

## 信贷改善，但不宜过度乐观

### ——2019年11月金融数据点评

宏观简报

#### ◆ 要点

央行公布11月金融数据，其中新增信贷1.39万亿，略高于去年同期，社融增速持平前值为10.7%，M2增速回落至8.2%（前值8.4%）。

11月票据直贴和转贴利率显著走低，但银行表内外票据新增规模均不高，量少价低或显示企业需求不强为主因。而企业新增中长期贷款连续4月高于去年同期（月均近千亿），我们估算城投非标月到期规模亦近千亿，金融数据对实体经济的改善效果或打折扣。

M2增速回落，一定程度与11月新增财政存款高于去年同期有关。财政收支增速通常会在年底趋于收敛，今年上半年财政支出增速持续高增而收入低增，部分透支下半年财政支出，11月财政支出力度或减弱。

12月9日河北雄安新区、浙江、重庆、新疆等13地区成为第一批交通强国建设试点地区，且第二批试点申报工作正在进行，预计交通类投资将成为拉动基建增速回升和稳经济的重要项目，后续信贷增长有望得到支撑。

#### 分析师

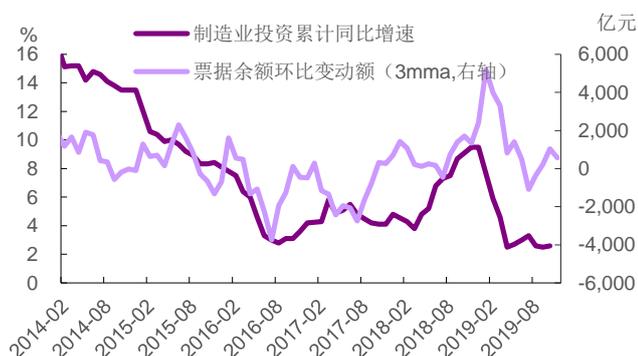
张文朗（执业证书编号：S0930516100002）  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

邓巧锋（执业证书编号：S0930517100005）  
021-52523805  
[dengqiaofeng@ebcn.com](mailto:dengqiaofeng@ebcn.com)

央行公布 11 月信贷社融数据，其中人民币新增信贷 1.39 万亿略高于我们预期的 1.25 万亿，新增社融 1.75 万亿符合我们预期的 1.7 万亿，具体点评如下：

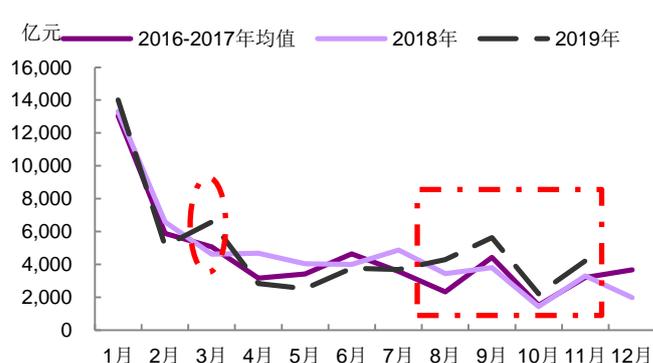
**票据新增不多，且企业中长期贷款持续改善，但尚不足以充分印证经济回暖。** 11 月新增人民币信贷 1.39 万亿，同比多增 0.14 万亿，其中居民部门同比持平，而企业部门持续改善。我们在 11 月前瞻中指出，当月票据直贴和转贴利率走低，或表明企业贷款需求偏弱，以及存在银行以票据冲贷款规模的可能。11 月票据贴现利率走低和银行表内外票据新增较少的事实，可能更支持企业贷款需求偏弱。由于开票主体多为制造业企业，显示制造业企业活力不强（图 1）。但企业中长期贷款较好，新增占比为 30.3%，环比下降但远高于去年同期的 26.4%，新增额连续 4 月高于去年同期（图 2）。我们大致估算城投类非标融资规模每月萎缩近千亿元<sup>1</sup>，8-11 月企业中长期新增信贷多增额也有近千亿元规模，该数据改善或与置换城投到期非标相关，并不足以印证经济回暖。

**图 1：历史数据显示票据规模变动与制造业投资密切相关**



资料来源：Wind。注：但今年年初的票据规模高增或与银行以票据冲贷款规模有关，两者相关性有所下降

**图 2：企业新增中长期贷款连续 4 月高于去年同期**



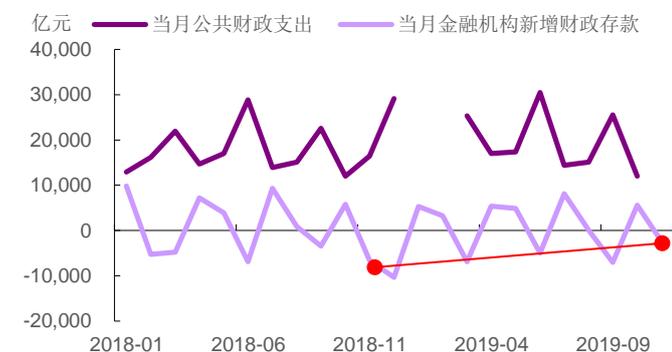
资料来源：Wind，光大证券研究所

新增社融 1.75 万亿，社融存量增速维持 10.7% 高位（前值 10.73%）。新增人民币信贷规模较高，叠加企业债券新增 2696 亿，支撑社融增速维持高位。

**M2 同比增速回落至 8.2%（前值 8.4%），或与财政支出力度较弱有关。** 11 月金融机构新增财政存款 -2451 亿，远高于去年同期 -6643 亿元，进而拖累 M2 增速。公共财政收支增速通常会在年底趋于收敛（图 4，除非出现财政部大量调入资金或使用以往结转结余资金情形），今年上半年财政支出增速持续高增而收入低增，或透支下半年支出力度。这也意味着 11 月财政支出增速或继续回落。

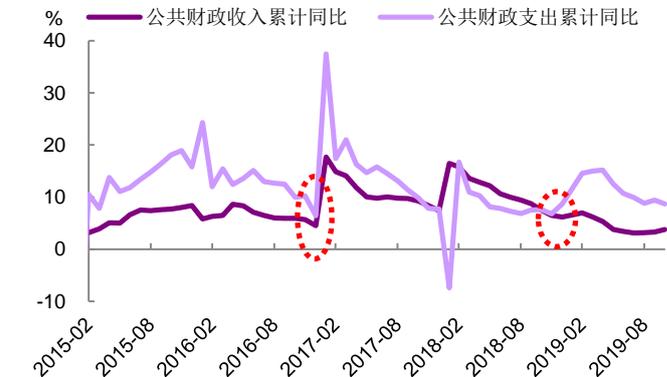
<sup>1</sup> 主要考虑信托贷款、委托贷款、券商定向资管计划、基金子公司专户、融资租赁、保险债权计划等非标规模变动情况。

图 3：11 月新增财政存款变动跌幅收敛，或显示当月财政支出发力弱于去年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：今年 1、2 月单月的财政支出数据未公布

图 4：年底公共财政收支增速或趋于收敛



资料来源：Wind，光大证券研究所

总体上，8 月以来信贷数据持续向实或显示经济企稳动能增强，但由于城投非标债务置换的缘故，该效果或打折扣。12 月 9 日河北雄安新区、浙江、重庆、新疆等 13 地区成为第一批交通强国建设试点地区，且第二批试点申报工作正在进行，预计交通类投资将成为拉动基建增速回升和稳经济的重要项目，信贷后续增长有望得到支撑。

## 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曾与、不与、也将不会与本报告中的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

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\\_8456](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8456)

