



信贷超预期：房地产调控中途的预期反复

发布日期：2010 年 10 月 14 日

分析师：魏凤春 010-85130308 执业证书编号：S0640207100074

王 洋 010-85130386 执业证书编号：S1440210080015

信息或事件：

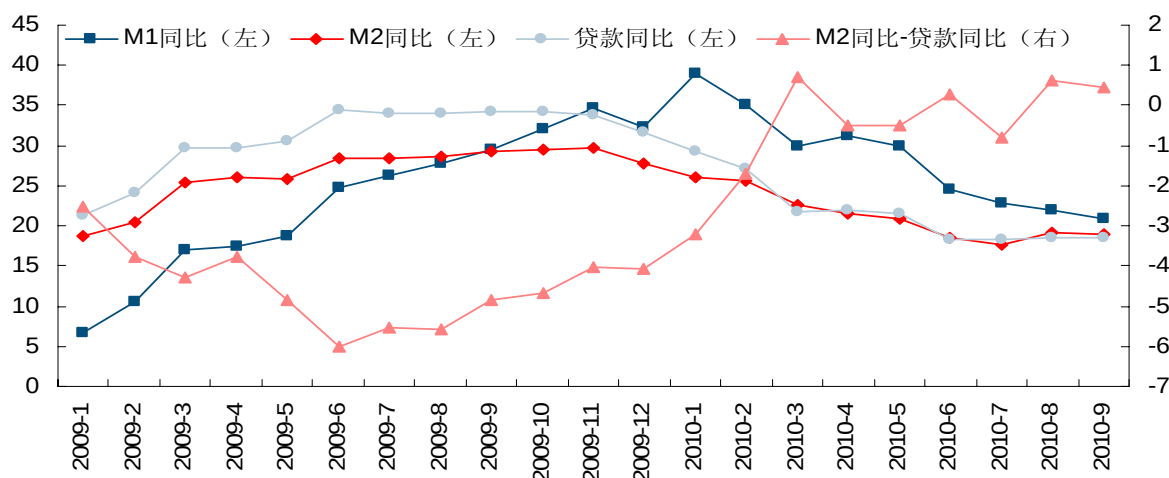
- 央行 11 日通知工、农、中、建四大国有银行及招商银行和民生银行，将存款准备金率上调 50 基点，四大大型银行的存款准备金率达到 17.5% 的历史高位。
- 近日周小川表示，今年内，中国不会加息，并承认房价涨速过快是宽松货币政策的一些负面影响，虽然一些国家要求人民币快速升值，但中国当前通胀率还在上升，升值只能循序渐进。
- 10 月 13 日，央行公布《2010 年前三季度金融统计数据报告》。9 月末，M2 余额 69.64 万亿元，同比增长 19.0%，M1 余额 24.38 万亿元，同比增长 20.9%。9 月末，人民币贷款余额 46.28 万亿元，其中 9 月份人民币贷款增加 5955 亿元，同比多增 788 亿元。9 月末，国家外汇储备余额为 26483 亿美元，同比增长 16.5%。9 月末人民币汇率为 1 美元兑 6.7011 元人民币。

简评：

一、新增信贷超预期

9 月末，M0、M1 和 M2 同比增速较上月分别降低了 2.25、1.06、0.25 个百分点，贷款余额同比增速只降低了 0.1 个百分点，M2 增速继续超过贷款余额增速 0.46 个百分点，略有下降。

