

需求向下，政策向上

——10月信贷数据前瞻

行业简报

买入（维持）

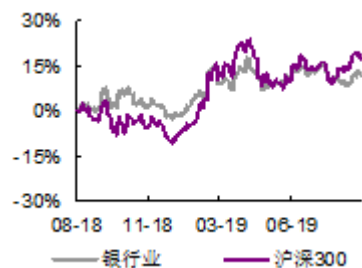
分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）
010-56513033
wangyf@ebscn.com

联系人

董文欣
010-56513030
dongwx@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

核心观点：

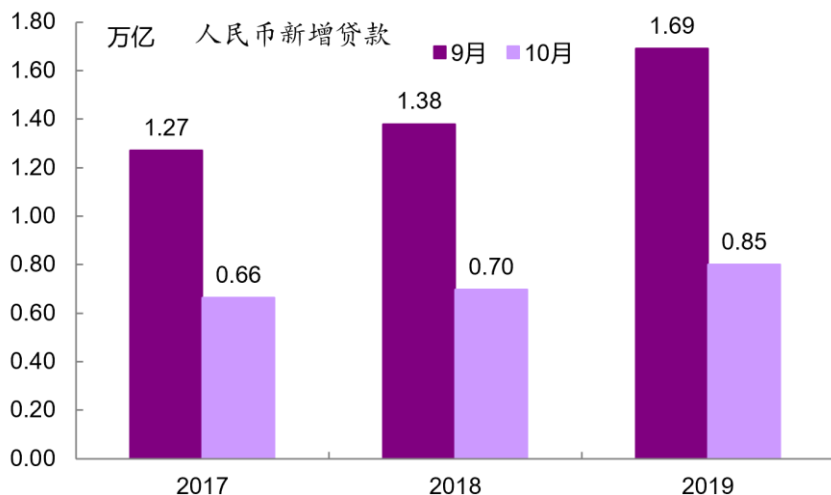
受国庆小长假以及9月份季末项目储备的集中释放等季节性因素影响，10月信贷投放或将大幅缩量，**预计10月份新增人民币贷款好于去年同期6900亿的水平**。10月信贷情况概述如下：需求尚未转暖，政策依然鼓励；总量不温不火，结构持续向好；零售有所控制，票据非银填量。展望四季度，我们认为金融机构新增人民币信贷能够好于去年同期3万亿的水平。

◆新增信贷季节性下降，单月增量中性偏暖

从历史数据观测，虽然10月份信贷环比可能出现明显的季节性下滑，但未必能够得出信用投放不佳的结论。

理由一：观察过去两年同期，在9月份信贷高增长后，10月份信贷增量均会季节性出现大幅下滑。今年9月份单月人民币信贷增量高达1.69万亿，较往年明显冲高，高基数对10月信贷增长形成压制，10月份新增贷款能够好于去年同期并不容易。

图1：近三年9、10月人民币新增贷款情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

理由二：年内季初首月信贷特征观察，数据显示相比今年4月和7月份的对公信贷增长而言，10月份对公信贷增长并不弱，增量占比好于今年以来的平均态势，这主要受益于制造业信贷的回暖，基建置换贷款增加，重大基础设施配套融资稳定。今年4月、7月份新增对公短期信贷均为显著负增长，短期与中长期合计仅有一千多亿正增长。若观测去年同期近乎零增长的对公来说，很难下结论10月份信贷偏弱。

当然也毋庸讳言，有效信贷需求偏弱的态势短期内难以出现明显改善。央行《三季度银行家调查问卷》显示，贷款需求指数连续两个季度下滑，其中大中小企业贷款需求指数均在三季度出现连续下降。

