

点评报告

信贷投放更为均衡、货币政策难有实质放松

2011 年 4 月 15 日

2011 年 3 月金融货币数据点评

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	3.8
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	15.1
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1 年期存款利率	2.75	3.2
1 年期贷款利率	5.81	6.31
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据 (2 月)

工业	14.9
城镇投资	24.9
零售额	11.6
CPI	4.9
PPI	7.2

资料来源: CEIC, 招商证券

事件:

根据中国人民银行 2011 年 4 月 14 日公布的数据: 2011 年 3 月末, 广义货币(M2) 余额 75.81 万亿元, 同比增长 16.6%, 比上月末高 0.9 个百分点, 比上年末低 3.1 个百分点; 狭义货币(M1) 余额 26.63 万亿元, 同比增长 15.0%, 比上月末高 0.5 个百分点, 比上年末低 6.2 个百分点; 流通中货币(M0) 余额 4.48 万亿元, 同比增长 14.8%。一季度净投放现金 257 亿元, 现金投放回笼正常。

评论:

1、货币供给增速略有回升, 我们认为原因在于: 首先, 春节所造成的季节性因素影响基本消除, 3 月份现金继续净回笼; 其次, 3 月贸易顺差可能带来外汇占款增加, 基础货币规模可能有所扩大。

2、观察 2003 年以来稳健时期紧缩政策执行情况, 货币政策出现实质性放松的条件有如下几项: 1) 货币增速稳定在合理水平 (16% 以下), 2) 通胀水平有明显的趋势性下降; 3) 季调后通胀预期出现两个季度的回落。从目前的情况来看, 上述条件无法同时具备, 因此紧缩政策难有实质性放松, 预计流动性偏紧的状况仍将持续。

通过改善持续负利率状态从而稳定物价总水平和资产价格是加息工具运用的主要目标。按照我们一贯的逻辑, 二季度通胀见顶随后逐步震荡回落, 则年内再次加息的概率较低。存款准备金的调整则主要在于外汇资金流动和公开市场操作的压力, 存在一定的被动性, 存在进一步上调的可能。

我们判断 2011 年全年货币增速能够得到有效控制, 即能够回归到稳健时期一般水平, 大约 16% 左右。

3、按照 7 万亿的新增信贷规模和 2001 年以来稳健时期月度新增信贷的占比情况测算, 3 月份新增贷款预估为 9000 亿, 大幅高于实际数 6794 亿。这一数据差异表明全年月度间信贷投放趋于平衡的状况。我们维持预计 2011 年全年信贷投放前高后低, 但是整体将更加平衡的判断。

4、观察企业和居民存款变化, 3 月份企业存款和居民户存款均出现较大幅度增加。居民户存款增加幅度远超 2009 年和 2010 年, 可能与持续加息和调整活期存款利率相关, 企业存款增加可能与当前经济进一步稳定向好相关。

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

研究助理:

孙彬彬

86-755-82943231
sunbb@cmschina.com.cn

1、货币供给增速略有回升，货币政策不会有实质性放松

2011 年 3 月份 M1 余额 26.63 万亿元，同比增长 15.0%，相比上月 14.5% 上升 0.5 个百分点；M2 余额 75.81 万亿元，同比增长 16.6%，相比上月 15.7% 上升 0.9 个百分点。M1、M2 增速差略有放大，M1 增速比 M2 增速低 1.6 个百分点。

货币供给增速略有回升，我们认为原因在于：首先，春节所造成的季节性因素影响基本消除，3 月份现金继续净回笼；其次，3 月贸易顺差可能带来外汇占款增加，基础货币规模可能有所扩大。

从 M2 增速和新增信贷两个方面来看，当前货币政策的执行力度和节奏并没有出现实质性放松，相关货币调控政策的有效性得到了验证。

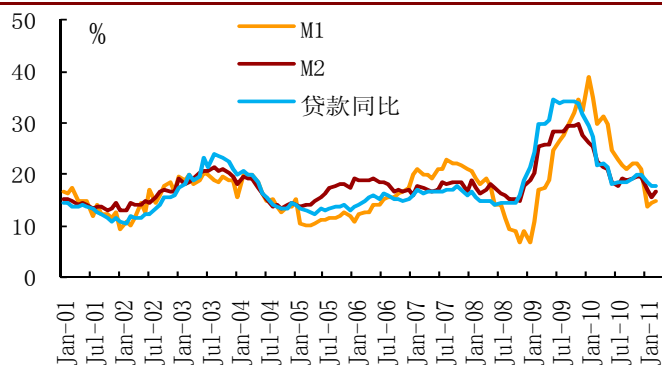
观察 2003 年以来稳健时期紧缩政策执行情况，货币政策出现实质性放松的条件有如下几项：1) 货币增速稳定在合理水平（16% 以下），2) 通胀水平有明显的趋势性下降；3) 季调后通胀预期出现两个季度的回落。从目前的情况来看，上述条件无法同时具备，因此紧缩政策难有实质性放松，预计流动性偏紧的状况仍将持续。

通过改善持续负利率状态从而稳定物价总水平和资产价格是加息工具运用的主要目标。按照我们一贯的逻辑，二季度通胀见顶随后逐步震荡回落，则年内再次加息的概率较低。如果通胀水平持续超过 5% 并走高，则不排除进一步加息的可能。

存款准备金率的调整则主要在于外汇资金流动和公开市场操作的压力，存在一定的被动性。相对国内经济，外围不确定性和风险更大，对国内货币政策可能造成新的影响。欧美主要发达国家可能在近期退出超宽松货币政策，从而可能导致资金进一步从发达国家流向发展中国家，香港市场的近期表现可以作为资金流向的一个观察窗口。此外，当前银行间市场的流动性仍偏宽裕，存款准备金再次被动上调的概率较高。

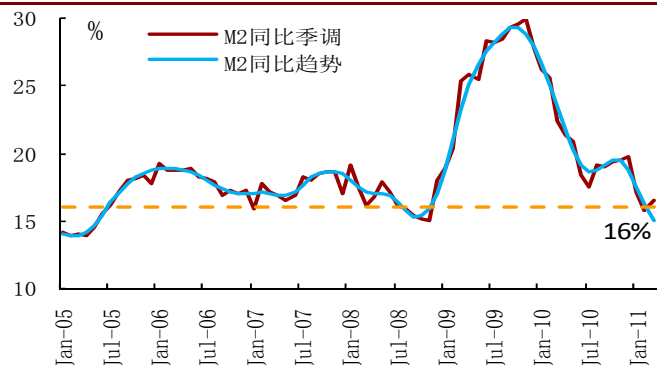
我们判断 2011 年全年货币增速能够得到有效控制，即能够回归到稳健时期一般水平，大约 16% 左右。

图 1：货币供给增速快速向稳健回归



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2：近期紧缩货币政策效果显著

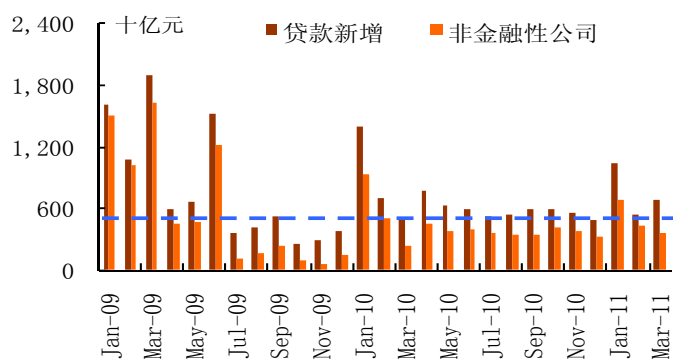


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

2、3月新增信贷规模体现全年投放节奏更趋平衡

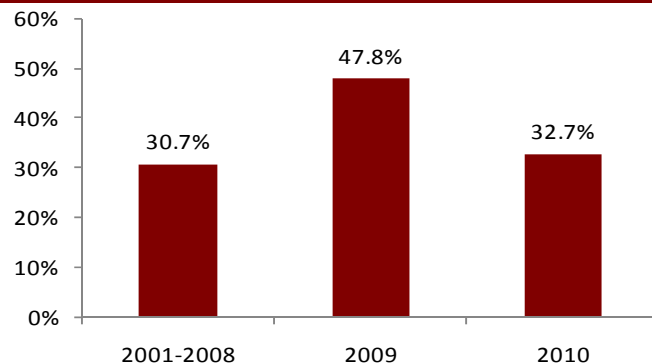
3月份新增信贷低于我们的预期。按照7万亿的新增信贷规模和2001年以来稳健时期月度新增信贷的占比情况测算，3月份新增贷款预估为9000亿，大幅高于实际数6794亿。这一数据差异表明全年月度间信贷投放趋于平衡的状况。我们维持预计2011年全年信贷投放前高后低，但是整体将更加平衡的判断。

图3：3月新增信贷规模继续受到控制



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

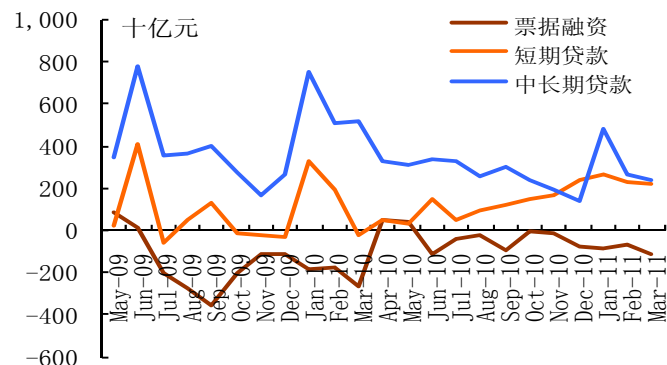
图4：不同时期1季度新增信贷占全年信贷规模比重



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

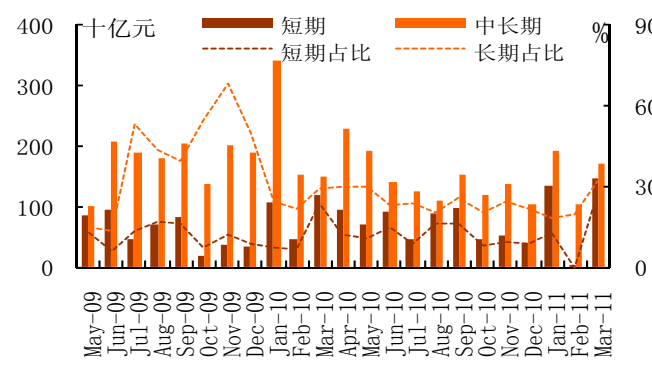
具体来看，企业中长期贷款增幅下降，短期贷款基本平稳，而票据融资继续减少。从居民户贷款来看，与去年同期相比，贷款结构变动基本稳定。

图5：企业短期贷款相对平稳



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图6：居民户短期贷款迅速回升



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

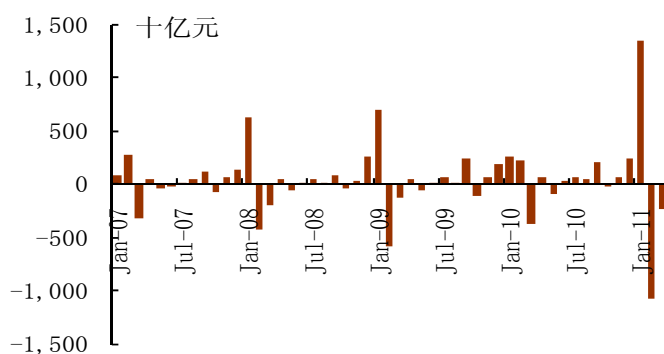
3、存款大幅增加体现考核效应

首先来看现金，央行投放现金在春节后被迅速回笼。但是相对往年来看，2月回笼情况略低于预期，因此3月份回笼幅度要大于2010年。

另一方面，观察企业和居民存款变化，3月份企业存款和居民户存款均出现较大幅度增加。居民户存款增加幅度远超2009年和2010年，可能与持续加息和调整活期存款利率相关，企业存款增加可能与当前经济进一步稳定向好相关。

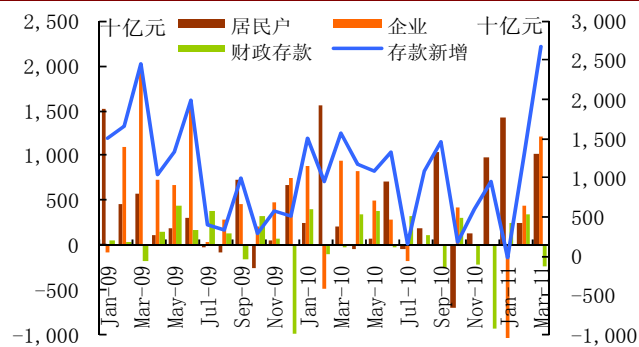
总体来看，3月存款大幅增加应与商业银行季末考核相关。

图 7：3 月现金继续净回笼



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 8：3 月企业和居民户存款出现显著回升



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

表 1: 人民币存贷款增量情况 (十亿元人民币)

	1002	1003	1004	1005	1006	1007	1008	1009	1010	1011	1012	1101	1102	1103
贷款新增	700	511	774	639	603	532.8	545.2	595.5	587.7	564.0	480.7	1040.0	535.6	679.4
短期与票据	68	-174	189	143	132	55.1	165.6	129.6	193.7	203.9	197.2	322.8	162.8	260.8
中长期	662	669	556	501	477	453.4	364.4	452.2	359.6	330.1	240.3	677.7	368.6	409.1
居民户	199	271	326	263	231	172	201.0	247	165.6	189.6	154.8	330.6	105.8	319.3
短期	46	121	95	71	92	46	89.6	98.2	46.7	52.5	40.9	136.3	0.6	146.4
中长期	153	150	230	192	142	126	111.4	152.6	118.9	137.1	104	194.3	105.2	172.9
非金融性公司	507	231	448	377	395	359.6	343.6	336.8	422.2	374.2	333.6	690.5	430.6	358.9
短期	196	-26	47	33	153	52.7	96.5	124.7	147.1	167	235.9	267.5	233.4	224.4
票据融资	-174	-269	47	38	-113	-43.6	-20.5	-93.3	-0.1	-15.6	-79.6	-81	-71.2	-110
中长期	509	519	326	309	335	327.4	253.0	299.6	240.7	193	136.3	483.4	263.4	236.2
存款新增	959	1,570	1,180	1,080	1,330	160.9	1080	1450	176.9	592.4	944.9	-20.3	1310	2680
居民户	1,564	215	-42	70	712	-42.5	194.0	1038.5	-700.3	133.2	987.1	1420	240.1	1009.9
非金融性公司	-482	940	824	487	289	-184.5	496.5	328.0	416.8	573.7	699.5	-1270.0	441.6	1212.8

资料来源: 中国人民银行, CEIC, 招商证券研发中心

表 2: 人民币存贷款增量情况 (%)

	1002	1003	1004	1005	1006	1007	1008	1009	1010	1011	1012	1101	1102	1103
贷款新增	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
短期与票据	9.7	-34.0	24.4	22.3	21.9	10.3	30.4	21.8	33.0	36.2	41.0	31.0	30.4	38.4
中长期	94.5	131.0	71.9	78.3	79.1	85.1	66.8	75.9	61.2	58.5	50.0	65.2	68.8	60.2
居民户	28.5	53.0	42.1	41.2	38.3	32.3	36.9	41.5	28.2	33.6	32.2	31.8	19.8	47.0
短期	6.6	23.7	12.3	11.2	15.3	8.6	16.4	16.5	7.9	9.3	8.5	13.1	0.1	21.5
中长期	21.9	29.3	29.8	30.0	23.5	23.6	20.4	25.6	20.2	24.3	21.6	18.7	19.6	25.4
非金融性公司	72.5	45.3	57.9	58.9	65.5	67.5	63.0	56.6	71.8	66.3	69.4	66.4	80.4	52.8
短期	28.0	-5.0	6.0	5.2	25.3	9.9	17.7	20.9	25.0	29.6	49.1	25.7	43.6	33.0
票据融资	-24.9	-52.7	6.1	5.9	-18.7	-8.2	-3.8	-15.7	0.0	-2.8	-16.6	-7.8	-13.3	-16.2
中长期	72.7	101.6	42.1	48.3	55.6	61.4	46.4	50.3	41.0	34.2	28.4	46.5	49.2	34.8
存款新增	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
居民户	163.1	13.7	-3.6	6.5	53.5	-26.4	18.0	71.6	-395.9	22.5	104.5	-	18.3	37.7
非金融性公司	-50.3	59.9	69.8	45.1	21.8	-114.7	46.0	22.6	235.6	96.8	74.0	-	33.7	45.3

资料来源: 中国人民银行, CEIC, 招商证券研发中心

参考报告:

1. 《2011 年 3 月份进出口数据点评-关注 1 季度进口增速变化》 2011/4/11
2. 《海外宏观经济 2011 年二季度策略报告—通胀再挂钩下的全球货币政策变》 2011/4/11
3. 《宏观经济 2011 年二季度策略报告—风生水起》 2011/4/7
4. 《2011 年 4 月 5 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-货币政策难有实质性放松、再次加息概率较低》 2011/4/6
5. 《2011 年 3 月份 PMI 数据点评-库存调整可能已经展开》 2011/4/5
6. 《全球宏观经济数据图册_2 月份》 2011/4/5
7. 《总需求和流动性决定农产品价格波动—宏观视角下农产品价格研究》 2011/3/30
8. 《中国人民银行货币政策委员会 2011 年第一季度例会点评-政策调整需要关注国际经济金融的最新动向》 2011/3/29
9. 《一波才动万波随—谈通胀态势对资本市场的影响》 2011/3/28
10. 《日本大地震及核危机对宏观面与产业面影响的深度分析》 2011/3/21
11. 《2011 年 3 月 18 日央行上调人民币存款准备金率点评-通胀压力仍处高位、政策着力稳定预期》 2011/3/19
12. 《2011 年 2 月份金融货币数据点评-紧缩货币政策还将维持》 2010/3/15
13. 《2011 年 2 月份宏观数据点评-通胀仍居高位、货币政策继续偏紧》 2011/3/14
14. 《2011 年 2 月份进出口数据点评-春节因素导致异常下降》 2011/3/11
15. 《2011 年 2 月份 PMI 数据点评-季节因素扰动角度、维持短期内库存调整可能提前的判断》 2011/3/2
16. 《2011 年 2 月 18 日央行上调人民币存款准备金率点评-巩固紧缩政策效果、继续把好流动性总闸门》 2011/2/20
17. 《2011 年 1 月份进出口数据点评-维持全年出口增速逐步向下收敛的判断》 2011/2/15
18. 《2011 年 1 月份 PMI 数据点评-库存调整可能提前》 2011/2/9
19. 《2011 年 2 月 8 日央行上调存贷款基准利率及 2010 年第四季度中国货币政策执行报告点评-货币政策紧缩可能引发库存调整提前》 2011/2/9
20. 《2010 年 12 月宏观数据点评-经济稳定向好、通胀风险犹存》 2011/1/20
21. 《2011 年 1 月 14 日央行上调人民币存款准备金率点评-M2 增速距稳健水平仍有距离》 2010/1/15

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券（香港）研究部副董事，负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券（香港）研究部高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。