

2024年10月15日

宽信用的积极因素正在积累

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

沈美辰（联系人）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110036

事件：9月社会融资规模增长37634亿元，预期35167亿元，前值增加30323亿元；新增人民币贷款15900亿元，预期17450亿元，前值9000亿元。

● **信贷：信贷见底，实体部门融资需求有望回暖**

9月信贷总量增加15900亿元，同比少增7200亿元，低于预期。

(1)居民贷款新增5000亿元，同比少增3585亿元（前值少增2022亿元），居民信贷增量继续下滑。居民中长贷新增2300亿元，同比少增3170亿元，居民短贷新增2700亿元，同比少增515亿元。居民中长贷或即将触底，9月底央行宣布调降存量房贷利率，同时下调政策利率，预计将提振居民加杠杆的意愿，改善提前还贷情况，居民中长贷有望边际回升。

(2)企业贷款同比少增，结构延续票据弱支撑。企业贷款新增14900亿元，同比少增1934亿元。9月新增9600亿元企业中长期贷款，同比少增2944亿元；企业短贷同比少增1086亿元；表内票据新增686亿元，同比多增2186亿元。企业贷款的拐点仍未至，10.12财政部发布会指出年内还有2.3万亿专项债资金待落地，将推动加快债券发行和使用速度，后续专项债资金加快使用、大规模化债有望拉动项目配套贷款投放。非银贷款同比少增860亿元。

(3)信贷增速或已见底，融资需求改善可期。9月信贷结构延续8月的偏弱水平，但政策底已到，后续基本面有望边际改善。一方面，宽货币有望向宽信用传导。9月底央行推出一揽子货币政策，包括降准释放流动性、降息和降存量房贷利率刺激实体融资需求等。宽松的流动性对信用扩张提供积极环境。另一方面，需求端刺激加码。央行提出地产一系列放松举措、财政部宣布政府债券扩围收储，短期地产企稳的路径得到保障，居民去杠杆的趋势有望扭转。此外，资本市场、民生、就业端的政策总体利好居民信心的修复。预计Q4人民币信贷增量有望回升。

● **社融：9月政府债券发行提速，后续或逐渐走强**

9月社融增加37634亿元，同比少增3692亿元。社融存量增速下降0.1个百分点至8%，剔除政府债券的社融增速下降0.32个百分点至6.16%。结构上，政府债券继续大幅上行。9月新增人民币贷款19742亿元，同比少增5627亿元。企业债券融资偏弱，同比少增2576亿元。9月新增政府债券15357亿元，同比多增5437亿元。9月地方专项债发行节奏为年内最快，新增专项债净融资额9741亿元，国债净融资额3895亿元。表外融资方面，未贴现银行承兑汇票同比少增1085亿元，反映企业开票需求不佳。信托贷款同比少增396亿元，委托贷款同比多增184亿元。股票融资方面，同比小幅减少198亿元。

后续支撑社融走强的因素增加。一方面，四季度专项债或仍有一部分额度待发行和使用。另一方面，一次性大规模债券限额用于化债，具体细则还未落地，但参考历史（如2015-2018年），大概率为发行政府债券置换隐性债的方式。而由于地方隐债可能包括部分不在社融口径内的贷款、债务或是欠款等，发行债券置换或带来社融增量。因此，两重逻辑下长期社融或走强。

● **广义货币：非银存款大幅增长拉动M2回升**

M1增速下降0.1个百分点至-7.4%。M2增速有所回升，由6.3%增长至6.8%。存款结构方面，非银存款同比大幅多增、企业存款同比多增，居民存款同比少增，财政支出发力小幅提升。

M2回升主要得益于9月底市场交易的活跃度提升。非银存款同比多增1.58万亿元，为近4年同期最高增幅。9月信贷与M2的背离一定程度上反映货币派生方式的变化，即股市上涨带来居民存款向非银存款的转移。9-10月股市边际转暖，居民存款向非银存款转移阶段性增加，持续性或取决于后续市场表现。居民存款同比少增3316亿元，企业存款同比多增5690亿元。财政存款同比多减231亿元，体现财政支出力度小幅上行。

9月M1增速走低，企业经营预期的改善还需时间。我们认为，随着一揽子增量政策落地起效，信贷社融或先于M1见底回升，化债后节省的财政支出和撬动的政府投资有望拉动企业经营活动回暖。

● **风险提示：**政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

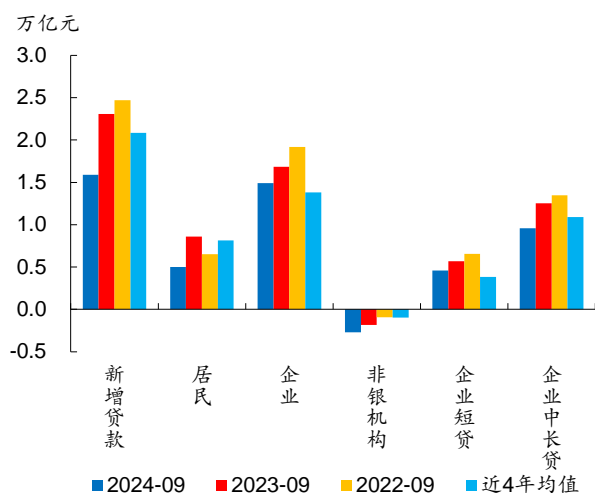
相关研究报告

《台风冲击后出口或将有回补——宏观经济点评》-2024.10.14

《核心通胀延续弱势，期待政策见效——宏观经济点评》-2024.10.13

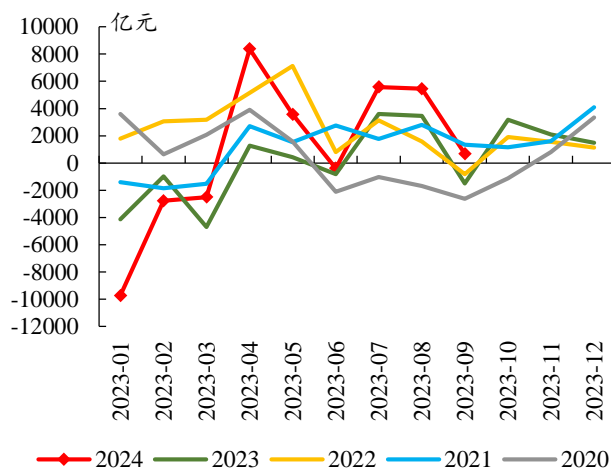
《一线城市二手房成交大幅上升——宏观周报》-2024.10.13

附图 1：9 月新增居民和企业贷款同比增量下滑



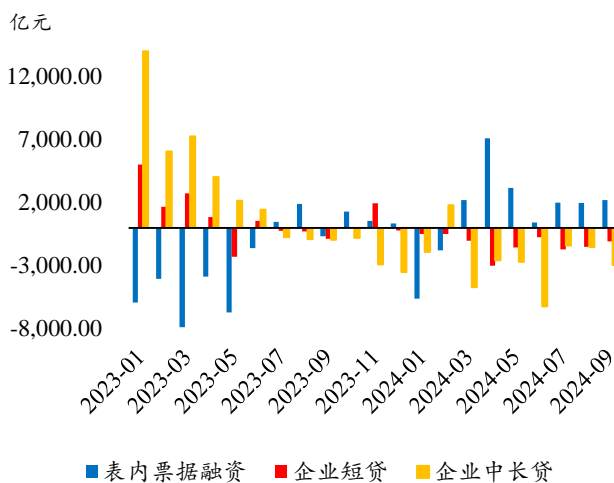
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：9 月票据融资同比多增



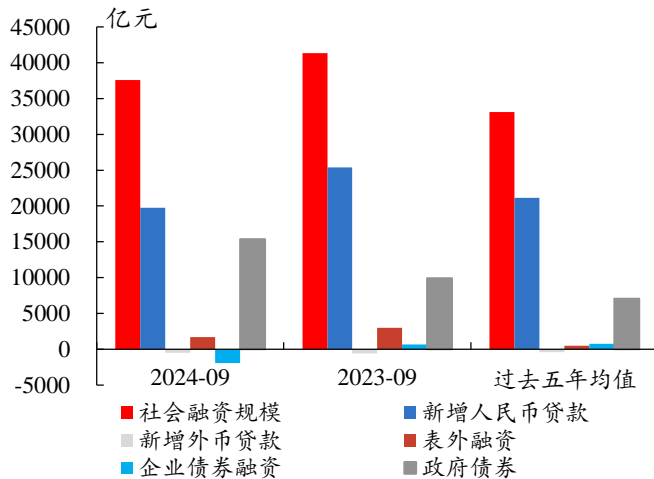
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：9 月新增企业中长贷偏弱



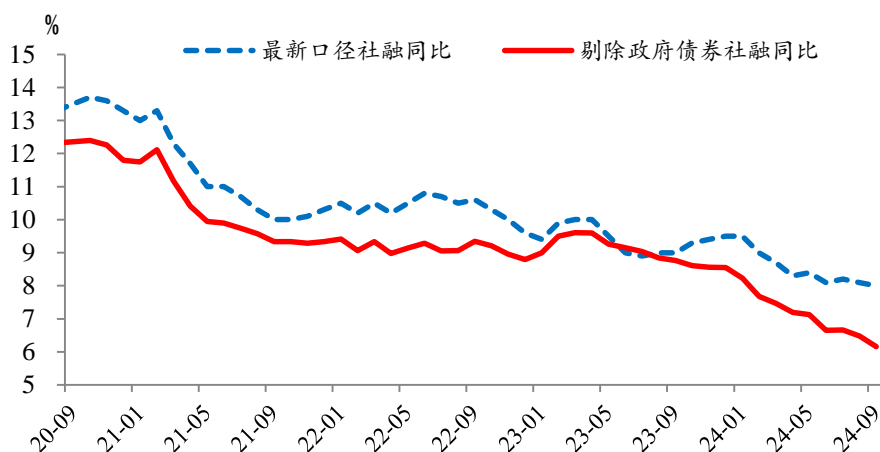
数据来源：Wind、开源证券研究所；

附图 4：9 月社融主要由政府债券拉动



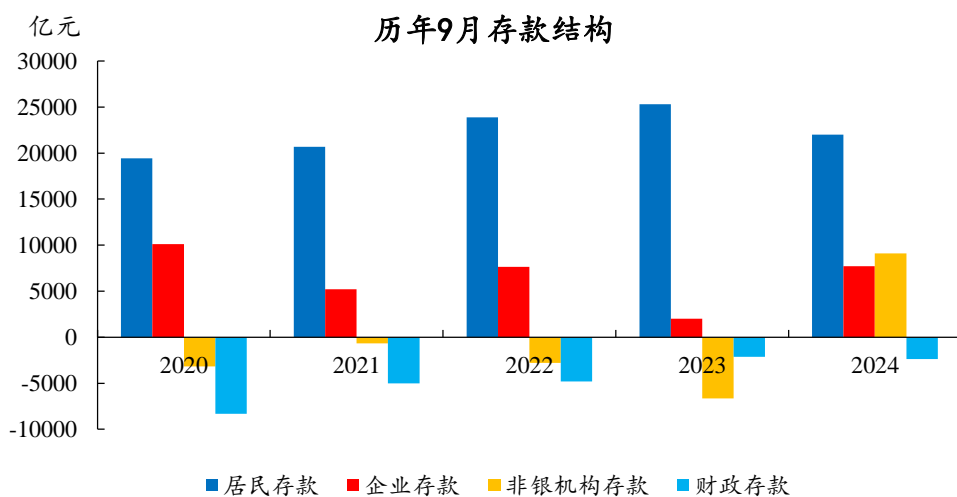
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5: 后续社融增速有望见底回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 6: 9月非银存款超季节性增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn