

宏观数据点评报告

非标融资持续萎缩，信用状况依然堪忧

事件:1月15日,央行发布12月货币金融数据,12月末,广义货币(M2)余额182.67万亿元,同比增长8.1%,增速比上月末高0.1个百分点,与上年同期持平;狭义货币(M1)余额55.17万亿元,同比增长1.5%,增速与上月末持平,比上年同期低10.3个百分点;12月新增人民币贷款10800亿人民币,前值12500亿;12月社会融资规模15898亿人民币,前值15191亿人民币。

主要观点

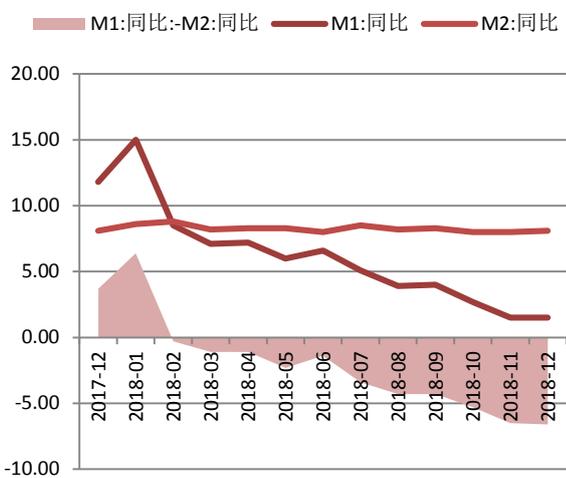
- 人民币贷款和直接融资改善带来社融同比上升。**从分项数据上来看,本月人民币贷款新增同比增加近3500至9269亿,虽然这一数据较上个月1.23万亿有所回落,但是强于季节性,与当前鼓励信贷的政策导向有关。本月表外融资增量同比仍然是负增长,收缩了1729亿元,而去年同期为增加3524亿。本月专项债净融资额虽较11月比改善了近700亿元至362亿元,但仍弱于去年同期的849亿元,对社融增量的同比变化形成拖累。股票市场融资同比大幅回落近660亿,而金融机构资产支持证券发行规模同比略有增加。2018年社会融资规模存量为200.75万亿元,同比增长9.8%。其中,对实体经济发放的人民币贷款余额为134.69万亿元,同比增长13.2%;对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为2.21万亿元,同比下降10.7%;委托贷款余额为12.36万亿元,同比下降11.5%;信托贷款余额为7.85万亿元,同比下降8%;未贴现的银行承兑汇票余额为3.81万亿元,同比下降14.3%;企业债券余额为20.13万亿元,同比增长9.2%;地方政府专项债券余额7.27万亿元,同比增长32.6%;从结构看,2018年对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的67.1%,同比高2个百分点;对实体经济发放的外币贷款余额占比1.1%,同比低0.3个百分点;委托贷款余额占比6.2%,同比低1.4个百分点;信托贷款余额占比3.9%,同比低0.8个百分点;未贴现的银行承兑汇票余额占比1.9%,同比低0.5个百分点;企业债券余额占比10%,同比低0.1个百分点;地方政府专项债券占比3.6%,同比高0.6个百分点;非金融企业境内股票余额占比3.5%,同比低0.1个百分点。当前票据融资仍然在高位,债券市场情绪较好,再叠加地方债发行至少2400亿,预计这些都会对1月份的社融形成支撑。
- 短贷改善促使贷款总量增加。**12月,金融机构新增人民币贷款较17年同期增4965亿元。同比增量达到年内较高水平,12月金融机构贷款余额增

经济数据	单位	12月	11月
CPI	同比%	1.90	2.20
PPI	同比%	0.90	2.70
工业增加值	同比%	0.00	5.40
投资	同比%	0.00	5.90
消费	同比%	0.00	8.10
出口	同比%	-4.40	3.90
进口	同比%	-7.60	2.90
贸易顺差	亿美元	570.60	418.60
M2	同比%	8.10	8.00
M1	同比%	1.50	1.50
新增贷款	亿元	10,800	12,500
外汇占款	亿元	0.0	-571.3

速达 13.5%，较 11 月改善近 0.4 个点。分部门看，居民、企业和非银行金融机构贷款同比均改善，不过以短贷为主。从居民部门来看，12 月贷款增量较 17 年同期共新增 1210 亿元，同比增量达年内高点。其中，短期贷款新增同比增 1343 亿，而中长期贷款同比则减少 33 亿元。后续随着房地产销售的持续放缓，居民中长期贷款的疲软或难以扭转；从企业部门看，12 月企业部门贷款增量较 17 年同期共增速 2301 亿元。其中票据融资增量较去年同期增加 1992 亿元达 3395 亿，是当前信用环境的紧缩对企业现金流的挤压的正常反应，在贸易过程中，现金流边际紧张增加了企业开具承兑汇票和上游企业贴现的动力。企业短期贷款同比仅增 194 亿元。中长期贷款则同比继续收缩 83 亿元，反映出企业主对于未来经济前景看法并不乐观。

- **货币增速低位暂稳。**12 月末，广义货币 (M2) 余额 182.67 万亿元，同比增长 8.1%，增速比上月末高 0.1 个百分点，与上年同期持平；狭义货币 (M1) 余额 55.17 万亿元，同比增长 1.5%，增速与上月末持平，比上年同期低 10.3 个百分点。贷款创造存款，本月贷款较去年同期有所改善，货币增速自然企稳。
- **信用环境依然难言乐观。**在政策层面积极鼓励金融机构贷款投放的背景下，本月的货币金融数据表现依然乏善可陈。从我们对于目前政策导向的判断来看，政策层面一方面在严厉限制国营体系的债务扩张的同时，也在积极鼓励支持金融机构加强对民营领域小微企业的金融支持，无论是高层对民营企业“五六七八九”的反复提及，还是后来的央行与银监会系统对民营领域的定向支持政策及表态。然而，要摆脱之前的经济增长模式和资本形成路径，非一朝一夕可以实现。这不仅需要政策层面的大幅改革，也需要微观主体的积极调整。虽然我们已经看到诸多改革政策的陆续出台，诸如处理僵尸企业，国有股权划转社保，土地流转等等动作，然而政策的落地与生效依然具有较大的不确定性。在这种状况下，基本生产关系和交换关系的调整上并不会取得实质进步，当下的总量刺激性政策效果也将相当有限。

图 1：货币总量增速低位暂稳



数据来源：Wind，鑫元基金整理

图 2：非标持续萎缩



数据来源：Wind，鑫元基金整理