



“天量”信贷不可持续，实体经济仍然低迷

1 月货币信贷数据点评

分析师

邹璐

电话：0755-83707473

邮件：zoul01@ghzq.com.cn

桑俊

电话：0755-83707385

邮件：sangj0@ghzq.com.cn

事件

中国人民银行公布最新货币信贷数据：

2009 年 1 月末，广义货币供应量（M2）余额为 49.61 万亿元，同比增长 18.79%，增幅比上年末高 0.97 个百分点；狭义货币供应量（M1）余额为 16.52 万亿元，同比增长 6.68%，增幅比上年末低 2.38 个百分点；市场货币流通量（M0）余额为 4.11 万亿元，同比增长 12.02%。

1 月末，金融机构本外币各项贷款余额为 33.6 万亿元，同比增长 19.78%。人民币各项贷款余额 31.99 万亿元，同比增长 21.33%，增幅比上年末高 2.6 个百分点。当月人民币贷款增加 1.62 万亿元，同比多增 8141 亿元。

1 月末，金融机构本外币各项存款余额为 49.47 万亿元，同比增长 22.9%。人民币各项存款余额为 48.16 万亿元，同比增长 22.98%，增幅比上年末高 3.25 个百分点。当月人民币各项存款增加 1.51 万亿元，同比多增 1.28 万亿元。

点评

信贷投放的爆发性增长不可持续

2009 年 1 月末，人民币各项贷款余额 31.99 万亿元，同比增长 21.33%，增幅比上年末高 2.6 个百分点，贷款余额增速持续走高。当月人民币贷款增加 1.62 万亿元，规模超出市场预期，其单月天量增长创历史最高水平，同比多增 8141 亿元。如果根据前期央行公布的货币供应目标估算的 2009 年信贷总量，则 1 月份新增信贷已占全年的 35%。

经过仔细分析发现，我们认为当月的天量新增贷款主要还是因为政策性贷款的刺激及短期的票据融资大幅增加所致。从短期贷款和票据融资占新增贷款的比重看，分别为 21%和 38.5%，两者合计为 59.5%，而长期贷款占比为 32.3%。根据近几个月短期贷款、票据融资及长期贷款占新增贷款的比重规律也可以看出，票据融资及长期贷款近期上升趋势明显。同时，这也与银行“早放贷 早收益”带来的“前高后低”信贷投放规律有关，从往年的情况来看，每年的 1 月份乃至第一季度是银行放贷的高峰时段，根据过去几年的数据，1 月份贷款投放量占全年总投放量的比重近 20%，而受积极财政政策影响，政府大规模投资项目启动，更进一步刺激了各大银行抢先抢占政府优势项目的动力，带来新增贷款的爆发性增长。

另一方面，造成新增贷款创新高另一因素的票据融资之所以大规模增长，其异动值得我们关注。从票据融资环比新增贷款看，今年 1 月比去年 12 月多增 4092 亿元，而占人民币新增贷款的比重由 27.8% 上升到 38.5%，我们通过对银行贷款业务的分析，认为巨幅的上升可能与市场套利因素有关。由于票据贴现利率与定期存款利率之间存在倒挂，如目前 3 个月的存款利率为 1.71，而 3 个月期票据贴现利率大约为 1.4-1.5 之间，这为企业套利提供了机会，从而带来票据融资大规模增长。我们认为这也部分解释了 M2 大幅上升，存款定期化加剧的原因。

不过，我们认为这种爆发性的信贷增长从全年看难以持续，二三月份信贷增长预计将有所回落，全年将呈现“前高后低”的态势。同时，由于贷款大部分集中于大企业，中小企业融资依然不甚乐观。

