

首席经济学家：任泽平

研究员：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

研究员：刘宸

✉ liuchen@evergrande.com

研究员：贺晨

✉ hechen@evergrande.com

研究员：王孟嫫

✉ wangmengmo@evergrande.com

事件：

中国 10 月社会融资增量 6189 亿元，前值 22700 亿元，去年同期 7373 亿元。中国 10 月份新增人民币贷款 6613 亿元人民币，前值 16900 亿元，去年同期 6970 亿元。中国 10 月 M2 同比增长 8.4%，前值 8.4%，去年同期 8%。



1. 核心观点：

1) 从总量来看，金融数据不及预期，社融、信贷全面下滑，预示经济下行压力加大。房地产融资收紧、民营小微企业信用溢价处于高位对信用创造的负面效果逐渐显现，10月新增社会融资规模6189亿元，同比少增1185亿元；新增人民币贷款5470亿元，同比少增1671亿元。金融机构新增人民币贷款6613亿元，同比少增357亿元。M2增速8.4%，与9月持平；M1同比增速3.3%，较9月下滑0.1个百分点，反映企业流通和交易需求不足。

2) 从结构来看，表内贷款、专项债、银行未承兑汇票共同拖累社融增长，其中居民短期贷款大幅萎缩，或反映消费贷“涉房”交易收紧影响。从社融结构来看，表内贷款大幅萎缩，同比少增1671亿元，专项债年内首度负增长、未贴现银行承兑汇票大幅下滑。从信贷结构看，10月居民短期贷款623亿元，同比少增1284亿元，反映8月起监管部门严查消费贷涉房交易在9-10月份的逐步落实。企业贷款小幅回落，同比少增241亿元，尽管企业中长期贷款同比多增787亿元，但或主要受到基建投资的影响，实际经济下行压力仍大。

3) 流动性分层依然严峻，信用溢价处于历史高位，民营小微融资难贵仍突出。2019年基础货币投放并不少，但信用创造层面出了问题，这跟企业信心不足、改革开放有待深化有关。10月末地方政府专项债券余额同比增长29.5%，委托贷款、信托贷款却同比下降8.2%和4.1%，表明地方政府以及国企融资环境改善，而民营、中小企业融资可得性仍然较差。

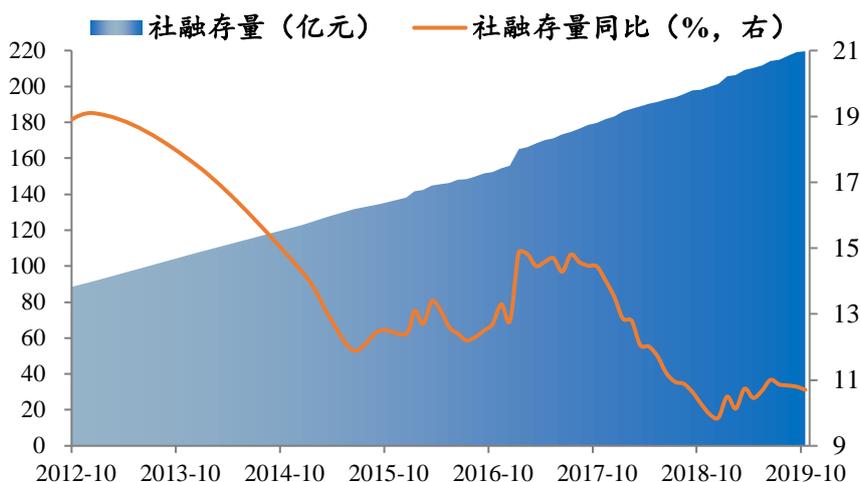
4) 央行货币政策工具不断创新，新型货币工具注重以我为主、精准滴灌，有助于推动货币政策从数量型向价格型转变。2013年后，外汇占款科目总量趋稳、增量趋0，MLF、SLO、TMLF、CBS、民企债券融资工具等新型货币政策工具涌现。11月6日金融委贯彻四中全会精神，研究深化中小银行改革，将流动性分层问题上升至国家高度，预计央行将继续使用央行票据互换工具CBS支持中小银行补充资本金，优化资本结构，支持民企和中小企业融资。

