

对实体信贷支持力度加大，逆周期调控持续加码

——2019年11月货币数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 2019年1-11月，国内社融增量为21.23万亿元，同比多增3.43万亿元；11月当月社融增量为17547亿元，同比多增1505亿元。国内经济下行压力加大背景下，三季度以来央行逆周期调控力度明显加码，国内信贷规模与结构均有所改善，对实体经济的支持力度亦明显增加，但实体投资需求修复还有待观察。预计未来数月流向实体的信贷资金有望继续增加，社融与M2增速大概率趋稳。具体看：

社融：受信贷和银行承兑汇票齐发力影响，增量出现改善。11月份国内新增社融17547亿元，同比多增1505亿元。其中，新增人民币贷款、新增未贴现的银行承兑汇票分别同比多增1298和698亿元，是本月社融多增的主要贡献因素。从累计数据看，1-11月份社融同比亦保持多增，其中人民币贷款、表外融资和企业债券三项贡献率超八成，地方政府专项债的贡献则减弱。

信贷：对实体经济的支持力度加大，企业短贷与中长贷均改善，而居民短贷与中长贷均出现回落，信贷结构出现边际优化。11月份金融机构新增人民币贷款13900亿元，同比多增1400亿元，其中非金融性公司短贷和中长期贷款分别同比多增1783和911亿元，表明流向实体的资金同比增加较多。但累计数据表明，1-11月份人民币贷款同比保持多增仍主要依赖企业短贷和居民长贷，未来继续增加企业中长贷仍有必要。如年内非金融性公司短期贷款和居民中长贷分别同比多增9393和3255亿元，而非金融性公司中长贷仅同比多增798亿元。

流向：基建和地产仍是主力方向，11月基建资金来源再度回暖，房地产融资则如期边际小幅回落。一方面，基建资金来源多数回暖，如2019年1-11月与基建相关的表外融资、政府债券、地方政府专项债以及对其他部门的贷款分别同比多增11453、7086、3967和1698亿元，其中前三者增幅较1-10月分别扩大1422、843和331亿元。另一方面，受表内房企贷款和表外房地产信托贷款收紧影响，房地产融资如期边际小幅回落，如1-10月份房地产开发资金来源累计同比增长7.0%，较1-9月降低0.1个百分点。考虑到国内经济下行压力加大，部分城市房地产调控有所松动，预计未来房企资金来源收紧的节奏不会太快，整体维持温和态势。

- **翘尾因素大幅下降导致M2增速小幅回落，11月M1和M2增速剪刀差再度收窄。**11月翘尾因素大幅回落1个百分点、金融体系内部降杠杆有所加快是导致M2小幅回落的主因，但信用派生增强、财政存款环比减少8002亿元均有利于M2企稳。展望未来，12月翘尾因素下降0.7个百分点不利于M2企稳，但财政存款将继续环比下降，叠加全球新一轮“降息潮”下，央行逆周期调控大概率延续，预计12月份M2增长8.2%左右。11月M1和M2增速剪刀差再度收窄，未来随着对实体经济支持力度继续加大，预计该趋势大概率可以延续。
- **货币政策：预计央行将择时继续降准、加大结构性政策力度以维持“量稳”，下调LPR和MLF利率以实现“价降”。**在经济下行压力加大，但“宽货币”向“宽信用”传导受阻的情况下，需加大结构性定向工具力度；受制于“猪周期”推动下的CPI上涨、汇率和资本外流因素影响，利率下调幅度较小，预计央行将根据国内基本面继续择时灵活降息，降低融资成本。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财富证券 首席经济学家

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员

电话：010-68086480

邮箱：huwy21@126.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、对实体经济的信贷支持力度加大，逆周期调控持续加码	3
(一) 社融：受信贷和银行承兑汇票齐发力影响，增量出现改善	3
(二) 信贷：对实体经济的支持力度加大，企业短贷与中长贷均改善	3
(三) 流向：基建和地产仍是主力方向，11月基建资金来源再度回暖，房地产融资则如期边际小幅回落	5
二、翘尾因素大幅下降导致 M2 增速小幅回落，M1 和 M2 增速剪刀差再度收窄	6
(一) 翘尾因素大幅下降导致 M2 增速小幅回落，但信贷派生能力增强	6
(二) M1 和 M2 增速剪刀差再度收窄，预计未来该趋势大概率可以延续	8
三、预计货币政策将继续降准、加大结构性政策力度以维持“量稳”，下调 LPR 和 MLF 利率以实现“价降”	8

正文：

事件：2019年11月份，新增人民币贷款13900亿元，分别较上月和上年同期多增7287亿元和1400亿元；社融增量为17547亿元，分别较上月和上年同期多增11358亿元和1505亿元；货币供应量M1同比增长3.5%，增速较上月末提高0.2个百分点，比上年同期高2.0个百分点；M2同比增长8.2%，增速较上月末降低0.2，比上年同期高0.2个百分点。

一、对实体经济的信贷支持力度加大，逆周期调控持续加码

(一) 社融：受信贷和银行承兑汇票齐发力影响，增量出现改善

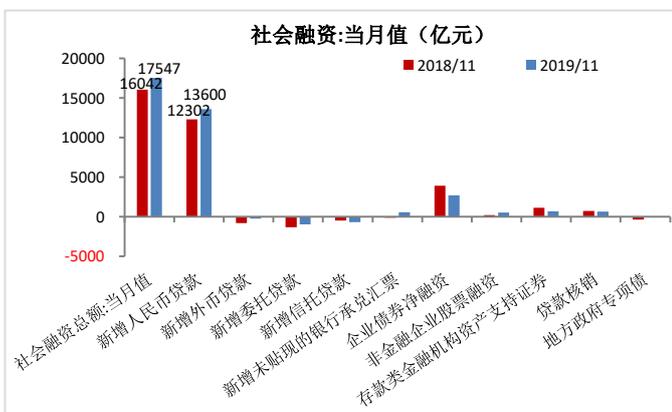
11月份社融同比多增，主要源于信贷和银行承兑汇票的贡献。11月份国内社会融资（简称社融，下同）规模增量为17547亿元，同比多增1505亿元。其中，新增人民币贷款、新增未贴现的银行承兑汇票分别同比多增1298和698亿元，是本月社融多增的主要贡献因素；相比之下，企业债券融资、存款类金融机构资产支持证券回落较多，分别同比减少1222和464亿元（见图1）。

1-11月份社融同比保持多增，表外融资、人民币贷款和企业债券三项贡献率超八成。

从累计数据看，1-11月份社融增量为21.23万亿元，较上年同期多增3.43万亿元。从贡献因素看，表外融资、人民币贷款（社融口径）和企业债券融资是年内社融增量改善的三大重要推动力量，分别累计同比多增11453、10601和5832亿元；相比之下，1-8月贡献较大的地方政府专项债，此后发行规模下降，1-11月累计同比仅多增3967亿元，对社融增量的贡献有所减弱（见图2）。

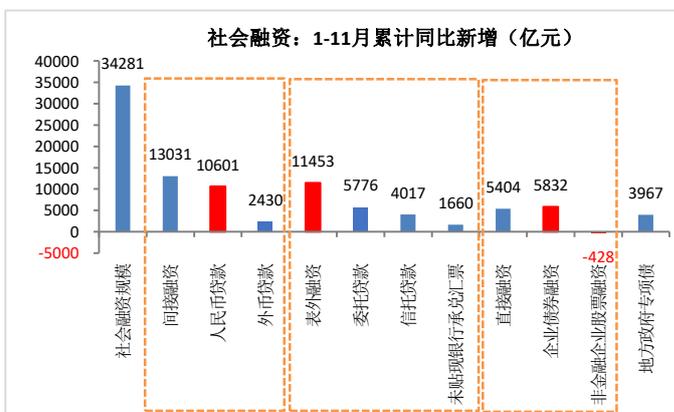
整体上，国内社融增长有所企稳，11月社融存量增速为10.7%，与上月持平；同时国内社融结构持续优化，年内直接融资特别是企业债券融资和地方政府专项债的规模、占比均有所增加。预计未来数月国内社融增速继续维持平稳，保持略高于名义GDP增速，社融结构有望持续改善。

