



联讯证券专题研究

高社融和城投归来

2019 年 10 月 15 日

投资要点

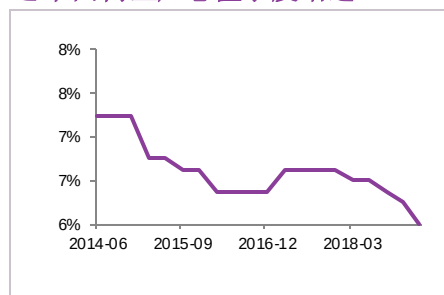
分析师：李奇霖

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

《大分化》2019-09-11

《社融高增长的背后》2019-09-11

《人口流动与区域发展新趋势——粤港澳大湾区系列之三》2019-09-19

《从上市公司看中国经济》2019-09-26

《东京湾区崛起的启示——粤港澳大湾区研究系列 4》2019-09-27

◇ 高社融和城投归来

9 月金融数据表现亮眼，2.22 万亿的社融和 1.69 万亿的信贷都是五年来同期新高，结构上也很好，企业中长期贷款新增 5600 亿，足够强势。

为什么会有远超预期的表现，这种表现是否能持续？这是市场关心的两个重点问题，毕竟在今年一季度时，金融数据也曾出现过类似的情况，但马上到四月份就恶化了。

我们认为 8-9 月的数据有一定的代表性，和前期政策的积极应对有密切的联系。虽然当前经济的增长动能仍然偏弱，但在经济增速逐渐逼近 6% 的政策底线的情况下，政府逆周期调节与稳增长的动力会进一步加强，对未来不宜太过悲观。

◇ 风险提示：经济超预期下行



图表目录

图表 1: 房贷利率上涨初期, 个人购房贷款反而会增多	3
图表 2: 城投是债券净融资的主力	4



9 月金融数据表现亮眼，2.22 万亿的社融和 1.69 万亿的信贷都是五年来同期新高，结构上也很好，企业中长期贷款新增 5600 亿，足够强势。

为什么会有远超预期的表现，这种表现是否能持续？这是市场关心的两个重点问题，毕竟在今年一季度时，金融数据也曾出现过类似的情况，但马上到四月份就恶化了。

我们认为 8-9 月的数据有一定的代表性，和前期政策的积极应对有密切的联系。虽然当前经济的增长动能仍然偏弱，但在经济增速逐渐逼近 6% 的政策底线的情况下，政府逆周期调节与稳增长的动力会进一步加强，对未来不宜太过悲观。

具体来看，

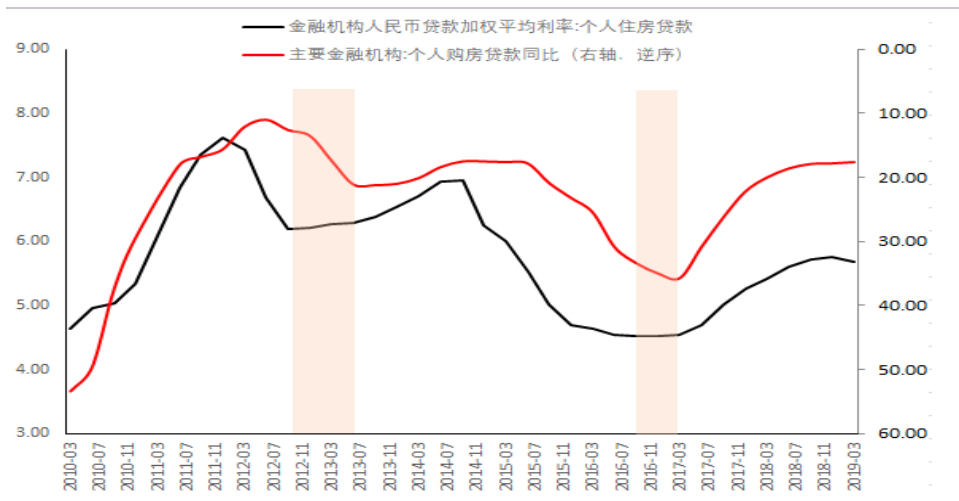
1、高增长的表内信贷是社融增长主要支撑力，企业债券虽然改变了口径，将交易所 ABS 纳入其中，但由于规模不大，所以影响有限，并非驱动社融高增的主要原因。

而信贷的高增，有银行集中在季末释放储备项目冲存款的季节性因素，也有降准给予银行便宜的长期负债的政策性支持的作用。

在信贷中，居民部门中长期贷款表现不俗，增长近 5000 亿，一和房企应对融资收紧，采用降价等多种手段促销，加快推盘有关；二与 10 月按揭贷款将锚定 LPR，居民担忧房贷利率上涨而提前入场购房有关。

从历史数据来看，在房贷利率上涨周期，个人购房贷款同比往往会先趋于上行，等到房贷继续上涨，购房成本继续提升压制购房意愿成为主要矛盾，按揭贷款的增长才会回落。

图表1：房贷利率上涨初期，个人购房贷款反而会增多



资料来源：联讯证券，wind

从银行的角度来说，政府要降实体融资成本，1 年期的 LPR 会继续下调，而个人住房贷款利率不下行，在贷款回报率上占有相对优势，这也是为什么居民短期贷款一直保有较高增量的主要原因（利率高、资本占用低）。

企业部门的贷款回升比较明显，延续了 8 月以来的改善趋势，尤其是能够体现实体经济有效融资需求的中长期贷款，增长了 5600 亿，是二季度以来的新高。

背后的原因有：

1) 政策的压力，包括 730 政治局会议提出要加大对制造业行业的中长期贷款支持，



MPA 考核将对制造业行业的中长期贷款纳入到考核项中等；2) 前期发行专项债的加快落地，基建投资项目有相对偏高的融资需求；3) LPR 定价将逐渐推广，银行为尽可能的维持息差，提前锁定更高的收益，在加快项目贷款的投放审批；4) PSL 重启净投放，政策性银行的逆周期功能开始发挥，可能也有所助力。

2、表外融资项保持平稳，但要注意委托贷款的改善

9 月表外融资三项合计为-1200 亿左右，与上月基本持平，未贴现银行承兑汇票由于到期规模等因素的扰动，9 月再度恶化。

信托贷款新增规模继续保持在-600 左右，从用益信托网的数据来看，此前募集与发行占比都较高的房地产信托继续回落，但基础信托的规模有所回升，对此有一定的弥补。

委托贷款的增量已经连续两个月回升，9 月已升至-21 亿，值得关注。在委贷新规没有明显松动的情况下，我们猜测可能是流动性外溢的结果，由于对未来预期偏悲观，现在支持制造业企业的信贷有部分可能流入了其他行业，从而造成了委贷的回暖，是否具有持续性，还有待进一步的观察。

3、债券融资基本全靠城投，民企继续遭到忽视

9 月债券融资口径出现调整，交易所企业资产证券化被新纳入至社融口径。

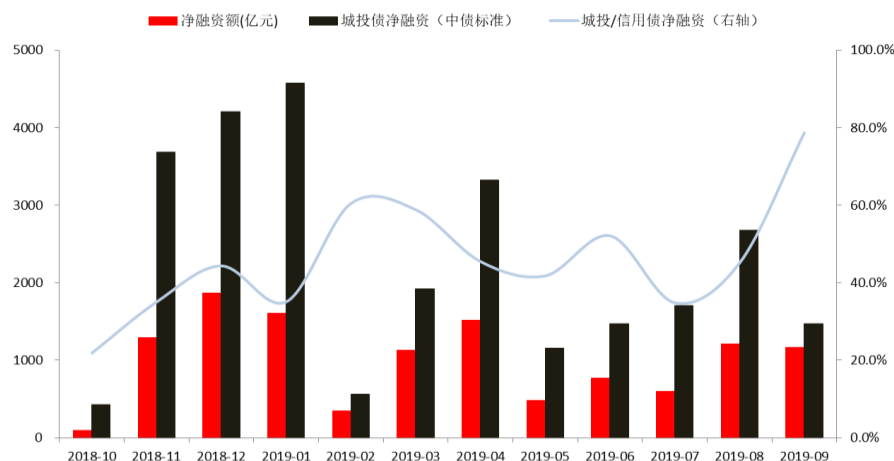
此前没被纳入是因为交易所 ABS 的直接融资主体多为商业保理公司、租赁公司或蚂蚁等金融机构，并不直接符合社融是金融对实体企业支持的要求，但实际穿透来看，交易所 ABS 的底层资产多为应付账款或应收账款，背后融资主体是企业，通过商业保理公司，金融机构的流动性一样能出传递至企业，因此纳入是对现有社融口径的完善。

不过由于该项规模不大，每个月在几百亿左右，因此对社融的影响有限。

此外，9 月份债券融资的规模也出现了明显的下滑，可能是因为信用利差和套息空间已经压缩到比较低的位置，机构配置动力有限，在观望等待调整之后再伺机入手。

从类别来看，城投是主要发行人，初略估算，城投债券净融资所占比例达到了 79%，是近一年来的新高，而相反，民企净融资仍为负值，已经连续三个月恶化，债券投资者对民企依然缺乏信心。

图表2： 城投是债券净融资的主力



资料来源：联讯证券，wind



分析师简介

李奇霖，联讯证券首席经济学家、研究院院长，董事总经理，证书编号：S0300517030002。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

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_9651

