

2019 年 11 月金融数据点评

11 月降息带动“宽货币”势头再现 “宽信用”效果尚不明显

12 月 10 日，央行公布数据显示：2019 年 11 月新增社会融资规模 1.75 万亿，比上月多约 1.1 万亿，比上年同期多约 1500 亿；11 月末存量社会融资规模 221.3 万亿，同比增长 10.7%，增速比上月放慢 0.03 个百分点，比上年同期高 0.74 个百分点。

11 月新增金融机构人民币贷款 1.39 万亿，比上月多约 7300 亿，比上年同期多 1400 亿。11 月末，M2 同比增长 8.2%，比上月下降 0.2 个百分点，比上年同期高 0.2 个百分点；M1 同比增长 3.5%，比上月末加快 0.2 个百分点，但比上年同期高 2 个百分点。

主要观点：

11 月社融、信贷数据环比大幅回升，符合季节性规律，而同比变化较为温和。其中，当月人民币贷款同比多增近 1400 亿，企业贷款大幅多增是主要原因，或体现 11 月 19 日央行召开信贷形势分析会，要求银行“提高政治站位，加强逆周期调节”带来的影响。但多增仍主要体现在短贷方面，表明实体经济融资需求不足问题较为突出，银行方面也主要采用短贷冲量策略。当月社融同比多增约 1500 亿，主要来自人民币贷款贡献，三项表外融资 9 个月来首度同比转正，在一定程度上抵消了企业债券融资少增带来的拖累。11 月 M2 增速小幅下滑，数据上与当月财政存款同比少减直接相关，而 M1 增速仍处低位，体现实体经济活跃度依然不足。本月数据亮点之一是企业中长期贷款继续保持同比多增局面，显示银行对制造业投资支持力度持续加大。

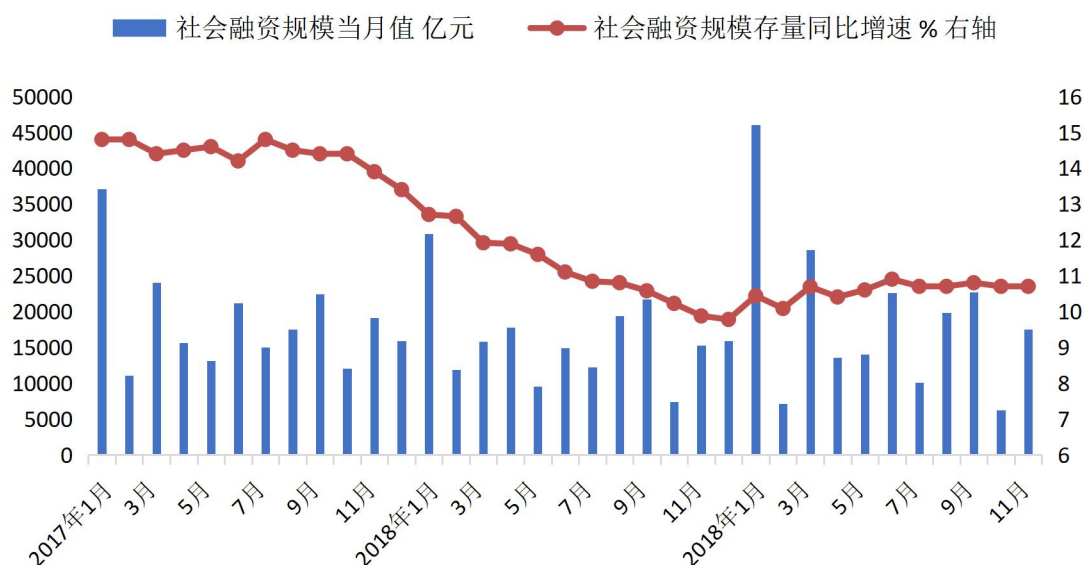
整体上看，11 月央行降息带动“宽货币”势头再现，但“宽信用”效果尚不明显，直接表现是当月货币市场利率明显下行，但 M2、各项贷款和社融增速却呈“一平两降”格局，即各项贷款累计增速持平于上月的 12.4%，而 M2 增速和存量社融增速则分别比上月下行 0.2 和 0.03 个百分点。我们分析这背后主要有三个原因：首先，当前“严监管”效应仍在，这体现在受严控房企信托融资影响，当月信托贷款同比多减；此外，严控地方政府隐性负债也制约了城投平台表外融资需求，并对城投平台人民币贷款也产生了一定影响，这导致企业中长期贷款增长势头受到抑制。

其次，当前经济下行压力尚未明显缓解，工业企业利润持续处于负增状态，市场主体融资意愿较为低迷。最后，11 月 MLF 利率仅下调 5 个基点，降息幅度较缓，这一方面对企业贷款需求刺激力度有限，同时导致“宽货币”向“宽信用”传导效率受到制约。

展望未来，着眼于强化“宽信用”效果，为 2020 年稳增长提供关键支撑，货币政策逆周期调节力度可能进一步加大。我们判断，下一次 MLF 降息将早于预期，估计一季度就有可能落地，且下调幅度有望加大；另外，春节前央行还可能降准 0.5 个百分点，这将直接改善银行贷款投放能力。最后，未来一段时间“宽货币”势头不会因年终资金需求上升而出现逆转，资金面保持充裕将从源头上对“宽信用”提供支持。由此我们判断，明年一季度 M2、人民币贷款和社融增速仍有望摆脱今年以来的低位徘徊局面，出现加快上升势头。

具体分析如下：

图1 社会融资规模增长状况

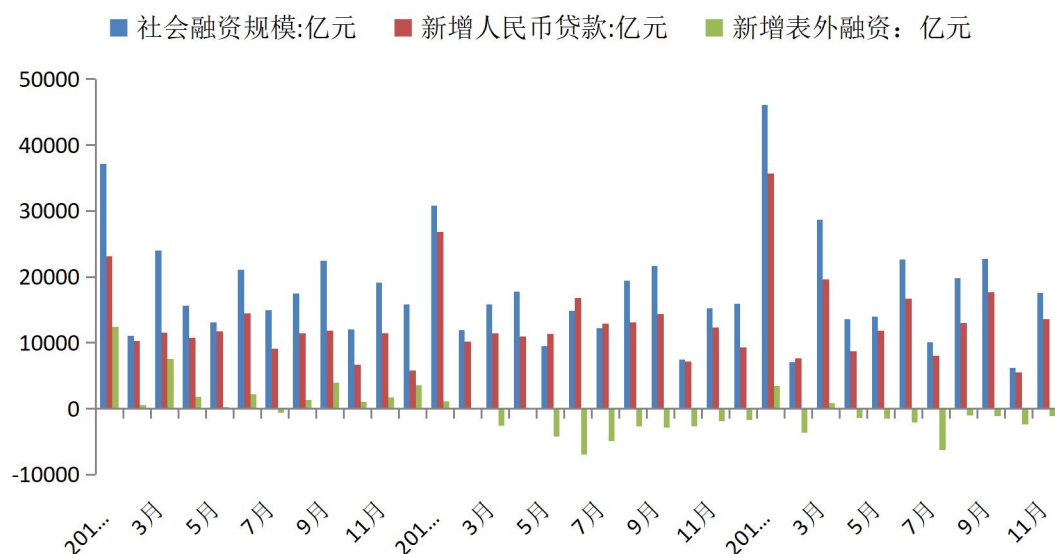


数据来源：WIND

一、11月新增社融环比季节性回升，同比多增除受人民币贷款影响外，三项表外融资9个月来首度同比转正，在一定程度上抵消了企业债券融资少增带来的拖累；受当月社融多增规模较小影响，社融存量增速稳中有降。

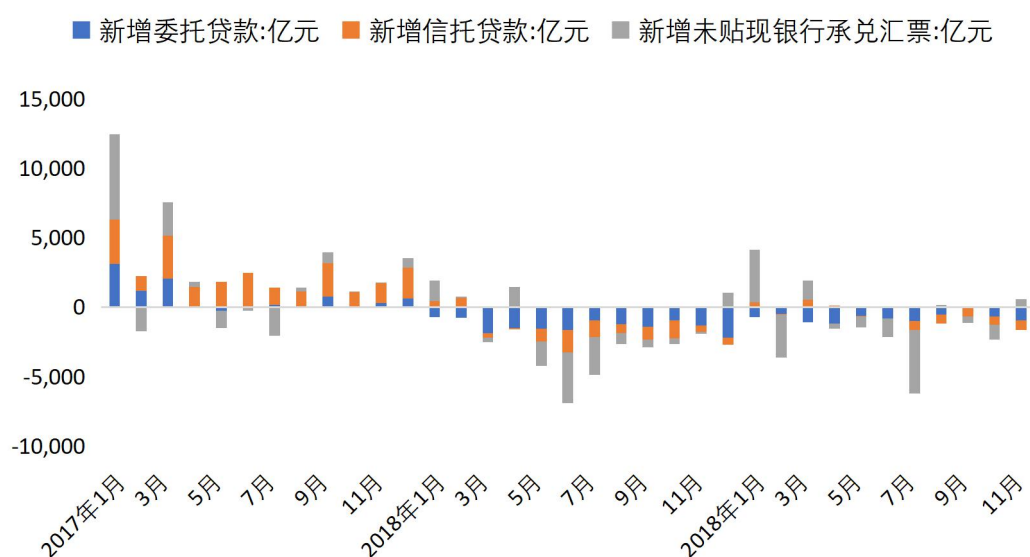
11月新增社融规模约1.75万亿，环比增加约1.14万亿，同比增加1505亿，主要源于新增人民币贷款和表外票据融资两项环比、同比均现多增。此外，11月新增企业债券融资环比季节性回升，但因到期量高于上年同期，同比少增约1222亿；当月其他分项增量环比、同比涨跌互现，但变动规模较小，对社融整体影响不大。值得一提的是，11月央行先后调降MLF操作利率和7天期逆回购利率各5个基点，或因幅度较小，对当月社融提振作用有限——月末社融存量同比增速为10.7%，较上月小幅回落0.03个百分点。

图2 社会融资规模结构变化



数据来源：WIND

图3 表外融资增量变化



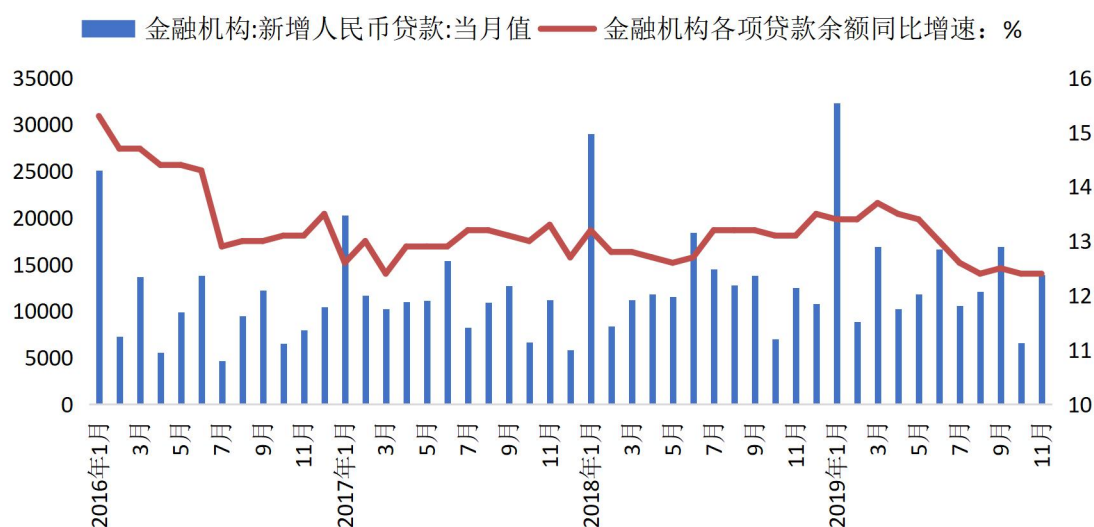
数据来源：WIND

二、11月新增人民币贷款环比季节性回升，同比多增则主要体现逆周期调节发力，尤其是当月央行降息对信贷需求的提振；但当前银行信贷投放意愿和实体经济贷款需求仍然偏弱，预示后续MLF利率仍有下调趋势。

11月新增人民币贷款环比多增7287亿，符合季节性规律；同比多增1400亿，或体现11月19日央行召开信贷形势分析会，要求银行“提高政治站位，加强逆周期调节”带来的影响。但多增仍主要体现在短贷方面，表明实体经济融资需求不足问题较为突出，银行方面也主要采用短贷冲量策略。11月末各项贷款余额增速持平于12.4%，与当月社融存量增速

