

## 社融回升未超预期，融资成本回落仍可期

## ——11月金融数据点评

## 联络人

## 作者

研究院 宏观金融研究部

李路易 010-66428877-511

[lyli01@ccxi.com.cn](mailto:lyli01@ccxi.com.cn)

王秋凤 010-66428877-452

[qfwang@ccxi.com.cn](mailto:qfwang@ccxi.com.cn)

## 其他联系人

宏观金融研究部总经理

袁海霞 010-66428877-261

[hxyuan@ccxi.com.cn](mailto:hxyuan@ccxi.com.cn)

## 相关报告:

社融出现季节性回落，“猪周期”不改宽信用基调，2019年11月12日；

降准落地助力新增社融回升，后续社融或将持续稳定，2019年10月16日；

新增社融反弹，货币政策宽松社融有望平稳增长，2019年9月12日；

新增信贷环比腰斩，多因素影响社融将承压，2019年8月13日；

新增社融持续回升，结构性宽松延续，2019年7月15日；

社融稳中有升，信贷结构恶化，2019年6月13日

新增社融大幅回调，结构性宽信用政策继续加力，2019年5月09日；

社融放量回升，或预示经济短期企稳，2019年4月15日；

社融大幅回落，“宽信用”仍有压力，2019年3月11日。

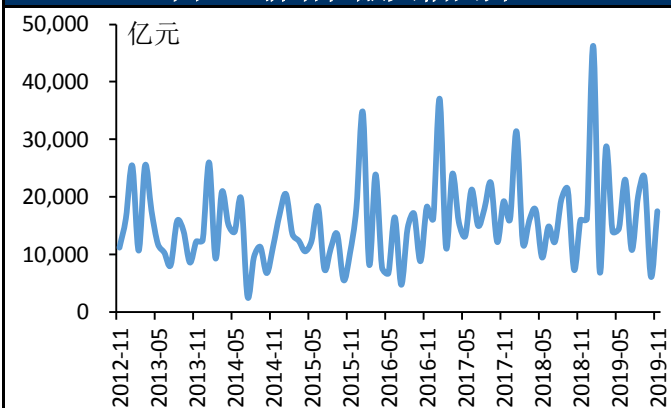
季节性因素消退，表内表外改善，社会融资回升至常规水平。10月份，社会融资规模较9月份大幅回落，但是我们提出：“社融在季初回落具有常态化趋势，同时长假因素造成10月份工作日较少，往年10月份回落相对较为明显”。11月份随着季节性因素的消退，新增社融再度回升至常规水平，达到1.75万亿元，较上月多增1.14万亿元，同比多增1505亿元，基本上证实了我们的判断。表内融资大幅回升，新增1.34万亿元，较上月多增7891亿元，同比多增1836亿元，其中新增人民币贷款1.36万亿元，较上月多增8130亿元，同比多增1331亿元。本月表内融资同比增长较为稳定，环比大幅上升一方面是由于10月份季节性大幅回落导致基数较低；另一方面9月份的安排的结构性降准于11月中旬落地，对流动性有了一定的补充。表外融资降幅同比环比均收窄，表外融资减少1061亿元，比上月少减1283亿元，同比少减843亿元，其中新增委托贷款减少959亿元，较上月多减292亿元，新增信托贷款减少673亿元，较上月多减49亿元，新增未贴现银行承兑汇票增加571亿元，较上月增加1624亿元。从票据直贴利率来看，11月份整体处于较低区间，或为政策引导从而提高未贴现银行承兑汇票的需求。从直接融资来看，10月份新增企业债券融资2696亿元，较上月多增1074亿元，不过同比少增1222亿元，拖累直接融资同比少增898亿元至3220亿元；企业债券融资的同比回落主要是由于去年同期纾困政策导致企业发行债券过多，基数过大导致企业债券融资有所回落。基数效应消退地方政府专项债净融资额减少幅度收窄，地方政府专项债券净融资减少1亿元，较上月少减199亿元，同比少减311亿元。11月社融的大幅回升如我们此前的预期一样，主要是由于10月份的季节性因素导致基数较低，同时由于年尾的季节性因素——往年专项债发行接近于停止，对社融拖累减弱，所以综合来11月社融回升仍属正常波动。

M2回落，M1小幅回升或表明企业投资意愿有所改善。M2增速为8.2%，较上月小幅回落0.2个百分点，较去年同期回升0.2个百分点。M1增速较上月小幅回升0.2个百分点，为3.5%，较去年同期回升2个百分点。M2-M1“剪刀差”为4.7%，较上月缩小0.4个百分点。M1回升或说明虽然经济虽然下行压力虽然持续，但当前工业库存或已回落至底部区间，PMI再度站上荣枯线以上，企业补库存动力有所增强，使得企业存在一定的主动投资意愿。

