

短期社融增速或见顶，信用收缩风险依然需要重视

摘要

6月信贷社融表现略超预期，但这并非反映实体融资需求将趋势性改善。社融增速同比回升主要受两方面因素影响，一是去年资管新规落地后表外业务剧烈收缩形成的低基数；另一个是今年6月地方政府债集中发行带来的地方债同比增加。然而去年表外业务收缩最严重的是6月份，而后低基数效应逐步减弱；同时，去年3季度地方政府债集中发行，而7月开始地方债发行速度放缓，3季度发行速度将放缓；另外，近期监管部门强化对房地产信托等融资的管控，表外业务存在再度收缩可能。因而6月可能是短期社融增速顶点，当前政策环境下未来信用依然存在再度收缩风险，需要重视。当前逆周期政策力度尚不足以推动信用持续改善，因而经济放缓压力依然存在。

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

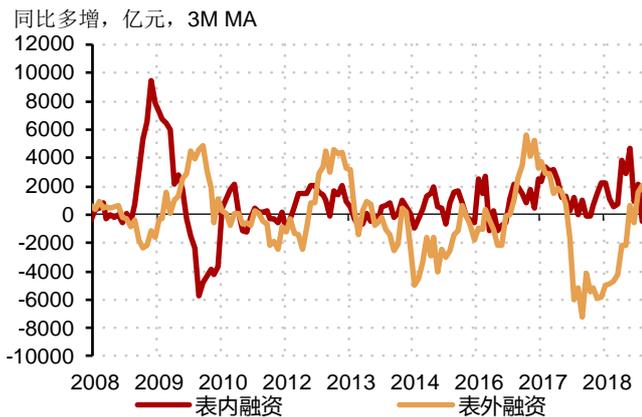
分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 消费品通胀平稳，工业品进入通缩 (2019-07-10)
2. 长端利率下行为何步履蹒跚，还会继续下行吗？ (2019-07-08)
3. 如果增加自美进口，进口什么？影响如何？ (2019-07-04)
4. 回归偏弱的基本面——月度经济预测 (2019-07-01)
5. G20会议成果与基本面的变化 (2019-06-30)
6. 企业盈利继续偏弱，反弹难持续 (2019-06-27)
7. 各国央行如何看待自身经济前景——全球央行追踪第10期 (2019-06-26)
8. 贸易战走势进入关键期，国内政策要更为有力 (2019-06-23)
9. 为何个体风险事件会蔓延至全市场——由包商银行事件说起 (2019-06-20)
10. 贸易战的结果：产业转移还是贸易收缩 (2019-06-20)

社融增速继续回升,主要受低基数因素和地方债发行放量推动。6月新增社融2.26万亿,同比多增7723亿元。社融存量同比增长10.9%,增速较上月提升0.3个百分点。社融表现略高于我们与市场的预期。社融增速回升一方面是因为去年资管新规落地后非标大幅收缩,形成低基数效应,去年6月表外融资(信托+委托+未承兑汇票)减少6915亿元,而今年6月减少2124亿元,比去年同期少减4791亿元(图2);另一方面,今年6月地方债集中发行,6月地方政府专项债融资3579亿元,同比多增2560亿元。

图1:低基数因素继续推动表外融资回升



数据来源: Wind, 西南证券整理

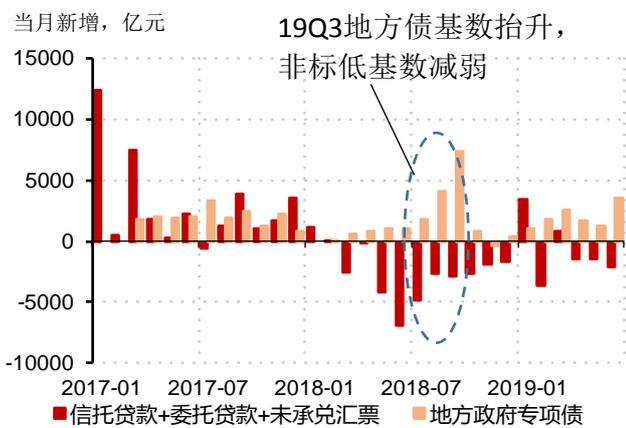
图2:社融增速继续小幅回升



数据来源: Wind, 西南证券整理

低基数因素从7月开始减弱,短期社融增速或见顶。6月社融增速可能是近期高点,一方面,去年6月是非标收缩最为剧烈的月份,去年6月非标融资收缩6915亿元,7月过后基数效应减弱,当月收缩4886亿元,低基数效应逐渐减弱;另一方面,今年6月地方债发行放量后7月地方债发行开始减速,而去年3季度则是地方政府专项债集中发行时期,月均融资量在4500亿元左右,而按今年剩余地方债额度计算,3季度地方政府专项债月均融资额在3200亿元左右,地方债将进入同比下降阶段。因而未来几个月社融或难以继续回升。另一方面,考虑到近期对房地产信托等融资管控再度加强,未来社融依然存在放缓压力,6月可能成为近几个月社融同比增速高点。

