

金融数据回升的三个方向

2024年10月14日

事件：2024年10月14日，央行公布9月金融统计数据，社会融资规模新增37604亿元，人民币贷款新增15900亿元，M2同比增速6.8%，M1同比增速-7.4%。

➤ **9月的金融数据变化不大，但更值得关注的可能是政策落地后金融数据将如何修复，我们认为主要体现在三个方向：一是社融增速的回升；二是M1同比的触底反弹；三是私人部门缩表趋势的逆转。**

➤ **财政增量政策落地，政府部门加杠杆推升社融增速。**2022年以来，政府债券发行节奏基本决定社融增速的波动。在政府部门加杠杆方向确定的情况下，随着后续增量财政政策落地，无论是发行较大规模的国债还是地方政府债券，都将带动社融增速回升，但向上节奏和空间，或仍取决于私人部门加杠杆的节奏和力度。

➤ **化债推进改善地方政府现金流，M1或已临近触底。**在财政纪律重整的背景下，地方政府持续“缩表”，从去年下半年以来，地方政府相关融资大幅收缩，一方面是城投净融资规模持续下滑，另一方面是基建领域信贷同比持续少增。随着新一轮化债政策落地，地方政府现金流或率先改善，有望带动地方相关投融资活动企稳回升，将对M1增速形成支撑作用，M1增速或已临近触底。

➤ **私人部门缩表趋势能否扭转，或取决于财政重点在消费还是投资。**尽管存量房贷利率调整等措施落地，居民提前还贷现象得到缓解，但当前私人风险偏好能否提升，仍取决于财政政策路径，若财政增量政策仍侧重于投资，或短期内仍难见居民风险偏好改善，缩表趋势短期或仍难以扭转；若增量政策更侧重于改善居民收入预期，激发消费潜能，居民缩表趋势或有望逆转。

具体数据来看，9月的金融数据变化不大，市场仍需耐心等待政策效果。9月下旬以来，包括金融在内的一揽子政策逐步落地，市场开始交易政策对经济的改善，但至少从9月金融数据相比于期前仍没有太大变化，政策的效果尚未显现，市场仍需要耐心等待，验证政策对经济的提振。

结构上，“企业稳、居民弱”依然是主要特点，但部分分项已经表现出企稳或回升的苗头。一是企业融资意愿上修，对公中长贷重新回到近5年均值水平；二是票据“水分”减少，票据融资在新增信贷中占比从8月的接近一半降至不足5%。

对公贷款投放力度不弱。9月企业贷款增加14900亿元，同比少增1934亿元。其中企业短贷同比少增1086亿元，企业中长贷同比少增2944亿元，回到近5年均值水平，9月建筑业PMI小幅回升至50.7%，极端天气影响逐渐消退下，传统地产、基建领域开工施工需求有所企稳，对后月中长贷也有一定支撑。

居民贷款依然承压。9月居民短贷增加2700亿元，同比少增515亿元，虽然“双节”以及消费品以旧换新带动下，9月居民消费景气度不弱，但就业及收入预期可能依然对居民整体开支有所限制。9月居民中长期贷款新增2300亿元，同比少增3170亿元。

政府债融资“主力”作用不减。9月政府债净融资15353亿元，同比大幅多增5433亿元，显示三季度财政发力节奏进一步加快。从结构上来看，政府债相对信贷在社融中的新增量不断提升，直接融资逐渐成为支撑实体经济的重要手段。

➤ **风险提示：**货币政策超预期；国内经济基本面超预期。



分析师 陶川

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师 吴彬

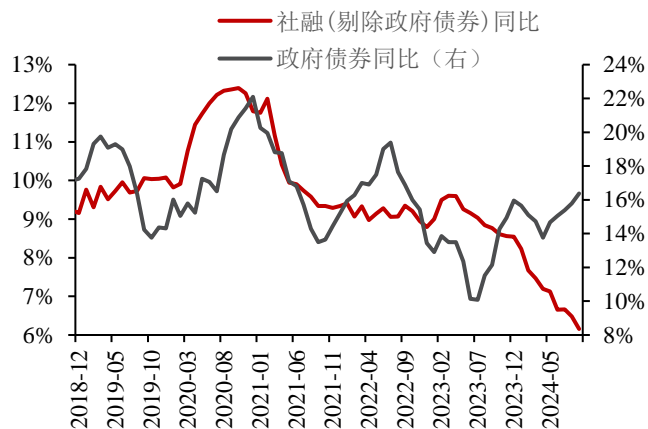
执业证书：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

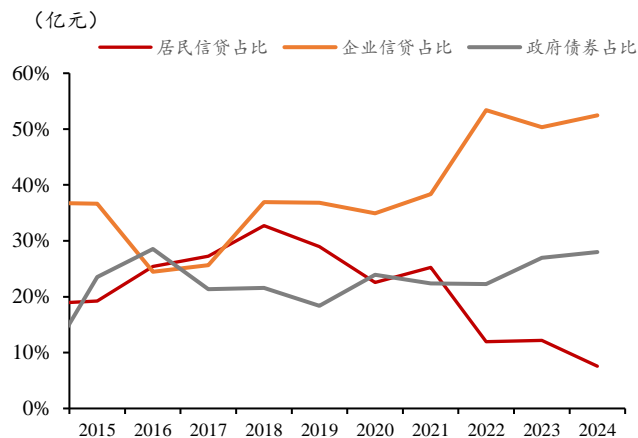
- 2024年9月通胀数据点评：政策落地前的价格触底-2024/10/13
- 国新办发布会解读：财政部发布会：怎样的“加力”信号？-2024/10/12
- 9月美国CPI通胀点评：不那么“超预期”的CPI-2024/10/11
- 宏观事件点评：央行互换便利工具的Q&A-2024/10/10
- 市场观察（2024年10月8日）：外资押注中国的“另类”视角-2024/10/08

图1：剔除政府债券后的社融同比增速继续回落



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022年以来，政府债券占比显著提高



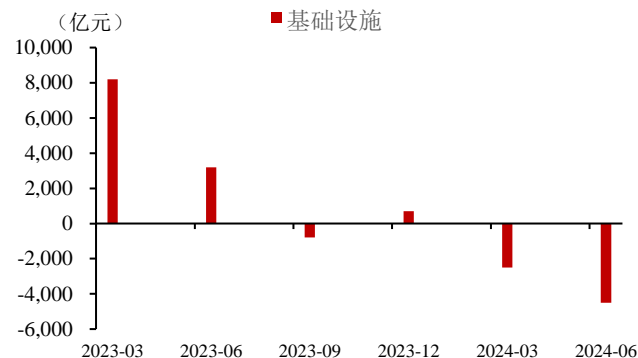
资料来源：wind，民生证券研究院；注 2024 年为 1-9 月累计值

图3：城投债净融资额走势



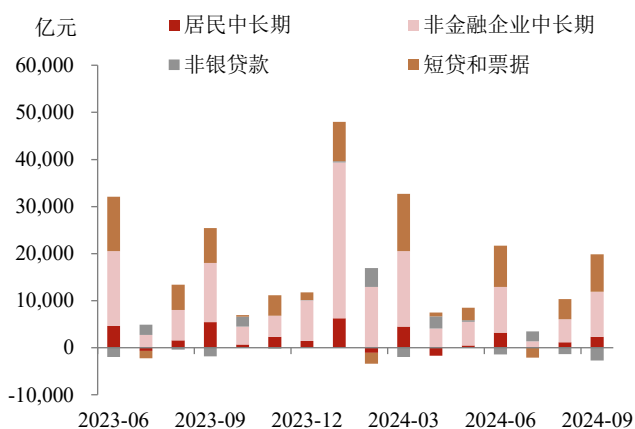
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：基建领域信贷连续两个季度同比少增



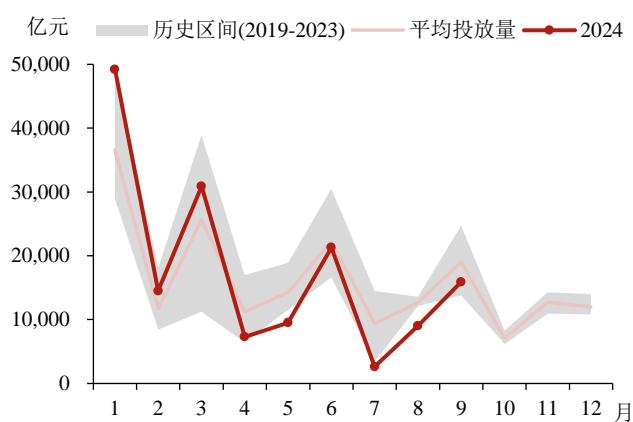
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：9月信贷结构



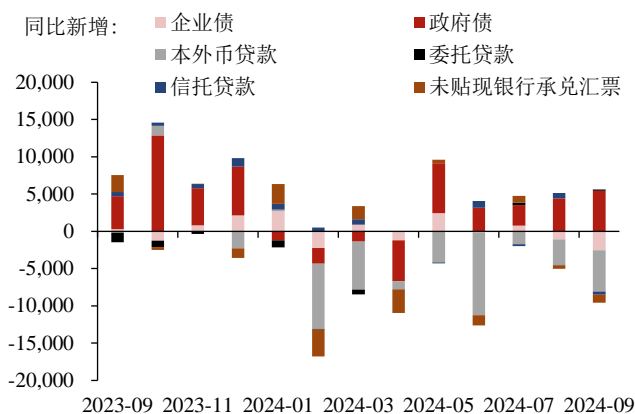
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：9月信贷同比少增



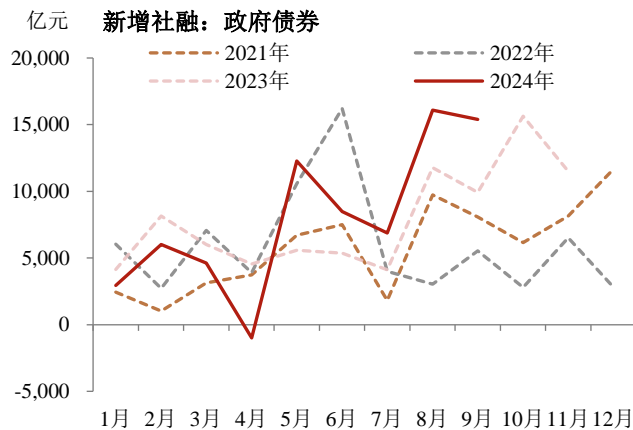
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：9月社融结构



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：9月政府债净融资同比多增



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026