

实体融资稳步改善，结构继续优化

摘要

12 月实体融资继续改善，虽然社融口径有所调整，但不改变趋势判断，信贷社融均继续处于同比回升通道。而融资结构改善更为明显，企业中长期贷款有更大幅度的增长。这种信贷社融回升的趋势将在 1 季度持续，1 月地方债发行显著放量，预计专项债融资规模在 6000 亿元以上，同比增量在 4500 亿元以上，同时伴随配套融资投放，信贷社融将继续处于回升状况。实体经济融资改善的趋势将在 1 季度持续。近期国务院常务会议要求年初经济要保持良好开局，因而稳增长政策将持续，实体的融资需求将会持续改善。

随着实体信用改善，基建、制造业投资将回升，同时，资金改善也将减缓房地产投资下行，甚至出现持平状况。内需继续企稳回升，结合全球经济平稳与中美贸易冲突改善环境下出口回升，总需求回升将推动经济继续企稳回升。经济继续向好，实体信用改善，这种环境下债市难以继续上涨，将延续震荡态势。

风险提示：政策调整超预期。

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

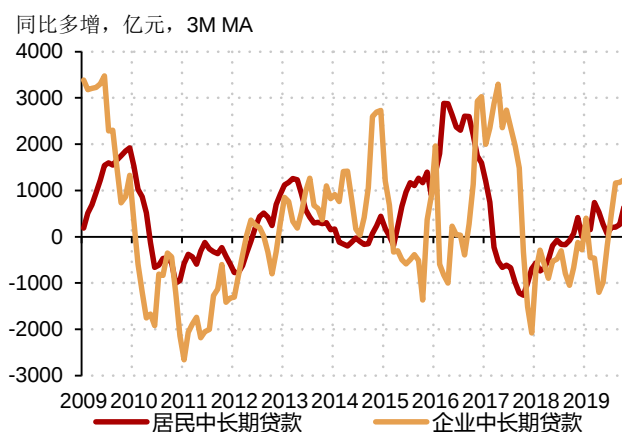
分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 推升贸易增速的三大因素 (2020-01-14)
2. 如何在利率市场化进程中降低实体融资成本 (2020-01-13)
3. 重视工业品价格走势，经济延续企稳 (2020-01-13)
4. 通胀无虞，更应关注工业品价格走势 (2020-01-09)
5. 顺应经济企稳的方向——月度经济预测 (2020-01-07)
6. 新年伊始，国际形势动荡国内经济继续企稳 (2020-01-05)
7. 企业景气度趋势向好，经济继续企稳回升 (2020-01-02)
8. 存量贷款换锚，降成本再下一城 (2019-12-30)
9. 量价齐升将驱动企业盈利继续改善 (2019-12-29)
10. 央行跟随降息，经济延续企稳 (2019-12-22)

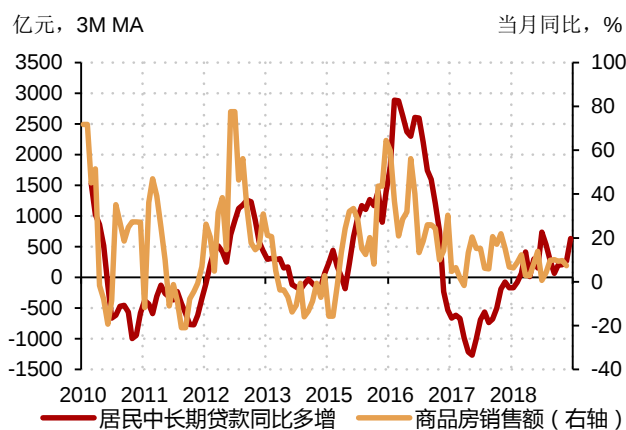
实体融资继续稳步回升，结构持续改善。12月新增人民币贷款1.14万亿，同比多增600亿元，略高于我们与市场的预期（表1），信贷继续在同比回升通道内运行。在总量改善的同时，信贷结构回升更为明显，12月企业中长期贷款同比多增2002亿元至3978亿元，显示实体经济融资需求逐步改善。而居民中长期贷款同比多增1745亿元至4824亿元，这与近期房地产销售，特别是二手房销售有所回暖有关。而票据融资有所回撤，这与年末银行额度消耗殆尽，压缩票据融资有关。中长期贷款显著回升显示实体融资需求回升，未来信贷或继续保持同比增长状况。

图1：企业和居民中长期贷款均明显回升



数据来源：Wind，西南证券整理

图2：房地产韧性持续，对居民中长期贷款形成支撑

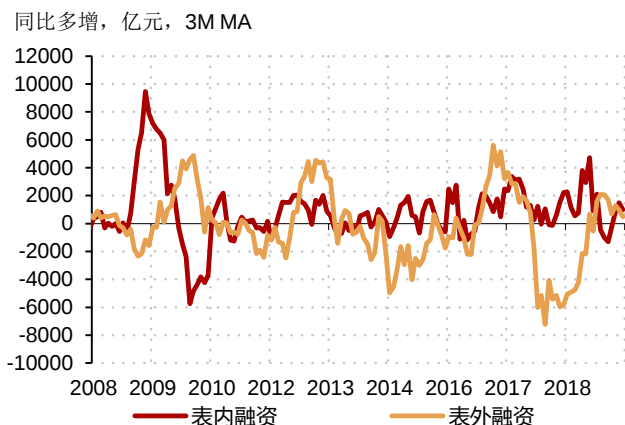


数据来源：Wind，西南证券整理

央行再度调整社融口径，但对增速影响有限。本月央行再度调整社融口径，将地方政府一般债和国债纳入社融口径。调整后社融存量绝对水平有显著增加，但同比增速变化有限。新口径下12月社融存量同比增速为10.7%，与上月持平。而老口径下社融存量同比增速为10.8%，同样与上月持平。新口径下12月新增社融为2.1万亿元，同比多增1719亿元。而我们估算老口径下12月新增社融为1.79万亿元，同比多增1691亿元。新老口径下同比多增量差别有限。目前来看，央行调整社融口径对绝对量影响较为明显，但对增速和增量影响有限，因而不改变社融趋势的判断。

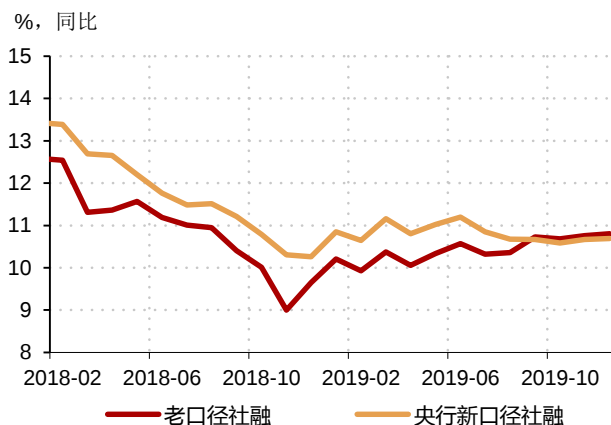
社融继续同比改善，非标融资跌幅收窄。12月新增社融2.1万亿元，同比多增1719亿元。社融存量同比增长10.7%，增速同样与上月基本持平。人民币贷款是社融同比多增的主要原因，12月社融中人民币贷款同比多增1488亿元至1.08万亿元。表外融资跌幅同样有所收窄，12月委托贷款、信托贷款继续减少1316亿元和1092亿元，但委托贷款同比少减895亿元。而未承兑汇票增加951亿元，表外融资总体收缩146亿元，收缩幅度较去年同期下降240亿元，因而也推动了社融增速改善。12月企业债券融资同比少增1270亿元至2625亿元，但从高频数据来看，1月信用债融资再度加速，这意味着债券融资同比收缩不会持续，因而也不会对社融持续形成抑制。目前可以看到，1月地方债发行明显加速，计划融资规模在6000亿元以上，较去年同期有明显增加，而相应的配套融资也会跟进，因而社融将继续保持总体回升态势。

图 3：表内融资和表外融资均有所回升



数据来源：Wind，西南证券整理

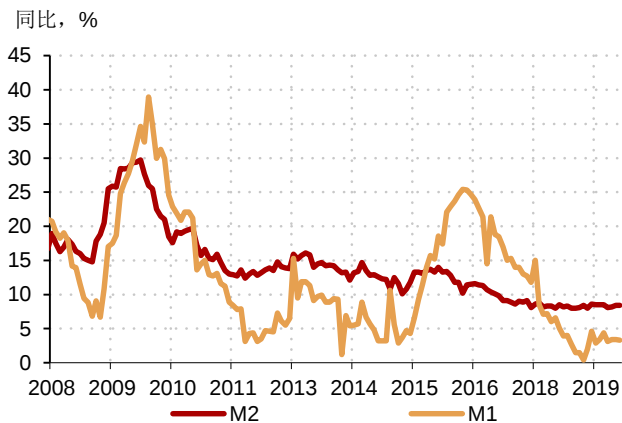
图 4：调整前和调整后的社融增速差异有限



数据来源：Wind，西南证券整理

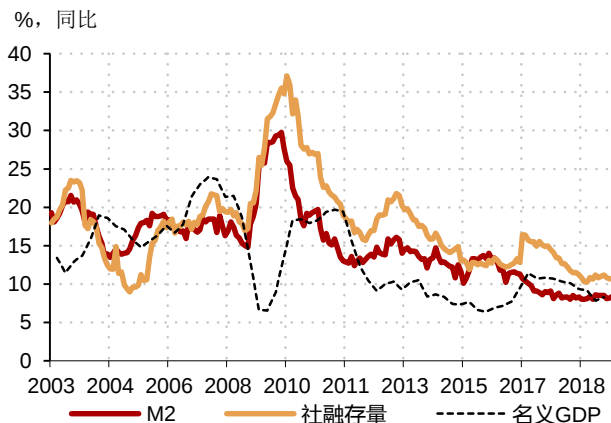
货币增速超预期回升，实体信用改善是主因，积极财政起到助力作用。12 月广义货币 M2 同比增长 8.7%，增速较上月提升 0.5 个百分点。信贷社融投放持续加速，同时外汇占款开始增加，这推动存款增速回升，对 M2 增速回升产生主要推升作用。12 月人民币存款同比增长 8.7%，增速较上月提升 0.3 个百分点。另外，积极财政也起到助力作用。12 月财政存款减少 1.08 万亿，同比多减 414 亿元。同时，狭义货币 M1 同比增长 4.4%，增速较上月提升 0.9 个百分点。狭义货币 M1 增速提升一方面是由于融资改善驱动企业资金面改善，另一方面是因为企业盈利回升。

图 5：货币增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：M2、社融与名义 GDP 增速



数据来源：Wind，西南证券整理

实体融资继续改善，经济企稳回升态势延续。12 月金融数据显示实体融资继续改善，特别是中长期融资回升明显，显示实体融资意愿回升。我们预计这种趋势将在 20 年 1 季度持续，目前可以看到，1 月地方债发行明显加速，而相应的配套融资也会跟进，因而信贷社融将继续保持总体回升态势。实体经济资金面改善意味着内需将逐步回升，基建、制造业投资增速将提升，而房地产投资增速降速也会放缓，总需求将继续平稳回升。国务院常务会议要求经济要保持良好开局，政策将继续以稳增长为主，因而 1 季度经济将继续保持企稳回升。

表 1：我国宏观经济指标预测

		2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-6	2019-7	2019-8	2019-9	2019-10	2019-11	2019-12	西南预测 2019-12F	市场预测 2019-12F
CPI	同比%	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	4.4	4.7
PPI	同比%	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5	-0.3	-0.3
工业增加值真实增速	同比%	7.2	5.7		5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2		5.5	5.7
固定资产投资累积名义增速	同比%	5.9	5.9		6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2		5.3	5.2
消费品零售名义增速	同比%	8.1	8.2		8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0		7.8	7.8
新增人民币贷款	亿人民币	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	16600	10600	12100	16900	6613	13900	11400	11000	11375
M2增速	同比%	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.4
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%	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-1.1	7.6	5.0	4.0
进口名义增速(美元计价)	同比%	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	16.3	8.0	9.2
贸易顺差	亿美元	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	509.8	450.5	348.3	396.5	428.1	387.3	467.9	547.2	536.8
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.87	6.89	7.15	7.14	7.04	7.03	6.99	6.99	7.15
存款准备金率	%	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0	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

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
持有：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-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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

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_7721

