

2019年10月15日

固定收益研究

研究所

证券分析师: 靳毅 S0350517100001
021-68930187 jiny01@ghzq.com.cn
证券分析师: 张赢 S0350519070001
021-60338169 zhangy18@ghzq.com.cn

超预期的信贷投放，能转化为有效投资吗？

——9月金融数据点评

投资要点：

相关报告

《7月CPI、PPI数据点评：持续分化的价格数据》——2019-08-11

《2019年7月PMI数据点评：制造业边际改善，企业盈利存在一定压力》——2019-08-01

《2019年6月经济数据点评：经济已经触底了吗？》——2019-07-16

《金融数据点评：6月社融数据略超预期，但地产融资政策收紧需警惕》——2019-07-14

《6月CPI、PPI数据点评：在通胀与通缩的矛盾中，保持定力支撑经济将是主基调》——2019-07-10

■ **事件** 央行公布2019年9月份金融数据：（1）9月社会融资规模2.27万亿元，市场预期1.80万亿元，前值1.98万亿元。（2）9月新增人民币贷款1.69万亿元，市场预期1.42万亿元，前值1.21万亿元。（3）9月M2同比8.4%，市场预期8.2%，前值8.2%。

■ **信贷投放超预期，企业贷款继续回暖** 9月份，人民币贷款新增1.69万亿元，同比多增3,069亿元，好于市场预期，主要源于企业贷款的显著提升，继8月份回暖以来，短期贷款和中长期贷款同比增幅均再次扩大。具体来看，企业贷款增加10,113亿元，同比多增3,341亿元。其中短期同比多增1,452亿元，中长期多增1,837亿元。

居民端方面，居民贷款增加7,550亿元，同比多增107亿元。其中短期同比少增427亿元，中长期同比多增634亿元。居民短贷减少仍然与与严查消费贷流入房地产市场有关，而居民中长期贷款同比增加则表明居民房贷需求仍比较稳定。非银机构新增贷款减少659亿元，同比多减56亿元，基本持平。

■ **非标压缩趋缓，社融统计口径再调整** 9月份，新口径下，社融规模新增2.27万亿元，比上年同期多增1383亿元，除去表内信贷融资大幅提升外，非标融资压缩规模也相对趋缓，叠加企业债券融资明显增加，共同对冲了去年同期地方专项债高基数的影响。其中，社融口径信贷融资增加1.72万亿元，同比多增3,539亿元。

表外非标融资减少1,125亿元，同比少减1,764亿元。其中委托贷款减少21亿元，同比少减1,411亿元；信托贷款减少672亿元，同比少减236亿元；未贴现银行承兑汇票减少431亿元，同比少减116亿元。非标融资压缩趋势在明显趋缓，但考虑到近期发布的非标资产认定标准有所趋严，所以非标压缩趋势仍有待观察。

直接融资增加1,899亿元，同比多增1,612亿元。其中股票融资增加289亿元，同比多增17亿元；本月社融统计口径有所调整，将“交易所企业资产支持证券”纳入了“企业债券”指标当中，新口径下企业债券融资增加1,610亿元，同比多增1,595亿元。地方政府专项债增加2,236亿元，由于去年同期基数较高，同比少增5,153亿元。

元。

- **财政存款大幅减少，拖累新增存款规模** 9 月份，人民币存款新增 7,193 亿元，同比少增 1,709，主要系财政存款大幅减少所致，侧面反映出近期逆周期调节力度有所加大。具体来看，财政存款减少 7,026 亿元，同比多减 3,553 亿元；而居民存款增加 15,418 亿元，同比多增 2,149 亿元；企业存款增加 4,908 亿元，同比多增 1,804 亿元；非银金融机构存款减少 8,170 亿元，同比少减 1,328 亿元。

- **信贷超预期，能否有效向投资转化？** 本次信贷数据的超预期，与监管层提到“要引导金融机构增加对制造业的中长期融资”，以及逆周期调控下基建加码有一定关系。

但与此同时，我们在近期调研商业银行时也发现，目前，许多地区的银行都在积极开展针对平台公司隐性债务置换的相关业务，我们认为，这也是近期企业中长期贷款规模不断增加的重要原因之一。而隐形债务置换所形成的信贷增量，对于投资的实际拉动则非常有限。此外，LPR 后续存在下调预期，也使银行有提前放贷的动力。

因此，受“隐形债务置换+LPR 提前放贷”的影响，超预期的信贷投放在未来能否转化为有效投资也仍需进一步观察。

- **风险提示** 1) 经济下行超预期；2) 地产融资回落超预期。

1、事件

央行公布 2019 年 9 月份金融数据：(1) 9 月社会融资规模 2.27 万亿元，市场预期 1.80 万亿元，前值 1.98 万亿元。(2) 9 月新增人民币贷款 1.69 万亿元，市场预期 1.42 万亿元，前值 1.21 万亿元。(3) 9 月 M2 同比 8.4%，市场预期 8.2%，前值 8.2%。

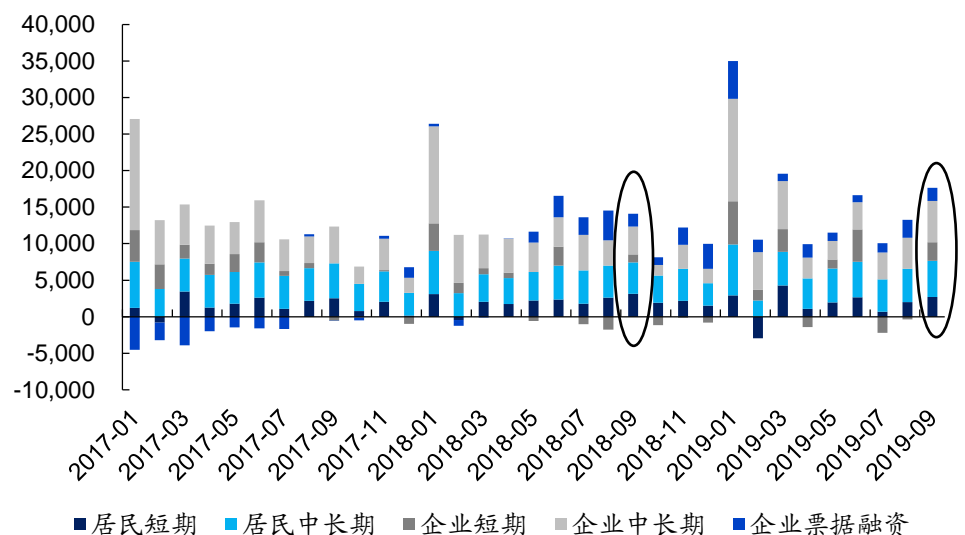
2、点评

2.1、信贷投放超预期，企业贷款继续回暖

9 月份，人民币贷款新增 1.69 万亿元，同比多增 3,069 亿元，好于市场预期，主要源于企业贷款的显著提升，继 8 月份回暖以来，短期贷款和中长期贷款同比增幅均再次扩大。具体来看，企业贷款增加 10,113 亿元，同比多增 3,341 亿元。其中短期同比多增 1,452 亿元，中长期多增 1,837 亿元。

