

实体经济和金融市场的资金面将出现反差 ——近期几个信贷数据点评

宏观经济分析师：陈勇 陈露

chenyong@htsec.com

021-23219438

近期披露的几个信贷数据吸引市场注意：国务院总理温家宝 1 月 28 日透露，2009 年 1 月的前 20 天，银行业金融机构新增贷款达到 9000 亿元；工商银行 2 月 5 日透露，2009 年 1 月新增贷款 2521 亿元，其中票据融资增加 1350 亿元，而在新增的 1171 亿元其他各项贷款中，项目贷款占到 693 亿元。

通过搜集各方面的信息，我们的判断是：信贷投放爆发式增长主要集中在上半年，票据融资和中长期贷款比重显著增加将是一月份信贷投放的主要特点。银行业总体业绩将不会因信贷规模增长而提高，实体经济和金融市场的资金面状况将出现反差。

一、调高 2009 年新增信贷规模预测至 5.5 万亿，信贷投放爆发式增长主要集中在上半年

预计 2009 年全年将新增信贷 5.5 万亿元，全年信贷增长 18.1%，超过此前确定的信贷增长计划。因为我们预计经济形势不会马上反转，管理层将根据经济形势灵活调整货币政策，而且，测算显示，为达到 8% 的经济增长率，2009 年新增信贷规模应在 5 万亿以上。

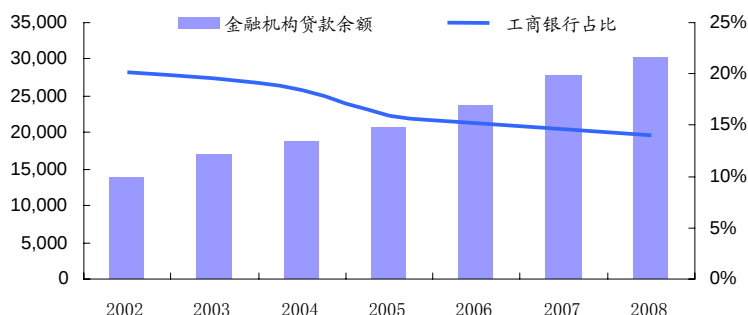
信贷投放大幅增长主要集中在上半年，我们仍然维持一季度新增信贷 1.8 亿元的预测，因为按照历史经验，一季度信贷投放约占全年的 30%，而且当前的信贷投放是被鼓励的，

二、票据融资和中长期贷款比重显著增加将是一月份信贷投放的主要特点

考虑到春节在 1 月份下旬，1 月份新增贷款将达 1.1 万亿元，其中票据融资和中长期贷款比重将显著增加。

从工商银行的数据看，2008 年全年票据融资余额占全年信贷余额的 6.4%，而 2008 年 12 月份，票据融资占当月信贷发放的 27.8%，2009 年 1 月，这一比重增加到 54%，考虑到工商银行的代表性和在我国银行业的地位（图 1），一月份我国信贷投放中的票据融资将继续增加。

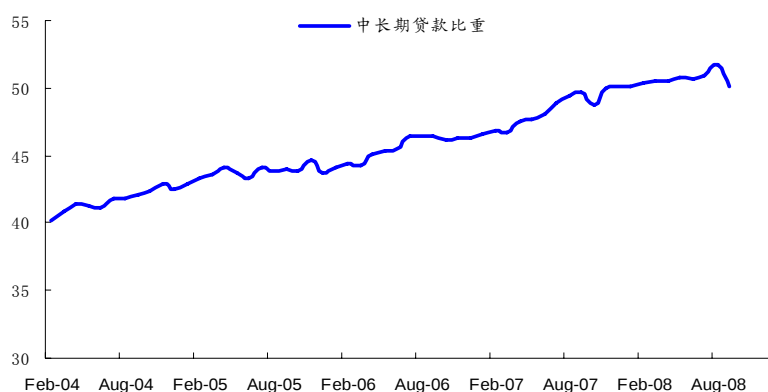
图 1 工商银行信贷业务所占比重（2002-2008）



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

另一方面，由于新建大型项目增加，中长期贷款所占比重也将增加。我们注意到，从 2008 年 11 月份开始，中长期贷款所占比重有明显增加。当前，银行出于风险考虑，纷纷争抢有国家政策背景的大中型项目投资，而在这方面，大型国有商业银行将具有天然的优势。我们预计中长期贷款所占比重还将继续增加。

图 2 中长期贷款所占比重将继续增加 (2004.02-2008.12, %)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所。

三、信贷增长的结构性变化意味着，银行业总体业绩不会因此而改善

这个结构性变化就是票据融资的大幅增加，票据融资主要以银行承兑汇票为载体，其特点是灵活性（资金投放迅速）、安全性（银行承兑）、收益低（低于信贷收益）和主要面向中小企业。

票据融资的大幅增长反映了这样一种倾向：即，在商业银行自主性显著增加（相对于亚洲金融危机期间）的情况下，处于保增长的政治考虑，银行业配置信贷资产安全性的考虑显著增加。

这就导致了两个变化：第一，票据融资贴现率显著下降，目前，票据贴现率已下降至 1.6‰（月率），转贴现率低至 1.2‰，这已经接近于银行的资金成本，远远低于贷款利率 4.05‰。

第二，在票据融资主体上，基本面较好的大型企业所占比重大幅增加，这意味着，资金状况较好的企业仍然优先得到信贷支持，而资金紧张、经营困难的中小企业资金面难以得到明显改善。

四、信贷数据看上去很美，实体经济和金融市场的资金面状况将出现明显反差

信贷数据看上去很美，实际资金状况可能并不如此乐观。我们还得到这样的确切信息：一些银行作出了这样的无奈选择，即主动将贷款发放给优质客户，但贷款全额存放在存款账户内，中间利差由银行贴补。这样的后果是，贷款和 M1 增加，但实体经济资金面并未相应改善。

数据和事实之间存在反差，这使我们意识到，即便短期内存在货币投放增加促进经济增长的效应，我们仍然需要对这种效应保持警惕。

这种反差还将表现为金融市场和实体经济资金面状况的反差，至少在货币和信贷投放大幅增长的上半年，金融市场的资金面将较为宽松，这将为资金推动的市场行情创造机会。但在实体经济方面，我们仍并不十分乐观，因为经济活力和提供就业的主体是中小企业，但我们对短期内中小企业资金面得到改善并不乐观。

实体经济最有可能的情形是，随着去库存化过程的继续，经济指标止跌，市场信心企稳，但这并不意味着经济基本面反转。

信息披露

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。