

实体融资持续回升的经济影响及政策启示

摘要

3月信贷社融数据大幅放量，出现超预期回升，并且结构有所改善，企业和居民中长期贷款都有所回升。这将进一步推升对经济乐观预期。相较于3月2.2-2.4万亿社融预期对应10.5%的社融增速，3月社融存量实际增速较预期值高出0.2个百分点，对应名义GDP将较预期提升0.1个百分点。年中之前随着低基数效应的持续，以及实体经济融资需求改善，社融将延续回升态势，这将推动整体货币增速回升。因而对经济乐观预期或在未来几个月持续。这将对周期类权益资产形成利好。

但另一方面，随着实体融资显著放量和经济逐步企稳，政策发力节奏或有所放缓，松紧适度的货币政策要求社融增速要与名义GDP大体一致，这与当前社融增速高出名义GDP增速3个百分点以上的情况不符。因而未来存在政策发力节奏放缓，流动性宽裕状况减弱可能，我们预计下次降准可能在年中左右。而流动性宽松状况减弱将对债市和部分对利率敏感的权益类资产形成抑制。

风险提示：经济下行或超预期。

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.com

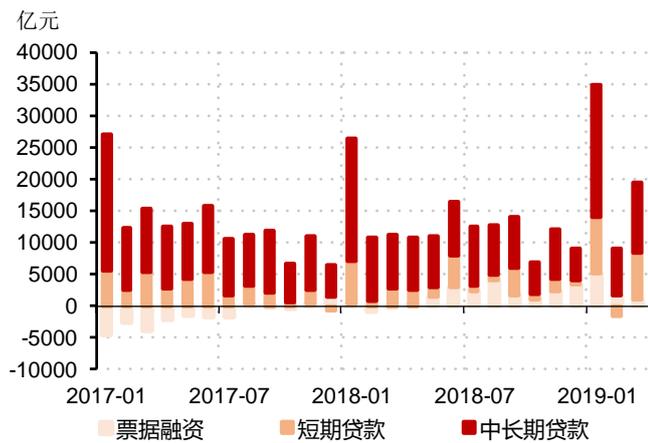
相关研究

1. 季节性因素推升出口，外需依然总体疲弱 (2019-04-14)
2. 通胀如期回升，但无需过度担忧 (2019-04-12)
3. 全球流动性分析框架 (2019-04-09)
4. 经济弱平稳，贸易谈判顺利推进 (2019-04-07)
5. 地方政府隐性债务管控“欲速则不达” (2019-04-07)
6. 美债利率曲线倒挂预示经济衰退？这次或不一定 (2019-04-01)
7. 季节性因素推升PMI，经济继续弱平稳 (2019-03-31)
8. 经济继续弱势运行，无需过度担忧通胀——月度经济预测 (2019-03-28)
9. 需求放缓企业盈利走弱，季节因素夸大走弱程度 (2019-03-27)
10. 关于资本回报颠覆常识的四个发现——全球央行追踪第7期 (2019-03-26)

1 实体经济融资持续改善

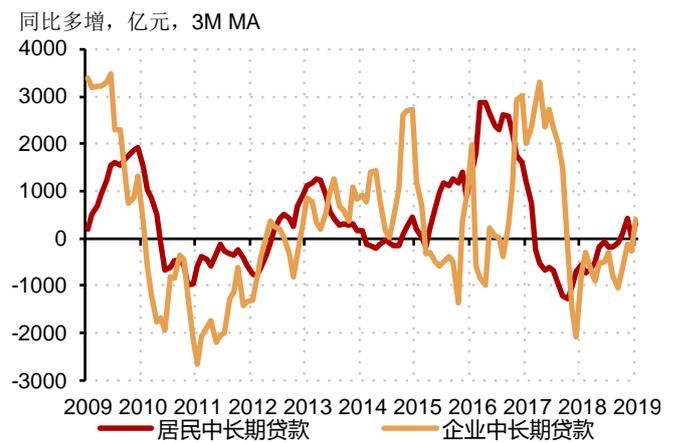
3月信贷数量与结构双双改善。3月新增贷款1.69万亿元，同比多增5700亿元，显著超出我们与市场的预期（图1、表1）。3月贷款不仅数量回升，结构同样有所改善。其中居民和企业中长期贷款分别较去年同期多增835亿元和1958亿元至4605亿元和6573亿元，居民贷款回升可能受近期房地产销售回暖推动，而企业中长期贷款回升则主要反映基建等行业融资需求回升。信贷总量和结构均出现改善显示实体融资需求持续回暖。

图1：3月信贷超预期回升，结构有所改善



数据来源：Wind，西南证券整理

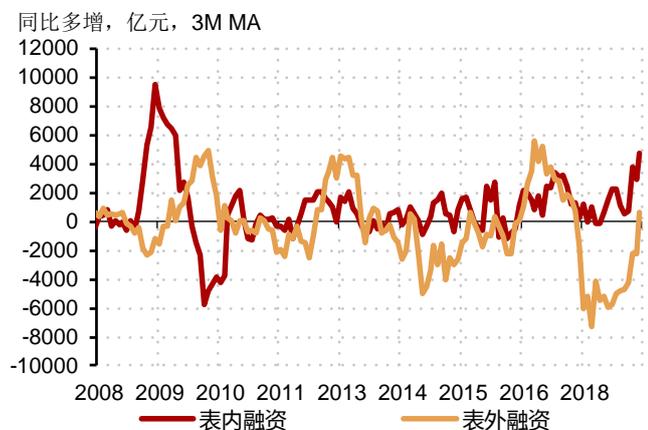
图2：企业和居民中长期贷款均有所回升



数据来源：Wind，西南证券整理

社融大幅多增，主要受贷款回升推动。3月新增社会融资总量2.86万亿元，同比多增1.28万亿元。存量同比增长10.7%，较上月回升0.6个百分点。贷款是社融回升主要动力，3月对实体经济贷款同比多增8166亿元至1.96万亿元。而表外融资依然疲弱，但受低基数因素推动，同比持续改善。3月委托贷款和信托贷款分别新增-1070亿元和528亿元，同比多增780亿元和885亿元。另外，3月地方政府债净融资2532亿元，同比多增870亿元，企业债券净融资3276亿元，基本上与去年同期持平。随着低基数效应的持续体现，以及实体经济融资需求的改善，社融同比增速将延续回升态势。社融大幅改善将推升经济乐观预期上升。

图3：表内外融资同比趋势性多增



数据来源：Wind，西南证券整理

图4：社融存量同比增速持续回升



数据来源：Wind，西南证券整理

信贷社融大增推动货币增速回升。受信贷社融大增推动，货币增速明显回升，3月M2同比增长8.6%，增速较上月提升0.6个百分点。融资显著增加也推动企业现金流状况改善，3月M1同比增长4.6%，增速较上月提升2.6个百分点，M1同样进入回升通道。另外，3月财政存款同比也出现多减情况，3月财政存款减少6928亿元，同比多减2126亿元，在地方债大幅发行情况下，财政存款依然多减，显示3月财政政策在持续发力。随着社融同比增速持续回升，货币增速将保持回升态势。

图5：货币增速持续回升


数据来源：Wind, 西南证券整理

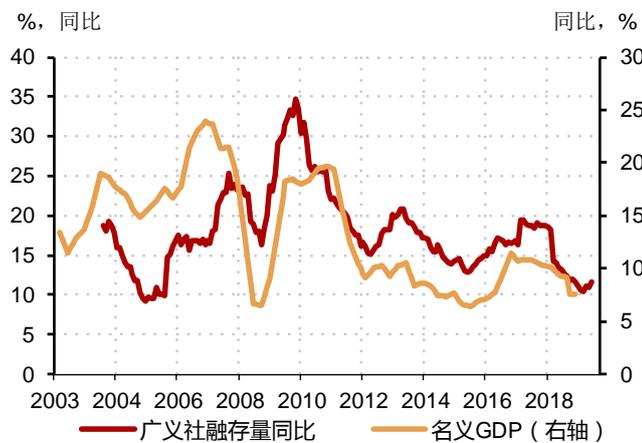
图6：社融增速预测


数据来源：Wind, 西南证券整理

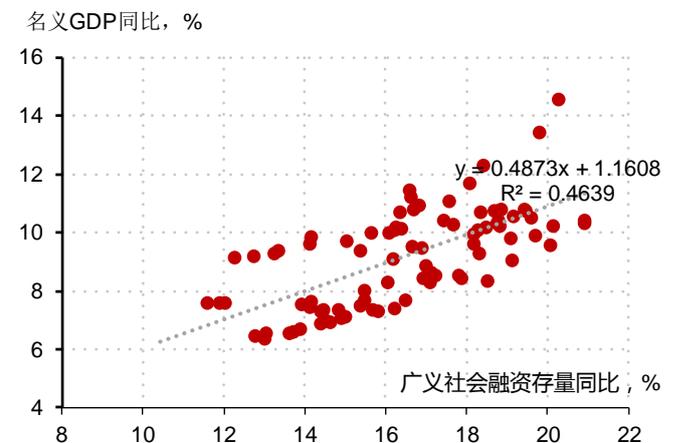
2 融资持续回升将经济乐观预期上升

经验数据显示，广义社融对GDP的领先作用在2个季度左右，去年末开始社融增速改善将推动经济在今年年中左右企稳。我们用更为合理的广义社融作为融资总量度量指标，即在当前社融中加入其它政府债，包括国债和新增一般地方债。经验数据显示，广义社融增速对名义GDP有大致两个季度左右的领先性（图7）。这意味着去年末开始社融增速改善将推动经济在今年年中左右企稳。

从数量关系来看，社融增速提升1个百分点将带动名义GDP增速提升0.49个百分点。广义社融增速从去年3月的13.4%下降至今年1季度的7.6%左右。但广义社融增速从去年末10.4%的水平开始持续回升，到今年3月份回升至11.6%，累计回升1.2个百分点，这将推动名义GDP回升0.6个百分点。而我们预计到今年末社融存量同比增速将较去年末累计回升1.4个百分点，这将推动名义GDP累计回升0.7个百分点。即名义GDP同比增速可能回升至8.0%左右水平。社融的持续回升将支撑经济企稳，助推经济乐观预期上升。

图 7：当前社融企稳有望带动下半年经济企稳


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：滞后 6 个月社融与名义 GDP 增速相关性


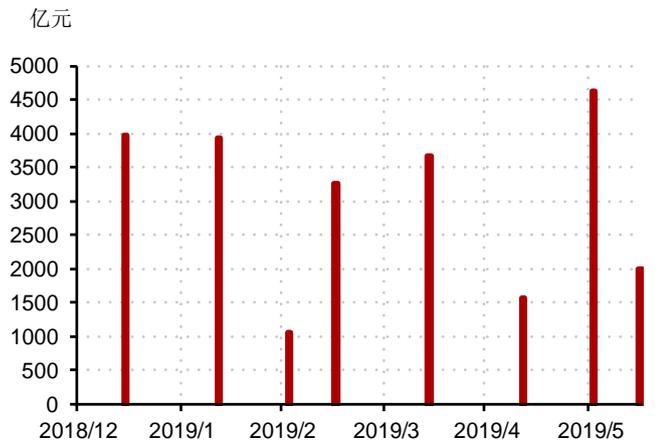
数据来源：Wind，西南证券整理

3 融资快速放量可能带来未来政策发力节奏减缓

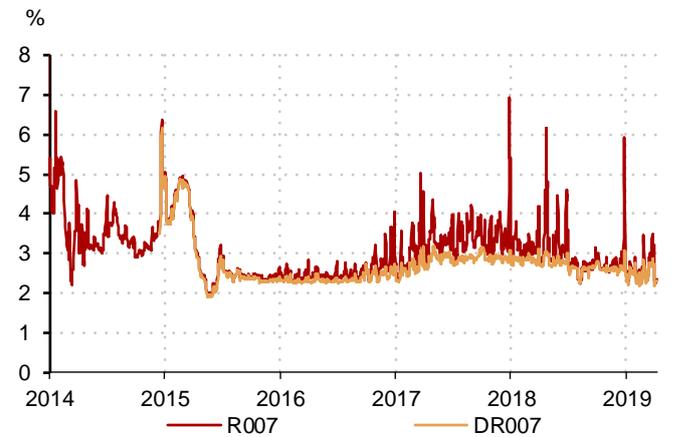
融资数据持续改善，经济乐观预期上升。3月信贷社融继续显著增加，同时中长期贷款有所回升，融资结构也有所改善，这显示实体融资需求持续回暖。实体融资的持续增加意味着需求将逐步触底，这将推动经济乐观预期上升。目前融资水平的回升至少能够保障年中之前经济平稳或有所回升。如果经济数据呈现出经济企稳回升态势，则稳增长迫切性或有所下降，因而政策发力节奏可能有所放缓。

目前融资数据显著改善可能减缓未来政策发力节奏，短期内降准可能性下降。央行货币政策要求松紧适度，即社融和 M2 增速要与名义 GDP 大致一致。当前社融和 M2 同比增速分别达到 10.7% 和 8.6%，而 1 季度名义 GDP 可能放缓至 7.6% 左右。因而当前融资大幅放缓可能减缓未来政策发力节奏。短期内央行降准可能性下降，下次降准可能需要到 MLF 较为集中到期的 6 月份左右。而短期存在短端利率阶段性上升可能，这可能会对较为以来宽松流动性的资产形成冲击。

实体融资回升将为周期类权益资产带来利好，但对流动性短期调整的担忧可能会压制债市以及对流动性较为敏感的权益类资产。实体经济融资持续回升，这带来经济乐观预期上升，因而周期类权益资产将获得利好。但同时，经济乐观预期上升，以及政策发力节奏放缓，流动性宽裕状况减弱等都可能增加债市调整风险。同样，对宽松流动性较为以来的成长类权益资产也可能部分被压制。

图 9：MLF 在 6 月份集中到期


数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：R007 与 DR007 利率走势


数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：我国宏观经济指标预测

| | | | | | | | | | | | | | | | 西南预测 | 市场预测 | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|
| | | 2018-2 | 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 | 2019-3F | 2019-3F |
| CPI | 同比% | 2.9 | 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 | 2.3 |
| PPI | 同比% | 3.7 | 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 | 0.5 | 0.5 |
| 工业增加值真实增速 | 同比% | 7.2 | 6.0 | 7.0 | 6.8 | 6.0 | 6.0 | 6.1 | 5.8 | 5.9 | 5.4 | 5.7 | 5.3 | 5.3 | 6.0 | 5.9 | |
| 固定资产投资名义增速 | 同比% | 7.9 | 7.5 | 7.0 | 6.1 | 6.0 | 5.5 | 5.3 | 5.4 | 5.7 | 5.9 | 5.9 | 6.1 | 6.1 | 6.0 | 6.3 | |
| 消费品零售名义增速 | 同比% | 9.7 | 10.1 | 9.4 | 8.5 | 9.0 | 8.8 | 9.0 | 9.2 | 8.6 | 8.1 | 8.2 | 8.2 | 8.2 | 8.1 | 8.3 | |
| 新增人民币贷款 | 亿人民币 | 8393 | 11200 | 11800 | 11500 | 18400 | 14500 | 12800 | 13800 | 6970 | 12500 | 10800 | 32300 | 8858 | 16900 | 12000 | 12719 |
| M2增速 | 同比% | 8.8 | 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 | 8.2 |
| 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% | 44.5 | -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 | 3.0 | 8.0 |
| 进口名义增速(美元计价) | 同比% | 6.3 | 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 | -7.0 | 0.0 |
| 贸易顺差 | 亿美元 | 337.4 | -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 | 84.3 | 124.7 |
| 人民币兑美元汇率(月末值) | 人民币/美元 | 6.33 | 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 | 6.70 | 6.68 |
| 存款准备金率 | % | 17.0 | 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 |

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

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_13188



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>