

信贷投放力度将放缓，不改“流动性较宽松”预期 ——前三季度及 9 月份信贷数据点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期

2010 年 10 月 14 日

闫 伟

首席经济学家

yanwei@orientsec.com.cn

李立峰

执业证书编号：S0860110070052

021-63325888-6066

lilifeng@orientsec.com.cn

冯玉明

执业证书编号：S0860200010045

事件：

央行 13 日下午发布《2010 年前三季度金融统计数据报告》，数据显示人民币贷款前三季度增加 6.3 万亿元，人民币存款前三季度增加 10.32 万亿元；9 月份我国新增人民币贷款 5955 亿元，新增存款 1.45 万亿元；截至 9 月末，广义货币（M2）同比增长 19%，狭义货币（M1）同比增长 20.9%。

研究结论

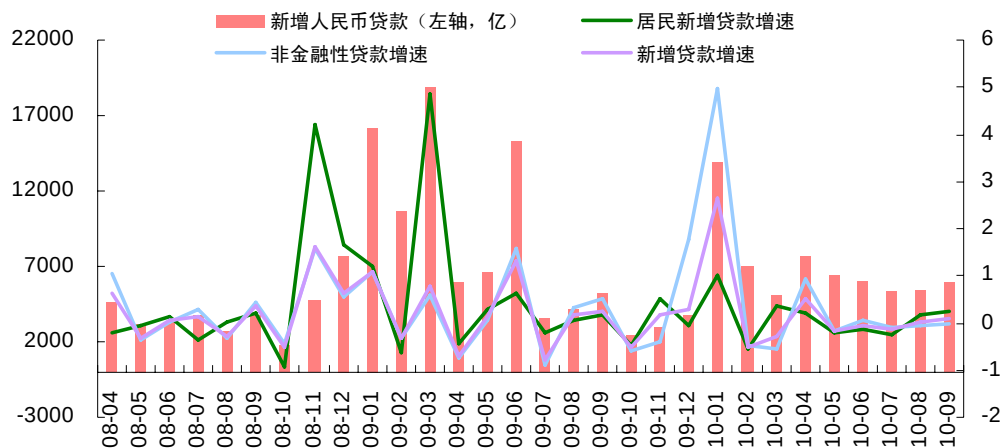
- **国内经济企稳带动信贷需求的增加，9 月份新增贷款超市市场预期。**9 月新增人民币贷款 5955 亿元，同比增长 15.25%，较 8 月增了近 500 亿。数据高于市场预期（5000 亿），也高于央行年初既定的信贷投放节奏指标（3.5:2.5:2.2）。从期限结构来看，中长期贷款较上月的明显增加是带动 9 月份新增贷款超预期的主要因素。我们认为 9 月份新增贷款有所回升，除了与银行“季末冲贷”行为有关外，更重要的是与国内经济逐步企稳，实体经济对信贷需求的增加有关，特别是由政府主导的“铁公基”等对中长期贷款的需求出现了快速上升。9 月份央行公开市场操作，现金净投放 1934 亿，呈现连续 4 个月现金净投放态势。
- **9 月份 M2 同比增速趋于稳定，M2、M1 之间“倒剪刀差”进一步收窄。**9 月末 M2 同比增长 19.0%，国内经济活跃度有所趋强是维持 M2 增速处于较高位的主要原因。M1 同比增长 20.9%，增幅较 8 月降低 1 个百分点。M1 增速回落明显主要是由于企业倾向于在节前将短期闲置资金转为定期存款。预计余下月份 M2 同比增速将趋于稳定，而代表企业活期存款的 M1 将继续下滑。
- **三季度外汇储备增长过快使得人民币升值压力犹存。**截至 9 月末，国家外汇储备余额为 2.6 万亿美元，同比增长 16.5%，高于市场预期（2.5 万亿美元）。三季度外汇储备大增，特别是 9 月份的增量明显，一方面是由于外贸持续顺差及外商直接投资流入稳定；另一方面是由于各主要“非美”货币兑美元大幅升值有关。持续的贸易顺差和过快的外汇储备增长使得人民币升值压力犹存，预计人民币将维持小幅升值态势。
- **新增外汇占款创年内新高，“热钱”加速回流的趋势已开始显现。**9 月份中国新增外汇占款 2895.65 亿元，较上个月增加 19.19%，创下年内新高。根据最新公布的我国 9 月贸易顺差收窄至 168.8 亿美元，为 5 个月来的最低水平，尽管 9 月的 FDI 数据尚未公布，但从外汇占款和贸易顺差的表现来看，9 月热钱净流入的压力较大，考虑到美元利率已逼近于零，远低于国内利率水平，“套利”的驱动因素有所加强，另外全球实行定量宽松货币政策，中国经济恢复相对较好以及人民币升值强烈预期，我们认为“热钱”目前处于加速回流阶段。
- **全年信贷仍将维持 7.5 万亿元，四季度信贷投放力度将有所放缓。**9 月份信贷增速过快，是央行在本周上调工行等六家银行存款准备金率的一个重要原因，表明了央行将力控全年信贷额度的意图。考虑到全年信贷 7.5 万亿额度能够满足实体经济合理资金需求，同时也有利于管理好通胀预期。我们预计全年信贷仍将维持 7.5 万亿元附近。由于前三季度我国新增人民币贷款达 6.30 万亿元，那么第四季度平均每月信贷投放或降至 4000 亿元，但与历年同期投放力度相比依旧较宽裕（09 年四季度月分别新增贷款也仅为 2530 亿、2948 亿和 3798 亿）。整体而言，全年流动性仍将维持较宽松局面。进一步上调存款准备金和加息的可能性均不大。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

图 1：9 月份新增人民币贷款及其分项

单位：%



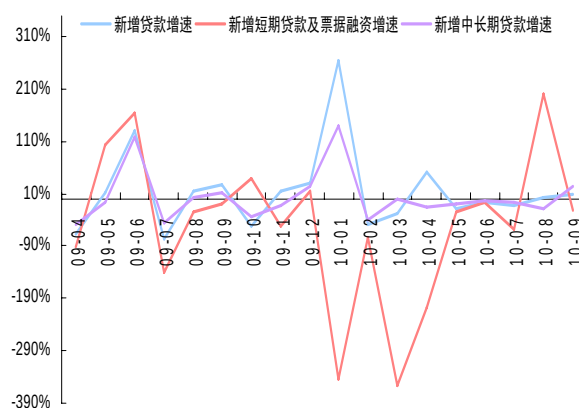
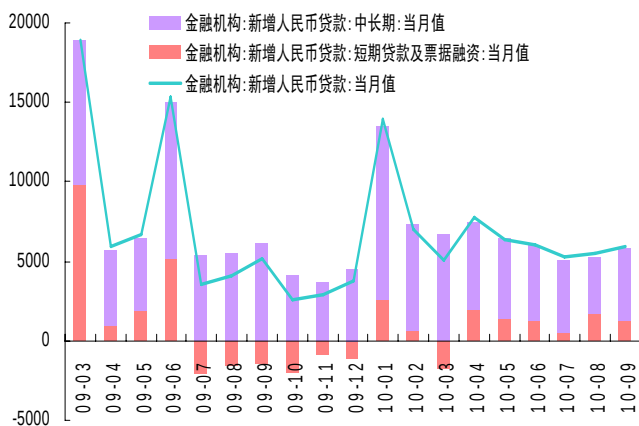
资料来源：中国人民银行，东方证券研究所

9 月份新增人民币贷款 5955 亿元，不仅超过市场预期，也比 8 月份增加 503 亿元，新增贷款增速达 9.23%。其中居民新增贷款较上月增长 22.89%，非金融性贷款增速为 -1.98%。

图 2：9 月份中长期贷款回升较为明显

单位：亿元

图 3：9 月份中长、短期新增贷款增速



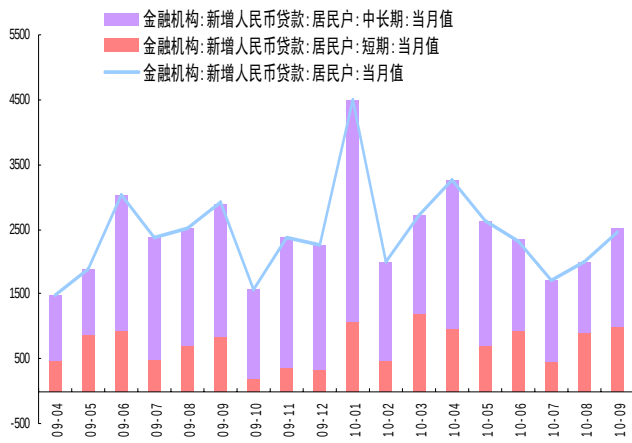
资料来源：中国人民银行，东方证券研究所

资料来源：东方证券研究所

9 月份新增贷款中，新增短期贷款及票据融资达 1296 亿元，较 8 月份减少了 360 亿，增速达 -21.74%。而新增中长期贷款达 4522 亿，较 8 月份贷款增加 878 亿，表明由政府主导的“铁公基”等对中长期贷款的需求出现了快速上升。

图 4：居民户及分项新增贷款当月值

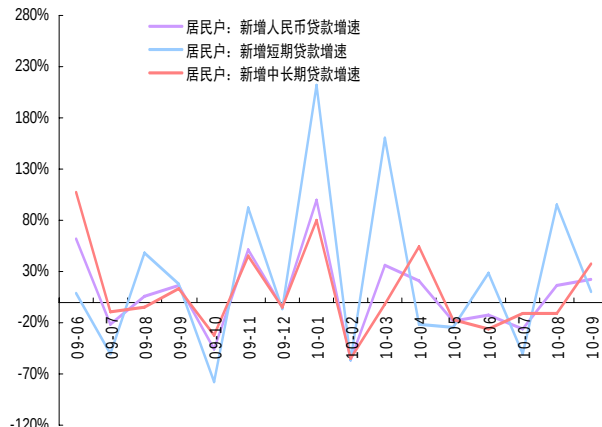
单位：亿元



资料来源：中国人民银行 东方证券研究所

图 5：居民户及分项新增贷款增速

单位：%

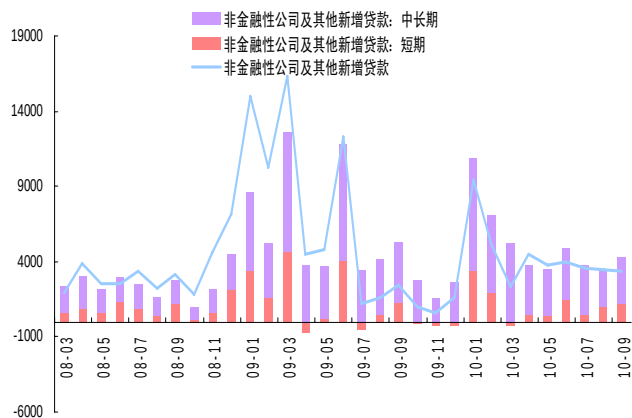


资料来源：东方证券研究所

从分项来看，9 月份居民户新增贷款达 2470 亿，较 8 月份回升，其中居民户短期贷款较 7 月份回升至 982 亿元，增速达 9.6%；居民户中长期贷款较 8 月份有所回升，新增贷款额达 1526 亿元，增速 36.98%。

图 6：企业及分项新增贷款当月值

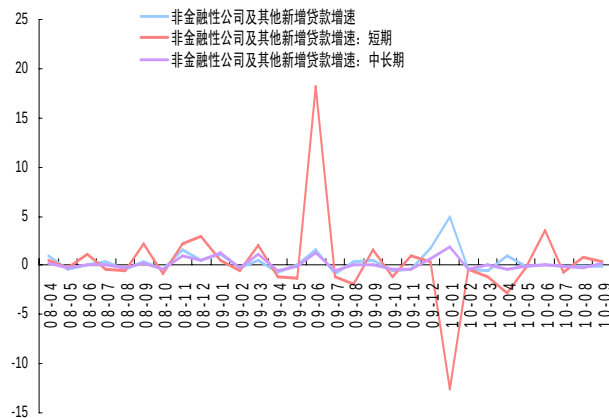
单位：亿元



资料来源：中国人民银行 东方证券研究所

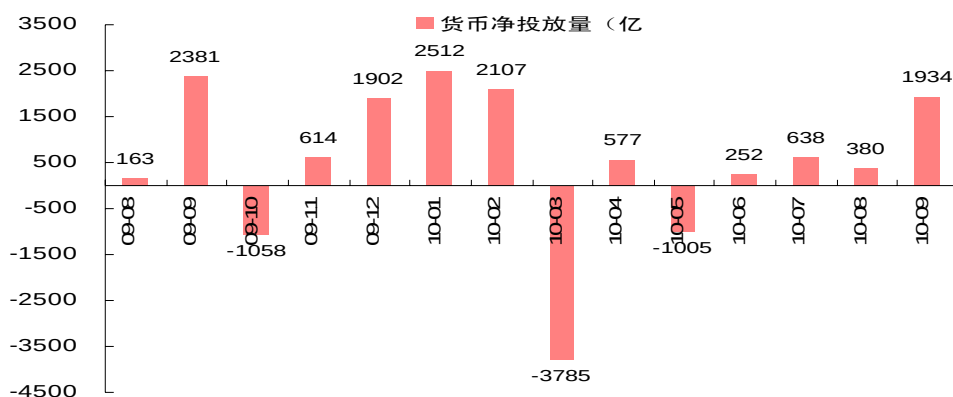
图 7：企业及分项新增贷款增速

单位：%



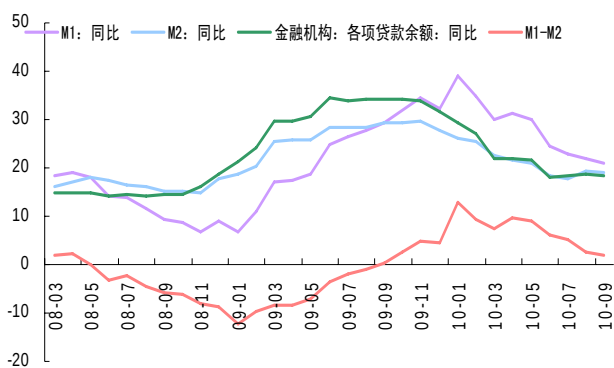
资料来源：东方证券研究所

8 月份企业新增贷款 3368 亿元，较 8 月份新增贷款额有小幅回落，增速达 -1.98%。其中 8 月份企业短期贷款 1247 亿，较上月增长 29.22%，而 9 月份企业新增中长期贷款达 2996 亿，增速较 8 月份回升 18.42%。9 月份央行公开市场操作，现金净投放 1934 亿，呈现连续 4 个月现金净投放态势。

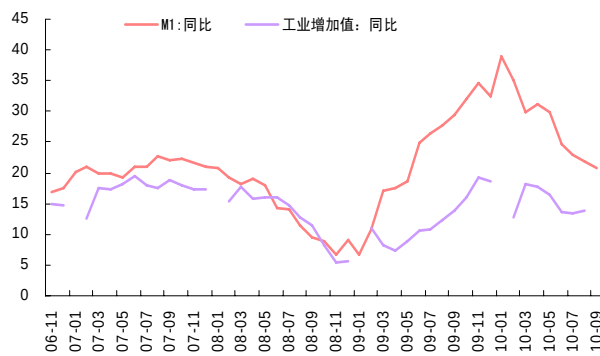
图 8：央行公开市场操作状况
单位：亿元


资料来源：中国人民银行，东方证券研究所

9 月份 M1 同比增速达 20.87%，至今年 4 月份以来，连续 5 个月回落。9 月份 M2 同比较 7 月份增速基本持平，达 19%，超市市场预期。M1-M2 的剪刀差进一步缩小至 1.91%。M1 增速回落明显主要是由于企业倾向于在节前将短期闲置资金转为定期存款。

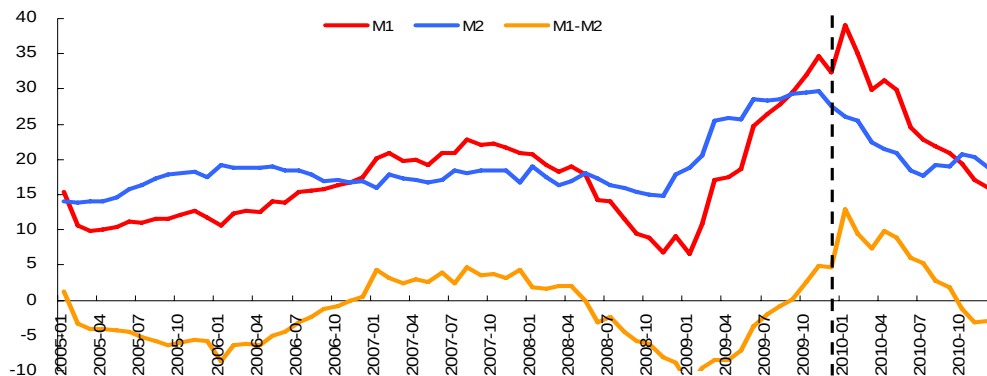
图 9：中国的货币供应量增速及 M1-M2 “剪刀差”
单位：%
图 10 M1 与经济活跃度有较大关系
单位：%


资料来源：中国人民银行，东方证券研究所



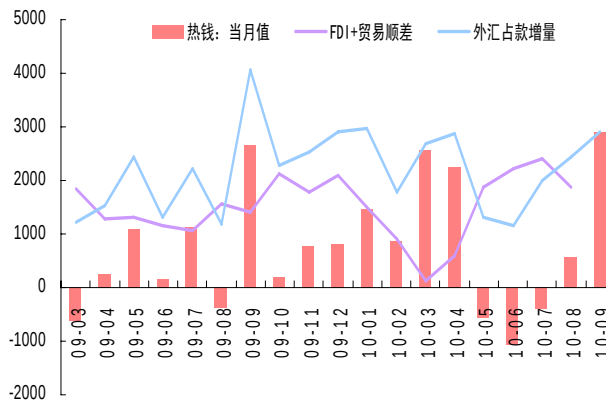
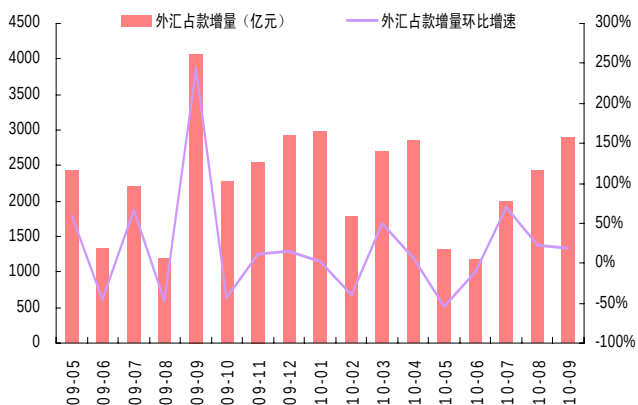
资料来源：中国人民银行，国家统计局，东方证券研究所

预计余下月份 M2 同比增速将趋于稳定，而代表企业活期存款的 M1 将继续下滑。

图 11: M1、M2 全年预测
单位: %


资料来源: 中国人民银行, 东方证券研究所

9 月份中国新增外汇占款 2895.65 亿元, 较上个月增加 19.19%, 创下年内新高。根据最新公布的我国 9 月贸易顺差收窄至 168.8 亿美元, 为 5 个月来的最低水平, 尽管 9 月的 FDI 数据尚未公布, 但从外汇占款和贸易顺差的表现来看, 9 月热钱净流入的压力较大, 考虑到美元利率已逼近于零, 远低于国内利率水平, “套利”的驱动因素有所加强, 另外全球实行定量宽松货币政策, 中国经济恢复相对较好以及人民币升值强烈预期, 我们认为“热钱”目前处于加速回流阶段。

图 12: 中国的货币供应量增速及 M1-M2 “剪刀差”
单位: %
图 13 9 月份热钱呈明显流入
单位: 亿人民币


资料来源: 中国人民银行, 东方证券研究所

资料来源: 中国人民银行, 国家统计局, 东方证券研究所

我们预计全年信贷仍将维持 7.5 万亿元附近。由于前三季度我国新增人民币贷款达 6.30 万亿元, 那么第四季度平均每月信贷投放或降至 4000 亿元, 但与历年同期投放力度相比依旧较宽裕。整体而言, 全年流动性仍将维持较宽松局面。

附表 1：人民币贷存款结构
单位：%

	2010-01	2010-02	2010-03	2010-04	2010-05	2010-06	2010-07	2010-08	2010-09
各项贷款余额	413680	420678	425785	433525	440018	446046	451400	456800	462754
短期贷款余额	145500	147934	149346	150875	151922	154262	155254	157109	159346
中长期贷款余额	238661	245268	251516	257088	262094	266852	271381	275026	279480
新增贷款	13900	7001	5107	7740	6394	6034	5328	5452	5955
新增贷款：中长期	10954	6618	6689	5562	5006	4771	4534	3644	4522
新增贷款：短期贷款 及票据融资	2588	680	-1738	1889	1425	1322	551	1656	1296
新增贷款：居民户	4502	1994	2706	3255	2633	2310	1720	2010	2470
居民户：短期	1069	464	1208	952	714	922	460	896	982
居民户：中长期	3433	1530	1498	2303	1919	1417	1260	1114	1526
新增贷款：非金融性公 司及其他部门	9415	5074	2311	4482	3766	3952	3596	3436	3368
非金融性公司：短期	3328	1960	-256	467	334	1528	527	965	1247
非金融性公司：中 长期	7521	5088	5191	3259	3087	3354	3274	2530	2996
新增存款	15100	9589	15700	11800	10800	13300	1609	10800	14491
居民户	2415	15637	2148	-419	700	7119	-425	1940	10385
企业	6108	-4092	11384	8235	4872	2893	-1845	4965	3680
财政存款	3968	-1112	-332	3441	3843	-101	3282	1006	-2495

资料来源：中国人民银行，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn