

## 表外融资继续转冷，期待政策边际宽松

### ——中国央行6月金融数据简评

- ❖ **6月金融数据摘要：**6月社融新增1.18万亿元（人民币，下同），社融口径表内融资贡献142%，表外融资持续净减少6,915亿元，信托贷款、委托贷款收紧幅度环比加大，未兑现承兑汇票受票据融资激增影响大幅缩减。新增人民币贷款超预期增长至1.84万亿元，但主要由票据融资拉动。M2同比增速为8.0%，较上月下滑0.3个百分点；M1增速小幅回升至6.6%。
- ❖ **冰火两重天：表内放量难以补足表外缺口。**从增量结构上看，表内信贷投放超预期，然而未能抵消表外融资渠道“崩塌”的影响。今年上半年，社融累计新增9.1万亿元，同比少增2.03万亿元；社融口径人民币贷款贡献新增社融的96.3%；表外融资渠道在资管新规等强监管的“紧箍咒”下净减少1.26万亿元，同比少增约3.7万亿元；直接融资在企业债券融资回暖带动下新增1.27万亿元。我们认为，在表外业务的严监管环境下，旧有渠道被封堵之后，新的有效的融资体系如何构建及支持实体经济发展仍然需时，未来表外融资的收缩仍将拖累社融增速。
- ❖ **上半年新增人民币贷款结构呈现两大趋势：1) 企业贷款增长乏力。**整体企业贷款上半年新增5.17万亿元，同比多增7,473亿元，主要由于票据融资去年同期受监管及基数较低及今年5、6月份新增额大幅上升所致。而作为向实体经济提供贷款的关键指标，企业中长期贷款上半年新增3.72万亿元，较去年同期少增5,445亿元，今年每个月新增规模均少于去年。我们认为两个数据趋势的背离，一方面反映银行在信用风险增加的背景下风险偏好降低，另一方面表外融资需求无法完全回表一定程度上削减了实体经济的融资需求。**2) 居民短期贷款增长加快。**以按揭为主的居民中长期贷款仍为居民贷款的主要增长动力，但今年上半年增速有所放缓，新增2.5万亿元，较去年同期少增0.32万亿元。与此同时，居民短期贷款上半年大幅新增1.1万亿元，较去年同期多增1,426亿元，占新增居民贷款总额的比例达到30.6%，一定程度上反映了银行贷款投向的偏好。
- ❖ **M2及社融增速不及预期。**6月M2同比增速下滑至8.0%，环比下降0.3个百分点，但M1增速小幅回升至6.6%。6月存款增长转弱，月末余额较上年同期增长8.1%，增速环比下滑0.8个百分点。在企业信贷及流动性收紧的情况下，企业存款上半年仅新增2,970亿元，而去年同期则新增1.38万亿元。6月新增社融1.18万亿元，低于市场预期的1.4万亿元。截至6月末，社融存量规模为183.27万亿元，同比增长9.8%；经股票融资和地方债置换等因素调整后的社融规模同比增长11.1%，两者增速均较上月下探0.5个百分点。
- ❖ **我们预期2018年下半年政策环境将延续边际宽松，为实体经济带来更多支持。**面对目前国内信用风险加速暴露、中美贸易摩擦升级、美联储加息进程加快、国内经济面临更大下行压力的局面，除了上半年公布的降准及针对小微贷款的激励措施等之外，我们认为下一步为确保实体经济稳定健康发展，财政政策的扩张及严监管推进的步伐放缓十分必要。在财政方面，我们已看到地方债发行提速、政府支出加快及推出减税降费等措施，同时我们预计最快在第三季度央行还将推出降准，保障合理的流动性结构和总量，降低实体经济的融资成本。

丁文捷 博士

电话：(852) 3900 0856

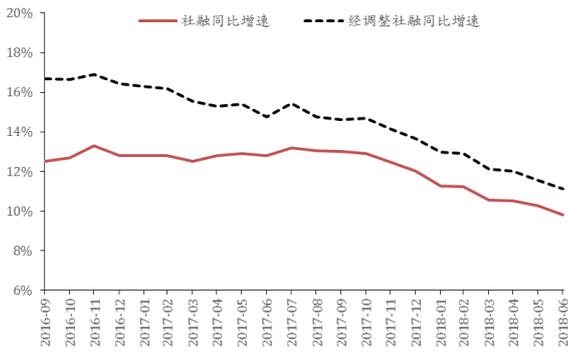
邮件：[dingwenjie@cmbi.com.hk](mailto:dingwenjie@cmbi.com.hk)

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

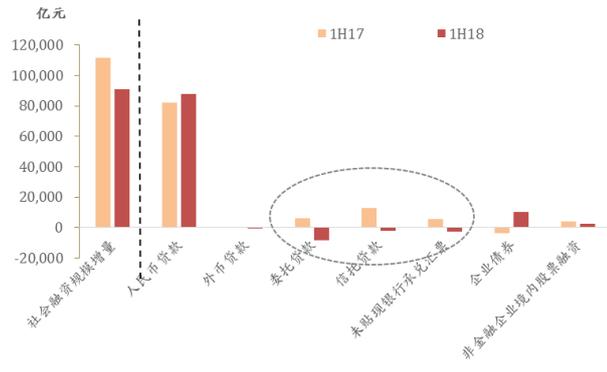
邮件：[suixiaomeng@cmbi.com.hk](mailto:suixiaomeng@cmbi.com.hk)

图 1: 6 月新增社融低于预期



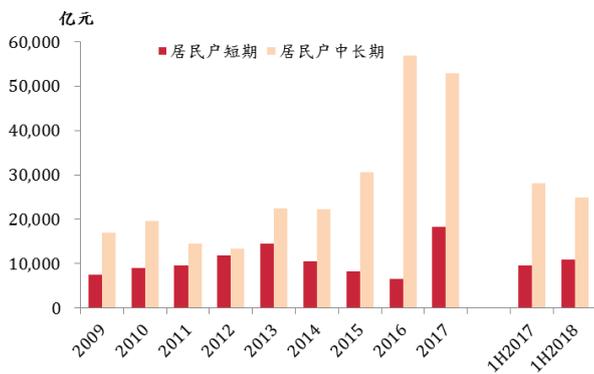
资料来源: 中国人民银行、万得、招银国际证券

图 2: 2018 年上半年表外融资大幅缩减



资料来源: 中国人民银行、万得、招银国际证券

图 3: 居民短期贷款加快增长



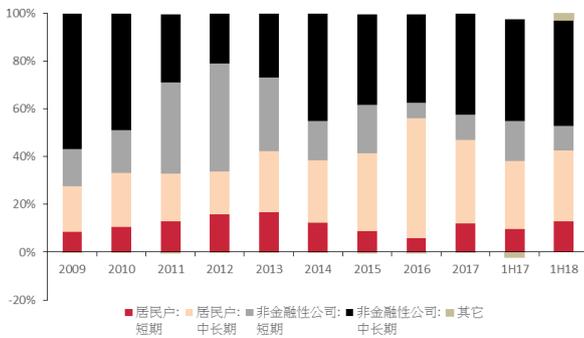
资料来源: 中国人民银行、万得、招银国际证券

图 4: 1H18 新增居民短期贷款占新增居民贷款总额 30.6%



资料来源: 中国人民银行、万得、招银国际证券

图 5: 新增居民贷款占比超过新增企业贷款占比



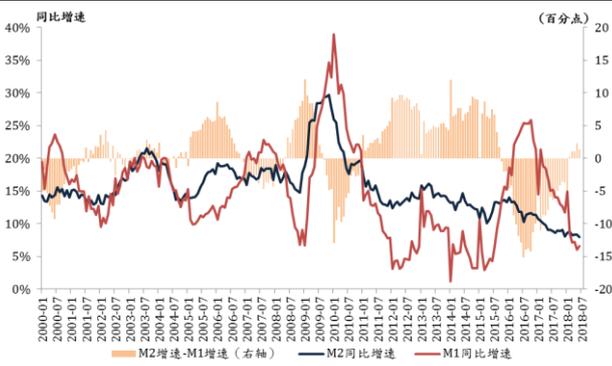
资料来源: 中国人民银行、万得、招银国际证券

图 6: 企业中长期贷款增速不及去年



资料来源: 中国人民银行、万得、招银国际证券

图 7: M2 增速再度下探低位至 8.0%，M1 增速小幅反弹



资料来源: 中国人民银行、万得、招银国际证券

## 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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 及 46 楼

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上责任。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士。