

经济阶段性企稳的信号渐强

证券研究报告

2019 年 10 月 16 日

作者

9 月社融超预期，误差主要来自人民币贷款、委托贷款和专项债。

企业贷款高增长是信贷超预期的主要原因，短期类贷款的高增长有季末因素，中长期贷款连续改善是最大亮点。在压地产、托基建、稳制造的政策组合下，基建融资需求释放和结构性信贷支持政策可能是企业中长期贷款改善的主要原因。

委贷季末降幅意外收窄，实际原因暂不明确，可能与信贷信托融资收紧后房企借由委托贷款向其他企业融资有关。

企业债券中城投债净融资占比达到 58%，远高于今年前 8 个月平均占比 41%，基建投资在年底有明显发力。民企债券净融资连续 3 个月负增长，9 月降幅还有扩大，发债难度鲜有改善。

总的来看，本月社融超预期有一定短期因素和未明因素，但中长期贷款的连续改善有积极意义。从社融数据向实体经济映射，经济阶段性企稳的信号得到增强，但总量企稳的背后仍将伴随结构性分化和信用分层。

风险提示：逆周期政策取向发生变化；中美贸易谈判再度反复

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



一、金融数据超预期的三个主要误差项

9月新增社融 2.27 万亿，存量社融增速 10.8%，口径调整后与前值 10.8%持平，明显高于市场一致预期。对比社融实际值和我们的预测值，误差主要来自三个方面：人民币贷款、委托贷款和专项债。

表 1：社融实际值 V.S. 预测值（亿元）

	新增社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现票据	企业债券	股票融资	专项债券	ABS	贷款核销
实际值	22725	17650	-440	-21	-672	-431	1610	289	2236	284	1686
预测值	17588	15385	-500	-950	-700	-500	1800	326	1170	350	1777
误差	4261	2266	60	929	28	49	-114	-37	1066	-66	-91

资料来源：WIND，天风证券研究所

1. 信贷超预期：企业中长期贷款持续改善，逆周期政策发力

9月社融口径新增人民币贷款 1.76 万亿，其中居民贷款+7550 亿，企业贷款+1.01 万亿。

居民贷款从规模上看属于正常水平。近 3 年 9 月新增居民贷款非常稳定：7349 亿（2017 年）、7544 亿（2018 年）、7550 亿（2019 年）。结构上看，今年中长期贷款新增 4943 亿，略高于过去 2 年，主要原因是房企高周转经营策略下，商品房销售情况有所好转——8 月全国商品房销售额同比增长 10.1%，是今年 4 月小阳春后的最高增速，预计 9 月增速进一步回升。

企业贷款高增长是信贷超预期的主要原因。9 月企业贷款新增 1.01 万亿，远高于 2017 年的 4635 亿和 2018 年的 6772 亿。从结构上看，中长期贷款新增 5637 亿，“短期贷款+票据融资”新增 4340 亿，均好于过去 2 年。短期限类贷款的高增长有季末因素，今年 3 月、6 月均出现短期限类贷款冲高的现象。

企业中长期贷款继 8 月之后继续改善是最大亮点。9 月企业中长期贷款同比多增 1837 亿，使得本月信贷规模和结构俱佳。在压地产、托基建、稳制造的政策组合下，基建融资需求释放和结构性信贷支持政策可能是企业中长期贷款改善的主要原因：

第一，基建融资需求继续释放。7 月以来地方专项债发行节奏加快，随着基建投资需求加速，配套融资需求可能也在持续释放。作为佐证，今年 7-9 月城投债净发行量达到 2920 亿，远高于去年同期的 961 亿，也高于 2 季度的 2289 亿。

第二，政策性金融机构加大投放力度。9 月底金融委第八次会议指出，要“发挥好政策性金融机构的逆周期调节作用”，参考 9 月央行重启了中止半年之久的 PSL 净投放，政策性金融的逆周期调节力度有所加大，可能是中长期贷款的重要投放来源。作为参考，今年 7-9 月政策性银行债券净融资 3090 亿，较去年同期的 2006 亿增长 50%。

第三，结构性信贷政策支撑制造业和民营企业中长期贷款。730 政治局会议指出，要“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”；7 月底央行召开的银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会也指出，要“增加制造业中长期贷款”，并已将其纳入 MPA 考核指标。

表 2：信贷结构拆解（亿元）

	社融口径信贷	居民	短期	中长期	企业	短期	票据	中长期
2017.9	11812	7349	2537	4786	4635	-521	-21.7	5029
2018.9	14403	7544	3134	4309	6772	1098	1742.83	3800
2019.9	17559	7550	2707	4943	10113	2550	1790	5637

资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 表外委贷超预期：季末降幅意外收窄，原因尚需观察

9月委托贷款降幅仅21亿，明显低于预期。2018年初委贷新规后委托贷款增量骤减，适逢季末到期量较大，最近两年季末委托贷款降幅都会有所放大，例如今年3月（1070亿）和6月（827亿）。

如果不考虑偶然因素（本月到期量较少等），委贷降幅收窄的一种可能原因是近期降准后银行信贷资源相对充裕，但房企融资收紧，房企有动力借由委托贷款向其他企业融资，也可能是委贷政策取向发生微妙变化。目前实际情况暂不明确，需进一步观察。

表 3：近年各月新增委托贷款金额（亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
1 月	832	2,175	3,136	-714	-699
2 月	1,299	1,650	1,172	-750	-508
3 月	1,111	1,660	2,039	-1,850	-1,070
4 月	344	1,694	-48	-1,481	-1,197
5 月	324	1,566	-278	-1,570	-631
6 月	1,414	1,721	-32	-1,642	-827
7 月	1,137	1,775	163	-950	-987
8 月	1,198	1,432	-82	-1,207	-513
9 月	2,422	1,451	775	-1,432	-21
10 月	1,390	725	43	-949	
11 月	910	1,994	280	-1,310	
12 月	3,530	4,011	601	-2,210	

资料来源：WIND，天风证券研究所

信托贷款新增-672 亿，基本符合预期。房地产信托业务受限后，基建和金融类信托明显增加，但在社融口径下（不包括金融类）无法完全对冲信托贷款规模的收缩。

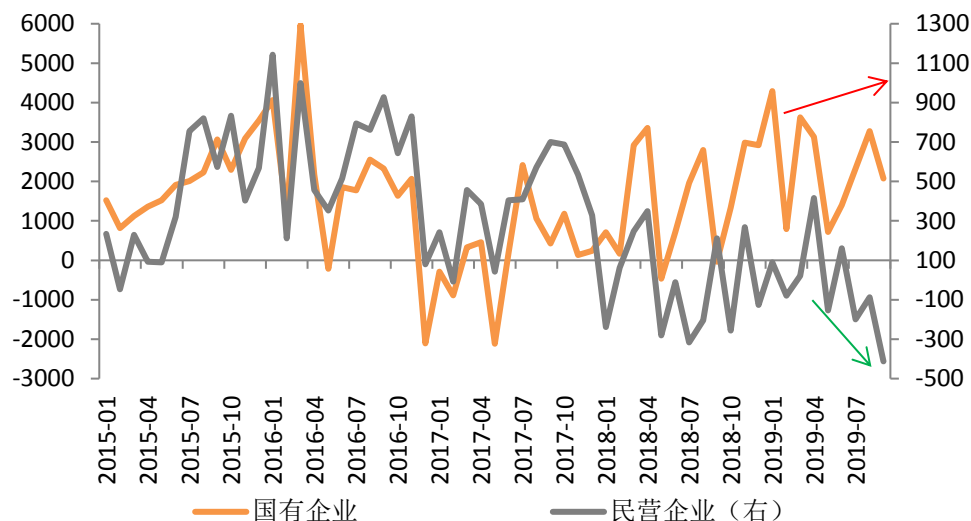
未贴现票据新增-431 亿，基本符合预期。3月开票金额较高（未贴现+1365 亿，票据融资+978 亿），本月到期量相应较高，小幅收缩属正常情况。

3. 债券超预期：专项债新增额度用尽，城投债明显发力，民企发债鲜有改善

本月对专项债的预测误差是统计误差，可能与 WIND 统计专项债发行的确认时间差有关。今年 1-9 月专项债净融资 2.17 万亿，全年 2.15 万亿的新增额度已经用尽，4 季度是否提前发行专项债，对后续社融增速和基建增速的节奏有一定影响。

9月起，央行将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标，从规模上看，口径调整前后整体影响不大。从发债类型来看，城投债净融资 938 亿，占比达到 58%，远高于今年前 8 个月平均占比 41%，说明基建投资在年底有明显发力。从企业性质来看，仍以国企为主，民企债券净融资则是连续 3 个月负增长，9 月负增幅度还有扩大，说明民企发债情况鲜有改善。

图 1：信用债净融资规模：国有企业 v.s. 民营企业（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

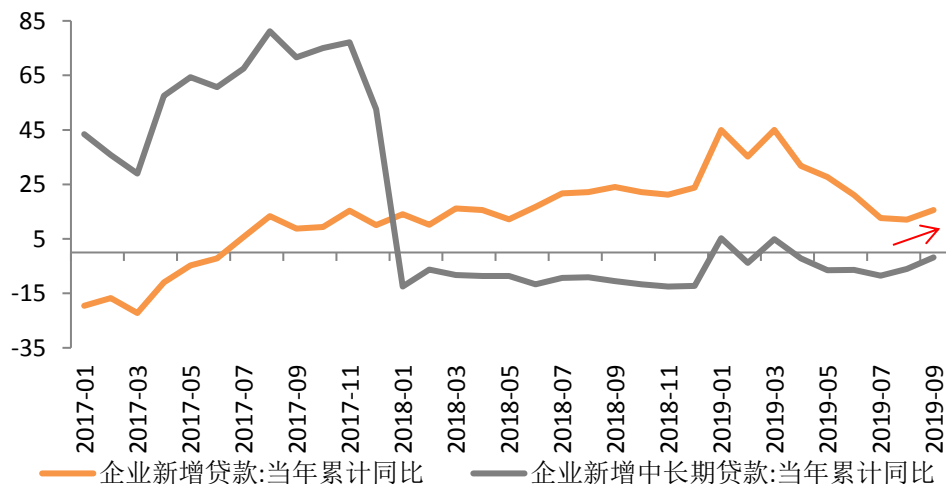
二、信贷的结构和趋势有望继续改善

开年宽松政策转向后，社融口径信贷增速自 4-7 月连续回落，5-6 月中长期贷款占比也一同下滑，这一阶段经济下行压力加大，各项经济指标下台阶。

进入 3 季度，随着经济数据下行放缓、逆周期政策再度加码，信贷的总量和结构重新出现改善：新增企业贷款里的中长期贷款占比回升至 58% 以上；企业新增贷款增速整体反弹，企业新增中长期贷款增速连续两个月反弹。

往后看，季末冲量后短贷回落，信贷增速可能重新回落，但在逆周期政策保持力度和结构性信贷政策的支持下，信贷的整体趋势和结构有望继续改善。

图 2：企业贷款和中长期贷款同比增速改善（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 4：信贷结构近期有所改善

新增中长期贷款比例	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月
居民+企业	58.7%	65.3%	62.7%	64.8%	64.3%	62.1%	64.9%	65.2%	64.5%
企业	54.3%	56.0%	57.4%	59.1%	58.0%	55.6%	58.7%	59.3%	58.9%

资料来源：WIND，天风证券研究所

三、经济阶段性企稳的左侧信号渐显

总的来看，本月社融超预期有一定短期因素（短期类贷款季末冲量）和未明因素（委托贷款降幅大幅收窄），但中长期贷款的连续改善有积极意义。从社融数据向实体经济映射，阶段性企稳的左侧积极信号已经陆续浮现。

（详见《下一阶段重点是经济阶段性企稳预期》《10月：经济阶段性企稳的左侧》）

房地产融资收紧后，中长期信贷和信托贷款等金融资源向基建倾斜，如果4季度专项债提前发行，叠加近期城投债发行加速以及政策性金融机构的协同配合，**年内基建增速有望持续修复**。结合近期工业企业利润增速企稳、产能利用率改善以及高技术制造业资本开支的高韧性，**制造业投资增速已至阶段性底部**。制造业企稳和基建修复将对冲房地产投资趋势性回落，对于稳投资有重要意义。

以逆周期力度加码的政策取向不变为前提，在固投企稳、工业库存周期接近底部、部分中下游消费边际改善（汽车、地产后周期等）以及中美贸易摩擦暂时缓和等因素的基础上，**4季度经济阶段性企稳（走平或下滑明显放缓）的概率正在加大**。

但也要看到，虽然近期信用利差持续压缩，但民企发债难度鲜有缓解，小型企业PMI仍然相对偏弱，**总量企稳的背后仍将伴随明显的结构性分化和信用分层**。

对于股债，我们维持此前判断：

对于A股，N字形第三笔的趋势没有结束，如果财政政策落地和宏观数据能够提升4季度经济阶段性企稳的预期，N字形第三笔的趋势有望在4季度得到基本面的支撑，风格上偏向于低估值高弹性的早周期（金融、地产、基建、竣工产业链），关注库存周期和景气度见底回升的行业。

对于债券，利率的N字形第三笔同样已经开启，经济数据和政策落地情况是现阶段利率的主导因素，长久期利率债的调整压力可能大于短久期。信用方面，可适度做多企稳预期上升带来的信用利差收窄（AA-AAA）和基建加码后的中短久期城投，但在结构性分化和信用分层的背景下，信用下沉仍需要谨慎。

（详见《10月大类资产配置策略》）

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_9590

