



分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel: 010-59355914

Email: chenwei@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)

相关研究

《央行加息累积效果显现》 2011-02-09

《PMI 持续下滑确认经济增长势头放缓》

2011-02-01

《宏观月报：经济下滑可控 通胀并未远去》
2010-07-30《宏观周报：转型期投资的契机和希望》
2010-07-26

《通胀水平仍有冲高潜力》 2010-07-19

政策放松缓慢致贷款增速低于预期

投资要点

- 1 月无论是新增贷款还是货币供应量增速都低于预期，我们认为，这一方面与今年 1 月的春节因素有关，另一方面也与企业 and 居民贷款需求的减弱以及银行贷款冲动有所降低有关。
- 2 月随着正常工作日的恢复以及多个制约贷款增长的约束性条件的减弱，如银行存贷指标的改善，房地产调控政策微调后导致的居民房贷需求恢复增长，新增投资项目启动带来的中长期贷款增加等，新增贷款也有望出现同比多增，一季度贷款增速将回升至 15.5% 左右。

正文目录

贷款增速低于预期	3
流动性会逐渐改善	4

图表目录

图 1：贷款需求减弱拖累新增贷款	3
图 2：贷款增速拖累 M2 增速	4

1月无论是新增贷款还是货币供应量增速都低于预期，我们认为，这一方面与今年1月的春节因素有关，另一方面也与企业和居民贷款需求的减弱以及银行贷款冲动有所降低有关，随着节后稳增长措施的发力以及银行贷款能力的逐步增强，一季度贷款增速仍有望小幅回升。

贷款增速低于预期

一般来说，由于银行普遍倾向于“早放贷，早受益”，1月份往往是信贷爆发式增长的窗口期，但今年1月人民币贷款仅增加7381亿元，虽然比去年12月环比增加近1000亿，但是却比去年同期少增2882亿元。

我们认为，这很可能与今年1月份工作日较少有关（如今年1月份当月只有17个工作日，而去年有21个工作日）。但这并不能解释全部原因，因为今年1月工作日与09年1月相仿，但09年1月新增信贷却达到创纪录的16200亿，这说明尽管去年底稳增长措施逐渐发力有利贷款新增，但当前各方面约束条件都不支持贷款的较快增长。

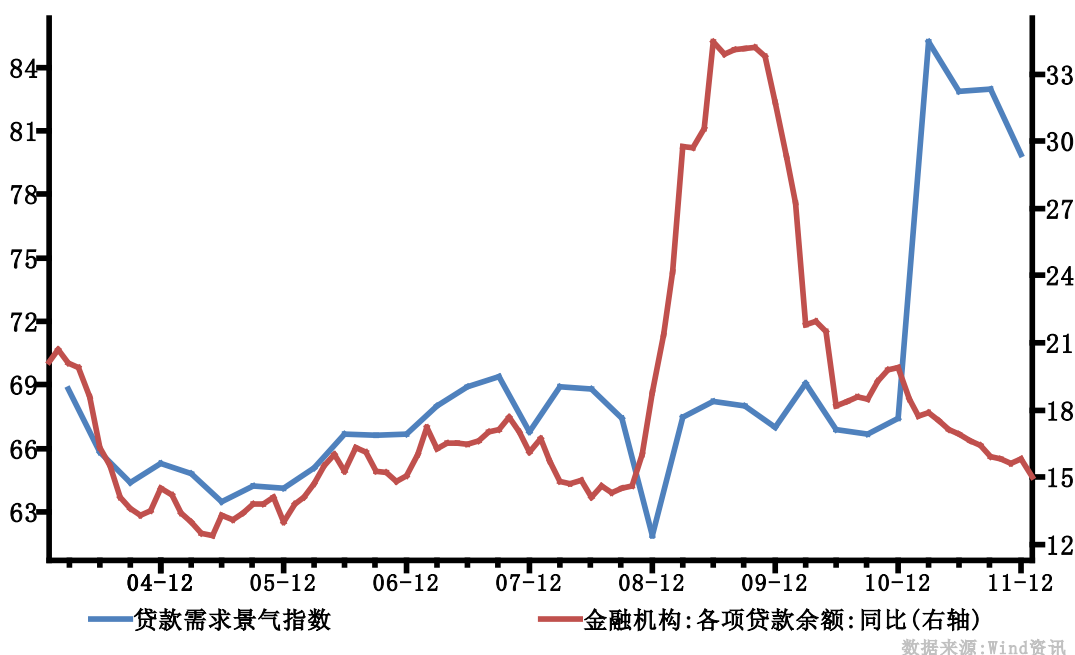
如从部门贷款来看，住户贷款增加1527亿元，比去年同期新增减少了1779亿，其中，短期贷款增加367亿元，比去年同期减少近1000亿，环比也减少251亿，这是近年来罕见的情形，它说明当前贷款利率的高企以及前期汽车等耐用消费品消费的透支都使得居民减弱了消费贷款需求；中长期贷款增加1160亿元，虽比去年底有所好转，但比去年同期减少783亿，这也表明地产调控的延续使得居民购买房地产的贷款需求仍比较疲软。

而从企业部门贷款来看，非金融企业及其他部门贷款增加5840亿元，虽然比去年底增加783亿，但比去年同期减少了1065亿。仔细分析企业贷款种类，信贷少增很可能与以下因素有关。

第一，1月CPI的反弹，国内经济好于预期，海外流动性的再次泛滥都使得央行自去年底虽然有所放松货币政策，但仍对于银行信贷的较快反弹保持高度警惕，如今年1月央行在银行资金最紧张的时刻，都没有继续下调存准，反而在春节后针对大行信贷增加的迅猛，再次进行了窗口指导，四大行不得不通过压缩票据等方式减少贷款投放，由此也就使得1月票据贷款仅新增80亿，相比于上月的512亿大幅度减少。

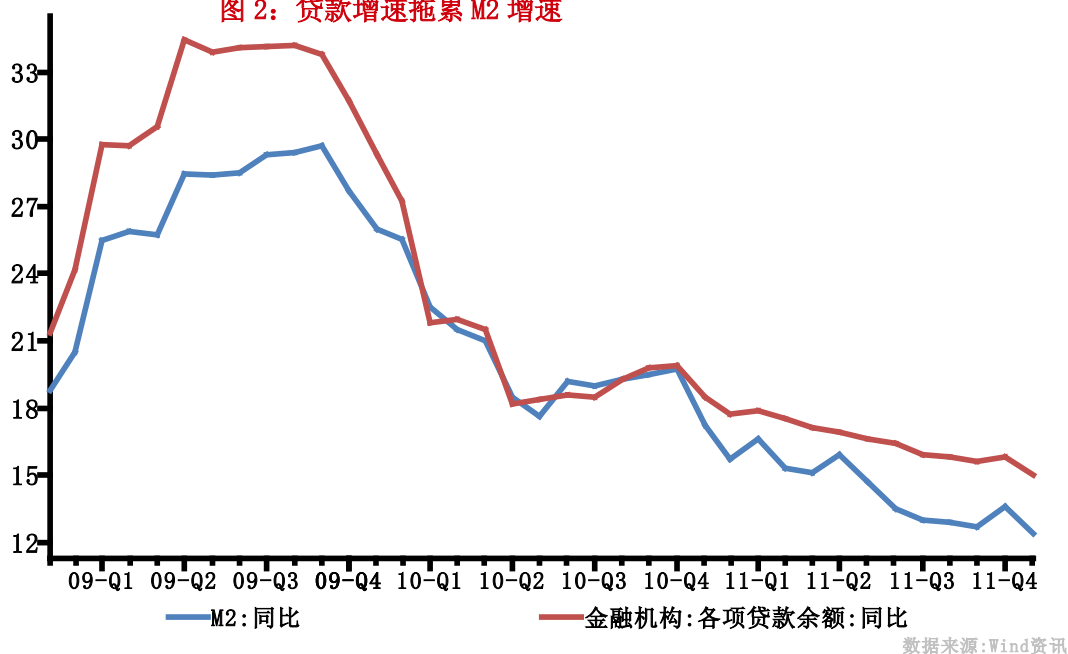
第二，银行遵照管理层要更多支持实体经济的精神，为缓解社会薄弱领域的贷款紧张局面，目前已一定程度上放松了对企业短期贷款需求，由此也使今年1月短期贷款增加3270亿元，比去年同比增加595亿，但从环比来看，却是减少了296亿，这表明在当前企业经营面仍比较疲软情况下，企业短期贷款需求的增长有限。

图1：贷款需求减弱拖累新增贷款



第三，在管理层去年底强调各地要推进在建和续建项目投资建设的政策方针指引下，银行也主动加大了中长期贷款的投放，今年1月中长期贷款增加2350亿，相比于去年底有大幅度反弹，但是该增量比起近年同期却明显减少，这一方面说明当前企业的投资需求仍没有明显改善，中长期信贷需求难以较快放量，另一方面也可能暗示，由于银行担心今年各地平台贷款风险的暴露，对于中长期信贷投放已持更谨慎的态度。

图 2：贷款增速拖累 M2 增速



1月新增贷款同比的减少也使得流动性增速不及预期，如M2增速仅有增长12.4%，不仅没有延续去年12月底的反弹，反而继续创出本轮M2增速下降以来新低。

而M1增速的下降则更为明显，增速也创下新低，只有3.1%，当然M1增速的下滑还和以下因素有关：1月，企业春节前通过发工资、奖金等方式，将大量企业存款转为居民存款，由此也就减少了包含了较多企业存款的M1，增加了包含居民存款的M2；工资、奖金发放等因素显然无法完全解释如此企业存款的大规模转移，因为从去年的数据来看，企业存款的减少只有12700亿，而今年1月达到2.37万亿元，我们认为，企业存款大规模转移的原因还包括：春节前，企业存款通过大量购买银行理财产品而转化为同业存款，许多负债的企业节前集中偿还债务给居民部门等。

流动性会逐渐改善

尽管1月流动性增速不及预期，但我们认为随着一季度贷款增速的逐渐回升和外汇占款迎来恢复性的增长，一季度流动性仍将会逐渐改善。

如去年2月由于春节因素，新增贷款只有5356亿，而今年2月随着正常工作日的恢复以及多个制约贷款增长的约束性条件的减弱，新增贷款也有望出现同比多增，一季度贷款增速将有望达到15.5%左右，而有利于信贷多增的因素包括以下几个方面。

2月后随着食品价格的大幅度回落，CPI增速也将大幅度回落，我们预计2、3月CPI大约为3.8%，3.5%，央行对于通胀的担心减弱后，信贷的控制有望进一步放缓；从近年来看，春节后大量现金都会重新回归银行，从而使得银行存贷差扩大，存贷比指标也有所改善，这有利于改善银行的存贷差状况，提高银行的放贷能力；当前房地产调控的政策有微调迹象，如各部门都强调要支持住房的刚性需求，央行也表示要满足首套房贷需求，部分三线城市的地方政府也开始修正前期过于严厉的调控政策，如芜湖新政，这都有利于支持居民房地产贷款的恢复性增加；今年开春后，各地为相应中央提出的要抓紧布局、有序推进新的国家重点项目，保持投资稳定增长的政策目标，许多新的投资项目将会开工，从而促发中长期贷款的需求。

再如，未来几个月外汇占款也有望迎来恢复性的增长，如1月中下旬以来，受到美元走软以及国内经济软着陆预期的强化，人民币NDF汇价扭转了去年四季度以来高于国内人民币汇价的态势而再现升值趋势，这无疑将驱动海外资金进入中国市场，外汇占款增量也将逐渐恢复。

因此，我们预计2、3月M2增速将会温和反弹，而M1增速也有望逐渐回升，这一方面是因为春节等干扰因素的消失，另一方面也来自于节后需求逐渐恢复带动的企业生产活动加快也会带动企业短期存款增速的回升。

分析师简介

陈伟：2002年毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，6年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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。本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。

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。

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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。