- ✚ **新增人民币贷款大幅回升，信贷结构小幅改善。**11 月份新增人民币贷款 1.39 万亿元，较上月多增 7287 亿元，同比多增 1387 亿元。居民户贷款增加 6831 亿元，较上月多增 2621 亿元，同比多增 271 亿元；其中居民户中长期贷款增加 4689 亿元，较上月多增 1102 亿元，同比多增 298 亿元；居民户短期贷款较上月多增 1519 亿元至 2142 亿元，同比少增 27 亿元。非金融企业及机关团体贷款新增 6794 亿元，较上月大幅多增 5532 亿元，同比多增 1030 亿元；其中非金融企业及机关团体中长期贷款新增 4206 亿元，较上月多增 1990 亿元，同比多增 911 亿元；短期贷款增加 1643 亿元，较上月增加 2821 亿元，同比多增 1783 亿元。从内部结构来看，非金融企业贷款增量均大于居民户贷款，不过前期宽信用政策仍有待观察，因为部分非金融企业中长期贷款的增加是由于地方隐性债务置换为银行中长期贷款，所以近期非金融企业中长期贷款的回升并不能完全归因于宽信用政策。虽然在双十一消费背景下居民短期贷款有所回升，但由于物价大幅上涨，居民整体消费能力下降，所以居民短期贷款同比有所回落；居民户中长期贷款的回升或由于因城施策下部分区域楼市回暖。从整体来看，11 月份金融数据相对偏好，如果企业后续生产回稳，金融数据或将持续稳定运行。
- ✚ **货币政策常态化或将有所调整，融资成本调降仍有空间。**近期受猪肉价格进一步上升的影响，11 月份 CPI 再度走高，同比上涨 4.5%。不过如我们此前所提到，当前 M1 与 M2 均处于历史较低水平，本轮通胀是由于猪肉供给的大幅降低所导致的“结构性通胀”，且核心 CPI 处于较低水平，对货币政策虽有制约但影响较为有限，无法从根本上改变货币政策基调。不过近期来央行多次强调珍惜货币政策常态化空间，或表明降准的方式所改变，可以通过其他方式如引导 LRP 来降低社会融资成本。央行于 11 月份降低了 MLF 的利率，进而引导了 LPR 的下降，同时开展了多次 MLF 操作，正是央行近期政策意图的体现。综合来看，央行的货币政策方向或不会有明显的变动，结构性宽信用下社融稳定趋势或将不改，M2 增速保持稳定，M1 增速在经济短期弱改善的背景下短期内或仍有有望继续小幅回升。从信贷结构上来看，虽然经济下行压力仍对企业贷款有一定的压力，但在结构性宽信用的背景下，后续企业贷款或仍将小幅改善。

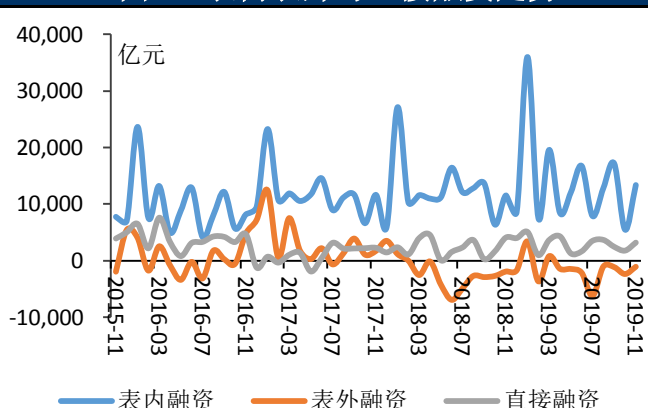
附表：

图 1：新增社融大幅回升



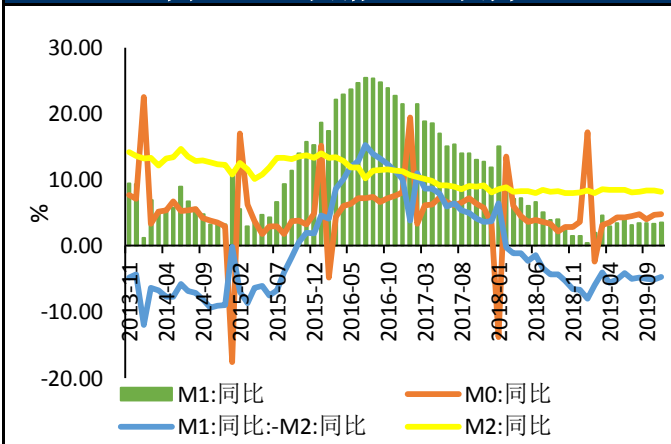
数据来源：中诚信国际整理

图 2：表内表外与直接融资走势



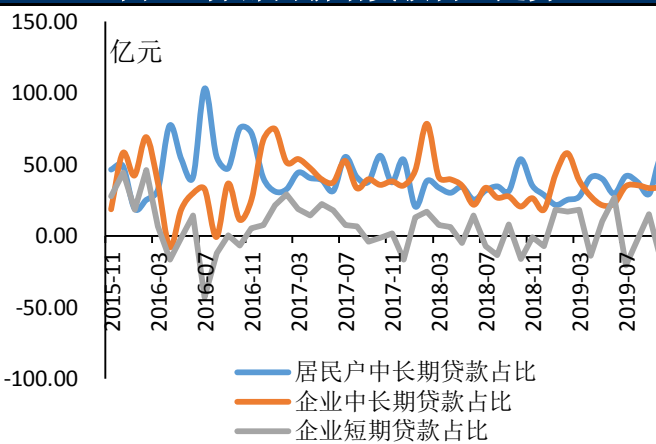
数据来源：中诚信国际整理

图 3：M2 回落，M1 回升



数据来源：中诚信国际整理

图 4：分部门新增贷款占比走势



数据来源：中诚信国际整理

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

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\\_8444](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8444)

