

关注隐性债务置换的结构影响

——11月金融数据点评

报告摘要

11月新增社融和信贷相比上月均明显转强，而存量增速基本保持平稳，预示中国经济增长企稳的可能性较大。11月金融数据可以提供以下三个证据：

- **1、货币政策着力“宽信用”。**11月上中旬票据直贴利率出现快速下降，疑似票据供给放量。数据来看，表外未贴现票据强于季节性，而表内贴现票据不及前三个季度强势，确实体现出票据供给强于需求，能够反映出货币政策宽信用的意图。
- **2、地方隐性债务置换对贷款结构影响较大。**11月贷款结构继续更多偏向企业中长期贷款。7月以来，企业中长期贷款的增长一直明显强于季节性，不可否认与地方隐性债务置换关联较大。尤其结合下半年贷款增速明显回落、社融增速小幅下降来看，应主要来自于内部腾挪。**在贷款和社融增速保持平稳的情况下，M2出现了相对明显的减速，也可佐证地方隐性债务置换的影响：**因债务置换是社融的内部腾挪，会增加企业的中长期贷款，但并不创造出新的存款，从而对M2的贡献较小。
- **3、居民消费意愿或有修复。**10月以来居民部门存款不及此前强势，可能意味着居民消费意愿有所提升。具体对应于地产、汽车还是其它消费品，还有待增长数据的印证。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

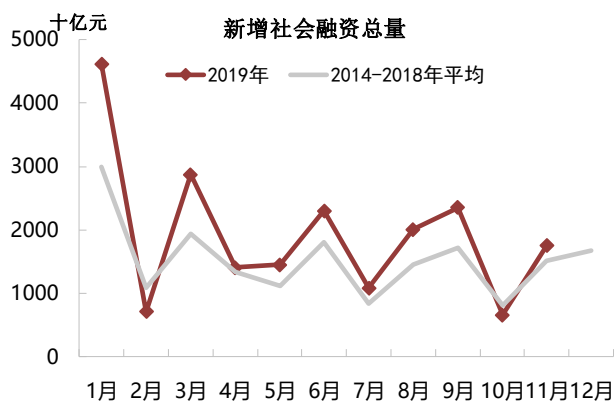
2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



一、社融平稳增长，票据供给增多

11月新增社融1.75万亿，从上月低位显著反弹，对照季节性规律可见社融增长明显强于上月（图表1）。社融存量同比略微下降至10.7%，同比意义上保持平稳（图表2），其中，表外融资贡献略有上升、直接融资贡献略有下降，贷款、专项债和其它成分持平（图表3）。而表外融资增速提升主要由表外票据驱动，委托和信托贷款仍为负增（图表4）。11月上中旬票据直贴利率快速下降，疑似票据供给放量。数据上看，表外未贴现票据强于季节性，而表内贴现票据不及前三个季度强势（图表5和6），确实体现出票据供给强于需求，能够反映出货币政策宽信用的意图。

图表 1：11 月新增社融回升到季节性水平以上

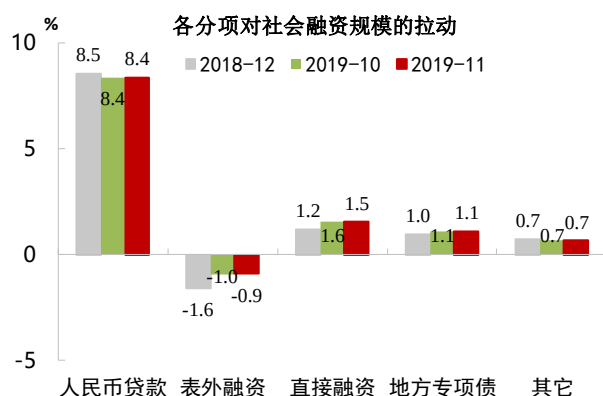


来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：11 月社融同比增速弱持平

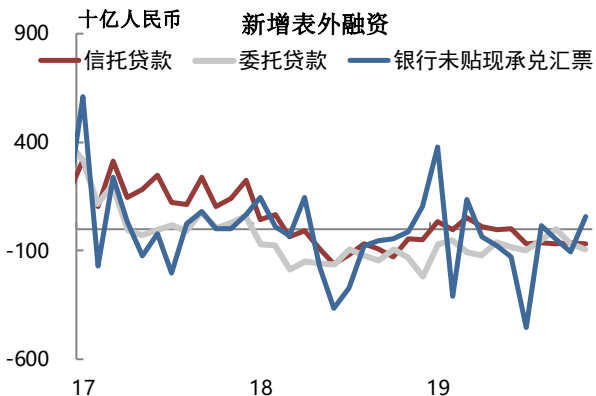


图表 3：11 月表外融资增速略升

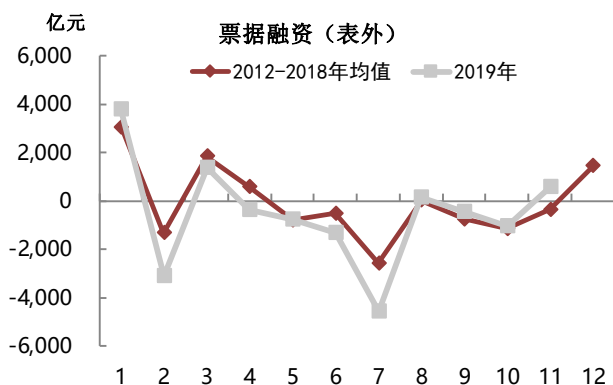


来源：Wind，莫尼塔研究

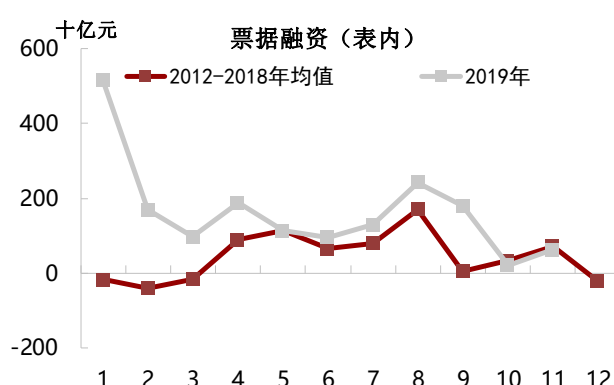
图表 4：11 月表外融资回升主要由票据带动



图表 5：11 月表外未贴现票据强于此前



图表 6：11 月表内贴现票据不及前三季度强势

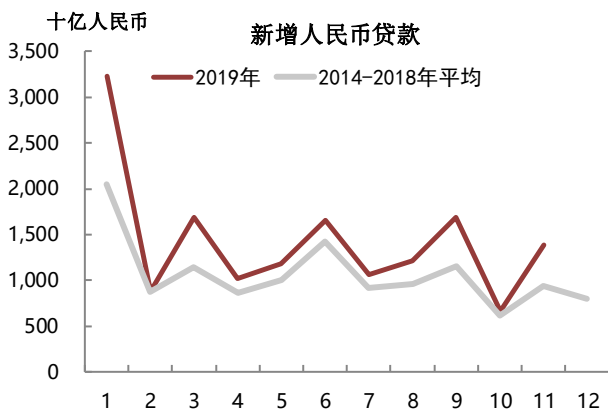


来源：Wind，莫尼塔研究

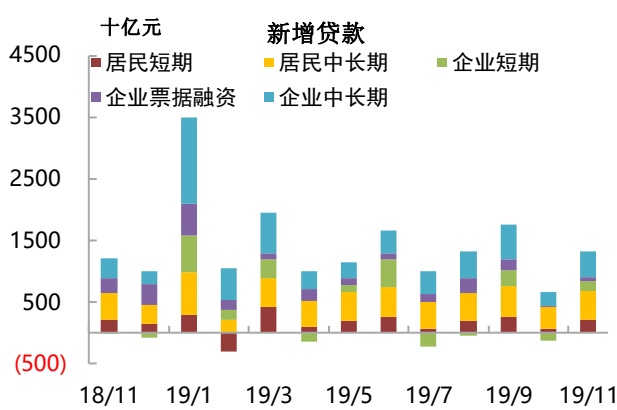
二、企业中长期贷款保持强势，与地方隐性债务置换关联较大

11月新增人民币贷款1.39万亿，同样较上月大幅反弹，贷款存量增速与上月持平于12.4%，和社融的情况一致（图表7）。贷款结构继续更多偏向企业中长期贷款：居民部门贷款占比49.1%，小幅低于去年同期；企业部门贷款占比48.9%，小幅高于去年同期；企业中长期贷款占比30.3%，也明显高于去年同期（图表8）。7月以来，企业中长期贷款的增长一直明显强于季节性（图表9）。不可否认，这与地方隐性债务置换关联较大，尤其结合下半年贷款增速明显回落、社融增速小幅下降来看，应主要来自于内部腾挪（图表10）。

图表 7：11 月新增贷款较上月明显修复

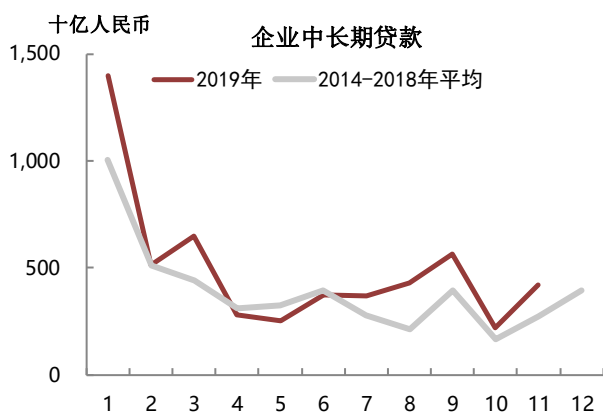


图表 8：11 月新增贷款集中于企业中长期



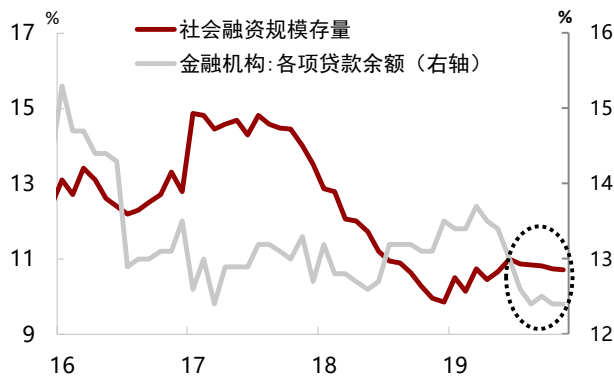
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 9：7 月以来企业中长期贷款持续偏强



来源：Wind，莫尼塔研究

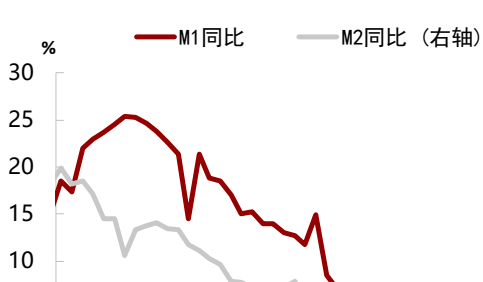
图表 10：7 月以来社融、信贷增速皆回落



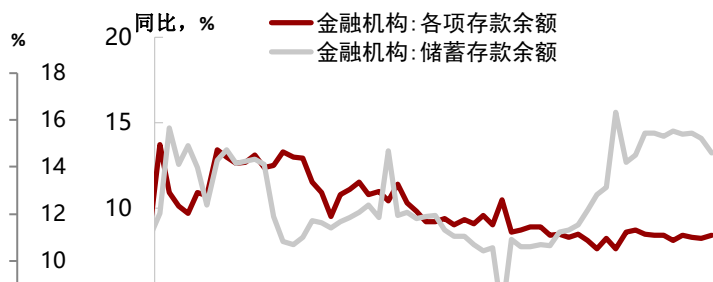
三、M2 增速小幅放缓，佐证隐性债务置换的影响

11月M2同比小幅下降至8.2%，M1同比小幅回升至3.5%（图表11）。在贷款和社融增速保持平稳的情况下，M2出现相对明显的减速，也可佐证地方隐性债务置换对信贷结构的影响。因债务置换是社融的内部腾挪，会增加企业的中长期贷款，但并不创造出新的存款，从而对M2的贡献较小。从存款结构来看，非银金融机构和企业的新增存款强于季节性，体现非银面临资产荒的情境，待融出资金增多，以及企业部门资金状况有所好转，而居民部门和财政存款基本遵循季节性规律。10月以来居民存款不及此前强势，可能意味着居民消费意愿有所提升，具体对应于地产、汽车还是其它消费品，还有待经济增长数据的印证（图表12）。

图表 11：11 月 M2 同比小幅下降



图表 12：11 月居民部门存款不及此前强势



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_8465

