

固定收益研究/动态点评

2019年12月10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 021-28972035
zhangliang014597@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究:被漠视的CPI走高,需提防的PPI反弹!》2019.12

2《固定收益研究:创造历史还是虚惊一场》2019.12

3《固定收益研究:PMI重回扩张区间,冬日的一抹亮色》2019.11

金融数据改善及对三个疑问的理解

——2019年11月金融数据点评

核心观点

11月新增信贷13900亿、社融17500亿,社融存量同比10.7%,M2同比8.2%。总量上,信贷社融超预期增长缓解了经济下行压力。结构上,企业中长期贷款强劲而票据冲量未得到验证,非标延续同比改善局面。基建融资需求或是中长期贷款改善的主因。信贷增长与M2下滑的背离,有非标降幅收窄、财政存款少减等因素。居民存款向企业转移背后可能存在楼市销售回暖,也导致M1与M2剪刀差扩大。近期数据都指向逆周期调节效果隐现,明年一季度基本面对债市偏不利,但职业年金等配置需求制约波动,贸易摩擦进展、政策利率仍是博弈点。利率债短期继续多看少动等待时机。

监管拖累居民短贷和票据融资,隐性债务置换拉动企业中长期贷款

总量上,11月新增信贷13900亿元,同比多增1387亿,社融17500亿元,同比多增1458亿元,均超预期增长,缓解经济下行压力。结构上,企业中长期贷款延续今年九月份以来的强劲表现。此前市场担心票据冲量的问题并未得到验证。同时,11月非标融资-1061亿元,同比少减843亿元,延续了8月以来的改善局面,尤其是四季度非标到期量较大。

企业中长期贷款多增的虚与实?

今年8月以来企业中长期贷款持续同比改善,地方隐性债务置换起到了一定的推动作用,不过目前规模有限。企业存款增速尚可,说明置换占比不应夸大。LPR报价机制改革引发降息预期,也推动商业银行加快中长期信贷投放,但不具备持续性。我们认为基建融资需求改善或是主因。今年6月专项债新政下发,9月国常会要求落地专项债的配套融资,12月政治局会议再次强调加强基础设施建设,政策都指向基建投资更多发挥逆周期调节的作用。而11月份以来钢铁、建材价格大涨也指向基建投资边际改善。

信贷、社融超预期增长,M2为何下降?

年初以来,社融与M2增速出现背离,主要原因在于非标降幅收窄以及银行投放非银继续压缩。此外,地方债大量发行之后形成财政存款拖累M2增速。而11月在信贷和社融均超预期的情况下,M2增速反而下滑0.2个百分点。首先,非标降幅收窄会进一步导致社融与M2背离;其次,11月财政存款同比少减对M2形成拖累;最后,尽管11月新增信贷超预期,但贷款余额增速实际是持平于10月份的,并不会明显改善M2。

企业与居民新增存款缘何一升一降?

11月企业存款有所改善,而居民存款增量偏低。一升一降的背后,其一,企业贷款改善带动存款派生;其二,受益于5年期LPR下行与个别城市松绑楼市政策,商品房销售可能表现较好,存款向房企的转移加快,也解释M1与M2剪刀差走扩;其三,“双十一”刺激消费,也助推居民存款向企业部门转移。而居民存款同比少增的幅度较大,主要受去年高基数影响。

市场启示

今年金融数据经常是一月好、一月差,地方隐性债务置换也导致信贷结构的扰动。但整体看,近期从PMI、金融数据到大宗商品价格、进口增速数据都指向逆周期调节效果隐现。鉴于明年一季度地方专项债集中发行及配套贷款大增,信贷和社融走强的情况可能持续。叠加CPI继续走高和PPI阶段性转正,基本面对债市偏不利。但是,保险、摊余成本法基金、职业年金等配置需求仍强,制约波动空间。中美贸易摩擦进展和央行MLF、OMO小步慢跑的节奏也是市场博弈的点,多空双方都不敢轻举妄动。整体看,利率债赔率上下对称,胜率不算高,短期继续多看少动等待时机。

风险提示:基建投资不及预期、地方专项债前置发行量不及预期。

事件

央行公布 2019 年 11 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 13900 亿元，市场预期 12562 亿元，前值 6613 亿元。
- (2) 社会融资规模 17500 亿元，市场预期 15633 亿元，前值 6189 亿元。
- (3) M2 同比 8.2%，市场预期 8.4%，前值 8.4%；M1 同比 3.5%，前值 3.3%。

点评

信贷与社融均实现超预期增长，结构继续改善

从总量上看，11 月新增人民币贷款 13900 亿元，同比多增 1387 亿，社会融资规模 17500 亿元，同比多增 1458 亿元，两者均实现了超预期的增长，有助于缓解经济下行压力。

从结构上看，11 月企业中长期贷款达到 4206 亿元，同比多增 911 亿元，延续今年九月份以来的强劲表现。此前市场担心票据冲量的问题并没有得到数据验证。与此同时，11 月非标融资-1061 亿元，同比少减了 843 亿元，其中委托贷款和信托贷款同比分别少减 351 亿元和多减 206 亿元，基本继续延续了 8 月份以来同比改善的局面，尤其是考虑到四季度非标到期量较大，11 月非标融资保持平稳更加不易。

因此，无论从总量还是结构来看，信贷与社融数据均是表现强劲的。不过近几个月，金融数据受到的扰动因素增多，如下问题值得关注和讨论。

企业中长期贷款多增的虚与实？

今年 8 月份以来，企业中长期贷款持续同比改善，即使在 10 月份信贷、社融数据大幅减少的情况下中长期贷款表现仍强劲，成为金融数据最亮眼的分项。我们曾较早提及，地方隐性债务置换会导致表内中长期贷款“虚高”，从我们微观调研来看，8 月份以来部分地区的确出现了隐性债务置换落地的案例，这对近几个月企业中长期贷款的改善起到了一定的推动作用，不过地方隐性债务置换的规模目前仍有限。从存款增长情况看，企业存款增速尚可，说明置换占比不应夸大。此外，LPR 报价机制改革引发降息预期，也推动商业银行阶段加快中长期信贷投放，锁定利率，但这个因素不具备持续性。因此这两项原因并不能解释中长期贷款的持续改善。

我们认为基建融资需求的改善或是中长期贷款改善的真正原因。今年 6 月专项债新政下发，9 月份国常会要求落地专项债的配套融资，12 月政治局会议再次强调加强基础设施建设，政策都指向基建投资更多发挥逆周期调节的作用。而 11 月份以来钢铁、建材价格大涨，挖掘机销量大幅增长也指向基建投资边际改善。

信贷、社融超预期增长，M2 为何下降？

年初以来，社融与 M2 增速出现了背离，截止 11 月，社融增速报 10.7%，相比去年底提高了近 1 个百分点，而 11 月 M2 增速报 8.2%，仅比去年底高出 0.1 个百分点。我们在《社融与 M2：类似的背离，不一样的影响》中提到，今年社融与 M2 背离的主要原因在于非标降幅收窄以及银行投放非银继续压缩。此外，地方债大量发行(计入社融)之后形成财政存款拖累 M2 增速。

而 11 月份在信贷和社融均超预期的情况下，M2 增速反而出现了 0.2 个百分点的下滑。首先，11 月份非标降幅仍是收窄的，这会进一步导致社融与 M2 背离；其次，11 月份财政存款新增-2451 亿元，同比少减 4192 亿元，这会对 M2 形成拖累；最后，尽管 11 月份新增信贷是超预期的，但是金融机构各项贷款余额增速实际是持平于 10 月份的，并不会明显改善 M2。

企业与居民新增存款缘何一升一降？

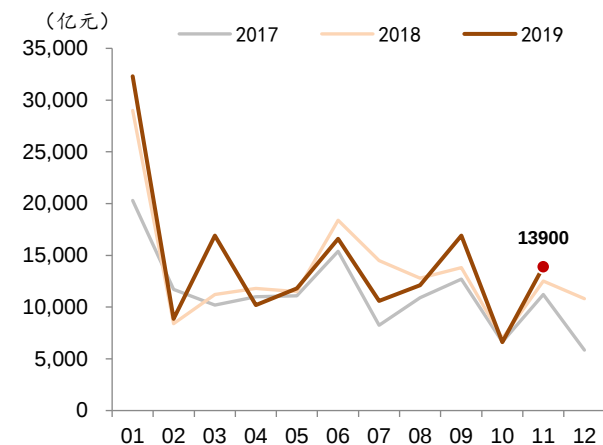
11 月企业存款有所改善，新增 8656 亿元，同比多增 1321 亿元。而居民存款增量偏低，新增 2466 亿元，同比少增 4940 亿元。一升一降的背后可能存在三方面因素，其一，货币信贷形势分析座谈会后，企业贷款改善带动存款派生。其二，受益于 5 年期 LPR 下行与个别城市松绑楼市政策，当月商品房销售可能表现较好，居民存款向房企的转移加快，也或解释当月 M1 与 M2 剪刀差走扩。其三，“双十一”刺激居民消费，也助推了居民存款向企业部门转移。而居民存款同比少增的幅度较大，主要受到去年高基数影响。

市场启示

今年的金融数据经常是一月好、一月差，此外地方隐性债务置换也导致信贷结构的扰动。但整体看，近期从 PMI、金融数据到大宗商品价格、进口增速都指向逆周期调节效果隐现。鉴于明年一季度地方专项债集中发行及配套贷款大增，信贷和社融走强的情况有可能持续。叠加 CPI 继续走高和 PPI 阶段性转正，基本面对债市偏不利。但是，保险、摊余成本法基金、职业年金等配置需求仍强，制约波动空间。中美贸易摩擦进展和央行 MLF 和 OMO 小步慢跑的节奏也是市场博弈的点，多空双方都不敢轻举妄动。整体看，利率债赔率上下对称，胜率不算高，短期继续多看少动等待时机。

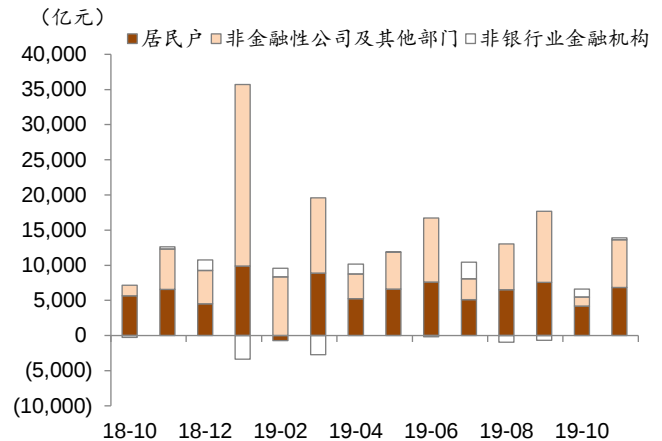
信贷

图表1：新增人民币贷款



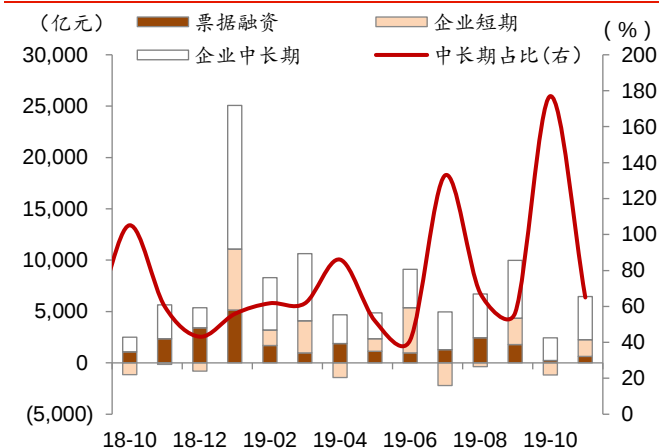
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：新增人民币贷款分部门



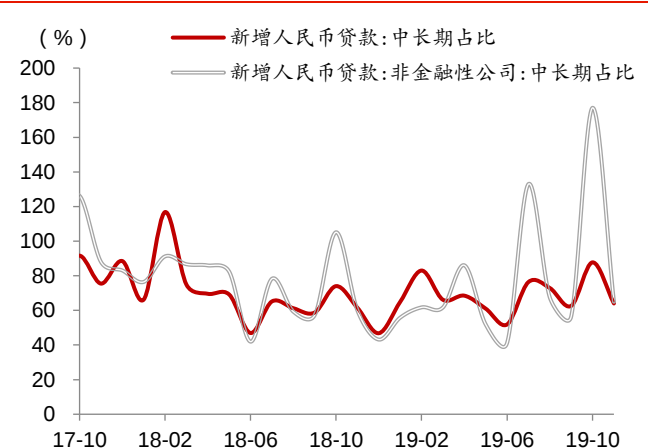
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：企业新增信贷结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

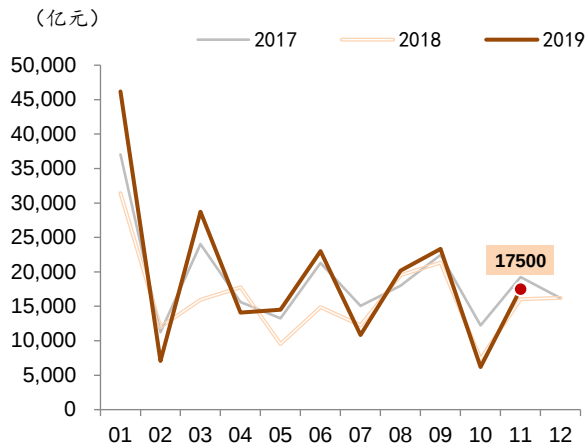
图表4：新增信贷中长期占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

