

## 2017年1月金融數據點評——大致合乎預期，未來信貸大幅擴張恐難以持續，表外融資擴張值得關注

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

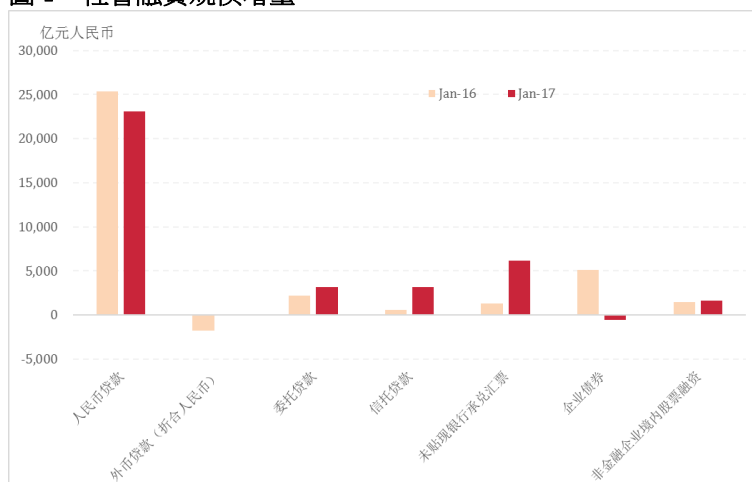
**摘要：**2月14日，人行公布2017年1月金融統計數據——1月社會融資規模新增3.74萬億，比去年同期多增2,619億元，創歷史新高。新增人民幣貸款2.03萬億，同比少增4,751億元；其中，住戶部門中長期貸款增加6,293億元，非金融企業中長期貸款增加1.52萬億元，均創新高，企業票據融資大減4,521億元。

**主要觀點：**考慮到年初衝量、春節錯位等因素，信貸增速大致符合預期。在穩健中性的貨幣環境下，信貸大幅擴張大概率難以持續。但融資需求轉向表外的趨勢值得關注。

**新增社融創歷史新高。1月新增社融3.74萬億，同比多增2,619億。**其中對實體經濟發放的人民幣貸款新增2.31萬億元；受美元回調、人民幣貶值壓力較前幾個月有所緩解，外幣貸款由減轉增126億元。**表外融資是推升1月社融增長的主要因素之一。**隨著地產調控進一步收緊，地產融資更多轉向非標，繼去年12月大增近7,250億元後，1月委托貸款、信托貸款和未貼現銀行承兌匯票增長1.24萬億元。受利率上行、債市波動影響，1月債券發行繼續放緩，債券淨融資減少539億元。但股權融資有所提速：非金融企業境內股票融資1,599億元，環比多增771億元。

由于今年地方債置換尚未啟動，經調整後的社融餘額（即官方社融剔除股票融資，再加上地方政府債券餘額）同比增速放緩至16.16%左右，對比于去年12月的16.3%和去年11月的16.6%，體現貨幣政策的邊際收緊的傾向。

圖1：社會融資規模增量

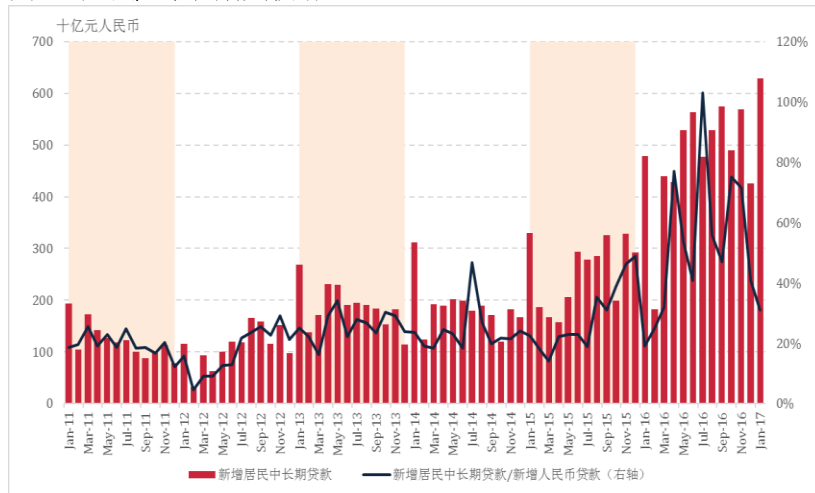


來源：中國人民銀行，招銀國際證券

**居民中長期貸款仍在高位，但占比下降。**自去年10月份密集出臺房地產調控政策後，商品房銷售逐漸走弱，去年12月開始房貸已經出現回落。但此趨勢并未在今年1月份得到延續。1月居民中長期貸款增加6,293億元，同比多增1,510億元、環比多增2,034億元。我們認為1月房貸高增的主要原因在于年初衝量以及去年地產市場火爆時積壓的房貸得到釋放。但儘管如此，房貸在新增人民幣貸款中的

占比連續三個月出現下降，1月份為31.0%（2016年全年新增人民幣貸款近45%來自房貸）。今年限貸限購政策預計將繼續收緊，日前部分熱點城市開始提高房貸利率，所以我們認為在經歷年初信貸衝量之後，未來房貸回落風險較大，對信貸的支撐作用會弱化。

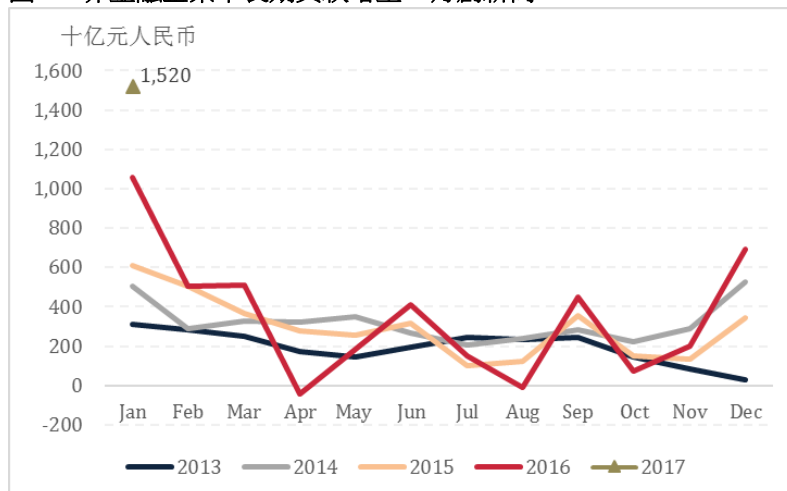
圖 2：居民戶中長期貸款增量



來源：中國人民銀行，萬得數據，招銀國際證券

**企業中長貸創新高。**1月非金融企業及機關團體貸款增加1.56萬億，其中短期貸款增加1,229億，票據融資大減4,521億，中長期貸款增加1.52萬億，創歷史新高。我們認為企業中長貸的增長主要受益於以下原因：（1）年初衝量、儲備項目集中釋放；（2）近期製造業回暖、盈利狀況改善帶動製造業投資回升，企業端貸款需求得到提振；（3）新基建項目以及PPP項目加速推進，對中長期資金投放需求形成支撐；（4）替代效應的影響：12月和1月債市動蕩，債券發行放緩，部分融資需求回流到傳統信貸渠道。

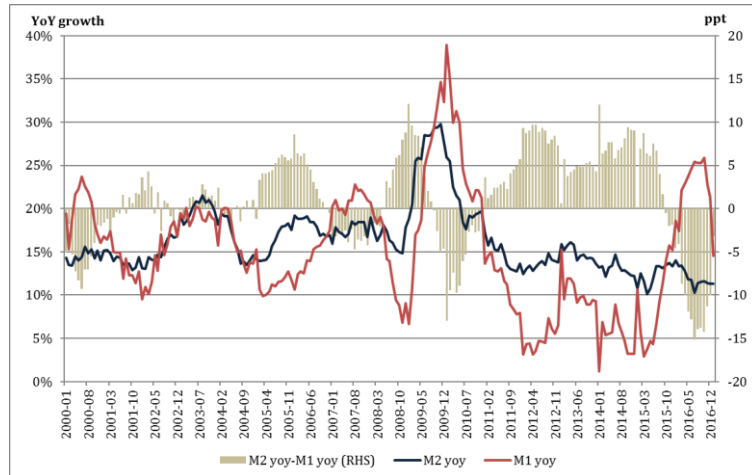
圖 3：非金融企業中長期貸款增量 1 月創新高



來源：中國人民銀行，萬得數據，招銀國際證券

**M2 增速與上月持平；M1 增速再降，剪刀差繼續收窄。**1 月份 M1 同比增長 14.5%，增速較去年 12 月的 21.4% 大幅下降；M2 同比增長 11.3%，增速與去年 12 月持平。隨著房地產銷售繼續降溫、金融去杠杆推進，M1 增速下降的趨勢或將持續。M1、M2 增速剪刀差于 1 月持續收窄，或暗示企業充裕的流動資金正回流到實體經濟。

**圖 4: M1、M2 剪刀差持續收窄**



來源：中國人民銀行，萬得數據，招銀國際證券

**未來信貸大幅擴張難以為繼。**儘管 1 月份在年初衝量、前期累積項目釋放等因素帶動下，貸款和社融規模增量可觀，但是在穩健中性的貨幣政策主基調下，我們預計未來信貸擴張速度將放緩。在信貸結構上，也將較 2016 年有所優化——居民房貸部分的貢獻預計將繼續降低。金融去杠杆正在進行中，我們相信監管機構將通過加強金融監管、推進信貸差異化等措施，確保信貸資金能夠支持實體經濟的發展，避免在金融體系中空轉。

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。