

四个问题看懂信贷社融回落之谜

——10月金融数据点评

宏观事件点评

2019年11月12日

报告摘要:

● 哪些项目回落较多?

贷款中主要是居民短期贷款和企业票据融资,前者新增623亿,系过去三年同期最低,同比少增1284亿;后者仅新增214亿,是除票据强监管的2017年外,过去六年同期最低,同比少增850亿。社融中主要是未贴现银行承兑票据和地方政府专项债,前者减少1053亿,录得过去三年同期最差表现,同比多减600亿;后者由于今年前9月已发行完毕,同比少2394亿。

● 哪些项目表现较好?

首先最亮眼的莫过于企业中长期贷款,同比多增787亿;其次是信托贷款和委托贷款,二者虽然都继续减少,但得益于去年同期低基数,分别同比多增649亿和282亿;最后值得注意的是非银机构贷款,10月新增1123亿元,同比多增1391亿元。居民中长期贷款、企业短期贷款、企业债券融资等项目基本保持平稳。

● 信贷社融大幅收缩的原因有哪些?

总体看,新增信贷仅6613亿,同比少增357亿;新增社融仅6189亿,同比少增1185亿。其原因,一是10月为信贷小月,季节性回落可以解释一部分,但不能完全解释;二是8-9月信贷均超市场预期,我们曾指出与银行在贷款利率换锚前抢先放贷有关,10月LPR已成为新锚,银行抢放贷行为结束;三是前三季度累计新增贷款已达13.6万亿,银行年内剩余额度已然不多了。

● 后续经济走向和政策应对怎么看?

我们多次提示市场,制造业景气仍然疲弱,工业品通缩挥之不去,内生融资需求仍然疲弱,短期内库存周期触底并不现实,中国经济下行压力并未解除。政策层面需要做好防通胀和防通缩、稳增长和防风险、稳外贸和促转型等多种关系的均衡,预计货币政策将稳健略偏宽松,MLF和LPR开启联动下降之旅;财政政策将进一步发力提效,四季度有必要提前发行一定额度的地方专项债。

● 风险提示:金融风险发酵,逆周期调节不及预期。

民生证券研究院

分析师:解运亮

执业证号: S0100519040001

电话: 010-85127665

邮箱: xieyunliang@mszq.com

研究助理:毛健

执业证号: S0100119010023

电话: 021-60876720

邮箱: maojian@mszq.com

研究助理:付万丛

执业证号: S0100119080008

电话: 010-85127730

邮箱: fuwancong@mszq.com

相关研究

事件：

11月11日，央行公布10月金融数据：

10月新增人民币贷款为6613亿人民币，预期值8178.6亿人民币，前值16900亿人民币

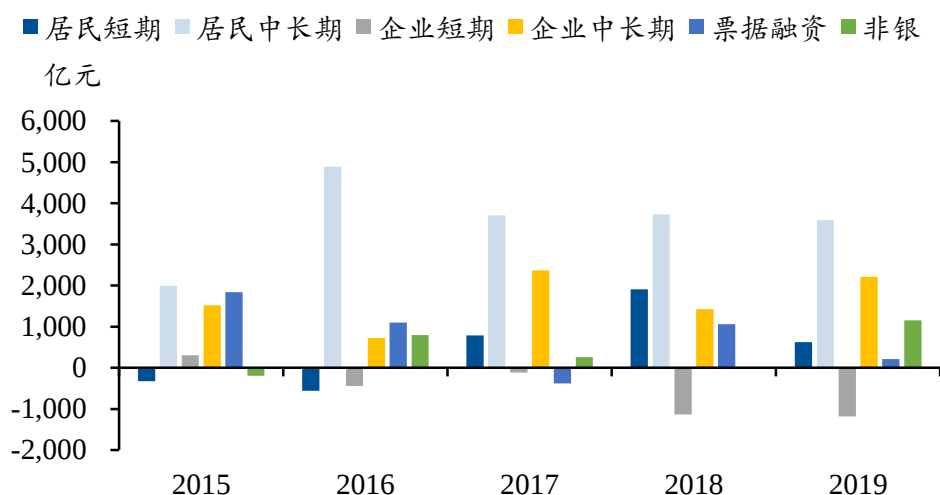
10月社会融资规模增量6189亿人民币，前值22700亿人民币

9月M2同比增长8.4%，预期值8.4%，前值8.4%

一、数据表现：信贷疲软导致新增社融低于预期

特征一，10月份企业中长期贷款和非银机构贷款表现亮眼，居民短期贷款和票据融资表现疲软。10月新增人民币贷款6613亿元低于市场预期的8178.6亿元，同比少增357亿元。其中，企业中长期贷款新增2216亿元，同比多增787亿元，或指向基建融资持续发力；企业短期贷款新增-1178亿元，同比变化不大，由于民企贷款多为企业短期贷款，企业短期贷款没有明显改善说明信贷政策仍有必要向民企倾斜；票据融资仅新增214亿，是除票据强监管的2017年外，过去六年同期最低，同比少增850亿。企业部门合计同比多增约743亿元。居民中长期贷款（主要是房贷）同比少增143亿元，居民短期贷款同比少增1284亿元，新增居民短期贷款大幅下降一部分说明当前居民消费意愿较为低迷。居民部门贷款总体下降1427亿元。非银贷款改善明显，同比多增1151亿元。

图1：10月企业中长期贷款和非银贷款表现亮眼，居民短贷和票据融资表现疲软

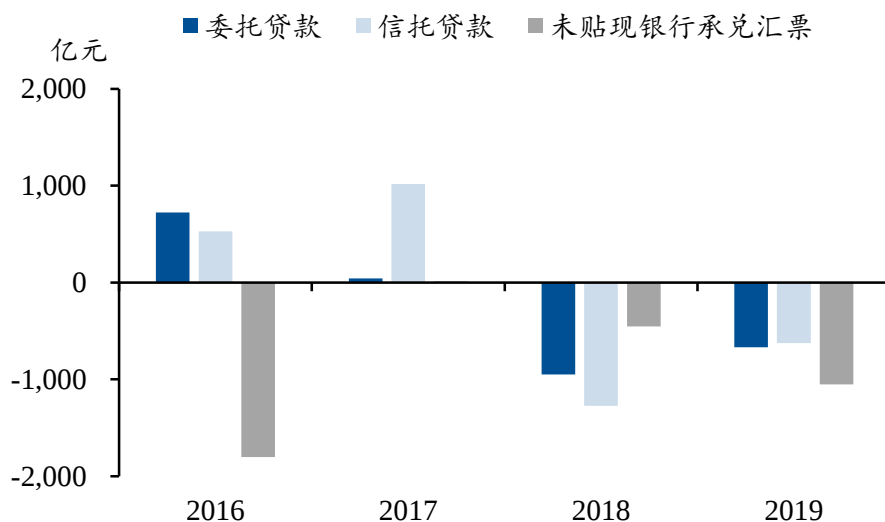


资料来源：Wind，民生证券研究院

特征二，表外融资受益于低基数同比改善，专项债发行规模继续成为拖累项。新增社融规模低于预期，10月新增社融6189亿元，同比少增约1185亿元，低于市场的预期值8178.6

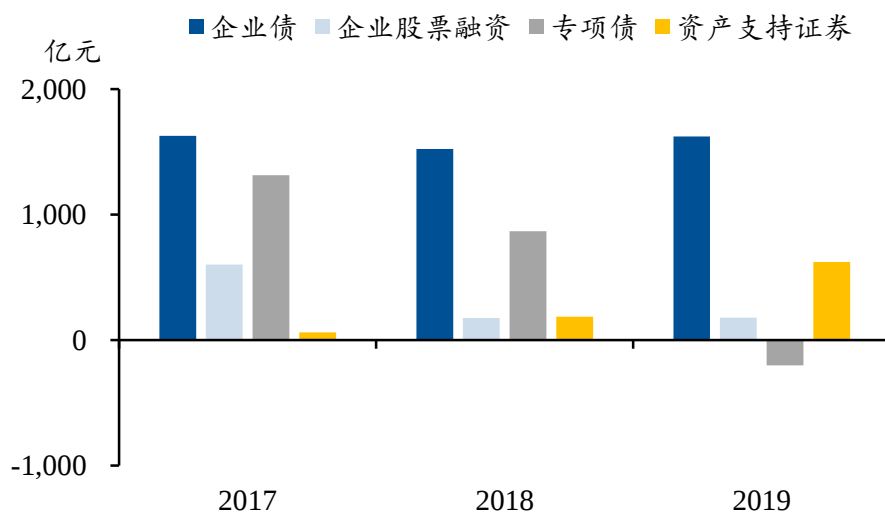
亿。其中，社融中本币贷款新增 5470 亿元，同比少增 1671.28 亿元，表现差于贷款统计；企业债券融资为 1622 亿元，同比变动不大，股票融资 180 亿元，同比变动不大；委托贷款、信托贷款和未贴现票据均为负增长，但受益于去年同期极低基数影响，委托贷款和信托贷款分别同比少减 281.63 亿元和 648.91 亿元，表外融资合计同比少减 330.84 亿元；地方政府专项债融资-200 亿元，同比少 1067.77 亿元。

图 2：10 月份与去年同期相比委托贷款和信托贷款有所回暖



资料来源：Wind，民生证券研究院

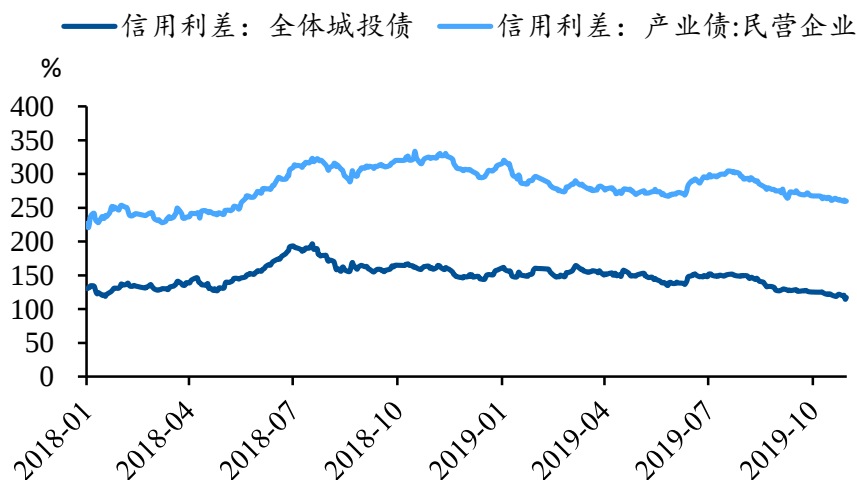
图 3：10 月份专项债成社融拖累项，资产支持证券发行表现亮眼



资料来源：Wind，民生证券研究院

特征三，10 月民企和城投公司信用利差继续下降，融资成本小幅下降。10 月，民企信用利差从 267.30BP 下降至 259.84BP，反映出民营企业融资成本持续改善的态势。今年来国家高度重视民企和小微企业融资难、融资贵问题，多次出台相关政策鼓励商业银行向民企放贷。受此影响，今年来民企信用利差持续下降，10 月城投公司信用利差从 125.03BP 下降至 117.16BP，城投公司承担拉动基建的重任，融资的改善有利于保证城投公司基建项目的落实和推进。

图 4：民企和城投公司信用利差继续下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

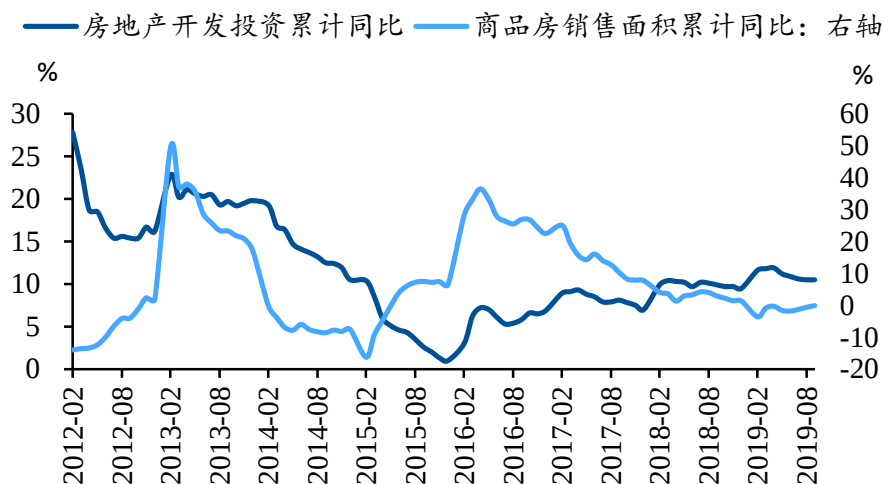
二、数据背后：信贷社融大幅收缩的原因

10 月为信贷小月，季节性回落可以解释一部分，但不能完全解释。首先，10 月份要扣除 7 天国庆假期，工作日较短，所以 10 月通常比其他月份信贷和社融增量要少一些。其次，受银行年底考核影响，4 季度信贷和社融数据通常较三季度低。但这些不能完全解释社融数据大幅收缩的问题。

8-9 月信贷均超市场预期，我们曾指出与银行在贷款利率换锚前抢先放贷有关。8-9 月受 LPR 利率下调预期的影响，银行有动力在利率下降之前提前放贷以锁定利率。10 月在贷款换锚落地之后，银行缺乏抢先放贷的动力。另外，前三季度累计新增贷款已达 13.6 万亿，银行年内剩余额度已然不多，这也制约银行信贷投放。

房地产融资受限叠加商品房销售疲软拖累人民币贷款增量。截至到 10 月 31 日，2019 年宣告破产的房地产相关企业数量已经超过 400 家，且进入 2019 年下半年之后，破产房企数量增速有所加快。在房住不炒政策下，银行收紧了对房地产企业的信贷规模。在债务密集到期、销售下滑的背景下，房地产企业融资较为艰难，而银行传统信贷中，房地产企业占较大比重，房企融资的下滑对信贷增量形成明显拖累。假设未来房地产行业融资和经营均未出现明显改善，房地产行业仍将拖累信贷增量。

图 5：房地产融资受限叠加商品房销售疲软拖累信贷增量



资料来源：Wind，民生证券研究院

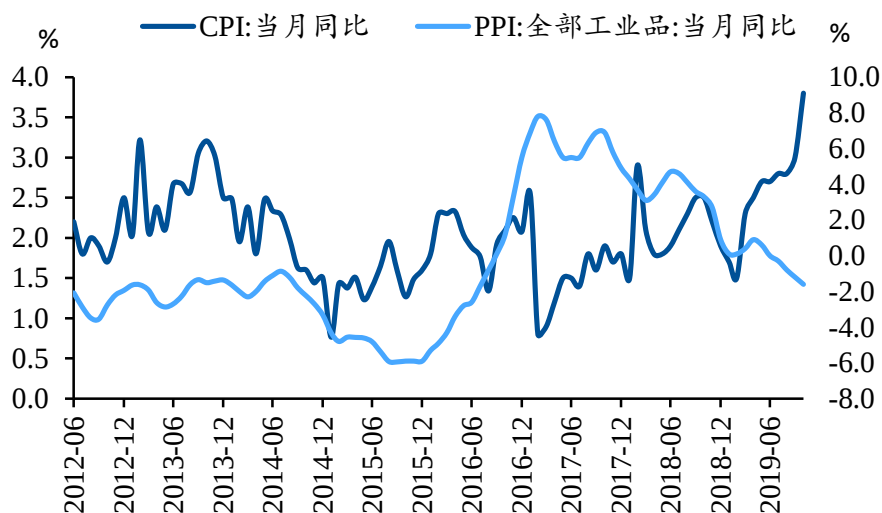
三、未来展望：中国经济下行压力并未解除，预计货币和财政仍将协同发力

经济下滑压力并未解除，预计货币政策将稳健略偏宽松。10月制造业景气仍然疲弱，10PPI同比增长-1.6%，创年内新低，工业品通缩挥之不去。内生融资需求仍然疲弱，短期内库存周期触底并不现实，中国经济下行压力并未解除。政策层面需要做好防通胀和防通缩、稳增长和防风险、稳外贸和促转型等多种关系的均衡，预计货币政策将稳健略偏宽松，逆周期调节仍有必要。

MLF 和 LPR 开启联动下降之旅，促进降低实体企业融资成本。11月5日央行下调 MLF 利率 5BP，意在引导 LPR 利率下行，以促进降低实体企业融资成本。当前，尽管 CPI 快速上涨，但本轮 CPI 上涨主要是猪肉价格单一上涨引起的结构性通胀，央行不会因为单一物价变动而改变货币政策走向。预计 11 月 LPR 有下调空间，这会对实体企业融资形成一定提振。

四季度有必要提前发行一定额度的地方专项债。9-10月社融很大程度被专项债发行拖累，10月新增专项债为负，，相比去年同期大幅下滑。因此四季度有必要提前发行一定额度专项债，提前发行专项债有两层意义：第一是发行专项债的资金可以部分作为基建投资的资本金，以保障今年年底和明年年初基建能托底经济。第二是专项债发行可以部分置换城投债，在当前地方化债压力较大的背景下，以低利率专项债置换高利率城投债能降低地方还债压力。

图 6：中国经济同时面临通胀和通缩问题，货币政策预计稳健略偏宽松



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

金融风险发酵，逆周期调节不及预期。

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_9040