◆结构上广义房地产信贷受控，同比数据对公很可能好于零售

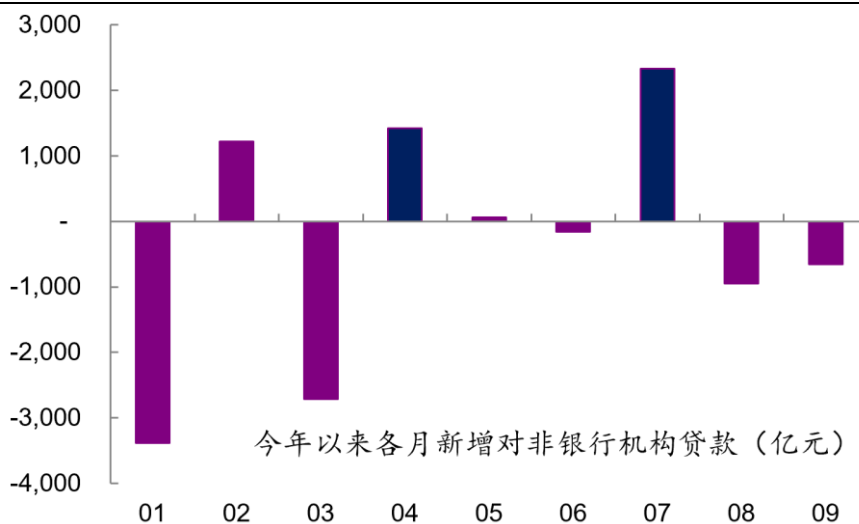
观测去年10月份信贷结构，在近7000亿的增量中，单月新增零售贷款5600亿。其中以按揭为代表的居民中长期贷款达到3700亿，占当月新增贷款比例达到54%。但今年下半年以来，广义口径的房地产信贷融资受到控制，虽然三季度数据并未有效显示，但部分原因是规模投放前置影响。今年前三季度，央行口径房地产新增贷款占全部贷款比33.7%，在对地产融资“稳中从紧”政策导向下，四季度可能仍会延续对于新增房地产贷款的比例控制。信贷投放前置和新增占比控制都将会对房地产融资形成挤压。另一方面，10月份作为按揭跟踪LPR改革的首月，政策也有一定磨合期，部分按揭也有所前置。

综上看，无论是10月份单月还是四季度全季，银行体系广义房地产融资增量在环比和同比上均可能出现下滑，让渡出的额度会更多流向对公领域。在政策驱动引导下，金融领域信贷资源逐步向制造业和基建领域倾斜，以促进固定资产投资增速企稳，形成良好的投融资循环。我们认为四季度对制造业融资继续走好确定性较强。

◆票据和非银信贷填充部分信贷规模，有效需求不足特征依然突出

10月份，银行体系流动性相对充裕，全月存款类机构质押回购平均利率2.65%，较9月均值略高2BP；银行间质押式回购加权利率为2.8%，较9月均值高8BP。在10月月末时点，票据贴现价格出现下滑，票据开票承兑与贴现规模均出现上行，反映出票据依然作为平衡信贷投放工具在使用。对非银贷款方面，今年4、7月份均出现了银行体系资金融出给非银明显增长的特点，10月份月末R007利率连降4个交易日，交易量也大幅攀升。特别是在11月初看，短期资金宽松特征十分明显。11月5日，央行在市场资金十分宽松的形势下降低MLF5BP，旨在驱动使用结构性调控手段驱动银行向实体经济让利，增强资金市场和信贷市场的连通性。这也从侧面反映出，部分资金淤积于短期资金市场，低风险偏好下金融机构有意用票据和非银信贷填充贷款规模。

图2：今年以来各月新增对非银行机构贷款情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

总体来看，受季节性因素影响，10月新增信贷规模可能出现大幅缩量，但这并不改变我们对四季度信贷投放的偏乐观预期。从宏观货币政策层面看，正进一步加大逆周期调节力度，在宏观审慎框架下，更多使用结构性调整工具，驱动LPR下行和信贷结构调整，来带动实体经济融资；从银行自身

层面看，在利率下行期也有意愿和必要顺应国家政策导向，稳定自身经营，做好项目储备，为明年“开门红”打下良好基础。

◆风险提示：

中美经贸谈判出现反复，政策刺激作用低于市场预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