

宏观深度报告

重估社融

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



平安观点：

- 2021 年 9 月 27 日，央行货币政策委员会 2021 年第三季度例会新闻稿发布，其中特别新增了“增强信贷总量增长的稳定性”的表述。结合货币政策着眼点的最新边际调整，本文对当前信用扩张的约束因素和结构性货币政策的拉动效果进行定量分析，力图理清对于“宽信用”还是“稳信用”的纷繁讨论，这有助于我们对四季度及以后的货币政策操作形成合理预期。
- 一、“宽信用”的“紧约束”。1、**房地产融资难以松绑**。我们估算显示，房地产领域融资收紧将拖累全年社融少增约 1.7 万亿，拖累全年社融存量增速约 0.58 个百分点。2、**实体融资需求缺抓手**。一是，房地产相关消费低迷、汽车消费降温，居民部门贷款缺乏抓手。二是，经济复苏存在短板，实体有效融资需求不足。今年上半年，上市国有企业的投入资本回报率得到完全修复，ROIC 在 8% 以上；而民营企业的资金回报率仍在低位徘徊，整体 ROIC 只有 5.15%。9 月央行新增的 3000 亿支小再贷款要求贷款平均利率在 5.5% 左右，可见不少企业的投入资本回报率不足以覆盖这一融资成本。三是，去年央行推出的 1.8 万亿再贷款、再贴现额度，应主要对应于企业短期贷款，其在今年大量到期，我们估计对企业短期贷款的拖累约为 1.5 万亿。3、**银行净息差压缩至低位**。由于商业银行净息差已下降至近年来低位，LPR 需要跟随 MLF 利率之后才会下调，MLF 不动、LPR 压缩的可能性极小。而考虑到今年 9-12 月社融大概率能够企稳回升，且 10% 左右的社融增速能够匹配 8% 左右的名义 GDP 两年平均增速，我们认为短期内全面降息的可能性不大。4、**银行资本金约束浮现**。受去年包商银行二级资本债全额减记的影响，今年 1-8 月股份制银行、城商行及农商行共发行资本补充工具 1971 亿元，较去年同期下降 1150 亿元。截至今年 6 月，我国农商行资本充足率较 2019 年末下降 0.99%，呈加速下滑态势。
- 二、“稳信用”的“结构性”。1、**结构性货币政策加码**。今年货币政策对资金流向的引导，预计带动普惠金融、绿色贷款、工业中长期贷款分别比去年多增约 1.6 万亿、1.4 万亿、1 万亿。9 月新推出的 3000 亿支小再贷款额度，还会产生进一步的拉动。2、**货币与财政政策配合**。今年政府债券发行后置，足额发行将直接拉动 9-12 月社融比去年同期多增约 1 万亿。若专项债发行能够有效撬动配套融资（从基建资金来源结构看大致为 1: 1.25），对社融还将产生显著的间接拉动。3、**中小银行资本金补充**。8 月底理财估值政策收紧使得银行资本补充工具再度遇冷。中小银行是当前稳信用的薄弱环节，对其资本补充的多渠道支持，通过再贷款、定向降准等方式降低其资金成本，都是可能采取的政策工具。
- 三、**对社融的再次估算**。央行在三季度货币政策例会中新增了“加强与财政、产业、监管政策之间的协调”，其中蕴含了通过配合财政债券发行、结构性引导资金流向、以及在防风险中配合维稳这三类方式实现稳信用的思路，而我们的测算表明了其可行性。今年政府债券发行后置，保守估计，将拉动 9-12 月的社融存量增速从 8 月的 10.3% 渐次回升至年底的 10.6%。

正文目录

- 一、“宽信用”的“紧约束”4
 - 1.1 房地产融资难以松绑..... 5
 - 1.2 实体融资需求缺抓手..... 6
 - 1.3 银行净息差降至低位..... 9
 - 1.4 银行资本金约束浮现..... 10
- 二、“稳信用”的“结构性”12
 - 2.1 结构性货币政策加码..... 12
 - 2.2 货币与财政政策配合 14
 - 2.3 中小银行资本金补充..... 14
- 三、对社融的再次估算16

