

# 全年信贷不超 10 万亿

### 研究结论：

- **政府对全年货币信贷增长并非没有底线。**根据 03—07 年间经济增长、通货膨胀与货币信贷数据的对比，我们认为 M2 增长 17%，信贷增长 16—20% 对于支撑正常的经济增长是足够的。如果下半年经济逐步恢复正常，政府可能会要求货币与信贷的增长重新逐步回到底线以内。
- **近期货币政策操作上的微调意愿明显。**在坚持政策总体基调不变的前提下，我们仍可观察到央行和银监会等监管部门逐渐流露出对未来可能的通货膨胀和不良贷款等风险的担忧。近期央行主要是通过公开市场进行微调，包括重启一年期央票的发行，并引导货币市场利率逐步上行等。未来在货币政策的具体操作上，央行的微调力度可能逐步加大。
- **超储率下降可能对银行信贷投放形成制约。**6 月末金融机构超储率为 1.55%，达到 2001 年以来的最低水平，其中上半年信贷投放的主力——四大国有商业银行超储率下降明显，这可能会对银行未来的信贷投放能力形成一定制约，导致下半年信贷投放规模显著下降。
- **前期天量信贷并不必然导致后期信贷仍会多增。**由于前期信贷投放可能存在一次投足、票据贷款陆续到期为中长期贷款增长腾出空间以及政府具备强大的宏观调控能力，我们认为投资项目大幅增长并继续推动信贷投放超预期增长，并倒逼货币政策继续宽松出现的可能性较小。
- **全年信贷或在 10 万亿以内。**综上所述我们认为，由于政府对货币信贷增长可能存在一定底线、下半年货币政策微调的力度可能逐步加大、银行受资金约束信贷投放能力下降以及票据贷款到期后腾出一定空间等原因，全年新增贷款很可能会控制在 10 万亿以内。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

报告日期 2009 年 8 月 17 日

**闫伟** 首席经济学家  
021-63325888×6105  
yanwei@orientsec.com.cn

**冯玉明** 宏观经济首席分析师  
021-63325888×6110  
fym@orientsec.com.cn

**高义** 宏观经济高级分析师  
021-63325888×6106  
gaoyi@orientsec.com.cn

**王骏飞** 宏观经济助理分析师  
021-63325888×6114  
wangjunfei@orientsec.com.cn

### 相关研究报告

《贷款回落略超预期——2009 年 7 月金融运行数据点评》 2009 年 8 月 12 日

《经济企稳向好 政策动态微调》 2009 年 8 月 12 日

自2008年四季度以来，央行认真贯彻落实适度宽松的货币政策，通过迅速降低存贷款利率和准备金率，取消信贷额度控制，降低公开回笼操作频度和力度，维持人民币兑美元汇率的稳定等一系列措施，为经济发展创造了良好的货币金融环境。

经过全社会三个季度的努力后，目前国民经济运行中的积极因素不断增多，企稳向好势头日趋明显。但适度宽松货币政策也使得当前货币供应和信贷投放等增长速度远超政府年初定下的目标，同时，全年物价在7月见底后将逐步回升，未来在经济持续复苏、流动性过剩、国内外石油、大宗商品和食品价格等多种不确定性因素影响下，通货膨胀仍有发生的可能。

在此背景下，我们认为，由于政府对货币信贷增长可能存在一定底线、下半年货币政策微调的力度逐步加大、银行受资金约束信贷投放能力下降以及票据贷款到期后腾出一定空间等原因，全年新增贷款很可能会控制在10万亿以内，以下我们将从四个方面进行分析。

### 首先，政府对全年货币与信贷增长并非没有底线

#### (1) 政府提出M2增长17%与贷款5万亿以上的原因

2008年12月，国务院办公厅发布了《关于当前金融促进经济发展的若干意见》，即“金融三十条”。在这一意见中，国务院提出“根据经济社会发展需要，创造适度宽松的货币信贷环境，以高于GDP增长与物价上涨之和约3至4个百分点的增长幅度作为2009年货币供应总量目标，争取全年广义货币供应量增长17%左右”。

