

信贷、社融季节性回落，10月货币宽松预期落空

——2019年10月金融数据点评

宏观专题

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

郑嘉伟（分析师）

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号 S0280519040001

2019年11月11日,央行公布10月金融数据显示,人民币贷款增加6613亿元,同比少增357亿元;10月社会融资规模增量为6189亿元,比2018年同期少1185亿元,同比增速10.7%,比上个月回落0.1个百分点;10月末,M2同比增长8.4%,增速与上月持平;M1同比增长3.3%,增速比上月末低0.1个百分点;M0同比增长4.7%,增速比上个月回升0.7个百分点。

● **地方政府隐性债务化解及非银机构流动性分层缓和助推信贷增速保持稳定。**居民短期贷款和企业票据融资回落助推10月信贷投放低于市场预期,地方政府隐性债务化解以及非银机构流动性分层缓和助推信贷增速保持稳定。信贷回落的主要原因来自居民贷款和企业票据融资。其中,10月居民部门贷款增加4210亿元,同比少增1427亿元。其中,短期贷款少增1284亿元。居民部门短期贷款大幅下降的主要原因在于随着“房住不炒”政策的实施,监管层加强对消费贷违规流入房地产市场的高压政策,居民短期贷款持续回落。未来随着地产调控趋严,居民部门无论是短期贷款还是中长期贷款均将有所回落。企业部门整体新增贷款为1262亿元,同比少增241亿元,企业票据融资增加214亿元,同比少增850亿元。企业部门中长期贷款增加主要来自于地方政府隐性债务化解,表外融资多数置换为表内贷款,商业银行成为当前化解隐性债务的主力;票据融资的快速下滑主要来自监管趋严,严厉禁止通过票据融资套利的行为,未来随着地方政府加大隐性债务化解,企业中长期新增信贷规模将持续好于市场预期。

● **信贷回落和专项债发行接近尾声推动社融低于市场预期。**10月社融增速为10.7%,较上个月回落0.1个百分点。一是人民币贷款显著回落是社融增速回落的重要拖累;二是专项债发行受高基数影响成为社融增速的另一拖累。三是非标融资小幅萎缩。10月非标融资减少2344亿,受高基数影响,同比少减330.84亿,对社融保持正贡献。四是直接融资增加有助于社融趋稳。其中,新口径下企业债券融资1622亿元,同比多增99亿元;非金融企业境内股票融资180亿元,同比多增4亿元,继续保持对社融增速正贡献。

● **信贷、社融季节性回落,10月货币宽松预期落空。**10月M2增速与上月持平,一方面主要来自于央行在10月公开市场操作净投放量整体上高于9月,尤其是提前操作2000亿元MLF;另一方面由于10月工作日少于9月,信贷社融增量都季节性回落,10月货币宽松预期落空,货币市场利率较9月有所回升,进一步加剧信用收缩,导致信贷需求弱,整体看抑制了货币派生。

● **四季度债市迎来较好配置机会。**CPI增速在猪肉价格推动下达到3.8%,超出市场预期。当然除了猪肉价格推动外,蔬菜价格降幅收敛,猪肉价格的外溢效应开始显现,同时猪肉价格在CPI比重占比上升也是推升通胀超预期的主要原因,可能会制约央行货币宽松空间。在四季度CPI增速依然还存在上涨压力背景下,物价涨幅将短期高居不下,不排除货币政策会更加中性,债市在四季度扰动因素较多,将迎来较好配置机会。

● **风险提示:政策转向;外部环境恶化**

相关报告

下半年货币政策更加注重“适时适度”——宏观专题

2019-07-01

下半年积极财政仍将继续发力——宏观专题

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理——宏观专题

2019-06-18

信贷平稳,低基数助推社融增速回升——2019年5月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观观点

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难?——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

