



实体融资暂时回落，逆周期政策预计再度发力

点评：

- **实体融资走弱，社融低于预期。**央行公布数据显示实体融资出现收缩。4月新增社融1.36万亿，较去年同期减少4161亿元。社融存量同比增速较上月回落0.3个百分点至10.4%（图2）。分项来看，贷款和未成对汇票是社融增速下滑的主要原因。其中4月对实体经济新增贷款较去年同期减少2254亿元至8733亿元，而银行未贴现承兑汇票较去年同期少增1811亿元至-357亿元。同时4月委托贷款减少1199亿元，显示表外继续收缩。另外，4月地方债和企业债券发行同样有所放缓，也一定程度上拖累了社融。社融收缩反应了4月份逆周期调整政策回撤，以及1季度信贷社融节奏投放偏快对后期透支作用的影响。但从趋势上看，我们依然认为社融回落是暂时的，因而无需过度悲观。一方面，经济稳定是政策最主要的目标，而政策稳定需要社融回升支持，在外部不稳定性上升环境下，因此逆周期政策存在再度发力，支撑社融回升可能；另一方面，去年4月资管新规落地后，5月开始表外大幅度收缩形成低基数效应，去年5-7月，表外均月收缩幅度达5339亿元，低基数将推升社融增速。因而我们预计社融增速下降是暂时的，下个月开始社融将再度回升（图4）。
- **企业中长期贷款下降明显，房地产销售强韧继续支撑居民中长期贷款。**4月新增贷款1.02万亿，较去年同期减少1600亿元。其中企业中长期贷款下降明显，4月同比少增1845亿元至2823亿元，政策发力节奏调整以及1季度信贷投放透支导致企业融资下降。而房地产市场强韧继续推动居民中长期贷款增长，4月新增居民中长期贷款4165亿元，较去年同期多增622亿元。另外，票据融资有所回升，而短期贷款有所回落。两者合计4月同比少增951亿元至1550亿元。
- **信贷社融增速下降带动货币增速回落。**随着信贷社融增速下降，4月货币增速再度回落。广义货币M2增速较上月下降0.1个百分点至8.5%，而狭义货币M1同比增速较上月回落1.7个百分点至4.9%。我们认为目前货币增速回落是短暂的，随着社融增速从5月开始再度回升，预计货币增速也将随之再度回升（图6）。
- **实体融资暂时回落，逆周期政策预计将发力。**4月信贷社融增速低于预期，这将加剧短期对经济下行的担忧。而近期由于外部贸易摩擦再度激化、美联储政策调整带来外部利率企稳甚至小幅回升，以及4月末以来逆周期政策回撤，多重利空叠加市场悲观预期再度上升。然而需要看到的是，保持经济稳定是今年政策最主要目标，在外部不稳定性上升情况下，内需重要性更加明显的凸显。更需要通过逆周期政策发力来稳定内需，稳定经济。因而，当前社融回落是暂时的。预计随着逆周期政策再度发力以及低基数效应体现，社融增速从5月开始再度回升。因而无需对市场过度悲观，利空出尽将迎利多，随着冲击事件逐步落地，逆周期政策再度发力，预期或将再度改善。而短期经济下行和政策宽松组合下，债市短期将继续拥有配置价值。
- **风险提示：**政策调整滞后。

西南证券研究发展中心

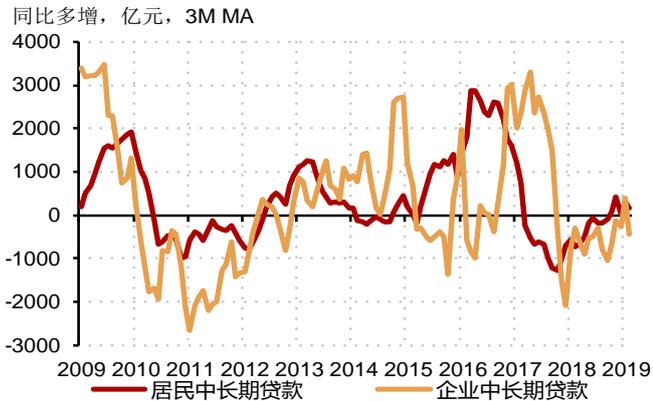
分析师：杨业伟
 执业证号：S1250517050001
 电话：010-57631229
 邮箱：yyw@swsc.com.cn

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

相关研究

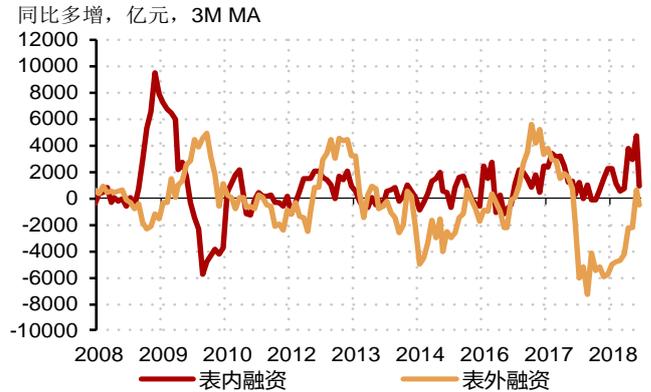
1. 通胀压力减轻，年内或难破“3%”（2019-05-10）
2. 外需将弱势运行，经济企稳依然需要依赖内需（2019-05-08）
3. 经济继续弱平稳，逆周期政策或再度发力——月度经济预测（2019-05-06）
4. 小长假期间国内外经济与资本市场状况述评（2019-05-05）
5. 从宏观面寻找资本市场锚（2019-04-30）
6. 企业盈利拐点尚未来临，预期变化决定市场走势（2019-04-28）
7. 经济企稳，政策调整（2019-04-21）
8. 实体融资需求回升，风险在于政策调整——2019年2季度银行信贷经理调研（2019-04-21）
9. 逆周期宽松回撤，结构性调整登台——评中央政治局会议（2019-04-20）
10. 经济企稳后政策将回撤，如何影响市场？（2019-04-18）

图 1：企业中长期贷款回落，居民中长期贷款继续回升



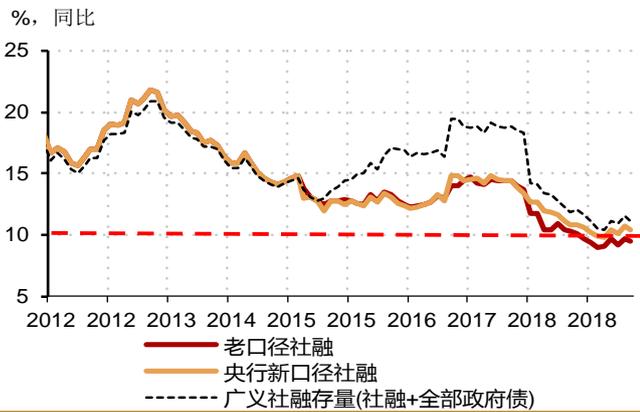
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：表内表外融资均有所企稳



数据来源：wind、西南证券整理

图 3：贷款结构并不理想，票据融资支撑贷款增长



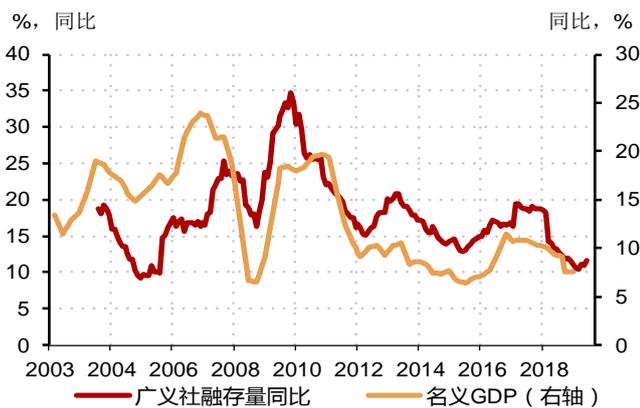
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：但低基数效应依然将在未来几个月推动社融增速回升



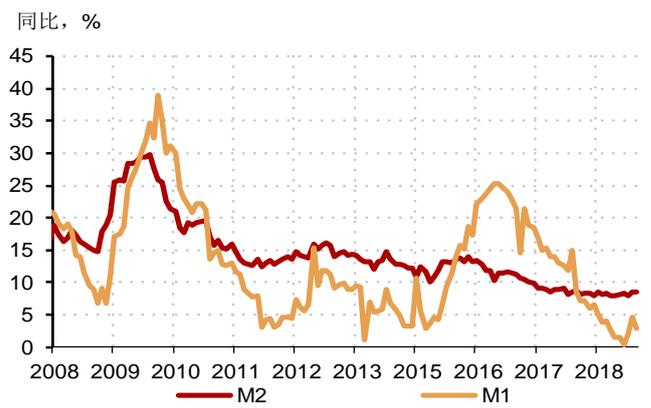
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：社融放缓将加大经济下行压力



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：企业活期存款负增长，M1 增速接近零增速



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：我国宏观经济指标预测

		2018-3	2018-4	2018-5	2018-6	2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	西南预测 2019-4F	市场预测 2019-4F
CPI	同比%	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.6	2.6
PPI	同比%	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.7	0.6
工业增加值真实增速	同比%	7.2	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5		5.7	6.5
固定资产投资名义增速	同比%	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3		6.2	6.4
消费品零售名义增速	同比%	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.7		8.5	8.7
新增人民币贷款	亿人民币	11200	11800	11500	18400	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	13000	12818
M2增速	同比%	8.2	8.3	8.3	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
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%	-2.7	12.7	12.6	11.2	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	-1.0	1.8
进口名义增速(美元计价)	同比%	14.4	21.5	26.0	14.1	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.0	-4.5
贸易顺差	亿美元	-49.8	283.8	249.2	414.7	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	380.4	372.3
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.29	6.34	6.41	6.62	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.73	6.68
存款准备金率	%	17.0	16.0	16.0	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

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_12630

