

天量社融的钱去哪了？

证券研究报告
2019年02月16日

作者

1月社融增速和表外融资确有改善，总量层面的修复反映出各项宽信用政策的努力，但结构层面的变化更值得关注。一是新增信贷的中长期贷款比例没有明显下降，但企业短期贷款比例上升21%。二是表外融资由收缩重回扩张，主要贡献来自未贴现票据。

排除掉债券融资的市场性因素和专项债提前放量的政策性因素，社融异常高的最主要原因还是票据融资等短期贷款大幅增长，实际上是资金空转和流动性陷阱的体现。从社融去向来看，相当一部分资金去了基建和地产。

预计此次增速反弹属于脉冲式变化，2月增速可能再次回落，因此后续将1月、2月合并来看应该更有意义。不过在目前的政策环境下，社融增速进一步下滑的空间有限，1月冲高回落后可能会反复震荡筑底。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

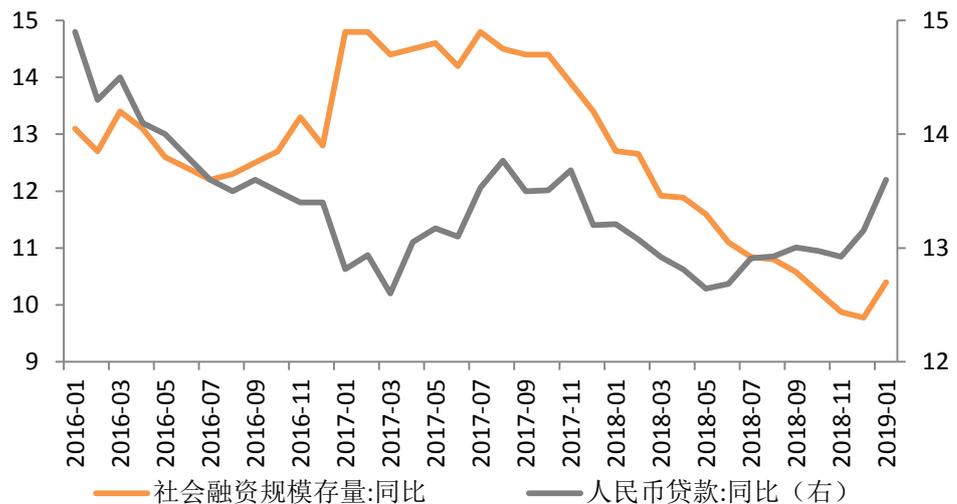
风险提示：全球经济超预期下滑；融资质量长时间无实质性改善



1. 社融增速和表外融资确有改善，但短期限类贷款占比猛增

我们在 1 月 28 日报告《1 月社融增速或有反弹，信贷或创历史新高》中预测 1 月社融增速反弹、信贷创历史新高。从总量来看，2019 年 1 月新增人民币贷款 3.23 万亿，其中住户部门新增 9898 亿，非金融企业及机关团体新增 2.58 万亿，均创历史新高。1 月新增社融 4.64 万亿，同为历史新高，其中剔除非银贷款后的人民币贷款新增 3.57 万亿，委托贷款减少 699 亿，信托贷款新增 345 亿，未贴现银行承兑汇票新增 3786 亿，企业债券融资新增 4990 亿，地方专项债新增 1088 亿。社融口径人民币贷款存量增速反弹至 13.6%，是 2017 年 11 月以来的最高增速；社融存量增速回升至 10.4%，是 2017 年 7 月社融增速开始单边下行以来首次企稳。

图 1：社融规模存量和人民币信贷（社融口径）增速反弹 %



资料来源：WIND，天风证券研究所

总量层面的修复反映出各项宽信用政策的努力，但结构层面的变化更值得关注。

一是新增信贷的中长期贷款比例没有明显下降，但企业短期限贷款比例上升 21%。企业新增贷款中中长期贷款占比达到 54%，低于 18 年/17 年同期的 74%/102%。如果同时考察居民和企业部门新增贷款，中长期贷款比例达到 65%，与 2018 年同期的 66% 基本持平，低于 2017 年同期的 109%。但企业短期限贷款（短期贷款+票据）的占比达到 43%，远超 18/17 年同期的 24%/-6%。

表 1：近年 1 月各类新增住户/企业贷款占比

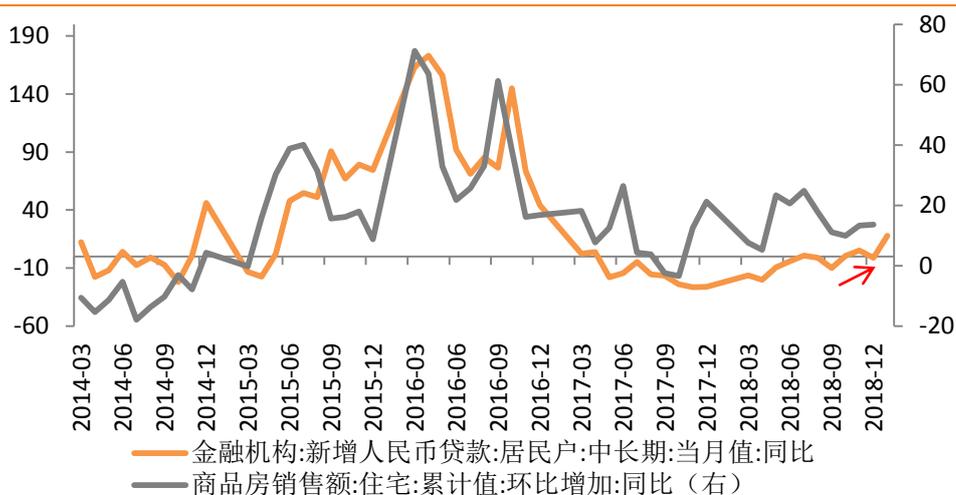
单位：亿元	2017 年 1 月	2018 年 1 月	2019 年 1 月
新增人民币贷款	20,327	28,934	32,333
新增住户+企业中长期贷款	22,097	18,999	20,969
全部中长期贷款比例	109%	66%	65%
新增企业贷款	15,516	17,551	25,800
新增企业中长期贷款	15,763	12,930	14,000
企业中长期贷款比例	102%	74%	54%
新增企业短期贷款+票据融资	-856	4180	11079
企业短期限贷款比例	-6%	24%	43%

资料来源：WIND，天风证券研究所

整体而言，1 月中长期贷款的占比不低（65%），居民中长期贷款的高增长对应 2018 年底商品房住宅销售金额增速回升，企业中长期贷款比例的修复则可能与银行加大了基建贷款的投放力度有关。发改委从 18 年下半年开始加快了基建项目审批进度，根据全国投资项目在线审批监管平台的数据，从 18 年 8 月起基建项目新增意向投资额增速触底回升，基建

投资增速则在 10 月触底。

图 2：住户中长期贷款与住宅销售额密切相关 %

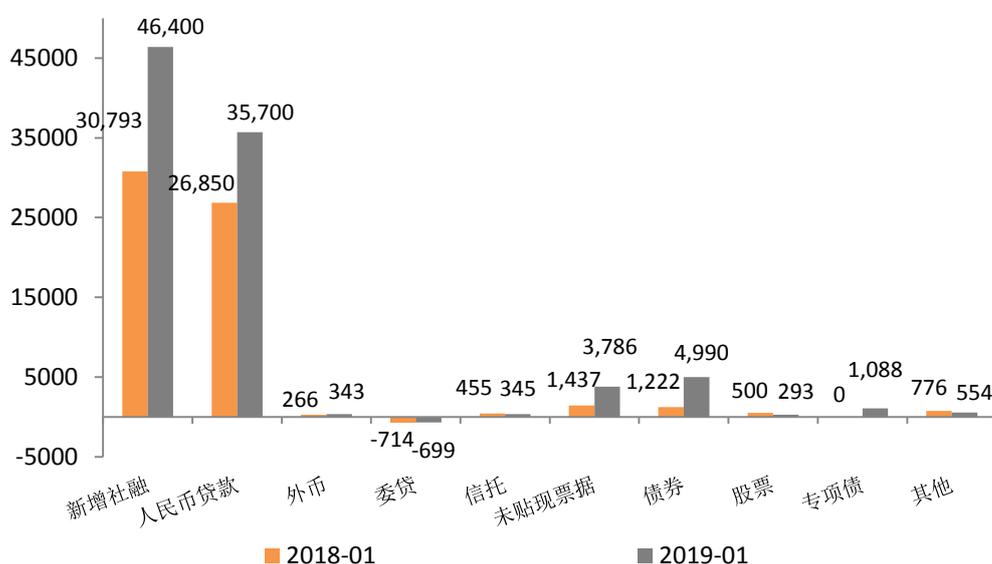


资料来源：WIND，天风证券研究所

二是表外融资由收缩重回扩张，主要贡献来自未贴现票据。1 月“委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票”新增 3432 亿，为 2018 年 2 月以来首次正增长，可能意味着表外业务在现有政策框架内的合规开展已经得到支持，今年整体规模的收缩大概率较去年明显减缓。去年 12 月 13 日，央行行长易纲曾在“长安论坛”上表示“影子银行是必要补充，但要规范经营。”

但如下图所示，表外融资扩张的主要贡献还是来自于票据——委托贷款收缩减缓（-699）、信托贷款重回扩张（345）、未贴现票据大幅增长（3786）。

图 3：2018/2019 年新增社融分项对比（亿元）

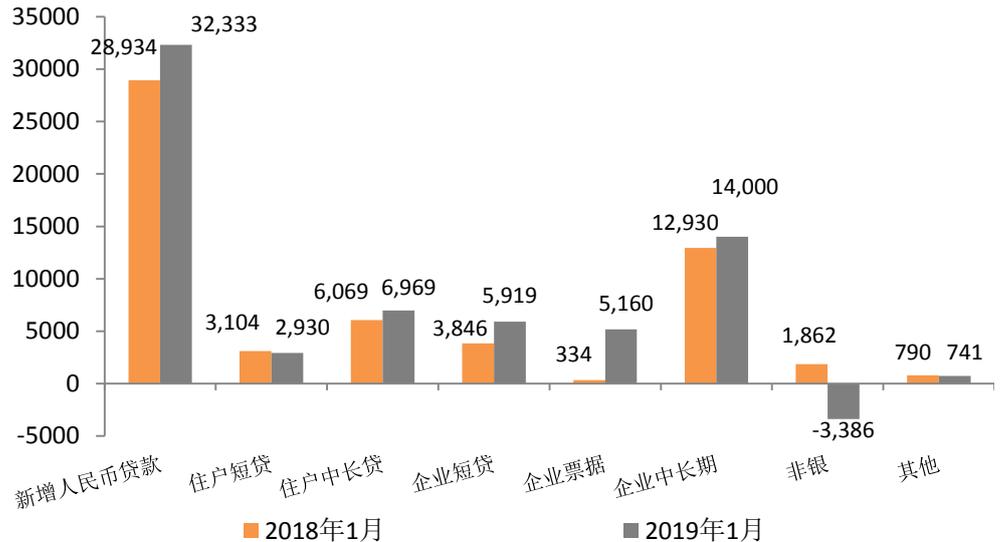


资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 社融异常高的原因？

相比于我们报告《1 月社融增速或有反弹，信贷或创历史新高》中的预测，1 月信贷基本符合预期，但社融异常高，是什么原因造就了社融数据的异常？从结构上看，天量社融（+15607）的主要贡献是信贷票据融资（+4826）、企业短贷（+2073）、未贴现票据（+2349）和债券融资+专项债（+4856）。

图 4：2018/2019 年新增人民币贷款分项对比（亿元）



资料来源：WIND 天风证券研究所

排除掉债券融资（+3768）的市场性因素和专项债（+1088）提前放量的政策性因素，社融异常高的最主要原因还是票据融资等短期限贷款大幅增长。1 月表内票据融资+表外未贴现银行承兑汇票共计新增 8946 亿，接近前历史最高值的 2 倍，短期贷款也创纪录增长 5919 亿。

我们在 1 月 16 日报告《宽信用何时奏效》中解释过短期限类贷款占比上升的原因：由于预期利率下行、利差收窄，银行年初有早放贷早收益的动机，但经济下行期流动性充裕而优质资产不足，且银保监会“两增两控”等政策对贷款投向也有要求。因此，银行可能选择尽早向小微民营企业大量投放短期贷款，既能实现早放贷早收益，又可以达成监管指标要求、获得 TMLF 等政策支持，还可以控制坏账风险，并且发放票据可以保证金形式吸收部分存款，一举多得。

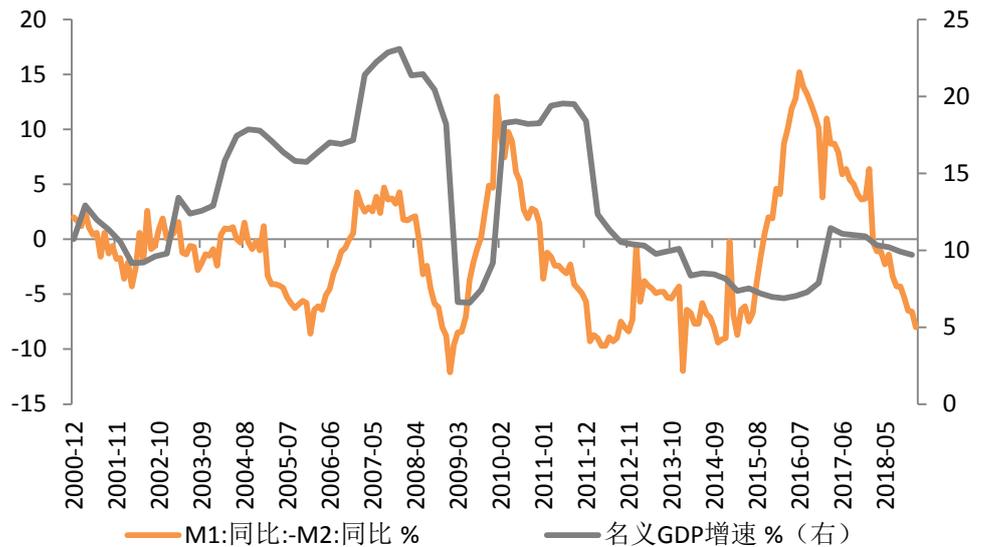
3. 资金空转和流动性陷阱的问题

短期限类贷款的作用不难理解：一方面，对于部分企业，短期贷款即使用于借新还旧，也可以阶段性缓解企业的资金周转压力，因此信用风险暂时降低，“信用风险暴露-金融机构风险偏好降低-信用风险进一步暴露-经济加速下行”的恶性循环被抑制，对托底经济会有一些效果；另一方面，这类贷款期限多在 1 年以内，因此难以用于期限较长的实体经济投资，对经济的拉动效果可能有限。现阶段经济中的重要问题在于如何让小微民营企业的经营环境得到实质性修复。从过去几轮经济短周期来看，信贷回升初期即使质量不高，随着后续政策进一步放松/刺激，经济和信贷质量也会逐渐改善。但是这一次，在内外部诸多因素的制约下（地方隐性债务、居民杠杆、全球化红利消退），以基建地产为代表的政策刺激空间有限；同时，用地成本、人力成本、上游原材料成本的日渐升高进一步压缩了小微民营企业的盈利空间。总的来说，目前的情形难言标本兼治。

另外，在实际操作中，短期限类贷款放量也带来三方面隐忧：第一，年初贷款额度被大量短贷占用，信贷、社融增速修复的持续性有待观察；第二，小微贷款上升意味着银行坏账率可能进一步上升，降准、补充资本金等支援政策仍是银行刚需；第三，票据融资大多有保证金，而银行吸收存款的竞争压力大，大量银行贷款转为票据并且大幅增加保证金比例，因此真正发放到企业端的贷款比账面数据要小，部分账面贷款实际仍以保证金形式趴在银行账户上，造成资金在银行体系内部空转。

从存款的数据也能看出这些问题，M1 增速继续回落至 0.4%，M2 增速则小幅回升至 8.4%，M1-M2 剪刀差进一步扩大到 -8.0%，说明资金并未顺畅的进入企业活期存款，流动性结构仍在定期化，实体经济投资和生产的活跃度不足，流动性陷阱和信用传导阻滞的问题并未好转。

图 5: M1-M2 剪刀差进一步扩大



资料来源: WIND, 天风证券研究所

4. 这么多钱去哪儿了?

根据上述讨论，天量社融的去向可以大致分为以下几类：

信贷中的居民中长期贷款（0.7 万亿）主要与住宅销售有关，大部分进入房地产市场；

企业中长期贷款（1.4 万亿）一部分流向基建相关投资；

企业短期贷款和票据（包括未贴现票据）（1.49 万亿）部分用于借新还旧和理财存款，本质上仍在银行体系内空转；

企业债券融资（0.5 万亿）中，多数去向基建地产。参考 WIND 中按申万行业划分的统计数据，1 月非金融行业信用债净融资 2911 亿（剔除“综合”），其中“建筑装饰+房地产+公用事业+交通运输”4 个行业合计净融资 1864 亿，占比 64%；

地方专项债用于基建投资和偿还债务（0.11 万亿）；

上述几项合计 4.6 万亿。

图 6: 申万行业 1 月企业新增债券融资金额 (亿元)

1000



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_14195