图 1：11 月社会融资规模与结构



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 2：1-11 月社会融资规模与结构



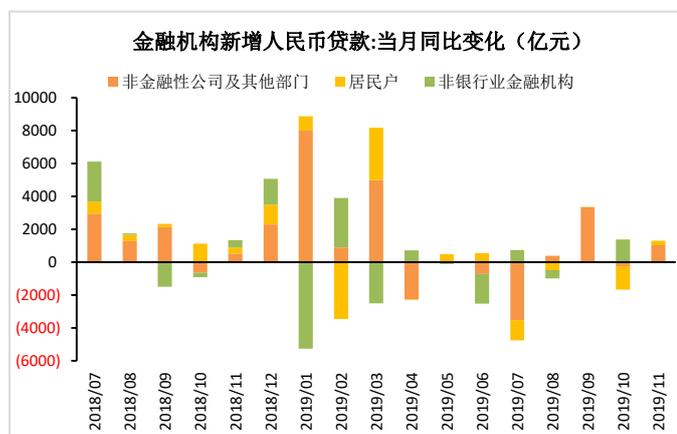
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

(二) 信贷：对实体经济的支持力度加大，企业短贷与中长贷均改善

11 月份新增人民币贷款同比多增，源于流向实体信贷增加。11 月份金融机构新增人民币贷款 13900 亿元，同比多增 1400 亿元。其中，流向非银行业金融机构的新增人民币贷款同比少增 3 亿元，基本持平；流向实体的贷款，即流向居民、非金融性公司及其他部门的新增人民币贷款分别同比多增 271 和 1030 亿元，后者是人民币贷款同比多增的主因。（见图 3-4）。

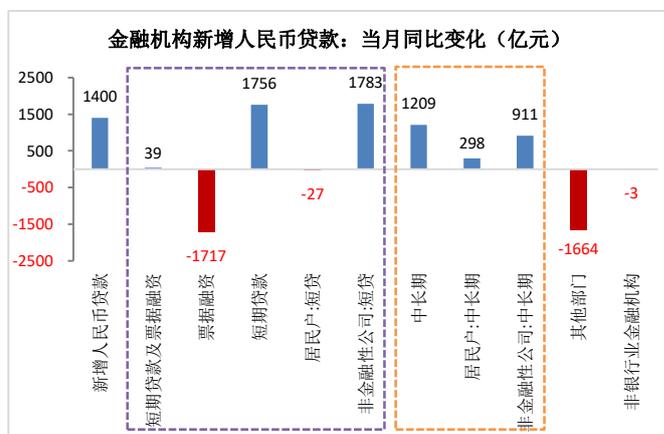
11 月份实体信贷边际改善，企业部门是最大贡献力量，信贷结构继续优化。11 月份非金融性公司短贷和中长期贷款分别为 1643、4206 亿元，分别同比多增 1783 和 911 亿元（见图 4），后者已连续四个月改善，表明在逆周期调控加码和信贷调结构政策指引下，进入企业的中长期资金持续增加。相比之下，11 月份其他部门贷款继续同比少增 1664 亿元，居民部门短贷和中长贷分别同比少增 27 和多增 298 亿元。

图 3：金融机构新增人民币贷款：当月同比变化



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 4：金融机构新增人民币贷款：11 月同比变化



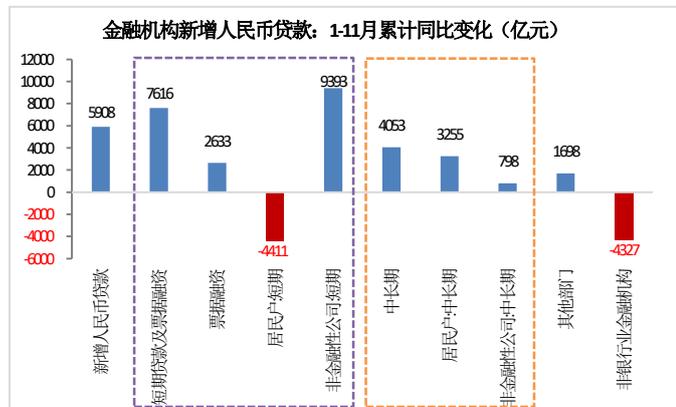
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

1-11 月份人民币贷款同比保持多增，主要源于企业短贷、居民长贷和票据融资的贡献，企业中长贷仍待继续改善。从累计数据来看，1-11 月国内新增人民币贷款 15.68 万亿元，较上年同期多增 5908 亿元。其中，非金融性公司短期贷款、居民中长贷和票据融资是三大主要贡献力量，分别同比多增 9393、3255 和 2633 亿元（见图 5）。另外，8 月份以来国内信贷结构持续优化，企业累计新增中长期贷款由同比少增变为同比多增（见图 6），但 1-11 月该多增额仅为 798 亿元，仍有继续改善的必要。

整体看，国内信贷对实体经济的支持力度明显加大，但这或受政策引导与逆周期调控加码的影响较大，实体信贷需求端的修复仍有待观察，未来继续增加企业中长期贷款也仍有必要。一方面，8 月份以来国内用于中长期投资的新增企业中长期贷款已连续四个改善，但年内新增企业中长期贷款较去年同期仅多增 798 亿元，表明实体投资意愿整体仍偏弱，亟待继续修复。另一方面，年内信贷资金主要流向企业（短贷和票据融资）和居民（中长贷），其中流向企业的资金主要用于解决短期流动性问题，更多地体现为逆周期调控加码的结果，后者则是居民加杠杆购房的结果。目前信贷流向结构持续边际优化，即流入居民部门中长期资金的增幅放缓和流入企业中长期资金的边际增加，将有利于支持实体经济的结构调整。

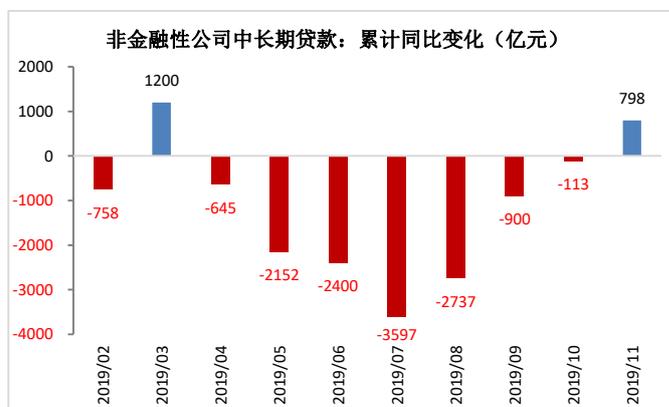
展望未来数月，预计国内信贷增速整体延续小幅放缓态势，但结构上流向实体企业的中长期贷款持续改善趋势或有望延续。

图 5：金融机构新增人民币贷款：1-11 月累计同比变化



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 6：非金融性公司中长期贷款：累计同比变化



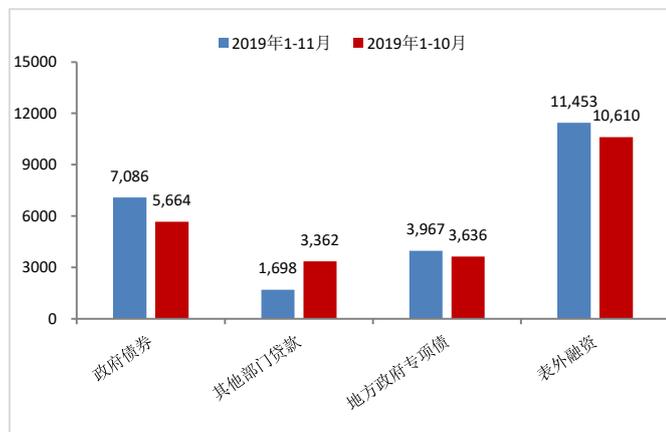
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

