

警惕信用再度收缩的风险

摘要

5月经济将继续走弱。一方面，全球经济放缓与中美贸易摩擦带动外需放缓；另一方面，除房地产市场继续强韧之外，其它内需均呈现弱势，而在调控加强环境下，房地产市场继续上升空间有限。总体需求走弱决定经济继续放缓，生产面高频数据确认了这一情况。而通胀总体稳定，无需过度担忧。

经济走弱要求更为有效的稳增长政策发力，来推动经济企稳。当前政策力度尚未实现托底经济作用。而近期监管层对金融机构打破刚兑的尝试对长期发展无疑是必要的，但也需警惕短期信用再度收缩的风险。城商行、农商行对公存款以及同业负债收缩可能直接减少其资金来源，进而降低资金投放规模，这将对信用带来收缩压力。在打破刚性兑付过程中需要对信用收缩风险给予足够重视。未来几个月经济企稳需要信用足够扩张，而经济平稳也是资本市场平稳的前提。但如果出现信用再度收缩的情况，经济和资本市场都将承压，这是在处理好稳增长与防风险之间关系的要求下应该避免的。

风险提示：信用超预期收缩。

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
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

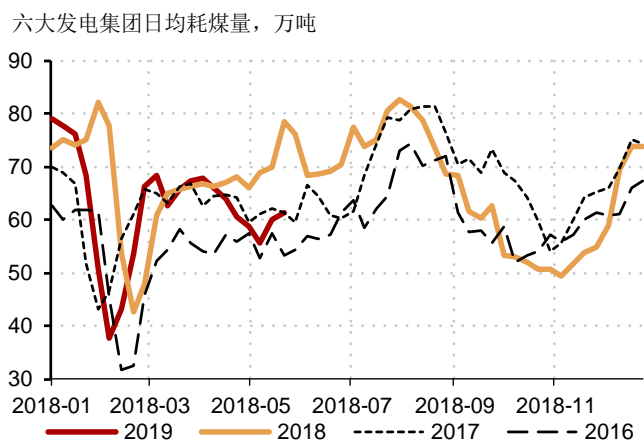
相关研究

1. 从周期的视角理解美国通胀 (2019-05-28)
2. 企业盈利疲弱，需求继续放缓 (2019-05-28)
3. 稳定需求，加快创新 (2019-05-26)
4. 全球经济与贸易减速的新解释——全球央行跟踪第9期 (2019-05-22)
5. 经济走势将推动政策再度宽松——2019年1季度《货币政策执行报告》解读 (2019-05-20)
6. 外部风险继续加大，内需重要性持续提升 (2019-05-19)
7. 经济放缓，逆周期调节政策将再度发力 (2019-05-16)
8. 定量分析中美贸易战对经济的影响 (2019-05-15)
9. 跟随内需变化的方向 (2019-05-12)
10. 实体融资暂时回落，逆周期政策预计再度发力 (2019-05-10)

1 五月实体经济数据或继续走弱

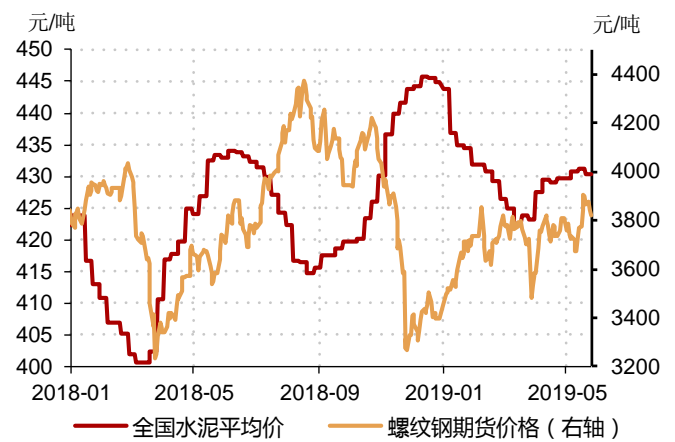
高频数据显示是经济增速或继续走弱。受总体需求偏弱影响，生产面增速或持续放缓。5月生产面高频数据总体偏弱，六大发电集团耗煤量同比跌幅较上月扩大13.1个百分点至16.8%。而虽然钢铁产业链总体走强，特别是相关产品价格明显上涨，但这更多是结构性的，并不反映政策生产面的改善。一方面，巴西矿难、澳洲飓风等外部风险大幅推升铁矿石价格，从成本端推升钢铁产业链产品价格；另一方面，由于螺纹钢需求主要来自房地产，房地产市场的强韧也对钢铁产业链价格形成支撑。但这并不反映整体生产面的改善，观察需求覆盖更为全面的水泥等工业品价格可以看到，这些价格并未出现明显回升，显示整体经济依然疲弱。

