

理性看待 10 月金融数据超预期走低

——2019 年 10 月金融数据点评

行业简报

买入（维持）

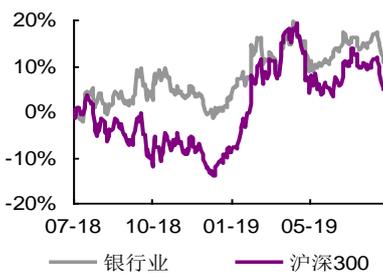
分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）
010-58452066
wangyf@ebscn.com

联系人

董文欣
010-56513030
dongwx@ebscn.com

行业与上证指数对比图



相关研报

美元荒问题加剧，联储重启资产购买计划，国内市场流动性无虞--流动性周报第 24 期
..... 2019-10-14

事件：

央行公布的 10 月金融数据显示，新增人民币贷款 6613 亿元，新增社会融资规模 6189 亿元，社融增速 10.7%，M1 增速 3.3%，M2 增速 8.4%。

点评：

◆ 季节性力量主导，多方合力压低信贷增长

自 8 月份以来，在政策引导下金融机构信贷投放呈现好转迹象，结构趋于优化，市场对四季度信贷投放景气度预期较为乐观。但 10 月新增人民币贷款 6613 亿元，低于我们前期预期，也低于市场预期的 8000-8200 亿元水平。

我们认为，10 月单月信贷增长超预期走低，季节性因素可以解释多数原因。10 月份，剔除非银贷款后，新增人民币贷款为 5470 亿元，同比少增 1671 亿元。虽然 10 月是传统的信贷小月，单月增量弱于去年同期水平引发市场忧虑。但考虑到 9 月份信贷超预期增长，9-10 月份合计新增达到 2.35 万亿元，较去年同期多增约 2800 亿。统筹考虑季节性因素后，10 月信贷增量并非异常低值。

我们对比了前期预判与 10 月信贷实际值的差异，认为市场化需求收缩偏快是 10 月信贷增长低于预期的主要原因，虽然我们在前期曾提及“需求向下，政策向上”。以外，在信贷结构上与前期判断出入不大，分别是：①对公信贷出现向好迹象，政策鼓励领域（制造业、基建）中长期贷款占比持续回暖；②零售贷款收到调控限制，监管规范作用较强，供需矛盾主要集中在供给方，定价体系稳定；③表内外票据虽然收缩，但票据贴现现和非银冲量确实起到了平衡信贷投放的作用。但是，与我们预判出入较大的地方在于：对公短期信贷（含贷款+票据）投放低于预期，对公领域整体贷款（含短期、中长期）增长幅度弱于预期，影子银行收缩力度也偏大，基于此我们认为市场化需求收缩偏快。

◆ 对公信贷：“短贷+票据”收缩反映需求偏弱，中长期贷款占比增加反映政策方向

9 月份信贷增长的回暖，我们曾归结为政策外生因素的鼓励。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，力争形成良好的投融资循环。从 10 月份的数据来看，对 9 月份数据有所强化的领域仍然在对公中长期贷款方面，10 月新增 2216 亿元，同比多增 787 亿元。对公中长期贷款占比达到 40%（剔除非银后）。这反映出三季度以来的信贷政策指引仍然生效，4 季度后期我们对此也并不悲观，制造业贷款可能出现确定性较高的结构性回暖。另一个原因在于，除部分地方政府债务置换因素外，利率下行周期商业银行主动增加中长期信贷投放也发挥了重要作用。

10 月份对公短期贷款新增-1178 亿元，同比基本持平，票据融资仅新增 214 亿元，同比下降 850 亿元（这还是在月末冲量的基础上）。但从“短贷+票据”的形势看，实体经济有效融资需求收缩偏快。10 月份中采 PMI 录得 49.3%，较 9 月下降 0.9 个百分点，与财新 PMI 形成反差；10 月 PPI 同比降至-1.6%水平，反映出工业生产领域面临持续的通缩状况；三季度人民银行公布的贷款需求指数为 65.9%，较二季度下降 0.3 个百分点，为两个季度下滑。市场化需求的持续不景气有必要引发一定重视，未来信贷领域恐怕需要更多财政政策等非市场化力量支撑。

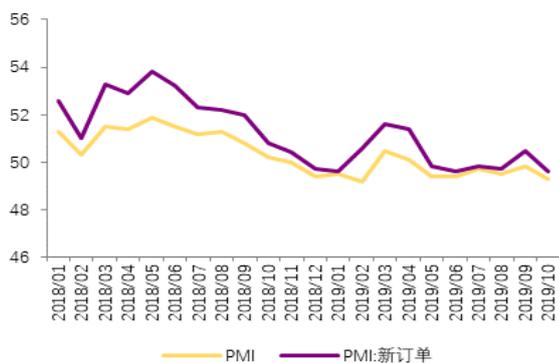
◆ 零售信贷：短期贷款受监管约束走低，中长期贷款受制于广义房地产比例控制

10 月零售短期贷款新增 623 亿元，同比少增 1284 亿元，信用卡消费贷款月末明显压量。住房按揭占主体的零售中长期贷款新增 3587 亿元，占全部新增信贷比重为 54%左右，无论是绝对规模还是增量占比与去年同期基本持平。在对公项目储备相对不足以及商业银行普遍开始向零售领域发力的背景下，10 月零售贷款增长却出现回落迹象，特别是以消费贷和信用卡为主的场景化信贷投放大幅下滑。我们倾向于认为，这并非是商业银行业务模式的再度转向，而是在房地产调控政策稳中从紧的环境下，可能与监管层加大了对消费贷、信用卡等资金违规流入房市的查处力度有关。另一个可以形成佐证的是，零售领域信贷定价 10 月份总体稳定，供给收缩相对是主要矛盾。

◆ 非银冲量与票据收缩反映出实体经济融资需求依然较低

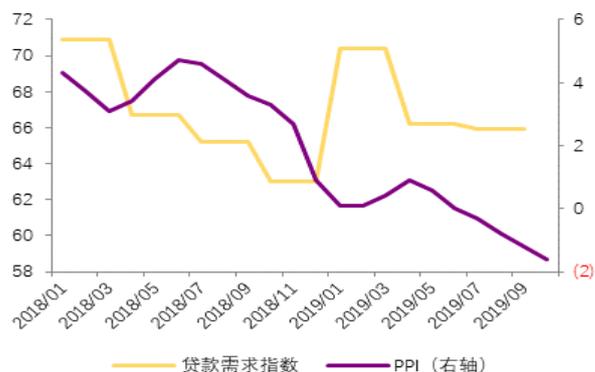
观测数据显示，10 月不同机构票据融资增长差异化较大，结构性冲量特点较为明显。在 10 月月末时点，票据贴现价格出现下滑，票据开票承兑与贴现规模均出现上行，反映出票据依然作为平衡信贷投放工具在使用。对非银贷款方面，今年 4、7 月份均出现了银行体系资金融出给非银明显增长的特点，10 月份月末 R007 利率连降 4 个交易日，交易量也大幅攀升，非银贷款大幅增长。票据融资的大幅缩量，不排除与前期部分无真实贸易背景的票据陆续到期有关。

图 1：PMI 走势稳中有降（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：PPI 走势与信贷需求（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

◆ 表内信贷缩量和地方债发行真空期是社融下滑的主要原因

10月新增社会融资规模6189亿元，同比下降1185亿元，但存量余额同比增速为10.73%，较9月仅下降0.07个百分点。综合季节性效应和同比增长情况看，与信贷数据类似，10月社融数据并不异常偏弱。

从结构来看，表内融资同比少增1671亿元是社融下滑的主要原因。表外融资方面，委托+信托贷款合计新增-1291亿元，仍处于持续收缩区间，但同比多增931亿元，且9月两者同样同比多增1647亿元，这与去年表外融资出现塌方式下跌后负增长基数较高有关。未贴现票据新增-1053亿元，同比少增600亿元，这与票据融资的大幅缩量形成呼应，或与前期部分无真实贸易背景的票据陆续到期有关。10月地方债新增-200亿元，同比下降1068亿元，地方新增债券对社融形成拖累。

◆ 低基数效应助力M2增速保持稳定，M1增速小幅回落印证企业景气度不佳

10月拖累M2增长的因素较多，在10月信贷增长大幅缩量以及缴税大月导致财政存款大幅增长的情况下，10月M2同比增速依然录得8.4%的水平（较9月持平），主要是受到低基数效应影响。2018年10月M2存量余额为179.5万亿元，较9月下降约6000亿元，较低的基数效应助力M2增速保持稳定。10月M1同比增长3.3%，环比回落0.1个百分点，企业活期存款今年以来增长并不稳定，企业生产经营活力不足，企业经营景气度依然不佳。

表1：10月份新增信贷规模与结构(亿元)

单位：亿元	当月新增	同比增减		当月新增	同比增减		当月新增	同比增减		当月新增	同比增减
新增人民币贷款	6613	-357	短期贷款及票据	-341	-2178	中长期贷款	5803	644			
-居民	4210	-1426	居民短期	623	-1284	居民中长期	3587	-143			
-企业	1262	-241	企业短期	-1178	-44	企业中长期	2216	787	票据融资	214	-850
-非银金融机构	1123	1391									

资料来源：Wind，光大证券研究所

表2：10月份社融总量与结构（亿元）

单位：亿元	当月新增社融	新增社融环比变动	新增社融同比变动
当月社会融资规模增量	6189	-16536	-1185
人民币贷款	5470	-12142	-1671
外币贷款	-10	430	790
委托贷款	-667	-645	282
信托贷款	-624	48	649
未贴现票据	-1053	-622	-600
企业债券融资	1622	12	99
非金融企业股票融资	180	-109	4
地方政府专项债券	-200	-2394	-1068

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 3：10 月份货币增长情况 (%)

	%	同比增速	较去年同期变动	上月增速
M2	8.4	8.4	0.4	8.4
M1	3.3	3.3	0.6	3.4
M0	4.7	4.7	1.9	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 4：10 月份新增存款规模与结构 (亿元)

单位：亿元	当月新增	同比增减	环比增减
新增人民币存款	2372	-1163	-4821
居民	-6012	-2665	-21430
企业	-6993	-989	-11901
财政存款	5551	-268	12577
非银金融机构	8865	3569	17035

资料来源：Wind，光大证券研究所

风险提示：经济下行压力超预期加大，银行资产质量改善不如预期。

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, 也不, 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见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