

宏观视角

2017年1月金融数据点评——大致合乎预期，未来信贷大幅扩张恐难以持续，表外融资扩张值得关注

丁文捷, Ph.D.
(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

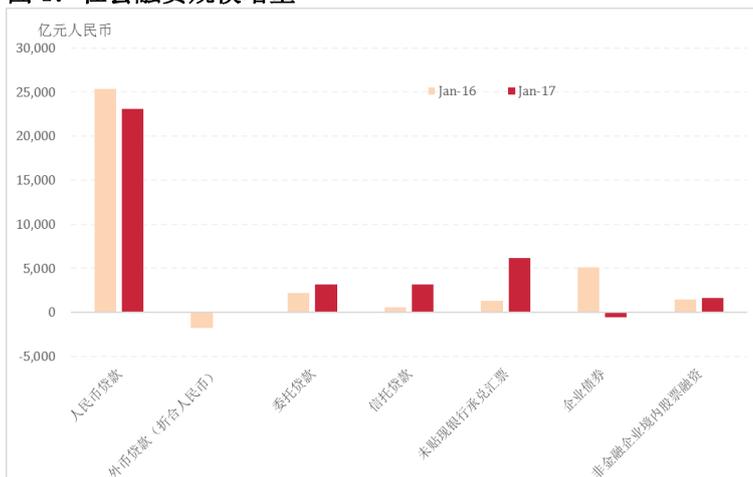
摘要: 2月14日，人行公布2017年1月金融统计数据——1月社会融资规模新增3.74万亿，比去年同期多增2,619亿元，创历史新高。新增人民币贷款2.03万亿，同比少增4,751亿元；其中，住户部门中长期贷款增加6,293亿元，非金融企业中长期贷款增加1.52万亿元，均创新高，企业票据融资大减4,521亿元。

主要观点: 考虑到年初冲量、春节错位等因素，信贷增速大致符合预期。在稳健中性的货币环境下，信贷大幅扩张大概率难以持续。但融资需求转向表外的趋势值得关注。

新增社融创历史新高。1月新增社融3.74万亿，同比多增2,619亿。其中对实体经济发放的人民币贷款新增2.31万亿元；受美元回调、人民币贬值压力较前几个月有所缓解，外币贷款由减转增126亿元。**表外融资是推升1月社融增长的主要因素之一。**随着地产调控进一步收紧，地产融资更多转向非标，继去年12月大增近7,250亿元后，1月委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票增长1.24万亿元。受利率上行、债市波动影响，1月债券发行继续放缓，债券净融资减少539亿元。但股权融资有所提速：非金融企业境内股票融资1,599亿元，环比多增771亿元。

由于今年地方债置换尚未启动，经调整后的社融余额（即官方社融剔除股票融资，再加上地方政府债券余额）同比增速放缓至16.16%左右，对比于去年12月的16.3%和去年11月的16.6%，体现货币政策的边际收紧的倾向。

图1：社会融资规模增量

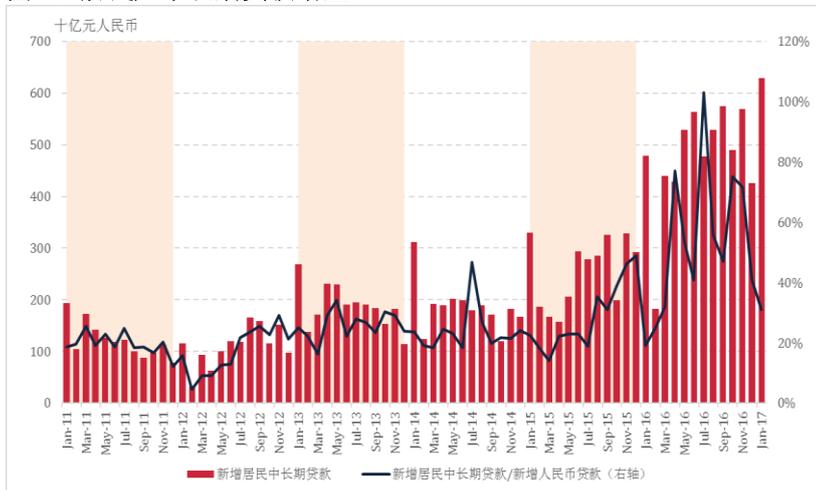


来源：中国人民银行，招银国际证券

居民中长期贷款仍在高位，但占比下降。自去年10月份密集出台房地产调控政策后，商品房销售逐渐走弱，去年12月开始房贷已经出现回落。但此趋势并未在今年1月份得到延续。1月居民中长期贷款增加6,293亿元，同比多增1,510亿元、环比多增2,034亿元。我们认为1月房贷高增的主要原因在于年初冲量以及去年房地产市场火爆时积压的房贷得到释放。但尽管如此，房贷在新增人民币贷款中的

占比连续三个月出现下降，1 月份为 31.0%（2016 年全年新增人民币贷款近 45% 来自房贷）。今年限贷限购政策预计将继续收紧，日前部分热点城市开始提高房贷利率，所以我们认为在经历年初信贷冲量之后，未来房贷回落风险较大，对信贷的支撑作用会弱化。

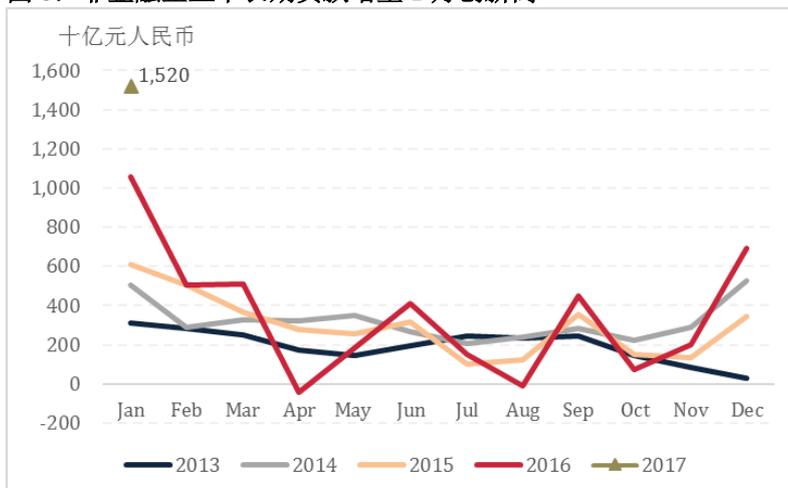
图 2：居民户中长期贷款增量



来源：中国人民银行，万得数据，招银国际证券

企业中长贷创新高。1 月非金融企业及机关团体贷款增加 1.56 万亿，其中短期贷款增加 1,229 亿，票据融资大减 4,521 亿，中长期贷款增加 1.52 万亿，创历史新高。我们认为企业中长贷的增长主要受益于以下原因：（1）年初冲量、储备项目集中释放；（2）近期制造业回暖、盈利状况改善带动制造业投资回升，企业端贷款需求得到提振；（3）新基建项目以及 PPP 项目加速推进，对中长期资金投放需求形成支撑；（4）替代效应的影响：12 月和 1 月债市动荡，债券发行放缓，部分融资需求回流到传统信贷渠道。

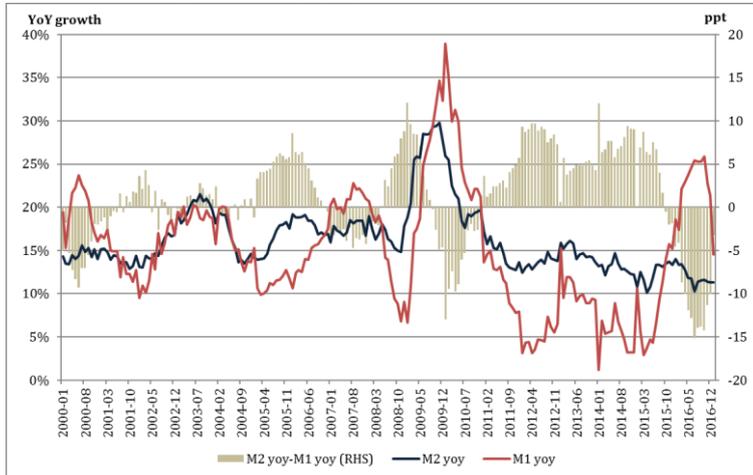
图 3：非金融企业中长期贷款增量 1 月创新高



来源：中国人民银行，万得数据，招银国际证券

M2 增速与上月持平；M1 增速再降，剪刀差继续收窄。1 月份 M1 同比增长 14.5%，增速较去年 12 月的 21.4% 大幅下降；M2 同比增长 11.3%，增速与去年 12 月持平。随着房地产销售继续降温、金融去杠杆推进，M1 增速下降的趋势或将持续。M1、M2 增速剪刀差于 1 月持续收窄，或暗示企业充裕的流动资金正回流到实体经济。

图 4: M1、M2 剪刀差持续收窄



来源：中国人民银行，万得数据，招银国际证券

未来信贷大幅扩张难以为继。尽管 1 月份在年初冲量、前期累积项目释放等因素带动下，贷款和社融规模增量可观，但是在稳健中性的货币政策主基调下，我们预计未来信贷扩张速度将放缓。在信贷结构上，也将较 2016 年有所优化——居民房贷部分的贡献预计将继续降低。金融去杠杆正在进行中，我们相信监管机构将通过加强金融监管、推进信贷差异化等措施，确保信贷资金能够支持实体经济的发展，避免在金融体系中空转。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。