

信贷数据点评：资金投放效率并未实质性好转

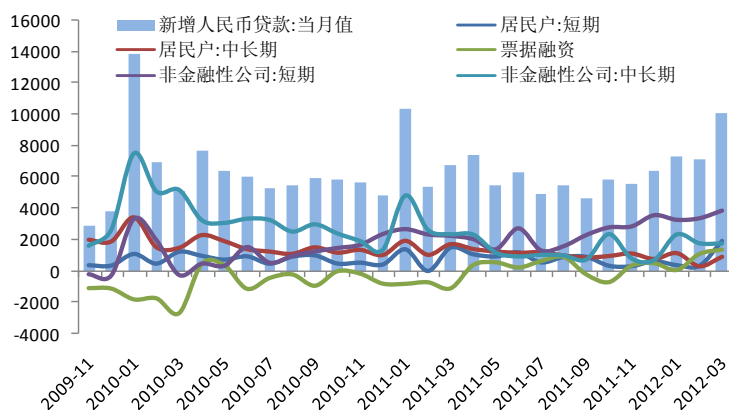
分析师：

刘俊郁

0755-83076506

jerryjliu@cmbchina.com

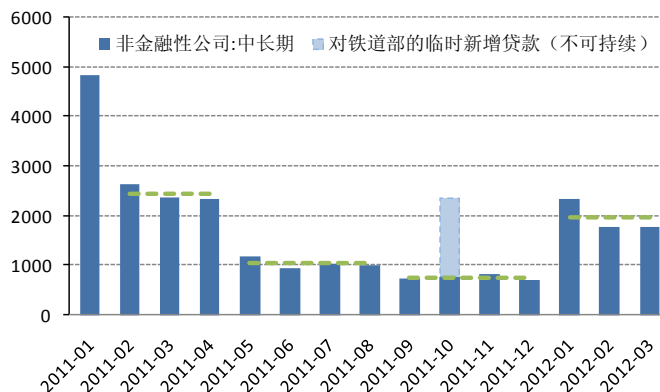
根据央行公布的数据，3月份金融机构新增信贷达到1.05万亿，超出市场此前9000万的预期。同时新增存款亦出现超幅增长2.95万亿，显示银行季末拉存款及冲贷款效果开始显现。



3月新增信贷大幅增长 (Wind, 招商银行)

尽管3月份一改1-2月份新增信贷疲软的局面，但结构性弱势局面并未消除。本次新增的1.05万亿信贷中，居民及非金融性公司中长期贷款占比不到27%，远低于70%的历史均值。这表明实体经济对长期经济前景依然并不看好。这也印证了本轮信贷需求偏弱的事实。

我们之前在1-2月份的信贷分析中就已经提出，目前制约信贷增长的总额度是贷存比的供给限制，但实质制约信贷复苏的更在于实体经济需求的不足。目前实体经济对信贷的有效需求远低于实际信贷投放反映出来的情况。



新增非金融性公司中长期贷款持续低迷 (Wind, 招商银行)

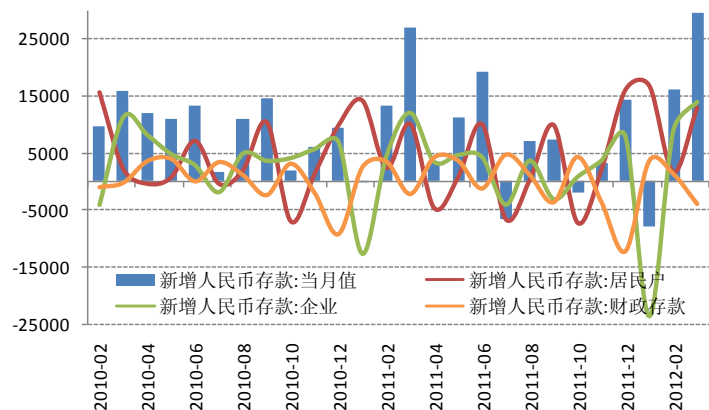
从通常的逻辑上看，在信贷大增的背景下讨论需求不足似乎有违常理。但实际上，判断实体经济的需求是否复苏并不能仅仅看信贷实际新增额，对于中国市场而言，对需求是否充足的评判标准，在于银行供给标准下的实际信贷需求，既纳入银行信贷标准下的同等资质的企业在当前情况下的贷款意愿。从这一方面看，今年以来中长期信贷持续下降，大幅低于历史同期水平，显示出目前企业在投融资方向上的需求严重不足，这是制约未来信贷有效增长的实质性因素。

本轮新增信贷放量仅仅是政策引导的结果。为满足未来的流动性及监管要求，同时又加大信贷投放，银行被动采用中短期信贷及票据融资等短久期信贷结构，导致了短期信贷畸高。最显著的现象就是新增短期居民信贷大幅增至 1886 亿，创下 08 年以来的月度新高。票据融资也相应出现大幅增长（1389 亿），创下近 3 年新高，但票据贴现利率持续下行，显示对新增量的追求并非来源于企业等需求方。

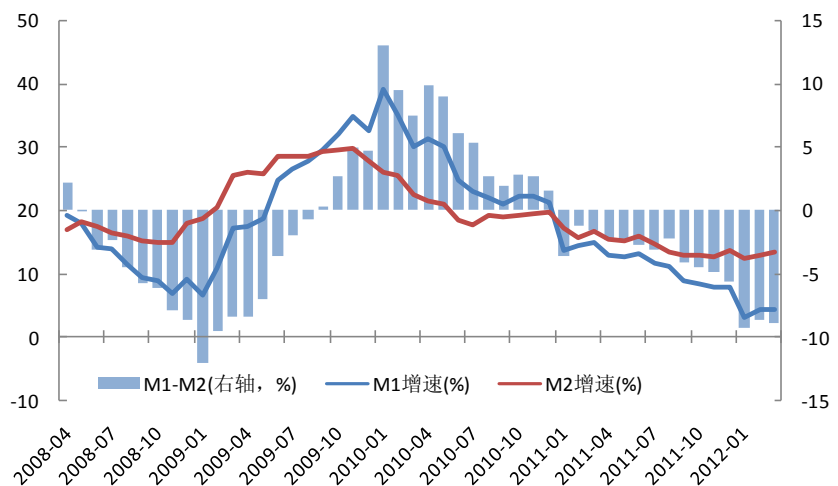


票据直贴利率创1年以来的低位（Wind，招商银行）

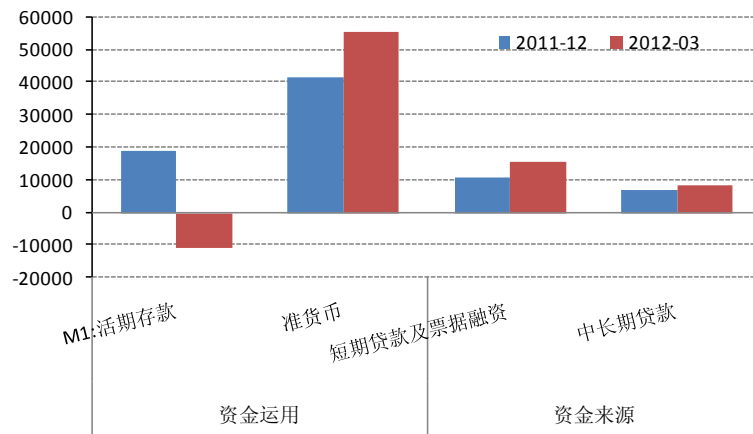
存款仅具时点意义。3 月份新增存款 2.95 亿。资金腾挪在 3 月底发生的较为明显（主要来源于同业存款转入及理财资金表外转表内），4 月初又呈现出大幅流出迹象。这从 3 月底 4 月初的资金面情况可以得到印证，受季末时点存款大增的影响，4 月 5 日的缴准压力显著增大，而存款仅具时点因素的特点加大了资金面的波动，导致了 4 月初的回购利率反而高于季末水平。我们认为这将加大 4 月份整体的资金面的压力。



资金循环中的结构性不匹配愈发明显。3月份的M2反弹至13.4%，但M1变动幅度不大，M1-M2剪刀差依然处于高位。显示实体经济资金运用效率持续降低。整个一季度M1活期存款处于负增长状态，表明企业活期存款占比持续下行。结合资金来源进行分析，资金主要来源于短期贷款及票据融资，但资金运用方面却进一步向准货币倾斜。表明资金循环中的结构性不匹配愈发明显，凸显出目前资金循环体系中投放及运用效率持续降低等问题依然没有解决。



M1与M2的剪刀差 (Wind, 招商银行)



资金运用及来源结构性不匹配进一步加大 (Wind, 招商银行)

4月降准的可能性依然较大。虽然部分观点认为新增信贷增长较快，降准的可能性下降了。但我们认为降准的理由并非为了推动信贷，在需求疲软的情况下，单靠政策及监管层的推动，并无法解决实体经济的资金需求疲软问题，政策性推动的最终结果可能与2-3月份信贷投放结构一致，结构性投放疲软及资金运用弱化的局面依然难以解决。

我们倾向于认为，降准的理由在于进一步放松资金面及市场预期。4月资金处于敏感时期，一方面信贷大幅增长，而存款月初流失，加上4月份财政存款季节性增加，4月份银行负债端的减少趋于加大，加大了月末回补的压力。

对债市的影响：

存款等资金来源仅具备时点因素，并未实质性增长，对债市的影响有限。相反，资金面在4月份受存款流失及财政存款缴款等因素，收紧的概率较大，同时也将影响到信贷的投放额度。对债市并无明显利好。

但从长期角度看，监管层对信贷的态度已经大幅放松，实体经济获取资金的渠道已经放宽，问题只是企业对资金的有效需求何时能够回缓。我们之前一直强调，信贷投放是把双刃剑。目前的市场处于监管层资金放宽意愿已经明确，需求层面依然较弱，但供给层面逐步恢复的局面。实体经济资金运用效率的低迷将推动银行间资金面在未来进一步走宽，虽然4月依然处于资金敏感期，但中期角度看依然利好于债市。

此外，近期市场风险偏好持续维持高位，本次信贷新增放大无

招银专题分析报告

2012年4月13日

总第89期

论从企业微观层面的改善或机构资金配置上均利多于信用债。我们判断中低评级债券依然有进一步上涨空间。

招银专题分析报告

2012年4月13日
总第89期

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据的主观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行版权所有。保留一切权利。