



## 联讯证券专题研究

# 腰斩的社融

2019 年 11 月 11 日

## 投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

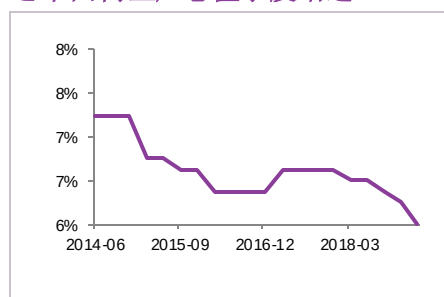
分析师：钟林楠

执业编号：S0300519110001

电话：

邮箱：zhonglinnan@lxsec.com

## 近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

## ✧ 腰斩的社融

和 9 月 2 万亿和 1.6 万亿的社融信贷数据相比，10 月份不足 7000 亿的数据让市场大跌眼镜，在低增量的冲击下，全口径的存量社融增速下滑了 0.1%。

数据公布后，十年国开活跃券下行了近 4 个 BP，多头的情绪再次被点燃。

我们认为 10 月的数据在总量上缺乏亮点，但信贷结构相对平稳（企业中长期贷款占比和 7-9 月基本持平），不要因为实际值和预期及 9 月的环比对比相差太大而太过悲观。

## ✧ 风险提示：社融低于预期

## 相关研究

《银行投顾手册》2019-10-31

《评央行调降 MLF 利率：平衡稳增长与防通胀预期之举》2019-11-05

《评 10 月进出口数据：贸易顺差可能再度收窄》2019-11-08

《物价分析手册》2019-11-08

《评 10 月物价数据：CPI 同比 11 月可能突破 4》2019-11-09



和 9 月 2 万亿和 1.6 万亿的社融信贷数据相比，10 月份不足 7000 亿的数据让市场大跌眼镜，在低增量的冲击下，全口径的存量社融增速下滑了 0.1%。

数据公布后，十年国开活跃券下行了近 4 个 BP，多头的情绪再次被点燃。

我们认为 10 月的数据在总量上缺乏亮点，但信贷结构相对平稳（企业中长期贷款占比和 7-9 月基本持平），不要因为实际值和预期及 9 月的环比对比相差太大而太过悲观。

1、不能否认，由于专项债迟迟未下发、地产融资受到限制、制造业企业投资信心缺乏等原因，实体的有效融资需求还偏弱。

我们在 10 月密集走访了多家银行，得到的反馈和数据表现基本相符。

监管机构在稳增长的政策要求下，给银行给予了较大的政策压力，要求银行加大对实体经济尤其是中小企业（普惠金融）的信贷支持。但在区域内，实际有效的融资需求相当有限，多数地区在依靠基建项目和当地优势产业的龙头企业支撑。

银行在压力下的放贷选择十分纠结：优质企业不缺流动性，缺流动性的企业不敢放，部分地区的中小行甚至还面临大行下沉资质开展普惠业务抢夺客户的竞争压力。

很多银行在压力下，只能各谋出路，利用多种渠道与手段来实现监管的政策要求。这是今年前三季度信贷与社融底部回升，金融底筑稳的重要原因之一。

2、但需注意，10 月金融数据腰斩是常态。近五年，每一年金融数据发布后，数据腰斩的报告与消息都会出现，背后有特殊原因。

1) 季节性因素。每逢季末月，银行都会利用增加短期贷款等形式来增加存款，造成季末月的企业短期贷款高增，而这些冲存款的短贷在下个月会陆续到期，从而造成季末月过后的月份，短贷出现明显的负增长，拖累信贷增长。

今年这种现象尤其明显：10 月企业短期贷款负增长-1100 亿，4 月与 7 月分别负增长-1400 亿与-2100 亿，或许与今年各家银行要规模，吸储压力更大有关。

此外，每逢季末月，银行都会将各种信贷项目集中释放，10 月的各项信贷均大幅低于 9 月，这是历史规律。

由于今年监管机构将对制造业企业的中长期贷款纳入至 MPA 考核项中，银行在季末集中释放项目，冲贷款的诉求会进一步加深，对季末月过后月份的拖累与损耗也会加大。

2) 工作日偏少。10 月有国庆 7 天的假期拖累，银行放贷工作的时间更短。

3) 从历史上来看，为了备战明年年初，四季度银行的信贷增长都会偏低，社融和信贷很难出现前三季度的高增长。

今年形势比较微妙。经济增速已经触及 6% 的政策底线，稳增长的压力加大，专项债在四季度是否下发仍然迷雾重重，如果提前下发，并在四季度加大稳增长的力度，那么银行表内可对接的有效融资需求可能就会出现好转，年内社融和信贷的表现依然值得期待。

退一步讲，如果四季度稳增长的力度低于预期，社融增速继续超预期下行，可能会带来交易，快进快出做波段的好机会，但中期来看，对债券市场也许并不是一件好事。

今年四季度经济周期继续向下，只会意味着明年一季度稳增长的力度会更大，专项债发行与基建项目下发落地的速度会更快，社融和信贷超预期的概率更大，再加上快速



上涨达到高点的通胀，届时债市的环境可能会相当严峻。

3、分项来看，表外融资项（尤其是未贴现银行承兑汇票）环比出现了明显的下滑，和信贷一起构成了 10 月社融低增长的主要拖累。

在表外融资项中，信托贷款新增-620 亿，和过去三个月的新增规模基本一致。房地产信托实行余额管控，部分信托公司不让新增房地产信托业务仍是主要原因。

根据用益信托网的数据，10 月份集合信托投向房地产、工商企业类规模环比下降 60%，而基础产业信托则环比增加了 50%。

委托贷款在经历了连续两三个月的环比好转后，10 月份再度大跌，新增-660 亿。

在委贷新规没有放松的监管环境下，委贷出现大波动，实际原因仍然不明确，猜测与到期规模的变化，或者监管执法强度的变化等因素有关。

未贴现银行承兑汇票新增-1000 亿，环比大幅恶化；表内票据受此影响，环比也明显恶化，10 月仅低增了 214 亿，创年内新低。

从我们调研了解的原因来看，票据的异常，一在于监管机构加强了对票据真实贸易背景的审查，严查票据套利现象；

二在于对房地产行业的票据融资属于对房地产行业的信贷支持，在当前严调控的环境下，有些银行很难再新增，部分银行担忧房企的信用资质，也有意收紧了相应的票据业务；

三在于 10 月份在局部发生了关于票据的事件，可能影响了部分银行票据业务的开展。



## 分析师简介

李奇霖，联讯证券首席经济学家、研究院院长，董事总经理，证书编号：S0300517030002。

钟林楠，南开大学硕士研究生，2017年8月加入联讯证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300519110001。

## 研究院销售团队

|    |     |              |             |                      |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------|
| 北京 | 王爽  | 010-66235719 | 18810181193 | wangshuang@lxsec.com |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@lxsec.com   |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

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\\_9055](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9055)