宽信用仍在路上,通胀或难掣肘——2月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设CBS并非中国版QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗:2019年宽信用路在何方?——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样?——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 地方政府隐性债务化解及非银机构流动性分层缓和助推信贷增速保持稳定	3
2、 信贷回落和专项债发行接近尾声推动社融低于市场预期	5
3、 信贷、社融季节性回落，10月货币宽松预期落空	7
4、 四季度债市迎来较好配置机会	7
5、 大类资产观察（2019.10.04-2019.11.10）	8
5.1、 股票市场	8
5.2、 债券市场	8
5.3、 外汇市场	9
5.4、 房地产市场	9
5.5、 大宗商品市场	10

图表目录

图 1: 10月人民币贷款同比少增 357 亿元	4
图 2: 新增短期贷款及票据融资（%）	4
图 3: 企业中长期期贷款明显增加（亿元）	4
图 4: 10月社融同比少增 1185 亿元	5
图 5: 社融增量分解（亿元）	6
图 6: 非标融资拆解（亿元）	6
图 7: 社融存量同比增速持平（%）	6
图 8: M2 同比增速持平（%）	7
图 9: 发达经济体主要资本市场表现	8
图 10: 新兴经济体主要资本市场表现	8
图 11: 中债国债到期收益率曲线	9
图 12: 美国国债到期收益率曲线	9
图 13: 美元指数与人民币汇率	9
图 14: 日元、欧元、英镑兑美元汇率	9
图 15: 30 大中城市商品房成交套数和成交面积	10
图 16: 一二三线城市商品房成交分化	10
图 17: 原油期货价格指数	10
图 18: 黄金价格指数	10
图 19: 南华商品涨跌幅度	10
图 20: 南华农产品涨跌幅度	10
图 21: 南华能化涨跌幅度	11
图 22: 南华工业涨跌幅度	11
图 23: 南华金属涨跌幅度	11
图 24: 南华贵金属涨跌幅度	11

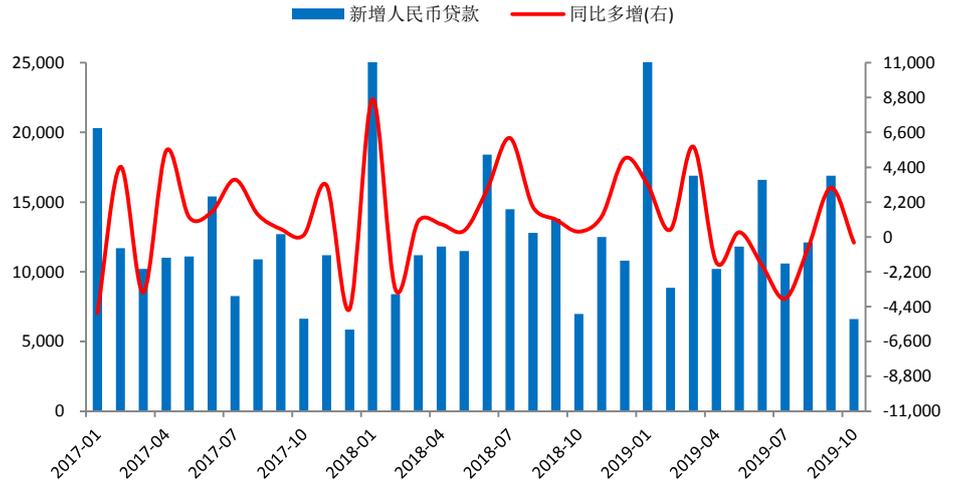
事件：2019年11月11日，央行公布2019年10月金融数据显示，人民币贷款增加6613亿元，同比少增357亿元；10月份社会融资规模增量为6189亿元，比2018年同期少1185亿元，同比增速10.7%，比上个月回落0.1个百分点；10月末，广义货币(M2)余额为194.56万亿元，同比增长8.4%，增速与上月末持平，比2018年同期高0.4个百分点；M1同比增长3.3%，增速比上月末低0.1个百分点，比2018年同期高0.6个百分点；M0同比增长4.7%，增速比上个月回升0.7个百分点。

1、地方政府隐性债务化解及非银机构流动性分层缓和助推

信贷增速保持稳定

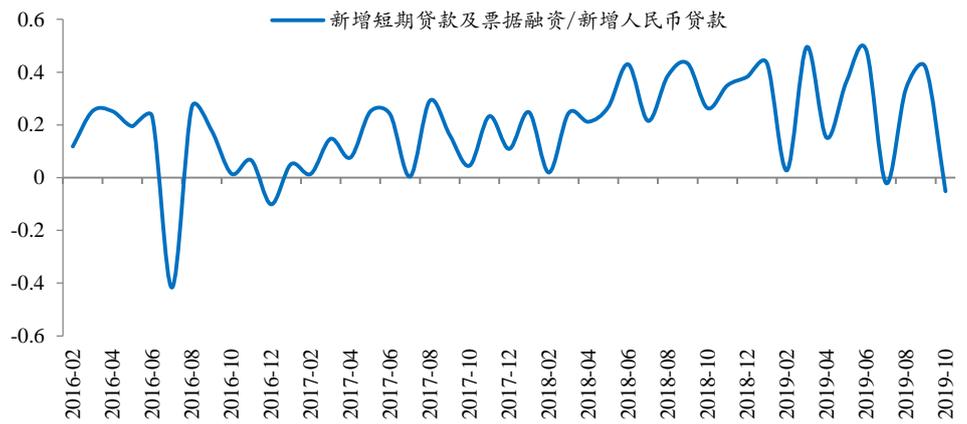
居民短期贷款和企业票据融资回落助推10月信贷投放低于市场预期，地方政府隐性债务化解以及非银机构流动性分层缓和助推信贷增速保持稳定。10月份，人民币贷款增加6613亿元，同比少增357亿元，增速较上个月回落0.1个百分点至12.4%，整体低于市场预期。信贷回落的主要原因来自居民贷款和企业票据融资。其中，10月居民部门贷款增加4210亿元，同比少增1427亿元。其中，短期贷款增加623亿元，同比少增1284亿元；中长期贷款增加3587亿元，同比少增143亿元。居民部门短期贷款大幅下降的主要原因在于随着“房住不炒”政策的实施，监管层加强对消费贷违规流入房地产市场的高压政策，居民短期贷款持续回落。未来随着地产调控趋严，居民部门无论是短期贷款还是中长期贷款均将有所回落。企业部门整体新增贷款为1262亿元，同比少增241亿元。其中，短期贷款减少1178亿元，同比多减44亿；中长期贷款增加2216亿元，两者多增787亿元；此外，企业票据融资增加214亿元，同比少增850亿元。企业部门中长期贷款增加主要来自于地方政府隐性债务化解，表外融资多数置换为表内贷款，商业银行成为当前化解隐性债务的主力，LPR改革推动商业银行积极参与地方政府参与隐性债务化解，不断增加对城投的中长期贷款投放，实际企业中长期融资需求并未显著增长；而票据融资的快速下滑主要来自前期票据到期，以及监管趋严，严厉禁止通过票据融资套利的行为，未来随着地方政府加大隐性债务化解，企业中长期新增信贷规模将持续好于市场预期。10月非银行业金融机构贷款增加1123亿元，同比多增1391亿元，说明随着央行加大公开市场对冲，一定程度缓解了非银机构流动性分层问题，流动性分化有所缓解。

图1： 10月人民币贷款同比少增 357亿元



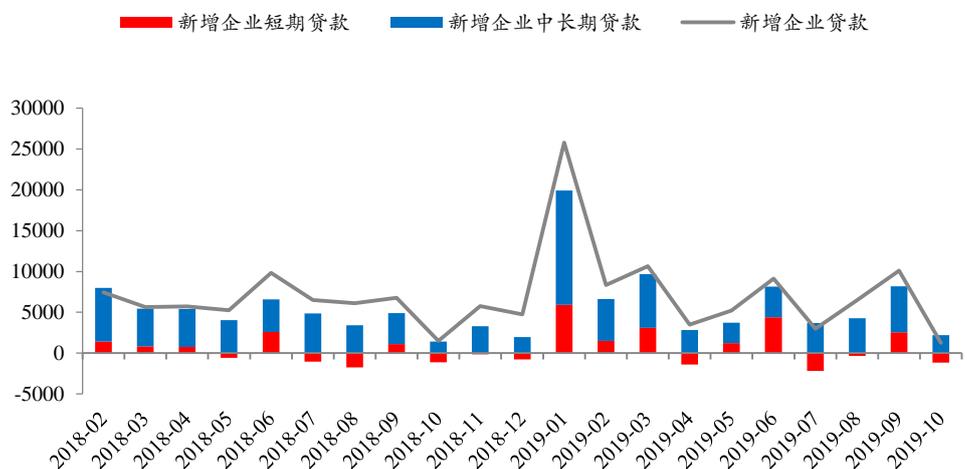
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 新增短期贷款及票据融资（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 企业中长期期贷款明显增加（亿元）