(三) 流向：基建和地产仍是主力方向，11 月基建资金来源再度回暖，房地产融资则如期边际小幅回落

从年内社融资金的行业流向看，基建和房地产仍是主力方向。11 月受益政府债券增加基建资金来源再度回暖，房企资金来源则如期边际小幅回落。具体来看：

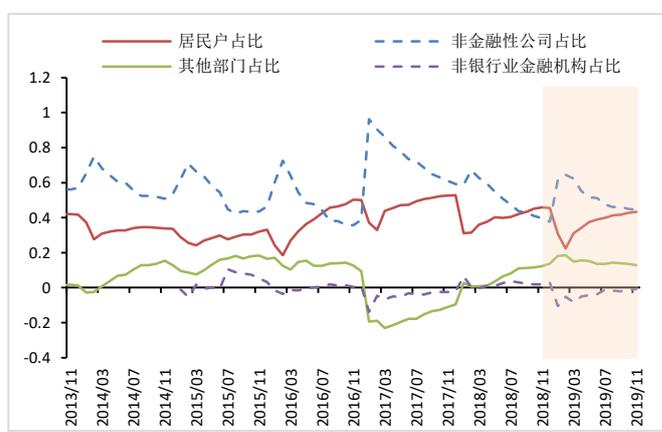
年内信贷资金更多地流向了基建领域，11 月政府债券、表外融资等基建资金来源亦有所回暖。与基建相关的资金主要包括政府债券、表内对其他部门的贷款（主要对应机关团体贷款，下同）、地方政府专项债以及表外融资。2019 年 1-11 月，表外融资、政府债券、地方政府专项债以及对其他部门的贷款分别同比多增 11453、7086、3967 和 1698 亿元（见图 7），其中前三者增幅较 1-10 月分别扩大 1422、843 和 331 亿元，表明多数基建资金来源已有所回暖。但其他部门的新增人民币贷款占比已连续三个月下降，由 2019 年 8 月的 14.4% 降至 11 月的 12.9%（见图 8），表明流向基建领域的表内信贷资金边际有所减缓。

图 7：流向基建行业的资金边际回暖 (亿元)



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：新增人民币贷款流向占比变化



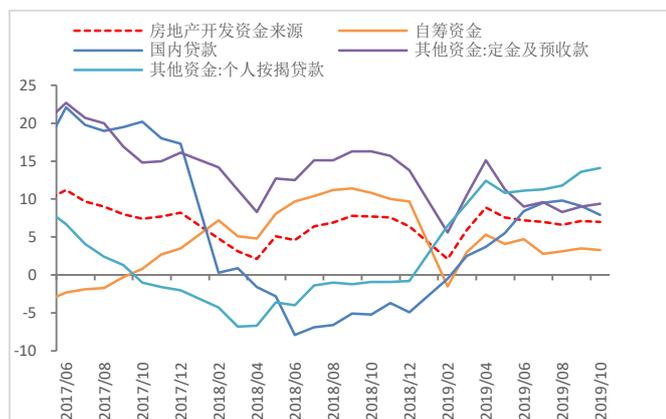
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

考虑到未来国内稳增长压力仍大、企业主动增加投资意愿仍具有不确定性，基建投资增速有望继续有所提高，但目前国内财政支出压力有所显现，专项债券四季度发力空间已有限，短期基建资金来源提升幅度或温和。然而，随着前期基建资金到位、项目逐渐开工，我们对四季度基建投资增速并不悲观。

房地产融资如期边际小幅回落，预计未来维持紧平衡。一是房地产开发资金来源增速微降。如2019年1-10月份房地产开发资金来源累计同比增长7.0%，较1-9月降低0.1个百分点；其中合计占房地产资金来源比重近五成的国内贷款和自筹资金为主要拖累项，两者分别同比增长7.9%、3.3%，较1-9月分别降低1.2和0.2个百分点（见图9），表明近期银行对房地产企业贷款明显有所收紧。二是与房地产资金来源增速同步性较强的新增（委托贷款+信托贷款）增速亦有所回落，如2019年1-11月份国内新增（委托贷款+信托贷款）为10454亿元，同比增长48.4%，增速较1-10月降低3.9个百分点（见图10），考虑到地产信托融资监管趋严影响，预计未来通过表外渠道流入房地产的资金或继续减缓。三是国内房企海外发债则有所回暖，如2019年8-11月国内房企海外发债金额分别为15.8、25.3、35.1和59.8亿美元，呈逐月增加态势。

11月房地产融资边际小幅回落，主要源于表内房地产企业贷款和表外房地产信托、委托贷款有所收紧；同期房地产需求端与居民相关的个人按揭贷款和定金及预收款则继续改善，两者分别增长9.4%和14.1%，增速较上月提高0.4和0.5个百分点，本月居民部门中长期贷款亦同比多增。考虑到国内经济下行压力加大，部分城市房地产调控有所松动，预计未来房企资金来源收紧的节奏不会太快，整体维持温和态势。

