

宏观观点评

10月社融为何缩水1.65万亿？

事件：中国10月新增人民币贷款6613亿元，市场预期8178亿元，前值16900亿元；新增社会融资规模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%。

1、10月信贷和社融为何低于预期，尤其是社融环比少增了1.65万亿？

信贷方面，居民短贷和企业表内票据是主拖累。环比看，腰斩主因季节扰动，不应过度解读。受季末冲量季初回落的季节性效应和10月国庆工作日减少影响，历年10月新增贷款均下降，今年较去年同期少增357亿，维持平稳。其中：居民和企业短贷季末冲量季初到期回落的现象尤为明显，表现为4、7、10月减，3、6、9月增。此外，10月信贷下滑可能也与银行在LPR下降预期下于8-9月加快信贷投放和审批锁住利润，导致四季度剩余额度较少有关。**同比看**，10月居民短贷同比大幅少增1284亿元，低于季节性，主因8月以来监管加大消费贷违规投入股市房地产力度，叠加9月末以来部分中小银行暂停大数据风控合作，消费贷门槛紧缩。表内票据走弱除因票据套利监管趋严，企业开票量需求也较为低迷。往后看，预计短贷还将维持季节性规律；10月8日住房抵押贷款挂钩LPR新政实施，预计后续居民中长贷也将回落（LPR落地前，居民可能担心房贷上涨而提前购房贷款）。

社融方面，表内贷款、表外票据、地方政府专项债是主拖累。表内贷款回落部分源于季节因素，也与居民短贷走弱有关；表外票据回落源于套利监管趋严和企业开票需求低迷；此外，重点提示两点：1）10月新增人民币贷款高于社融，原因之一是前者包含了非银机构贷款（同比多增1391亿元），而后者不包括。对于非银贷款，一般银行为应对MPA考核，可能倾向于在季末减少对非银机构贷款，季初进行相反操作。2）10月同比少增1068亿元，今年专项债额度已用完。往后看，明年专项债额度有望在四季度提前下达，将对社融形成一定支撑（若没提前下达，11-12月社融增量压力仍大）。

2、有何亮点？同比结构改善仍在继续，企业中长贷和表外融资超季节性已持续3个月，经验规律指向经济有望阶段性走稳。1）10月企业中长贷同比多增787亿（8月、9月分别多增860亿、1837亿），原因上维持我们8-9月观点，即“票据不再高增-短贷企稳-中长贷企稳”链条发酵，背后应与发改委加快项目审批、基建补短板带来信贷需求、贷款置换隐性债务等有关。2）以新增委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票为主的表外融资同比少减311亿元（主因低基数）。需注意的是，尽管低基数带来同比好转，仍要警惕房地产信托余额管制、票据收紧下的表外融资环比大降。换言之，表外融资的实际修复仍待数据验证。

3、10月M1-M2剪刀差自2018年2月以来连续21个月为负，缺口再扩大。结构上看，居民和企业存款环比大减，非银机构存款环比大增，符合银行应对一般存款考核的季节性规律，可能于季初将一般存款转为理财。同时，非银机构存款自7月以来连续4个月好于季节性，应与各地陆续开始隐性债务置换有关。财政存款环比增加12577亿元，符合季初增加季末集中支出的特点；财政同比少增268亿元，与经济下行、减税降费等减少财政收入有关。

4、往后看，信贷、社融、货币政策、利率怎么走？鉴于银行放贷的季节特点和LPR刺激下银行提前放贷，预计四季度新增信贷将显著减少，信贷余额增速则有望与三季度持平。同时考虑房地产信托融资收紧、2020年专项债提前下放仍存变数，四季度新增社融量将有所减少，但存量规模增速仍稳（10月为10.7%，后续有望稳在10.6%上方）。继续维持判断，本轮猪价带动的通胀，会干扰货币政策节奏、但难改宽松方向，我们仍预计，后续降准“降息”可期、但幅度和次数有限。对于利率，鉴于通胀走高、货币短期中性、经济有望短期走稳等因素，利率短期内仍将继续承压。

风险提示：经济失速下滑；监管力度超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

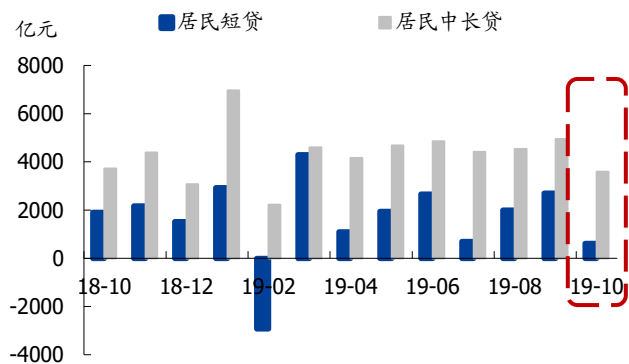
邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《猪价涨会持续扩散么？非食品呢？——兼评10月通胀》2019-11-10
- 2、《“降息”5BP有何真意思？还会再降么？》2019-11-06
- 3、《Q3信贷社融均超预期，Q4怎么看？》2019-10-16
- 4、《CPI破3%将持续多久？“类滞胀”了吗？——兼评9月通胀》2019-10-15
- 5、《LPR报价再下的5大信号》2019-09-20
- 6、《如何看待企业中长贷和社融均超预期高增？——8月金融数据点评》2019-09-12

