

4 月贷款及货币政策前瞻



研究结论：

报告日期 2009 年 5 月 5 日

- **预计 4 月贷款环比回落，但同比仍可能多增。**我们判断当前货币政策轻易不会转变。但源于政府取消信贷额度控制的影响，最近 5 个月新增贷款大幅增长，因此 4 月新增贷款环比可能回落，但同比仍可能维持多增，初步估计在 5000 亿元左右，我们仍维持全年新增贷款 7-8 万亿的判断。
- **货币信贷仍将维持 3 月的高增速。**由于 3 月货币供应和信贷都实现了高增长，这导致 M1、M2 和贷款余额的绝对量都达到一个较高的水平，而去年同期基数变化并不大，因此我们预计货币信贷仍将维持与 3 月份的较高增速。假定 4 月新增贷款达到 5000 亿元，那么估计 4 月贷款余额增速为 30% 左右（去年 11 月可能农行冲销了不良贷款 7315 亿元，因此应按贷款余额可比口径计算增速），M2 增速为 25% 左右。由于经济进一步活跃，M1 增速可能超过 19%。
- **央行近期下调两率的可能性较小。**外汇占款以及公开市场到期资金量较大影响下，近期准备金率下调可能性较小。由于物价可能在 7 月见底回升，而多次降息后当前企业的贷款成本已经较低，固定资产投资也得到了大幅增长，因此，从央行防通缩、保增长的意图看，近期降息可能性也较小，央行可能更多会为下半年经济形势的变化预留政策空间。就二季度而言，我们预计央行仍将以公开市场操作为主，“两率”下调可能性较小，货币政策很可能继续保持真空状态。
- **货币政策转变时机可能在第四季度。**全年看，如果宏观经济逐季恢复良好，3 季度物价见底回升，全球经济在三季度左右出现复苏，那么央行政策可能会在本年底发生变化，如从“适度宽松”转为“稳健”。

高义

宏观经济高级分析师

021-63325888 # 6106

gaoyi@orientsec.com.cn

冯玉明

宏观经济首席分析师

021-63325888 # 6110

fym@orientsec.com.cn

相关研究报告

《宽松货币政策不会发生改变》 2009 年 4 月 23 日

4月新增贷款数量环比回落，但同比仍可能多增，预计5000亿元左右

由于去年4季度货币政策基调开始向适度宽松转变，如果从去年11月开始统计，那么近5个月的新增贷款总额达5.8万亿，今年的3个月也累计投放了4.58万亿元，市场从3月份开始就逐渐担心新增贷款绝对量大幅回落。过去在严格的信贷额度控制下，新增贷款的绝对量都有一个逐季度回落的正常过程，如06、07年都大致按照“4321”的比例分布。但今年与前几年有很大的不同在于，今年政府取消了过去信贷额度控制。因此，新增贷款连续多增实际上是政府、银行、企业三方最优选择的结果。尽管不断传言央行、银监会可能对信贷进行调控，但从近期易纲、刘明康等相关领导的发言看，政府仍然对新增贷款的大幅增长持认可态度，例如：易纲认为“利大于弊”，刘明康指出“我们保增长需要多放款，对贷款规模没有限额。信贷对实体经济的支持，将是一场持久战和拉锯战。”退一步而言，即使政府的态度要发生转变，一般也有一定的“政策时滞”，特别是面临当前宏观经济较为复杂的背景下，政府政策的转变更需要较长时间的“铺垫”工作。因此，我们认为在政府政策维持平稳下，4月新增贷款数量尽管环比上应该比3月有较多回落，但相对去年4月4639亿元而言，仍有可能维持较多增长，我们估计能达到5000亿元以上。

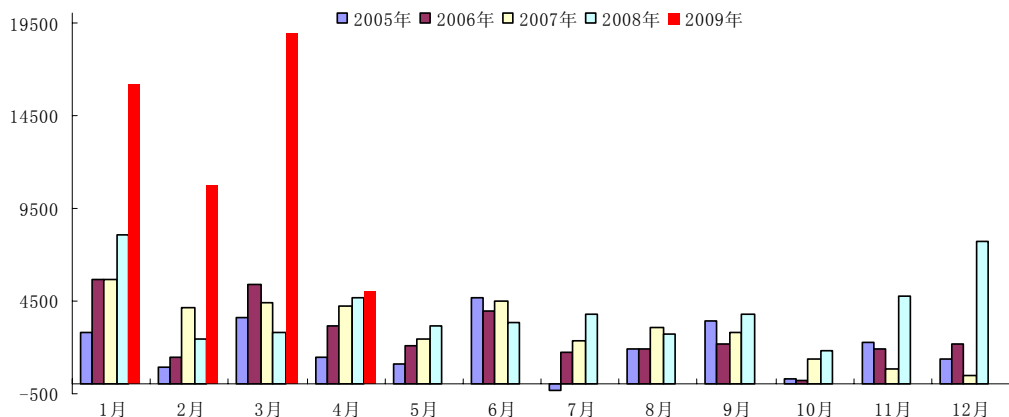
表 1 单季新增贷款占比（2009 年按 8 万亿总额计算）

单位：%

	单季新增贷款占比				
	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
1Q	31	39	39	27	57
2Q	30	29	31	23	
3Q	21	18	23	21	
4Q	17	13	7	29	

资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

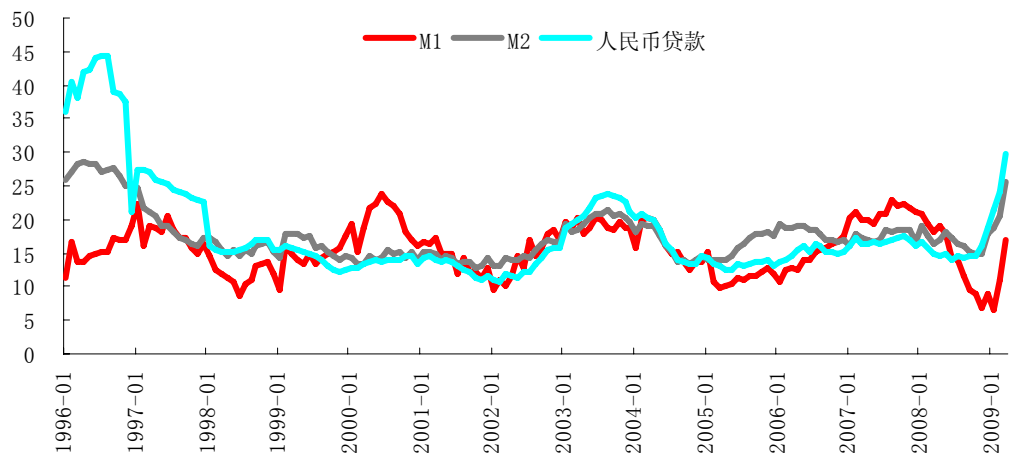
从全年看，我们此前曾分析，未来新增贷款的增长可能根据宏观经济乐观、中性和悲观三种情形有所不同：第一，乐观情形下，内外需恶化趋势迅速扭转，下半年特别是第四季度国内经济过热或通胀迹象明显，则政府可能重新采取严格控制信贷的措施，这种情形下新增贷款可能很快回落；第二，中性情形下，经济好转的趋势逐渐显现，符合正常预期，那么前期的票据贷款可能逐渐转化为政策项目的后续配套贷款和一般企业的贷款，使得新增贷款相对往年大量投放的趋势得到延续；第三，悲观情形下，经济复苏的趋势低于预期，使得“银行惜贷”和“企业慎贷”现象重新出现，贷款投放量急剧萎缩。到目前为止，我们仍然判断中性情形出现的可能性最大，信贷投放仍将维持较快增长。假设出现悲观情形，我们认为政府在保增长和促就业的压力下，会进一步采取更多措施来稳定经济，货币信贷仍是重要政策之一。从全年看，一般一季度贷款占全年40-50%，今年可能这一比重会提高，因此我们判断全年新增贷款可能达到7-8万亿元，而这很可能正是前期票据融资滚动转化为后期正常信贷的结果。

图1 09年各月新增贷款数量（4月为估计量）
单位：亿元


资料来源：WIND，东方证券研究所

货币信贷仍将维持较高增速

由于3月货币供应和信贷都实现了高增长，这导致M1、M2和贷款余额的绝对量都达到一个较高的水平，而去年同期基数变化并不大，因此我们预计货币信贷仍将维持与3月份相一致的较高增速。从另一个角度看，市场普遍预期二季度宏观经济将进一步复苏，企业经营活动日趋活跃，这也将支撑M1增速的继续回升（过去的历史看，M1见底后回升一般会维持2年左右）。假定4月新增贷款达到5000亿元，那么估计4月贷款余额增速为30%左右（去年11月可能农行冲销了不良贷款7315亿元，因此应按贷款余额科比口径计算增速），M2增速为25%左右。由于经济进一步活跃，M1增速可能超过19%。

图2 信贷和货币供应增速
单位：%


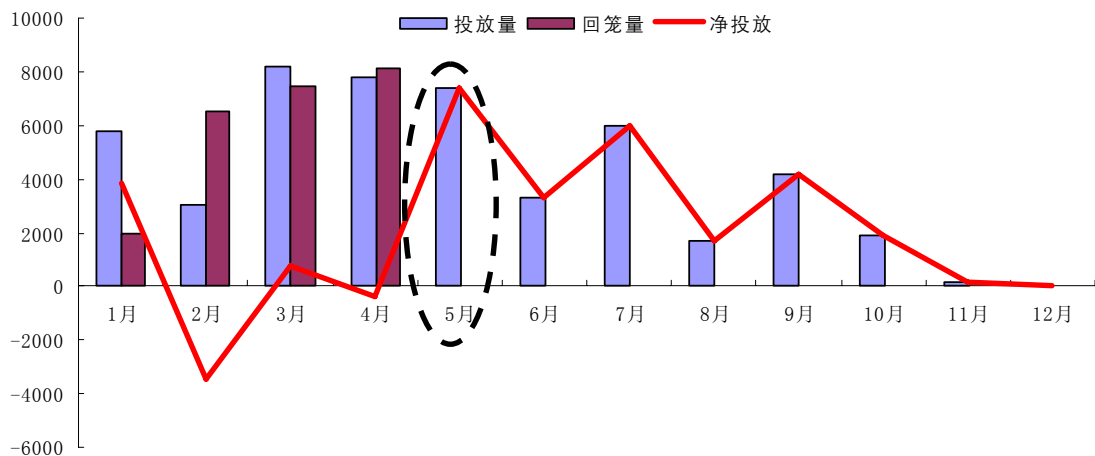
资料来源：WIND，东方证券研究所

5 月份公开市场到期资金量较大

从前四个月来看，合计净投放705亿元，1、2月的投放与回笼操作主要与春节的季节因素有关，3、4月分别有760亿元和-390亿元的净投放和净回笼，规模较小。总体看，央行的公开市场操作较为平稳，其主要目的仍然是平衡全年各月到期资金量的分布。从未来几个月看，5月、7月到期量较大，分别为7420亿元和5955亿元，而6、8月到期量较小，分别为3330亿元和1700亿元。因此预计央行在5月份仍会进行正常的回笼操作以平衡资金到期投放。

图3 09年各月货币投放回笼情况

单位：亿元



资料来源：WIND，东方证券研究所

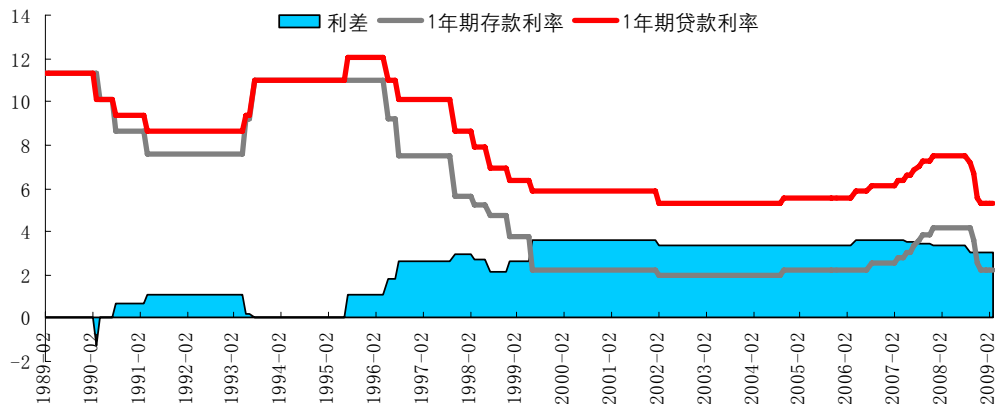
央行近期下调两率的可能性较小

我们预计二季度外需状况会有所好转，今年名义贸易顺差仍将大幅增长，因此外汇占款规模仍将维持增长（前三月总共增加约4200亿元），加上公开市场到期资金量较大，金融机构超额准备金率仍达到2.28%，因此我们预计准备金率近期下调的可能性较小。

从利率看，我们就判断央行今年可能只是小幅下调利率27个基点，从年初到现在，利率一直没有变动。从央行的意图看，降息的主要目的是为了防范通缩、刺激经济，从通缩看，尽管二季度CPI和PPI还可能继续下行，但从翘尾因素看，物价的底部将逐渐明朗，在7月份见底回升的可能性较大，因此通缩状态仍将延续，但程度较轻、时间较短，为防止通缩而降息意义不大。从刺激经济看，经过去年的大幅降息，企业的贷款成本已经较低，固定资产投资得到了大幅增长，而降息对刺激消费的短期作用并不大，反而可能会增加银行业的风险、加重市场对经济前景的悲观预期，因此我们判断，尽管央行存在降息空间，但近期下调利率的可能性较小，政府可能更多的会下半年经济形势的变化预留政策空间。

图 4 存贷利率的走势

单位：%



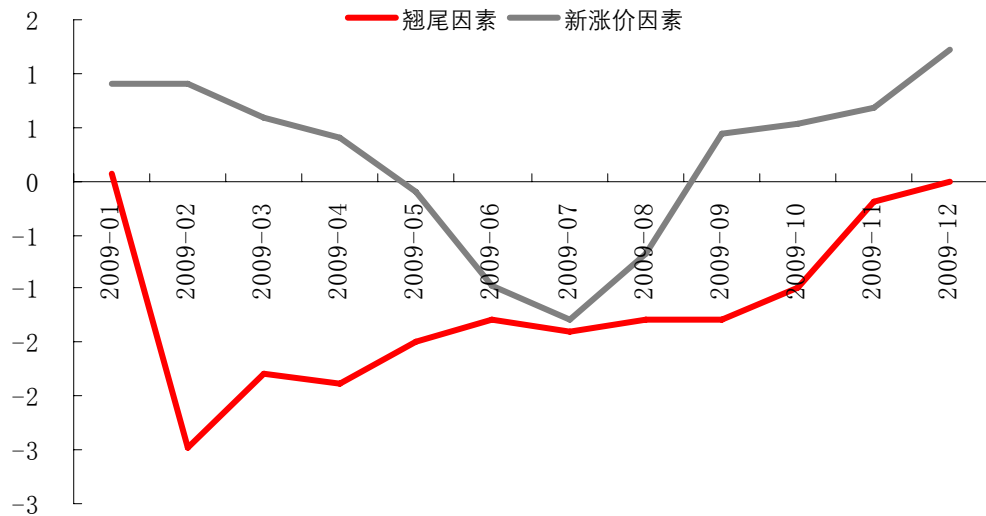
资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

货币政策转变时机可能在第四季度

全年看，如果宏观经济逐季恢复良好，3季度物价见底回升，全球经济在三季度左右出现复苏，那么央行政策可能会在本年底发生变化，如从“适度宽松”转为“稳健”。就二季度而言，我们预计央行仍将以公开市场操作为主，“两率”下调可能性较小，货币政策很可能继续保持真空状态。

图 5 2009 年 CPI 翘尾因素与新涨价因素（按历年平均计算）

单位：%



资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

分析师承诺

高义、冯玉明：宏观经济分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn