



联讯证券专题研究

2 万亿社融的结构性难题

2019 年 07 月 12 日

投资要点

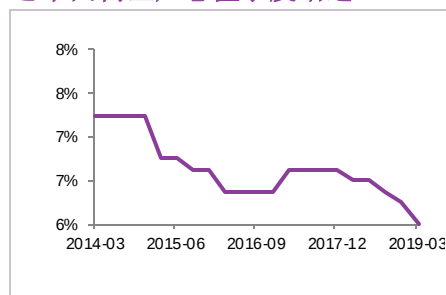
分析师：李奇霖

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

《怎么看 2019 下半年？》2019-06-21

《疯狂的石头》2019-06-25

《资本赋能与粤港澳大湾区创新》

2019-06-28

《当全球新一轮宽松周期来临》

2019-07-03

《再造金融 3.0》2019-07-11

◇ 2 万亿社融的结构性难题

6 月的金融数据在总量层面并不弱，和 5 月数据反映出来的信息（融资需求不弱）基本一致。

从存量看，社融同比增速上升了 0.4 个百分点至 10.9%，扣除专项债的社融增速回升 0.2 个百分点至 9.8%，均是 2019 年以来的新高。

从增量看，2.26 万亿是 5 年的新高。上一次 6 月份上了 2 万亿还是在经济不差的 2017 年。

但和 2017 年相比，这次高总量背后的含金量并不高，原因还是从去年开始就被大家频繁提起的结构问题。

- 1、贷款结构，居民部门贷款和企业短贷当家，企业中长期贷款依然疲弱；
- 2、社融结构，表外业务的修复停滞，非标融资存在趋势性下滑的风险；
- 3、信用出现分层迹象，中低评级企业面临的信用环境可能恶化。

◇ 风险提示：社融超预期



图表目录

图表 1: 企业中长期贷款占比依然较低.....	3
图表 2: 小企业的融资需求强劲	4
图表 3: 按揭利率与居民中长期贷款之间存在一定的负相关性.....	4
图表 4: 表外业务的修复进程停止.....	5
图表 5: 中低评级信用债融资再度受阻.....	5



6 月的金融数据在总量层面并不弱，和 5 月数据反映出来的信息（融资需求不弱）基本一致。

从存量看，社融同比增速上升了 0.4 个百分点至 10.9%，扣除专项债的社融增速回升 0.2 个百分点至 9.8%，均是 2019 年以来的新高。

从增量看，2.26 万亿是 5 年的新高。上一次 6 月份上了 2 万亿还是在经济不差的 2017 年。

但和 2017 年相比，这次高总量背后的含金量并不高，原因还是从去年开始就被大家频繁提起的结构问题。

1、贷款结构，居民部门贷款和企业短贷当家，企业中长期贷款依然疲弱。

在贷款结构上，6 月份的企业中长期贷款占比为 23%，虽较 5 月份有所回升（可能是专项债放量发行与可充当资本金的政策共同驱动），但仍是今年的次低，甚至低于 2018 年下半年的中枢值（25%）。

图表1： 企业中长期贷款占比依然较低



资料来源：联讯证券，wind

相反，居民部门的贷款（7525 亿）和企业短期贷款（4408 亿）放量，超出近三年的季节性均值（7153 亿，2436 亿），成为新增人民币贷款主要支撑力量。

其原因在于：

1）部分银行的业务重心转移。在实体经济景气度下滑的周期内，银行自身加快转型，将业务重心更多转向低风险、相对低资本占用的零售部门，尤其在消费金融领域，在 2018 年被多家银行作为转型的重点方向。

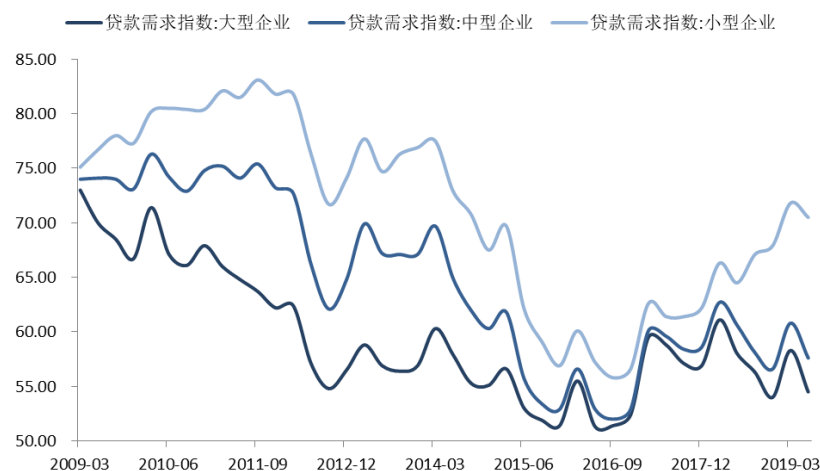
2）银行的风险偏好下滑。4 月政治局会议后，结构性去杠杆再度成为中央政策的目标，基建与地产加杠杆再度被制约，加上外部环境的不确定性，实体经济缺乏优质的信贷项目。在高信用风险溢价下，银行更偏好不良率更低、期限更短的资产。

3）政策的呵护与引导。今年以来，中央继续要求银行加大对中小微企业的信贷支持，并给予更多税费上的优惠，这使得小微企业的融资需求要明显高于大企业。面对这种经营风险更大的融资需求，银行会更多以短期限的信贷资金来对接。今年一季度更多是票据，4 月份后，票据融资被 23 号文与监管机构严查套利，银行用短期贷款给予部分



替代。

图表2： 小企业的融资需求强劲



资料来源：联讯证券，wind

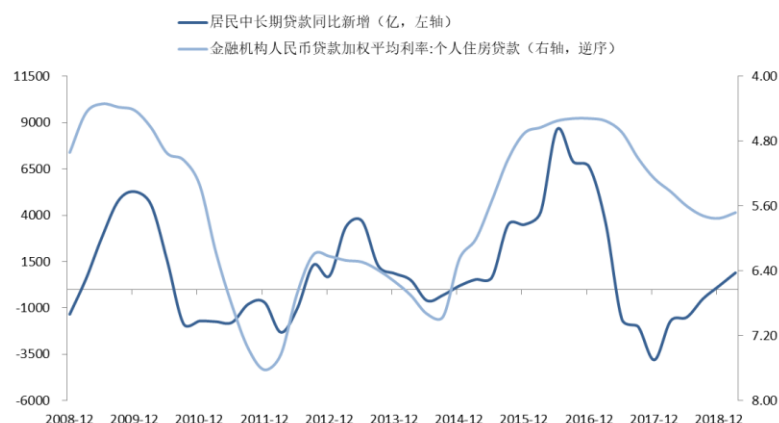
4) 房地产销售与按揭利率的带动。从历史数据来看，居民中长期贷款同比新增规模与个人住房贷款利率有较高的负相关关系，去年三季度以后，平稳且趋于下滑的个人住房贷款利率对居民中长期贷款有一定的提振作用。

同时，6 月份 30 个大中城市的房地产销售面积虽然同比增速下滑，但环比上涨，对居民中长期贷款也有一定的支撑。

但从 5 月中下旬开始，中央对部分过热的房地产城市加强了调控，在行政指导下，多个城市的房贷利率较基准利率上浮了不少。据融 360 的数据显示，6 月份，全国首套房贷款平均利率为 5.423%，环比上涨 0.14%。

在这种趋势下，房地产一二手房销售都有可能进一步放缓，居民部门的融资需求可能也会随之放缓。

图表3： 按揭利率与居民中长期贷款之间存在一定的负相关性



资料来源：联讯证券，wind

2、社融结构，表外业务的修复停滞，非标融资存在趋势性下滑的风险。

自去年年中以来，表外三项业务（未贴现银行承兑汇票+信托贷款+委托贷款）由于



监管政策的微调与流动性的宽松，出现了一波修复。在今年一季度时，三项融资之和一度转正。

但从 3 月份开始后，三项融资加总之和再次出现了趋势性下滑的迹象，修复的过程似乎停止了。

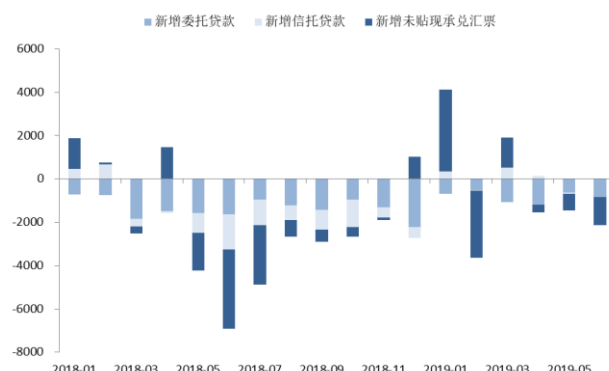
6 月份的数据也证实了这一点，三项新增-2100 亿，环比 5 月（-1400 亿）少增大约 700 亿。

分项看，未贴现银行承兑汇票跌幅加深，主要因为利用票据与结构化存款套利的行为由于监管的介入而趋于减少，银行开票更为慎重。

委托贷款由于监管要求一直没有松动，所以在上一波修复过程中并没有出现明显的改善，这一次也依然维持了过往的收缩力度。

信托贷款超出了我们的预期，非但没有出现恶化，反而较 5 月环比改善，小幅增长了 14 亿。但随着监管机构对于房地产信托业务的管控趋严，多家信托公司的地产信托业务出现了不同程度的收紧，这一项未来可能趋于恶化。

图表4： 表外业务的修复进程停止



资料来源：联讯证券，wind

3、信用出现分层迹象，中低评级企业面临的信用环境可能恶化。

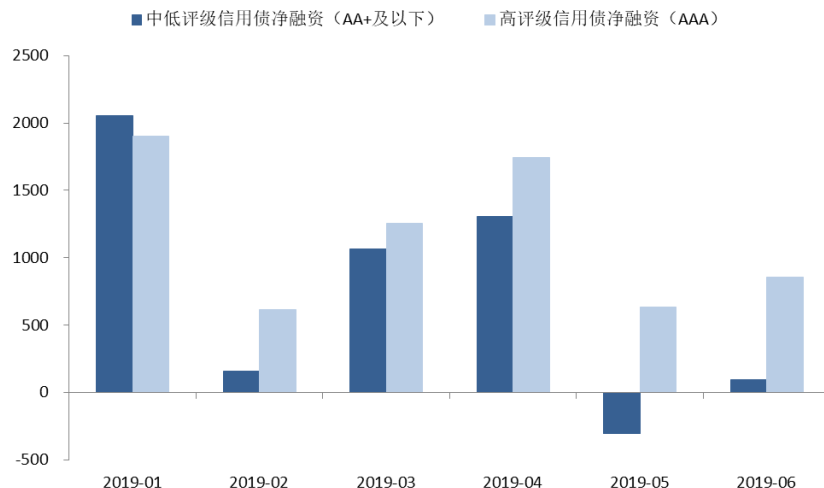
以短融+超短融+中票+企业债+公司债+定向工具作为信用债的口径来看，6 月份净融资规模为 955 亿，但去掉 AAA 评级的高等级信用后，中低评级的信用债净融资仅有 97 亿。

5 月份也是如此，高等级信用债净融资总额超过 600 亿，但中低评级信用债是-302 亿。

这背后主要原因是：1）非银资管质押融资能力减弱，中低评级信用债加杠杆难度加大，市场的认可度下滑，投资者在规避中低评级信用债；2）中小银行也是中低信用债的重要配置主体，但自银行被托管的事件发生后，中小银行尤其是城商行同业负债难度加大，6 月份出现了缩表的迹象，减持了 2000 多亿的债券。

考虑到同业交易对手门槛的提升、质押券要求的提高与银行负债刚兑被打破等事件，不是短期内能够解决的，中低评级主体的融资收紧可能在未来一段时间内都会持续，信用可能会像 2018 年下半年一样，再次出现分层的现象。

图表5： 中低评级信用债融资再度受阻



资料来源：联讯证券，wind

结构差总量好的情况在金融数据上已经不是第一次出现了，很多人认为金融数据最关键的是总量，毕竟有这么多流动性进入了实体，结构问题会自然而然随着总量持续的好转而改善。2009 年是如此，去年年底至一季度也是如此。

确实，总量层面的好转对风险资产是一个提振，对债券投资者而言，需要格外注意。但一般情况下，结构的好转需要逆周期调节政策的加码，需要地产与基建投资的协助，一季度结构短暂的好转便是在实体部门加杠杆，财政支出前置与地产投资销售不弱的情况下出现的。等到二季度，这种好转随着政策基调的改变与开工旺季的逝去自然而然的也停滞了。

未来社融的总量与结构俱佳，我们至少需要看到逆周期调节政策的加码与政策基调的变化。但考虑到去杠杆的大局，房地产的景气度下滑与财政的空间逼仄，结构上的问题可能会一直存在，总量也有跟随地产回落的趋势，信用收缩与分层的现象可能会卷土重来。

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_11483

