

实体融资总量结构都有改善，债务置换并非其原因

摘要

11月信贷社融再度回到同比多增通道，除总量有所改善之外，中长期贷款同比多增以及表外融资同比少减，均显示长端融资在回暖，实体经济融资结构也有在改善。信贷社融的回升难以通过地方政府隐形债务置换解释，因为如果置换的贷款，则不会增加新增贷款；如果置换的是社融中非标，则会带来非标的加速收缩，这实际上并未发生；如果置换的是非社融中的非标，一方面，银行用表内贷款置换这种高风险表外资产意愿有限，另一方面，当前不计入社融的表外融资存量规模已经有限，难以找到充分的理由证明对有限存量的化解在近期加速。隐形债务置换并非贷款同比多增原因。而短期来看，可能的政策风险在年末财政政策的回撤，由于过去12个月财政赤字占GDP比例已经较高，年末财政发力节奏存在放缓可能，11月财政存款同比少减可能反应了财政政策的小幅回撤，这也是导致广义货币增速放缓的原因。但经济放缓压力下财政政策也难以大幅回撤。而且明年初开始，财政将再度发力，同时叠加地方债集中发行带来的信贷社融投放，实体信用状况依然将继续改善，经济总体依然处于企稳过程中。

风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

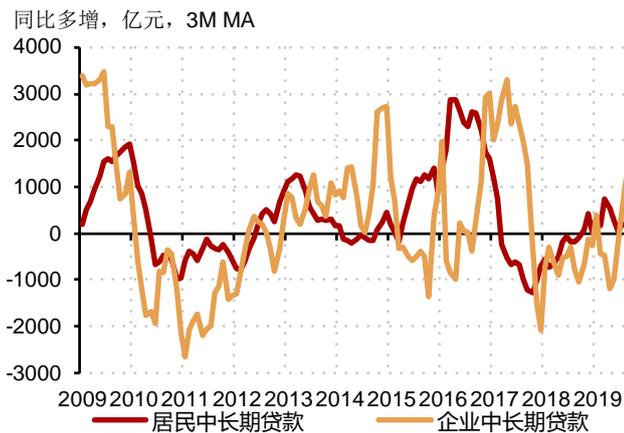
分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

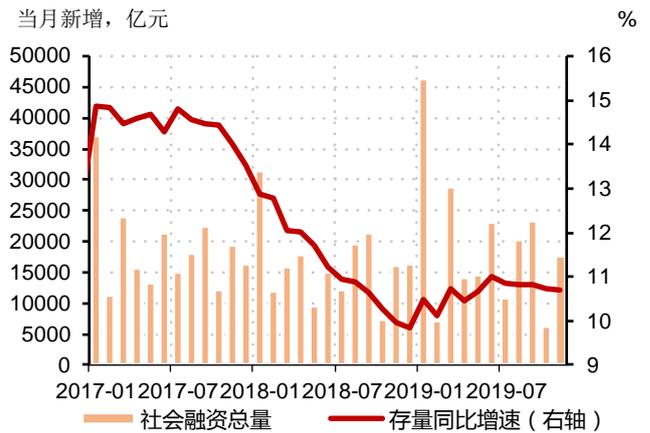
相关研究

1. 无需过度担忧通胀，应关注工业品价格回升 (2019-12-10)
2. 如何正确看待并预测CPI中猪肉权重 (2019-12-09)
3. 出口保持平稳，外需依然在企稳回升过程中 (2019-12-08)
4. 央行呵护流动性，经济将逐步企稳 (2019-12-08)
5. 政策定调更为积极，经济企稳确定性上升——中央政治局会议解读 (2019-12-07)
6. 房地产韧性的来源：漫长且缓慢的补库 (2019-12-04)
7. 旧潮已退去，波涛安悠悠——海外经济年度报告 (2019-12-03)
8. 穿越数据迷雾，经济企稳正在逐步被确认——月度经济预测 (2019-12-02)
9. 经济逐步企稳回升，悲观预期需要调整 (2019-12-01)
10. 宏观固收2020年投资策略：莫道桑榆晚，为霞尚满天 (2019-12-01)

实体融资重回回升通道，11月信贷社融均有所改善。11月新增人民币贷款1.39万亿，同比多增1400亿元，略高于我们与市场的预期（表1），信贷再度进入同比回升通道。在总量改善的同时，信贷结构同样有所回升，11月企业中长期贷款同比多增911亿元至4206亿元，显示实体经济融资需求逐步改善。而居民中长期贷款同比多增298亿元至4689亿元，在房地产需求保持平稳环境下，居民中长期贷款继续保持稳定。而虽然11月票据利率明显下行，但票据融资在11月同比少增1717亿元至624亿元，预计月末的利率上升可能导致票据融资有所回撤。信贷总量和结构都有所改善，实体融资继续回升。

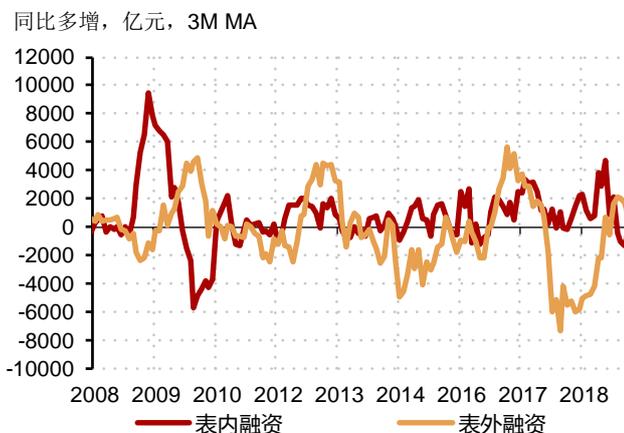
图1：企业和居民中长期贷款均有所回升


数据来源：Wind，西南证券整理

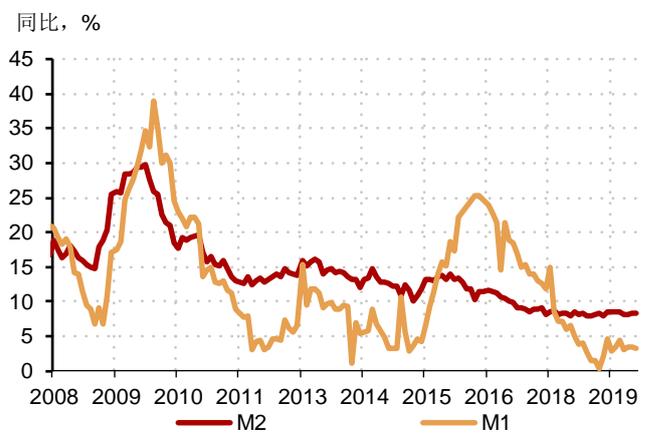
图2：新增社融同比小幅多增，存量同比持平


数据来源：Wind，西南证券整理

社融重回同比多增区间，非标融资同比改善。11月新增社融1.75万亿元，同比多增1505亿元。社融存量同比增长10.7%，增速与上月基本持平。除人民币贷款同比多增之外，表外融资也出现一定程度改善。11月虽然委托贷款、信托贷款继续减少959亿元和673亿元，未承兑汇票微幅少增571亿元，表外融资总体收缩1061亿元，但收缩幅度较去年同期下降843亿元，因而也推动了社融增速改善。11月企业债券融资同比少增1222亿元至2696亿元，从高频数据看主要是11月第一周下降比较明显，之后信用债融资保持平稳，未来持续下降可能性有限。

图3：表内融资和表外融资均有所回升


数据来源：Wind，西南证券整理

图4：财政存款同比少减拉低M2增速，M1增速小幅回升


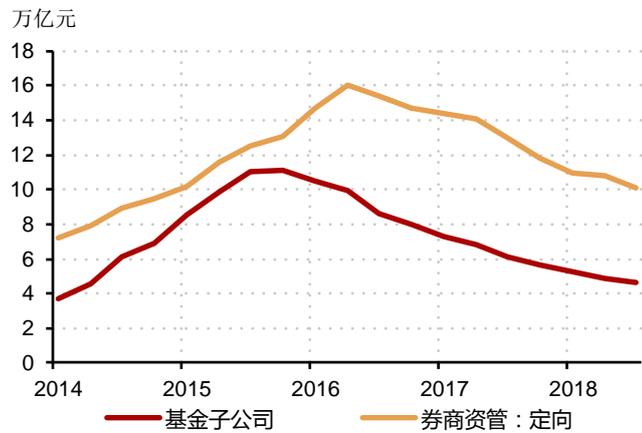
数据来源：Wind，西南证券整理

货币增速有所放缓，主要是财政存款同比少减所致。虽然信贷社融重回同比多增区间，但广义货币 M2 增速在 11 月有所放缓，从上月的 8.4% 下降至本月的 8.2%。广义货币增速下降主要是财政存款同比少减所致，今年 11 月财政存款减少 2451 亿元，同比少减 4192 亿元，这拉低 M2 同比增速 0.21 个百分点。而狭义货币 M1 同比增速小幅提升 0.2 个百分点至 3.5%，显示企业现金状况有所改善。

