

社融、M2 因债务置换出现背离 信贷结构改善但持续性有待观察**2019 年 11 月金融数据点评****2019 年 12 月 11 日****点评部门****同业市场研究部****联系方式: 025-86775792****联系邮箱: zhuyy5@njcb.com.cn****事件:**

11 月 M2 同比增速 8.2%，前值 8.4%；M1 同比增速 3.5%，前值 3.3%；新增人民币贷款 1.39 万亿元，前值 6613 亿元，去年同期 1.25 万亿元。新增社会融资规模 1.75 万亿元，前值 6189 亿元，去年同期 1.6 万亿元。社融存量同比增速 10.7%，持平前值。

点评:

总体来说，11 月金融数据总体较亮眼，企业端信贷放量为主要支撑，就数据来看信贷结构有所改善，但由于存在隐性债务置换以及暖冬等因素影响，企业真实融资需求是否回升还有待观察；社融与 M2 出现背离，社融回升但 M2 增速放缓，主因是隐性债务置换导致的存贷款变动不同步。**展望后市**，社融或维持高位，但仍有不确定性。不利在于，一是在 LPR 调降的刺激下银行提前透支资产投放；二是地产融资监管依旧较严；三是暖冬提振基建地产项目开工仅为短期因素，后续信贷投放压力不减。利好在于，12 月政治局会议再次强调“六稳”，在“稳增长”和逆周期调节的诉求下，专项债额度提前下发以及项目资本金调整等措施出台，明年宽财政可能会快速落地，或带动基建融资需求走高，有效的融资需求可能会出现一定的修复。

值得注意的是，在隐性债务置换助推企业信贷数据结构改善的背后，是存贷款之间增幅不匹配带来的银行监管指标和负债端成本的压力（当前贷款、存款余额增速分别为 12.4%、8.4%，两者之差处于历史较高水平）。按监管要求，贷款的放量往往需要负债端的配合（贷存比），而存款作为银行主要低成本负债来源，必然会成为争夺对象，在结构性存款受打压的背景下，“存款争夺”会进一步加剧。存款利率难下从而导致银行负债端成本承压（从上市银行报表来看，6 月末上市银行存款成本从 1.65%显著抬升至 1.81%，总负债成本在存款的拉动下上行 3BP 至 2.12%）。在负债端成本的刚性叠加跨年因素的影响下，虽然年末流动性总量整体无忧，但资金利率波动幅度或有所加大，建议关注年末资金面的结构性分层现象。

1、新增贷款再度放量，表内票据贴现表现偏弱成拖累，企业端信贷成主要贡献，中长期贷款在隐性债务置换带动下表现依旧强劲。

居民端信贷小幅回暖，长贷是主要支撑，地产严控政策边际缓和是主因。11 月居民贷款新增 6831 亿，同比多增 271 亿。居民短贷仍受到消费贷用途监管从严的影响，同比少增 27 亿，连续 5 个月同比负增长；居民长贷受 5 年期 LPR 调降以及个别城市地产政策边际松动的拉动，当月新增 4689 亿，同比多增 298 亿。

企业端信贷表现亮眼，中长期贷款延续回升态势，基建融资需求走高以及债务置换或为主因。11 月企业端信贷规模新增 6794 亿，环比大幅多增 5532 亿，同比多增 1783 亿。具体来看：短期限方面回升明显，一是短贷冲量现象仍存，11 月新增短期贷款 1643 亿、同比多增 1783 亿；二是表内票据贴现量价齐跌、表现较弱，虽然 11 月票据贴现需求旺盛、直贴利率跌至低位，但由于到期量较大，因此新增未有放量，侧面也反映出票据的配置需求更多的是稳住存量、企业真实融资需求或仍旧偏弱。

11 月票据融资 624 亿、同比少增 1717 亿元。中长期方面继续表现强劲，11 月新增中长期贷款 4206 亿元，同比多增 911 亿元，连续 4 个月同比多增。原因或如下：一是暖冬、早春节带来的赶工带动地产和基建融资需求的走高（从 11 月高频数据看水泥和螺纹钢价格持续回升，基建新开工项目有所加速）。二是由于地方隐性债务置换逐步推进，向中长期贷款转换。三是前期政治局会议提出要加大对中长期企业贷款和制造业贷款的支持力度，支持实体成效或有所显现。四是在 5 年期 LPR 同步下调后，商业银行对信贷利率下行预期更加强烈，从而加快中长期信贷投放，锁住利率。

2、社融超预期回升，除信托贷款和企业债券融资外，其他分项均有所改善，其中表内信贷成为主要支撑

11 月新增社融 17547 亿，环比多增 11358 亿，同比多增 1504 亿。特点如下：

(1) 表内信贷明显回升，主要归因于企业端短期和中长期贷款的放量。11 月新增信贷规模 13600 亿，环比多增 8130 亿，同比多增 1298 亿，当前信贷在社融余额中的占比仍在 68% 的高位。(2) 表外融资仍处于压降区间，但同比降幅继续收窄，去年同期低基数仍是主因。非标三项减少 1061 亿元，同比少减 843 亿。其中，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别新增-959、-673、571 亿元（同比分别变动 351、-206、698 亿元，环比分别变动-292、-49、1624 亿元）。委托贷款与信托贷款改善不明显主要是由于地产融资限制以及委托贷款新规的拖累。(3) 债券融资在高基数下同比缩量明显、股权融资增长平稳。企业债券融资新增 2696 亿（环比多增 1074 亿，同比少增 1222 亿），或与近期信用债违约事件增多导致中低等级债券融资难度增加有关；股票融资新增 524 亿（环比多增 344 亿，同比多增 324 亿）。

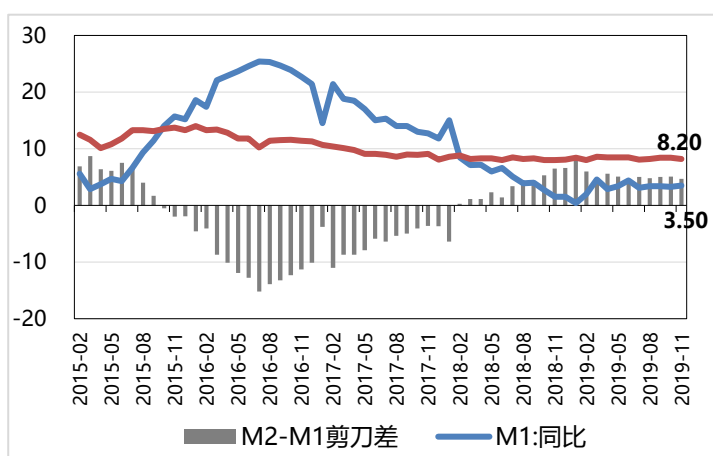
3、社融、信贷超预期但 M2 增速走低，主因隐性债务置换影响存款派生以及财政存款少减。

11 月 M2 同比增速回落 0.2 个百分点至 8.2%，M1 小幅回升 0.2 个百分点至 3.5%，M2 与 M1 剪刀差收窄 0.4 个百分点，企业现金状况有所改善。虽然 11 月份社融尤其是信贷数据较为亮眼，但 M2 增速放缓，原因或如下：一是由于企业中长期信贷增量一部分来源于地方政府隐性债务置换，只是结构变化，并不会派生存款，从而导致存款与贷款之间并非同步增长；二是受制于收入端及预算赤字

约束，财政存款同比大幅少减，财政支出放缓。11 月份财政存款为-2451 亿元，同比少减 4192 亿元。在今年财政提前发力的情况下，赤字进度快于往年，年末空间有限叠加财政收入端疲软的掣肘，从而导致财政支出开始放缓。

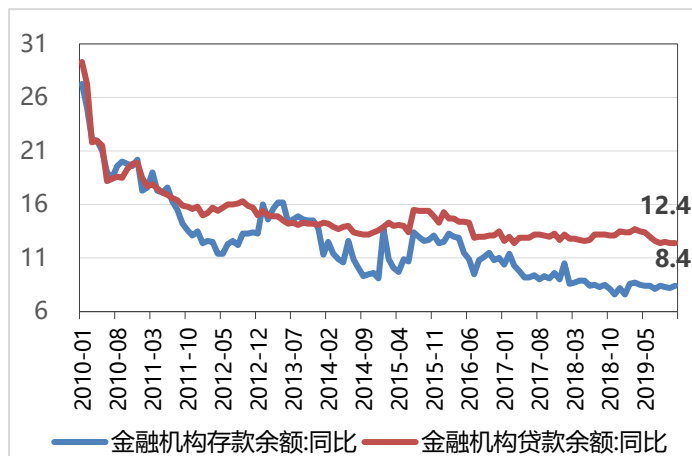
值得注意的是，在隐性债务置换助推企业信贷数据结构改善的背后，是存贷款之间增幅不匹配带来的银行监管指标和负债端成本的压力（当前贷款、存款余额增速分别为 12.4%、8.4%，两者之差处于历史较高水平，见图 2）。按监管要求，贷款的放量往往需要负债端的配合（贷存比），而存款作为银行主要低成本负债来源，必然会成为争夺对象，在结构性存款受打压的背景下，“存款争夺”会进一步加剧。存款利率难下从而导致银行负债端成本承压（从上市银行报表来看，6 月末上市银行存款成本从 1.65% 显著抬升至 1.81%，总负债成本在存款的拉动下上行 3BP 至 2.12%）。在负债端成本的刚性叠加跨年因素的影响下，虽然年末流动性总量整体无忧，但资金利率波动幅度或有所加大，建议关注年末资金面的结构性分层现象。

图 1：M1、M2 同比增速走势



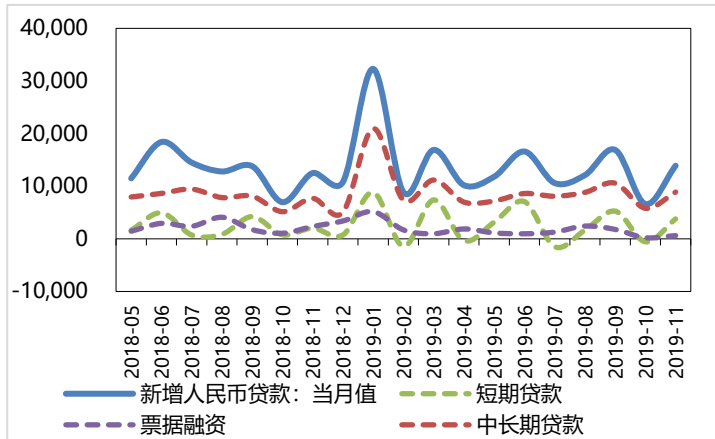
数据来源：WIND、同业市场研究部

图 2：贷款及存款余额同比增速走势



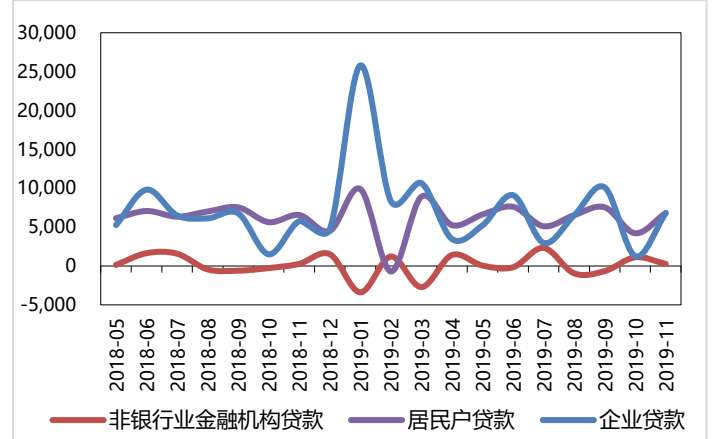
数据来源：WIND、同业市场研究部

图 3：新增贷款及细项走势（分期限）



数据来源：WIND、同业市场研究部

图 4：新增贷款及细项走势（分部门）



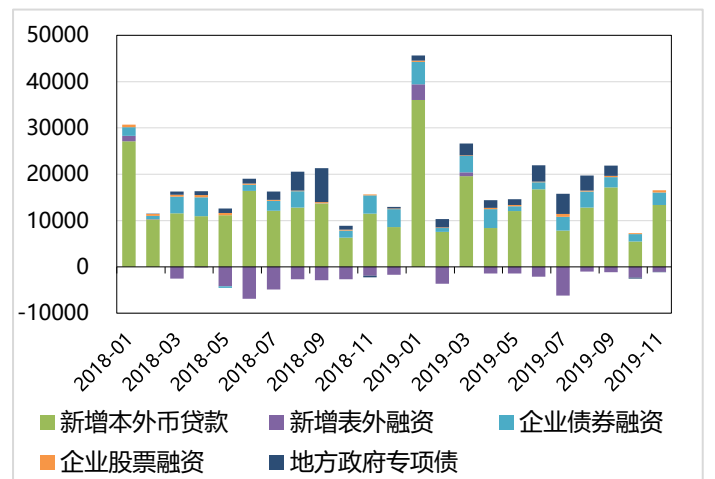
数据来源：WIND、同业市场研究部

图 5：11 月新增社融细项

当前值		绝对值	
社会融资项目	2019-11	环比	同比
新增社会融资	17547.00	11358.14	1504.52
其中：人民币贷款	13600.00	8130.36	1297.67
外币贷款	-249.00	-239.41	537.84
委托贷款	-959.00	-292.23	351.27
信托贷款	-673.00	-49.32	-205.81
未贴现银行承兑汇票	571.00	1624.35	697.92
企业债券融资	2696.00	1074.47	-1221.56
企业境内股票融资	524.00	344.40	323.98
地方政府专项债	-1.00	199.23	330.90

数据来源：WIND、同业市场研究部

图 6：社融增量结构



数据来源：WIND、同业市场研究部

图 7：社融同比增速（新口径和旧口径）

16

图 8：社融各细项存量占比

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_8299