图3:基数效应将从3季度开始抬升



数据来源: Wind, 西南证券整理

图4:社融增速或接近短期顶部



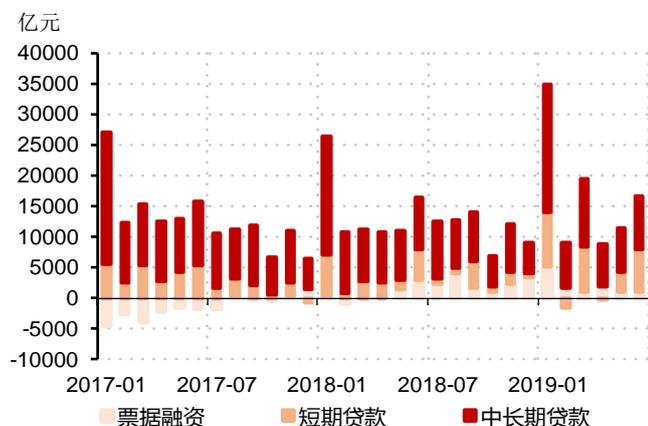
数据来源: Wind, 西南证券整理

表 1: 社融增速预测值

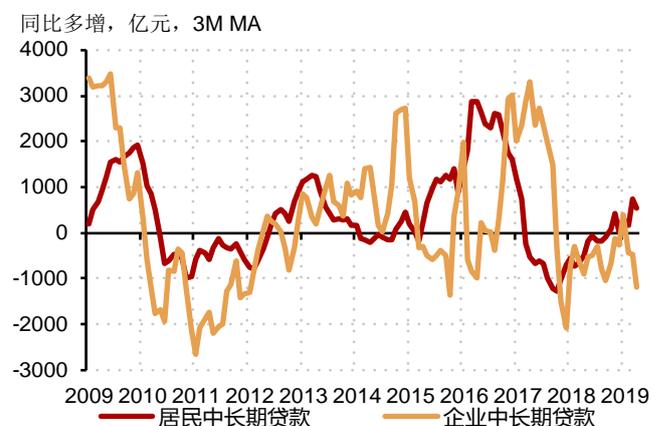
单位: 亿元	社会融资总量	人民币贷款	外币贷款	委托+信托+汇票	企业债券	股票融资	地方政府专项债	存款类金融机构资产支持证券	贷款核销	存量(万亿)	存量同比(%)
2018M1	30793	26850	266	1178	1222	500	0	-137	320	185.8	12.7
2018M2	11894	10199	86	16	644	379	108	-146	261	186.9	12.7
2018M3	15848	11425	139	-2530	3536	404	662	387	1234	188.4	11.9
2018M4	17761	10987	-26	-122	4047	533	808	821	259	190.0	11.9
2018M5	9518	11396	-228	-4215	-382	438	1012	377	479	190.9	11.6
2018M6	14877	16787	-364	-6915	1349	258	1019	272	1737	192.4	11.1
2018M7	12254	12861	-773	-4886	2195	175	1851	123	176	193.5	10.8
2018M8	19391	13140	-344	-2674	3402	141	4106	501	377	195.2	10.8
2018M9	21691	14341	-670	-2888	382	272	7389	895	1615	197.3	10.6
2018M10	7420	7141	-800	-2675	1476	176	868	188	446	197.9	10.2
2018M11	15239	12302	-787	-1904	3127	200	-332	1157	729	199.3	9.9
2018M12	15898	9281	-702	-1696	3757	130	362	1503	2518	200.8	9.8
2019M1	46026	35668	343	3432	4675	289	1088	NA	NA	205.1	10.4
2019M2	7101	7641	-105	-3649	887	119	1771	NA	NA	205.7	10.1
2019M3	28600	19584	3	823	3424	122	2532	NA	NA	208.4	10.7
2019M4	13854	8733	-330	-1425	3847	262	1679	NA	NA	209.7	10.4
2019M5	13952	11855	191	-1453	476	259	1251	NA	NA	211.1	10.6
2019M6	22600	16718	-4	-2124	1291	153	3579	NA	NA	213.3	10.9
2019M7F	13299	8605	0	-1500	2262	200	3200	NA	NA	214.6	10.9
2019M8F	17350	11687	0	-1000	2521	200	3200	NA	NA	216.3	10.8
2019M9F	20138	14522	0	-1000	2862	200	3200	NA	NA	218.3	10.7
2019M10F	10452	8130	0	-1000	2522	200	0	NA	NA	219.4	10.9
2019M11F	14945	12307	0	-1000	2691	200	0	NA	NA	220.9	10.8
2019M12F	10752	10129	0	-1000	680	200	0	NA	NA	222.0	10.6
2018合计	192584	156712	-4201	-29311	24756	3606	17852	5940	10151	200.8	9.8
2019合计	219069	165580	97	-10894	28137	2405	21500	NA	NA	222.0	10.6

数据来源: CEIC, Wind, 西南证券

信贷需求平稳, 中小银行事件尚未对信贷形成明显冲击。6月新增信贷1.66万亿元, 同比少增1800亿元。信贷少增主要集中在对非银行金融机构贷款上, 6月对非银行金融机构贷款减少161亿元, 同比多减1809亿元。银行对非银行贷款减少或许与中小银行事件的冲击有关, 因为该事件使得银行降低了对非银的风险偏好, 使得银行对非银贷款更趋谨慎。而6月企业中长期贷款新增3753亿元, 较去年同期小幅少增248亿元(图1), 居民中长期贷款新增4858亿元, 较去年同期多增224亿元, 居民按揭需求依然保持韧性。实体信贷需求保持弱平稳状况, 目前来看, 5月下旬的中小银行事件尚未对信贷形成明显冲击。

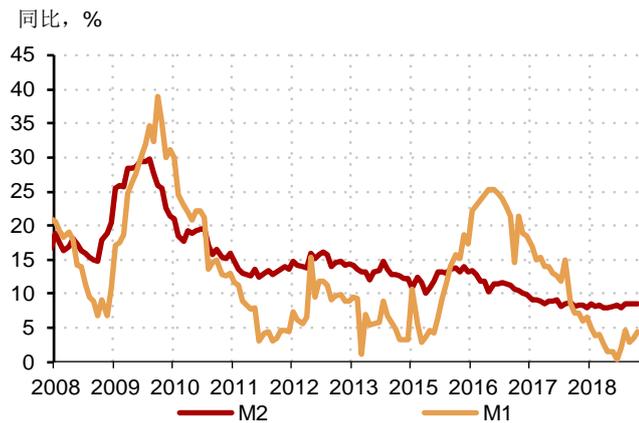
图 5: 信贷结构


数据来源: Wind, 西南证券整理

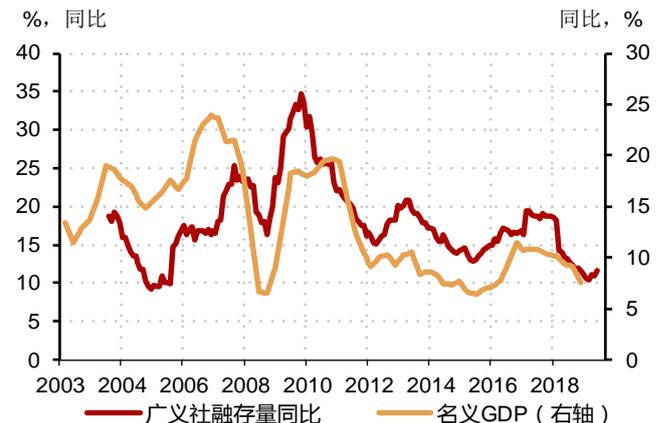
图 6: 居民与企业中长期贷款


数据来源: Wind, 西南证券整理

非银存款下降抑制广义货币增速，狭义货币增速小幅回升。虽然社融同比明显多增，但6月广义货币同比增长8.5%，增速与上月持平。非银存款减少4823亿元，同比多减6261亿元，拉低M2增速约0.3个百分点（图6），是M2增速未能随社融增速一同回升的主要原因。财政存款季节性回落，6月减少了5020亿元，较去年同期多减1868亿元，拉低M2增速约0.1个百分点。狭义货币M1同比增速较上月提升1.0个百分点至4.4%，显示企业手持现金状况小幅改善。

图7：货币增速低位平稳


数据来源：Wind，西南证券整理

图8：社融短期见顶，经济依然疲弱


数据来源：Wind，西南证券整理

实体融资改善有限，持续性有待继续观察，经济依然保持偏弱。6月金融数据显示实体融资同比有所改善，但主要受低基数因素和地方债发行放量推动。而地方债发行节奏从7月开始明显放缓，实体融资改善持续性有待继续观察。内需放缓趋势尚未看到改变，6月贸易数据显示进出口继续偏弱，全球经济放缓背景下出口增速或持续下行。当前信用改善幅度有限，持续性有待继续观察。而中小银行事件对信贷的影响，以及房地产信托管控趋严对信用的负面影响也都还有待观察。内需偏弱格局尚难以改变，经济将继续呈现放缓态势。目前逆周期政策发力程度有限，尚不足以改变经济放缓势头，未来期待更有效的政策发力。

表2：我国宏观经济指标预测

		2018-5														西南预测	市场预测
		2018-5	2018-6	2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-6F	2019-6F
CPI	同比%	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.7	2.7
PPI	同比%	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	0.1	0.1
工业增加值真实增速	同比%	7.2	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7	5.3	8.5	5.4	5.0		5.4	5.3	
固定资产投资名义增速	同比%	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9	6.1	6.3	6.1	5.6		5.4	5.5	
消费品零售名义增速	同比%	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2	8.2	8.7	7.2	8.6		8.1	8.3	
新增人民币贷款	亿人民币	11500	18400	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	17500	16833
M2增速	同比%	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.7	8.6
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%	12.6	11.2	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	-3.0	-2.3
进口名义增速(美元计价)	同比%	26.0	14.1	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.0	-2.3
贸易顺差	亿美元	249.2	414.7	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	431.7	403.8
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.41	6.62	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.87	6.90
存款准备金率	%	16.0	15.5	15.5	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

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_11454