部分观点认为信贷社融改善是隐形债务置换的结果，特别是认为企业中长期贷款增加由于隐形债务的扩张。虽然近期政策引导下，金融机构加大了对地方政府隐形债务的展期、续期以及置换等，但这个难以解释信贷社融的改善。首先，如果用中长期贷款置换原来是贷款形式的隐形债务，则不会产生新增贷款，对新增信贷没有影响；其次，如果中长期贷款置换的是社融中的非标融资，那么这种置换在导致中长期贷款增加的同时，会带来非标融资的收缩，而这正是 18 年 2、3 季度发生的情况，但今年 11 月非标并未加速收缩，甚至同比有所改善，因而也不能用置换社融中的非标来解释信贷同比回升。

再次，中长期贷款置换未纳入社融中的非标也难以解释信贷回升。一方面，从微观激励上来看，未纳入社融中的非标一般风险情况较高，而且并非银行表内资金投放的融资，银行用表内信贷去置换的意愿有限。另一方面，考虑到过去几年基金子公司等规模的大幅收缩，目前剩余的未纳入社融中的非标规模也较为有限，基金子公司规模已经从 16 年 3 季度的 11.1 万亿元下降至 19 年 2 季度的 4.7 万亿元，券商资管中定向部分也从 17 年 1 季度的 16.1 万亿元下降至目前的 10.1 万亿元。如果延续过去几年的下降速度，基金子公司在明年末过渡期到期前将基本消化，券商资管也将下降至 6 万亿以下的较低水平，因而目前无需加速置换这部分资产。目前尚难找到明确的证据支持未纳入社融的这部分非标置换在加速，因而这个也难以解释中长期贷款回升。

相对来说，可能存在的政策风险在于短期财政回撤。过去 12 个月财政赤字累计为 4.67 万亿元，占同期 GDP 的比例已经达到 4.9%，而年初的预算赤字为 2.8%，考虑到年初预算的结转结余及调入资金，预算的实际赤字也在 4.3% 左右，依然低于目前 4.9% 左右的赤字率，这意味着年末财政存在收力的可能。而 11 月在地方政府债净融资量为负的情况下，财政存款同比少减 4192 亿元，显示财政发力节奏存在减缓可能。但考虑到经济下行压力依然存在，财政政策不会显著收紧，同时如果按预算实际赤字率 4.3% 和过去 12 个月实际赤字率 4.9% 的差别来算，财政同比少增不到 6000 亿元弥合差距，况且考虑到财政腾挪能力加强，11 月和 12 月财政赤字同比收缩幅度应该明显小于 6000 亿元，因而财政存在回撤可能，但幅度不会很大。

图 5：表内融资和表外融资均有所回升


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6：年末财政政策存在小幅回撤可能


数据来源: Wind, 西南证券整理

稳增长政策将继续发力, 信贷社融将持续回升。11月信贷社融重新恢复到同比多增状况, 未来信贷社融将继续改善。12月政治局会议释放偏积极的政策信号, 逆周期政策将发力稳定经济, 而基建是主要的抓手。而央行货币政策继续以扩大实体经济信用为主要目标, 这将推动信贷社融持续改善。结合20年1季度地方债集中发行以及伴随的配套融资需求, 信贷社融有望在高基数的基础上继续回升。信贷社融改善将推动实体经济需求回暖, 短期经济下行压力将有所缓解。

表 1：我国宏观经济指标预测

		2018-10 2018-11 2018-12 2019-1 2019-2 2019-3 2019-4 2019-5 2019-6 2019-7 2019-8 2019-9 2019-10 2019-11													西南预测	市场预测	
															2019-11F	2019-11F	
CPI	同比%	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.2	4.3
PPI	同比%	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-1.5	-1.4
工业增加值真实增速	同比%	7.2	5.4	5.7	0.0		8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7		5.1	5.2
固定资产投资累积名义增速	同比%	5.7	5.9	5.9	0.0		6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2		5.3	5.2
消费品零售名义增速	同比%	8.6	8.1	8.2	0.0		8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2		7.5	7.8
新增人民币贷款	亿人民币	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	12100	16900	6613	13900	13500	12533
M2增速	同比%	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.5	8.4
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%	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-1.1	4.4	0.6
进口名义增速(美元计价)	同比%	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	0.0	-1.7
贸易顺差	亿美元	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	348.3	396.5	428.1	387.3	517.3	449.2
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.89	7.15	7.14	7.04	7.03	7.02	7.03
存款准备金率	%	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0

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_8428

