

数据企稳且结构向好，主要由稳增长政策推动

——2019年9月份金融数据点评

分析师：杨宇

执业证书编号：S0890515060001

电话：021-20321299

邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：王震

执业证书编号：S0890517100001

电话：021-20321005

邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

- 1 《金融数据疲软，显示有效需求不足——9月份金融数据点评》 2019-08-12
- 2 《总量回升结构偏弱，政策保持结构性宽松——6月份金融数据点评》 2019-07-13
- 3 《债券：再现“降准+置换”式定向降准，持续对冲风险-10月份定向降准点评报告（181007）》 2018-10-08
- 4 《债券：非标融资加速收缩，金融强监管定力强-6月份金融数据点评报告（180715）》 2018-07-16
- 5 《债券：定向降准≠全面宽松，旨在对冲风险-定向降准点评报告（180624）》 2018-06-27

□ 投资要点：

◆ **事件：**10月15日，央行公布9月份金融数据：9月份，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，9月份社融规模2.27万亿，前值为2.02万亿，同比多增1383亿元。社融存量同比增长10.8%，与上个月持平。新增人民币贷款1.69万亿元，前值1.21万亿元，同比多增3100亿元。M2同比8.4%，增速较上月回升0.2个百分点；M1同比3.4%，增速较上月持平。

◆ **社融数据好于市场预期，主要由人民币贷款和非标融资拉动。**9月新增社会融资规模22725亿元，同比多增1383亿元，好于市场预期，主要由人民币贷款和企业债券的拉动，此外受2018年9月份信托贷款和委托贷款等非标融资的低基数效应影响，也是支撑刺激社融规模反弹的重要原因，此外由于地方转债发行时间的错位，使得9月份地方转债融资同比回落明显，是拖累社融的主要力量。

◆ **人民币贷款表现强势的原因有四点：**其一，降低实体经济融资成本的政策要求下，市场预期LPR会逐步下调，意味着LPR定价机制下贷款的利率有向下的趋势，使得商业银行更愿意提前投放信贷；其二，8月份以来，政策加大了逆周期调节力度，监管要求切实加大对实体经济特别是中小企业、民营企业信贷投放力度，政策推动力量增强；其三，9月16号落地的全面降准和额外对部分城商行的定向降准，将在一定程度上缓解部分银行的负债端压力，提高其放贷能力；其四，稳增长在财政端发力，政策要求专项债在发行后要尽快投入到项目上，尽快形成实务工作量，项目的配套融资将会有所增长。

◆ **企业贷款整体回暖，居民中长期贷款依然保持强劲。**非金融性企业部门来看，企业信贷整体回暖。新增非金融企业人民币中长期贷款5637亿元，同比多增1837亿元，主要和政策的推动及专项债项目落地过程中配套融资回升有关。居民新增中长期贷款4943亿元，同比多增634亿元，居民中长期贷款仍然保持强势，与最近2个月房地产销售持续回暖的表现相一致，主要和流动性房地产企业加快推盘和加大推销力度有关。

◆ **货币增速小幅回升，企业流动性有所改善。**9月末，M2同比8.4%，增速较上月回升0.2个百分点；M1同比3.4%，与上个月持平，M1仍处于相对较低的水平，显示企业微观活力仍不强，资本支出意愿较弱。

◆ **总结：9月份金融数据回暖且结构向好，稳增长政策效果显现。**9月份金融数据出现明显回升，无论是总量数据还是结构上均有明显改善。数据的改善主要和逆周期调节政策的持续发力有关。往后看，随着8月份以来系列稳增长措施的落地，尤其从9月份开始大规模的重点项目的实施，基建投资将会有所回升，中美贸易摩擦达成的阶段性协议也有利于稳定市场预期，在地产投资不出现快速下跌的情况下，稳增长的压力短期有所缓解，金融数据将短期企稳。不过潜在的风险依然存在，一是基建投资仍面临财政缺口较大的制约；二是持续收紧的房地产政策对于地产投资的影响还未真正显现。货币政策的宽松将在一段时间内受制于当前高企的通胀压力。经济能否真正企稳还有待观察。

◆ **风险提示：财政缺口压力、房地产投资下行速度超预期、通胀超预期**

事件：

10月15日，央行公布9月份金融数据：

9月份，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。新口径下，9月份社融规模2.27万亿，前值为2.02万亿，同比多增1383亿元。社融存量同比增长10.8%，与上个月持平。

新增人民币贷款1.69万亿元，前值1.21万亿元，同比多增3100亿元。

M2同比8.4%，增速较上月回升0.2个百分点；M1同比3.4%，增速较上月持平。

对此，我们的点评如下：

1. 社融数据好于市场预期，主要由人民币贷款和非标融资拉动

9月新增社会融资规模22725亿元，同比多增1383亿元，好于市场预期，主要由人民币贷款和企业债券的拉动，此外受2018年9月份信托贷款和委托贷款等非标融资的低基数效应影响，也是支撑刺激社融规模反弹的重要原因，此外由于地方转债发行时间的错位，使得9月份地方转债融资同比回落明显，是拖累社融的主要力量。

9月末，社融存量同比增长10.8%，与8月份持平，显示社融增速数据保持平稳状态。

具体来看：

9月份，社融口径的新增人民币贷款17650亿元，同比多增3309亿元，是拉动社融的主要力量。人民币贷款表现强势的原因有四点：其一，降低实体经济融资成本的政策要求下，市场预期LPR会逐步下调，意味着LPR定价机制下贷款的利率有向下的趋势，使得商业银行更愿意提前投放信贷；其二，8月份以来，政策加大了逆周期调节力度，监管要求切实加大对实体经济特别是中小企业、民营企业信贷投放力度，政策推动力量增强；其三，9月16号落地的全面降准和额外对部分城商行的定向降准，将在一定程度上缓解部分银行的负债端压力，提高其放贷能力；其四，稳增长在财政端发力，政策要求专项债在发行后要尽快投入到项目上，尽快形成实务工作量，项目的配套融资将会有所增长。根据金融时报报道显示，仅在9月份前两周，就有贵州、四川、河北、山东、河南、福建等多地重大项目集中上马，涉及总投资规模超过万亿元。同时，地方政府专项债使用范围的扩容与2020年额度的提前下达均有助于提振基建投资。

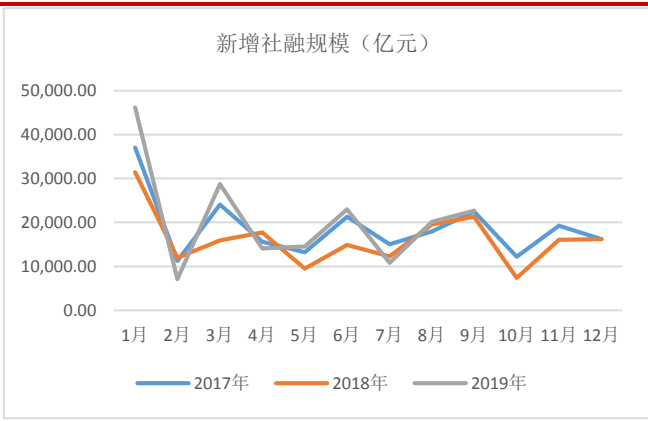
非标融资中，未贴现银行票据、信托融资、委托贷款三项当月数据和当月同比数据均有所改善。9月份新增未贴现银行汇票431亿元，同比多增116亿元。新增委托贷款和新增信托贷款的数量分别为-21.3亿元和-672亿元，同比分别多增1411亿元、236亿元，委托贷款和信托贷款的数据连续两个月改善。尤其委托贷款，单月增量数据接近回到正。不过，最近政策对于非标的监管有所收紧，10月12日，央行发布《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》，改文件对于标债资产的界定比市场预期要严格，如果落地的话非标转标的压力将进一步增大，非标融资的改善能否持续还有待观察。

地方政府专项债是仍是拖累9月份社融同比的主要力量，主要是因为今年和去年地方专项债发行时点的错位。去年9月份地方专项债发行规模是年内单月发行规模高点，达7389亿元，今年由于专项债发行时点提前，9月份发行规模只有2236亿元。

新的社融口径中将交易所企业资产证券化纳入企业债券口径，但对整体影响不大。交易所ABS的底层资产多为应付账款或应收账款，背后融资主体是实体企业，因此纳入是对现有社融口径的合理完善，不过当前交易所ABS的规模并不大，2018年10月-2019年9月这12个月期间的平均月发行规模为847亿元，且月份发行数据相对平稳面对整个社融数据的变化影响不

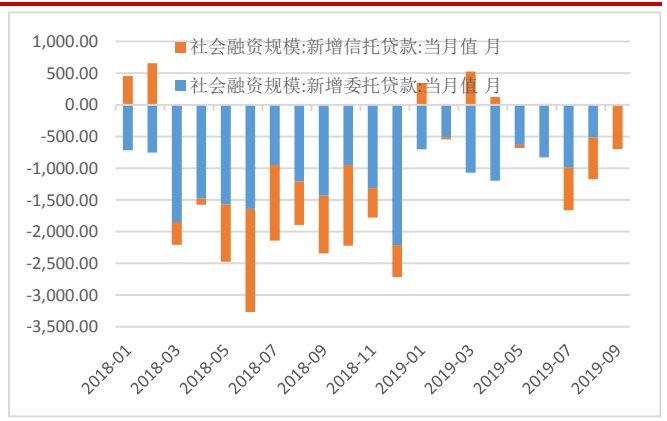
大。

图 1：9 月份社融数据明显回升



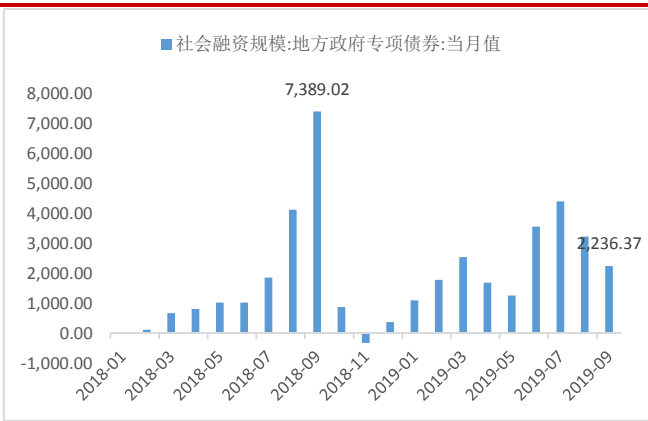
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2：委托贷款数据 7 月份以来持续改善



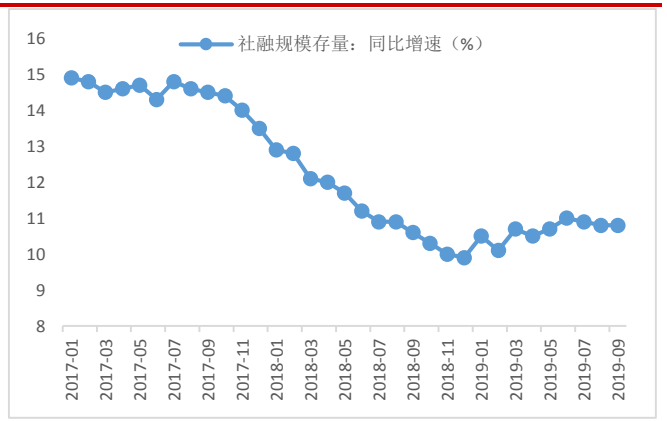
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3：地方专项债的发行时点的错位



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：9 月份社融存量同比增速企稳



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 企业贷款整体回暖，居民中长期贷款依然保持强劲

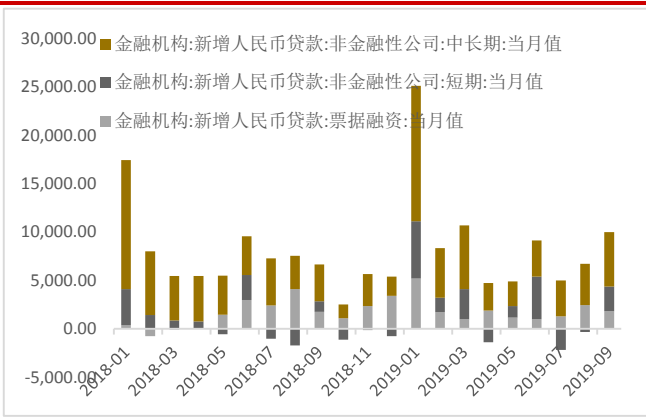
9 月新增人民币贷款 16900 亿元，同比多增 3100 亿，好于市场预期。企业部门和居民信贷整体都较好。

非金融性企业部门来看，企业信贷整体回暖。新增非金融企业人民币中长期贷款 5637 亿元，同比多增 1837 亿元。企业中长期贷款的回暖和社融数据中人民币贷款数据大幅回升的原因基本相同，前文中已经有详细阐述，主要和政策的推动及专项债项目落地过程中配套融资回升有关。

非金融企业部门短期融资也有所回暖。其中，新增非金融企业人民币短期贷款 2550 亿元，同比多增 1452 亿元；新增票据融资 1790 亿元，同比多增 47 亿元。切实加大对实体经济特别是中小企业、民营企业信贷投放力度的政策要求下，商业银行仍有通过短期贷款冲量的必要。

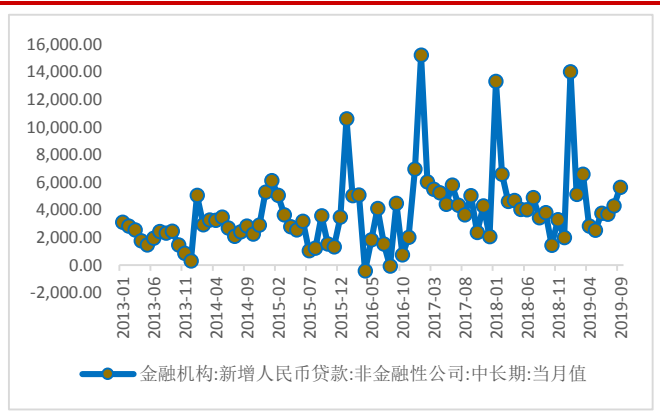
居民部门来看，新增居民部门贷款 7550 亿元，同比多增 6 亿元，主要由中长期贷款拉动，短期贷款继续保持低迷。其中，新增短期贷款 2707 亿元，同比少增 427 亿元，居民短期信贷数据持续回落一方面是和监管对各类消费贷的监管收紧有关，另一方面也显示出了当前的消费疲软状态。新增中长期贷款 4943 亿元，同比多增 634 亿元，居民中长期贷款仍然保持强势，与最近 2 个月房地产销售持续回暖的表现相一致，主要和流动性房地产企业加快推盘和催销力度有关。

图 5：9 月份企业信贷数据整体较强



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：企业中长期贷款持续回升



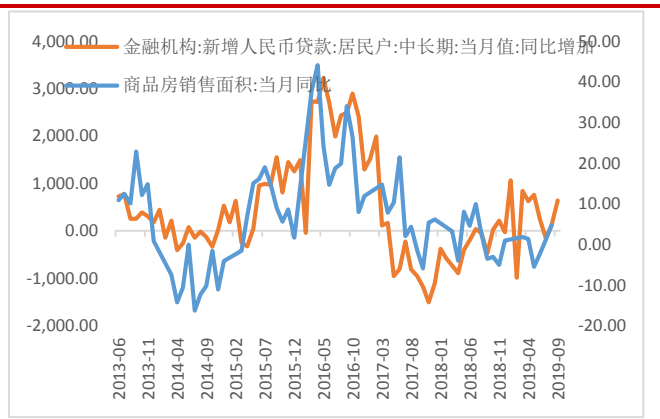
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 7：9 月份居民信贷数据主要靠中长期贷款拉动



