

深度报告

宏观经济

国信宏观经济周报·总第 12 期 (090817-090823)

2009 年 08 月 25 日

本报告的独到之处

- 分析未来投资增长约束对信贷形成的约束。

相关研究报告

《国信宏观周报（第 3 期）：价格预期至关重要，美国长债收益率升至危机前水平》6 月 15 日

《国信宏观周报（第 4 期）：总供给夸大总需求下滑幅度，全球工业生产即将恢复》6 月 22 日

《国信宏观周报（第 5 期）：中国内需深不可测》6 月 29 日

《国信宏观周报（第 6 期）：“非生产性投资”与消费间数量关系探析》7 月 6 日

《国信宏观周报（第 7 期）：美国储蓄率有望稳定于目前水平》7 月 13 日

《国信宏观周报（第 8 期）：“去货币化”进程出现提速迹象》7 月 28 日

《国信宏观周报（第 9 期）：宏观核心问题转向长期经济增长》8 月 3 日

《国信宏观周报（第 10 期）：企业资金支持农产品价格，周期性行业仍是下半年主角》8 月 11 日

《国信宏观周报（第 11 期）：固定资产投资动力面临变化》8 月 18 日

分析师

周炳林

Tel: 0755-82133339

 Email: zhoublin@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

专题报告

信贷收紧幅度受制投资高基数

● 信贷收缩合理，但不可持续

我们继续关注信贷问题，结论是，09 年 7 月新增人民币贷款 3559 亿元，是对过去贷款投资比率过高的修正，合理；但当月贷款与当月投资比率只有约 20%，已经低于长期均衡比率太多，月度较高的投资基数将使得之前数月的过量贷款被快速消化，20%的信贷投资比率将不可持续。

09 年 7 月新增贷款的情况形成以下状况：当年累计（1-7 月）贷款 / 累计投资为 80%，高于 53.1%的历史均值，说明之前流动性过剩累计过多，未来 4-5 月即使贷款只有 4000-6000 亿，当月实现固定资产投资仍可能维持于目前的 1.7-2.0 万亿水平；但 7 月当月贷款/当月投资为 20%，大大低于历史均值 39.2%，这会对之前累计的流动性形成快速消耗，鉴于今年固定资产投资水平值已经被大大拉高，如果明年投资负增长不会被政策所接受，那 7 月的贷款规模也将不会是政策的目标！

● 明年月均贷款均衡值为 6800 亿

对于下半年，我们看到的大致调控目标是全年信贷增长 10 万亿（7 月后月均 4600 亿元），而全年要求“保 8”，那么投资必须保持现有 33%的同比增长水平，以形成全年投资拉动 GDP 约 6%，消费拉 4%，净出口拉 -2%的格局。全年完成投资要达到 19.7 万亿元。如此，全年投资信贷比率会降至 50%，比均衡值大 2.2 万亿。

明年国家若继续执行“保 8”策略，宏观经济格局可能变为，投资拉动 GDP 约 3%，消费拉 4%，净出口拉 1%。那么，2010 年投资需要增长约 16%至 23 万亿，配套贷款需求 10.4 万亿，月均 8670 亿元，即使扣除 09 年贷款富余的 2.2 万亿的情况，全年贷款需求 8.2 万亿，月均 6830 亿元。信贷小于这个规模一段时间将导致经济二次探底。

● 银行仍有较强放贷能力，急速紧缩可能性小

正是由于流动性急速收缩的严重后果，可以预计，国家对此应该是“能免则免”！而“能不能”要看我国银行体系有无执行未来 17 个月新增贷款 10.5 万亿的能力（09 年后 5 个月 2.3 万亿，2010 年 8.2 万亿）。换言之，发放这些贷款会否给我国银行体系带来危机。如果真带来银行危机，相信国家则愿意接受更低的经济增长速度，因为银行危机是比二次探底更加严重的后果。如果银行危机纯属多虑，则未来月均新增信贷既不是 3600 亿，也不是 5000 亿，而很可能达到约 6800 亿。

从贷存比、资产负债期限匹配、资本充足率的角度，中国银行业仍有能力满足下半年 33%、明年 15%投资同比增速的贷款需求，我们判断，基于实现较快平稳经济增长的战略目标，宽松货币政策的退出将是一个渐进的过程，前期 CPI 的通胀压力，可能会被一些财政补贴或者行政手段所抑制。尽管当前收缩信贷的一些政策提议来势汹汹，但很难被最终采用。经济与银行关系犹如皮毛，皮之不存，毛之焉附，信贷快速收缩将即刻导致大量烂尾工程与坏账，宽松信贷的有序退出也将是银行本身的利益之所在。

当然，当信贷快速收缩这一小概率事件如果真的发生时，我们则提醒不应对经济增速抱过多的幻想。

内容目录

摘要	4
本周重点：信贷收紧幅度受制投资高基数	7
信贷收缩合理，但不可持续	7
明年月均贷款均衡值为 6800 亿	8
银行仍有较强放贷能力，急速紧缩可能性小	8
皮之不存，毛将焉附	11
本周经济数据	11
中国内地宏观经济指标	11
美国宏观经济指标：房市火爆，政策面不改	11
生产资料和重要资产市场表现	15
房地产市场：部分城市成交有所恢复，趋势仍不明朗	15
钢铁：量价回落	18
有色金属：波动上涨	19
煤炭市场：相对平稳	20
纺织品市场：稳中略降	21

图表目录

图 1: 7 月贷款合理回落, 但是难以持续	7
图 2: 国际贸易、投资敏感经济体 GDP 波幅更大	8
图 3: 银行业贷存比 (1991-2009)	9
图 4: 银行业贷存比 (2006-2009)	9
图 5: 银行业久期缺口有所提高	10
图 6: 银行业流动性二季度开始企稳	10
图 7: MBA 抵押贷款指数双升	12
图 8: 抵押贷款利率环比齐头下跌	12
图 9: 建筑工人协会 (NAHB) 住宅市场指数触底反弹, 升势不止	12
图 10: 新屋开工数、宅建许可数止升双降, 反弹趋势不变	12
图 11: 多户型开工数拉低新屋开工总数	13
图 12: 多户型宅建许可拖累宅建许可总数	13
图 13: 现房销售 (年率) 环比增速飙升	13
图 14: 现房平均售价连续四个月上升	13
图 15: 现房库存有连续四个月增长, 可销售月数止降持平	14
图 16: 连续申请失业救济金人数环比微升	14
图 17: 首次申请失业救济金人数连续 3 周上升, 拉高四周平均值	14
图 18: PPI、核心 PPI 指数环比复降	15
图 19: PPI 同比加速下降, 主要受能源价格影响	15
图 20: 消费品 PPI 谷底反弹	15
图 21: 耐用品、资本品 PPI 高位震荡	15
图 22: 北京各周住宅期房网签签约套数	16
图 23: 天津各周新建商品住宅成交套数	16
图 24: 青岛各周新建商品住宅成交套数	16
图 25: 上海各周商品房预售套数	16
图 26: 南京各周新建商品住宅成交套数	16
图 27: 杭州各周新建商品房成交套数	16
图 28: 深圳各周一手商品房成交套数	17
图 29: 东莞各周一手商品住宅成交套数	17
图 30: 武汉各周新建商品房成交套数	17
图 31: 合肥各周新建商品房销售备案面积	17
图 32: 昆明各周一手商品房成交套数	17
图 33: 成都各周新建商品房成交套数	17
图 34: Custeel 二级螺纹钢现货: 价格不振, 成交持续低迷	18
图 35: Custeel 5.5 热卷板现货: 工业用钢成交量依旧巨大	18
图 36: 五类钢材品种全国均价下行趋势不变	19
图 37: 上海长江有色金属现货价格: 高位震荡	19
图 38: 广东南海有色金属现货价格: 高位震荡	20
图 39: 煤炭价格平稳, 国内外价差微幅扩大	20
图 40: 棉花价格数月来首次微跌	21
图 41: 氨纶价格稳中略降	21
表 1: 本周最新公布美国数据列表	6

摘要

1、信贷收缩合理，但不可持续

我们继续关注信贷问题，结论是，09年7月新增人民币贷款3559亿元，是对过去贷款投资比率过高的修正，合理；但当月贷款与当月投资比率只有约20%，已经低于长期均衡比率太多，在之前数月的过量贷款被消化之后，这一比率将不可持续。

统计显示，1999年至今，我国每实现1亿元投资，约需配套贷款3920万元，这既是每月的平均比率，也是每年的平均比率。考虑贷款与投资的季节性因素，每年1-7月的贷款投资比率平均为53.1%。

09年7月新增贷款的情景形成以下状况：当年累计（1-7月）贷款/累计投资为80%，高于53.1%的历史均值，说明之前流动性过剩累计过多，未来4-5月即使贷款只有4000-6000亿，当月实现固定资产投资仍可能维持于目前的1.7-2.0万亿水平；但7月当月贷款/当月投资为20%，已处于非常低的位置，这会对之前累计的流动性形成快速消耗，鉴于今年固定资产投资水平值已经被大大拉高，如果明年投资负增长不会被国家所接受，我们就必须看到，7月贷款的回落既是合理的，又是不可持续的！

2、明年月均贷款均衡值为6800亿

对于下半年，我们看到的大致调控目标是全年信贷增长10万亿（7月后月均4600亿元），而全年要求“保8”，那么投资必须保持现有33%的同比增长水平，以形成全年投资拉动GDP约6%，消费拉4%，净出口拉-2%的格局。全年完成投资要达到19.7万亿元。如此，全年投资信贷比率会降至50%，比均衡值大2.2万亿。

明年国家若继续执行“保8”策略，宏观经济格局可能变为，投资拉动GDP约3%，消费拉动4%，净出口拉动1%。那么，2010年投资需要增长约16%至23万亿，配套贷款需求10.4万亿，月均8670亿元，即使扣除09年贷款富余的2.2万亿的情况，全年贷款需求8.2万亿，月均6830亿元。不难看出，今年以投资保经济增长的策略已经形成了较高的投资基数，未来经济的平稳增长，对月均新增贷款的水平值有较高的要求。

中国经济大量靠投资和国际贸易拉动，本来是一个对经济周期极其敏感的经济体——至少比70%多靠消费拉动的美国要敏感。我们可以看到，其他靠投资、国贸主导的经济体去年4季度以来经济波动幅度要大于美国，在1季度美国经济负增长5.7%时，日本、中国香港、中国台湾、韩国、新加坡的GDP增速分别为-8.70%、-7.80%、-10.13%、-4.25%、-9.50%，波幅普遍偏大。

可以想见，若无外力干预，一类可能的情形是，美国经济内生增长3%，中国内生增长8%，美国增-3%，中国则有增-8%的危险，必须看到的是，这种危险存在的现实性在于我国的净出口上半年拉动GDP负增长2.9个百分点，民间主导的库存投资在1季度也曾拉动GDP负增长4个百分点。因此，全年我国经济“保八”！由政府主导发动的基础设施投资发挥了重要作用，这其中贷款功用极大。未来贷款若不能有效满足投资的需求，必然成为中国经济增长不能承受之重，数据上，贷款的回落将表现为投资的回落，而投资、出口、消费的产品又多数来自于工业生产，投资回落又将表现为工业生产回落，最终整体经济回落。央行副行长苏宁认为，目前急速收缩流动性将导致经济二次探底。这样的担心不无道理。而从投资的角度，

若果然发现流动性被急速地持续收缩，可坚定看空宏观经济与资本市场！

3、银行仍有较强放贷能力，急速紧缩可能性小

正是由于流动性急速收缩的严重后果，可以预计，国家对此应该是“能免则免”！而“能不能”要看我国银行体系有无执行未来 17 个月新增贷款 10.5 万亿的能力（09 年后 5 个月 2.3 万亿，10 年 8.2 万亿）。换言之，发放这些贷款会否给我 国银行体系带来危机。如果带来银行危机，相信国家则愿意接受更低的经济增长速 度，因为银行危机是比二次探底更加严重的后果。如果银行危机纯属多虑，则未来 月均新增信贷既不是 3600 亿，也不是 5000 亿，而很可能达到约 6800 亿。

银行的能力首先看贷存比。数据显示，本项指标并不构成放贷能力的约束。08 年 2 月我国贷存比多数时间超过 68%，05 年年中之前超过 70%，2009 年 7 月为 67%，虽较 08 年 2 月之后的 65%略有提高，但是幅度不大，同时，自今年 1 月一 次性跃升之后，至今的上升趋势并不明显。国际上，67%的贷存比也是较低的水平。 今年大幅放贷之后，贷存比未见急速上升，原因在于贷款发动了一个货币创造的过程， 新增贷款较多，同时带来了较多的新增贷款。1-7 月，我国新增存款 10.4 万亿。 多于贷款约 2.7 万亿。按照目前新增存贷款的比例，未来 17 个月，贷款新增 10.5 万亿，将伴随存款增加 14.08 万亿。届时我国银行业贷存比约为 67.7%。从存贷总 量的意义，银行执行保增长的信贷投放任务，风险处于可控范围。

其次是资产-负债期限匹配，即银行业的久期缺口问题。一般而言，银行业增 加放贷规模，会增加整个银行业资产负债的久期缺口：通过现金、超储、或者变现 短期资产（如近期的票据减少）发放中长期贷款，会增加资产久期；客户获得一笔 中长期贷款当然是为了使用，即使最终这笔钱流回银行体系，也较可能以较短久期 的活期存款形态出现，从而银行业的负债综合久期缩小。

久期缺口 = 资产加权平均久期 - (总负债/总资产) × 负债加权平均久期。我 们可以假设 M1 久期 0.5 年，M2-M1 这部分资产的久期为 3 年，短期贷款余额的 久期为 0.5 年，中长期贷款久期为 5 年，由于我们关心的是纵向的趋势，因此，关 于不同类资产负债久期假设的偏差并不影响我们的判断。按照上述假设，计算出来 的银行久期缺口自今年初以来出现持续上升，短存长贷现象出现，银监会公布银 行流动比率(流动资产/流动负债)也在 1 季度出现较大的下降，由 46%下降至 09Q1 的 41.8%，但 09Q2 回升至 42.9%。然而基于中国银行业贷存比仍然较低、法定 存款准备金仍处于 15.5%的高位，未来中国银行业的流动性状况仍然较为乐观，流 动性难以构成放贷约束。

第三，资本充足率的缺口也不大。中国银行业的资本充足率目前要求达到 12%，按照银监会数据，08 年，全部商业银行的资本充足率为 12%，比 07 年提 高 3.7 个百分点，这里的资本包括核心资本与附属资本，核心资本为实收资本、资 本公积、盈余公积、未分配利润、普通股、优先股、储务账户等，附属资本主要包 括一般损失准备金、混合债务工具和次级债券。

存贷款增加，等于生意做大，当然必须拥有更多的本钱，但本钱不限于发行新 股，08 年商业银行实现税后利润 5834 亿元，可转资本，09 年预计利润转资本也 约 6000 亿元，大部分将转作资本。而截至 2008 年底，商业银行各项资产减值准 备金余额（拨备，损失准备金）7735 亿元，比年初增加 1747 亿元，拨备覆盖率 116.4%，在坏账数额比增 10%（按照目前资产增速以及坏账率变化倒算），拨备覆 盖率达到 150%的情况下（银监会的要求，今年将逐渐体现进银行财报）的情况下， 今年拨备将增加约 3500 亿。为此，在不考虑次级债、增发新股的情况下，银行核 心、附属资本可增加约 9500 亿元，以 12%的资本充足率要求，贷款增加按照 100% 风险权重算，可撬动贷款约 8 万亿元，相对于全年目标，融资需求并不如想象中 大，而按照目前的拨备、盈利增速，明年 84000 亿元的信贷目标也并不至于陷银行于

太高的风险境地——毕竟 12%充足率水平远高于巴塞尔协议所要求的 8%。

4、皮之不存，毛将焉附

综合以上，中国银行业仍有能力满足下半年 33%、明年 15%投资同比增速所产生的贷款需求，我们判断，基于实现较快平稳经济增长的战略目标，宽松货币政策的退出将是一个渐进的过程，前期 CPI 的通胀压力，可能会被一些财政补贴或者行政手段所抑制，**尽管当前收缩信贷的一些政策提议来势汹汹，但是，一旦考虑投资信贷关系，进而经济与信贷关系，过激的收缩政策建议将很难被最终采用。**经济与银行关系犹如皮与毛的关系，皮之不存，毛将焉附，信贷快速收缩将即刻导致大量烂尾工程与坏账，宽松信贷的有序退出也将是银行本身的利益之所在。

当然，当信贷快速收缩这一小概率事件如果真的发生时，我们则提醒不应经济增速抱过多的幻想。

表1：本周最新公布美国数据：继续呈现改善趋势

项目	最新数据	上期	再上一期	基本评价	变化动能	单位	报告期
纽约州制造业指数	12.08	-0.55	-9.41	上升	改善	-	8月
长期净 TIC 流量	90.691	-19.449	11.512	顺差	改善	十亿美元	6月
净 TIC 流量总计	-31.2	-65.7	-39.9	逆差缩小	改善	十亿美元	6月
NAHB 住宅市场指数	18	17	15	上升	变差	-	8月
首次失业人数	576	561	554	增加	变差	千人	8月14日前一周
持续领取失业金人数	6241	6239	6343	增加	改善	千人	8月7日前一周
现房销售	5.24	4.89	4.72	增加	改善	百万套	7月
可销售月数	9.4	9.4	9.8	不变	变差	月	7月
现房总量	4.091	3.811	3.851	增加	改善	百万套	7月
现房均价	237.4	227.9	218.1	上升	变差	千美元	7月
新屋开工	581	587	551	减少	改善	千套	7月
住宅建筑许可	560	570	518	减少	改善	千套	7月
独户型开工	490	482	409	增加	变差	千套	7月
多户型开工	91	105	142	减少	改善	千套	7月
独户型宅建许可	458	433	406	增加	变差	千套	7月
多户型宅建许可	102	137	112	减少	变差	千套	7月
PPI 环比	-0.9%	1.8%	0.2%	下降	变差	%	7月
核心 PPI 环比	-0.1%	0.5%	-0.1%	下降	不变	%	7月
PPI 同比	-6.8%	-4.6%	-5.0%	下降	变差	%	7月
核心 PPI 同比	2.6%	3.3%	3.0%	下降	变差	%	7月
消费品成品 PPI	177.6	179.5	175.7	下降	改善	-	7月
非耐用品（除食品）PPI	191.4	193.4	187.5	下降	改善	-	7月
耐用消费品 PPI	144.9	145.7	144.4	下降	改善	-	7月
资本设备总数 PPI	157.2	157.5	156.7	下降	改善	-	7月
MBA 购买指数	3.9%	1.1%	0.9%	上升	改善	%	8月14日前一周
MBA 再融资指数	6.9%	-7.2%	7.2%	上升	变差	%	8月14日前一周

数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

本周重点：信贷收紧幅度受制投资高基数

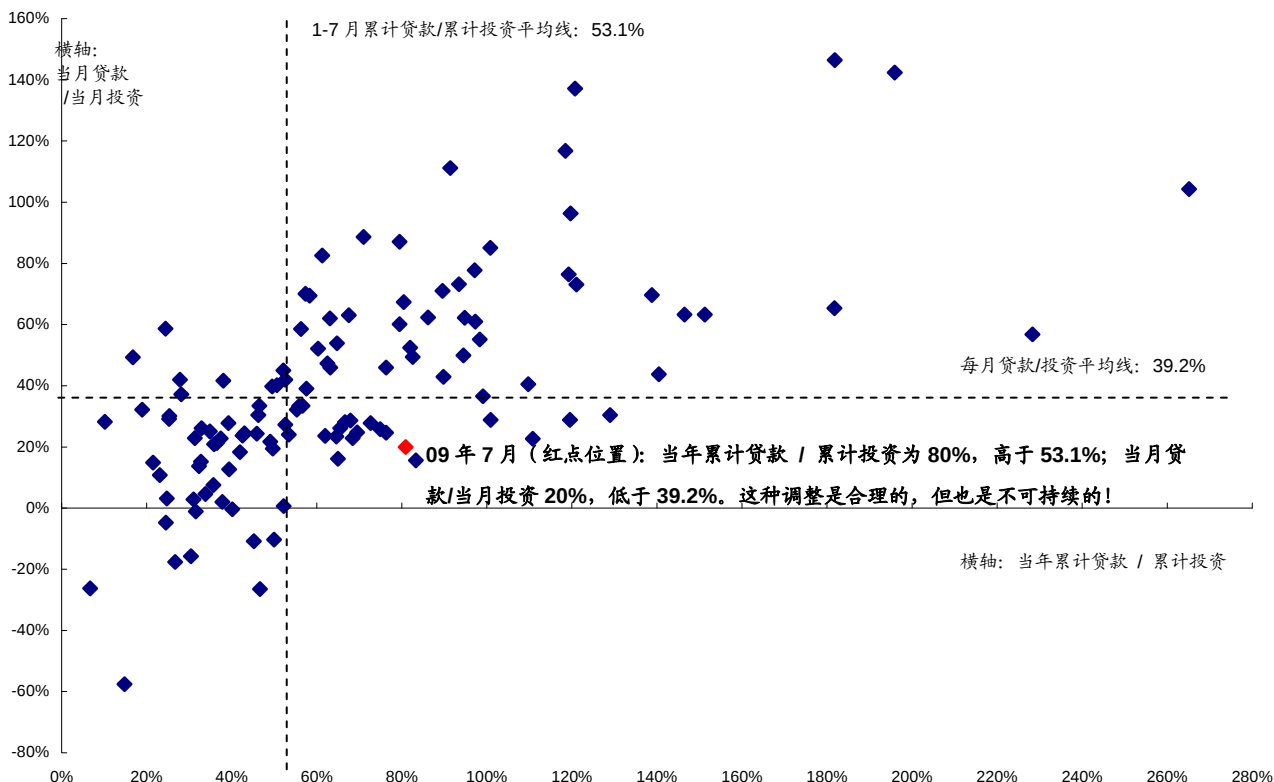
信贷收缩合理，但不可持续

我们继续关注信贷问题，结论是，09 年 7 月新增人民币贷款 3559 亿元，是对过去贷款投资比率过高的修正，合理；但当月贷款与当月投资比率只有约 20%，已经低于长期均衡比率太多，在之前数月的过量贷款被消化之后，这一比率将不可持续。

统计显示，1999 年至今，我国每实现 1 亿元投资，约需配套贷款 3920 万元，这既是每月的平均比率，也是每年的平均比率。考虑贷款与投资的季节性因素，每年 1-7 月的贷款投资比率平均为 53.1%。

09 年 7 月新增贷款的情景形成以下状况：当年累计（1-7 月）贷款 / 累计投资为 80%，高于 53.1% 的历史均值，说明之前流动性过剩累计过多，未来 4-5 月即使贷款只有 4000-6000 亿，当月实现固定资产投资仍可能维持于目前的 1.7-2.0 万亿水平；但 7 月当月贷款/当月投资为 20%，已处于非常低的位置，这会对之前累计的流动性形成快速消耗，鉴于今年固定资产投资水平值已经被大大拉高，如果明年投资负增长不会被国家所接受，我们就必须看到，7 月贷款的回落既是合理的，又是不可持续的！

图1：7月贷款合理回落，但是难以持续



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

明年月均贷款均衡值为 6800 亿

对于下半年，我们看到的大致调控目标是全年信贷增长 10 万亿（7 月后月均 4600 亿元），而全年要求“保 8”，那么投资必须保持现有 33% 的同比增长水平，以形成全年投资拉动 GDP 约 6%，消费拉 4%，净出口拉 -2% 的格局。全年完成投资要达到 19.7 万亿元。如此，全年投资信贷比率会降至 50%，比均衡值大 2.2 万亿。

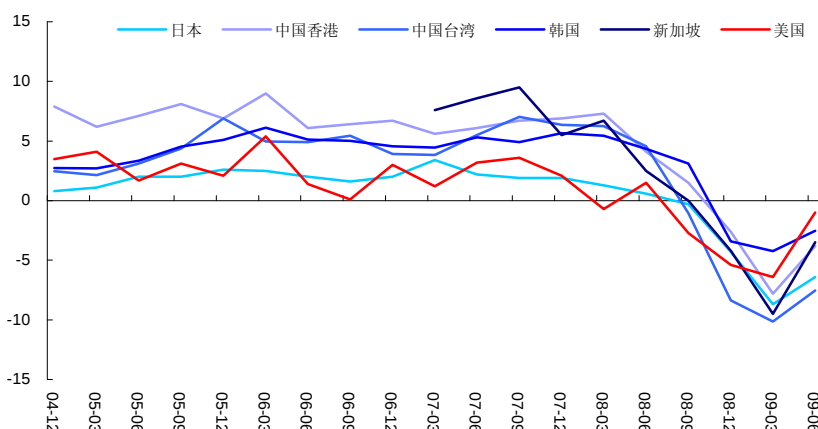
明年国家若继续执行“保 8”策略，宏观经济格局可能变为，投资拉动 GDP 约 3%，消费拉动 4%，净出口拉动 1%。那么，2010 年投资需要增长约 16% 至 23 万亿，配套贷款需求 10.4 万亿，月均 8670 亿元，即使扣除 09 年贷款富余的 2.2 万亿的情况，全年贷款需求 8.2 万亿，月均 6830 亿元。不难看出，今年以投资保经济增长的策略已经形成了较高的投资基数，未来经济的平稳增长，对月均新增贷款的水平值有较高的要求。

中国经济大量靠投资和国际贸易拉动，本来是一个对经济周期极其敏感的经济体——至少比 70% 多靠消费拉动的美国要敏感。我们可以看到，其他靠投资、国贸主导的经济体去年 4 季度以来经济波动幅度要大于美国，在 1 季度美国经济负增长 5.7% 时，日本、中国香港、中国台湾、韩国、新加坡的 GDP 增速分别为 -8.70%、-7.80%、-10.13%、-4.25%、-9.50%，波幅普遍偏大。

可以想见，若无外力干预，一类可能的情形是，美国经济内生增长 3%，中国内生增长 8%，美国增-3%，中国则有增-8% 的危险，必须看到的是，这种危险存在的现实性在于我国的净出口上半年拉动 GDP 负增长 2.9 个百分点，民间主导的库存投资在 1 季度也曾拉动 GDP 负增长 4 个百分点。因此，全年我国经济“保八”！由政府主导发动的基础设施投资发挥了重要作用，这其中贷款功用极大。未来贷款若不能有效满足投资的需求，必然成为中国经济增长不能承受之重，数据上，贷款的回落将表现为投资的回落，而投资、出口、消费的产品又多数来自于工业生产，投资回落又将表现为工业生产回落，最终整体经济回落。央行副行长苏宁认为，目前急速收缩流动性将导致经济二次探底。这样的担心不无道理。而从投资的角度，若果然发现流动性被急速地持续收缩，可坚定看空宏观经济与资本市场！

图2：国际贸易、投资敏感经济体GDP波幅更大

单位：%



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

银行仍有较强放贷能力，急速紧缩可能性小

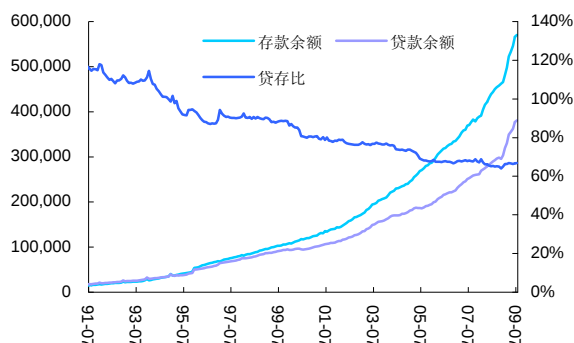
正是由于流动性急速收缩的严重后果，可以预计，国家对此应该是“能免则免”！而“能不能”要看我国银行体系有无执行未来 17 个月新增贷款 10.5 万亿的

能力（09年后5个月2.3万亿，10年8.2万亿）。换言之，发放这些贷款会否给我国银行体系带来危机。如果带来银行危机，相信国家则愿意接受更低的经济增长速度，因为银行危机是比二次探底更加严重的后果。如果银行危机纯属多虑，则未来月均新增信贷既不是3600亿，也不是5000亿，而很可能达到约6800亿。

银行的能力首先看贷存比。数据显示，本项指标并不构成放贷能力的约束。08年2月我国贷存比多数时间超过68%，05年年中之前超过70%，2009年7月为67%，虽较08年2月之后的65%略有提高，但是幅度不大，同时，自今年1月一次性跃升之后，至今的上升趋势并不明显。国际上，67%的贷存比也是较低的水平。今年大幅放贷之后，贷存比未见急速上升，原因在于贷款发动了一个货币创造的过程，新增贷款较多，同时带来了较多的新增存款。1-7月，我国新增存款10.4万亿。多于贷款约2.7万亿。按照目前新增存贷款的比例，未来17个月，贷款新增10.5万亿，将伴随存款增加14.08万亿。届时我国银行业贷存比约为67.7%。从存贷总量的意义，银行执行保增长的信贷投放任务，风险处于可控范围。

图3：银行业贷存比（1991-2009）

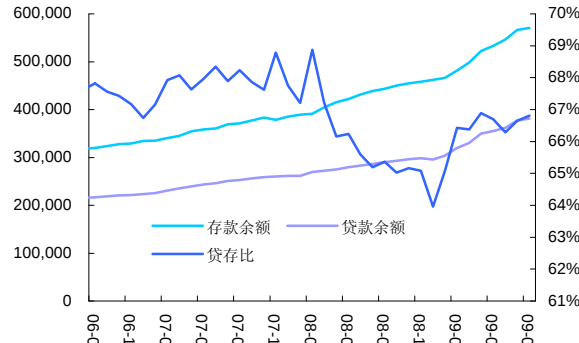
单位：亿元



数据来源：WIND，国信证券经济研究所

图4：银行业贷存比（2006-2009）

单位：亿元



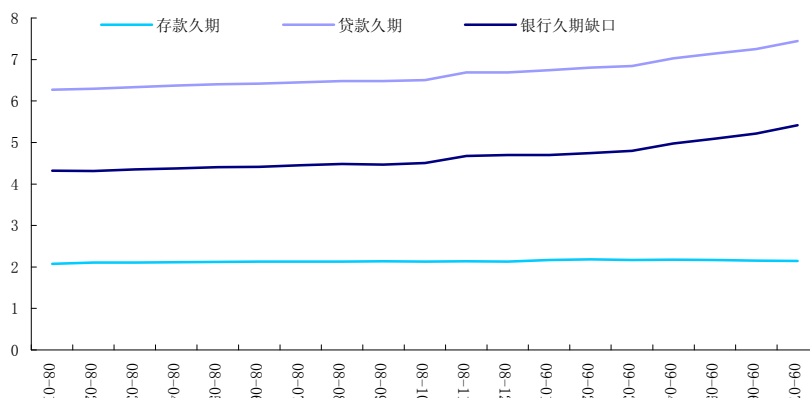
数据来源：WIND，国信证券经济研究所

其次是资产-负债期限匹配，即银行业的久期缺口问题。一般而言，银行业增加放贷规模，会增加整个银行业资产负债的久期缺口：通过现金、超储、或者变现短期资产（如近期的票据减少）发放中长期贷款，会增加资产久期；客户获得一笔中长期贷款当然是为了使用，即使最终这笔钱流回银行体系，也较可能以较短久期的活期存款形态出现，从而银行业的负债综合久期缩小。

久期缺口 = 资产加权平均久期 - (总负债/总资产) × 负债加权平均久期。我们可以假设 M1 久期 0.5 年，M2-M1 这部分资产的久期为 3 年，短期贷款余额的久期为 0.5 年，中长期贷款久期为 5 年，由于我们关心的是纵向的趋势，因此，关于不同类资产负债久期假设的偏差并不影响我们的判断。按照上述假设，计算出来的银行久期缺口自今年初以来出现持续上升，短存长贷现象出现，银监会公布银行流动比率（流动资产/流动负债）也在1季度出现较大的下降，由46%下降至09Q1的41.8%，但09Q2回升至42.9%。然而基于中国银行业贷存比仍然较低、法定存款准备金仍处于15.5%的高位，未来中国银行业的流动性状况仍然较为乐观，流动性难以构成放贷约束。

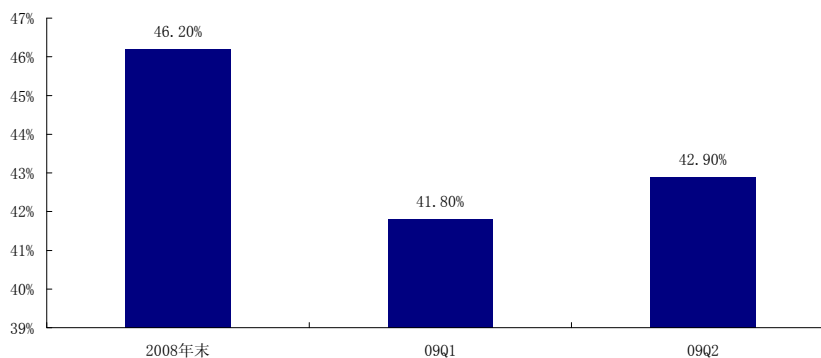
图5: 银行业久期缺口有所提高

单位: 年



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图6: 银行业流动性二季度开始企稳



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

第三, 资本充足率的缺口也不大。中国银行业的资本充足率目前要求达到12%, 按照银监会数据, 08年, 全部商业银行的资本充足率为12%, 比07年提高3.7个百分点, 这里的资本包括核心资本与附属资本, 核心资本为实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润、普通股、优先股、储务账户等, 附属资本主要包括一般损失准备金、混合债务工具和次级债券。

存贷款增加, 等于生意做大, 当然必须拥有更多的本钱, 但本钱不限于发行新股, 08年商业银行实现税后利润5834亿元, 可转资本, 09年预计利润转资本也约6000亿元, 大部分将转作资本。而截至2008年底, 商业银行各项资产减值准备金余额(拨备, 损失准备金)7735亿元, 比年初增加1747亿元, 拨备覆盖率116.4%, 在坏账数额比增10%(按照目前资产增速以及坏账率变化倒算), 拨备覆盖率达到150%的情况下(银监会的要求, 今年将逐渐体现进银行财报)的情况下, 今年拨备将增加约3500亿。为此, 在不考虑次级债、增发新股的情况下, 银行核心、附属资本可增加约9500亿元, 以12%的资本充足率要求, 贷款增加按照100%风险权重算, 可撬动贷款约8万亿元, 相对于全年目标, 融资需求并不如想象中大, 而按照目前的拨备、盈利增速, 明年84000亿元的信贷目标也并不至于陷银行于

太高的风险境地——毕竟 12%充足率水平远高于巴塞尔协议所要求的 8%。

皮之不存，毛将焉附

综合以上，中国银行业仍有能力满足下半年 33%、明年 15%投资同比增速所产生的贷款需求，我们判断，基于实现较快平稳经济增长的战略目标，宽松货币政策的退出将是一个渐进的过程，前期 CPI 的通胀压力，可能会被一些财政补贴或者行政手段所抑制，**尽管当前收缩信贷的一些政策提议来势汹汹，但是，一旦考虑投资信贷关系，进而经济与信贷关系，过激的收缩政策建议将很难被最终采用。**经济与银行关系犹如皮与毛的关系，皮之不存，毛将焉附，信贷快速收缩将即刻导致大量烂尾工程与坏账，宽松信贷的有序退出也将是银行本身的利益之所在。