走势基本一致。

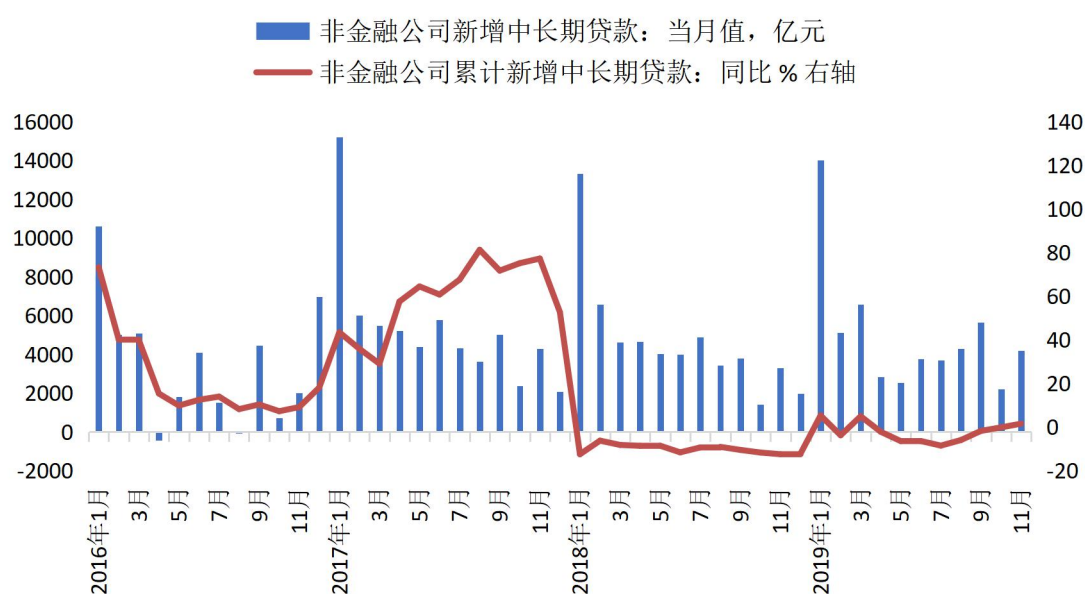
图4 新增人民币贷款规模及增速



数据来源：WIND

具体来看，11月企业中长期贷款环比多增1990亿，同比多增911亿，延续自8月以来的同比多增局面，主要原因是下半年以来，鼓励金融机构加大对制造业支持的政策正在取得实际效果。但另一方面，我们也注意到，11月新增企业短期贷款环比增加2821亿，同比增加1783亿，多增规模明显超过企业中长期贷款，结合当月表外票据融资多增的现象，反映银行为满足监管要求，存在通过短贷和票据冲量的行为，也在一定程度上印证了银行风险偏好以及企业中长期投融资意愿仍处较低水平。

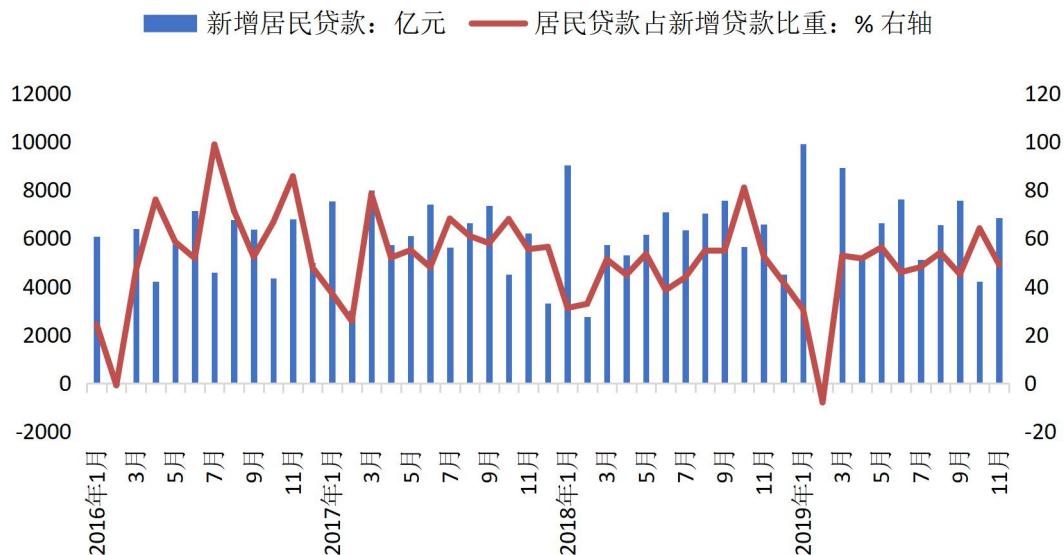
图5 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND，东方金诚整理

此外，11月主要针对居民房贷的5年期以上LPR报价首度下行，但下行幅度仅为5个基点，在房地产市场整体降温背景下，未对居民中长期贷款起到明显带动作用——11月居民中长期贷款表现相对稳定，环比多增1102亿，同比多增298亿。结合居民短贷来看，当月居民贷款环比多增2621亿，同比多增271亿，在新增贷款中的占比从上月的64%降至49%。

图6 新增居民贷款规模及占比



数据来源：WIND，东方金诚整理

三、11月末M2增速下滑，财政存款同比少减是主要原因，M1增速小幅反弹但仍处低位，反映实体经济活跃度依然不足，四季度经济增速出现反弹的概率较低

11月末M2同比增长8.2%，增速较上月下滑0.2个百分点。数据显示，本月财政存款较上年同期少减近4200亿，直接带动M2增速下滑0.22个百分点。当月各项存款余额同比增长8.4%，较上月上升0.2个百分点，主因非银行金融机构存款多增约3900亿，或与当前“资产荒”及严监管影响非银机构资金投资有关。整体上看，近期M2增速基本保持稳定，处于略高于名义GDP增速——前三季度为7.9%——的水平。

11月末M1同比增长3.5%，比上月末加快0.2个百分点，依然明显处于偏低状态。一方

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_8434

