

基建稳增长与处置地方债共同驱动信用投放扩张

——12月金融数据简评

高善文¹ 姚学康² 尤宏业³

2015年1月16日

内容提要

12月人民币贷款和社会融资总量表现均比较积极。

稳增长背景下，发改委项目审批和地方在建项目建设进度的加快，带来融资需求的扩张，我们认为这是11-12月银行信用投放增长的其中一个原因，并且在趋势上，这一因素应该是可以持续的。国务院要求地方锁定12月31日之前的存量债务，这一制度安排造成的冲击，可能很大程度上加剧了11-12月信用需求的扩张，但其影响即便显著，也应该是临时性的。

信用需求的扩张，除了带来信用投放量的增长，还带来了期间银行间长短端资金的紧张和票据利率的上升。这反过来暗示，11-12月在现实的货币政策操作过程中，央行宽松的力度暂时并不大。

考虑到央行对金融稳定的持续关心，以及银行体系惜贷倾向的存在，对未来实体经济流动性宽松抱有太高的预期，也许存在一定的风险。但方向上，考虑到经济和通胀低迷及仍然存在的诸多下行风险、国务院降低企业融资成本的迫切要求，央行货币政策趋于宽松的立场，应该还是比较确定的。通过各类或显性或隐蔽的数量化工具向银行体系和实体经济供给流动性，仍然非常必要和可能。

1 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

2 宏观分析师，yaoxk@essence.com.cn，010-66581840，S1450513090003

3 宏观分析师，youhy@essence.com.cn，010-66581625，S1450511080007

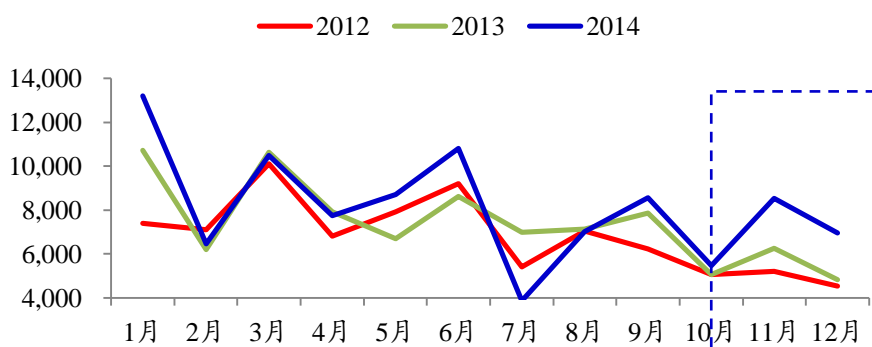
一、11-12月信用投放扩张

12月银行信用投放继续扩张。

表内人民币贷款新增6973亿元，明显好于历史同期(图1)，余额同比13.6%，较上月继续回升0.2个百分点。

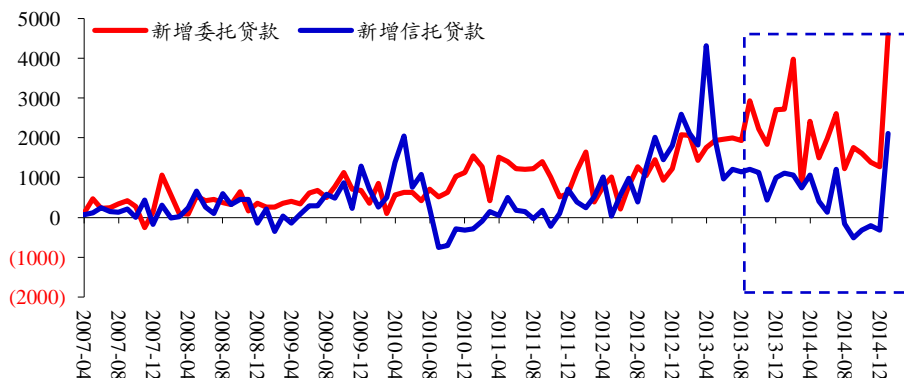
其他渠道融资增长更为强劲，当月合计新增9940亿元，远高于7-11月水平，测算余额同比15.5%，较上月也回升了0.2个百分点。细项来看，委托贷款和信托贷款均大幅度扩张(图2)，外币贷款和未贴现承兑汇票显著改善，债券和股票融资总额则小幅回落。

图1: 当月新增人民币贷款(亿元)



数据来源: Wind, 安信证券

图2: 当月新增委托贷款和信托贷款(亿元)



数据来源: Wind, 安信证券

二、对信用投放扩张原因的看法

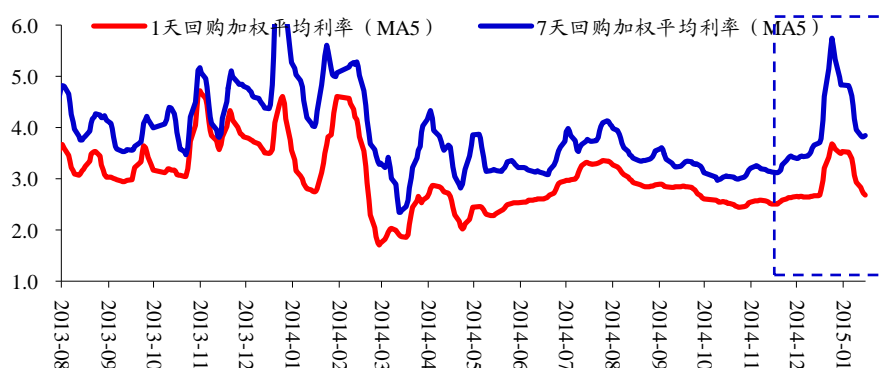
在稳增长背景下，发改委项目审批和地方在建项目建设进度的加快，带来了融资需求的扩张，我们认为这是 11-12 月银行信用投放增长的其中一个原因，并且在趋势上，这一因素应该是可以持续的。当然，趋势的持续，还取决于 2015 年地方融资渠道的切换是否顺畅，对此我们持有积极的态度。

国务院出于控风险的考虑，要求地方锁定 12 月 31 日之前的存量债务，这一制度安排迫使地方融资平台在年底之前加速举债，这可能很大程度上加剧了 11-12 月银行信用投放的增长。但这一制度安排带来的影响即便显著，也应该是临时性的。

11-12 月信用需求的扩张，除了体现在量的增长上，还体现在广谱资金价格的回升上。例如，11 月中旬以后，银行间拆借利率持续较大幅度上行（图 3）；中长期债券收益率也明显触底反弹（图 4）；12 月新增票据融资收缩、票据直贴利率大幅度攀升（图 5）等等。

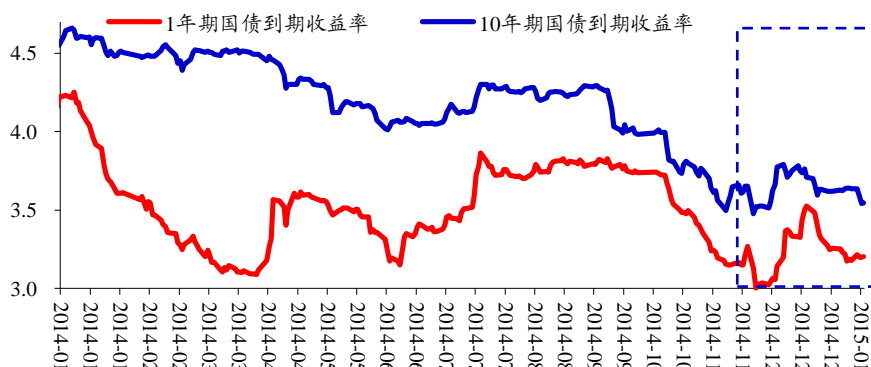
而这些高频可观测利率指标的上升反过来也暗示，11-12 月在现实的货币政策操作过程中，央行宽松的力度暂时并不大。

图3：银行间债券回购加权利率，7 天（%）



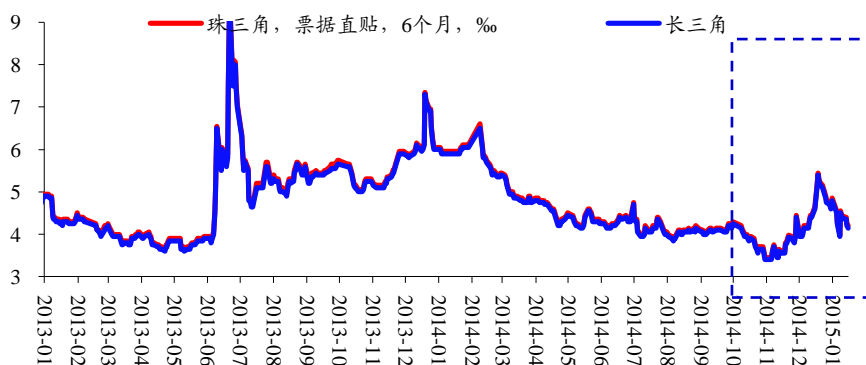
数据来源：Wind，安信证券

图4: 银行间债券到期收益率 (%)



数据来源: Wind, 安信证券

图5: 票据直贴利率 (月息, ‰)



数据来源: Wind, 安信证券

三、货币政策宽松立场确定

过去几年经济大幅滑落, 明显偏凉, 通货膨胀也总体偏低。道理上, 如果没有严重的银行惜贷, 经济和通胀的这一组合, 应当与流动性的宽裕、实体经济融资成本的回落联系在一起。但观察加权贷款利率等指标可以发现, 过去几年实体经济融资成本总体上处在偏高的水平。

央行流动性闸门控制偏紧, 可能与此现象密切关联。对金融稳定的担忧、对地方融资平台预算软约束的担忧, 或促成了央行偏紧的货币政策操作。经济下行趋势下, 银行体系惜贷倾向的存在, 可能也加剧了问题的严重性。

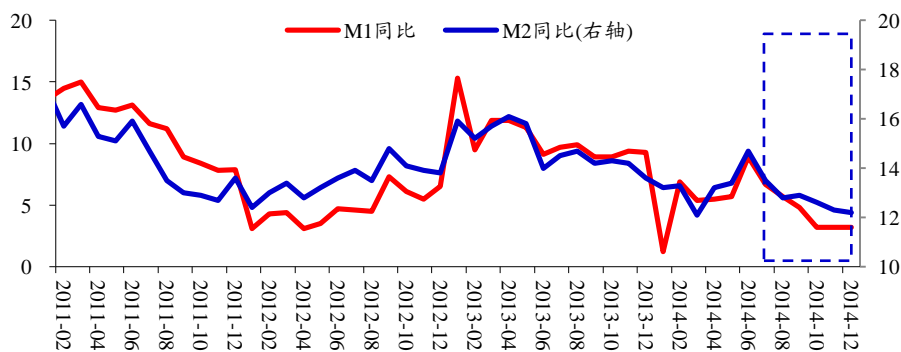
基于央行对金融稳定的持续关心，以及银行体系惜贷倾向的存在，我们认为对未来流动性宽松抱有太高的预期，也许存在一定的风险。但方向上，考虑到经济和通胀低迷及仍然存在的诸多下行风险，并考虑到国务院对降低企业融资成本的迫切要求，货币政策趋于宽松的立场，应该还是比较确定的。通过各类或显性或隐蔽的数量化工具向银行体系和实体经济供给流动性仍然是非常必要和可能的。

四、一般存款和 M2 增速走弱

12 月 M1 同比 3.2%，与前月持平，活期存款的增长仍不显著。央行修正 M2 同比 12.2%，较 11 月回落 0.1 个百分点，表现弱于信用增长。12.2% 的增速，小于年初政府工作报告中定下的 13% 的目标。

受存款偏离度考核、季末冲存款动力下降影响，12 月金融机构一般存款同比 9.1%，较 11 月回落 0.5 个百分点。股指大幅上涨背景下证券公司客户保证金的增长可能与此也有一些联系。

图6: M1、M2 同比 (%)



数据来源: Wind, 安信证券

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士，中国人民银行研究生部博士。2007年4月加盟安信证券研究中心。

尤宏业，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学双学士。2008年5月加盟安信证券研究中心。

姚学康，宏观分析师，北京大学经济学学士、经济学硕士。2011年7月加盟安信证券研究中心。

郭雪松，助理宏观分析师，上海交通大学学士，清华大学 MBA，曾在国家统计局工作 5 年，2014 年 7 月加入安信证券研究中心。

分析师声明

高善文、尤宏业和姚学康分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558027	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034