

广发宏观

10 月金融数据：三点积极变化和一个短板

分析师：郭磊

分析师：钟林楠



SAC 执证号：S0260516070002



SAC 执证号：S0260520110001



SFC CE.no: BNY419



021-38003572

010-59136677



guolei@gf.com.cn



zhonglinnan@gf.com.cn

请注意，钟林楠并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

报告摘要：

- 央行发布 10 月金融数据。10 月社融增加 1.4 万亿元，大致持平于 WIND 统计的市场平均预期（1.44 万亿元），同比少增 4483 亿元；考虑到去年同期特殊再融资债券发行带来的高基数，这一数据表现尚可。社融存量增速为 7.8%，较上月下降 0.2pct。其中，实体信贷、外币贷款与政府债融资同比少增，未贴现银行承兑汇票同比改善。

根据央行的初步统计，2024 年前十个月社会融资规模增量累计为 27.06 万亿元，比上年同期少 4.13 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 15.69 万亿元，同比少增 4.32 万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 2773 亿元，同比多减 1559 亿元；委托贷款减少 374 亿元，同比多减 1002 亿元；信托贷款增加 3734 亿元，同比多增 2702 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 2874 亿元，同比多减 2755 亿元；企业债券净融资 1.69 万亿元，同比少 736 亿元；政府债券净融资 8.23 万亿元，同比多 7091 亿元；非金融企业境内股票融资 1988 亿元，同比少 5077 亿元。

- 其中实体信贷相对偏弱，新增仅 2988 亿元。从 10 月 BCI 企业融资环境指数明显改善、票据利率明显下行来看，信贷供给在一揽子政策作用下已经有初步改善，我们猜测新增信贷偏弱可能包含其他因素的影响：一是防空转挤水分，虚增套利需求引致的贷款同比减少；二是微观主体仍处于对增量政策的观察过程中，比如等待财政等领域信号的明朗化、等待政策资源落地以撬动配套贷款；三是进入四季度，银行开始为 2025 年开年信贷投放储备项目。今年央行淡化规模，规模考核压力减弱，金融机构将信贷项目后置至 2025 年投放的倾向可能会更加明显。

根据 wind 数据，2024 年 5-9 月，BCI 企业融资环境指数分别为 45.5、43.4、42.1、42.1 与 42.0。10 月在一揽子政策作用下，BCI 企业融资环境指数大幅回升至 46.3。

2024 年 10 月 3M 国股行转贴票据利率均值为 0.32%，较上月下行 111BP；2023 年 10 月 3M 国股行票据转贴利率均值为 0.57%，较上月下行 114BP。

- 信贷结构变化较大。一个亮点是居民部门信贷迎来明显改善，居民短贷和长贷均是 2022 年以来同期高点，可能与权益市场和房地产市场修复、存量房贷利率下调后提前还贷规模下降等因素有关。一个短板是企业部门信贷相对偏弱，企业长贷增加仅 1700 亿元。如前所述，基建、制造业领域投资需求偏弱状况惯性延续；政策带来的新边际变化刚落地，有些政策细则 10 月处于尚待明确的阶段，尚未形成对企业端贷款需求的带动。

根据央行初步统计，前十个月人民币贷款增加 16.52 万亿元。分部门看，住户贷款增加 2.1 万亿元，其中，短期贷款增加 4514 亿元，中长期贷款增加 1.65 万亿元；企（事）业单位贷款增加 13.59 万亿元，其中，短期贷

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

款增加 2.64 万亿元，中长期贷款增加 9.83 万亿元，票据融资增加 9977 亿元；非银行业金融机构贷款增加 2987 亿元。

- 外币贷款减少 710 亿元，同比多减 862 亿元，主要受三个因素影响。一是进口增速放缓，对外币的融资需求下降；二是 10 月海外利率受特朗普交易等因素影响有所回升，外币融资成本升高；三是 10 月人民币汇率重新趋于贬值，企业部门后续预期可能受影响，加速偿还外债。

根据 wind 数据，2024 年 10 月进口同比增速为 -2.3%，较上月下降 2.6pct；10 月 10 年美债利率均值为 4.1%，较上月上升 40BP；即期美元兑人民币汇率为 7.12，较上月末贬值 1.4%。

- 政府债融资增加 1.05 万亿元，同比少增 5142 亿元。这里包含着较明显的基数效应，去年同期发行了大量特殊再融资债，基数偏高。往后续看，按照年会两会预定目标+使用 4000 亿元债务结存限额，11-12 月剩余 1.13 万亿元政府债融资；同时人大常委会提升债务限额，2024 年可能还会有 2 万亿元专项债用于化债，假定 2 万亿元在年内发行完毕，政府债融资年内剩余 3.13 万亿元，较去年同期多 1.05 万亿元。

根据 wind 数据，今年两会财政赤字+新增专项债+特别国债规模为 8.96 万亿元，今年前 10 月政府债（社融口径）融资为 8.23 万亿元，11-12 月剩余 7300 亿元融资额度；再进一步考虑财政明确会使用 4000 亿元政府债务结存限额，提升的 2 万亿元专项债额度，年内剩余政府债融资额度为 3.13 万亿元；2023 年 11-12 月政府债融资规模为 2.08 万亿元，今年 3.13 万亿元的融资较去年同期要多 1.05 万亿元。

- 化债对于社融的影响较复杂。一则要考虑置换的债务属性，如果是用于置换企业欠款等经营性债务，社融总量会趋于扩张；但如果是用于置换非标、信贷等金融债务，则社融总量不变，结构变化。若按照我们在前期报告《如何看新一轮化债对货币环境的影响》中提出的 30% 属于经营性债务的假设，2024 年 2 万亿元化债会给社融带来大约 6000 亿元的增量；二则要考虑置换的节奏，从专项债发行到资金下发完成债务置换可能存在时滞，社融可能会有先脉冲式改善然后再回归正常节奏。

在前期报告《如何看新一轮化债对货币环境的影响》中，我们曾指出，根据审计署发布的《全国政府性债务审计结果》报告，截至 2013 年 6 月，地方政府负有偿还责任的债务规模为 10.89 万亿元。其中银行贷款规模 5.53 万亿元，BT 规模 1.21 万亿元，代发代还的地方政府债 6146 亿元，企业债券 4590 亿元，中期票据 575 亿元，短期融资券 124 亿元，应付未付款项 7782 亿元，信托融资 7620 亿元，其他单位和个人借款 6679 亿元，垫资施工与延期付款 3269 亿元，证券、保险和其他金融机构融资 2000 亿元，国债、外债等财政转贷 1326 亿元，融资租赁 751 亿元，集资 373 亿元。我们将银行贷款、代发代还的地方政府债、企业债券、中期票据、短期融资券、信托融资和证券、保险和其他金融机构融资视作已经被计入社融的债务，总规模为 7.63 万亿元，占总债务规模大约 70%；其余项目为未被计入社融的债务，总规模为 3.26 万亿元，占总债务规模大约是 30%。

- 未贴现银行承兑汇票减少 1398 亿元，同比少减 1138 亿元，主要是去年基数偏低、银行规模情结减弱贴现至表内的票据融资规模偏低；企业债增加 1015 亿元，与去年同期大致持平，其中城投债净融资 245 亿元，与去年 10 月化债背景下的城投债融资大致持平，低于 2020-2022 年同期水平。信托贷款和委托贷款变化有限。

根据 wind 数据，2020-2022 年城投债融资规模分别为 1311 亿元、570 亿元与 357 亿元；2023 年 10 月由于已经开始化债，城投债融资规模开始收缩，当月融资规模为 232 亿元；今年 10 月，城投债融资规模为 245 亿元，较 2023 年略有改善，但没有本质上的变化。

- M1 同比增速为 -6.1%，较上月回升 1.3pct，初步有触底迹象。我们理解 M1 主要受三个因素影响：一是基数；二是房地产销售改善，降低存量房贷利率、以旧换新政策、权益市场财富效应等因素带动消费边际改善，居民存款向企业活期存款转移；三是财政支出加快下发，财政资金向企业部门加速转移。11-12 月 M1 基数仍然偏低，偏快的财政支出速度大概率也会延续，M1 增速依然有支撑；若消费与购房活动能延续改善，M1 增速走出谷底的趋势会进一步清晰。

根据央行的初步统计，前十个月人民币存款增加 17.22 万亿元。其中，住户存款增加 11.28 万亿元，非金融企业存款减少 2.84 万亿元，财政性存款增加 1.32 万亿元，非银行业金融机构存款增加 5.58 万亿元。

- 简单总结，10 月金融数据有三点积极变化：一是 BCI 企业融资环境好转；二是居民信贷好转；三是 M1 增速止跌回升。仍然有待改善的是企业部门融资需求和企业中长期贷款，目前仍处偏弱状态。往后看，一则上游工业品价格有初步触底回升迹象，下游耐用消费品短期“以价换量”之后，PPI 预计会逐步好转，这将有利于制造业企业的资本开支意愿；二则“6+4”化债方案将缓解地方投资的收缩效应，叠加同时解决拖欠企业账款问题，从地方政府到企业的现金流量表都会有所改善；三则财政已经明确“正在积极谋划下一步的财政政策”，明年在赤字、新增专项债规模与使用范围、超长期特别国债支持增量领域均存在政策空间，这些逻辑有利于修复企业部门融资需求。我们估计未来两个季度企业融资将缓步改善。
- 风险提示：政策力度不及预期；房地产销售超预期下滑；化债影响超预期，政府主导的投融资需求表现不及预期；海外流动性环境超预期，外需超预期变化；政府债发行计划超预期，信用环境变化超预期；增量政策效果不及预期。

广发宏观研究小组

郭 磊：广发证券首席经济学家、首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心。
吴 棋 滢：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
贺 晓 束：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
钟 林 楠：资深分析师，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
王 丹：资深分析师，经济学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
陈 礼 清：资深分析师，金融学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。
陈 嘉 荔：资深分析师，理学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
文 永 恒：高级分析师，经济学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券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广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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、刊登、转载和引用者承担。