

“稳增长”持续发力

——2019 年 11 月金融数据点评

11 月我国新增人民币贷款 1.39 万亿，新增社融 1.75 万亿，超出市场预期。M2 同比增长 8.2%，低于市场预期。数据于昨日傍晚发布，从今日金融市场的表现来看，10 年期国债期货微幅上涨，股市大小指数表现分化，指向市场对于实体经济信贷需求的改善仍存质疑。

一、信贷：总量超季节性回升，结构延续改善

11 月新增人民币贷款 1.39 万亿，高于市场预期的 1.26 万亿，创下同期历史新高，信贷结构也延续了 7-10 月的改善趋势。

(1) 在政策的大力支持下，新增企业贷款同比大幅高增 1,030 亿，表现强于季节性，成为推动信贷超预期的主要因素，且新增中长贷占比 65%，结构持续优化。1 年期 MLF 利率、7 天逆回购利率、1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 均在 11 月小幅调低 5bp，叠加月中定向降准落地，有助于刺激信贷需求。近期央行、银保监会先后召开金融机构座谈会，要求“金融部门要提高政治站位”、“大型银行切实发挥头雁效应”。此外，制造业及基建边际修复亦在需求端对企业贷款增长有所贡献。

(2) 居民中长贷继续保持韧性，结合 11 月 5 年期 LPR 下调 5bp 至 4.80%，房贷利率的小幅下调有利于降低刚需购房者的购房成本、稳定合理购房需求。

二、社融：信贷非标改善，直融继续收缩

11 月新增社融 1.75 万亿，高于市场预期的 1.56 万亿，表现总体强于季节性，主要受到信贷超预期增长以及非标边际修复推动，分别解释了新增社融同比多增的 86% 和 56%，直融则拖累 60%。

(1) 非标融资继续收缩但整体延续了 8 月以来的同比少减态势。其中，表内外票据的分化值得关注。表外未贴现银行承兑汇票同比高增 698 亿元，构成非标回暖的主要支撑，但表内票据融资同比大幅少增 1,717 亿。结合 11 月票据利率大幅走低，指向银行有动力通过票据冲量，市场亦因此对票据融资有较高期待，但净融资量或受到 11 月票据

贴现到期量较大、监管加强对票据业务的审查等因素影响。

（2）社融的主要拖累项为债券融资，同比少增 567 亿，或受债券违约增多影响。其中民营企业受到的冲击更大，显示未来政策的难点仍在于解决金融体系的流动性分层与实体经济的信用分层问题。

三、货币：M2-M1 剪刀差收窄

M2 同比增速环比回落 0.2pct 至 8.2%，低于市场预期的 8.4%，M1 同比增速环比上行 0.2pct 至 3.5%，指向企业景气度边际好转。

由于去年同期基数较低（8.0%），市场此前预期 M2 增速有望维持稳定。实际上，本月 M2 与社融走势出现背离，一是财政存款同比大幅少减 4,192 亿，而财政存款和企业、居民存款存在一定的替代关系；二是 11 月非银存款同比多增 3,854 亿，我国的非银产品仅部分以非银存款的形式纳入 M2 统计。此外，综合考虑非银存款和企业中长期贷款自今年 8 月以来均保持同比多增态势，或受到地方政府隐性债务置换推动。

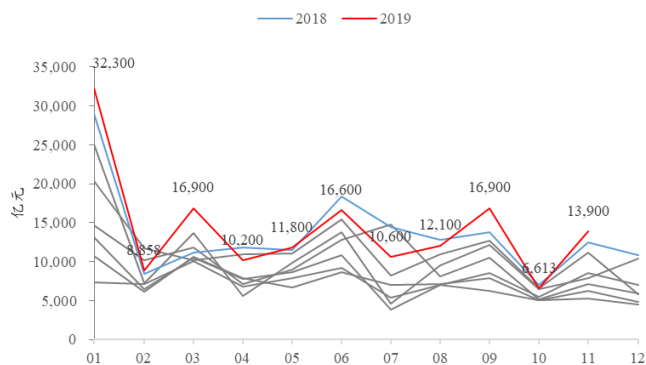
四、前瞻：货币政策年内将保持定力，社融增速有望保持稳定

前瞻地看，考虑到 11 月定向降准已落地，预计下次降准最快将在明年年初；下次 MLF 降息大概率将在明年一季度，幅度为 5-10bp。后续社融的支撑因素包括：一是 LPR 改革下“降成本”效果有望加快显现，贷款利率下行幅度或将更加明显。二是面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，“稳增长”下逆周期调节仍将持续发力，货币政策和财政政策将进一步加强协调配合。

（评论员：谭卓 杨薛融）

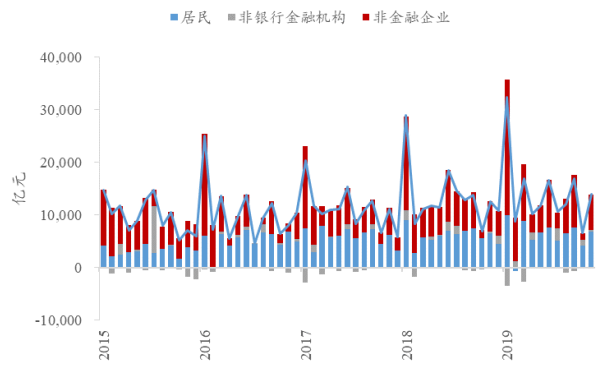
附录

图 1：11 月信贷超季节性回升



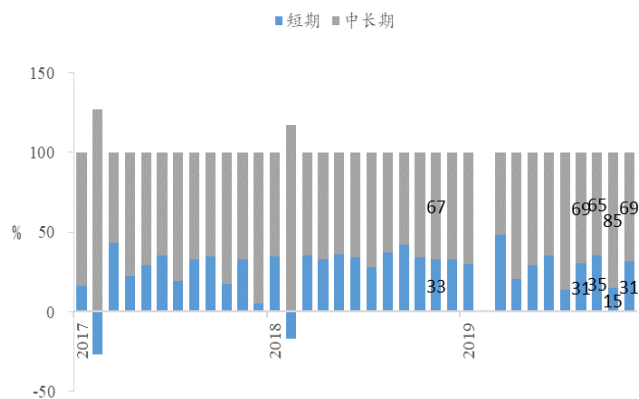
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：新增人民币贷款及构成



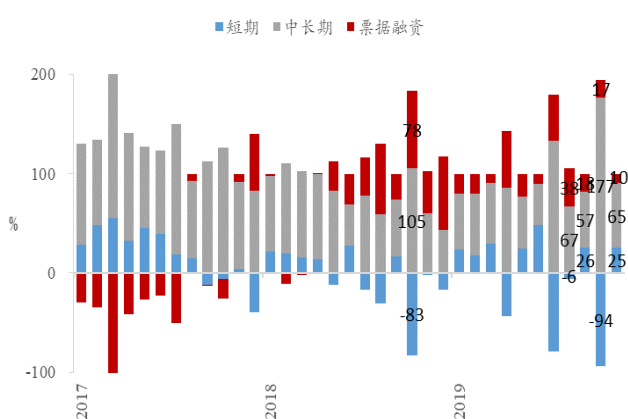
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：新增居民贷款构成占比



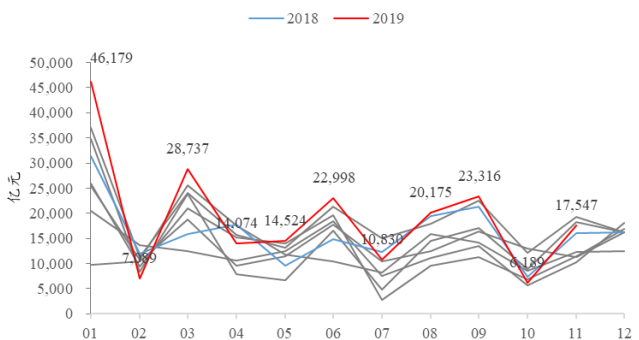
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：新增非金融企业贷款构成占比



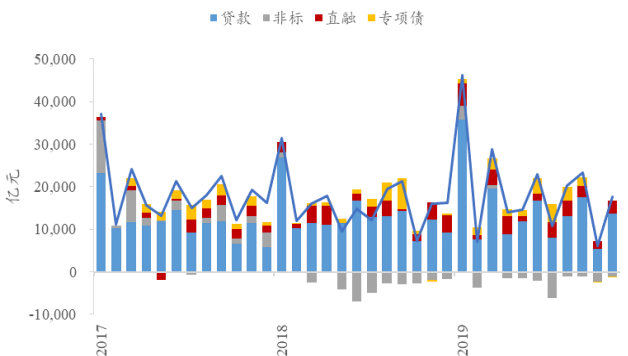
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 5：11 月新增社融季节性回升



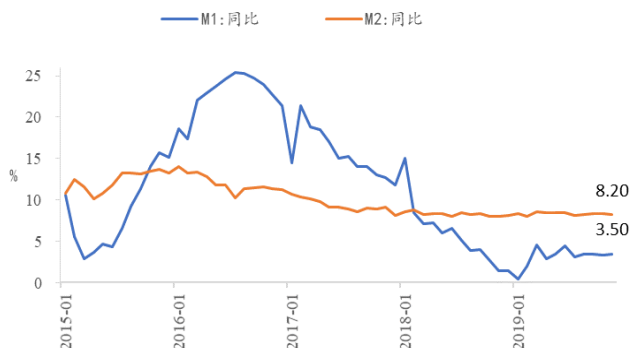
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 6：新增社融及构成



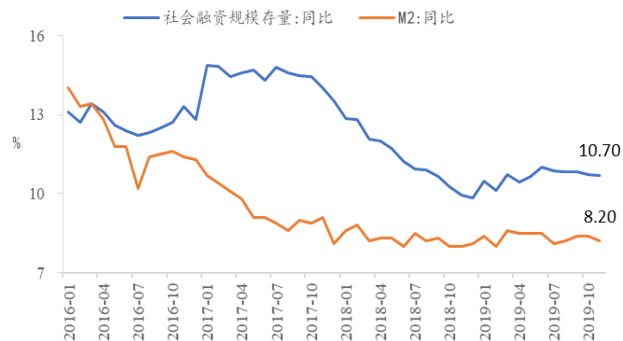
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 7：11 月 M2-M1 剪刀差收窄



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 8：社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8391

