

企业信贷创新低 政策进入关键时间窗口

——5 月份金融数据点评

发布日期：2011 年 06 月 13 日

主要观点：

- 5 月份 M2 和 M1 增速低于市场预期。M1M2 继续保持负剪刀差表明抑制物价上涨的货币条件继续改善，而 M1 和 M2 增速降低表明经济活跃程度进一步下降。
- M1 的下降跟 PPI 的连续下降和经济增速放缓有关系，而 M2 跟信贷减少和经济活跃度下降有关。但 M1 和 M2 增速降幅收窄。且 M1 已从高点回落 26 个百分点，逐渐接近 10% 的历史底部，预计呈延续小幅回落后有望企稳。
- M2 和 M1 的低预期增长一方面反映了宏观政策调控的有效性，但我们也同时担忧实体经济的趋冷。尤其从贷款看，5 月份新增贷款 5516 亿元，其中企业贷款和其中长期贷款仅增加 3249 亿元和 1184 亿元，分别创去年 4 月份来新低，且企业长期贷款创 2008 年来第二低点。
- 问题是这种贷款的减少是因为强信贷控制造成的吗？有影响，近两个月的票据融资增加表明信贷可得性偏紧。但对比分析贷款结构发现，5 月份居民和企业的贷款分别为 2175 和 3249 亿元，而两者去年下半年的平均值为 1883 和 3616 亿元，一高一低的格局反映了企业贷款需求的下降，尤其企业长期贷款，这也将抑制投资增速。
- 货币供应和经济放缓将抑制物价的持续上涨，但是居民贷款的波动表明市场预期仍然不确定性。5 月份存款增加 1.1 万亿，环比增加 7723 亿元，延续了去年 7 月份以来的暴增暴减走势，物价预期仍有待 CPI 进一步明朗。
- 而 5 月份的外币贷款环比增加 55 亿美元，环比增长 73%，根据以往外币贷款增长预示外汇占款增长的经验，本月的外汇占款继续增加，预计再超 4000 亿元。
- “物价上和经济下”的格局使政策面临两难。物价继续承压，而外汇占款高增长，似有必要提高双率。但是贷款减少反映了实体经济需求进一步趋缓，我们担忧经济超调大于通胀失控。因此，我们认为政策进入关键的选择窗口，是继续维持控通胀还是稳增长加力。我们倾向后者，即紧缩政策进入尾声，双率启动的可能性在减少。

分析师：宏观组

证书编号：S0550511020001

联系人：王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: wanggb@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20

邮 编：200002

主要事件:

央行公布 5 月份金融数据, 其中, 5 月末, 广义货币 (M2) 余额 76.34 万亿元, 同比增长 15.1%; 狭义货币 (M1) 余额 26.93 万亿元, 同比增长 12.7%。5 月末, 本外币贷款余额 54.0 万亿元, 同比增长 16.9%, 人民币贷款余额 50.77 万亿元, 同比增长 17.1%。当月人民币贷款增加 5516 亿元, 同比少增 1005 亿元。。当月人民币存款增加 1.11 万亿元, 同比多增 195 亿元。

点评:

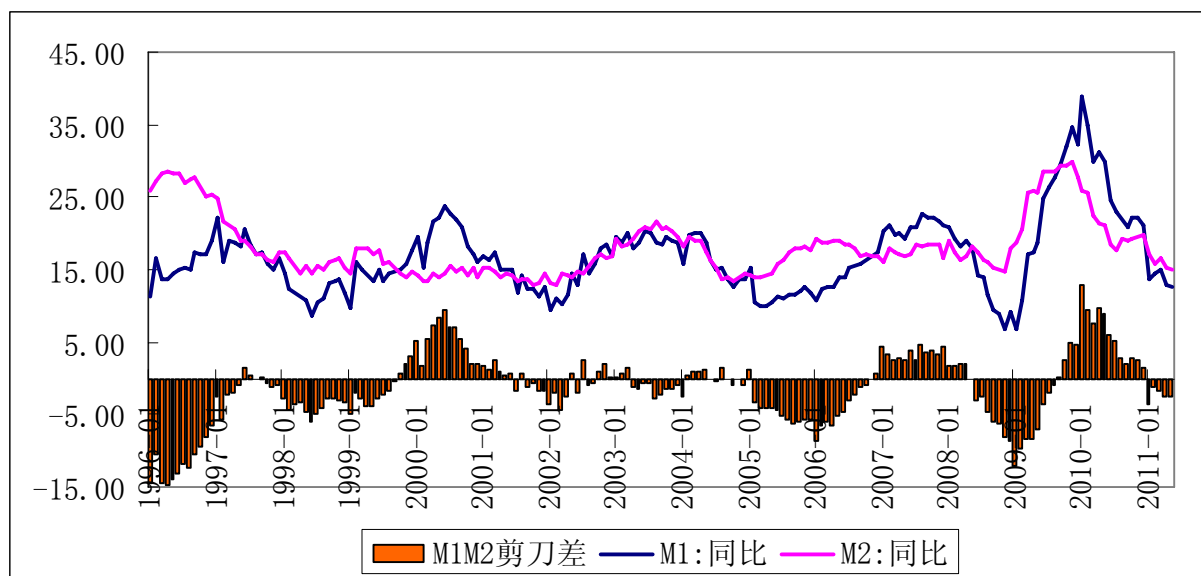
一、货币供给继续减少, 负剪刀差进一步消除通胀的货币条件

5 月末, 广义货币 (M2) 余额 76.34 万亿元, 同比增长 15.1%; 狭义货币 (M1) 余额 26.93 万亿元, 同比增长 12.7%。M2 和 M1 增速低于市场预期, 表明经济活跃程度进一步下降。

而当月 (M1-M2) 的差继续保持-2.4%的差距, M1M2 继续保持负剪刀差表明抑制物价上涨的货币条件继续改善。

M1 的下降跟 PPI 的连续下降和经济增速放缓有关系, 而 M2 跟信贷减少和经济活跃度下降有关。M1 和 M2 增速虽都为下降, 但是两者的降幅都收窄, 都仅下降 0.2 个百分点。且 M1 从 16 个月前 38.9% 的高点已回落 26 个百分点, 并且逐渐接近 10% 的历史底部, 预计继续呈小幅回落后有望在三季度进入底部。

图 1: M1 和 M2 增幅低于预期, M1M2 继续保持负剪刀差



资料来源: wind, 东北证券

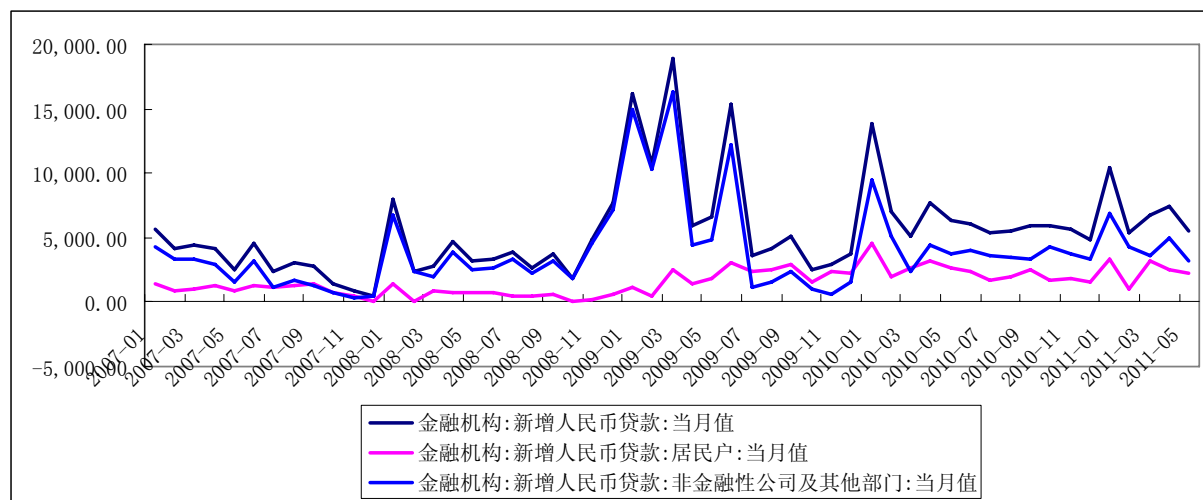
二、企业信贷创新低表明实体经济继续降温

不仅是 M2 增速继续下行表明经济活跃程度下降, 而信贷也体现了这种情况。5 月月份人民币贷款增加 5516 亿元, 同比少增 1005 亿元。其中, 住户贷款增加 2175 亿元, 非金融企业及其他部门贷款增加 3249 亿元。

在新的银行监管标准和 4 次加息后, 资金的供需双方都发生了较大明显, 企业信贷已经

明显得到了抑制。5500 亿元的信贷一方面反映了宏观政策调控的有效性，但我们也同时担忧实体经济的趋冷。企业贷款和中长期仅是 3249 亿元和 1184 亿元，创下了近期的新低，其中，企业贷款创去年 4 月份来新低，而企业长期贷款创 2008 年来第二低点，仅高于 2008 年 10 月份。问题是这种贷款的减少是因为强信贷控制造成的吗？

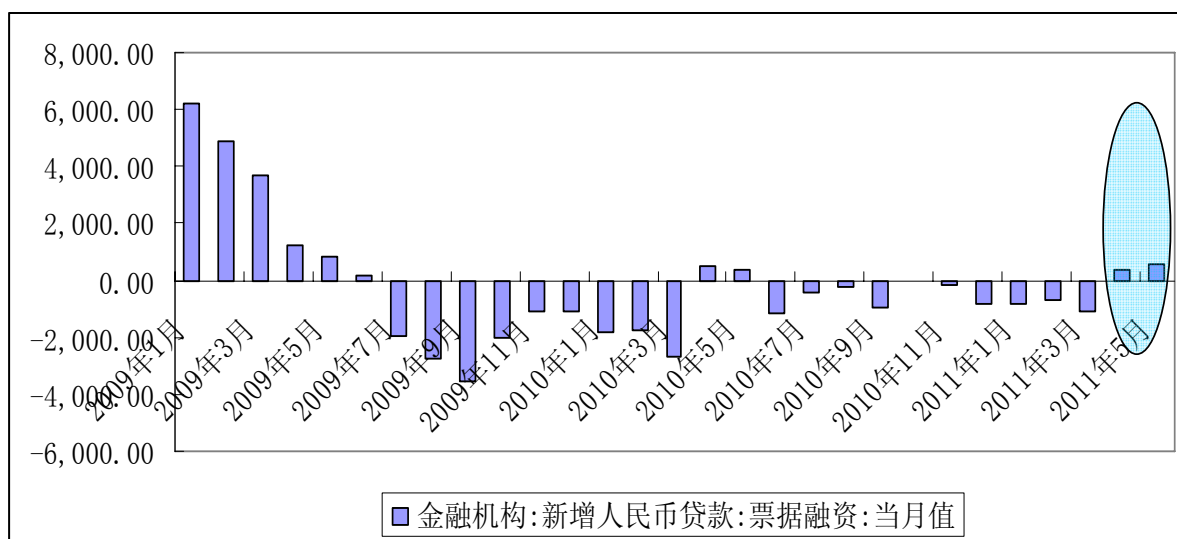
图 2: 5 月份信贷低于预期，尤其是企业贷款增幅下降明显



资料来源：wind，东北证券

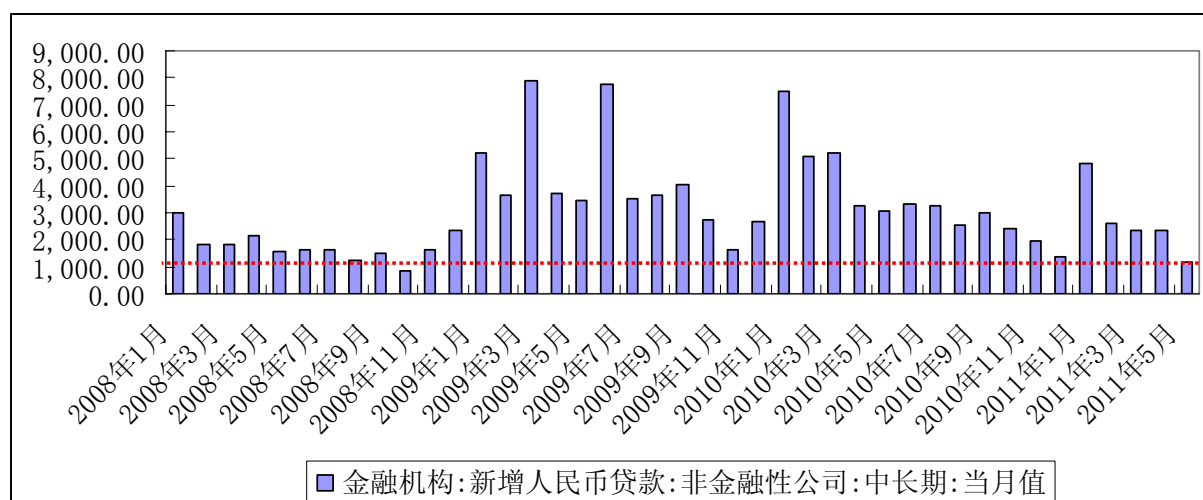
我们认为有影响，未必是全部。5 月份票据融资增加 568 亿元，比上个 395 亿元继续增加，这是在结束 10 个月的负增长后，连续 2 个增加票据融资，表明企业信贷的可得性偏紧，体现了信贷控制的效应。但是我们对比信贷结构发现，5 月份居民新增贷款 2175 亿元，虽然比 3、4 月份下降，仍然高于去年下半年平均 1883 亿元的水平，而企业信贷低于去年下半年平均 3616 亿元，侧面表明企业的总体贷款需求有所下降，经营活动进一步趋冷。而企业长期贷款的进一步减少将抑制投资增速。