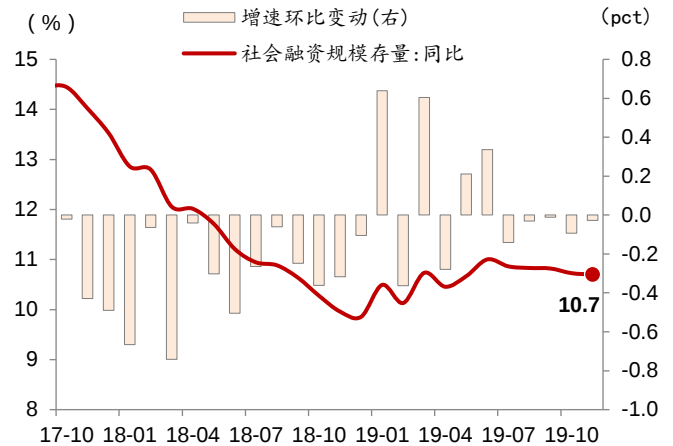
社融

图表5： 新增社会融资规模



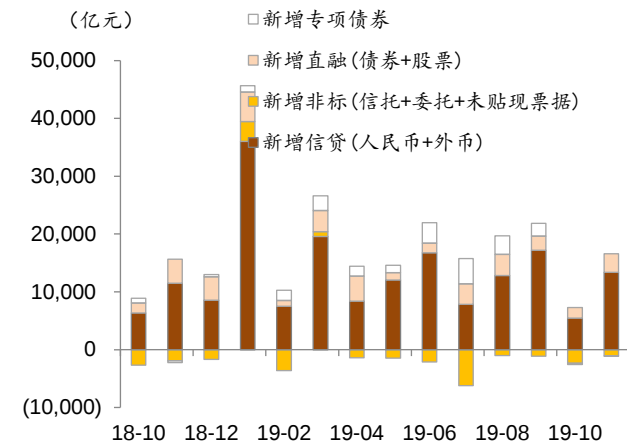
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 社融存量增速



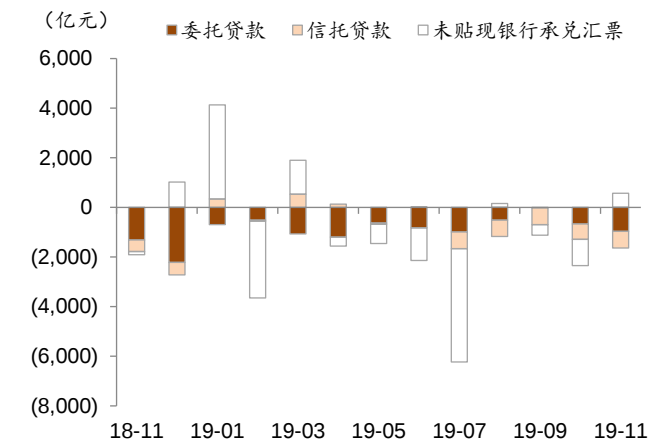
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 新增社融各分项



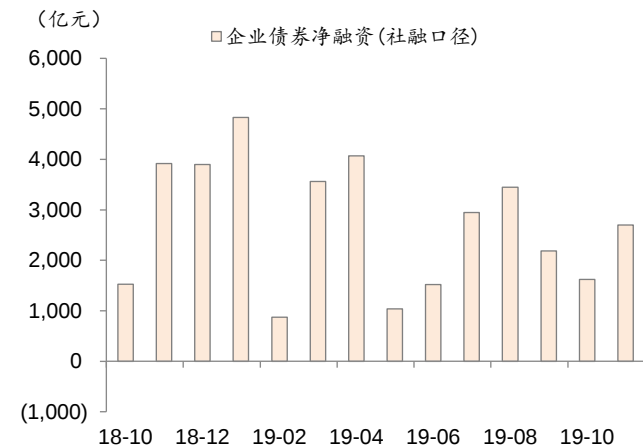
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 新增非标各分项同比增减



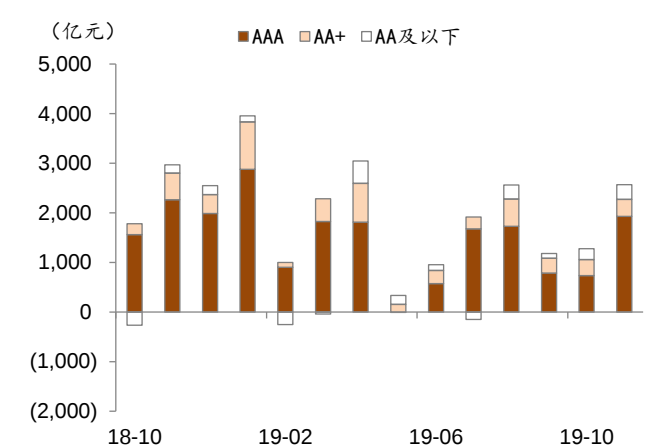
资料来源：Wind，华泰证券研究所

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

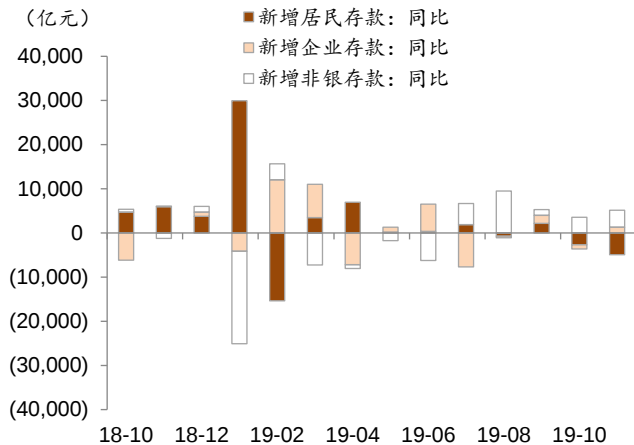
图表10： 信用债净融资分评级状况（主体评级）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

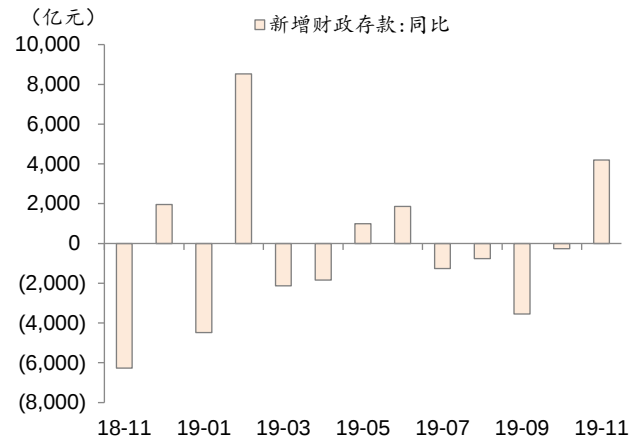
货币与存款：

图表11： 新增存款同比（居民、非金融企业与非银金融）



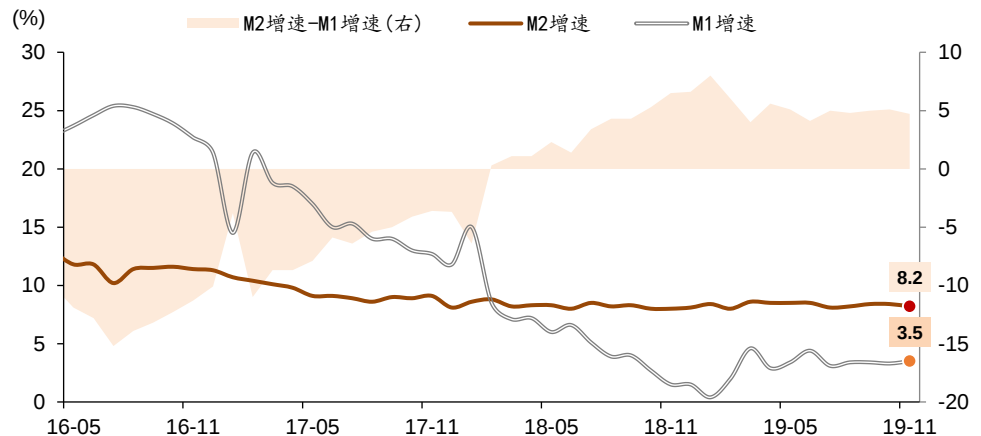
资料来源：Wind，华泰证券研究所

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、基建投资不及预期。我们认为基建融资需求改善或是当月中长期贷款改善的主因，若基建投资增速不及预期，信贷质量可能存疑。

2、货币政策超预期收紧。12月10日央行降准1个百分点，但市场对于后续货币政策走向仍存在分歧，若后续货币政策超预期收紧，将对市场流动性产生一定影响。

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_8459

