

关注下阶段社融变化

——9月社融数据点评



日期：2024年11月01日

分析 郑嘉伟
师：E- zhengjiawei@yongxingsec.c
mail: om

SAC S1760523080003

编号：

相关报告：

《本轮增量财政政策如何发力？》

——2024年10月15日

《美联储降息对国内债券市场的影响》

——2024年10月08日

《中国资产价格有望迎来全面修复
——9月中央政治局会议点评》

——2024年09月30日

■ 核心观点

事件：2024年10月14日，央行公布9月金融统计数据：9月末广义货币M2同比增长6.80%，高于前值0.5个百分点；狭义货币M1同比下降7.40%，增速回落0.10个百分点。9月末社会融资规模存量同比增长8%；2024年前三季度社会融资规模增量累计为25.66万亿元，比上年同期少3.68万亿元。

政府融资支撑社融环比改善。9月社融同比增速为8.00%，较前值降0.1个百分点；9月新增社融初值为37,604亿元，较上年同期减少3,596亿元。社融口径下信贷延续回升态势：9月新增人民币贷款为19,742亿元，环比较前值增加7,311亿元，比上年同期减少3,692亿元；政府融资作为社融的重要支撑，其融资规模的增加有助于稳定社融增速：

9月政府债券净融资15,357亿元，比上年同期多5,437亿元；9月企业债券融资为-1,926亿元，同比少增2,576亿元，对社融增速产生一定拖累作用。此外，9月新增非标融资1,710亿元，同比少增1,297亿元。基数效应或扰动9月信贷数据。从企业端信贷结构看，票据融资冲量现象延续，整体信贷需求依然偏低。具体来看，票据融资规模为686亿元，占新增贷款比重下降；9月企业中长期贷款增加9,600亿元，企业短期贷款增加4,600亿元，在金融数据“挤水分”背景下，其或受基数效应扰动较上年有所减少，但环比来看在三季度呈现逐月改善态势。从居民端来看，新增信贷环比有所改善，或显现积极信号。

M1与M2剪刀差走阔。9月M1同比增速为-7.40%，较前值降0.10个百分点；M2同比增速为6.80%，较前值升0.5个百分点。M1-M2剪刀差绝对值走阔至14.20pct。此外，9月份社融与M2增速差维持在正区间为1.20pct，较前值回落0.6个百分点。我们认为，M1-M2剪刀差走阔表明企业投资意愿仍待进一步提升。从存款数据来看，居民与非银金融机构存款呈现分化特征。

■ 投资建议

随着政策的逐步落地和发力，预计未来社融数据将有所改善。我们认为，目前社融增长主要在于政府融资的支撑，信贷仍是社融的主要部分，但增速有所放缓，这可能与当前经济环境、政策调控以及银行风险偏好等因素有关；9.24新政之后，央行下调存款准备金率0.5个百分点，向金融市场提供长期流动性约1万亿元；7天逆回购操作利率下调0.2个百分点，引导LPR报价和存款利率同步下行；降低存量房贷利率和房贷首付比例，创设证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)等，一揽子政策效果尚未完全传导至金融数据上，未来随着政策的逐步落地和发力，将对社融数据产生积极影响。短期受市场情绪等偶发性因素影响，现券收益率出现震荡行情，大幅调整仍是机会。

■ 风险提示

地缘政治风险；美联储货币政策超调；海外经济增速不及预期；国内物价变化超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超预期。

正文目录

1. 关注下阶段社融变化	3
2. M1 与 M2 剪刀差走阔	5
3. 投资建议	6
4. 风险提示	6

图目录

图 1: 社融口径下其及各分项当月值(亿元)	3
图 2: 社融口径各分项变动情况(亿元)	4
图 3: 当月新增人民币信贷分项较上年同期变化(亿元)	4
图 4: 居民部门与制造业融资需求(亿元)	4
图 5: 政府债发行进度	4
图 6: 企业债发行规模(亿元)	4
图 7: 非标融资(亿元)	5
图 8: 近 3 年政府债券及企业债当月发行(亿元)	5
图 9: M1、M2 同比涨跌幅(%)	5
图 10: 企业投资意愿(社融与 M2 同比增速差)	5
图 11: 新增人民币存款(亿元)	6

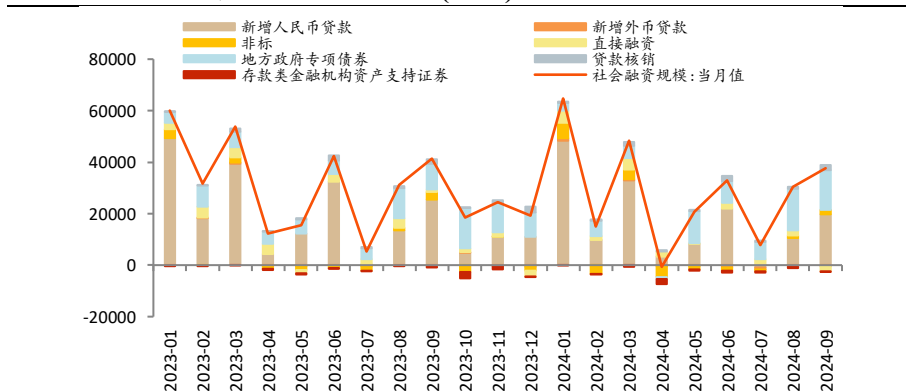
事件：2024年10月14日，央行公布9月金融统计数据：9月末广义货币M2同比增长6.80%，高于前值0.5个百分点；狭义货币M1同比下降7.40%，增速回落0.10个百分点。9月末社会融资规模存量同比增长8%；2024年前三季度社会融资规模增量累计为25.66万亿元，比上年同期少3.68万亿元。

1. 关注下阶段社融变化

政府融资支撑社融环比改善。9月社融同比增速为8.00%，较前值降0.1个百分点；9月新增社融初值为37,604亿元，较上年同期减少3,596亿元。社融口径下信贷延续回升态势：9月新增人民币贷款为19,742亿元，环比较前值增加7,311亿元，比上年同期减少3,692亿元；政府融资作为社融的重要支撑，其融资规模的增加有助于稳定社融增速：9月政府债券净融资15,357亿元，比上年同期多5,437亿元；9月企业债券融资为-1,926亿元，同比少增2,576亿元，对社融增速产生一定拖累作用。此外，9月新增非标融资1,710亿元，同比少增1,297亿元，其中，委托贷款增加392亿元，同比多增184亿元；信托贷款增加6亿元，同比少增396亿元；未贴现的银行承兑汇票增加1,312亿元，同比少增1,085亿元。

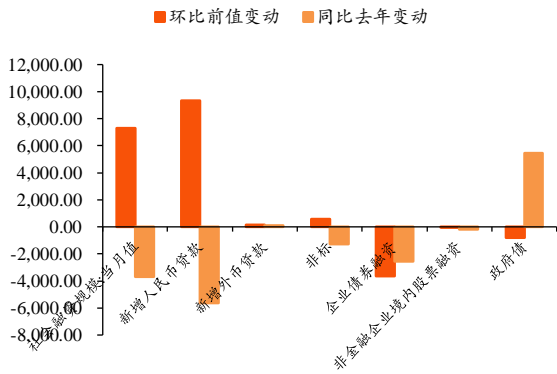
基数效应或扰动9月信贷数据。9月金融机构口径下新增人民币贷款15,900亿元，同比少增7,200亿元，环比有所改善。从企业端信贷结构看，票据融资冲量现象延续，整体信贷需求偏低。具体来看，票据融资规模为686亿元，占新增贷款比重下降；9月企业中长期贷款增加9,600亿元，企业短期贷款增加4,600亿元，在金融数据“挤水分”背景下，其或受基数效应扰动较上年有所减少，但环比来看在三季度呈现逐月改善态势；总体9月企业贷款增加14,900亿元，同比少增1,934亿元。从居民端来看，新增信贷环比有所改善，或显现积极信号。9月居民贷款增加5,000亿元，环比多增3,100亿元。其中，居民短期和中长期贷款分别增加2,700亿元和2,300亿元。我们认为，9月底推出的一揽子宏观政策效果暂未完全传导至金融数据，预计未来随着政策的逐步落地和发力，将对社融数据产生积极影响。

图1:社融口径下其及各分项当月值(亿元)



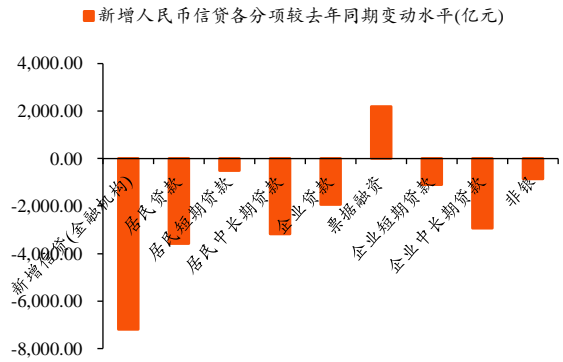
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:社融口径各分项变动情况(亿元)



