



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《财政政策应超预期：今年打基础，
明年见成效》 - 2024.10.14

宏观研究

政策频出 呵护信贷需求企稳回暖

● 核心观点

(1) 关注我国经济结构性变化，新增社融和信贷规模的指示性有所弱化。同时，金融服务便利化、金融市场和移动支付等金融创新迅速发展，亦对我国 M1、M2 统计指标有效性产生扰动。不必对连续放缓的信贷需求、M1 同比增速转负，以及 M1 与 M2 同比增速负剪刀差持续走阔过于悲观，需统筹把握短期量的波动与长期趋势性特征，更需跟踪新动能的融资需求情况，观察引领未来经济的新动能增长活力。

(2) 向后看，政策环境显著转暖，金融数据有望逐步改善。9 月金融数据基本与经济基本面相映射。但 9 月以来，稳增长、扩内需的一揽子政策举措不断加码，我国政策环境发生较为显著转变，或将改变经济增长路径，历史数据显示了政策环境变化前的经济基本面情况，对政策环境变化后的指示性有所减弱。此时，更应关注政策变化引发的经济基本面变动情况，或对金融数据产生新的影响。

从当前时点来看，一是稳增长、扩内需相关的一揽子政策措施不断加码，提振市场信心，资本市场率先反映，领先经济基本面改善而回暖。而政策效果显效，或是居民信心修复的关键信号，这会带动居民短贷需求改善。二是房地产市场止跌企稳，是居民中长期贷款同比改善的指示信号。三是积极财政政策带动信用扩张，将会带动社融持续修复。

后续需密切跟踪金融数据变动，逆向观察政策效果显效情况。

● 风险提示：

全球贸易摩擦超预期加剧；政策不及预期；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 信贷需求尚未明显回暖，票据融资冲量特点依然明显.....	4
1.1 经济动能转换引发居民信贷需求持续调整，关注居民信心修复和房地产市场止跌企稳	4
1.2 票据融资冲量热点仍较为明显，新动能保持强劲增长动力.....	5
2 政府债券发行提速，推升新增社融回升	5
3 金融创新扰动 M1 和 M2 指标有效性，M1 与 M2 同比增速负剪刀差进一步走阔.....	6
4 向后看：政策环境显著转暖，金融数据有望逐步改善.....	8
风险提示	8

图表目录

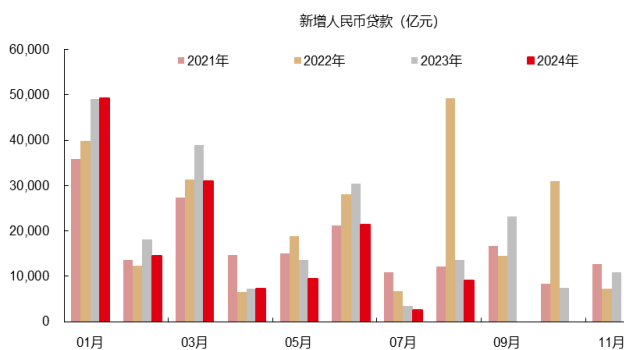
图表 1: 9月新增人民币贷款(亿元)	4
图表 2: 新增贷款及部分分项同比增减(亿元)	4
图表 3: 9月社融同比增减(亿元)	6
图表 4: 9月货币供应(%)	7

1 信贷需求尚未明显回暖，票据融资冲量特点依然明显

9月信贷需求并未显著改善，弱于预期，低于季节性水平。9月新增人民币贷款1.59万亿元，较wind一致预期1.75万亿元低0.16万亿元，环比增加0.69万亿元，同比少增7200亿元，亦弱于季节性水平，为近四年同期低点水平。

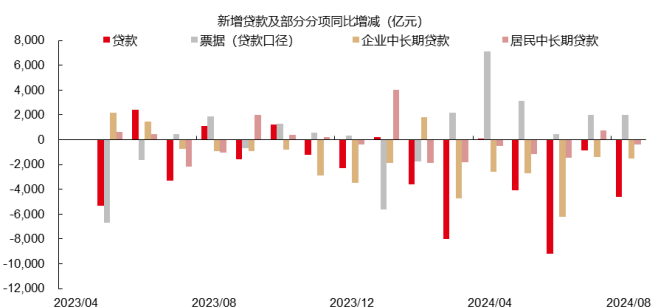
从新增人民币贷款同比变动来看，新增人民币贷款同比少增主要拖累项是居民贷款和企业贷款，票据融资冲量的特点仍较为明显。居民贷款和企业贷款同比分别少增3585亿元和1934亿元；票据融资同比多增2186亿元。

图表1：9月新增人民币贷款（亿元）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表2：新增贷款及部分分项同比增减（亿元）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

1.1 经济动能转换引发居民信贷需求持续调整，关注居民信心修复和房地产市场止跌企稳

(1) 经济动能转换期，往往会伴随产业结构调整，此时结构性失业和摩擦性失业或有所上升，对居民就业和预期产生一定负向冲击，这或冲击居民信心，直接反映是居民短贷同比收缩。

9月居民短期贷款新增2700亿元，同比少增515亿元，连续8个月同比少增，显示居民信心相对较弱。值得注意的是，9月同比少增明显收窄，为近8个月的最高水平，或是因9月以来稳增长政策持续加码，居民信心有所修复。居民信心是否明确回升，且可持续性如何，需要密切跟踪观察。

(2) 传统动能或与居民信贷需求息息相关，如房地产市场，因此，传统动能收缩，会引发居民信贷需求收缩，这是结构调整的正常规律，不用过度悲观，更需关注新动能融资需求增长情况。

9月居民中长期贷款新增2300亿元，同比少增3170亿元，为年内同比少增阶段性新高，或是房地产市场景气度有所走弱，在克而瑞公布1-9月销售业绩排行榜数据亦有所体现。根据克而瑞数据，9月我国百强房企实现销售操盘金额2517.1亿元，环比微增0.2%，同比下降37.7%，降幅较8月进一步扩大近10个百分点。

房地产市场止跌企稳是居民中长期贷款同比改善的指示信号，预计明年居民中长期贷款逐步改善。9月中共中央政治局会议明确强调，要促进房地产市场止跌企稳。年内，稳地产政策不断加码，房地产融资协调机制取得明显成效，517地产新政效果亦逐步显现。与此同时，10月12日财政部召开新闻发布会，强调拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，为地方政府腾出财力空间，在此基础上，允许专项债用于土地收储、支持收购存量房等政策效果有望加速显效，将促进房地产市场止跌企稳。

1.2 票据融资冲量热点仍较为明显，新动能保持强劲增长动力

9月企业新增贷款同比少增，但好于季节性。9月，企业新增贷款1.49万亿元，同比少增1934亿元，好于季节性水平，较近五年同期均值高1823.8亿元。

从结构看，**票据融资仍是企业新增信贷的主要来源之一。**（1）企业中长期贷款9600亿元，同比少增2944亿元，弱于季节性，较近五年均值9859.4亿元低259.4亿元。（2）企业新增短期贷款4600亿元，同比少增1086亿元。（3）票据融资686亿元，同比多增2186亿元，仍为主要增长点。背后原因应仍是有效需求不足，银行将代表企业信用的未贴现票据转化为代表银行信用的表内票据融资。

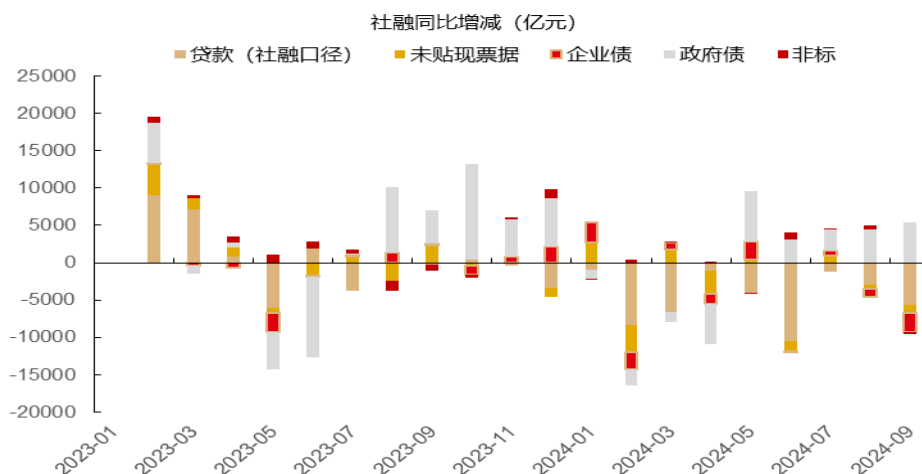
值得关注的是，**传统动能放缓带动部分信贷需求走弱，而引领经济发展的新动能信贷需求保持高速增长。**根据央行数据，9月末，普惠小微贷款同比增长14.5%，高技术制造业中长期贷款同比增长12%，“专精特新”企业贷款同比增长13.5%，均快于全部贷款增速。

2 政府债券发行提速，推升新增社融回升

新增社融数据并未呈现显著性变化，政府债券发行节奏加速，带动新增社融回升，好于预期和季节性水平。9月新增社融3.76万亿元，好于预期，较wind一致预期3.52万亿元高0.24万亿元，亦好于季节性，较近五年均值3.31万亿元高0.45亿元。从新增社融分项同比变化来看，政府债券融资仍是主要支撑，这与专项债券发行节奏后置有关；实体经济信贷融资、企业债券和股票融资同比少增，仍是主要拖累。

从主要分项看，（1）社融统计口径下，实体经济的新增信贷融资2.19万亿元，同比少增1.05万亿元。再次强调，在经济增长动能转换期，势必带来实体经济信贷融资需求放缓，特别是从投资驱动向创新驱动的转变过程中，不用过于悲观，只要经济不出现“失速”问题，更应关注新动能的培育情况。根据前文企业信贷融资需求分析，高技术制造业、科技型制造业和“专精特新”企业信贷需求显著扩张，显示新动能增长势头强劲。（2）特别国债发行，叠加专项债发行节奏明显提速，政府债券融资同比多增，成为新增社融同比多增的主要支撑，符合预期。（3）新增企业债券融资-1926亿元，同比少增2576亿元。

图表3：9月社融同比增减（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 金融创新扰动 M1 和 M2 指标有效性，M1 与 M2 同比增速负剪刀差进一步走阔

（1）金融创新降低居民现金需求，M0 同比增速放缓带动 M1 同比增速走弱。

9月M1同比增长-7.4%，较上期回落0.1个百分点，M1同比增速连续六个月负增长，跌幅进一步扩大。值得注意的是，本月M1同比增速延续放缓，与之前有明显差异，本月M1同比增速下降主要是M0同比增速放缓带动，而非企业存款变化导致。9月M0同比增速为11.5%，较8月下降0.7个百分点，而9月企业新增人民币存款7700亿元，同比多增5690亿元。

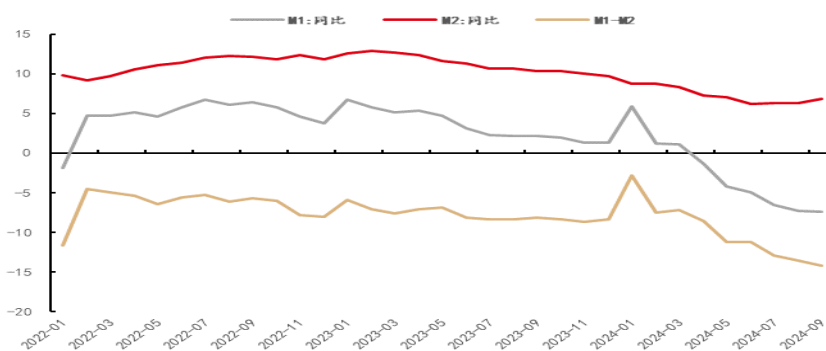
M0同比增速放缓，显示居民对现金需求减少，背后或是金融服务便利化、金融市场和移动支付等金融创新迅速发展的结果，如移动支付普及度提升，居民减少对现金持有量，这与我们前期强调的观点相吻合，不应过分夸大M1同比增速转负的风险，需要关注金融创新导致的统计口径调整的影响（详见报告《新动能结构性亮点凸显，增量货币政策可期》）。

(2) M2同比增速回升，主因或是理财资金回流证券账户，财政支出力度增大

9月M2同比增速6.8%，较8月回升0.5个百分点。我们理解，应该主要来自两方面力量：一是理财资金回流证券账户。近期一揽子增量政策持续加码落地，提振市场信心，9月资本市场显著回升，或带动理财资金向证券账户流动，推升M2同比增速。根据普益标准发布的数据，截至9月30日，银行理财产品规模回落至29.27万亿，较8月末环比减少7826亿元。二是从存款变化来看，新增财政存款同比少增231亿元，财政支出力度增大，带动M2同比增速回升。

(3) M1与M2同比增速负剪刀差走阔，部分原因或是金融创新发展或对统计指标有效性产生扰动，M1与M2同比增速剪刀差的指示作用或有所弱化。

图表4：9月货币供应（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 向后看：政策环境显著转暖，金融数据有望逐步改善

9月金融数据并未发生明显变化，基本与经济基本面相映射。但9月底以来，中共中央政治局会议、“一行两会”新闻发布会以及近期财政部新闻发布会，均释放重要信息，稳增长、扩内需的一揽子政策举措不断加码，我国政策环境发生较为显著的变化，这或将改变经济增长路径，而历史数据仅映射了政策环境变化前的经济基本面，对政策环境变化后的经济基本面指示性有所减弱。此时，更应关注政策变化引发的经济基本面变动情况，这或对金融数据带来新的变动。

从当前时点来看，（1）稳增长、扩内需相关的一揽子政策措施不断加码，提振市场信心，资本市场率先反应，领先经济基本面改善而回暖。而政策效果显效，或是居民信心修复的关键信号，会带动居民短贷需求改善。（2）根据前文分析，房地产市场止跌企稳，是居民中长期贷款同比改善的指示信号。（3）积极财政政策带动信用扩张，将会带动社融持续修复。后续需密切跟踪金融数据变动，可逆向观察政策效果显效情况。

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；政策效果不及预期；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048