

2020 年下半年信贷社融展望

宏观专题报告

2020 年 6 月 3 日

报告摘要:

● 三季度政府债券发行放量，成为社融拉动项

根据两会政府工作报告指示，今年财政赤字率3.6%以上，赤字规模增加1万亿元至3.76万亿元，抗疫特别国债发行1万亿元，地方专项债安排3.75万亿元，相比去年的2.15万亿元多了1.6万亿元。总体来看，今年政府融资规模理论上比去年应该增加3.6万亿元，达到8.51万亿元。根据统计，今年1-5月政府债券净发行量为34493亿元，6-12月需发行5万亿元左右的政府债券，且大部分需在三季度发行（因为专项债要求在9月底前发完），因此三季度预计政府债发行放量，成为社融拉动项。

● 下半年核心一级资本充足率约束中小银行宽信用

央行研究局课题组称，下半年银行不良贷款处置和资本消耗压力或明显加大，银行利润增速可能下滑，不排除年内出现零增长或负增长的可能。在此基础来看，下半年信贷增速不宜过高，否则会使银行产生很大经营风险。总体来看，今年信贷增速保持在12.5%左右为佳。低了会损害到实体经济特别是中小微企业，高了会损害到银行体系特别是中小银行。

● 下半年社融增速可能呈先高后低走势

人民币信贷方面，假定下半年人民币贷款增速在12%-13%之间，取中间值12.5%，这个增速既考虑了中小微企业的融资需求也兼顾了中小银行的资本金约束。表外信贷预计继续负增长，假定增量和去年同期持平。政府债券发行按8.51万亿的限额来估计（3.76万亿财政赤字+1万亿特别国债+3.75万亿专项债），信用债、股权融资等净增量略高于去年同期。则根据此测算社融增速，可以发现下半年社融增速大约为12.5%-13%左右，呈现先冲高后回落的走势。

风险提示：中小银行资本金短缺制约信用宽松、银行出现系统性风险、财政发力超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127665

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

一、国债和地方债发行对社融影响.....	3
1.1 今年社融政府债券融资将比去年多融 3-5 万亿元	3
1.2 1-5 月社融政府债券融资规模仅占全年 35%-40%之间	3
1.3 6-12 月政府融资规模预测	3
二、实体经济融资需求对社融的影响.....	5
2.1 房住不炒持续，居民信贷增速或较为疲软	5
2.2 下半年企业部门信贷需求或有所回落	6
2.3 下半年制造业信贷需求难有起色	6
2.4 下半年房地产投资和信贷需求或难以快速反弹	6
2.5 下半年基建类信贷增长受限	7
三、下半年资本充足率对中小银行信用扩张有极大约束.....	8
3.1 银行净利润增速有零增长甚至负增长可能	8
3.2 盈利能力变差，非上市中小银行缺乏补充核心一级资本能力	9
3.3 假如盈利为 0，今年下半年 12.5% 的贷款增速比较合理	9
四、下半年社融增速预测	11
4.1 表外回表趋势延续，非标预计继续收缩	11
4.2 下半年信用债净融资规模难以放量	11
4.3 下半年社融增速预测	12
五、下半年货币政策走向推演	14
5.1 下半年 M2 增速预计继续高增长	14
5.2 下半年需要两次降准才能满足货币供应量增长需求	15
5.3 如欲宽信用，无风险利率需明显下行	15
风险提示	16

一、国债和地方债发行对社融影响

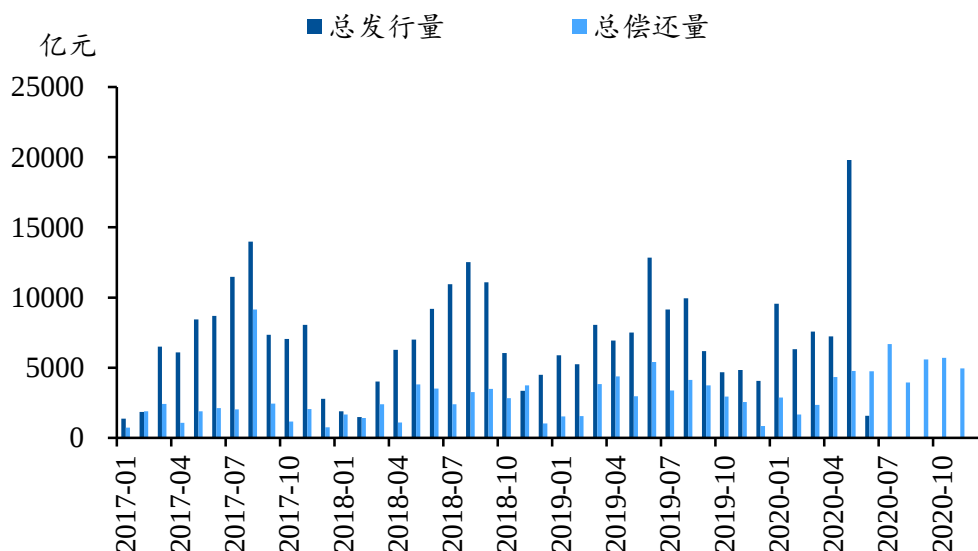
1.1 今年社融政府债券融资将比去年多融 3-5 万亿元

今年全年社融政府债券融资部分将比去年多融 3-5 万亿元。根据两会政府工作报告指示，今年财政赤字率 3.6% 以上，赤字规模增加 1 万亿元至 3.76 万亿元，抗疫特别国债发行 1 万亿元，地方专项债安排 3.75 万亿元，相比去年的 2.15 万亿元多了 1.6 万亿元。总体来看，今年政府融资规模理论上比去年应该增加 3.6 万亿元。但还需注意到的是，专项债是一种额度上限指标，过去地方政府一般不会全部使用完这部分额度，因此每年都有大量额度累积到下一年使用，今年受疫情影响，地方政府财政开支压力较大，因此可能会大量使用往年累计的额度，这部分额度大约 1.3 万亿元左右。因此，如果考虑往年专项债累计额度，今年政府融资相比去年多融资规模最高可达到 4.9 万亿元。

1.2 1-5 月社融政府债券融资规模仅占全年 35%-40% 之间

下半年政府债券供给量较大。根据统计，今年 1-5 月政府债券净发行量为 34493 亿元，而今年政府债券融资规模在不使用往年专项债剩余额度的情况下为 8.51 万亿元（财政赤字+地方专项债+特别国债），在使用往年专项债剩余额度的情况下最高可达到 9.81 万亿元。在前一种场景下今年 1-5 月政府债券融资规模占全年预计规模的 40% 左右，在后一种场景下则占 35% 左右。以此来看，下半年政府债券供给量较大。

图 1：今年 1-5 月政府债券净发行 34493 亿元



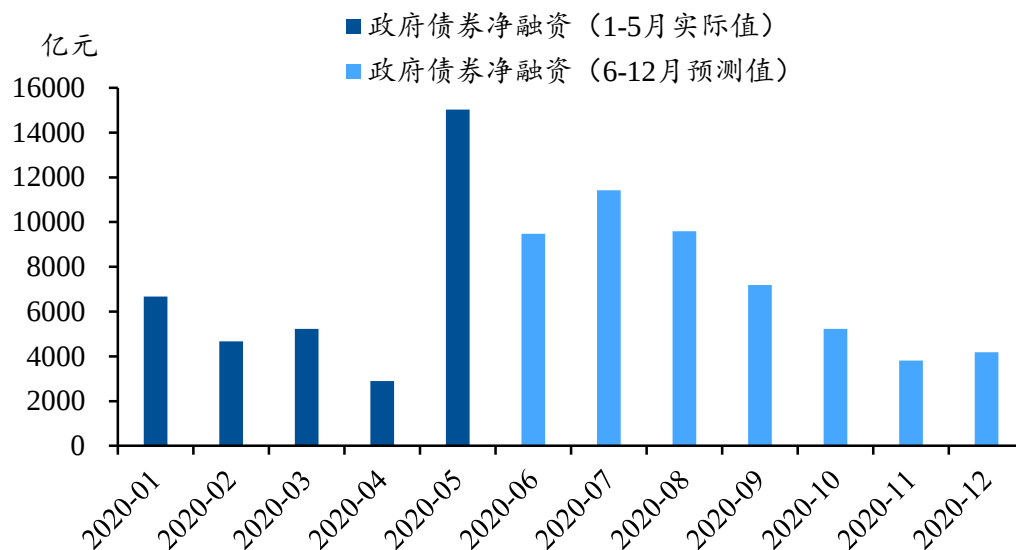
资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 6-12 月政府融资规模预测

二三季度政府债券供给量较大。由于政府债券融资分布具有季节性，往年一般都是二三季度多，一四季度少，故按照往年平均比例来预测今年下半年政府债券净发行，假定今年政府债券净融资为 8.51 万亿元，6-12 月剩余融资规模大约 5 万亿元左右，则 6-12 月个

月政府债券净融资规模如下图所示，可以看出 6-8 月仍有较多利率债供给量。这会吸收一部分银行间流动性，预计届时央行会通过公开市场操作或降准来对冲。

图 2：6-12 月政府债券融资预测



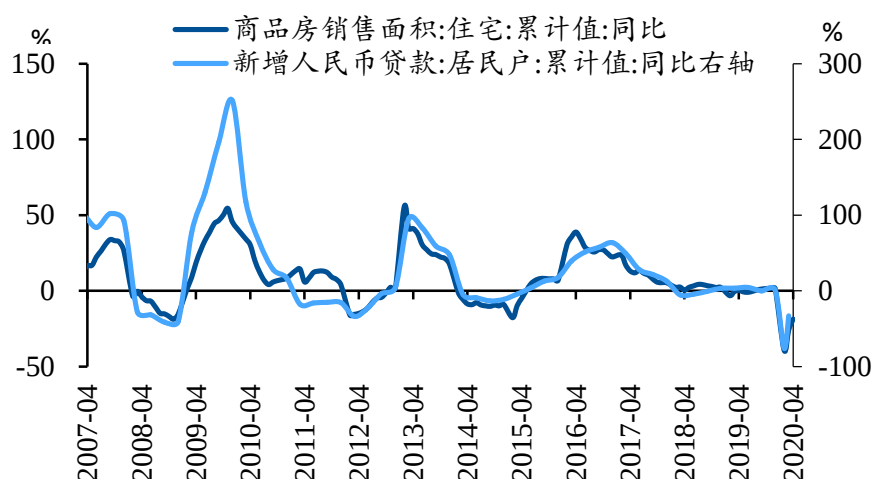
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、实体经济融资需求对社融的影响

2.1 房住不炒持续，居民信贷增速或较为疲软

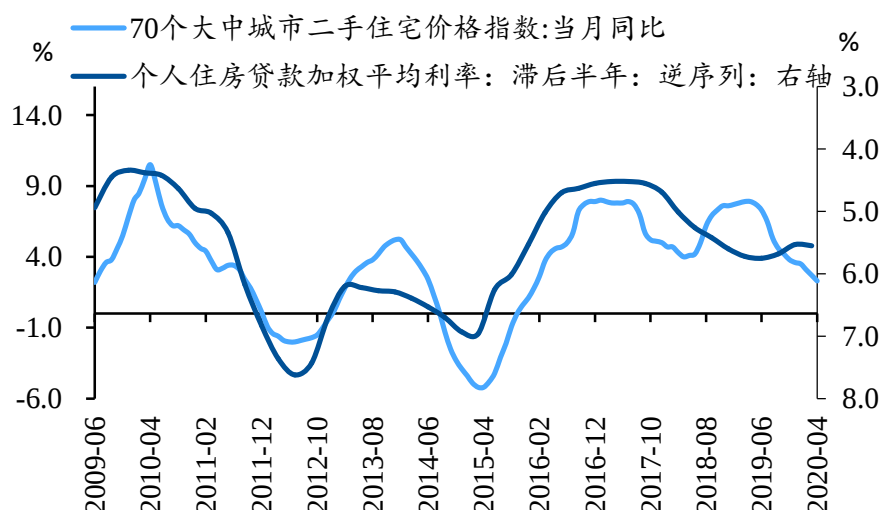
居民信贷或较为疲软。政府工作报告继续维持房住不炒的表态。从过去我国房价的历史走势来看，其与政策风向密切相关，当房地产政策收紧的时候，房价未来看跌；当房地产政策放松的时候，房价未来看涨。而反映房地产政策松紧的一个重要指标就是房贷基准利率，其决定了个人住房加权利率走势，也就是决定居民购房借贷成本。LPR 改革以来，贷款加权平均利率逐渐下滑，特别是今年存量贷款也开始挂钩 LPR 后，贷款利率有进一步下降趋势。但央行规定居民住房贷款今年内暂不挂钩 LPR，这就限制了房贷利率下行的空间，以此来看，今年内房地产调控仍然趋严，房价上涨空间有限，预计商品房销售依旧低迷，与其关联较大的居民信贷或继续疲软。

图 3：居民信贷与商品房销量走势成正比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：房贷利率不降，房价难有大幅上涨空间



资料来源：Wind，民生证券研究院

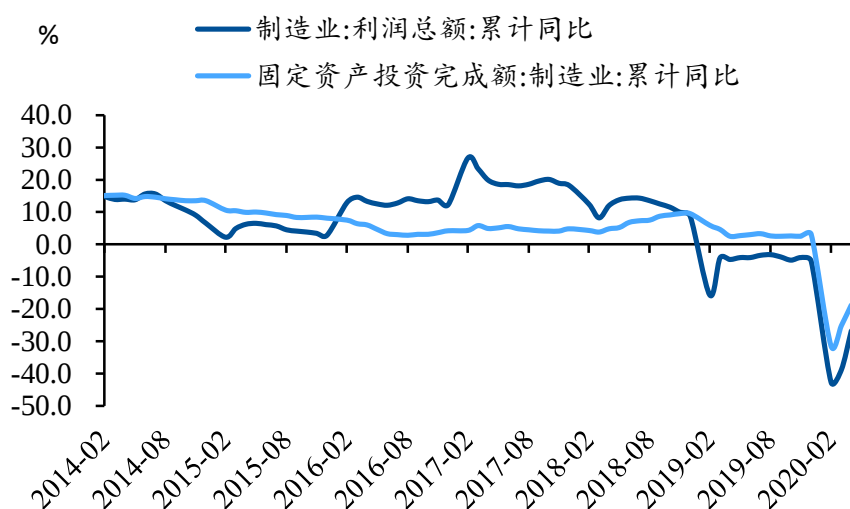
2.2 下半年企业部门信贷需求或有所回落

上半年企业信贷放量主要是政策宽松结果。今年 1-5 月来看，由于政策较为宽松，银行信贷门槛大幅放宽，加上央行通过再贷款、再贴现等方式投放基础货币，宽货币产生了宽信用的效果。但下半年来看，宽货币仍将持续，但宽信用能否继续维持存在疑问，因为实体企业融资需求可能不及上半年，银行已经没有太多优质项目可供投资。信用债方面，1-4 月信用债发行规模较大，但很大原因是企业趁低利率的机会发行新债以进行债务置换，而目前这种债务置换需求已得到释放，未来信用债发行井喷的现象或难以为继。

2.3 下半年制造业信贷需求难有起色

下半年制造业企业信贷难有起色。一般而言，实体企业融资需求分为：制造业、房地产和基建类企业融资需求。制造业方面受海外疫情扩散影响，欧美需求收缩，由于海外需求收缩到订单下降有两个月滞后期，预计 5-7 月出口可能出现负增长，这会对制造业特别是出口型制造业造成较大影响。另一方面，受制于居民收入增速不足，内需也很难快速反弹。从工业企业经营来看，库存仍处高位，去库存压力艰巨，制造业利润增速不容乐观。由于制造业利润和制造业投资增速密切相关，且制造业投资增速决定制造业企业信贷需求，故下半年制造业企业信贷需求可能疲软。

图 5：下半年制造业投资增速不容乐观

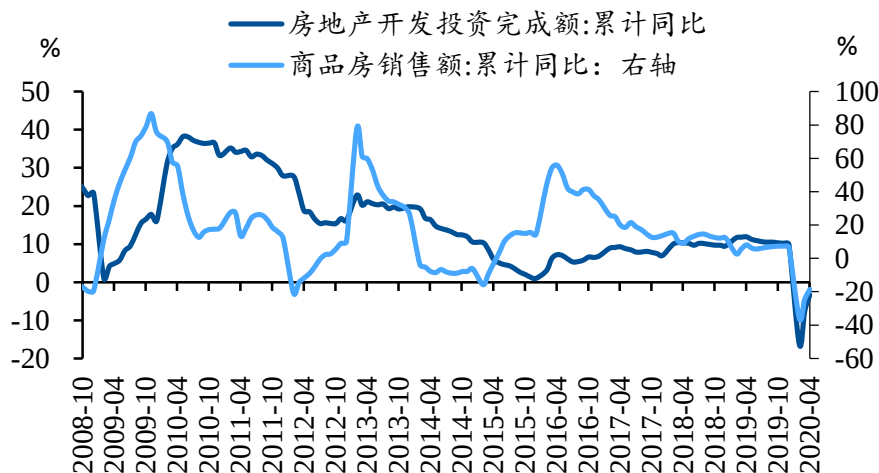


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.4 下半年房地产投资和信贷需求或难以快速反弹

房地产投资增速和信贷反弹受限。受房住不炒影响，房地产企业拿地热情有限，房地产开工和施工面积增速均较往年低。未来来看，商品房广义库存仍居高位，去库存压力较大，开发商建房意愿预计持续低迷，房地产投资增速和预期关联较大的房地产企业信贷需求均难以快速反弹。

图 6：商品房销售增速低迷，房地产投资开发增速难有起色

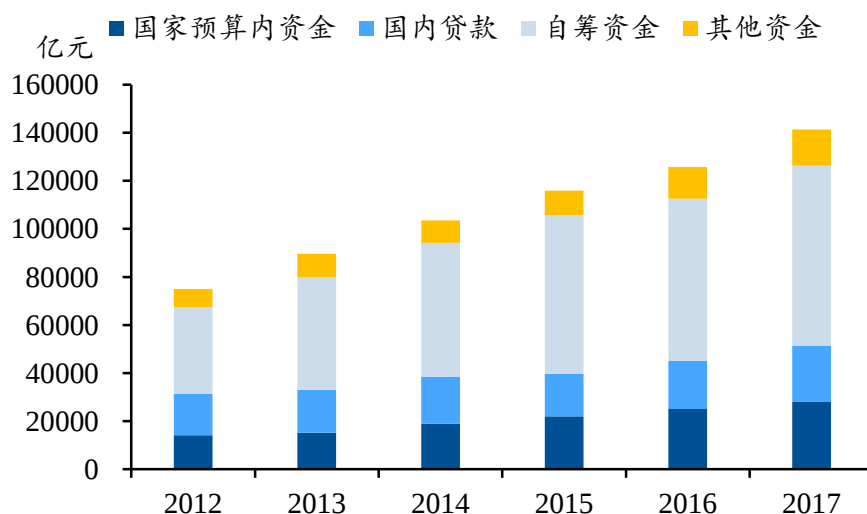


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.5 下半年基建类信贷增长受限

下半年基建类信贷增长受限。基建的融资来源包括四块：国家预算内资金，这个由财政来提供，今年上半年财政收入下降较快，因此财政对基建支撑有限；自筹资金，这块资金包括土地出让收入、地方政府专项债、城投债、非标等，今年来看，受监管约束城投债净增量很难大幅上升，非标则有进一步下压可能，专项债和土地出让短期内均难以满足基建放量需要。今年来看，由于去年底下调基建项目资本金比例，基建项目资本金可撬动更多银行信贷，但受制于财政空间有限，基建项目资本金难有保证，基建类信贷增长总体上有一定限制。

图 7：基建项目资本金比例下调，理论上可以撬动国内贷款



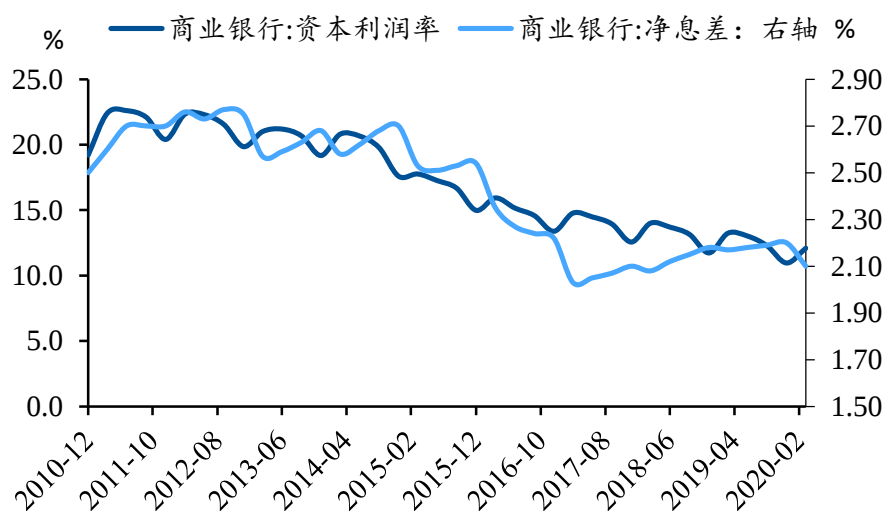
资料来源：Wind，民生证券研究院

三、下半年资本充足率对中小银行信用扩张有极大约束

3.1 银行净利润增速有零增长甚至负增长可能

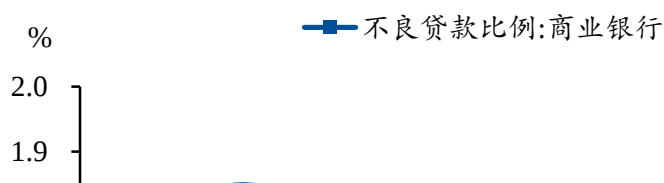
净息差下降叠加不良贷款率上升损耗银行资本金。央行研究局课题组称，面对疫情冲击与经济下行叠加的覆杂局面，金融风险有所积聚，随著实体经济困难向金融领域传导的滞后效应逐渐显现，银行后期不良贷款处置和资本消耗压力明显加大，银行利润增速可能下滑，不排除年内出现零增长或负增长的可能。银行有必要做好预案，应对可能出现的不良贷款反弹。

图 8：净息差下降导致银行盈利能力收缩



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：今年以来银行不良贷款率有上升压力



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_4752

