

固定收益研究/动态点评

2020年11月11日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

张亮 SAC No. S0570518110005
研究员 021-28972035
zhangliang014597@htsc.com

张大为 SAC No. S0570119080165
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：核心通胀继续筑底》2020.11
- 2《固定收益研究：信用债周度跟踪》2020.11
- 3《固定收益研究：当前按兵不动，后续灵活性增强》2020.11

量“弱”结构优

2020年10月金融数据点评

核心观点

10月金融数据有如下关键信息：第一，信贷规模不及预期但结构仍好，社融、M1等指向经济继续修复；第二，企业中长期贷款、居民信贷延续同比多增，实体融资需求仍强；第三，M2走低受财政吸收流动性影响较大，税收改善、政府债发行量大与支出偏慢等因素导致财政存款同比大增。市场角度看，社融走高、信贷结构好，均有助于经济修复的延续，货币政策保持中性或偏紧，债市调整的时间还不充分，但空间不悲观，或进入磨顶阶段。股市面临的宏观流动性环境弱化，估值驱动让位于情绪和盈利驱动。

额度偏紧约束信贷增长，结构继续向好

10月新增人民币贷款6898亿元，同比多增285亿元，但低于市场预期。信贷增长放缓受工作日减少影响，并且下半年政策收敛，四季度商业银行信贷额度更为紧张。但信贷增长仍小幅高出季节性且结构较好，实体融资需求不弱。企业端，新增中长期贷款4113亿元，同比多增1897亿元，延续偏强态势；表内票据融资走弱，或系商业银行将信贷额度腾挪给中长期贷款。居民端，新增贷款4331亿元，同比多增121亿元，表现亦不弱，其中短期、中长期贷款同比分别少增351和多增472亿元。

社融高点可能出现，但年底回落幅度不大

10月社会融资规模14200亿，同比多增5493亿，社融存量同比13.7%，走高0.2个百分点。其中政府债券融资4931亿，同比多增3060亿，仍是社融主要拉动项，而年内地方债发行已基本结束；非标融资同比少减206亿，年底是信托贷款到期的高峰期，关注对社融影响；直接融资对当月社融拉动明显，企业债与股票分别同比多增490亿和747亿。往后看，10月可能是本轮社融顶点，但年底回落幅度不大。据我们测算，年底信贷与政府债券分别还有2.6万亿和9000亿左右的空间，相比往年仍不弱。

社融与M2背离反映财政支出进度偏慢

10月M2同比10.5%，走低0.4个百分点，系信贷派生放缓与财政吸收流动性的影响。M1同比9.1%，走高1个百分点。今年双11活动预付提前，居民存款流向备付金账户带来扰动，但上行趋势预示经济仍保持修复动能。住户存款同比多减3557亿元，存在双节提振消费与双11预付影响；非金融企业存款减少同比多减1649亿元，或因三季度利润高增抬高税费预缴；财政存款新同比多增3499亿元，存在税收改善、政府债发行与支出偏慢等综合因素，基建项目前期准备不足可能是影响财政支出进度的重要原因。

市场启示

市场对信贷的第一反应是规模不及预期，但第二反应是结构仍好，社融、M1等指向经济继续修复。我们认为债市进入磨顶阶段，社融、经济和通胀走势偏不利，货币政策保持中性或偏紧，债市调整的时间还不够充分。但经济同比走高等预期较一致，货币政策预计不会贸然收紧，中美利差和人民币升值对利率上行有牵制，上行空间已经不悲观。疫情反复、供给淡季、CPI短期走低等可能带来交易机会，但转折性机会仍需等待。国企信用债违约是当下市场关注焦点，后续经济修复是利好，但融资条件弱化需要提防。股市面临的宏观流动性环境弱化，估值驱动让位于情绪和盈利驱动。

风险提示：货币政策收紧、国内疫情二次爆发。

事件

央行公布 2020 年 10 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 6898 亿元，市场预期 7943 亿元，前值 19000 亿元。
 - (2) 社会融资规模 14200 亿元，市场预期 14055 亿元，前值 34772 亿元。
 - (3) M2 同比 10.5%，市场预期 10.8%，前值 10.9%；M1 同比 9.1%，前值 8.1%。
- (市场预期为 Wind 一致预期)

点评

额度偏紧约束信贷增长，结构继续向好

10 月新增人民币贷款 6898 亿元，同比小幅多增 285 亿元，但低于市场预期的 7943 亿元。当月信贷增长明显放缓，一方面，10 月份是传统上的信贷淡季，且今年 10 月份工作日偏少；另一方面，7 月份以来政策收敛对信贷增长产生了明显的压制作用，四季度商业银行信贷额度更为紧张。但当月信贷增长依然小幅高出季节性，且结构较好，实体融资需求依然不弱。

从企业端来看，10 月新增中长期贷款 4113 亿元，同比大幅多增 1897 亿元，延续偏强态势，显示企业融资需求依然较为旺盛，基建配套贷款、制造业中长期贷款等仍在快速释放。10 月份企业表内票据融资大幅走弱，反映信贷额度不足的背景下，商业银行将信贷额度腾挪给中长期贷款。

居民端信贷表现也不弱，10 月住户部门贷款新增 4331 亿元，同比多增 121 亿元。其中短期、中长期贷款分别新增 272 和 4059 亿元，同比分别少增 351 和多增 472 亿元。

社融高点可能出现，但年底回落幅度不大

相比于信贷而言，10 月社融总量表现相对强劲，新口径下 10 月社会融资规模 14200 亿，同比大幅多增 5493 亿。10 月底社融存量规模 281.3 万亿，同比增速 13.7%，较上月继续反弹 0.2 个百分点。扣除政府债券之后，旧口径社融增速 12.4%，环比也反弹 0.1 个百分点。具体来看：

政府债券方面，10 月份达到 4931 亿，同比大幅多增 3060 亿，今年新增地方债发行持续到 10 月底，对社融增长继续形成拉动。10 月份之后，地方债发行基本结束，政府债券对社融的拉动也会有所减弱。

非标融资方面，10 月份减少 2138 亿，但同比少减 206 亿，对社融形成小幅正贡献。其中，表外票据融资-1089 亿，同比小幅多减 36 亿，或与 10 月份工作日较往年少有一定关系。信托贷款融资-875 亿，降幅略有缩小，主因 10 月份信托到期量大幅减少，但年底是信托贷款到期的高峰期，仍然需关注信托贷款对年底社融的拖累。

当月直接融资对社融的拉动较为明显，企业债券融资 2522 亿，股票融资 927 亿，同比分别多增 490 亿和 747 亿。

往后看，10 月可能是本轮社融扩张的顶点，但年底回落幅度不大。据我们测算，年底信贷、政府债券分别还有 2.6 万亿和 9000 亿左右的空间，相比往年仍不弱，全年社融增速或在 13.5% 以上。

社融与 M2 背离反映财政支出进度偏慢

10 月 M2 同比 10.5%，走低 0.4 个百分点，系信贷派生放缓与财政吸收流动性的影响。当月政府债供给规模较高，但未及时形成支出，也导致社融与 M2 剪刀差再度走扩。M1 同比 9.1%，走高 1 个百分点。当月地产销售放缓（30 城商品房销售面积同比-0.8%、前值 10.8%）而 M1 逆势上行，部分由于今年双 11 活动预付提前，居民存款流向备付金账户带来扰动，但 M1 上行趋势预示经济仍保持修复动能。

10 月新增存款-3971 亿元，同比多减 6343 亿元。其中，住户存款减少 9569 亿元，同比多减 3557 亿元，存在双节提振消费与双 11 活动预付影响；非金融企业存款减少 8642 亿元，同比多减 1649 亿元，三季度企业利润增速较高，或相应抬高税费预缴额度；财政存款新增 9050 亿元，同比多增 3499 亿元，存在税收改善、政府债发行与支出偏慢等综合因素，基建项目前期准备不足可能是影响财政支出进度的重要原因。

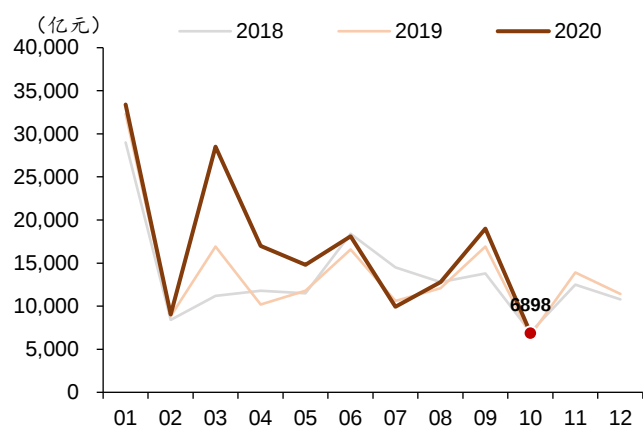
市场启示

经历了美国大选、疫苗初现扰动之后，债市亟待金融等数据给出新的指引。但是，市场对信贷数据的第一反应是规模不及预期，但第二反应是结构仍很好，社融和 M1 等指向经济继续修复。

我们认为债市进入磨顶阶段，社融增速、经济增速和通胀走势偏不利，货币政策继续保持中性、紧的概率高于松，预示债市磨顶的时间还不够充分。空间上，市场对经济同比走高预期十分一致，货币政策贸然收紧概率还不高，中美利差和人民币升值对利率上行有牵制，利率上行空间已经不悲观。疫情反复、供给淡季、CPI 短期走低等可能带来交易机会，但转折性机会需要继续等待。接连不断的国企信用债违约是当下市场的关注焦点，后续经济修复是利好，但融资条件弱化需要提防。股市面临的宏观流动性环境弱化，估值驱动让位于情绪和盈利驱动。

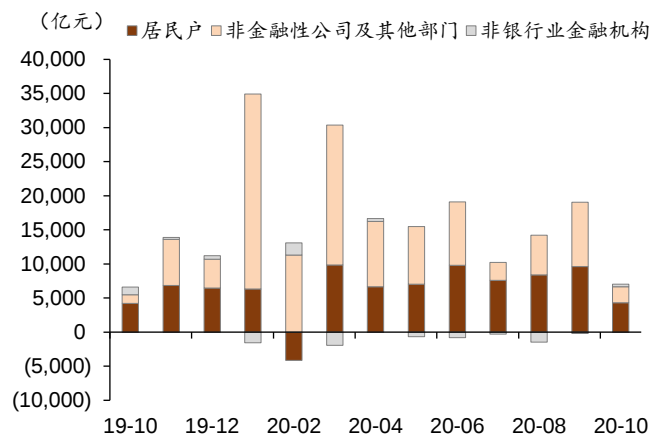
信贷

图表1：新增人民币贷款



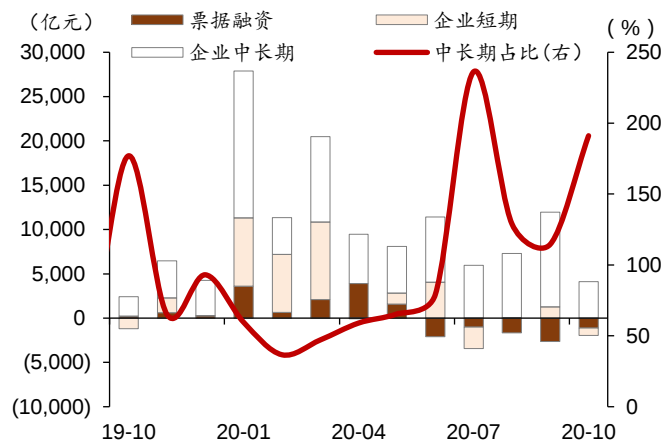
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：新增人民币贷款分部门



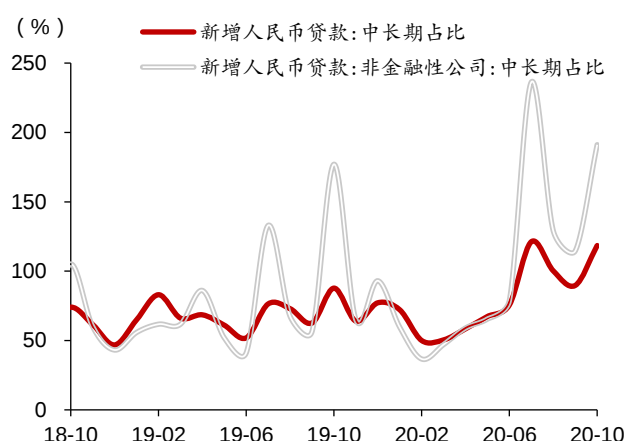
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：企业新增信贷结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

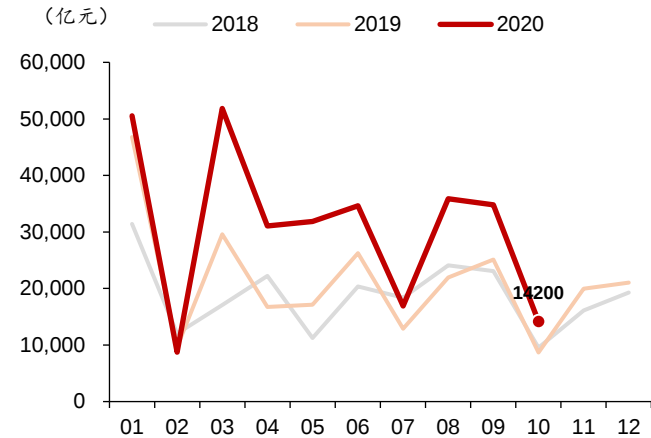
图表4：新增信贷中长期占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

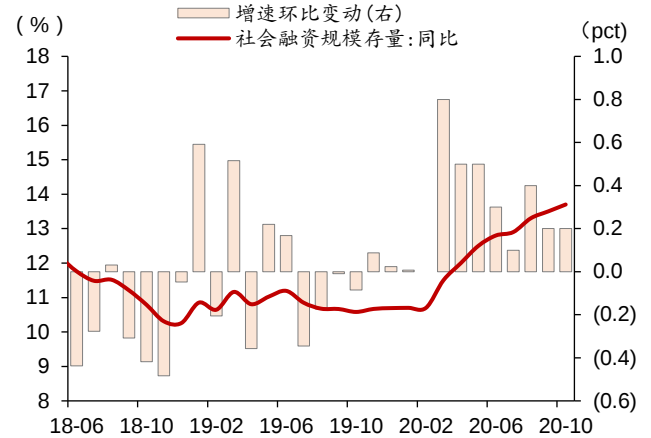
社融

图表5： 新增社会融资规模



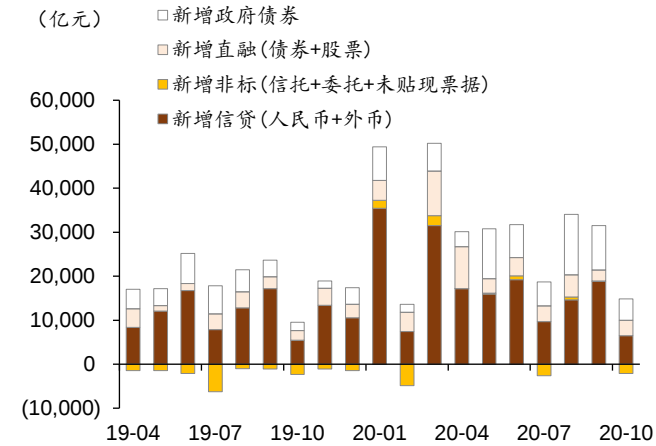
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 社融存量增速



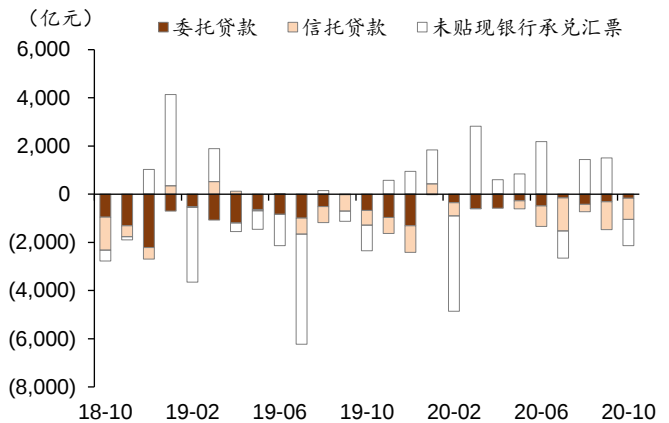
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 新增社融各分项



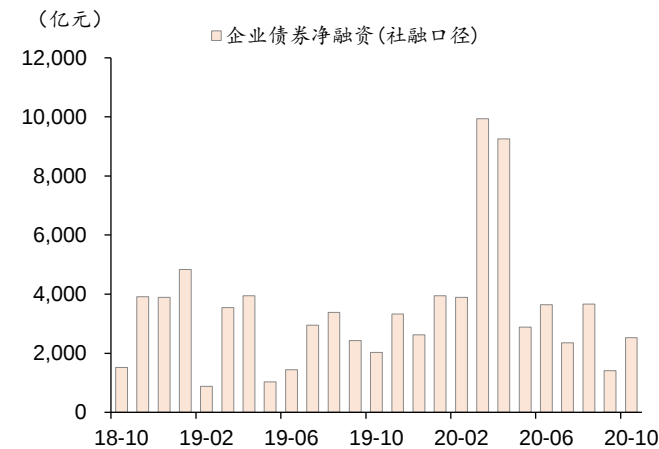
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 新增非标各分项同比增减



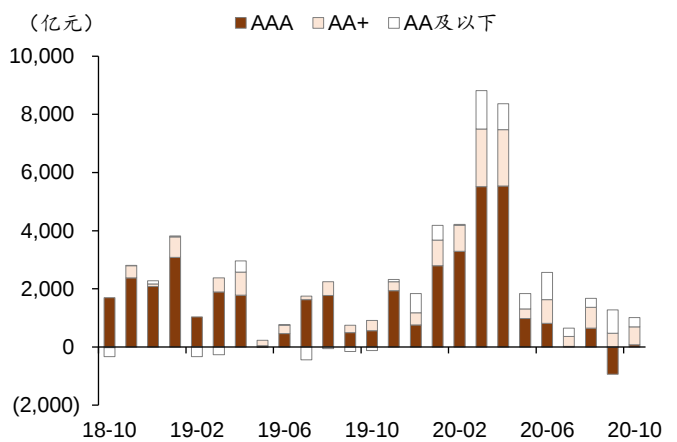
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 企业债净融资额（社融口径）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

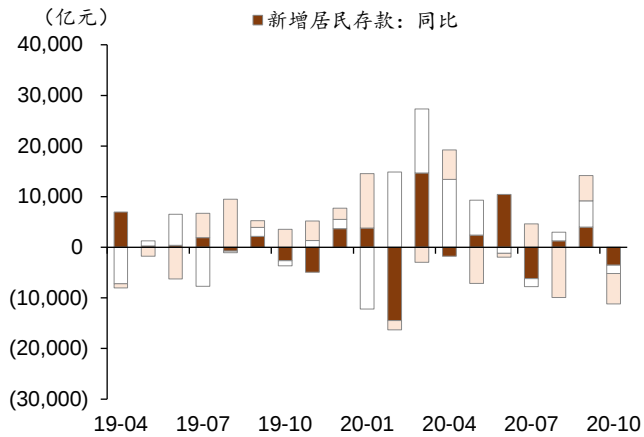
图表10： 信用债净融资分评级状况（主体评级）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

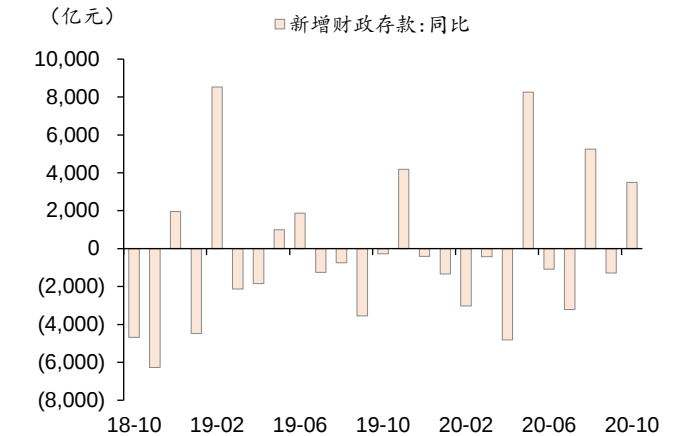
货币与存款：

图表11： 新增存款同比（居民、非金融企业与非银金融）



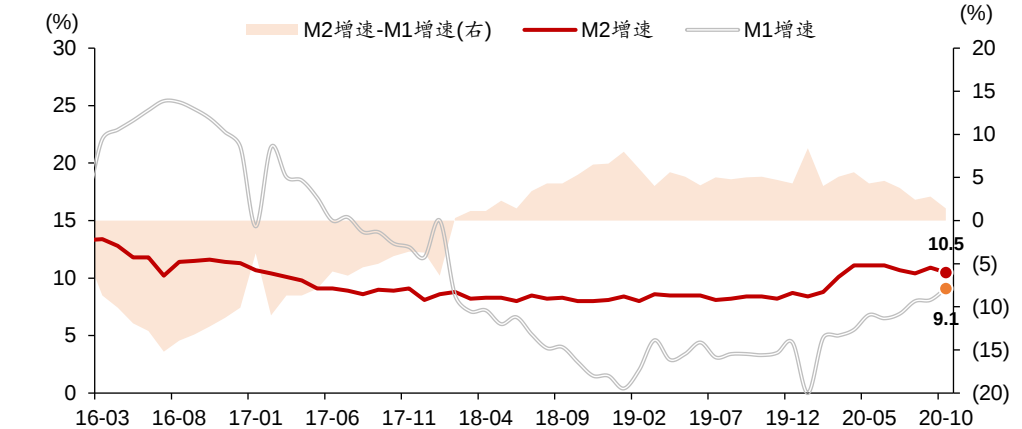
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 新增财政存款当月同比值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： M2 与 M1 剪刀差



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1、货币收紧：实体融资需求旺势，经济继续修复，货币政策可能收紧。
- 2、国内疫情二次爆发：国内疫情若二次大爆发可能会影响经济修复路径与政策态度。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、张亮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等

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_1490

