

短评

2012 年 2 月 20 日

从紧政策叠加需求下降，融资规模大幅回落

——2012 年 1 月份社会融资规模统计数据点评

相关报告

《通胀增长双重担忧，相机抉择更加主动——2011 年第四季度货币政策执行报告短评》
2012 年 2 月 17 日

《底在哪里，路在何方？——2012 年经济、美元和货币政策的基本判断》
2012 年 2 月 17 日

《进出口增速继续回落——2012 年 1 月进出口数据短评》
2012 年 2 月 13 日

《货币和信贷大幅度低于预期——2012 年 1 月份金融数据分析》
2012 年 2 月 13 日

《通胀下行趋势未改——2012 年 1 月物价分析》
2012 年 2 月 10 日

《外汇占款大幅降低，“热钱”加速流出——2011 年 12 月外汇占款数据短评》
2012 年 1 月 16 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

张承启
zhangcq@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮
(8621)23297336
zhongjin@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

初步统计，2012 年 1 月社会融资规模为 9559 亿元，比上年同期少 8001 亿元。其中，人民币贷款增加 7381 亿元，；委托贷款同比多增 381 亿元；信托贷款同比多增 140 亿元；未贴现的银行承兑汇票同比少增 3369 亿元；企业债券净融资 442 亿元，同比少 570 亿元；非金融企业境内股票融资 81 亿元，同比少 650 亿元。

评论：

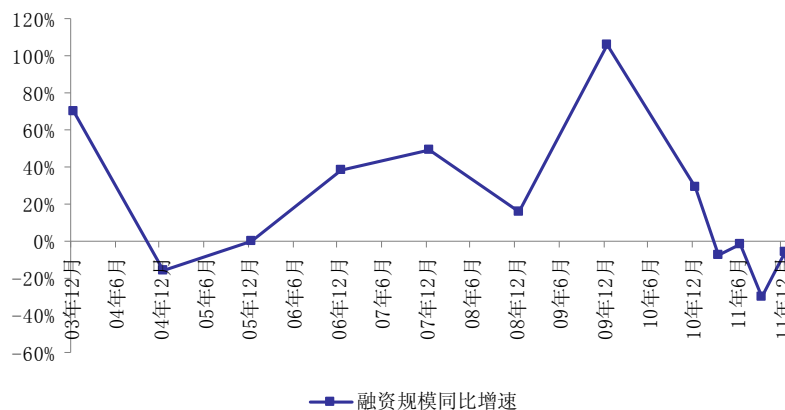
- 央行首次公布月度社会融资规模统计数据。2011 年初，统计局提出的对社会融资规模指标，要从季度监测逐步发展到月度监测。去年实现了季度监测，今年条件成熟，开始发布月度数据。
- 1 月份社会融资规模同比增速为-45.5%。是有该指标以来，同比最低值。从组成部分来看，主要原因在于新增人民币贷款和未贴现银行承兑汇票大幅减少。
- 我们在《1 月份金融数据分析》中已经详细分析过新增贷款迅速下滑不能完全由春节因素所解释。央行执行过紧的货币政策，加上春节导致存款下降从而通过存贷比考核限制贷款扩张。
- 央行最近宣布降低存款准备金率 0.5 个百分点，显示对于通胀的担忧暂时让位于对于经济的担忧，货币政策开始由偏紧转向，因此可以预见未来两个月贷款增速将回升。如果考虑全年新增贷款 8 万亿目标，投放节奏 3322，那么 2、3 月份新增贷款平均可达 8500 亿元。
- 未贴现银行承兑汇票大幅下降，减少 212 亿元，远低于去年同月新增规模 3157 亿元。主要还是由于紧缩政策和对银行表外贷款业务监管持续所致。此外，年初经济活力有所下降，需求不足，企业去库存化的脚步没有停止，对票据融资需求下滑，导致新增票据总体规模下降。央行下调存准等放松政策有助于未贴现票据增速回升，但影响此指标的因素很多，未来增速将在波动中回升。
- 直接融资的两个指标：新增债券融资和新增股票融资，均大幅度减少。春节因素、经济需求不足等均是导致直接融资不旺的原因。此外，新股发行制度尚未明确前，新增股票融资规模受限也在意料之中。
- 展望全年，我们认为银行表内、表外的间接融资增速有限，新增贷款达到 8 万亿也只能为社会融资总规模贡献约 4 个百分点的增速（ $(8-7.47)/12.83$ ）；今年地方债等银行系统性风险未消除前提下，表外业务监管难有大幅放松，因此今年社会融资规模增速主要还是要看直接融资的贡献。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

1 月份同比降幅 45.5%，创下有社会融资规模数据以来最大同比降幅。

其中，2011 年以前是年末同比，2011 年是各个季度同比，2012 年 1 月是当月同比。依据央行公布数据计算得来。

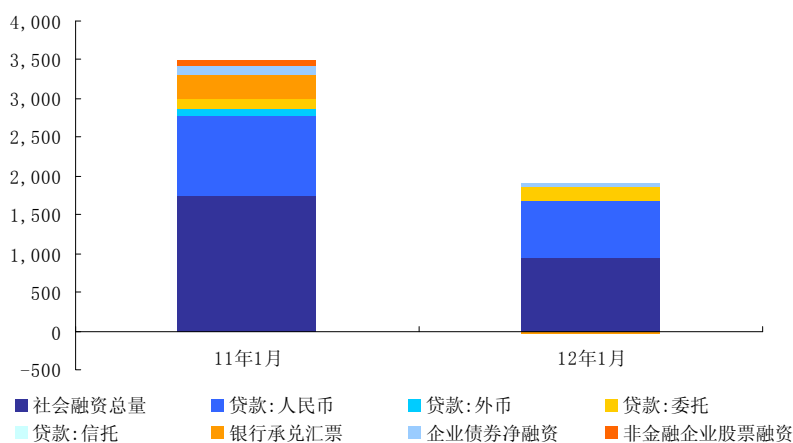
图 1：1 月份融资规模同比是历史最大降幅



资料来源：CEIC，申万研究

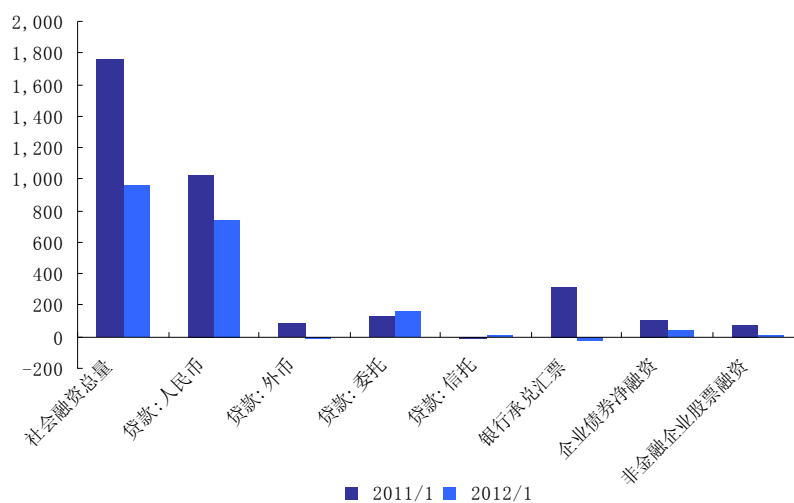
从社会融资的结构来看，各个分项都大幅萎缩，绝对数量上，表外业务和直接融资规模减少较多，从图形中都已经很难看清了。

图 2：新增社会融资结构对比之一（单位：十亿元）



资料来源：CEIC，申万研究

图 3：新增社会融资结构对比之二（单位：十亿元）

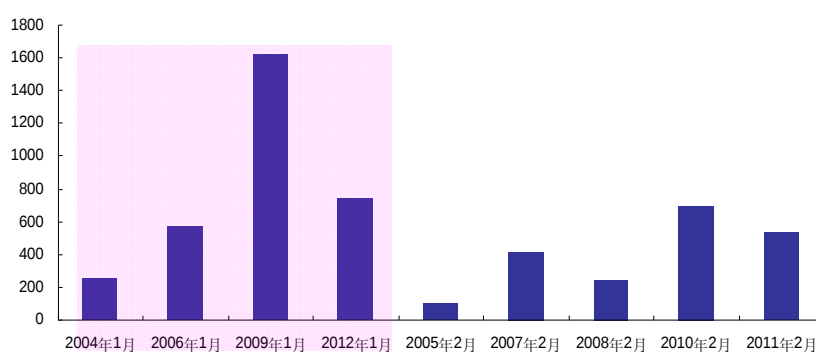


资料来源：CEIC，申万研究

为研究新增贷款数据中的春节因素，我们对春节所在月份做简单的调整。季节调整技术中，处理如西方复活节、中国春节这种日期在两个月份间变动（复活节是 3、4 月）的节日，使用有效工作日调整。严格分析时，还需要考虑节日前后一周左右的拖尾效应，用计量检验确定拖尾效应的时间长短。此处，我们只简单地考虑工作日数量。

我们将春节在 1 月份的年份（2004、06、09、12 年）挑出来，将其 1 月份新增贷款数据放在一起（粉红方框内所示），以这些数据与春节在 2 月份年份的 2 月份新增贷款数据对比，发现前者要显著高于后者（考虑到正常增速因素，用相邻年份配对对比）。

图 4：不同年份春节所在月份新增贷款量对比（单位：十亿元）



资料来源：CEIC，申万研究