

6月金融数据平稳，房地产融资政策趋严

——流动性周报第12期

行业周报

◆核心观点：

1. 央行定调“降成本”举措，贷款利率并轨有望先行，LPR被寄予厚望，未来控制银行负债成本更具现实意义

7月12日，央行举行2019年上半年金融统计数据新闻发布会，货币政策司司长孙国峰表示：“下一步深化利率市场化改革的关键点是推进贷款利率进一步市场化”。对此我们认为：一是“降成本”是当前货币政策的主要目标，总量型货币政策难以起到引导实体经济融资成本下行的效果。二是信贷利率先行有助于缩短货币政策传导链条。三是LPR作为贷款报价利率的运行机制仍需完善，需增强LPR与政策利率(MLF等)的相关性；LPR期限点，丰富长端产品定价基准；合理安排法定贷款基准利率向LPR的转换节奏，达到“结构性降息”效果。四是商业银行存贷款业务开展基本遵循“以存定贷”模式，负债价格对于资产端定价具有较强的指导意义，未来进一步控制银行体系负债成本意义更大。

2. 流动性总量有所下降，隔夜利率回归2%以上

本周以来，随着央行进一步回笼资金和税期等因素影响，短端各期限资金利率明显上行，其中隔夜资金利率较上周大幅上行118bp至2.24%，再度回归2%以上，基本维持在利率中枢运行。中小行和非银机构流动性状况总体平稳，但风险溢价依然存在。包商银行存量存单完成置换，已完成置换的持有人共249家，占纳入置换范围持有人的96.5%；置换涉及的存量同业存单券面金额435.9亿元，占纳入置换范围同业存单的96.4%。本周存单市场有所回暖，1年期存单发行大增。

3. 6月金融数据运行平稳，房地产融资有所趋严

6月份人民币贷款增长1.66万亿，社融增长2.26万亿，M2增速8.5%，总体平稳。(1)对公贷款方面，6月上量对公短贷增加较多，料与季末冲量和部分有储备项目前置有关。(2)零售贷款增长稳定，消费信贷和住房按揭仍然供需两旺。(3)房地产融资在政策层面有所控制，《23号文》检查趋严，银行表内外融资未来均将受到不同程度影响。预计下半年，对房地产行业的金融监管将继续强化，房贷利率继续下行的空间缩小，房企融资环境趋紧，房地产融资风险压力将加大。(4)包商银行对信贷影响相对有限，中小银行信贷投放较好。6月份中小银行信贷投放量好于去年同期，中小金融机构对实体经济贷款余额40万亿，同比增长17.2%。

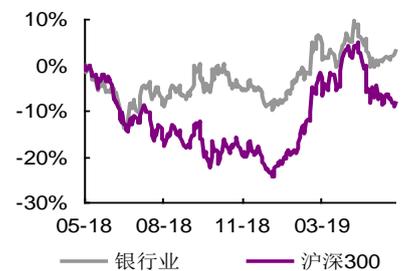
4. 风险提示：宏观经济增速超预期下行，银行业资产质量大幅恶化

买入（维持）

分析师

王一峰 (执业证书编号：S0930519050002)
010-56513033
wangyf@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

市场流动性宽松，“结构性降息”箭在弦上——流动性周报第11期
.....2019-07-08
流动性分层有所缓解，LPR仍待完善——流动性周报第10期
.....2019-06-30
全球货币宽松再起，央行多渠道化解流动性传导梗阻——流动性周报第9期
.....2019-06-23

目 录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 央行定调“降成本”举措，贷款利率并轨有望先行，LPR 被寄予厚望，未来控制银行负债成本更具现实意义	3
2、 资金市场利率运行.....	4
2.1、 流动性总量有所下降，隔夜利率回归 2%以上.....	4
2.2、 包商银行存量存单完成置换，存单市场有所回暖，1 年期存单发行大增.....	5
3、 6 月金融数据点评.....	6
3.1、 6 月金融数据基本情况	6
3.2、 对公贷款投放回暖，料与半年冲量要求下项目储备前置有关	7
3.3、 房地产融资政策有所趋严	7
3.4、 零售信贷继续保持良好态势	8
3.5、 包商银行事件对信贷投放影响相对有限.....	8
4、 风险提示.....	8

1、货币政策操作及流动性运行

1.1、央行定调“降成本”举措，贷款利率并轨有望先行，LPR 被寄予厚望，未来控制银行负债成本更具现实意义

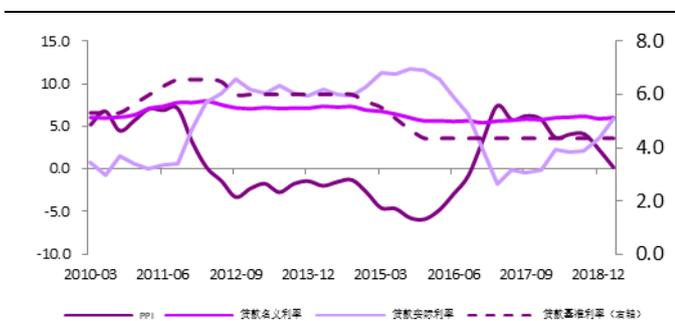
2019年7月12日，央行举行2019年上半年金融统计数据新闻发布会，在谈及降低小微企业实际利率和畅通利率传导渠道问题时，货币政策司司长孙国峰表示：“下一步深化利率市场化改革的关键点是推进贷款利率进一步市场化，通过完善商业银行贷款市场报价利率，更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用，这里所说的贷款市场报价利率，就是我们平时经常说的LPR，因为它是市场报价形成的，更能反映市场的资金供求情况，市场化程度更高。随着推动银行更多的运用市场报价利率作为贷款报价的参考，有利于疏通货币政策向贷款利率的传导，促进降低贷款的实际利率。”对此我们认为：

一是“降成本”是当前货币政策的主要目标，总量型货币政策难以起到引导实体经济融资成本下行的效果。目前，我国实体经济依然面临有效需求不足困境，尽管央行自去年二季度以来进一步加大了逆周期调节力度，先后5次下调法定存款准备金率，但企业信贷利率降幅并未达到央行合意水平。截至2019年3月末，商业银行一般贷款加权平均利率为6.04%，较2018年年末提升13bp，剔除季节性因素后贷款利率略有下降。究其原因，主要与利率体系二元分割、存贷款利率高度粘性，导致不同融资渠道和融资产品之间难以形成有效的传导机制和替代关系，进而制约了价格信号传导有关。在此形势下，央行货币工具投放难以有效传导至信贷端定价，在货币市场利率显著下行的同时，信贷利率并未出现同步变化。

二是信贷利率先行有助于缩短货币政策传导链条。一般而言，利率市场化的重要标志是央行通过调整短端政策利率舞动整条收益率曲线，使得价格信号由货币市场、债券市场向存贷款市场传导。在当前形势下，货币政策传导机制不畅导致商业银行资金价格高位运行，并已影响到信贷资源配置和实体经济融资。因此，通过探索信贷利率先行的改革模式，充分发挥贷款报价利率在实际信贷利率形成中的作用，有助于缩短货币政策传导链条，形成“结构性降息”效果。

图 1：商业银行实际贷款利率

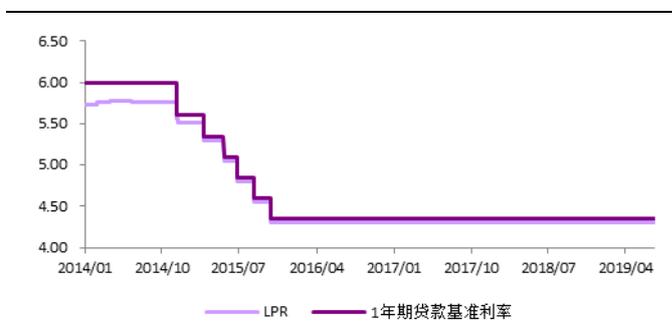
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：LPR 与贷款基准利率

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

三是LPR作为贷款报价利率的运行机制仍需完善。作为我国央行重点培育的市场化利率，最优贷款利率（LPR）具备作为替代法定贷款基准利率

的可行性。但从我国 LPR 的运行情况看，在目前各类贷款业务定价中，以 LPR 作为定价基准的信贷业务规模占比较小，加之 LPR 自身弹性不足，多限于 1 年期流动资金贷款，短期内 LPR 尚难承担贷款参考利率作用。未来若要让 LPR 承担贷款基准利率的功能，一是要增强 LPR 与政策利率（MLF 等）的相关性；二是进一步拓展 LPR 期限点，丰富长端产品定价基准；三是合理安排法定贷款基准利率向 LPR 的转换节奏，达到“结构性降息”效果。

四是未来进一步控制银行体系负债成本意义更大。目前，商业银行存贷款业务开展基本遵循“以存定贷”模式，负债价格对于资产端定价具有较强的指导意义。近年来，随着利率市场化改革的推进和商业银行存款增长机制的演变，商业银行稳存增存压力不断加大，负债成本趋于上行，不仅使得实体经济融资成本居高难下，而且容易导致信贷资源配置错位和信用风险加剧。特别是对于城商行等中小银行而言，在吸存揽储方面的劣势导致创新型存款快速增长，存款的非理性竞争对行业规范形成了冲击。因此，在当前市场形势下，控制银行负债成本对于降低中小银行稳存增存压力以及提升信贷资源配置效率具有重要意义。

表 1：央行流动性投放（单位：亿）

	2019/7/1-2019/7/5 (上周)	2019/7/8-2019/7/12 (本周)	2019/7/15-2019/7/19 (下周)
逆回购投放	-	-	-
逆回购到期	3400	2200	-
MLF (TMLF) 投放	-	-	-
MLF (TMLF) 到期	-	-	1885

资料来源：Wind，光大证券研究所

2、资金市场利率运行

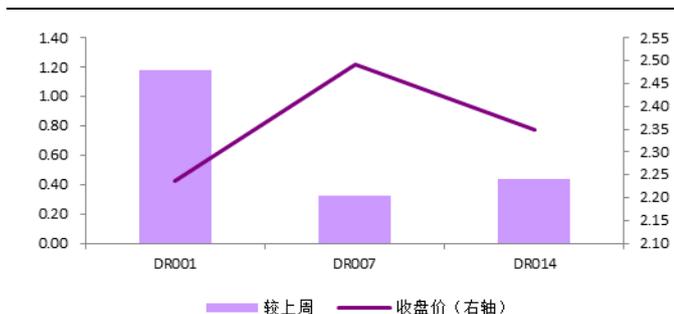
2.1、流动性总量有所下降，隔夜利率回归 2% 以上

在实现平稳跨半年后，市场流动性依然保持较为宽松态势，央行自 6 月 21 日起已连续 14 个交易日暂停公开市场操作，累计实现资金净回笼 5600 亿元。本周银行体系流动性总量有所下降，资金面存在边际趋紧迹象。

一是隔夜资金利率回归 2% 以上。本周以来，随着央行进一步回笼资金和税期等因素影响，短端各期限资金利率明显上行，其中隔夜资金利率较上周大幅上行 118bp 至 2.24%，再度回归 2% 以上，7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别上行 32bp、43bp 至 2.49%、2.35%，基本保持在利率走廊中枢运行。

图 3：D-Repo 价格运行

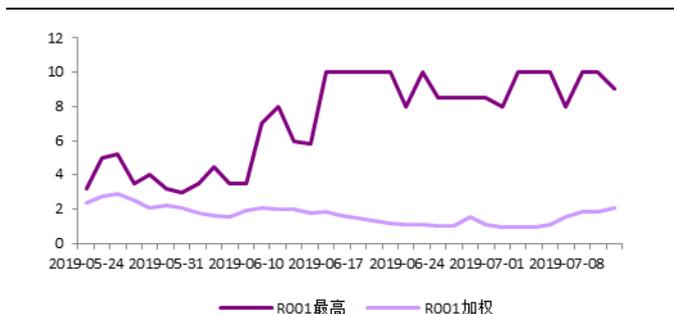
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：R001 最高价与加权价

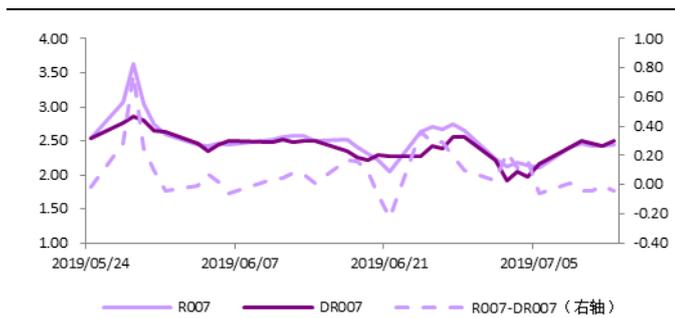
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5: R007 与 DR007 利差运行情况

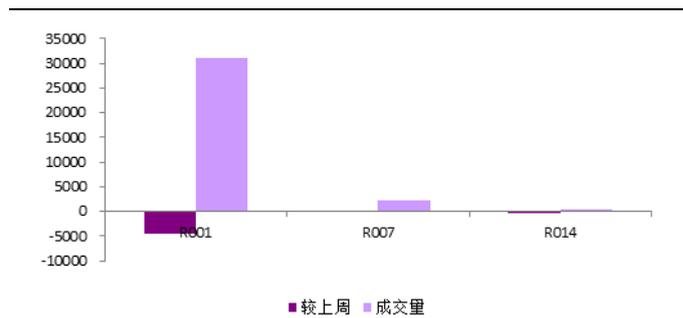
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 6: 质押式回购交易情况

单位: 亿元



资料来源: Wind, 光大证券研究所

二是中小行和非银机构流动性状况总体平稳, 但风险溢价依然存在。7月以来, R007 与 DR007 利差进一步收窄, 甚至出现阶段性倒挂, 反映出中小行和非银机构流动性状况总体平稳。但 R001 最高价与加权价利差依然较大, 这事实上是对前期一些资产负债配置策略相对激进的金融机构的一种纠偏行为, 在同业刚兑被打破预期下, 部分中小机构融资面临更大的流动性风险溢价, 信用利差面临扩大格局。

2.2、包商银行存量存单完成置换, 存单市场有所回暖, 1年期存单发行大增

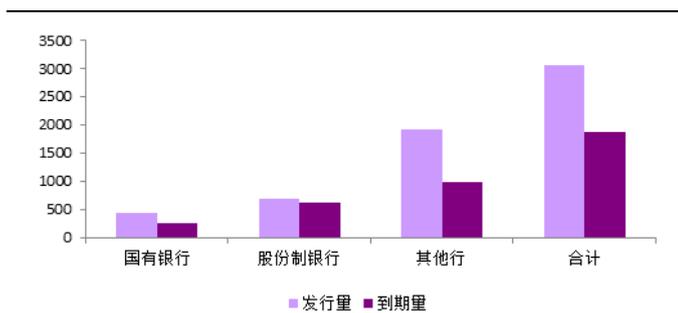
本周存单发行有所回暖, 商业银行累计发行存单 3056 亿元, 净发行 1175 亿元。

一是包商银行存量存单完成置换。7月9日, 全国银行间同业拆借中心完成了包商银行存量同业存单置换为新存单的工作, 上海清算所对新存单进行了登记。新存单于7月10日正式上市流通。清算所公布数据显示, 目前已完成置换的持有人共 249 家, 占纳入置换范围持有人的 96.5%; 置换涉及的存量同业存单券面金额 435.9 亿元, 占纳入置换范围同业存单的 96.4%。

二是中小银行存单发行规模延续复苏态势。本周国股存单累计净发行 1134 亿元, 较上周有所好转。城商行、农商行等中小行本周存单发行规模 1922 亿元, 到期 998 亿元, 净发行 924 亿元, 较上周提升 270 亿元, 且连续四周保持净发行状态。

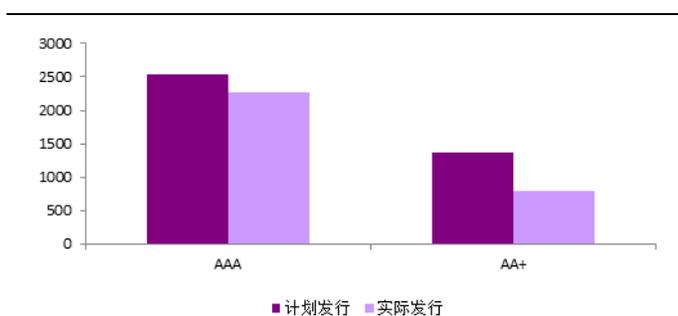
三是存单发行期限结构集中 1 年期。本周存单发行主要集中在 1 年期, 共计发行 1150 亿, 到期 476 亿元, 净发行 674 亿元。1 个月、6 个月和 9 个月期存单净发行量保持在 200-300 亿元, 3 个月发行量为 874 亿元。价格方面, 国股 1 个月、6 个月、9 个月价格分别为 2.20%、3.00%、2.97%, 较上周基本持平, 3 个月、1 年期价格分别 2.52%、3.10%, 较上周均上行 4bp。

图 7: 存单发行与到期情况 (按银行类型) 单位: 亿元



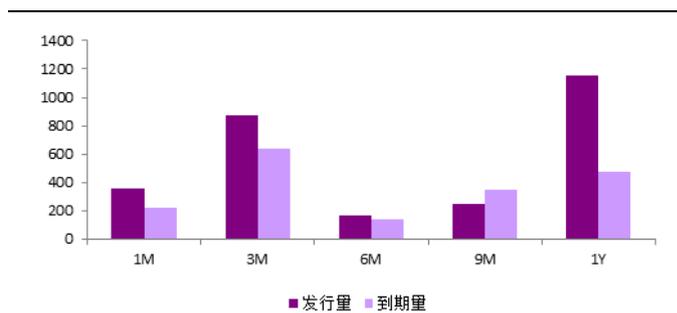
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 9: 低评级存单认购情况 单位: 亿元



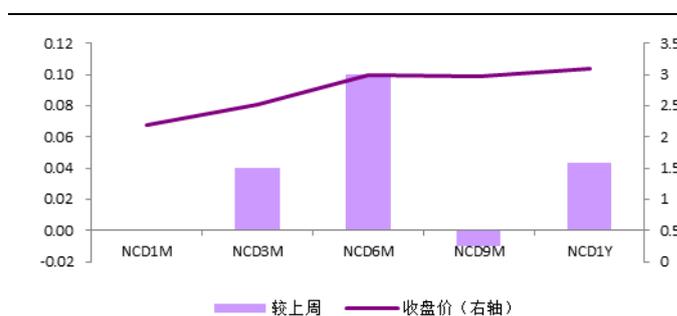
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 8: 存单发行与到期情况 (按发行期限) 单位: 亿元



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 10: 国股存单价格运行情况 单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

3、6 月金融数据点评

3.1、6 月金融数据基本情况

7 月 12 日, 央行发布 2019 年 6 月及上半年金融数据。上半年人民币贷款增加 9.67 万亿元, 同比多增 6440 亿元。分部门看, 住户部门贷款增加 3.76 万亿元, 其中, 短期贷款增加 1 万亿元, 中长期贷款增加 2.75 万亿元; 非金融企业及机关团体贷款增加 6.26 万亿元, 其中, 短期贷款增加 1.47 万亿元, 中长期贷款增加 3.48 万亿元, 票据融资增加 1.18 万亿元; 非银行业金融机构贷款减少 3565 亿元。6 月份, 人民币贷款增加 1.66 万亿元, 同比少增 1786 亿元。6 月末人民币贷款余额 145.97 万亿元, 同比增长 13%。

表 2: 6 月新增贷款情况 (亿元)

单位: 亿元	当月新增	同比增减		当月新增	同比增减		当月新增	同比增减		当月新增	同比增减
新增人民币贷款	16600	-1800	短期贷款及票据	8036	128	中长期贷款	8611	-24			
-居民	7617	544	居民短期	2667	297	居民中长期	4858	224			
-企业	9105	-714	企业短期	4408	1816	企业中长期	3753	-248	票据融资	961	-1986
-非银行业金融机构	-161	-1809									

资料来源: Wind, 光大证券研究所

货币方面, 6 月末, 广义货币(M2)余额 192.14 万亿元, 同比增长 8.5%, 增速与上月末持平, 比上年同期高 0.5 个百分点; 狭义货币(M1)余额 56.77 万亿元, 同比增长 4.4%, 增速比上月末高 1 个百分点, 比上年同期低 2.2 个百

分点。

表 3：6 月末货币增长情况

%	同比增速	较去年同期变动	上月增速
M2	8.5	0.5	8.5
M1	4.4	-2.2	3.4
M0	4.3	0.4	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所

6 月份社会融资规模增量为 2.26 万亿元，受基数效应影响，社融同比增速 10.9%。6 月份，银行信贷占新增社融比为 74%，影子银行体系收缩稳定，因季节性信贷冲量影响表外票据业务有所收缩。6 月份，受资金面相对宽松影响，企业债券、地方政府债券发行提速，尤其是地方政府债券在政策支持下增加较多。6 月份为半年末，银行体系核销力度加大。

表 4：6 月当月社融增长情况 (亿元)

单位：亿元	当月新增社融	新增社融环比变动	新增社融同比变动
当月社会融资规模增量	22600	8648	7723
人民币贷款	16718	4863	-69
外币贷款	-4	-195	360
委托贷款	-827	-196	815
信托贷款	15	67	1638
未贴现票据	-1311	-541	2338
企业债券融资	1291	814	-59
非金融企业股票融资	153	-106	-105
地方政府专项债券	3579	2328	2560
ABS+ 贷款核销	2986	1614	244

资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、对公贷款投放回暖，料与半年冲量要求下项目储备前置有关

经过一季度开门红，银行业 4~5 月份信贷投放于二季度趋缓，特别是对公贷款增长较为疲软，部分银行继续呈现“月初回落、月末冲量”的特点，基建类新增贷款占比明显下降，而房贷产信贷供需两旺。金融数据反映出实体经济融资需求仍待提振，特别是反映投资需求的固定资产项目类中长期贷款增速明显放缓。从 6 月以来信贷投放情况看，对公信贷投放较之前月份出现发力迹象，这一方面与半年末企业用款需求加大有关，另一方面，受半年末考核因素影响，银行业信贷储备在 6 月有集中释放的需求，并有助于提升存款派生率。

近期，国常会要求要调整优化贷款结构，引导加大制造业、服务业信贷投放。鼓励大型银行完善贷款考核机制、设置专项奖励，确保今年制造业全部贷款、中长期贷款和信用贷款的余额均明显高于上年。在政策指引下，我们认为下半年对公中长期信贷投放，需要大型银行发挥更多作用。这一政策由于与现行经济状况所表现出的信贷安排具有明显差异，预计银行业为完成投放目标，需要对政府类基建项目加大投放，同时需要更加积极的财政政策予以配合。

3.3、房地产融资政策有所趋严

虽然房地产行业资金供需两旺，6 月份在按揭投放保持在较好态势。但

是，政策取向已出现一定程度转变，对于按揭贷款利率、房地产信贷投放总盘子、房地产企业其他融资渠道均呈现出指导性举措，用以力保“房住不炒”和“因城施策”。

今年5月，中国银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（简称“23号文”）。对于银行而言，在房地产行业政策方面，“23号文”指出，整治的重点是表内外资金直接或变相用于土地出让金融资；未严格审查房地产开发企业资质，违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资；个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房；资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场；并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎，资金被挪用于房地产开发。受23号文和监管趋严影响，我们理解本次房地产融资调控趋严为系统性工程，既有落实“一城一策”的调控要求，也有防范房地产融资风险的考虑。

未来，在房地产政策趋严下，预计下半年，对房地产行业的金融监管将继续强化，房贷利率继续下行的空间缩小，房企融资环境趋紧，房地产融资风险压力将加大。

3.4、零售信贷继续保持良好态势

6月零售贷款一如既往保持良好增长态势，信用卡、消费金融等短期贷款投放需求依然旺盛，住房按揭贷款增长平稳如一。今年以来，居民人民币中长期贷款增长较快，上半年同比增速超过17%，明显快于一般贷款增速。对于下半年零售贷款投放，我们预期仍较为乐观。一方面，我们认为银行业半年度预算规划有可能出现调整，在符合国家政策指引下，进一步向零售端进行倾斜，下半年零售业务仍是发力重点。另一方面，随着对公信贷项目储备逐步消耗，核心存款增长压力在下半年加大，银行有加大零售领域信贷投放，提高资产定价水平，用以巩固NIM平稳运行的诉求。

3.5、包商银行事件对信贷投放影响相对有限

包商银行事件自5月末发酵以来，市场关心中小银行可能出现同业去杠杆、缩表行为对信用供给形成的冲击。对此我们倾向于认为总体影响有限可控。主要理由如下：一是我国金融体系前21家主要银行占据大约8成左右市场份额，而剩余4000多家机构大约占据2成左右份额，局部冲击不影响信用增总量；二是今年以来主要观测到的是在低风险偏好下有效信贷需求不足问题，而不是资金供给问题，纵使出现结构性的供给收缩也影响有限，大型机构有动力通过信用下沉而填补服务空白；三是在中小金融机构跨域多元化受到抑制后，将更加扎根本地，服务基层，中长期看会提升服务实体经济的质效。

从6月份实际运营的情况看，中小银行遇到了较大的结构性流动性不平衡问题，部分银行需要保证流动性备付安全而信贷投放暂时性放缓。对于非银体系而言，6月份是传统的对非银融资回表季，部分银行对非银机构融资也出现负增长，但也有部分机构因价格较好而加大了中长期同业融出。最终，6月份中小银行信贷投放量好于去年同期，中小金融机构对实体经济贷款余额40万亿，同比增长17.2%。

4、风险提示

宏观经济增速超预期下行，银行业资产质量大幅恶化。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