

季末冲量特征明显，信贷结构持续改善

——9月社融数据点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

事件：10月15日央行公布9月份金融数据，9月新增社融2.27万亿，前值2.02万亿。

- 今年以来社融季末冲量的特征十分明显，9月同样录得三季度新高，与6月（2.30万亿）基本持平，低于3月（2.88万亿）。具体来看各细分项：（1）表外合计收缩1125亿元，前值收缩1014亿元，基本持平，其中委托贷款收缩缓和（-22亿，前值-513亿），未贴现银行汇票重新转负（-431亿，前值157亿），信托贷款收缩幅度与之前两个月持平（-672亿，前值-658亿）；（2）直接融资方面，股票融资289亿元，前值256亿元，企业债券融资1610亿元，前值3448亿元。需要特别指出的是，2019年9月起，央行进一步完善社融中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入其中，以便更好地反映金融对实体经济的支持，其原理在于ABS的基础资产是企业应收账款（企业间的信用）和小贷公司的贷款（如果进行ABS就要出表）。口径的调整对数据存在一定影响，以上月（8月份）社融为例，新口径企业债券存量22.64万亿，旧口径为21.65亿元，在原基础上扩张4.1%，对增量而言，企业债券在原规模上扩张13%，约使整体新增社融在原口径基础上扩张2.1%；（3）9月地方专项债新增2194亿元，前值3213亿元，较大幅度二连降，符合预期；（4）贷款核销9月同样出现季末提高的特征，录得1686亿，前值351亿，低于二季度末（1806亿）但高于一季度末（1227亿）；（5）人民币信贷方面，9月结构有所改善，其中，居民短期贷款与去年同期相当，中长期贷款同比增长15%，前值3%，房地产销售韧性仍在，企业新增短期贷款较去年同期翻倍（同比132%），之前已连续两个月收缩，中长期贷款同比48%，前值25%，连续两个月同比正增长，在此之前曾连续4个月同比收缩，或受益于LPR的下降与相关政策推动（专项债配套融资+MPA考核已纳入）。
- 存款情况来看，居民与非金融性公司存款分别录得15418亿元（较去年同期增长16.2%）和4908亿元（较去年同期增长58.1%），但9月存贷差较前值下行，录得2015年5月以来最低水平。
- 9月社融高度符合我们上月的预测（存量同比微幅下降），展望后续：（1）口径调整将使整体社融存量增速抬高0.2个百分点（8月原口径10.6%，更新后10.8%，且这一幅度在扩大，2018年同期新口径10.88%，老口径10.80%），在此背景下，企业债券融资当前存量增速已经超过了我们之前的假设13%，达到13.7%，我们相应将四季度的假设上调到14%左右；（2）存款类金融机构资产支持证券与贷款核销以往只有季度数据，本月开始有月度数据公布，可以发现两者近来增长不小，当前合计超过5万亿（可对比7万亿股票融资、8万亿专项债），季末冲量尤其明显，我们将保持存量不变的假设作为悲观情形，存量同比增速不变的假设作为乐观情形；（3）9月人民币信贷稍稍超出我们预期（环比1.2%，我们预期1.15%），贡献于年末存量。综合以上，我们认为四季度社融存量增速将保持平稳，或在10.7%到11.2%之间（新口径，当前10.8%）。

风险提示

- 监管超预期收紧影响表外；
- 经济下行压力加大，企业贷款意愿进一步下滑。

报告发布日期

2019年10月16日

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

联系人

陈至奕

021-63325888-6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

联系人

曹靖楠

021-63325888-3046

caojingnan@orientsec.com.cn

相关报告

进出口继续回落	2019-10-16
PMI 走高源于季节性和外生冲击驱动	2019-10-08
采矿相关行业拖累整体利润增速——8月	2019-09-27
工业企业效益数据点评	
生产与投资下行，基建将成为着力点——8月经济数据点评	2019-09-17
表外收缩缓和，企业中长期贷款增速转正——8月金融数据点评	2019-09-15

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

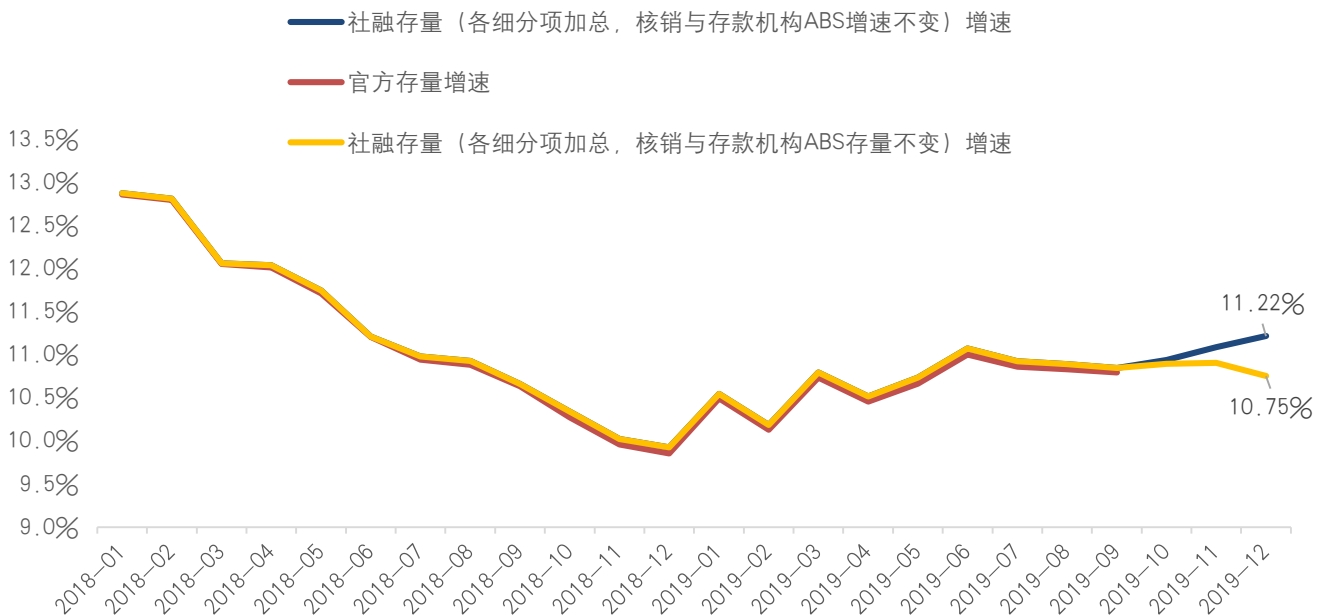
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 1：社融预测假设

细分项	假设	逻辑
人民币贷款	假设各月份环比增速在去年基础上增加0.05%	1、2017年下半年环比增速中枢0.88%，2018年下半年环比增速0.95%，2018年高0.07个百分点 2、今年上半年中枢1.21%，去年同期1.16%，增加0.05个百分点 3、专项债配套融资+小微企业贷款冲量+重视中长期融资
地方专项债	10月起存量固定不变（暂时不考虑明年专项债的提前发放）	财政部部长助理许宏才在国新办新闻发布会上表示争取在9月底之前完成；
债券融资	10、11、12月存量增速14%、14.2%、14.4%	1、9月最新企业债券存量增速13.7%，开年至今中枢11.9%，去年中枢7.9%，且呈现不断提高态势（采用新口径）；
股票融资	10、11、12月存量增速4%、3.9%、3.8%	2、9月最新股权融资存量增速4.1%，开年至今中枢4.1%，去年全年中枢10%，不断降低； 3、从政策上看，今年大力支持直接融资（设立科创板、鼓励优质民营企业债券等）
表外	每月收缩1500亿元	1、上半年每月平均收缩531亿，7月大幅收缩6000余亿，8、9月收缩1000亿 2、地产融资收紧仍在持续进行中，此外近期公布了非标资产认定标准，以及邻近年底，我们判断四季度表外收缩幅度难有收窄
其他	外币贷款存量同比增速保持不变、ABS、贷款核销存量增速不变（乐观）或存量不变（悲观）	

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：社融预测结果


数据来源：Wind，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有

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_9582

