

货币政策会紧吗？

——9月金融数据点评

报告摘要

- **9月金融数据好于预期，社融和信贷的显著多增主要得益于以下几方面力量：**1) 表内中长期贷款和企业部门贷款增长较为强劲，贷款结构优异。2) 票据融资再度明显强于季节性，一方面进一步证实7月票据融资异常收缩与1月发行的部分票据集中到期有关，另一方面，也意味着商业银行“资产荒”的问题可能再度凸显（突出的季末冲量特征），这有利于贷款利率的逐步下降。3) 近两月来，表外融资收缩有缓和的迹象。9月委托贷款仅略微负增，是2018年以来最好的情况；对房地产信托监管加强的情况下，信托贷款也并未持续下挫。4) 季末贷款核销的集中释放。
- **本月央行第三度完善社融统计，**将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标，对比口径调整前的数据，这次调整对社融增速的影响并不大，仅略微上修8月数据0.1个百分点。
- 9月CPI超预期达到3%，且猪价上涨有向其它肉类和生活资料价格扩散的迹象，强化了市场对货币政策边际收紧的担忧。从9月金融数据来看，金融对实体的支持力度还是比较稳定的。孙国峰司长在新闻发布会上表示：中国不存在持续通胀和通缩的基础，但也要防止通胀预期扩散，防止恶性循环；央行也在研究存量贷款转向LPR定价的问题。
- **我们认为，本次CPI“破3”可能持续超过一个季度，这对货币政策的放松势必形成掣肘；且银行资产荒的状况可自然形成贷款加权利率下行的趋势，LPR报价也存在进一步压缩风险溢价的空间。因此，货币政策在降息（降MLF利率）方面可能来得更加谨慎。但目前中国经济状况也不支持反向收紧，货币政策仍有阶段性、结构性的宽松余地。**

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

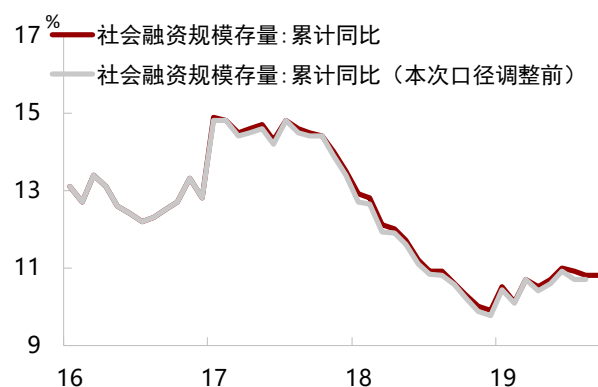
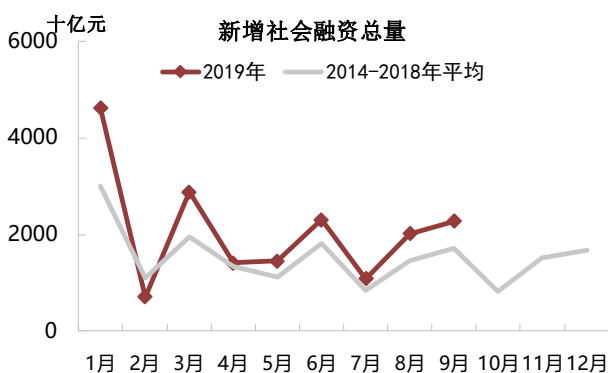


一、社融三度完善统计，表外收缩有缓和

9月新增社融2.27万亿，较上月进一步多增，仍明显强于过去五年同期均值（图表1）。央行从本月开始第三次完善社融统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标，导致8月社融存量同比略上修0.1个百分点至10.8%，对比口径调整前的数据，对社融增速的影响并不大（图表2）。9月社融多增主要由表内信贷和贷款核销部分（季末集中核销）贡献，表外融资保持小幅收缩（图表3），其中委托贷款降幅连续收窄的态势值得关注（图表4）。本月委托贷款仅略微负增，是2018年以来最好的情况。对房地产信托监管加强的情况下，信托贷款并未持续下挫。近两月来，表外融资收缩有缓和的迹象。

图表 1：9月新增社融仍明显强于季节性

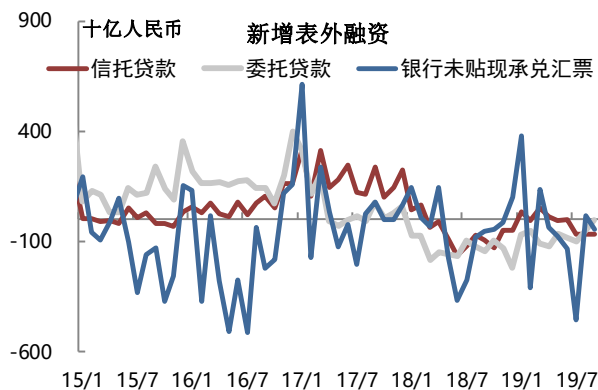
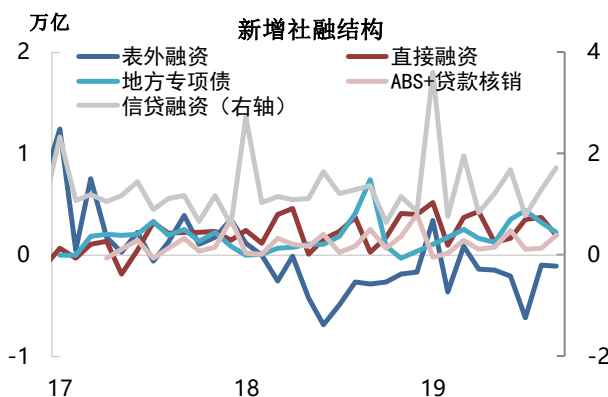
图表 2：本次口径调整对社融存量同比的影响较小



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：9月社融的主要拉动是表内和贷款核销

图表 4：9月委托贷款降幅进一步收窄

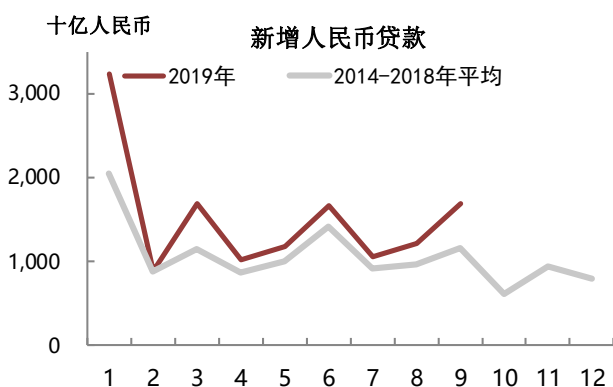


来源：Wind，莫尼塔研究

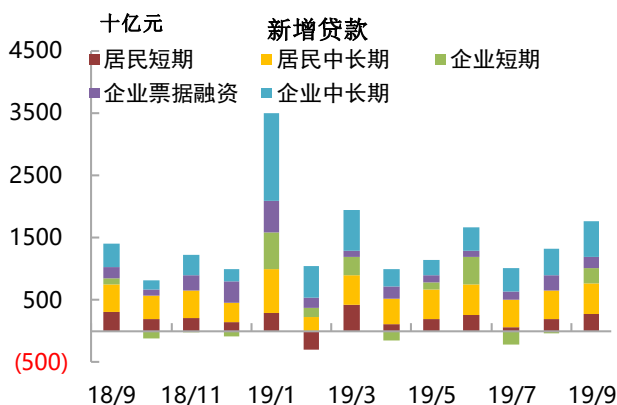
二、信贷结构优异，资产荒再度凸显

9月新增人民币贷款1.67万亿，较上月显著多增，更加明显地强于过去5年同期均值（图表5）。信贷结构仍然优异，居民部门贷款7589亿，企业部门贷款10066亿，贷款更多偏向企业部门（图表6）；中长期贷款达到10580亿，同样显著强于季节性规律（图表7）。表内和表外的票据融资再度明显强于季节性（图表8），一方面进一步证实7月票据融资异常收缩与1月发行的部分票据集中到期有关，另一方面，也意味着商业银行“资产荒”的问题可能再度凸显，9月不仅票据融资强于季节性，短期贷款也强于过去几年同期，银行季末贷款冲量的情况再度凸显。“资产荒”有利于贷款利率的逐步下降。

图表 5：9月新增贷款更明显地强于季节性规律

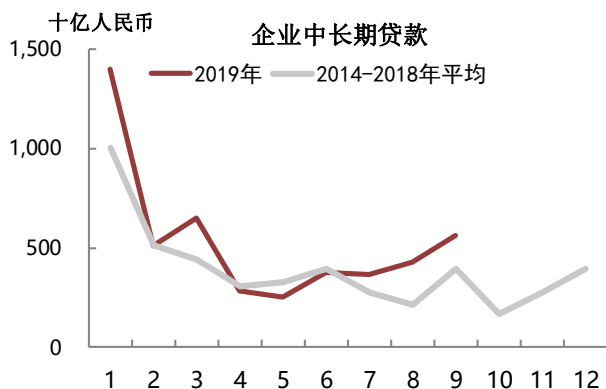


图表 6：9月新增贷款更加偏向企业部门和中长期

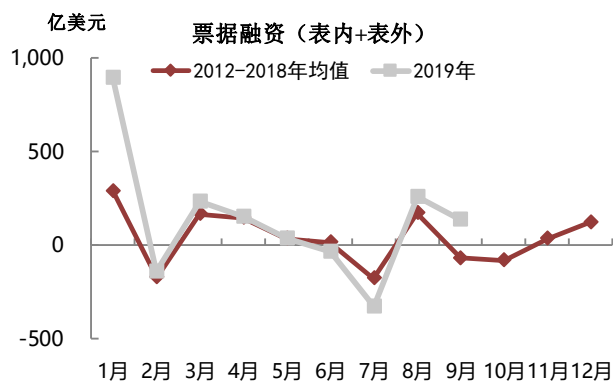


来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：9月企业中长期贷款仍显著强于季节性



图表 8：9月票据融资再度明显强于季节性

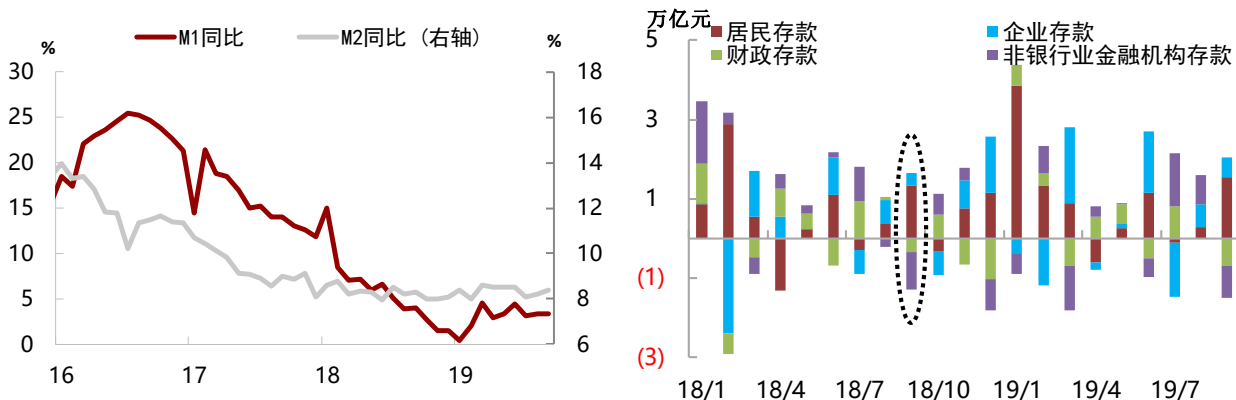


来源：Wind，莫尼塔研究

三、M2 改善更明显，基建投资或有提速

9月M2同比进一步回升0.2个百分点至8.4%，与显著增加的信贷、社融相呼应；M1同比则持平于3.4%，企业和政府的现金流改善不明显（图表9）。从存款端来看，9月财政存款同比下降最为显著，而居民和企业存款同比均有所增加（图表10），意味着财政支出可能有较明显提速（通过投资形成了企业定期存款和居民存款），9月基建投资或有更明显回升。

图表 9：9 月 M2 同比进一步回升，M1 同比持平 图表 10：9 月财政存款同比显著多降



来源：Wind，莫尼塔研究

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_9605



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn