

谌世光 021-50586660#8503
csg@longone.com.cn

信贷增长再超预期，票据融资或使贷款虚增

根据央行公布的1月信贷数据，人民币贷款继续超预期增长，达到1.62万亿元，比去年同期多增8141亿元，比上月多增8482亿元。从贷款结构来看，居民户贷款新增1214亿元，非金融性公司及其他部门贷款新增1.5万亿元，其中短期贷款新增3404亿元，票据融资新增6239亿元，中长期贷款新增5229亿元，占非金融性公司及其他部门新增贷款比例分别为22.9%、42.0%和35.2%。

总的来看，1月信贷数据主要有以下特点：

- 1) **新增贷款总量远超预期。**春节前温总理讲话中提到，1月新增贷款前20天超过9000亿元，以均匀放贷速度计算，预期1月新增贷款为1.2万亿元左右，但是实际数据却超出了约4000亿元。“天量”新增贷款与银行普遍采取的“早投放、早收益”策略密不可分，年初各银行都全力争夺优质项目资源（如政府配套贷款等等），力图将贷款集中在上半年投放，预计一季度新增贷款将达到2.5-3万亿元，占全年新增贷款总量的40%左右。
- 2) **票据融资比重继续快速提升。**1月票据融资比去年12月多增约4100亿元，票据融资占非金融性公司及其他部门新增贷款比例也从30.3%提升到42.0%。从存量来看，自去年11月以来，票据融资出现迅猛增长，其余额占贷款总余额比重从去年10月的5%一直提升到目前的8%左右。票据融资近几个月的快速增长反映了银行的慎贷心理，在资金充裕和优质项目资源有限的情况下，倾向于通过低风险、流动性较好的票据融资来扩张信贷规模。
- 3) **中长期贷款稳步增长。**1月中长期贷款比去年12月多增约2800多亿元。而且与票据融资一样，其占非金融性公司及其他部门新增贷款比例也得到提升，从33.8%提升到35.2%。新增中长期贷款规模稳步扩张是4万亿投资计划逐步落实的一种表现，其主要投向为铁路、公路和基础设施建设，而且主要贷给政府以及大中型国有企业，给中小企业贷款并不多。以工行为例，其近期一个报告表明，工行1月新增贷款中的60%用来支持电网、铁路、核电、公路等领域的国家重点项目建设。

新增贷款超预期增长带动了M2的超预期增长，并提升了货币乘数。今年1月M2比去年12月增加了2.09万亿元，同比增速为18.79%，超过了预期（此前我们以信贷增长为1.2万亿为前提，考虑到去年1月M2增长较快，基数较高，预计今年1月M2同比增速比去年12月稍微下降，为16.59%）。但是，值得注意的是，1月份M1增长出现放缓，同比增速仅为6.8%，比上年12月同比增速下降2.38个百分点。M1相对M2增速放缓，剪刀差继续扩大，一定程度上反映了经

营活跃度的降低，其主要原因为：1）经济前景尚不明朗，活期存款定期化还在延续；2）1月股市强劲上涨，部分活期存款可能转为证券公司客户保证金。货币乘数方面，根据此前双周报的估计，综合考虑财政存款回笼、央行公开操作、外汇占款等因素，1月基础货币将增加0.2万亿左右，因此1月货币乘数将为4左右，远高于去年12月的3.68。

贷款连续激增也引发了一些担忧。首先是坏帐方面，积极财政政策引导的信贷连续大幅增长是否会导致银行不良贷款率有所上升？目前来看，这种可能性很小，主要原因是：4万亿投资计划配套项目资源应该或多或少具有政府背景，质量较好，风险很低；另外，经过十多年发展，银行在项目审核、风险评估，收益和还贷能力分析方面更加规范了，风险控制能力得到显著提升，这也可以有效抑制不良贷款率的上升。除非未来经济形势再度急剧恶化，或者政府通过非市场手段要求银行给风险较高项目贷款，否则银行不良贷款率再度大幅上升的可能性很小。另外是票据融资可能造成存贷款虚增。目前票据直贴利率非常低，甚至出现与存款利率倒挂的情况，这样就可能促使企业通过票据贴现融资，然后再将融入资金存回银行的方式来套取利差。这种套利行为会导致存贷款的“虚增”，放大了货币乘数，不利于央行作出正确的决策判断。

免责声明

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券固定收益及衍生产品部

地址:上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦11层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660转8596

传真: (86-21) 58201342

邮编: 200122