

广义社融有多少？ ——如何看待回暖动力之四

宏观简报

◆ 要点

2017 年 1 季度及以前，广义社融增速高于官方社融增速，影子银行整体处于扩张状态，而在资管新规后广义社融增速呈现迅速下跌，今年以来有明显好转，今年 3 季度末增速为 10.1%。虽然近两年广义社融与官方社融的变化趋势一致，但金融条件的改善程度不及官方社融变现的那么好。整体而言，随着社融表内外的非标监管规则逐步趋于一致，广义社融与官方社融的增速差异有望继续保持收敛。

今年 8 月以来，金融机构新增中长期贷款持续同比多增。但其中可能有城投非标置换的原因，而银行中长期贷款对固定资产投资的领先意义已明显减弱。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-52523808

zhangwenlang@ebcn.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)

021-52523805

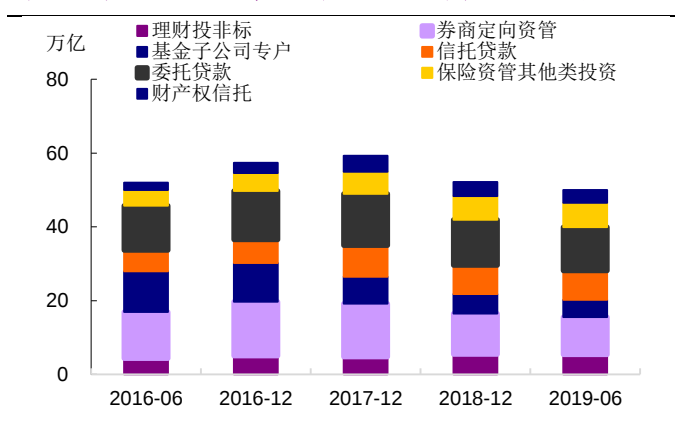
dengqiaofeng@ebcn.com

近年来融资乱象整改有序推进，其中资管新规规范的不当行为主要包括通道嵌套（资金空转）、资金池业务（期限错配）、刚性兑付等。当前金融体系资金空转现象显著改善。

以同业理财为例，2019年6月底全市场金融同业类产品存续余额为0.99万亿，较2018年初已减少2.27万亿，而通道机构如券商资管、基金子公司专户等资管规模有明显收缩（图1）。而随着通道规模的压缩，相伴而来的是非标资产回表对银行资本补充的压力（不排除有自然到期可能）。

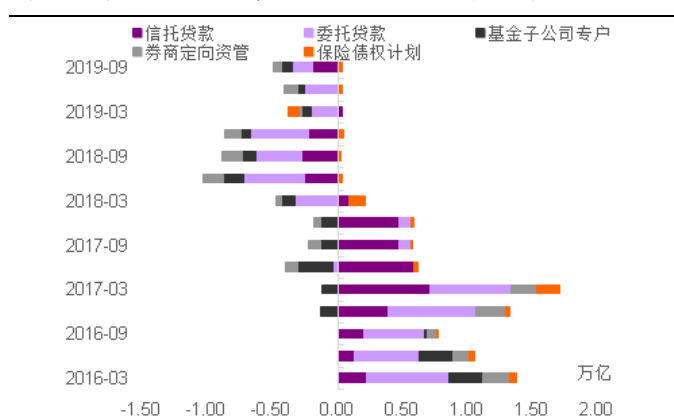
由于基金子公司专户、券商定向资管、保险债权计划等有部分资金直接投向实体经济，在去除嵌套后，此三类非标投资的合计规模仍处于收缩状态（图2）。因此，中长期贷款改善存在城投表内外非标置换的可能。

图1：资管机构非标产品余额变动（未去除嵌套）



资料来源：Wind，光大证券研究所估算

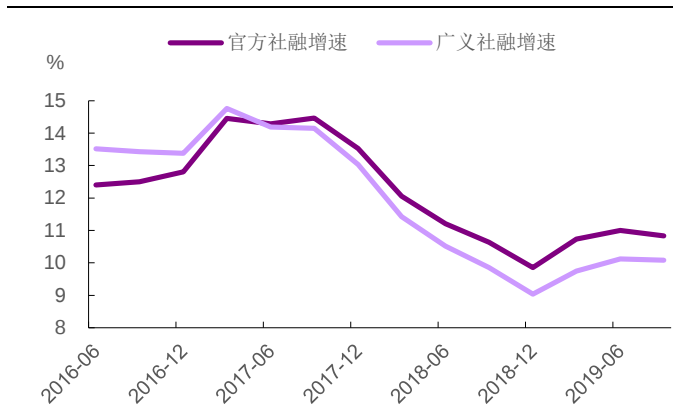
图2：资管机构非标产品的季度变动情况（去除嵌套）



资料来源：Wind，中国证券投资基金业协会，光大证券研究所估算。注：官方社融口径中的非标主要包括信托贷款和委托贷款，口径之外的非标主要包括券商定向资管计划、基金子公司专户投向的资产收益权等，保险资管的债权计划等。

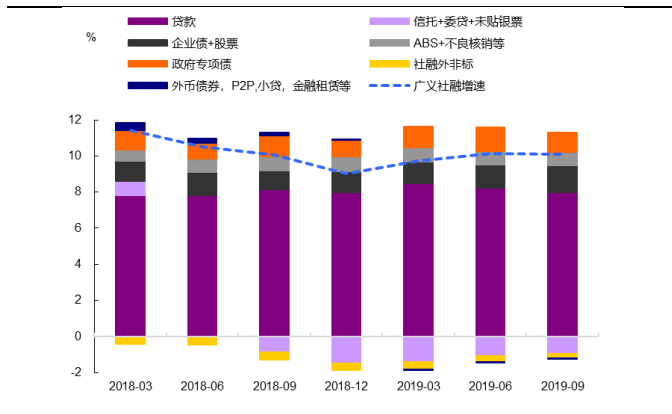
在影子银行基础上，我们进一步考虑进P2P融资、小贷公司、金融租赁以及企业外币债券，得到的广义社融增速会呈现怎样的形态？图3显示，在2017年1季度（实行“三三四检查”）及以前，广义社融增速高于官方社融增速，影子银行整体处于扩张状态，而在资管新规后广义社融增速呈现迅速下跌，今年以来有明显好转，今年3季度末增速为10.1%。虽然近两年广义社融与官方社融变化趋势一致，但金融条件的改善程度没有官方社融表现的那么好（图4）。

图 3：官方与广义社融增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所估算，截至 2019 年 9 月末

图 4：广义社融增速拆分



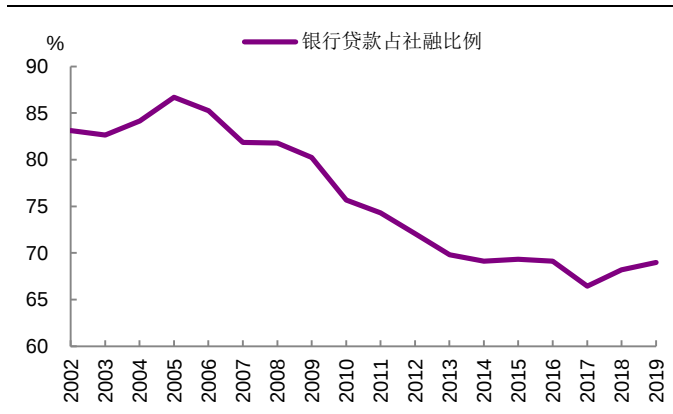
资料来源：Wind，光大证券研究所估算，截至 2019 年 9 月末

中长期贷款与实体关系减弱

从融资结构来看，今年 8 月以来，金融机构新增中长期贷款持续同比多增。这里一方面可能有城投非标置换的结构性转换因素；另一方面，2018 年以来影子银行整改虽然带来部分资产回表，但目前银行贷款占社融比例仍远低于 2002-2010 年间的水平。

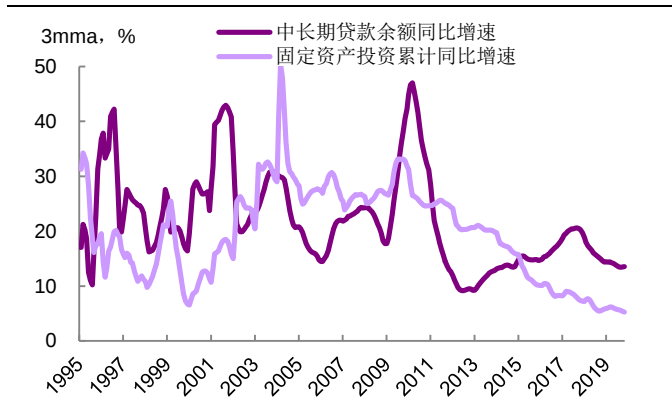
从中长期贷款增速与固定资产投资增速的关系来看，中长期贷款对固定资产投资投资的领先意义明显减弱。

图 5：银行贷款占社融比例近期企稳



资料来源：Wind，时间截至 2019 年 11 月

图 6：中长期贷款对实体经济的领先意义减弱



资料来源：Wind，截至 2019 年 11 月

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_8155

