

预期博弈进入关键阶段

证券研究报告

2019年04月15日

社融之后的经济、政策和市场节奏

作者

3月社融信贷的好是全面的好：总量好，结构也好；表内好，表外也好；企业好，居民也好；中长期好，短期也好。

随着货币政策进入观察期，短期政策边际宽松预期回落。4月第3周（4.15-4.21）是关键的一周：一方面，3月社融PMI超预期，其他数据大概率也大幅好于2月，经济好转的预期持续发酵；另一方面，4月降准预期下降，且17日有3665亿MLF到期，央行补充流动性缺口的方式将决定政策预期走向。

4月经济金融数据公布之前的1个月将是两种预期的博弈期——经济有望转好，分子端修复；逆周期的宽松政策可能边际收紧，不利于分母端的进一步修复。预计5月中旬之后，基本面预期可能出现二次修正，政策宽松预期也会有反复的可能。

宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

风险提示：逆周期政策超预期边际收紧；4月经济数据继续好于预期

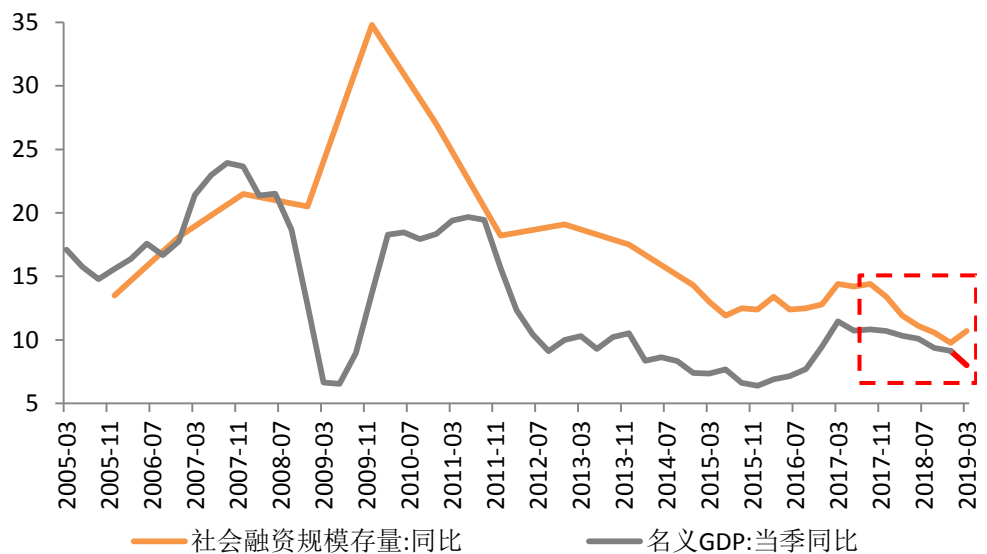
一、3月社融信贷总量和结构均有改善

3月社融信贷的好是全面的好：总量好，结构也好；表内好，表外也好；企业好，居民也好；中长期好，短期也好，居民新增短期贷款还创了历史纪录。

总量层面，社融信贷表现超出季节性。社融增速（10.08%→10.7%）和社融口径信贷增速（13.28%→13.8%）都较2月有明显回升。虽然银行季末冲量会令3月新增信贷环比脉冲上升，但此次信贷增量为2009年“4万亿”之后历年3月的最高值，明显超出季节性。

按照1季度名义GDP增速8%左右计算，目前社融增速高于名义经济增速2.5%-3%，恢复到了2017年4季度的水平，但远低于2015-2016年。因此总量层面的流动性供给短缺已经有所修复，但还不到明显过剩的程度，与今年政府工作报告中“广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”的要求基本一致。

图1：社融增速与名义GDP增速之差恢复到2017Q4水平（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

信贷结构没有变化，短期贷款占比显著高于过去两年。社融口径信贷中“居民+企业”的中长期贷款占比63%，企业贷款中的中长期贷款占比57%，短期限类贷款（短期贷款+票据）占比41%——信贷结构较2月基本没有变化，短期贷款占比仍然明显高于2017年和2018年。但信贷增速大幅回升，意味着影响企业资金周转和信用风险的短期贷款、企业长期资本开支所需的中长期贷款，以及居民的短期消费贷、中长期房贷，基本在同步扩张。因此，从“宽货币”到“宽信用”的传导效果在持续的逆周期政策下进一步显现。

表1：住户/企业各类贷款占比

单位：亿元	17年1-3月	18年1-3月	19年1-2月	19年1-3月
新增人民币贷款（不含非银贷款）	45,018.65	48,634.63	43,356.00	62,979.00
新增住户+企业中长期贷款	41,900	37,125	28,322	39,500
全部中长期贷款比例	93%	76%	65%	63%
新增企业贷款	26,475	30,658	34,141	44,800
新增企业中长期贷款	27,258	24,103	19,127	25,700
企业中长期贷款比例	103%	79%	56%	57%
新增企业短期贷款+票据融资	-1,860.65	5,522.32	14,254.00	18,333.00
企业短期限类贷款比例	-7%	18%	42%	41%

资料来源：WIND，天风证券研究所

社融结构的表外融资也在改善。3月表外融资（委托+信托+未贴现）重回扩张，委托贷款净减少 1070 亿有一定季末效应，因往年季末委托贷款净增量较大，故到期量也比较大；信托贷款相比之下恢复更快，单月净增 528 亿是 2018 年 2 月以来的最大增幅。在宽信用、稳增长的权衡下，监管组合拳对表外融资的负面冲击逐渐减弱，预计这一趋势还会延续。

专项债发行前置和企业债融资均对社融有显著贡献。春节后地方专项债发行继续加速，1 季度净发行 5391 亿，达到全年专项债限额的 25%。财政部要求地方新增债务在 4 季度之前基本发行完毕，预计 2-3 季度发行将进一步提速。低利率环境下，企业债券融资也在春节后回到 3276 亿的较高水平。

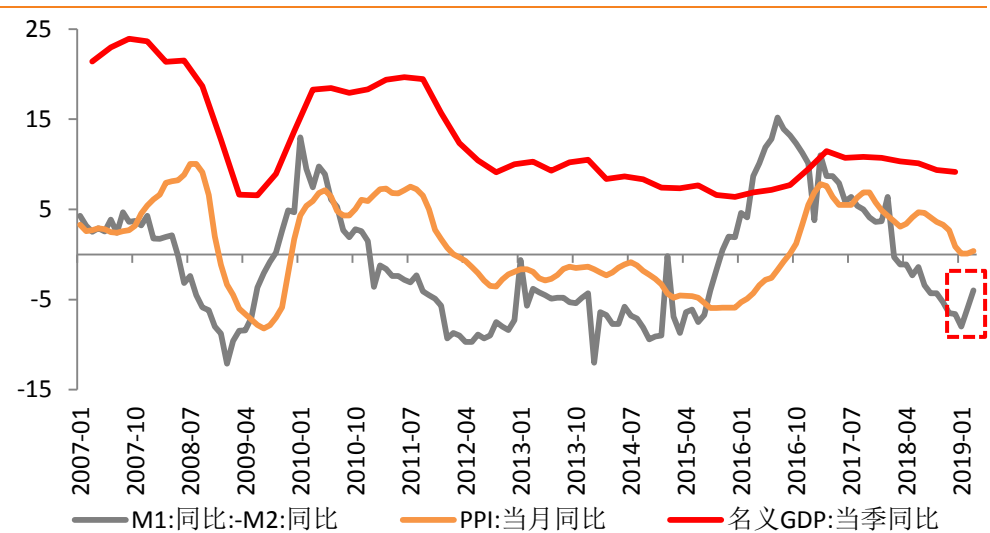
整体来看，1 季度新增中长期社融（中长期信贷+委托贷款+信托贷款+企业发债+专项债+股票融资）累计同比增长 25.5%，较去年明显改善。

二、短周期经济筑底的积极信号初步显现

结合经验规律来考察总量数据及其结构，可以看到一些积极的信号。我们在《2 月金融数据对全年市场的指示》中指出：“如果总量数据钝化且反复震荡，可以关注总量数据的结构”，并提出了两组参考指标：来自金融机构负债端的“M1-M2 剪刀差”和资产端的“新增中长期贷款比例”。

对于 M1-M2 剪刀差，我们指出“M1-M2 剪刀差对工业品价格（PPI）和实体经济（名义 GDP 增速）都有很好的前瞻效果”，并判断“M1 同比增速底部已现，全年将震荡回升至 7%-9%”。3 月数据显示 M1 同比增速回升至 4.6%，M1-M2 剪刀差也进一步修复。

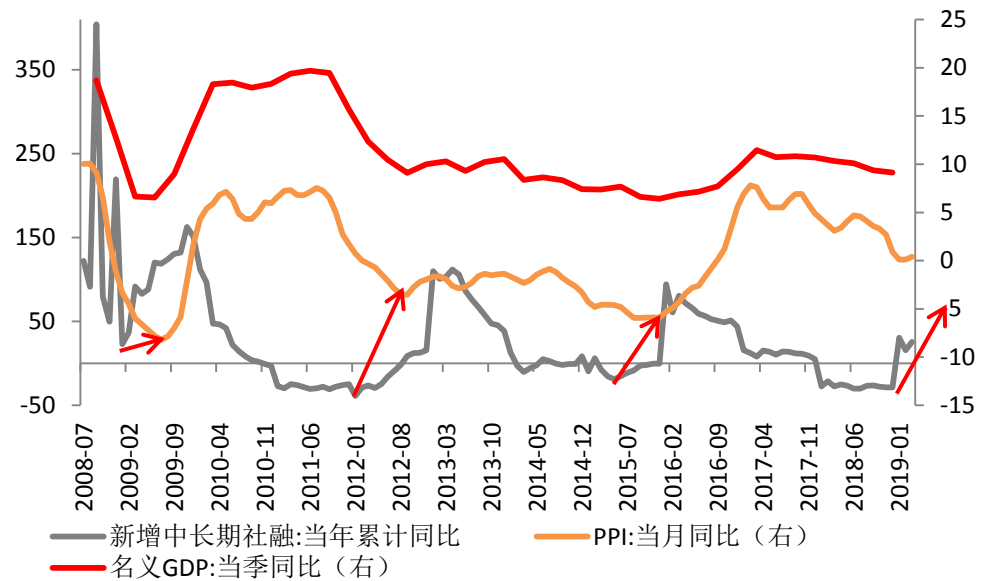
图 2：积极信号 1：M1-M2 剪刀差进一步修复（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

对于新增中长期贷款比例，可以进一步改良为“新增中长期社融”在当年的累计同比增速，反映新增社会融资中可被企业用于长期资本开支的部分在当年的增长情况。该指标的周期性本质上是对政策周期和经济周期的反映：当政策由收紧转向宽松，并逐渐实现由“宽货币宽财政”向“宽信用”的传导时，新增中长期社融增速会在年初快速修复，随后年内会出现 PPI 以及由其驱动的名义经济增速的周期性底部。年初以来该指标快速回升，与 M1-M2 剪刀差和细节逻辑推演所指向的结果一致。

图 3：积极信号 2：19 年新增中长期社融增速快速回升（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

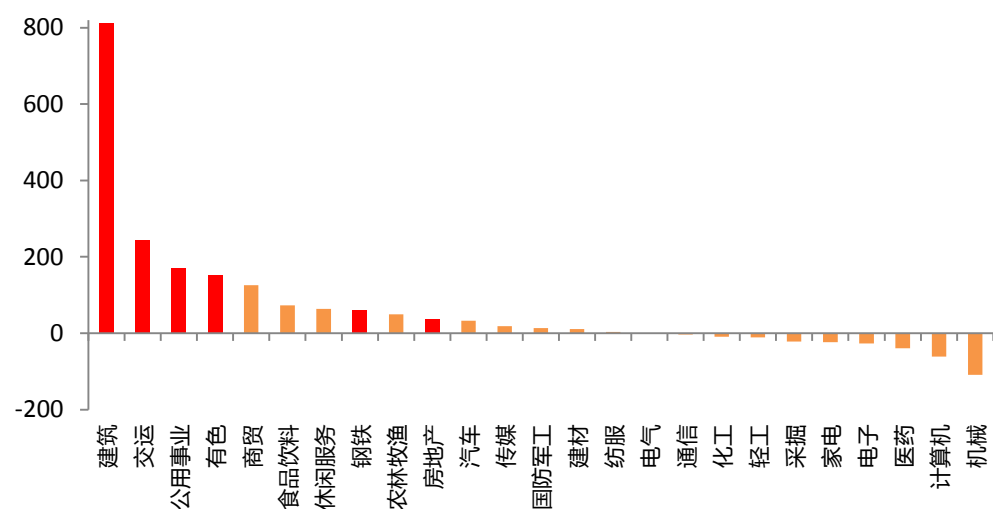
三、社融的钱去哪儿了？

居民短期贷款以消费贷为主，3 月净增 4294 亿创历史新高，与 2 月春节效应强、当月净减 2932 亿有关。看整个 1 季度，居民短贷净增 4292 亿，尚低于去年同期水平。但落实到经济数据，结合减税降费、CPI 跳升和近期汽车销售数据好转等因素，**预计 3 月消费数据会有小幅反弹。**

居民中长期贷款以房贷为主，3 月净增 4605 亿与近 3 年水平相近，与 3 月春节后商品房销售转好有关。但目前销售改善或仅局限于一线和部分二线城市，三线及以下地区受棚改开工计划锐减、货币化安置比例降低拖累，短期难有好转。在因城施策、放松但不刺激的基调下，**上半年全国商品房销售增速可能仍然看不到拐点，新开工增速预计也将继续下滑。**

企业端，基建和房地产是中长期信贷的主要投放领域，3 月净增 6573 亿，历史上同期仅低于“4 万亿”时期的 2009 年；3 月非金融类企业债券净融资中，按照申万行业分类，基建和房地产行业（公用事业+交通运输+建筑装饰+房地产）占比达到 81%；3 月专项债净增 2532 亿，大部分投向地方基建；3 月信托总发行量 2126.6 亿元，其中 793 亿投向房地产、654 亿投向基础产业，除去金融业（481 亿）后占比达到 88%。

图 4：3 月非金融申万一级行业债券净融资金额（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

整体来看，3月新增中长期社融1.66万亿，其中去往基建和房地产方向（包括居民中长期贷款）的金额可能超过1.4万亿。中长期融资和财政资金陆续到位后，基建投资增速有望进一步反弹，房地产建安投资在竣工交付压力下也会保持在较高水平。

四、2019年4个季度的经济节奏

我们最早在2018年6月21日报告《枕戈待旦》中提到：2019年年中是这一轮商业周期衰退期的末尾，并在2019年以来的多篇报告中阐述过下半年经济企稳的结论和逻辑。目前来看，3月的社融信贷数据为逻辑的兑现提供了进一步支撑，但数据还存在二次回落的可能，因此预计2019年4个季度的经济将出现以下节奏变化：

1季度：实际经济增速仍在下滑，但幅度相比4季度放缓，名义经济增速受价格影响加速下滑。相比于2018年4季度，这一阶段的投资、消费、出口增速都在下滑，以CPI和PPI为代表的价格下滑更快。

2季度：实际经济增速仍可能小幅下滑，但幅度进一步放缓，名义经济增速在通胀中枢抬升的带动下可能触底反弹。相比于1季度，这一阶段以投资和消费为代表的内需有望触底修复，其中投资好转的主要动力是基建投资和房地产建安投资。但出口下行压力加大可能拖累经济。

3季度：实际经济增速进入短周期底部，名义经济增速在基数效应下可能再度小幅回落。内需有望进一步小幅修复，但外需表现受欧美经济景气度影响不确定性较大。届时出口好坏可能决定经济是否确认短周期底部。

4季度：实际和名义经济增速都有可能出现小幅修复。投资在房地产、制造业的拖累下可能重新回落，出口、消费小幅修复带动经济企稳，这一阶段PPI和CPI可能同时快速回升，带动名义经济增速小幅反弹。

五、如何影响货币政策？

节奏上，随着货币政策进入观察期，全年货币政策和流动性最宽松的时段（1-2月）已经过去，短期政策边际宽松预期回落。具体操作上，考虑MLF到期、利率债发行和财政缴款等因素，2季度中长期流动性缺口较大，需要货币政策进行支持。除常规OMO外，集中投放流动性的操作由松到紧依次是：降准→降息投放MLF→单纯投放MLF。

4月第3周是关键时间，4月17日有MLF到期3665亿。考虑到监管部门近期的表态，4月降准的概率和必要性降低，降息投放或单纯投放MLF的概率更大。映射到资金价格上，预计2季度价格中枢与1季度相近。如果后续停止降准改以MLF等方式投放流动性，资金价格中枢可能在3季度开始抬升。

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_13158

