

信贷超预期主要源于季末冲贷

报告要点

■ M1 增速反超 M2，受制于季末冲贷加大企业短存比例

2009 年 9 月份的货币供给量仍然延续了上月的快速增长趋势，其中 M2 余额为 58.54 万亿，同比增长 29.31%，环比增长 1.51%；M1 余额为 20.17 万亿，同比增长 29.51%，环比增长 0.65%；本月企业新增短期贷款放在存款账户上，推动 M1 增速自 08 年 5 月份之后首次反超 M2，可见市场流动性依然充足，货币效应在三季度末仍起着很大作用。

■ 9 月新增贷款略高，短期贷款受季末冲贷与规避利率风险影响增加

9 月份当月人民币各项贷款增加 5167 亿元，新增居民户贷款增加 2915 亿元，其中，短期贷款增加 835 亿元，中长期贷款增加 2052 亿元。非金融性公司及其他部门贷款增加 2420 亿元，其中，短期贷款增加 1279 亿元，中长期贷款增加 4045 亿元，票据融资减少 3516 亿元。从结构看，居民户信贷并无明显变化，尤其是代表地产投资的中长期信贷仍无增长，但是企业贷款中票据融资转短期贷款增加明显，这也是本月信贷超预期增长 1000 亿的主要原因。同时，由于企业短期信贷往往转为短期存款，所以也推动了 M1 的高增长，这也是 M1 反超 M2 的主要原因。但是，我们认为这不会改变四季度“调结构”的整体趋势，9 月底票据余额为 8803 亿元，中长期贷款会继续替换到期的票据，而 4-6 月的新增票据则有 2265 亿元，预计 10 月中长期贷款会保持在三季度月均 4000 亿水平，由于季末冲贷后下季度初往往会有反向压力，即使考虑居民户长假消费信贷增加，预期 10 月份信贷可能会回落至 4000 亿以下。考虑到央行 M2 目标并未调整，不排除年末紧缩程度加大，11、12 月份信贷可能继续回落至 3000 亿元一线，维持全年信贷 9.2 万亿的预期。

■ 居民存款受股市震荡回流银行体系，企业存款环比增长 61.8%

9 月末，金融机构人民币各项存款余额为 58.39 万亿元。前三季度人民币各项存款增加 11.75 万亿元。从分部门情况看：居民户存款增加 3.80 万亿元，非金融性公司存款增加 6.64 万亿元，财政存款增加 1.03 万亿元。非金融性公司存款中，企业存款增加 5.60 万亿元。9 月份当月人民币各项存款增加 9992 亿元。居民新增存款在连续两个月为负之后出现增加，这主要是 8、9 月股市中级调整，资金回流至银行体系所致，居民储蓄存款搬家的趋势并不能够持续。

2009 年 9 月份宏观经济数据

M1	29.51%
M2	29.31%

分析师：

李冒余

(8621) 68751605

limy@cjsc.com.cn

联系人：

王夏儒

(8621) 63217917

国家统计局数据：2009 年 9 月份货币金融经济数据

货币供给量：2009 年 9 月份的货币供给量仍然延续了上月的快速增长趋势，其中广义货币供应量(M2)余额为 58.54 万亿元,同比增长 29.31%，增幅比上年末高 11.49 个百分点，比上月末高 0.78 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为 20.17 万亿元,同比增长 29.51%，增幅比上年末高 20.45 个百分点，比上月末高 1.79 个百分点；市场货币流通量(M0)余额为 3.68 万亿元,同比增长 15.96%。前三季度净投放现金 2569 亿元,同比多投放 965 亿元。

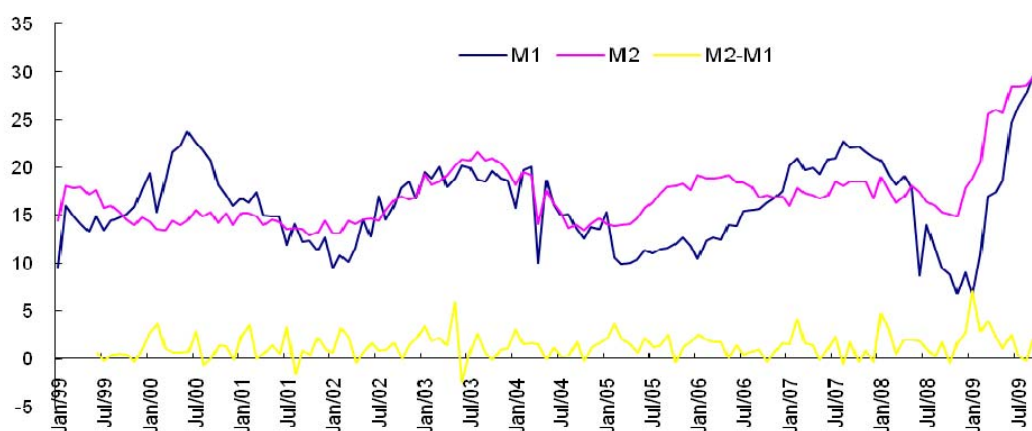
贷款数据：9 月末，金融机构人民币各项贷款余额 39.04 万亿元，同比增长 34.16%，增幅比上年末高 15.43 个百分点，比上月末高 0.05 个百分点。前三季度人民币贷款增加 8.67 万亿元，同比多增 5.19 万亿元。从分部门情况看：居民户贷款增加 1.84 万亿元，其中短期贷款增加 6672 亿元，中长期贷款增加 1.17 万亿元；非金融性公司及其他部门贷款增加 6.83 万亿元，其中短期贷款增加 1.44 万亿元，中长期贷款增加 4.30 万亿元，票据融资增加 8803 亿元。9 月份当月人民币各项贷款增加 5167 亿元。

存款数据：9 月末，金融机构人民币各项存款余额为 58.39 万亿元，同比增长 28.35%，增幅比上年末高 8.62 个百分点，比上月末高 0.86 个百分点。前三季度人民币各项存款增加 11.75 万亿元，同比多增 5.18 万亿元。从分部门情况看：居民户存款增加 3.80 万亿元，非金融性公司存款增加 6.64 万亿元，财政存款增加 1.03 万亿元。非金融性公司存款中，企业存款增加 5.60 万亿元。9 月份当月人民币各项存款增加 9992 亿元。

■ 点评：信贷超预期主要源于季末冲贷

2009 年 9 月份的货币供给量仍然延续了上月的快速增长趋势，其中 M2 余额为 58.54 万亿，同比增长 29.31%，环比增长 1.51%；M1 余额为 20.17 万亿，同比增长 29.51%，环比增长 0.65%；新增 1000 亿来源于企业贷款中票据转短期信贷增加，带来的企业短期信贷转短期存款比例上升，推动 M1 增速自 08 年 5 月份之后首次反超 M2，可见市场流动性依然充足，货币效应在三季度末仍起着很大作用。

图 1: M1 增速反超 M2 (单位: %)

