

2017 周度报告 · 2018.01.26

## 信贷社融超预期回落，M2 增速创新低

—12 月金融数据点评

分析员： 何慧  
电 话： 021-60281622  
邮 箱： hehui@zhqh.com.cn  
咨询证号： Z0011420

### 数据：

- 12 月新增人民币贷款 5844 亿元，前值 11200 亿元。
- 12 月新增社融规模 11400 亿元，前值 16196 亿元。
- 12 月 M2 同比 8.2%，增速创历史新低，前值 9.1%。12 月 M1 同比 11.8%，前值 12.7%。

### 摘要：

#### 1. 关于信贷：年末银行贷出意愿减弱，信贷数据低于预期。

年末，银行由于监管指标考核的压力，某种程度上压缩了表内贷款的投放，导致贷款增量是全年的最低值，尤其是股份制银行，受制于各种考核和负债端压力。

居民中长期贷款和企业中长期贷款的增长仍占主导位置，而居民中长期贷款的占比进一步提升，显示居民加杠杆的进程仍在延续，这也是整个实体经济的复苏的关键。

但通常情况下，年初以来信贷的投放速度较快，贷款利率也有一定程度的上升。

#### 2、关于社融：表内信贷拖累社融，直接与表外融资相对平稳。

12 月社融的下滑主要受表内贷款下滑的拖累。

表外融资来看，12 月份委托贷款和信托贷款规模仍然较高，两者均为四季度以来最高，但未来随着金融监管政策的密集出台，尤其是对通道和非标业务的约束，融资需求或进一步向表内贷款转移。

直接融资来看，债券、股票融资双双回落。年末利率上行致使企业债券融资意愿转弱。受到 IPO 审核趋严影响，股票融资规模回落。

#### 3. 关于货币：M2 增速创新低，非银存款是主因。

M2 同比增速回落，从信用派生的角度来看，非银金融机构存款减少是主因。金融监管趋严背景下，居民储蓄与企业流动资金由表外回流表内。

值得关注的是，今年 M2 增速明显低于 GDP 名义增速。以往 M2 目标的制定是 GDP 增速加上 CPI 加上 2-3 个百分点的资金漏损来制定，即 M2 一般都是高于 GDP 名义增长，未来这一思路会有所调整。

**正文：**

**1. 关于信贷：年末银行贷出意愿减弱，信贷数据低于预期。**

12月信贷总量回落，供给、需求都有一定原因，需求端部分国企或受到去杠杆压力，扩张放缓、加速偿还，供给部分居民房贷受到压制，金融监管趋严叠加银行年末资金贷出意愿减弱。

年末，银行由于监管指标考核的压力，某种程度上压缩了表内贷款的投放，导致贷款增量是全年的最低值，尤其是股份制银行，受制于各种考核和负债端压力，12月几乎没有新增信贷，大行也明显弱于去年同期。

从分项来看，居民中长期贷款和企业中长期贷款的增长仍占主导位置，两类贷款加总接近总贷款的增量。而居民中长期贷款的占比进一步提升，显示居民加杠杆的进程仍在延续，这也是整个实体经济的复苏的关键。

但年末贷款的压降并不意味融资需求的放缓。通常情况下，年初以来信贷的投放速度较快，银行也表示各类型贷款需求旺盛。而年初以来贷款利率也有一定程度的上升。

**数据：新增人民币贷款**

	2017-11	2017-12	变动
新增人民币贷款	11200	5844	-5356
短期贷款及票据融资	2610	636.51	-1973.49
中长期贷款	8453	5171	-3282
非银行业金融机构贷款	-169	-47	122

**数据：居民、企业部门新增贷款**

	2017-11	2017-12	变动
居民贷款	6205	3294	-2911
企业贷款	5226	2432	-2794
居民贷款（短期）	2028	181	-1847
居民贷款（中长期）	4178	3112	-1066
企业贷款（短期）	197	-984	-1181
企业贷款（中长期）	4275	2059	-2216
票据融资	385	1440	1055

**数据：居民、企业部门新增贷款占比**

	2017-11	2017-12	变动
居民中长期新增贷款占比	37%	53%	16%
居民短期新增贷款占比	18%	3%	-15%
企业中长期新增贷款占比	38%	35%	-3%
企业短期新增贷款占比	2%	-17%	-19%

图 1: 新增人民币贷款 (亿元)

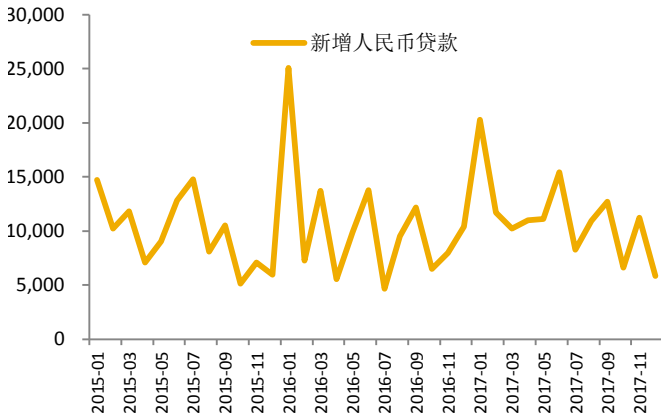
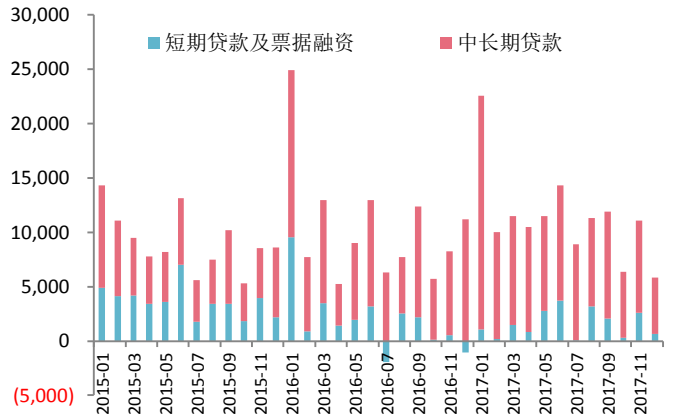


图 2: 短期与中长期贷款规模 (亿元)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 3: 居民与企业贷款规模 (亿元)

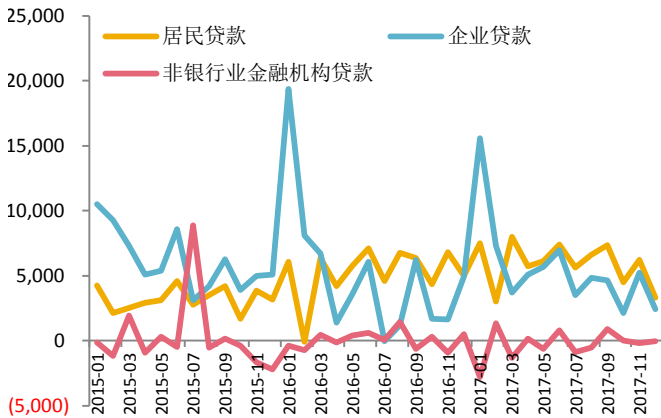
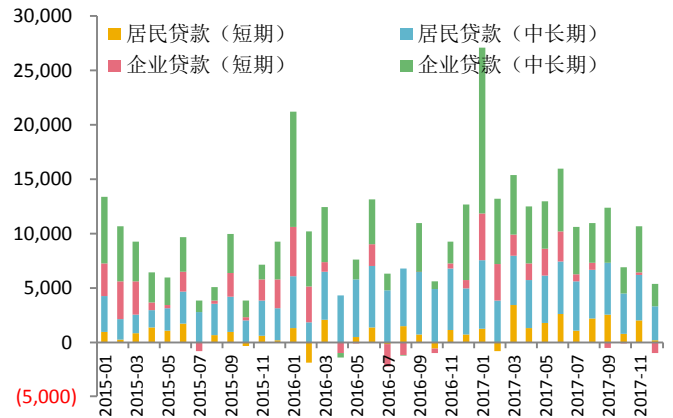
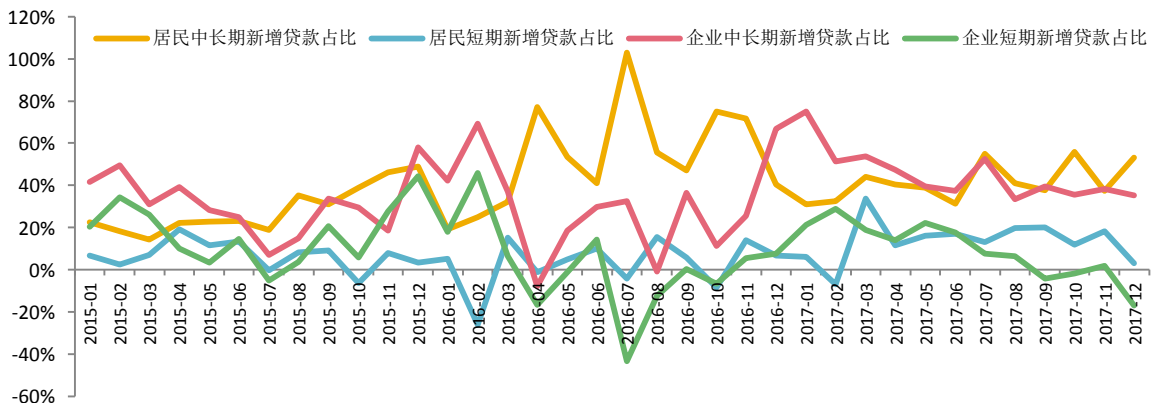


图 4: 居民与企业短期、中长期贷款规模 (亿元)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 5: 居民与企业新增贷款占比 (%)



数据来源: wind, 中辉期货

## 2、关于社融：表内信贷拖累社融，直接与表外融资相对平稳。

12月社融的下滑主要受表内贷款下滑的拖累，其他分项环比来看并没有出现较大幅度收缩。

表外融资来看，各项环比均上行，显示实体融资需求仍强。非标环比多增1838亿元，其中委托贷款、信托贷款和未贴现承兑汇票环比分别多增322亿元、854亿元和662亿元。受政策限制，房地产与城投等持续绕道非标融资，暗示地产、基建相关实体融资需求仍强。

但值得注意的是，12月份委托贷款和信托贷款规模仍然较高，两者均为四季度以来最高，主因是大资管新规落地前非标增量较多，银行理财在年末集中冲了一把非标规模。随着金融监管政策的密集出台，尤其是对通道和非标业务的约束，未来表外委托贷款和信托贷款的增量可能会下滑，融资需求进一步向表内贷款转移。银监会“4号文”将继续严厉打击同业套利和非标通道，引导资金流向实体经济。

直接融资来看，债券、股票融资双双回落，直接融资占比仍低。年末利率上行致使企业债券融资意愿转弱，12月信用债发行利率持续上升造成企业债券融资量下滑。但2018年来看，随着贷款利率上升，债券的比价效应改善，债券发行可能部分恢复。受到IPO审核趋严影响，股票融资规模回落，非金融企业境内股票融资环比同比双双回落，环比下降532亿元。

### 数据：社会融资规模（表内、表外、直接）

	2017-11	2017-12	变动	当月占比
社会融资规模	16196	11398	-4798	
人民币贷款	11428	5769	-5659	51%
外币贷款	198	169	-29	1%
表外融资	1729	3523	1794	31%
直接融资	2244	1135	-1109	10%

### 数据：表外融资（委托、信托、汇票）

	2017-11	2017-12	变动
委托贷款	280	601	321
信托贷款	1434	2245	811
承兑汇票	15	676	661

### 数据：直接融资（企业债券、股票融资）

	2017-11	2017-12	变动
企业债券融资	920	343	-577
股票融资	1324	792	-532

图6：社会融资规模（亿元）

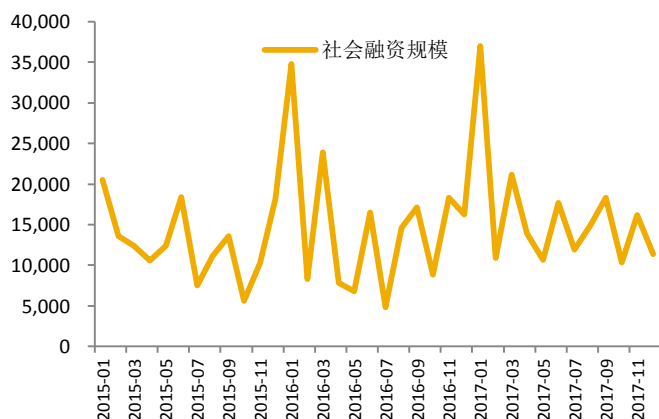
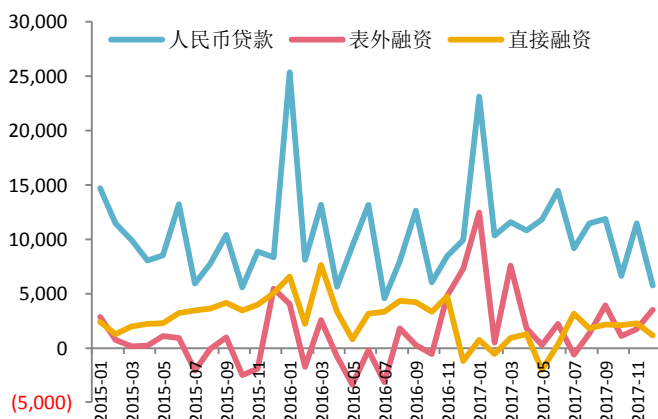


图7：社融的结构变化（亿元）



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 8: 表外融资分项 (亿元)

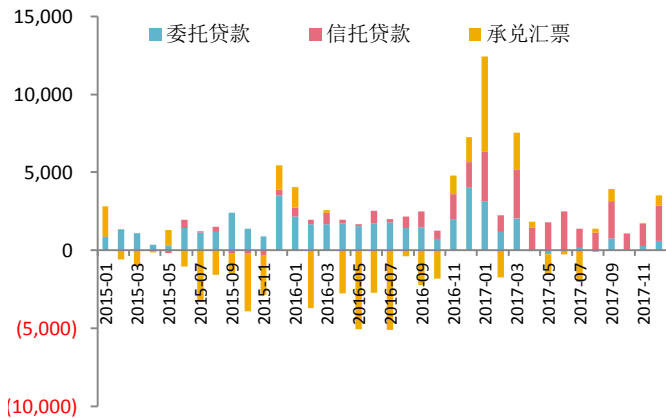
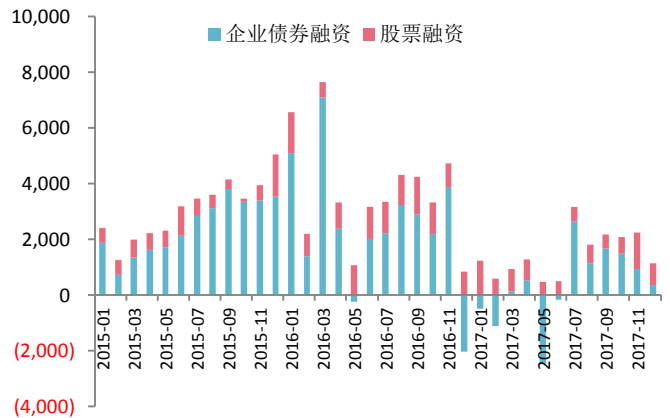


图 9: 直接融资分项 (亿元)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 10: 人民币贷款占比 (亿元)

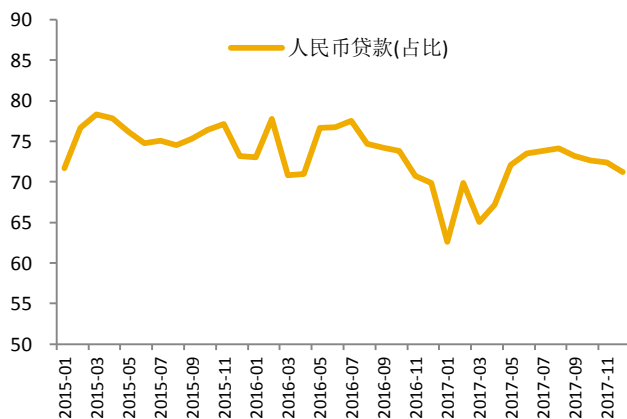
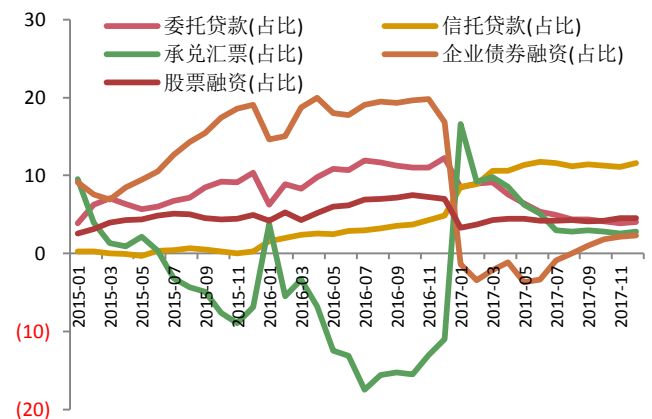


图 11: 表外融资、直接融资分项占比 (亿元)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

### 3. 关于货币: M2 增速创新低, 非银存款是主因。

三大统计口径的货币供应均出现不同程度的回落, 其中 M0 同比 3.4%, 回落 2.3 个百分点, 回落幅度最大, M1 和 M2 同比分别为 11.8%、8.2%, 均回落 0.9 个百分点。对比来看, M1 中流通货币在减少, 单位活期存款相对在上升。

M2 同比增速回落, 从信用派生的角度来看, 非银金融机构存款减少是主因, 反映银行压缩同业、货币、债基等多种形式配置, 资金逐渐从非银机构撤回。金融监管趋严背景下, 居民储蓄与企业流动资金由表外回流表内, 居民、企业存款同比多增, 也符合季节规律; 年末财政投放加大力度, 财政存款净减少 1.2 万亿, 处在正常水平。

值得关注的是, 今年 M2 增速明显低于 GDP 名义增速。以往 M2 目标的制定是 GDP 增速加上 CPI 加上 2-3 个百分点的资金漏损来制定, 即 M2 一般都是高于 GDP 名义增长, 未来这一思路会有所调整。2017 年, M2 低于 GDP 名义增速是去杠杆的体现, 部分源于压缩了一些资金在金融体系的空转, 尤其是同业资产和同业负债的压缩。

2018 年来看，如果信贷投放得到保障，虽然表外和非标融资受到一定限制，但外汇占款在人民币汇率稳定的情况下可能相对好于 2017 年，整体看 M2 未必还会大幅下行，可能 8%-9% 的区间保持稳定。

数据：货币供应 (M0, M1, M2)

	2017-11	2017-12	变动
M0	5.7	3.4	-2.3
M1	12.7	11.8	-0.9
M2	9.1	8.2	-0.9

数据：新增人民币存款及各部分存款 (亿元)

	2017-11	2017-12	变动
新增人民币存款	15700	-7929	-23629
居民存款	1455	7797	6342
企业存款	7181	13293	6112
财政存款	-378	-12330	-11952
非银机构存款	4372	-9129	-13501

图 12: M0 同比 (%)

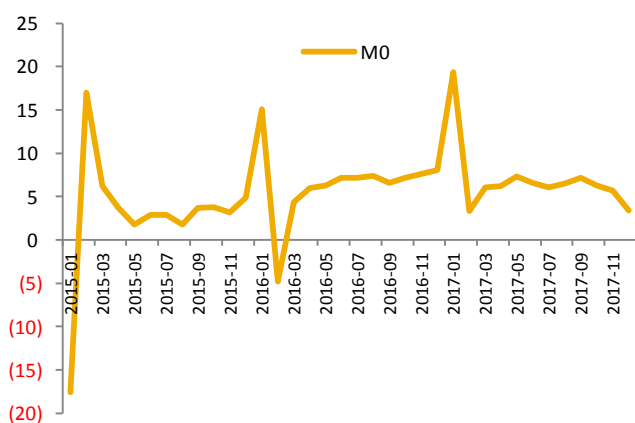
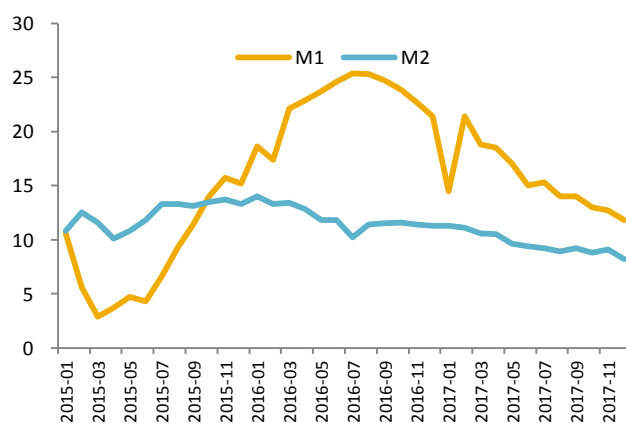
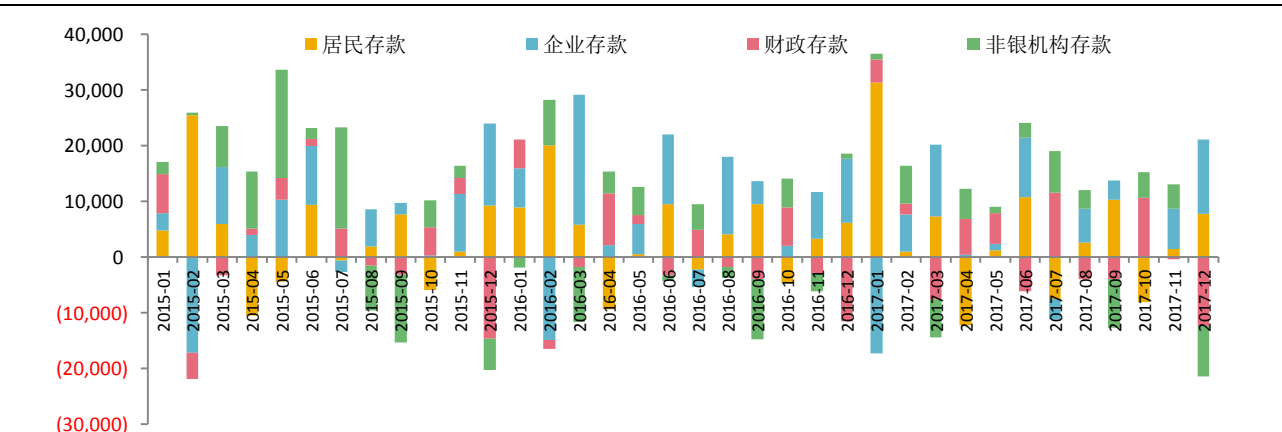


图 13: M1 与 M2 同比 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 14: 各单位新增人民币存款 (亿元)



数据来源: wind, 中辉期货

图 15: 居民存款 (亿元)

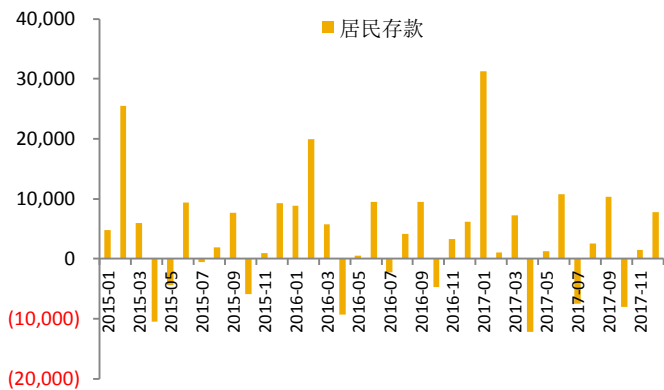
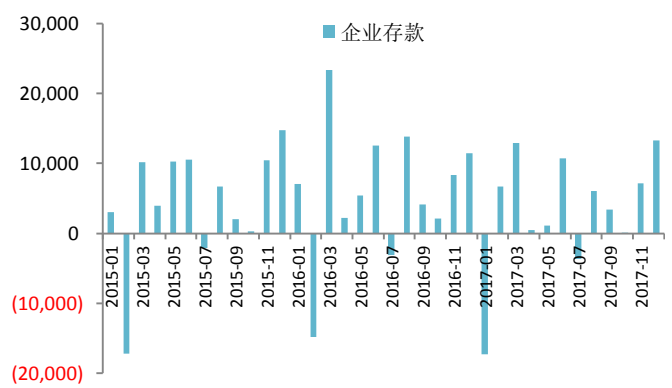


图 16: 企业存款 (亿元)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 17: 财政存款 (亿元)

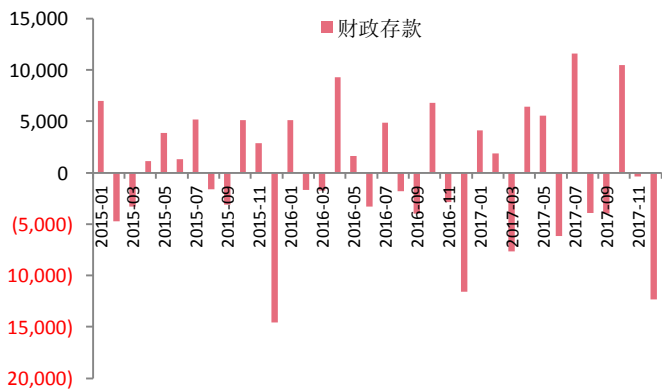
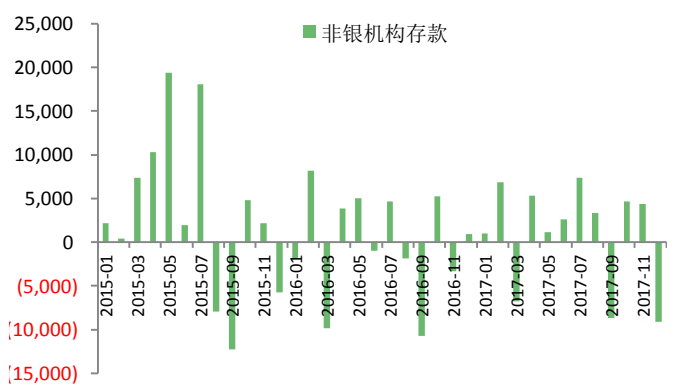


图 18: 非银机构存款 (亿元)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

## 4、后期货币政策展望

货币政策看, 短期加息概率较低, 2018 年货币政策仍以上调公开市场操作利率和定向降准组合为主。央行存贷款基准利率加息需要一定的必要条件, 如经济过热、通胀连续数月超过 3%、或者资产泡沫严重, 而当下并不具备这些条件。另外, 货币政策一般是滞后的。我们认为 2018 年货币政策仍以上调公开市场操作利率和定向降准组合为主, 金融去杠杆将延续, 货币政策难以放松。

### 备注:

M0=流通中现金 (通货发行额-金融机构库存现金, 指银行体系以外各个单位的库存现金和居民手持现金)

M1=M0+单位活期存款

M2=M1+单位定期存款+个人的储蓄存款+证券公司的客户保证金

M3=M2+具有高流动性的证券和其它资产

## 免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉期货有限公司

<http://www.zhqh.com.cn>

中辉期货客户服务电话 400-006-6688