

10月金融数据点评

稳增的宏观政策已经更加给力，且看内需如何反应

926 政治局会议后，央行货币政策放松的操作，包括下调 LPR 利率、在公开市场全月净买入国债面值 2000 亿元、开展买断式逆回购操作 5000 亿元、优化个人住房贷款最低首付款比例、优化保障性住房再贷款、延长部分房地产金融政策期限、设立 SFISF、设立股票回购增持再贷款等等，主要都落地在了 10 月，带动货币供应量明显好转。

- 10 月新增社融 1.4 万亿元，新增人民币贷款 2988 亿元，细项看，较去年同期多增的仅有汇票和委托贷款，较去年同期少增较多的包括政府债券和人民币贷款。
- 10 月 M2 同比增长 7.5%，M1 同比下降 6.1%，M0 同比增长 12.8%。10 月单位活期存款同比下降 9.74%，准货币同比增长 11.6%。926 政治局会议之后，货币政策的落实主要体现在 10 月当中，包括下调 LPR 利率、在公开市场全月净买入国债面值 2000 亿元、开展买断式逆回购操作 5000 亿元、优化个人住房贷款最低首付款比例、优化保障性住房再贷款、延长部分房地产金融政策期限、设立 SFISF、设立股票回购增持再贷款等等，货币供应量整体出现明显好转。
- 10 月存款多增 6000 亿元，其中居民存款少增 5700 亿元，企业存款少增 7300 亿元，多增主要体现在非银存款 1.08 万亿元和财政存款 5952 亿元。一方面，926 政治局会议之后，市场一致预期以 A 股为代表的人民币资产价格或将上涨，一定程度上带动了居民存款出现搬家的情况，另一方面，央行主导银行机构落地了上市公司股票回购增持再贷款，对企业存款波动造成一定影响。
- 10 月新增企业贷 1300 亿元，较去年同期少增 3863 亿元，新增中长贷 2800 亿元，较去年同期少增 1735 亿元，是造成新增信贷较去年同期偏弱的主要原因。整体来看，10 月新增信贷有以下几个特点：一是新增中长贷好于新增短贷，二是与去年同期相比，居民贷款同比多增，表现好于企业贷款，三是居民短贷较去年同期同比多增的幅度好于居民中长贷。我们认为居民信贷数据较去年同期好转，主要是受到房地产相关政策放松的影响，购房需求有所释放。
- 稳增的宏观政策已经更加给力，且看内需如何反应。截至 11 月 8 日人大常委会批准新增 10 万亿地方政府化债额度，我们认为本轮稳增长的货币政策加财政政策组合拳 1.0 版本已经基本成型，考虑到 2024 年至今，我国经济都表现出了生产好于需求、外需强于内需的特点，在外部环境不确定性加大的情况下，提振内需成为从当前延续到 2025 年的重要议题。从目前的情况来看，财政政策和货币政策调整都较此前明显更加积极，短期内需要密切观察内需的反馈，可以关注几个方面，一是 11 月是工业企业传统补库存上行周期，关注工业企业的原材料和产成品库存周期变化，二是关注工业品价格是否出现触底或回升迹象，三是关注海外传统圣诞节消费对我国出口的影响。中期内建议关注两个时点，一是年底前从 11 月到 12 月的政治局会议和经济工作会议，对 2025 年经济工作的安排，二是 2025 年 3 月两会对全年经济工作目标的计划，如果内需的反馈偏弱，则不排除可能继续推出包括降准、降息和提高赤字率在内的货币政策加财政政策组合拳 2.0 版本。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《10 月通胀点评》20241110

《宏观和大类资产配置周报》20241110

《中银量化多策略行业轮动周报 - 20241108》
20241110

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

新增社融略低于市场预期。10月新增社融1.4万亿元，较去年同期少增4483亿元，较9月少增23676亿元，略低于万得一致预期的1.44万亿元。10月社融存量同比增长7.8%，较9月下降了0.15个百分点，连续三个月增速下降，增速环比降幅与9月持平。

人民币信贷大幅低于预期。10月新增人民币贷款2988亿元，较去年同期少增1849亿元，较9月少增1.68万亿元，低于万得一致预期的6093亿元。

社融各个分类当中，直接融资较去年同期少增201亿元，表内融资较去年同期少增2711亿元，表外融资多增1129亿元，但新增表外融资仍处于净下降状态；细项看，较去年同期多增的仅有汇票和委托贷款，较去年同期少增较多的包括政府债券和人民币贷款；政府债券10月新增融资额在各分项中较高，但仍是拖累新增社融较去年同期少增的主要原因，值得关注的是汇票融资较去年同期同比多增，考虑到11月是传统的工业企业补库存季节，加之10月以来财政政策和货币政策均有明显放松，预计将一定程度上带动融资需求边际好转。

图表 1. 新增社融构成和变化 (单位: 亿元)

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	13,958	2,988	(710)	(217)	172	(1,398)	1,015	283	10,496
环比上月变动	(23,676)	(16,754)	(230)	(609)	166	(2,710)	2,941	155	(4,861)
同比去年同期	(4,483)	(1,849)	(862)	212	(221)	1,138	(163)	(38)	(5,142)

资料来源: 万得, 中银证券

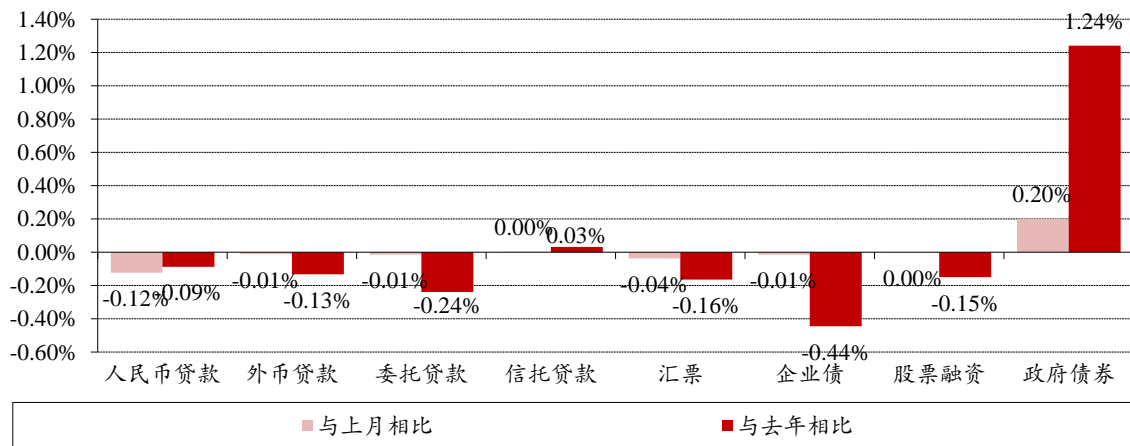
图表 2. 新增社融分类变化 (单位: 亿元)

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	2,278	(1,443)	1,298	11,825
环比上月变动	(16,984)	(3,153)	3,096	(6,635)
同比去年同期	(2,711)	1,129	(201)	(2,700)

资料来源: 万得, 中银证券

政府债占比持续上升。从社融存量结构来看，2024年10月与9月相比，占比上升的主要是政府债券（上升了0.20个百分点），占比下降的主要是人民币贷款（下降0.12个百分点）和汇票（下降0.04个百分点）；与去年同期相比，依然是政府债券占比大幅上升，信托贷款占比小幅上升，占比下降的主要是企业债、委托贷款、汇票、股票融资和外币贷款。社融存量结构中只有政府债券占比上升较为显著，人民币贷款占比无论较9月还是去年同期都出现不同程度下降，一定程度上说明实体经济的融资需求偏弱，但从委托贷款在社融存量占比较去年同期小幅上升来看，在稳增长的政策提振下，表外融资需求有望好转。

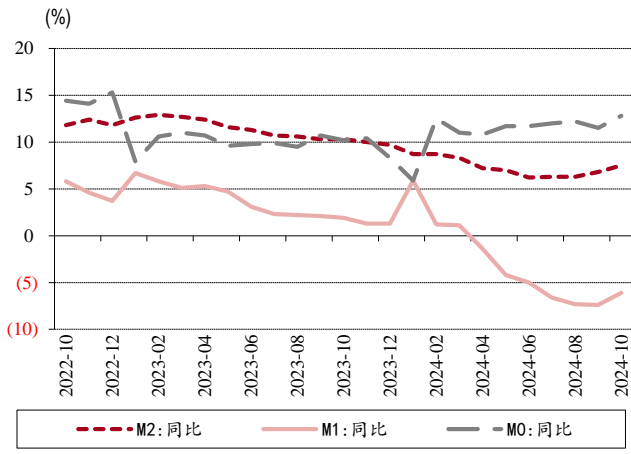
图表 3. 社融存量结构变化 (单位: 百分点)



资料来源: 万得, 中银证券

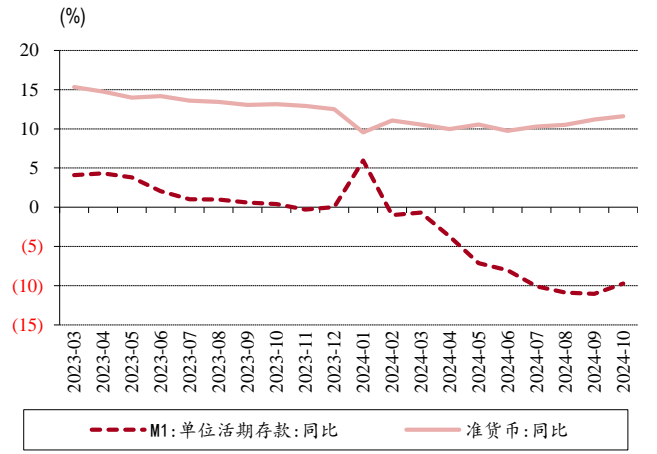
M0 增速回升，M2 增速持续上行，M1 增速降幅收窄。10 月 M2 同比增长 7.5%，较 9 月上升 0.7 个百分点；M1 同比下降 6.1%，较 9 月上升 1.3 个百分点；M0 同比增长 12.8%，较 9 月上升 1.3 个百分点。10 月单位活期存款同比下降 9.74%，较 9 月上升 1.29 个百分点，准货币同比增长 11.6%，较 9 月上升 0.41 个百分点。926 政治局会议之后，货币政策的落实主要体现在 10 月当中，包括下调 LPR 利率、在公开市场全月净买入国债面值 2000 亿元、开展买断式逆回购操作 5000 亿元、优化个人住房贷款最低首付款比例、优化保障性住房再贷款、延长部分房地产金融政策期限、设立 SFISF、设立股票回购增持再贷款等等，货币供应量整体出现明显好转。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

非银存款多增，居民存款和企业存款少增。10 月存款多增 6000 亿元，其中居民存款少增 5700 亿元，企业存款少增 7300 亿元，多增主要体现在非银存款 1.08 万亿元和财政存款 5952 亿元。一方面，926 政治局会议之后，市场一致预期以 A 股为代表的人民币资产价格或将上涨，一定程度上带动了居民存款出现搬家的情况，另一方面，央行主导银行机构落地了上市公司股票回购增持再贷款，对企业存款波动造成一定影响。

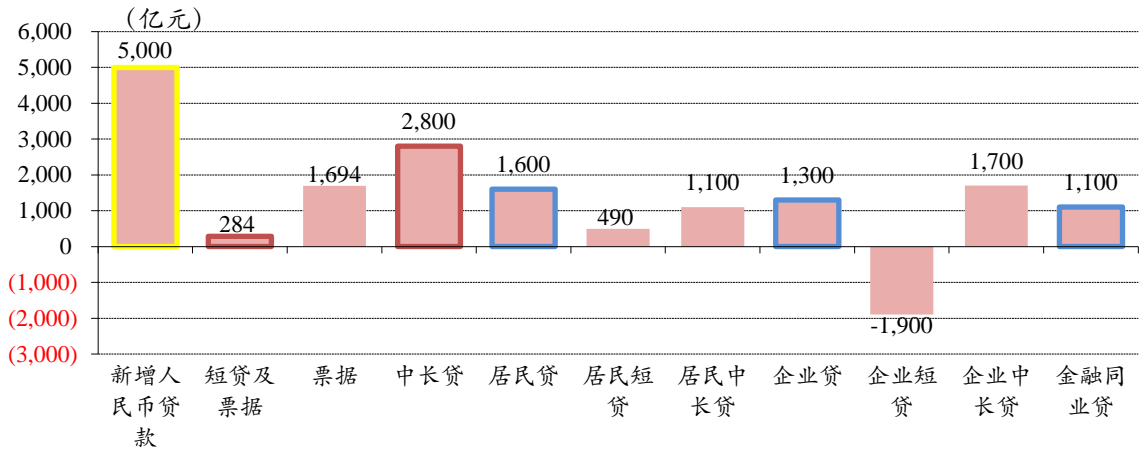
居民贷较去年同期多增，房地产销售出现好转迹象。10 月新增贷款 5000 亿元，较去年同期少增 2384 亿元，其中新增企业贷 1300 亿元，较去年同期少增 3863 亿元，新增中长贷 2800 亿元，较去年同期少增 1735 亿元，是造成新增信贷较去年同期偏弱的主要原因。整体来看，10 月新增信贷有以下几个特点：一是新增中长贷好于新增短贷，二是与去年同期相比，居民贷款同比多增，表现好于企业贷款，三是居民短贷较去年同期同比多增的幅度好于居民中长贷。我们认为居民信贷数据较去年同期好转，主要是受到房地产相关政策放松的影响，购房需求有所释放，企业端融资需求偏弱仍是当前经济增长承压的主要原因，短期建议关注 11 月工业企业补库存传统上行周期，是否会带动企业融资需求回升。

图表 6. 新增存贷款变化 (单位: 亿元)

	新增存款					
	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	6,000	(5,700)	(7,300)	5,952	10,800	2,248
环比上月变动	(31,400)	(27,700)	(15,000)	8,310	1,700	1,290
同比去年同期	(446)	669	1,352	(7,748)	5,732	(451)
	新增贷款					
	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款	5,000	284	2,800	1,600	1,300	1,100
环比上月变动	(10,900)	(7,702)	(9,100)	(3,400)	(13,600)	3,804
同比去年同期	(2,384)	(69)	(1,735)	1,946	(3,863)	(988)

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源：万得，中银证券

稳增的宏观政策已经更加给力，且看内需如何反应。截至 11 月 8 日人大常委会批准新增 10 万亿地方政府化债额度，我们认为本轮稳增长的货币政策加财政政策组合拳 1.0 版本已经基本成型，考虑到 2024 年至今，我国经济都表现出了生产好于需求、外需强于内需的特点，在外部环境不确定性加大的情况下，提振内需成为从当前延续到 2025 年的重要议题。从目前的情况来看，财政政策和货币政策调整都较此前明显更加积极，短期内需要密切观察内需的反馈，可以关注几个方面，一是 11 月是工业企业传统补库存上行周期，关注工业企业的原材料和产成品库存周期变化，二是关注工业品价格是否出现触底或回升迹象，三是关注海外传统圣诞假期消费对我国出口的影响。中期内建议关注两个时点，一是年底前从 11 月到 12 月的政治局会议和经济工作会议，对 2025 年经济工作的安排，二是 2025 年 3 月两会对全年经济工作目标的计划，如果内需的反馈偏弱，则不排除可能继续推出包括降准、降息和提高赤字率在内的货币政策加财政政策组合拳 2.0 版本。

风险提示：全球通胀回落偏慢；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371