

信贷政策悄然间已有所放松

——对货币信贷政策的解读与展望



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2011 年 9 月 16 日 星期五

证券分析师

闫 伟

010-66210681

yanwei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511060001

事件：

9 月 11 日，中国人民银行发布了 2011 年 8 月金融统计数据报告。广义货币 M2 同比上涨 13.5%，为 2004 年 11 月以来的最低。当月人民币新增贷款 5485 亿元，高于此前市场的预期。9 月 12 日，中国人民银行新闻发言人就 8 月金融数据中 M2 增速较低等问题回答了记者问。稍早些时候，市场传闻人民银行向几大商业银行发行了 200 亿定向票据。

研究结论：

8 月金融数据发布后央行发言人就 M2 增速下降的答记者问表明央行所承受的压力在增加，从数据看信贷政策悄然间已有所放松，全年信贷超过 7 万 5 千亿基本成定局。目前决策层还在坚持还是放松的纠结中观望，但随着物价走势的明朗以及最后几个月信贷资金需求的凸显，政策极有可能进一步适度放松，全年信贷将接近 8 万亿。

➤ 央行发言人的答记者问表明央行所承受的压力在增加

8 月 M2 同比增速仅为 13.5%，为 2004 年 11 月以来最低。M2 的进一步走低在意料之中，但意料之外的是央行新闻发言人随后专门就 M2 的下降做了解释。尽管我们完全同意金融创新是 M2 下降的重要原因之一，但央行发言人的这一不太寻常的举动本身就意味着包括政府相关部门在内的社会各界面对 M2 的不断下降所产生的对超调担忧的情绪在增大以及对于央行货币政策的理解度在下降，央行所承受的压力似乎在增大。而对比前一阶段央行的观点，本次央行发言人‘增长速度并不慢’、‘通胀仍然偏高’以及把今年 8 月新增贷款比去年同期多增 27 亿元夸大为近百亿元的言论看，似乎表明央行的底气已经不足，开始进入守势。实际上，从以往的宏观调控看，每每在宏观调控的后半段，伴随着物价的下行流动性的趋紧以及中小企业问题的增多，社会各界包括政府各个部门对于政策走势的分歧就会不断增大，而最后央行往往会成为孤家寡人。

➤ 信贷政策悄然间已有所放松

8 月新增贷款 5485 亿元，比去年同期多增了 27 亿元，高于市场的预期。尽管这里面有表外业务表内化的原因，但观察数据我们不难发现，今年前几个月的信贷基本是按全年 7 万亿的节奏所投放的，今年前 5 个月新增贷款累计比去年同期减少了 4680 亿元，去年全年信贷为 79235 亿元，如果今年的贷款目标为 7 万亿，那今年 6 至 12 月的新增贷款应该再比去年同期减少 4555 亿，如果这一减少是匀速的话，那 6 至 8 月份的累计新增贷款应该比去年同期下降 1950 亿。而实际情况是从 6 月开始新增贷款基本上和去年同期持平，6 至 8 月的累计新增贷款只比去年同期减少了 64 亿元，信贷政策悄然间已有所放松。近期在政府官员中最为活跃的可能就要算各省市主管保障房工程的副省长副市长们了，频频出现在各种媒体，而他们提出的一个相同的也是最迫切的问题就是缺少资金，相信他们既然能在媒体上提出这个问题，那一定也会和中央政府以及相关主管部门进行沟通和游说。因此从目前情况看，未来几个月的信贷政策不可能比 6-8 月更紧，去年 9-12 月新增贷款累计为 22279 亿，平均每月 5500 亿，从当前政策走势看，今年 9-12 月平均新增贷款在 5500 亿以上应该没有太大的难度，加上前期的贷款，全年信贷应至少在 7 万 5 千亿以上，而全年信贷能否达到 7 万亿已根本不是我们所要考虑的问题。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

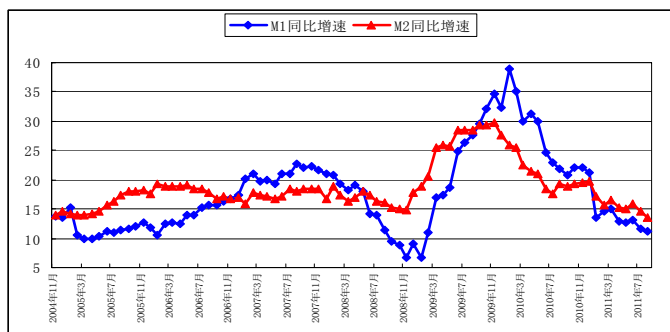
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

➤ **坚持还是放松，让决策层很纠结**

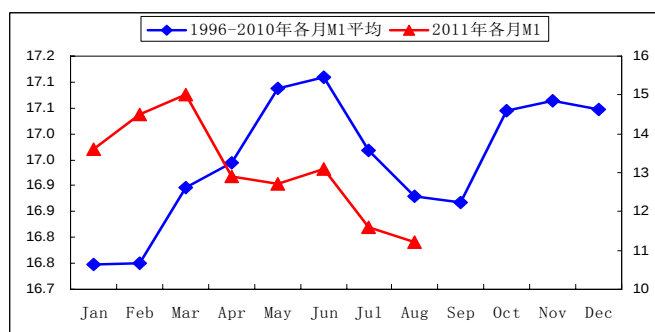
早在今年 7 月我们就提出调控政策应该在三季度末四季度初适度放松，全年信贷应该达到或接近 8 万亿。那么，政策是不是会适当放松呢？从目前国际国内的经济和物价的情况以及以往宏观调控的经验教训看，坚持还是放松，是让决策层很纠结的问题。一方面，且不说 2009 年过度放松所造成的影响至今存在，就说 2010 年，现在回头来看，2010 年的放松似乎在时间上早了一些力度上大了一些，是今年物价走高的主要原因之一。另一方面，2008 年的情况说明，如果调控过度，再叠加国际经济形势的恶化，经济就可能出现较大的问题，而当前欧洲政府债务问题绝对不容乐观，可能对我国对欧洲的出口带来很大影响。核心症结所在，就是在政策放松阶段，往往把我不住力度，决策层剑锋所指，各部门各地方政府奋勇争先，最后往往是过度放松。尽管目前保障房建设、企业融资和债务问题以及国际形势的不明朗在客观上要求政策适度放松，但由于对物价走势的不完全确定和以及对过度放松的担忧，使得决策层投鼠忌器。而在决策层的犹豫不决之间，更多企业在近期可能会面临 ‘to be or not to be’ 的问题。

图 1：M2 同比增速创 2004 年 11 月以来新低



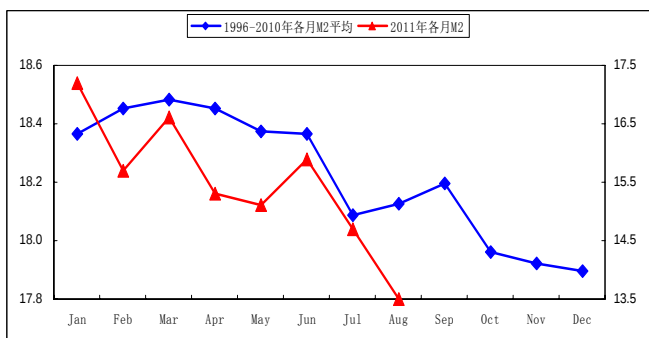
资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 2：M1 增速持续下降



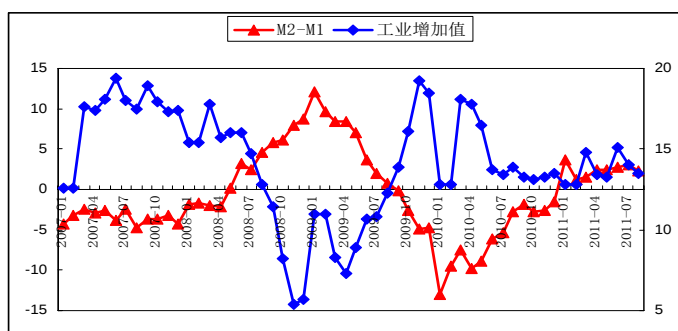
资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 3：M2 增速持续下降



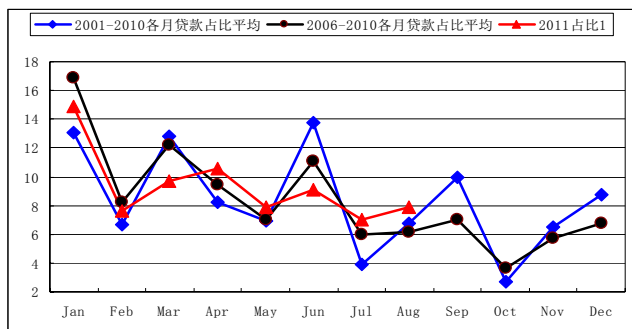
资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 4：经济活跃程度仍然较低



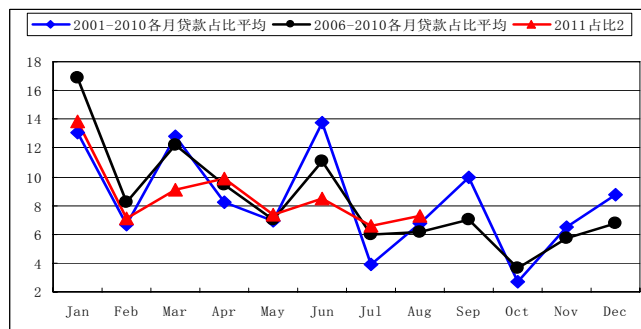
资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 5：2011 全年贷款 70000 亿的贷款占比走势



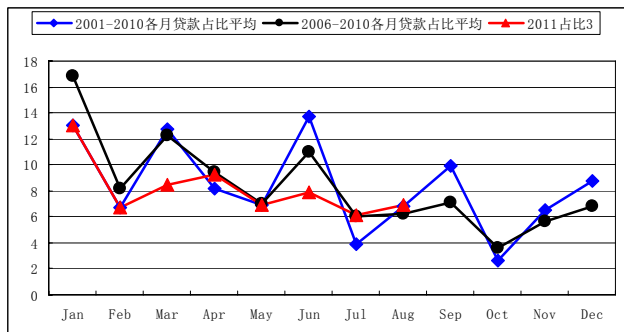
资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 6：2011 全年贷款 75000 亿的贷款占比走势



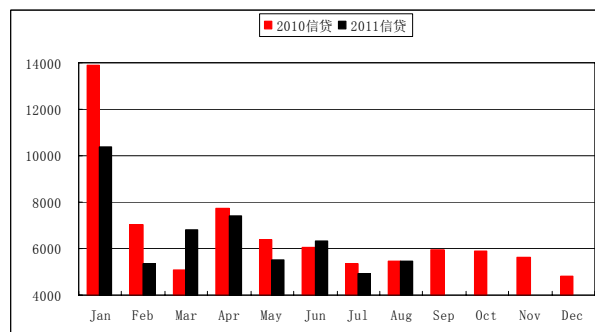
资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 7：2011 全年贷款 80000 亿的贷款占比走势



资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

图 8：2010 和 2011 年新增贷款对比



资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn