

动态报告/经济快评

宏观经济

7 月份金融数据前瞻

2009 年 07 月 30 日

近期市场流动性分析与 7 月份信贷前瞻

分析师： 林松立 linsl@guosen.com.cn 010-82254212

事项：

市场围绕央行最近的举动以及对 7 月份信贷争议较多

评论：

■ 下半年市场流动性分析：难以重现上半年极度宽松的局面

下半年整体市场流动性仍将处于宽裕的局面，但是宽松程度将大大低于上半年。流动性充裕程度有所降低，一方面是央行对极度宽松的货币政策的微调，一方面是在上半年信贷超高增长后，银行体系的资金虽然由于贷款派生的存款而充足，但从超额存款准备金率就可反映出宽裕程度已非年初时所可比。对于下半年，宏观层面的流动性仍处于充裕状况，这仍是央行下半年的主要任务——调整信贷调整的总量和结构的同时，保持银行体系资金充裕，以求将实际利率稳定在极低水平上——以低利率刺激经济的继续回升。

票据融资置换成中长期贷款将略收紧市场流动性

由于货币当局已经通过“窗口指导”要求各商业银行从两方面收敛下半年目标：一是信贷总量目标，二是利润目标。因此，上半年投放的票据融资将为商业银行置换成中长期贷款，以追求在总量上满足货币当局的要求下，增强其资产的盈利性。票据融资的减少，将略微减少市场流动性。

目前票据利率的上升尚属正常

票据利率的上升幅度，反映了近期市场流动性略较前期有收紧的结果，同时也是供需关系的结果——商业银行在超预期信贷投放后，必然会倾向于减少对票据的供应；从上升幅度而言，尚属正常。市场猜测央行最近略微加快央票发行，并重启 1 年期的央票发行，认定央行的货币政策有可能转向。实际上，在过度宽松的货币政策实施半年后，央行微调货币政策是必然的，但如果把央行最近的公开市场操作举动视作为微调的开始，我们认为并不对，其主要原因是央行被动投放的外汇占款，由于资金的流入使得从 5 月份至今突然加大。

■ 7 月份信贷投放料将超预期回落：3000 亿元

5、6 月份以来，各商业银行的信贷投放基本上演变成央行与商业银行的博弈：商业银行当心央行随时有可能对信贷投放转为控制，而努力寻找项目抢占市场份额。

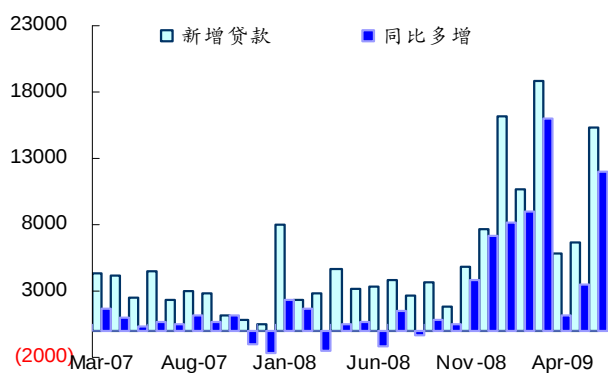
去年底至一季度，政府唯恐商业银行“惜贷”，不惜暗示“政治任务”于四大行，但各个方面都低估了我国商业银行自成立伊始天生俱来的放贷冲动倾向。一季度天量信贷后，货币当局也从“窗口指导”变成了观望，但仍然低估了商业银行的放贷能力，二季度信贷投放继续巨量增长，在惊讶商业银行能在恶劣的经济条件下依然寻找到如此多的放贷对象的同时，货币当局不得不提前把信贷质量和系统风险的管理提上日程，故从下半年开始货币政策的微调必然是从信贷投

放控制开始。

7 月份新增信贷，从以往经验看，一直偏低，大部分原因是以往各年货币当局总要对信贷投放实行总量控制，各商业银行自然会突击投放造成既成事实。今年 7 月份新增贷款远低于上半年月均值是必然，低于 5000 亿元亦属正常。我们认为大约会在 3000 上下，但即使仅有 2000 亿元也不奇怪。其主要原因是 6 月份商业银行为防止下半年央行对信贷的调控而加大力度投放信贷，从而影响到 7 月份信贷的投放。

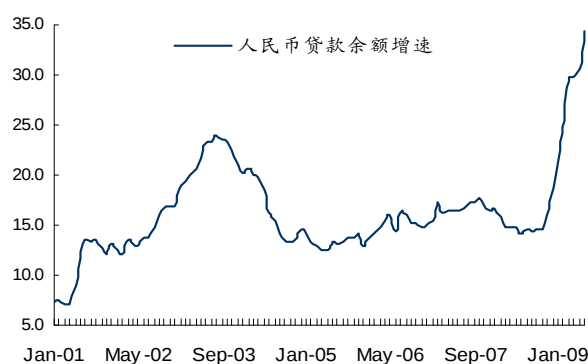
7 月份唯有住房抵押贷款还将正常增长——略低于前几个月 800 亿元左右的水平，还将维持 600-700 亿元的水平；其次，7 月份开始，大部分商业银行将会利用上半年高增长的票据融资置换成中长期贷款——既满足央行对于总量的控制，又满足商业银行对于利润的要求。因此，票据融资的减少是必然。

图 1：上半年新增贷款已到极限 单位：亿元



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 2：贷款增速超越十年高点 单位：%



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	超配	预计 6 个月内，股价涨幅为相对大盘 15%以上
	标配	预计 6 个月内，股价涨幅为相对大盘 0%-15%之间
	低配	预计 6 个月内，股价涨幅为相对大盘 0%以下
行业 投资评级	超配	行业股票指数在 6 个月内表现优于市场指数 10%以上
	标配	行业股票指数在 6 个月内表现优于市场指数-10%-10%之间
	低配	行业股票指数在 6 个月内表现涨幅为相对大盘-10%以下

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。