

为何票据利率大跌，贷款却超预期

——评 2019 年 11 月货币信贷数据

摘要

11 月票据利率大跌，似乎反映出融资需求疲弱，但贷款中的票据融资规模不高，且企业中长期贷款规模同比延续正增长。在票据量价分歧的情况下，融资需求究竟是否出现了改善呢？

央行公布的贷款需求指数在 2019 年第三季度同比转正，与企业中长期贷款同比转正的时间契合。历史数据表明新订单 PMI 底部探明之后贷款需求同比也往往改善。由此来看，融资需求很可能已经边际改善。而票据利率下降一定程度上反映了票源供应紧张，目前未贴现票据存量处于历史较低水平。

受财政支出节奏同比放缓的影响，11 月 M2 同比回落至 8.2%。展望 12 月，随着财政支出扰动的减轻，M2 同比有望出现回升。

关键词：贷款，社会融资规模，M1, M2

宏观研究部

郭于玮

分析师

电话：021-22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

事件:

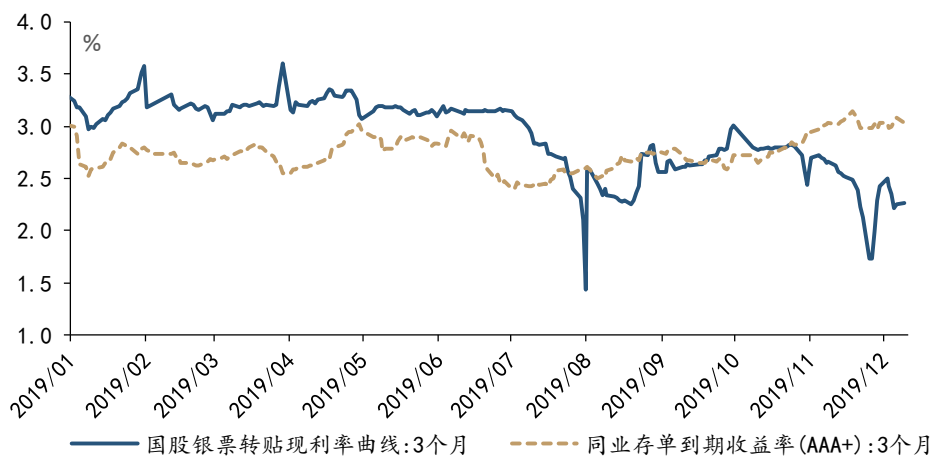
2019 年 11 月新增人民币贷款 13900 亿, 前值 6613 亿, 市场预期 12000 亿, 我们的预测值为 11800 亿。新增社会融资规模 1.75 万亿, 前值 0.62 万亿, 市场预期 1.50 万亿, 我们的预测值为 1.48 万亿。M1 同比 3.5%, 前值 3.3%, 市场预期 3.9%, 我们的预测值为 3.7%。M2 同比 8.2%, 前值 8.4%, 市场和我们的预测值为 8.4%。

点评:

1、如何看待票据利率与贷款规模的分歧

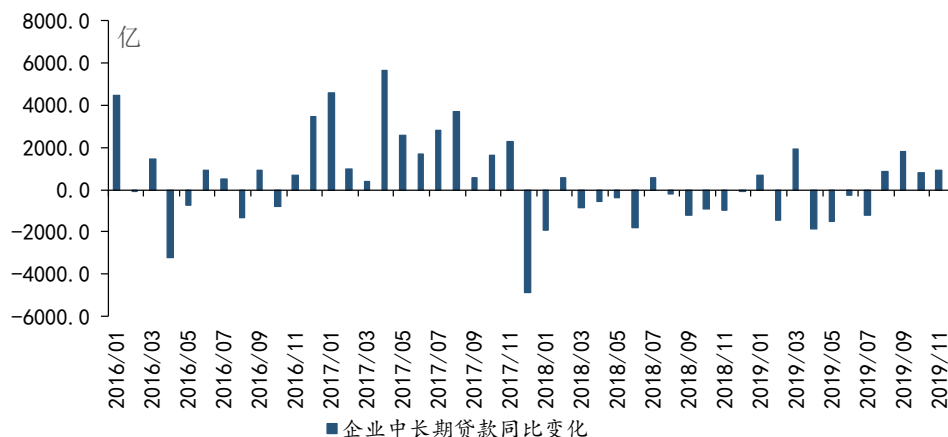
11 月票据利率一度大幅下跌, 与 NCD 利率走势出现分歧, 似乎反映出 11 月融资需求不足, 贷款投放乏力。然而, 11 月的新增贷款数据中, 新增票据融资规模仅 624 亿, 是 2019 年以来的次低值, 仅高于工作日天数偏少的 2019 年 10 月。与此同时, 企业中长期贷款同比延续了 8 月以来的正增长。11 月新增企业中长期贷款 4206 亿, 同比多增 911 亿。由此来看, 企业融资需求似乎有所改善。那么, 我们应当如何认识票据利率走势与贷款规模之间的分歧, 融资需求是否的确出现改善呢?

图表 1 票据利率与 NCD 利率背离



资料来源: WIND, 兴业研究

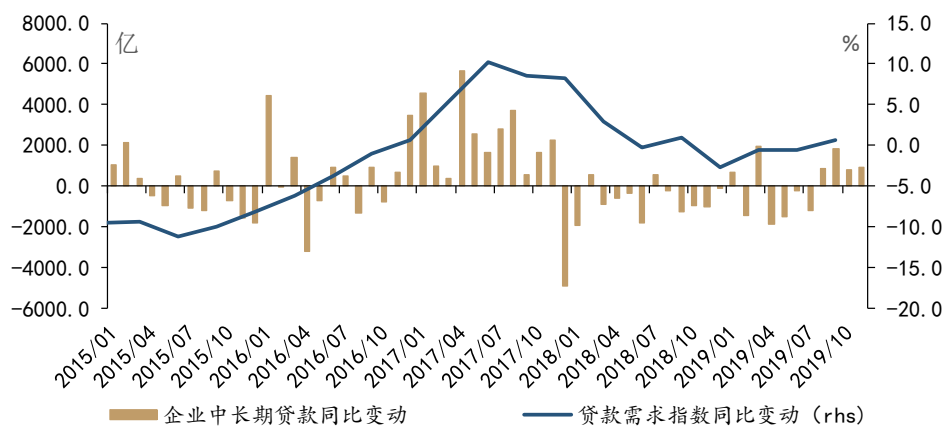
图表 2 企业中长期贷款同比变化



资料来源：WIND，兴业研究

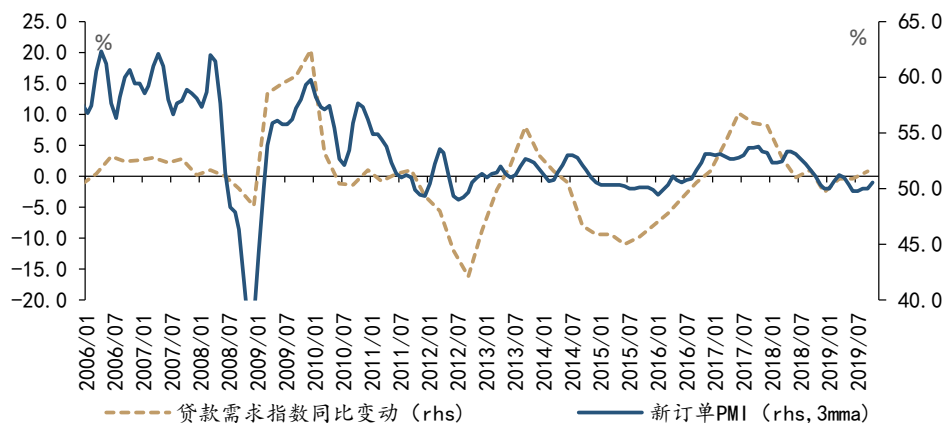
从央行公布的贷款需求指数来看，2019 年第三季度贷款需求指数同比转正，与企业中长期贷款同比转正的时间点恰好一致。这也与 PMI 数据的表现契合。历史数据显示，当新订单 PMI 触底后，贷款需求指数同比往往回升。一种观点认为，企业中长期贷款回升与表外债务置换有关。如果表外债务置换导致了企业中长期贷款回升，社融数据将呈现出中长期贷款、表外融资此消彼长的局面。但 2019 年 8 月以来，企业中长期贷款、信托和委托贷款同比均出现回升。由此来看，融资需求很可能已经出现了边际改善。

图表 3 企业中长期贷款变化与贷款需求指数



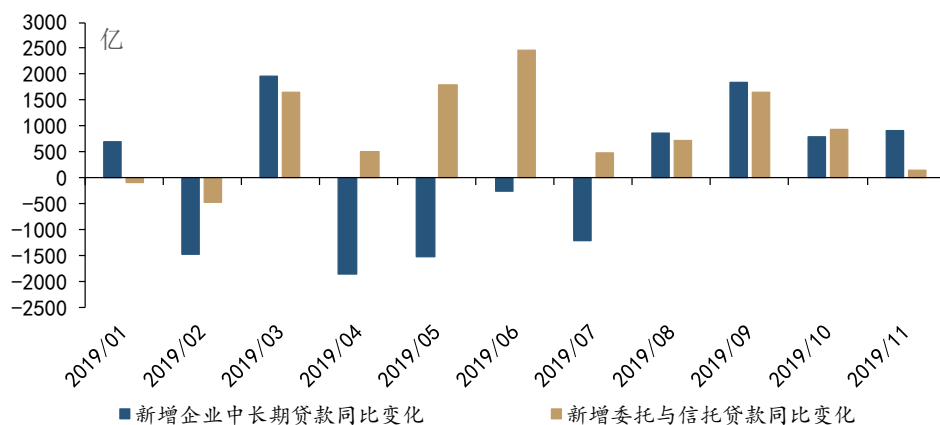
资料来源：WIND，兴业研究

图表4 贷款需求与PMI



资料来源：WIND，兴业研究

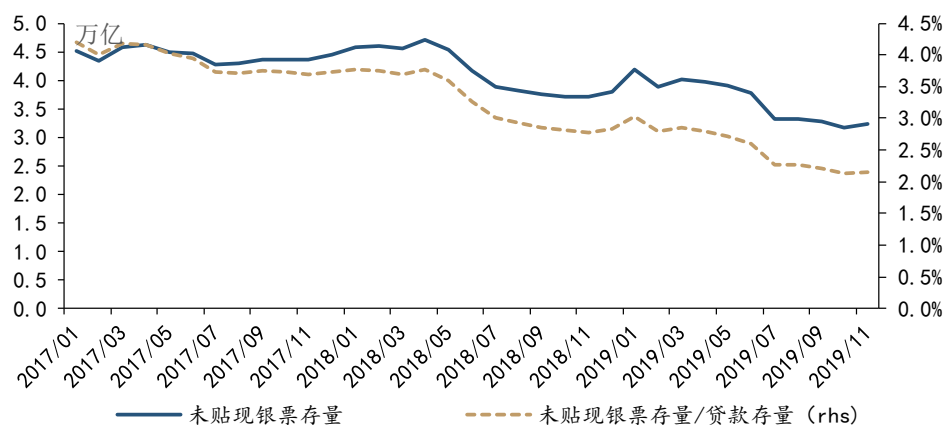
图表5 企业中长期贷款、委托和信托贷款同比变化



资料来源：WIND，兴业研究

而票据利率下跌可能一定程度上反映了票源供应减少的压力。到 2019 年 11 月末贴现银票存量为 3.2 万亿，处于历史较低水平，仅相当于社融中人民币贷款存量的 2.1%。

图表6 未贴现票据存量下降



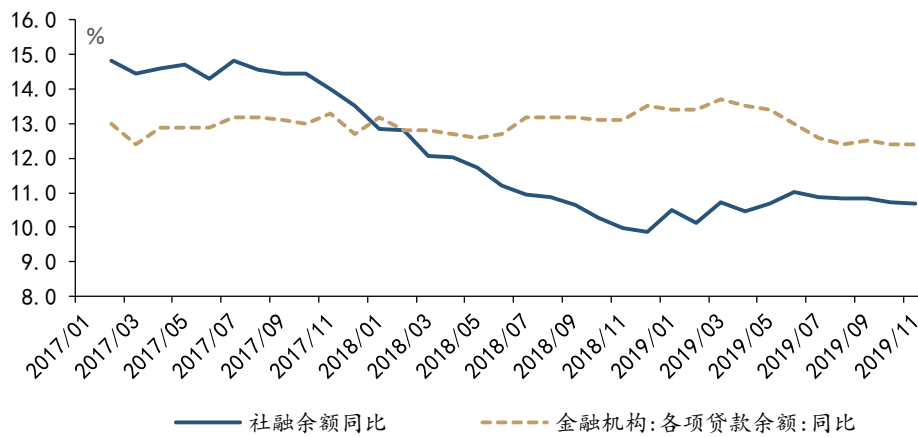
资料来源：WIND，兴业研究

除企业中长期贷款和票据外，贷款与社融中其它分项的表现大致符合预期。

在人民币贷款中，居民中长期贷款同比小幅增加了 298 亿，反映出楼市仍有一定的余温。得益于居民和企业中长期贷款的韧性，11 月金融机构贷款同比增长 12.4%，与上月持平。

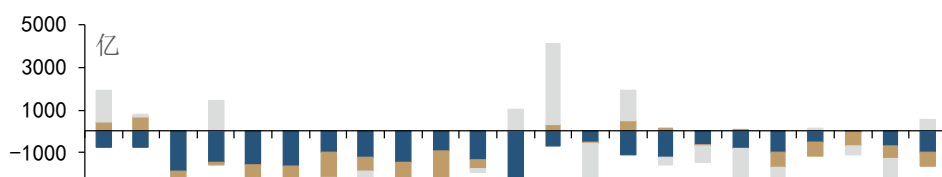
在表外融资中，7 月以来新增信托贷款规模稳定在-600 至-700 亿的区间之内。11 月新增信托贷款-673 亿，表现平稳。11 月新增委托贷款环比下降 292 亿至-959 亿，但同比仍延续了正增长。由于贷款、表外融资增长都较为稳定，11 月社融余额同比增长 10.7%，也与上月持平。

图表 7 社融与贷款增速均持平



资料来源：WIND，兴业研究

图表 8 表外融资



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_8449