**图表 1 03-08 年经济与货币信贷增速**

单位：%

|                  | M1 增速       | M2 增速       | 贷款增速        | GDP 增速      | CPI 增速     |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| 2003 年           | 18.7        | 19.6        | 21.1        | 10.0        | 1.2        |
| 2004 年           | 13.6        | 14.6        | 14.5        | 10.1        | 3.9        |
| 2005 年           | 11.8        | 17.6        | 13.0        | 10.4        | 1.8        |
| 2006 年           | 17.5        | 16.9        | 15.1        | 11.6        | 1.5        |
| 2007 年           | 21.0        | 16.7        | 16.1        | 13.0        | 4.8        |
| 2008 年           | 9.1         | 17.8        | 18.8        | 9.0         | 5.9        |
| <b>03-07 年平均</b> | <b>16.5</b> | <b>17.1</b> | <b>16.0</b> | <b>11.0</b> | <b>2.6</b> |
| 03-08 年平均        | 15.3        | 17.2        | 16.4        | 10.7        | 3.2        |
| 2009 年 1-7 月     | 26.37       | 28.42       | 33.9        | 7.1         | -1.17      |

资料来源：中国人民银行，WIND，东方证券研究所，注：2009 年上半年 GDP 增速为 7.1%

为什么国务院会就M2的增长提出非常具体目标呢？我们认为，这种提法是有一定历史根据。我们知道，上一轮经济高速增长大致起始于2002、2003年，自2003年起，GDP增速开始达到两位数，并连续维持了5年时间的高增长。图表1对这5年的有关数据进行了统计，M2的平均增速大约为17%，而GDP增速约11%，CPI增速约3%，因此M2恰好高出GDP与CPI之和约3-4个百分点。换言之，在03-07年期间，货币供应只需维持17%左右的增速，就能支撑连续五年超过两位数的经济高速增长。因此，在09年实体经济增速相对较低（8-9%），而物价全年可能为负的背景下，政府提出M2增长约17%的目标是完全能够满足经济增长的需要的。

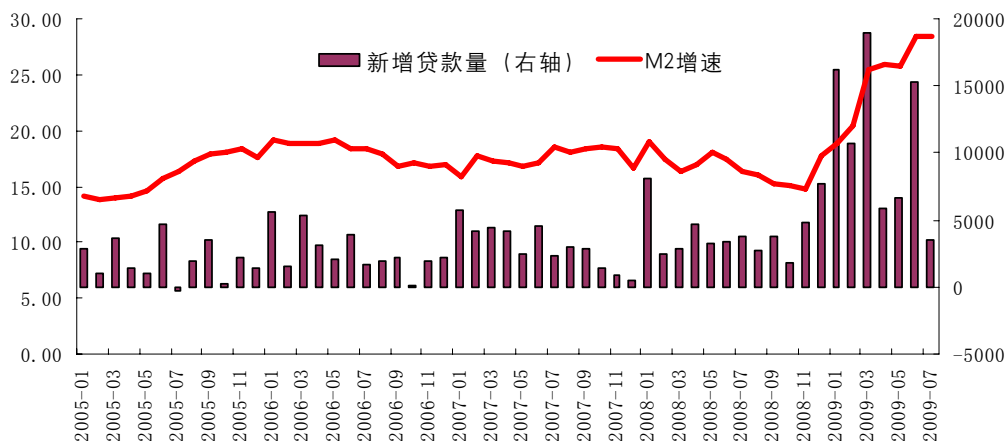
与M2目标相对应，年初温总理提出了5万亿以上新增贷款的目标，这一目标也是有历史根据的。2003-2007年期间，信贷余额增速大约在16-21%之间（2005年因宏观调控而较低），平均约16%。2008年底的人民币贷款余额大约为30.3万亿，假定按03-07年的增速来计算，则2009年的新增贷款应该在4.8-6.4万亿之间。而这一目标区间，正好与温总理年初提出的09年新增贷款增长5万亿元以上相对应。因此，从历史规律，新增贷款增长5万亿以上（如达到6-7万亿），也足够支撑09年经济的恢复。

## （2）政府对全年货币与信贷增长并非没有底线

2009年以来，货币供应与信贷投放都出现了超预期的增长——截至7月，M2增速达到28.4%，新增贷款累计7.7万亿元（如果从08年11月信贷猛增开始统计，则累计约9万亿）。

图表2 新增贷款及 M2 同比增速

单位：亿元，%

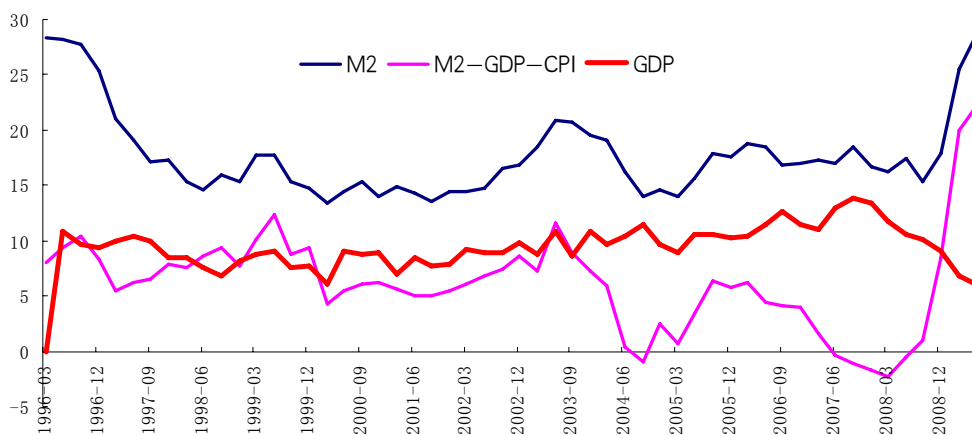


资料来源：WIND，东方证券研究所

我们认为，在经济刺激计划的效果以及外需恢复程度具有不确定性的前提下，货币信贷超预期增长具有一定的合理性，但即使如此，当前的货币供应和信贷投放仍远远超出年初政府定下的目标以及经济增长所需的合理水平——从货币供应看，上半年M2高出GDP与CPI之和约22个百分点；从信贷投放看，今年以来的新增贷款已经远超按历史较高增速20%计算的6.4万亿元。

**图表3 M2同比增速与GDP、CPI的差**

单位：%



资料来源：WIND，东方证券研究所

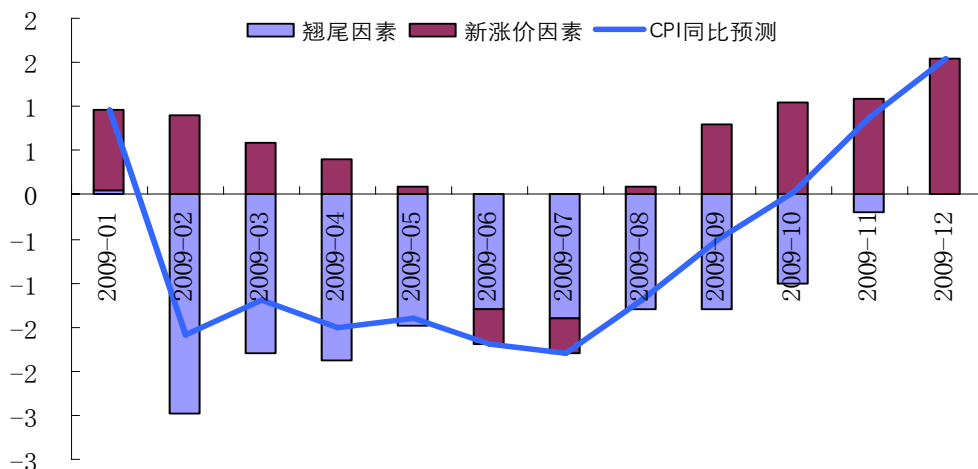
尽管到目前为止，政府并没有对信贷投放规模定出具体而明确目标，但我们认为，政府对全年货币与信贷增长并非没有底线——M2增长17%，信贷增长20%左右可能正是经济正常运转过程中，政府一定程度上“隐含认可的”目标之一。假定下半年随着全球经济见底回升与逐步走向复苏，国内经济恢复正常的增长水平，完成全年“保八”已较为确定的时候，货币信贷回归正常水平也是经济稳定增长所必然要求的。

从历史数据看，05-07年期间，下半年信贷投放大约在9000-11000亿元之间，08年最后两个月为刺激经济信贷投放大增，导致08年下半年信贷投放达到了2.5万亿左右，比往年水平高出一倍多。假定09年下半年信贷投放仍然较大，即使按照新增贷款较多的08年下半年的水平来计算，09年全年新增贷款也就是在9.8万亿元左右（7.3+2.5=9.8），将不会超过10万亿元。

按照这一假设，09年底信贷余额可能达到40万亿，如果继续按照16-20%的历史增速计算，那么10年的新增贷款规模可能在6.4到8万亿元之间，这可能会成为政府对明年信贷增长的参考目标之一。这一增长规模相对09年而言确实有明显下降，但由于信贷余额的存量相对GDP而言仍有明显提高，因此10年新增贷款规模上的下降并不一定会对经济增长构成资金环境上的制约。

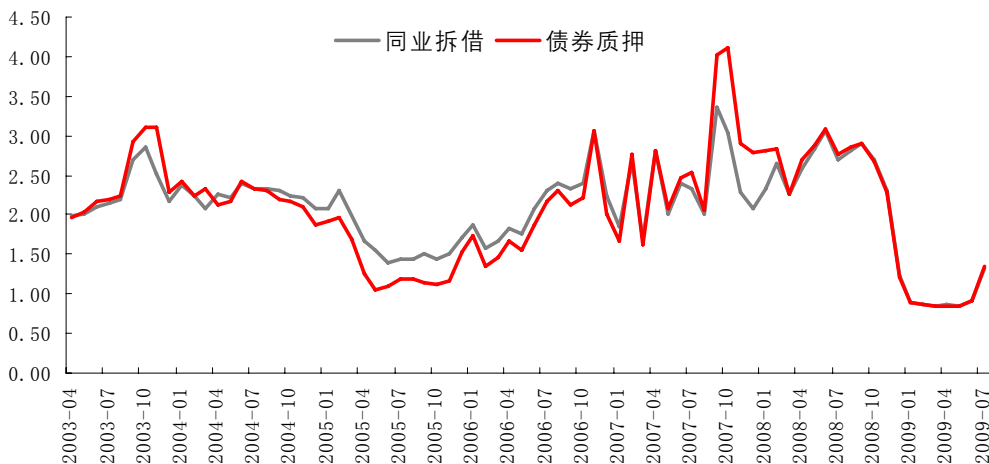
### 其次，近期货币政策操作上的微调意愿较为明显

尽管在经济复苏基础尚不稳固的情形下，中央一再提出要“要继续把促进经济平稳较快发展作为经济工作的首要任务，保持宏观经济政策连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，但在坚持政策主基调的前提下，我们仍然可以观察到，以央行和银监会为主的监管层频繁流露出对未来风险的担忧。这与去年4季度与今年1季度期间，各大政府机构对经济刺激政策完全一致的态度相比，我们认为，央行和银监会的态度已经开始有所变化。

**图表4 09年CPI的翘尾因素和新涨价因素及预测（8月及以后）**
**单位：%**


资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

央行最担忧的是通货膨胀。央行在二季度货币政策报告中认为，在通货膨胀方面，价格同时存在下行和上行的压力——内外部不确定性较大的环境下，需求不足仍可能构成价格下行压力。但大规模注入流动性及经济刺激计划的影响下，全球货币条件较为宽松；上半年国际初级商品价格已大幅上涨，这些因素将对未来物价上涨构成上行压力。因此，央行提出下半年将更加注重适度宽松货币政策的动态微调。例如，央行认为要“根据经济形势和价格变化，注重运用市场化手段进行动态微调”。具体措施上，央行不再强调“继续保持银行体系流动性充裕，引导金融机构合理增加信贷投放”，而是指出要“灵活运用货币政策工具，引导货币信贷适度增长”。从具体政策上看，央行主要是通过公开市场进行微调，包括重启一年期央票的发行，并引导货币市场利率逐步上行等。

**图表5 银行间市场加权平均利率**
**单位：%**


资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

银监会最担忧不良贷款的风险。前期，媒体曾报道了上海、北京、杭州等地陆续收紧二套房贷政策；

最近一个月银监会连续颁布了固定资产投资、流动资金贷款等多项贷款管理办法；银监会主席也在近期的讲话中指出“贷款高速投放积聚的风险隐患也在增加”。

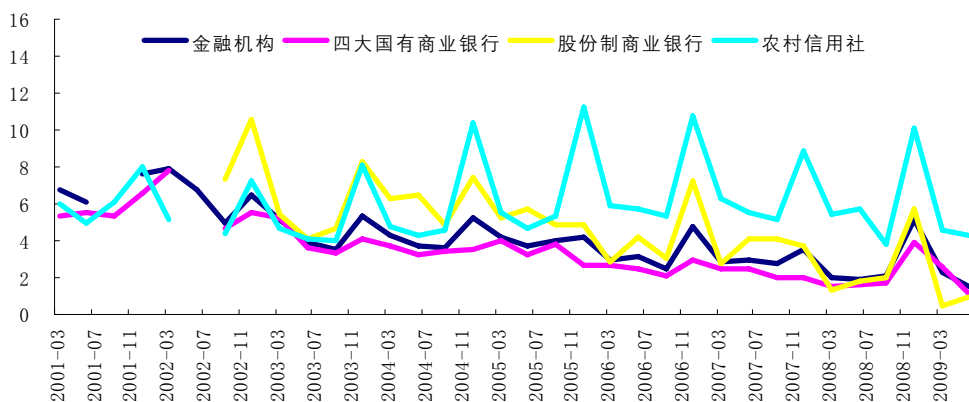
### 再次，超储率下降将在一定程度上制约银行信贷投放能力

09年6月末金融机构超储率为1.55%，比3月末的2.28%下降了0.73个百分点，达到2001年以来的最低水平。其中，上半年信贷投放的主力——四大有商业银行超储率下降明显，由年初的3.93%下降到3月末的2.53%，并在6月末下降到1.15%；而由于项目有限的股份制商业银行，其超储率则相对3月末有一定程度的回升（从3月末的0.49%回升到0.95%）。

尽管部分商业银行仍然有较强的能力投放信贷，但总体上超储率的大幅下降，必然会对银行未来的信贷投放能力形成一定制约，这可能会导致下半年信贷投放规模显著下降。近期，资金面的充裕程度相对前期已经有所下降，这从银行间市场加权平均利率的上升也可看出一定端倪。

**图表 6 金融机构超额准备金率**

单位：%



资料来源：WIND，东方证券研究所

### 最后，前期天量信贷并不必然导致后期信贷仍会多增

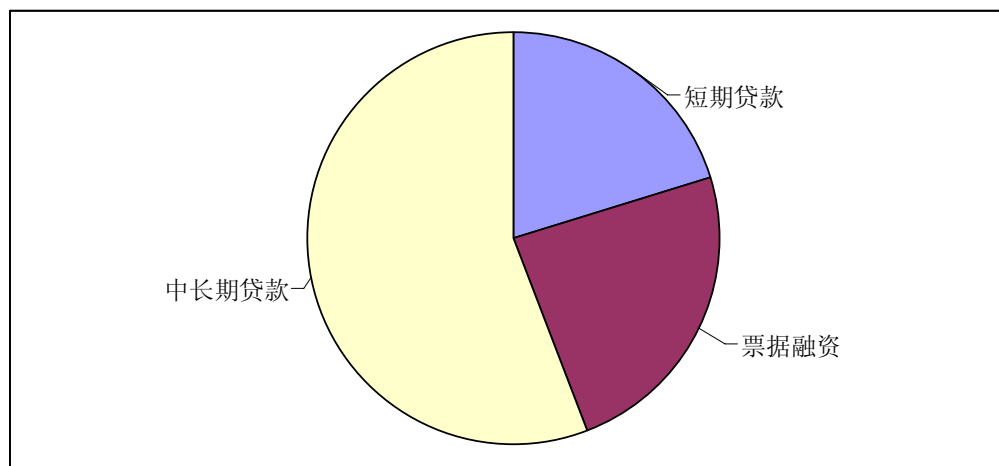
目前，有部分机构和学者认为，如果“投资项目在年内继续大幅度增加，有可能会倒逼货币政策在明后两年继续采取宽松的政策，从而为一个超级资产泡沫的滋生和膨胀提供温床”，我们对此并不认可。主要原因有以下几个方面：

第一，前期信贷投放可能是一次性放足，后期不一定需要后续贷款的投入。由于年初商业银行流动性异常充裕（当时的超储率达到5%以上），但对经济的前景有一定担忧，可贷项目相对较少，因此，一种可能或合理的情形是 银行一次性放足贷款，这使得部分项目可能后期并不需要贷款的持续投入。对此猜测能构成一定支持的论据是，从去年4季度截至目前为止，中长期贷款约3.7万亿左右，而中央政府投资项目资金共到位3800亿元，后者占前者的比例大约为10%，远低于政府调低后的固定资产投资项目资本金比例（假定按25%为平均水平），可能部分原因就在于这些投资项目的配套贷款是一次性放足。

第二，前期票据贷款陆续到期将为中长期贷款的增长腾出空间。自08年11月以来，票据贷款大幅增长。2009年1-7月，新增票据贷款月1.5万亿，占全部公司贷款的24%左右。由于票据贷款平均约4个月左右，因此，上半年投放的票据贷款将逐步到期，这将为下半年信贷投放腾出空间。因此，即使信贷投放总量在下半年增长不多，单靠票据贷款到期的转换，也可实现短期贷款和中长期贷款比重的增加，从而为经济增长发挥足够的刺激作用。

**图表 6 09 年 1-7 月各类型贷款占公司贷款的比重**

单位：%



资料来源：WIND，东方证券研究所

第三，政府对调控经济过热已经积累了足够的经验，也具备较强的调控能力。自2002年经济恢复增长以来，政府已积累了丰富的宏观调控经验，同时也具备较强的调控能力。例如2003年宏观经济在年初的SARS影响下出现回落，政府立即出台了大量措施稳定经济；随后经济逐步过热，政府又出台了针对房地产的“121号”文件，提高二套房首付比例；04年二季度，政府又上调钢铁、水泥、电解铝和房地产行业资本金比例，并在全国清理固定资产投资项目等。这些措施对于防止经济过热，保持经济稳定增长起到了积极作用。因此，我们认为，如果下半年随着国内房地产投资的启动以及外需的逐步复苏，经济出现过热，物价快速上升并出现通胀压力，那么政府一定会出台相应的措施进行调控，倒逼货币政策继续宽松的现象出现的可能性相对较小。

综上所述，我们认为，由于政府对货币信贷增长可能存在一定底线、下半年货币政策微调的力度逐步加大、银行受资金约束信贷投放能力下降以及票据贷款到期后腾出一定空间等原因，全年新增贷款很可能会控制在10万亿以内。

## 分析师承诺

闫伟、冯玉明、高义、王俊飞，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\*6252

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[shoulan@orientsec.com.cn](mailto:shoulan@orientsec.com.cn)