



联讯证券专题研究

社融走弱是否会持续

2019 年 05 月 09 日

投资要点

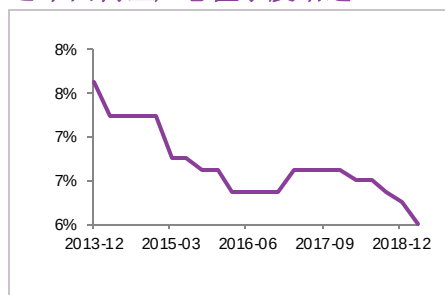
分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《关注增长的预期差》2019-04-18

《物价上涨压力几何？》2019-04-25

《深度解析中国杠杆率》2019-04-26

《如何看待针对中小银行的降准》

2019-05-06

《不良分化之谜》2019-05-08

✧ 社融走弱是否会持续

在 3 月总量与结构均“完美”的金融数据过后，4 月的金融数据似乎跌入了低谷。总量层面，社融绝对的新增量只有 1.36 万亿，较预期和去年同期都少了 4000 亿左右，存量增速从 10.7% 回落至 10.4%。结构层面，企业中长期贷款只有 2823 亿，今年以来的新低，委贷+信托贷款新增量-1000 亿，也是今年的新低。

我们认为应该以平常心看待社融的波动。在一季度的高增长后，4 月份各项数据都有走弱的风险，已经在大部分投资者的预期内了。在现在经济内生增长动能偏弱，仍需依靠逆周期调节政策托底带动的情况下，社融向上的弹性不大，会随着政策力度强弱的变动而波动也是正常现象。

从现在的经济与政策环境来看，短期内社融虽没有大幅改善向上的动力，但并不存在大幅走弱的基础，社融增速下行的压力可能要在三季度后释放。

✧ 风险提示：社融增长超预期



图表目录

图表 1： 地方政府净融资大幅减少.....	3
------------------------	---



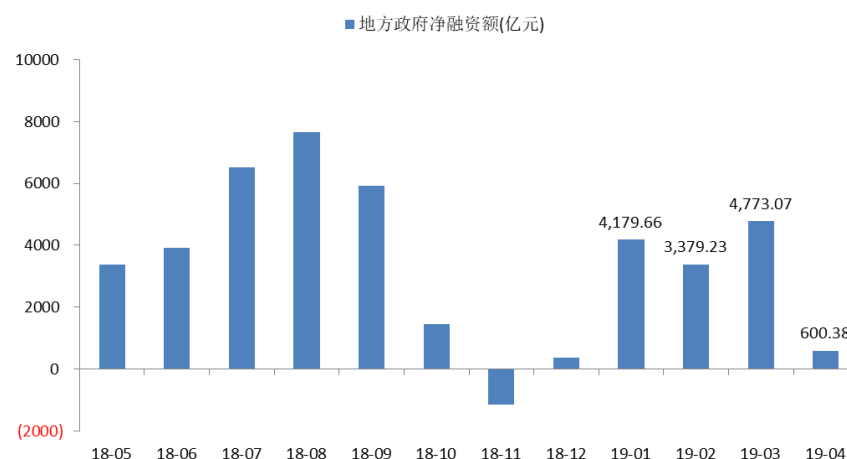
在 3 月总量与结构均“完美”的金融数据过后，4 月的金融数据似乎跌入了低谷。总量层面，社融绝对的新增量只有 1.36 万亿，较预期和去年同期都少了 4000 亿左右，存量增速从 10.7% 回落至 10.4%。结构层面，企业中长期贷款只有 2823 亿，今年以来的新低，委贷+信托贷款新增量-1000 亿，也是今年的新低。

1、这背后原因有三。第一，2018 年与 2019 年开工旺季错位，2018 年受两会与春节偏晚影响，开工旺季在 4 月，今年在财政支出前置+春节早的影响下，开工旺季前置在 3 月。而由于项目融资需求主要集中在前端，要想施工，必先解决资金问题，因此高开工通常意味着高融资需求。

第二，4 月逆周期调节政策发力节奏有所调整。以 wind 口径来看，4 月份地方政府债的净融资规模只有 600 亿，较 1-3 月份的月均规模减少了 3400 亿左右。用益信托统计的 4 月集合信托投放至基础产业领域的规模受此影响，也环比减少了 44%。

作为基建投资先导指标的挖掘机增速 4 月份的销量降至 6.96%，沥青期货主力合约跌去了 200 点等信息也同样可反映出政策托底经济的力度减弱。

图表1： 地方政府净融资大幅减少



资料来源：联讯证券，wind

由于一季度社融走势与经济走势出现了分化，实体经济杠杆率再度飙升，央行的货币政策也出现了一定的变化，开始回归防风险调结构的中长期战略目标，债券市场在 4 月份也出现了一定的调整，发行利率上涨，对债券融资有一定的影响，使债券净融资比去年同期少增了 500 亿左右。

第三，在早投放早收益+政策压力下，银行一季度天量的信贷规模可能提前耗损了银行的项目储备。

2、以平常心看待社融的波动。在一季度的高增长后，4 月份各项数据都有走弱的风险，已经在大部分投资者的预期内了。在现在经济内生增长动能偏弱，仍需依靠逆周期调节政策托底带动的情况下，社融向上的弹性不大，会随着政策力度强弱的变动而波动也是正常现象。

从现在的经济与政策环境来看，短期内社融虽没有大幅改善向上的动力，但并不存在大幅走弱的基础。

一来，自去年 4 月份后，委托贷款+信托贷款受资管新规正式施行、委贷新规等因素



的制约开始步入深跌阶段，给今年社融提供了低基数的利好条件，5-8 月社融存量增速有一定的支撑。

二来，信贷与社融受逆周期调节政策的节奏影响较大，在外部贸易摩擦具有不确定性的情况下，如果经济再度面临较大的下行压力，则 4 月份有所放缓的货币、信用与财政政策可能又会重新加快节奏，对社融起到一定的支撑。

三来，地产在一二线城市的带动下，依然存在着一定的韧性。以克而瑞发布的 50 家主流房企的销售数据口径来看，4 月份商品房销售金额同比增速为 24%，销售面积同比增速为 25%，较 3 月份分别提高了 3%与 8%。

4 月份的政治局会议重提“房住不炒”的政策原则，使很多人对未来房地产销售比较悲观，认为在三四线受棚改腰斩影响后，一二线城市的销售也要快速下行。

但 2018 年一季度，两会提及了“房住不炒”，12 月份的中央经济工作会议上也提到了“房住不炒”，可在这两次会议之后，受政策影响较大的 30 个大中城市，其房地产销售都没有出现明显的回落。

我们否认三四线城市的房地产景气度在下滑，但一二线城市的房地产销售与投资不会太差。尽管现在的调控压力依然偏大，但与去年相比，今年的信用环境（实体流动性）与按揭贷款利率都有了明显的改善，加上人才引进与落户条件的放松，一二线城市的地产在政策的矛盾冲突中，还有会有较强的韧性。

社融的下行压力预计会在三季度后释放，一二季度地方政府债发行放量使三季度后的财政支出空间逼仄，8 月份后基数开始拉高，地产韧性可能减弱等因素会是重要原因。

3、M2 受企业存款影响回落，居民部门成为主要的支撑。在 M2 的存款项目组成中，居民部门的存款减少了 6200 多亿，符合 3 月份季末月后，由于用于冲季末考核指标的个人存款流出银行体系等因素，个人存款负增长的季节性规律。

不过，与去年同期相比，个人存款规模少减了 7000 亿左右，在同比口径层面支撑了 M2 的增速，可能在于个人所得税减免，使居民个人留存收入增多所致。

企业存款表现较差，尤其是单位活期存款减少了 6000 亿，较去年同期少增了 9000 亿，是 M1 大幅回落至 2.9%的主要推手，也是带动 M2 增速下滑不及预期的主要因素，这可能是 4 月份信用创造活动偏弱所致。

往后来看，减税降费进一步兑现，留存在企业与个人手中的流动性增多，加上 2018 年 4 月后基数较低，可能会使 M2 增速中枢在下半年继续稳定在 8.5%以上。

4、对金融市场而言，今年的信用与流动性环境与去年相比有较大的差别。去年是去杠杆下的融资收缩+贸易摩擦争端的组合，经济景气度快速走弱，风险偏好回落，债牛有充实的基础，股票下跌也有较强的逻辑支撑。

今年不管外部事件如何演变，监管与政策环境改变，非标融资大幅收缩带动社融增速快速下行的基础不再都已经是既定的事实了。在受政策驱动且见效较快的债券融资与信贷成为主导社融走势因子的情况下，社融与投资者对经济的预期会有更强的波动性，相对应的，金融资产的走势也会更具波动性。



分析师简介

李奇霖，联讯证券董事总经理，首席经济学家，证书编号：S0300517030002。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

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_12673

