



联讯证券专题研究

“矛盾”的金融数据

2019年12月10日

投资要点

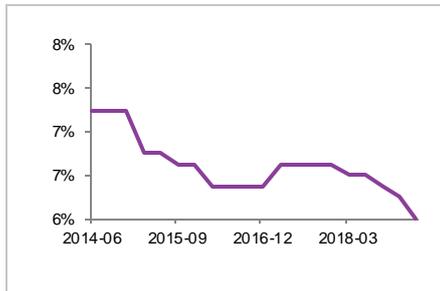
分析师：钟林楠

执业编号：S0300519110001

电话：010-66235779

邮箱：zhonglinnan@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《央行“降息”的逻辑与演变》2019-11-18

《评 LPR 报价：5 年期首次下调》

2019-11-20

《疯狂的票据》2019-12-03

《观测债市情绪的六类指标》2019-12-06

《评央行续作 MLF：跨年与稳增长兼得》

2019-12-06

“矛盾”的金融数据

在经历了 11 月份票据利率疯狂下行后，市场对于社融与信贷数据期待本来并不高，但 1.75 万亿和 1.39 万亿的新增量、并不差的结构以及相对低增速的 M2 让大部分人感到了意外。

而债券市场在数据出来后的表现后更值得玩味，国开活跃券 190215 的债券收益率一度出现了 TKN 抢券的现象。这和今天上午超预期的通胀数据出来后，期货无过多反应，后续逆势上扬如出一辙

我们认为当下实体有效融资需求实际不如数据表现的强势，但明年上半年在政府加杠杆的带动下，有望短暂恢复。

在持续超预期的数据表现冲击下，利率依然选择了下行的方向，对利空的反映较小，说明现在虽然多空分歧较大，但多头的力量可能要稍强一些，机构的配置压力+利空出尽的预期+对央行继续调降政策利率的预期可能是主要原因。

但在基本面阶段性回暖、稳增长诉求提升的大环境下，未来利率的走势不确定性较大，交易盘入场后快进快出是常态，利率下行的空间有限，持续性会偏弱，不建议进场参与。

风险提示：实体融资需求超预期



图表目录

图表 1: 结构性存款余额在 10 月份出现较大幅度的下降.....	4
------------------------------------	---



在经历了 11 月份票据利率疯狂下行后，市场对于社融与信贷数据期待本来并不高，但 1.75 万亿和 1.39 万亿的新增量、并不差的结构以及相对低增速的 M2 让大部分人感到了意外。

而债券市场在数据出来后的表现后更值得玩味，国开活跃券 190215 的债券收益率一度出现了 TKN 抢券的现象。这和今天上午超预期的通胀数据出来后，期货无过多反应，后续逆势上扬如出一辙。

该怎么看待此次社融的表现，又该如何理解数据出来后利率的表现？

1、当下实体有效融资需求实际不如数据表现的强势，但明年上半年在政府加杠杆的带动下，有望短暂恢复。

新增社融和信贷都明显超出了季节性和预期值，一是来源于监管机构对银行的压力加大，尤其是在 11 月中下旬，信贷形势分析会要求大行提高政治站位、加大逆周期调节的力度。

二是今年暖冬，11 月地产和基建项目开工与施工强度依然不弱，给银行信贷投放提供了一定的支撑，螺纹钢的表观消费不弱，水泥价格的持续上涨都是微观上的验证。

三是地方政府隐性债务置换，将部分高息短期的非标（包括不纳入社融口径的非标资产）置换为银行的中长期贷款，在一定程度上推高了信贷和社融的读数。从分项来看，4200 亿的企业中长期贷款也确实不差。

只是，这种不差的表现对经济的带动作用会不如以往，从金融底到经济底的时滞被动拉长。现在回过头来看，金融底在 2018 年末已经出现，但经济底并没有按照以往经验在今年一季度或二季度出现。

不过，从库存周期处于历史低位（继续去化的动力与空间有限）、11 月 PMI 超预期来看，现在经济最差的时期可能已经过去。

在 12 月政治局会议强调“紧扣全面建成小康社会目标任务”、“确保全面建成小康社会”的目标，加大基建投资的情况下，明年宽财政可能会快速落地，有效的融资需求可能会出现一定的修复。

2、分项拆解来看，票据的少增是多种力量平衡的结果，表外融资项依旧没有明显起色，债券融资的分化持续

首先，转贴现票据利率的疯狂下行已经说明了银行在 11 月遭遇了更强的政策压力，若不是，我们很难相信在负债成本持续走高的情况下，银行会意愿在短期内大幅抢量。

在转贴现票据利率大幅下行，并和直贴利率拉开差距后，银行有动力在票据一级市场上让利做直贴（然后在二级转贴现市场以更高的价格卖出），因此使票据融资（直贴）规模扩张。

同时，为了应对政策压力，银行也会加大票据的签发规模，这对应着票据融资的“库存来源”：表外未贴现银行承兑汇票规模的改善。

但与此同时，监管机构对无真实贸易背景的监管强度没有明显减弱，限制了票据融资和表外票据项的大幅放量，最终使票据呈现出改善但未明显放量的特点。

其次，信托贷款和委托贷款分别新增-670 亿和-950 亿，和 10 月份相比，没有进一步的改善，对房地产融资的限制和委贷新规依然是主要的拖累。



最后，债券融资环比大幅改善，一方面是利率品种下行空间受限，资金面相对宽松的情况下，金融机构将头寸更多集中于信用品种，另一方面也与银行大量投资摊余成本法债基，广义基金配置盘的力量较强有关。

但从债券融资的结构来看，民营企业依然是大额的负增长，融资增量主要集中在国企、央企与城投上。

随着 11 月份违约与信用负面事件的增强，债券融资结构化分层的现象可能会进一步扩散，投资者对资质下沉的策略会更加慎重。

3、M2 的“低增长”既有债务置换的影响，也有监管打击假结构化存款的影响，未来需要关注 M1-M2 剪刀差的可持续性。

在社融与信贷明显高于季节性和预期的状况下，作为硬币另一面的 M2 却大幅低于预期，这背后的主要原因我们猜测有两个：

一是地方政府的隐性债务置换，只会对银行资产端和城投负债性质构成影响，不会增加城投的存款。

二是监管打击假结构性存款（根据信贷收支表，10 月全国性银行的结构性存款余额减少了 5000 亿），影响信贷派生存款。

图表 1：结构性存款余额在 10 月份出现较大幅度的下降



资料来源：联讯证券，wind

举例来说，如果银行可以发行高利率的结构性存款，吸引流通中的现金（居民手中）100 元，那么银行居民存款增加 100 元，然后银行拿去放贷给企业，企业存款增加 100 元，一共存款增加了 200 元；

但如今确定性高息的结构化存款无法继续发行，那么居民可能就会直接将 100 元，拿去买理财，理财拿去买信用债，企业存款增加 100 元，相对应的存款只增加了 100 元。

如果是存量的结构性存款到期了，居民将钱拿去投资理财，理财再去投资信用债，那么对银行来说，存款并没有增加，只是将居民存款转变为了企业存款。

而如果到期后，居民看中高利率，继续存续，银行可以在居民存款规模不变的情况下，加大信贷投放，再创造出额外的 100 元企业存款。

未来，这种因为监管因素造成的拖累可能会继续存在，M2 增速最终的变化，将取决



于该因素与社融信贷强度的博弈。

最后，在货币供应量中，我们还发现 M1-M2 的增速差出现了改善，从-5.1%回升至 4.7%，考虑到现在库存较低，我们不排除企业在储备现金为主动补库存做准备的可能性，未来需要持续关注。

4、在持续超预期的数据表现冲击下，利率依然选择了下行的方向，对利空的反映较小，说明现在虽然多空分歧较大，但多头的力量可能要稍强一些，机构的配置压力+利空出尽的预期+对央行继续调降政策利率的预期可能是主要原因。

但在基本面阶段性回暖、稳增长诉求提升的大环境下，未来利率的走势不确定性较大，交易盘入场后快进快出是常态，利率下行的空间有限，持续性会偏弱，不建议进场参与。

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_8491

