

存款活期化趋势明显

——2009年10月金融运行数据点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论：

- **中小银行贷款回落致新增贷款略低于预期。**10月新增人民币贷款2530亿元，略低于预期。由于媒体信息显示四大行新增贷款，同上月相比较为平稳，因此中小银行的新增贷款应该出现了大幅回落。监管压力、季末“冲时点”过后的正常回落或工作日的减少可能是信贷回落的主要原因。尽管原因并不明晰，但年内流动性只要没有大的波动，应该不会再成为市场关注的焦点，反而12月的中央经济工作会议和明年一季度的信贷投放可能显得更加重要。
- **票据贷款继续大幅减少，但继续减少空间有限。**根据我们测算，10月当月企业票据贷款减少了2039亿，相对2530亿元的总量而言仍然减少较多。但同上月相比，企业票据贷款减少的幅度已经开始下降，这可能是前期票据到期量开始萎缩造成的。预计后期票据贷款还将减少，但空间已经有限。经济复苏趋势的明朗推动商业银行继续将贷款投放重点放在企业中长期贷款和居民贷款上。基数影响下，预计下月信贷余额增速将回落至31%左右。
- **存款活期化趋势明显。**10月M1增速达到32.03%，高出我们此前29.92%的预期，M2的增速为29.42%，基本符合我们的预期。具体看，如果扣除M1中的现金变化，今年10月企业的活期存款增加了6865亿元，由于企业总的存款增加2106亿元，因此反推定期存款肯定出现了大幅减少（估计约4000—5000亿元左右），存款活期化的趋势非常明晰。预计11月M1增速为33.4%，M2增速为28.5%，全年M2增速在25%左右，超出国务院在年初定下的17%目标。
- **预计两个季度内货币政策将保持稳定。**总体上，我们认为货币政策名义上仍将维持“适度宽松”，但实质上可能以保持稳定为主。具体来看有以下几个方面：第一，明年一季度新增贷款规模将成为焦点，月均1万亿元较为合理，政府政策变化可能以此为判断依据之一。第二，公开市场操作或准备金率政策更多是针对外汇占款，而非经济或通胀。第三，中国是否加息需综合考虑国内、国际情况，可能要等到美欧政策退出预期明确后才会进行。

报告日期

2009年11月11日

闫伟

首席经济学家
021-63325888×6105
yanwei@orientsec.com.cn

冯玉明

宏观经济首席分析师
021-63325888×6110
fym@orientsec.com.cn

高义

宏观经济高级分析师
021-63325888×6106
gaoyi@orientsec.com.cn

相关研究报告

《宏观经济简评——国际因素影响中国政策退出——兼评10月信贷数据传闻》 2009年11月03日

《流动性偏紧状态有所缓解——2009年9月金融数据点评》 2009年10月15日

2009年11月11日，中国人民银行公布10月金融运行数据，以下是我们的解读：

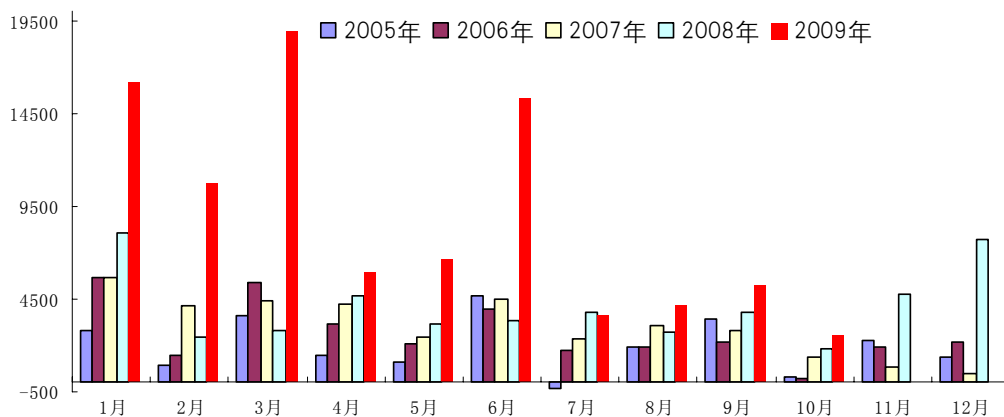
10月新增贷款略低于预期，中小银行贷款可能大幅回落

10月新增人民币贷款2530亿元，略低于此前我们及市场3000亿元左右的预期。由于媒体信息显示，10月四大行新增贷款合计约1360亿元，同上月相比较为平稳，因此股份制银行和城商行等中小银行的新增贷款应该出现了大幅回落。至于回落的原因，第一，可能是银监会对中小银行针对性的风险提示发挥了抑制贷款投放的作用；第二，可能是在9季度末“冲时点”后，信贷本就应该正常回落；第三，可能是10月工作日减少造成信贷投放绝对量的减少。但上述原因均无法从数据上进行准确的区分。

从全年看，1-10月新增贷款总额达到8.9万亿，如果年内最后两个月平均贷款约3000亿元，则全年新增贷款估计在9.5万亿元左右，合乎我们较早前的预期。

图表 1 09 年各月新增贷款数量

单位：亿元



资料来源：WIND，东方证券研究所

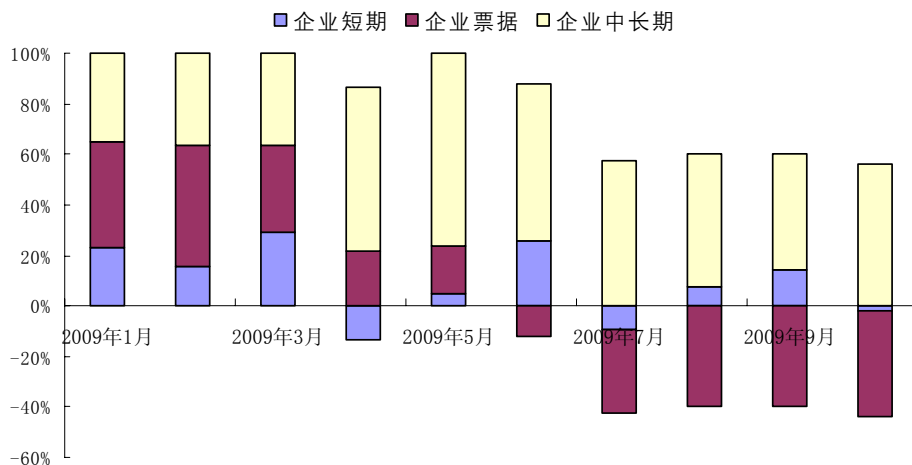
票据贷款继续大幅减少，但继续减少空间有限

根据我们测算，10月当月企业票据贷款减少了2039亿，相对2530亿元的总量而言仍然减少较多。但同上月相比，企业票据贷款减少的幅度已经开始下降，这可能是前期票据到期量开始萎缩造成的。预计后期票据贷款还将减少，但空间已经有限。

经济复苏趋势的明朗推动商业银行继续将贷款投放重点放在企业中长期贷款和居民贷款上。10月当月企业短期贷款减少约108亿元，而中长期贷款增加2725亿元，居民贷款1576亿元（其中居民中长期贷款约1386亿元）。居民贷款的增加反映了消费和房地产销售在继续稳定的增长，企业贷款的增加特别是中长期贷款的大幅增长，从资金需求角度反映了实体经济复苏的趋势仍在持续。

图表 2 09 年以来企业新增贷款结构

单位：%

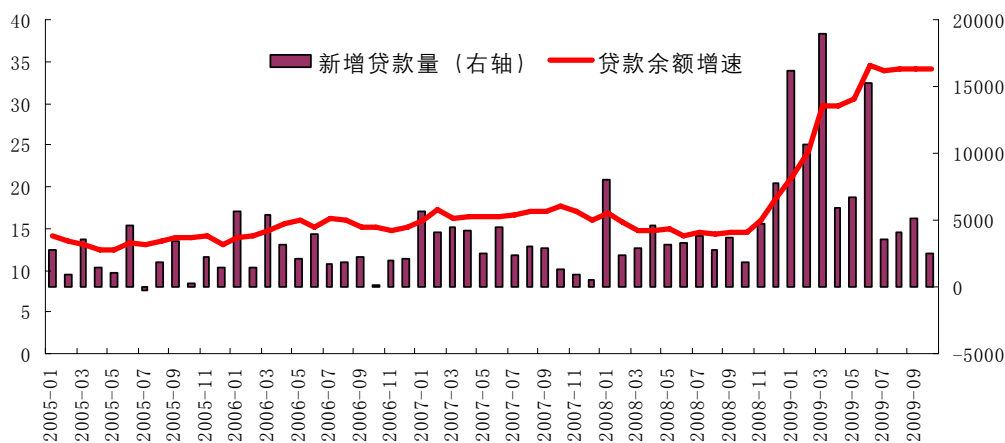


资料来源：中国人民银行，WIND，东方证券研究所

从信贷余额增速看，10月信贷增速为34.19%，基本符合我们预期。由于08年11月开始，新增贷款开始大幅增长，因此基数影响下，下月信贷余额增速将会有所回落，我们预计在31%左右。

图表 3 月度新增贷款及贷款余额同比增速

单位：亿元，%



资料来源：WIND，东方证券研究所

存款活期化加速

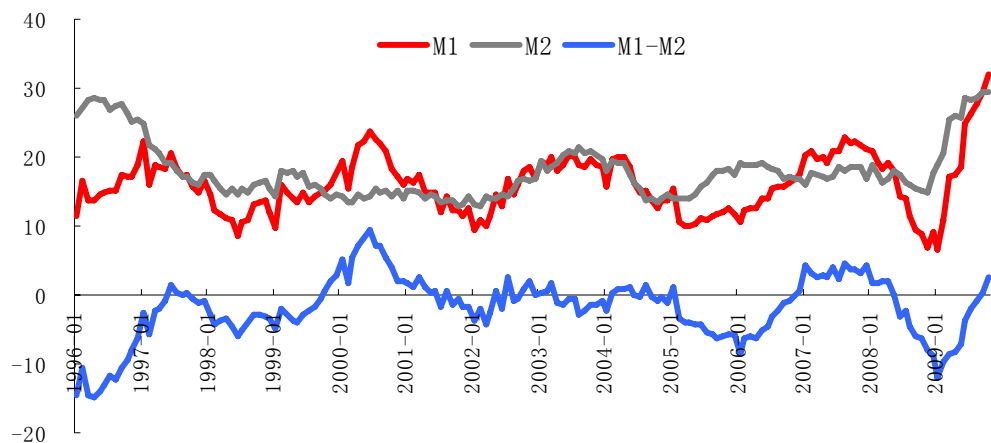
10月M1增速达到32.03%，高出我们此前29.92%的预期。从M1的绝对量来看，去年10月只增加了1445亿元，而今年10月增加了5777亿元；一增一减的变化造成了M1增速的超预期上升。

10月M2的增速为29.42%，基本符合我们的预期。具体来看，如果扣除M1中的现金变化，今年10

月企业的活期存款增加了6865亿元，由于企业总的存款增加2106亿元，因此反推定期存款肯定出现了大幅减少（估计约4000-5000亿元左右），存款活期化的趋势非常明晰。

