



联讯证券专题研究

5 月社融数据的亮点与隐忧

2019 年 06 月 12 日

投资要点

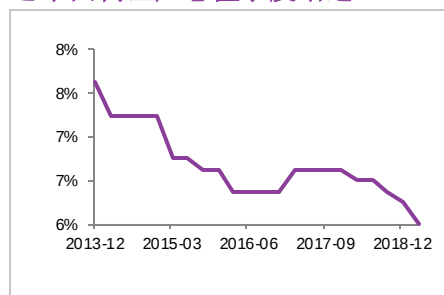
分析师：李奇霖

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

《社融走弱是否会持续》2019-05-09

《4 月经济数据之惑》2019-05-15

《固定收益投研框架》2019-05-20

《住房市场空间有多大》2019-05-30

《纠结的债市》2019-06-11

◇ 5 月社融数据的亮点与隐忧

和年初跌宕起伏的数据比，5 月份的金融数据平淡了些，其中的亮点也不多，有几个需要注意。

1、5 月的金融数据并不差，社融和信贷与过去三年相比，都处于较高的水平。

2、信贷的结构问题再次显现，企业部门的中长期贷款仅有 2500 亿左右的增长，占新增人民币贷款总额比例只有 21%，是今年以来的新低。

3、非标和债券融资同比不差，但未来增长存在较大的隐患。

◇ 风险提示：经济韧性超预期



图表目录

图表 1: 企业中长期贷款占新增人民币贷款的比例是 2019 年的新低.....	3
--	---



和年初跌宕起伏的数据比，5 月份的金融数据平淡了些，其中的亮点也不多，有几个值得讨论。

1、5 月的金融数据并不差

看增量，2016-2018 年社融分别新增 6700、13000、9500 亿，均低于今年 1.4 万亿的增量规模。

看存量，在低基数（去年资管新规等文件正式下发使非标大幅收缩引致）的助力下，新口径社融增速反弹至 10.5%，提升了 0.2%，旧口径增速（不含专项债）也提升了 0.2%。

数据出来后，十年国开活跃券 190205 的收益率之所以出现了小幅的下行，表达出了数据不及预期的信息，主要是由于：

第一，预期经过反复，被打的较高。月初多数预期信贷在 1.1-1.2 万亿，社融在 1.3 万亿，之后部分研究修正，预期信贷会在 1.3 万亿左右，社融预期因此也一同被推高；

第二，数据的结构较差，结合当前的经济与金融情况，未来社融维持高增长的可持续性存在疑问，这一点我们在后文再详细展开。

2、信贷的结构问题再次显现

1.18 万亿的信贷总量与过去三年（1.15 万亿，1.1 万亿，9800 亿）相比，也不算低，但结构上再次出现了较大的问题。

企业部门的中长期贷款仅有 2500 亿左右的增长，占新增人民币贷款总额比例只有 21%，是今年以来的新低。

图表1： 企业中长期贷款占新增人民币贷款的比例是 2019 年的新低



资料来源：联讯证券，wind

之所以会出现这种状况，原因在于：

1) 部分企业自身变得谨慎。5 月初，中美贸易谈判再起争端，部分企业尤其是出口企业对未来的需求难以判断，或比较悲观，扩张的意愿被打压；

2) 银行监管的压力增大，突发事件影响。

一是银保监会 4 月底发布《商业银行金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿）》，



国内商业银行的不良分类向国际看齐，逾期 90 天以上的贷款全部归入不良，银行的不良压力未来将进一步增大，风险偏好被打压。

尤其是对中小银行而言，本身不良的压力偏大，5 月又出现银行因为信用风险被托管事件，负债成本未来直接与资产质量等指标挂钩，信贷业务会更加谨慎。在获得定向降准的中长期流动性后，自然会更偏好短贷、消费贷等低风险的信贷资产。

二是银保监会下发的 23 号文，虽然对银行而言，大部分是对过往监管条例的重复，但仍对银行有警示作用，其中新提出“对违规向资产负债率超出重点监管线的国企贷款进行检查”可能会打击部分银行的信贷业务。

3、非标与债券更大的隐患在后面

以信托贷款+委托贷款为口径的非标在 5 月份新增-683 亿，较 2018 年同期大幅转好，环比也不差。但后续改善的空间不大，甚至有进一步恶化的可能。

委托贷款没什么可说，一直在高额负增长过程中，未来只要委托贷款层面的监管没有松动+信用环境没有出现大幅的好转（流动性外溢），那么委贷这种大额负增长就不会出现明显的改善。

信托贷款变动较大，业务模式也更为自由，多以房地产+基建为主要的业务载体。虽然和银行表内一样，在房地产融资这一端都遵循着“四三二”的要求，但实际操作时比较灵活。

比如在房地产前端拿地融资上有着较强的市场，是信托贷款增长的主要依托，常使用“股权投资+股东借款”的模式，即信托计划投资某个地产项目，成为项目公司的股东，然后以股东借款的形式，间接为没有拿到“四证”的项目进行债务融资，帮助地产在土地市场上拿地。

但 5 月中旬后，23 号后对信托提出了较高的要求，切断了信托向房地产企业进行前端拿地融资的渠道，信托贷款相应的受到较大的影响。

据我们草根调研，已经有部分大行暂停了地产信托的代销，用益信托网显示集合信托的成立数量与规模也在之后出现了明显的缩量。

随着时间的推移，这种负面影响会进一步显现，对信贷贷款构成冲击，未来可能要更加依靠基建信托的发力。

债券融资和非标有着相同的问题。

5 月份接近 500 亿的新增规模环比出现了明显的下滑，除了地产端融资收紧外，更多的可能是季节性回落的因素，即企业会较多选择在年报和一季报披露前的 4 月份进行债券融资，所以同比去年来看，500 亿的债券融资并不算差。

但是，现在银行间市场出现了明显的分层，非银质押融资难度明显加大，如果这种现象持续没有出现明显改善，那么企业债券融资尤其是中低评级的企业债券融资可能会受到较大的影响。

因为非银尤其是产品户（广义基金）是信用债的主要配置机构，资金面的结构性收紧，使其流动性出现了明显的缺口，加杠杆难度与成本也大幅提升，部分中低评级的债券发行对非银的依赖也较深。



分析师简介

李奇霖，联讯证券董事总经理，首席经济学家，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_12069

