

表外融資繼續轉冷，期待政策邊際寬鬆

——中國央行6月金融資料簡評

- ❖ **6月金融資料摘要：**6月社融新增1.18萬億元（人民幣，下同），社融口徑表內融資貢獻142%，表外融資持續淨減少6,915億元，信託貸款、委託貸款收緊幅度環比加大，未兌現承兌匯票受票據融資激增影響大幅縮減。新增人民幣貸款超預期增長至1.84萬億元，但主要由票據融資拉動。M2同比增速為8.0%，較上月下滑0.3個百分點；M1增速小幅回升至6.6%。
- ❖ **冰火兩重天：表內放量難以補足表外缺口。**從增量結構上看，表內信貸投放超預期，然而未能抵消表外融資管道“崩塌”的影響。今年上半年，社融累計新增9.1萬億元，同比少增2.03萬億元；社融口徑人民幣貸款貢獻新增社融的96.3%；表外融資管道在資管新規等強監管的“緊箍咒”下淨減少1.26萬億元，同比少增約3.7萬億元；直接融資在企業債券融資回暖帶動下新增1.27萬億元。我們認為，在表外業務的嚴監管環境下，舊有管道被封堵之後，新的有效的融資體系如何構建及支援實體經濟發展仍然需時，未來表外融資的收縮仍將拖累社融增速。
- ❖ **上半年新增人民幣貸款結構呈現兩大趨勢：1) 企業貸款增長乏力。**整體企業貸款上半年新增5.17萬億元，同比多增7,473億元，主要由於票據融資去年同期受監管及基數較低及今年5、6月份新增額大幅上升所致。而作為向實體經濟提供貸款的關鍵指標，企業中長期貸款上半年新增3.72萬億元，較去年同期少增5,445億元，今年每個月新增規模均少於去年。我們認為兩個數據趨勢的背離，一方面反映銀行在信用風險增加的背景下風險偏好降低，另一方面表外融資需求無法完全回表一定程度上削減了實體經濟的融資需求。2) **居民短期貸款增長加快。**以按揭為主的居民中長期貸款仍為居民貸款的主要增長動力，但今年上半年增速有所放緩，新增2.5萬億元，較去年同期少增0.32萬億元。與此同時，居民短期貸款上半年大幅新增1.1萬億元，較去年同期多增1,426億元，占新增居民貸款總額的比例達到30.6%，一定程度上反映了銀行貸款投向的偏好。
- ❖ **M2及社融增速不及預期。**6月M2同比增速下滑至8.0%，環比下降0.3個百分點，但M1增速小幅回升至6.6%。6月存款增長轉弱，月末餘額較上年同期增長8.1%，增速環比下滑0.8個百分點。在企業信貸及流動性收緊的情況下，企業存款上半年僅新增2,970億元，而去年同期則新增1.38萬億元。6月新增社融1.18萬億元，低於市場預期的1.4萬億元。截至6月末，社融存量規模為183.27萬億元，同比增長9.8%；經股票融資和地方債置換等因素調整後的社融規模同比增長11.1%，兩者增速均較上月下探0.5個百分點。
- ❖ **我們預期2018年下半年政策環境將延續邊際寬鬆，為實體經濟帶來更多支援。**面對目前國內信用風險加速暴露、中美貿易摩擦升級、美聯儲加息進程加快、國內經濟面臨更大下行壓力的局面，除了上半年公佈的降准及針對小微貸款的激勵措施等之外，我們認為下一步為確保實體經濟穩定健康發展，財政政策的擴張及嚴監管推進的步伐放緩十分必要。在財政方面，我們已看到地方債發行提速、政府支出加快及推出減稅降費等措施，同時我們預計最快在第三季度央行還將推出降准，保障合理的流動性結構和總量，降低實體經濟的融資成本。

丁文捷 博士

電話：(852) 3900 0856

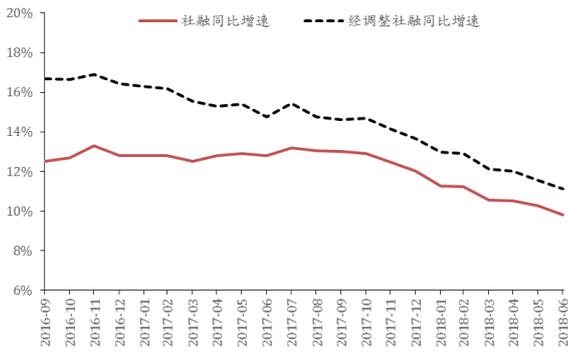
郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

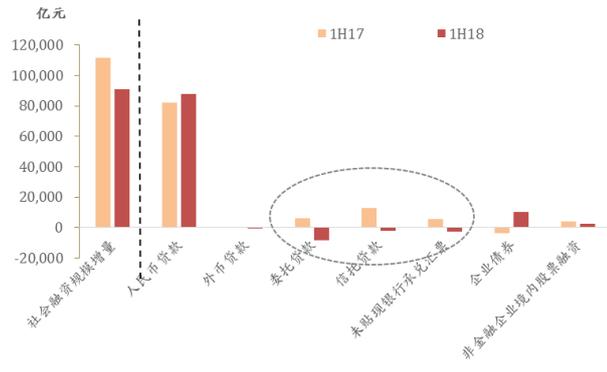
郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

圖 1: 6 月新增社融低於預期



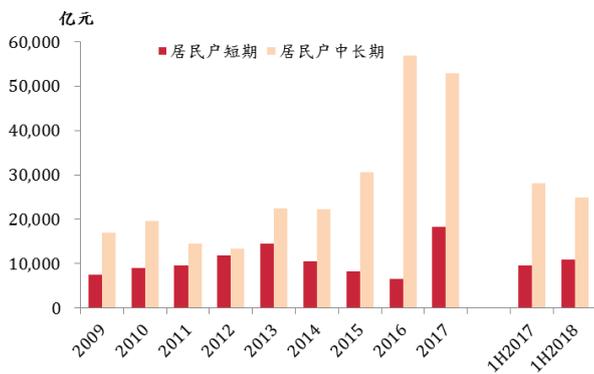
資料來源: 中國人民銀行、萬得、招銀國際證券

圖 2: 2018 年上半年表外融資大幅縮減



資料來源: 中國人民銀行、萬得、招銀國際證券

圖 3: 居民短期貸款加快增長



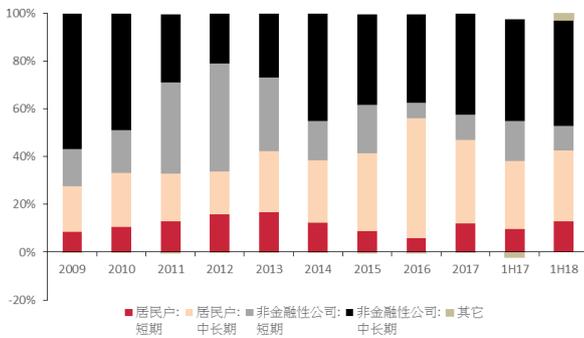
資料來源: 中國人民銀行、萬得、招銀國際證券

圖 4: 1H18 新增居民短期貸款占新增居民貸款總額 30.6%



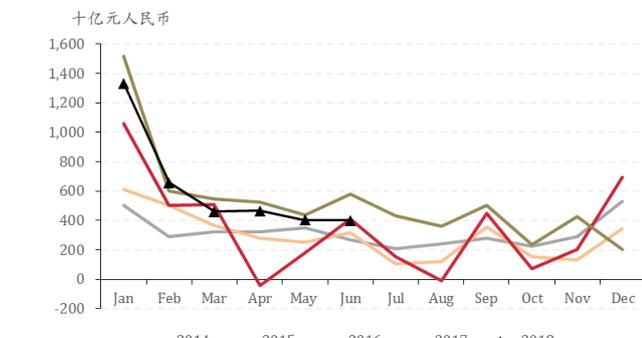
資料來源: 中國人民銀行、萬得、招銀國際證券

圖 5: 新增居民貸款占比超過新增企業貸款占比



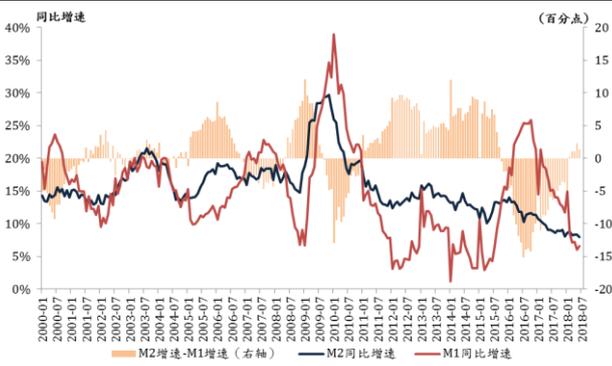
資料來源: 中國人民銀行、萬得、招銀國際證券

圖 6: 企業中長期貸款增速不及去年



資料來源: 中國人民銀行、萬得、招銀國際證券

圖 7: M2 增速再度下探低位至 8.0%，M1 增速小幅反彈



資料來源: 中國人民銀行、萬得、招銀國際證券

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）發表於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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 及 46 樓

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。報告所載資料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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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 年證券交易法規則 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士。