较9月有所收窄。我们认为, 企业中长贷表现较为稳定, 主要受益于近几月地方专项债追进度, 带动基建投资落地提速, 也拉动了相关配套融资。另外, 10月票据融资较9月走高, 新增3176亿元, 同比多增1271亿元, 也反映出整体信贷需求有待提振, 银行仍有一定冲贷需求, 带动票据利率在月底明显回落。

图4 企业中长期贷款新增规模（亿元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

3. M2 稳定、M1 回落

货币方面，10月M2同比增速稳定在10.3%，虽然信贷派生偏弱，但10月的财政资金投放有明显提速，对M2形成支撑。同时，M1同比继续回落0.2个百分点至1.9%，降至历年同期的低位，可能还是与房地产销售低位波动有关。

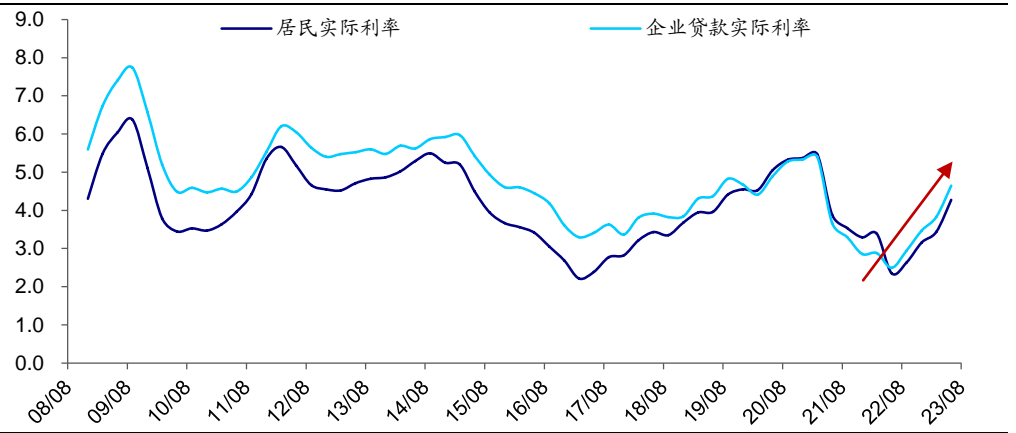
图5 M1 同比与 M2 同比（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

总体来看，10月社融继续边际改善，但政府债融资贡献了大部分，实体信贷需求还需要进一步提振，尤其是居民中长贷在脉冲式改善后又再度降至低位。近几个月宏观政策已经在接连发力，要稳固经济恢复的效果或还需要政策进一步支持。

我们认为，接下来货币政策或仍将维持宽松。一方面，尽管名义融资利率稳中有降，但若剔除通胀，实际利率还依然偏高；另一方面，新一轮财政发力、地方化债等，通常也离不开宽松货币的配合。我们预计，接下来存款准备金率、政策利率的调整仍有空间。

图6 居民和企业贷款实际利率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

风险提示: 后续政策落地情况。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
应稼娴 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。