M1, M2 剪刀差创 149 个月新高，保增长亟待财政政策进一步配合

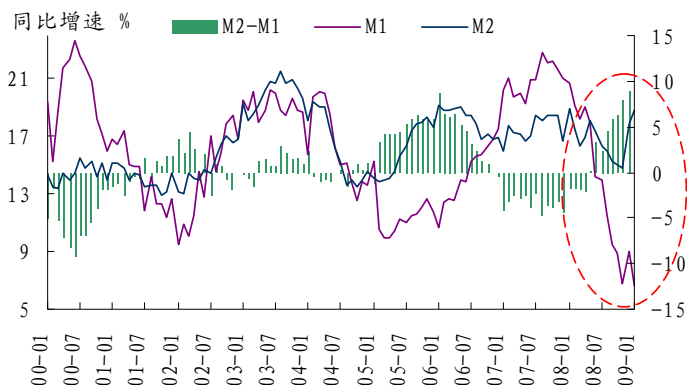
2009 年 1 月末，广义货币供应量 (M2) 余额为 49.61 万亿元，同比增长 18.79%，增幅比上年末高 0.97 个百分点；狭义货币供应量 (M1) 余额为 16.52 万亿元，同比增长 6.68%，增幅比上年末低 2.38 个百分点。而 1 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率 0.9%，比上年末低 0.34 个百分点，比去年同期低 1.42 个百分点，质押式债券回购月加权平均利率 0.9%，比上年末低 0.32 个百分点，比去年同期低 1.91 个百分点。银行间市场利率的再次回落，表明金融机构间流动性依然很充裕。

M1 再度探底使得 M1 与 M2 之间的剪刀差创出了 149 个月以来的新高，存款定期化趋势重新抬头，一定程度上与上面我们分析的票据融资业务的爆发性增长有关。但是我们同样要看到，银行会在票据融资业务上做出部分让利说明银行资金充沛，风险可控的贷款投放很难，一方面是优质企业没有扩张的欲望，另一方面是经营困难的企业不确定性较大。

尽管节日因素明显，但是我们认为 M1 还是能够反映微观经济层面的一些情况，企业经营活动仍不活跃。目前，市场对央行是否会继续降息的争议很大。一方面，M2 增速已经超过央行 2009 年的货币政策目标，如果继续降息的话，一旦实体经济回暖，通胀压力会骤然增加，另外外资流出的压力也会增加；另一方面，M1 增速放缓也部分说明实体经济仍然艰难，经济回暖仍须央行货币政策的支持。

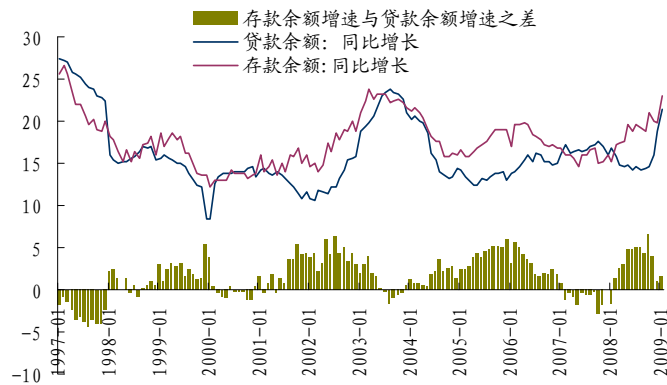
通过对一个月的数据的确难以做出明确的判断，未来我们将继续跟踪宏观货币数据的变化以及银行的微观经营活动。不过，从政府 2009 年“保八”的政策目标来看，企业经营活动恢复和回暖至关重要，我们认为未来仍然存在降息可能，但是更需要政府进一步的财政政策刺激以配合扩大内需，激活消费。

图 1 M1、M2 同比增速走势



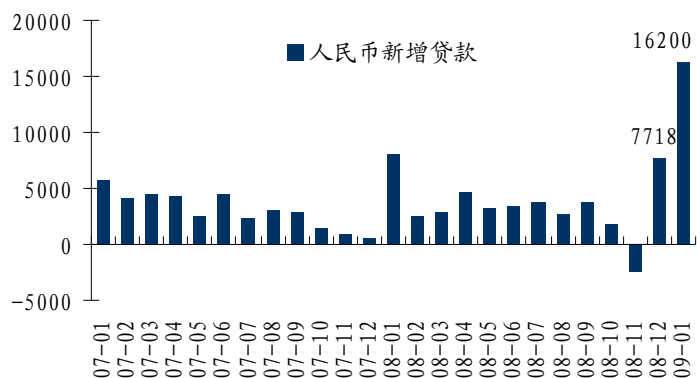
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2 存贷款余额同比增速走势



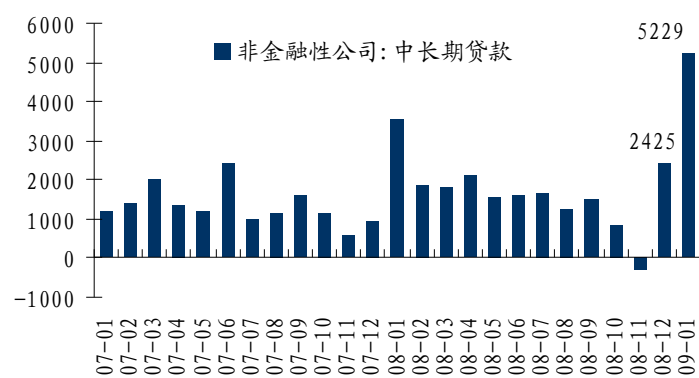
资料来源：WIND、国海证券研究所

图3 人民币新增贷款走势



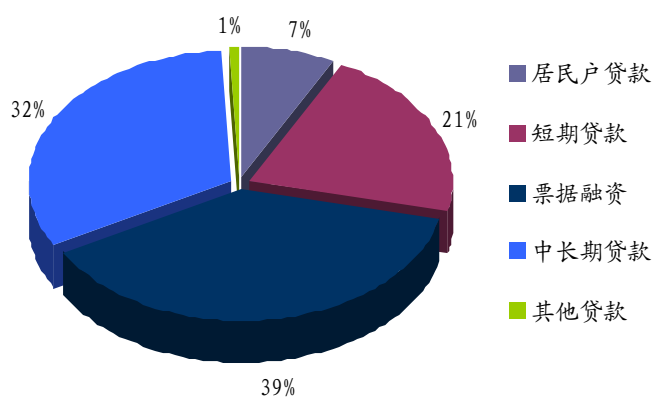
资料来源：WIND、国海证券研究所

图4 人民币新增贷款中中长期贷款走势



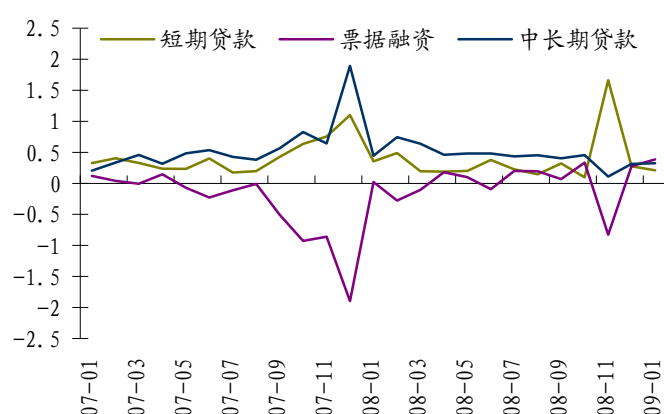
资料来源：WIND、国海证券研究所

图5 1月1.62万亿新增贷款构成



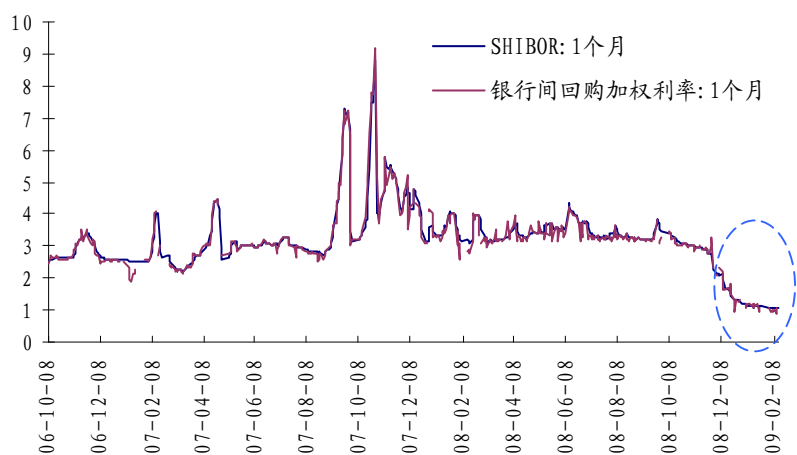
资料来源：WIND、国海证券研究所

图6 新增贷款主要分项占新增贷款比重的走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

图7 SHIBOR及银行间回购加权利率走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

分析师申明:

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国海证券所有。