

分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

研究助理 李隽

证书编号: S1080117050019

电话: 0755-23838254

邮箱: lijunyjs@fcsc.com

收紧的地产，年内终将下行的社融

--8月金融数据点评

2019年09月11日

摘要:

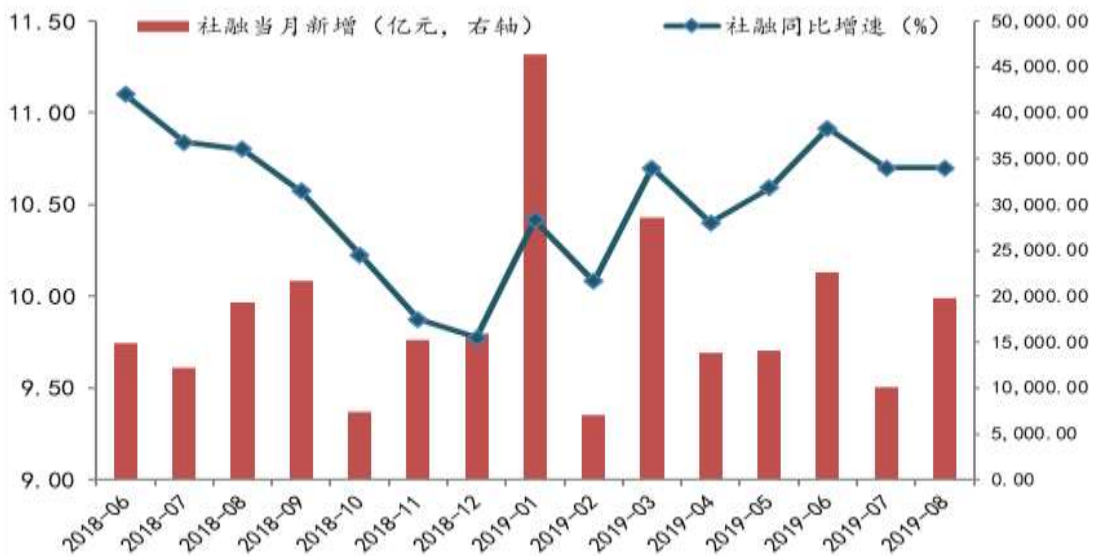
- 2019年8月社会融资规模新增1.98万亿，同比增加376亿元，存量同比增速10.7%，与7月份增速持平。
- 从分项来看，8月唯一的亮点在于企业中长期贷款。人民币贷款同比减少95亿元，其中企业部门表现较强，企业短贷同比多增1393亿元，企业中长期贷款同比多增833亿元。非标项同比多增1657亿元，企业债净融资同比减少361亿元，地方专项债净融资同比减少893亿元。
- 年内来看：(1) 企业债券融资AA+及以下依然是负融资，因此从企业债融资依然结构性分化的情况来看，信用环境并无好转。(2) 地方专项债，9月份同比收缩将最为严重，年内与去年基本持平，无法像上半年一样成为社融的重要贡献分项。(3) 企业部门贷款8月数据好转是个别现象，地产贷款收紧的影响下企业部门贷款未来增长乏力：今年1月、3月企业中长贷同比也为正数，然而整体趋势仍在收缩。单月波动可能由于LPR新定价下企业提前储备项目。房地产行业贷款在存量贷款中占比30%，今年新增贷款中占比约50%，地产的收紧将对企业贷款形成明显拖累。综合来看，年内社融增速将保持下行。
- 降准后是否会像3月那样出现天量信贷？不会。与3月相比，目前信用扩张的途径收窄（同业收紧）以及缺乏快速吸水的部门（地产）。一方面，多地银行收到指导将开发贷款压缩至3月底的水平，则这期间新增的5万亿开发贷将面临很大程度的收缩。另一方面，包含信托资金在内的自筹资金具有杠杆效应，可撬动地产贷款。此次至少缺失30%的实体需求。另外，从历史数据来看，同业规模与信用派生呈现正相关（图5）。同业业务发展的过程中，同时放大了风险与信贷派生速度。因此同业收紧也将在一定事件内使得信用扩张速度减缓。

1 社融数据：企业中长期贷款转好不可持续

2019年8月社会融资规模新增1.98万亿，同比增加376亿元，存量同比增速10.7%，与7月份增速持平。

从分项来看，唯一的亮点在于企业中长期贷款。8月社融同比多增376亿元，贡献最大的为非标项，合计同比多增1657亿元，其中委托贷款少减694亿元，信托贷款少减27亿元，未贴现承兑汇票多增936亿元。债券融资方面较为乏力：企业债净融资3041亿元，同比减少361亿元；地方专项债净融资3213亿元，同比减少893亿元。人民币贷款同比减少95亿元，其中企业部门表现较强，企业短贷同比多增1393亿元，企业中长期贷款同比多增833亿元。住户部门继续压缩，住户短贷同比减少600亿元，住户中长贷同比增加125亿元，继续收到管控消费贷流向的影响。票据融资同比减少1673亿元，非银金融机构同比减少506亿元，是人民币贷款的主要拖累项。

图1：8月社融增速与7月持平



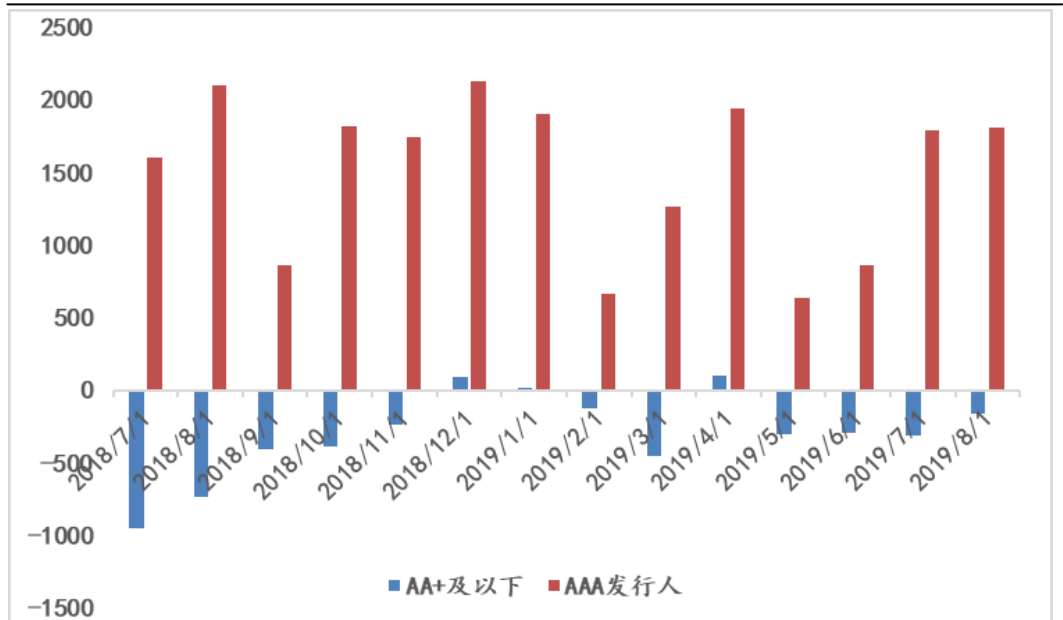
数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

分项来看：

- (1) **企业债券融资**：8月份企业债净融资3041亿元，同比减少361亿元，尽管净融资额规模尚可，但结构依然没有改善。8月AA+及以下的发行人企业债仅为-158亿元，仍处于收缩区间。AAA发行人的信用债融资规模与7月差别不大，无明显改善。另外从二级市场的信用利差来看，与5月底相比，AAA产业债信用利差收缩14BP，而AA+产业债信用利差震荡走扩了11BP，因此从企业债融资依然结构性分化的情况来看，信用环境并无好转。
- (2) **地方专项债券**：9月份同比收缩将最为严重，年内与去年基本持平，无法像上半年一样成为社融的重要贡献分项。今年9月份地方专项债余额1000亿元，而去年同期专项债新增6523亿元，同比将收缩

5000 亿元，对 9 月份的社融数据形成严重拖累。而 10-12 月份，2018 年同期有 500 亿元净融资额。今年虽然已开始上报专项债使用额度，但土储、棚改等不可申报，则可申报的专项债类型在存量中占比 10% 左右，预计最多释放 1000 亿元左右规模，与去年差别不大。

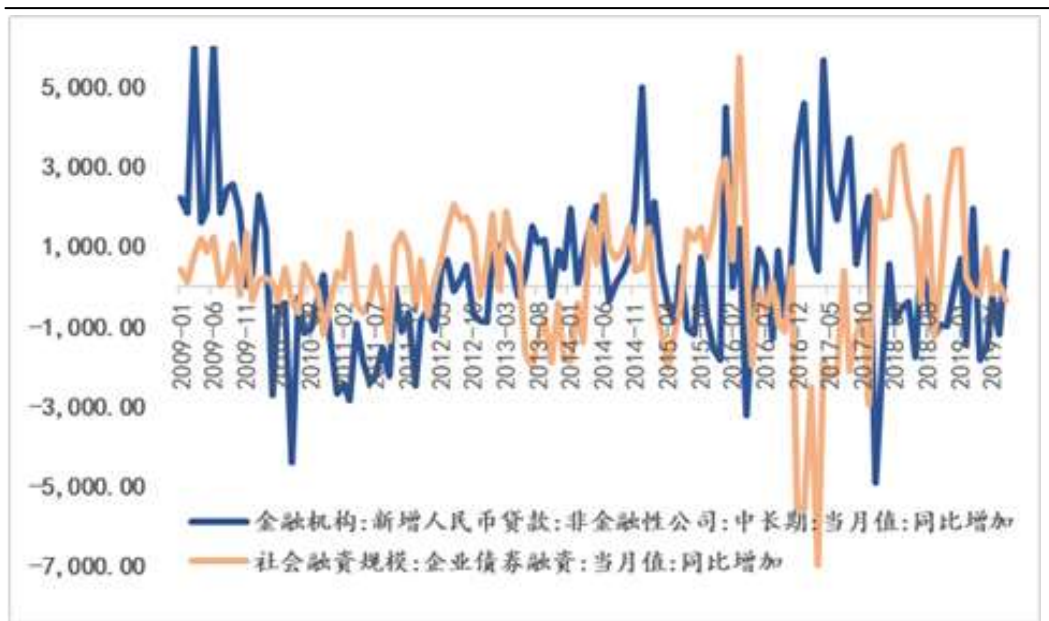
图 2：企业债融资结构分化持续，信用环境并无修复



数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

- (3) **企业部门贷款好转是个别现象，地产贷款收紧的影响下企业部门贷款未来增长乏力。** 8 月企业中长期贷款 4285 亿元，同比多增 860 亿元。单月数据波动较大，并不能确认形成企业融资已经好转的趋势。今年 1 月、3 月，企业中长期贷款都出现同比为正的情况，分别同比增加 700 亿元以及 1985 亿元，然而整体仍然处在同比收缩的趋势当中。8 月企业贷款增长，有可能是在新 LPR 的定价机制下，企业提前进行项目储备。**展望年内，我们认为企业中长期贷款收缩的趋势不会改变。**一方面，信用环境尚未修复。从历史情况来看，企业债券融资环境大多与企业中长期贷款同时改善，如 2009 年、2012 年以及 2015 年，因为这两种融资方式均基于相同的企业基本面，不同的是各自政策管控力度。从企业债券融资环境来看，中长期贷款尚不具备改善的环境。**另一方面，对于房地产企业开发的银行贷款管控正在逐步收紧。**从 6、7 的地产信托融资管控到 8 月严查银行同业以防止违规流入房市，以及 9 月初收紧房地产企业开发贷款额度。地产贷款的管控将在 9 月数据逐步体现。房地产行业贷款在存量贷款中占比 30%，今年新增贷款中占比约 50%，因此地产的收紧将对企业贷款形成明显拖累。

图3：企业债融资与企业中长期贷款大多同时改善



数据来源：Wind, 第一创业研究整理。

2 降准后是否会出现3月的天量信贷？：

2019年1月央行下调存款准备金率1BP，净释放长期资金约8000亿元。降准过后，3月随即出现天量信贷，3月人民币贷款同比多增5700亿元，社融增速一下由10.08%上升至16.69%。此次降准释放约9000亿元，尽管规模上大于1月，但由于派生渠道以及快速吸收贷款的部门缺位，很难出现3月贷款迅速放量的现象。

(1) **地产融资显著收紧**。2019年前三个月房企资金来源中新增贷款7000亿元，增速由2月的-0.5%快速由负转正至2.54%。而6月以来房企融资持续不断收紧，自信托资金到贷款逐层加码。一方面，多地银行收到指导将开发贷款压缩至3月底的水平，则这期间新增的5万亿开发贷将面临很大程度的收缩。另一方面，包含信托资金在内的自筹资金具有杠杆效应，可撬动地产贷款。但6月以来地产信托发行快速缩水，8月新发行的地产信托规模仅为6月的50%。7月地产资金来源中自筹资金规模已从6月的4.7%回落至2.8%，未来还将继续下行。通过自筹资金撬动的贷款规模也将同步收缩，地产部门将不具备任何吸水性。存量贷款中，房地产贷款占据30%左右，因此至少缺失30%的实体需求。

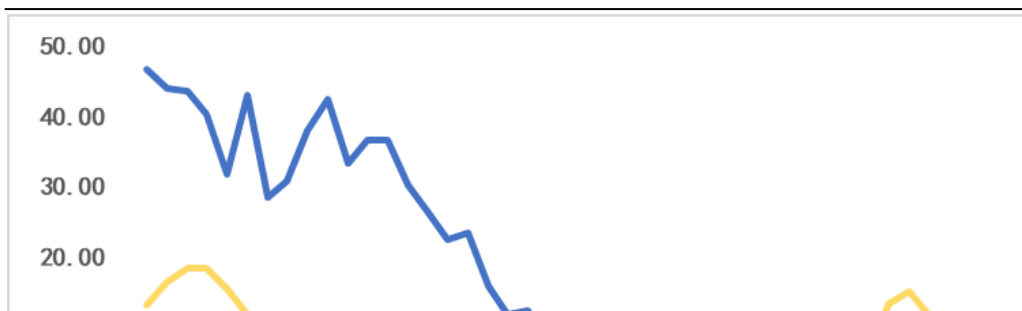
图4：房企开发资金来源将放缓



数据来源: Wind, 第一创业研究整理。

(2) 同业收缩带来信用派生放缓: 包商事件以来, 银行的同业资产及负债都开始同步收缩。2019年6-8月, 同业存单净融资额仅为-600亿元, 中小银行同业负债规模(以金融机构信贷收支表测算)增速自5月明显下滑, 7月份仅为-2.55%。同业也是近期监管不断收紧的重点。从历史数据来看, 同业规模与信用派生呈现正相关(图5)。同业业务发展的过程中, 同时放大了风险与信贷派生速度。因此同业收紧也将在一定事件内使得信用扩张速度减缓。

图5: 同业负债与货币乘数



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_10146



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn