

信贷社融连续超预期后重新审视基建融资状况

摘要

8、9 月份信贷社融连续超预期，而且从结构上看，回升以中长期融资驱动为主，结构同样改善。这令我们不禁重新审视实体融资需求情况。一方面，房地产相关融资继续强韧，这个其实从房地产销售并未明显放缓可以推断出，居民房贷依然将保持强韧；另一方面，随着稳增长政策持续发力，基建相关融资可能在回升，而这是驱动信贷社融连续超预期的最主要因素。

除前期地方债集中发行之外，近两个月城投债融资规模同比持续增加，显示隐形债务也在扩张过程中。虽然高频数据显示 10 月，甚至 11 月将成为地方政府债的空窗期，而城投债融资也在放缓，因而基建相关融资难以持续超预期。但随着稳增长政策持续，2020 年地方债额度提前下发可能导致相关配套融资在今年 4 季度先行，这可能会对基建融资持续形成支撑，因而不宜对信贷社融增速过于悲观，我们认为年底之前信贷社融将延续平稳状况。实体融资平稳环境下，债券市场可能也将进入震荡阶段。

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

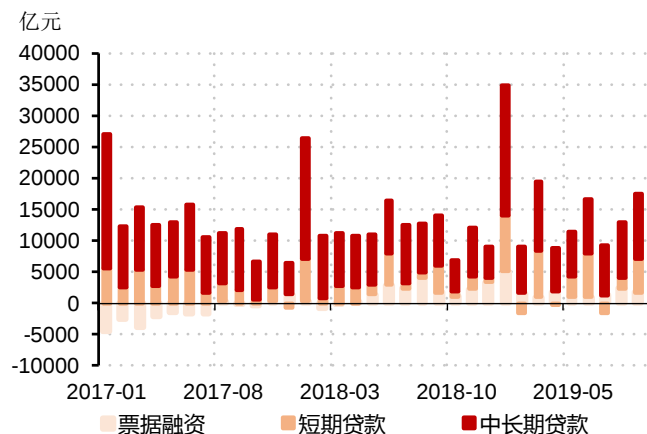
分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 3%的通胀与 6%的 GDP，央行会更关注哪个？ (2019-10-15)
2. 全球经济放缓外需走弱，经济平稳更需内需改善 (2019-10-14)
3. 如何理解联储再度扩表 (2019-10-14)
4. 联储扩表但并非 QE，国内经济短期平稳 (2019-10-13)
5. 中美贸易谈判再吹暖风与非标认定范围扩大的政策预示 (2019-10-13)
6. 我们就业压力到底有多大？——就业市场分析报告（二） (2019-10-11)
7. 就业看哪些指标比较有效？——就业市场分析报告（一） (2019-10-09)
8. “美元荒”的原因和机制 (2019-10-09)
9. 暂时的弱平稳不改变放缓的趋势——月度经济预测 (2019-10-08)
10. 论预测，金融条件比全球 PMI 更好——全球央行追踪第 13 期 (2019-10-07)

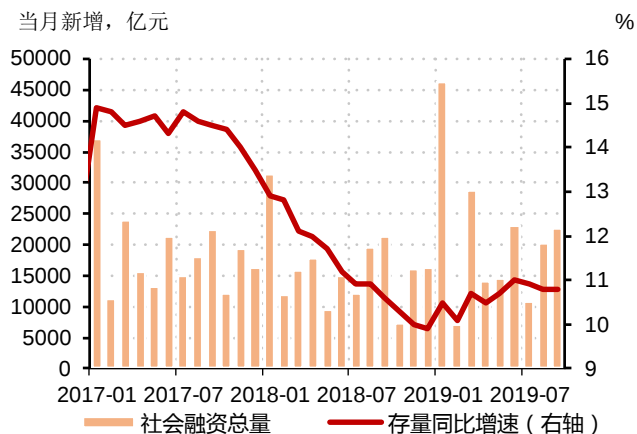
信贷社融连续两月超预期增长。9月新增人民币贷款1.69万亿元,同比多增3069亿元,高于我们与市场的预期(图1、表1),这是信贷数据连续两个月超出我们与市场的预期。同样,9月新增社融2.27万亿元,同比多增1383亿元,同样超出我们与市场的预期。而社融存量同比增速在9月小幅回升0.1个百分点至10.8%,这与之前市场和我们预期社融同比增速将下滑不同。虽然央行调整了社融口径,将交易所企业资产支持证券纳入了社融范围,但这部分融资规模比较小,每月百亿左右的融资量不会改变社融新增量和存量的走势。

图1: 信贷持续超预期



数据来源: Wind, 西南证券整理

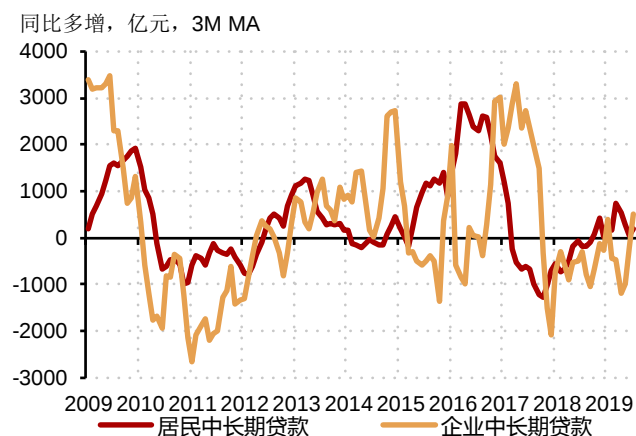
图2: 社融增速同样超预期回升



数据来源: Wind, 西南证券整理

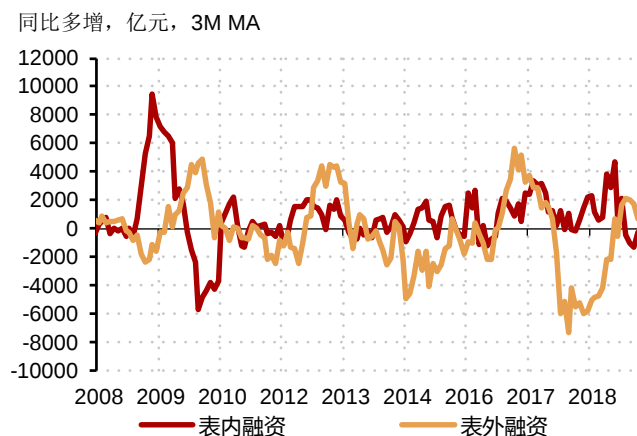
信贷社融结构改善, 中长期融资是回升主要动力。从信贷状况来看, 中长期融资是信贷回升主要动力。9月企业中长期贷款同比多增1837亿元至5637亿元, 显示实体经济融资需求回升。而居民中长期贷款同样同比多增634亿元至4943亿元。显示房地产管控虽持续强化, 但尚未带来房地产销售的明显下滑, 因而居民购房贷款继续强韧, 依然小幅增长。除表内信贷同比改善之外, 表外融资收缩幅度也在9月有所收窄。9月委托贷款、信托贷款分别减少21亿元和672亿元, 同比少减1411亿元和236亿元, 其中委托贷款改善明显。8、9月份连续两个月融资数据超预期, 其中中长期融资都是主要动力, 显示实体融资需求比预期要好。

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: 表内外融资均有所改善

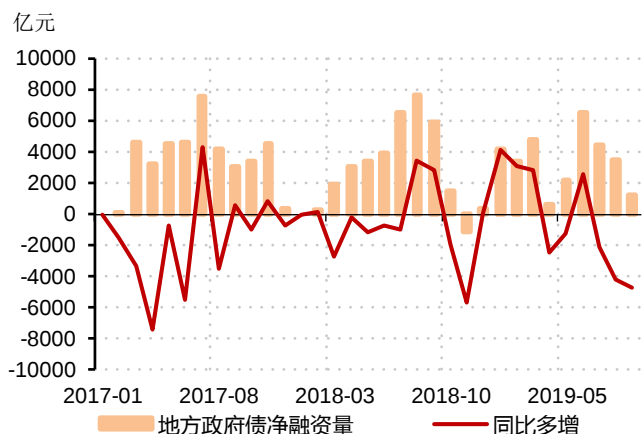


数据来源: Wind, 西南证券整理

基建融资需求回升幅度强于预期，这可能是我们和市场相对忽视的部分。由于房地产销量有高频数据可以观测，在看到销售平稳的情况下，普遍预期房地产投资将保持相对平稳，对房地产融资的强韧事实上有预期。而在工业品价格持续下滑，企业盈利继续下跌情况下，制造业投资需求疲弱，融资也难以明显改善。推测基建是实体融资改善的主要驱动部门。

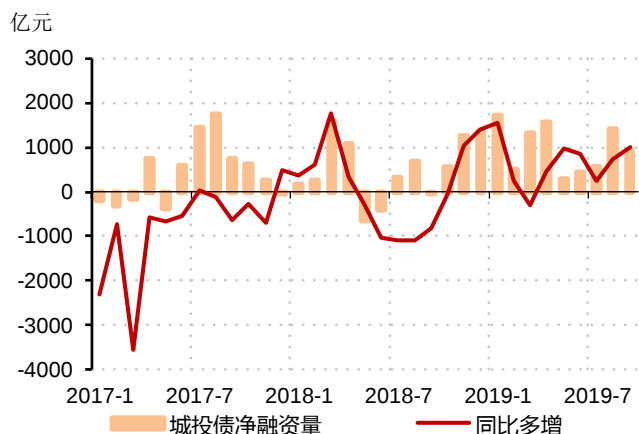
地方政府预算内融资可观测，因而并未超出预期，超预期的应该是隐形债务部分。我们之前认为 9 月社融回落的一个重要原因是地方政府债发行节奏的错位，事实上，9 月地方政府债融资量确实明显收缩，当月地方政府专项债券净融资额 2236 亿元，同比少增 5153 亿元。但对地方政府隐形债务扩张的幅度估计不足，导致对信贷和社融的预期和实际值出现了偏差。事实上，我们从相关的城投债融资也可以看到，8 月、9 月城投债净融资 1408 亿元和 938 亿元，分别同比多增 728 亿元和 990 亿元。显示随着经济下行压力上升和稳增长政策加码，相关的地方政府债务已经出现了明显扩张，对这种迹象的忽视导致对社融的判断出现偏差。

图 5：地方债融资同比下降



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：但城投债融资同比回升



数据来源：Wind，西南证券整理

但目前来看，信贷社融能否持续超预期关键在于基建相关融资扩张是否会持续。基建相关融资能否持续回升，从预算内债务看取决于地方政府债的发行状况，从预算外债务看取决于隐形债务的扩张速度。目前来看，地方政府债的发行可能在 4 季度需要经历一定时期的空窗期，进入 10 月之后，地方政府债发行接近停止状况。而虽然 2020 年地方债额度已经提前下发，但并不代表今年 4 季度就会发行，即使发行，由于相应的从地方到中央审批流程较长，依然需要一定时间，因而可能 10 月甚至 11 月都会成为地方债的空窗期，这将导致地方债扩张速度下降。另一个是隐形债务的扩张速度，从目前来看，10 月城投债发行节奏明显放缓，从目前来看，10 月的 7 个交易日中，城投债发行规模仅为 229 亿元，日均融资规模不足 9 月的六分之一，可能与地方债融资放缓之后，配套融资下降有关。

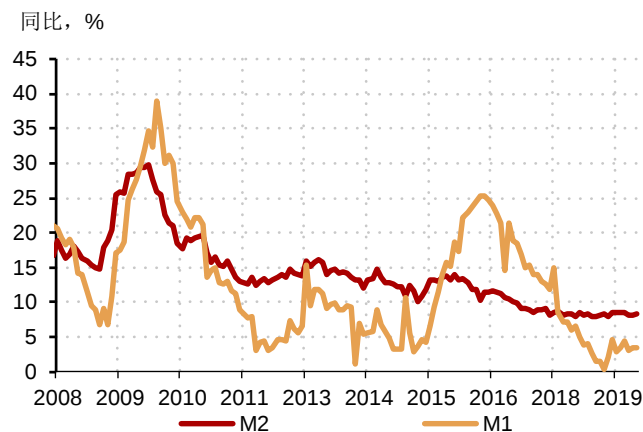
但从趋势来看，不宜再对社融给予过度悲观的预期，社融可能进入弱平稳阶段。随着稳增长政策加码，基建融资的回升是趋势。虽然过程中由于政策衔接问题，节奏会有变化，但趋势上总体改善。2020 年地方债融资额度提前下发，虽然不一定在今年 4 季度发行，但考虑到额度下发意味着项目提前报送，而地方债目前又可以作为资本金，因此不排除信贷社融等配套资金先行的可能，因此不宜对社融继续给予过度悲观的预期。从趋势上看，基建融资的回升是对房地产和其它融资下行的对冲，社融将在年末之前进入弱平稳阶段。

图 7：年末之前社融增速将保持弱平稳



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：货币增速保持平稳



数据来源：Wind，西南证券整理

9 月信贷社融扩张与财政发力共同推动货币增速提升，而未来社融弱平稳也将支撑货币增速弱平稳。9 月广义货币 M2 同比增长 8.4%，增速较上月提升 0.2 个百分点。这一方面是由于信贷社融增速回升，另一方面，财政存款在 9 月减少 7026 亿元，同比多减 3553 亿元，这推高了 M2 增速 0.15 个百分点左右。而狭义货币增速保持平稳，与上月持平于 3.4%，显示企业经营活动尚未明显改善。

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	185.8	12.7
2018M2	11997	10199	86	16	734	379	108	-146	261	186.9	12.7
2018M3	15937	11425	139	-2530	3611	404	662	387	1234	188.4	11.9
2018M4	17748	10987	-26	-122	4042	533	808	821	259	190.0	11.9
2018M5	9517	11396	-228	-4215	-351	438	1012	377	479	190.9	11.6
2018M6	14883	16787	-364	-6915	1308	258	1019	272	1737	192.4	11.1
2018M7	12235	12861	-773	-4886	2189	175	1851	123	176	193.5	10.8
2018M8	19533	13140	-344	-2674	3541	141	4106	501	377	195.2	10.8
2018M9	21342	14341	-670	-2888	15	272	7389	895	1615	197.3	10.6
2018M10	7374	7141	-800	-2675	1523	176	868	188	446	197.9	10.2
2018M11	16042	12302	-787	-1904	3918	200	-332	1157	729	199.3	9.9
2018M12	16221	9281	-702	-1696	3895	130	362	1503	2518	200.8	9.8
2019M1	46184	35668	343	3432	4834	289	1088	-466	249	205.1	10.4
2019M2	7089	7641	-105	-3649	875	119	1771	-14	201	205.7	10.1
2019M3	28766	19584	3	823	3590	122	2532	261	1227	208.4	10.7
2019M4	14074	8733	-330	-1425	4068	262	1679	243	316	209.7	10.4
2019M5	14527	11855	191	-1451	1042	259	1251	383	392	211.1	10.6
2019M6	22998	16737	-4	-2123	1517	153	3545	607	1806	213.3	10.9
2019M7	10100	8086	-221	-6226	2240	593	4385	286	244	214.1	10.7
2019M8	20175	13045	-247	-1014	3448	256	3213	269	351	216.0	10.7
2019M9	22725	17650	-440	-1125	1610	289	2236	284	1686	218.3	10.8
2019M10F	8341	7000	0	-1000	1000	200	0	188	446	219.1	10.7
2019M11F	14845	12000	0	-1000	1000	200	0	1157	729	220.6	10.7
2019M12F	16150	10000	0	0	1000	200	0	1503	2518	222.2	10.7
2018合计	194241	156712	-4201	-29311	26319	3606	17852	5940	10151	200.8	9.8
2019合计	225974	168000	-811	-14757	26224	2943	21700	4701	10165	222.2	10.7

数据来源：CEIC，Wind，西南证券

社融增速进入平稳阶段，债市也将延续震荡。信贷社融持续超预期，带来债市调整压力。9月伴随信贷社融增速回升的是，银行明显坚持利率债，全国性商业银行坚持国债和国开债合计在1600亿元以上，是9月债市调整的主要原因。但考虑到横向比较来看，目前社融回升难以与今年1季度幅度相比，社融基本上是弱平稳状况，只是好于预期而已。因而债券利率幅度也不会高于今年1季度。今年4月10年期国债利率最高是也就在3.4%，目前利率已经调整至3.2%，继续调整幅度有限。而同时，稳增长政策发力环境下，社融大幅下降可能性有限，不宜对社融过度悲观，因而利率继续下行空间也有限。债券市场将延续总体震荡态势。

表 2：我国宏观经济指标预测

		2018-8	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	西南预测 2019-9F	市场预测 2019-9F
CPI	同比%	2.3	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	2.9	2.8
PPI	同比%	4.1	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	-1.1	-1.3
工业增加值真实增速	同比%	7.2	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4		5.6	5.2
固定资产投资名义增速	同比%	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5		5.4	5.5
消费品零售名义增速	同比%	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5		7.8	7.8
新增人民币贷款	亿人民币	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	12100	16900	13000	14214
M2增速	同比%	8.2	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	8.0	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%	9.8	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	-5.0	-2.6
进口名义增速（美元计价）	同比%	19.9	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	-6.0	-4.7
贸易顺差	亿美元	278.9	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	297.3	333.4
人民币兑美元汇率（月末值）	人民币/美元	6.82	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	7.13	7.10
存款准备金率	%	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	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

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_9618

