

2024年11月11日

信贷需求边际改善

——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：10月社会融资规模增长13958亿元，预期14386亿元，前值增加37634亿元；新增人民币贷款5000亿元，预期6093亿元，前值15900亿元。

● 信贷：居民部门融资需求边际改善

10月信贷总量增加5000亿元，同比少增2384亿元，下滑幅度缩窄。

(1)居民贷款新增1600亿元，同比少增1946亿元（前值少增3585亿元）。居民贷款结构方面，短贷和中长贷皆有好转，短贷高增或与居民增加经营性贷款用于股票投资有关。居民中长贷新增1100亿元，同比多增393亿元。上月我们提示居民中长贷即将触底，本月的同比增量已转为多增。9月后一系列金融地产刺激政策正在起效，10月一线城市新房成交面积增至历史高位。居民中长贷录得2022年以来同期最高水平，回暖之势已现。居民短贷新增490亿，同比多增1543亿元。居民短贷的高增或与家电汽车以旧换新、市场情绪高涨有关，部分居民选择借入经营贷并将资金投入股市，10月这一现象阶段性增加。

(2)企业信贷拐点未至或有两个因素。企业贷款新增1300亿元，同比少增3863亿元，较9月环比转弱。一般10月是信贷的季节性小月，但本月表现依旧弱于季节性。结构上，企业中长贷同比少增2128亿元，低于季节性。企业短贷同比少增130亿元。表内票据新增1694亿元，同比少增1482亿元。但2023年同期票据融资基数较高，综合近5年季节性看，本月票据新增量依然偏高，且10月底票据利率再度下探。企业信贷拐点迟迟未至一方面可能由于10月项目开工仍偏缓慢，基建开工率高频数据仍处于历史低位；另一方面或有银行为2025年“开门红”进行项目储备而放缓贷款投放的因素。

10月信贷结构来看，居民贷款已呈触底回升态势，对公贷款仍在磨底。但无论居民还是企业，近两月信贷增量有一定波动，确认需求趋势还需继续观察。

● 社融：政府债券基数造成扰动，信贷有待企稳

10月社融增加13958亿元，同比少增4483亿元。新增人民币贷款2988亿元，同比少增1849亿元，是社融的拖累项之一。政府债券同比增幅不及去年，主要受高基数影响。政府债券新增10496亿元，同比少增5142亿元。2023年10月特殊再融资债开始发行，全月共发行10127亿元。而今年10月特殊再融资债仅有2000亿左右发行额，专项债发行也已进入尾声。剔除基数考量，10月政府债券仍是近五年季节性高点。正因此，尽管存量社融增速仍比9月下月0.2个百分点，剔除政府债券后的社融增速结束了前几月的下落，开始在低位企稳。10月非标融资表现较为突出。表外票据和委托贷款分别同比少减1138、212亿元，未贴现银行承兑汇票一般与企业经营行为息息相关，数据上看和M1走势有一定正相关性。本次少减有一定基数原因，但或对企业资金流和M1回暖有所预示。需要提示，后续大规模化债下非标融资或显著下降，表内政府债券和贷款将扩张。企业债券融资同比小幅少增163亿元，弱于季节性。

● 广义货币：M1和M2双双企稳回升

10月M2增速上升0.7个百分点至7.5%。结构看，居民、企业、非银存款均同比少减/多增，财政存款大幅流出。股市交易活跃度上升推动非银存款高增，增加货币派生。10月非银存款新增10800亿元，同比多增5732亿元，其原因主要是非银金融机构客户保证金增加，以及非银再贷款工具落地后获取融资增加，也促进了货币派生。居民存款同比少减669亿元，企业存款少减1352亿元。而财政存款同比少增7748亿元。一方面，10月财政支出力度加大，财政存款流出后推动项目开工，增加项目资金、企业营收和工资等。另一方面，理财、债市等资金部分回流入存款。10月人民币信贷和M2走势延续背离，当前由市场财富效应主导的货币派生和财政政策发力同时增加拉动了M2增速。我们判断2025年将更多是财政引导的货币派生，预计M2将稳步回升。

10月M1降幅缩窄1.3个百分点至-6.1%。M1触底回升或再次验证了对公贷款下滑的银行供给端因素。综合来看，10月实体信贷需求边际现暖意，但受基数、时滞等因素影响，数据上的改善仍偏缓慢，增量政策逐步起效，静待金融数据企稳。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

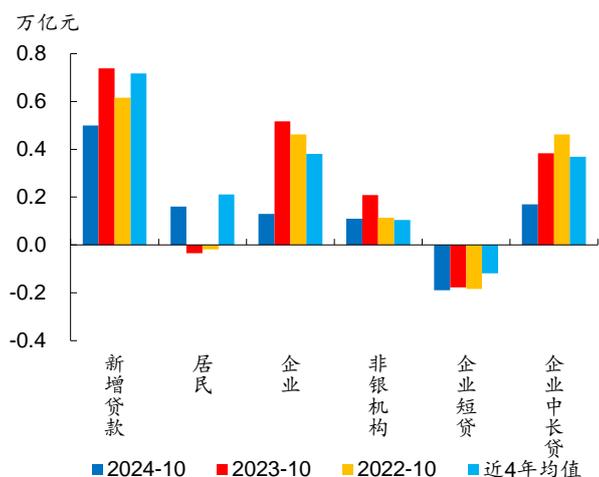
相关研究报告

《一线城市地产销售延续历史高位—宏观周报》-2024.11.10

《核心CPI环比逆季节性回升—宏观经济点评》-2024.11.9

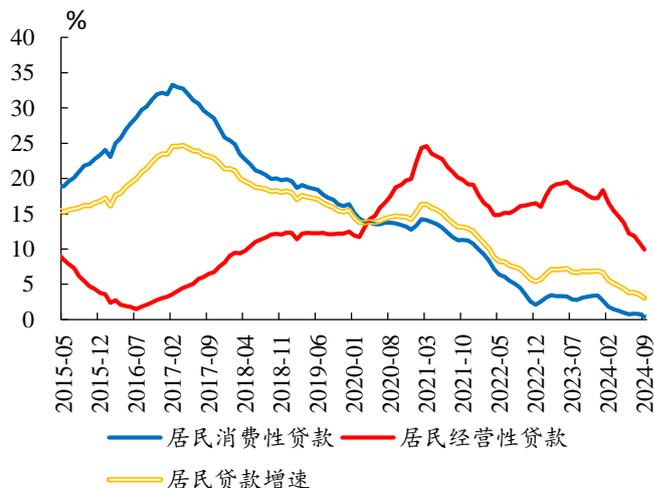
《10万亿化债对股债的影响—11月人大常委会点评》-2024.11.9

附图 1: 10月居民贷款同比多增, 企业和非银贷款少增



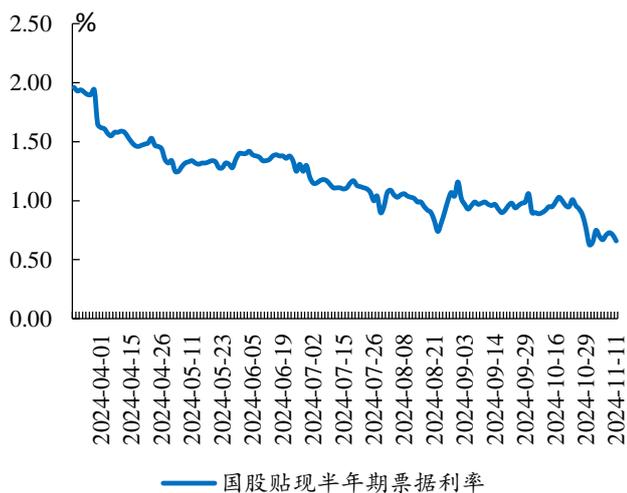
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 9月居民经营贷款同比增幅约 10%



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 票据利率维持二季度以来低位



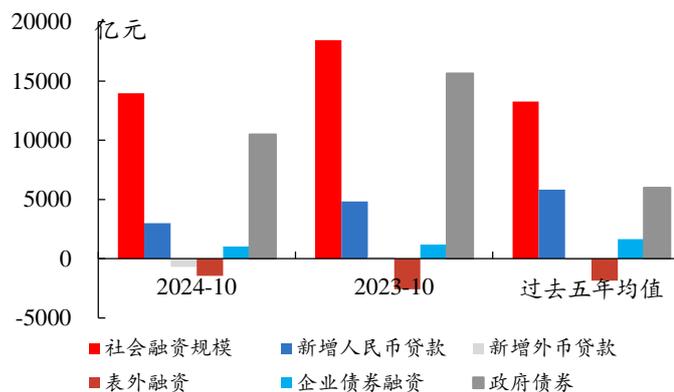
数据来源: Wind、开源证券研究所;

附图 4: 表外票据增速与 M1 增速有一定同步性



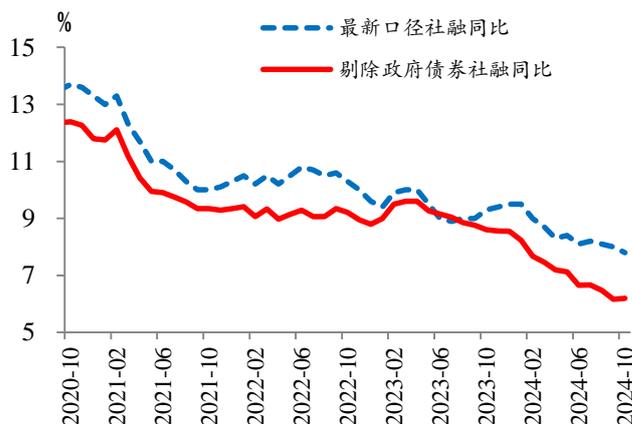
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 5：10 月社融总量受政府债券基数影响偏弱



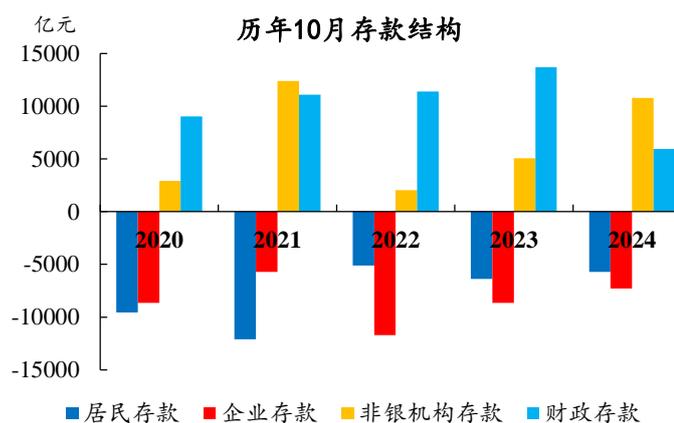
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：剔除政府债券后社融触底企稳



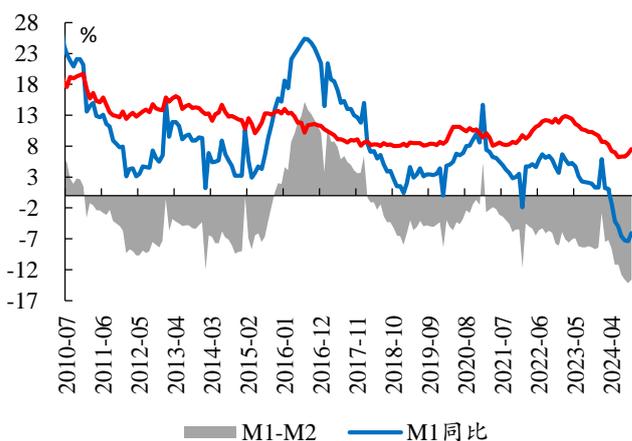
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：10 月非银存款超季节性偏高



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：M1、M2 均见底回升



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