

信贷社融改善或是逆周期调节发力的结果

——9月金融数据点评

宏观事件点评

2019年10月16日

报告摘要:

● 新增信贷超预期增长，主因企业部门贷款发力

9月新增人民币贷款1.69万亿元，高于市场预期的1.4万亿元，同比多增3069亿元。其中，企业中长期贷款新增5637亿元，同比多增1837亿元，或指向基建融资持续发力；企业短期贷款新增2550亿元，同比多增1452亿元，由于民企贷款多为企业短期贷款，企业短期贷款多增可能和鼓励商业银行向民企放贷的政策有关；票据融资基本平稳。企业部门合计同比多增约3300亿元。居民中长期贷款（主要是房贷）同比多增634亿元，居民短期贷款同比少增427亿元，居民部门贷款总体保持平稳。非银贷款延续负增长，同比变动不大。

● 社融口径再次调整，资产支持证券每月可对社融贡献数百亿元

2019年9月起，央行进一步完善“社会融资规模”中的“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。这是自去年9月央行将“地方政府专项债券”纳入社融统计以来，再次调整社融统计口径。201701-201909，交易所资产支持证券月度发行量最大值为1458亿元，最小值为142亿元，均值为720亿元，今年9月为828亿元，同比少623亿元。本次社融口径调整影响不大，仅7月份使社融增量多增了7.33%，其余月份增幅有限。

● 社融超预期增长，系表内信贷、企业债券融资和表外融资共同贡献，地方政府专项债为拖累项

新口径下，9月新增社融2.27万亿元，同比多增约1300亿元。即便剔除资产支持证券后，按老口径计算也有2.19万亿元，远高于市场预期的1.9万亿元。其中，社融中本币贷款新增1.77万亿元，同比多增3309亿元，表现略好于贷款统计；新口径企业债券融资为1610亿元，同比多1595亿元，股票融资变动不大；委托贷款、信托贷款和未贴现票据均为负增长，但受益于去年同期极低基数影响，分别同比少减1411亿元、236亿元、116亿元，表外融资合计同比少减1764亿元；地方政府专项债融资2139亿元，同比少4917亿元。

● 未来展望：LPR有进一步下降空间，逆周期调节正在发力

本月信贷社融总量和结构均向好，可能的原因有：

其一，政策有推动，9月4日国常会要求加大力度做好“六稳”工作，加大金融对实体经济的支持力度；

其二，资金有支持，9月16日起，央行全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放资金约8000亿元；

其三，银行有意愿，10月8日贷款利率换锚，换锚前银行有抢先放贷的动机。

总结起来，主要是逆周期调节发力的结果。央行货政司司长孙国峰表示，降低融资成本要通过改革的方法，之后改革效果会逐步体现。这意味着，LPR还有进一步下降的空间。

● 风险提示：部分金融风险有所暴露。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

事件：

10月15日，央行公布9月金融数据：

9月新增人民币贷款为16900亿人民币，预期值14214亿人民币，前值12100亿人民币

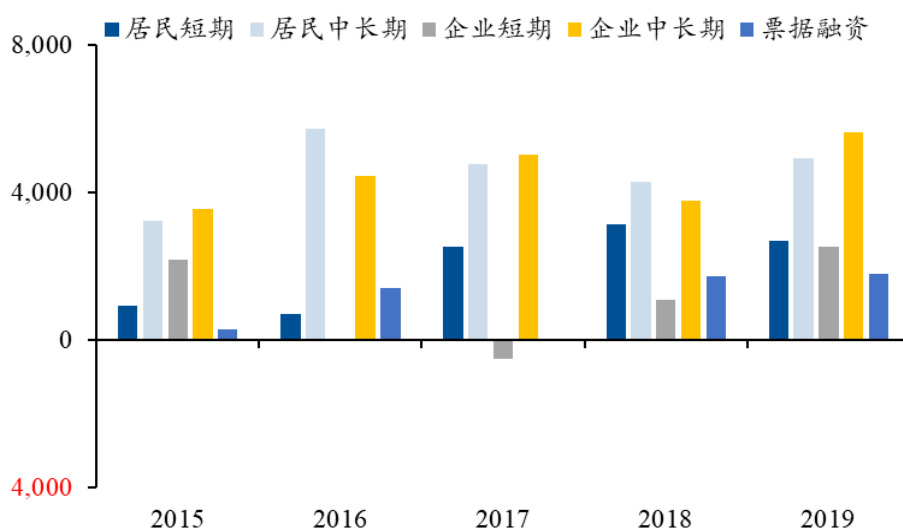
9月社会融资规模增量22700亿人民币，前值19800亿人民币

9月M2同比增长8.40%，预期值8.19%，前值8.20%

一、数据表现：融资总量和结构均改善

特征一，9月份新增信贷超预期，企业短期贷款和中长期贷款均创四年同期新高。9月新增人民币贷款1.69万亿元，高于市场预期的1.4万亿元，同比多增3069亿元。其中，企业中长期贷款新增5637亿元，同比多增1837亿元，或指向基建融资持续发力；企业短期贷款新增2550亿元，同比多增1452亿元，由于民企贷款多为企业短期贷款，企业短期贷款多增可能和鼓励商业银行向民企放贷的政策有关；票据融资基本平稳。企业部门合计同比多增约3300亿元。居民中长期贷款（主要是房贷）同比多增634亿元，居民短期贷款同比少增427亿元，居民部门贷款总体保持平稳。非银贷款延续负增长，同比变动不大。

图 1：9 月份新增居民中长期贷款较去年同期改善，企业贷款创四年同期新

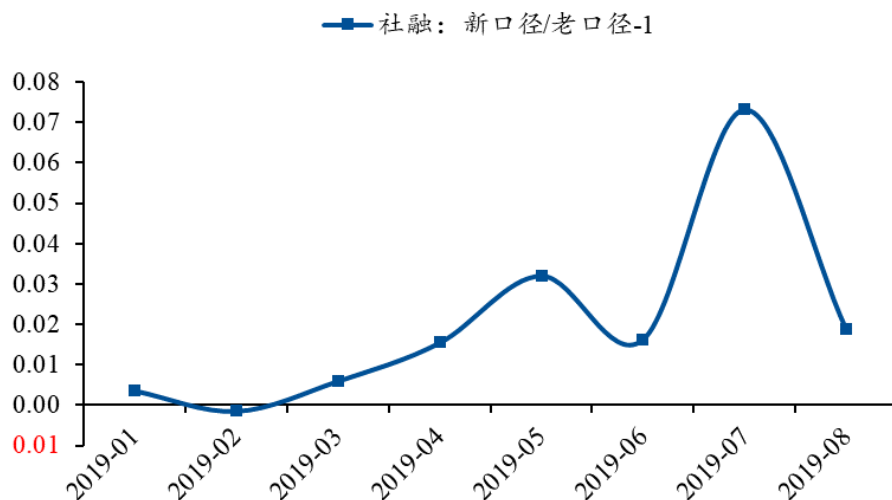


资料来源：Wind，民生证券研究院

特征二，社融口径再次调整，资产支持证券每月可对社融贡献数百亿元。2019年9月起，央行进一步完善“社会融资规模”中的“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。这是自去年9月央行将“地方政府专项债券”纳入社融统计以来，再次调整社融统计口径。自201701-201909，交易所资产支持证券月度发行量最大值为1458亿元，

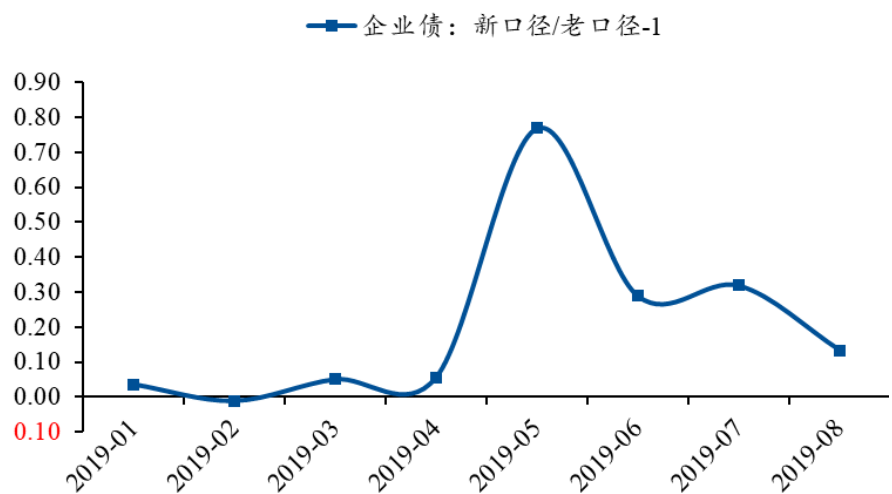
最小值为 142 亿元，均值为 720 亿元，今年 9 月为 828 亿元，同比少 623 亿元。社融口径调整对社融历史增量变化影响有限，仅 7 月份使社融增量多增了 7.33%，其余月份增幅有限。

图 2：口径调整对社融增量变化影响有限



资料来源：Wind，民生证券研究院

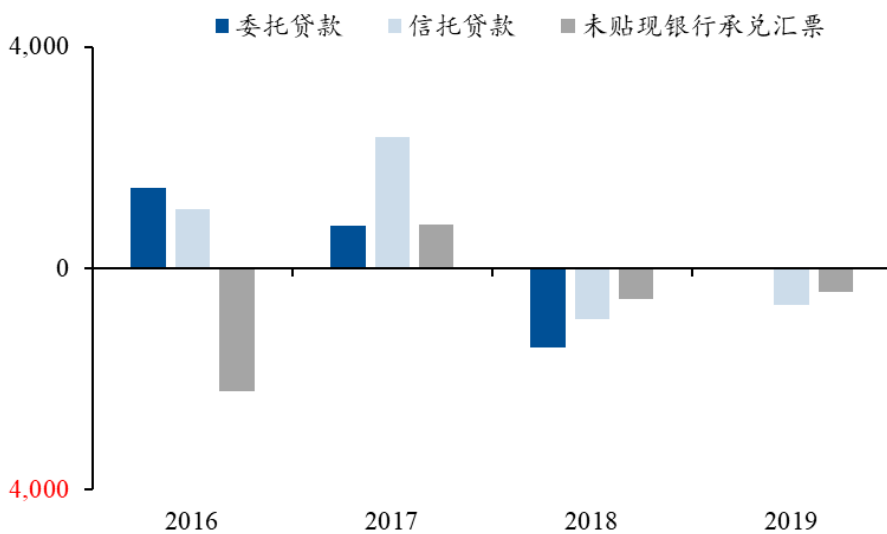
图 3：口径调整对企业债券融资量影响较大



资料来源：Wind，民生证券研究院

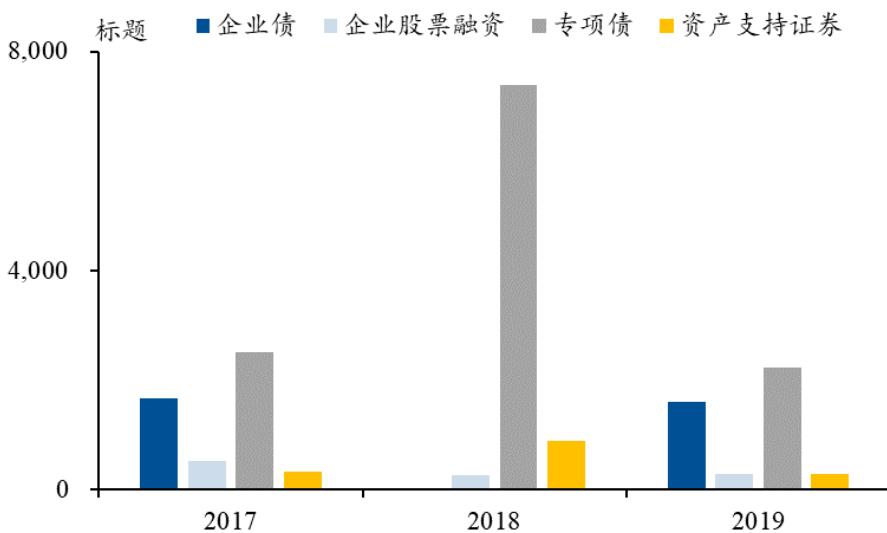
特征三，社融超预期增长，系表内信贷、企业债券融资和表外融资共同贡献，地方政府专项债为拖累项。新口径下，9月新增社融 2.27 万亿元，同比多增约 1300 亿元。即便剔除资产支持证券后，按老口径计算也有 2.19 万亿元，远高于市场预期的 1.9 万亿元。其中，社融中本币贷款新增 1.77 万亿元，同比多增 3309 亿元，表现略好于贷款统计；新口径企业债券融资为 1610 亿元，同比多 1595 亿元，股票融资变动不大；委托贷款、信托贷款和未贴现票据均为负增长，但受益于去年同期极低基数影响，分别同比少减 1411 亿元、236 亿元、116 亿元，表外融资合计同比少减 1764 亿元；地方政府专项债融资 2139 亿元，同比少 4917 亿元。

图 4：9 月份与去年同期相比表外融资有所回暖



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：受去年高基数影响，9 月份专项债发行规模成社融同比增长拖累项



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、数据背后：信贷社融改善的原因

其一，政策有推动。9月4日国常会要求加大力度做好“六稳”工作，加大金融对实体经济的支持力度；监管层力促商业银行加强对小微企业信贷支持，要求提高小微企业贷款占比。

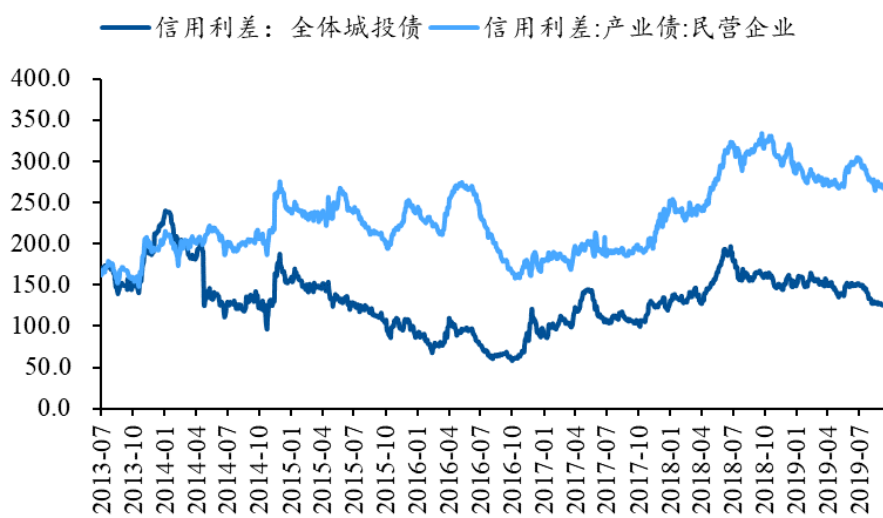
其二，流动性有支持。9月16日起，央行全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放资金约8000亿元。为了保证银行间流动性充裕，9月下旬央行多次开展公开市场逆回购操作，9月19日至9月30日期间累计净投放1900亿元，保障商业银行跨季期间资金面平稳。

其三，银行有意愿。10月8日贷款利率换锚，换锚前银行有抢先放贷的动机，居民担忧

换锚后房贷利率不确定性也有提前按揭的动力。

此外，今年以来，信用债信用利差有所下降，叠加国债利率下行，企业债券融资成本相较于去年明显降低。受此影响，地方融资平台加大了发债规模，构成今年发债主力。另一方面，民企信用利差虽然有所下降，但仍处高位，相较于国有企业或城投公司不被投资者看好，民企债券发行难并没有得到有效缓解。我国金融市场存在一定融资扭曲问题，不仅应该关注社融“量”的问题，也应该关注社融“质”的问题。

图 6：信用利差有所下行，企业尤其是城投企业发债意愿上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：LPR 有进一步下降空间，逆周期调节正在发力

通过利率市场化改革降低社会融资成本。自央行 8 月 17 日推行贷款市场报价利率形成机制改革以来，一年期 LPR 已下降 10 个点，从 4.30% 降低至 4.20%，有力地促进了短期贷款放

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_9612