图表目录

图表 1	我国“稳信用”的约束与支撑	4
图表 2	今年二季度房地产相关贷款显著下降	5
图表 3	今年以来房地产贷款占比开始回落	5
图表 4	今年上半年房企净融资为负	5
图表 5	2019 年下半年来投向房地产信托余额匀速下降	6
图表 6	上半年房地产融资收紧拖累社融约 0.36%	6
图表 7	我国居民部门贷款中以中长期消费贷款为主，其增速已降至历史较低水平	7
图表 8	今年以来汽车、家电消费表现低迷	7
图表 9	企业贷款需求指数仍处高位	8
图表 10	民企投入资本回报率仍低迷	8
图表 11	2020 年再贷款再贴现余额大幅增长	9
图表 12	今年 4 月以来新增企业短贷显著低于季节性	9
图表 13	今年新增企业短期贷款大概率较去年退坡 1.5 万亿	9
图表 14	股份行存贷款比率显著高于其它类型银行	10
图表 15	商业银行净息差已降至历史低位	10
图表 16	2018 年以来表内贷款在社融中占比趋势性攀升	10
图表 17	2021 年银行贷款在社融中的占比创下新高	10
图表 18	中小银行是今年上半年贷款扩张的主力	11
图表 19	中小银行对于今年上半年贷款增量的贡献同样较大	11
图表 20	我国各类型银行资本充足率变化估算	11
图表 21	今年 1-8 月中小银行资本工具发行量缩减	12
图表 22	疫情以来我国银行资本充足率增长缓慢	12
图表 23	疫情以来普惠、绿色、工业贷款加速增长	13
图表 24	普惠、绿色、工业贷款在整体中的占比提升	13
图表 25	2020 年贷款增速大幅偏低的 10 个地区	13
图表 26	今年 9-12 月政府债券发行量将比往年大幅增长	14
图表 27	基建投资中政府资金需配套 1 倍以上其他社融	14
图表 28	商业银行二级资本债收益率明显上行	15
图表 29	银行理财产品持有二级资本工具较多	15
图表 30	去年末至今专项债为中小银行补充资本超过 2000 亿	15
图表 31	预计今年 9-12 月社融将新增约 9.8 万亿	17
图表 32	预计今年 9-12 月社融增速将企稳回升	17

2021年8月23日央行时隔两年再次召开信贷形势分析座谈会，提出要“增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，市场对于“宽货币+宽信用”的预期迅速发酵。但9月10日公布的8月金融数据反映出“宽信用”力度明显不及预期，9月15日MLF足额续作、9月24日14天逆回购加量，导致降准预期也明显下降，市场对货币政策宽松的期待再度纠偏。

9月27日央行货币政策委员会2021年第三季度会议新闻稿发布，对经济采取了“外部环境更趋严峻复杂，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”的更谨慎表述，同时特别新增了“增强信贷总量增长的稳定性”、“支持银行补充资本，提高服务实体经济和防范金融风险的能力”、“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”、“加强与财政、产业、监管政策之间的协调”几方面的表述。

结合货币政策着眼点的最新边际调整，本文对当前我国信用扩张的约束因素和结构性货币政策的拉动效果进行定量分析，力图理清对于“宽信用”还是“稳信用”的纷繁讨论，这有助于我们对四季度及其后的货币政策操作形成合理预期。

我们的分析表明：1) 货币政策引导金融机构大力支持“科技创新、小微企业、绿色发展、制造业”，效果可观，大致可以抵消房地产融资收缩和企业短期贷款到期产生的信用紧缩效应。2) 今年地方政府债券发行后置，将拉动9-12月社融比去年同期多增约1万亿，预计带动社融存量增速从8月的10.3%渐次回升至年底的10.6%。央行在三季度货币政策例会中特别新增了“加强与财政、产业、监管政策之间的协调”表述，其中蕴含了通过配合财政债券发行、结构性引导资金流向、以及在防风险中配合维稳，这三类方式实现稳信用的思路，而我们的测算表明了其可行性。3) 由于商业银行净息差已下降至近年来低位，LPR需要跟随MLF利率之后才会下调，MLF不动、LPR压缩的可能性极小。而考虑到9-12月社融大概率能够企稳回升，且10%左右的社融增速能够匹配8%左右的名义GDP两年平均增速，我们认为短期内全面降息的可能性不大。4) 中小银行是稳信用的薄弱环节，对其资本补充的支持，通过再贷款、定向降准等方式降低其资金成本，都是可能采取的政策工具。

我国“稳信用”的约束与支撑

居民中长期贷款	•个人住房贷款【上限约束】
居民短期贷款	•消费贷【耐用品消费低迷】
企业中长期贷款/企业债	•房地产开发贷款【上限约束】 •企业投资意愿【民企投资回报仍低迷】 •9月新增3000亿支小再贷款 •引导资金流向“科技创新、小微企业、绿色发展、制造业”【带动今年贷款多增超3万亿】
企业短期贷款	•去年新增1.8万亿再贷款、再贴现【贷款到期】
表外融资	•信托业“两压一降”【比去年再降1万亿】
政府债券	•发债节奏后置【9-12月比去年同期高近1万亿】

资料来源：平安证券研究所

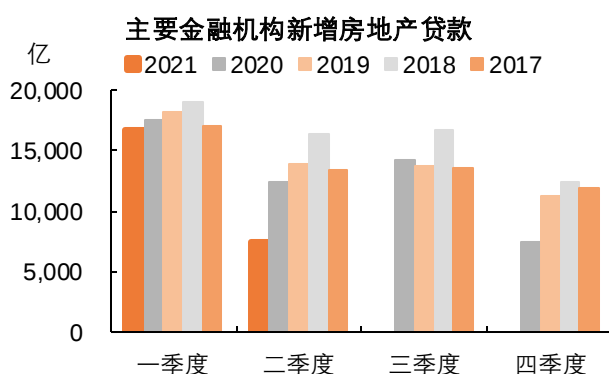
一、“宽信用”的“紧约束”

当前“宽信用”面临有效融资需求乏力、房地产融资收紧、银行息差压缩、中小银行资本金压力上升几方面的“紧约束”，我们测算表明，其对社融增速的拖累是显著的。

1.1 房地产融资难以松绑

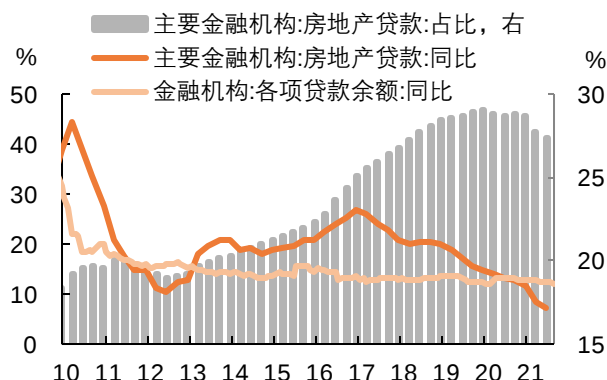
2021年1月1日起,人民银行、银保监会决定建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度,将银行业金融机构根据规模划分为五档,并对不同档次的个人住房贷款占比、房地产贷款占比设置上限。受此影响,今年上半年,商业银行开始逐步呈现出房贷额度收紧、房贷利率上调、放款周期拉长等现象,甚至上海、广州、深圳、杭州等热点城市一季度就出现了个人按揭贷款“额度告急”的情形。二季度,房地产领域受到的影响更甚,主要金融机构新增房地产贷款仅有7500亿,较去年同期大幅减少4900亿,今年上半年房地产新增贷款比去年同期共减少5700亿。今年以来,房地产贷款余额增速加速下滑,从2020年末的11.6%下降至今年年中的7.1%,是2013年以来首度下降至总体贷款增速以下。

今年二季度房地产相关贷款显著下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

今年以来房地产贷款占比开始回落

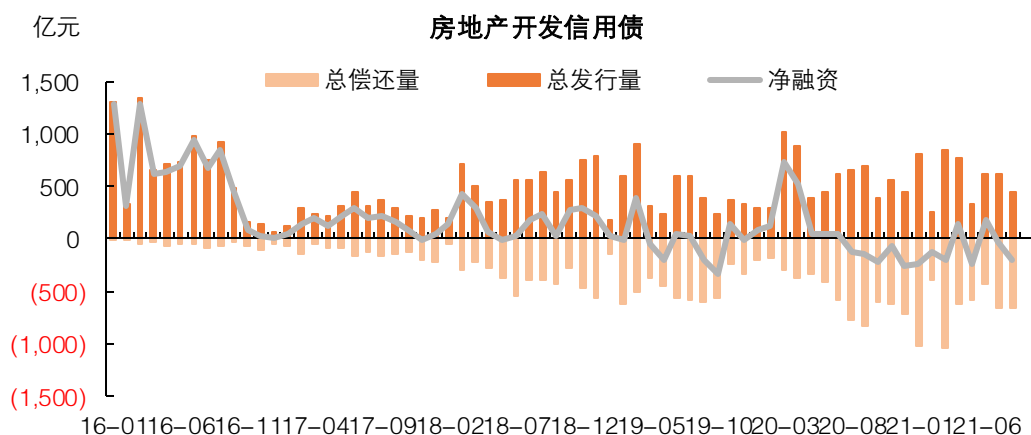


资料来源: Wind, 平安证券研究所

对于房地产融资的调控不仅限于表内信贷,房企表外负债的增长同样被“三道红线”和监管要求限制。今年1-6月,房企在公开市场上的债券总发行量为3627亿,总偿还量为4096亿,净融资-470亿。而在去年同期净融资为1544亿,今年多降2014亿。上半年投向房地产的资金信托余额也在持续压降,绝对额减少了2008亿,占到同期社融中信托贷款净减少的27.7%。

综上,今年上半年,房地产融资收紧拖累社融比去年同期减少9722亿(表内贷款5700亿+企业债券2014亿+信托贷款2008亿),拖累上半年社融增速0.36个百分点。

今年上半年房企净融资为负



资料来源: Wind, 平安证券研究所

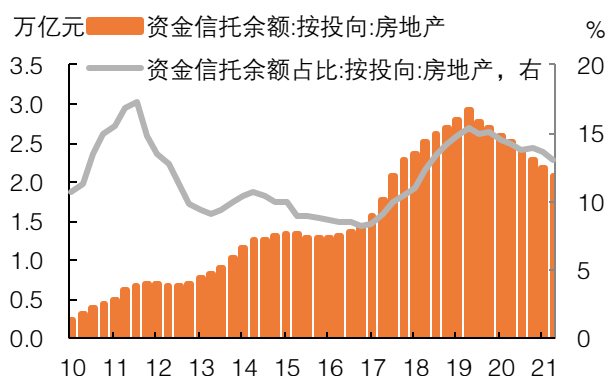
尽管今年上半年资金向房地产领域的流入得到有效扭转，但房地产在社会融资中占比仍然很高。2019 年我国房地产贷款余额在总体贷款中的占比高达 29%，今年二季度下降至 27.38%。截至今年年中，资金信托余额中投向房地产的比例降至 13%，比 2019 年中的高点下降了 2.37 个百分点。根据上市银行发布的数据，2021 年二季度，六家大型银行中，邮储和建行的个人住房贷款占比仍然超限，中型银行中，北京银行、招商银行和兴业银行的两项房贷占比均仍超限，中信银行的个人住房贷款占比超限，可见还有进一步压缩房地产贷款比例的需要。今年上半年，16 家大行和股份行中，有 10 家的房地产业贷款不良率上升，升幅较大的包括工商银行、渤海银行、浦发银行、招商银行等。

恒大“雷声隐现”，势必进一步影响到金融机构支持房地产的意愿。今年下半年以来，穆迪、标普、惠誉、中诚信国际等评级机构陆续调降恒大主体评级，8 月央行、银保监会约谈恒大集团，9 月开始恒大财富理财产品出现兑付危机。恒大事件的发酵使得房企整体融资环境持续恶化：一方面，债券市场对恒大集团甚至整个房地产板块的信用情况感到担忧，境内外地产债均受到一定冲击。6 月末至今，中债房地产行业信用债财富指数下跌 2%，Markit iBoxx 亚洲中资美元房地产指数降幅达到 10.2%。今年 1-8 月，房企中资美元债发行量仅为 362 亿美元，较去年同期下降 25%，净融资额从去年全年的 299 亿美元降为-80 亿美元。另一方面，恒大集团负债中包含约 5000 亿的银行及其他借款，主要来往银行众多，这部分贷款的逾期或违约对银行体系资产质量的可能冲击也不可小觑。另外，今年年中恒大应付贸易账款及其他应付款项超 9500 亿，这部分款项逾期会对房企产业链上下游公司也造成巨大影响。

考虑到，一方面，恒大事件进一步影响资金流向房地产领域的意愿，且三季度以来不少银行的个人按揭贷款额度告急，可能导致下半年房地产领域融资压缩的速度进一步加快。另一方面，央行在三季度货币政策例会中新增了“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”表述。在恒大问题暴露导致房地产市场谨慎情绪蔓延的情况下，房地产融资可能在个人房贷额度、开发商保交房等方面出现边际调整，从而缓和房地产融资收紧对社融的拖累。

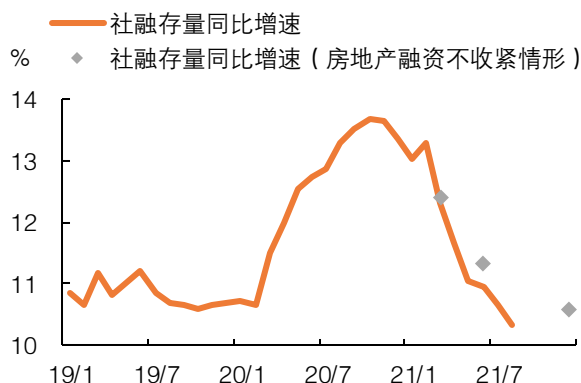
综合考虑以上两个因素，我们预计下半年房地产各领域融资以与上半年相近的速度压降：对应表内贷款较去年同期减少 4156 亿（参考上半年降幅），企业债券净融资月均降幅比去年同期多 80 亿（参考 7、8 月份降幅），下半年共多降 480 亿，信托贷款再降 2230 亿（参考去年下半年压缩幅度），那么，**房地产融资收紧将拖累全年社融少增共 1.6588 万亿，拖累全年社融 0.58 个百分点。**

2019 年下半年来投向房地产信托余额匀速下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

上半年房地产融资收紧拖累社融约 0.36%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

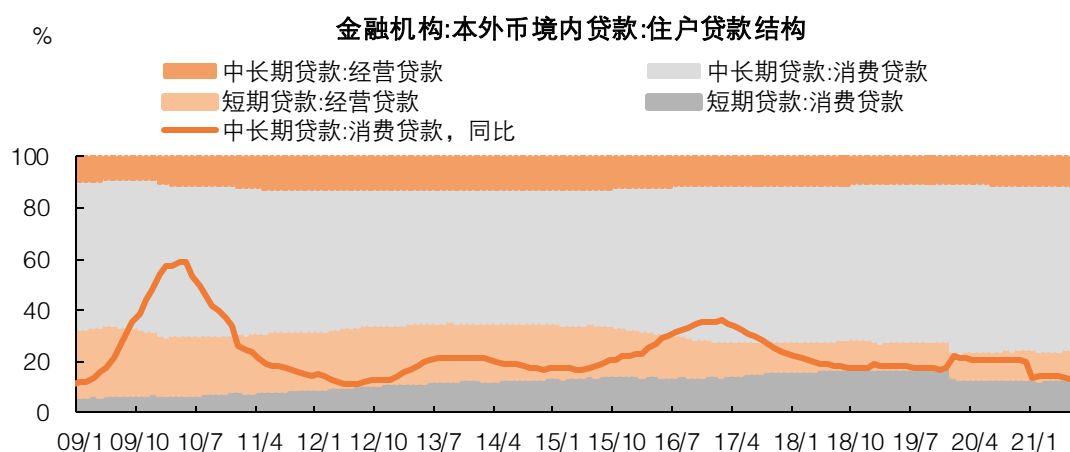
1.2 实体融资需求缺抓手

今年三季度以来，中国经济环比出现走弱迹象，实体融资需求还从以下三个层面受限：

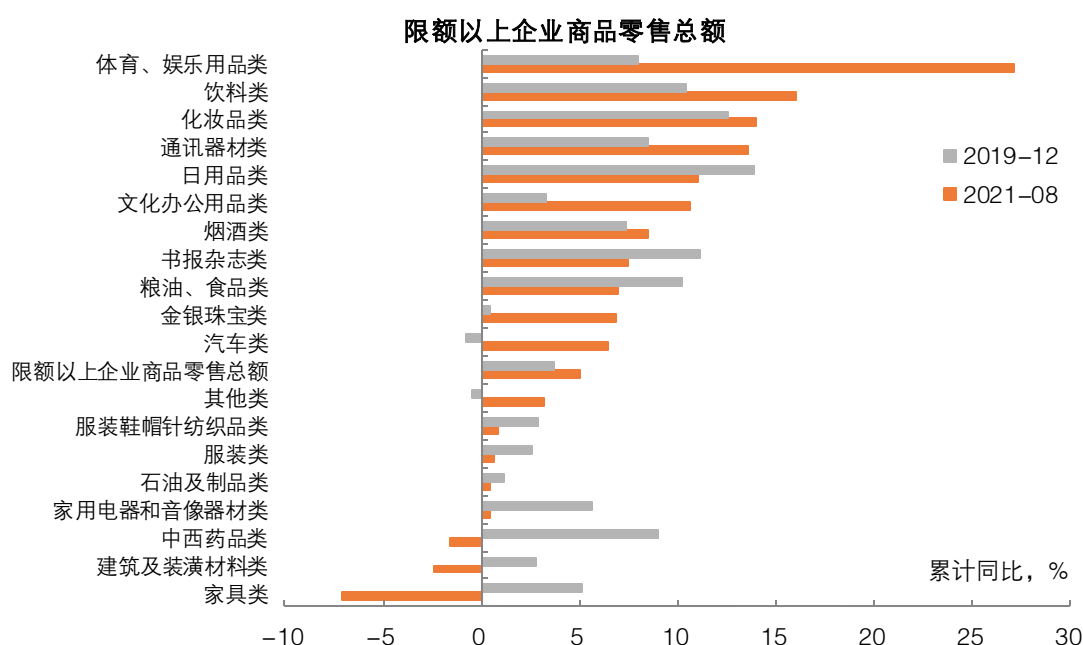
一是，房地产相关消费低迷、汽车消费降温，中长期消费贷款缺乏抓手。我国境内贷款中，居民部门贷款余额占比超过 36%，而在居民部门贷款中超过 64%是中长期消费贷款，其对接的主要是汽车，以及房地产相关的耐用品消费。今年以来，居民中长期消费贷款余额增速走低，截至 8 月下降至 12.3%，是 2012 年 9 月以来的最低增速。从消费端来看，对应着今年以来

汽车消费增速高位回落，房地产相关的家具、建筑装潢相比 2019 年同期仍为负增长，家电音响消费亦只有微弱正增长。新冠疫情后我国居民储蓄倾向居高难下，耐用品消费复苏乏力，导致银行在居民部门贷款方面难以发力。特别是，疫情之后，部分银行个人消费贷款的不良率已经出现上升苗头，今年上市银行中报披露此项数据的 12 家银行中，有至少 7 家比 2019 年年报的个人消费贷款不良率上升，这也会影响到银行的消费贷款投放意愿。

我国居民部门贷款中以中长期消费贷款为主，其增速已降至历史较低水平

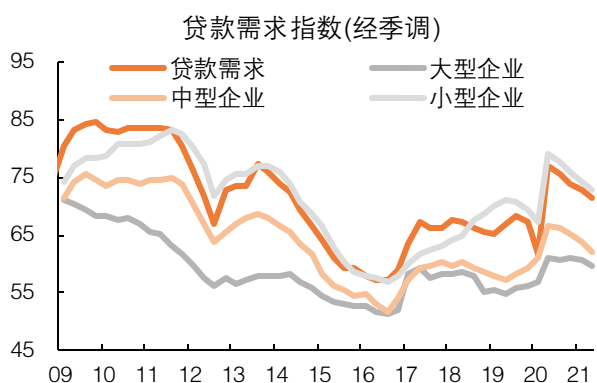


今年以来汽车、家电消费表现低迷



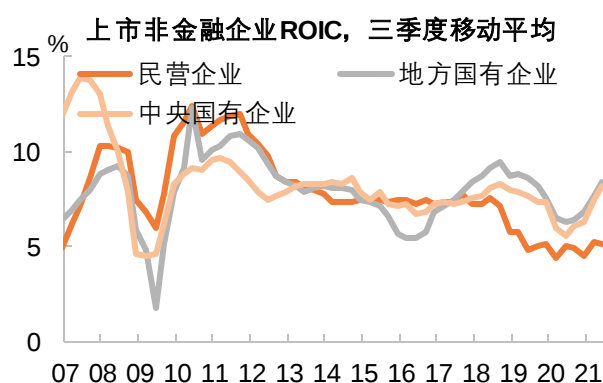
二是，经济复苏存在短板，有效融资需求不足。新冠疫情以来，央行银行家问卷调查中的贷款需求指数出现跃升，其季调值从去年下半年开始回落，但到今年二季度仍处于 2014 年下半年以来的高位，特别是小型企业的贷款需求上升幅度更大。但我们需要考虑企业融资成本与资金回报率相匹配，也就是企业有还本付息能力的有效融资需求。考察可比口径的上市非金融企业 ROIC（投入资本回报率）可见：今年上半年，国有企业的资金回报率得到完全修复，ROIC 在 8% 以上；而民营企业的资金回报率仍在低位徘徊，整体 ROIC 只有 5.15%。毫无以为，非上市民营企业的资金回报率势必更低。9 月央行新增的 3000 亿支小再贷款要求贷款平均利率在 5.5% 左右，可见不少民营企业的投入资本回报率是不足以覆盖这一融资成本的。上游大宗商品价格暴涨在上、下游企业之间造成了巨大的分化，下游虽然需要资金支持来缓解短期运营压力，但从事固定资产投资的意愿却不容乐观，这就是有效融资需求不足。

企业贷款需求指数仍处高位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

民企投入资本回报率仍低迷



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三是，去年 1.8 万亿新增再贷款、再贴现额度已充分使用，企业短期贷款面临到期压力。去年为应对新冠疫情对经济的冲击，央行推出三批总计 1.8 万亿再贷款、再贴现额度：第一批 3000 亿是抗疫专项再贷款，财政贴息 50% 后，企业实际融资利率仅为 1.25%；第二批 5000 亿支持企业复工复产，加权平均利率为 4.22%；第三批 1 万亿普惠性再贷款、再贴现，加权平均利率为 4.67%。在政策支持下，去年再贷款再贴现余额大幅增长超过 1 万亿，远超往年；而今年截至年中，再贷款再贴现余额比去年减少了 706 亿，9 月央行宣布在接下来的 4 个月内新增 3000 亿元支小再贷款额度，就意在修正政策退坡的影响。

去年再贷款、再贴现放量对短期贷款的拉动更强，尤其是前两批支持抗疫和复工复产的本身就具有短期性质，从其较低的贷款利率水平也可看出。去年全年企业部门短期贷款比 2019 年多增 8700 亿，而今年二季度以来，新增企业短期贷款开始显著低于过去几年同期，应与去年投放的短期贷款大量到期有关。今年 1-8 月新增企业短期贷款比去年全年下降超过 1.5 万亿，根据季节性规律，今年剩余的四个月企业短期贷款大概率是负增长的，这就意味着企业短期贷款对全年社融增长的拖累将超

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_27208

