

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

固定收益

证券研究报告

固定收益点评报告

逆周期调控发挥效果

——11月金融数据点评

固定收益分析师：

岳安时

执业证书编号：S1380513070002

联系电话：010-88300844

邮箱：yueanshi@gkzq.com.cn

近期研究报告

2019年12月11日

内容提要：

社融好于市场预期。11月新增社会融资规模1.75万亿，好于市场预期，主要原因在于对实体信贷投放以及未贴现的银行承兑汇票改善所致。

居民和企业新增中长期信贷增长较为稳定。11月新增金融机构人民币贷款1.39万亿，同比多增1400亿，单纯从增量看，本月新增贷款为2010年以来历年当月最高。居民中长期贷款新增4689亿，同比增加298亿；企业贷款明显增长，其中短期贷款新增1643亿，同比多增1783亿；中长期贷款规模稳步提升，11月新增4206亿，同比多增911亿。综合来看，与去年同期票据融资大幅增长不同的是，今年票据融资规模并不高，新增信贷结构也因此有所优化。居民和企业新增中长期信贷均较为稳定，11月企业中长期贷款占新增信贷比重为30.26%。

M2小幅回落。从存款分项看，11月居民存款仅增加2466亿，较去年同期的7406亿大幅缩减；企业存款增加8656亿，同比多增1321亿；财政存款减少2451亿，投放额较去年同期的6643亿亦大幅缩减；非银存款11月增加6979亿，同比多增3854亿。

逆周期调节正在发挥效果。从今年下半年开始，管理层提及逆周期调节工具的次数明显增加。11月社融数据表现好于市场预期，显示逆周期调节正在发挥效果。上周末政治局会议明确提出运用好逆周期调节工具，目前可以预见的调节政策主要有：引导LPR下行、降准、加大MLF和PSL等中期资金投放、专项债支持基建、制造业加速技改投资落地、地产结构性边际放松、鼓励汽车消费、稳定外贸等。其中除引导LPR下行的效果受货币传导渠道不畅及银行负债端成本高企影响，可能较为缓慢外，其余各项政策均存在加速落地的可能。我们认为社融改善的情况可能会进一步维持至明年一季度，这一点则与去年同期类似。此外，财政存款11月投放2451亿，远低于去年同期的6643亿，这一部分的基础货币缺口，可能使得央行加快年末到明年初的流动性投放节奏。

风险提示：经济增长超预期回落导致企业违约加速；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；美联储后续超预期降息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

1、新增信贷好于预期

央行公布的金融数据显示，11月新增社会融资规模1.75万亿，好于市场预期。

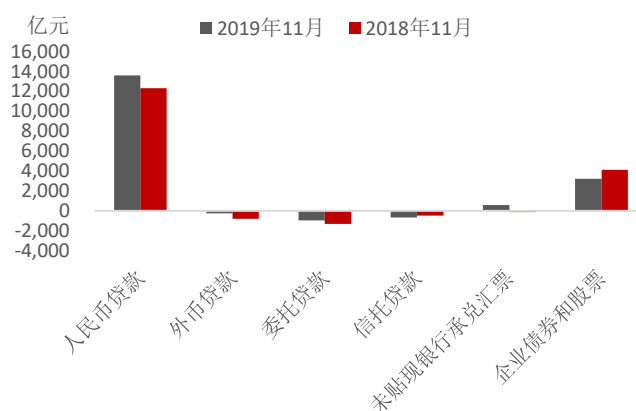
分项看，11月对实体发放人民币贷款1.36万亿，同比多增1297.67亿元。表外融资萎缩态势较上月好转，11月表外减少1061亿元，萎缩幅度较10月收窄1282亿元。具体看，委托贷款减少959亿元，同比少减351.27亿元；信托贷款减少673亿元，同比多减205.81亿元；未贴现的银行承兑汇票增加571亿元，同比多增697.92亿元。企业债券净融资延续增长，11月为2696亿元；非金融企业境内股票融资524亿元，直接融资两者合计同比少增897亿元。本月社融总体看好于市场预期，主要原因在于对实体信贷投放以及未贴现的银行承兑汇票改善所致。

图 1：11 月新增社融规模



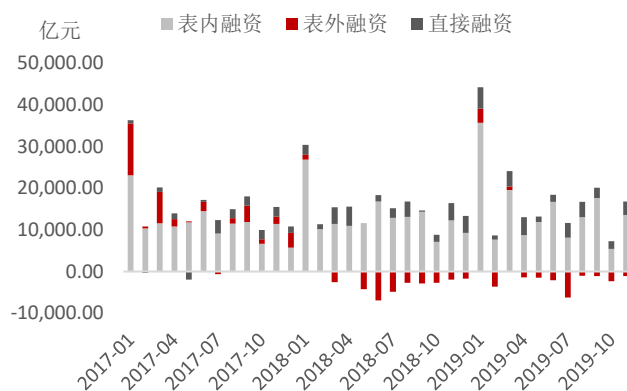
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 2：11 月社融分项数据



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 3：表外融资收缩出现边际改善



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 4：信托贷款仍负增长



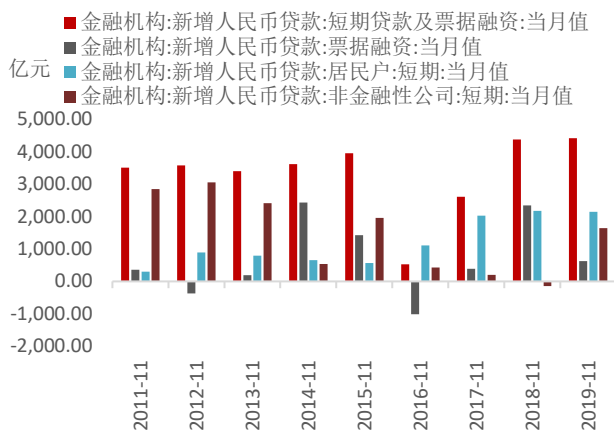
资料来源：Wind，国开证券研究部

11月新增金融机构人民币贷款1.39万亿，同比多增1400亿，单纯从增量看，本月新增贷款为2010年以来历年当月最高。11月短期贷款及票据融资新增4409亿，同比微增39亿。其中，票据融资新增624亿，同比少增1717亿；居民中长期贷款新增4689亿，同比增加298亿；企业贷款明显增长，其中短期贷款新增1643亿，

同比多增1783亿；中长期贷款规模稳步提升，11月新增4206亿，同比多增911亿。

综合来看，与去年同期票据融资大幅增长不同的是，今年票据融资规模并不高，新增信贷结构也因此有所优化。居民和企业新增中长期信贷均较为稳定，11月企业中长期贷款占新增信贷比重为30.26%。

图 5：历年 11 月新增短期贷款及票据融资情况



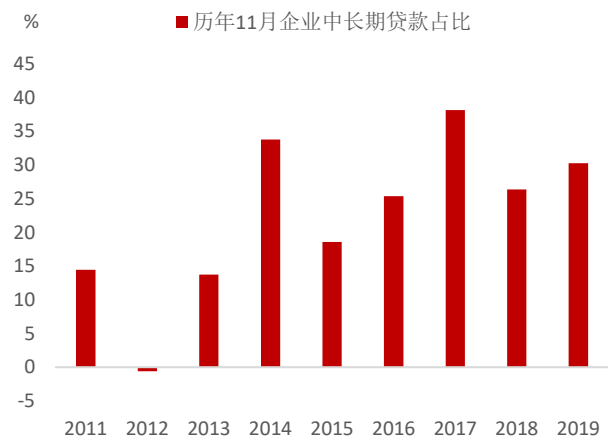
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 6：历年 11 月新增中长期贷款情况



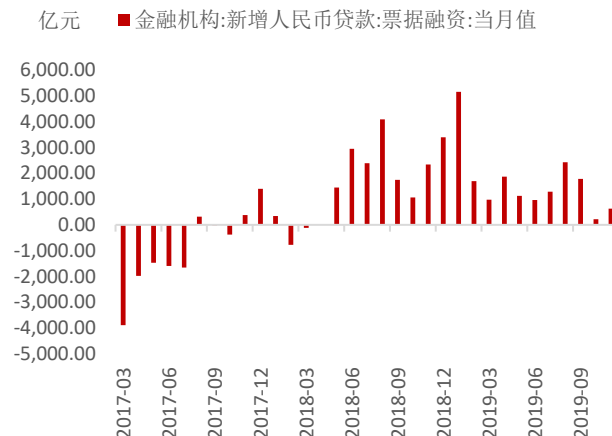
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 7：历年 11 月企业中长期贷款占比



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 8：票据融资额逐步回落



资料来源：Wind，国开证券研究部

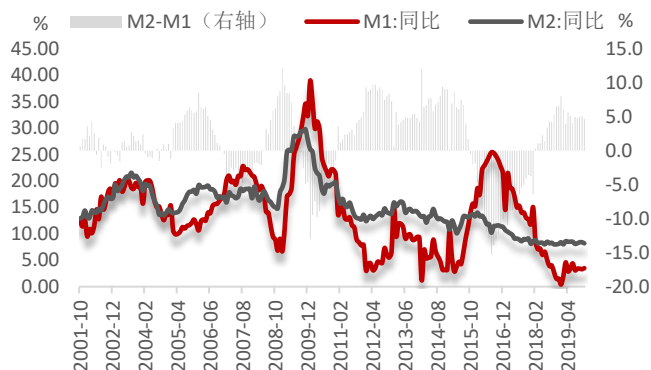
2、财政存款投放低于去年同期

11月M2小幅回落0.2个百分点至8.2%，而M1则回升0.2个百分点至3.5%，M1同比回升的主要原因在于去年同期低基数影响。

从存款分项看，11月居民存款仅增加2466亿，较去年同期的7406亿大幅缩减；

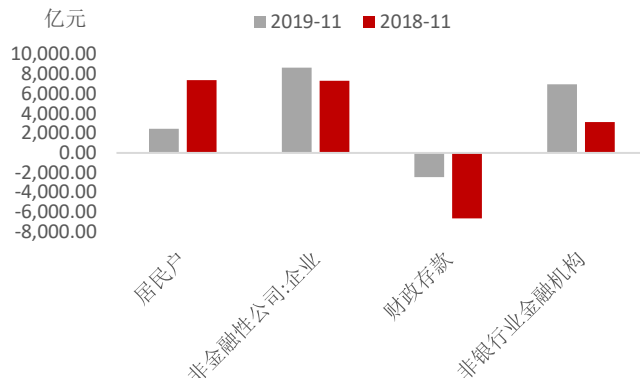
企业存款增加8656亿，同比多增1321亿；财政存款减少2451亿，投放额较去年同期的6643亿亦大幅缩减；非银存款11月增加6979亿，同比多增3854亿。

图 9：11 月 M2 小幅回落



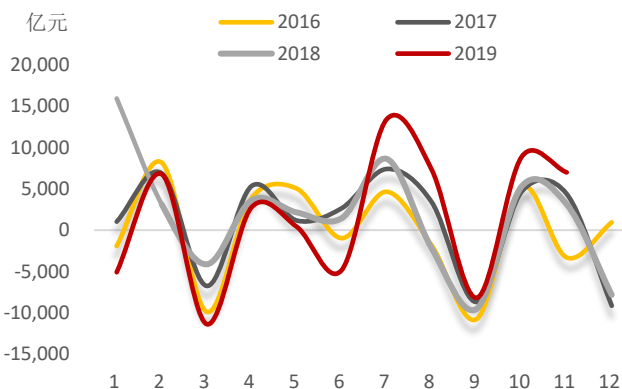
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 10：新增存款分项



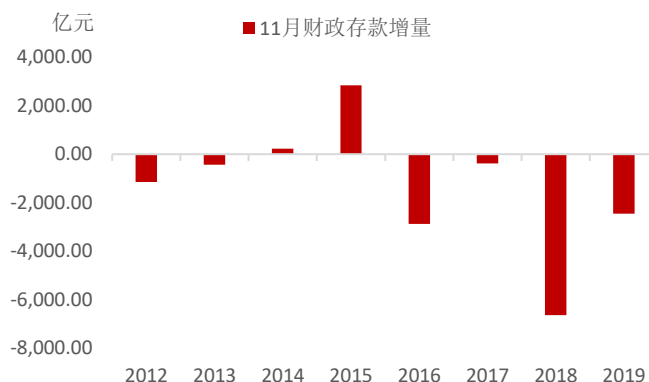
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 11：非银存款具有较强的季节性



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 12：历年 11 月财政存款增量



资料来源：Wind，国开证券研究部

3、债市策略

从今年下半年开始，管理层提及逆周期调节工具的次数明显增加。11月19日，央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，继续强调“坚持金融服务实体经济，实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节，加强结构调整”。11月社融数据表现好于市场预期，显示逆周期调节正在发挥效果。

上周末政治局会议明确提出运用好逆周期调节工具，新增“提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具”的提法，明显针对的是当前的经济下行压力。目前可以预见的调节政策主要有：引导LPR下行、降准、加大MLF

和PSL等中期资金投放、专项债支持基建、制造业加速技改投资落地、地产结构性边际放松、鼓励汽车消费、稳定外贸等。其中除引导LPR下行的效果受货币传导渠道不畅及银行负债端成本高企影响，可能较为缓慢外，其余各项政策均存在加速落地的可能。我们认为社融改善的情况可能会进一步维持至明年一季度，这一点则与去年同期类似。

此外，财政存款11月投放2451亿，远低于去年同期的6643亿，这一部分的基础货币缺口，可能使得央行加快年末到明年初的流动性投放节奏。

风险提示：经济增长超预期回落导致企业违约加速；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；美联储后续超预期降息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

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_8162

