

2012.01.19

承兑汇票拖累放缓，信贷债券支撑融资

——点评 11 年 4 季度社会融资总量数据

	姜超	汪进
	021-38676430	021-38674624
	jiangchao6164@gtjas.com	wangjin008085@gtjas.com
编号	S0880511010045	S0880511080005

本报告导读：

对 11 年 4 季度社会融资总量数据进行分析

摘要：

- 2011 年全年社会融资规模为 12.83 万亿元，比上年同期少 1.11 万亿元。分季度看，11 年 4 季度新增社会融资总量 3.03 万亿，环比 3 季度的 2.04 万亿明显多增，但同比仍少增 1800 亿，同比少增比 3 季度明显收窄。
- 分结构看，4 季度新增人民币信贷 1.79 万亿，贡献最大，其次为企业债券融资增长 5300 亿。而银行承兑汇票则由 3 季度的下降 3475 亿回升至增加 465 亿。
- 从各分项新增融资的同比多增看，企业债券贡献最大，受 12 月信贷突增的影响，人民币信贷增量在 4 季度也出现明显多增。但银行承兑汇票的波动最大，其 3 季度同比大幅少增 9400 亿，4 季度同比少增则大幅收窄至 3257 亿。
- 2011 年 6 月 19 日，银监会对银行承兑汇票监管的加强及 8 月 26 日央行将承兑汇票纳入存款准备金的缴存范围，是 3 季度银行承兑汇票下降的主要原因。货币政策的持续宽松及存准率下调则是 4 季度银行承兑汇票逐步恢复的主要原因。
- 4 季度随着政策的宽松及承兑汇票的逐步恢复，票据贴现利率大幅回落、票据融资规模见底回升，并促进了企业短贷的大幅攀升。而企业短贷或将引领 12 年的信贷增长，并促进经济见底回升。
- 从社会融资的结构看，11 年 4 季度新增人民币贷款占款占比虽有回落，但主要是受银行承兑汇票大幅波动的影响，目前占比仍达到 59.1%。银行承兑汇票占比虽见底回升，但考虑到监管力度短期内难以放松，其持续回升仍需时日。只有企业债券的占比仍在上升，未来或将持续增长。
- 社会融资总量的走势与信贷关系最为密切，从历史走势看，社会融资总量增速也与信贷增速及 M2 增速走势基本一致。
- 根据我们预测，12 年新增信贷约为 8 万亿，相应信贷增速将逐步企稳，而 M2 增速也将企稳，我们预测社会融资总量增速或仍有回落，但回落速度放缓。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

王喆

021-38676049

wangzhe@gtjas.com

相关报告

《经济增速超预期，存货周期或重启》

2012.01.17

《消费实际增速或已见底》

2012.01.17

《欧洲金融稳定基金评级或遭下调》

2012.01.16

《外汇占款流出加速，节前降准仍有可能》

2012.01.13

《CPI 下行利于宽松，PPI 预示经济筑底》

2012.01.12

目 录

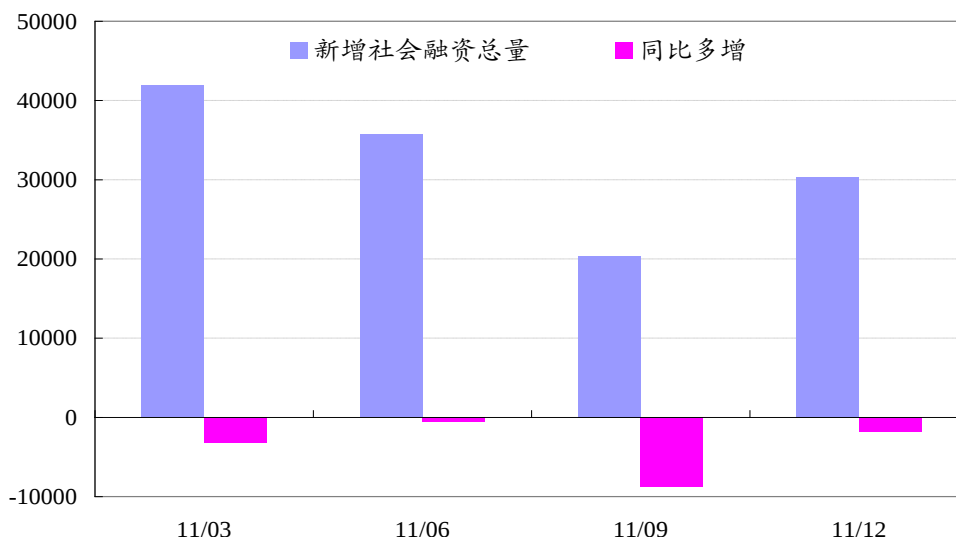
1. 社会融资环比多增	3
2. 信贷债券贡献最大	3
3. 承兑汇票触底回升	3
4. 票据融资逐步恢复	4
5. 债券增长或能持续	5
6. 总量增速仍将回落	5

1. 社会融资环比多增

2011 年全年社会融资规模为 12.83 万亿元，比上年同期少 1.11 万亿元。分季度看，11 年 4 季度新增社会融资总量 3.03 万亿，环比 3 季度的 2.04 万亿明显多增，但同比仍少增 1800 亿，同比少增比 3 季度明显收窄。

图 1 新增社会融资总量、同比多增

单位：亿元



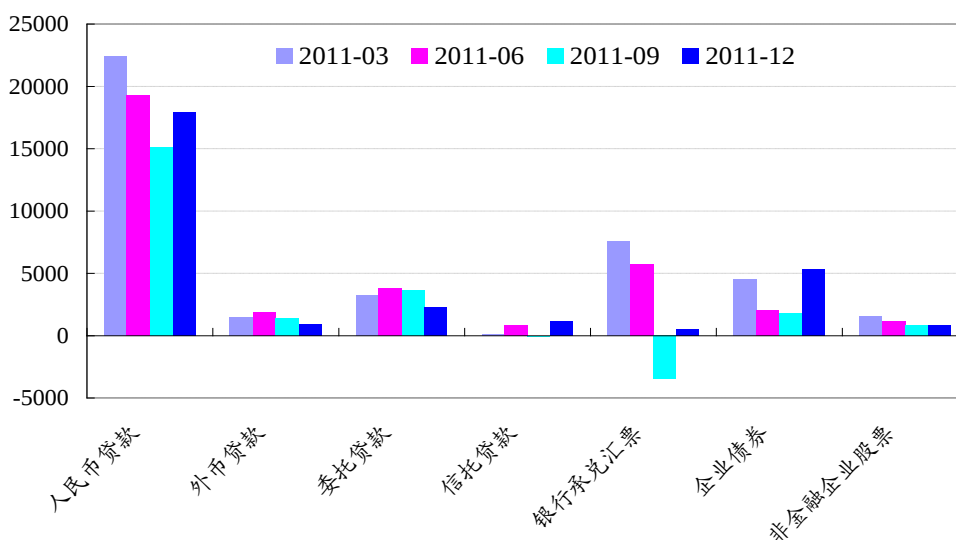
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

2. 信贷债券贡献最大

分结构看，4 季度新增人民币信贷 1.79 万亿，贡献最大，其次为企业债券融资增长 5300 亿，人民币信贷与企业债券对社会融资总量贡献最大。而银行承兑汇票则由 3 季度的下降 3475 亿回升至增加 465 亿。

图 2 新增社会融资分项增量

单位：亿元



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

3. 承兑汇票触底回升

从各分项新增融资的同比多增看，企业债券贡献最大，受 12 月信贷突增的影响，

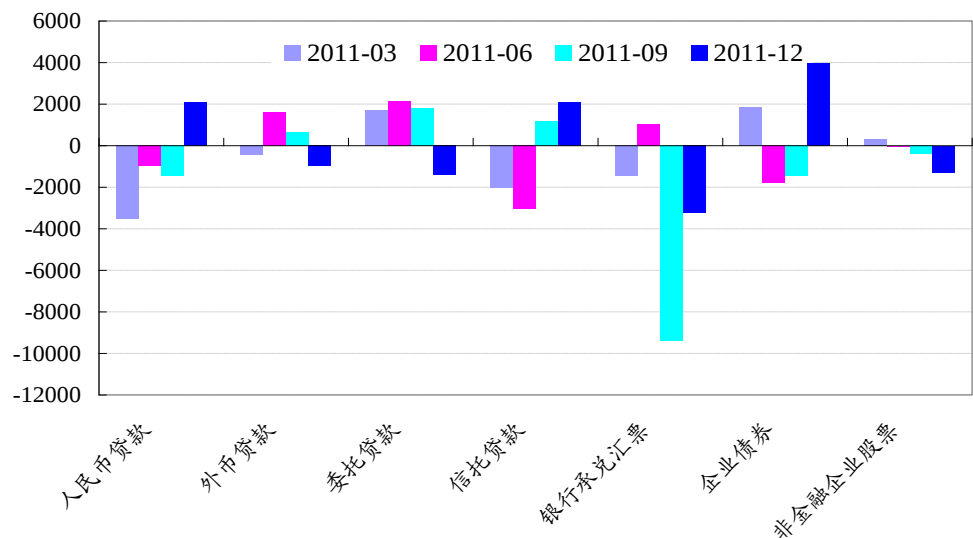
人民币信贷增量在 4 季度也出现明显多增。但银行承兑汇票的波动最大，其 3 季度同比大幅少增 9400 亿，4 季度同比少增则大幅收窄至 3257 亿。

2011 年 6 月 19 日，银监会下发《关于切实加强票据业务监管的通知》，重点检查银行承兑汇票贸易背景的真实性，贴现资金流向的合规性以及是否通过票据贴现逃避信贷规模等，持续加强票据业务风险防控。监管的强化是 3 季度银行承兑汇票下降的原因之一。

11 年 8 月 26 日，人民银行将承兑汇票纳入存款准备金的缴存范围，是银行承兑汇票下降的又一重要原因。4 季度以来货币政策的持续宽松及 12 月存款准备金率的下调是导致银行承兑汇票逐步恢复的主要原因。

图 3 新增社会融资总量分项同比多增

单位：亿元



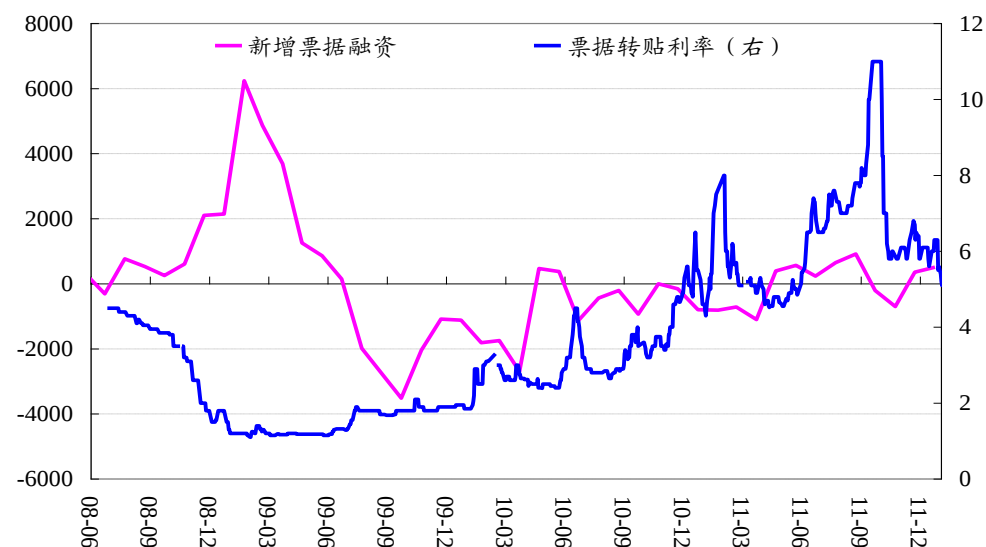
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

4. 票据融资逐步恢复

4 季度随着政策的宽松及承兑汇票的逐步恢复，票据贴现利率大幅回落、票据融资规模见底回升，并促进了企业短贷的大幅攀升。而企业短贷或将引领 12 年的信贷增长，并促进经济见底回升。

图 4 新增票据融资、票据贴现利率

左轴：亿元 右轴：%



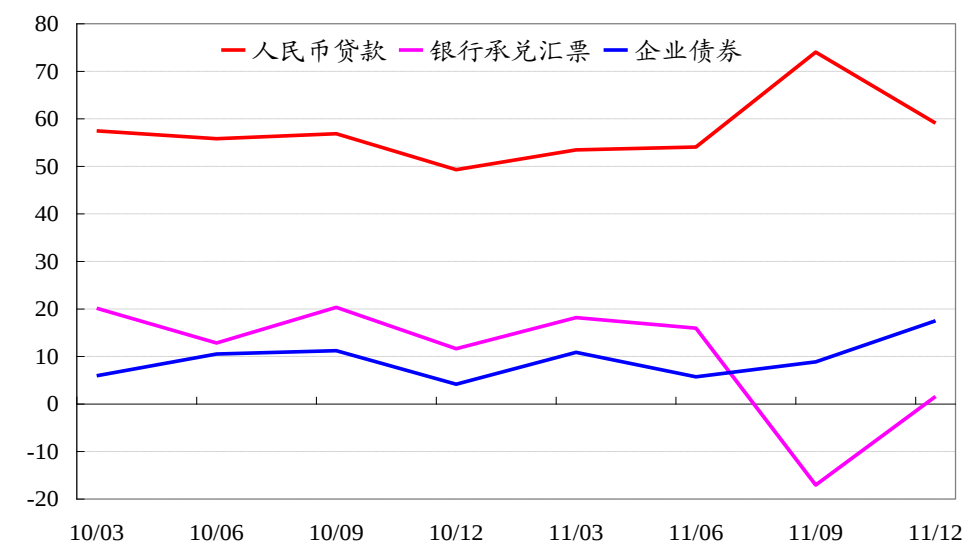
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

5. 债券增长或能持续

从社会融资的结构看，11 年 4 季度新增人民币贷款占款占比虽有回落，但主要是受银行承兑汇票大幅波动的影响，目前占比仍达到 59.1%。银行承兑汇票占比虽见底回升，但考虑到监管力度短期内难以放松，其持续回升仍需时日。只有企业债券的占比仍在上升，未来或将持续。

图 5 人民币贷款、承兑汇票、企业债券占比

单位：%



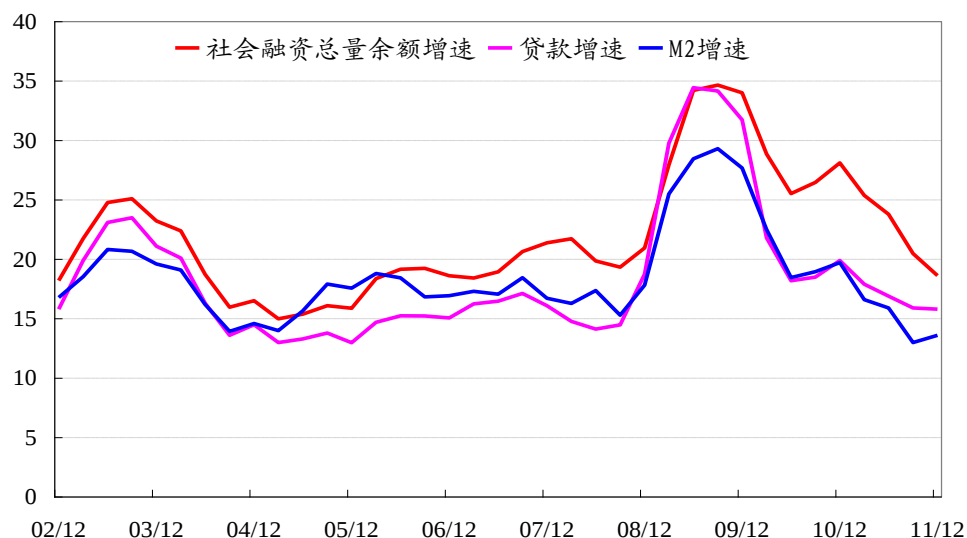
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

6. 总量增速仍将回落

由于目前信贷占比在社会融资总量中权重最大，银行承兑汇票的恢复仍需时间，社会融资总量的走势与信贷关系最为密切。从历史走势看，社会融资总量增速也与信贷增速及 M2 增速走势基本一致。

图 6 社会融资总量余额增速、贷款余额增速、M2 增速

单位：%

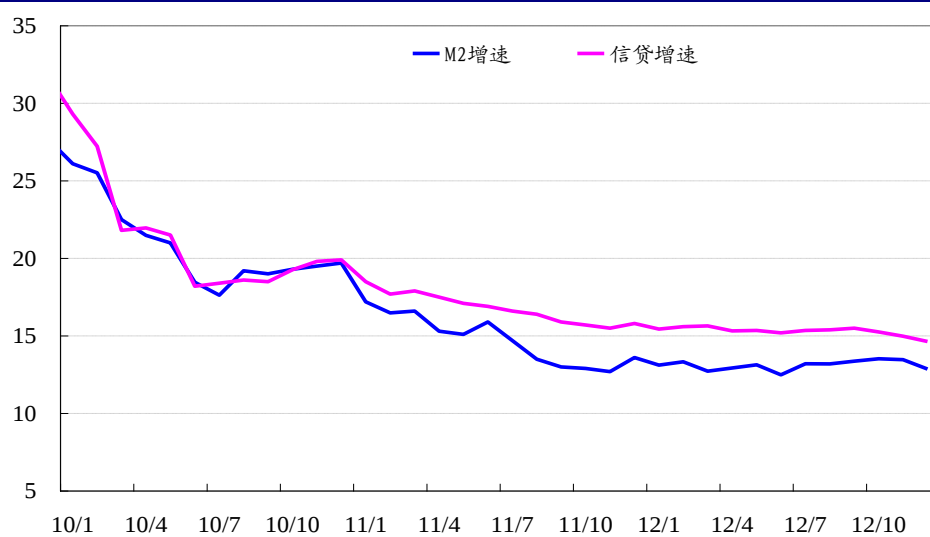


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

根据我们预测，12 年新增信贷约为 8 万亿，相应信贷增速将逐步企稳，而 M2 增速也将企稳，我们预测社会融资总量增速或仍有回落，但回落速度放缓。

图 7 新增信贷、信贷增速

左轴：亿元 右轴：%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

作者简介:**姜超:**

执业资格证书编号: S0880511010045

电话: 021-38676430

邮箱: jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士; 现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。11 年获新财富、水晶球及金牛奖宏观最佳分析师第二名。08 至 11 年获新财富、水晶球债券最佳分析师前三名。

汪进:

执业资格证书编号: S0880511080005

电话: 021-38674624

邮箱: wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士; 2009 年 7 月加入国泰君安研究所, 从事宏观经济研究。2011 年“金牛分析师”、“水晶球最佳分析师”、“新财富最佳分析师”宏观方向第二名。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		