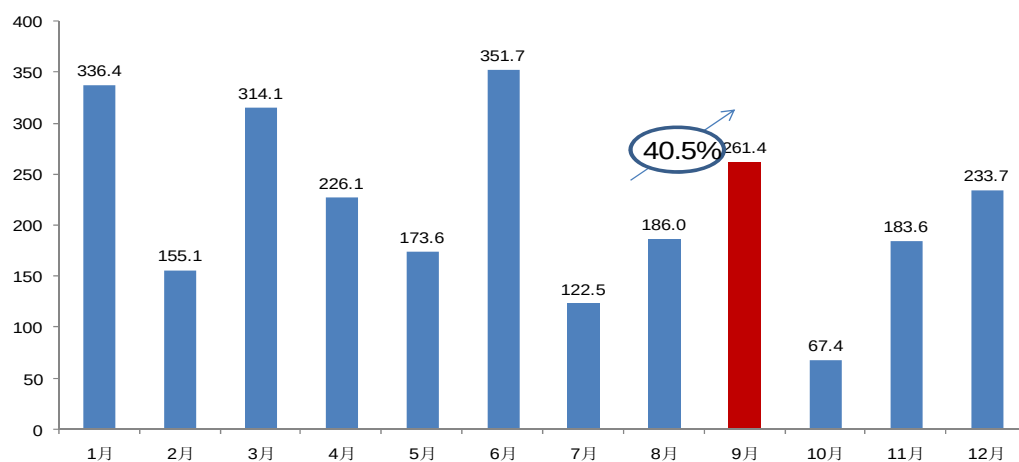


资料来源：CEIC，长江证券研究部

一、9月新增贷款偏高，短期贷款受季末冲贷与规避利率风险影响增加

从银行信贷投放数据来看，前三季度人民币贷款增加 8.67 万亿元，同比增长 149.14%。9 月份当月人民币各项贷款增加 5167 亿元，同比增长 37.97%，环比增长 25.9%。虽然资本充足率对银行贷款投放有一定影响，但在地方配套贷款，企业对中长期贷款的刚性需求等的推动下，9 月新增贷款略高于市场预期中值，达到 5167 亿元，但仍属于预期范围之内。国家发改委于 8 月下达了第四批中央投资 800 亿元，一般所带动的地方项目配套贷款会有一个左右时间的滞后，另外上半年立项的“铁公基”政府项目随着开工建设，9 月份也进入了融资后期；同时季末冲高也是信贷增长的动力因素之一，但此次季末冲高明显弱于历史水平，受季节性因素影响，历史 9 月平均新增贷款高于 8 月份 40.5%，而本月仅同比增长 25.9%，远低于历史水平，同时更是低于今年一、二季度末的 1.89 万亿、1.53 万亿的水平。考虑到季末冲后下季度初往往会反向冲回，10 月信贷可能回落至 4000 亿以下，央行全年 M2 增长目标尚未调整，预期 11、12 月信贷可能调整至 3000 亿附近，维持全年信贷增长 9.2 万亿预期。

图 2：历年平均月度新增贷款（2000-2008）（单位：十亿人民币）



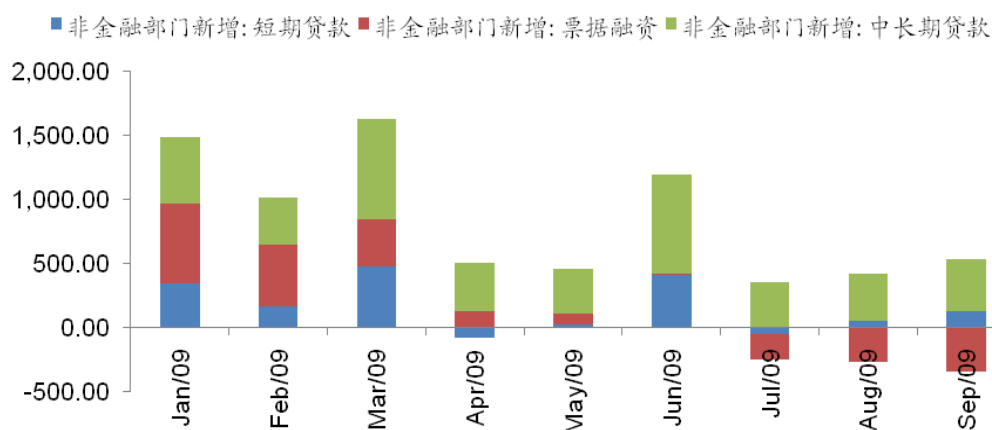
资料来源：CEIC，长江证券研究部

从信贷结构上看：前三季度人民币贷款增加 8.67 万亿元。从分部门情况看：居民户贷款增加 1.84 万亿元，其中短期贷款增加 6672 亿元，中长期贷款增加 1.17 万亿元；非金融性公司及其他部门贷款增加 6.83 万亿元，其中短期贷款增加 1.44 万亿元，中长期贷款增加 4.30 万亿元，票据融资增加 8803 亿元。9 月，新增居民户贷款增加 2915 亿元，其中，短期贷款增加 835 亿元，环比增长 18.1%；中长期贷款增加 2052 亿元，环比 13.62%。非金融性公司及其他部门贷款增加 2420 亿元，环比增长 52.11%，其中，短期贷款增加 1279 亿元，环比增长 151.28%；中长期贷款增加 4045 亿元，环比增长 10.07%；票据融资减少 3516 亿元，环比下降 27.21%。

从结构看，居民户信贷并无明显变化，尤其是代表地产投资的中长期信贷仍无增长，但是企业贷款中票据融资转短期贷款增加明显，这也是本月信贷超预期增长 1000 亿的主要原因。同时，由于企业短期信贷往往转为短期存款，所以也推动了 M1 的高增长，这也是 M1 反超 M2 的主要原因。但是，我们认为这不会改变四季度“调结构”的整体趋势，9 月底票据余额为 8803 亿元，中长期贷款会继续替换到期的票据，而 4-6 月的新增票据则有 2265 亿元，预计 10 月中长期贷款会保持在三季度月均 4000 亿水平，由于季末冲贷后下季度初往往会

有反向压力，即使考虑居民户长假消费信贷增加，预期 10 月份信贷可能会回落至 4000 亿以下。考虑到央行 M2 目标并未调整，不排除年末紧缩程度加大，11、12 月份信贷可能继续回落至 3000 亿元一线，维持全年信贷 9.2 万亿的预期。

图 3：2009 年 1-9 月我国非金融部门新增贷款数据变化（单位：十亿人民币）

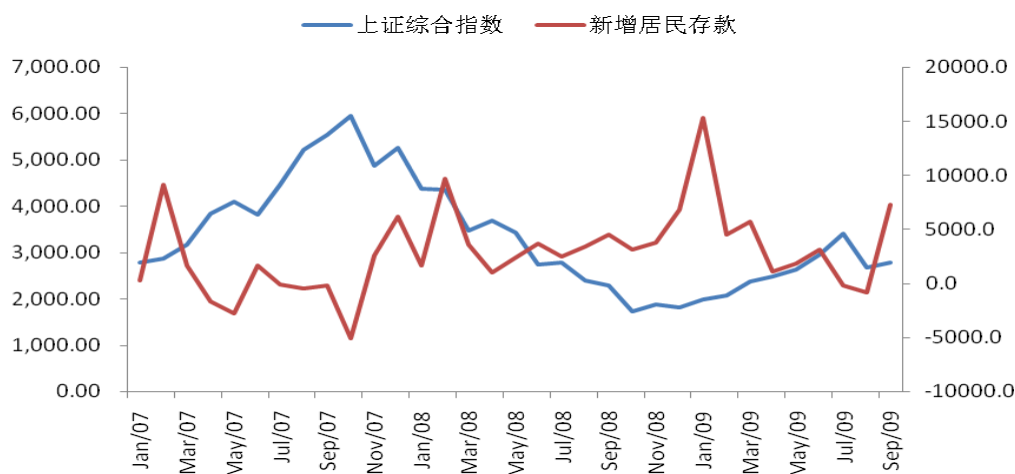


资料来源：CEIC，长江证券研究部

二、居民存款受股市震荡回流银行体系，企业存款环比增长 61.8%

9 月末，金融机构人民币各项存款余额为 58.39 万亿元，同比增长 28.35%，增幅比上年末高 8.62 个百分点，比上月末高 0.86 个百分点。前三季度人民币各项存款增加 11.75 万亿元，同比多增 5.18 万亿元。从分部门情况看：居民户存款增加 3.80 万亿元，非金融性公司存款增加 6.64 万亿元，财政存款增加 1.03 万亿元。非金融性公司存款中，企业存款增加 5.60 万亿元。9 月份当月人民币各项存款增加 9992 亿元，居民户存款新增 7273 亿元，非金融性公司存款新增 4538 亿元，环比增长 56.7%，企业新增存款 2173 亿元，环比增长 61.8%。企业新增存款较多，主要是活期存款增加所致，也反映出随着复苏，企业经济活动增多；居民新增存款在连续两个月为负之后出现增加，这主要是 8、9 月股市中级调整，资金回流至银行体系所致，居民储蓄存款搬家的趋势没有得到持续性的支持。

图 4：2007 年至 2009 年 9 月上证综合指数与居民存款数据（单位：亿人民币）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部高级宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。