5) 中国的货币政策空间打开：第一，当前猪周期带动CPI指数上行，但PPI持续为负，企业盈利下行、实际利率上升，物价形势的主要矛盾是通缩而非通胀，10月金融数据全面回落。第二，中美贸易摩擦冲击和房地产融资紧缩，内外需疲软，经济下行加大，短期迈入“5”时代，需要相对宽松的货币政策强化逆周期调节，但要控制好节奏和力度，配合好财政金融等宽信用政策，降低实体经济融资成本。不要把正常降息降准的宏观逆周期调节简单等同于大水漫灌。我们建议可以多次小幅调整LPR利率，或小幅多次降低MLF利率，减少利率调整对市场的冲击，同时可以根据实际效果及时进行微调。继续推动利率市场化向纵深发展，完善金融机构定价机制，畅通短期利率向中长期利率传导机制。

2. 存量社融增速10.7%，较9月小幅回落0.1个百分点，其中人民币贷款、专项债和未贴现银行承兑汇票为社融主要拖累，经济下行抑制货币派生。

10月社融增速较9月小幅回落。10月新增社会融资规模6189亿元，同比少增1185亿元；10月末社会融资规模存量为219.6万亿元，同比增长10.7%，环比下降0.1个百分点。10月PMI持续位于荣枯线以下，反映企业经营情况恶化，经济下行压力加大抑制信用派生，符合我们之前金融数据回暖仅是短期反弹的判断。

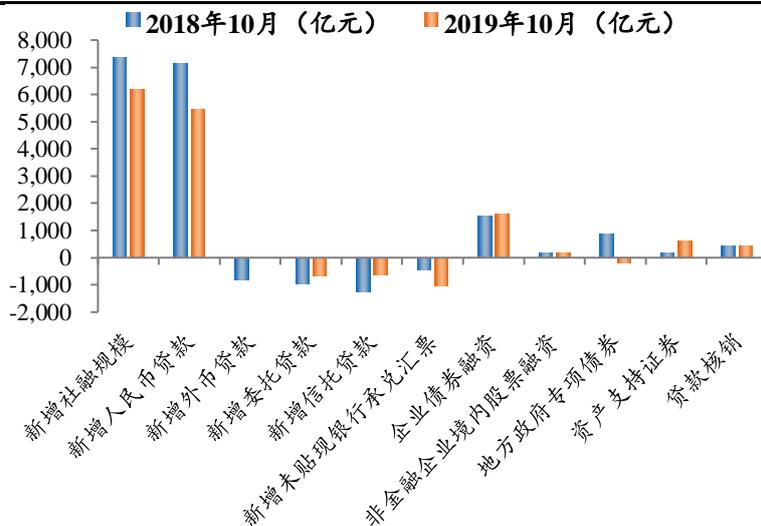
图表1：10月社融增速较9月环比下滑0.1个百分点



资料来源: Wind, 恒大研究院

从结构来看,表内贷款大幅萎缩、专项债年内首次负增长拖累社融,未贴现银行承兑汇票大幅下滑。表内融资方面,人民币贷款大幅萎缩。10月新增人民币贷款5470亿元,同比少增1671亿元。一方面,房地产融资收紧、出口乏力等因素影响企业投资需求;另一方面,实体经济信用分层难以消退,并且PPI下行,制造业实际利率攀升进一步抑制企业融资需求。表外融资方面,未贴现银行承兑汇票大幅下滑。10月表外融资减少2344亿元,同比少减331亿元,其中委托贷款减少667亿元,同比少减282亿元;信托贷款减少624亿元,同比少减649亿元;新增未贴现银行承兑汇票减少1053亿元,同比多减600亿元,成为表外最大拖累。直接融资方面,企业债券融资微增,股权融资保持稳定。9月央行将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标,新口径下10月新增企业债券融资1622亿元,同比多增99亿元。新增股票融资180亿元,同比多增4亿元。其他融资方面,新增专项债融资年内首次由正转负,对社融拖累较明显。10月专项债融资减少200亿元,同比多减1068亿元,拖累社融增长。2019年专项债发行2.15万亿元额度已经用尽,后续专项债融资将继续承压。