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 8：地产销售数据回暖拉动居民中长期贷款



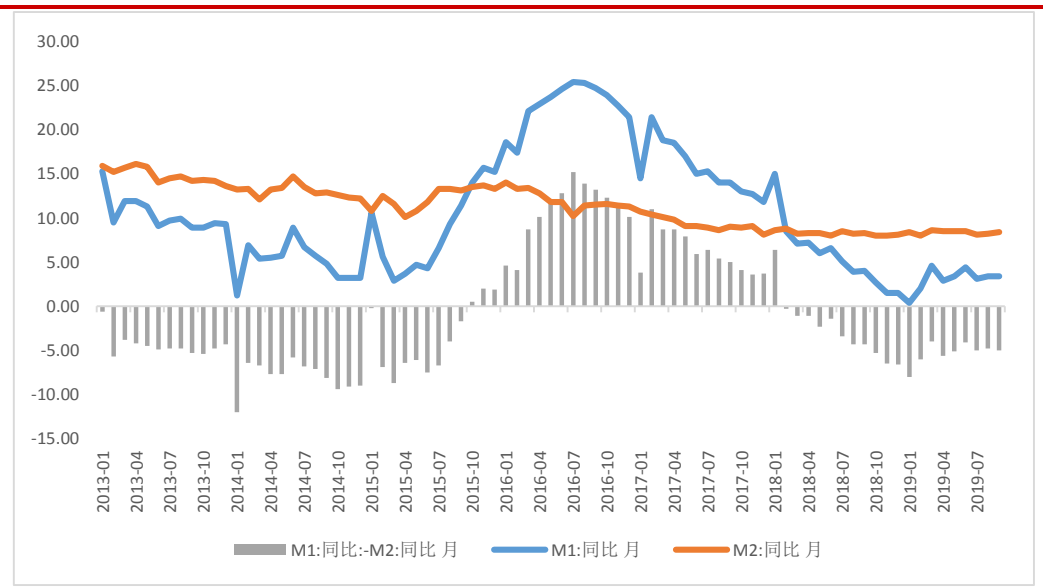
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 货币增速小幅回升，企业流动性有所改善

9 月末，M2 同比 8.4%，增速较上月回升 0.2 个百分点；M1 同比 3.4%，与上个月持平，M1 仍处于相对较低的水平，显示企业微观活力仍不强，资本支出意愿较弱。M1 与 M2 同比增速的“剪刀差”回落到-5%，与上个月相比有所下降。9 月份，随着降准的实施和企业信贷增速的回升，带动了货币的增速的回升。

存款方面，新增人民币存款 7193 亿元，同比少增 1709 亿元，主要受财政存款大幅回落的拖累。其中，新增居民户存款 15418 亿元，同比多增 2149 亿元，居民储蓄意愿较强，而支出意愿偏弱；新增非金融性企业的存款 4908 亿元，同比多增 1804 亿元，企业的流动性有所改善；新增财政存款-7024 亿元，同比多减 3553 亿元，一方面与今年税收增长和专项债发行弱于去年同期有关，一方也与 9 月份财政支出大幅高于去年有关；新增非银存款-8170 亿元，同比少减 1328 亿元。

图 9: M1 与 M2 同比增速的“剪刀差”



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

4. 总结: 9 月份金融数据回暖且结构向好, 主要由稳增长政策推动

总体上看, 9 月份金融数据出现明显回升, 无论是总量数据还是结构上均有明显改善。数据的改善主要和逆周期调节政策的持续发力有关, 包括 9 月份的全面降准和定向降准、政策要求加大对实体企业的信贷投放、加快专项债项目落地以及形成实物工作量等。

往后看, 随着 8 月份以来系列稳增长措施的落地, 尤其从 9 月份开始大规模的重点项目的实施, 基建投资将会有所回升, 中美贸易摩擦达成的阶段性协议也有利于稳定市场预期, 在地产投资不出现快速下跌的情况下, 稳增长的压力短期有所缓解, 金融数据将短期企稳。不过潜在的风险依然存在, 一是基建投资仍面临财政缺口较大的制约; 二是持续收紧的房地产政策对于地产投资的影响还未真正显现。此外, 货币政策的宽松将在一段时间内受制于当前高企的通胀压力。经济能否真正企稳还有待观察。

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_9630



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn