

固定收益研究/动态点评

2019年09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 zhangliang014597@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究: 年末 CPI 破 3% 扰动值得
关注》2019.09

2《固定收益研究: 降准高效落地, MLF 利率
枕戈待旦》2019.09

3《固定收益研究: 未雨先绸缪》2019.09

两“非”异常, 扰动又多了一个 ——2019 年 8 月金融数据点评

核心观点

8 月新增信贷 1.21 万亿、社融 1.98 万亿, 社融存量同比 10.7%。8 月监管要求商业银行加大实体信贷支持力度, 同时 LPR 报价机制完善, 银行担心后续贷款利率下降, 增加企业信贷投放。而居民房贷、消费贷增长均乏力。非标融资环比改善, 基建类信托可能起到对房地产信托的对冲。M1 与 M2 回升主因基数走低。非银存款同比显著多增, 中小行流动性风险有所缓解, 非银存款向企业搬家的状况好转, 资产荒下部分银行委外需求也较强。债市节奏看财政, 空间看货币, 5 年期品种进攻下不了手, 但调整仍是机会。国开 210 换券加上国开-国债利差较低, 导致国开债短期表现可能弱于国债。

央行公布 2019 年 8 月份金融数据

8 月新增人民币贷款 12100 亿元, 市场预期 11600 亿元, 前值 10600 亿元; 社会融资规模 19800 亿元, 前值 10100 亿元; M2 同比 8.2%, 市场预期 8.1%, 前值 8.1%; M1 同比 3.4%, 前值 3.1%; M0 同比 4.8%。

LPR 机制完善阶段性拉动中长期贷款, 信贷增长仍较为疲弱

8 月新增人民币贷款 1.21 万亿元, 同比少增 665 亿元, 信贷余额增速持续下行, 维持疲弱状态。其中, 居民贷款新增 6538 亿元, 同比少增 474 亿元, 短期贷款、中长期贷款同比分别少增 600 和多增 125 亿元, 显示居民房贷、消费贷增长均乏力。不过企业端信贷融资出现了小幅改善, 同比多增 386 亿。8 月监管要求商业银行加大实体信贷支持力度, 商业银行依靠短期贷款和票据冲量, 同时, LPR 报价机制完善, 银行担心后续贷款利率下降, 增加信贷投放。部分地区隐性债务置换也带动中长期贷款增长。

非标环比改善, 低基数支撑社融增速超预期走平

市场对 8 月份社融预期较为悲观, 主要担忧房地产信托监管加强拖累非标融资。但实际社融达到 1.98 万亿, 同比多增 376 亿元, 其中非标融资-1014 亿元, 同比少减 1660 亿元, 反而对社融形成支撑。8 月份表外票据融资环比由负转正, 企业贴现融资的需求尚不强。信托贷款环比基本持平于上月, 基建类信托可能起到对房地产信托的对冲。而去年同期非标融资基数较低, 因此 8 月份非标融资同比出现了一定改善。

M2 增速回升主因基数走低, 存款多增主由非银贡献

8 月 M2 同比 8.2%, 回升 0.1 个百分点; M1 同比 3.4%, 回升 0.3 个百分点。信贷派生未明显加快, M1M2 增速回升主因基数走低。8 月新增存款 1.8 万亿元, 同比多增 7147 亿元, 主要由非银存款贡献。8 月非银存款 7298 亿元, 同比多增 9509 亿元。一方面, 包商事件后监管层及时对冲, 中小行流动性风险有所缓解, 非银存款向企业搬家的状况在 7、8 月份好转; 另一方面, 资产荒下部分银行的委外需求较强, 也对非银存款增长形成支撑。

市场启示

近期债市对利率下行形成一致预期, 但出现了三个小预期差: 美债利率反弹、8 月 CPI 与金融数据略超预期。不过债市核心逻辑仍未变化, 经济上行空间被制约、中美利差和全球负利率扩散仍是安全垫、衰退式宽松与打破刚兑后缺资产、MLF 调降尚未兑现, 贸易摩擦进展是关键变量, 中期仍不太会进入熊市。但十年国债在 3% 的位置仍是敏感且纠结的位置。我们保持之前判断, 节奏看财政 (地方专项债发行节奏), 空间看货币 (OMO 利率最重要), 5 年期品种进退自如, 眼前进攻下不了手, 但调整仍是机会。国开 210 换券加上国开-国债利差较低, 导致国开债短期表现可能弱于国债。

风险提示: 房地产融资政策引发信用收缩、地方专项债额度提前下达或利用往年未使用限额。

事件

央行公布 2019 年 8 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 12100 亿元，市场预期 11600 亿元，前值 10600 亿元。
- (2) 社会融资规模 19800 亿元，前值 10100 亿元。
- (3) M2 同比 8.2%，市场预期 8.1%，前值 8.1%；M1 同比 3.4%，前值 3.1%。

点评

LPR 机制完善阶段性拉动中长期贷款，信贷增长仍较为疲弱

8 月新增人民币贷款 12100 亿元，同比少增 665 亿元，信贷余额增速持续下行，维持疲弱状态。其中，居民贷款新增 6538 亿元，同比少增 474 亿元，短期贷款、中长期贷款同比分别少增 600 和多增 125 亿元，显示居民房贷、消费贷增长均乏力。

不过企业端信贷融资出现了小幅改善，同比多增 386 亿。8 月份监管层要求商业银行加大实体信贷支持力度，商业银行依靠短期贷款和票据冲量。同时，由于 8 月 LPR 报价机制完善，银行担心后续贷款利率下降，增加中长期信贷投放。此外，部分地区隐性债务置换也带动中长期贷款增长。不过后续中长期贷款的增长仍取决于专项债配套融资的拉动。

非标环比改善，低基数支撑社融增速超预期走平

市场对 8 月份社融预期较为悲观，主要是担忧房地产信托监管加强拖累非标融资。但是 8 月实际社融达到 1.98 万亿，同比多增 376 亿元，其中非标融资-1014 亿元，同比少减 1660 亿元，反而对社融形成了支撑。

为何会出现这种情况？分项来看，8 月份表外票据融资环比由负转正，一方面当月票据到期量减少，另外一方面企业贴现融资的需求尚不强，持票意愿上升。信托端，8 月信托贷款环比与 7 月份持平，基建类信托可能起到了对冲房地产信托减少的影响。而去年同期非标融资基数较低，因此 8 月份非标融资同比出现了一定改善。但是年内来看，非标到期压力不小，尤其是四季度，年内社融增长仍需要地方专项债以及配套融资的拉动。

其他分项中，企业债券融资 3041 亿元，同比少增 361 亿元，8 月份利率加速下行，需求力量强劲，信用债融资增多，但风险偏好仍未完全修复，民企，低等级融资仍偏弱。企业股票融资 256 亿元，同比多增 115 亿元。此外，地方专项债融资 3213 亿元，同比少增 893 亿元，年内新增专项债额度发行接近完毕，关注四季度是否提前发行明年新增额度。

M2 增速回升主因基数走低，存款多增主由非银贡献

8 月 M2 同比 8.2%，较上月回升 0.1 个百分点；M1 同比 3.4%，回升 0.3 个百分点。8 月新增存款 1.8 万亿元，同比多增 7147 亿元，主要由非银存款多增贡献。

信贷派生未明显加快，当月 M1 与 M2 增速的小幅回升主因基数走低。9 月 16 日全面降准落地后，伴随银行信用投放提速，9 月份起 M1 与 M2 增速或也显著回升。

新增存款结构看：财政存款 95 亿元，同比少增 755 亿元。一方面，经济下行给财政增收带来压力。另一方面，7 月底政治局会议再次强调落实落细减税降费，财政保持积极发力。非银存款 7298 亿元，同比多增 9509 亿元，是当月存款多增的主要贡献。一方面，包商事件后，监管层及时对冲，中小行流动性风险有所缓解，非银存款向企业搬家的状况在 7、8 月份好转；另一方面，资产荒下部分银行的委外需求较强，也对非银存款增长形成支撑。

市场启示

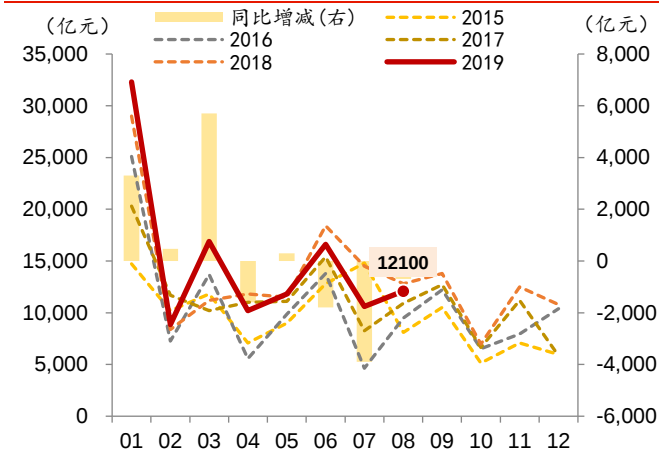
近期债市对利率下行形成了颇为一致的预期，区别在于节奏和空间。但正是这种情况下，出现了三个小预期差：美债利率反弹、8 月 CPI 超预期、8 月金融数据略超预期（非银存款与非标两“非”异常）。

债市核心逻辑有没有变化？仍没有。经济增长上行空间仍被制约、中美利差和全球负利率扩散仍是安全垫、衰退式宽松与打破刚兑后缺资产（职业年金和外资等持续流入）、MLF 调降尚未兑现，中美贸易摩擦进展是关键变量，中期仍不太会进入熊市。但债市上有顶、下有底的状况没有本质改变，十年国债在 3% 的位置仍是敏感且纠结的位置。

我们保持之前的判断，节奏看财政（地方专项债发行节奏），空间看货币（OMO 利率最重要），债市根基没有逆转，但尚难打开空间，5 年期品种进退自如，眼前进攻下不了手，但调整仍是机会。国开 210 换券加上国开-国债利差较低，导致国开债短期表现可能弱于国债。而地方专项债新增额度提前下发与年底 CPI 或破 3% 可能成为四季度两个扰动因素。

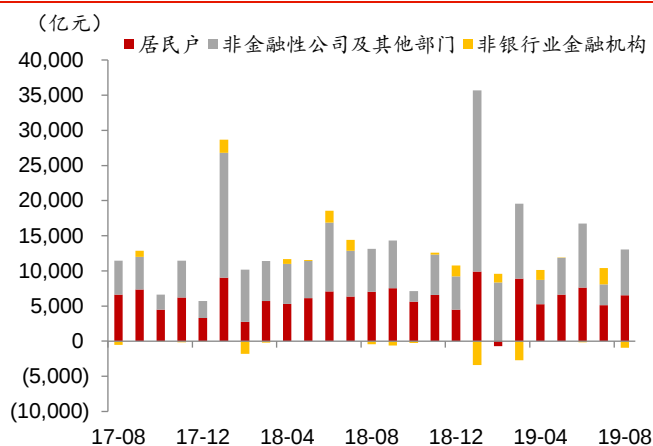
信贷

图表1：新增人民币贷款



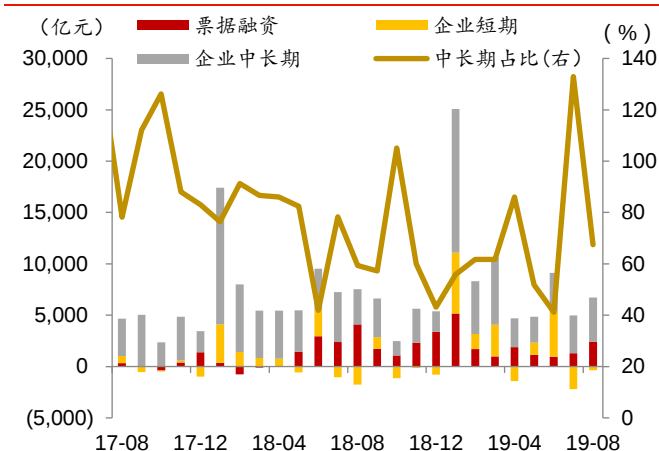
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：新增人民币贷款分部门



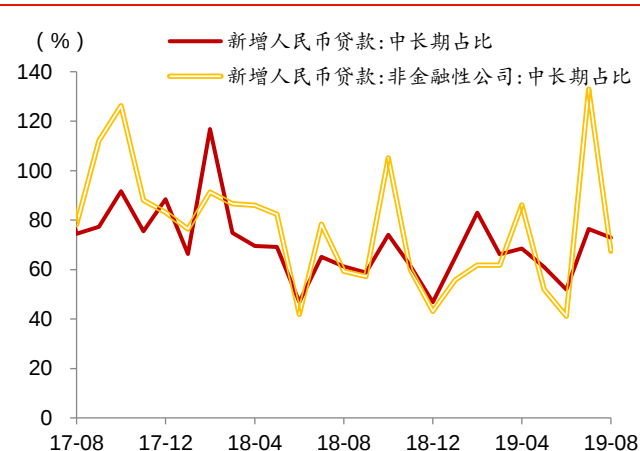
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：企业新增信贷结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

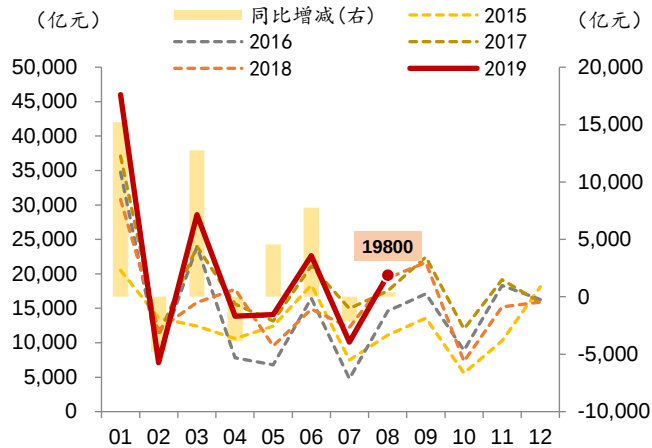
图表4：新增信贷中长期占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

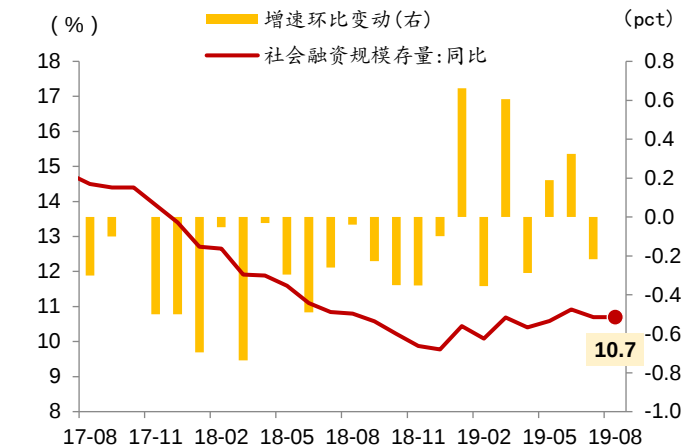
社融

图表5： 新增社会融资规模（2017 年起为新口径）



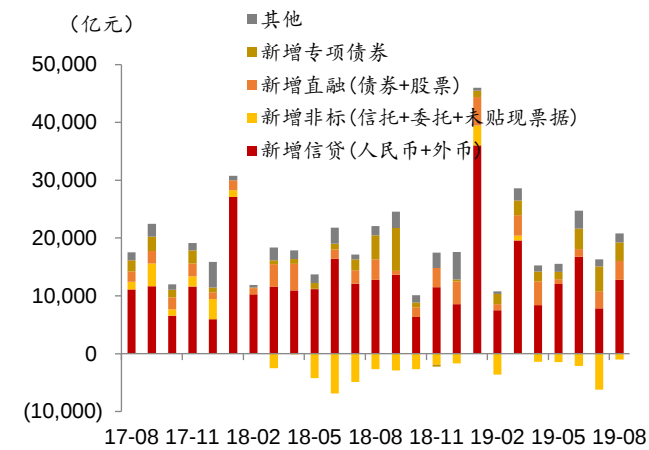
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 社融存量增速



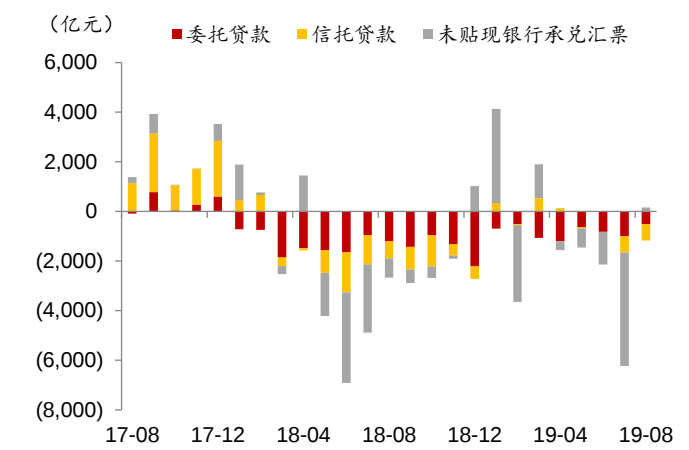
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 新增社融各分项



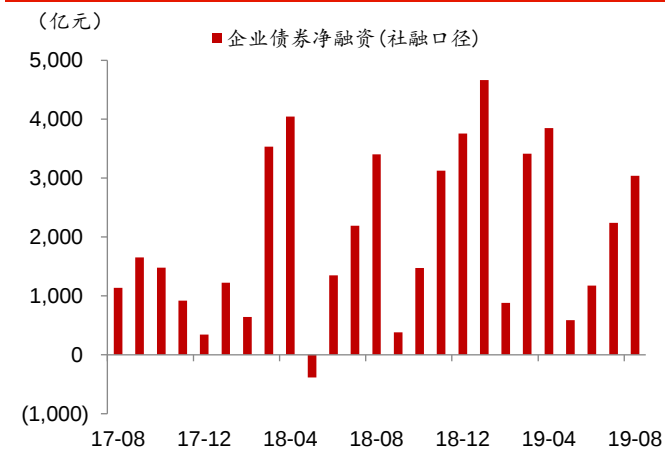
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 新增非标各分项同比增减



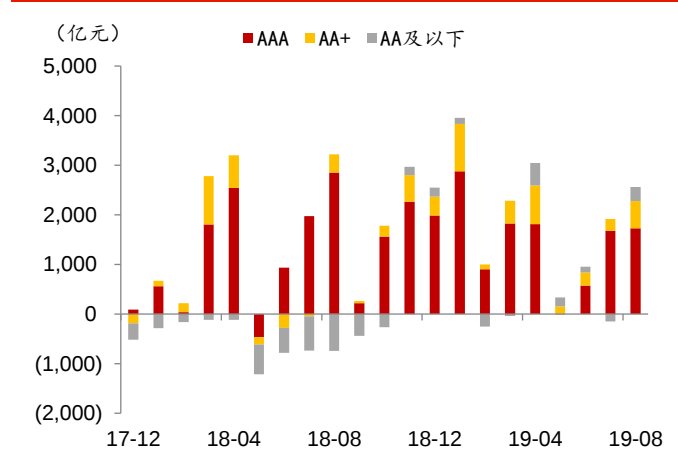
资料来源：Wind，华泰证券研究所

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

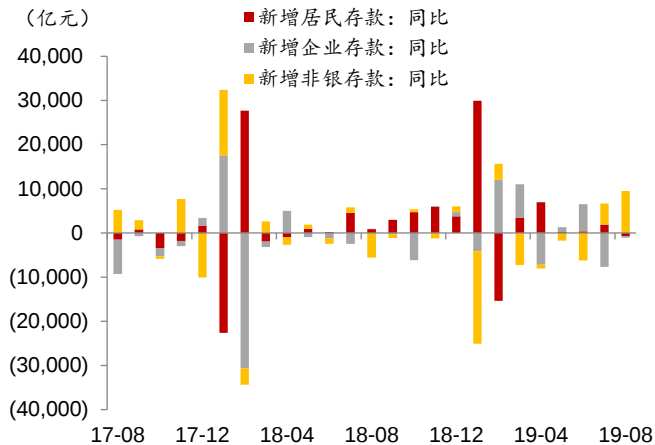
图表10： 信用债净融资分评级状况（主体评级）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

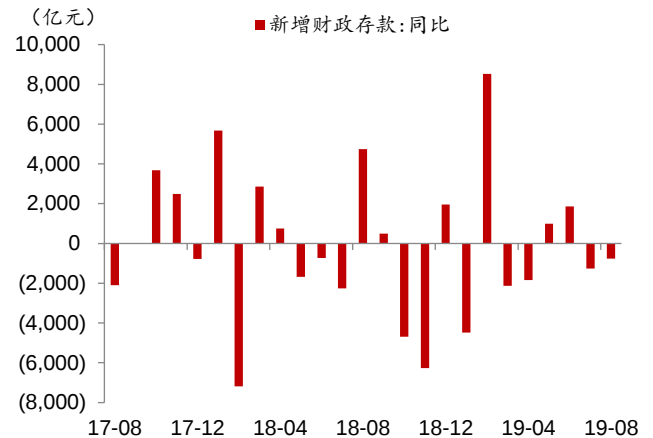
货币与存款：

图表11： 新增存款同比（居民、非金融企业与非银金融）



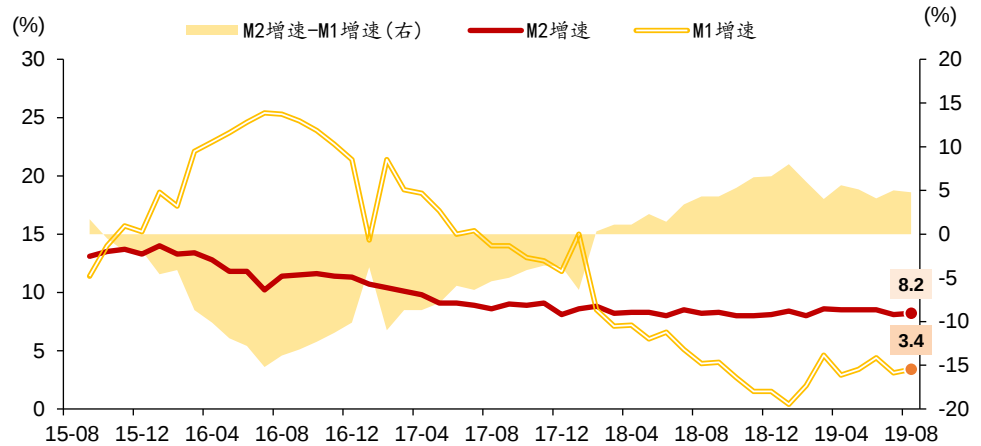
资料来源：Wind，华泰证券研究所

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。7、8 月份房地产融资政策持续快速收紧，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。而这一影响尚未完全体现在信贷数据上。

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_10161

