

关注信贷继续超预期的风险

摘要

- 4季度信贷走势如何对经济、资本市场走势至关重要。8-9月信贷社融数据连续超市场预期之后，市场对未来信贷社融走势以及经济走势产生了分歧。相对悲观的认为信贷社融回升为短期情况，未来可能再度收缩并带动经济增速跌破6%。但相对乐观的认为信贷社融将持续改善并带动经济企稳。那么4季度信贷投放如何，是会继续超预期，还是会在信贷额度减少情况下低于预期。带着这个重要问题，我们对位于一线的百位信贷经理进行了全方位调研，来前瞻了解4季度信贷供需全貌。从调研结果来看，主要结论如下：
- **4季度信贷投放或将继续超市场预期。**这主要基于以下4点理由：1) 实体融资需求同比持续改善，其中按揭需求强韧，房地产开发贷平稳，制造业需求回升，但主要是流贷需求。2) 地方政府融资将继续回升。政策鼓励银行协助地方政府化解隐性债务，不能断贷。因而为地方政府隐性债务置换带来的新增贷款投放可能超市场预期。其实分省份来看，8-9月新增信贷超预期，也主要来自债务置换报道较多的湖南、江苏以及对基建比较依赖中西部省份。3) 地方债额度提前下达或将导致银行配套融资提前发放。4) 4季度信贷额度与往年基本持平，没有因为提前投放而大幅透支。信贷经理表示4季度还剩下全年20%的额度，对应4季度信贷投放3.4万亿，同比回升4000亿左右。
- **按揭利率仍处于上升通道，但上行速度减缓。**受地产调控趋严影响，全国平均按揭利率从7月开始上行，但上行幅度不大且在收窄。往前看，按揭利率依然将稳中趋升，但幅度将会比较有限。而利率上升主要是受政策对楼市调控的影响。
- **LPR改革主要惠及优质企业，一般民企利率难降。**信贷经理普遍反应，整体对公利率之所以难降，一方面是银行负债成本依然没有明显下行；其次，经济下行，信贷风险较高，风险溢价难降。但**贷款额度向大行集中将导致4季度一般贷款加权平均利率出现季节性下行。**大行的客户以大国企、大型民企为主，这些客户溢价能力强，因而贷款利率相对更低。从历史经验来看，4季度执行基准下浮的比例会季节性上升，而执行基准和基准上浮的比例会下降，因而整体贷款加权平均利率会季节性下行。
- **信贷需求同比改善，4季度银行配债或将承压。**信贷需求同比回暖，叠加政策面鼓励银行加大信贷投放，4季度信贷存在继续超预期的可能。这将对银行债券配置带来压力。经验上来看，实体融资需求领先银行债券投资增速2-3个百分点左右，前期信贷需求的回升意味着4季度银行债券配置规模增速或将继续承压。因而利率债短期依然承压。但从目前情况来看，信贷社融回升幅度依然低于今年1季度水平，同时外资继续明显流入，因而债券利率可能难以超过今年4月高点。基准情形下，我们认为债市可能短期维持震荡。但如果信贷、社融投放在4季度继续大幅超市场预期，并使得市场对经济前景的看法更加乐观，这可能会加大利率超预期上行风险。
- 风险提示：信贷投放超预期回落。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 企业盈利再度走弱，但无需过度悲观 (2019-10-27)
2. 砾中拾金：从宏观基本面寻找A股长期投资机会——基本面看股市系列（二） (2019-10-21)
3. 金融危机以来A股表现弱于海外的宏观解释——基本面看股市系列（一） (2019-10-20)
4. 地产销售有韧性，经济保持弱平稳 (2019-10-20)
5. 新分歧：经济会企稳还是继续放缓 (2019-10-18)
6. 负利率时代资产配置选择--欧日经验 (2019-10-16)
7. 信贷社融连续超预期后重新审视基建融资状况 (2019-10-16)
8. 3%的通胀与6%的GDP，央行会更关注哪个？ (2019-10-15)
9. 全球经济放缓外需走弱，经济平稳更需内需改善 (2019-10-14)
10. 如何理解联储再度扩表 (2019-10-14)

目 录

1 实体信贷需求同比持续改善.....	1
2 信贷投放或将继续超预期，大行额度更为充裕.....	3
3 按揭利率仍处于上升通道，但上行速度减缓.....	5
4 LPR 改革主要惠及优质企业，一般民企利率难降.....	6
5 信贷需求同比改善，4 季度银行配债或将承压.....	7
6 结论.....	8

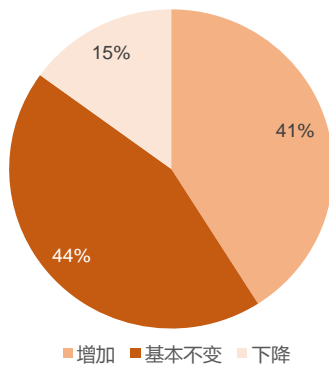
图 目 录

图 1: 4 季度信贷需求同比继续改善	1
图 2: 贷款需求指数同比变动走势	1
图 3: 各类信贷需求同比变化情况	1
图 4: 制造业中长期贷款需求不足, 更偏好流贷	1
图 5: 央行公布的基建融资需求指数改善拉动企业中长期贷款回升	2
图 6: 近期许多城市为了引进人才而对部分人群放松了购房条件	2
图 7: 4 季度信贷投放额度预计将占全年的 21%左右	3
图 8: 4 季度信贷额度向大行倾斜并带来贷款利率季节性下行	3
图 9: 信贷经理反映的 4 季度相对于 3 季度各领域信贷额度变化, 可以看出房开贷额度收紧	4
图 10: 房企拿地有所“降温”	4
图 11: 3 月以来居民中长期贷款基本稳定在 4600 亿左右	4
图 12: 9 月信贷高增主要由中西部省份拉动	5
图 13: 4 季度按揭利率上行减速	6
图 14: 按揭利率处于上行通道	6
图 15: 4 季度按揭利率上行减速	6
图 16: 对公利率环比平稳	7
图 17: 信贷需求同比改善银行配债或将承压	7

1 实体信贷需求同比持续改善

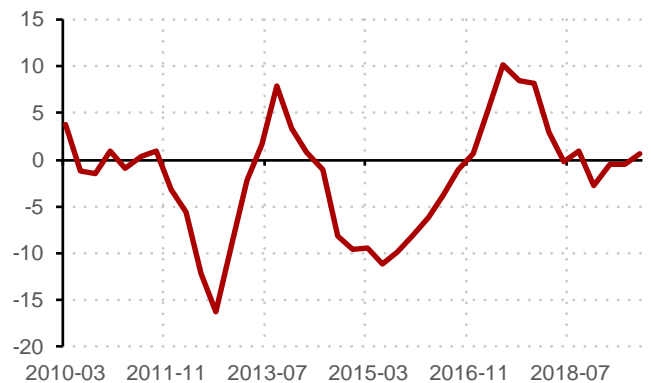
4 季度信贷需求延续同比回升。虽然根据季节性规律，4 季度信贷需求较 3 季度环比回落。但考虑到剔除季节性后的同比数据更能反映趋势，因而我们调研了信贷需求同比变化状况。从我们的调研结果来看，41%的信贷经理表示实体信贷需求同比回升，而只有 15%的信贷经理表示实体信贷需求同比下降，因而信贷需求可能继续走强。同时结合央行公布的贷款需求指数观察，3 季度同比出现回升，结束了 1-2 季度的同比回落。实体融资需求出现持续的同比改善，将为信贷投放提供需求面支撑。

图 1：4 季度信贷需求同比继续改善



数据来源：调研数据，西南证券整理

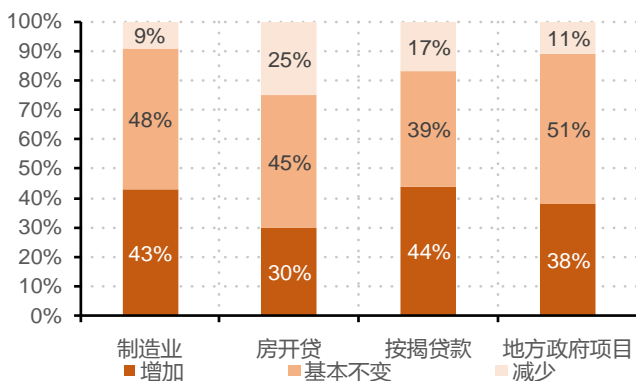
图 2：贷款需求指数同比变动走势



数据来源：中国人民银行，西南证券整理

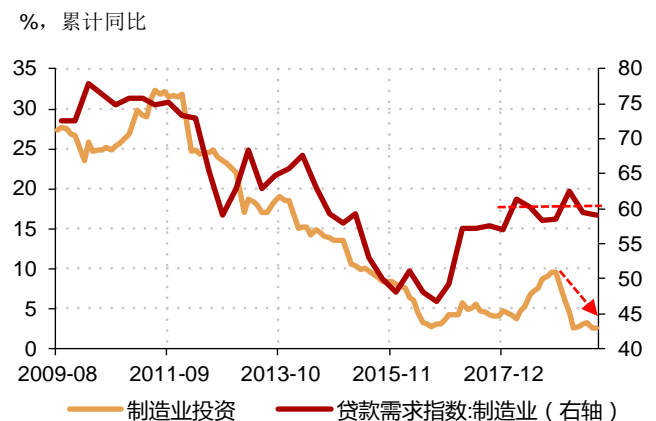
制造业、地方政府、按揭贷款需求较强，房开贷融资需求平稳。制造业贷款需求偏强，但主要是短贷款需求。43%的信贷经理认为制造业贷款需求同比回升。但制造业中长期贷款需求较弱，盈利偏弱制约了制造业企业投资扩产的意愿，制造业企业本身中长期贷款需求并不强。制造业贷款需求和制造业投资在 2019 年的走势出现背离，也说明制造业企业中长期贷款需求不强，但对流贷的需求相对更为旺盛，这也导致制造业中长期贷款增长缓慢。

图 3：各类信贷需求同比变化情况



数据来源：调研数据，西南证券整理

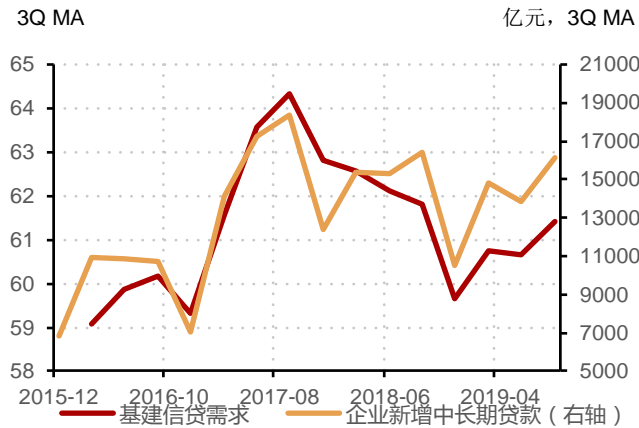
图 4：制造业中长期贷款需求不足，更偏好流贷



数据来源：Wind，西南证券整理

前期地方政府债集中发行、财政发力，叠加地方政府隐性债务化解，使得地方政府融资需求偏强。有38%的信贷经理表示地方政府融资需求同比回升。虽然地方政府隐性债务管控依然严格，但银行为“开正门”的专项债项目提供配套融资，以及为协助地方政府化解隐性债务提供的流动性支持是被允许的。基建信贷需求偏强是拉动8-9月企业中长贷款同比回升的主主要动力。数据显示，基建融资需求指数与企业新增中长期贷款具有高度正相关性，显示基建融资是中长期贷款走势的主要决定因素。

图5：央行公布的基建融资需求指数改善拉动企业中长期贷款回升



数据来源：中国人民银行，Wind，西南证券整理

房开贷需求平稳。30%的信贷经理表示4季度房开贷需求较去年同期回升，但也有25%的信贷经理表示房开贷需求同比回落，总体来看，房开贷需求平稳。信托和海外融资受限后，房企对表内信贷的需求保持韧性。在调控调门提高的情况下，房地产融资并未明显收缩，这也在房地产投资资金来源保持平稳上得到印证。

按揭需求偏强。有44%的信贷经理表示按揭需求同比回升。虽然7月以来全国首套房按揭利率有所上行，但上行缓慢，绝对水平依然低于去年下半年。而房企则通过降价促销回笼资金以推动居民购房需求。此外，近期天津、南京六合、以及三亚等许多城市**为了引进人才而对部分人群放松了购房条件**，预计这一趋势还将持续，这也对居民购房需求提供支撑。

图6：近期许多城市为了引进人才而对部分人群放松了购房条件

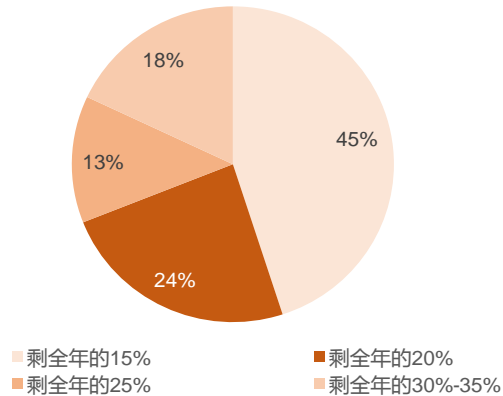
地区	日期	政策
杭州余杭	9月18日	《余杭区高层次人才购房补贴、租赁补贴操作指引》。
南京市六合区	10月15日	只要拥有大专及以上学历，且可提供南京市居住证和学历证明，未婚人士提供个人身份证和户口本，已婚人士提供相关婚姻材料，就可以在六合不动产登记中心开具购房证明。
天津	10月15日	非津户家庭购房无需提供社保。天津市发改委网站发布了关于对《关于天津市促进承接北京非首都功能项目发展的政策措施(试行)》征求意见的公告，拟在天津滨海中关村科技园、宝坻中关村科技城试行，试行期限为一年。
三亚	10月19日	将实际引进并在三亚工作但尚未落户的各类人才，符合条件的，本人可申请购买1套住房。此外，实际引进并在三亚工作但尚未落户的急需紧缺人才，其家庭成员均在海南无房的，本人可申请购买1套住房。

数据来源：Wind，西南证券整理

2 信贷投放或将继续超预期，大行额度更为充裕

4 季度信贷额度还剩全年的 20% 左右，预计新增信贷 3.4 万亿，同比回升 4000 亿左右。平均来看，信贷经理反映 4 季度信贷额度还剩下全年的 20% 左右。而前三季度投放了 13.6 万亿，据此可以推测全年的新增信贷预计在 17 万亿，较去年全年增长了 5.4%。4 季度信贷投放规模预计在 3.4 万亿，较去年 4 季度回升 4000 亿左右。

图 7：4 季度信贷投放额度预计将占全年的 21% 左右

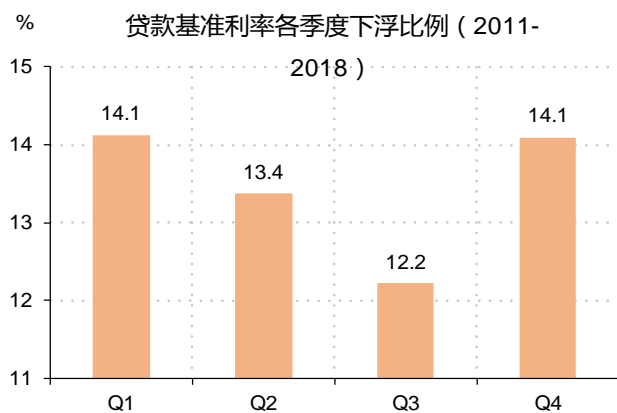


数据来源：调研数据，西南证券整理

大行信贷额度相对更加充裕。4 季度剩下的信贷额度主要集中在大行，中小行剩余额度较少，特别是股份行所剩的额度最少。五大行、邮储和政策性银行信贷经理认为 4 季度还剩全年的 25%，而股份信贷经理认为 4 季度还剩全年额度的 16%。这符合往年的季节性规律，一般临近年末，大行信贷额度要较中小行更加充裕。

贷款额度向大行集中将导致 4 季度一般贷款加权平均利率出现季节性下行。大行的客户以大国企、大型民企为主，这些客户议价能力强，因而贷款利率相对更低。并且大行的负债成本也较中小行要低，这也导致整体的贷款利率会较中小行要低。从历史经验来看，4 季度执行基准下浮的比例会季节性上升，而执行基准和基准上浮的比例会下降，因而整体贷款加权平均利率会季节性下行。

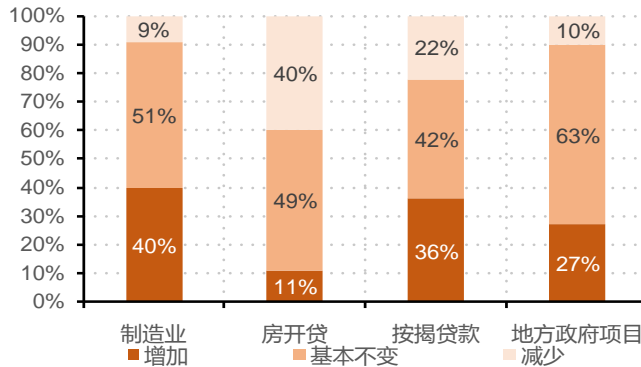
图 8：4 季度信贷额度向大行倾斜并带来贷款利率季节性下行



数据来源：Wind，西南证券整理

分部门来看，在政策导向上，银行将继续压缩房地产开发贷款，加大对政府基建投资、制造业和按揭的信贷支持力度。

图 9：信贷经理反映的 4 季度相对于 3 季度各领域信贷额度变化，可以看出房开贷额度收紧

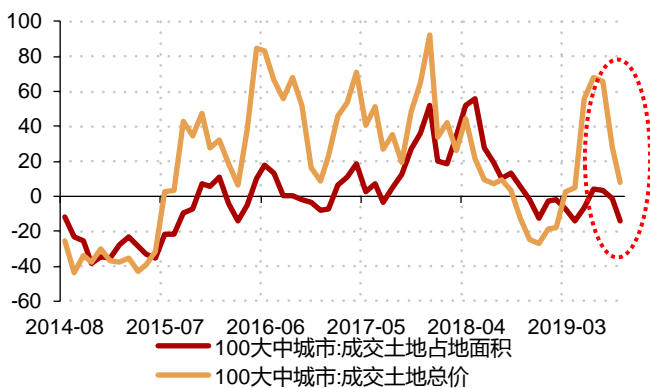


数据来源：Wind，西南证券整理

对房企开发贷继续收紧，但将增加按揭贷款额度，房地产企业总体资金来源依然有保障，结构上更为依赖销售回款。89%的信贷经理表示，受监管政策影响，对房企开发贷授信额度将稳中趋降，特别是对于一些房价上涨较快的地区。房开贷收紧导致房企拿地“降温”，100大中城市房地产成交额从7月开始同比增速趋于下行。并且房地产投资资金来源中的国内贷款增速也在进入下半年后出现回落。但是监管并未要求银行大幅收紧按揭贷款，信贷经理反映4季度的按揭贷款额度稳中趋升，有78%的信贷经理表示，相对于3季度不会减少按揭的额度。对个贷来说，监管主要是针对消费贷、信用卡贷违规进入楼市。短期来看，按揭贷款依然将保持韧性，从而支撑房地产投资资金来源，地产投资也难以出现明显回落。

图 10：房企拿地有所“降温”

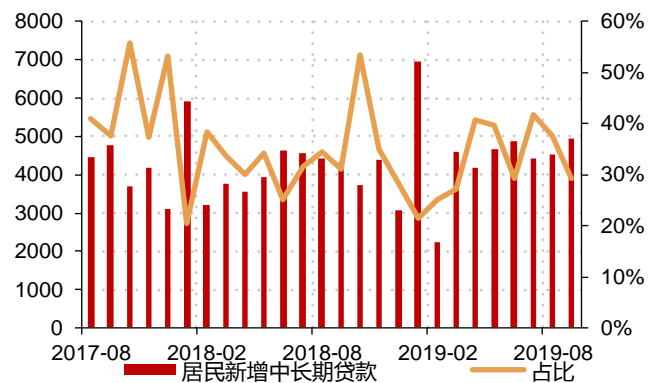
同比，3M MA, %



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：3 月以来居民中长期贷款基本稳定在 4600 亿左右

亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

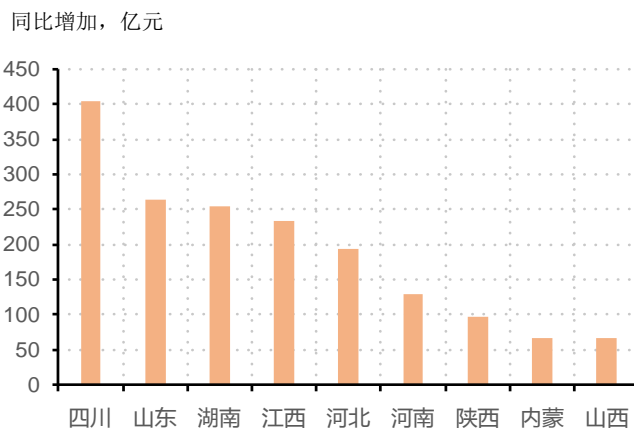
政策引导下，大行将增加对制造业信贷额度。有40%的信贷经理表示4季度将增加对制造业的信贷额度。分银行类型来看，大行信贷经理中有45%的信贷经理表示将加大对制造业信贷支持，要高于股份行33%占比。可见7月底政治局会议要求“增加对制造业和民营企业的中长期融资”，对大行的影响较大。对于中小行来说，该政策的影响较为有限，这些信贷经理主要通过寻找优质的制造业和民企放贷以迎合政策的要求。银行对于资质稍差的制造业

企业放贷，依然对抵押物有较高要求，因而中小行对制造业企业中长贷款的投放难以放量。此外，正文上文所述，制造业企业贷款需求多为流贷，中长期贷款需求不强，这也导致制造业中长期贷款增长缓慢。

地方政府信贷额度稳中趋升。64%的信贷经理表示4季度基建信贷额度与3季度持平，27%的信贷经理表示将加大对地方政府信贷投放额度，总体信贷额度保持平稳。当前对地方政府的信贷投放主要来自两方面，一个是配合地方政府隐性债务置换，这属于协助地方政府化债，并不算新增地方政府隐性债务。贷款置换比较多的省份有江苏、湖南和贵州等。另外就是为前期专项债集中发行提供配套融资。8-9月新增信贷超预期，分省份来看，也主要来自江苏、湖南这些债务置换消息较多的省份，以及对基建比较依赖的中西部省份。例如，8月福建、江苏、内蒙、云南信贷同比分别增加了383、376、166、137亿元。而从9月已经披露的数据来看，四川、山东、湖南、江西信贷同比分别增加了405、265、254、232亿元。

需要指出的是，不少信贷经理表示近期央行提供的支农、支小再贷款有较明显的增长。政策鼓励银行协助地方政府化解隐性债务，不能断贷而让地方政府出现流动性风险。因而地方政府隐性债务置换带来的新增贷款投放可能会超市场预期。

图 12：9月信贷高增主要由中西部省份拉动



数据来源：Wind，西南证券整理

3 按揭利率仍处于上升通道，但上行速度减缓

受信贷投放放缓影响，按揭利率自7月以来持续上行，但幅度有所收窄。截至9月，首套房信贷利率

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_9410



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn