

受益于 LPR 改革，非标改善和信贷回升推动社融超预期

——2019年9月金融数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002
邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007 郑嘉伟（分析师）证书编号：S0280519040001
陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● **受益于 LPR 改革，信贷投放高于市场预期。** 受益于 LPR 改革，非金融企业部门贷款增加，信贷投放高于市场预期。信贷回升的主要贡献来自非金融企业的短期和中长期贷款。其中，企业部门 9 月整体新增贷款同比多增 3341 亿元，短期贷款增加 2550 亿元，中长期贷款增加 5637 亿元，两者分别同比多增 1452 亿元和 1837 亿元。企业部门贷款增加主要来自于 LPR 改革，由于商业银行预期未来 LPR 利率会进一步下行，刺激商业银行提前投放，引导更多资金流向实体经济部门。商业银行成为当前化解隐性债务的主力。随着各地出台隐性债务化解方案出台，商业银行逐步成为当前最有能力化解隐性债务的主体，叠加利率市场化改革后，商业银行预计 LPR 利率将会持续下降，这样彻底打破了商业银行之前设定的贷款利率隐性下限，推动商业银行积极参与与地方政府参与隐性债务化解。总体来看，LPR 改革推动商业银行信贷投放积极性提高，但信贷结构仍需改善。

● **社融口径调整、非标改善和信贷回升推动社融超预期。** 9 月社融新增 2.27 万亿元，比 2018 年同期多增 1383 亿元，由于央行进一步完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，9 月起将“交易所 ABS”纳入“企业债券”指标，修正后的社融增速为 10.8%，与上月持平。一是非标融资持续改善对社融贡献较大。9 月非标融资仅减少 1124.72 亿，同比少减 1763.74 亿；二是人民币贷款显著回升是社融持续稳定的关键。三是专项债发行受高基数影响成为社融增速的最大拖累。四是交易所 ABS 纳入“企业债券”指标，社融口径调整有助于社融趋稳。LPR 改革，商业银行将会持续加大人民币信贷投放，同时 2020 年专项债发行前置，将会显著提高四季度社融增速，但需要警惕四季度非标集中到期对社融的冲击。未来社融增速将保持高增长，四季度在低基数和一系列稳增长政策推动下，社融增速依然乐观。

● **信贷投放加快推动 M2 增速回升。** M2 增速回升主要自于 LPR 改革推动商业银行信贷投放意愿增强，随着专项债政策下达，商业银行加快了专项债配套融资和隐性债务置换，推动 M2 增速小幅回升。M1 增速持平说明微观主体活力一般，由于经济回升的基础还不牢固，企业主动投资与加杠杆动力不强，M1 上升幅度有限。从金融机构负债端看，存款出现结构性变化，居民企业存款大幅增加，财政存款大幅下降，说明减税降费加大力度后，地方财政压力增加，因此近期中央推动央地收入划分改革，缓解地方财政运行困难。

● **四季度社融不悲观。** 近期央行明确了标债资产与非标资产的界限与认定标准，尤其是非标资产界定趋严，四季度将会面临非标转标的巨大压力；四季度央行通过定向降准，有助于降低 LPR 利率，这样引导商业银行持续加大信贷投放，推动信贷结构持续改善，在商业银行加大隐性债务置换和专项债配套过程中，推动经济逐步企稳，四季度社融不悲观。同时猪肉价格推动 CPI 增速破 3，触及政策目标，虽然供给因素导致的物价上涨暂时并不影响央行逆周期政策加码，但是在四季度 CPI 增速依然还存在上涨压力的背景下，不排除货币政策会更加中性。

风险提示：政策转向；外部环境恶化

相关报告

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

信贷、非标拖累社融增速回落——2019年5月份金融数据点评

2019-05-09

结构性货币政策再发力——央行定向降准点评

2019-05-06

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

同样的药方，不一样的味道——央行TMLF操作点评

2019-04-24

天量社融可持续存疑，短期债市承压——2019年一季度金融数据点评

2019-04-14

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设 CBS 并非中国版 QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 受益于 LPR 改革，信贷投放高于市场预期	3
2、 社融口径调整、非标改善和信贷回升推动社融超预期	5
3、 信贷投放加快推动 M2 增速回升	6
4、 四季度社融不悲观	7

图表目录

图 1: 9 月人民币贷款同比多增 3069 亿元	4
图 2: 新增短期贷款及票据融资	4
图 3: 企业中长期期贷款明显增加 (亿元)	4
图 4: 社融增量分解 (亿元)	5
图 5: 非标融资拆解 (亿元)	6
图 6: 社融存量同比增速持平 (%)	6
图 7: M2 同比增速回升 (%)	7

事件：2019年10月15日，央行公布2019年9月金融数据显示，人民币贷款增加1.69万亿元，同比多增3069亿元；9月份社会融资规模增量为2.27万亿元，由于将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标，同比多增1383亿元，修正后同比增速10.8%，比上个月持平；9月末，广义货币(M2)余额为195.23万亿元，同比增长8.4%，增速比上月末高0.2个百分点，比2018年同期高0.1个百分点；M1余额同比增长3.4%，增速与上月末持平，比2018年年同期低0.6个百分点；M0同比增长4%，增速比上个月回落0.8个百分点。

1、受益于LPR改革，信贷投放高于市场预期

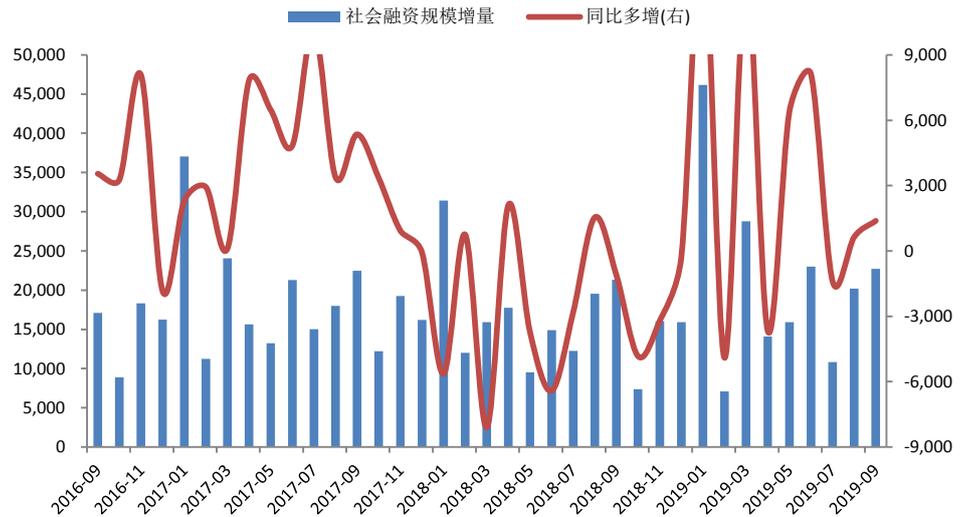
受益于LPR改革，非金融企业部门贷款增加助推9月信贷投放高于市场预期。

9月份，人民币贷款增加1.69万亿元，同比多增3069亿元，增速较上个月回升0.1个百分点至12.5%，整体高于市场预期。信贷回升的主要贡献来自非金融企业的短期和中长期贷款。其中，企业部门9月整体新增贷款为10113亿元，同比多增3341亿元，短期贷款增加2550亿元，中长期贷款增加5637亿元，两者分别同比多增1452亿元和1837亿元；此外，企业票据融资增加1790亿元，同比多增48亿元。非金融企业部门整体环比大幅增加3600亿元，是信贷超于市场预期的主要原因。企业部门贷款增加主要来自于LPR改革，由于商业银行预期未来LPR利率会进一步下行，刺激商业银行提前投放，引导更多资金流向实体经济部门。此外，MPA考核将会包含LPR落实情况，这也是中长期企业贷款扩张的原因。同时，逆周期政策加码背景下，企业中长期新增信贷规模将持续好于市场预期。分部门来看，居民部门贷款增加7550亿元，同比多增6亿元。其中，短期贷款增加2707亿元，同比少增427亿元；中长期贷款增加4943亿元，同比多增634亿元，居民部门中长期贷款增加的主要原因在于随着LPR报价机制改革，部分居民预期房贷利率可能会上行，提前按揭贷款。同时监管层加强对消费贷违规流入房地产市场的高压政策，居民短期贷款持续回落。随着“房住不炒”政策的实施，未来居民部门无论是短期贷款还是中长期贷款均或将有所回落。9月非银行业金融机构贷款减少659亿元，同比少减56亿元，说明9月降准一定程度缓解了非银机构流动性分层问题。

商业银行成为当前化解隐性债务的主力。9月中长期贷款总额达到10580亿元，占全部贷款比重为62.6%，较上月回落10.3个百分点，整个信贷投放中中长期贷款占比较上月出现显著下降，但随着各地出台隐性债务化解方案出台，商业银行逐步成为当前最有能力化解隐性债务的主体，叠加利率市场化改革后，商业银行预计LPR利率将会持续下降，5年期LPR贷款利率还有进一步下行空间，这样彻底打破了商业银行之前设定的贷款利率隐性下限，推动商业银行积极参与地方政府参与隐性债务化解，不断增加对城投的中长期贷款投放。

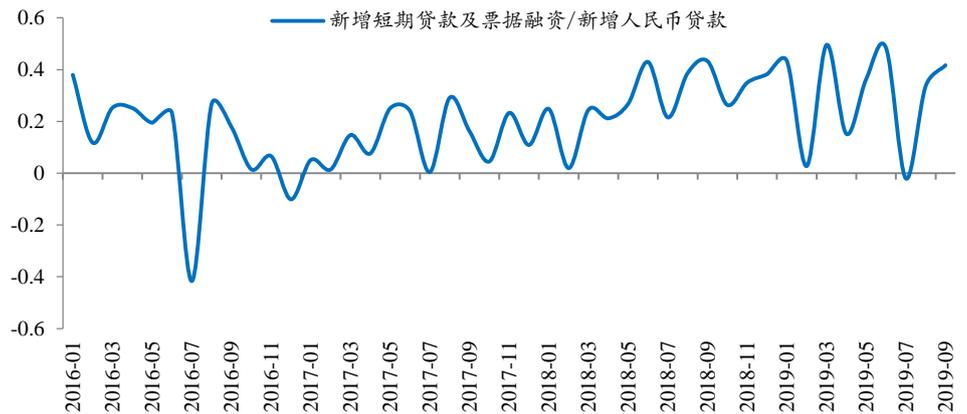
总体来看，LPR改革推动商业银行信贷投放积极性提高，但信贷结构仍需改善。前三季度人民币贷款增加13.63万亿元，同比多增4867亿元，其中，短期贷款增加3.01万亿元，占比22%；中长期贷款增加8.98万亿元，占比65.9%，中长期贷款占比上升，说明随着利率市场化改革以及LPR利率持续下行，整体信贷结构改善依然可期。

图1： 9月人民币贷款同比多增3069亿元



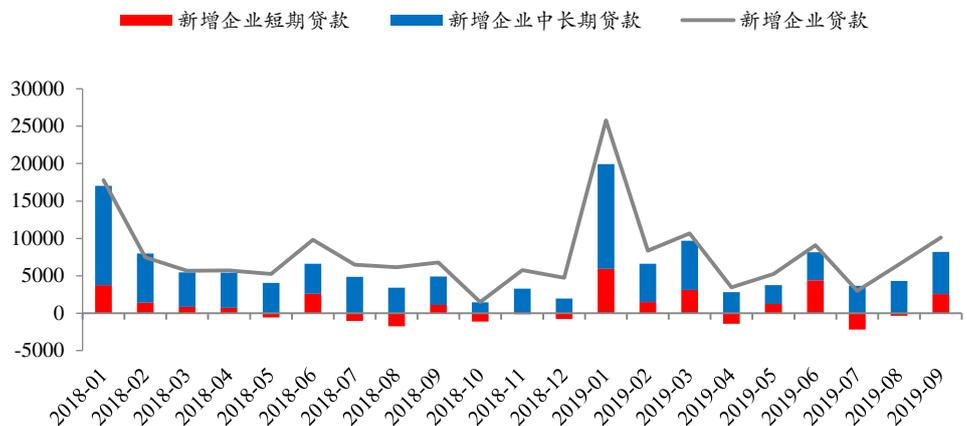
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 新增短期贷款及票据融资



