

## 固定收益研究/动态点评

2019年11月11日

**张继强** 执业证书编号: S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

**张亮** 执业证书编号: S0570518110005  
研究员 021-28972035  
zhangliang014597@htsc.com

**张大为**  
联系人 zhangdawei@htsc.com

### 相关研究

1《固定收益研究: CPI超预期,“猪价掀波澜”时段到来》2019.11

2《固定收益研究: 不赎回再现》2019.11

3《固定收益研究: MLF 下调 5BP: 幅度小, 意义大》2019.11

# 金融数据安抚债市情绪

## ——2019年10月金融数据点评

### 核心观点

10月新增信贷6613亿、社融6189亿,社融存量同比10.7%。贷款少增主要受居民短贷和企业票据融资监管拖累,或受到居民“套路贷”和企业票据融资监管影响,而隐性债务置换仍拉动企业中长期贷款。信贷和专项债是社融受拖累的主因,非标同比降幅收窄。本次金融数据不佳本在“预期”中,但对债市情绪是较大安抚,对冲CPI上行。其他融资主体信贷需求未起色,稳经济仍需财政发力。存款增长乏力、争夺激烈,银行负债端成本下行慢。十年国债3.3%是配置价值的边缘,配置盘左侧尝试。短期市场情绪缓和,但在目前多重因素交织之下,交易空间有限,仍需要关注安全边际。

### 央行公布2019年10月份金融数据

10月新增人民币贷款6613亿元,市场预期8178亿元,前值1.69万亿元;社会融资规模6189亿元,前值22725亿元;M2同比8.4%,市场预期8.4%,前值8.4%;M1同比3.3%,前值3.4%。

### 监管拖累居民短贷和票据融资,隐性债务置换拉动企业中长期贷款

10月新增人民币贷款6613亿元,同比少增357亿元,主要受居民短贷和企业票据融资监管拖累。其中居民贷款新增4210亿元,同比少增1426亿元,监管要求商业银行压缩非法借贷,居民短贷同比少1284亿元或受此影响。企业贷款新增1262亿元,同比少增241亿元,其中中长期贷款2216亿元,同比多增787亿元,或受益于隐性债务置换。票据融资214亿元,同比少增850亿元。一方面8、9月银行大幅增加票据贴现,跨季后收票速度放缓,另一方面10月份监管层严查票据套利,导致票据融资下降。

### 信贷和专项债为社融拖累主因,非标同比降幅收窄

社融持续超预期后,市场对数据回落已有预期,但10月社融6189亿元,同比少增1185亿元,仍低于预期。主要受表内信贷回落拖累。尽管总量较差,但非标融资-2344亿元,同比少减331亿元,基本延续同比改善的局面,基建资金来源或改善。表外票据同比多减600亿元,对社融小幅拖累。新口径企业债券融资1622亿元,同比多增99亿元,10月债市调整幅度较大,部分企业取消债券发行,多增主要受央行完善统计口径的拉动。地方专项债融资净减少200亿元,同比多减1068亿元,往后看,专项债可能继续拖累社融,明年专项债额度年内提前发行仍有必要。

### 居民和企业存款拖累存款表现

10月M2同比8.4%,持平前值,M1同比3.3%,较前值降0.1个百分点。10月新增存款2372亿元,同比少增1163亿元。其中,企业存款-6993亿元,同比多减989亿元,或受票据套利监管影响。居民存款-6012亿元,同比多减2665亿元,或受居民“套路贷”监管影响。财政存款5551亿元,同比少增268亿元,积极财政仍保持着减税降费与支持基建的力度。非银存款8865亿元,同比多增3569亿元,与非银贷款增加、理财配置有关。

### 市场启示

三个关注点:本次金融数据不佳本在“预期”中,但对债市情绪是较大安抚,对冲CPI上行冲击;地方隐性债务化解对信贷影响仍在,其他融资主体信贷需求未起色,稳经济仍需财政发力;存款增长乏力、争夺激烈,银行负债端成本下行慢。债市9月以来的调整是对8月地产下行、货币政策放松、中美谈判反复预期的修正,短期很难回到之前低位。但十年国债3.3%是配置价值的边缘,配置盘左侧尝试,未来若到4月高点,将是配置机会。短期市场情绪缓和,但CPI、中美第一阶段协议、地方债发行、社融数据等扰动因素不少,在目前多重因素交织之下,交易空间有限,仍需要关注安全边际。

风险提示:房地产融资政策引发信用收缩、地方专项债提前发行。

## 事件

央行公布 2019 年 10 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 6613 亿元，市场预期 8178 亿元，前值 16900 亿元。
- (2) 社会融资规模 6189 亿元，前值 22725 亿元。
- (3) M2 同比 8.4%，市场预期 8.4%，前值 8.4%；M1 同比 3.3%，前值 3.4%。

## 点评

### 监管拖累居民短贷和票据融资，隐性债务置换拉动企业中长期贷款

10 月新增人民币贷款 6613 亿元，同比少增 357 亿元，萎缩较为明显，主要受居民短期贷款和企业票据融资监管拖累。

分项来看，居民贷款新增 4210 亿元，同比少增 1426 亿元，其中居民中长期贷款仍较为平稳，同比小幅少增 143 亿元，但是居民短期贷款同比大幅减少 1284 亿元，成为 10 月信贷的主要拖累因素，11 月初人民银行上海分行印发《关于做好配合打击惩治“套路贷”加大消费金融业务创新的通知》，要求各商业银行“开前门、堵后门”，压缩非法借贷滋生空间，居民短贷下滑或受此影响。

企业贷款新增 1262 亿元，同比少增 241 亿元。其中中长期贷款 2216 亿元，同比多增 787 亿元，对信贷形成明显支撑，或受益于地方隐性债务置换。10 月票据融资 214 亿元，同比少增 850 亿元，对贷款形成比较大的拖累，一方面是由于 8、9 月银行有冲信贷需求，一度大幅增加票据贴现，跨季之后收票速度放缓，另一方面 10 月份监管层严查票据套利，导致票据融资出现下降。

### 信贷和专项债为社融拖累主因，非标同比降幅收窄

8 月和 9 月社融数据明显超出市场预期之后，市场对 10 月回落已经有了预期，但 10 月社融 6189 亿元，同比少增 1185 亿元，仍低于市场预期。主要受到表内信贷回落的拖累，10 月社融统计口径下信贷同比少增 1671 亿元。

尽管 10 月社融总量表现较差，但 10 月非标融资-2344 亿元，同比少减了 331 亿元，去年同期非标基数较低，反而对 10 月社融形成了支撑。其中，委托贷款和信托贷款同比分别少减了 282 亿元和 649 亿元，基本延续了 8 月和 9 月同比改善的局面，我们仍判断基建资金来源改善。表外票据同比多减 600 亿元，对社融形成了小幅拖累。

其他分项中新口径企业债券融资 1622 亿元，同比多增 99 亿元，10 月债市调整幅度较大，部分企业取消债券发行，10 月企业债券融资多增主要受到央行 9 月完善“企业债券”统计口径的拉动。地方专项债融资净减少 200 亿元，同比多减 1068 亿元，往后看，专项债可能继续拖累社融，明年专项债额度年内提前发行仍有必要。此外，企业股票融资 180 亿元，同比多增 4 亿元。

### 居民和企业存款拖累存款表现

10 月 M2 同比 8.4%，持平前值，M1 同比 3.3%，较前值降 0.1 个百分点。10 月新增存款 2372 亿元，同比少增 1163 亿元，主要因居民与企业部门存款同比多降，可能受到居民“套路贷”和企业票据融资监管的影响，而积极财政政策保持发力，财政存款同比继续多减。

其中，非金融企业存款-6993 亿元，同比多减 989 亿元，可能受到票据套利监管的拖累。居民存款-6012 亿元，同比多减 2665 亿元，结合居民短贷疲弱，意味着居民存款多降可能并非对应消费增长。财政存款 5551 亿元，同比少增 268 亿元，已连续第四个月同比为负值，积极财政仍保持着减税降费与支持基建的力度。非银存款 8865 亿元，同比多增 3569 亿元，主要是季节性因素所致，也与非银贷款增加、理财配置行为有关。

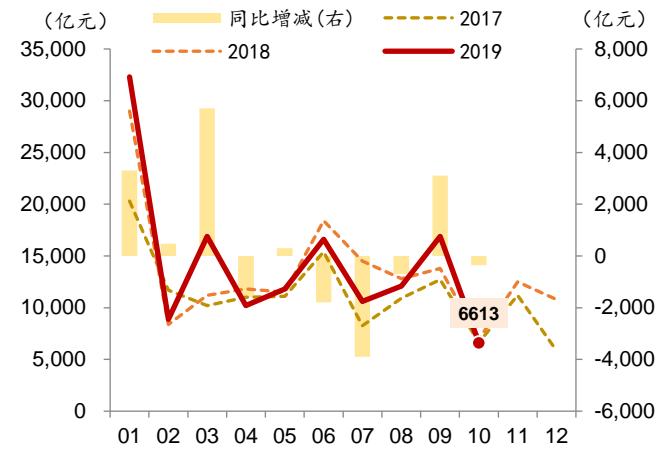
**市场启示**

三个关注点：1、本次金融数据不佳本在“预期”当中，毕竟上月数据严重超预期，但对债市情绪仍是较大的安抚，完全对冲了CPI上行带来的冲击；2、地方隐性债务化解对信贷的影响仍在继续，信贷结构看似改善+非标降幅收缩，其他融资主体信贷需求未见起色，稳经济仍需要财政发力；3、存款增长乏力、争夺激烈，银行负债端成本下行慢。

债市方面，周末CPI超预期等对今日行情毫无影响，刚刚公布的金融数据也许给出了答案。9月份以来的调整是对8月份房地产下行、货币政策放松、中美谈判反复预期的修正，短期很难回到之前的低位。但我们也强调，十年国债3.3%是配置价值的边缘，配置盘左侧尝试，未来如果能到4月份高点，将是不错的配置机会。短期市场情绪缓和，但年内五次向下冲击3.0%无果，除了CPI高点，中美第一阶段协议、地方债发行、社融数据等扰动因素不少，在目前多重因素交织之下，交易空间有限，仍需要关注安全边际。

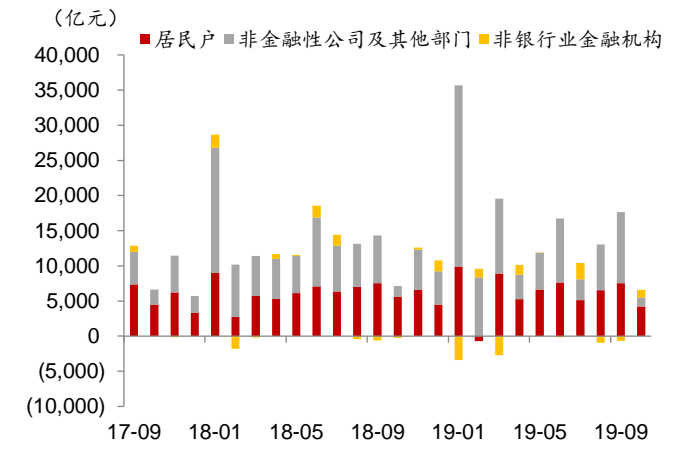
**信贷**

图表1：新增人民币贷款



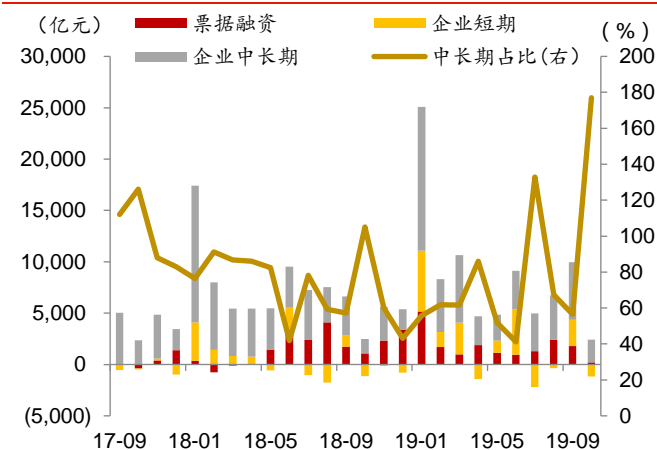
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：新增人民币贷款分部门



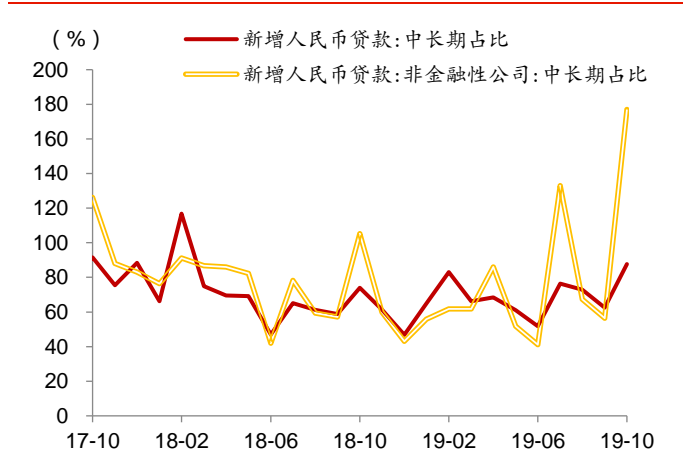
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：企业新增信贷结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

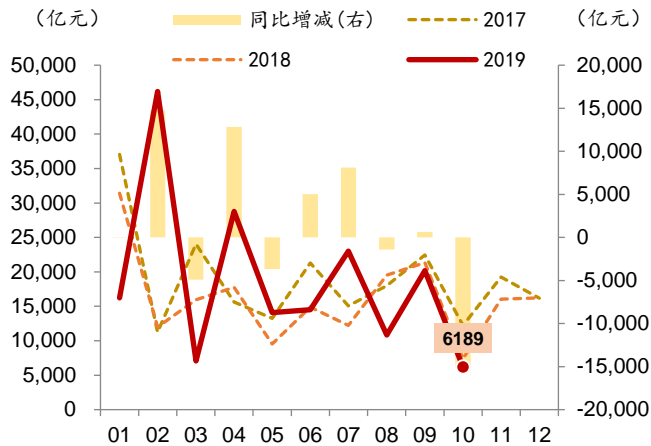
图表4：新增信贷中长期占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

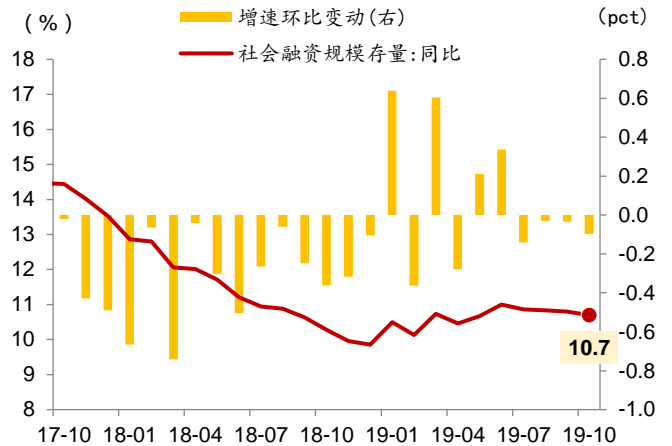
**社融**

**图表5: 新增社会融资规模 (2017年起为新口径)**



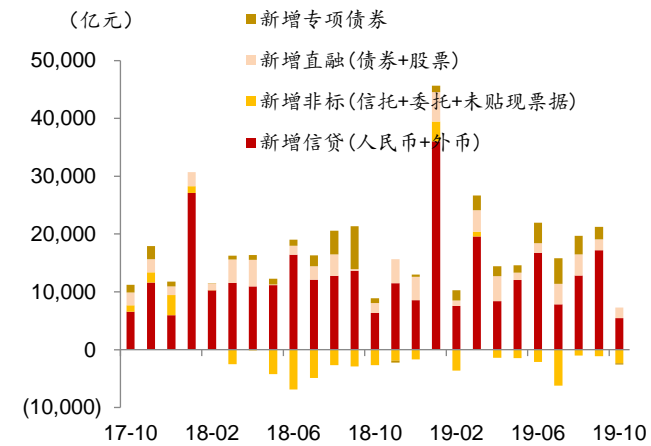
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表6: 社融存量增速**



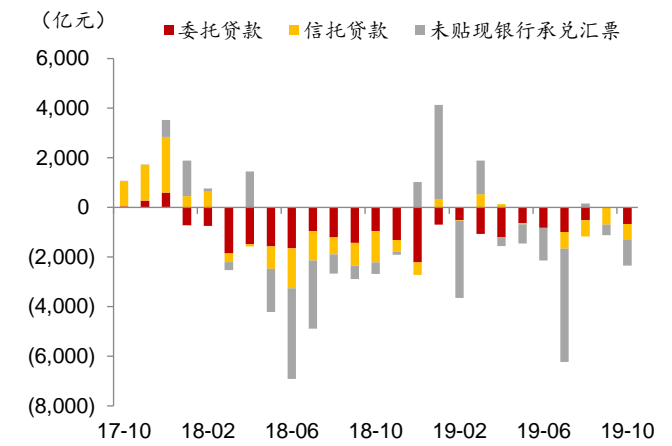
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表7: 新增社融各分项**



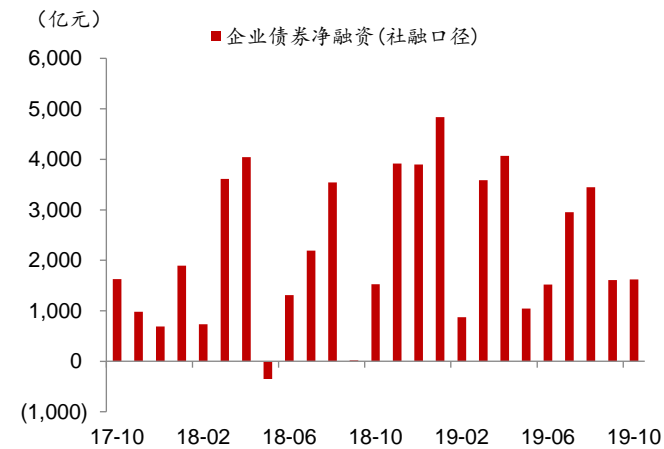
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表8: 新增非标各分项同比增减**



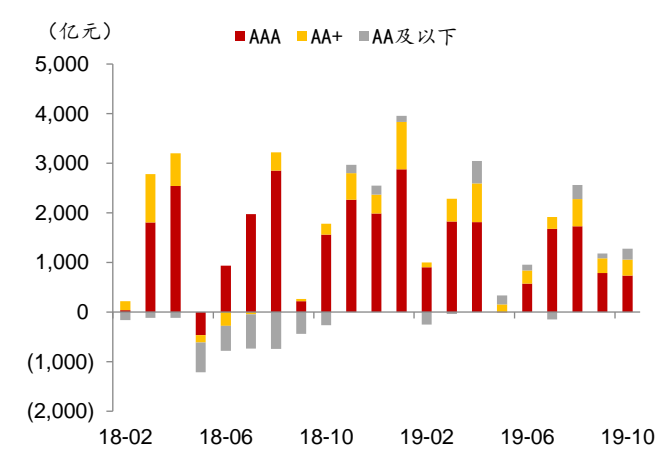
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**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

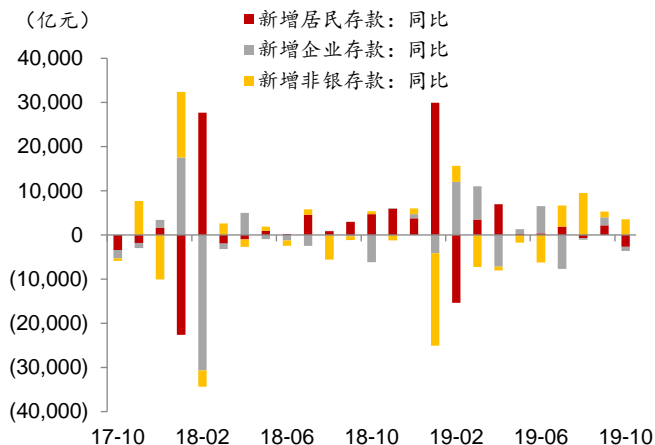
**图表10: 信用债净融资分评级状况 (主体评级)**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

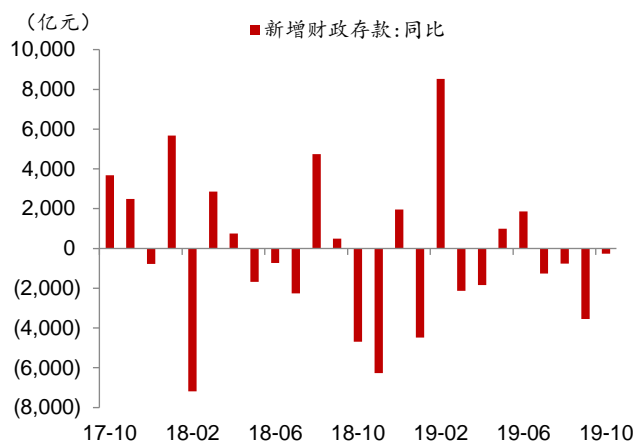
**货币与存款：**

**图表11： 新增存款同比（居民、非金融企业与非银金融）**



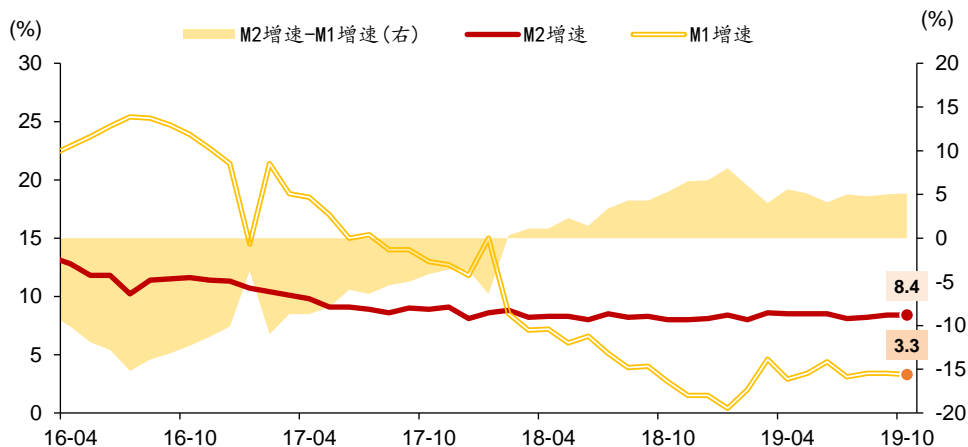
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表12： 新增财政存款同比**



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、房地产融资政策引发信用收缩。**年中以来房地产融资政策连续收紧，由于房地产产业链长，与其相关的融资需求较高，政策收紧可能导致信用收缩演化。而这一影响尚未体现。

**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\\_9058](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9058)