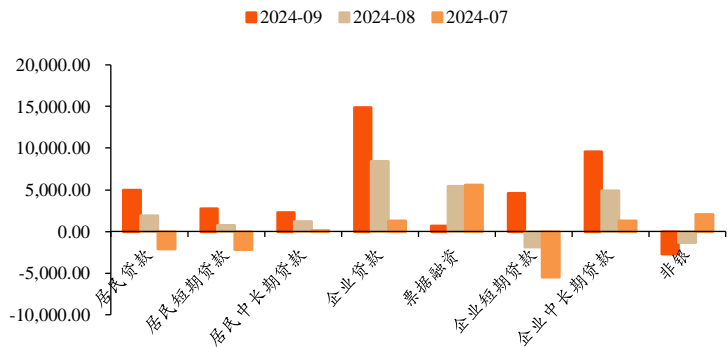
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:当月新增人民币信贷分项较上年同期变化(亿元)



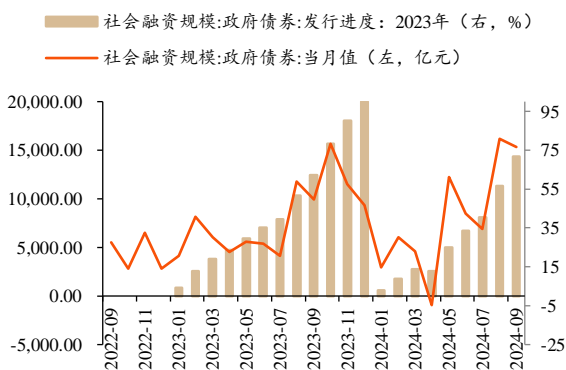
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:居民部门与制造业融资需求(亿元)



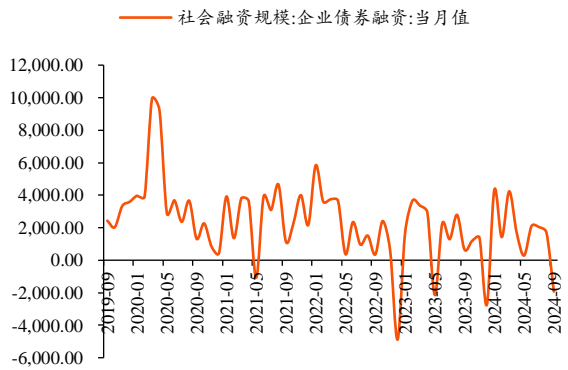
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:政府债发行进度



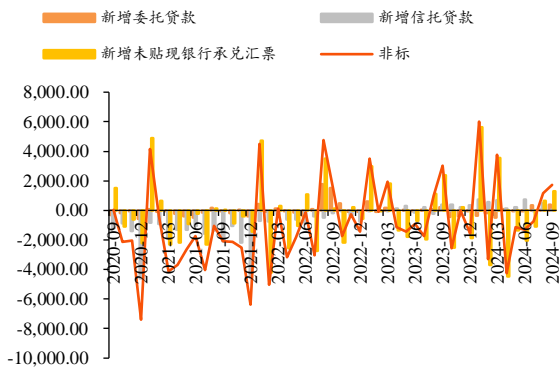
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:企业债发行规模(亿元)



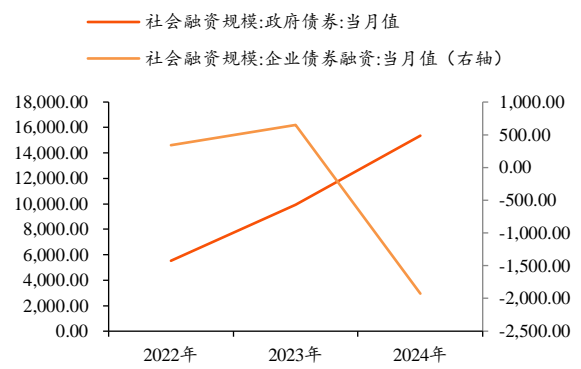
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:非标融资(亿元)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:近3年政府债券及企业债当月发行(亿元)



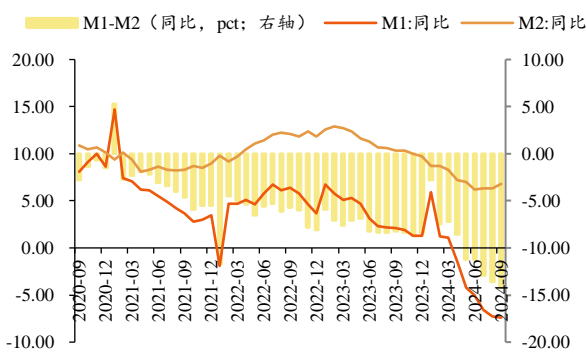
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. M1 与 M2 剪刀差走阔

M2 回升 M1 回落, M1 与 M2 剪刀差走阔。9月 M1 同比增速为-7.40%，较前值降 0.10 个百分点；M2 同比增速为 6.80%，较前值升 0.5 个百分点。M1-M2 剪刀差绝对值走阔至 14.20pct。此外，9 月份社融与 M2 增速差维持在正区间为 1.20pct，较前值回落 0.6 个百分点。我们认为，M1-M2 剪刀差走阔表明企业投资意愿仍待进一步提升。

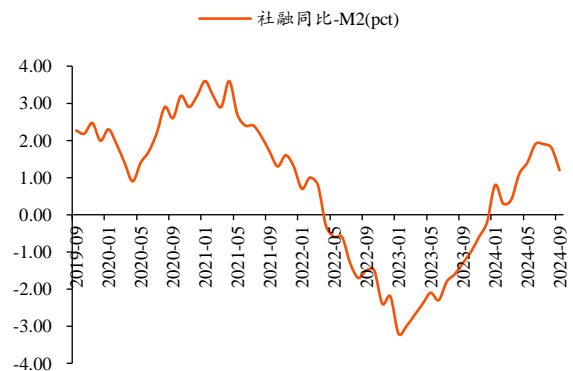
从存款数据来看，居民与非银金融机构存款呈现分化特征：9 月住户存款增加 22,000 亿元，比上年同期少增 3,316 亿元；而非银行业金融机构存款增加 9,100 亿元，同比多增 15,750 亿元。此外，9 月非金融企业存款增加 7,700 亿元，同比多增 5,690 亿元；而财政性存款减少 2,358 亿元，同比多减 231 亿元。

图9:M1、M2 同比涨跌幅(%)

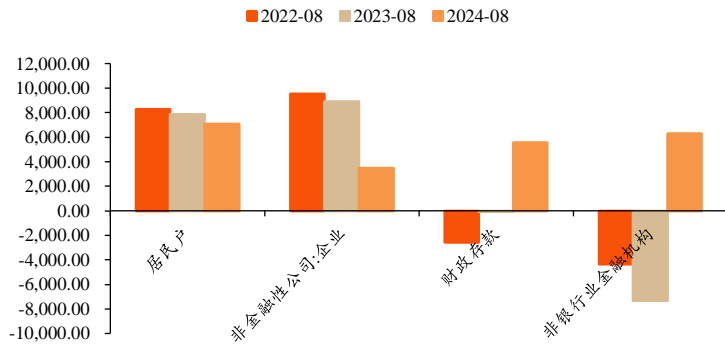


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:企业投资意愿(社融与 M2 同比增速差)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图11:新增人民币存款(亿元)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 投资建议

随着政策的逐步落地和发力, 预计未来社融数据将有所改善。我们认为, 目前社融增长主要在于政府融资的支撑, 信贷仍是社融的主要部分, 但增速有所放缓, 这可能与当前经济环境、政策调控以及银行风险偏好等因素有关; 9.24 新政之后, 央行下调存款准备金率 0.5 个百分点, 向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元; 7 天逆回购操作利率下调 0.2 个百分点, 引导 LPR 报价和存款利率同步下行; 降低存量房贷利率和房贷首付比例, 创设证券、基金、保险公司互换便利 (SFISF) 等, 一揽子政策效果尚未完全传导至金融数据上, 未来随着政策的逐步落地和发力, 将对社融数据产生积极影响。短期受市场情绪等偶发性因素影响, 现券收益率出现震荡行情, 大幅调整仍是机会。

4. 风险提示

地缘政治风险: 俄乌地缘政治冲突加剧, 不确定性增加;

美联储货币政策超调: 美联储加息或者降息步伐会有随市场变化进行调整, 存在超出市场预期的可能;

海外经济增速不及预期: 海外经济数据暂不完整, 存在经济增速不及预期可能;

国内物价变化超市场预期: 国内经济数据暂不完整, 存在物价指数变化超预期可能;

上市公司业绩不及预期: 上市公司业绩披露暂不完整, 存在业绩不及预期可能;

市场波动超预期: 市场波动存超预期可能。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。