

## 社融回升的持续性以及对经济的托底效应

### 摘要

1月信贷社融数据大幅放量，出现超预期回升，并且结构有所改善。这将修复此前对于经济的过度悲观预期。实体融资规模增加的背后一方面是货币政策持续宽松，另一方面是政策着力疏通传导渠道，包括对此前“一刀切”式监管方法的修正。未来融资总量回升将持续，结构有望逐步改善，社融存量同比增速在19年底将回升至11.6%左右。这将改善实体经济资金供给，并实现托底经济的作用，因而我们认为经济增速将好于此前悲观预期。

经验数据显示社融领先于名义GDP半年，经济可能在下半年企稳。但另一方面，未来融资回升速度难以保持1月激增状态，考虑到融资回升持续力度有待继续观察，而且融资结构并非特别理想，因而融资回升对实体经济的推升作用可能弱于以往。因而下半年经济是否会符合以往经验而企稳，依然存在风险，需要继续观察。而从结构上看，信贷主要投向的高端制造业和基建行业将更为受益。

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

联系人：张伟  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

### 相关研究

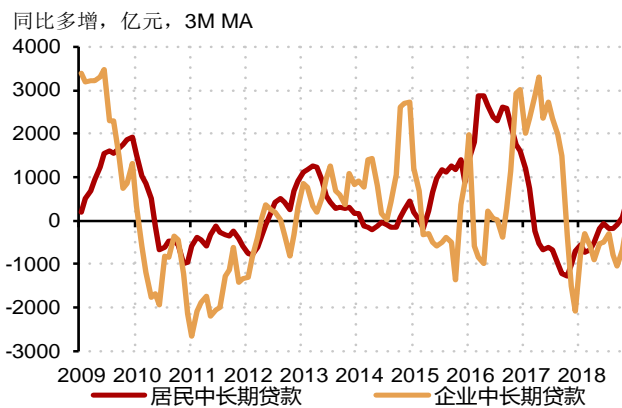
1. 通胀中枢下移，这意味着什么？ (2019-02-15)
2. 春节因素扰动下外贸形势假改善 (2019-02-14)
3. 当前实体经济融资的五大特点——2019年1季度银行信贷经理调研 (2019-02-13)
4. 社融增速将触底回升，经济下行速度或低于预期——月度经济预测 (2019-02-11)
5. 春节国内外经济与资本市场状况述评 (2019-02-10)
6. 需求走弱价格下行，企业盈利持续恶化 (2019-01-28)
7. 政策努力疏通传导渠道，债市延续震荡态势 (2019-01-27)
8. 对央票互换工具的几点理解与看法 (2019-01-25)
9. 从预算与实际赤字差看财政空间 (2019-01-24)
10. 短期与长期的“灰犀牛” (2019-01-22)

## 1 未来实体融资总量回升力度

**宽松政策推动信贷继续回升，同时结构开始逐步改善。**货币政策持续宽松推动信贷继续回升，1月新增贷款3.23万亿元，同比多增3300亿元。在对民营企业融资支持以及疏通货币政策传导渠道努力之下，融资结构有所改善。信贷回升一方面继续依赖于票据融资，此前短端利率下降继续推动票据融资回升，1月票据融资同比多增4813亿元至5160亿元。另一方面，中长期贷款开始恢复，企业和居民中长期贷款分别在1月同比多增700亿元和1059亿元至1.4万亿元和6969亿元，虽然增幅有限，但相对此前几个月同比少增情况依然有所提升。显示融资结构有所改善。

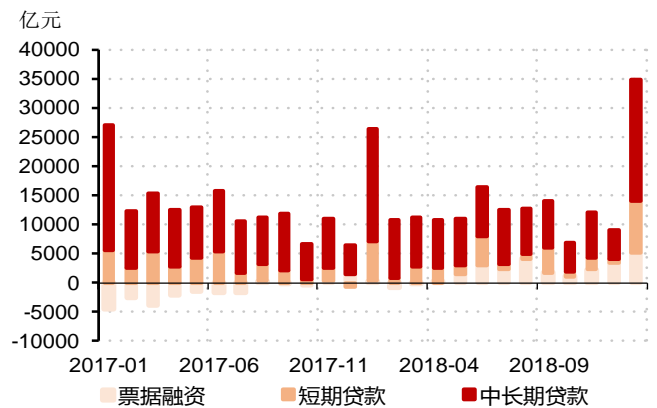
**贷款主要投向高新制造业与基建行业。**根据央行在金融统计数据解读吹风会公布数据，1月新增贷款主要投向高新制造业和基建行业。其中高基数制造业中长期贷款同比增长37%，增速较上月提升3.9个百分点。而主要为基建的非房地产业务中长期贷款同比增长9.9%，增速较上月提升0.5个百分点。而房地产中长期贷款增速继续下滑，显示房地产融资依然受到管控。贷款投放结构显示1月新增企业中长期贷款主要投向基建和高新制造业行业，这与政策导向抑制。随着财政政策发力和地方政府债集中发行，基建相关配套贷款将持续增长。另一方面，对民营企业融资支持和对高新制造业融资支持重合，将推动对高新制造业贷款增速持续回升。

图1：贷款结构开始改善，中长期贷款继续回升



数据来源：Wind，西南证券整理

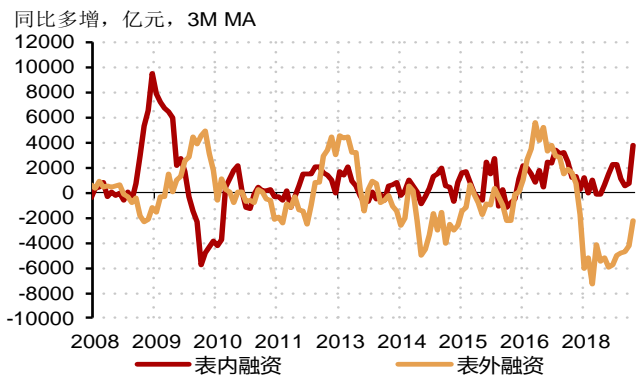
图2：票据融资继续扮演推动贷款增速回升的主要动力



数据来源：Wind，西南证券整理

**社融触底回升，表内融资与表外融资均有所改善。**1月新增社融4.64万亿，同比多增1.56万亿元。社融存量同比增速较上月提升0.6个百分点至10.4%。社融大幅多增一方面来自短端利率下降推动的票据、债券融资增加，1月末承兑汇票和债券融资分别增加3786亿元和4990亿元，合计同比多增6116亿元，而对实体经济发放贷款同比多增8849亿元至3.57万亿元。另一方面，监管缓和带动非标融资跌幅收窄。1月委托贷款减少699亿元，信托贷款甚至时隔一年后再度增加，当月增加345亿元，信托贷款和委托贷款均较过去几个月大幅收缩状况显著改善。

**货币宽松与监管放松将推动社融总量持续改善。**一方面，货币政策宽松环境下，短端利率保持低水平，因而票据融资以及债券融资将继续保持高位；另一方面，随着监管态度缓和，表外融资有所改善。央行在金融统计数据解读吹风会公布数据现实，1月金融机构股权及其它投资增加8465亿元，同比多增3066亿元，显示银行资金支持表外情况有所改善。因而社融将延续回升态势。

**图 3：表内融资和表外融资都开始改善**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 4：社融存量同比增速将持续回升**


数据来源：Wind，西南证券整理

我们估算结果显示社融总量将持续改善，但改善速度难以延续 1 月激增状况。我们通过  
 对信贷、表外融资、债券融资、地方债融资的一系列假定估算了社融同比增速，结果显示，  
 即使假定较为谨慎，即假定 2019 年未来月份信托和委托贷款合计月均减少 1000 亿元，这  
 种情况下社融存款同比增速也会从 1 月 10.4% 水平回升至年末 11.6%（表 1）。从形态上看  
 上半年回升最快，这主要是去年资管新规实施导致社融出现大幅跌落。但未来几个月社融改  
 善幅度难以延续 1 月激增状况，1 月社融大幅增加有年初集中放贷、票据集中发行，春节因  
 素等原因，随着季节性春节退出，社融同比多增量将有所回落，我们预计 2019 年剩下月份  
 社融同比多增量将恢复到 3000 亿元的正常水平。

**表 1：社融存量增速**

| 单位：亿<br>元 | 社会融资总<br>量 | 人民币贷<br>款 | 外币贷款  | 委托+信托+汇<br>票 | 企业债券  | 股票融资 | 地方政府<br>专项债 | 存款类金融<br>机构资产支<br>持证券 | 贷款核销  | 存量（万<br>亿） | 存量同比<br>（%） |
|-----------|------------|-----------|-------|--------------|-------|------|-------------|-----------------------|-------|------------|-------------|
| 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    | 46439      | 35700     | 343   | 3432         | 4990  | 293  | 1088        | 0                     | 0     | 205.1      | 10.4        |
| 2019M2F   | 17305      | 12016     | 1911  | -1000        | 817   | 200  | 2600        | 154                   | 261   | 206.8      | 10.6        |
| 2019M3F   | 27975      | 15774     | 2871  | -1000        | 3518  | 200  | 4100        | 687                   | 1234  | 209.6      | 11.3        |
| 2019M4F   | 16081      | 11352     | -200  | -1000        | 2407  | 200  | 1489        | 1121                  | 259   | 211.2      | 11.2        |
| 2019M5F   | 15855      | 12739     | -315  | -1000        | 945   | 200  | 1489        | 677                   | 479   | 212.8      | 11.4        |
| 2019M6F   | 23182      | 17039     | 777   | -1000        | 1635  | 200  | 1489        | 572                   | 1737  | 215.1      | 11.8        |
| 2019M7F   | 10804      | 8605      | -1883 | -1000        | 2262  | 200  | 1489        | 423                   | 176   | 216.2      | 11.8        |
| 2019M8F   | 15507      | 11687     | -1310 | -1000        | 2521  | 200  | 1489        | 801                   | 377   | 217.8      | 11.5        |
| 2019M9F   | 18805      | 14522     | -2432 | -1000        | 2862  | 200  | 1489        | 1195                  | 1615  | 219.6      | 11.3        |
| 2019M10F  | 10733      | 8130      | -2142 | -1000        | 2522  | 200  | 1489        | 488                   | 446   | 220.7      | 11.5        |
| 2019M11F  | 17568      | 12307     | -1052 | -1000        | 2691  | 200  | 1489        | 1457                  | 729   | 222.5      | 11.6        |
| 2019M12F  | 16127      | 10129     | -435  | -1000        | 680   | 200  | 1489        | 1803                  | 2518  | 224.1      | 11.6        |
| 2018合计    | 192584     | 156712    | -4201 | -29311       | 24756 | 3606 | 17852       | 5940                  | 10151 | 200.8      | 9.8         |
| 2019合计    | 236381     | 170000    | -3868 | -7568        | 27848 | 2493 | 21188       | 9377                  | 9831  | 224.1      | 11.6        |

数据来源：Wind，西南证券整理。数据假设：假定 2019 年全年贷款总额 17.0 万亿，1 月新增 3.05 万亿，其它月份分布与过去 5 年均值相同；假定 2019 年外币贷款减少 2400 亿元，分布与过去 5 年均值相同；假定 2019 年表外融资（信托+委托+未承兑汇票）每月增加额为-1000 亿元；企业债券融资 2019 年假定全年 2.5 万亿（假定利率水平与目前持平），分布与过去 5 年相同；假定 2019 年股票融资月均为 200 亿元；假定 2019 年地方政府专项债净融资 2.15 万亿，其中 0.81 万亿在 1 季度（1 月发行 1412 亿元，假定 2 月发行 2600 亿元，3 月发行 4100 亿元），1.34 万亿在 2-4 季度平均分布；假定 2019 年 ABS 同比多增 3600 亿元（月均 300 亿元），贷款核销与 2019 年相同。

## 2 融资回升对经济的托底作用分析

经验数据显示，广义社融对 GDP 的领先作用在 2 个季度左右，1 季度社融放量将带动经济在下半年企稳。我们用更为合理的广义社融作为融资总量度量指标，即在当前社融中加入其它政府债，包括国债和新增一般地方债。经验数据显示，广义社融增速对名义 GDP 有大致两个季度左右的领先性（图）。这意味着当前实体融资回升将带动经济在下半年企稳。而从数量关系上看，社融增速提升 1 个百分点将带动名义 GDP 增速提升 0.53 个百分点。如果简单从经验数量关系看，社融增速从 18 年 12 月的 9.8% 提升至 19 年 6 月的 11.8% 将推动名义 GDP 增速提升 1.1 个百分点。

然而社融回升的可持续性以及融资结构性问题都可能减弱社融对经济的托底作用。虽然 1 月社融显著放量，但考虑到有年初集中放贷、票据集中发行，春节因素等原因，未来的持续性有待继续观察。另一方面，当前社融回升受强力政策推动，结果上形成较为依赖票据融资和债券融资的状况，融资结构并不十分理想，这也将减弱融资总量回升对经济的托底作用。因而未来从融资回升到经济改善的传导效果，有待继续观察。

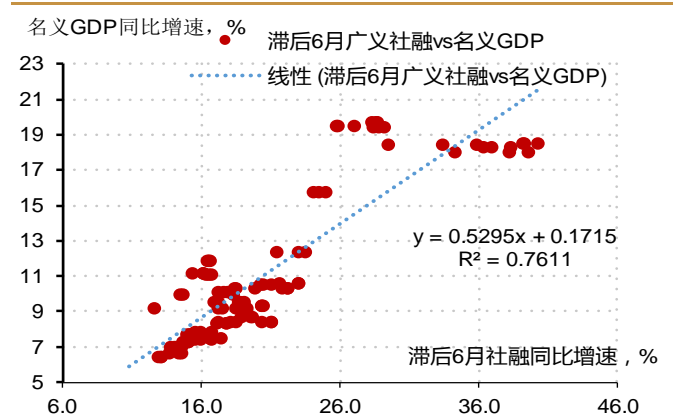
实体融资回升将托底经济增长，但能否改变经济下滑取决于社融改善持续力度已经结构状况，这有待继续观察。无论如何，社融总量改善意味着实体资金供给改善，这将对托底实体经济产生实质性利好。虽然社融回升的持续性以及结构并不理想可能影响融资对经济的推动作用，但总量的改善至少意味着经济不会出现失速下行，对经济的托底作用将产生经济下行速度低于市场预期情况。至于未来社融回升能否在下半年推动经济企稳回升，则需要继续观察。而从结构上看，社融回升主要受益对象依然是高端制造业和基建行业。

图 5：当前社融企稳有望带动下半年经济企稳



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：滞后 6 个月社融与名义 GDP 增速相关性

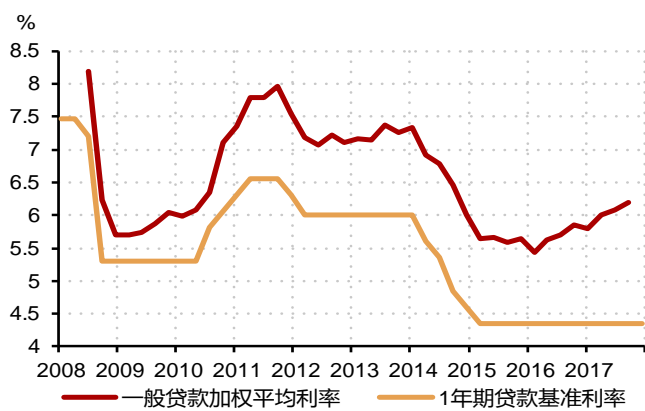


数据来源：Wind，西南证券整理

### 3 政策可能走势以及对市场影响

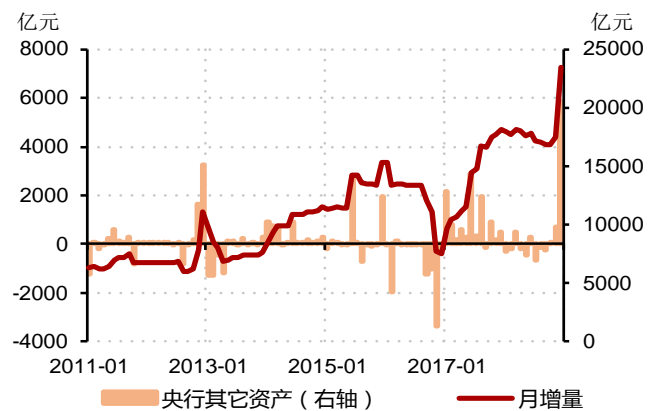
央行调降基准利率可能性有限，而将着力疏通政策传导渠道。央行官员在金融统计数据解读吹风会上的表态显示央行降息可能性有限。针对今年通胀数据较低，央行是否会调降存贷款基准利率的问题，货政司司长孙国峰表示央行在推进市场利率和政策性利率两轨并一轨。因此在当前市场利率明显高于政策性利率的情况下，央行再度将降息的可能性不大（图 7），而是更多会通过加大对实体经济资金投放和保持银行间利率低水平来降低实体经济融资利率。另外，针对近期市场较为关注的 12 月央行资产负债表中其它资产项目显著增加的情况，调统司司长表示该项主要是一些杂项资产和应收暂付项目，年底会有季节性变动，年末过后，季节性变动会消除。因而无需过度关注。

图 7：政策利率显著高于贷款基准利率



数据来源：Wind，西南证券整理

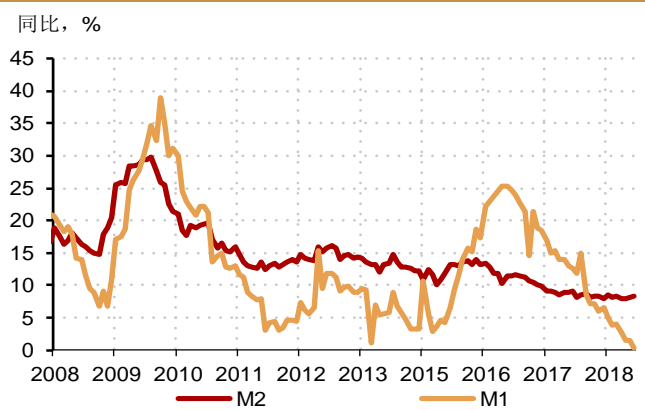
图 8：央行表示央行其它资产增加主要是季节性原因



数据来源：Wind，西南证券整理

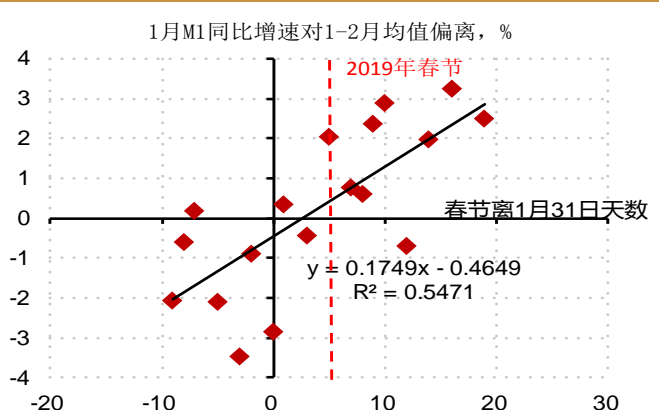
信贷社融放量和财政存款同比少增共同推动广义货币增速提升，春节因素并非狭义货币增速放缓主要原因。在信贷和社融放量推动下，广义货币增速加快，1 月 M2 同比增速较上月提升 0.3 个百分点至 8.4%。同时，1 月财政存款同比少增 4472 亿元至 5337 亿元，推高 M2 增速 0.26 个百分点。而狭义货币 M1 同比增速较上月放缓 1.1 个百分点至 0.4%，春节因素并非狭义货币增速放缓主要原因。我们用经验数据估算结果显示，春节因素大致推升今年 1 月 M1 增速 0.4 个百分点，剔除春节因素后 M1 同比增速为 0% 左右。融资回升情况下狭义货币 M1 增速下降主要由于企业盈利下滑，但随着融资持续增加，M1 将触底回升。

图 9：M2 增速有所回升，M1 增速继续回落



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：今年春节因素对 1 月 M1 影响有限



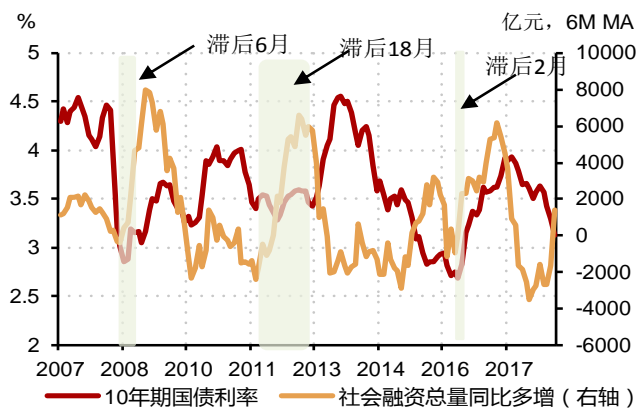
数据来源：Wind，西南证券整理



经济尚未呈现稳定企稳状况前货币环境不会发生变化，债市将延续震荡状况。虽然1月份信贷社融大幅放量，而且未来社融将持续回升。但考虑到当前经济尚未呈现除企稳状况，考虑到社融回升传导到经济需要两个季度左右，因而近一两个季度经济出现稳定企稳的可能性有限，这种环境下央行不会退出宽松货币政策，宽松的流动性环境不会发生变化，将为债市形成安全边际。而另一方面，长端利率已经下降至较低水平，低于按基本面估算的中枢水平，在短端利率不再继续下降环境下，长端利率再度下行空间有限。我们预计债市将延续震荡态势。直至货币政策发生调整，债市将随之调整。

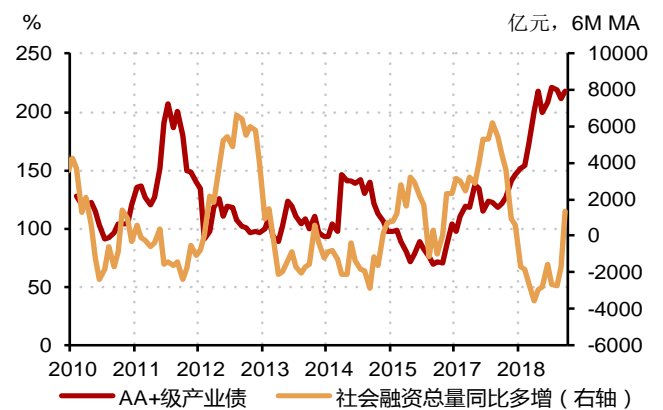
实体经济状况改善将推动信用利差收窄，信用债可能出现趋势性行情。实体经济资金状况改善意味着企业收支现金状况将改善，这将降低企业信用风险。因而企业违约状况将逐步好转。这种情况下企业信用利差将趋势性下降，这将带来信用债配置行情。其中中评级的产业债和低评级的城投债信用利差将出现较大的降幅，因而也是主要的推荐标的。

图 11：利率回升对社融回升存在滞后



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：社融与信用利差的负相关性



数据来源：Wind，西南证券整理

表 2：我国宏观经济指标预测

|            |     | 2017-12 | 2018-1 | 2018-2 | 2018-3 | 2018-4 | 2018-5 | 2018-6 | 2018-7 | 2018-8 | 2018-9 | 2018-10 | 2018-11 | 2018-12 | 2019-1 | 西南预测<br>2019-1F | 市场预测<br>2019-1F |
|------------|-----|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|-----------------|-----------------|
| GPI        | 同比% | 1.8     | 1.5    | 2.9    | 2.1    | 1.8    | 1.8    | 1.9    | 2.1    | 2.3    | 2.5    | 2.5     | 2.2     | 1.9     | 1.7    | 2.0             | 1.8             |
| PPI        | 同比% | 4.9     | 4.3    | 3.7    | 3.1    | 3.4    | 4.1    | 4.7    | 4.6    | 4.1    | 3.6    | 3.3     | 2.7     | 0.9     | 0.1    | 0.2             | 0.2             |
| 工业增加值真实增速  | 同比% | 6.2     |        | 7.2    | 6.0    | 7.0    | 6.8    | 6.0    | 6.0    | 6.1    | 5.8    | 5.9     | 5.4     | 5.7     |        | 5.5             |                 |
| 固定资产投资名义增速 | 同比% | 7.2     |        | 7.9    | 7.5    | 7.0    | 6.1    | 6.0    | 5.5    | 5.3    | 5.4    | 5.7     | 5.9     | 5.9     |        | 5.8             |                 |
| 消费品零售名义增速  | 同比% | 9.4     |        | 9.7    | 10.1   | 9.4    | 8.5    | 9.0    | 8.8    | 9.0    | 9.2    | 8.6     | 8.1     | 8.2     |        | 8.6             |                 |

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\\_14212](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14212)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn