



融资结构分化，1 月难言冲高

中信证券研究部

2015 年 1 月 16 日

肖斐斐

电话：0755-23835396

邮件：xff@citics.com

执业证书编号：S1010510120057

向启

电话：010-60838757

邮件：xiangqi@citics.com

执业证书编号：S1010512090006

事项：

1 月 15 日，中国人民银行发布 2014 年 12 月金融数据。12 月末，广义货币(M2)余额 122.84 万亿元，同比增长 12.2%；狭义货币(M1)余额 34.81 万亿元，同比增长 3.2%。2014 年人民币贷款增加 9.78 万亿元，外币贷款增加 582 亿美元，人民币存款增加 9.48 万亿元，外币存款增加 1084 亿美元。2014 年社会融资规模为 16.46 万亿元，比上年少 8598 亿元。

同天，中国证券网等多家财经媒体报道，央行下发文件《关于调整金融机构存款和贷款口径的通知》，修订各项存款和各项贷款口径。具体看，央行把非存款类金融机构存放在存款类金融机构的各项款项，纳入“各项存款”类统计，其中，客户保证金以往不计入各项存款，但按目前的口径，计入“各项存款”。贷款方面，则把存款类金融机构拆放给非存款类金融机构的各项款项，纳入“各项贷款”口径，比如商业银行借给金融租赁公司的钱，原来不计入贷款，但按照新口径要计入“各项贷款”。对此我们点评如下。

评论：

12 月社融分析：优质政府项目年内抢跑效应，配资影响表外社融。

2014 年 12 月贷款增长 6973 亿，略低于市场预期，但中长期贷款占比高，表明存在部分优质政府融资项目的提前发放，因地方上报债务后会出现政府融资显著放缓的情况。社会融资规模增长 1.69 万亿，高于市场预期，主要来自于委托贷款/信托贷款当月分别增长 4500 亿/2100 亿；我们判断，较高的委托贷款和信托贷款可能源于：1) 受 43 号文约束，地方政府试图在 2014 年内“抢跑”融资；2) 媒体报道 12 月信贷过高曾受央行窗口指导，银行可能转为表外资产应对监管；3) 12 月权益市场的活跃推升了杠杆配资交易需求，此类融资一般通过表外理财产品对接，计入信托受益权/非标投资科目中，进而可能部分影响信托贷款。

2015 年社融展望：总量平稳、结构分化。

尽管 12 月表外资产增长反弹，但从全年角度看，非标类表外融资出现收缩，其中：1) 信托贷款少增 1.3 万亿，承兑汇票少增 0.9 万亿，表明类信贷业务面临的监管环境趋紧，监管套利行为开始萎缩，在“实质重于形式”的监管原则下，数据正在逐渐回归业务本来面貌；2) 委托贷款增量持平于 2.5 万亿高位，后续存在下降压力。预计 2015 年社会融资总规模为 17 万亿（较 2014 年多增 0.5 万亿），结构上继续向表内人民币贷款（预计增 10 万亿）和企业债券（预计增 3 万亿）集中，非金融企业股权融资规模可能会有显著增长。2015 年 1 月份来看，预计贷款投放 9000 亿，社融 1.5 万亿。

存款格局：淡化考核，理顺口径，长期趋势是表外化。

2014 年存款总量增长 9.5 万亿，同比少增 3.1 万亿，这是 2009 年最低年度增长，也是有数据记录以来最大年度负增长、有数据记录以来第一次年度存款增量低于同年贷款增量。两方面要素造成这一变化：1) 2014 年三季度，监管层推行了存款偏离度考核，商业银行季末、年末冲存款行为受到明显抑制，对近几年来在存款余额层面形成的虚高进行了一次性挤出；

2) 更重要的是，在多层次金融市场和多元化金融产品大繁荣的趋势下，存款分流态势加剧，商业银行表内负债扩张将更加依赖于资金市场。从这个意义上，我们认为央行对存款口径的调整认定符合行业发展需要，将有利于降低银行揽存压力。2014 年 M2 增速为 12.2%，总体而言处于合理区间上限（向上偏离名义 GDP 增速估计约 3 个百分点）。尽管如此，我们判断 2015 年 M2 增速水平仍可能进一步小幅下行，预计区间在 11%-12%。前期存款口径调整时期，已经开始有贷款口径同步调整的报道，但由于银行同业存放中的存放至非银行同业的规模极低（仅 2000 亿附近），基本上不构成贷款统计的大幅波动。

货币政策展望：降价属题中之意，降准需关注外汇占款变化。

结合昨日公布的人民银行货币信贷与金融市场工作会议精神，我们判断 2015 年货币政策总基调是稳中求进。所谓“稳”，主要落在规模层面，即保持社会融资总规模和贷款总规模的适度增长；所谓“进”，主要落在价格层面，即降低社会融资成本的目标仍将得到高度重视，实施的政策措施包括：推进定价市场化与资产证券化；对金融机构定向进行低成本资金输送；打通各类金融市场、降低资金流动壁垒；强化政府预算约束，避免融资挤出效应；回归真实风险定价；降低存贷款基准利率等。而从总量的降准政策来看，仍需要在 2015 年内实施来改善基础货币，但外部资金流动成为重要变量，尤其是在人民币存在贬值预期和海外市场风险增加的背景下；我们推测，1 月份外汇占款情况是降准操作的重要观测变量。

投资策略：长期逻辑安好，看淡短期波动。

我们认为，风险化解驱动的 1 倍以上 PB 估值平台已基本构筑完毕，后续银行股投资看风险预期稳定后的长期经营模式改善，以及增量资金带来的配置效应。个股层面可重点关注催化剂鲜明、具有中期上行空间的兴业银行（大金融平台+投行化转型）、浦发银行（上海国金融平台+NFC+自贸区）和平安银行（综合金融），同时关注中国银行（一带一路+海外业务空间）。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。