

首席经济学家：任泽平

研究员：甘源

✉ ganyuan@evergrande.com

研究员：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

研究员：刘宸

✉ liuchen@evergrande.com

事件：

中国 9 月社会融资规模增量 2.27 万亿元，预期为 18850 亿元，前值为 19800 亿元。9 月新增人民币贷款 1.69 万亿元，预估为 13600 亿元，前值为 12100 亿元。中国 9 月 M2 货币供应同比 8.4%，预期 8.2%，前值 8.2%。

1. 核心观点：

1) 从总量来看，逆周期政策效果显现，金融数据短期回升，但长期来看民营企业、中小企业和房地产企业融资形势仍然严峻，流动性分层。货币政策、财政政策共发力，9月降准降息、央行加大基建项目审批速度，新增社融信贷规模有所回升，M1增速平稳、M2增速微升。9月新增社融规模2.27万亿元，新口径下同比多增1383亿元；存量社融增速10.8%，新口径下与8月持平；新增人民币贷款1.69万亿元，同比多增3100亿元。但2019年前三季度，主要是央企国企、地方专项债融资改善，民营企业、中小企业和房地产企业融资形势仍然严峻。

2) 从结构来看，企业信贷债券、表外非标是主要支撑，专项债是最大拖累，贷款结构仍然不佳，企业投资意愿仍然不强。从社融结构看，新增信贷规模小幅回升，表外融资萎缩放缓，新口径企业债券融资有所增加，专项债同比减少5153亿元，抑制社融增速；从信贷结构看，企业中长期贷款占比下降，短期贷款和票据融资占比上升，信贷对实体企业投资的支持力度不够，企业投资意愿仍然不强。

3) 当前货币金融环境稳健偏紧。央企国企融资环境改善，但民营企业、小微企业、房地产企业融资环境仍然紧张。无论是数量上参考M2-GDP，还是价格上参考加权贷款利率-PPI，当前货币环境整体偏紧。虽然9月货币政策加强逆周期调节，“降准+广义公开市场操作”释放资金7781亿元，货币市场流动性平稳，但综合判断来看，当前央行货币政策仍然是稳健偏紧。

4) 流动性分层依然存在。从结构来看，大-小银行间流动性分层有所缓解，金融供给侧改革需平衡银行业优胜劣汰和中小银行服务能力；但银行-非银和实体层面利差未明显收窄，经济下行阶段银行-非银、实体层面风险溢价高，民营小微、房地产企业融资难、融资贵短期内难扭转，宽信用仍需更大力度的逆周期调节政策。

5) 猪周期带动CPI指数上行，但PPI持续为负，当前宏观经济主要面临通缩压力而非通胀压力，不会掣肘货币政策。本轮猪周期始于2018年中，根据2年左右上升周期及本轮周期能繁母猪和生猪存栏量过快下滑，猪肉价格可能要到2020年下半年迎来价格向下拐点。本轮猪周期主要受环保禁养、非洲猪瘟等供给端因素影响，因此CPI上升并未传导至PPI，PPI连续为负，宏观环境是总需求不足，不会掣肘货币政策。不能因为猪肉价格上涨不去进行逆周期调节，经济下行带来的失业问题比吃不起猪肉更重要。

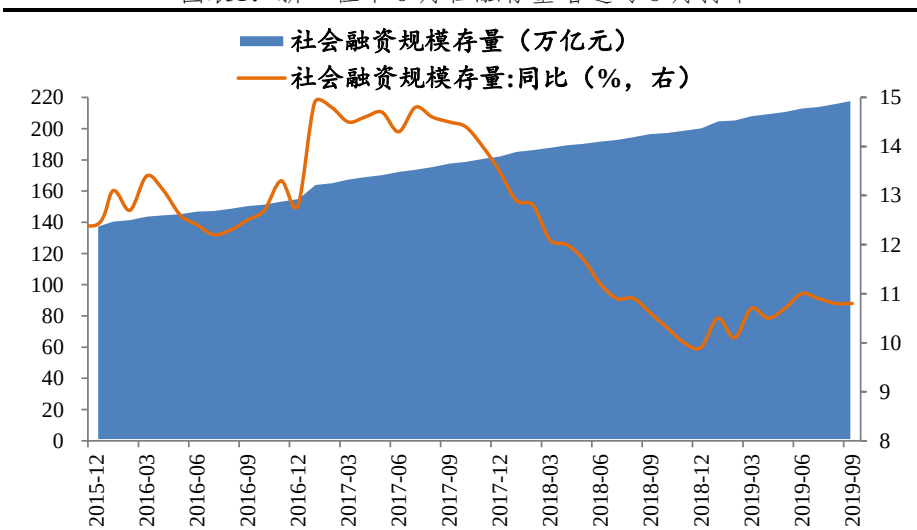
6) 当前经济仍处于下行期，金融数据短暂企稳难改经济下行趋势，加大宏观经济逆周期调节力度的主基调不应该发生改变。货币政策方面，LPR仍有降息空间，继续疏通货币政策传导机制，降低实体经济融资成本；财政政策方面，应及早下达明年专项债的部分新增额度，扩大内需、托底经济、稳定就业，为改革和转型赢得时间窗口，中央政府加杠杆，落实减税降费，让微观主体轻装上阵。

2. 新口径下社融增速持平，表内信贷、表外非标、企业债券是主要支撑，专项债成最大拖累。

9月社融增速与8月持平。但长期来看，民营企业、中小企业和房地产企业融资形势仍然严峻，金融形势仍然不乐观。9月新增社会融资规模2.27万亿元，新口径下同比多增1383亿元，存量社融同比增速10.8%，新口径下与8月持平。长期来看，实体经济疲软，房地产融资收紧，金融

形势仍然严峻。2019 年前三季度，主要是央企国企、地方专项债融资改善，民营企业、中小企业和房地产企业融资形势仍然严峻。

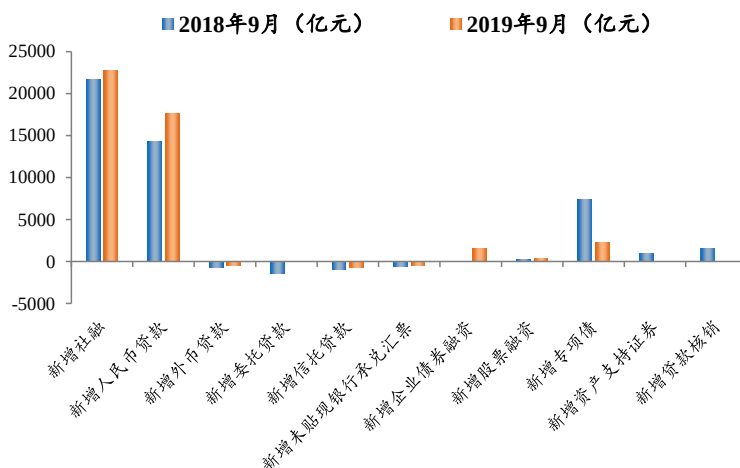
图表1：新口径下9月社融存量增速与8月持平



资料来源：Wind，恒大研究院

从结构来看，表内贷款、表外非标、企业债券是主要支撑，专项债是最大拖累。表内融资方面，政策发力新增信贷有所回升。9月新增人民币贷款 1.77 万亿元，同比多增 3309 亿元，9月降准短期影响显著，但长期来看，经济下行压力仍大，实体经济疲软，房地产融资收紧，企业贷款需求回升仍需政策持续发力。表外融资方面，资管新规对非标融资影响弱化，委托贷款大幅少减。9月表外融资 1124.72 亿元，同比少减 1763.74 亿元，其中，专项债新政下，新增委托贷款-21.31 亿元，同比少减 1411.01 亿元；基建信托抵消房地产信托的下滑，新增信托贷款-672.21 亿元，同比少减 236.35 亿元；新增未贴现银行承兑汇票分别为 -431.19 亿元，同比少减 116.38 亿元。直接融资方面，企业债权融资有所增长，股权融资保持稳定。考虑到企业 ABS 也占用了企业信用，央行进一步完善社融“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标，口径变化影响不大。新口径下9月新增企业债券融资 1610 亿元，较 2018 年同期的 15 亿元同比多增 1595 亿元，但需要注意的是，城投是债券融资主力，民企净融资仍为负值，民企融资形势依然严峻；新增股票融资 289.36 亿元，同比多增 17.33 亿元。其他融资方面，专项债融资同比大幅下降，对社融拖累较明显。9月新增专项债融资 2236.37 亿元，同比大幅减少 5152.64 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2：2019年9月新增社融结构

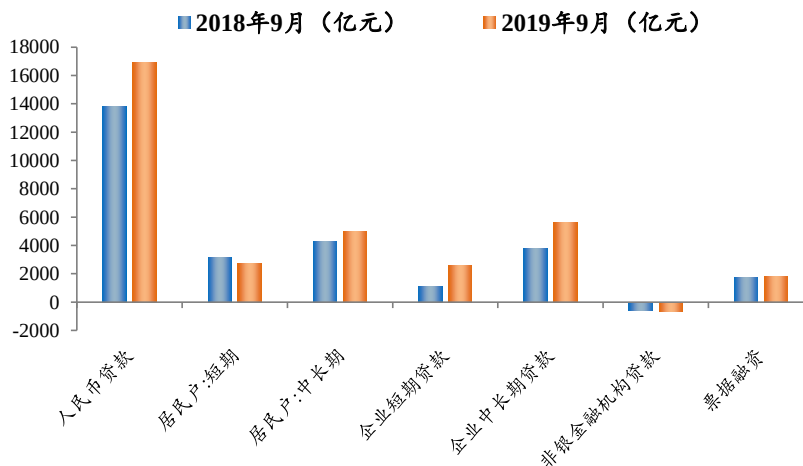


资料来源：Wind，恒大研究院

3、9月新增人民币贷款有所增加，但从结构看，企业中长期贷款占比下降，新增短期贷款和票据融资占比上升，贷款结构仍然不佳，企业投资意愿仍然不强。

降准释放大量资金，监管要求商业银行加大实体信贷投放力度，9月信贷规模有所上升。9月金融机构新增人民币贷款1.69万亿元，同比增加3100亿元，降准叠加企业景气小幅回升，实体经济融资需求短期回暖。但长期来看，经济下行压力仍大，企业长期贷款需求仍然不佳，表明企业投资意愿仍然有待加强，未来仍需政策持续发力。

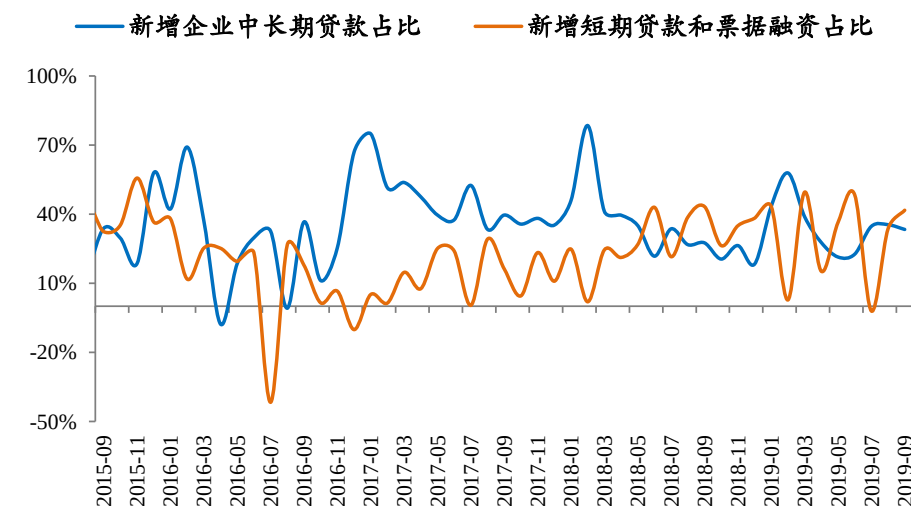
图3：2019年9月金融机构新增信贷



资料来源：Wind，恒大研究院

从结构来看，贷款结构仍然不佳，企业中长期贷款占比下降，短期贷款和票据融资占比上升，企业投资意愿仍然不强。9月新增企业中长期贷款占比33.4%，较8月的35.4%略有下降；短期贷款及票据融资占比41.7%，较8月的33.6%大幅上升，对企业长期投资的支持力度仍然不足。8月监管加大商业银行对实体信贷支持力度，商业银行主要靠短期贷款和票据融资冲量，但中长期信贷投放意愿不强。新增贷款主要来自企业短期融资需求，而用于投资的中长期贷款占比却出现下降，说明企业投资意愿仍然不强。

图表4：2019年9月金融机构新增信贷结构不佳

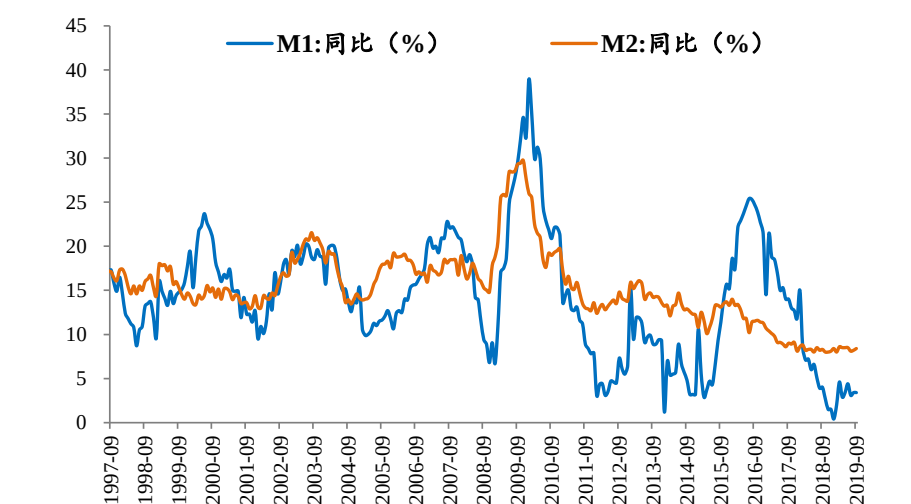


资料来源：Wind，恒大研究院

4、减税降费叠加基建支出支撑 M2 增速微升。M1 增速持平，企业微观主体活力仍然不强。

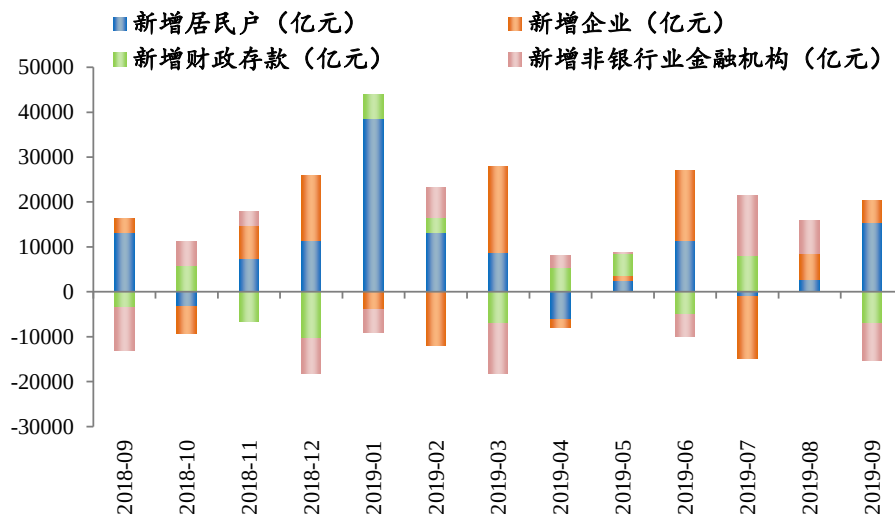
M1 增速保持平稳，M2 小幅回升，减税降费叠加基建逆周期调节，实体经济活力仍然不强。9 月 M2 同比增速 8.4%，比 8 月环比上升 0.2 个百分点。从结构数据来看，9 月居民存款新增 15418 亿元，同比多增 2149 亿元；企业存款新增 4908 亿元，同比多增 1804 亿元；财政存款减少 7026 亿元，同比多减 3553 亿元，减税降费和基建支出逆周期调节力度强，支撑 M2 增速回升；非银金融机构存款减少 8170 亿元，同比多增少减 1328 亿元。9 月 M1 同比增速 3.4%，与 8 月持平，企业微观主体活力仍然不强。

图表5：2019年9月M1增速平稳M2增速微升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表6：减税降费，基建发力，财政存款大幅减少支撑 M2 增速



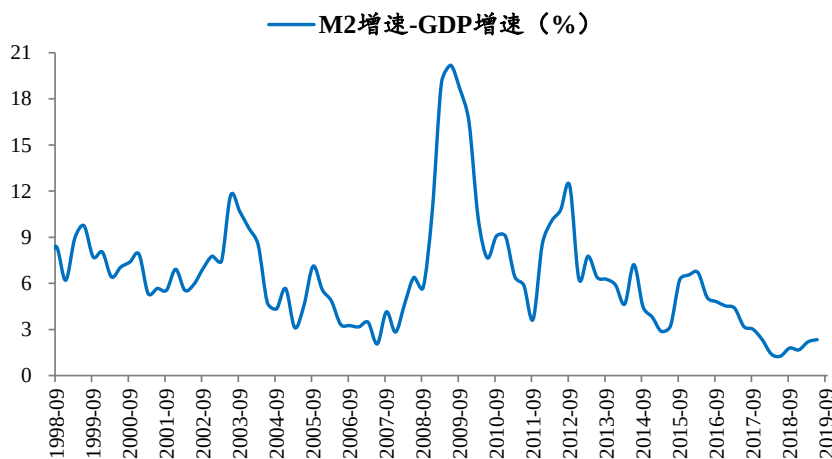
资料来源：Wind，恒大研究院

5、当前货币金融环境稳健偏紧，流动性分层仍然存在。从结构来看，央企国企融资环境改善，但民营企业、小微企业、房地产企业融资环境仍然紧张。

从数量方面，货币供应量作为货币政策中介目标，可以作为判断货币供给松紧的参考，我们使用 M2 增速-实际 GDP 增速反映货币供给增速的差距。整体来看，当前 M2-GDP 增速处于历史较低点，货币金融结构性宽松，但信贷数据和货币供给量显示当前货币环境仍然稳健偏紧。

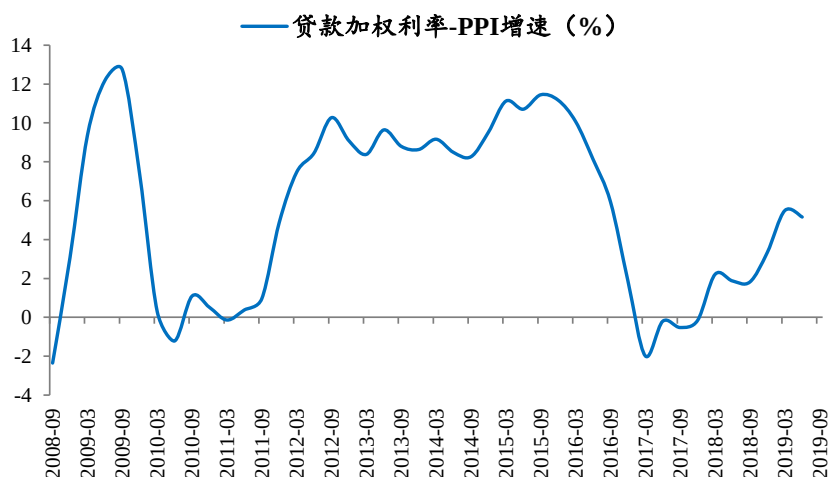
从价格上，贷款加权利率-PPI 增速能够反映中长期货币总量松紧程度。但是价格传导的前提条件是数量处于合理区间，因此，在使用价格指数前需要先观测数量指标。从当前情况来看，2017 年下半年以来，贷款加权利率-PPI 增速的差持续上升，一方面反映实体经济融资成本持续升高，另一方面 PPI 持续下行持续通缩。整体来看，虽然今年 5 月和 9 月央行两次降准，但当前货币环境依然偏紧，实体企业尤其是民营企业、中小微企业和房地产企业融资难融资贵问题依然严峻。

图表7：M2-GDP 增速



资料来源：Wind，恒大研究院

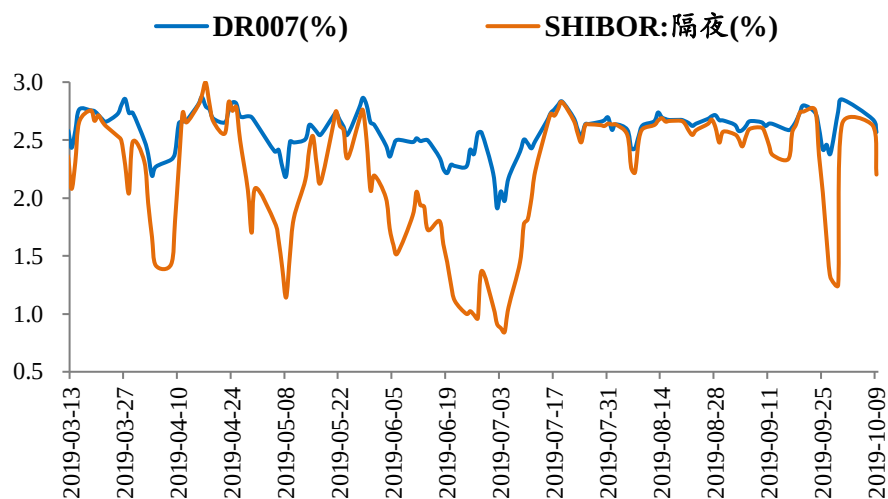
图表8：贷款加权利率-PPI



资料来源：Wind，恒大研究院

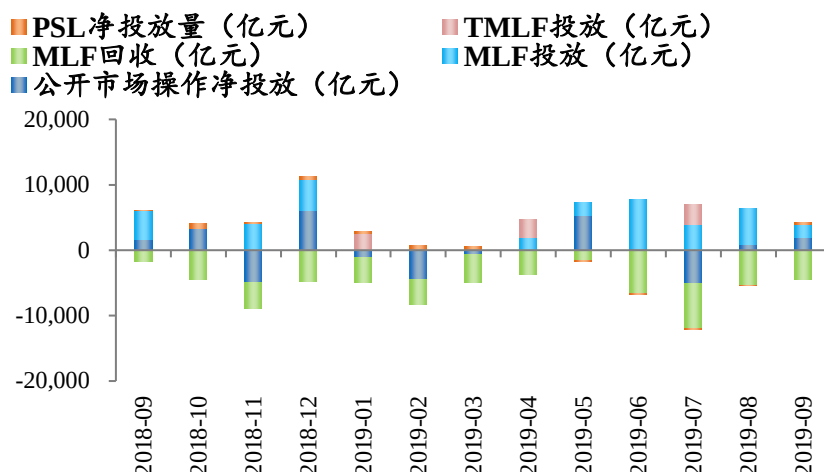
目前银行间市场流动性平稳，央行货币政策坚持稳健取向。从价格上看，DR007 稳定在 2.4%-2.8% 区间内，隔夜 SHIBOR 波动较前期有所收窄。6、7 月受包商银行事件影响，流动性淤积于银行间市场，回购和拆借利率创下近 10 年新低，目前流动性淤积现象已明显缓解。从数量上看，9 月 16 日央行降准释放 8000 亿元资金，9 月 17 日缩量续作 MLF 回笼资金 650 亿元，“降准+广义公开市场操作”的货币净投放达 7781 亿元，多于今年 5 月 5655 亿元的净投放峰值。从政策上看，9 月 24 日国庆 70 周年发布会上，央行行长易纲表示，中国货币政策取向应当是以我为主，考虑到国内的经济形式和物价走势来进行预调和微调，在当前这种情况下中国的经济还是在合理的区间，坚持稳健的取向和加强逆周期调节，坚决不搞大水漫灌。

图表9：银行间市场流动性平稳



资料来源：Wind，恒大研究院

图表10: 9月央行货币净投放 219 亿元

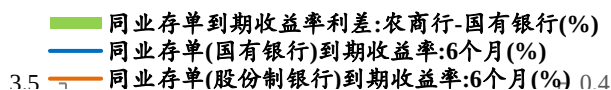


资料来源: Wind, 恒大研究院

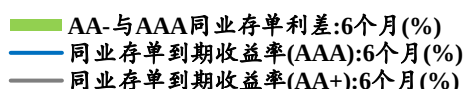
6、9月加大逆周期调节力度,“降准+广义公开市场操作”的货币净投放量创 2019 年新高,货币市场流动性平稳,货币政策坚持稳健取向。目前大-小银行间流动性分层有所缓释,但经济下行推高风险溢价银行-非银、实体层面利差仍较高,民营小微融资难、融资贵尚未被扭转,宽信用仍需更大力度的逆周期调节政策。结构上看,大小型银行间流动性分层问题有所缓释,但受宏观经济下行影响,银行-非银和实体层面利差未明显收窄,民营小微企业、房地产企业融资难、融资贵尚未被扭转。

1) 从大-中小型银行层面看,农商行与国有银行间同业存单利差从 7 月的 35BP 下降至目前的 13BP,AA-与 AAA 同业存单利差从 7 月的 70BP 下降至目前的 45BP,AA+级同业存单发行额和成功率基本恢复至包商银行事件前,AA 级同业存单仍低于事件前,但亦有所修复。需要说明的是,适度的同业利差可以充分反映不同类型银行的信用风险,此次打破同业刚兑增加了低评级中小银行同业存单发行难度,有利于利率市场化改革和银行业优胜劣汰。不过中小银行是服务民营小微企业的主力,金融供给侧改革也需要兼顾银行业产能出清和服务能力优化,适度支持优质中小银行补充资本金和拓宽资金来源。

图表11: 大小银行间同业存单利差收窄



图表12: 高低评级同业存单利差收窄



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_9584

