

化债政策加力影响新增贷款少增，10月金融数据显示稳增长、稳楼市力度加大

——2024年10月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：2024年11月11日，央行公布的数据显示，2024年10月新增人民币贷款5000亿，同比少增2384亿；10月新增社会融资规模为13958亿，同比少增4483亿。10月末，广义货币(M2)同比增长7.5%，增速较上月末加快0.7个百分点；狭义货币(M1)同比下降6.1%，降幅较上月末收窄1.3个百分点。

基本观点：

总体上看，10月新增信贷、社融继续处于同比少增状态，但数据代表的经济金融含义明显不同：此前新增信贷同比少增主要反映企业和居民融资需求不旺，以及金融“挤水分”影响，而10月的新增信贷同比少增主要源于化债政策加力，城投平台置换或偿还存量贷款，10月新增社融同比少增则主要源于去年同期政府债券融资基数偏高。事实上，剔除化债政策扰动、去年同期政府债券融资基数偏高等因素，今年10月的新增信贷和社融数据实际上都有所改善，显示货币政策在9月末降息降准，房地产支持政策大幅加码后，金融对实体经济的支持力度在加大。

展望未来，在新一轮隐债置换启动背景下，年底前两个月将出现政府债券发行高峰，我们预计，年底前央行有可能再度下调存款准备金率0.5个百分点，向银行体系释放长期资金约1万亿。与此同时，大规模隐债置换会继续导致一些城投平台的中长期贷款被置换，进而下拉新增贷款数据。不过，稳增长政策发力下，新投放贷款有望保持较快增长，特别是在房地产“白名单”项目贷款拨付有望显著加快的背景下。社融方面，11月和12月政府债券发行将再度进入高峰期，有望推动新增社融恢复同比多增。整体上看，在一揽子增量政策持续推进过程中，金融对实体经济的支持力度会显著加大。

具体来看：

一、10月人民币贷款同比延续大幅少增，其中，企业贷款表现较弱，对整体信贷造成较大拖累。这在很大程度上受地方化债影响，一些城投平台的存量贷款被提前偿还或置换。另外，一揽子增量政策对信贷投放的提振作用也有待进一步显现。不过，在房地产支持政策大幅加码带动楼市回暖，以及“两新”政策加码带动耐用品消费等利好提振下，10月居民贷款有所修复。

10月新增人民币贷款5000亿，环比季节性少增1.09万亿，同比少增2384亿，连续第6个月同比少

增。10月末，贷款余额增速较上月末下滑0.1个百分点至8.0%，续创有数据记录以来新低。分部门看，10月居民贷款有所修复，同比多增1946亿；企业贷款表现则相对较弱，（剔除票据融资）同比少增2258亿，对整体信贷表现造成较大拖累。

具体来看，企业贷款方面，10月新增企业中长期贷款1700亿，同比少增2128亿，为连续第8个月同比少增；企业短贷负增1900亿，同比多减130亿。10月企业中长期贷款表现不及预期，很大程度上受地方化债影响，部分城投平台隐债中的存量贷款被提前偿还或置换，会下拉新增贷款规模（新增贷款=新投放贷款-存量贷款偿还）。可以看到，10月地方政府特殊再融资债券发行2231亿元，环比大幅增加2186亿元，所筹资金或主要用于置换城投平台中长期债务。这也意味着10月企业实际贷款需求要好于数据表现。

不过，尽管9月底以来一揽子增量政策全面发力，特别是房地产“白名单”项目信贷额度大幅增加，但政策落地见效还需要一定时间，对10月信贷需求的拉动作用或仍较为有限，企业贷款需求偏弱局面有待进一步扭转。这也反映于10月新增票据融资1694亿，虽同比少增1482亿，但主要受去年同期高基数影响；与历史同期相比，今年10月票据融资规模要高于季节性（过去10年同期均值为1012亿），显示银行仍存在票据冲量现象。这与当月票据利率整体下行且在月底大幅走低相印证。

居民贷款方面，9月底以来房地产支持政策大幅加码，加之“两新”政策持续推进，对居民贷款的短期提振作用明显。其中，10月新增居民短贷490亿，同比多增1543亿，背后主要是“两新”政策持续推进，提振居民对汽车、家电等耐用品消费需求，并带动相关消费贷需求。10月新增居民中长期贷款1100亿，同比多增393亿，主要源于9月底以来房地产支持政策加码带动10月住房销售回暖——10月30城商品房成交面积同比降幅大幅收窄至3.8%（前值为-32.4%），其中房价较高的一线城市销售面积同比高增28.8%，对居民房贷需求会有明显提振。同时，伴随10月存量房贷利率下调，居民提前还贷现象有所缓解，也有助于居民中长期贷款恢复同比多增。

二、10月社融同比较大幅度少增，主因发行节奏错位导致当月政府债券融资同比大幅少增。除此之外，10月投向实体经济的人民币贷款和外汇融资同比少增规模也较大，对社融同比表现也有一定拖累。

10月新增社融1.40万亿，环比季节性少增2.37万亿，同比少增4483亿。10月末，社融存量增速较上月末放缓0.2个百分点至7.8%，续创有数据记录以来新低。

10月社融同比大幅少增，主要受政府债券融资拖累——当月政府债券融资同比少增5142亿。10月专项债发行进入尾声，政府债券融资规模环比降幅较大；与此同时，去年10月地方政府特殊再融资债券大

规模发行，处于政府债券发行最高峰。这样来看，上年同期基数偏高是10月政府债券融资同比大幅少增的一个重要原因，事实上，今年10月新增政府债券融资规模不低，高达10496亿，位居历史同期第二高位。除此之外，10月投向实体经济的人民币贷款和外币贷款同比少增规模也较大，其中，受中美利差持续深度倒挂影响，外币贷款已连续7个月负增，10月同比多减862亿。

其他分项中，10月企业债券偿还量下降，推动新增企业债券融资回正，但同比仍少增163亿；10月IPO回暖，带动非金融企业股票融资同比少增幅度收窄至38亿。另外，表外融资方面，10月表外票据融资负增1398亿，同比少减1138亿，主要原因是去年10月票据贴现规模较大，导致表外票据融资基数偏低；当月委托贷款亦同比少减212亿，信托贷款则同比少增221亿，对社融整体表现的影响有限。

三、10月末M2同比增速大幅上行，主要源于理财资金向存款回流，以及财政稳增长发力；10月末M1同比降幅收窄，背后是楼市回暖以及企业经营活动修复。

M2方面，10月末M2同比为7.5%，在上年同期基数稳定的背景下，同比增速比上月末大幅加快0.7个百分点，背后有三个原因：一是近期债市波动加大，理财资金向存款回流。二是10月财政政策发力，财政存款同比多减约7800亿。据我们测算，仅此一项就可以拉高M2增速约0.3个百分点。三是随着支持资本市场稳定发展的两项工具正式落地，10月商业银行向非银机构的融资增多，也对派生增加M2产生了直接推动作用。

10月末M1增速为-6.1%，降幅比上月收窄1.3个百分点，除了楼市回暖的推动作用外，反映出增量政策加快推进背景下，市场预期改善，企业用于经营和投资的活期存款降幅开始收窄。值得注意的是，央行在三季度货币政策执行报告中，对货币供应统计体系进行了专题分析，预计统计口径优化后，居民活期存款、非银机构备付金等流动性很强的支付工具有望纳入M1统计范围，届时M1同比降幅会有显著收窄。

总体上看，10月新增信贷、社融继续处于同比少增状态，但数据代表的经济金融含义明显不同：此前新增信贷同比少增主要反映企业和居民融资需求不旺，以及金融“挤水分”影响，而10月的新增信贷同比少增主要源于化债政策加力，城投平台置换或偿还存量贷款，10月新增社融同比少增则主要源于去年同期政府债券融资基数偏高。事实上，剔除化债政策扰动、去年同期政府债券融资基数偏高等因素，今年10月的新增信贷和社融数据实际上都有所改善，显示货币政策在9月末降息降准，房地产支持政策大幅加码后，金融对实体经济的支持力度在加大。

展望未来，在新一轮隐债置换启动背景下，年底前两个月将出现政府债券发行高峰，我们预计，年底前央行有可能再度下调存款准备金率0.5个百分点，向银行体系释放长期资金约1万亿。与此同时，大规

模隐债置换会继续导致一些城投平台的中长期贷款被置换，进而下拉新增贷款数据。不过，稳增长政策发力下，新投放贷款有望保持较快增长，特别是在房地产“白名单”项目贷款拨付有望显著加快的背景下。社融方面，11月和12月政府债券发行将再度进入高峰期，有望推动新增社融恢复同比多增。整体上看，在一揽子增量政策持续推进过程中，金融对实体经济的支持力度会显著加大，金融“挤水分”效应影响则将明显减弱。