图1：六大发电集团耗煤量跌幅扩大



数据来源：wind、西南证券整理

图2：工业品价格并非普涨



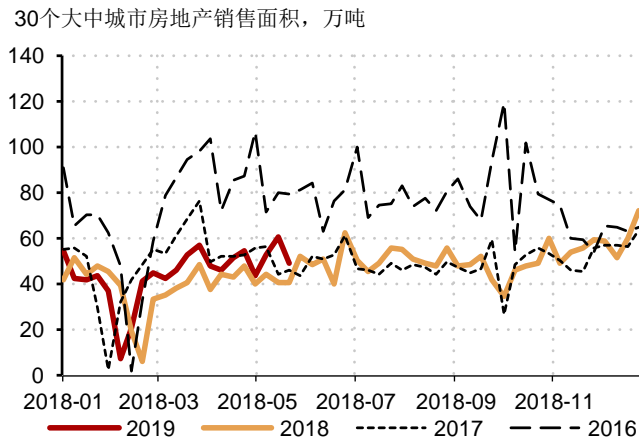
数据来源：wind、西南证券整理

房地产市场继续强韧。低库存的环境下，房地产市场继续呈现强韧状况。高频数据显示，5月房地产销售可能继续回升，30个大中城市房地产销售面积5月同比增长19.0%，增速较上月提升3.6个百分点，其中二线城市销售回升最为明显，同比增速较上月提升15.4个百分点至15.8%。房地产市场持续强韧，货币环境未发生大幅改变，房价保持上涨态势环境下，房地产销售或将继续保持增长，房地产销售有保障。而新开工面积持续高于竣工面积，这导致施工面积增速持续攀升，这种状况短期难以发生转变，将对房地产投资形成支撑，因而房地产投资增速将继续高位波动。房地产市场延续强韧状况。

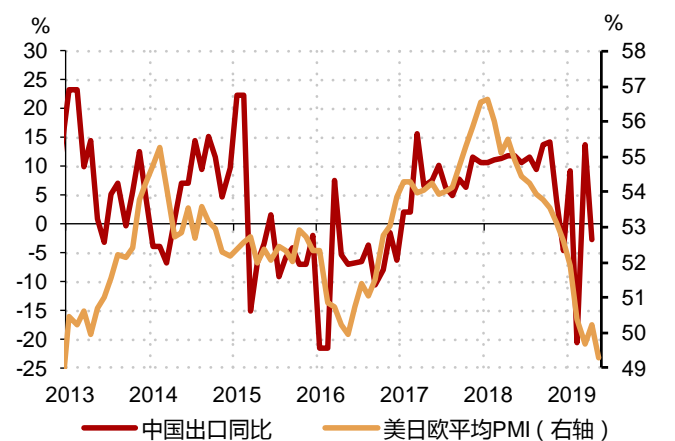
但其它需求持续走弱，其中外需将受全球经济下行与中美摩擦升级抑制，出口增速继续下行。全球经济下行速度再度加快，5月发达国家PMI普遍有所下行，美欧日平均制造业PMI较上月下滑0.9个百分点至49.3%，这将带动外需走弱。同时，5月中美贸易摩擦加剧，美国宣布对中国向美国2000亿美元出口商品加征关税税率从10%提升至25%，并在其他领域加大对中国企业制裁力度，这些都将导致双边贸易增速下降。出口增速或在5月进一步放缓，外部不稳定性上升。

基建投资相对偏弱，制造业投资或持续下行。基建投资缺乏直接的高频指标，所以难以直接观测。但可以通过上下游价格和融资数据间接观测。一方面，5月水泥价格与上月基本持平，显示总体需求并未大幅上升，考虑到房地产市场的强韧，基建需求应该相对偏弱；另一方面，5月地方债发行速度偏慢，当月地方债净融资2159亿元，较去年同期下降1217亿元，基建投资资金来源并未改善。因而基建投资依然偏弱。而工业企业利润延续弱势，4月

工业企业利润同比下跌 3.7%，跌幅与 1 季度 3.3% 接近，企业盈利水平偏弱意味着制造业投资将继续走弱。

图 3：房地产市场继续强韧


数据来源：wind、西南证券整理

图 4：出口增速将继续走弱


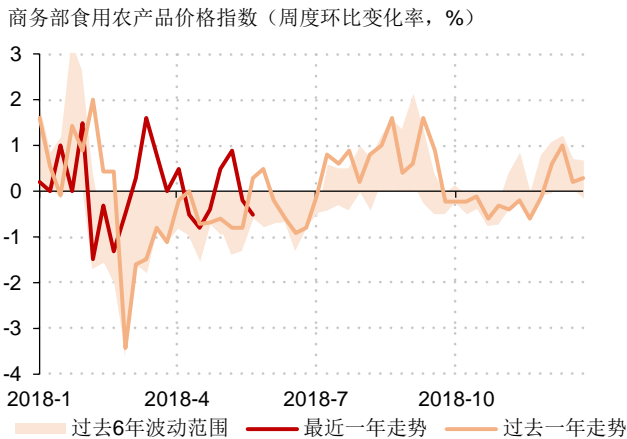
数据来源：wind、西南证券整理

2 通胀走势平稳，工业品价格总体偏弱

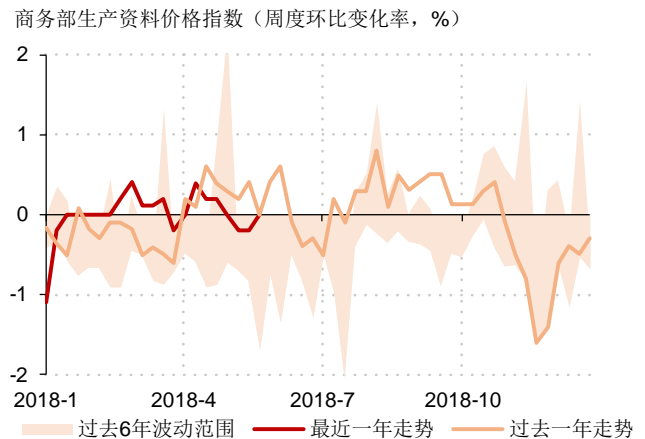
食品价格涨跌互相，猪肉、水果等产品价格上涨，但蔬菜等产品价格下跌。猪肉价格虽有上涨，但并未出现超预期上升。5 月以来 22 省市猪肉平均价格持续在 23 元/公斤附近波动，对食品影响总体有限。而水果等食品价格有所上升，但其它食品价格有所下行，特别是蔬菜价格明显回落。总体上看，食品价格指数并未出现大幅上行。特别是 5 月中下旬以来，商务部食用农产品价格指数环比连续负增长，整体食品价格上涨压力有限。

通胀走势平稳，近几个月破 3% 可能性有限。一方面，食品价格走势平稳；另一方面，近期油价下跌将带动非市场价格涨幅收窄。因而整体物价走势平稳，我们预计 5 月 CPI 同比增速在 2.7%。考虑到 3 季度开始，去年高基数效应将开始显现，CPI 同比涨幅将开始走弱。因而近几个月通胀压力有限，CPI 破 3% 可能性不大。

工业品价格总体偏弱，部分产品价格结构性上升。5 月高频数据显示工业品价格总体偏弱，商务部生产资料价格指数环比增速持续低于去年同期，预示着本月 PPI 同比涨幅将收窄，我们预计 5 月 PPI 同比增速将从上月的 0.9% 下降至本月的 0.7%。而螺纹钢、铁矿石等部分产品价格上涨主要原因供给收缩和房地产市场结构性的强韧。但总体工业品价格增速放缓显示整体需求偏弱，经济依然面临放缓压力。而高基数效应逐步体现将推动未来几个月工业品价格同比增速持续下行，这将对企业盈利持续形成压力。

图 5：食品价格总体涨幅有限


数据来源：wind、西南证券整理

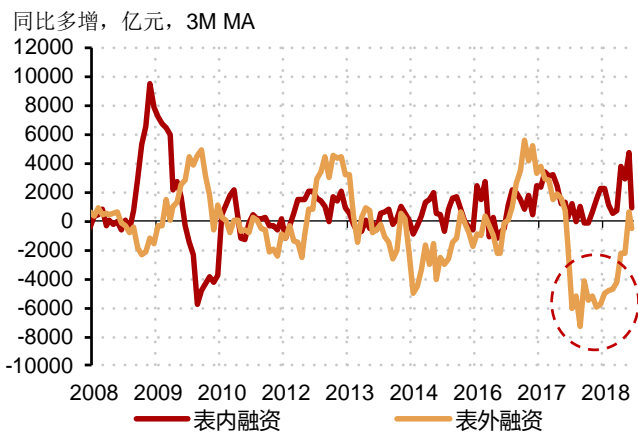
图 6：工业品价格呈现弱势


数据来源：wind、西南证券整理

3 警惕信用再度收缩的风险

五月融资同比改善，但主要由低基数因素驱动。去年 5 月新增社融 9518 亿元，受当年 4 月资管新规落地影响，当月由信托贷款、委托贷款和未承兑汇票构成的表外融资收缩 4215 亿元。在今年社融各分项收缩幅度有限情况下，社融同比将出现改善。我们预计今年 5 月社融将达 1.3 万亿元，虽然较去年同期明显增长，但与前年同期相比，则基本持平，显示社融回升主要由低基数效应驱动。而未来几个月由于去年低基数效应，社融同比将继续改善，同比增速将逐步攀升至 11% 左右甚至以上。但新增社融绝对规模依然有限，与前年同期相比，目前尚难以看到明显回升的状况。

地方债和信用债融资节奏缓慢。5 月债券市场融资规模有限，根据 Wind 提供数据，当月地方债净融资 2159 亿元，较去年同期下降 1217 亿元。而以企业债、公司债、中票、短融、ABS 和可转债度量的信用债 5 月净融资仅为 289.6 亿元，同样较 4 月 4000 亿元左右的融资明显下降。债券市场融资收缩意味着对社融支撑下降。

图 7：低基数因素将推动未来几个月社融同比增速改善


数据来源：wind、西南证券整理

图 8：债券市场融资节奏缓慢


数据来源：wind、西南证券整理

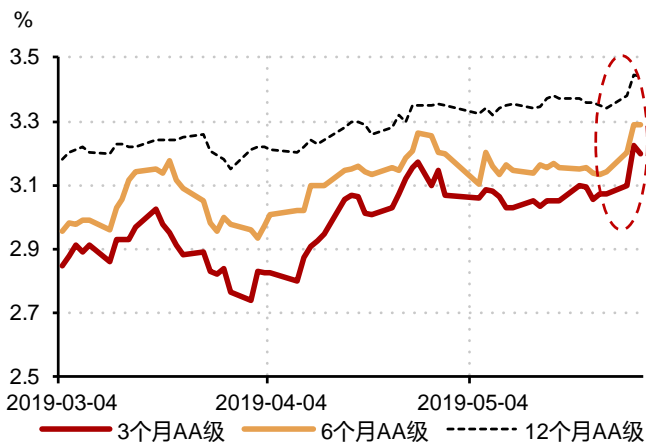
政策加强对部分行业融资管控。对地方政府新增债务严格管控一直存在，同时地方债发行量有限，因此对地方政府资金投放并不顺畅。而近期银保监会在《关于开展‘巩固治乱象成果促进合规建设’工作的通知》中，重点提到在房地产行业要严格执行相关政策。要求严禁表内外资金直接或变相用于土地出让金融资，要求信托领域严禁直接或变相为房企缴纳土地出让价款提供融资。虽然这些均是重申此前出台的政策，但重新强调显示对房地产融资管控的再度加强。随着政策调整，房企拿地节奏也开始放缓。

监管部门打破刚性兑付。5月24日，央行宣布鉴于包商银行出现严重信用风险，对其实行接管，接管期限一年。而后央行宣布对5000万元以下的对公存款和同业负债，本息全额保障，但5000万元以上的对公存款和同业负债，由接管组和债权人平等协商，依法保障。而据财新报道，对公债权人先期保障比例不低于80%，同业机构不低于70%，其余部分继续保留债权。而据媒体报道¹，监管部门人士表示，当前有些农商行、城商行面临着严重的信用风险，处于技术型破产的边缘，这类机构要稳妥有序的按照市场化原则清理退出市场。这意味着，刚性兑付即将被打破，金融供给侧改革的重要环节将有所突破。

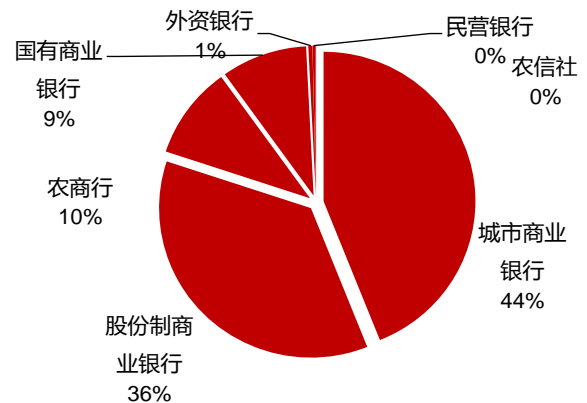
央行力图在不发生系统性金融风险的环境下打破刚性兑付。在接管包商银行之后，央行为减少市场波动，加大公开市场资金投放力度。本周，央行累计通过公开市场投放资金5300亿元，净投放4300亿元，保持流动性宽裕，短端利率基本在低位波动。而同业存单利率虽然有所上行，幅度总体有限，从上周末到本周三，各期限AA级同业存单利率上升幅度在10bps-15bps。包商银行短期内对市场带来的冲击有限，央行有效的实现了市场平稳。

但需要警惕融资结构变化可能带来信用再度收缩的风险。包商银行时间短期冲击得到了有效控制，但对城商行和农商行后续资金运用变化带来的融资影响依然需要警惕。一方面，打破刚兑的同业市场中城商行和农商行占主体，截止5月30日10.2万亿的同业存单市场中，城商行存量为4.4万亿元，农商行存量1.0万亿元，占比分别为43.5%和8.9%，合计占一半以上。未来城商行和农商行通过同业存单融资的难度将会上升，在市场中份额将会下降。另一方面，由于5000万以上对公存单未能本息兑付，这可能导致未来对公存款向五大行和股份制银行集中，而对本来吸纳存款能力就较弱的城商行和农商行来说，这将进一步减少其资金来源。城商行、农商行吸纳存款能力下降，同时又难以通过同业市场获得五大行和股份行的资金，这将减少其资金来源，而资金来源下降将导致资金运用规模收缩，可能带来整体信用收缩的风险。因而在打破刚性兑付的过程中，需要对这类风险给予足够重视。

¹ 南宁晚报《建立高风险金融机构退出机制迫在眉睫》http://www.nnwb.com/html/2019-05/27/content_358838.htm

图 7：同业存单利率上行幅度有限


数据来源: wind、西南证券整理

图 8：城商行与农商行是同业市场主体


数据来源: wind、西南证券整理

4 需要更为有效的政策来稳定经济

经济依然弱势运行，需要持续稳增长政策来稳定经济。5 月经济数据可能进一步走弱，经济继续呈现放缓态势。在外部需求不稳定性上升情况下，内需的重要性更为凸显。因此，需要更为有效的稳增长政策来稳定经济。从各类需求来看，消费由于是慢变量，而投资中制造业投资由终端需求基建投资、房地产投资和出口决定，而房地产投资又受房价约束，管控政策难以调整。因而基建投资是最为重要的短期稳经济抓手。需要改善地方政府资金来源，增加财政支出以及国开行等金融机构支持，适当调整地方政府债务管控措施，通过基建回升来托底经济。

如果宽松政策逐步发力托底经济，则市场资本市场将呈现继续震荡态势。如果稳增长政策逐步发力，实现经济弱平稳局面，这意味着基本面波动并不大，经济基本面不会对资本市场提供方向性驱动力，因此资本市场总体可能延续震荡态势。如果资本市场出现偏离基本面的上涨或者下跌，则将形成未来的回调机会，因而带来投资机会。但如果信用再度出现收缩情况，则可能发生实体经济和资本市场资金供给双双收缩态势，这样资金面的收缩可能对市场带来调整压力。

