

相关研究

《外贸增速转负，汇率短期走稳——18年12月外贸数据点评》2019.01.15
《CPI继续回落，通缩风险未消——18年12月物价数据点评》2019.01.10
《12月外储回升，流动性保持充裕——12月外储数据点评》2019.01.08

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

社融下行趋缓，杠杆从去到稳

——18年12月金融数据点评

投资要点:

1月15日，央行公布18年12月金融统计数据：18年12月新增社融1.59万亿元，同比多增33亿元；M2增速微升至8.1%；金融机构贷款增加1.09万亿元，同比多增约5000亿元。我们的观点是：**社融下行趋缓，杠杆从去到稳。**

- **信贷债券支撑，新增社融平稳。**18年12月新增社融1.59万亿元，与17年同期基本持平，其中12月对实体发放贷款约9300亿，同比多增3500亿元，较之前数月改善较多；企业债券净融资继续增加3700亿元，同比多增约3400亿元，这两项是12月社融的主要支撑；而表外非标融资萎缩幅度仍大，委托、信托贷款、未贴现银行承兑汇票合计减少约1700亿元，同比多减约5300亿元，继续拖累社融；地方政府专项债融资增加411亿元，同比少增440亿元。
- **票据贡献仍多，企业中长贷略有改善。**18年12月新增金融机构贷款约1.09万亿元，同比多增约5000亿元。其中居民部门贷款增加约4500亿元，同比多增近1300亿元，主要是居民短贷同比多增1300多亿元，而居民中长贷同比少增33亿元；企业部门新增贷款约4700亿，同比多增2300亿元，从结构看，票据融资同比多增近2000亿元，对信贷的贡献仍大，而企业中长贷同比少增83亿元，与之前数月的同比少增近1000亿元相比也有改善。
- **M1低位持平，M2小幅回升。**18年12月财政存款减少1.04万亿元，与17年同期相比少减了约2000亿元，或与前期财政支出加快进度提前有关，10-11月财政存款一度持续大幅少增。12月M1同比持平于前月1.5%的低位，而M2同比小幅回升到8.1%、M0同比回升到3.6%。
- **社融下行趋缓，货币保持宽松。**当前口径社融存量增速从18年11月的9.9%小幅下降至9.8%，我们测算12月不含专项债的社融存量增速从11月的9.14%降至9.07%，政府和社会总融资存量增速稳定在10.1%，融资下滑速度放缓。19年以来央行强化逆周期调节，先后调整普惠金融定向降准考核标准、实施全面降准，并将于1月下旬实施TMLF操作，货币宽松加码，流动性将维持合理充裕。
- **从去杠杆到稳杠杆。**考虑到信贷政策推进、专项债提前发行等因素，融资增速或在1季度企稳，从而推动M1、M2等各类货币增速见底企稳，以及企业流动性的逐渐改善。我们认为当前的广义货币M2增速已经与未来5-10年的中国GDP名义增速基本匹配，因而货币增速已经不需要再降，19年中国经济有望从去杠杆正式转入稳杠杆阶段。

目 录

1. 信贷债券支撑，新增社融平稳	4
2. 票据贡献仍多，企业中长贷略有改善	4
3. M1 低位持平，M2 微幅回升	5
4. 社融下行趋缓，货币保持宽松	6
5. 从去杠杆到稳杠杆	6

图目录

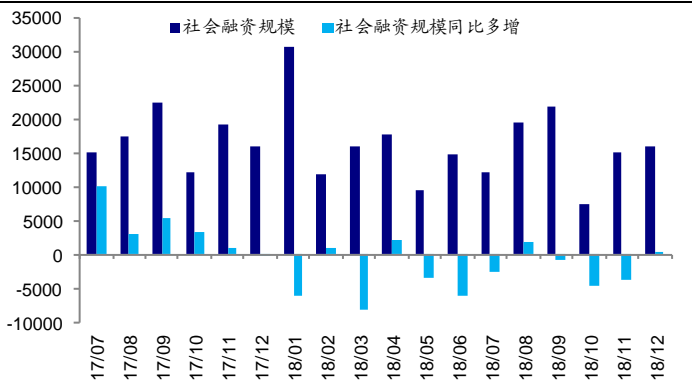
图 1	社会融资规模及同比多增（亿元）	4
图 2	社会融资主要分项同比多增（亿元）	4
图 3	历年各月居民中长期贷款增长（亿元）	4
图 4	居民短贷和中长贷款同比多增（亿元）	4
图 5	历年各月企业中长期贷款增长（亿元）	5
图 6	企业贷款分项同比多增（亿元）	5
图 7	历年新增财政存款（亿元）	5
图 8	居民和企业部门存款同比多增（亿元）	5
图 9	M0 同比增速（%）	5
图 10	M2 和 M1 同比增速（%）	5
图 11	企业各类总融资存量增速（%）	6
图 12	新旧口径社融以及政府和社会总融资存量增速（%）	6

1月15日，央行公布18年12月金融统计数据：18年12月新增社融1.59万亿元，同比多增333亿元；M2增速微升至8.1%；金融机构贷款增加1.09万亿元，同比多增约5000亿元。我们的观点是：**社融下行趋缓，杠杆从去到稳。**

1. 信贷债券支撑，新增社融平稳

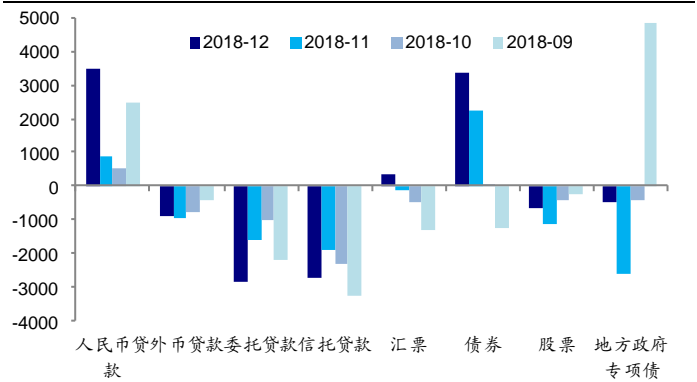
18年12月新增社融1.59万亿元，与17年同期基本持平。其中18年12月对实体发放贷款约9300亿，同比多增3500亿元，较之前数月改善较多；企业债券净融资继续增加3700亿元，同比多增约3400亿元，这两项是12月社融的主要支撑；而表外非标融资萎缩幅度仍大，委托、信托贷款、未贴现银行承兑汇票合计减少约1700亿元，同比多减约5300亿元，继续拖累社融；地方政府专项债融资增加411亿元，同比少增440亿元。

图1 社会融资规模及同比多增（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 社会融资主要分项同比多增（亿元）

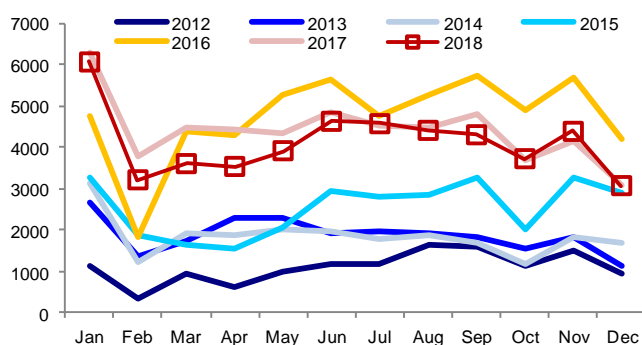


资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 票据贡献仍多，企业中长贷略有改善

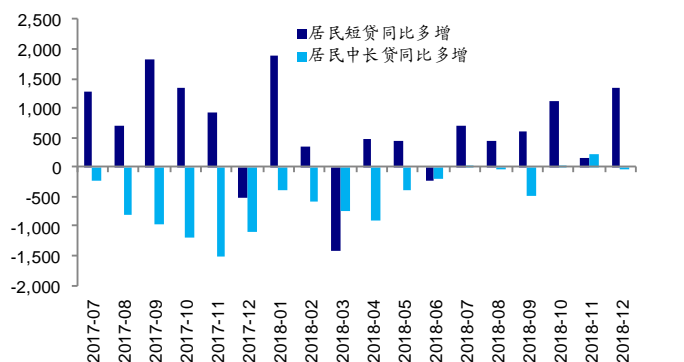
18年12月新增金融机构贷款约1.09万亿元，同比多增约5000亿元。其中居民部门贷款增加约4500亿元，同比多增约1300亿元，主要是居民短贷同比多增1300多亿元贡献，而居民中长贷同比少增33亿元，从居民信贷角度看，地产销售仍有压力。

图3 历年各月居民中长期贷款增长（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

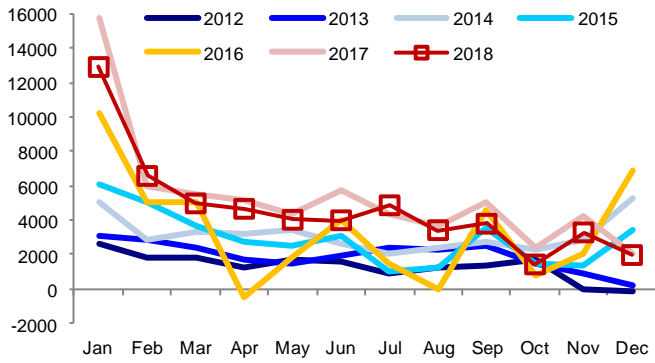
图4 居民短贷和中长贷款同比多增（亿元）



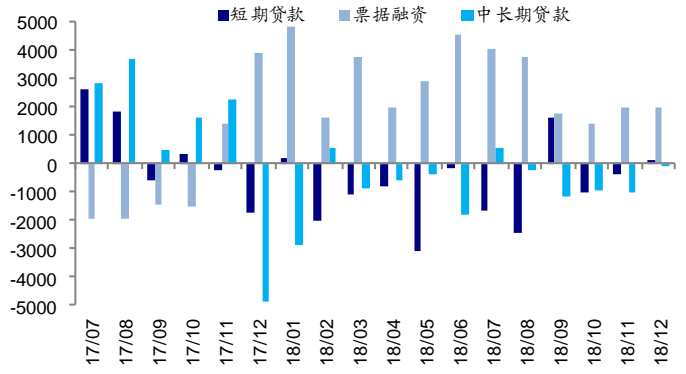
资料来源：Wind，海通证券研究所

18年12月企业部门新增贷款约4700亿，同比多增2300亿元。从结构看，票据融资同比多增近2000亿元，对信贷的贡献仍大，企业短贷同比多增近200亿元，而企

业中长贷同比少增 83 亿元，与之前数月的同比少增近 1000 亿元相比也有改善，“宽信用”政策能否持续带来改善效果，后续有待观察。

图5 历年各月企业中长期贷款增长（亿元）


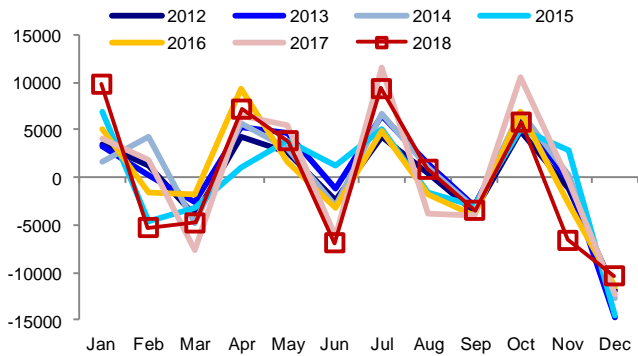
资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 企业贷款分项同比多增（亿元）


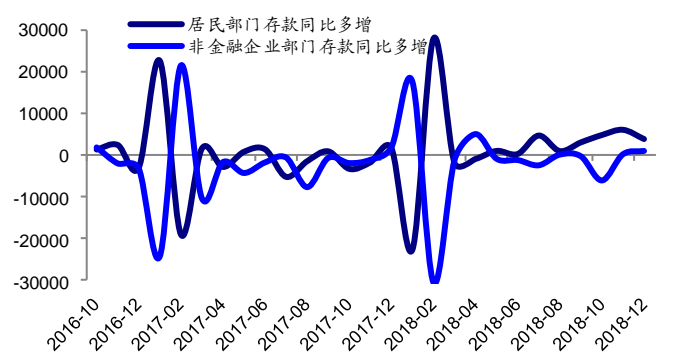
资料来源：Wind，海通证券研究所

3. M1 低位持平，M2 微幅回升

18 年 12 月财政存款减少 1.04 万亿元，与 17 年同期相比少减了约 2000 亿元，或与前期财政支出加快、进度提前有关，18 年 10-11 月财政存款一度持续大幅少增。18 年 12 月，居民和企业存款分别同比多增 3700 亿元和 950 亿元。

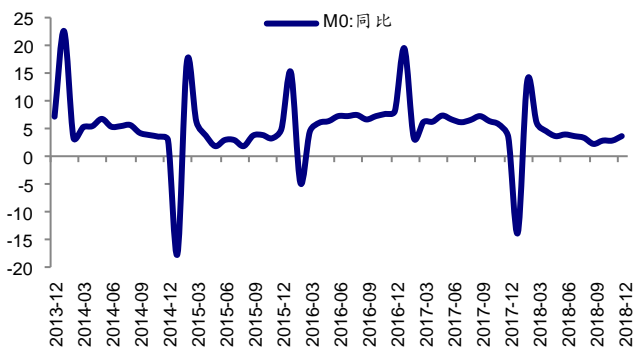
图7 历年新增财政存款（亿元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

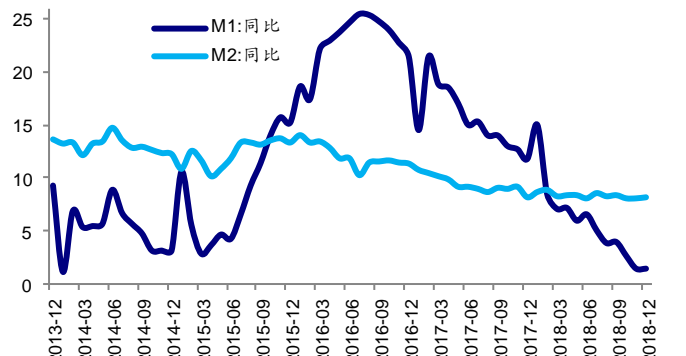
图8 居民和企业部门存款同比多增（亿元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

12 月 M1 同比持平于前月 1.5% 的低位，M2 同比回升到 8.1%，较前月提升 0.1 个百分点，M0 同比回升到 3.6%。

图9 M0 同比增速（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 M2 和 M1 同比增速（%）


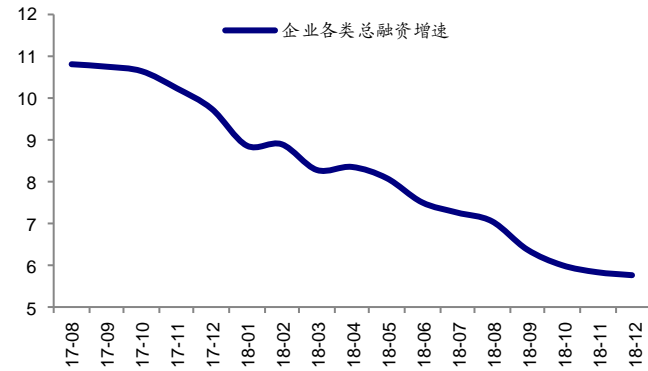
资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 社融下行趋缓，货币保持宽松

当前口径社融存量增速从18年11月的9.9%小幅下降至12月的9.8%。我们测算18年12月包括贷款、债券、股票和非标在内的企业各类总融资的存量增速从11月的5.8%微降至5.7%；不含专项债的旧口径社融存量增速从11月的9.14%降至9.07%；而政府和社会总融资存量增速稳定在10.1%，融资下滑速度放缓。

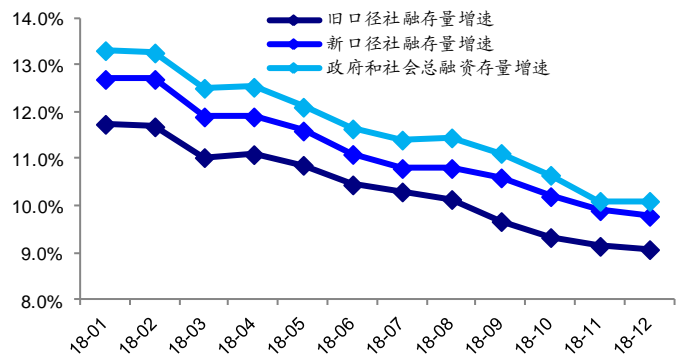
19年以来央行强化逆周期调节，先后调整普惠金融定向降准考核标准、实施全面降准，并将于1月下旬实施TMLF操作，货币保持宽松，流动性将维持合理充裕。

图11 企业各类总融资存量增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 新旧口径社融以及政府和社会总融资存量增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 从去杠杆到稳杠杆

考虑到信贷政策推进、专项债提前发行等因素，融资增速或在1季度企稳，从而推动M1、M2等各类货币增速见底企稳，以及企业流动性的逐渐改善。我们认为当前的广义货币M2增速已经与未来5-10年的中国GDP名义增速基本匹配，因而货币增速已经不需要再降，19年中国经济有望从去杠杆正式转入稳杠杆阶段。

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
李金柳 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。