图9：房地产开发资金来源构成及增速（%）



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图10：房地产资金来源与非标融资



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

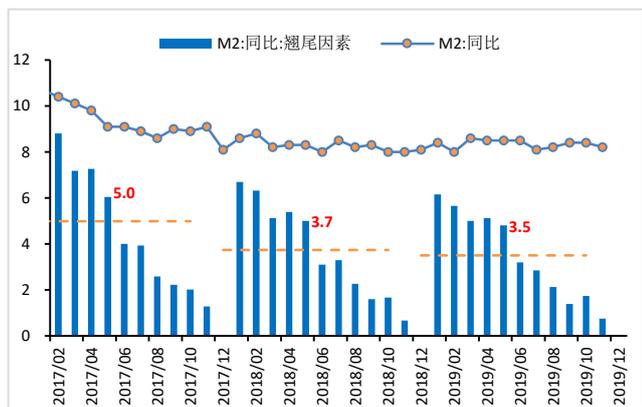
二、翘尾因素大幅下降导致M2增速小幅回落，M1和M2增速剪刀差再度收窄

（一）翘尾因素大幅下降导致M2增速小幅回落，但信贷派生能力增强

11月份M2增速较上月小幅回落0.2个百分点，原因有四：一是翘尾因素较上月降低1个百分点，不利于M2增速提高（见图11）；二是金融体系内部降杠杆有所加快，

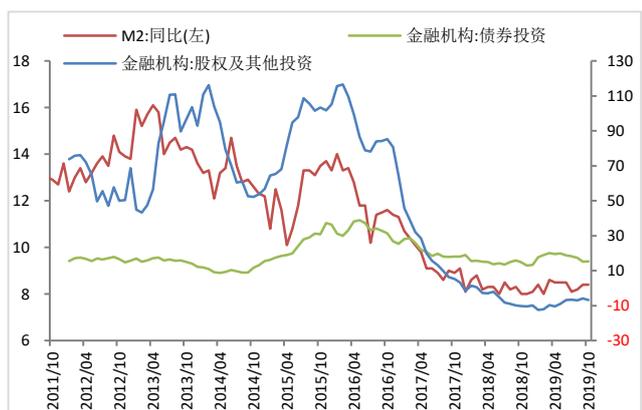
如在其他存款性公司资产负债表中，总资产增速与对金融机构债权增速均继续回落（见图 12）；三是财政存款环比减少 8002 亿元至-2451 亿元，利于 M2 增速企稳；四是本月银行新增中长期贷款明显改善，信用派生有所增强，对 M2 企稳提供支撑，但银行用于股权及其他投资的资金增速较上月下降约 1 个百分点（见图 13）。

图 11：11 月 M2 翘尾因素大幅下降



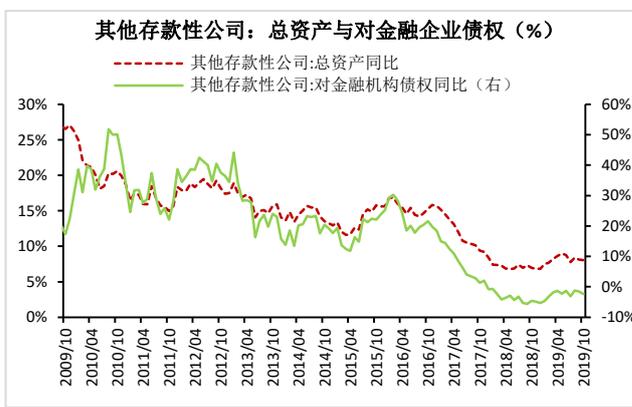
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 13：金融机构股权、债权投资增速与 M2 增速



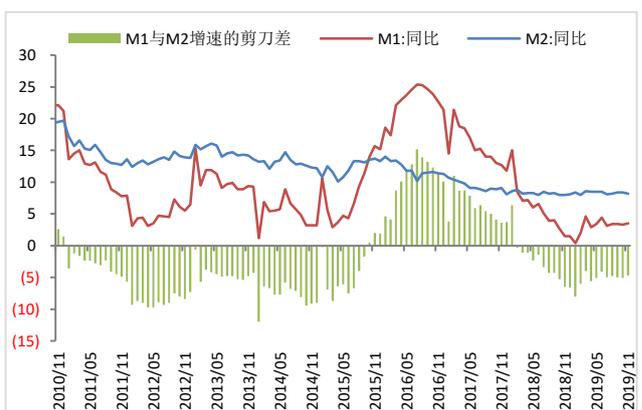
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 12：存款性公司总资产与对金融企业债权增速回落



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 14：M1 与 M2 的剪刀差收窄



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

根据历史经验，2019 年 12 月份财政存款将继续环比下降，利于支撑 M2 增速企稳；

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_8455



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn