

政策拐点，M2 拐点

——2024 年 9 月金融数据解读

2024 年 10 月 14 日

- 9 月 M1 同比-7.4%（前值-7.3%），M2 同比 6.8%（前值 6.3%）。新增社融 3.76 万亿元，同比少增 3722 亿元，社融增速 8.0%（前值 8.1%）。金融机构新增人民币贷款 1.59 万亿元，同比少增 7200 亿元，贷款增速 8.1%（前值 8.5%）。
- **货币供应量数据：M2 增速超预期，连续 4 个月表现稳定；M1 下滑斜率明显减小。**

M2 增速已连续 4 个月企稳回升，我们认为 M2 是当下投资重要标尺，上行趋势基本确认。本月 M2 增速超预期可能来自理财回表速度加快，证券客户保证金增加，以及财政净支出加快。本月私人部门存款新增 3.88 万亿元，同比多增 1.8 万亿元。其中居民、企业、非银存款当月新增分别为 2.2 万亿元、7700 亿元、9100 亿元，同比分别-3316 亿元、+5690 亿元、+1.58 万亿元。

M1 下滑斜率明显减小：M1 继续下滑来自 M0 增速下行、地产销售数据偏弱、企业预期偏弱带来资金活化程度偏低；但下滑斜率明显减少，可能来自手工补息影响减弱。本月 M0 增速结束连续 5 个月的回升，下行至 11.5%（前值 12.2%）。M1 连续 6 个月负值运行且持续下行，企业预期可能偏弱，PMI 虽然回升但仍保持收缩区间，BCI 企业销售、利润、招工前瞻指数大幅走弱。同时，地产高频数据显示销售可能偏弱。本月企业活期存款增速上升，短期贷款恢复正增长，禁止手工补息影响可能减弱。

- **社融数据：社融增速下滑，政府融资支撑社融，信贷、直接融资、表外融资表现偏弱。贷款增速下行，居民和企业表现都弱于去年同期。**

社融结构分化。9 月新增社融 3.76 万亿，同比少增 3722 亿元，表现弱于去年同期，但好于过去三年同期均值（3.52 万亿元）。本月社融支撑项来自政府融资，同比多增 5433 亿元。拖累项主要来自对实体发放人民币贷款和企业直接融资（债券+股票）、表外融资，分别同比少增 5639 亿元、2759 亿元、1295 亿元。有效社融增速（中长期贷款+委托+信托+直接融资）加速下行，9 月末 6.8%（前值 7.3%）。

贷款增速快速回落，居民和企业中长贷表现偏弱，票据冲量现象依然存在，私人部门融资需求偏弱。9 月金融机构新增人民币 1.59 万亿元，为 2019 年以来同期最低值。居民中长贷同比少增 3170 亿元，与地产销售数据偏弱互相印证。企业中长期贷款在 4 月后的表现明显弱于一季度，映射一季度财政支出偏强且在支出上偏向基建，4 月后政府项目投资对企业中长期贷款的拉动作用可能减弱。票据融资同比多增 2186 亿元，票据冲量现象依然存在。

- **货币政策展望：政策拐点已现，货币宽松+财政加码。年内货币宽松的三个路径为降息、降准、买卖国债保持净投放。**第一、年内仍可能降准 25-50BP，降准的时机可能选在增量财政政策推出之时，熨平资金的过度波动。第二、央

分析师

詹璐

☎: 0755-8345-3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

章俊 首席经济学家

☎: 010-8092-8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

张迪

☎: 010-8092-7737

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

风险提示

1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 政府债券发行不及预期的风险
4. 美联储货币政策超预期的风险

行公开市场操作国债买卖助力增量财政工具的顺利投放。第三、年内仍有可能降息 10-20BP，带动国债收益率进一步下行。

- **金融数据预测：货币和财政的双重宽松，M2 拐点确立。**

我们在 7 月金融数据点评报告《等待政策，等待 M2》中强调，“挤水分”之后的 M2 增速更能真实反映金融对实体经济的支持力度。M2 趋势性上行指向经济可能出现企稳回升。货币宽松有助于推动私人部门信贷扩张，财政加码有助于推动财政净支出的增加，并拉动私人部门需求。9 月 24 日的一揽子政策的推出以及 9 月的政治局会议已确立了货币和财政一致性宽松的开启，政策拐点已现，两股力量共同推动 M2 上行，M2 拐点已现。

8%以上的社融增速可能是政策较合意的水平，但逐步转向价格型调控，数量目标已并非强约束。9 月社融增速来到 8.0%的关键位置。10 月 12 日财政部的新闻发布会释放年内新增政府债券融资的信号，建议关注 10 月底或 11 月初全国人大常委会，年内新增规模对于判断社融增速有重要影响。

2024年10月14日，央行发布2024年9月金融数据。9月M1同比-7.4%（前值-7.3%），M2同比6.8%（前值6.3%）。新增社融3.76万亿元，同比少增3722亿元，社融增速8.0%（前值8.1%）。金融机构新增人民币贷款1.59万亿元，同比少增7200亿元，贷款增速8.1%（前值8.5%）

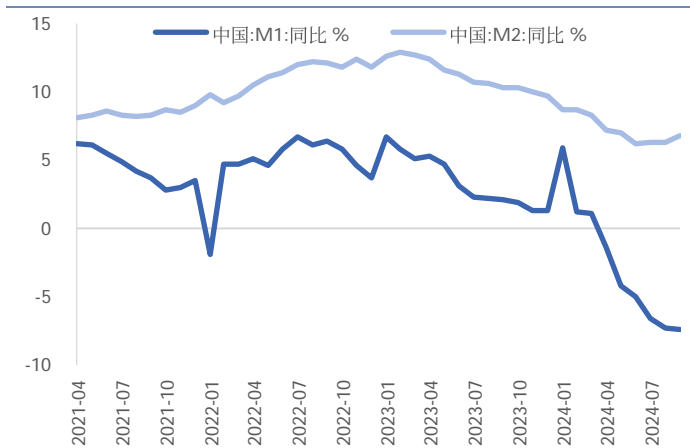
从社融结构来看，同比多增的项目包括政府融资、委托贷款和外币贷款。政府融资1.53万亿元，同比多增5433亿元；委托贷款394亿元，同比多增186亿元。外币贷款480亿元，同比少减103亿元。其余项目均为同比少增。其中，对实体经济发放的人民币贷款1.97万亿元，同比少增5639亿元；股票融资128亿元，同比少增198亿元；企业债券净融资-1911亿元，同比少增2561亿元；未贴现的银行承兑汇票1312亿元，同比少增1085亿元；信托贷款6亿元，同比少增396亿元。

从信贷结构来看，居民和企业都出现信贷同比少增。居民贷款5000亿元，同比少增3585亿元，其中短贷2700亿元，同比少增515亿元，中长贷2300亿元，同比少增3170亿元；企业贷款1.49万亿元，同比少增1934亿元，其中短贷4600亿元，同比少增1086亿元；中长贷9600亿元，同比少增2944亿元；票据融资686亿元，同比多增2186亿元。非银行业金融机构贷款-2704亿元，同比多减860亿元。

一、M2 增速超预期，M1 下滑斜率明显减小

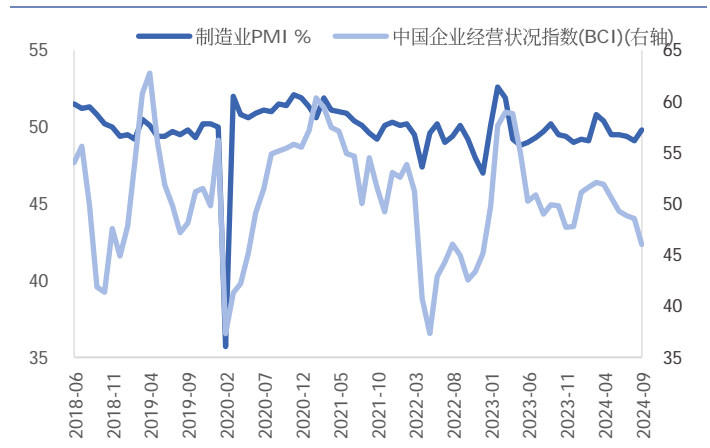
M2 增速已连续 4 个月企稳回升，我们认为 M2 是当下投资重要标尺，上行趋势基本确认。本月 M2 增速超预期可能来自理财回表速度加快，证券客户保证金增加，以及财政净支出可能加快。本月私人部门存款新增 3.88 万亿元，同比多增 1.8 万亿元。其中居民、企业、非银存款当月新增分别为 2.2 万亿元、7700 亿元、9100 亿元，同比分别-3316 亿元、+5690 亿元、+1.58 万亿元。

图1: M1、M2 增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 制造业 PMI 与 BCI

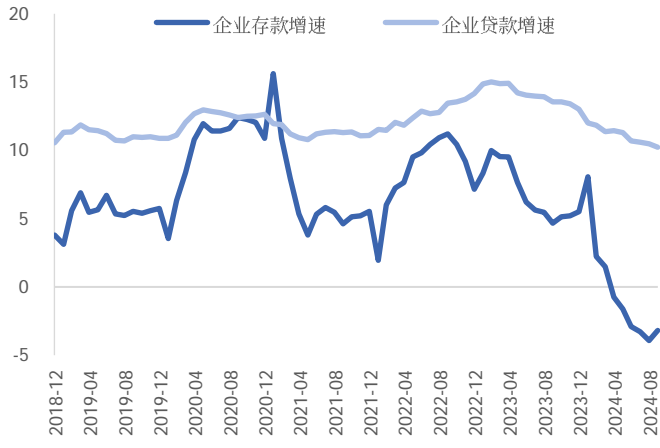


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

M1 下滑斜率明显减小: M1 继续下滑来自 M0 增速下行、地产销售数据偏弱、企业预期偏弱带来资金活化程度偏低; 但下滑斜率明显减少, 可能来自手工补息影响减弱。本月 M0 增速结

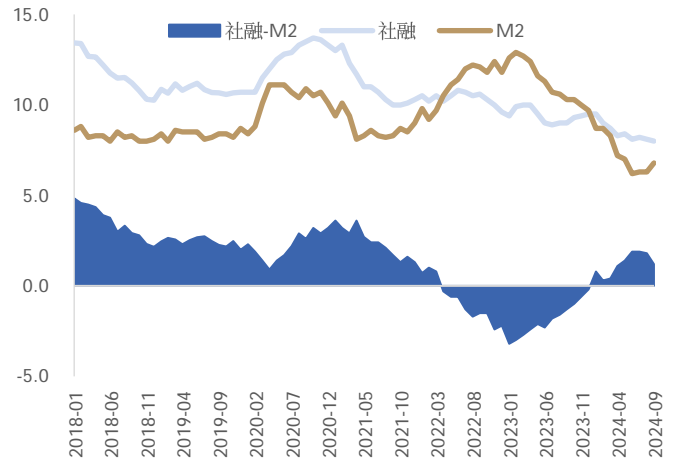
束连续 5 个月的回升，下行至 11.5%（前值 12.2%）。M1 连续 6 个月负值运行且持续下行，企业预期可能偏弱，PMI 虽然回升但仍保持收缩区间，BCI 企业销售、利润、招工前瞻指数大幅走弱。同时，地产高频数据显示销售可能偏弱。本月企业活期存款增速上升，短期贷款恢复正增长，现实手工贴息影响减弱。

图3：企业存款与贷款增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：社融存量增速与 M2 增速（%）



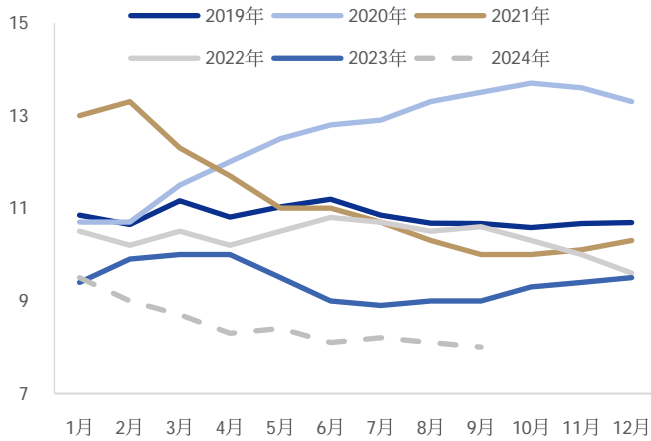
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、社融增速下行，政府融资支撑社融

新增社融 3.76 万亿元，同比少增 3722 亿元，社融增速下行。本月社融表现并非很弱，高于过去 3 年同期均值，仅低于 2023 年，但结构分化。去除政府融资的社融增速为 6.16%，增速持续下行，有效社融增速加速下行。有效社融（中长期贷款+委托/信托贷款+企业直接融资）增速 9 月末为 6.8%，前值 7.3%。

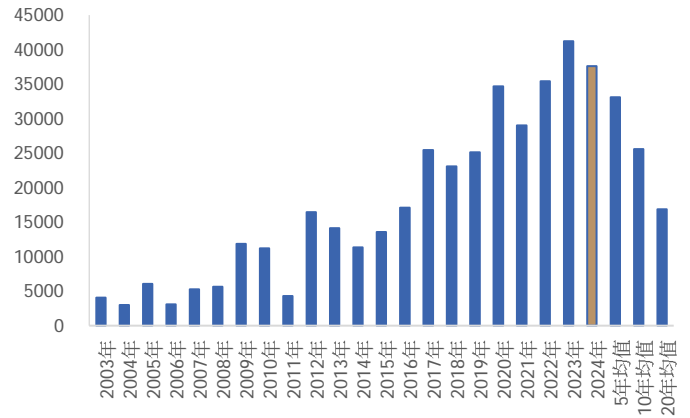
从社融结构来看，本月社融支撑项来自政府融资，同比多增 5433 亿元。拖累项主要来自对实体发放人民币贷款和企业直接融资（债券+股票）、表外融资，分别同比少增 5639 亿元、2759 亿元、1295 亿元。

图5: 社融存量增速 (%)



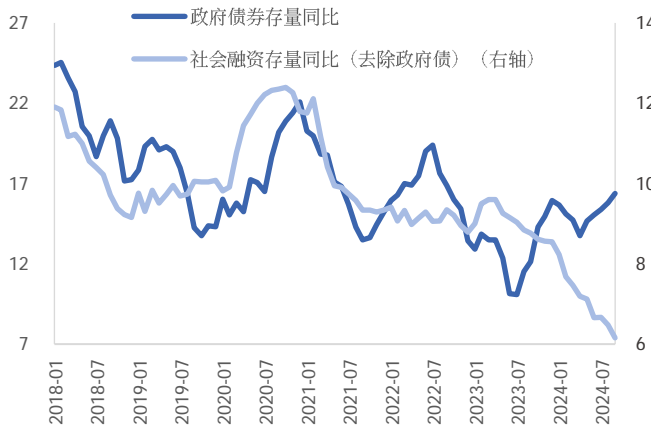
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 历史同期9月新增社融 (亿元)



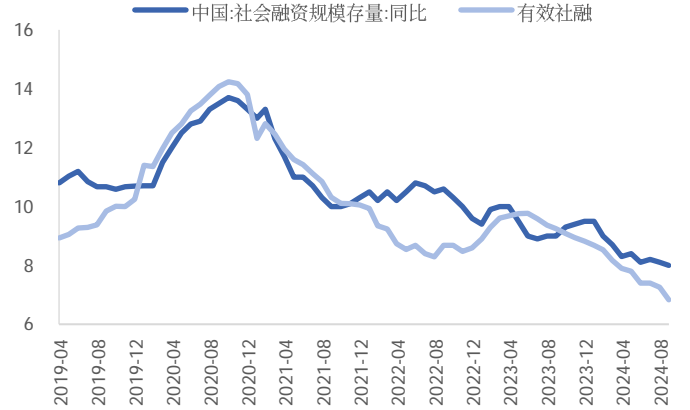
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 社融增速 (去除政府融资) 和政府融资增速 (%)



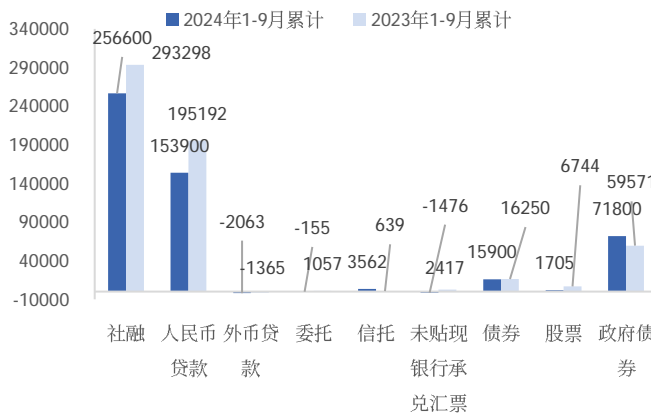
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 社融增速和有效社融增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 1-9月社融各部门新增 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 9月社融各部门新增 (亿元)



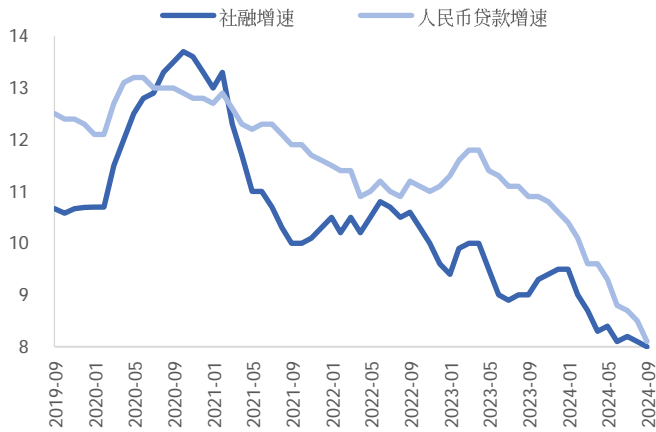
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(一) 贷款增速快速滑落，私人部门融资需求偏弱

贷款增速快速回落，居民和企业中长贷表现偏弱，票据冲量现象依然存在，私人部门融资需求偏弱。居民中长贷同比少增 3170 亿元，与地产销售数据偏弱互相印证。企业中长期贷款在 4 月后的表现明显弱于一季度，映射一季度财政支出偏强且在支出上偏向基建，4 月后政府项目投资对企业中长期贷款的拉动作用可能减弱。票据融资同比多增 2186 亿元，票据冲量现象依然存在。

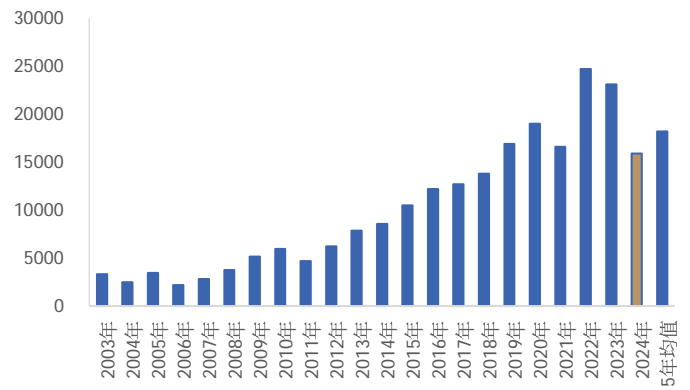
9 月金融机构人民币贷款余额增速环比下行 0.4pct 至 8.1%，下行速度在加快，居民和企业表现都弱于去年同期。9 月金融机构新增人民币 1.59 万亿元，低于过去 3 年和 5 年均值，为 2019 年以来同期当月新增最低值。

图11：社融和金融机构人民币贷款余额增速（%）



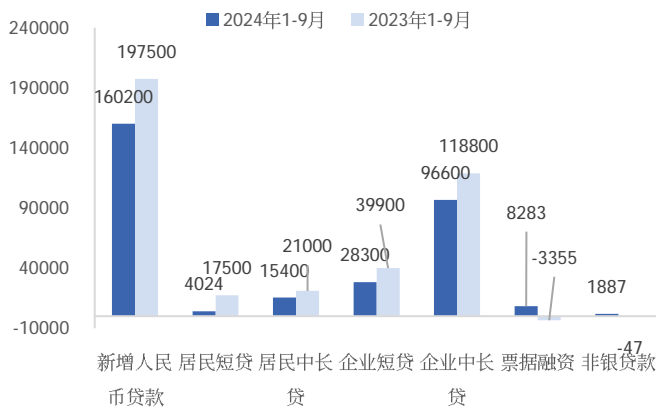
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：历史同期9月金融机构新增人民币贷款（亿元）



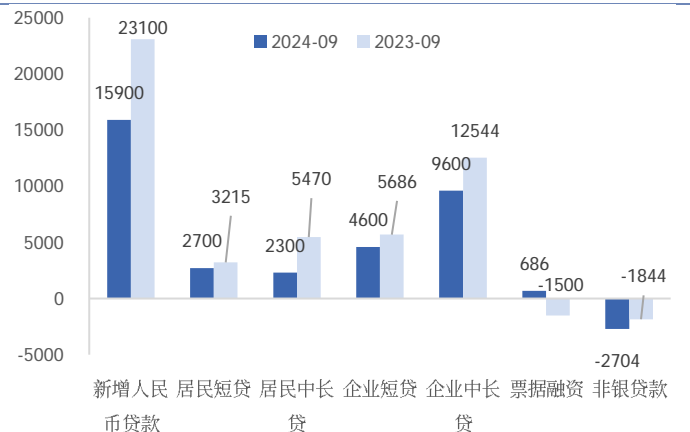
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13：1-9月信贷各部门新增（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：9月信贷各部门新增（亿元）

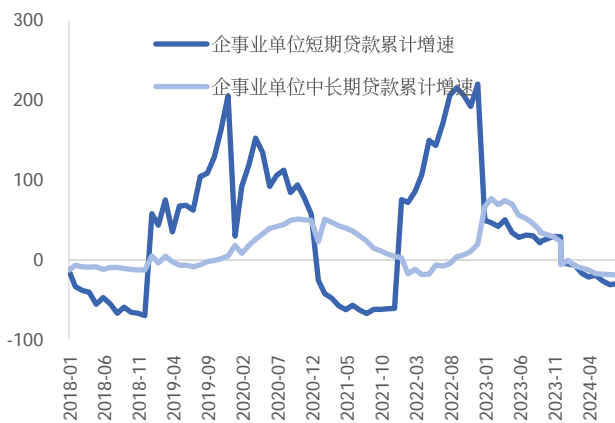


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

居民短贷和中长贷均同比少增。9月居民新增信贷5000亿元，同比少增3585亿元，其中短贷2700亿元，同比少增515亿元，中长贷2300亿元，同比少增3170亿元。9月，30城商品房销售面积同比降幅扩大。居民中长贷同比少增3170亿元，与地产销售数据偏弱互相印证。

企业内生融资需求仍然偏弱，中长贷表现不及一季度，仍有票据冲量现象。企业中长期贷款在4月后的表现明显弱于一季度，映射一季度财政支出偏强且在支出上偏向基建，4月后政府项目投资对企业中长期贷款的拉动作用可能减弱。票据融资同比多增2186亿元，票据冲量现象依然存在。

图15: 企业短期和中长期贷款增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 居民中长期贷款增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 企业债券净融资为负数，同比少增，化债背景下企业债券融资可能主要来自产业债

9月企业债券融资净新增-1911亿元，同比少增2561亿元，主要由于城投债融资拖累。未来公司信用类债券和金融债券发行仍然可能提速。融资成本降低推动企业采用债券融资的方式。9月wind口径的城投债净融资额约-1474亿元，城投债净融资额负值在8月基础上大幅扩大，6月7月的回升被中止。化债背景下企业债券融资可能主要来自产业债，但产业债融资也在9月减少，9月wind口径的产业债净融资额560亿元，8月则为1691亿元。

(三) 政府融资同比多增，地方新增专项债发行提速

9月政府债券净融资为1.5万亿元，融资同比多增5433亿元，是本月社融的重要支撑。

根据Wind统计的政府债券发行数据，9月政府债券发行量约2.6万亿元，略小于8月的2.8万亿元，净融资额1.5万亿元，环比减少3463亿元。其中，国债发行量约1.36万亿元，净融资额为3895亿元。9月地方政府债券发行量约1.28万亿元，净融资额1.1万亿元。其中地方新增专项债发行1亿元，净融资额为9741亿元，地方新增专项债发行明显提速。

预计年内政府债券融资仍将对社融构成重要支撑。

（四）表外融资同比少增

9月表外融资 1712 亿元，同比少增 1295 亿元。同比少增主要来自于信托贷款和未贴现银行承兑汇票，分别同比少增 396 亿元和 1085 亿元。委托投资则同比多增 186 亿元。

三、货币政策展望与金融数据预测

政策拐点已现，货币宽松+财政加码格局。年内货币宽松的三个路径为降息、降准、买卖国债保持净投放。第一、年内仍可能降准 25-50BP，降准的时机可能选在增量财政政策推出之时，熨平资金的过度波动。第二、央行公开市场操作国债买卖助力增量财政工具的顺利投放。第三、年内仍有可能降息 10-20BP，带动国债收益率进一步下行。

我们在 7 月金融数据点评报告《等待政策，等待 M2》中强调，“挤水分”之后的 M2 增速更能真实反映金融对实体经济的支持力度。M2 趋势性上行指向经济可能出现企稳回升。货币宽松有助于推动私人部门信贷扩张，财政加码有助于推动财政净支出的增加，并拉动私人部门需求。9 月 24 日的一揽子政策的推出以及 9 月的政治局会议已确立了货币和财政一致性宽松的开启，政策拐点已现，两股力量共同推动 M2 上行，M2 拐点已现。

8%以上的社融增速可能是政策较合意的水平，但逐步转向价格型调控，数量目标已并非强约束。9 月社融增速来到 8.0%的关键位置。10 月 12 日财政部的新闻发布会释放年内新增政府债券融资的信号，建议关注 10 月底或 11 月初全国人大常委会，年内新增规模对于判断社融增速有重要影响。

风险提示

1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 政府债券发行不及预期的风险
4. 美联储货币政策超预期的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊，首席经济学家。

张迪，宏观经济分析师。詹璐，宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn