

证券研究报告/宏观定期报告

2024 年 10 月 15 日

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

Email: zhangdl01@zts.com.cn

相关报告

- 1、《出口超预期回落，偶发因素是主因》2024-10-15
- 2、《美联储面对平衡双重使命的挑战》2024-10-13
- 3、《物价视角看政策转向》2024-10-13

报告摘要

10月14日，中国人民银行公布2024年9月金融数据。2024年9月新增社融约3.76万亿元，高于市场预期的3.52万亿元，同比少增约3565亿元。9月新增人民币贷款1.59万亿元，低于市场预期的1.75万亿元，同比少增7200亿元。9月份货币供应量M1、M2同比分别为-7.4%和6.8%，其中M1同比较前值回落0.1个百分点，M2同比较前值提高0.5个百分点。

社融主要分项中，9月社融口径人民币贷款新增规模为19742亿元，低于近5年的同期均值（21119亿元），同比少增5627亿元。实体有效需求不足的情况仍在延续。

表外融资方面，9月新增表外融资额1710亿元，同比少增1297亿元。其中，9月新增信托贷款仅6亿，同比少增396亿元，虽然近期地产政策有诸多超预期放松，但由于政策传导存在时滞，因此9月相关非标需求依然低迷。9月新增表外票据1312亿元，同比少增1085亿。9月新增委托贷款392亿元，较去年同期多增184亿元，主要源于近期各地公积金贷款新政频出，有效提振了公积金贷款需求。

直接融资方面，9月非金融企业股票融资为128亿元，较去年同期减少198亿元，IPO与再融资节奏依然维持低位。企业债券、政府债券9月新增金额分别为-1926亿元、15357亿元，较去年同期分别减少2576亿元、多增5437亿元。信用债二级市场持续调整，影响了企业债券融资；9月政府债是对社融最重要的贡献项，表明财政融资端正在提速。

人民币贷款方面，2024年9月新增人民币贷款为15900亿，同比少增7200亿元。结构上看，9月，新增居民贷款连续8个月同比少增，新增企业中长期贷款已连续7个月同比少增。9月新增票据融资686亿元，较去年同期多增2186亿元，银行通过票据来“冲量”的动力依然很强。

9月新增人民币存款3.74万亿，同比多增1.5万亿。分项来看，主要是非银存款贡献，9月下旬一系列政策的出台提振股市行情，投资者的风险偏好相应提升，大量资金从理财等渠道转向证券公司客户保证金。

9月M2同比为6.8%，增速较前值走阔0.5个百分点。M1同比增速较前值回落0.1个百分点至-7.4%，再创历史新低。

总的来说，9月新增社融结构表现分化，主要是政府债券和表内票据融资在支撑，企业和居民的内生性融资需求继续走弱，M1增速已经连续6个月为负。9月下旬政策转向，10月12日财政部领导出席国新办发布会，对于完成全年预算目标、化债、中央举债空间等话题均有超预期的表态。关注增量财政政策的规模和落地节奏，短期它们将是影响金融数据和经济指标的最关键变量。

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期，信息更新不及时的风险。

内容目录

1. 社融同比少增，政府债券仍是主要支撑.....	3
2. 居民与企业新增贷款均少增.....	4
3. M1 同比再创历史新低.....	4
风险提示.....	5

图表目录

图表 1： 2024 年 9 月社融存量同比为 8.0%.....	3
图表 2： 近两年 9 月的社融各分项新增规模对比.....	4
图表 3： 9 月人民币贷款主要分项多数弱于去年同期.....	4
图表 4： BCI 指数已连续四个月处于收缩区间.....	4
图表 5： 9 月 M2-M1 剪刀差继续走阔.....	5

- 10月14日，中国人民银行公布2024年9月金融数据。2024年9月新增社融约3.76万亿元，高于市场预期的3.52万亿元，同比少增约3565亿元。9月新增人民币贷款1.59万亿元，低于市场预期的1.75万亿元，同比少增7200亿元。9月M1、M2同比分别为-7.4%和6.8%，其中M1同比较前值回落0.1个百分点，M2同比较前值提高0.5个百分点。

1. 社融同比少增，政府债券仍是主要支撑

- 2024年9月新增社融约为3.76万亿元，较最近5年的同期均值（3.32万亿元）多增4385亿元，同比少增3565亿元。9月末社融存量同比为8.0%，较前值小幅回落0.1个百分点，是公布数据以来的最低水平。

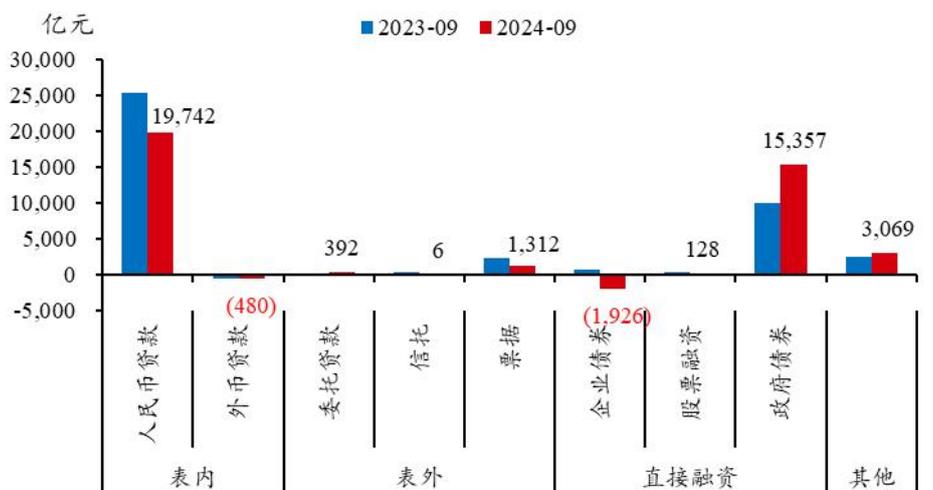
图表 1：2024 年 9 月社融存量同比为 8.0%



来源：WIND，中泰证券研究所

- 分结构来看：
 - 9月社融口径人民币贷款新增规模为19742亿元，低于近5年的同期均值（21119亿元），同比少增5627亿元，实体有效需求不足的情况仍在延续。
 - 表外融资方面，9月新增表外融资额1710亿元，同比少增1297亿元。其中，9月新增信托贷款仅6亿元，同比少增396亿元，虽然近期对于稳地产有诸多表述，但由于政策传导存在时滞，因此9月相关非标需求依然低迷。9月新增表外票据1312亿元，同比少增1085亿元。9月新增委托贷款392亿元，较去年同期多增184亿元，主要源于近期各地公积金贷款新政频出，有效提振了公积金贷款需求。
 - 直接融资方面，9月非金融企业股票融资为128亿元，较去年同期减少198亿元，IPO与再融资节奏依然维持低位。企业债券、政府债券9月新增金额分别为-1926亿元、15357亿元，较去年同期分别减少2576亿元、多增5437亿元。信用债二级市场持续调整，影响了企业债券融资。9月政府债是对社融最重要的贡献项，财政融资端提速。在10月12日国新办发布会上，财政部领导介绍，中国财政有足够的韧劲，通过采取综合性措施，可以实现收支平衡，完成今年预算目标，预计政府债短期将继续是社融的重要贡献项。

图表 2：近两年 9 月的社融各分项新增规模对比

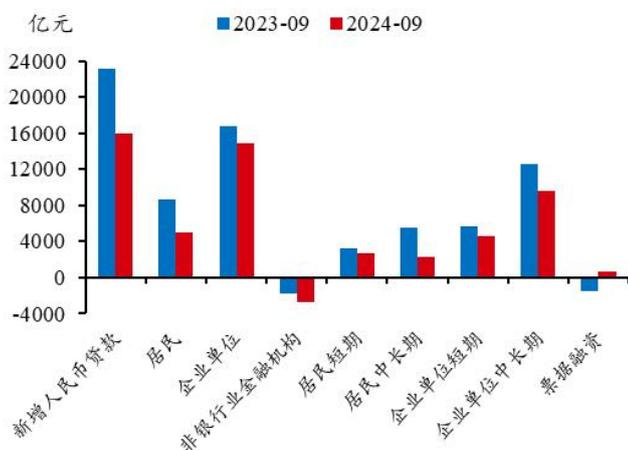


来源：WIND，中泰证券研究所

2. 居民与企业新增贷款均少增

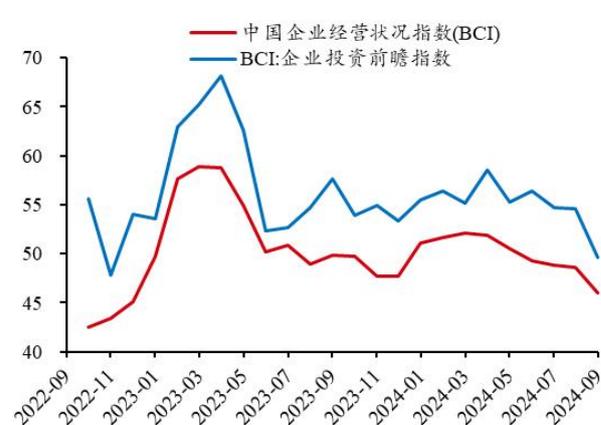
- 2024 年 9 月新增人民币贷款为 15900 亿，同比少增 7200 亿元，明显低于过去 5 年同期的均值（20060 亿元）。分项来看，9 月新增居民贷款 5000 亿、新增企业贷款 14900 亿，和去年同期相比分别少增 3585 亿、少增 1934 亿。
- 9 月，新增居民贷款连续 8 个月同比少增。其中，9 月新增居民短贷 2700 亿元，比去年同期（3215 亿元）少增 515 亿元，居民消费动力延续不足。9 月新增居民中长期贷款 9600 亿元，较去年同期（12544 亿元）少增 2944 亿元，与 9 月地产销售数据仍偏弱相对应。
- 9 月新增的企业短期和中长期贷款，分别比去年同期少增 1086 亿元、少增 2944 亿元。其中，新增企业中长期贷款已连续 7 个月同比少增。截至今年 9 月，官方制造业 PMI 已连续第五个月处于收缩区间，BCI 指数连续四个月处于收缩区间。尽管贷款利率已经降至历史低位，但有效需求不足、预期偏弱，企业内生性的信贷需求低迷。9 月新增票据融资 686 亿元，较去年同期多增 2186 亿元，银行通过票据来“冲量”的动力依然很强。

图表 3：9 月人民币贷款主要分项多数弱于去年同期



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 4：BCI 指数已连续四个月处于收缩区间

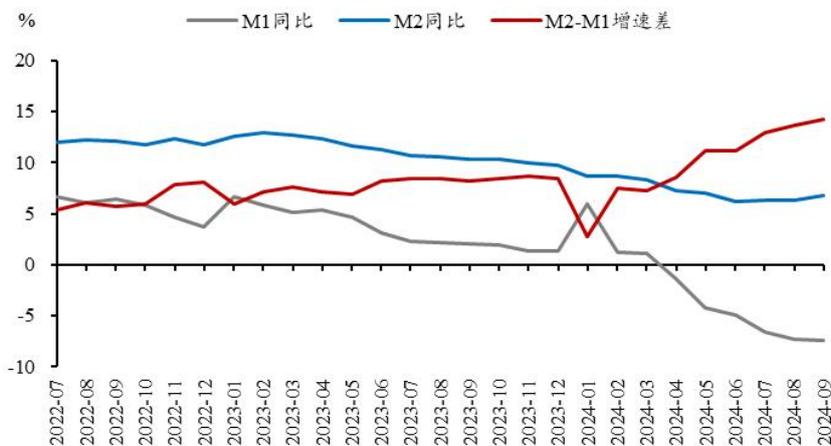


来源：WIND，中泰证券研究所

3. M1 同比再创历史新低

- **9月新增人民币存款3.74万亿，同比多增1.5万亿。**其中，9月新增居民存款22000亿元，同比少增3316亿元，居民存款同比少增，可能和部分资金流入股市有关。9月新增**非金融企业存款**7700亿，同比多增5690亿元。在新增企业信贷偏弱的情况下，企业存款同比多增，可能和大规模设备更新、消费品以旧换新政策深入推进后，资金从财政流向企业有关。9月新增**非银存款**9100亿元，同比多增15750亿元，是新增人民币存款的最主要支撑，主要因为9月下旬一系列政策的出台提振股市行情，投资者的风险偏好相应提升，大量资金从理财等渠道转向证券公司客户保证金。9月新增**财政存款**-2358亿元，同比多减231亿元，考虑到政府债券融资同比大幅多增，或可印证财政支出在提速。
- **9月M2同比为6.8%，增速较前值走阔0.5个百分点。9月M1同比增速较前值回落0.1个百分点至-7.4%，再创历史新低。**M1同比持续回落，反映企业不愿扩大资本支出，预期仍偏弱。M2-M1的剪刀差，较上月走阔0.6个百分点至14.2%，资金活化不足，经济修复的基础仍待巩固。

图表5：9月M2-M1剪刀差继续走阔



来源：WIND，中泰证券研究所

- 总的来说，9月新增社融结构表现分化，主要是政府债券和表内票据融资在支撑，企业和居民的内生性融资需求继续走弱，M1增速已经连续6个月为负。9月下旬政策转向，10月12日财政部领导出席国新办发布会，对于完成全年预算目标、化债、中央举债空间等话题均有超预期的表态。关注增量财政政策的规模和落地节奏，短期它们将是影响金融数据和经济指标的最关键变量。

风险提示

- 政策变动，经济恢复不及预期，信息更新不及时的风险。

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。