图表2：2019年10月新增社融结构

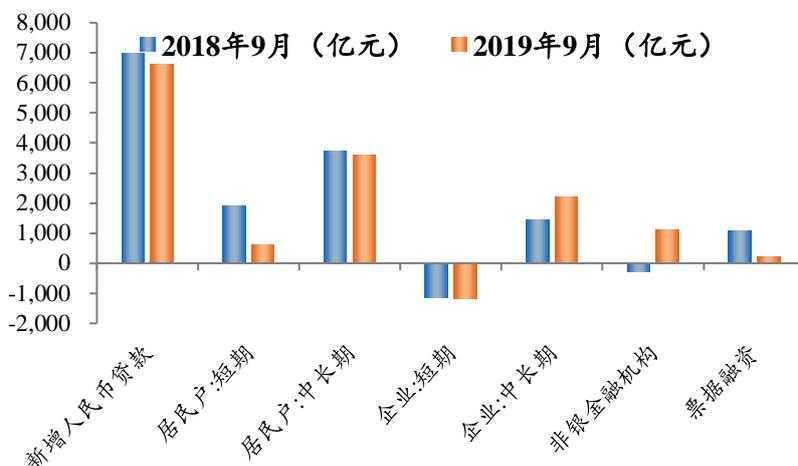


资料来源: Wind, 恒大研究院

3. 10月新增人民币贷款大幅萎缩，主因居民消费贷“涉房”收紧导致短期贷款下滑，企业中长期贷款有所改善，或受基建影响。

10月金融机构新增人民币贷款 6613 亿元，同比少增 357 亿元。经济下行压力仍大，企业投资意愿和融资需求不足，未来仍需政策持续发力。

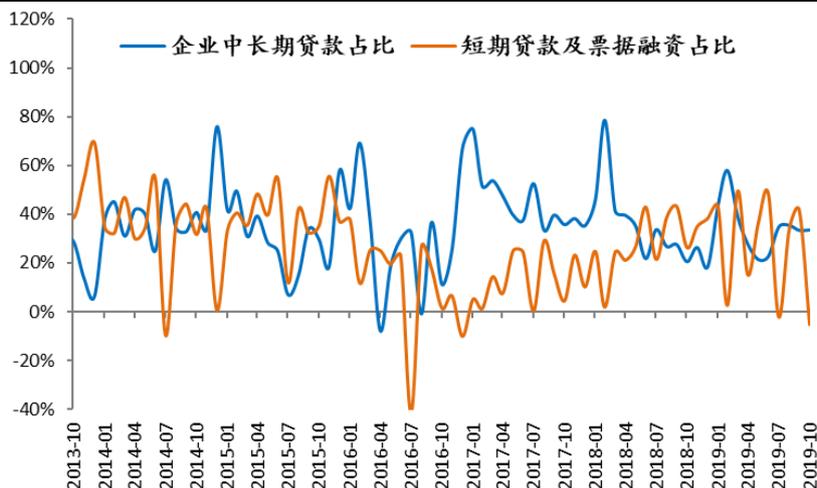
图表3：2019年10月金融机构新增信贷



资料来源: Wind, 恒大研究院

从结构来看，短期贷款和票据融资占比大幅萎缩，企业中长期贷款略有回升，或受到基建投资影响。10月新增企业中长期贷款 2216 亿元，同比多增 787 亿元，占比从 9 月的 33.4% 提升至 33.5%，或受基建投资影响，实际经济下行压力仍然较大。短期贷款及票据融资恶化拖累新增人民币贷款，其中新增居民户短期贷款仅 623 亿元，同比少增 1284 亿元。8 月起监管部门严查消费贷涉房交易，9-10 月份逐步落实，导致居民户新增短期贷款大幅下滑。