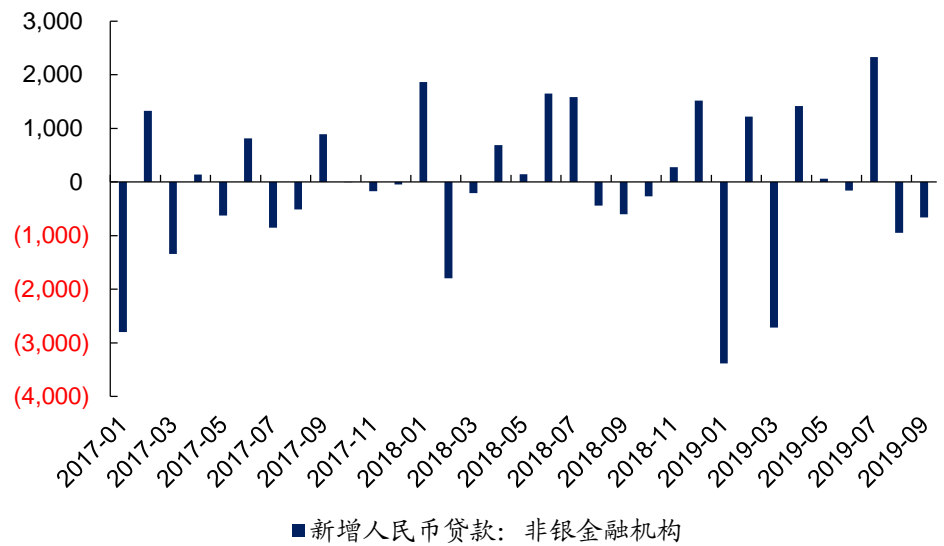
居民端方面，居民贷款增加 7,550 亿元，同比多增 107 亿元。其中短期同比少增 427 亿元，中长期同比多增 634 亿元。居民短贷减少仍然与与严查消费贷流入房地产市场有关，而居民中长期贷款同比增加则表明居民房贷需求仍比较稳定。非银机构新增贷款减少 659 亿元，同比多减 56 亿元，基本持平。

图 1：居民和非金融企业新增信贷各分项数据（亿元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2: 非银金融机构新增信贷数据 (亿元)



资料来源: WIND、国海证券研究所

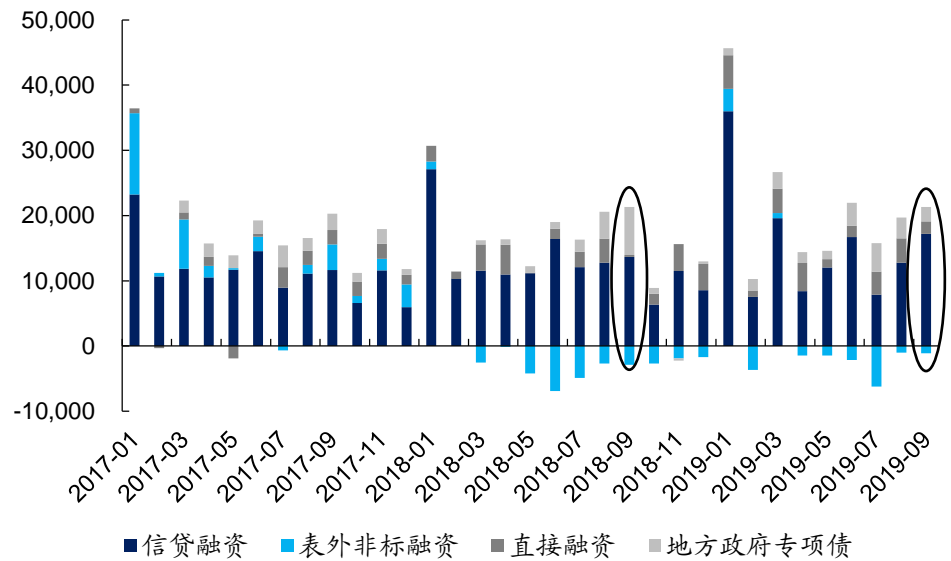
2.2、非标压缩趋缓，社融统计口径再调整

9 月份，新口径下，社融规模新增 2.27 万亿元，比上年同期多增 1383 亿元，除去表内信贷融资大幅提升外，非标融资压缩规模也相对趋缓，叠加企业债券融资明显增加，共同对冲了去年同期地方专项债高基数的影响。其中，社融口径信贷融资增加 1.72 万亿元，同比多增 3,539 亿元。

表外非标融资减少 1,125 亿元，同比少减 1,764 亿元。其中委托贷款减少 21 亿元，同比少减 1,411 亿元；信托贷款减少 672 亿元，同比少减 236 亿元；未贴现银行承兑汇票减少 431 亿元，同比少减 116 亿元。非标融资压缩趋势在明显趋缓，但考虑到近期发布的非标资产认定标准有所趋严，所以非标压缩趋势仍有待观察。

直接融资增加 1,899 亿元，同比多增 1,612 亿元。其中股票融资增加 289 亿元，同比多增 17 亿元；本月社融统计口径有所调整，将“交易所企业资产支持证券”纳入了“企业债券”指标当中，新口径下企业债券融资增加 1,610 亿元，同比多增 1,595 亿元。地方政府专项债增加 2,236 亿元，由于去年同期基数较高，同比少增 5,153 亿元。

图 3: 新增社融规模各分项数据 (亿元)



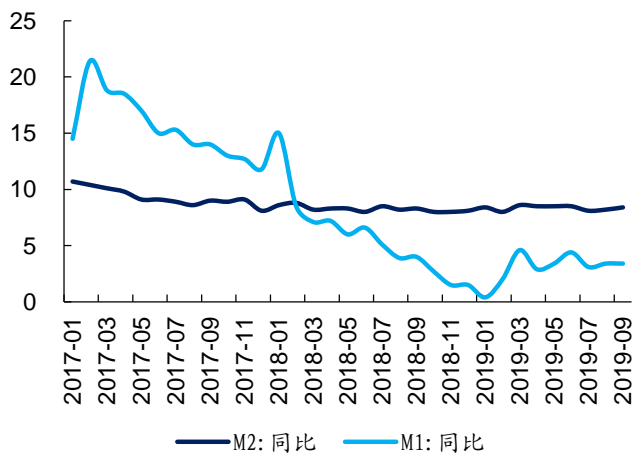
资料来源: WIND、国海证券研究所

2.3、 财政存款大幅减少，拖累新增存款规模

9月末，M2同比增长8.4%，增速分别比上月末和上年同期高0.2个和0.1个百分点；M1同比增长3.4%，增速与上月末持平，比上年同期低0.6个百分点。

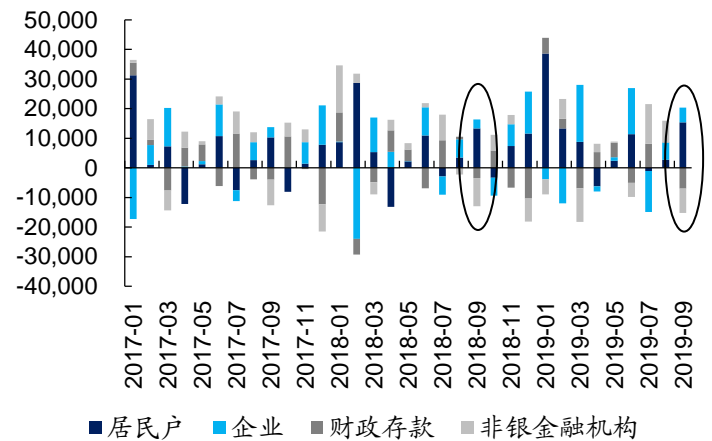
9月份，人民币存款新增7,193亿元，同比少增1,709，主要系财政存款大幅减少所致，侧面反映出近期逆周期调节力度有所加大。具体来看，财政存款减少7,026亿元，同比多减3,553亿元；而居民存款增加15,418亿元，同比多增2,149亿元；企业存款增加4,908亿元，同比多增1,804亿元；非银金融机构存款减少8,170亿元，同比少减1,328亿元。

图 4: M1 与 M2 同比增速



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 5: 新增存款各分项数据 (亿元)



资料来源: WIND、国海证券研究所

2.4、信贷超预期，能否有效向投资转化？

本次信贷数据的超预期，与监管层提到“要引导金融机构增加对制造业的中长期融资”，以及逆周期调控下基建加码有一定关系。

但与此同时，我们在近期调研商业银行时也发现，目前，许多地区的银行都在积极开展针对平台公司隐性债务置换的相关业务，我们认为，这也是近期企业中长期贷款规模不断增加的重要原因之一。而隐形债务置换所形成的信贷增量，对于投资的实际拉动则非常有限。此外，LPR 后续存在下调预期，也使银行有提前放贷的动力。

因此，受“隐形债务置换+LPR 提前放贷”的影响，超预期的信贷投放在未来能否转化为有效投资也仍需进一步观察。

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_9616



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>