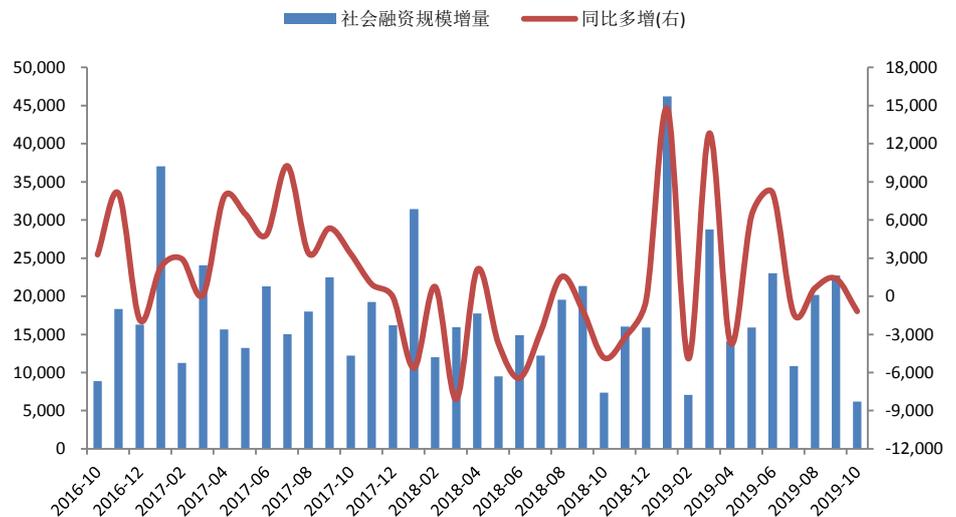


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、信贷回落和专项债发行接近尾声推动社融低于市场预期

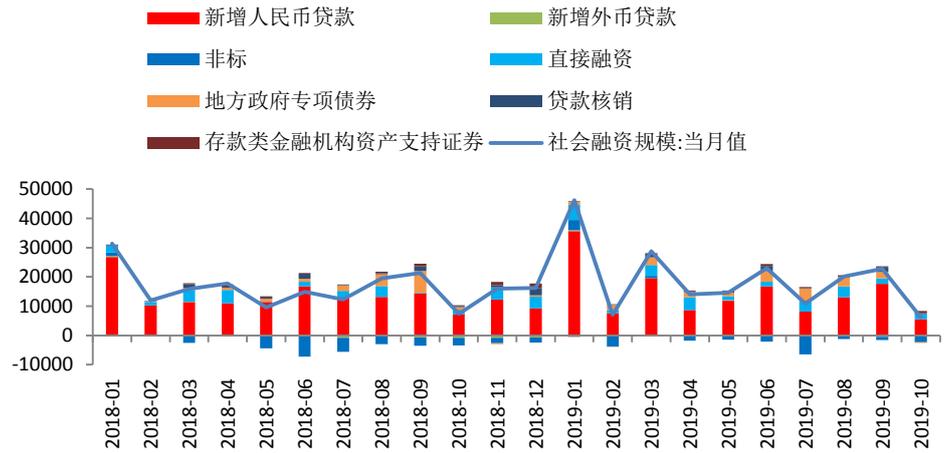
信贷回落和专项债发行接近尾声推动社融低于市场预期。10月社融新增6189亿元，比2018年同期减少1185亿元，社融增速为10.7%，较上个月回落0.1个百分点。一是人民币贷款显著回落是社融增速回落的重要拖累。其中，10月对实体经济发放的人民币贷款增加5470万亿元，在三季度末贷款季节性冲高回落背景下，受监管票据融资快速回落，10月信贷同比多减1671.28亿元。二是专项债发行受高基数影响成为社融增速的另一拖累。由于2019年专项债发行前置，在三季度末基本发行完毕，10月份开始专项债发行急剧下降，受高基数影响，10月地方政府专项债净融资-200亿元，同比少增1067.77亿元，这样由于专项债错峰发行，在高基数背景下成为10月社融增速回落的另一拖累。四季度专项债将继续成为社融增速回落的拖累项，因此2020年专项债提前前置仍有必要。三是非标融资小幅萎缩。10月非标融资减少2344亿，受高基数影响，同比少减330.84亿，对社融保持正贡献，其中，10月银行承兑汇票大幅下降1053亿元，同比多减599.71亿元；新增信托贷款减少624亿元，主要受房地产信托监管趋严影响，同比少减648.91亿元；新增委托贷款减少667亿元，同比少减281.63亿元。四是直接融资增加有助于社融趋稳。其中，央行为了进一步完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，再度调整社融统计口径，将“交易所ABS”纳入“企业债券”指标，新口径下企业债券融资1622亿元，同比多增99亿元；非金融企业境内股票融资180亿元，同比多增4亿元。这些继续保持对社融增速正贡献，但是数值较小。

图4：10月社融同比少增1185亿元



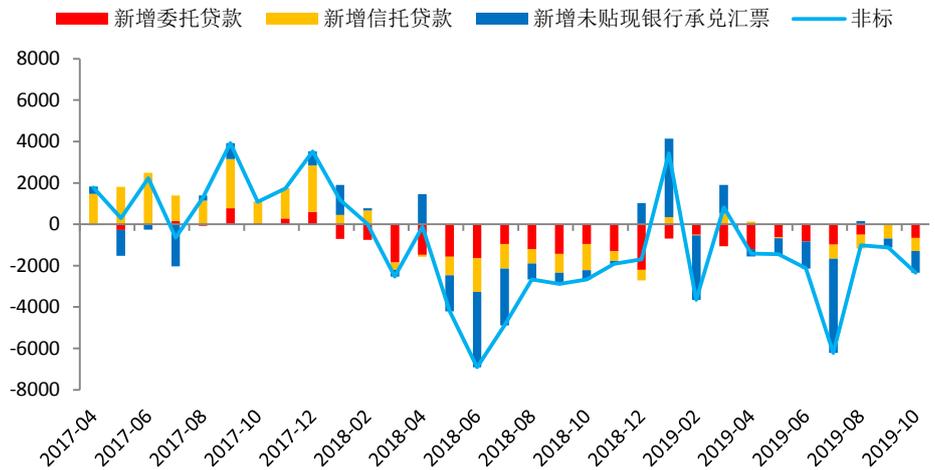
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 社融增量分解 (亿元)



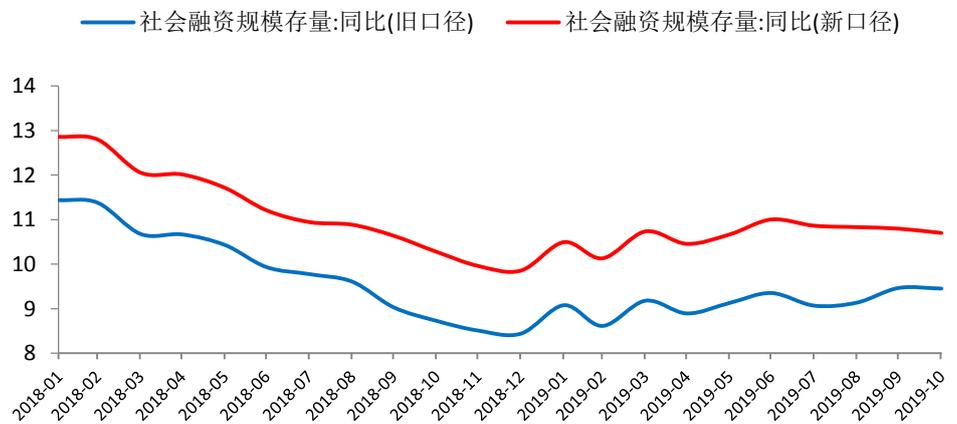
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 非标融资拆解 (亿元)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 社融存量同比增速持平 (%)



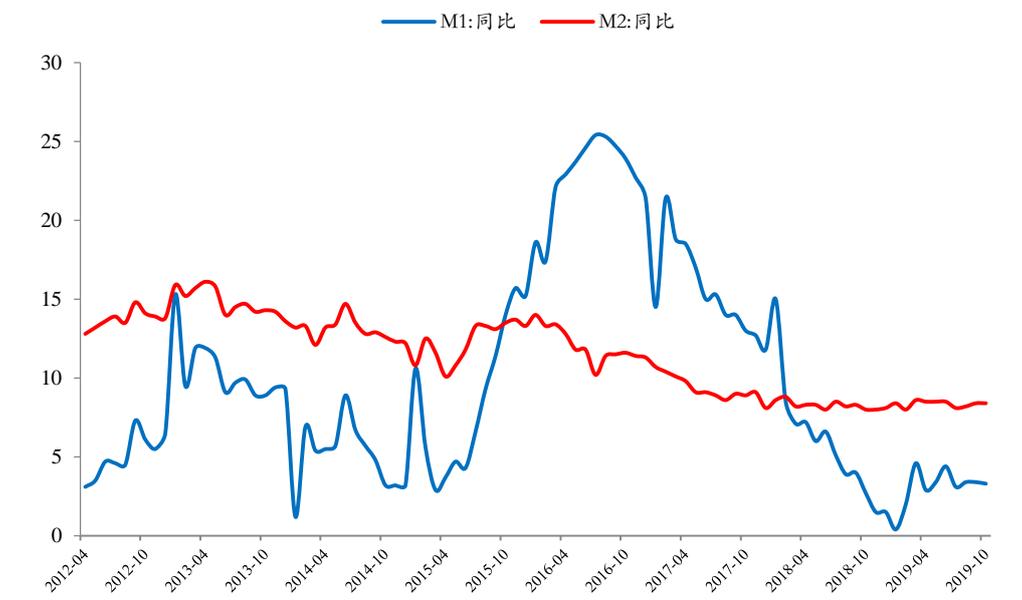
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、信贷、社融季节性回落，10月货币宽松预期落空

10月末，M2余额同比增长8.4%，增速与上月末持平，比2018年同期高0.4个百分点。10月M2增速与上月持平，一方面主要自于央行在10月公开市场操作净投放量整体上高于9月，尤其是提前操作2000亿元MLF；另一方面由于10月工作日少于9月，信贷、社融增量都季节性回落，10月货币宽松预期落空，货币市场利率较9月有所回升，进一步加剧信用收缩，导致信贷需求弱，整体来看抑制了货币派生。

10月末M1同比增长3.3%，增速比上月末低0.1个百分点，比2018年同期高0.6个百分点；M0同比增长4.7%，增速比上个月回升0.7个百分点。M1增速回落说明微观主体活力一般，经济回升的基础还不牢固。财政存款同比多减268亿元，这说明政府加大减税降费力度让利于民，财政存款连续四个月持续下滑，但由于居民消费贷受限和企业票据融资监管趋严，居民只能通过减少存款来应对消费增长，10月居民部门新增存款减少6012亿元，同比多减2665亿元。受流动性分层缓解，非银机构存款显著增加，同比多增3569亿元。

图8：M2同比增速持平（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、四季度债市迎来较好配置机会

上周，CPI增速在猪肉价格推动下达到3.8%，超出市场预期。当然除了猪肉价格推动外，蔬菜价格降幅收敛，猪肉价格的外溢效应开始显现，带动牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉和鸡蛋等相关产品价格涨幅扩大，同时猪肉价格在CPI比重占比上升也是推升通胀超预期的主要原因，可能会制约央行货币宽松空间。同时，PPI增速在企业补库存，减税降费政策共振下，年底可能止跌回升，将会改变市场关于PPI通缩的逻辑，随着物价水平增速中枢抬升，结构从分化到收敛，通胀超预期部分将会给市场带来较大冲击。但是社融数据超预期回落对冲了CPI增速上行给债市带来的影响。在四季度CPI增速依然还存在上涨压力的背景下，物价涨幅将短期高居不下，不排除货币政策会更加中性，债市在四季度扰动因素较多，将迎来较好的配置机会。

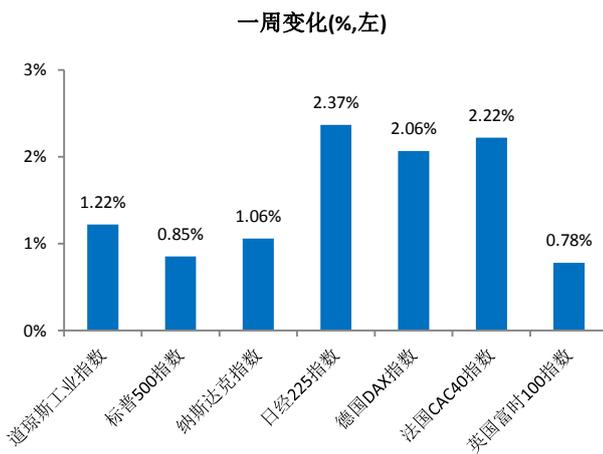
5、 大类资产观察 (2019.10.04-2019.11.10)

5.1、 股票市场

美三大股指集体收涨，再创历史收盘新高。上周，美国纽约联储在隔夜回购操作中接受了706亿美元证券，调查显示，在全球贸易紧张局势和政策不确定性背景下，预计美国明年年中失业率将升至3.7%，经济学家将美国就业增长放缓归因于劳动力市场紧俏令雇主更难找到足够的工人，预计2021年6月美国失业率将升至3.9%，美国2020年出现衰退的概率出现下行，美三大股指集体收涨，三大股指再创历史收盘新高。其中，道指周涨1.22%，收于27681.24点；标普500指数周涨0.85%，收于3093.08点；纳指周涨1.06%，收于8475.31点。

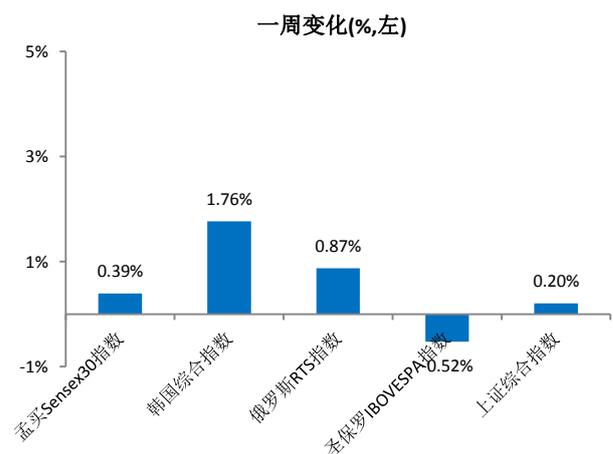
欧洲三大股指周线上涨，亚太股指涨跌互现。上周，IMF发出警告，称欧元区形势可能变得更糟，同时欧盟委员会下调了2020年欧元区的增长和通胀展望，欧洲三大股指周线上涨，其中英国富时100指数周涨0.78%，收于7359.38点；德国DAX指数周涨2.06%，收于13228.56点；法国CAC40指数周涨2.22%，收于5889.70点。**亚太方面涨跌互现。**韩国综指周涨1.76%，收于2137.23点；日经225指数周涨2.37%，收于23391.87点；上证指数周涨0.20%，收于2964.18点。

图9： 发达经济体主要资本市场表现



资料来源：wind，新时代证券研究所

图10： 新兴经济体主要资本市场表现



资料来源：wind，新时代证券研究所

5.2、 债券市场

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_9073



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>