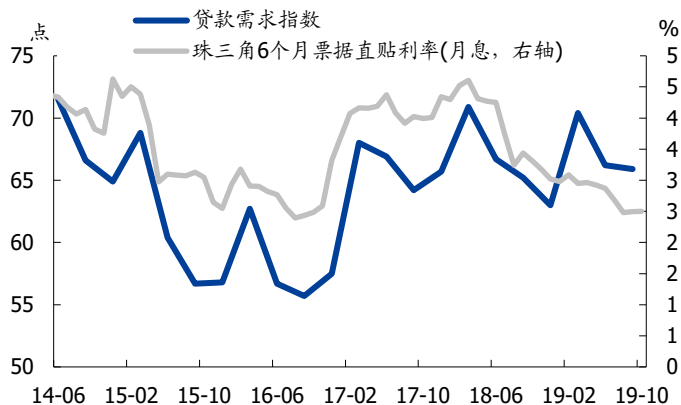


图表1: 10月居民短贷和中长贷发生分化



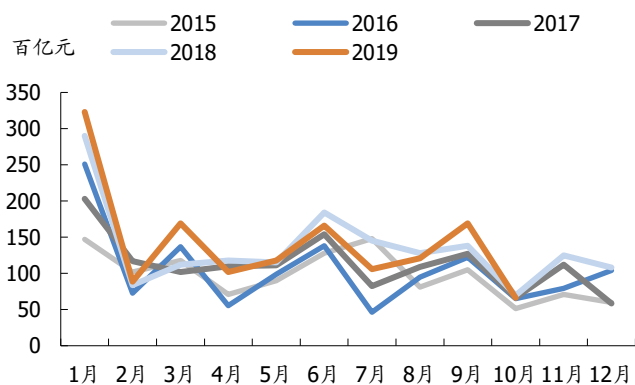
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 10月企业开票需求减弱



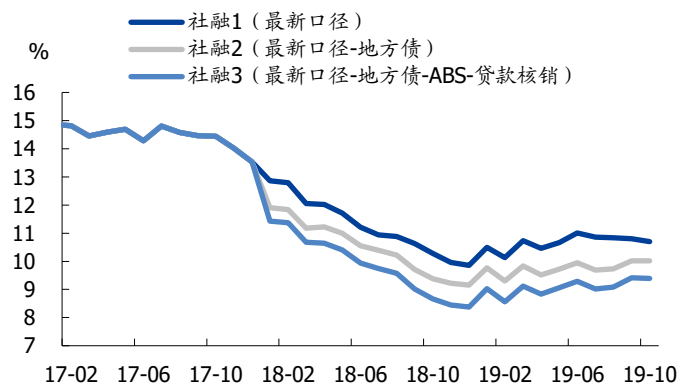
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 历年10月新增信贷均下降



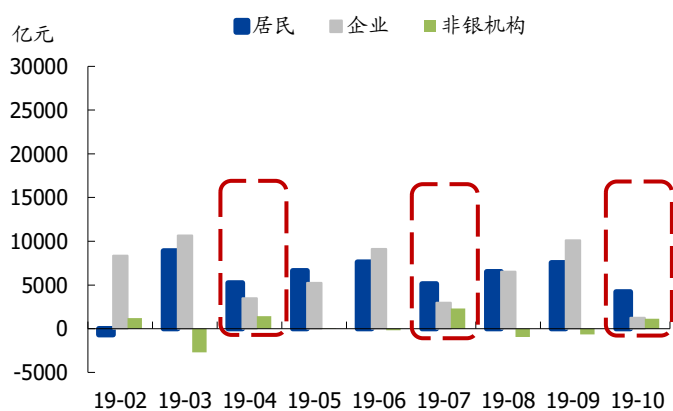
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 社融存量增速仍维持高位



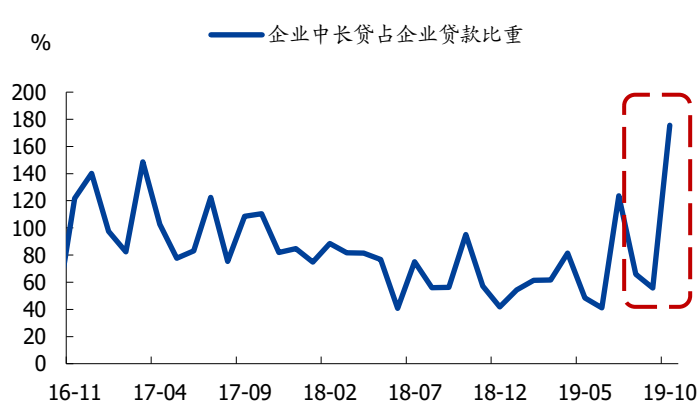
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 季初非银机构贷款高增



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 企业中长贷续升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 1996 年以来, M1-M2 “剪刀差”为负的情形统计, 当前已 21 个月连负

时间段	持续月份	M1-M2 剪刀差均值
1996 年 1 月-1997 年 5 月	17 个月	-9.0%
1997 年 10 月-1999 年 9 月	24 个月	-3.0%
2001 年 7 月-2002 年 9 月 (期间有 3 个月为正)	15 个月	-1.3%
2003 年 4 月-2004 年 1 月	10 个月	-1.5%
2004 年 7 月-2006 年 10 月 (期间有 1 个月为正)	28 个月	-3.5%
2008 年 5 月-2009 年 8 月	16 个月	-5.7%
2011 年 1 月-2015 年 9 月	57 个月	-6.0%
2018 年 2 月-至今	21 个月或更长?	-4.25%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_9069