图表4：短期贷款及票据融资占比大幅萎缩



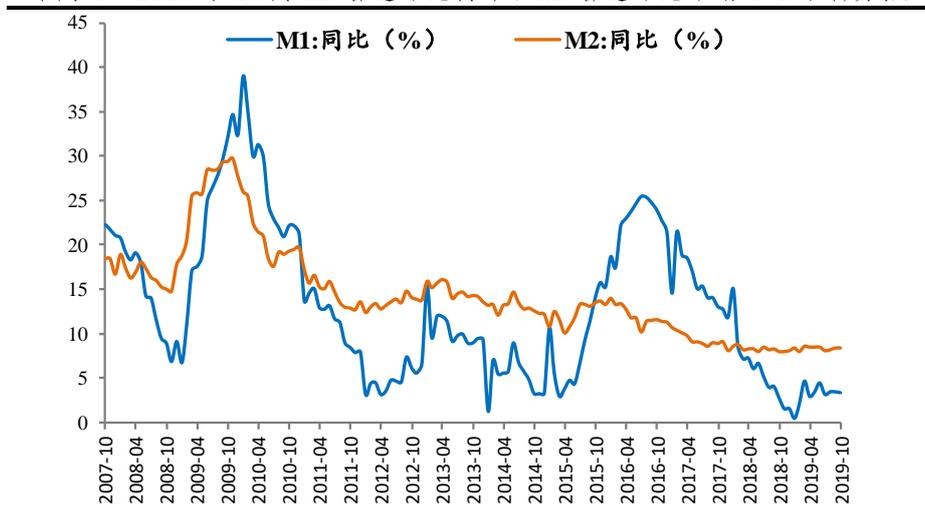
资料来源: Wind, 恒大研究院

4. 10月央行加大货币投放力度，叠加10月税期影响，M2增速与9月持平；M1较9月下0.1个百分点，反映企业和居民的流通交易需求不足。

10月央行投放力度较大，M2持平、M1下滑，信用派生偏弱。10月央行货币净投放量达 5190 亿元，且央行从 9 月起重启 PSL 投放，10

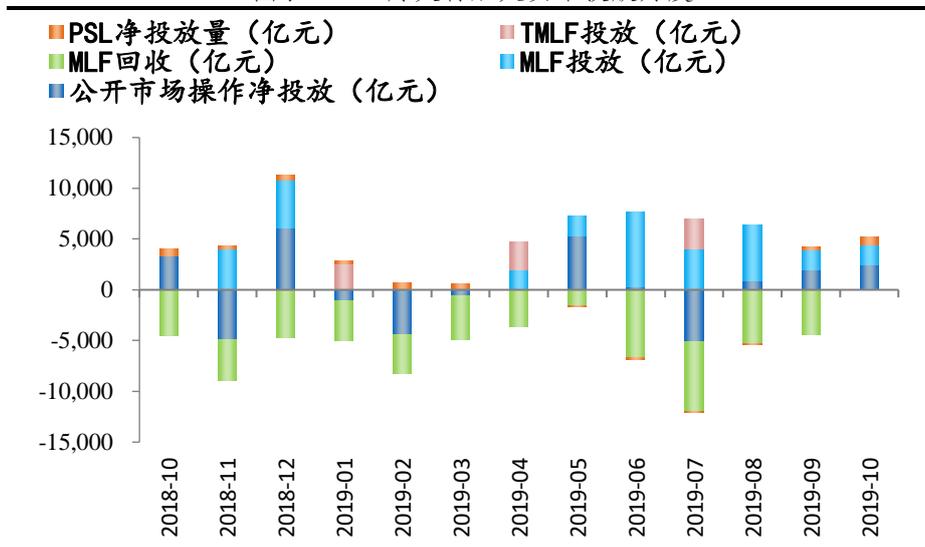
月 PSL 净投放量增至 750 亿元，但信贷需求偏弱和专项债负增长抑制信用派生，货币供给量增速乏力。10 月 M2 增速 8.4%，与 9 月持平。此外，10 月是税收大月，居民、企业存款减少，财政存款增加。其中居民存款减少 6012 亿元，同比减少 2665 亿元；企业存款减少 6993 亿元，同比减少 989 亿元；财政存款增加 5551 亿元，同比减少 268 亿元。非银金融机构存款增加 8865 亿元，同比多增 3569 亿元。M1 同比增速 3.3%，较 9 月下滑 0.1 个百分点，反映居民和企业流通交易需求不足。

图表5：2019 年 10 月 M2 增速环比持平、M1 增速环比下滑 0.1 个百分点



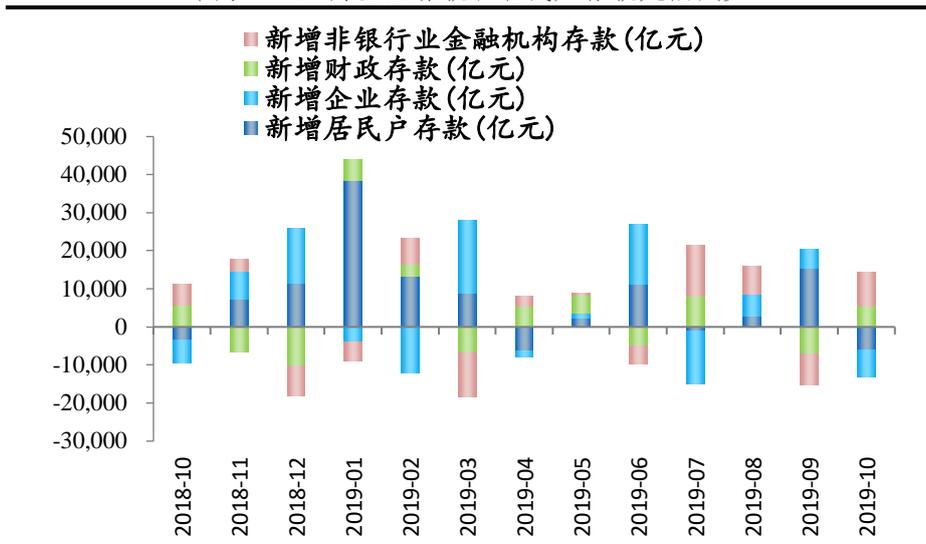
资料来源：Wind，恒大研究院

图表6：10 月央行加大货币投放力度



资料来源：Wind，恒大研究院

图表7：10月企业存款和居民户存款大幅减少

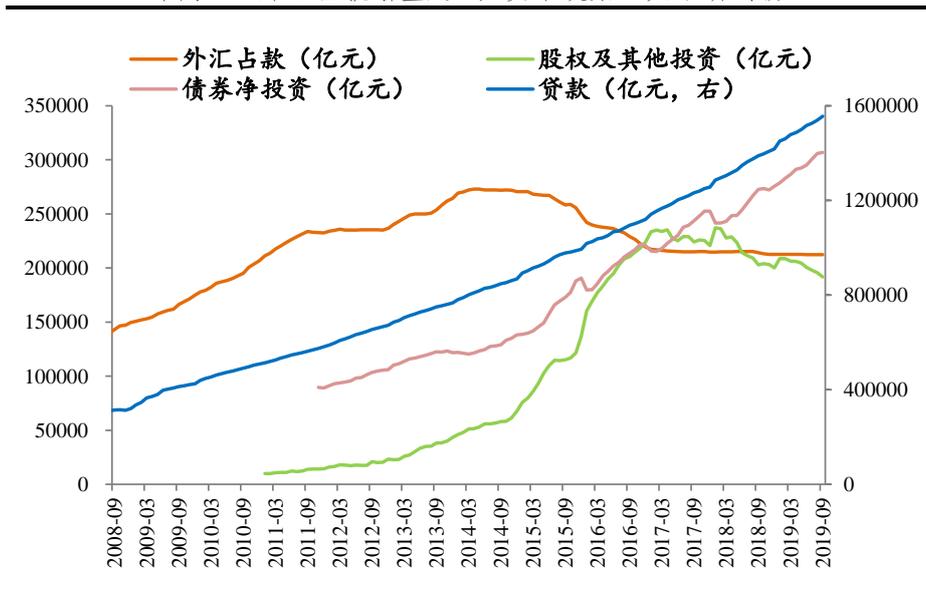


资料来源：Wind，恒大研究院

5. 外汇占款科目总量趋稳、增量趋 0，央行通过金融机构债权科目创新多种货币工具，与传统货币政策工具“三大法宝”公开市场操作、存款准备金率、再贴现相比，基础货币投放灵活性、主动性增强。

2013 年以前，外汇占款是货币投放的主要渠道，传统货币政策工具“三大法宝”为公开市场操作、存款准备金率、再贴现，此外还有再贷款、直接信贷控制等工具。2013 年以前，由于中国的双顺差，外汇占款在央行资产负债表中比重不断提高，导致由外汇占款投放的基础货币不断上升，连续多年占基础货币比重超过 100%，最高在 2009 年 10 月占比 131%。因此，2013 年以前外汇占款是央行货币投放的重要渠道，公开市场操作、存款准备金率和再贴现等传统的货币政策工具是核心。

图表8：外汇占款增量趋 0，货币政策工具不断创新



资料来源：Wind，恒大研究院

