



联讯证券专题研究

# 社融缘何放量？

2019年04月12日

## 投资要点

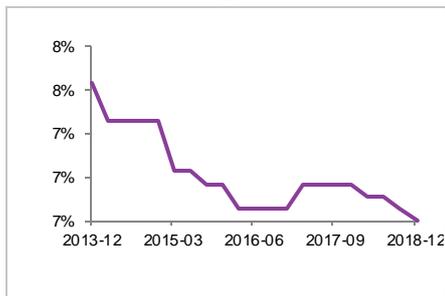
分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

### 近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

### 相关研究

《社融数据真的有那么弱吗》2019-03-10

《理财、理财子与同业合作变局》

2019-03-15

《未尽的债牛》2019-03-20

《破除抵押品依赖：信用贷款是如何支持

中小微的？》2019-03-27

《深度解析非金融企业杠杆》2019-04-03

### 社融缘何放量？

2.86 万亿的社融与 1.68 万亿的信贷，大超预期，近五年同期最高，宽信用的效果正在加速显现。

结构也在好转。表内外票据“仅有”2300 亿左右，而企业中长期贷款+债券融资差不多达到了 9000 亿。非标整体改善幅度不大，依然在负值区间徘徊，主要因为非标期限匹配等监管条例没有松动，委贷新规压力仍存。

居民端也在大幅反弹。短期贷款高增 4300 亿，有季节性因素，可能也有消费改善（比汽车销量降幅收窄）的因素。长贷大幅反弹，与按揭利率下滑，地产出现“小阳春”有关。

M1 与 M2 大幅反弹，实体流动性正在修复，企业对未来的预期在好转。

3 月金融数据大超预期的表现，有赖于前期逆周期调节政策逐渐落地、地产投资的韧性与财政支出前置等因素。从 4 月建材的成交情况、螺纹钢的库存继续去化，产量高增来看，实体经济正趋于回暖，数据的改善可能会有一定的持续性。

### 风险提示：经济增长低于预期



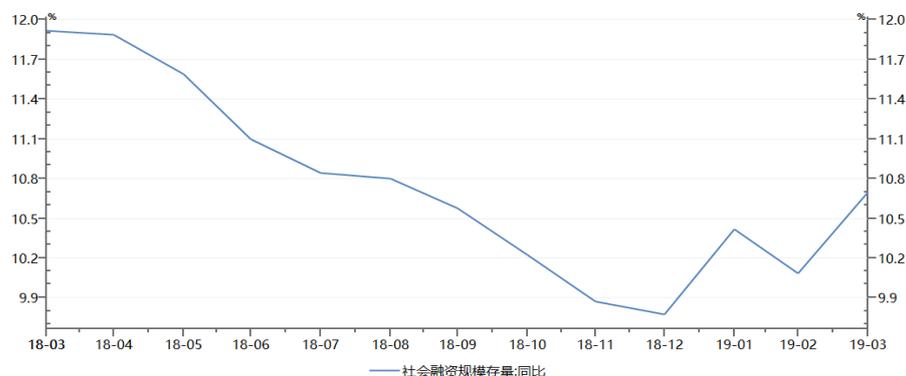
## 图表目录

图表 1: 社融存量回升至 10.7%.....	3
图表 2: 螺纹钢库存在去化, 速度不慢.....	4
图表 3: 建材的订单在今年要比去年同期更强.....	4
图表 4: 螺纹钢表观消费量要高于去年同期.....	5



3月新增社融 2.86 万亿，信贷 1.68 万亿，都超出了市场最乐观的预期值，也是 5 年来同期的最佳表现，存量社融增速大幅回升至 10.7%。

图表1：社融存量回升至 10.7%



资料来源：联讯证券，wind

应该说，这一次的金融数据，让很多人对经济是否会企稳、宽货币向宽信用传导的效率如何等问题有了明确的答案。因为无论是总量还是结构，3月份的数据都给出了一份很好的答卷。

1、居民短期贷款增长了 4300 亿，五年同期最高，有季节性冲量因素的助力，也有低风险的票据因为套利被监管严查后，银行将资金转移至同样信用风险偏低的居民个贷的因素在里面，还有可能内含了 3 月份消费改善的信号，因为我们也看到了 3 月国内汽车销量降幅收窄、糖酒会反馈积极等微观层面的证据。

如果 4-5 月份，减税实施，处于下游面对终端需求的商品价格可能会因为缺乏足够的市场势力而降价，将减税福利让渡给消费者，则不排除消费会进一步改善的可能。

2、居民中长期贷款增长了 4700 亿，五年同期最高，和 3 月地产小阳春有关。从房企层面的销售数据来看，3 月份的房地产销售虽然呈现出一二线强，三四线弱的格局，但全面反弹。

从政策的角度来看，我们现在确实还没看到限购限贷等核心的调控手段松动，棚改大幅缩量的影响也仍然存在，但已经出现了一些积极的因素。

包括：按揭贷款利率继续下滑，《新型城镇化建设重点任务》推出，大幅放松落户条件，宽信用政策下，流动性正在进入实体经济寻求投向等等。在政策“相互打架”的局面下，地产销售可能会比想象中的更有韧性。

3、企业融资结构改善明显。表内外票据“仅增长”2300 亿，企业中长期贷款+债券融资却增加了 9000 亿左右。

非标的两项分化严重，委托贷款增长-1000 亿，与之前相比，基本没有改善，短期内可能也难有大的起色，除非信用进一步宽松，使实体的流动非常充裕，企业经营出现明显好转。

信托贷款 530 亿，12 个月以来的新高。主要和现在银行理财、货基、债基等低风险偏好的资管产品收益率较低，信托收益率优势明显，零售端显著发力有关系。从用益信托的数据来看，投向房地产和基建领域的规模都大幅反弹。这在一定程度上说明，信托现在面临的是资产不缺、负债好转的组合，信托贷款在未来一段时间内，其规模有望稳



定在正值区间。

从驱动力上来讲，企业这一端的数据表现出色，是过往一系列逆周期调节政策落地见效、融资扩张的约束减少的结果。

首先，今年财政支出前置，发力更早，一季度地方债（wind口径）净融资已超过 1.2 万亿，较 2018 年同期增长了 1 万亿左右。

其次，央行的货币政策在一定程度上降低了银行支持实体经济的后顾之忧。先是降准、定向降准给银行释放稳定的长期资金，帮助银行降低负债成本，补充负债；然后再推出 CBS 帮助银行解决资本金问题；再放宽对普惠金融小微企业的不良容忍度缓解监管压力。从资金到资本，再到监管压力，央行与监管机构在积极推动宽货币向宽信用转换。

最后，地产的韧性可能比我们想象的更强。至少在短期内，存量项目的赶工期会对投融资有一定的支撑。如果后续销售改善，则这一轮地产投资的韧性将进一步得到巩固，对经济的支撑作用持续存在。

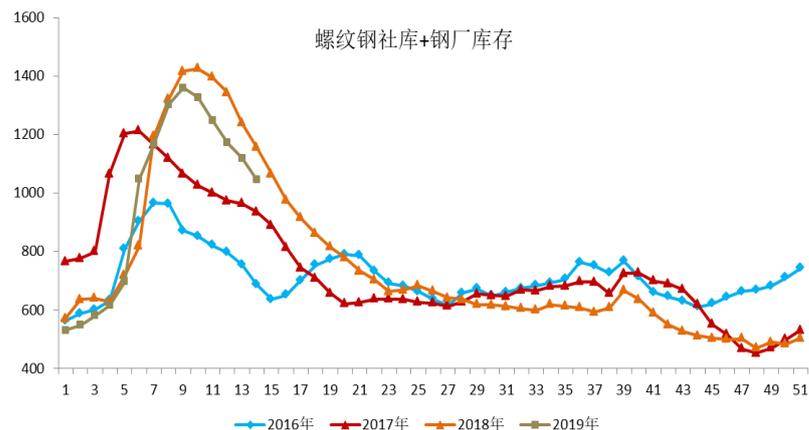
从现在我们所得到的信息来看，4 月份的需求依然处于释放过程中，且要比我们想象强。

一边，我们看到钢厂的高炉开工率在直线飙升，螺纹钢的产量已经突破了去年的峰值，创了历史新高。

另一边，螺纹钢总库存仍在去化，且斜率并不慢，这说明下游的需求也不弱，加上我们跟踪的建材成交订单，截止今天，4 月份日均成交较去年高 2 万吨左右，表观消费也要强于去年。

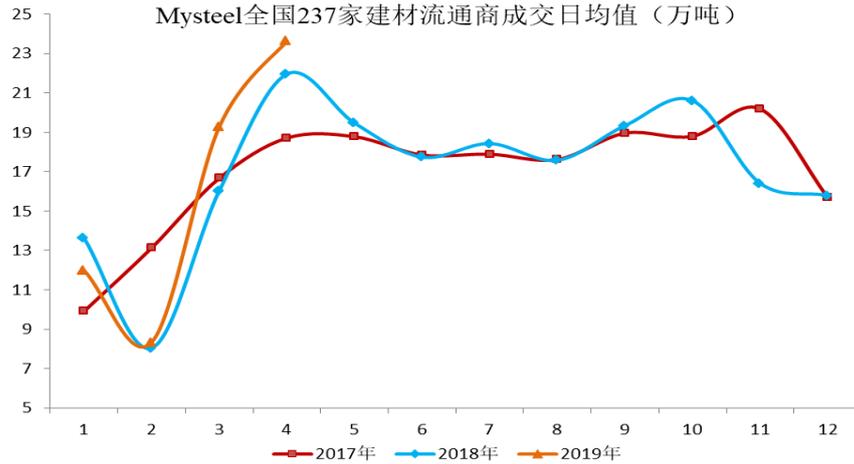
因此，至少从现有数据来看，经济目前处于一个供需两旺的状态中，如果这种状态能够持续，那么经济企稳回暖的可能性将大幅增加，未来市场讨论的焦点可能从能否企稳到向上弹性有多大转移。

**图表2： 螺纹钢库存在去化，速度不慢**



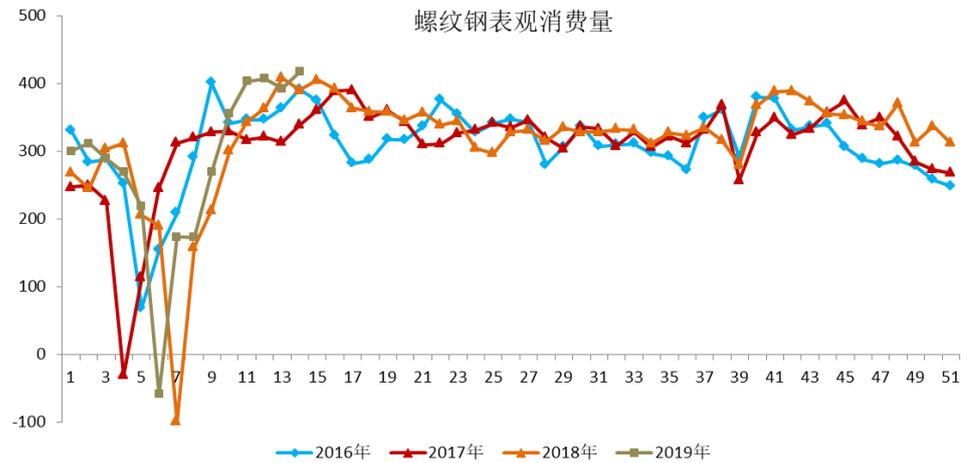
资料来源：联讯证券，mysteel

**图表3： 建材的订单在今年要比去年同期更强**



资料来源：联讯证券，mysteel

图表4： 螺纹钢表观消费量要高于去年同期



资料来源：联讯证券，mysteel

回想去年年底时，市场对于经济的判断以悲观居多，原因在于地方债务问题、地产调控、全球经济衰退等一系列的问题。但这些直到现在也没有明显的好转，就是这样的环境下，大家对于经济悲观的预期在一步步的被数据推着上修，债券市场也在不断经历

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\\_13225](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13225)