当然，当信贷快速收缩这一小概率事件如果真的发生时，我们则提醒不应对应经济增速抱过多的幻想。

本周经济数据

中国内地宏观经济指标

本周无重大宏观经济指标公布。

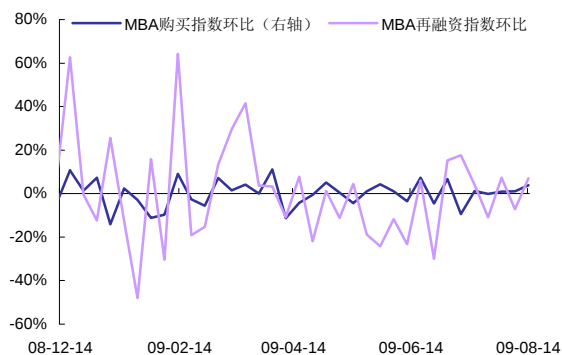
美国宏观经济指标：房市火爆，政策面不改

本周美国 PPI 环比下降 0.9%，再现负增长，同比下降 6.8%，为 2000 年以来大降幅。PPI 核心指数环比下降 0.1%，结合上周 CPI、最终品进口价格同比大幅下跌，疲软的价格指数为美联储继续施行宽松货币-政策创造了有利的条件。另一方面，上周公布 7 月工业产能利用率仅为 68.5%，同时生产商、批发商、零售商仍在将减少库存，短期内通胀压力不大，三季度货币政策转向的可能性较小。

受 CPI、PPI 影响，固定收益产品热度上升，导致本周房贷利率降至 5 月份的低位，并且成屋销售平均价格连续 3 个月上升 4%以上，两大因素直接推动房贷购买、再融资指数上升 3.9%、6.9%。现房销售再现疯狂，7 月份环比折年率上升 7.2%，与第 10 期周报中 6 月份未决房屋销售大幅上升 3.6%不谋而合。而由于早前房价下跌幅度较深，房贷违约率增幅较大、7 月份丧失住房赎回权案例暴增 7.13%，因此成屋销售大增的同时，库存亦同步跟进，可供销售月数维持在 9.4 个月不变。整体而言，随着房价回暖、利率下跌，违约率有望在未来降低进而减缓库存增速，在 12 月 1 日政府购房刺激政策结束之前，销售或将继续拉动房价上行。

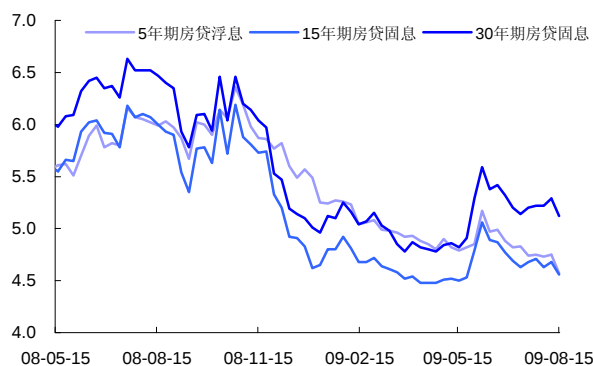
新屋开工数量与宅建许可数量皆出现意外下滑，降幅 1%左右。具体来看，独户型住宅开工数和宅建许可数环比分别增长 1.7%，5.8%，说明开发商仍然维持判断未来新屋需求将持续回暖。多户型住宅方面，由于其项目较大、需要投入资金较多，历史数据的波动率远高于单户型住宅，7 月份开发商资金吃紧、信贷环境仍不宽松，开工数和宅建许可数各大幅下降 13.3%、25.5%。

图7: MBA抵押贷款指数双升



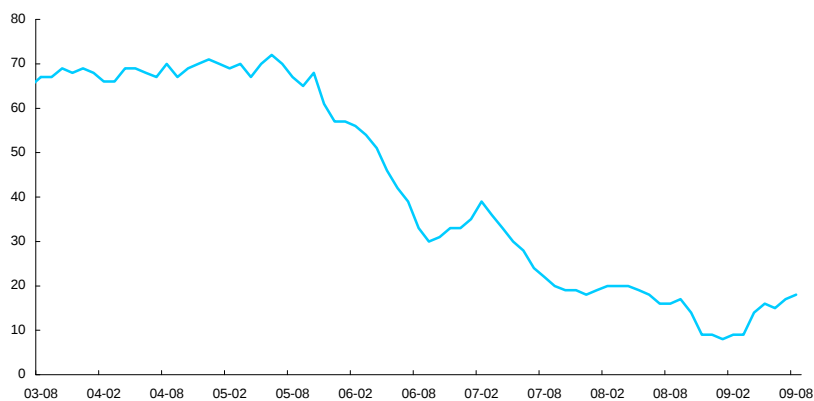
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图8: 抵押贷款利率环比快速下跌



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

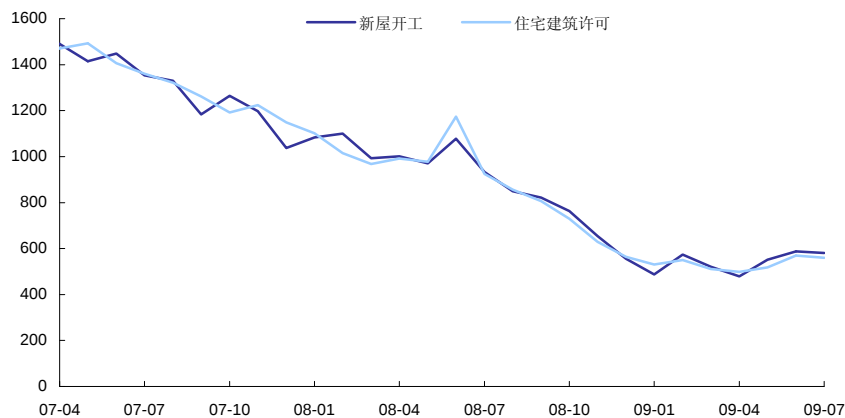
图9: 建筑工人协会(NAHB)住宅市场指数触底反弹, 升势不止



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

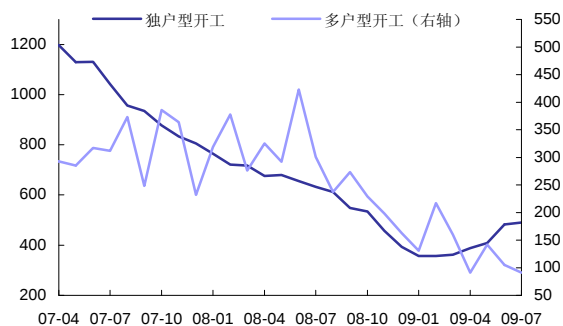
图10: 新屋开工数、宅建许可数止升双降, 反弹趋势不变

单位: 千套



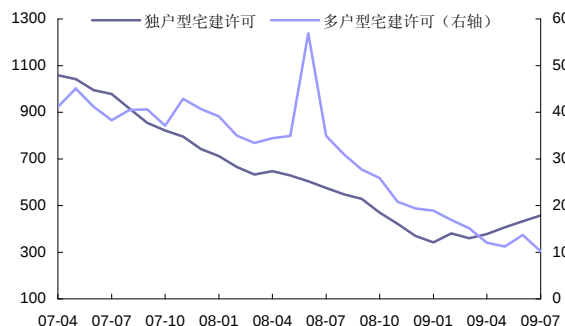
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图11: 多户型开工数拉低新屋开工总数 单位: 千套



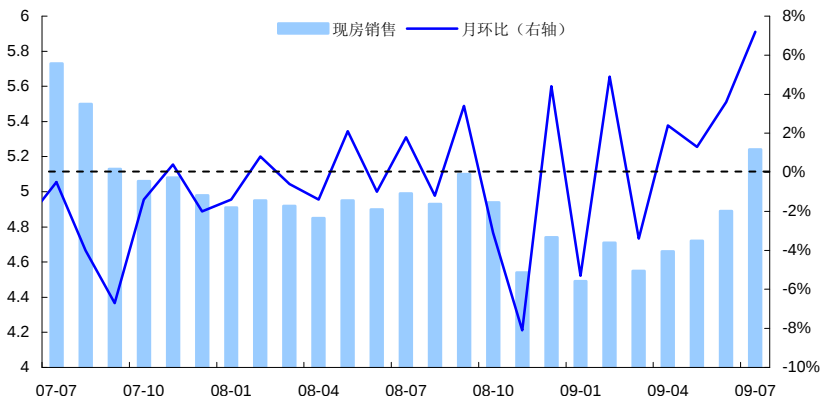
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图12: 多户型宅建许可拖累宅建许可总数 单位: 千套



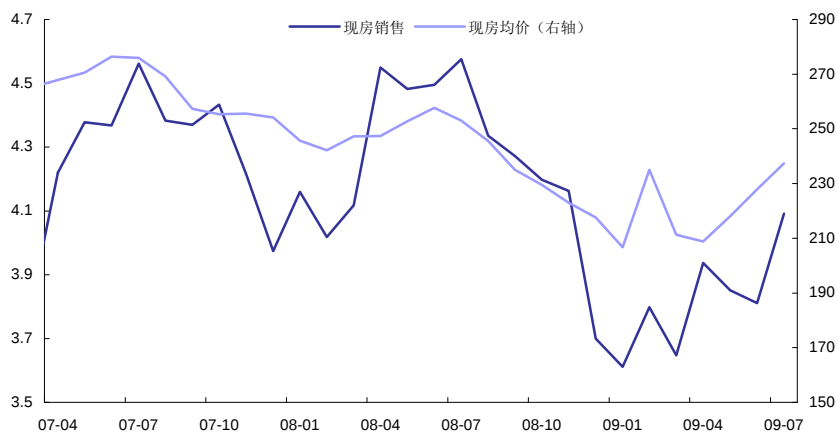
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图13: 现房销售(年率)环比增速飙升 单位: 百万套, %



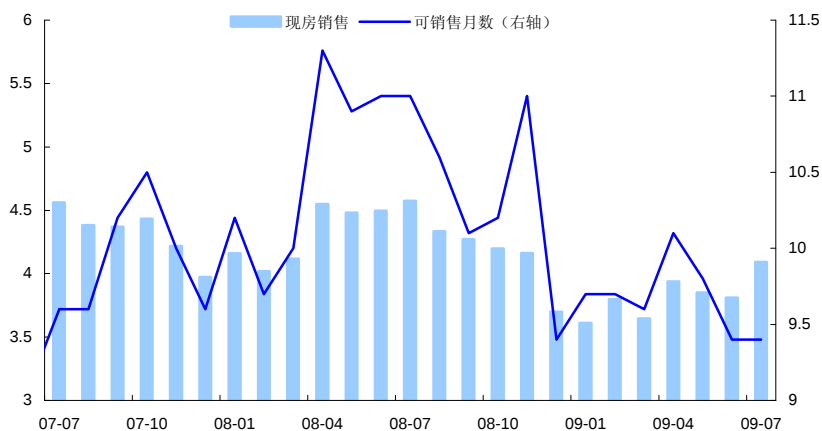
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图14: 现房平均售价连续四个月上升 单位: 千美元, 百万套



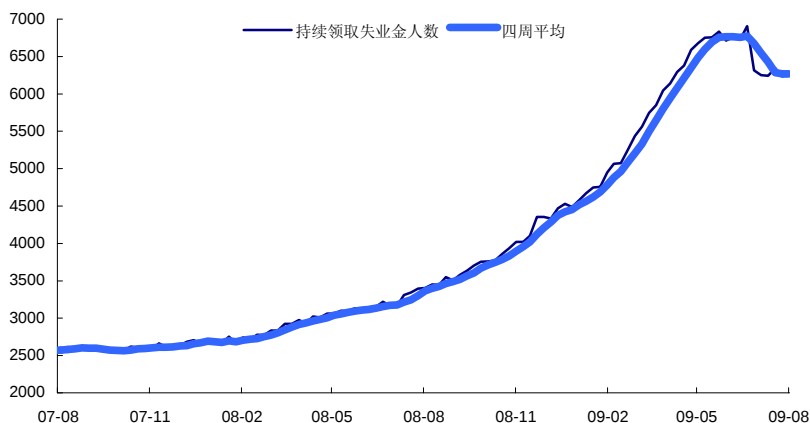
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图15: 现房库存有连续四个月增长, 可销售月数止降持平 单位: 百万套, 月



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图16: 连续申请失业救济金人数环比微升 单位: 千人



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

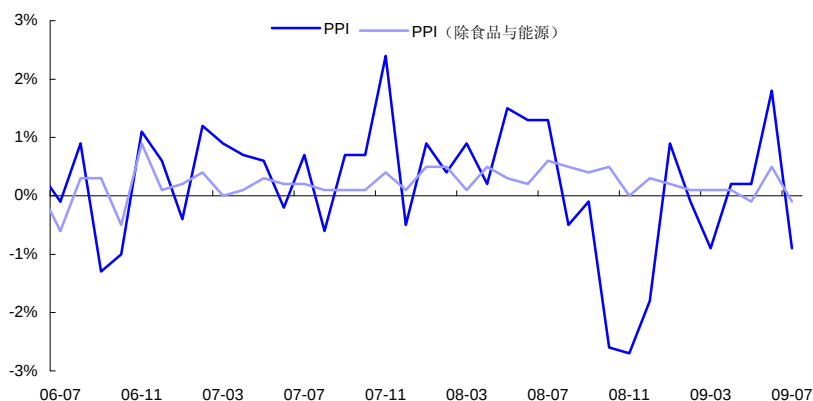
图17: 首次申请失业救济金人数连续3周上升, 拉高四周平均值 单位: 千人



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图18: PPI、核心PPI指数环比复降

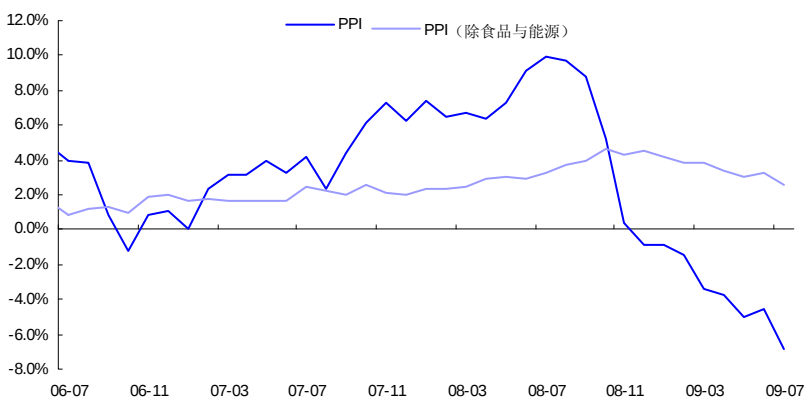
单位: %



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

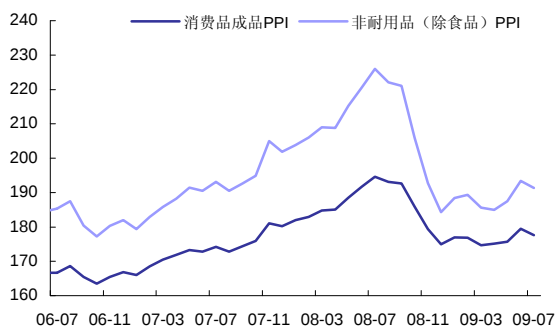
图19: PPI同比加速下降, 主要受能源价格影响

单位: %



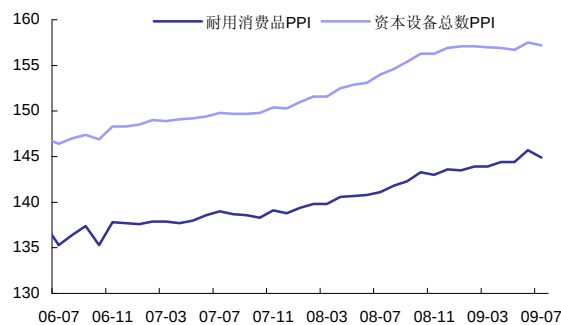
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图20: 消费品PPI谷底反弹



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图21: 耐用品、资本品PPI高位震荡



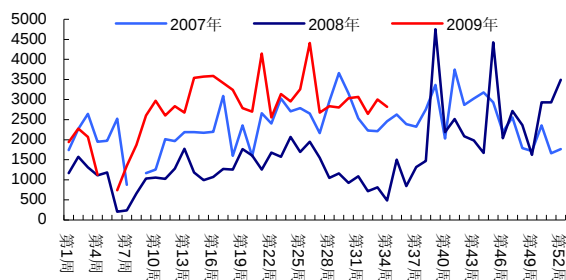
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

生产资料和重要资产市场表现

房地产市场: 部分城市成交有所恢复, 趋势仍不明朗

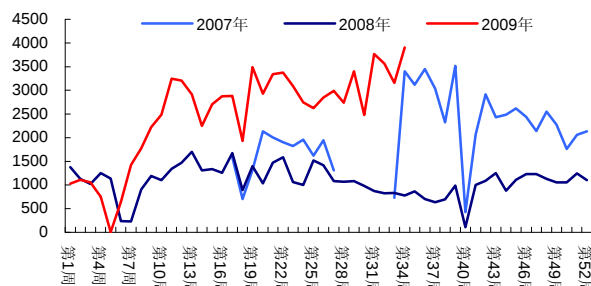
本周(截止8月22日数据)房地产部分城市成交有所恢复, 但趋势仍不明朗。

图22: 北京各周住宅期房网签签约套数



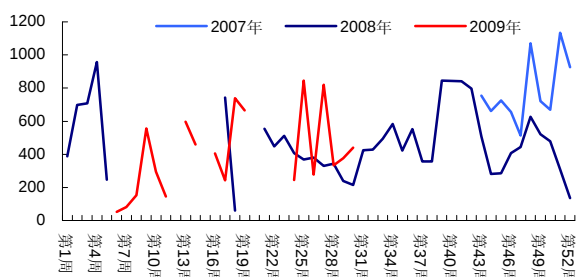
数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

图23: 天津各周新建商品住宅成交套数



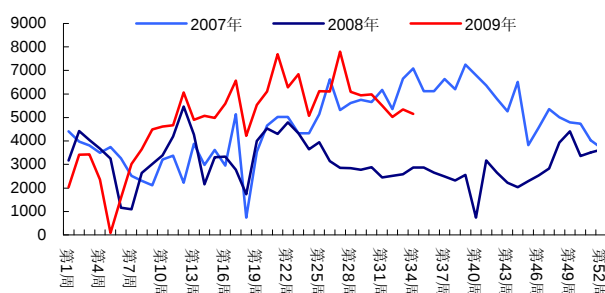
数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

