

## 实体融资再度收缩，结构性政策阻碍信用投放

### 摘要

结构性政策阻碍信用投放，经济放缓压力上升，继续看多债市。7月金融数据显示实体经济资金面再度恶化，信贷社融同比显著收缩。结构性政策导向下，小微、民营和制造业企业资质较差，合格抵押物匮乏，资金投放缺乏微观激励，融资规模难以增加。而房地产和基建等融资需求较强部门受到融资管控，特别是对房地产融资管控加强，将在短期内增加信用收缩压力。同时，中小银行资金来源减少也将降低其资金投放能力。当前政策环境下，信用可能在短期持续收缩。而信用收缩将加剧经济下行压力。结构性政策下资金面将淤积在银行间市场，叠加经济放缓，利率债依然是占优资产。

风险提示：经济下行超预期。

### 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

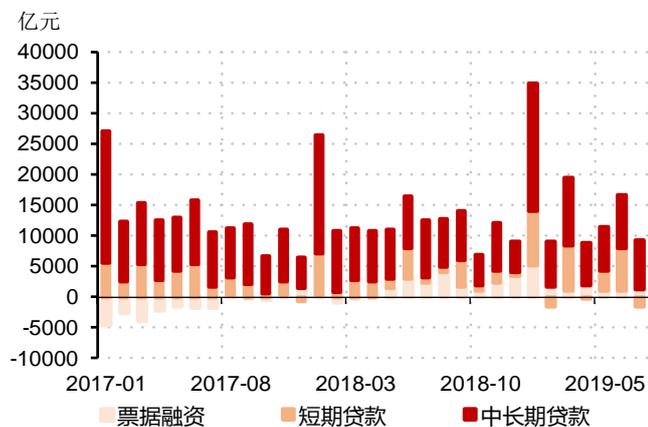
### 相关研究

1. 经济依然偏弱，政策延续结构性导向 (2019-08-12)
2. 货币政策继续以结构性为主——2019年2季度《货币政策执行报告》解读 (2019-08-11)
3. 消费品通胀压力有限，工业品通缩压力加剧 (2019-08-10)
4. 转口贸易支撑出口小幅回升，未来仍将延续弱势 (2019-08-09)
5. 信用面临收缩，资产荒将再现——2019年3季度银行信贷经理调研 (2019-08-06)
6. 15年会再现吗？——汇率破7后的走势与影响 (2019-08-05)
7. 再度加征关税对中方影响有限，或更多是美方策略 (2019-08-04)
8. 信用或再度收缩，全面看多利率债——月度经济预测 (2019-08-01)
9. 供给回升难持续，经济保持弱势 (2019-07-31)
10. 政策保持定力，继续以结构性导向为主——中央政治局会议解读 (2019-07-31)

**信贷增速放缓，信用投放受阻。**7月新增人民币贷款1.06万亿元，同比少增3975亿元，新增贷款低于市场预期，但基本符合我们预期（图1、表1）。实体融资需求再度收缩，其中企业中长期贷款新增3678亿元，同比少增1197亿元，企业融资需求继续减弱。而居民中长期贷款同比小幅少增159亿元至4417亿元，显示对房地产贷款管控加强尚未对居民房地产贷款形成明显抑制，但随着未来管控强化和房地产销量下降，居民中长期贷款同比增速将回落。除中长期贷款之外，票据和短贷同比都有所回落，票据融资同比少增1104亿元至1284亿元，而短期贷款同比少增2233亿元至-1500亿元。各类融资增速均有所放缓，信用投放受阻。

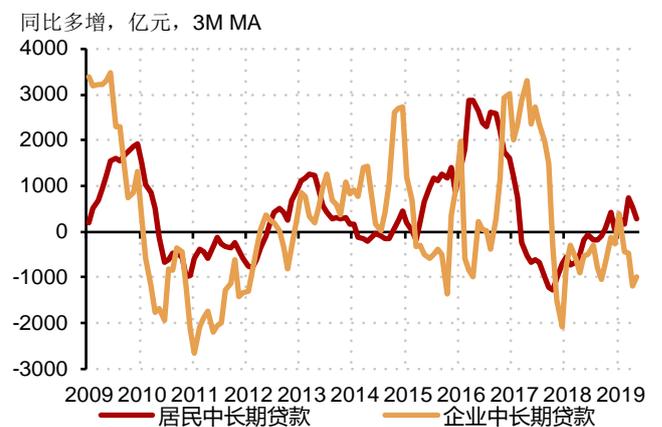
**结构性阻碍信用投放。**结构性政策下，政策力图引导资金投向小微、民营和制造业企业，但这些企业在经济下行阶段风险溢价较高，融资往往缺乏微观激励，因而融资规模难以显著回升。而具有融资需求的房地产和基建行业，融资受到明显的约束，这意味着短期如果政策不发生调整，实体融资或继续收缩。

图1：各类融资都有所收缩



数据来源：Wind，西南证券整理

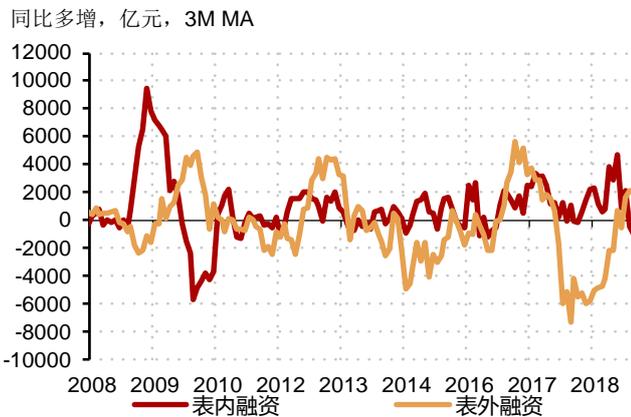
图2：居民和企业中长期贷款同比都有所放缓



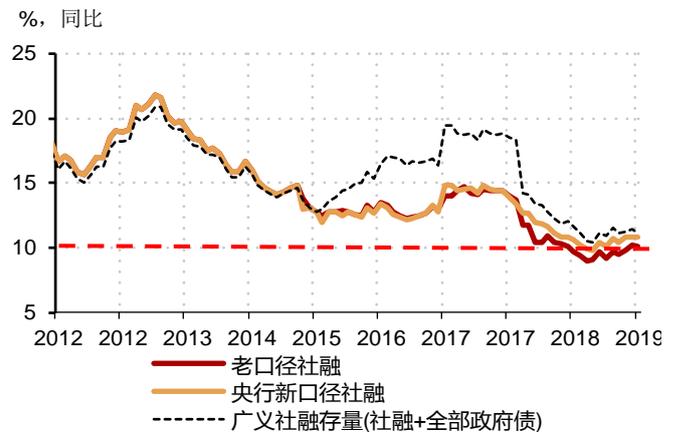
数据来源：Wind，西南证券整理

**监管强化叠加结构性政策导致社融再度收缩。**7月社会融资总额1.01万亿元，同比少增2154亿元，结束连续两个月同比多增状况，同比再度回到少增状况。同时，7月社融同比增速也较上月下降0.2个百分点至10.7%。其中人民币贷款同比大幅少增4775亿元至8086亿元，结构性政策下贷款缩量是社融增速下滑的主要原因之一。另一方面，监管强化导致表外融资再度大幅收缩，委托贷款、信托贷款和未承兑汇票组成的表外融资7月减少6226亿元，同比多减1340亿元。实体信用再度明显收缩。

**社融增速将在未来几个月持续放缓，延续收缩状况。**一方面，监管强化将继续导致表外融资继续收缩，而结构性政策导向下信贷投放难以明显放量，将延续弱势，因而社融环比可能继续收缩；另一方面，去年8、9月是地方政府债发行峰值时期，而今年8、9月地方债发行速度将放缓，专项债剩余额度仅有月均2625亿元，较去年同期减少3124亿元。因而，未来几个月社融将继续保持弱势，社融同比增速或许在未来两个月继续回落。我们预计社融同比增速将从7月的10.7%下行至9月的10.4%。社融增速放缓意味着实体资金面趋紧，实体融资收缩将进一步加剧经济放缓压力。

**图 3：表内外融资均再度收缩**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 4：社融同比增速再度回落**


数据来源：Wind，西南证券整理

**表 1：社融增速预测值**

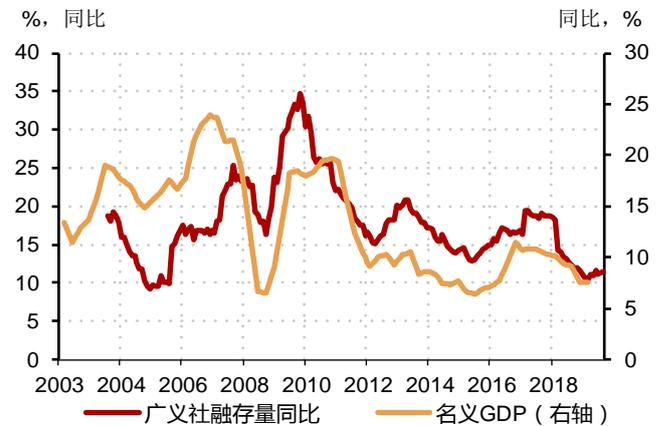
单位：亿元	社会融资总量	人民币贷款	外币贷款	委托+信托+汇票	企业债券	股票融资	地方政府专项债	存款类金融机构资产支持证券	贷款核销	存量(万亿)	存量同比(%)
2018M1	30793	26850	266	1178	1222	500	0	-137	320	185.8	12.7
2018M2	11894	10199	86	16	644	379	108	-146	261	186.9	12.7
2018M3	15848	11425	139	-2530	3536	404	662	387	1234	188.4	11.9
2018M4	17761	10987	-26	-122	4047	533	808	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
2019M8F	16589	12501	0	-2000	2521	200	2625	NA	NA	215.8	10.5
2019M9F	20074	15533	0	-1500	2862	200	2625	NA	NA	217.8	10.4
2019M10F	11019	8697	0	-1000	2522	200	0	NA	NA	218.9	10.6
2019M11F	15803	13164	0	-1000	2691	200	0	NA	NA	220.5	10.6
2019M12F	11457	10835	0	-1000	680	200	0	NA	NA	221.6	10.4
<b>2018合计</b>	<b>192584</b>	<b>156712</b>	<b>-4201</b>	<b>-29311</b>	<b>24756</b>	<b>3606</b>	<b>17852</b>	<b>5940</b>	<b>10151</b>	<b>200.8</b>	<b>9.8</b>
<b>2019合计</b>	<b>217313</b>	<b>169035</b>	<b>-124</b>	<b>-17119</b>	<b>28101</b>	<b>2798</b>	<b>21500</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>221.6</b>	<b>10.4</b>

数据来源：CEIC，Wind，西南证券

信贷社融增速回落带动广义货币增速放缓，狭义货币增速同样回落。7月广义货币 M2 同比增长 8.1%，增速较上月下滑 0.4 个百分点，信贷社融回落导致的企业存款大幅下降是货币增速放缓的主要原因，7月企业存款大幅减少 1.39 万亿元，同比多减 7712 亿元，显示企业资金面再度恶化。而狭义货币 M1 同比增长 3.1%，增速较上月回落 1.3 个百分点，显示企业资金状况开始恶化。

**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

结构性政策阻碍信用投放，经济放缓压力上升，继续看多债市。7月金融数据显示实体经济资金面再度恶化，信贷社融同比显著收缩。结构性政策导向下，小微、民营和制造业企业资质较差，合格抵押物匮乏，资金投放缺乏微观激励，融资规模难以增加。而房地产和基建等融资需求较强部门受到融资管控，特别是对房地产融资管控加强，将在短期内增加信用收缩压力。同时，中小银行资金来源减少也将降低其资金投放能力。当前政策环境下，信用可能在短期持续收缩。而信用收缩将加剧经济下行压力。结构性政策下资金面将淤积在银行间市场，叠加经济放缓，利率债依然是占优资产。

**表 2：我国宏观经济指标预测**

																西南预测	市场预测
		2018-6	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	2019-7F	2019-7F
CPI	同比%	1.9	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	2.7	2.7
PPI	同比%	4.7	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	-0.1	-0.1
工业增加值真实增速	同比%	7.2	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5	5.4	5.0	6.3		5.6	5.8
固定资产投资名义增速	同比%	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8		5.6	5.8
消费品零售名义增速	同比%	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8		8.5	8.5
新增人民币贷款	亿人民币	18400	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	10000	12443
M2增速	同比%	8.0	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	8.5	8.5
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%	11.2	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	-3.0	-1.8
进口名义增速(美元计价)	同比%	14.1	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.6	-12.0	-8.2
贸易顺差	亿美元	414.7	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	434.9	396.2
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.62	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	6.90	6.84
存款准备金率	%	15.5	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：市场预测为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\\_10757](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10757)