表 1：西南证券月度宏观数据预测

		2018-4	2018-5	2018-6	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	预测误差及修正		市场预期	
														2019-4F	2019-5F	2019-5F
CPI	同比%	1.8	1.8	1.9	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.8	0.1	0.0	2.7	
PPI	同比%	3.4	4.1	4.7	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.7	0.4	-0.2	0.2	0.6	
工业增加值实际增速/1	同比%	7.0	6.8	6.0	5.4	5.7		5.3	8.5	5.4	5.3	5.2	0.3	-0.3	5.9	
固定资产投资累积名义增速/1	同比%	7.0	6.1	6.0	5.9	5.9		6.1	6.3	6.1	5.9	5.8	0.1	-0.2	6.2	
消费品零售名义增速/1	同比%	9.4	8.5	9.0	8.1	8.2		8.2	8.7	7.2	8.0	8.0	1.3	-0.2	8.4	
新增人民币贷款	亿人民币	11800	11500	18400	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11500	19000	2800	0.0	12750	
社会融资总额	亿人民币	17726	9458	14852	15191	15898	46353	7030	28593	13592	13000	21000	3408	500.0		
M2增速	同比%	8.3	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.7	8.9	0.0	0.0	8.6	
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	0.0	0.0	1.50	
出口名义增速(美元计价)	同比%	12.7	12.6	11.2	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	-4.0	-6.0	1.7	-2.0	-1.3	
进口名义增速(美元计价)	同比%	21.5	26.0	14.1	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-5.0	-6.0	-12.0	5.0	-6.3	
贸易顺差	亿美元	283.8	249.2	414.7	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	243.6	384.5	256.7	-136.4	380.0	
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.34	6.41	6.62	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.90	-0.01	0.20	6.72	
存款准备金率(月末值)	%	16.0	16.0	15.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	0.0	0.0		

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

1/ 1、2月份数字为1-2月累计增速

注：表格最右两列为最新数据及预测相对上月预测的差异，预测误差为预测值减实际值。准备金率为大型金融机构存准率

表 2：西南证券季度宏观数据预测

		16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2F	19Q3F	预测误差及调整	
																19Q1F	19Q2F
GDP同比增速	同比%	6.7	6.7	6.8	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.3	6.3	0.0	0.1
CPI(季度平均)	同比%	2.1	1.7	2.1	1.4	1.4	1.6	1.8	2.2	1.8	2.3	2.2	1.8	2.7	2.4	0.0	0.2
PPI(季度平均)	同比%	-2.9	-0.8	3.3	7.5	5.8	6.2	5.9	3.7	4.1	4.1	2.3	0.2	0.7	-0.9	0.2	0.1
工业增加值实际增速	同比%	6.1	6.1	6.1	6.8	6.7	6.3	6.2	6.7	6.6	6.0	5.7	6.5	5.3	5.5	-0.3	0.1
固定资产投资累积名义增速	同比%	9.0	8.1	8.1	9.2	8.6	7.5	7.2	7.5	6.0	5.4	5.9	6.3	5.8	5.8	-0.2	0.2
消费品零售名义增速	同比%	10.2	10.6	10.8	10.0	11.0	10.2	9.9	9.8	9.0	9.0	8.3	8.3	8.0	8.1	-0.3	0.3
新增人民币贷款	万亿人民币	2.9	2.6	2.5	4.2	3.8	3.2	2.4	4.9	4.2	4.1	3.0	5.8	4.1	4.2	-0.2	-0.2
M2增速(季末值)	同比%	11.8	11.5	11.3	10.6	9.4	9.2	8.2	8.2	8.0	8.3	8.1	8.6	8.9	8.9	0.0	0.2
一年期定存(季末值)	%	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	0.00	0.00
出口名义增速(美元计价)	同比%	-3.8	-6.1	-5.2	7.7	9.3	7.0	10.0	17.6	12.2	12.2	5.5	1.4	-4.2	-2.0	-2.7	1.5
进口名义增速(美元计价)	同比%	-6.6	-4.3	2.3	25.0	14.6	14.4	13.1	19.2	20.5	20.5	5.6	-4.8	-2.3	-5.0	7.2	-3.5
贸易顺差	十亿美元	142.4	144.3	132.2	66.0	121.6	117.1	133.1	49.1	94.8	87.6	135.8	76.3	75.2	99.5	-56.7	28.0
人民币兑美元汇率(季末值)	人民币/美元	6.63	6.68	6.94	6.90	6.77	6.64	6.53	6.29	6.62	6.88	6.87	6.72	6.90	6.60	0.25	0.05
存款准备金率(季末值)	%	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	15.5	15.5	14.5	13.5	13.0	12.5	0.0	0.0

资料来源：CEIC, Wind, 西南证券

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_12290