图24: 青岛各周新建商品住宅成交套数



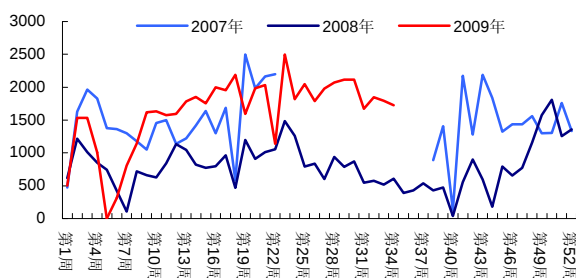
数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

图25: 上海各周商品房预售套数



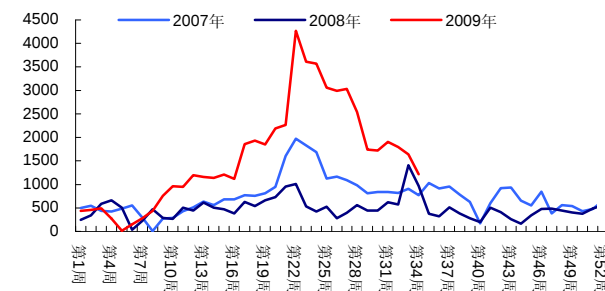
数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

图26: 南京各周新建商品住宅成交套数



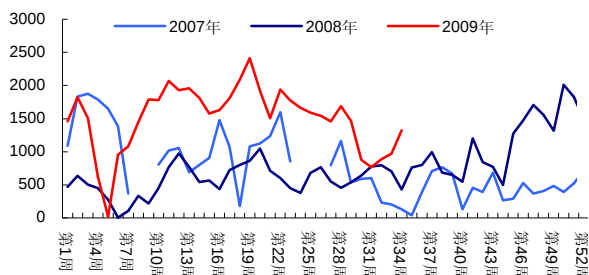
数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

图27: 杭州各周新建商品房成交套数



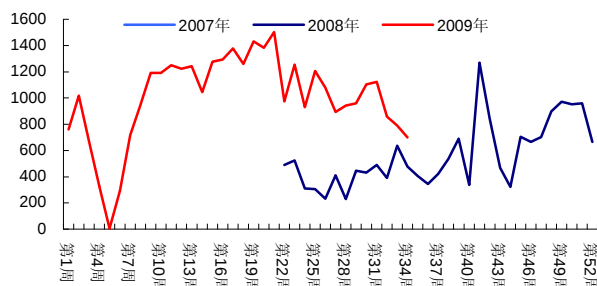
数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

图28: 深圳各周一手商品房成交套数



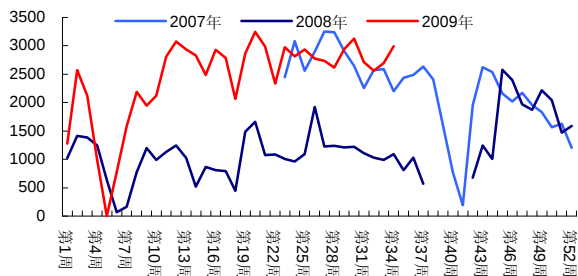
数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

图29: 东莞各周一手商品住宅成交套数



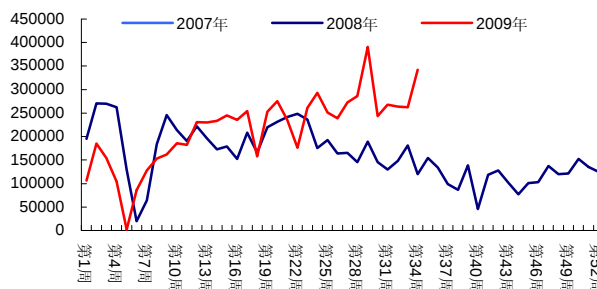
数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

图30: 武汉各周新建商品房成交套数



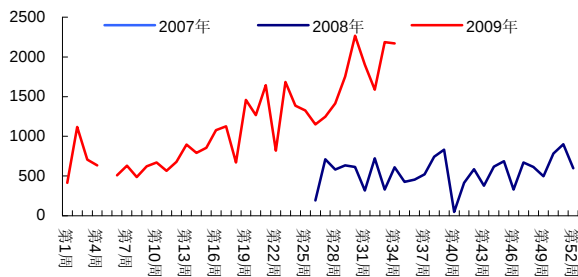
数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

图31: 合肥各周新建商品房销售备案面积



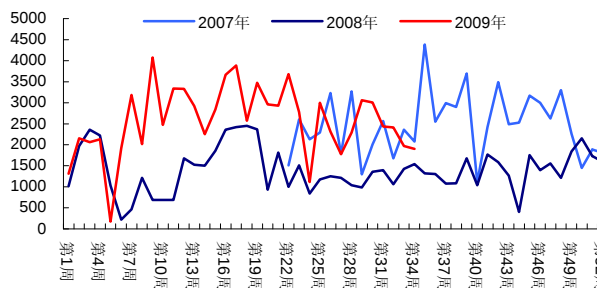
数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

图32: 昆明各周一手商品房成交套数



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

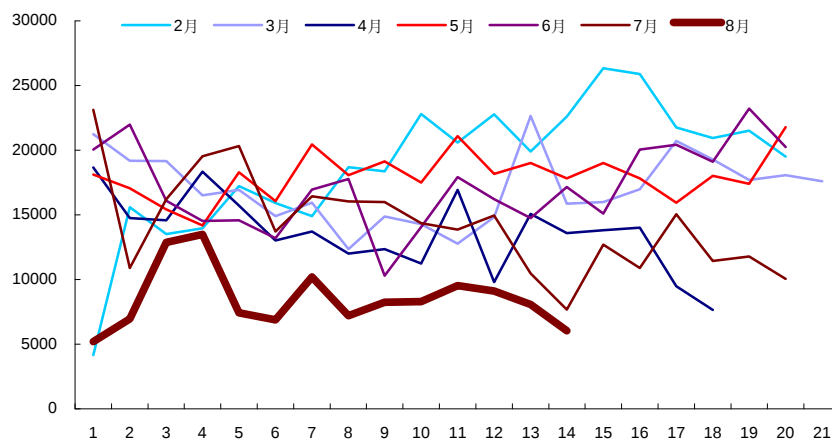
图33: 成都各周新建商品房成交套数



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

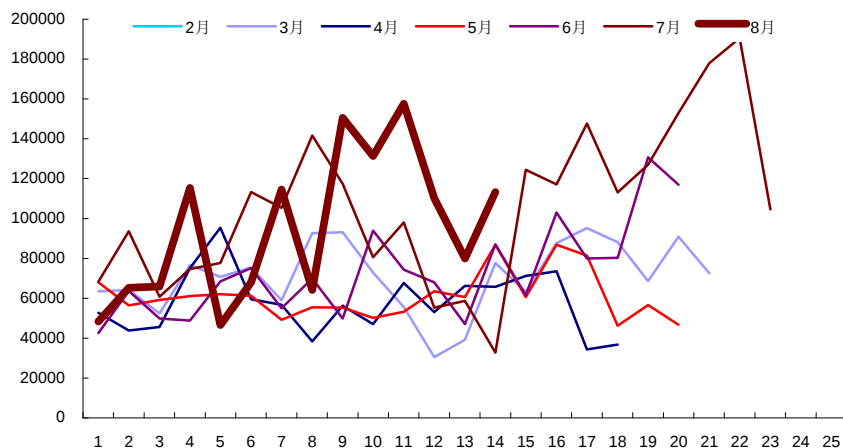
钢铁：量价回落

图34: Custeel二级螺纹钢现货：价格分歧大，成交持续低迷 单位：吨.工作日



资料来源：Custeel，国信证券经济研究所

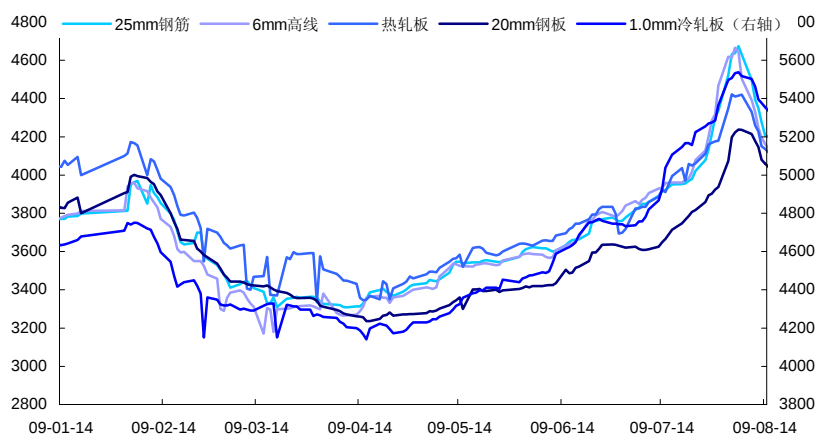
图35: Custeel 5.5热卷板现货：工业用钢成交量依旧较大 单位：吨.工作日



资料来源：Custeel，国信证券经济研究所

图36: 五类钢材品种全国均价下行趋势不变

单位: 元/吨

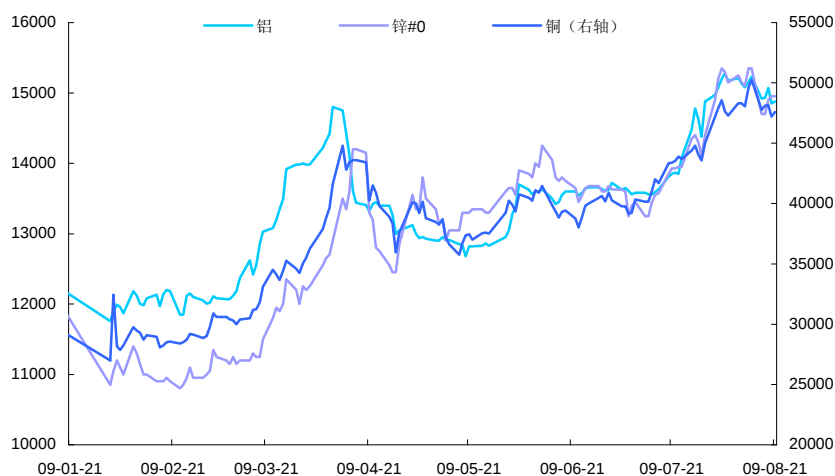


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

有色金属: 波动上涨

图37: 上海长江有色金属现货价格: 高位震荡

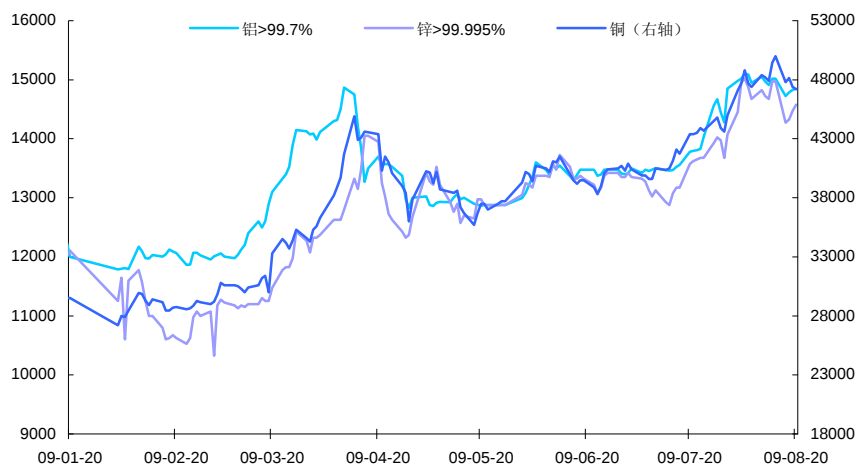
单位: 元/吨



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图38: 广东南海有色金属现货价格: 高位震荡

单位: 元/吨

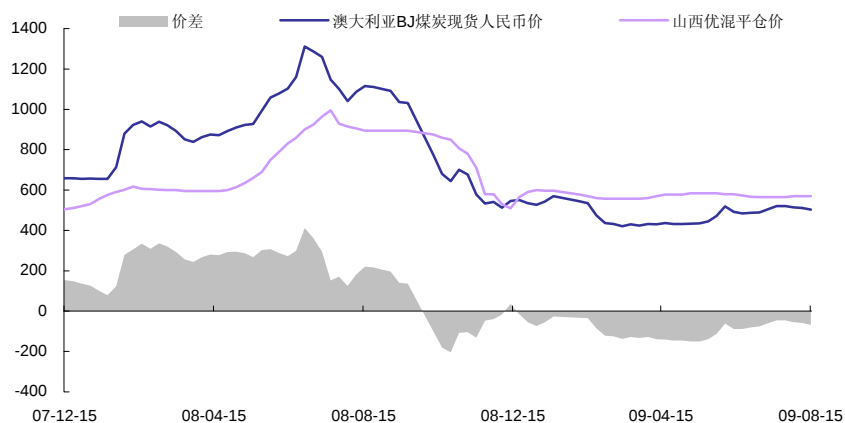


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

煤炭市场: 相对平稳

图39: 煤炭价格平稳, 价差微幅扩大

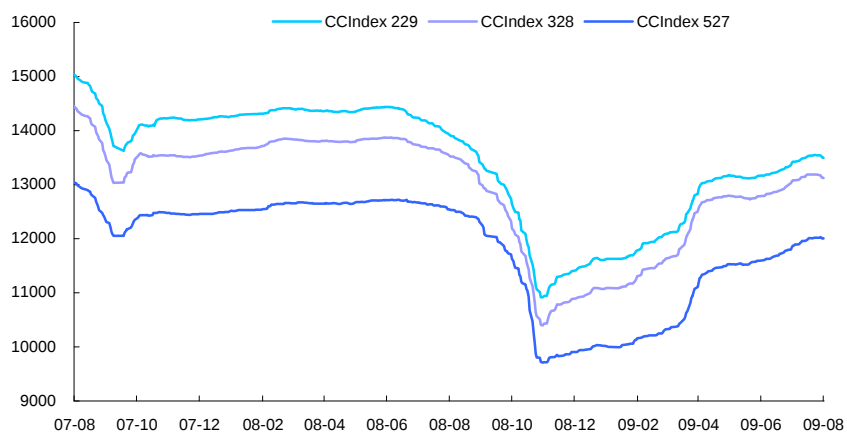
单位: 元/吨



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

纺织品市场：稳中略降

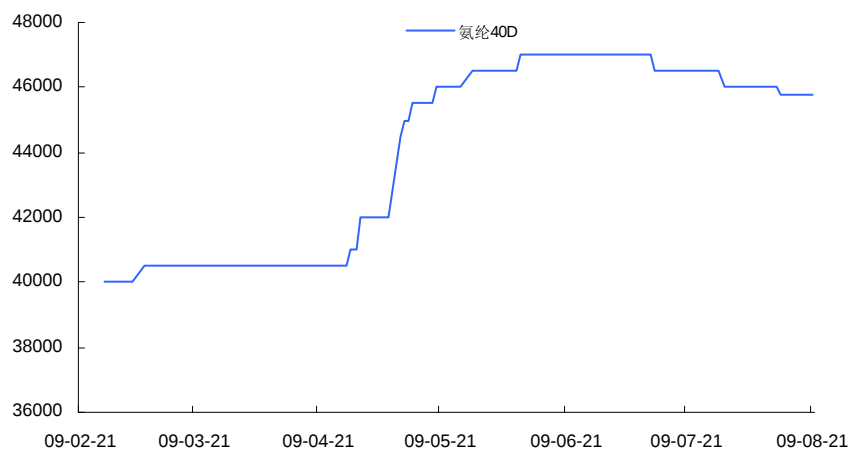
图40：棉花价格企稳



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图41：氨纶供需平衡，价格温和下降

单位：元/吨



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

免责声明

本报告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。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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔 嵘	021- 68866202		高 健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖 喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵 谦	021-68866295				
银行			房地产			计算机		
邱志承	021-68864597		方 焱	0755-82130648		凌 晨	021-68866233	
黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		电子元器件		
谈 焯	010- 82254212		黄道立	0755-82130833		王俊峰	010-82254205	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭 波	0755-82133909		李 君	021-68866235		郑 东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左 涛	021-68866253		秦 波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿軻	021-68866206		邱 伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆 震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
			张栋梁	0755-82130532				
石油与石化			电力设备			传媒		
李 晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021- 68866253		皮家银	021- 68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁 丹	0755-82130678	
						陈 栋	021-68866235	
通信			造纸			家电		
严 平	021- 68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
程 峰	021-68864599							
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨 昕	021-68864596		廖绪发	021-68866237	
			徐蔚昌	021-68866233		刘智景	021-68866233	
中小股票			食品饮料			农业		
高芳敏	021-68864586		黄 茂	0755-82133476		张 如	021-68866233	
陈爱华	0755-82133397		谢鸿鹤	0755-82130646				
煤炭			建筑			固定收益与基金		
李 然	0755-82130681		邱 波	0755-82133390		李怀定	021-68866233	
苏绍许	0755-82133476		李遵庆	0755-82133343		张 旭	010-82254210	
						杨 涛	0755-82133339	
金融工程			金融工程			金融工程		
葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297		焦健	0755-82131822	
董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532		赵学昂	0755-82131822	
戴 军	021-68864585		林晓明	021-68866946				

国信证券经济研究所机构销售部

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn 刘宇华 0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn 邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn 庞博 0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn 祝彬 0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn 林莉 0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn 王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	盛建平 021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn 马小丹 021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn 郑毅 021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn 黄胜蓝 021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn 刘塑 021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn 叶琳菲 021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn 王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn 谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn 焦骞 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn 李锐 010-82254212 13691229417 lirui@guosen.com.cn 徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn