

宏观策略

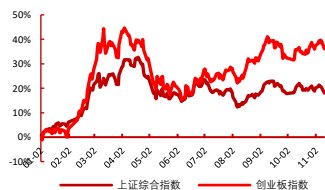
谨慎乐观（短期）

看好（中长期）

市场数据（2019-11-11）

	上证综指涨幅
近一周	-2.20%
近一月	-2.14%
近三月	4.87%

股价走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚
执业证书编号：S0070519050001
电话：010-83991712
邮箱：zhangzg@grzq.com

联系人
李海宸
电话：010-83991799
邮箱：lihc-yjfz@grzq.com

相关报告

《年末进入财报真空，谨慎对待政策和情绪波动》20191030

《9月经济小幅改善，四季度基建加码或推动贷款平稳》20191025

《美欧进入降息周期，国内或以结构性宽信用政策为主》20190926

10月社融略低于预期，但企业中长期信贷持续改善

事件：

央行披露10月金融数据：（1）10月新增社融约6189亿，前值2.27万亿，略低于市场预期。社融存量同比增长10.7%（较9月降低0.1pct）。（2）信贷方面，新增人民币贷款6613亿元，市场预期8178亿元，前值1.69万亿，同比少增357亿元，同比增长12.5%（较9月降低0.22pct）。（3）M2同比增8.4%，市场预期8.4%，前值8.4%；M1同比3.3%，前值3.4%。金融数据略低于市场预期。

简而言之，10月社融、信贷总量略低于预期，而企业中长期信贷持续改善，表明后续基建投资或将进一步发力，年底专项债提前发放将对社融提供一定支撑，短期积极的财政政策仍是稳增长的重要工具。

投资要点

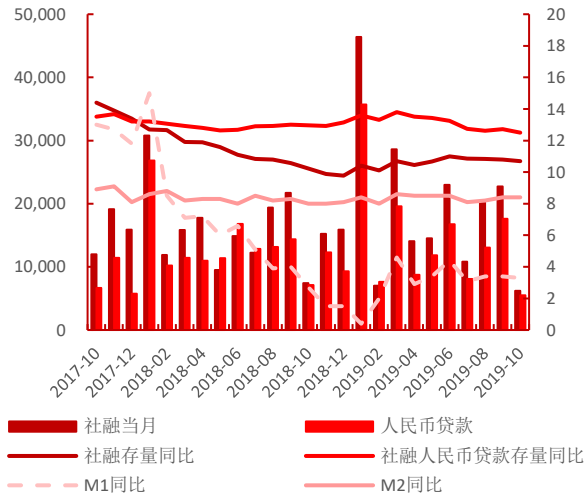
- **10月社融略低于预期，主要系信贷、票据融资和地方政府专项债券的拖累所致。**

10月信贷低于预期，结构性政策导致总量增速仍然承压。表内人民币贷款同比少增1671亿元，一方面是季末效应，9月冲贷款导致需求透支；另一方面房地产贷款持续受政策打压，非地产领域需求尚未明显回复。

表外融资的收缩继续好转。10月表外融资同比少减331亿元，其中委托贷款和信托贷款分别同比少减282亿元和649亿元。地产限贷政策尚未放松，新增委托贷款和信托贷款主要投向为基建领域。**新增未贴现银行承兑汇票同比多减600亿元，成为表外最大拖累。**一方面，监管机构加强对票据的审查，新开具未贴现银票受限；另一方面银行鼓励票据贴现，将表外票据转入表内冲贷款数据。

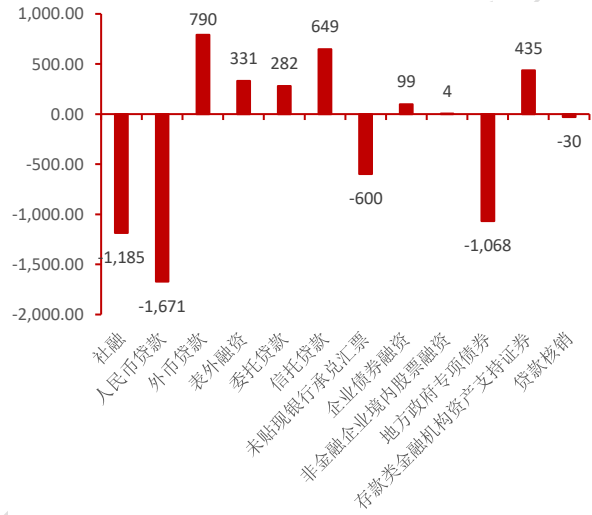
年底提前发放地方政府专项债的进度低于预期，导致 10 月专项债对社融贡献继续为负。10 月以及截止到目前并无 2020 专项债实际发放，进度和规模都在延后，导致 10 月专项债同比少增 1068 亿元。若后续不新发行 2020 年度专项债，则 11-12 月或将进一步拖累社融数据。

图 1 10 月社融、信贷总量略低于预期



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 2 10 月信贷和地方政府专项债拖累社融总量

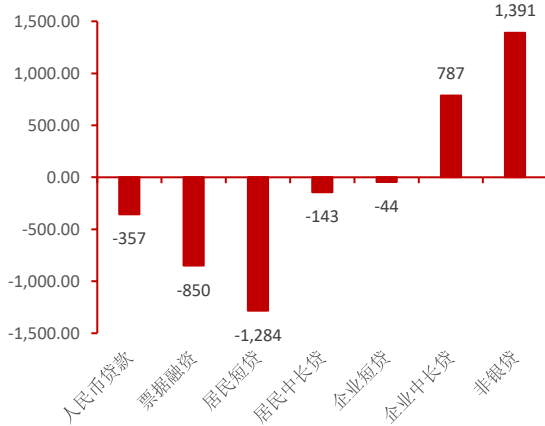


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

■ 结构性信贷政策正逐渐见效，房贷继续收缩，而企业中长期贷款连续 3 个月好转。

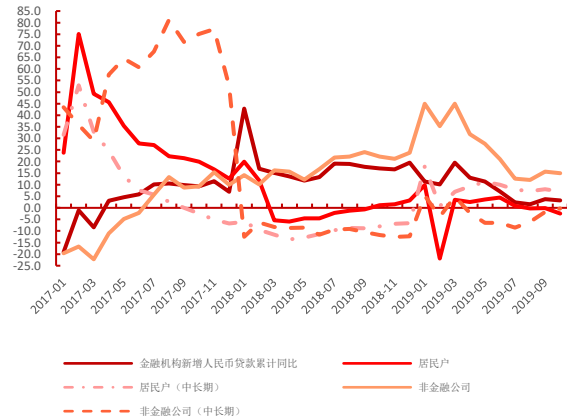
三季度以来房企开发贷受限加深，而企业中长期贷款连续 3 个月好转，结构性政策正在逐渐见效。10 月企业中长期贷款同比多增 787 亿元，票据融资、企业短贷分别同比少增 850 亿元、44 亿元。居民方面，短贷少增 1284 亿元，长贷也少增 143 亿元。居民短贷主要受近期信用卡贷款、消费贷等被严查的影响，而票据融资下滑或因监管加强票据监管、严查套利等行为以及对房地产行业票据融资继续收紧。

图 3 10 月信贷结构改善，企业中长期贷款高增长



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 4 企业中长期贷款连续好转，居民贷款略有下滑



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

■ **监管严查消费贷及网贷平台，对居民短贷的冲击或将持续。**

今年下半年，监管部门加强对个人消费贷和经营贷资金违规进入房地产市场等乱象的排查和打击力度。多级银监部门出台相关通知或意见强调银行机构个人消费贷款不得进入楼市、股市、网络借贷平台及民间借贷等四大禁止性领域。受严查力度影响，今年 7 月以来，居民短期贷款持续回落，后续短期影响仍将延续。

表 1：多级监管部门出台通知或表达意见，将严查消费贷款以及网贷违规使用问题

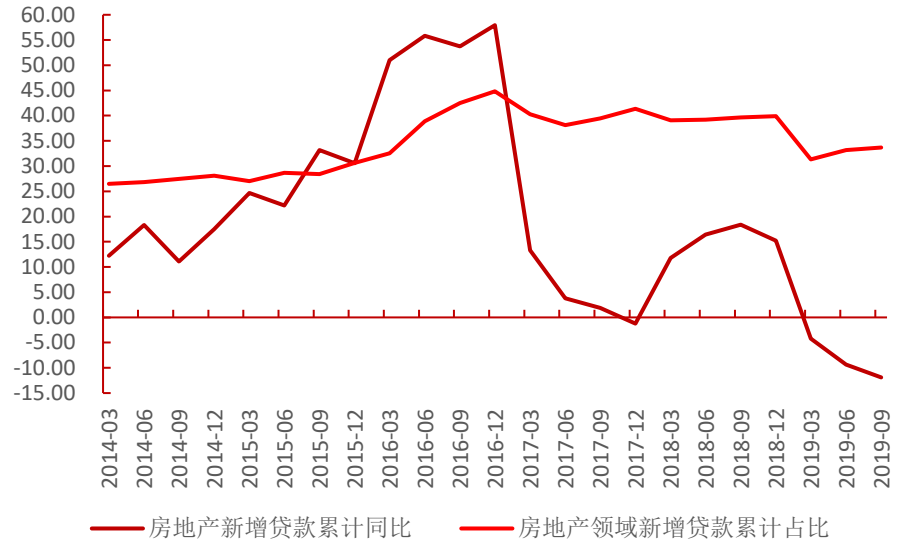
时间	相关机构	意见
9 月 17 日	浙江银保监局	强调银行机构个人消费贷款不得进入楼市、股市及民间借贷等四大禁止性领域
9 月 29 日	银保监会审慎规制局局长肖远企	监管层将严厉查处挪用消费贷款资金，防止居民杠杆率过快的上升
10 月 12 日	北京银保监局	按照穿透原则，严查资金用途合规性，严防信贷资金违规流入网络借贷平台、房地产市场等禁止性领域
10 月 25 日	银保监会	根据国务院严格管控各类资金违规进入房地产市场的指示精神，银监会已从开展风险排查、加强规范管理、加大监管问责三方面入手，严查个人消费贷款违规流入房地产市场
11 月 9 日	央行上海分行	进一步拓宽个人普惠融资渠道，压缩非法借贷滋生空间，着力打击惩治“套路贷”；同时严防信贷资金流向“助贷平台”

数据来源：WIND，国融证券研究与战略发展部

■ **央行结构性信贷政策对地产开发贷的调控较为严格，今年前三季度房地产领域新增贷款连续负增长。**

房地产仍然是信贷重要支柱，今年以来仍占据约三分之一的信贷增量资源，但政策正在加速推动信贷增量投放结构的调整优化。前三季度房地产累计新增贷款 4.6 万亿元，同比-11.71%，增速较上半年下降 2.39pct，较去年全年增速下降 26.89pct。从贷款余额结构看，开发贷增速下降较为明显，而个人购房贷款增速降幅较缓。

图 5 房地产累计新增贷款已经连续三个季度负增长，增量占比正稳步下行

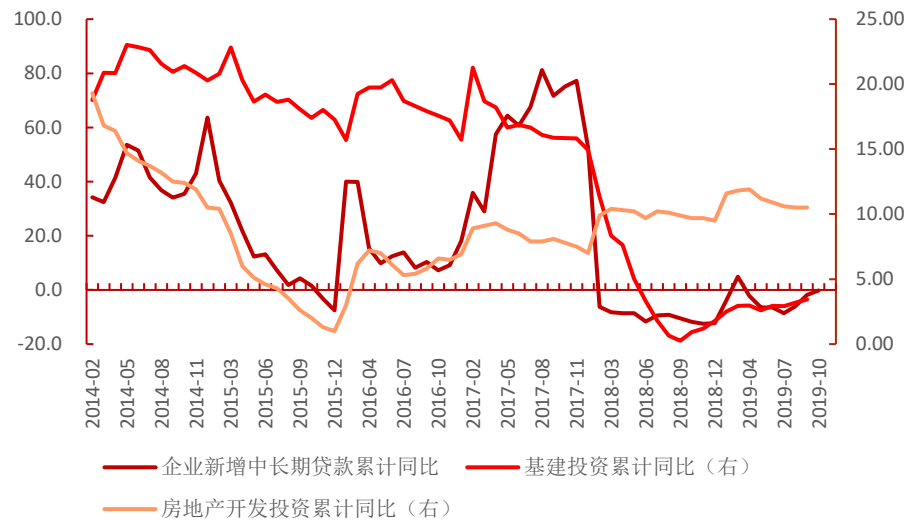


数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

■ 企业中长期贷款连续 3 个月回暖，后续基建加码或促贷款逐步稳定。

企业新增中长期贷款连续 3 个月转暖，或预示着财政政策对基建投资的支持加码。后续贷款在基建领域的配套投放或将发力，推动表内贷款恢复平稳。目前在政策压制背景下，房地产开发贷受到严格调控，制造业投资受利润增长持续放缓且出口仍面临压力的影响维持低位徘徊，固定资产投资最有可能的增长点来自于基建的恢复。

图 6 企业新增中长期贷款连续 3 月高增长或预示着未来基建投资贷款将发力



数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

■ 总体看，10月金融数据略低于预期，但无需过度解读，企业中长期贷款的连续好转预示着后续经济并不悲观。近期若专项债提前发行，将会对社融提供一定支撑，年底社融信贷增速预计仍将维持稳定。

风险提示：

1. 国内政策超预期收紧；
2. 国内经济增速下台阶超预期；
3. 全球经济下行超预期；
4. 贸易战再度升级。

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_9017

