

融资需求初现改善端倪 经济企稳仍需时日

核心内容:

- 总体看预计一、二季度经济仍处于下行通道，逆周期调节政策预计维持既定方向。权益市场在逆周期调节政策与改革预期逐步兑现的基础上，有望继续收获风险偏好修复的结构性机会，但是仍然不能全然背离经济及企业业绩的基本面因素。由于一季度风险偏好与预期好转已经对市场贡献良多，二季度市场可能回归基本面因素主导进而出现一定调整，但总体上对权益市场的结构性行情谨慎乐观。基本面下行趋势及货币政策宽松导向推动的利率下行预期仍未终结，债券市场仍可相对乐观。
- 从社会融资与信贷数据来看，当前实体部门融资需求的确有所修复。从企业部门角度看，一系列宽信用的政策支持，开始显现效果，后续能否持续尚需观察，毕竟企业真正能够作出扩大中长期融资的决策有赖于预期投资回报的修复，这一点尚待确认；从居民角度看，虽然中长期融资有所修复，但短期加杠杆行为同样增长迅猛，这可能提示了一季度金融场景气、以及房地产市场销售的回暖、地方性限购、限贷政策的微调等因素对于居民融资需求的提振；但是也需要考虑另一个比较令人担忧的可能，就是居民部门目前因为滚动已有债务的需要而增加短期借贷，如果是这种情况，那么表明居民资产负债表衰退情况在进一步恶化，可能进一步抑制后续消费。
- 乐观估计，假若后续实体部门融资需求与和经济终端需求面数据持续修复，则经济有望在三季度末企稳。从三大需求来看，固定资产投资方面，基建有望延续温和修复趋势，房地产投资在销售回暖支撑下，可能韧性较强，各地因地制宜对于地产企业融资端政策的适度放松也有利于地产投资韧性的维持。但需要观察建安投资是否能够持续维持良好态势，以取代2018年支撑地产投资的土地购置。制造业方面，整体不容乐观，主要考虑外需疲弱与民营企业制造业投资回落；消费方面，需要继续观察居民资产负债表健康程度对于消费的影响；出口方面，面对今年全球经济景气度下行趋势，预计难以对经济增长形成有力支撑。

分析师

张宸

☎: (8610) 8357 1342

✉: zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517120001

特别感谢:

余逸霖

☎: (8610) 66561871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

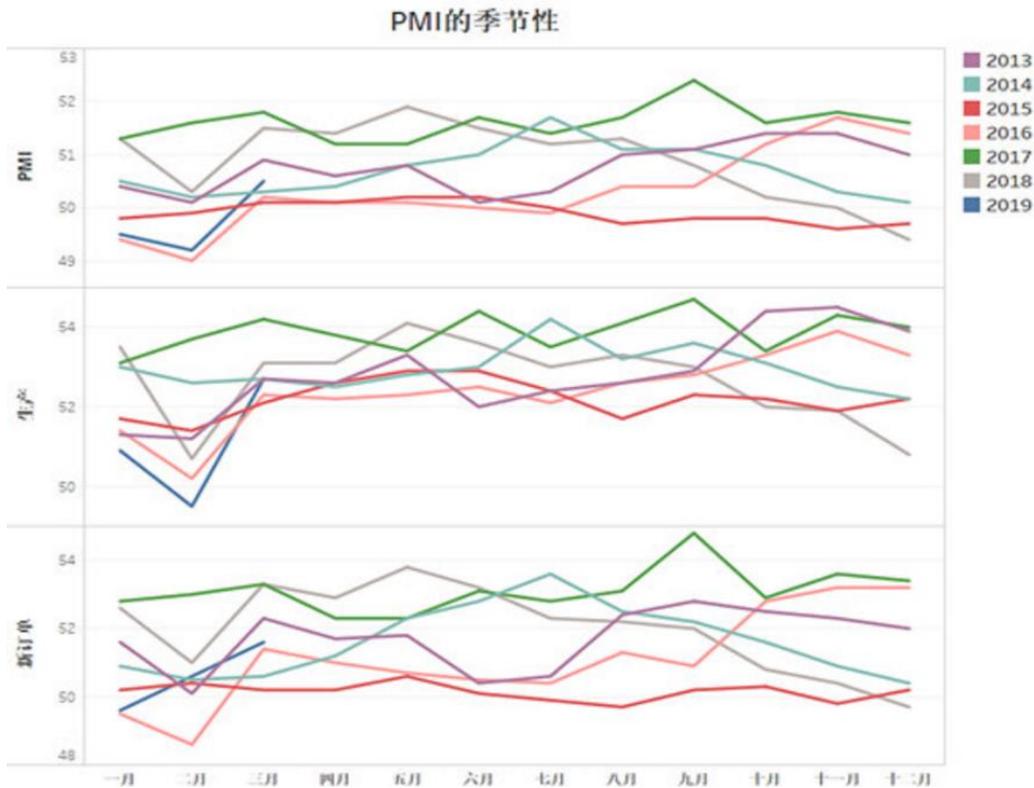
一、金融数据总体强于季节性 总量与结构均提示信用修复初现端倪

1. 不可忽视的季节性因素：从经济景气先行指标 PMI 的季节性特征表明难言经济已见底

此前披露的 3 月 PMI 数据实现了反弹，重回荣枯线 50 以上，我们认为主要体现了今年春节提前的季节性效应。PMI 是一个月度环比数据，即 PMI 反映的是本月与上个月的比较。既然是月度环比数据，那么就逃不开季节性。历史上很多年份，都出现了 2 月份 PMI 出现尖底、3 月份大幅拉升的 V 型走势。其中，比较明显的有 2013 年、2016 年、2018 年。这就说明，春节假期对 PMI 的扰动，很难完全剔除。

从 PMI 的绝对水平来看，过去 7 年的 3 月份 PMI 均高于 50 的枯荣线。今年 3 月份 PMI 50.5，高于 2015 年的 50.1，2016 年的 50.2 和 2014 年的 50.3，低于 2013 年 50.9，2018 年 51.5 和 2017 年 51.8。并且低于历史 3 月份 50.8 的平均值。因此，3 月 PMI 数据虽有反弹但是不足以说明中国经济运行目前已经见底回升。

图 1：PMI 的季节性



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

另一个季节性影响的例子是本月的进出口数据。3月出口同比数据明显好转。一方面，去年同期出口数据偏弱，低基数效应造成本月出口同比回升；另一方面，1-3月出口受节假日效应扰动影响较大，上月同比出现负增长，出口的延后形成本月放量。如果看分项数据，一季度中美贸易总值8158.6亿元，同比下降11%，需要进一步观察去年已落地关税措施是否可以在双方经贸协议达成后移除。同时，今年对于出口的首要影响因素已经转化为全球经济景气及贸易周期的下行。出口后续仍不乐观，PMI出口新订单等先行指标弱势表现也对此有所提示。

2. 本期金融数据总体强于季节性 信用修复初现良好开端

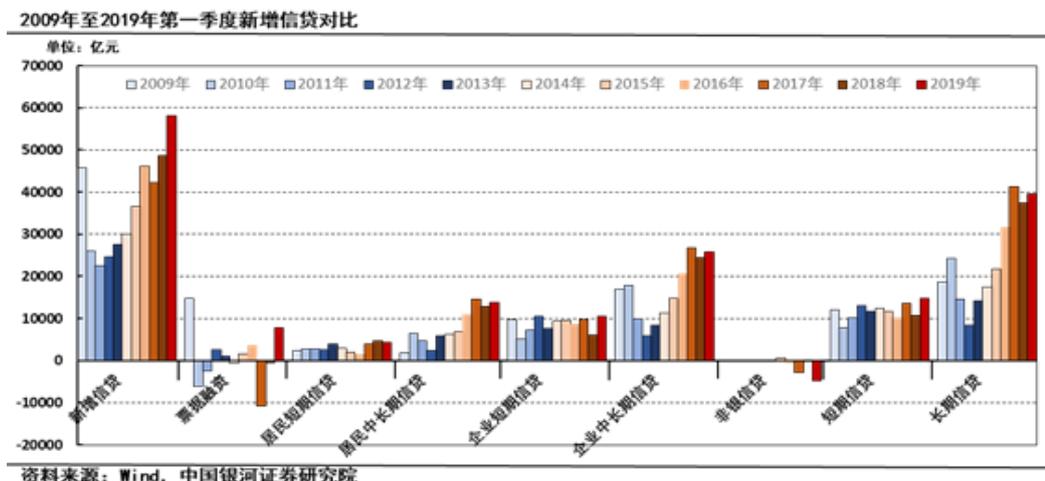
金融数据是月度增加额，季节性同样较强，叠加春节假期，可能形成更大干扰。那么，一季度三个月的金融数据是否强于季节性？

我们回顾过去十年一季度的金融数据发现，总体看2019年1-3月的金融数据强于过去十年季节性表现，比如新增企业信贷，甚至超越了2009年1季度的水平。从结构角度看，对新增信贷贡献度前四位依次是新增企业中长期信贷、居民中长期信贷、企业短期信贷及票据融资。

因此，从信贷角度看，今年一季度投放量强于过去十年的季节性；同时在结构上也所修复，总体上企业和居民部门的长期信贷超越短期信贷和票据融资。

这是否说明实体企业的信用修复已经态势良好？我们还需进一步观察各分项对于新增信贷总量的拉动贡献率。

图 2: 2009 年至 2019 年第一季度新增信贷对比



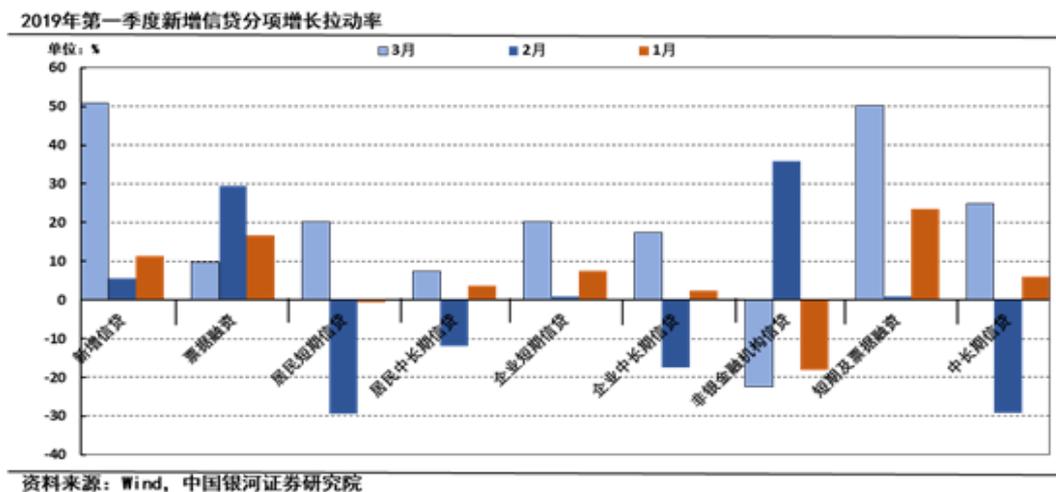
从新增信贷各分项对于新增总量的拉动贡献率看，1月前三位分别是票据融资、企业短期信贷与居民中长期信贷；2月分别是非银金融机构信贷、票据融资与企业短期贷款；3月分别是企业短期信贷、居民短期信贷与企业中长期信贷。

因此，一季度信贷投放图景大致可以清晰：首先总量上看票据和短期信贷仍占主体，但细分到月度表现，企业中长期信贷在3月动能增长较为明显，而居民部门中长期信贷在3月也有所恢复。

综合来看，我们认为当前企业与居民的融资真实需求初现企稳迹象。如果仅仅是短期信贷和票据融资，那么此类资金投放不利于企业和居民进行长期资金安排，也就很难有利于实体经济的企稳，但3月数据表明实体部门的长期融资初现恢复迹象，这应该视作后期经济企稳见底一个好的开始。

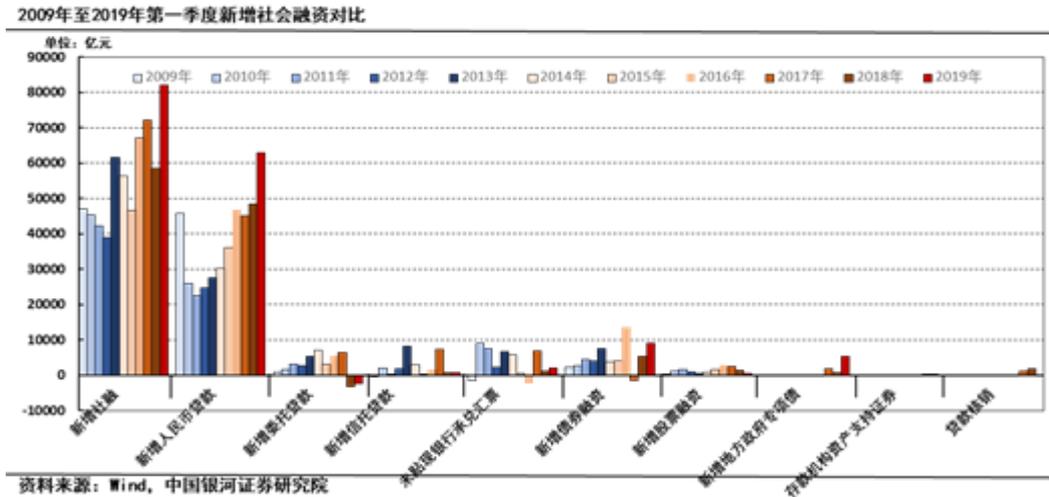
但是我们仍然不能忽视，目前短期信贷及票据融资仍然是新增信贷的主导拉动力，中长期信贷增长的可持续性有待观察，从金融向实体的信用宽松仍然是前路漫漫。毕竟企业真正能够作出扩大中长期融资的决策有赖于预期投资回报的修复（衡量企业的投资回报率，以净资产收益率 ROE 表征），这一点尚待确认。

图 3：2019 年第一季度新增信贷分项增长拉动率



从社融角度看，今年一季度新增社会融资显然也是强于过去十年一季度的社融增量规模。社融贡献度最高的是新增人民币贷款，其次是企业债券融资与地方政府专项债券。以往大行其道的委托贷款、信托贷款与未贴现银行承兑汇票已经式微，这体现了资管新规之后银行资产表外转表内的趋势。地方政府专项债放量的原因之一是今年额度增长，更重要的原因是发债时间提前，体现了中央对地方政府财政收支的支持力度加大。

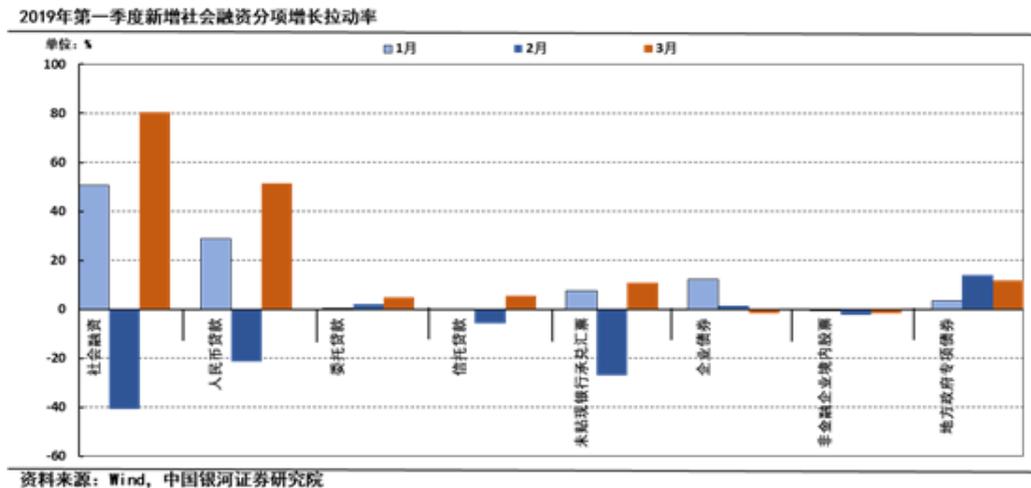
图 4：2009 年至 2019 年第一季度新增社会融资对比



从对社融的拉动贡献来看，1 月前三位分别是人民币贷款、企业债券和未贴现银行承兑汇票；2 月分别是地方政府专项债券、委托贷款和企业债券；3 月分别是人民币贷款、地方政府专项债券与未贴现银行承兑汇票。总体看，信贷对于社融的拉动力在上升，印证从信贷数据得出的融资需求初现企稳迹象的结论。

但如前文所述，企业是否能够持续扩大中长期融资，有赖于预期投资回报的修复（以净资产收益率 ROE 表征）。目前，A 股整体 ROE 有所修复，但从分行业 ROE 来看，近期带动 ROE 修复的主要是两高一剩行业为代表的旧经济，属于政策压减退出的对象，融资条件势必受限。换言之，目前投资回报率较好、有盈利能力、融资动力和潜能的行业恰是“老经济”；“众望所归的”新经济“，如计算机和通信等，竞争逐步进入白热化，近五年来 ROE 基本是下行趋势，难以强劲反弹。大消费相关行业，如家用电器、医药生物等盈利相对稳定，也就难以实现投资回报的大幅增长，融资需求也就相对稳定。后期来看，企业投资回报率的修复仍然是实体经济和社会融资真正向好的关键。

图 5:2019 年第一季度新增社会融资分项增长拉动率



二、小结：信用修复初现良好开端持续性有待观察 预计经济在三季度末企稳

总结上述分析，从社会融资与信贷数据来看，当前实体部门融资需求的确有所修复。

从企业部门角度看，一系列宽信用的政策支持，开始显现效果，后续能否持续尚需观察，毕竟企业真正能够作出扩大中长期融资的决策有赖于预期投资回报的修复，这一点尚待确认；

从居民角度看，虽然中长期融资有所修复，但短期加杠杆行为同样增长迅猛，这可能提示了一季度金融场景气、以及房地产市场销售的回暖、地方性限购、限贷政策的微调等因素对于居民融资需求的提振；但是也需要考虑另一个比较令人担忧的可能，就是居民部门目前因为滚动已有债务的需要而增加短期借贷，如果是这种情况，那么表明居民资产

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_13118



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>