

宏观动态报告

流动性紧缩恐慌的终结

信贷资金审查如期进行，违规资金已回流

- ◆ 随着监管和审查的加强，我们相信大部分进入股票市场的违规资金已经流出股市。即使未来继续紧缩监管，这部分资金大幅流出股市的基础也将不存在，在一定程度上避免了因资金流出而造成的股市震荡。

信贷快速萎缩的预期已经形成

- ◆ 市场对信贷萎缩产生了过分的恐惧。当前，市场已经充分消化了信贷规模下降的风险，未来个月的信贷规模会保持在 3000--4000 亿元左右，信贷已不会再成为市场做空的动力。

银行资本金的担忧舒缓

- ◆ 从银监会对银行资金充足率的调整可以看出，监管层在当前微妙的局面下，采取了灵活的措施，市场对银行资本金的忧虑已经得到了充分的缓解，短期内，银监会不会出台更严格的措施提高银行的资本金，未来银行的主要利空在不良贷款率的上升。

未来宏观数据引领市场反弹方向

- ◆ 股票市场经历近一个月的大幅调整后，市场的利空风险已经得到了充分的消化，市场也展开了一定程度的反弹。我们认为，决定市场反弹高度的是陆续披露的 8 月份的宏观经济数据。我们预测，包括消费和工业品的物价将触底回升，月底公布的工业企业效益数据也将会出现好转，市场最关心的信贷和房地产数据也很难出乎市场预期；消费和进出口将会持续环比增长，投资数据可能出现回落。
- ◆ 我们仍继续看好包括食品饮料、商贸、汽车、服装等大消费行业，以及交运等出口复苏收益行业，银行仍将是很好的防御品种；房地产、建筑建材受房地产数据影响较大，我们行业分析师认为，未来房地产将成淡季不淡、旺季不旺、量缩价涨得趋势，应密切关注新房开工、现房销售数据。

宏观经济

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

86-010-85130307

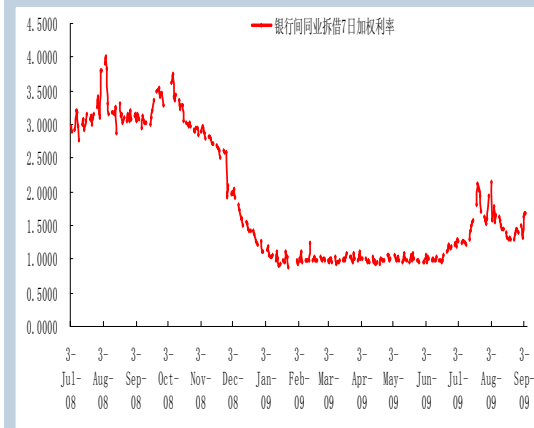
魏凤春

weifengchun@csc.com.cn

86-010-85130308

分析日期： 2009 年 9 月 7 日

走势图



目 录

一、信贷资金审查如期进行，违规资金已回流	2
二、信贷快速萎缩的预期已经形成	2
三、银行资本金的担忧舒缓	3
四、未来宏观数据引领市场反弹方向	4

图 表

图 1：银行间同业拆借利率上升	2
表 1：未来五个月月度新增贷款估算（月均 2585-4170 亿元）	3
表 2：上市行业银行资本充足率情况	4

一、信贷资金审查如期进行，违规资金已回流

自银监会要求审查信贷资金流向以来，各大商业银行已经完成了自我检查，审计署驻地方特派办也已经陆续进驻一些大型商业银行的地方分支机构，开始对上半年的宏观经济政策落实情况，四万亿刺激政策配套项目贷款的资金流向。其中，信贷资金是否流入股市也称为各方关注的焦点。尽管有预测认为上边年可能有 1.2 万亿或 1.4 万亿人民币进入了股票和房地产市场，但银行和监管机构则很难对这部分资金进行查实。但随着监管和审查的加强，我们相信大部分进入股票市场的违规资金已经流出股市。即使未来继续紧缩监管，这部分资金大幅流出股市的基础也将不存在，在一定程度上避免了因资金流出而造成的股市震荡。

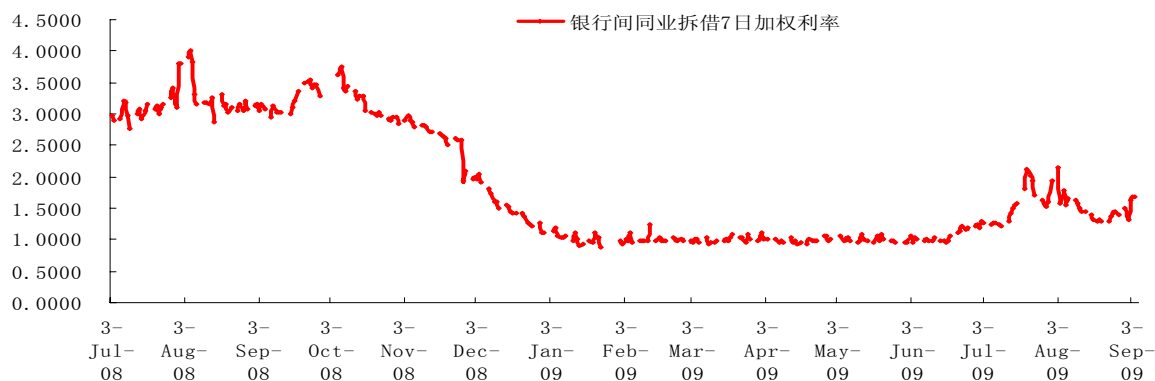
二、信贷快速萎缩的预期已经形成

受 7 月份新增人民币贷款从 6 月份的人民币 1.53 万亿元骤降至人民币 3,559 亿元影响，市场对信贷继续加速萎缩的预期强烈，从而导致了股票市场的大幅回调。市场对 8 月份新增贷款的预测普遍悲观，认为规模会在 3000—4000 亿元人民币左右，与我们上次报告中未来新增信贷数据的相吻合。我们认为，三四千亿左右的新增信贷仍是宽裕的，已超出前期市场低于三千亿的过分悲观预期，市场对信贷萎缩产生了过分的恐惧。当前，市场已经充分消化了信贷规模下降的风险，未来个月的信贷规模会保持在 3000--4000 亿元左右，信贷已不会再成为市场做空的动力。

在经历了 7 月信贷的快速萎缩后，市场给予贷款急剧回落的开始消退。未来，各家银行必将开始对公司贷款投放进行控制，下半年银行信贷收紧力度正在加大。加上资本充足率低于监管要求和存贷比超过红线，少数中小股份制商业银行不得不收缩贷款规模。个别银行出现了当月贷款“只收不贷”的情况，有意压缩新增贷款规模。7 月份中小股份制商业银行贷款出现了急速回落，交行、华夏、光大、中信、民生 5 家股份制商业银行新增贷款出现了负增长，但 8 月份这些银行的新增贷款投放偏紧的状况有所缓解，将会出现环比正增长的局面。

央行和银监会的政策调整尽管没有改变流动性充裕的局面，但对货币市场利率产生了重要影响，银行间市场利率明显加快了上升速度。今年上半年 7 天同业拆借利率基本上维持在 1% 左右，近期，银行间市场 7 天同业拆借利率一度上升到 2% 以上，目前在 1.6% 左右。

图 1：银行间同业拆借利率上升



数据来源：Wind，中信建投研发部

表 1：未来五个月月度新增贷款估算（月均 2585-4170 亿元）

	城镇固定资产 投资增速	城镇固定资 产投资完成 额（亿元）	城镇固定资产投 资资金来源（亿 元）	新增中长期贷款 投资累计（亿元）	新增贷款累 计（亿元）	2009 年 8-12 投放贷款量 （亿元）	月均投放量 （亿元）
情景一	28%	189654	204826	53255	95098	17876	3575
情景二	30%	192617	208027	54087	96584	19362	3872
情景三	32%	195581	211227	54919	98070	20848	4170
情景四	30%	192617	208027	54087	90145	12923	2585

注 1：情景一到四是按照 2009 年末中长期贷款在整个城镇固定资产投资资金来源占比 26%，按以往经验这一比值为 15-20% 之间，考虑到今年投资资本金比率下降，将这一比率提高到 25% 以上。

注 2 “情景一到三假定新增中长期贷款在新增全部贷款中的累计占比按全年 56% 计算，这是假定 2009 年 1-7 月的占比数据保持到底。而情景四假定新增中长期贷款在新增全部贷款中的累计占比按全年 60% 计算，因为自 7 月开始，各商业银行加快了把短期票据转换成中长期贷款的步伐。如果把全部的票据都转换成贷款，那这一数额将高达 15000 亿。

资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

三、银行资本金的担忧舒缓

今年上半年银行放出天量信贷，由于净息差的同比大幅下滑，各银行信贷的大增并没有带来利润的增加。同时造成资本金的大量消耗。直接导致银行资本充足率下降，部分银行资本充足率下降超 1%，银行体系风险加重。从公布的银行半年报来看，民生银行、华夏银行、深发展的核心资本充足率没有达到 7% 的标准，分别为 5.90%、6.84%、5.08%。其中招商银行、民生银行、深发展和浦发银行均已选定扩股融资来补充核心资本充足率，这就进一步加大了市场资金的压力。资本充足率的不足问题，也直接导致银行可用作放贷的资金减少。

出于提高银行防范风险的需要，银监会发布《关于完善商业银行资本补充机制的通知(征求意见稿)》，变相将银行的最低核心资本充足率要求提高到了 7% 左右，使银行补充资本金摆脱对银行间次级债的依赖，从而造成银行股的大幅下挫。近日，银监会对《关于完善商业银行资本补充机制的通知(征求意见稿)》做出适当调整，对银行间交叉持有的次级债从附属资本中扣除，将按照“老债老办法，新债新办法”来执行。同时，银行互相持有的新增次级债将分年从持有方附属资本中扣除。分年扣除的办法其实是设置一个缓冲期，使银行逐渐退出次级债发行市场，同时为保险等其他投资者的壮大赢得时间。尽管该办法延缓了银行短期的压力，但我们认为这还是对部分前期扩展快、资本消耗较大的银行产生一定的压力。但是，部分资本充足率较高的银行，如果北京银行、南京银行未来 2-3 年的增长将没有压力。对于资本充足率压力较大的银行，必须通过股权再融资，或者面向非银行机构（如保险公司等）发行次级债权来补充资本。

从银监会对银行资金充足率的调整可以看出，监管层在当前微妙的局面下，采取了灵活的措施，市场对银

行资本金的忧虑已经得到了充分的缓解，短期内，银监会不会出台更严格的措施提高银行的资本金，未来银行的主要利空在不良贷款率的上升。

表 2：上市行业银行资本充足率情况

	2009 年 1-6 月			2008 年		
	资本充足率	核心资本充足率	不良贷款率	资本充足率	核心资本充足	不良贷款率
北京银行	16.12	13.48	1.14	19.66	16.42	1.55
南京银行	15.2	13.31	1.37	24.12	20.68	1.64
宁波银行	12.84	11.56	0.85	16.15	14.6	0.92
中信银行	12.04	10.45	0.99	14.32	12.32	1.36
工商银行	12.09	9.97	1.81	13.06	10.75	2.29
中国银行	11.53	9.43	1.8	13.43	10.81	2.65
建设银行	11.97	9.3	1.71	12.16	10.17	2.21
交通银行	12.57	8.81	1.51	13.47	9.54	1.92
兴业银行	9.21	7.41	0.67	11.24	8.94	0.83
华夏银行	10.36	6.84	1.55	11.4	7.46	1.82
招商银行	10.95	6.54	1.01	11.34	6.56	1.11
民生银行	8.48	5.9	0.86	9.22	6.6	1.2
深发展	8.62	5.08	0.72	8.58	5.27	0.68
浦发银行	8.11	4.68	0.9	9.06	5.03	1.21

资料来源：wind, 中信建投证券研发部

四、未来宏观数据引领市场反弹方向

股票市场经历了一个多月的大幅调整后，市场的利空风险已经得到了充分的消化，市场也展开了一定程度的反弹。我们认为，决定市场反弹高度的是陆续披露的 8 月份的宏观经济数据。我们预测，包括消费和工业品的物价将触底回升，月底公布的工业企业效益数据也将会出现好转，市场最关心的信贷和房地产数据也很难出乎市场预期，但如果恶化程度低于预期，将会对金融和房地产板块形成刺激性利好，推动股价上涨；消费和进出口将会持续环比增长，投资数据可能出现回落。我们仍继续看好包括食品饮料、商贸、汽车、服装等大消费行业，以及交运等出口复苏收益行业，医药、银行仍将是很好的防御品种，我们建议关注资本充足率无忧、成长性好的大银行和城商行。房地产、建筑建材受房地产数据影响较大，未来房地产将成淡季不淡、旺季不旺、量缩价涨得趋势，应密切关注新房开工、现房销售数据，一旦这些数据好于预期，将会对相关板块形成刺激性利好，而有色和钢铁受基本面制约，风险仍有待释放。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

黄付生，经济学博士生、哥伦比亚商学院访问学者，中信建投宏观分析师
魏凤春，经济学博士，首席宏观分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010