

证券研究报告

固收&银行

中性（维持）

融资数据走弱，无需过度悲观

证券分析师

事项：

吴泽民

投资咨询资格编号:S1060518090001
电话 021-20667760
邮箱 WUZEMIN245@PINGAN.COM.CN

11月11日，央行公布10月金融和社融数据：10月新增人民币贷款6613亿，人民币存款增加2372亿元，新增社融6189亿，余额增速10.7%，M2增速8.4%。

刘璐

投资咨询资格编号:S1060519060001
电话 010-56800337
邮箱 LIULU919@PINGAN.COM.CN

平安观点：

张亚婕

投资咨询资格编号:S1060517110001
电话 021-20661934
邮箱 ZHANGYAJIE976@PINGAN.COM.CN

■ 固收：数据走弱兼具需求和供给影响，不对数据回落过于悲观

10月信贷数据处于季节性范围下沿，中长贷总体好于短贷和票据，数据走弱除了季节性因素外，兼有信贷需求疲弱和供给端银行冲量诉求不强的影响。而居民中长贷和企业中长贷延续韧性则分别对应楼市的金九银十和基建项目的持续回暖。综合票据市场的量价关系和信贷结构，我们认为10月数据走弱供给端的影响不容忽视，信贷需求虽然总体上仍比较弱，但还没有在9月的基础上明显进一步恶化。我们认为既不对9月数据冲高过于乐观，也不对10月数据回落过于悲观，从节奏上看今年金融数据季末高点更高，季初低点更低的特点也是比较明显的。而结合宏观和中观数据，当前经济尚未出现进一步恶化，社融存量10.7%的增速也应处于政策合意区间。从中期看，地产部门下行的逻辑仍然是比较确定的，且小银行在同业与结构性存款收缩共振的背景下也出现缩表迹象，利率仍有一波下行机会。但短期交易因素仍然是比较复杂的，需要密切关注基本面的拐点。

研究助理

李晴阳

一般证券从业资格编号:S1060118030009
邮箱 LIQINGYANG876@PINGAN.COM.CN

■ 银行：信贷缩量社融走弱，关注结构性投资机会

10月信贷规模缩量，居民短贷和票据是主要拖累因素，季节性因素和监管影响作用居多，同时也要注意10月信贷结构较好，反映了逆周期调控加码的落地，但企业融资需求尚未见明显改善。社融方面，10月社融在信贷不强、专项债缩量下，整体弱于预期，考虑到年末信贷投放节奏、非标集中到期因素，社融增速仍然承压，需要关注专项债前置情况。从上市银行三季报来看，目前行业基本面稳健，近期系列监管政策落地、金融供给侧改革持续深化，行业指数PB(LF)维持在0.83倍左右，年末板块轮动和海外增量资金流入利好银行板块，低估值且基本面良好的标的存在相对收益空间，我们继续推荐招商银行、宁波银行、常熟银行。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

■ 风险提示：1) 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露；2) 政策调控力度超预期；3) 市场下跌出现系统性风险；4) 部分公司出现经营风险。

数据分析：

■ 固收：数据走弱兼具需求和供给影响，不对数据回落过于悲观

- **继 9 月数据超预期回升后，10 月信贷数据迎来回落，新增信贷 6600 亿，处于季节性范围下沿。**居民短贷、企业短贷、票据收缩较为明显，而企业中长贷和居民中长贷则仍具有韧性。数据下行除了季节性的因素外，还有一些原因：1) 制造业在经历 9 月下旬的节前赶工后生产与贸易融资节奏放缓，并且制造业企业也没有明显补库的迹象，整体融资需求比较疲弱；2) 前期金融数据较为旺盛的背景下，国庆后监管可能放松了对信贷的窗口指导，从银行自身层面看，由于企业中长贷保持韧性，银行短贷冲量的诉求也不强。而居民中长贷与企业中长贷延续韧性则分别对应楼市的金九银十和基建项目的持续回暖。
- **由于数据走弱兼具信贷需求和信贷供给的影响，因此判断双方作用力的强弱是比较重要的。**从 10 月下旬以来的票据转贴市场走势看，和 7 月下旬的量增价减不同，这次是量缩价减，且转贴利率季末下行的幅度也不大，最低探到 2.4，但近期很快恢复到 2.7-2.8 的水平。综合价量关系和信贷结构，我们认为 10 月数据走弱供给的影响不容忽视，信贷需求虽然总体上仍比较弱，但还没有在 9 月的基础上明显进一步恶化。
- 社融端的拖累项是表外承兑汇票和地方政府专项债，剔除这两个因素后，其余部分融资新增 7400 亿，同比依然正增长。专项债 10 月对社融同比增量的贡献为 -1000 亿，主要是因为今年专项债发行前置的问题，使得后继乏力，但这个拖累因素很短暂，因为去年 11 月后专项债也结束了发行，基数很低，另外明年初专项债可能迎来又一波融资冲量，因此专项债对社融的拖累可能仅仅表现在 10 月。表外票据的弱势则与制造业融资需求走弱有关，前文已有讨论。委托贷款与信托贷款合计收缩 1300 亿，维持平稳收缩态势，微观看基础产业类信托好于房地产类信托。
- 总体上，我们认为既不应 9 月数据冲高过于乐观，也不应对 10 月数据回落过于悲观，从节奏上看今年金融数据季末高点更高，季初低点更低的特点也是比较明显的。而结合宏观和中观数据，当前经济尚未出现进一步恶化，社融存量 10.7% 的增速也应处于政策合意区间。从中期看，地产部门下行的逻辑仍然是比较确定的，且小银行在同业与结构性存款收缩共振的背景下也出现缩表迹象，利率仍有一波下行机会。但短期交易因素仍然是比较复杂的，需要密切关注基本面的拐点。

■ 银行：信贷缩量社融走弱，关注结构性投资机会

- **10 月信贷少增、回归小月常态，居民短贷和票据是主要拖累因素。**10 月人民币贷款余额增速 12.4%，同环比续降 0.8 和 0.1 个百分点，单月新增贷款 6613 亿，环比虽远低于 9 月 1.69 万亿增量，但由于 10 月本为信贷小月的原因，同比看仅少增 357 亿，居民短贷和票据是主要拖累因素：1) 居民贷款新增 4210 亿，同比少增 1426 亿，其中中长期贷款基本平稳，居民短贷新增仅 623 亿，同比少增 1284 亿，源于消费贷监管进一步强化，随着地方监管对助贷、联合贷等业务的监管力度加强，一些地方银行收紧助贷业务或影响短期贷款规模。2) 企业贷款缩量，10 月新增 1262 亿，为 17 年以来单月新增规模最低，同比略少增 240 亿。结构上，短期贷款季节性负增 1178 亿，基本持平上年同期，中长期企业贷款新增 2216 亿（同比多增 787 亿），弥补票据少增缺口（10 月新增 214 亿，创 18 年中期以来单月新低，同比少增 850 亿），新增企业贷款中长期贷款占比超 100%，反映监管引导银行加强中长期信贷投放的逐步落地。总体而言，10 月信贷缩量有季节性因素和监管的综合作用，企业融资需求未见明显改善，但信贷结构整体较好。

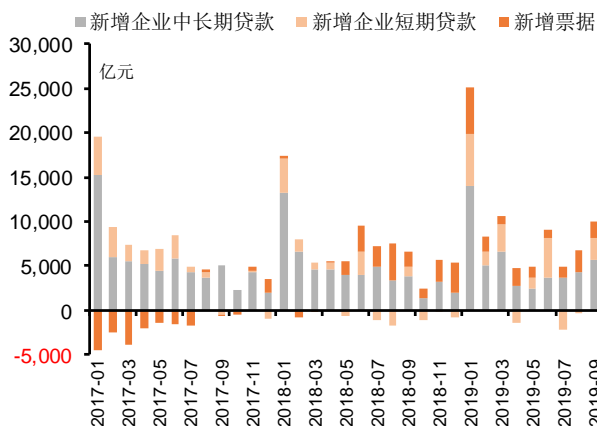
- **信贷不强、专项债缩量下，10月社融弱于预期。**10月新增社融6189亿（VS9月社融增量2.27万亿），同比少增1185亿；余额增速10.7%，环比略降0.1pct。各分项看：**1）**表外非标融资继续调降，委贷+信托+未贴现票据总规模负增2344亿，低基数下同比少减331亿，10月开票量下行下，未贴现承兑汇票规模压降较多。**2）**企业债新增规模平稳，余额增速14.2%，环比提高0.3pct。**3）**10月信贷缩量，投向实体经济的信贷规模仅5470亿，是社融的主要拖累因素。**4）**地方政府专项债因全年发行收尾，10月同比多减1068亿，关注明年专项债额度提前进展的进展。总体来看，10月表外融资降幅和债融规模相对稳定的情况下，信贷投放和专项债缩量是社融弱于预期的主要原因，考虑到年末信贷投放节奏、非标集中到期，社融增速仍然承压，关注专项债前置情况。
- **10月企业和居民存款均同比少增，M1同比回升、M2基本稳定。**10月新增人民币存款2372亿，同比少增1163亿，人民币存款增速8.2%，环比降0.1pct，主要是居民和企业存款均同比少增。具体来看，受季节性因素影响，10月居民和企业存款分别负增6012亿和6993亿，同比分别多减约2600亿和1000亿，信贷不强影响存款派生，同时结构性存款监管强化影响银行高息揽储；财政存款季节性新增5551亿，同比基本平稳，受季初理财规模等因素影响，非银金融机构存款新增8865亿，同比大幅多增3570亿。总体来看，揽储竞争加剧下，居民和企业存款增长承压，同时受季节性因素影响10月呈现强财政存款和非银机构存款的特点。

10月M1增速3.3%，2018年以来首次同比回升0.6pct，环比略回落，M2增速持平上月于8.4%，同比微升0.4pct，M1M2剪刀差环比负向走阔0.1pct至-5.1%，企业流动性环境仍待改善。

■ **风险提示：**

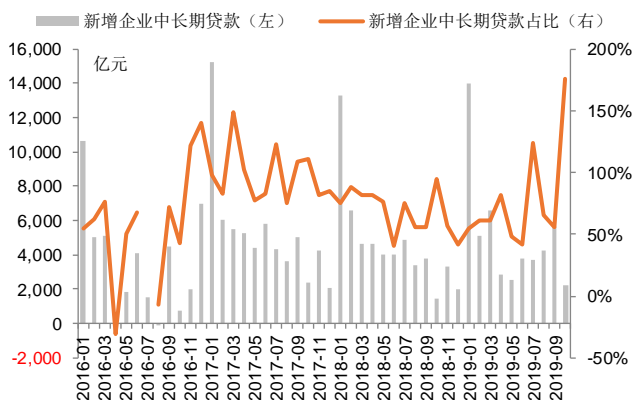
- 1) 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露。银行业与国家经济发展息息相关，其资产质量更是受到整体宏观经济发展增速和质量的影响。若宏观经济出现超预期下滑，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度，从而影响行业利润增速。
- 2) 政策调控力度超预期。在去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度不断加强，如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期，可能对行业稳定性造成不利影响。
- 3) 市场下跌出现系统性风险。银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险，市场整体估值向下，有可能带动行业股价下跌。
- 4) 部分公司出现经营风险。银行经营较易受到经济环境、监管环境和资金市场形势的影响。假设在经济下滑、监管趋严和资金趋紧等外部不利因素的催化下，部分经营不善的公司容易暴露信用风险和流动性风险，从而对股价造成不利影响。

图表1 10月企业中长贷同比改善弥补短贷少增



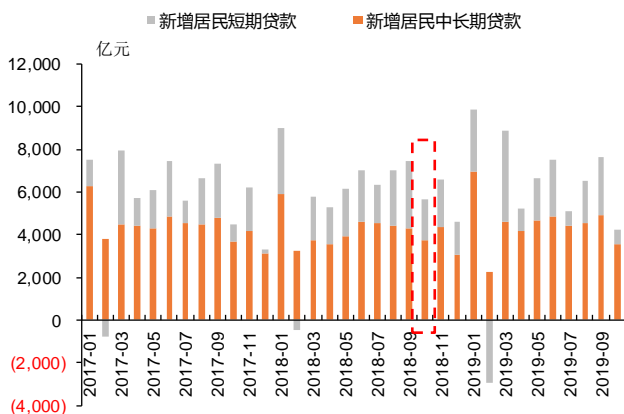
资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表2 中长贷占比高企



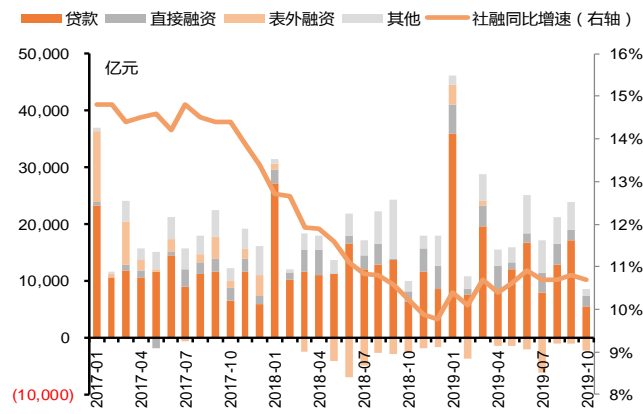
资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表3 10月居民中长贷平稳，短期贷款延续少增



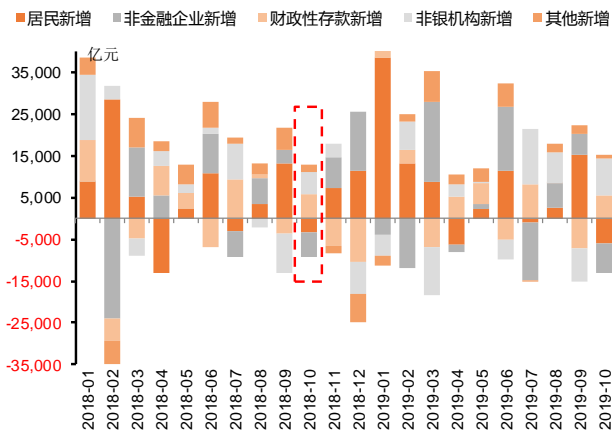
资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表4 10月社融走弱，余额增速环比略回落



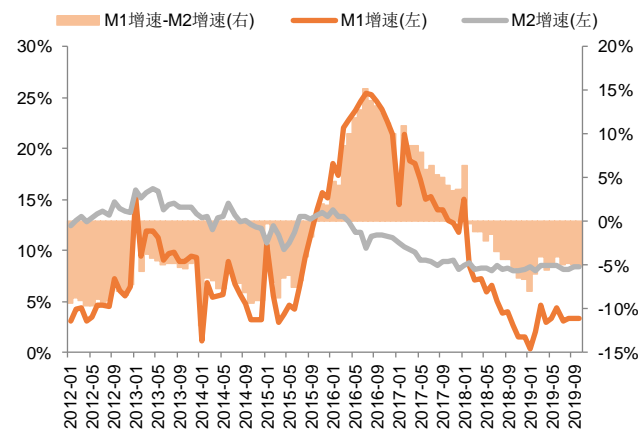
资料来源：人民银行、平安证券研究所；注：17年1月后增速采用新口径下社融增速

图表5 10月非银存款大增，居民和企业存款少增



资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表6 M1回升、M2基本稳定，剪刀差负向走阔



资料来源：人民银行、平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编: 518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编: 100033