

实体融资小月更应该看结构

摘要

10 月是实体融资小月，信贷社融都会有季节性的下降，其中尤其以企业融资贷款下降更为明显，因而 10 月信贷社融更容易受到居民融资和其它短期因素扰动，总量呈现较大波动性。我们认为相较于 10 月信贷社融总量，结构更为重要。从结构来看，10 月信贷社融低于预期，主要受居民短期贷款和票据融资下行拖累。其中居民短期贷款受金融监管严查消费贷违规进入楼市、股市等影响，短期出现收缩。而票据融资和未承兑汇票均明显收缩，跟监管、短期利率偏高等有关，票据融资也难以持续大幅回落。但更能体现实体经济融资需求的企业中长期贷款和居民中长期贷款却继续改善或保持强韧，显示实体经济融资需求并不弱，因而无需过度悲观。考虑到逆周期政策发力，基建项目审批加快，4 季度可能提前发行明年的专项债额度，将继续对实体融资形成支撑。随着企业融资在信贷和社融中占比回升，信贷社融将重新恢复到企稳回升通道。社融增速保持平稳，债市短期也将延续震荡。

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

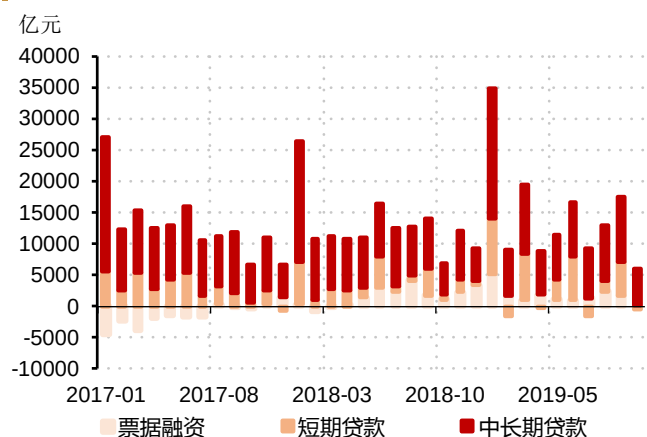
分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 供需保持平稳，通胀压力边际缓和 (2019-11-10)
2. 是一般物价上涨吗？如果不是，货币政策无需应对 (2019-11-10)
3. 决定出口走向的是全球经济，而非中美贸易摩擦 (2019-11-09)
4. MLF 降息，信号意义重于实质 (2019-11-05)
5. 虚的通胀，实的经济——月度经济预测 (2019-11-04)
6. 经济保持平稳，通胀上行压力依然较大 (2019-11-01)
7. 联储再度鸽派降息鹰派表态，降息或暂缓但不会停止 (2019-11-01)
8. 数据再度不一致，如何看待中采 PMI 下行 (2019-11-01)
9. 关注信贷继续超预期的风险——2019 年 4 季度银行信贷经理调研 (2019-10-28)
10. 企业盈利再度走弱，但无需过度悲观 (2019-10-27)

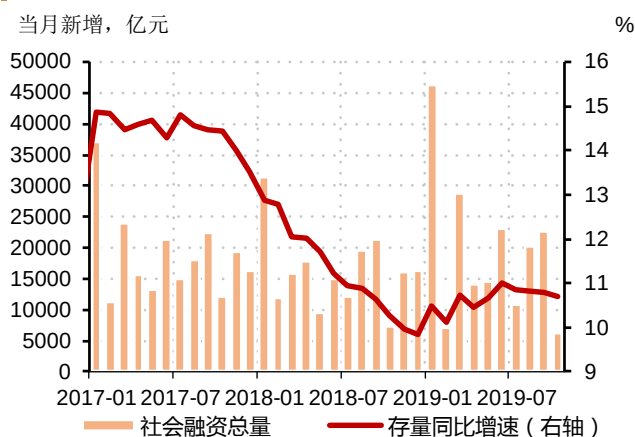
10月新增信贷社融明显低于市场预期。在8-9月份信贷社融增长大超预期的情况下，市场也普遍预期10月信贷社融会同比继续改善，但实际信贷社融数据却明显低于预期。10月新增人民币贷款6613亿元，同比减少357亿元，低于我们与市场的预期（图1、表1）。而新增社融在10月录得6189亿元，同比回落1185亿元，同样低于市场预期。社融增速则较上月小幅回落0.1个百分点至10.7%。

图1：10月信贷低于预期



数据来源：Wind，西南证券整理

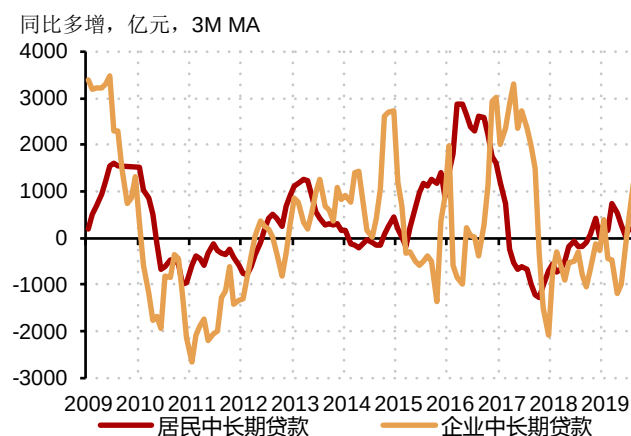
图2：新增社融同比回落，社融余额增速小幅下行



数据来源：Wind，西南证券整理

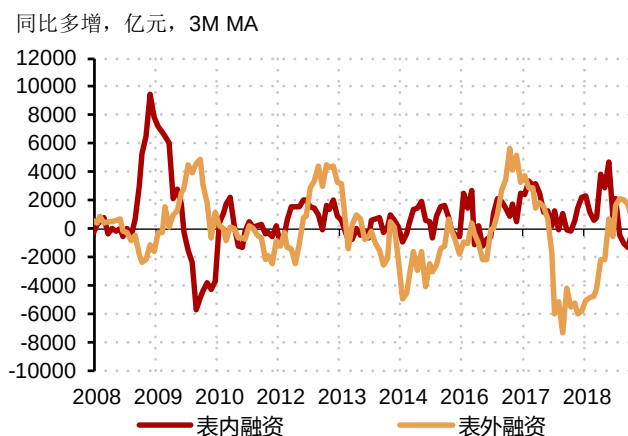
居民短贷回落拖累新增信贷下行，但中长期贷款依然保持强韧，实体有效融资需求不差。10月居民短期贷款录得623亿元，同比少增1284亿元，是拖累10月新增信贷的主要因素。而居民短期贷款与金融监管收紧消费贷有关。其实早在8-9月份，银保监会就在严查消费贷违规进入楼市，当时可能处于摸底阶段，10月开始体现出收紧的效果。10月票据融资同比回落850亿元至214亿元，也是拉低新增信贷的重要来源。票据融资回落一方面说明实体信贷需求不差，银行无需靠票据冲量，此外，10月票据融资保持低增也与10月短端利率小幅回升相关。但居民与企业中长期贷款依然保持平稳，其中居民中长期贷款同比小幅回落143亿元至3587亿元，在房企加大推盘，按揭利率上行乏力的背景下，居民中长期贷款依然有支撑。而企业中长期贷款同比回升787亿元至2216亿元，企业中长期贷款持续改善与地方政府隐性债务置换以及基建融资改善相关。居民和企业中长期贷款平稳，显示实体融资需求不差。

图3：企业和居民中长期贷款均有所改善



数据来源：Wind，西南证券整理

图4：社融表内和表外融资走势



数据来源：Wind，西南证券整理

社融同比小幅回落，但难以持续下行。10月社融存量同比增长10.6%，增速较上月回落0.1个百分点。当月社会融资规模6189亿元，同比少增1185亿元，低于市场和我们的预期。社融低于预期主要是两方面原因，一是消费贷短贷收缩导致贷款低于预期，对实体经济贷款同比少增1671亿元至5470亿元；二是票据融资低于预期，10月末承兑汇票和票据融资分别为-1053亿元和214亿元，同比少增599亿元和850亿元。而信托贷款、委托贷款等企业融资同比继续改善。10月信托贷款同比少减649亿元，委托贷款同比少减282亿元。10月社融增速回落更多受居民短贷和票据融资回落拖累。而票据融资波动较大，更多为短期因素，消费贷管控边际上难以持续强化，因而社融回落不具有可持续性。

往前看，社融增速企稳甚至小幅回升依然是主方向。10月社融出现回落，主要受短期因素扰动，信贷社融结构依然在改善，企业融资依然强韧，因而无需过度悲观。由于消费贷管控的强化，以及票据融资的短期收缩，信贷社融增速低于预期。但企业中长期贷款持续回升，居民中长期贷款保持平稳，因而实体融资需求并不差，因而无需过度悲观。考虑到房地产市场的保持强韧，以及稳增长政策下项目审批速度加快，4季度可能的地方债提前下发，基建融资将延续改善势头。因而从趋势上看，在短期冲击退出后，未来几个月信贷社融依然将大概率改善。

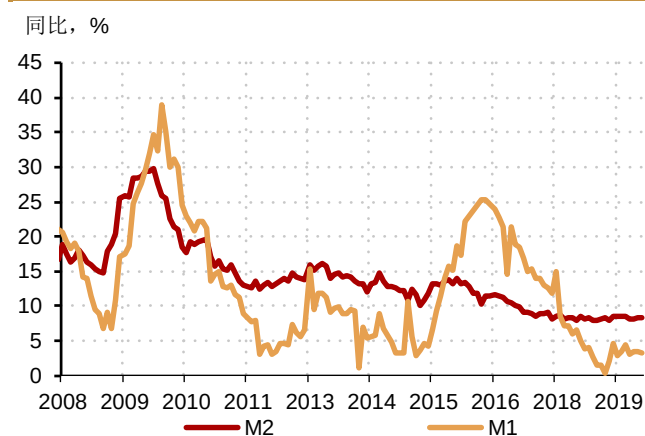
货币增速保持平稳，非银存款同比回升是主要支撑。10月广义货币M2同比增长8.4%，增速与上月持平，由于10月新增信贷和社融属于小月，因而即使低于预期，对整体货币增速影响也较为有限。细分来看，支撑M2平稳的动力主要来自非银存款同比明显回升3569亿元。10月狭义货币M1同比增长3.3%，增速较上月下降0.1个百分点，继续保持平稳，显示企业经营活动状况保持平稳。

图5：年末之前社融增速将保持平稳甚至回升



数据来源：Wind，西南证券整理

图6：货币增速保持平稳，非银存款同比回升是主要支撑



数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：社融增速预测值

单位：亿元	社会融资总量	人民币贷款	外币贷款	委托+信托+汇票	企业债券	股票融资	地方政府专项债	存款类金融机构资产支持证券	贷款核销	存量（万亿）	存量同比（%）
2018M1	31412	26850	266	1178	1894	500	0	-137	320	186.2	12.9
2018M2	11997	10199	86	16	734	379	108	-146	261	187.4	12.8
2018M3	15937	11425	139	-2530	3611	404	662	387	1234	188.8	12.1
2018M4	17748	10987	-26	-122	4042	533	808	821	259	190.5	12.0
2018M5	9517	11396	-228	-4215	-351	438	1012	377	479	191.4	11.7
2018M6	14883	16787	-364	-6915	1308	258	1019	272	1737	192.8	11.2
2018M7	12235	12861	-773	-4886	2189	175	1851	123	176	193.9	10.9
2018M8	19533	13140	-344	-2674	3541	141	4106	501	377	195.7	10.9
2018M9	21342	14341	-670	-2888	15	272	7389	895	1615	197.7	10.6
2018M10	7374	7141	-800	-2675	1523	176	868	188	446	198.3	10.3
2018M11	16042	12302	-787	-1904	3918	200	-332	1157	729	199.8	10.0
2018M12	16221	9281	-702	-1696	3895	130	362	1503	2522	201.3	9.9
2019M1	46184	35668	343	3433	4834	289	1088	-466	249	205.8	10.5
2019M2	7089	7641	-105	-3648	875	119	1771	-14	201	206.4	10.1
2019M3	28766	19584	3	823	3590	122	2532	261	1227	209.1	10.7
2019M4	14074	8733	-330	-1425	4068	262	1679	243	316	210.4	10.5
2019M5	14527	11855	191	-1451	1042	259	1251	383	392	211.8	10.7
2019M6	22998	16737	-4	-2123	1517	153	3545	607	1806	214.0	11.0
2019M7	10100	8086	-221	-6226	2240	593	4385	286	244	215.0	10.9
2019M8	20175	13045	-247	-1014	3448	256	3213	269	351	216.9	10.8
2019M9	22725	17612	-440	-1125	1610	289	2194	284	1686	219.0	10.8
2019M10	6189	5470	-10	-2344	1622	180	-200	623	416	219.6	10.7
2019M11F	15346	12000	0	-1000	1500	200	0	1157	729	221.1	10.7
2019M12F	16647	10000	0	0	1500	200	0	1503	2518	222.8	10.7
2018合计	194241	156712	-4201	-29311	26318	3606	17852	5940	10155	201.3	9.9
2019合计	224820	166431	-820	-16100	27845	2922	21458	5136	10135	222.8	10.7

数据来源：CEIC，Wind，西南证券

社融增速保持平稳，债市短期也将延续震荡。受短期因素影响，10 月社融小幅回落，但总体融资需求不差，并且信贷机构持续改善，社融增速依然有支撑，难以出现持续回落。逆周期政策发力，基建项目审批加快，部分配套融资或提前下发，4 季度也存在提前发行明年专项债的可能，社融增速将保持平稳甚至小幅上行，因而难以对债市构成持续利好。但债市继续上行空间有限，虽然通胀持续上行，但央行调降 MLF 利率显示央行不会明显收紧流动性和货币政策，这意味着利率难以大幅调整。信贷社融未见顶之前，债市难有趋势性机会，短期或继续震荡。

表 2：我国宏观经济指标预测

		2018-9	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	西南预测 2019-10F	市场预期 2019-10F
CPI	同比%	2.5	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	3.5	3.4
PPI	同比%	3.6	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	-1.6	-1.6
工业增加值真实增速	同比%	7.2	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8		5.2	5.3
固定资产投资累积名义增速	同比%	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4		5.4	5.4
消费品零售名义增速	同比%	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8		7.9	7.9
新增人民币贷款	亿人民币	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	12100	16900	6613	8500	8179
M2增速	同比%	8.3	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	8.4	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%	14.4	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	-5.0	-2.9
进口名义增速（美元计价）	同比%	14.5	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	-10.0	-8.2
贸易顺差	亿美元	312.8	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	404.1	408.9
人民币兑美元汇率（月末值）	人民币/美元	6.88	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	7.05	7.15
存款准备金率	%	15.5	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

数据来源：CEIC，Wind，西南证券。注：市场预期为 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_9050