图 1：不同层次货币供给和贷款的同比增速（%）

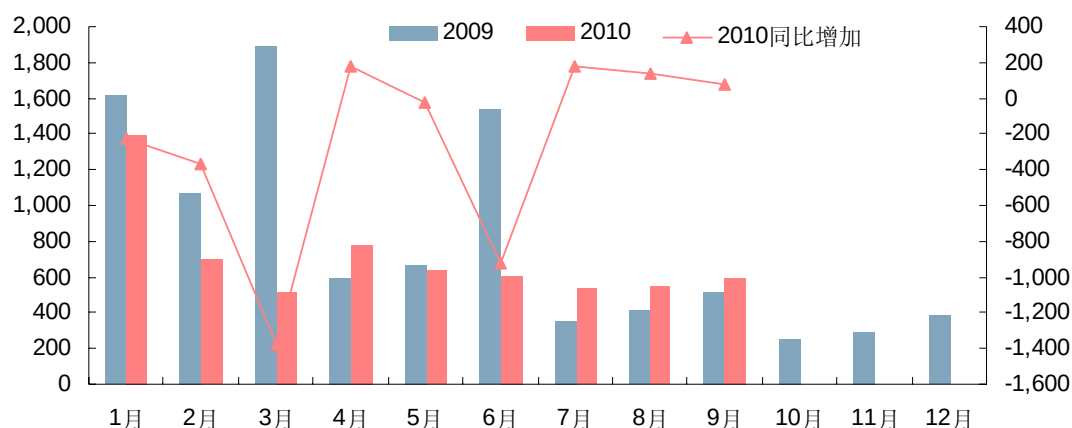


资料来源：wind，中信建投研发部



虽然贷款余额增速在降，但 9 月份的新增贷款超出预期，比上月增长了 503 亿元，同比增长 788 亿元，这也是连续第三个月同比增长为正。前三季度贷款完成 7.5 万亿信贷计划的 84%，四季度平均剩 4000 亿元，仍然将高于去年四季度的投放，显示出 2010 年贷款的投放更加均匀。

图 2：2010 和 2009 年新增货币比较（十亿元）

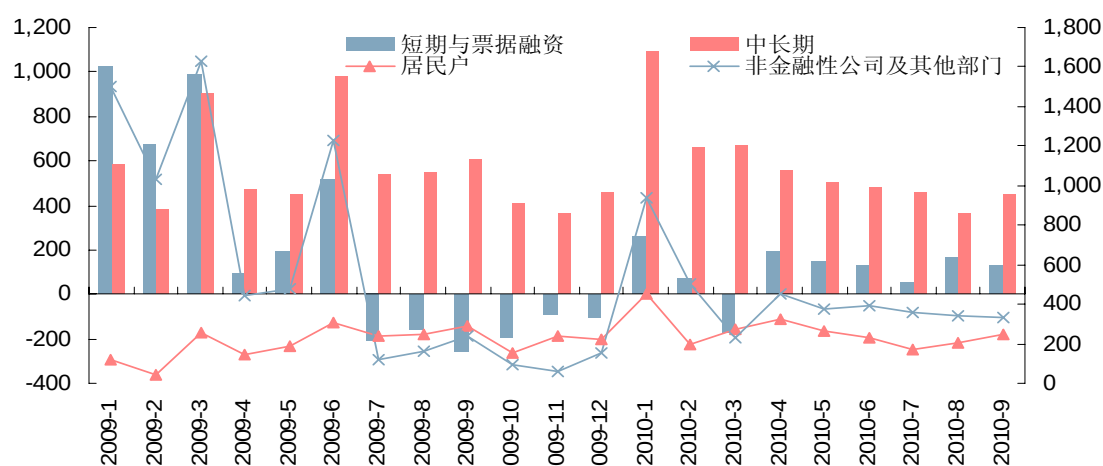


资料来源：wind，中信建投研发部

二、中长期贷款接力短期贷款反弹，个贷增长是主因

怎么看新增贷款的回升？整体回升 503 亿元虽不算多，但是不升反降值得研究。分期限结构看，新增短期贷款在 8 月大增后，9 月回落了 360 亿元，新增中长期贷款则一反降势，增长了 878 亿元。中长期贷款接力短期贷款反弹。分部门看，新增居民贷款增长了 460 亿元，企业贷款减少了 68 亿元。居民贷款是主力。

图 3：新增贷款的期限和部门结构（十亿元）



资料来源：wind，中信建投研发部



进一步分部门看贷款的期限结构。居民的新增短期贷款小幅回升了 86 亿元，新增中长期贷款大幅回升了 412 亿元，后者表明在房地产调控时期的市场预期的反复，刚性需求有所释放，但是随着节前强调压制需求的新的房地产调控措施出台，预计四季度房地产贷款会回落。

非金融性公司和其他部门的新增短期贷款回升了 283 亿元，比 8 月回升略小；新增中长期贷款也扭转颓势，回升 466 亿元；新增票据融资继续大幅下降了 933 亿元，降幅达到 728 亿元，这造成了企业整体新增贷款的下降。这意味着企业依然有着较旺盛的信贷需求，但信贷控制仍然比较严格，所以靠票据融资腾出周转空间。这是我们前期报告提到的信贷配给加重、信贷配置不均导致，还是社会真实需求的恢复性增长引起，还需要继续观察。

图 4：居民新增贷款的期限结构（十亿元）

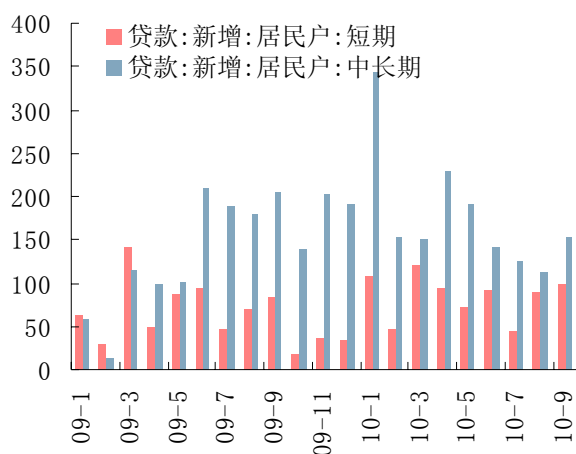
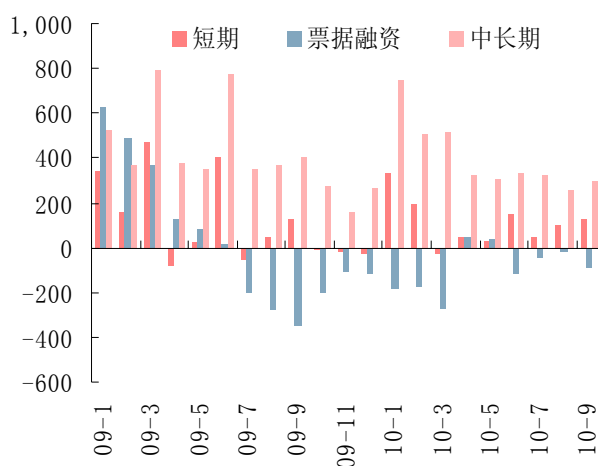


图 5：非金融性公司和其他部门新增贷款的期限结构（十亿元）



资料来源：wind，中信建投研发部

三、人民币内贬外升的货币政策困境

对于贷款超预期，人民银行实施了差别提高准备金率的手段，作为一种惩罚，预计信贷的控制到四季度更加严格。提高准备金率的另一重要原因和忧虑是外汇占款增长较快，8 月新增 2430 亿元，9 月更新增 2896 亿元。相应的，9 月单月的外汇储备增长超千亿美元。在贸易顺差 8 月、9 月持续减少的情况下，这预示这热钱流入的增加。

从汇改重启到昨日，人民币兑美元升值已达 2.3%，9 月开始升值加快。在此情况下，如我们在《权利与繁荣》中预计的，不加息几成定论。提高准备金率也是继续更多采取数量手段回收流动性的体现。

但是流动性还能靠数量手段有效回收吗？不加息，但升值，人民币内贬外升使货币政策遭遇困境。

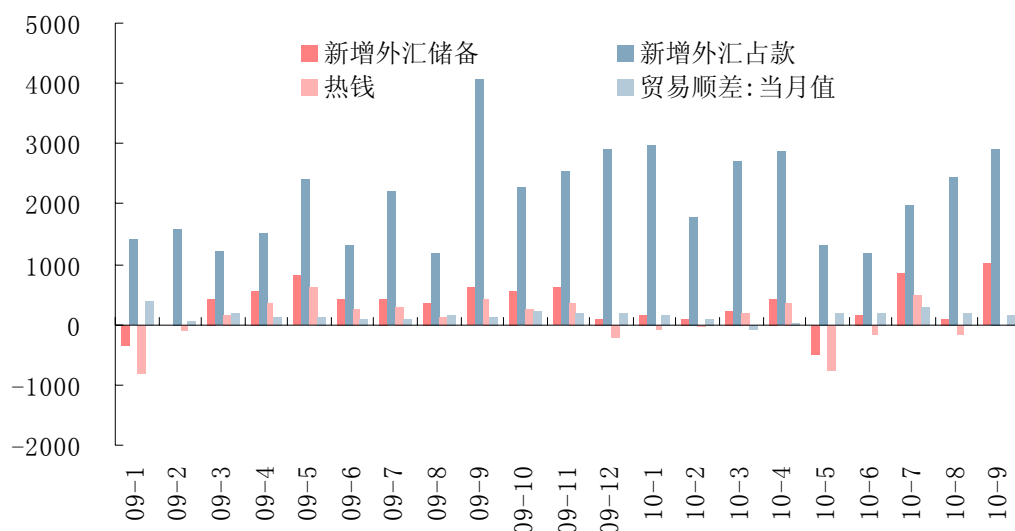
加息的两难：

加息：短期升值压力增加，出口受影响，热钱流入增多，输入性流动性过剩，通胀压力增加，持续加息或使资产泡沫提前破裂，增长下降，银行不良贷款增加；



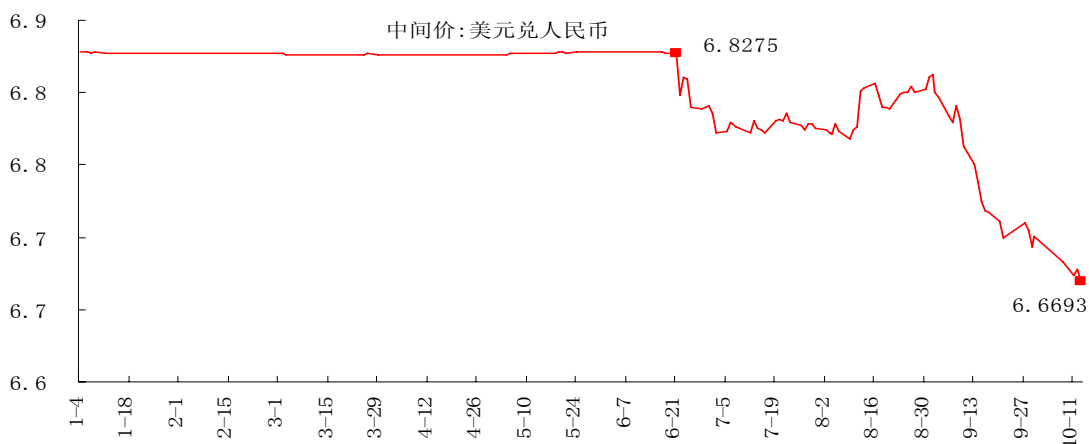
不加息：银行信贷冲动难抑，廉价货币继续泛滥，通胀压力增加，高压下的信贷配给继续恶化，内源性的流动性过剩使资产泡沫继续膨胀，热钱同样流入。

图 6：新增外汇储备（亿美元）、外汇占款（亿元）和热钱流入（亿美元）和贸易顺差（亿美元）



资料来源：wind，中信建投研发部

图 7：人民币汇率



资料来源：wind，中信建投研发部

数量型货币政策工具日益捉襟见肘，但货币政策改弦更张的时机似乎还未到来，更需要调控艺术和政治勇气。对内贬值是 2009 年过剩流动性的后果，对外升值是金融危机冲击下外向型经济未能及时调整的后果，都是长期问题。人民币内贬外升是非常危险的征兆，升值后果已经如我们之前判断的在“引火烧身”。我们坚持一



贯的观点，中国应当顶住人民币升值的压力，打击大幅升值的预期，中期货币政策应转向趋紧，严肃货币政策纪律。不能使自身的中长期结构问题的解决被美国中期选举压力、海外经济复苏缓慢等短期和外围因素牵着鼻子走。

对货币政策的下一步走向，需要根据宏观数据佐证判断，到底是真实需求恢复，还是调控政策预期的中途反复，抑或仅是信贷配置不均衡的后果？这决定对待信贷恢复是乐观还是悲观，是好的还是不好的，是该适度放松，还是继续收紧。



分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。2009 年《证券市场周刊》“远见杯”宏观季度数据预测第二名。

王洋：南开大学经济学博士，宏观经济分析师。主要研究领域：货币和流动性，致力于从经济主体间的收益-风险博弈和货币资金流动考察经济运行和政策走向。

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

基金研究服务

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

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

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

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。