

## 融资增速回落，融资成本下行

——10月金融数据简评

高善文<sup>1</sup> 姚学康<sup>2</sup> 尤宏业<sup>3</sup>

2014年11月16日

### 内容提要

10月新增社会融资6627亿，测算余额同比14.2%，较9月回落0.3个百分点，为连续第四个月增速下行。人民币贷款和直接融资表现相对较好，其他科目融资量进一步回落。

7月以来金融体系对实体经济的信用支持力度，总体上是比较有限的。不过更细致地看，在7、8月份，社会融资萎缩的同时，金融机构加权贷款利率较6月还有上行，暗示期间信用供应可能有所恶化。9月以来，货币政策宽松的步伐明显加快，尽管没有驱动社融增速触底回升，但其正在驱动金融机构加权贷款利率和企业融资成本下行，这也有助于经济动能的筑底企稳。

考虑到短期经济仍然面临一些不确定性，社融和M2增速还在回落，预计未来一段时间货币政策将维持宽松立场，金融机构加权贷款利率仍有下行空间。

1 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

2 宏观分析师，yaoxk@essence.com.cn，010-66581840，S1450513090003

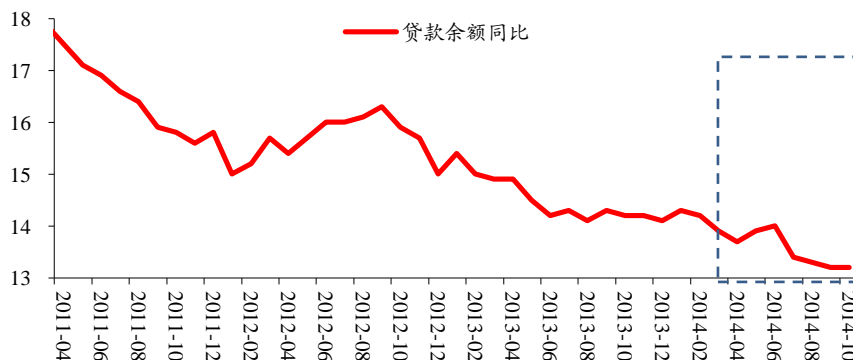
3 宏观分析师，youhy@essence.com.cn，010-66581625，S1450511080007

## 一、贷款增速平稳

10月新增人民币贷款5483亿，低于9月，也低于市场早先预期。当月贷款投放量的回落，受季节性因素和银行贷款投放节奏变化的较大影响。如果去看贷款余额增速，10月同比13.2%，与9月持平，低位稳定下来。

贷款细项显示，10月企业中长期贷款投放表现较好，余额增速小幅回升。但居民中长期贷款回落幅度较大，考虑到按揭贷款投放的滞后，猜测这与七八月份信贷供应的收紧有一些关联。近期商品房销售开始回暖，此外，在其他领域利率下行背景下银行投放按揭积极性也会提高，预计未来几个季度按揭贷款投放量有望出现改善。

图1: 贷款余额同比增速 (%)



数据来源: Wind, 安信证券

图2: 新增居民中长期贷款 (亿元)



数据来源: Wind, 安信证券

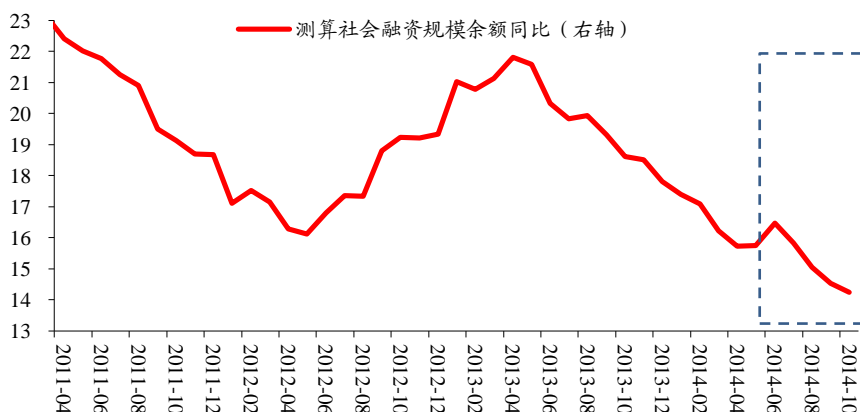
## 二、社融增速仍在滑落

10月社会融资规模增速仍在滑落。当月新增社会融资仅6627亿，余额同比14.2%，较9月低0.3个百分点，连续第四个月增速下行。

社融细项显示，企业债券融资和股票融资等直接融资规模仍然较大且有所扩张，直接融资在社融中的比重进一步提高；新增委托贷款、信托贷款、未贴现承兑汇票以及外币贷款仍然在萎缩。

10月人民币贷款增速相对平稳，直接融资表现积极，而其他科目融资回落。社融内部结构的这些变化，可能体现了实体经济总融资需求回落带来表内信贷额度宽松，和同业监管加强促使其他科目融资回归贷款和直接融资渠道等因素的共同影响。

图3: 测算社融余额同比增速 (%)



数据来源: Wind, 安信证券

### 三、货币宽松仍未带来融资增速回升，但正在驱动融资成本回落

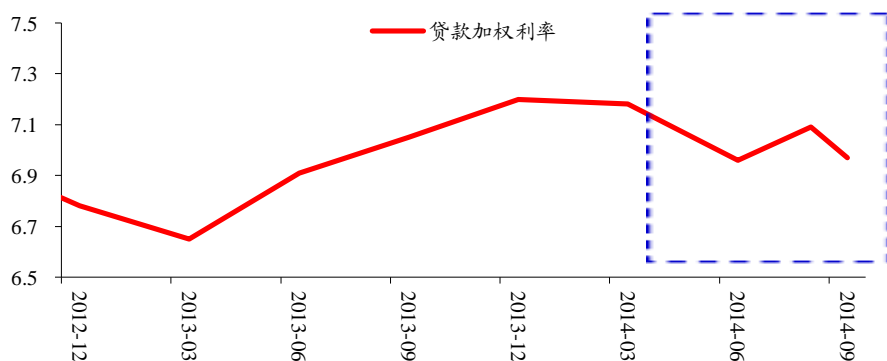
社会融资口径较人民币贷款更广，能够更好地衡量金融体系对实体经济的信用支持。

7月以来社融增速的持续回落暗示，过去几个月金融体系对实体经济的信用支持力度，总体上是有限的。

不过更为细致地看，在7、8月份，社融增速较快回落的同时，加权贷款利率进一步上行。这意味着，期间金融体系对实体经济的信用供应是萎缩的（供应曲线左移），这对于本来偏弱的实体经济需求造成了额外的抑制。同业业务监管的加强和货币宽松步伐的审慎，可能是信用供应曲线左移比较重要的原因。

进入9月，货币政策宽松步伐明显在加快。在此背景下，我们观察到金融机构加权贷款利率的触顶回落，和债券发行利率的显著下行。尽管当前的货币宽松仍未驱动社融增速触底回升，但其正在驱动企业融资成本回落，这也有助于经济动能的筑底企稳。

图4：贷款加权利率（%）



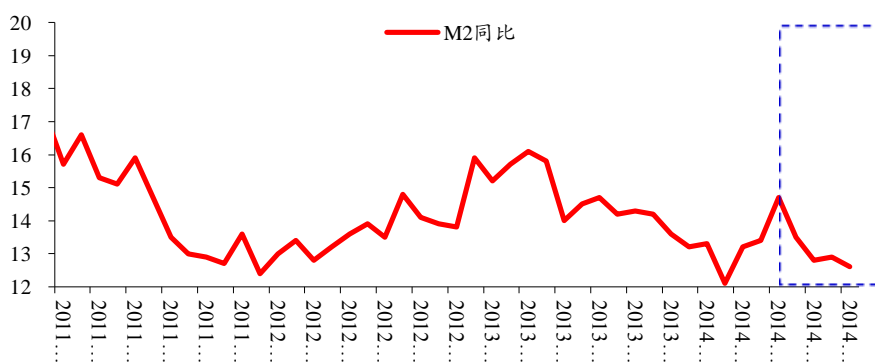
数据来源：Wind，安信证券

#### 四、M2 增速维持较低水平

10月 M2 同比 12.6%（经央行测算调整），较9月回落 0.3 个百分点。M1 同比 3.2%（未调整），较9月滑落 1.6 个百分点，幅度较大。在经济活力不强、社融增速仍在下行背景下，货币增速的回落是可以理解的。

考虑到短期经济仍然面临一些不确定性，社融和 M2 增速还在回落，预计未来一段时间货币政策将维持宽松立场，金融机构加权贷款利率仍有下行空间。

图5: M2 同比 (%)



数据来源: Wind, 安信证券

## 分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士，中国人民银行研究生部博士。2007年4月加盟安信证券研究中心。

尤宏业，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学双学士。2008年5月加盟安信证券研究中心。

姚学康，宏观分析师，北京大学经济学学士、经济学硕士。2011年7月加盟安信证券研究中心。

郭雪松，助理宏观分析师，上海交通大学学士，清华大学 MBA，曾在国家统计局工作 5 年，2014 年 7 月加入安信证券研究中心。

## 分析师声明

高善文、尤宏业和姚学康分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558027	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034