2013 年后，外汇占款科目总量趋稳、增量趋 0，对金融机构债权成为基础货币投放的重要渠道，央行创新多种货币工具，基础货币投放灵

活性、主动性增强。对其他存款性公司债权是央行对其他存款性公司的再贷款、再贴现、逆回购以及 SLF、MLF、SLO、TMLF 等一系列货币政策工具。为了应对外汇占款下滑对基础货币投放的冲击，对金融机构债权的占比由 2014 年 3 月的 7.72% 上升到 2019 年 9 月的 36.59%。对金融机构债权的投放渠道主要是央行的公开市场操作，所以随着其占比的上升，公开市场操作常态化，央行可以较为主动地管理货币投放。

6. 新型货币工具注重以我为主、精准滴灌，有助于推动货币政策从数量型向价格型转变。但是，新型工具也存在问题，期限不适宜银行放贷，且容易导致金融市场不均衡。

新型货币工具注重以我为主、精准滴灌，期限短且有成本。一方面，央行通过新型货币工具投放货币而不再依赖外汇占款，注重“以我为主”。通过公开市场操作渠道进行投放，已基本掌握基础货币投放的主动权，主要工具是 OMO（公开市场操作）、MLF（中期借贷便利）、PSL（抵押补充贷款）等，这些工具和无期限无成本的外汇占款相比，期限较短且有成本，有助于货币政策从数量型向价格型转变。另一方面，新型货币工具更加注重精准滴灌，如定向中期借贷便利 TMLF 定向投资于民营企业 and 中小微企业，民营企业债券融资工具定向支持民营企业债券融资、央行票据互换工具 CBS 定向支持商业银行补充资本金，保证流动性基础，从而支持实体经济融资。

图表9：央行货币政策工具

	货币政策工具	作用
传统型	公开市场操作 (OMO)	弥补短期流动性缺口，关键时点的流动性缓冲垫
	存款准备金	加强对小微、民营企业等实体经济的信贷支持力度
	再贷款、再贴现	调控货币信贷总量，引导资金流向和信贷投向
创新型	短期流动性调节工具 SLO	调节市场短期资金供给，熨平临时性市场资金供求波动
	常备借贷便利 SLF	满足中小金融机构短期流动性需求，探索利率走廊上限
	中期借贷便利 MLF	弥补银行体系中长期流动性缺口，成为央行基础货币供给的重要渠道
	抵押补充贷款 PSL	支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供的期限较长的大额融资
	定向中期借贷便利 TMLF	定向支持小微、民企等实体经济的信贷支持力度
其它	MPA 考核	宏观审慎，逆周期调节作用，结构引导作用
	扩大合格担保品范围	定向支持小微、民企等实体经济的信贷支持力度
	央行票据互换工具 CBS	支持商业银行补充资本金，保证流动性基础
	民营企业债券融资支持工具	定向支持民营企业债券融资

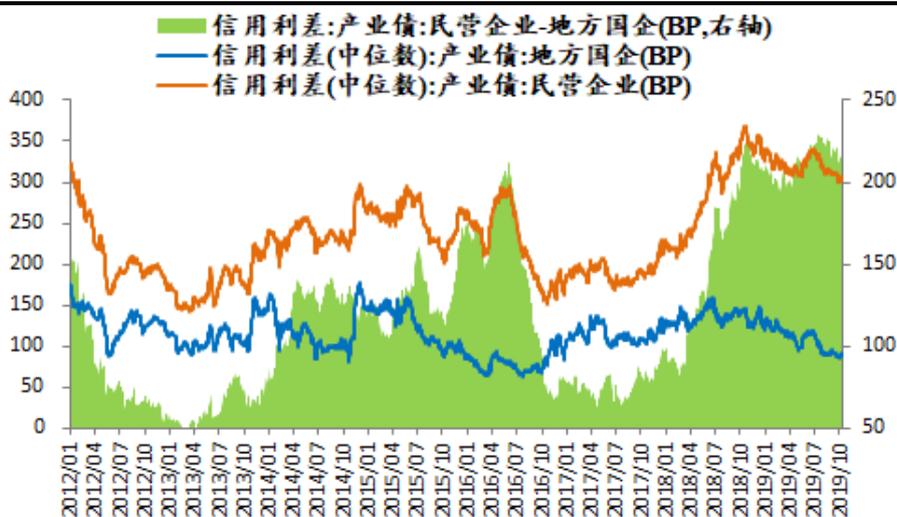
资料来源：央行官网，恒大研究院

新型货币工具也带来了一定的问题。第一，由于期限较短，且商业银行是被动接受，故不适用于放贷。贷款投放很多是长期资金，而公开市场操作获得的资金期限较短，期限错配风险较大。同时，商业银行必须得依赖央行的货币政策工具进行资产负债管理，非常不稳定，有潜在的流动性风险。所以，这部分资金其实相比于外汇占款、存款获得的资金不适用于放贷。第二，由于公开市场交易商仅限于部分银行，所以容易创造金融市场的不均衡。央行的公开市场操作主要针对的是一级交易商，同时PSL是定向供给政策性银行，所以大型银行容易获得资金，中小银行无法获得这类资金。这导致了大型银行相当于“影子中央银行”，催生了同业存单市场的火爆、影子银行的崛起，也导致了金融机构之间的不均衡。

7.流动性分层依然存在，信用溢价处于历史高位，民营小微融资难贵仍突出。11月6日金融委贯彻四中全会精神，研究深化中小银行改革，将流动性分层问题上升至国家高度，预计央行将继续使用央行票据互换工具CBS支持中小银行补充资本金，优化资本结构。

民营企业及其与地方国企间的信用利差均处于历史高位，金融抑制推升了企业融资的实际成本，信贷资源难以流到高效率的民营小微企业。10月末地方政府专项债券余额同比增长29.5%，委托贷款、信托贷款却同比下降8.2%和4.1%，表明地方政府以及国企融资环境改善，而民营、中小企业融资可得性仍然较差。

图表10：民营企业与地方国企间产业债利差处于历史高位



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_9060