图 3: 票据融资继续增加表明信贷控制仍在发挥效应



资料来源：wind，东北证券

图 4：企业中长期贷款创新低，后期投资增速将受抑制



资料来源：wind，东北证券

表 1：对比去年下半年的信贷结果将发现企业信贷需求下降

	金融机构:新增人民币贷款:居民户:当月值	金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司及其他部门:当月值
2010-07	1,720.00	3,596.00
2010-08	2,010.00	3,436.00
2010-09	2,470.00	3,368.00
2010-10	1,656.00	4,222.00
2010-11	1,896.00	3,742.00
2010-12	1,548.00	3,336.00
去年下半年平均	1,883.33	3,616.67
5月信贷	2175	3249

并且从新贷管理目标看，预期全年在 7-7.5 万亿，按照分季度按“3：3：2：2”的比例进行投放的话，二季度可投放 2.1-2.25 万亿，而二季度前两个月仅增加 1.29 万亿，低于可信贷的 6300 亿规模。而前 5 个月为 3.55 万亿，即使给予 6 月份 7000-8000 亿的投放规模，也难以突破 7.5 目标下上半年的 4.5 万亿规模。

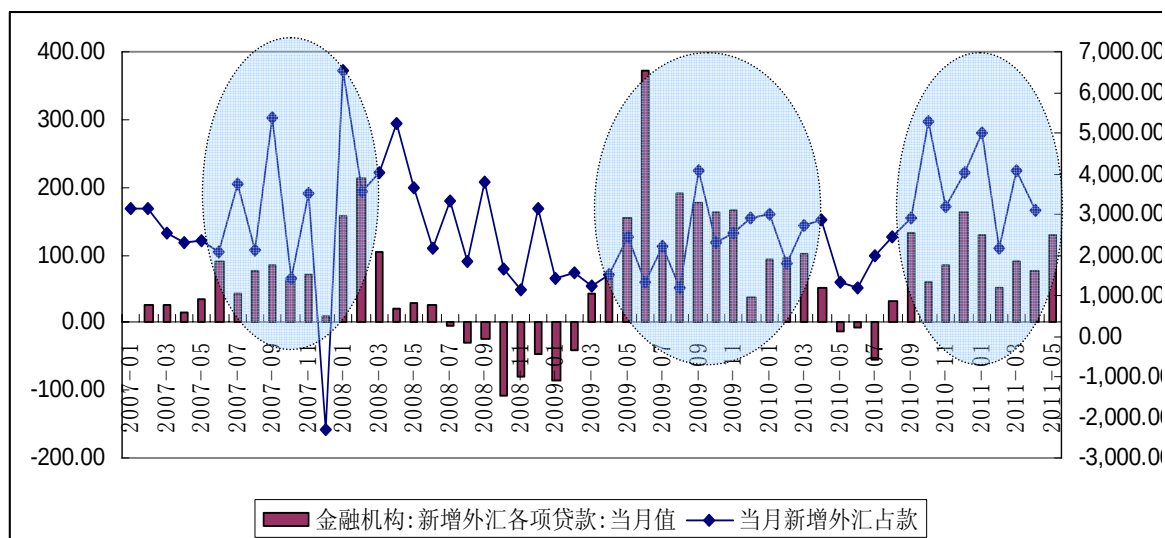
因此，我们认为在供需双方都发生明显变化下，不排除实体需求的贷款需求，尤其是中长期贷款需求有所下降，投资高增长将受到限制。

三、外汇占款延续高增长，流动性管理继续承压

外币贷款余额 4981 亿美元，同比增长 21.2%；当月外币贷款增加 130 亿美元，同比多增 146 亿美元。而对应的外币存款余额 2391 亿美元，同比增长 17.1%；当月外币存款增加 11 亿美元，同比多增 50 亿美元。

我们以（外币贷款-外币存款）作为参考外汇流入的趋势，我们发现，当月两者差继续扩大。而根据以往外币贷款大幅增加的时候也是外汇占款增加的情况，预计 5 月份新增外汇占款仍有可能超过 4000 亿元。流动性管理继续承压。

图 5：外币贷款增加预计当月外汇占款继续高增长

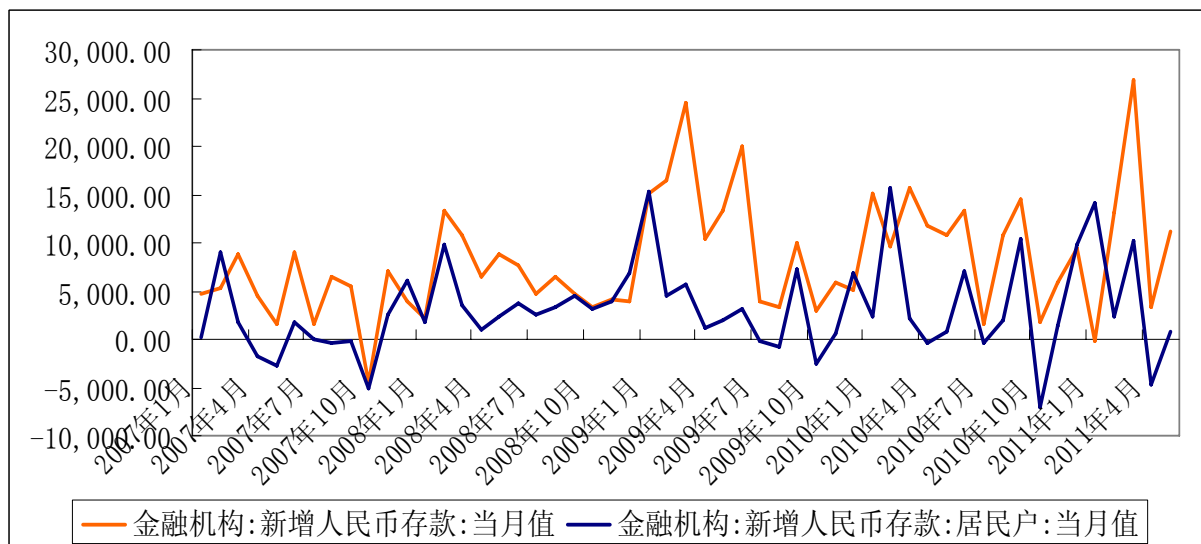


资料来源：wind，东北证券

四、存款大幅波动表明市场对物价预期仍然不稳

货币供应和经济放缓将抑制物价的持续上涨，但是居民贷款的波动表明市场预期仍然不确定性。5 月份存款增加 1.1 万亿，环比增加 7723 亿元，延续了去年 7 月份以来的暴增暴减走势，预期不确定了导致存款的不确定。

图 6：存款月度波动幅度大反应市场预期不稳



资料来源：wind，东北证券

五、“物价高、经济下”政策面临关键选择，“双率”启动的可能性减小

“物价上和经济下”的格局使政策面临两难。物价继续承压，而外汇占款高增长，似有必要提高双率。但是贷款减少反映了实体经济需求进一步趋缓，我们担忧经济超调大于通胀失控。因此，我们认为政策进入关键的选择窗口，是继续维持控通胀还是稳增长加力。我们倾向后者，即紧缩政策进入尾声，双率启动的可能性在减少，我们倾向于认为后期政策工具以央票等公开市场操作为主，实现动态管理。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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征价。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。本报告版权归我公司所有。