

[2009. 7. 9]

信贷远超预期 货币政策微调

——简评 6 月份信贷数据

✍ 姜超

☎ 021-38676430

✉ jiangchao6164@gtjas.com

本报告导读：

➤ 对6月份信贷数据展开点评。

摘要：

09 年 6 月的新增信贷达到 1.53 万亿，远超我们在 6 月初报告中估计的 6000 亿。而 6 月贷款余额同比增速达到 34.3%，预计 M2 增速达到 27.6%，均创下近 13 年以来的新高。

目前尚未公布新增信贷的详细结构。我们估计 6 月份的居民长贷保持在 1000 亿以上，反映房市的火热。而企业中长贷可能达到 10000 亿，反映出投资的加速。从 6 月的信贷数据看，二季度经济的 V 型反转已无悬念。

在货币信贷再超预期之时，央行货币政策已经出现微调迹象。

从公开市场操作看，央行首先是在 6 月 30 日重启了 91 天正回购操作，且 28 天、91 天正回购招标利率从 6 月 30 日起连续两周上行。

而在 09 年 7 月 8 日，央行宣布将重发 1 年期央票。这意味着资金冻结时间的大幅延长，因为此前央行冻结资金的最长时间只有 3 个月。

我们认为，央行货币政策的微调已经确立，理由有二：一是随着经济好转势头的确立，信贷投放的必要性在下降，央行提高债市利率可以增加债券投资的吸引力，降低银行信贷配置比例。二是如此大规模的货币信贷投放为历史仅见，其引发的通胀预期需要央行作出前瞻性的应对。

然而我们预计货币政策的微调仅限于货币市场利率的上升，而存贷款利率年内调整的概率不大，因为全球经济复苏未明朗，我国央行尚无引领全球加息的可能。

在 09 年 6 月初的债市月报以及 6 月末的半年策略报告中，我们均鲜明地提示了债市利率全面上行的风险。而随着央行货币政策的微调，债市短端利率的上行趋势已经逐步显现。

本报告正文 3 页，图 6 幅。

相关报告

经济复苏日益明朗——点评 5 月经济
货币数据

(09.6.12)

预测 6 月 cpi 为 -1.3%——点评 5 月物
价数据

(09.6.10)

信心回升预示经济复苏——点评美国
消费者信心指数

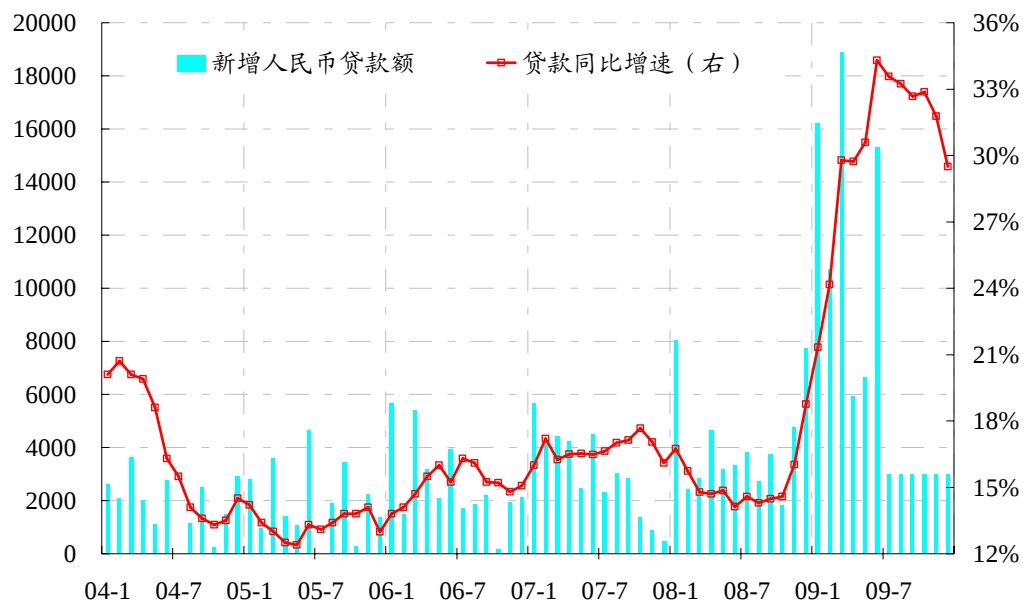
(09.5.26)

一、货币信贷远超预期

09年6月的新增信贷达到1.53万亿，远超我们在6月初报告中估计的6000亿。贷款余额同比增速达到34.3%，再创近13年以来的新高。

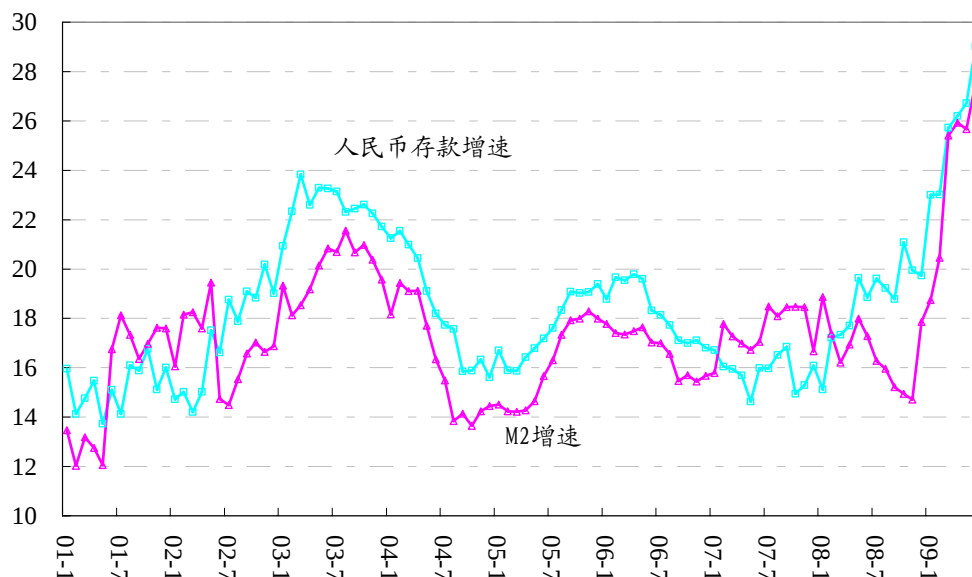
而09年上半年的新增信贷总额已经达到7.4万亿，比08年全年的4.9万亿多出50%。

图1：
金融机构新增人民币
贷款额、同比增速
(04至09年)
左轴单位：亿元
右轴单位：1



与此同时，6月份的新增人民币存款达到2万亿，同比增速由5月的26.7%升至29%。我们预计6月份的新增M2在1.7万亿左右，同比增速由25.7%升至27.6%，M2增速同样创出13年新高。

图2：
金融机构人民币存款
增速、M2增速
(01至09年)
左轴单位：%
注：6月份M2为预测值



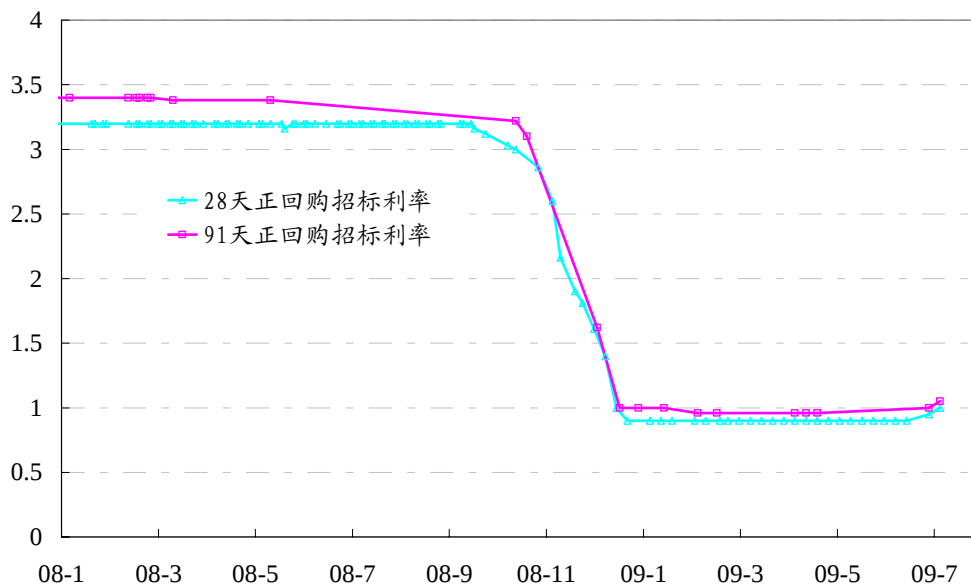
目前尚未公布新增信贷的构成。我们估计6月份的居民长贷保持在1000亿以上，反映房市的火热。而企业中长贷可能达到10000亿，反映出投资的加速。从6月的信贷数据看，二季度经济的V型反转已无悬念。

二、货币政策正式微调

在货币信贷再超预期之时，央行货币政策已经出现微调迹象。

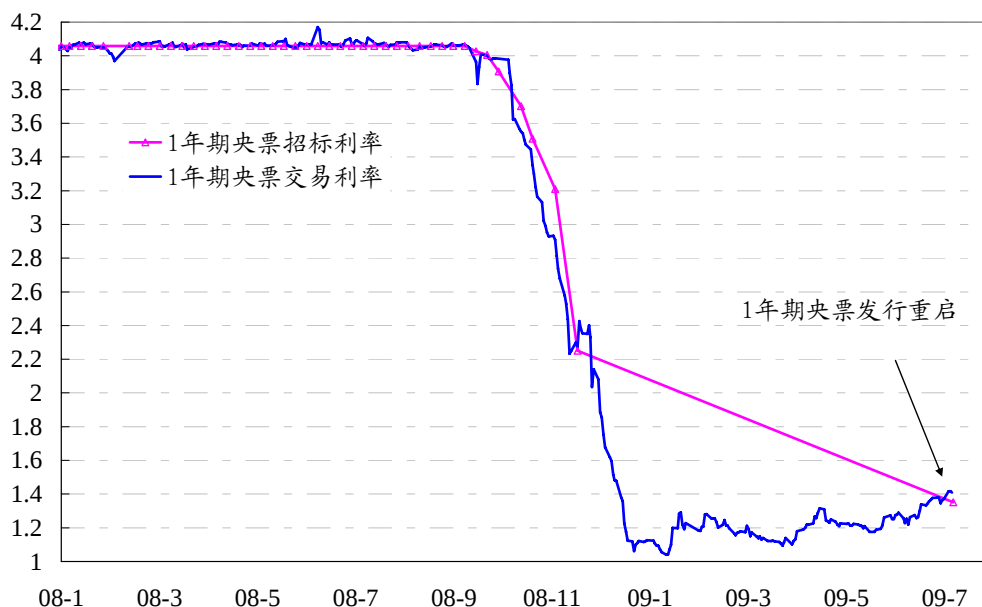
从公开市场操作看，央行首先是在 6 月 30 日重启了 91 天正回购操作，且 28 天、91 天正回购招标利率从 6 月 30 日起连续两周上行。

图 3：
28 天、91 天正回购招
标利率
(08 至 09 年)
左轴单位：%



而在 09 年 7 月 8 日，央行宣布将重发 1 年期央票。这意味着资金冻结时间的大幅延长，因为此前央行冻结资金的最长时间只有 3 个月。

图 4：
1 年期央票招标利率、
交易利率
(08 至 09 年)
左轴单位：%



我们认为，央行货币政策的微调已经确立，理由有二：一是随着经济好转势头的确立，信贷投放的必要性在下降，央行提高债市利率可以增加债券投资的吸引力，降低银行信贷配置比例。二是如此大规模的货币信贷投放为历史仅见，其引发的通胀预期需要央行作出前瞻性的应对。

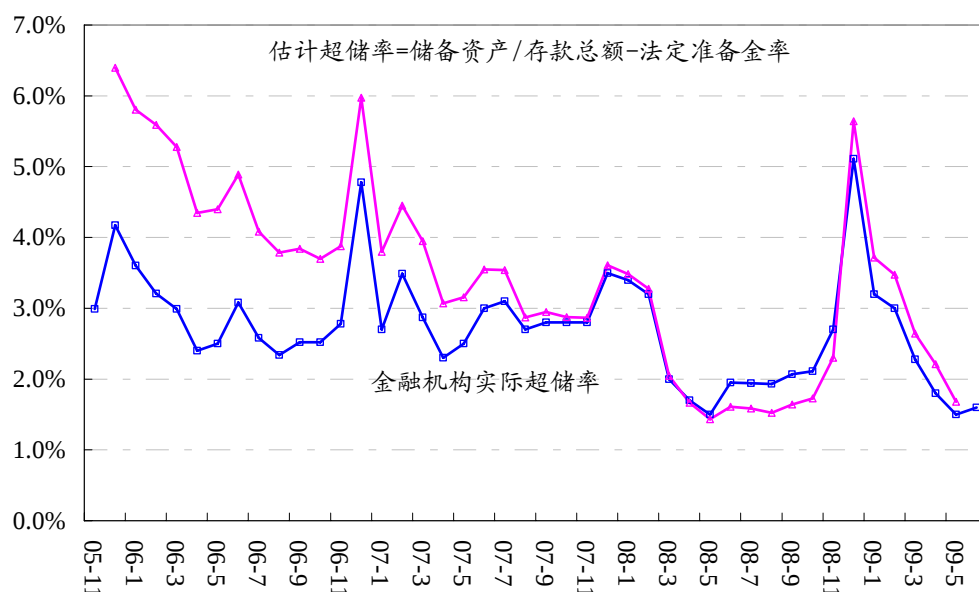
然而我们预计货币政策的微调仅限于货币市场利率的上升，而存贷款利率年内调整的概率不大，因为全球经济复苏未明朗，我国央行尚无引领全球加息的可能。

三、短端利率上行趋势

在 09 年 6 月初的债市月报以及 6 月末的半年策略报告中, 我们均鲜明地提示了债市利率全面上行的风险。而随着央行货币政策的微调, 债市短端利率的上行趋势已经逐步显现。

从反映资金面最为准确的指标超储率来看, 5 月份已经降至 1.5% 的历史新低, 而 6 月份也依然位于历史低位附近。

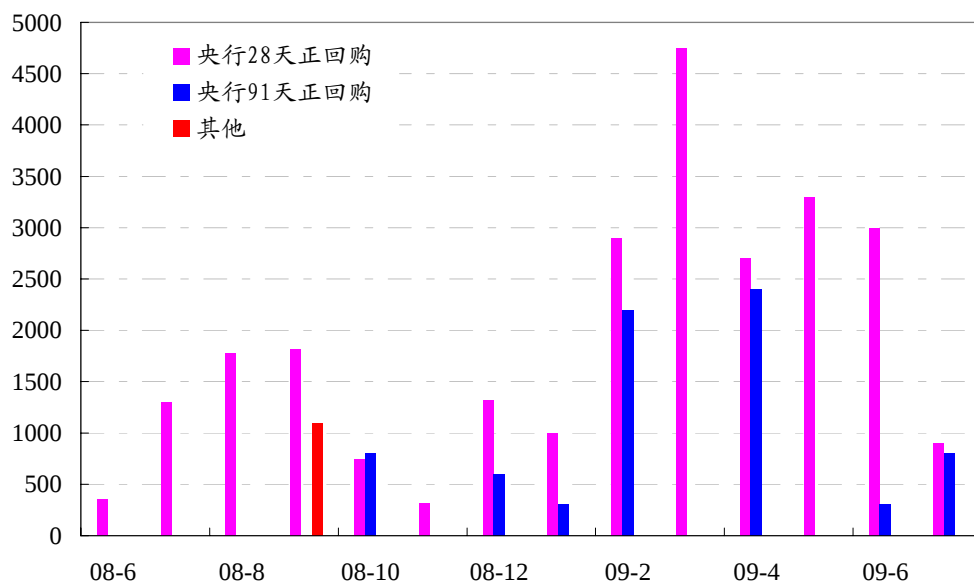
图 5:
金融机构超储率实际
值、估计值
(05 至 09 年)
左轴单位: 1



在 09 年前 6 月, 回购利率的历史低位反映资金面应极其充裕, 与超储率的不断下降似乎自相矛盾。其中的部分原因在于央行大量采用 28 天正回购操作, 而这部分冻结资金在下月随时到期, 等于变相提高了超储率。

而在央行启用 3 月正回购、1 年央票操作之后, 资金的冻结时间将大幅延长, 低超储率的真实性将逐步体现, 在资金面上同样意味着货币市场利率的趋势性上升。

图 6:
央行 28 天、91 天正回
购操作量、其他回购操
作量
(08 至 09 年)
左轴单位: 亿元



作者简介:

姜超: 清华大学经济学学士/数量经济学博士;

08 年新财富债券最佳分析师第三名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 9 层

邮政编码: 100032

电话: (010) 59312899

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com