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 企业中长期期贷款明显增加（亿元）



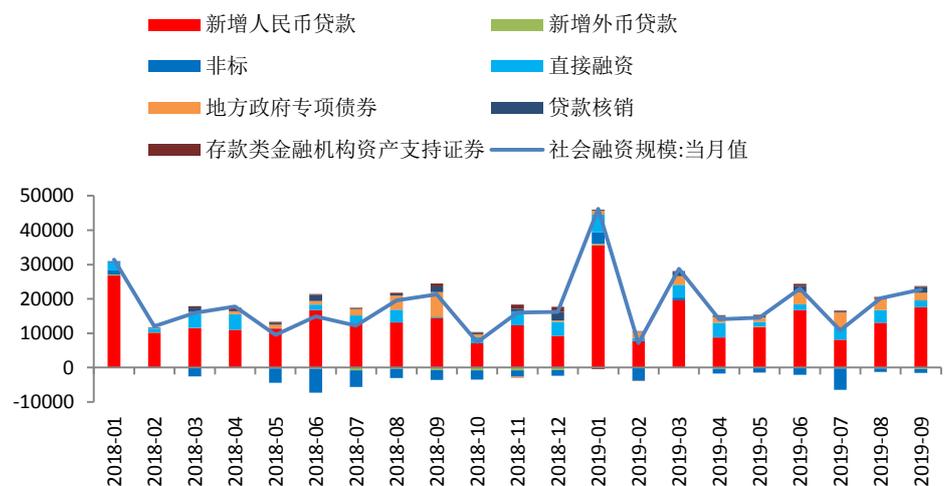
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、社融口径调整、非标改善和信贷回升推动社融超预期

社融口径调整、非标改善、信贷回升推动社融超市场预期，专项债发行受高基数影响成为社融增速最大拖累。9月社融新增2.27万亿元，比2018年同期多增1383亿元，由于央行进一步完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，9月起将“交易所ABS”纳入“企业债券”指标，修正后的社融增速为10.8%，与上月持平。一是非标融资持续改善对社融贡献较大。9月非标融资仅减少1124.72亿元，同比少减1763.74亿元，其中，9月新增委托贷款减少21.31亿元，同比少减1411.01亿元，说明一方面随着专项债新政的配套融资开始实施，商业银行加大了专项债配套政策的落实；另一方面地产融资收紧之后，部分信贷从商业银行表内转为表外委托贷款。未来随着四季度非标到期规模较大，持续改善的可持续性不强；二是人民币贷款显著回升是社融持续稳定的关键。其中，9月对实体经济发放的人民币贷款增加1.76万亿元，在贷款季节性冲高背景下，信贷依然同比多增4510.16亿元，LPR改革，推动商业银行加大隐性债务置换和对基建信贷投放，企业贷款是信贷投放回升的主要原因。三是专项债发行受高基数影响成为社融增速的最大拖累。由于2018年专项债发行前置，要集中在9月底完成，这样在高基数背景下，2019年9月地方政府专项债净融资2236.37亿元，同比少增5152.65亿元，这样由于专项债错峰发行，在高基数背景下成为社融最大拖累。四是交易所ABS纳入“企业债券”指标，社融口径调整有助于社融趋稳。其中，央行为了进一步完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，再度调整社融统计口径，将“交易所ABS”纳入“企业债券”指标，企业债券净融资1610亿元，同比多增1595亿元；非金融企业境内股票融资289.36亿元，同比多增17.33亿元。对社融增速保持正贡献。

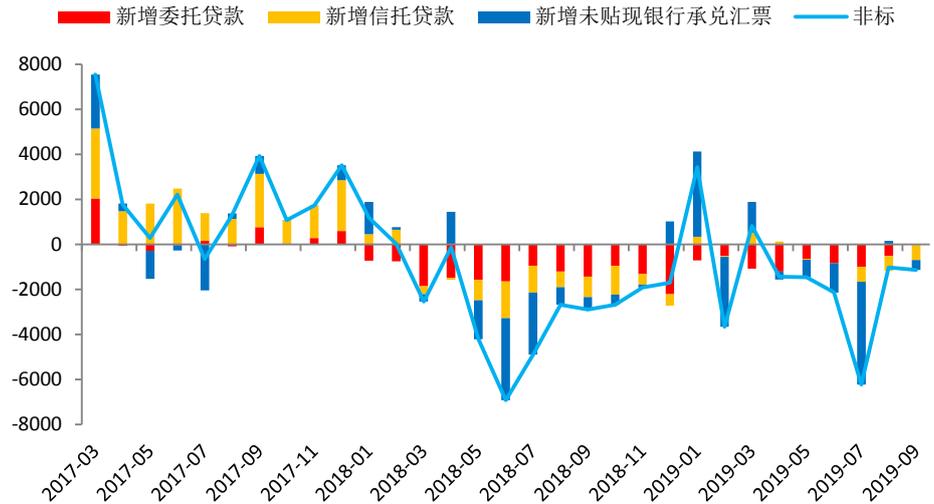
四季度社融增速依然乐观。9月社融增速与上月持平，略超市场预期。随着四季度央行降准和定向降准，将会持续改善银行间市场流动性，叠加LPR改革，商业银行将会持续加大人民币信贷投放，同时国务院已经明确提前下达2020年地方政府专项债额度，将会显著提高四季度社融增速，但需要警惕四季度非标集中到期对社融的冲击。未来社融增速将保持高增长，四季度在低基数和一系列稳增长政策推动下，社融增速依然乐观。

图4：社融增量分解（亿元）



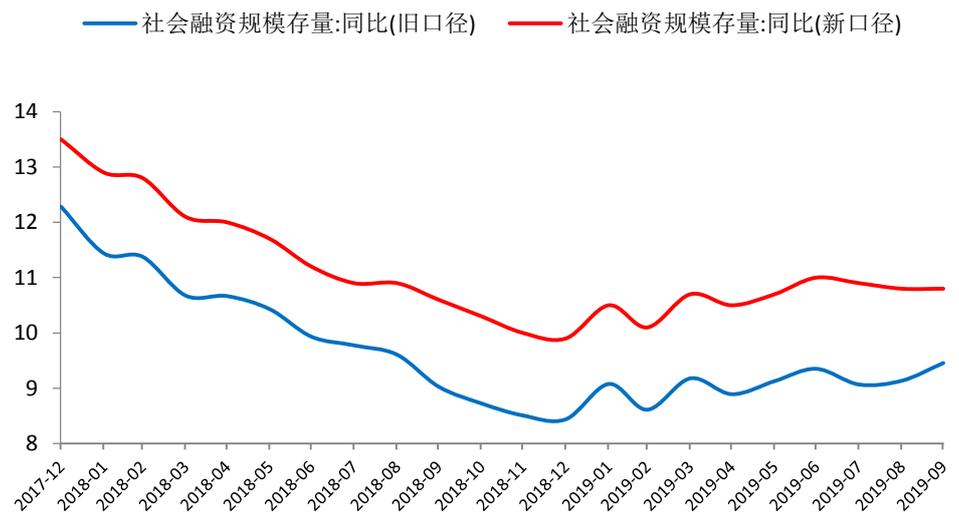
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 非标融资拆解 (亿元)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 社融存量同比增速持平 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

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_9623



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>