

化债将至，M2与社融背离会否持续？

事件点评

金融数据速评（2024.10）

投资要点

- ◆ **信贷延续少增而跌幅有所收窄，新一轮地产放松居民短贷有所改善，化债对企业中长贷的削减效应持续显现。**10月新增信贷5000亿，同比少增2384亿，维持连续少增的降温态势而少增幅度有所收窄，企业中长贷代替居民部门成为最主要的拖累：1）10月居民户新增贷款1600亿，低基数背景下同比多增1946亿，这也是2月以来的首次转为多增；其中居民短贷和中长贷分别同比多增1543亿和393亿，显示新一轮地产放松政策（包括调降存量房贷利率、LPR下调、首付比例结构性下调等）开始对居民部门去杠杆趋势起到一定缓和作用；但与消费相关度更高的短贷改善更为明显，也凸显出近三年半以来的地产需求降温可能更多与人口结构、产业布局倾斜所导致的房价收入比分化等中长期因素更为相关，地产需求何时探至底部尚待观察确认。2）10月新增企业中长贷仅1700亿，在基数大幅偏低的背景下再度同比大幅少增2128亿，延续了近8个月以来的连续同比显著少增的格局，在化债方案落地、严控新增隐债的背景下，新增基建投资当前更强调小循环盈亏平衡的质量，并随着存量隐债占用的企业贷款逐步得到置换和清偿，企业部门杠杆率在未来三年或将趋于下降，而基建投资增速预计止跌趋平。
- ◆ **政府发债仍多但与去年错峰，社融高基数下同比少增，政府杠杆逐步置换企业杠杆格局初现。**10月新增社融1.4万亿，同比再度大幅少增4483亿，但较大程度上与去年同期的高基数有关。具体到分项环节，去年专项债以及再融资债集中于10月发行，今年发行高峰提前至9月，10月新增政府债券融资仍然达到1.05万亿，同比极高基数背景下少增5142亿，财政部所提及的用于置换隐债的未使用地方债限额或已开始发行。人民币贷款则受上文所述企业部门债务融资需求降温而持续偏弱。此外表外三项（委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票）合计同比多增1129亿，企业债券则少增163亿，变化幅度相对都较小。10月社融存量同比再度下行0.2个百分点至7.8%的新低。最近几个月以来，政府杠杆逐步替代置换企业杠杆的格局日渐显现，2025年化债方案开始大规模实施，预计新增社融仍将总体可控同时上述结构优化提质增效的表现或将更为清晰。
- ◆ **M2与贷款社融背离扩大，理财赎回进入资本市场、公共财政透支存款是两大主要原因，也都具有较强暂时性特征。企业信心提振新房销售回温，M1跌幅9个月来首次收窄。**10月M2同比大幅回升0.7个百分点至7.5%，连续第二个月反弹，与进一步下行的贷款余额和社融存量增速背离扩大，主要体现两方面原因：其一是资本市场近期热度提升，居民继续赎回理财产品投向股票市场，10月非银金融机构存款同比再度多增5732亿，连续第三个月多增而增幅收窄；其二是10月广义财政支出力度增大并超过收入增幅，对存量财政性存款形成透支，令后者对M2的抵冲作用有所减弱，但同时也关注到专项债用于投资的资金使用进度偏慢，这可能意味着公共预算财政支出增速正在以更大的幅度提升。近期消费补贴和地产政策放松对企业流动性形成一定的短期改善作用，10月M1同比跌幅收窄0.7个百分点至-6.1%，为近9个月首次跌幅收窄。
- ◆ **化债将至，M2与社融背离会否持续？**近期财政货币政策形成密切配合的格局，从货币端来看，一方面房地产开发投资、基建投资相关的企业和政府部门新增债务融资需求在当前经济结构优化、债务效率谋求提升的阶段难以短期明显抬升；另一方面，化债方案已明确落地，减轻地方政府短期化债所导致的财政紧缩压力的同时，也非常强调严控新增隐债，这意味着隐债置换可能形成政府债务与被隐债占用的企业债务之间的此消彼长关系，从而前者推进越快，企业中长贷可能少增越多，信贷余额和社融存量增速何时能从当前的下行趋势中扭转或筑底企稳，都将主要取决于房地产市场“L型”拐点出现的时间，我们预计在2025年中附近。而与两者近期背离扩大的M2，其推升因素更多具有短期特征，化债加快推进的同时，2025年公共财政赤字率具备显著提升的政府债务空间基础，透支财政存款的方式预计不会持续成为主要的政府融资方式。我们维持12月降准50BP以提供必要的长期流动性支持的预测不变，维持年底前不再降息，2025年支持性降息30-40BP并降准100BP的预测不变。
- ◆ **风险提示：**货币宽松力度小于预期风险。

分析师

秦泰

SAC执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

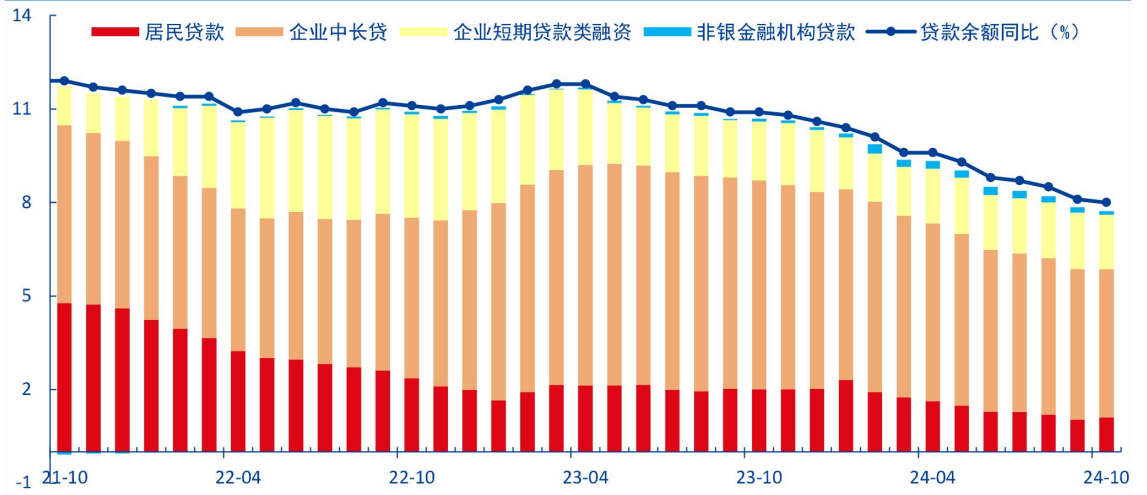
相关报告

服务回稳扰动消退，商品补贴降价促销——

CPI、PPI点评（2024.10） 2024.11.9

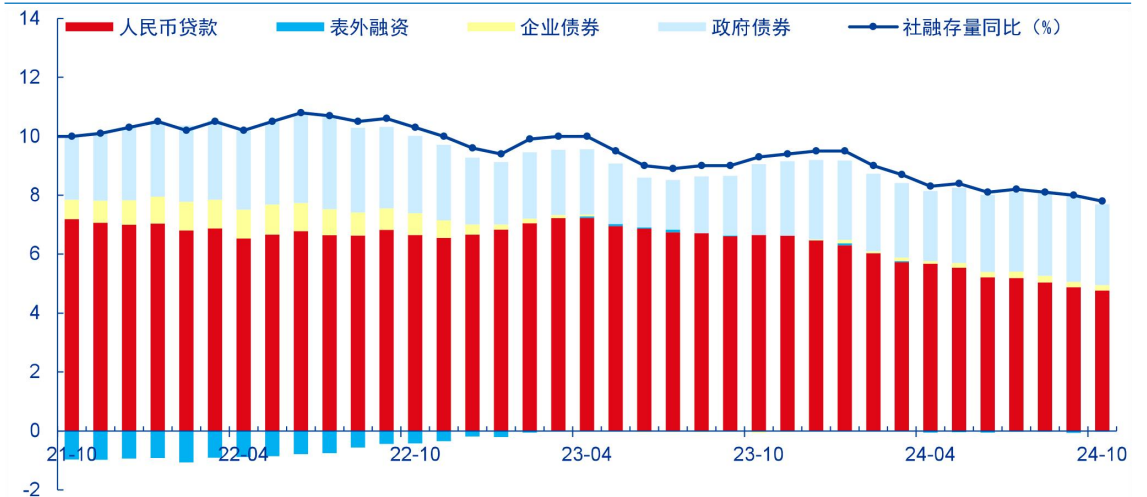
10万亿化债：深层路径及广泛影响
2024.11.9剖析货币政策的“支持性”和“精准性”——
《货币政策执行操作》（2024Q3）点评
2024.11.8悬念延迟：鲍威尔2025年还能降多少？——
美联储FOMC会议点评（2024.11）
2024.11.8美国大选、欧盟关税落地，反弹之后出口如何
展望？——国际贸易数据点评（2024.10）
2024.11.7

图 1：贷款余额同比及贡献结构（%）



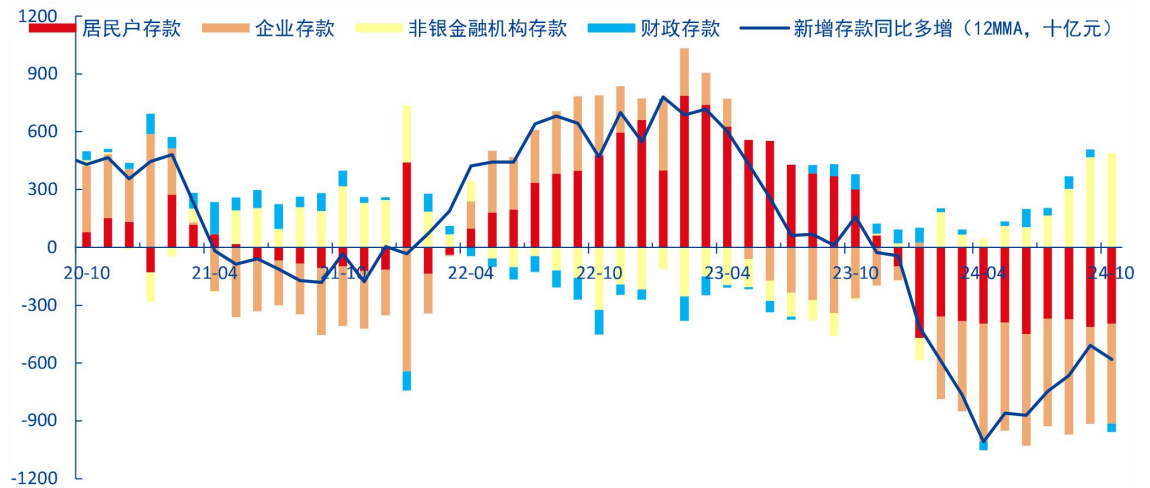
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：社融存量同比及贡献结构（%）



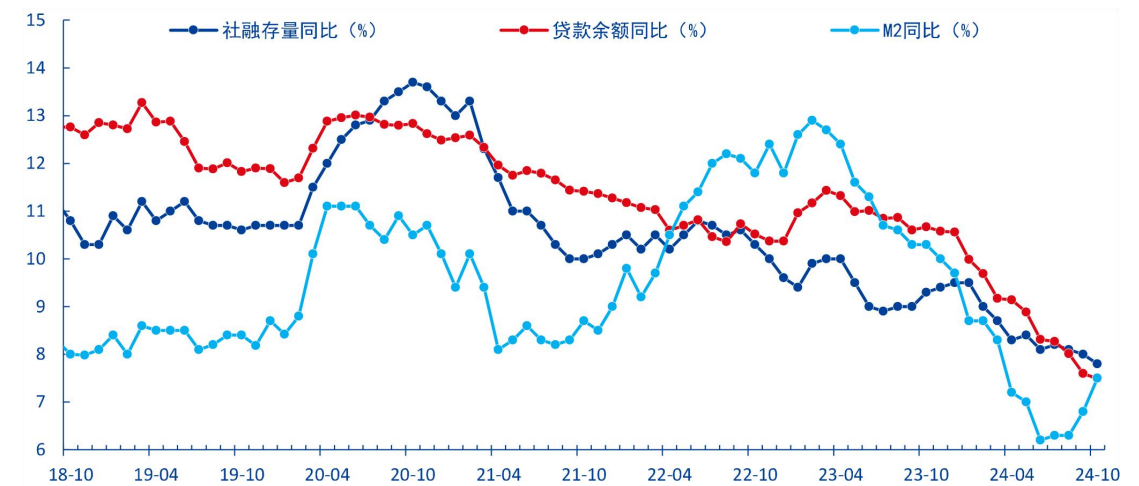
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3: 新增存款同比多增结构 (12MMA, RMB bn)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 4: M2、社融存量、贷款余额同比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn