

点评报告

银行表外融资规模压缩

2011年10月21日

2011年前三季度社会融资规模点评

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	4.5
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	14.0
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1年期存款利率	2.75	3.50
1年期贷款利率	5.81	6.56
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据(9月)

工业	13.8
城镇投资	24.9
零售额	17.7
CPI	6.1
PPI	6.5

资料来源: CEIC, 招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

研究助理:

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

事件:

根据中国人民银行2011年10月20日公布的数据:今年前三季度社会融资规模为9.80万亿元,比上年同期少1.26万亿元。其中人民币贷款增加5.68万亿元,占社会融资规模的58.0%,同比增加1.0个百分点;外币贷款折合人民币增加4770亿元,占比4.9%;委托贷款增加1.07万亿元,占比10.9%,同比增加6.3个百分点;信托贷款增加848亿元,占比0.9%,同比低3.4%,未贴现银行承兑汇票增加9825亿元,占比10.0%,同比下降7.7个百分点;企业债券净融资8397亿元,占比8.6%;非金融企业境内股票融资3515亿元,占比3.6%。

评论:

1、**社会融资规模快速下滑。**前三季度社会融资规模同比下滑11.4%,比今年前两季度仅净增加2.04万亿,同比净增加额减少30.2%。前三季度银行表内融资为6.16万亿,同比下降6.3%,其中人民币贷款同比下降9.5%;银行表外融资为2.14万亿,同比下降27.6%;直接融资为1.19万亿,同比下降11.1%。

在今年货币政策从紧的情况下,银行表内的贷款规模下降幅度有限;而令我们担心的表外的融资方式也受到严厉的打击。银行表外融资中,信托贷款同比大幅缩水82.2%,而银行承兑汇票则下降了50.0%。信托贷款主要受到银监会打压信托贷款类银信合作理财产品及部分企业的房地产信托业务暂停的影响;银行承兑汇票的融资方式则从去年年底加强监管,存款准备金的覆盖范围扩大到保证金存款政策也对此有较大的影响。

2、货币政策的紧缩效果显著。对委托贷款和信托贷款的银行表外融资进行管理和压缩属于缩小影子银行影响力的政策,对稳定金融体系是有帮助的。

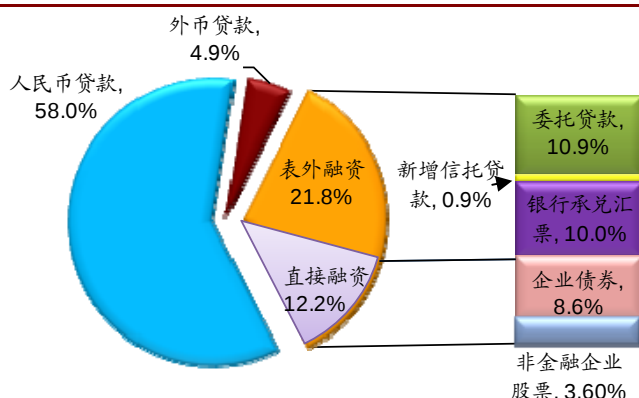
我们认为货币政策将维持总量政策稳健、结构政策微调的阶段。需要密切关注国际形势发展变化和其对国内经济的影响,可期待的政策微调的方向是农业水利、小企业和保障房建设。

1、社会融资规模快速下滑

前三季度社会融资规模为 9.80 万亿元，同比下滑 11.4%，比今年前两季度净增加 2.04 万亿，同比净增加额减少 30.2%。

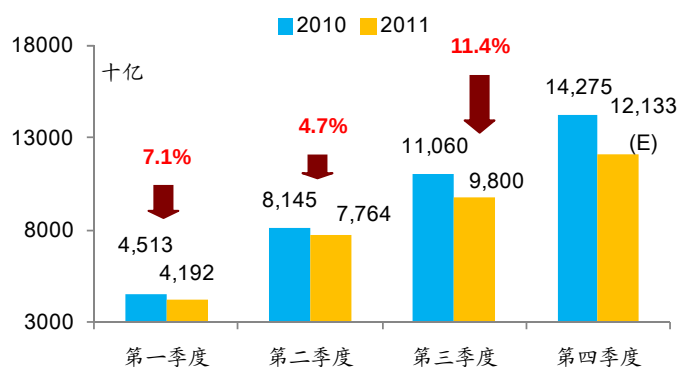
前三季度银行表内融资为 6.16 万亿，同比下降 6.3%，其中人民币贷款同比下降 9.5%；银行表外融资为 2.14 万亿，同比下降 27.6%；直接融资为 1.19 万亿，同比下降 11.1%。相对而言，银行表内融资规模降幅有限。

图 1：社会融资规模各分项占比



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2：前三季度社会融资规模快速下滑

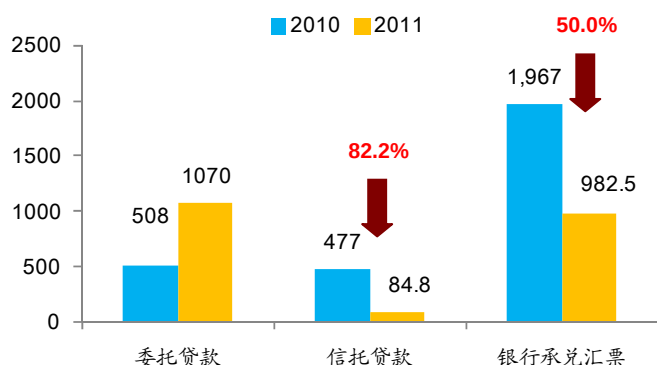


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

在今年货币政策从紧的情况下，银行表内的贷款规模有所下降，而令我们担心的表外的融资方式中信托贷款和银行承兑汇票也受到严厉的打击。前三季度信托贷款同比大幅缩水 82.2%，而银行承兑汇票则下降了 50.0%。从 2010 年 7 月开始，银监会先后发布了《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》、2011 年 1 月《关于进一步规范银信合作理财业务的通知》，要求银信合作贷款余额至少按照每季 25% 的比例予以压缩，让信托贷款类银信合作理财产品受到挤压；同时对房地产信托业务采取了严厉的措施，不少信托公司暂停该业务控制风险。银行承兑汇票的融资方式则从去年年底加强监管，银行使用票据融资的成本上升，存款准备金的覆盖范围扩大到保证金存款政策也对此有较大的影响。不仅会影响货币乘数，降低货币流通速度，同时也影响到银行承兑商业汇票的积极性，票据融资在 8 月创本年度新高 917 亿元后，9 月反而减少 207 亿元。

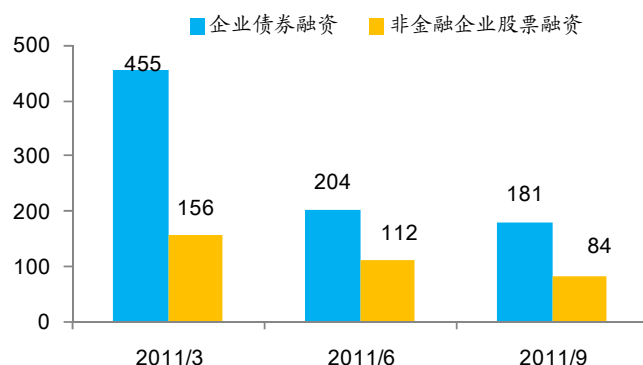
同时由于股票市场和债券市场的低迷，两者的前三季度融资规模同比分别缩小 3.1% 和 14.1%。

图 3: 前三季度银行表外融资变化对比



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 4: 直接融资规模缩小近半

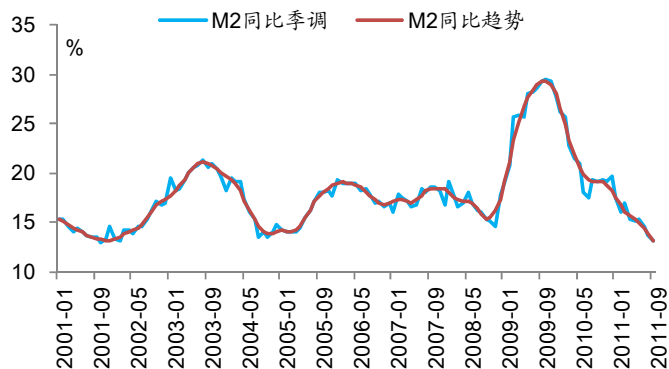


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

2、货币政策将维持总量政策稳健、结构政策微调的阶段

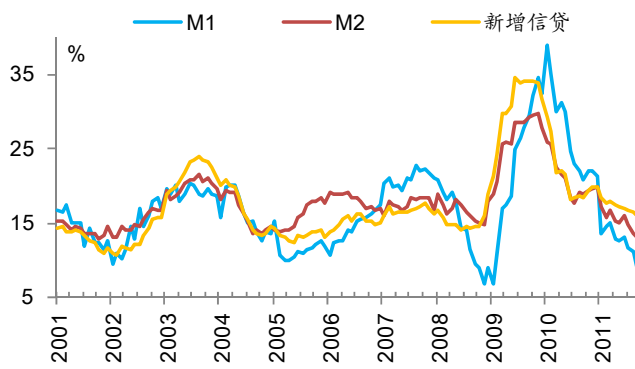
从广义货币供应量的角度, M2 迅速下滑至年内新低 13.0%; 新增信贷的增速下降到 15.9%, 前三季度社会融资规模同比下滑了 11.4%, 不管从银行表内融资、表外融资的间接融资来看, 还是从直接融资规模来看, 今年货币政策的紧缩效果显著。对委托贷款和信托贷款的银行表外融资进行管理和压缩属于缩小影子银行影响力的政策, 对稳定金融体系是有帮助的。

图 5: M2 同比季调趋势向下



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 6: 货币供给增速持续下降



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

此前, 我们提出货币政策实质性放松的三个条件是: 1) 货币增速稳定在合理水平 (16% 以下), 2) 通胀水平有明显的趋势性下降; 3) 季调后通胀预期出现两个季度的回落。目前来看, 上述条件或已开始具备。

我们认为货币政策将维持总量政策稳健、结构政策微调的阶段。需要密切关注国际形势发展变化和其对国内经济的影响, 可期待的政策微调的方向是农业水利、小企业和保障房建设。

参考报告:

1. 《香港股票市场资金流动状况月度报告（2011年9-10月）》2011/10/20
2. 《2011年三季度宏观数据点评-经济维持稳步调整态势》2011/10/18
3. 《货币政策或将进入政策微调期-2011年9月金融货币数据点评》2011/10/16
4. 《票据直贴利率显著回落--国际资本与国内流动性监测周报(2011年10月第2周)》2011/10/17
5. 《通胀压力逐步缓解--2011年9月份CPI、PPI数据点评》2011/10/17
6. 《2011年9月份进出口数据点评-新兴市场国家需求下滑，出口增速快速回落》2011/10/14
7. 《政策微调的信号--近期出台相关措施以解决温州中小企业困境的点评》2011/10/14
8. 《2011年9月份PMI数据点评-旺季不旺，经济延续前期调整趋势》2011/10/10
9. 《10月份欧洲央行议息会议声明点评-欧洲央行出招救银行，力度有限》2011/10/10
10. 《人民币升值预期连续第二周出现负值--国际资本与国内流动性监测周报（2011年10月第1周）》2011/10/9
11. 《海外宏观经济2011年第四季度报告-诗债渐少酒债多》2011/09/30
12. 《高处不胜寒--2011年9月份CPI数据预测》2011/9/30
13. 《政府债务问题专题研究之六-美债的黄金岁月还有多久？》2011/9/27
14. 《地方政府债务问题研究报告之五-欧洲主权债务危机三部曲：拿什么拯救欧洲？》2011/9/27
15. 《欧元区债务危机发展动向追踪-欧洲债务危机进入新阶段亟待政策有效应对》2011/9/26
16. 《人民币升值预期出现负值--国际资本与国内流动性监测周报(2011年9月第4周)》2011/9/25
17. 《香港股票市场资金流动状况月度报告（2011年8-9月）》2011/9/22
18. 《欧元区债务危机发展动向追踪-跌宕起伏 危机犹存》2011/9/19
19. 《中国病人—宏观经济视角看中国地方政府债务问题--政府债务问题专题研究之四》2011/9/18
20. 《2011年8月份进出口数据点评-价格因素导致进口超预期》2011/9/13

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。