

信贷回落但结构改善，降准降息并非不可期

——2019年10月货币数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 2019年1-10月，国内社融增量为19.41万亿元，同比多增3.21万亿元；10月当月社融增量为6189亿元，同比少增1185亿元。国内经济下行压力加大背景下，实体投资需求仍不足，国内新增信贷规模同比温和回落。三季度以来央行逆周期调控力度明显加大，信贷结构持续优化。预计未来数月流向实体的信贷资金有望继续增加，社融与M2增速大概率稳中趋降。具体看：

社融：受信贷和专项债共同拖累影响，增长动力不足，增量低于预期。10月份国内新增社融6189亿元，同比少增1185亿元。其中，新增人民币贷款、地方政府专项债分别同比少增1671和1068亿元，是本月社融回落的主要拖累因素。从累计数据，1-10月份社融同比保持多增，其中人民币贷款、表外融资和企业债券三项贡献率超八成，地方政府专项债的贡献则继续减弱。

信贷：居民短贷与其他部门贷款少增拖累本月增幅，但信贷结构边际优化，企业中长期贷款连续三月同比多增。10月份金融机构新增人民币贷款6613亿元，同比少增357亿元，其中居民户短贷、票据融资和其他部门贷款分别同比少增1284、850和984亿元，导致流向实体的信贷同比少增较多。但国内信贷结构持续优化，10月国内非金融性公司中长期贷款为2216亿元，同比多增787亿元，已连续三个月改善。预计未来数月国内信贷增速仍将延续小幅放缓态势，但结构上流向实体企业的中长期贷款有望持续增加。

流向：基建和地产仍是主力方向，但预计年内基建资金来源将放缓，房地产融资边际改善或难持续。一方面，年内流向基建领域社融资金仍较多，但本月基建资金来源受债券发行和其他部门贷款放缓拖累。如2019年1-10月与基建相关的表外融资、政府债券、地方政府专项债以及对其他部门的贷款分别同比多增10610、5664、3678和3362亿元，但后三者增幅较1-9月分别下降1369、1068和984亿元。另一方面，受地产商打折促销刺激，房地产融资边际改善，如1-9月份房地产开发资金来源累计同比增长7%，较1-8月提高0.5个百分点。但随着降价促销边际效用趋弱，叠加“房住不炒”严监管，预计未来数月地产消费、投资与融资增速均面临放缓压力。

- **信用派生能力增强对冲财政存款环比增加影响，助力10月M2企稳，预计11月M2增长8.3%左右。**10月信用派生增强、翘尾因素增加0.3个百分点均有利于M2增速企稳；但财政存款环比增加12577亿元，以及受债券市场调整金融机构债券投资增速回落，均不利于M2增速提高。展望未来，11月翘尾因素下降1个百分点不利于M2企稳，但财政存款将环比下降，叠加全球新一轮“降息潮”下，央行逆周期调控大概率延续，预计11月份M2增长8.3%左右。另外，受国内经济处于继续寻底阶段，我们维持年初以来M1和M2增速拐点已经出现的判断，但两者剪刀差将在一段时间内持续存在。
- **货币政策：**预计央行将择时继续降准、加大结构性政策力度以维持“量稳”，下调LPR和MLF利率以实现“价降”。在经济下行压力加大，但“宽货币”向“宽信用”传导受阻的情况下，需加大结构性定向工具力度；受制于“猪周期”推动下的CPI上涨、汇率和资本外流因素影响，利率下调时间只会延迟，不会“缺席”，央行将根据国内基本面择时灵活降息，降低融资成本。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财富证券 首席经济学家

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员
电话：010-68086480
邮箱：huwy21@126.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、信贷温和回落反映实体需求不足，但结构持续改善或可期	3
（一）社融：受信贷和专项债共同拖累影响，增量低于预期	3
（二）信贷：结构边际优化，企业中长贷连续三个月同比多增	3
（三）流向：基建和地产仍是主力方向，但预计年内基建资金来源将放缓，房地产融资 边际改善或难持续	5
二、信用派生能力增强助力 M2 持平上月	6
（一）信用派生能力增强对冲财政存款增加支撑 10 月 M2 持平上月，预计 11 月增长 8.3% 左右	6
（二）经济继续寻底，M1 和 M2 增速剪刀差仍将持续存在	8
三、预计货币政策将继续降准、加大结构性政策力度以维持“量稳”，下调 LPR 和 MLF 利率以实现“价降”	8

正文：

事件：2019年10月份，新增人民币贷款6613亿元，分别较上月和上年同期少增10287亿元和357亿元；社融增量为6189亿元，分别较上月和上年同期少增16536亿元和1185亿元；货币供应量M1同比增长3.3%，增速较上月末降低0.1个百分点，比上年同期高0.6个百分点；M2同比增长8.4%，增速与上月末持平，比上年同期高0.4个百分点。

一、信贷温和回落反映实体需求不足，但结构持续改善或可期

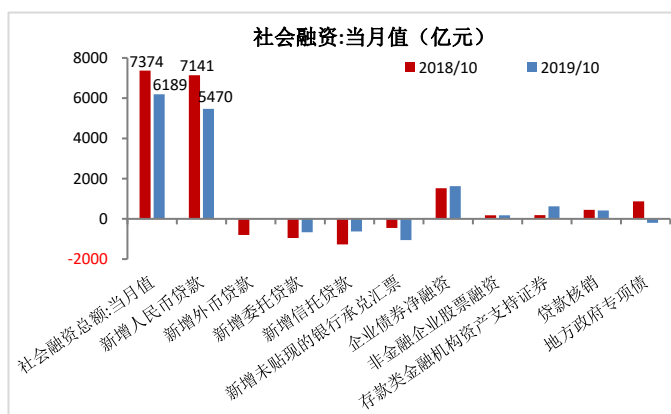
（一）社融：受信贷和专项债共同拖累影响，增量低于预期

10月份社融同比回落，主要源于信贷和专项债的共同拖累。10月份国内社会融资（简称社融，下同）规模增量为6189亿元，同比少增1185亿元。其中，新增人民币贷款、地方政府专项债分别同比少增1671和1068亿元，是本月社融回落的主要拖累因素；相比之下，表外新增信托贷款和新增委托贷款继续小幅改善，分别同比少减少649和282亿元（见图1）。

1-10月份社融同比保持多增，人民币贷款、表外融资和企业债券三项贡献率超八成。从累计数据看，1-10月份社融增量为19.41万亿元，较上年同期多增3.21万亿元。从贡献因素看，人民币贷款（社融口径）、表外融资和企业债券融资是年内社融增量改善的三大重要推动力量，分别累计同比多增11234、10610和7017亿元；相比之下，1-8月贡献较大的地方政府专项债，此后发行规模下降，累计同比仅多增3678亿元，对社融增量的贡献继续减弱（见图2）。

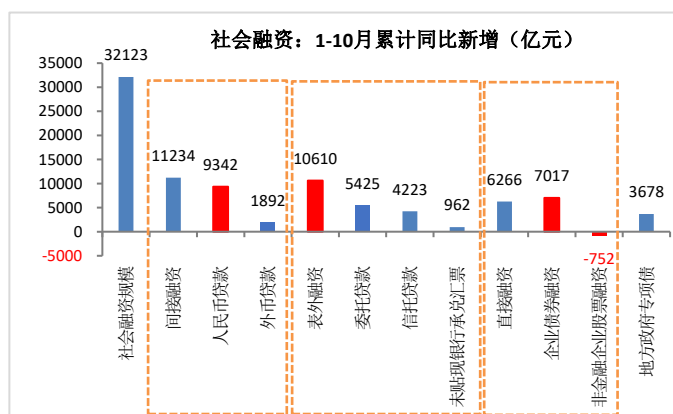
整体上，国内社融增长动力不足，社融存量增速亦较上月回落0.1个百分点至10.7%，表明实体需求依旧疲弱；但值得欣喜的是，国内社融结构呈现出优化迹象，年内直接融资特别是企业债券融资规模和占比均有所增加。预计未来数月国内社融增长仍有一定压力，但整体上将 继续与名义GDP增速相匹配，社融结构亦有望持续改善。

图1：10月社会融资规模与结构



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图2：1-10月社会融资规模与结构



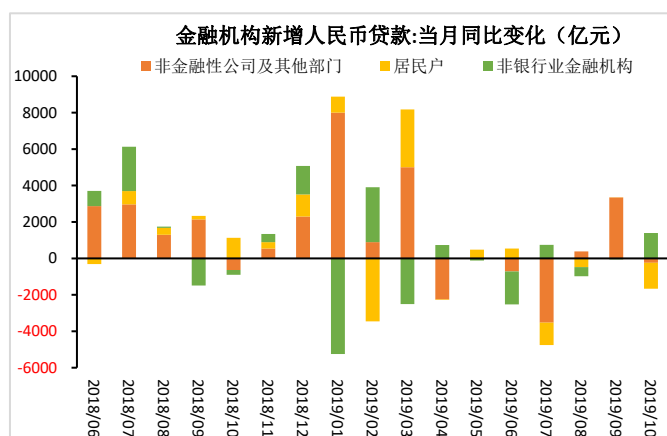
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（二）信贷：结构边际优化，企业中长贷连续三个月同比多增

10 月份新增人民币贷款同比微降，源于流向实体信贷下降。10 月份金融机构新增人民币贷款 6613 亿元，同比少增 357 亿元。其中，流向非银行业金融机构的新增人民币贷款同比多增 1391 亿元；流向实体的贷款，即流向居民、非金融性公司及其他部门的新增人民币贷款分别同比少增 1426 和 241 亿元，非银行业金融机构贷款回暖抵消了部分实体信贷的下降（见图 3-4）。

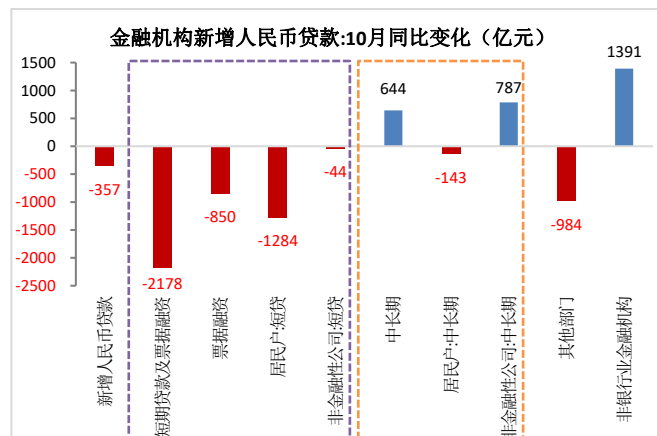
10 月份实体信贷下降较多，源于短贷票据和其他部门贷款拖累，但企业中长贷款改善明显，助力信贷结构继续优化。10 月份国内短期贷款及票据融资同比大幅少增 2178 亿元，其中主要是因为票据融资和居民户短贷分别同比少增 850 和 1284 亿元；另外其他部门贷款同比少增 984 亿元，少增额较上月继续扩大（见图 4）。但与此形成鲜明对比的是，10 月份非金融性公司中长期贷款为 2216 亿元，同比多增 787 亿元，已连续三个月改善。

图 3：金融机构新增人民币贷款：当月同比变化



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 4：金融机构新增人民币贷款：10 月同比变化



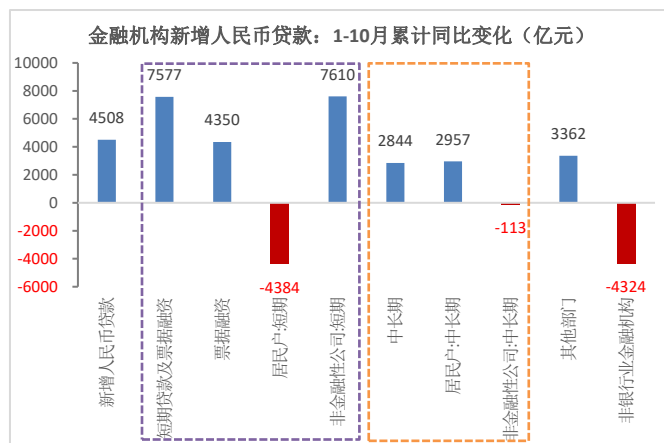
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

1-10 月份人民币贷款同比保持多增，企业短贷及票据融资、其他部门贷款和居民长贷是三大主要贡献力量。从累计数据来看，1-10 月国内新增人民币贷款 14.29 万亿元，较上年同期多增 4508 亿元。其中，非金融性公司短期贷款、票据融资、其他部门贷款和居民中长贷是重要贡献力量，分别同比多增 7610、4350、3362 和 2957 亿元（见图 5）。但值得关注的变化是，8 月份以来累计新增企业中长期贷款同比少增额持续收窄（见图 6），国内信贷结构持续优化。

整体看，国内实体经济信贷需求仍然不足，但下半年以来信贷结构呈边际改善态势。具体表现为：一是年内用于中长期投资的新增企业中长期贷款额仍低于去年同期，但近三月进入实体企业的中长期贷款持续增加，1-10 月企业中长期贷款同比少增额已收敛至 -113 亿元（见图 5）。二是年内信贷资金主要流向企业（短贷和票据融资）、基建（其他部门）和居民（中长贷），其中流向企业的资金主要用于解决短期流动性问题。这意味着前两者增加更多地体现为逆周期调控加码的结果，后者则是居民加杠杆购房的结果。目前信贷流向结构的边际优化，即流入居民部门中长期资金的边际减少和流入企业中长期资金的增加，将有利于支持实体经济的结构调整。

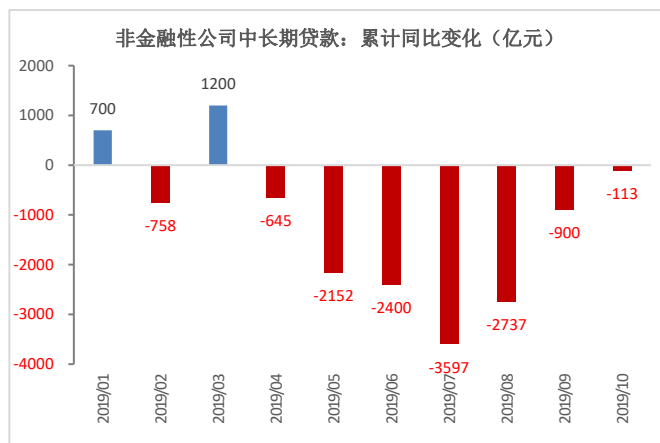
展望未来数月，预计国内信贷增速整体延续小幅放缓态势，但结构上流向实体企业的中长期贷款持续改善趋势或有望延续。

图 5：金融机构新增人民币贷款：1-10 月累计同比变化



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 6：金融机构新增人民币贷款：累计同比变化



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（三）流向：基建和地产仍是主力方向，但预计年内基建资金来源将放缓，房地产融资边际改善或难持续

从社融资金的行业流向看，基建和房地产仍是主力方向。预计年内基建资金来源或受债券发行和其他部门贷款放缓的拖累，房企融资边际改善难以持续。具体来看：

年内信贷资金更多地流向了基建领域，但 10 月基建资金来源受债券发行和其他部门贷款放缓的拖累。与基建相关的资金主要包括政府债券、表内对其他部门的贷款（主要对应机关团体贷款，下同）、地方政府专项债以及表外融资。2019 年 1-10 月，表外融资、政府债券、地方政府专项债以及对其他部门的贷款分别同比多增 10610、5664、3678 和 3362 亿元（见图 7），其中政府债券和地方政府专项债受发行节奏影响，增幅较 1-9 月分别下降 1369 和 1068 亿元，属于正常回落。其他部门的新增人民币贷款，其占比自 2018 年 4 月由负转正以来整体维持改善趋势，截至 2019 年 10 月达到 13.5%（见图 8），同比提升 2.0 个百分点。从信贷结构看，年内信贷资金更多地流向了基建领域。

图 7：流向基建行业的资金边际减少（亿元）

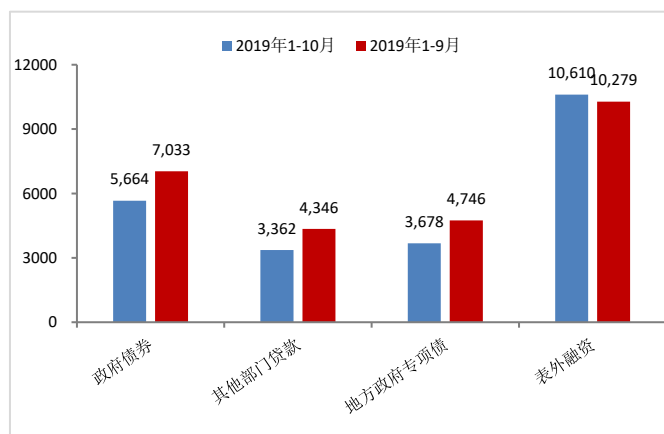
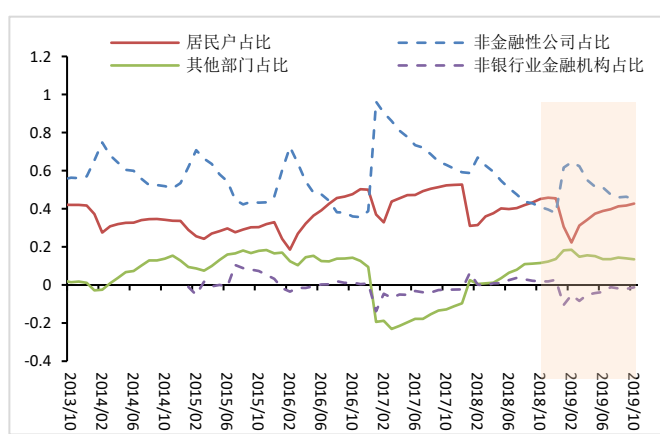


图 8：新增人民币贷款流向占比

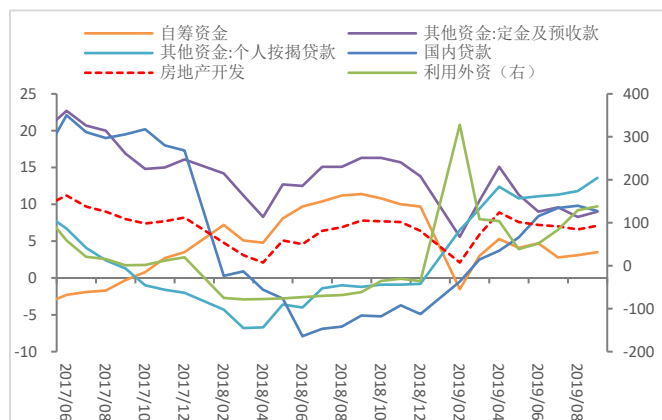


资料来源：WIND，财信国际经济研究院

资料来源：WIND，财信国际经济研究院

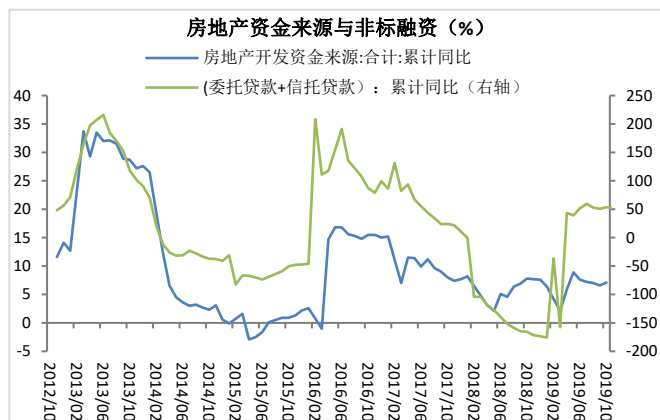
考虑到未来国内稳增长压力仍大、企业主动增加投资意愿仍具有不确定性，基建投资增速有望继续有所提高，但目前国内财政支出压力有所显现，政府债券和专项债券四季度发力空间已有限，短期基建资金来源提升幅度或温和。然而，随着前期基建资金到位、项目逐渐开工，我们对四季度基建投资增速并不悲观。

图 9：房地产开发资金来源各分项累计同比增速（%）



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 10：房地产资金来源与非标融资



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

房地产融资边际改善，但可持续性不强。一是房地产开发资金来源有所改善。如2019年1-9月份，房地产开发资金来源累计同比增长7%，较1-8月提高0.5个百分点；其中占房地产资金来源比重超五成和三成的其他资金（包括定金及预收款和个人按揭贷款）与自筹资金分别同比增长8.8%、3.5%，较1-8月增加1.0和0.4个百分点（见图9），是主要贡献力量。二是与房地产资金来源增速同步性较强的新增（委托贷款+信托贷款）持续改善，2019年1-10月份，国内新增（委托贷款+信托贷款）为-7532亿元，同比增长53.7%，增速较1-8月提升2.9个百分点（见图10），但考虑到受地产信托融资监管趋严影响，预计未来通过表外渠道流入房地产的资金不会大幅增加。三是国内房企海外发债呈小幅回暖态势，如2019年8-10月国内房企海外发债金额分别为15.8、25.3和31.0亿美元，逐月增加，但整体仍低于1-7月份的均值57.5亿美元。

10月房地产融资小幅边际好转，主要源于地产商加大力度降价促销刺激了居民购房投资，国内房地产销售面积同比大幅增长，但房价增幅明显放缓，也反映未来房企资金来源可能偏紧。展望未来，预计地产降价促销的边际效用或逐渐趋弱，地产消费、投资与融资增速均面临放缓压力。

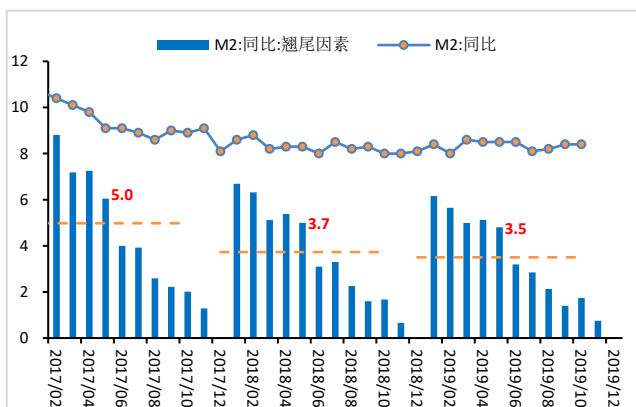
二、信用派生能力增强助力 M2 持平上月

（一）信用派生能力增强对冲财政存款增加支撑 10 月 M2 持平上月，预计 11 月增长 8.3% 左右

10 月份 M2 增速与上月持平，原因有四：一是翘尾因素较上月增加 0.3 个百分点，利于 M2 增速提高（见图 11）；二是财政存款环比增加 12577 亿元至 5551 亿元，不利于

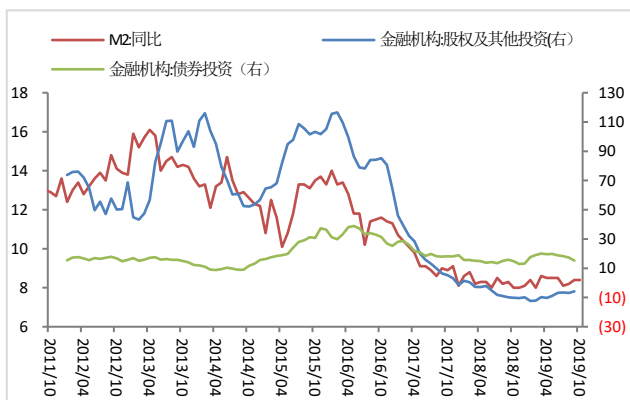
M2 增速提高；三是金融体系内部降杠杆呈放缓态势，但 9 月其他存款性公司资产增速和金融机构债务增速均小幅有所回落，其中受债券市场调整较多影响，9 月金融机构债券投资增速有所下降（见图 12-13）；四是本月银行新增中长期贷款明显改善，信用派生有所增强，同时受益于资本市场改革政策红利加速释放，金融机构股权及其他投资增速亦明显回升，对 M2 企稳提供支撑（见图 13）。

图 11：10 月 M2 翘尾因素小幅回升



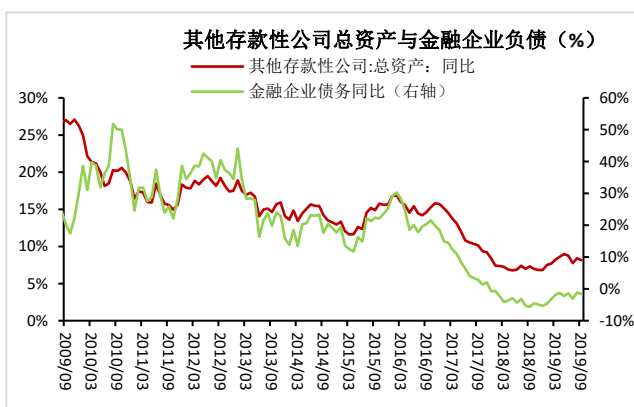
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 13：金融机构股权、债权投资增速与 M2 增速



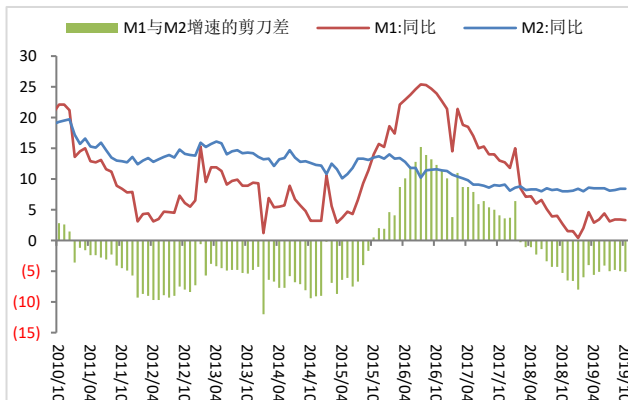
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 12：存款性公司总资产与金融企业负债增速均回落



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 14：M1 与 M2 的剪刀差



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

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_9025

