

信贷社融略超预期但不改融资收缩趋势

摘要

8月信贷社融同比基本持平，强于我们与市场的预期，显示实体融资依然强劲。这一方面与前期稳增长政策相关，另一方面显示对部分部门的融资管控效果在融资数据中尚未完全体现。但这并不意味着实体融资收缩压力已经消失。一方面，随着对房地产等行业融资管控的持续，表外融资、房地产相关贷款以及债券融资均会出现相应收缩，增加信贷社融放缓压力。另一方面，随着地方债发行节奏下降，地方债融资量较去年大幅收缩。这将共同推动信贷和社融增速下滑。而货币政策向实体经济传导渠道依然并不顺畅，实体融资收缩压力依然存在。因而资金会继续堆积在银行间市场或流向债券市场，流动性堰塞湖环境下银行配置力量将继续驱动债券利率下行。另一方面，中外利差持续保持高位也将持续吸引外资流入，也将驱动国内利率下行。因而利率债向好的总体趋势并未发生变化，如果短期出现调整，则是更好的加仓机会。

风险提示：实体融资收缩超预期。

西南证券研究发展中心

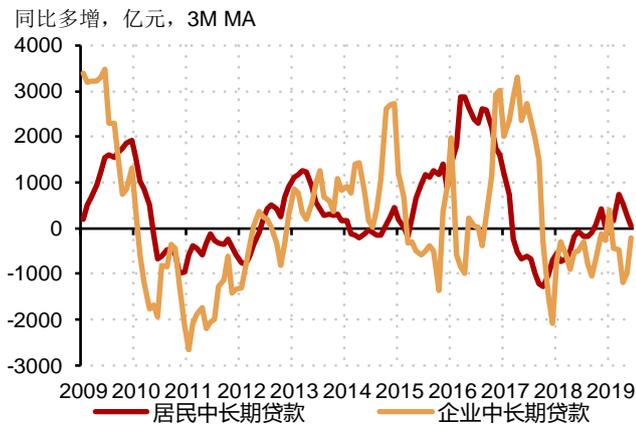
分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

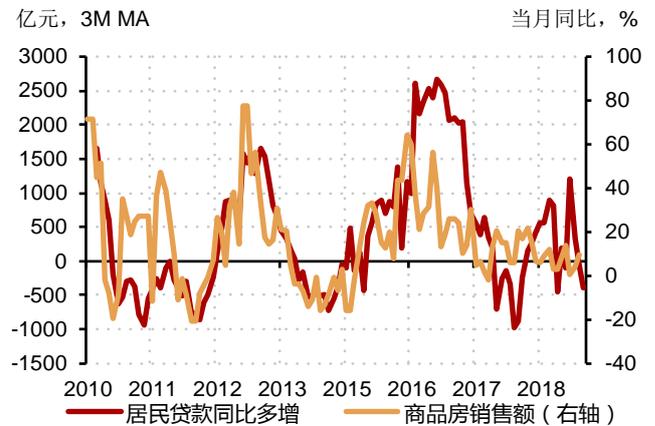
相关研究

1. 猪周期推升通胀，但无需过度担忧 (2019-09-10)
2. 贸易战影响渐显叠加全球经济走弱，外需继续走弱 (2019-09-08)
3. 降准后资金将继续在金融市场淤积 (2019-09-08)
4. 供需双缩，经济放缓压力上升 (2019-09-01)
5. 8月CPI同比能否到“3”——基于商务部和农业部数据的不同预测结果 (2019-08-30)
6. 政策继续囿于结构，信用收缩经济逐步放缓——月度经济预测 (2019-08-30)
7. 猪又飞了，这次影响如何？ (2019-08-28)
8. 短期扰动消退后企业盈利将保持弱势 (2019-08-27)
9. 猪肉价格大幅上行，中美贸易冲突再度加剧 (2019-08-25)
10. 新一轮贸易战加了哪些关税？有什么影响？ (2019-08-25)

信贷投放略超预期，但并非实体融资趋势性回升。8月新增人民币贷款1.21万亿元，同比少增700亿元。新增贷款规模高于我们与市场的预期（图1、表1）。从结构来看，8月企业中长期贷款新增4285亿元，同比多增860亿元。企业中长期贷款一方面是由于政策对民营企业和小微企业支持，另一方面也是由于对房地产融资抑制尚未完全体现在贷款层面。但这并非意味着信贷将趋势性改善，随着对房地产市场管控的强化，企业融资将再度收缩。另一方面，8月新增居民中长期贷款4540亿元，同比多增125亿元，同样显示房地产融资管控尚未完全传导至居民中长期融资层面。从经验数据来看，居民贷款对房地产销售有所滞后，随着调控政策强化，房地产销售回落，房地产相关贷款将随之下行，这将对信贷带来收缩压力。因而当前的融资回升并非趋势，未来收缩压力依然存在。

图1：企业中长期贷款均有所改善，居民中长期贷款小幅回落


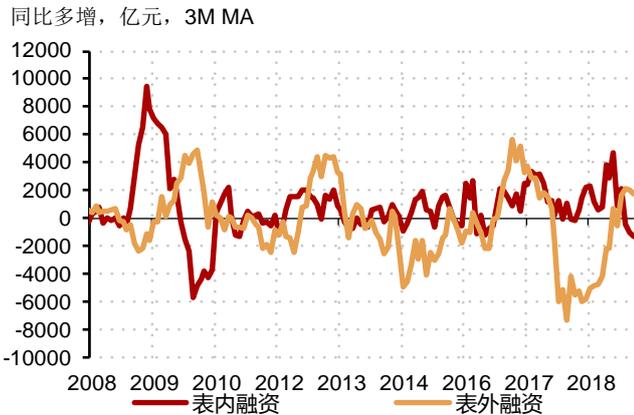
数据来源：Wind，西南证券整理

图2：地产销售放缓将带动居民贷款增速回落


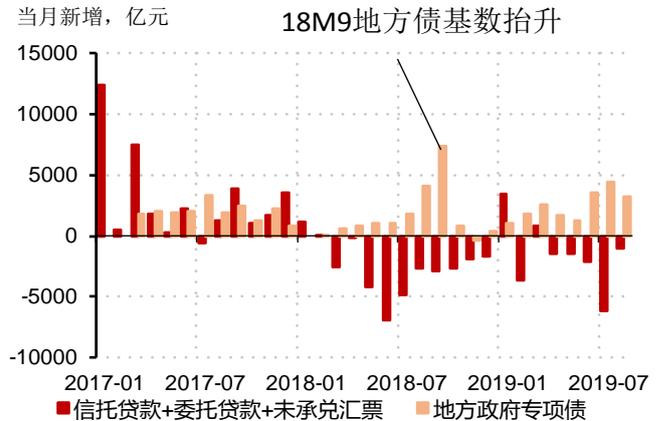
数据来源：Wind，西南证券整理

社融同样保持韧性，但未来下行压力继续存在。8月新增社融1.98万亿元，同比多增409亿元，同样高于我们和市场的预期（表1）。社融存量同比增速与上月持平与10.7%。社融超预期增长一方面是因为贷款超预期，8月对实体经济贷款新增1.3万亿，较去年同期小幅减少140亿元。另一方面，表外融资收缩速度低于预期，信托贷款、委托贷款和未承兑汇票组成的表外融资8月合计减少1014亿元，同比少减1660亿元。而从环比下降幅度来看，未承兑汇票结束过去4个月连续下降的状况，从上月减少4563亿元大幅改善至8月的增加157亿元。显示监管加强和中小银行资金来源收缩尚未导致表外融资明显收缩。

8月社融强韧并不意味着社融企稳，未来继续面临收缩压力。虽然8月新增社融高于市场预期，存量增速与上月持平。但这并不意味着社融下行压力消失。一方面，房地产融资管控强化将逐步在表外融资、债券融资以及贷款等各方面体现，相应的房地产信托、委托贷款、房地产债券融资以及房地产贷款等规模都存在收缩压力。高频数据显示信托发行量已经在8月下旬明显放缓。而另一方面，去年地方债发行峰值在9月份，去年9月社融中地方政府债新增量为7389亿元，而今年在前八个月放量发行之后，地方债剩余额度在1千多亿，预计9月社融中地方债新增量在1000亿元左右，同比可能少增6000多亿元，地方债同比将出现大幅收缩。因而社融下行压力并未消除，我们预计9月社融同比增速将较8月回落0.4个百分点至10.3%。实体经济信用状况并未出现趋势改善。

图 3：表内外融资收缩速度都低于预期


数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：9 月地方债基数效应将明显提升，而今年剩余额度已有限


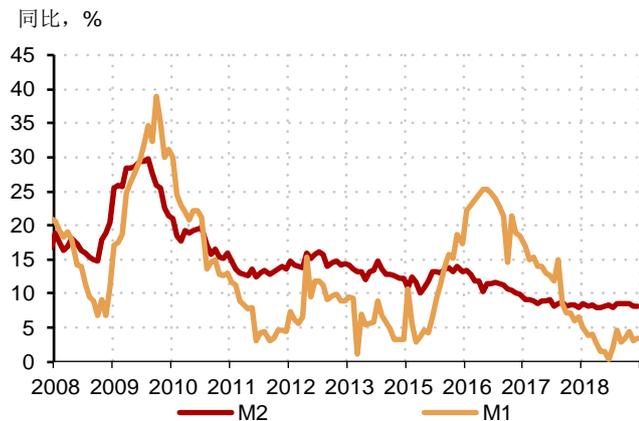
数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：社融增速预测值

单位：亿元	社会融资总量	人民币贷款	外币贷款	委托+信托+汇票	企业债券	股票融资	地方政府专项债	存款类金融机构资产支持证券	贷款核销	存量(万亿)	存量同比(%)
2018M1	30793	26850	266	1178	1222	500	0	-137	320	185.8	12.7
2018M2	11894	10199	86	16	644	379	108	-146	261	186.9	12.7
2018M3	15848	11425	139	-2530	3536	404	662	387	1234	188.4	11.9
2018M4	17761	10987	-26	-122	4047	533	808	821	259	190.0	11.9
2018M5	9518	11396	-228	-4215	-382	438	1012	377	479	190.9	11.6
2018M6	14877	16787	-364	-6915	1349	258	1019	272	1737	192.4	11.1
2018M7	12254	12861	-773	-4886	2195	175	1851	123	176	193.5	10.8
2018M8	19391	13140	-344	-2674	3402	141	4106	501	377	195.2	10.8
2018M9	21691	14341	-670	-2888	382	272	7389	895	1615	197.3	10.6
2018M10	7420	7141	-800	-2675	1476	176	868	188	446	197.9	10.2
2018M11	15239	12302	-787	-1904	3127	200	-332	1157	729	199.3	9.9
2018M12	15898	9281	-702	-1696	3757	130	362	1503	2518	200.8	9.8
2019M1	46015	35668	343	3432	4665	289	1088	NA	NA	205.1	10.4
2019M2	7099	7641	-105	-3649	885	119	1771	NA	NA	205.7	10.1
2019M3	28594	19584	3	823	3418	122	2532	NA	NA	208.4	10.7
2019M4	13859	8733	-330	-1425	3852	262	1679	NA	NA	209.7	10.4
2019M5	14075	11855	191	-1451	589	259	1251	NA	NA	211.1	10.6
2019M6	22629	16737	-4	-2124	1177	153	3545	NA	NA	213.3	10.9
2019M7	10100	8086	-221	-6226	2240	593	4385	NA	NA	214.1	10.7
2019M8	19800	13000	-247	-1014	3041	256	3213	NA	NA	216.0	10.7
2019M9F	15916	13000	0	-1500	2862	200	1000	NA	NA	217.6	10.3
2019M10F	9322	7000	0	-1000	2522	200	0	NA	NA	218.5	10.4
2019M11F	14638	12000	0	-1000	2691	200	0	NA	NA	220.0	10.4
2019M12F	10623	10000	0	-1000	680	200	0	NA	NA	221.1	10.1
2018合计	192584	156712	-4201	-29311	24756	3606	17852	5940	10151	200.8	9.8
2019合计	212670	163305	-371	-16133	28621	2854	20464	NA	NA	221.1	10.1

数据来源：CEIC，Wind，西南证券

非银存款显著增长，信贷社融增速平稳，货币增速小幅改善。8 月广义货币 M2 同比增长 8.2%，增速较上月小幅提升 0.1 个百分点，信贷社融增速平稳是广义货币增速保持平稳的主要原因。而从存款结构上看，非银行金融机构存款增长最为明显，8 月新增量同比扩大 9509 亿元至 7298 亿元，是推升广义货币增速回升主要动力。而狭义货币 M1 同比增长 3.4%，增速较上月回升 0.3 个百分点，企业资金状况保持平稳。

图 5：货币增速再度下滑


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：社融增速放缓预示经济走弱


数据来源：Wind，西南证券整理

实体融资短期虽然强韧，但收缩压力依然存在。8月信贷社融同比基本持平，强于市场预期的表现显示实体融资依然强韧。这一方面与前期稳增长政策相关，另一方面显示对部分部门的融资管控效果在融资数据中尚未完全体现。但这并不意味着实体融资收缩压力已经消失。一方面，随着对房地产等行业融资管控的持续，表外融资、房地产相关贷款以及债券融资均会出现相应收缩，增加信贷社融放缓压力。另一方面，随着地方债发行节奏下降，地方债融资量将较去年大幅收缩。这将共同推动信贷和社融增速下滑。货币政策向实体经济传导渠道依然并不顺畅，实体融资收缩压力依然存在。

不宜过度高估本月社融对利率的冲击，银行和外资配置力量下利率债向好趋势并未发生变化。虽然本月信贷社融超预期，但这并非意味着实体融资的改善。随着对房地产等行业融资管控影响的逐步体现以及地方债发行的放缓，信贷社融将再度放缓。当前环境下，货币政策传导渠道并不顺畅，银行通过向小微、民企投放贷款来扩大信用投放依然存在困难。因而资金会继续堆积在银行间市场或流向债券市场，流动性堰塞湖环境下银行配置力量将继续驱动债券利率下行。同时，中外利差持续保持高位也将持续吸引外资流入，也将驱动国内利率下行。因而利率债向好的总体趋势并未发生变化，如果短期出现调整，则是更好的加仓机会。

表 2：我国宏观经济指标预测

		2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	西南预测	市场预期
																2019-8F	2019-8F
CPI	同比%	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	2.6
PPI	同比%	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-0.9	-0.9
工业增加值真实增速	同比%	7.2	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7	0.0		8.5	5.4	5.0	6.3	4.8		5.4	5.4
固定资产投资累积名义增速	同比%	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9	0.0		6.3	6.1	5.6	5.8	5.7		5.5	5.6
消费品零售名义增速	同比%	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2	0.0		8.7	7.2	8.6	9.8	7.6		8.2	7.8
新增人民币贷款	亿人民币	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	12100	10000	11583
M2增速	同比%	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.0	8.1
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	4.0	2.0
进口名义增速(美元计价)	同比%	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.0	-5.9
贸易顺差	亿美元	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	348.3	502.3	439.1
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.89	7.15	7.15	6.99
存款准备金率	%	15.5	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	

数据来源：CEIC，Wind，西南证券。注：市场预期为Wind调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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_10163