图表 4 广义、狭义货币供应量同比增速

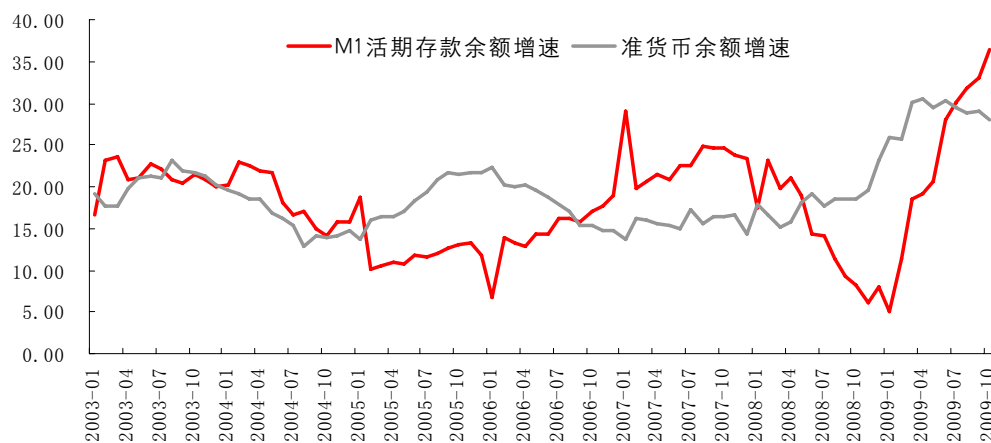
单位：%



资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

图表 5 M1 中活期存款余额增速与 M2 中准货币余额增速的对比

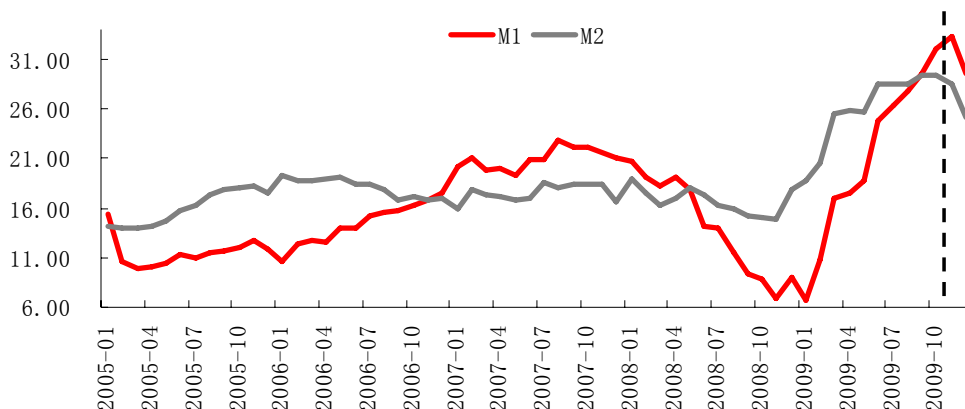
单位：%



资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

预计M2全年增速25%左右，超出年初政府确定的17%的目标

在基数效应和经济复苏共同影响下，我们初步估计11月M1增速为33.4%，M2增速为28.5%，但受去年12月基数增大的影响，进入12月后，二者的增速将会出现一定程度的下降，我们估计M2全年增速都在25%左右。因此，M2增速将超出国务院在年初定下的17%目标。

图表 6 广义、狭义货币供应量同比增速（虚线右边月份为预测值）
单位：%


资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

预计两个季度内货币政策将保持稳定

从未来政策展望看，总体上，我们认为货币政策名义上仍将维持“适度宽松”，但实质上可能以保持稳定为主。具体来看有以下几个方面：

第一，明年一季度新增贷款规模将成为焦点，月均1万亿元较为合理。我们在《宏观经济研究——明年新增贷款或在7万亿左右》报告中预计明年新增贷款或为7万亿，这也是目前市场的普遍预期。从06、07和09年这三年情况看，全年各季度贷款大致按照“4321”的比例投放，按此推算，明年一季度新增贷款可能达到3万亿左右，月均贷款可能在1万亿左右。如果实际数据与此出入较大，那么我们认为政府对货币信贷的态度也会发生相应变化，或许会采取对应的措施进行微调。

第二，公开市场操作或准备金率政策更多是针对外汇占款，而非经济或通胀。近期公开市场操作力度明显加大，我们认为有两方面原因，一是节后回笼资金的正常需要，二是为了对冲外汇占款。从未来两个季度看，我们认为，如果央行采取加大公开市场操作力度或是调整存款准备金率，其目的应该更多的是为了控制外汇占款的非正常增长，而不是针对经济增长或通货膨胀采取的政策。

第三，中国是否加息需综合考虑国内、国际情况，可能要等到美欧政策退出预期明确后才会进行。为应对经济危机，全球普遍采取了极为宽松的货币政策，中国也不例外，全球经济和政策的联系在这次危机中似乎变得更加紧密。因此，从政策退出角度看，中国是否调整利率也需要综合考虑国内、国际的经济和通胀情况。从国内看，我们预计明年中国经济增长将接近潜在增长率的水平，物价水平上明年有一定通胀压力（预计上半年部分月份CPI过3%，PPI过5%），输入型因素将主导国内通胀发展的方向；从国际看，当前已有澳大利亚、印度、以色列和挪威等国家相继采取了一定的退出措施，这在一定程度上推前了全球政策退出的预期，但就欧美日等大型经济体而言，有观点认为美国可能在明年年中以后才会考虑加息，但总体上当前对美国的政策退出预期仍不明朗。考虑到人民币中短期内有较大升值压力，为避免进一步增加升值压力，我们认为中国明年是否加息，可能需要在美欧等大型经济体政策退出预期已经相当明确的前提下才会确定。

图表 7 近年单季度贷款占全年比重（09 年按全年 9.5 万亿计算）

单位：%

	单季新增贷款占比				
	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
1Q	31	39	39	27	48
2Q	30	29	31	23	29
3Q	21	18	23	21	14
4Q	17	13	7	29	9

资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

分析师承诺

闫伟、冯玉明、高义，宏观经济分析师

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6055

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn