



研究所

分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com
研究助理:董严平
SAC 登记编号:S1340124040013
Email:dongyanping@cnpsec.com

近期研究报告

《同业活期监管对流动性的冲击大吗? 20241112》 - 2024.11.12

固收点评

化债对社融的拉动有多大?

——10月金融数据解读 20241113

● 主要数据

2024年10月新增信贷5000亿,同比少增2384亿;新增社融1.4万亿,同比少增4483亿,社融增速回落0.2%至7.8%。

● 货币增速:M1、M2口径如何调整?

M1年内首次回升主要受低基数和地产销售边际改善支撑。10月单位活期存款同比多增7653亿,除了去年同期单位活期增量是历史最低之外,政策刺激下10月房地产销售也有所回暖。**M2增速回升仍受非银存款持续高增支撑。**非银存款则延续高增,10月同比多增5732亿,支撑M2同比进一步反弹。受股市走牛影响,部分资金从理财、存款等流入权益市场,以证券公司客户保证金的形式计入非银存款。

M1和M2的口径将如何调整?(1)M1,可以将非银行支付机构备付金和个人活期纳入M1统计。其中,备付金存款9月末存量约2.4万亿,占M1规模的3.8%,可拉动M1抬升约0.2%至-7.2%;9月末个人活期存款存量规模39.8万亿,约占M1规模的63%,若进一步将其纳入,预计合计将拉动M1回升3.9%至-3.3%。(2)M2,个人活期一直在M2中,其纳入M1不会对M2产生影响;支付备付金若纳入M1统计,预计将扩大M2统计范围和规模。9月末2.4万亿的支付备付金占M2的比重不高,约为0.8%,预计纳入后对M2的抬升幅度不明显。

● 信贷结构:居民信贷边际改善,但企业需求依然偏弱

信贷方面,地产销售改善支撑居民中长贷同比多增,但企业中长贷连续八个月同比少增。(1)10月居民中长贷新增1100亿,同比小幅多增393亿,这也与地产销售有所改善表现一致,且随着存量房贷利率调降落地,居民提前还贷可能也有所好转。(2)企业中长贷延续则第八个月同比少增,当前企业投资意愿仍偏弱。

● 政府融资:化债落地预计将拉动社融年末回升至8%

2024年化债规模合计3.2万亿,年末两个月待发置换债规模约2万亿,估计年末两个月政府债券净融资将达2.6万亿。我们推论近期发行的特殊再融资专项债和特殊新增专项债已经使用了4000亿结存额度,并且基本发行完毕。所以,年内待发的主要是2万亿置换隐债的地方债,叠加年内剩余的约6100亿政府债券额度,年内政府债券净融资规模将达到2.6万亿,形成一定程度的供给冲击。

11-12月置换债集中发行或将拉动社融增速年末小幅回升至8%左右。考虑到10月信贷增速进一步回落0.1%至8%,当前信贷需求整体仍偏弱,因此我们假设年末信贷增速或将进一步小幅回落至7.8%左右,11-12月政府债合计净融资规模参考2.6万亿,发行节奏上可能会略后置于12月,则预计年末社融增速或将大体回升至8%附近。

● 风险提示:

政策宽松力度不及预期。

目录

1 货币增速：M1、M2 口径如何调整？	4
2 信贷结构：居民信贷需求边际改善，但企业需求依然偏弱	6
3 政府融资：化债落地预计将拉动社融年末回升至 8%	8
4 风险提示	9

图表目录

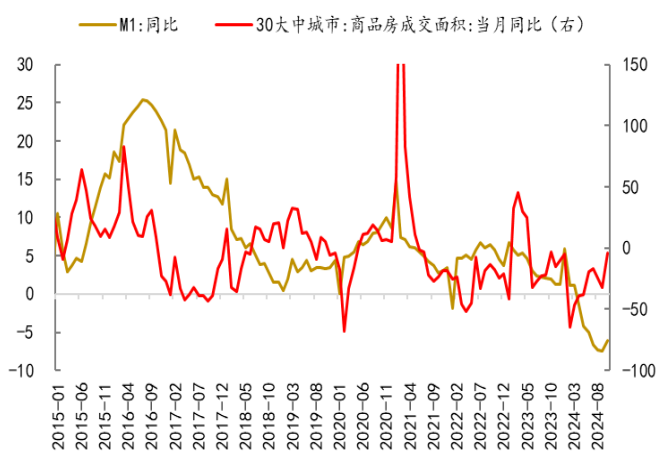
图表 1: 10 月商品房销售改善支撑 M1 增速反弹 (%)	4
图表 2: 单位活期新增 4593 亿, 同比多增 7653 亿	4
图表 3: 单位存款和非银存款是 M2 回升的主要支撑项	5
图表 4: 非银存款新增 10800 亿, 同比多增 5732 亿	5
图表 5: 个人活期和支付备付金纳入 M1 预计合计拉动 3.9%	6
图表 6: 支付备付金纳入 M2 后预计拉动幅度有限	6
图表 7: 10 月社融新增 1.4 万亿, 同比少增 4483	7
图表 8: 10 月新增信贷 5000 亿, 同比少增 2384 亿	7
图表 9: 居民中长贷新增 1100 亿, 同比多增 393 亿	7
图表 10: 企业中长贷连续第 8 个月同比少增	7
图表 11: 新一轮大规模化债计划落地, 2024 年末两个月待发 2 万亿	8
图表 12: 10 月政府债券融资 10496 亿, 同比多增 5142 亿	9
图表 13: 政府债拉动下预计年末社融或回升至 8% 左右	9

2024年10月新增社融1.4万亿，同比少增4483亿，社融增速也进一步回落至7.8%。社融结构上前期支撑项政府债高基数下同比少增5142亿，且信贷需求仍未显著修复，10月新增人民币贷款5000亿，同比少增2384亿。但数据亦不乏一些亮点，例如居民信贷出现一定程度上的边际改善，M1、M2增速亦双双回升，其中M1回升1.3%至-6.1%，M2增速回升0.7%至7.5%。总体来看，10月融资数据总量偏弱已在预期内，后续关注存款口径如何调整？化债对社融的支持有多大？

1 货币增速：M1、M2口径如何调整？

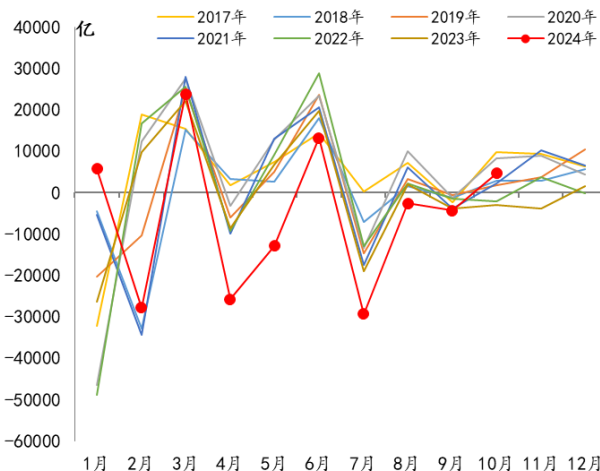
从当月数据来看，M1增速年内首次回升主要受低基数和地产销售边际改善支撑。10月单位活期存款新增4593亿，同比大幅多增7653亿，单位活期存款同比大幅多增背后的基数贡献作用较大，去年同期单位活期增量是历史最低；此外，政策刺激下10月房地产销售有所回暖，30大中城市商品房成交面积同比降幅自9月的-32%大幅收窄至10月的-3%，地产销售的明显改善也使得10月M1同比出现了年内首次回升，自前值-7.4%反弹1.3%至-6.1%。

图表1：10月商品房销售改善支撑M1增速反弹（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：单位活期新增4593亿，同比多增7653亿

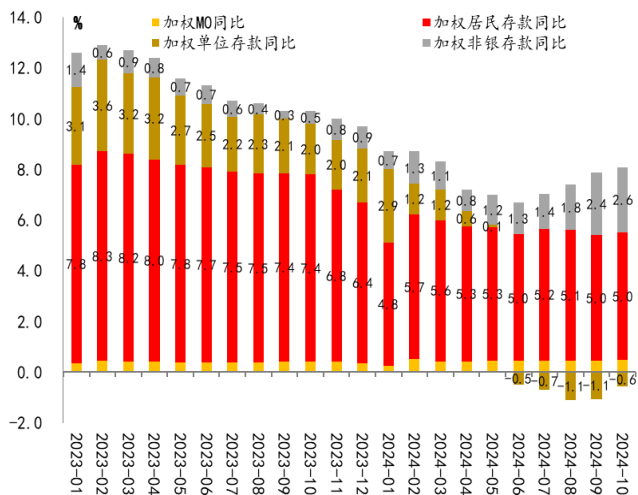


资料来源：Wind，中邮证券研究所

M2增速回升仍受非银存款持续高增支撑。10月新增居民存款录得-5700亿，同比小幅多增669亿；企业存款新增-7300亿，同比多增1352亿；非银存款则延续高增，10月新增1.08万亿，同比大幅多增5732亿，支撑M2同比进一步反弹。10月非银存款的高增一定程度上受9月末以来股市走牛影响，部分资金从理财、

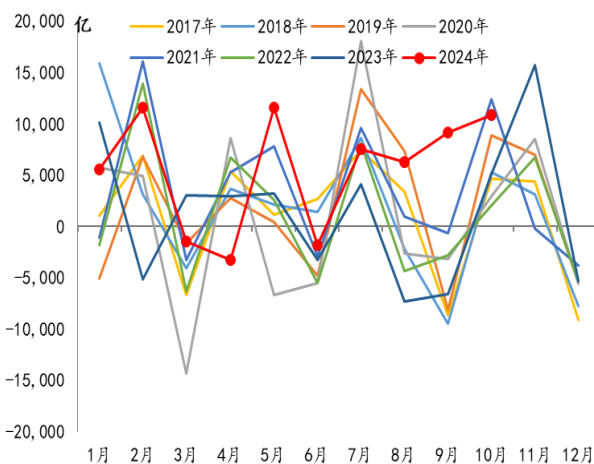
存款等流入权益市场，以证券公司客户保证金的形式计入非银存款。非银存款对 M2 的贡献提高了 0.2 个百分点，M2 同比增速进一步回升 0.7 个百分点至 7.5%。

图表3：单位存款和非银存款是 M2 回升的主要支撑项



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：非银存款新增 10800 亿，同比多增 5732 亿

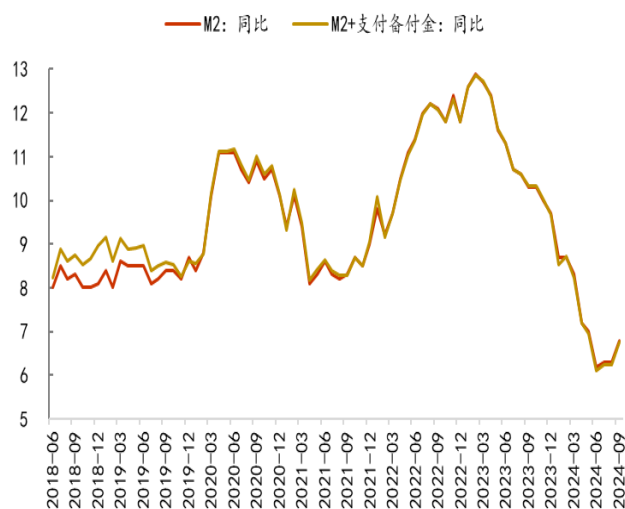
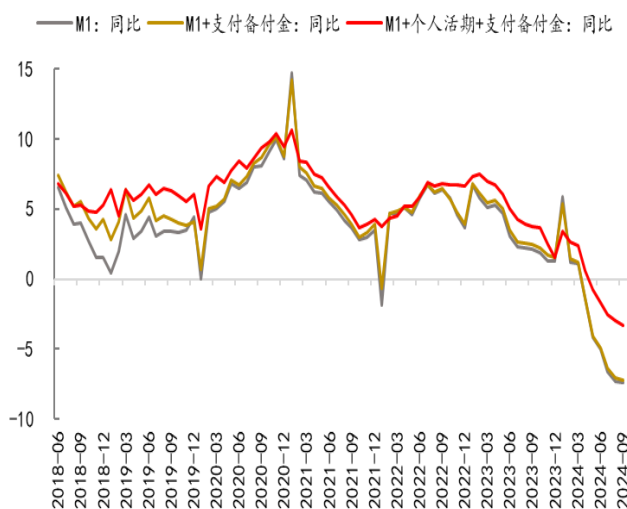


资料来源：Wind，中邮证券研究所

M1 和 M2 的口径将如何调整？ Q3 货政报告指出“正认真研究货币供应量统计修订的方案，未来将择机发布并适当进行历史数据的回溯”，我们也在《Q3 货政报告：存款“搬家”后会消失吗？》报告中此做了详细分析。具体而言：**(1) M1 方面**，可以将非银行支付机构备付金和个人活期存款纳入 M1 统计。其中，备付金存款在 2024 年 9 月末存量约 2.4 万亿，将直接增加 M1 规模的 3.8 个百分点，拉动 M1 同比增速抬升约 0.2%至-7.2%；9 月末个人活期存款存量规模 39.8 万亿，约占 M1 规模的 63%，若进一步将其纳入，或拉动 M1 同比增速进一步抬升约 3.8 个百分点，两项合计预计将拉动 9 月末 M1 回升 3.9%至-3.3%。**(2) M2 方面**，个人活期存款一直在 M2 统计口径，其纳入 M1 当中不会对 M2 产生影响；非银支付机构备付金若将其纳入 M1 统计，预计也将扩大 M2 统计范围和规模。9 月末 2.4 万亿的支付备付金占 M2 存量的比重不高，约为 0.8%，预计纳入后对 M2 同比增速的抬升幅度不明显。

图表5：个人活期 and 支付备付金纳入 M1 预计合计拉动 3.9%

图表6：支付备付金纳入 M2 后预计拉动幅度有限

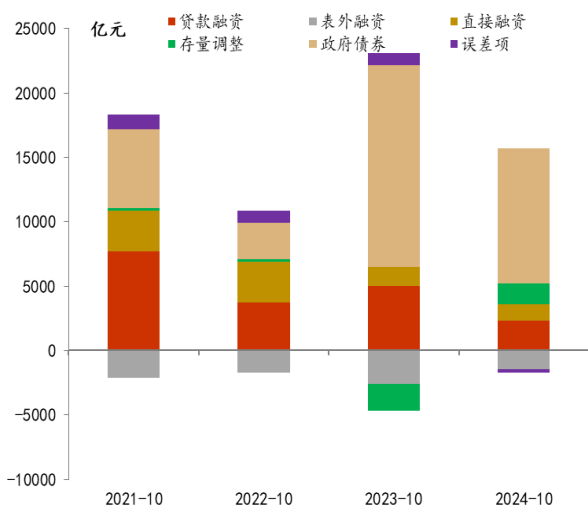


资料来源：Wind，中邮证券研究所

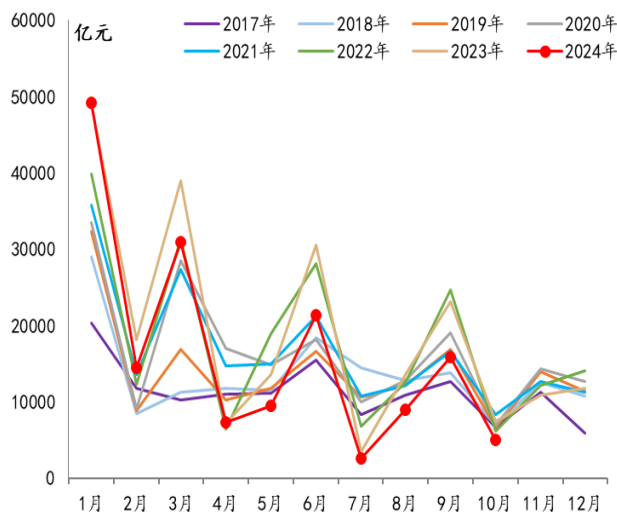
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 信贷结构：居民信贷需求边际改善，但企业需求依然偏弱

10 月信贷依旧偏弱，政府债也在高基数下转为同比少增，拖累社融增速跌破 8%。(1) 规模上看，10 月新增社融 1.4 万亿，同比少增 4483 亿，略低于历史同期（近三年同期均值 1.46 万亿），存量社融增速也较上月进一步回落 0.2 个百分点至 7.8%，续创历史最低水平。(2) 结构上看，10 月信贷需求整体仍未显著修复，社融口径下的人民币贷款新增 2988 亿，同比少增 1849 亿，信贷余额增速自前值 8.1% 进一步下滑至 8%；前期的主要支撑项政府债券新增 1.05 万亿，但高基数下仍同比大幅少增 5142 亿，是社融的主要拖累项；企业债券融资新增 1015 亿，同比少增 163 亿；表外融资减少 1443 亿，同比少减 1129 亿。

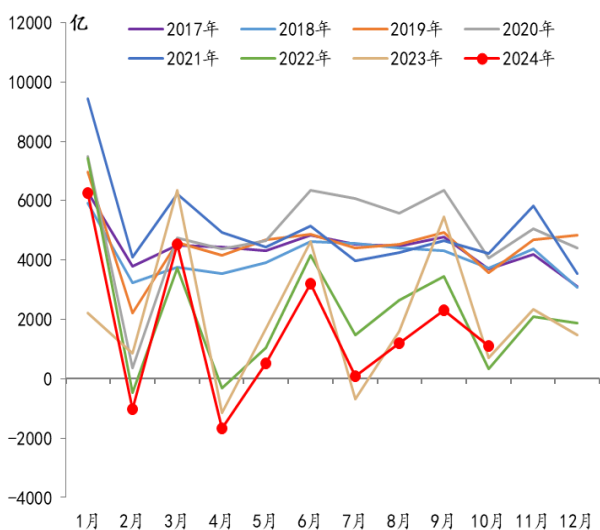
图表7：10月社融新增1.4万亿，同比少增4483


资料来源：Wind，中邮证券研究所

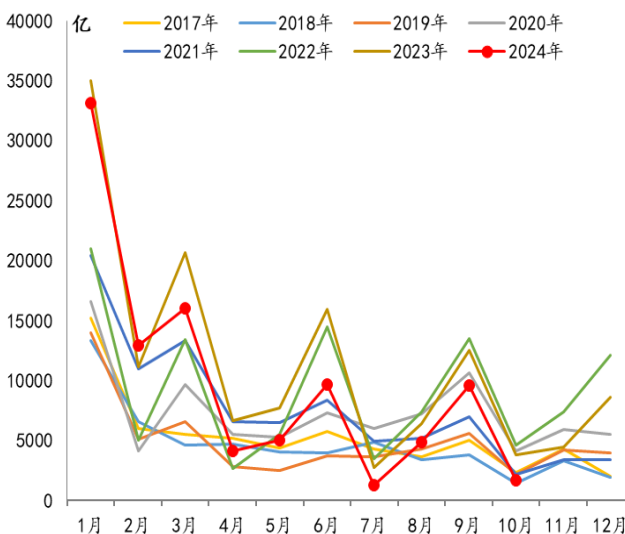
图表8：10月新增信贷5000亿，同比少增2384亿


资料来源：Wind，中邮证券研究所

信贷方面，地产销售改善支撑居民中长贷同比多增，但企业中长贷连续八个月同比少增。10月新增信贷规模5000亿，同比少增2384亿，亦明显低于过去三年同期均值7266亿。其中，(1)10月居民中长贷新增1100亿，同比小幅多增393亿这也与10月地产销售有所改善表现一致，此外随着10月下旬存量房贷利率调降政策落地，居民提前还贷情况可能也有所好转。(2)企业中长贷延续则第八个月同比少增，10月新增1700亿，同比少增2128亿，当前企业投资意愿仍偏弱，后续可能仍需等待专项债资金加速使用和其他增量政策资源落地以拉动配套贷款融资需求。

图表9：居民中长贷新增1100亿，同比多增393亿


资料来源：Wind，中邮证券研究所

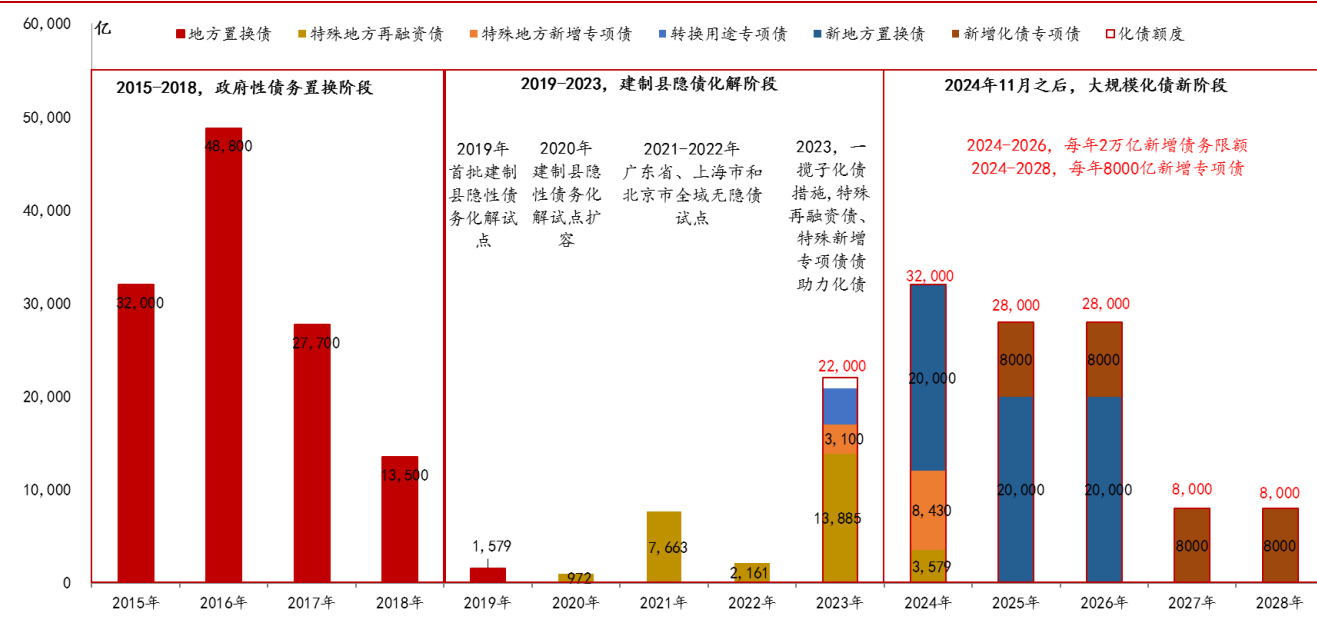
图表10：企业中长贷连续第8个月同比少增


资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 政府融资：化债落地预计将拉动社融年末回升至 8%

2024 年化债规模合计 3.2 万亿，年末两个月待发置换债规模约 2 万亿，估计年末两个月政府债券净融资将达 2.6 万亿。10 月 12 日国新办新闻发布会上，财政部表示 2024 年已安排 1.2 万亿元债务限额支持地方化解存量隐性债务和消化政府拖欠企业账款，其中提及安排地方政府债务结存限额 4000 亿用于化债。截至 2024 年 10 月末，已经发行特殊再融资地方债 3579 亿、特殊新增专项债 8430 亿，两者合计已经超过 1.2 万亿。结合 2023 年发行的约 1.4 万亿特殊再融资地方债来看，去年和今年合计发行的特殊再融资地方债已经超过 1.5 万亿，特殊新增专项债的 8430 亿也超过了发布会提及 8000 亿用于化债的新增专项债额度。故可以推论近期发行的特殊再融资专项债和特殊新增专项债已经使用了 4000 亿结存额度，并且基本发行完毕。所以，年内待发的主要是 2 万亿置换隐债的地方债，叠加年内剩余的约 6100 亿政府债券额度（包含前期安排的特别国债和一般国债，及少量待发新增地方债），年内政府债券净融资规模将达到 2.6 万亿，形成一定程度的供给冲击。

图表11：新一轮大规模化债计划落地，2024 年末两个月待发 2 万亿

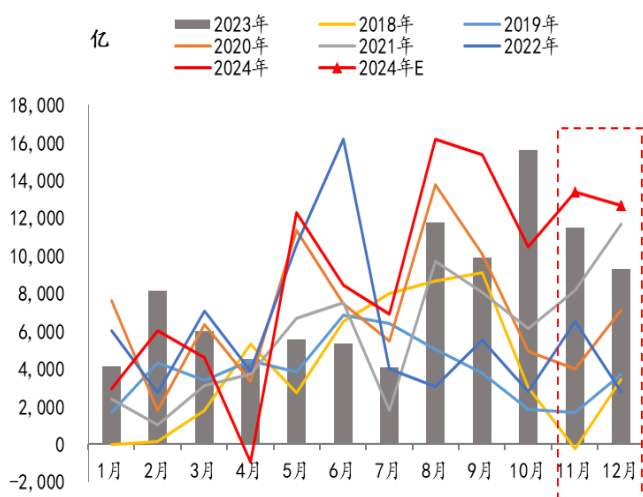


来源：iFind，企业预警通，中邮证券研究所

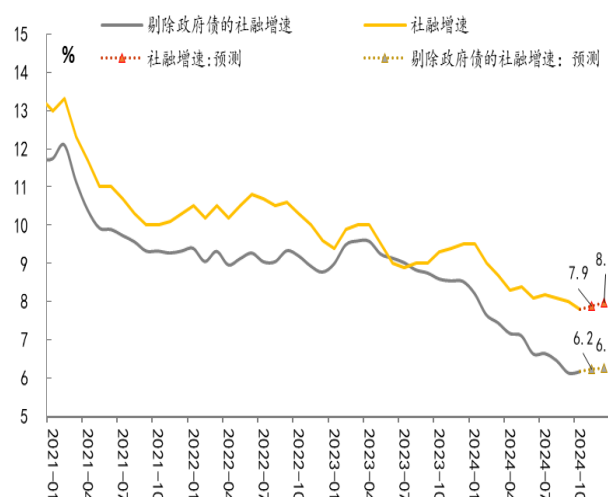
11-12 月置换债集中发行或将拉动社融增速年末小幅回升至 8% 左右。(1) 10 月政府债券新增 1.05 万亿，但去年同期特殊再融资债开始集中发行，单月发行

规模达 1.01 万亿，因此高基数下政府债同比大幅少增 5142 亿，成为社融的主要拖累项。往后来看，去年 11-12 月政府债券融资规模约 2.1 万亿元，随着人大常委会的化债政策落地，预计今年年末两个月政府债券净融资将达 2.6 万亿，或将拉动社融增速小幅回升。(2) 我们进一步来看年内融资增速的目标区间：考虑到 10 月信贷增速进一步回落 0.1% 至 8%，当前信贷需求整体仍偏弱，因此我们假设年末信贷增速或将进一步小幅回落至 7.8% 左右，11-12 月政府债合计净融资规模参考 2.6 万亿，发行节奏上可能会略后置于 12 月，则预计年末社融增速或将大体回升至 8% 附近。

图表12：10月政府债券融资10496亿，同比多增5142亿 图表13：政府债拉动下预计年末社融或回升至8%左右



资料来源：Wind，中邮证券研究所



资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 风险提示

政策宽松力度不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048