



2011.01.31

加息周期或已过大半

——点评 10 年 4 季度货币政策报告

**姜超**

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880511010045

汪进

021-38674624

wangjin008085@gtjas.com

S0880110024648

本报告导读：

对 10 年 4 季度货币政策报告展开点评。

摘要：

- 10 年 4 季度全国大中型银行信贷同比多增，其中中型银行信贷同比激增，或为出台差别准备金率政策的主因。
- 10 年 12 月的超储率为 2%，创下历年同月的新低。估计 11 年 1 月的超储率与 12 月基本持平，原因是公开市场投放 8000 亿，外汇占款投放 3000 亿，而法定准备金率提升回笼 6000 亿，财政存款上升冻结 3000 亿，央行 1 月总投放基本平衡。
- 10 年下半年的新增房地产相关贷款仅为 6000 亿，创下近两年的新低，其中 10 年下半年的新增房地产开发贷款为 1600 亿，个人房贷为 4200 亿，均为两年最低额。
- 新增房贷、房贷余额增速的回落主要源于政策紧缩，其中利率的提升是重要原因。从银行房贷利率走势看，本轮底部在 09 年 2 季度，迄今已经连续回升 6 个季度。而上一轮房贷利率的底部出现在 06 年 1 季度，7 个季度以后的 07 年 4 季度出现了房地产市场的下行拐点。
- 从房贷余额占总贷款的比例看，10 年 4 季末为 20.5%，与 3 季末持平，停止了 09 年初以来的上升趋势。而从上一轮经验看，07 年 4 季度的房贷余额占比见顶，亦为当时房地产市场的拐点。
- 从金融机构贷款实际利率走势看，自 09 年初见底以来已经回升了两年，对照 06 年初启动的上轮利率上行周期，其上升期也不超过 3 年，这意味着本轮利率上行期或已过大半。我们判断今年只在上半年有两次加息，而下半年随着经济回落的确认，不会有任何加息。
- 央行在货币政策报告中提出要从社会融资总量的角度来衡量金融对经济的支持。我们注意到在 08 年以后代表间接融资的贷款占比在不断下降，而以债券和股票为代表的直接融资占比在不断上升。但与去年同期相比，社会融资总量的同比多增额与信贷同比多增额基本一致，因而短期内信贷仍为反映金融对经济支持的主要指标。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《北非危影》

2011.01.21

《经济步入滞胀期，紧缩进入下半场》

2011.01.21

《名义增速向上、实际贡献稳定》

2011.01.21

《PPI 或成通胀焦点》

2011.01.20

《2 月上中旬将出现今年第一次加息的时间窗口》

2011.01.17

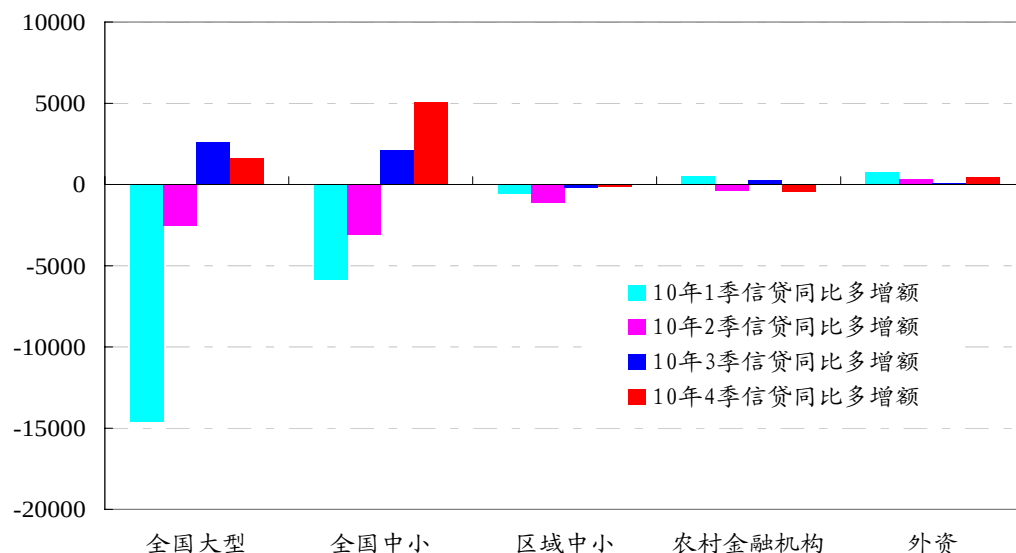
1、大中型银行信贷超增

从4季度货币政策披露的数据看，4季度的全国性大中型银行信贷继续超增，其中全国性大型银行新增信贷7500亿，同比多增1600亿，全国性中小银行新增信贷6700亿，同比多增5100亿。

图 1:
 各类金融机构信贷同比多增额

(2010.3-2010.12)

单位: 亿元

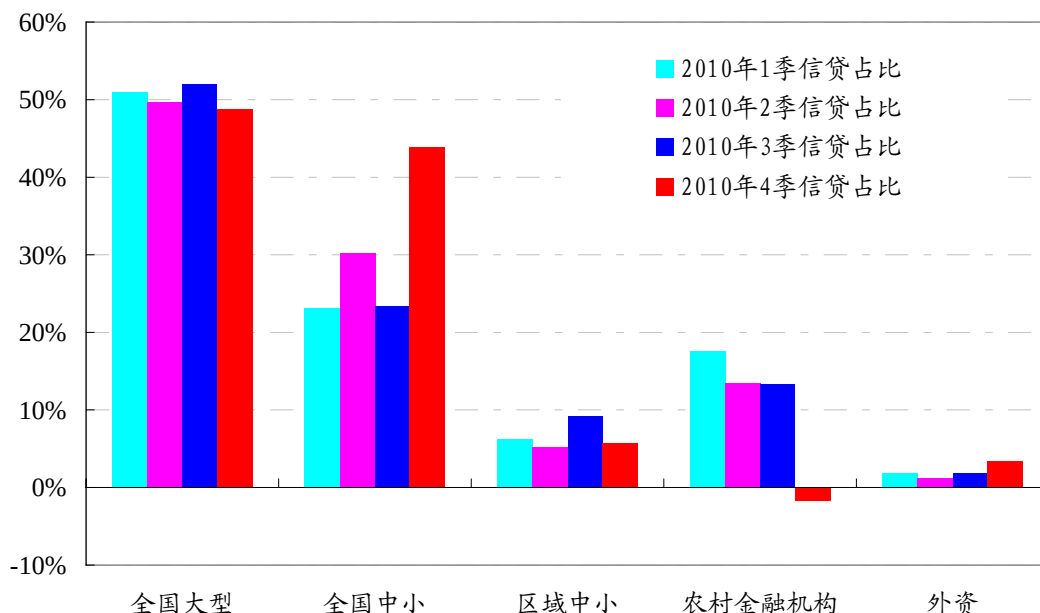


4季度全国性大型银行的信贷份额维持在50%左右，而全国性中小银行信贷份额激增至44%，后者份额的激增或为管理层出台差别准备金率政策来监管信贷的主要原因。

图 2:
 各类金融机构信贷占比

(2010.3-2010.12)

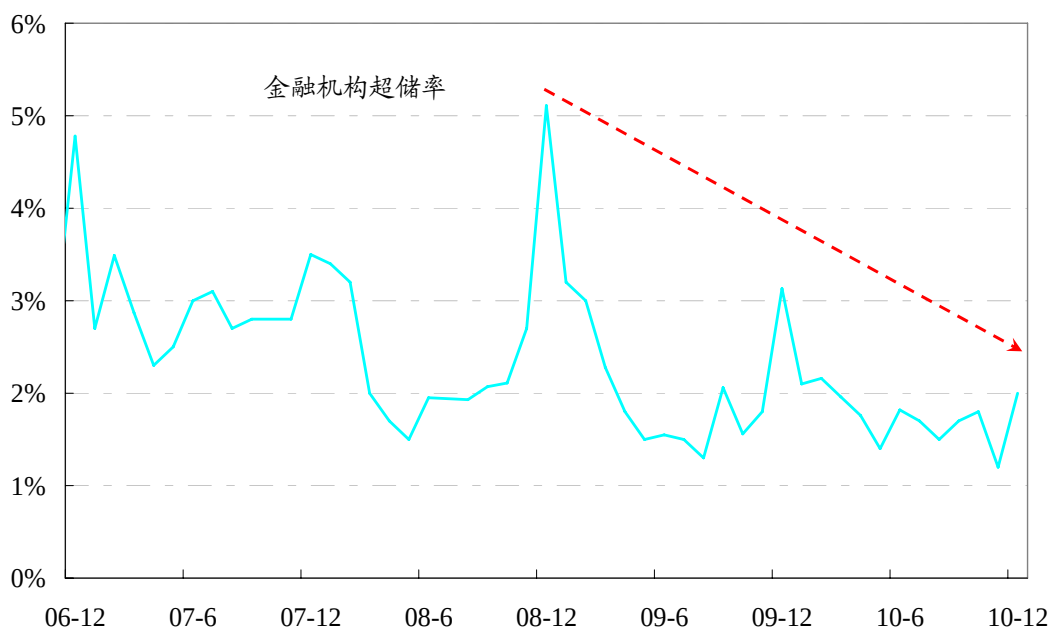
单位: 1



2、12月超储率历年同月新低

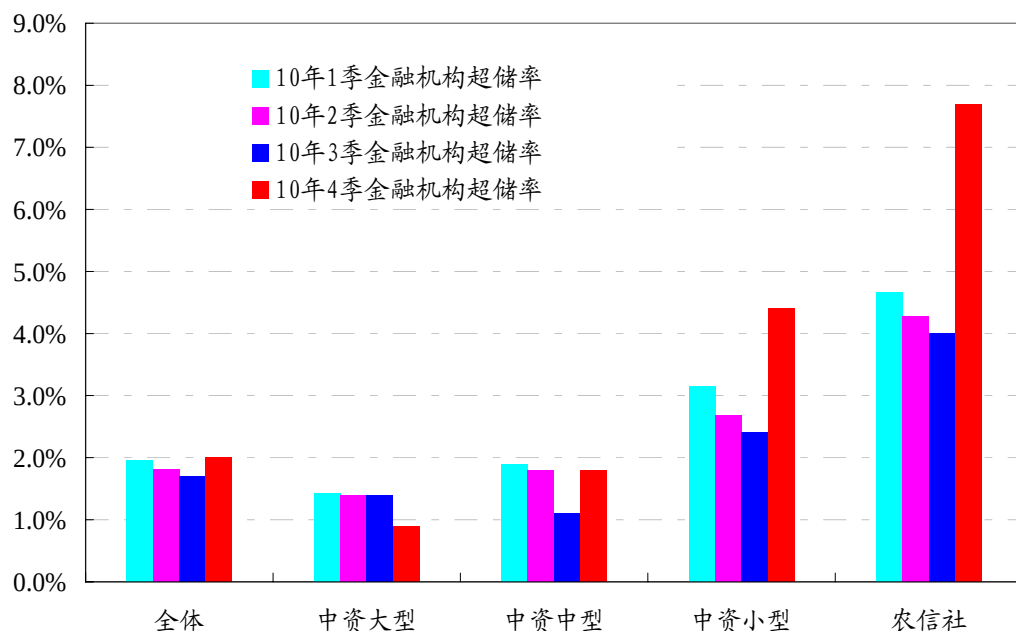
10年12月的超储率为2%，创下历年同月的新低。而根据我们的测算，11月的超储率仅为1.2%，亦创下历史新低。估计11年1月的超储率与12月基本持平，原因是公开市场投放8000亿，外汇占款投放3000亿，而法定准备金率提升回笼6000亿，财政存款上升冻结3000亿，央行1月现金总投放基本平衡。

图 3:
金融机构超储率
 (2006.12-2010.12)
 单位: 1



从结构看，10年12月的中资大型金融机构超储率仅为0.9%，比3季度继续下降，亦为历史新低。而其余类型机构超储率均比3季度有所回升。

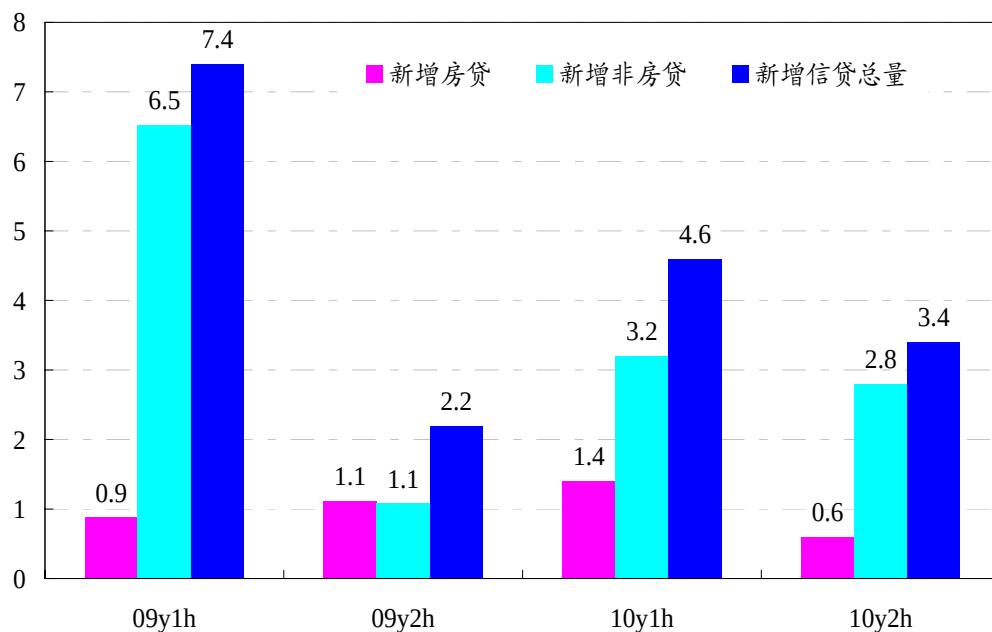
图 4:
各类金融机构超储率
 (2010.12)
 单位: 1



3、新增房贷大幅回落

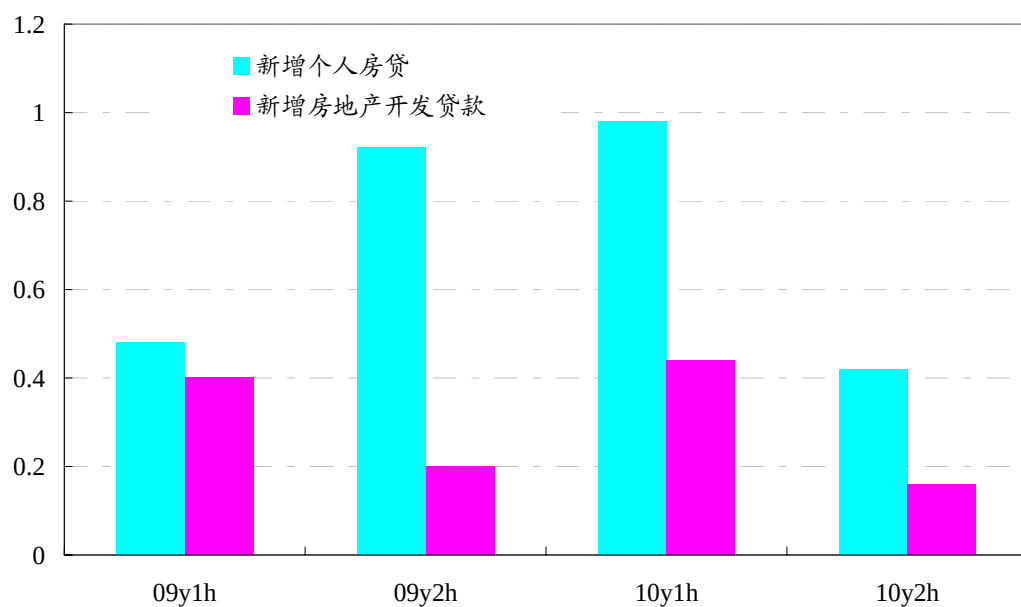
10 年下半年的新增房地产相关贷款仅为 6000 亿，创下近两年的新低，而非房贷新增 2.8 万亿，远高于去年同期的 1.1 万亿，且仅比上半年的 3.2 万亿小幅下降。

图 5:
新增房贷、非房贷
 (2009.6-2010.12)
 单位: 万亿元



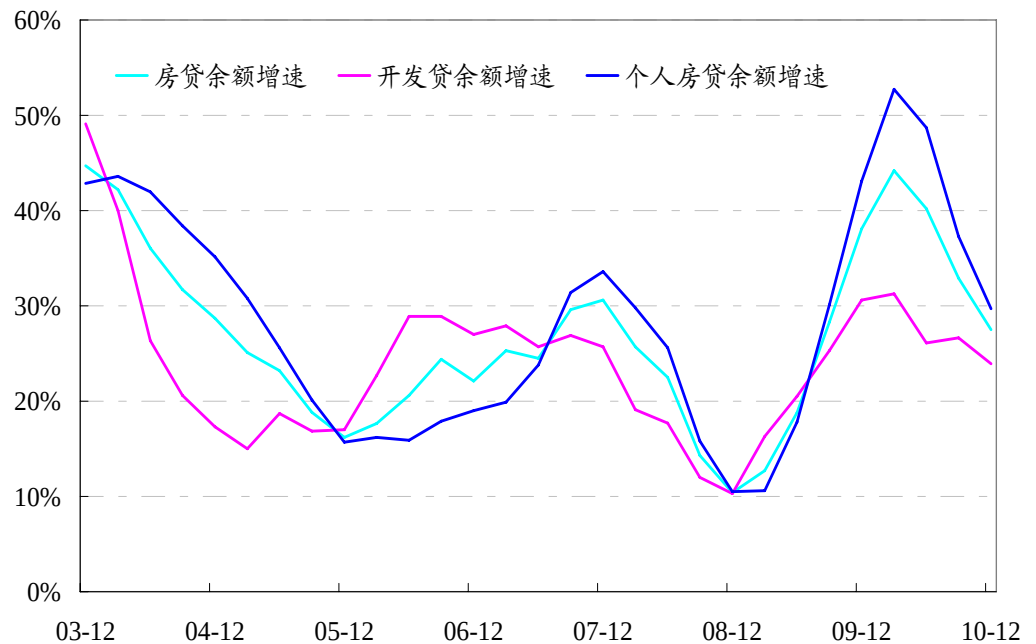
其中 10 年下半年的新增房地产开发贷款为 1600 亿，个人房贷为 4200 亿，均为两年最低额。

图 6:
新增个人房贷、房地产开发贷款
 (2009.6-2010.12)
 单位: 万亿元



从各类房贷余额增速看，自 10 年初见顶以来持续回落。目前房贷余额增速为 27.5%，比年初的 44% 有明显下降。其中个人房贷余额增速从 53% 回落至 29.7%，回落最为显著；房地产开发贷款增速从 31% 回落至 24%。

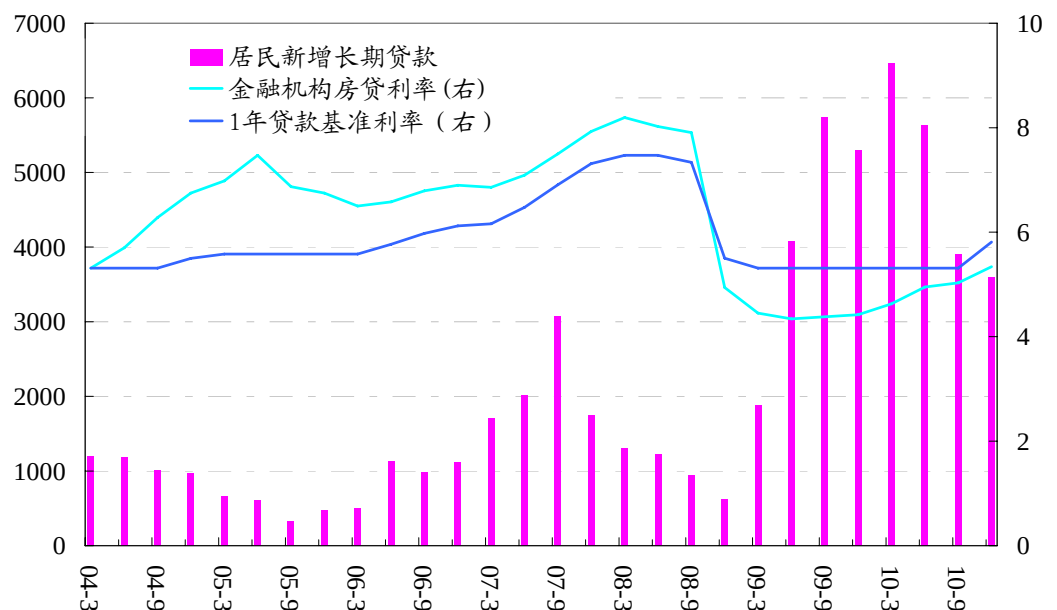
图 7:
各类房贷余额增速
 (2003.12-2010.12)
 单位: %



4、利率上升不利房贷

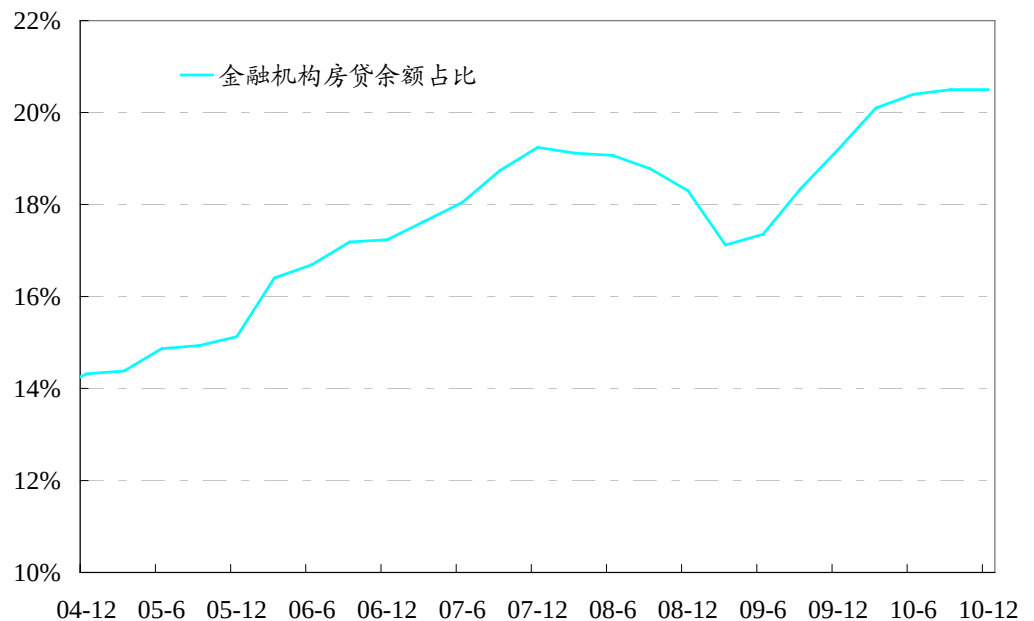
新增房贷、房贷余额增速的回落主要源于政策紧缩，其中利率的提升是重要原因。从银行房贷利率走势看，本轮底部在 09 年 2 季度，迄今已经连续回升 6 个季度。而上一轮房贷利率的底部出现在 06 年 1 季度，7 个季度以后的 07 年 4 季度出现了房地产市场的下行拐点。

图 8:
金融机构房贷利率、贷款基准利率、新增居民中长期贷款
 (2004-2010)
 左轴单位: 亿元
 右轴单位: %



从房贷余额占总贷款的比例看，10 年 4 季末为 20.5%，与 3 季末持平，停止了 09 年初以来的上升趋势。而从上一轮经验看，07 年 4 季度的房贷余额占比见顶，亦为当时房地产市场的拐点。

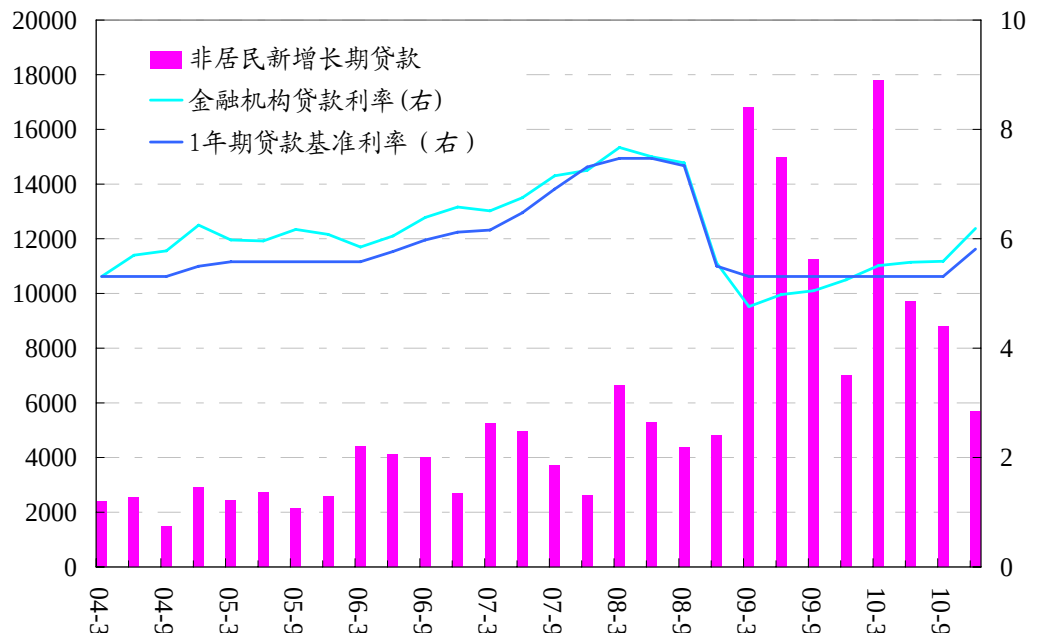
图 9:
金融机构房贷余额占比
 (2004.12-2010.12)
 单位: %



5、加息不利企业长贷

从企业的新增中长期贷款看，10 年 4 季度新增 5700 亿，同比少增 1300 亿，创下两年新低。贷款利率的提升同样对其有重要影响。10 年 4 季度的银行贷款平均利率为 6.19%，比 3 季度大幅上升了 60bp。

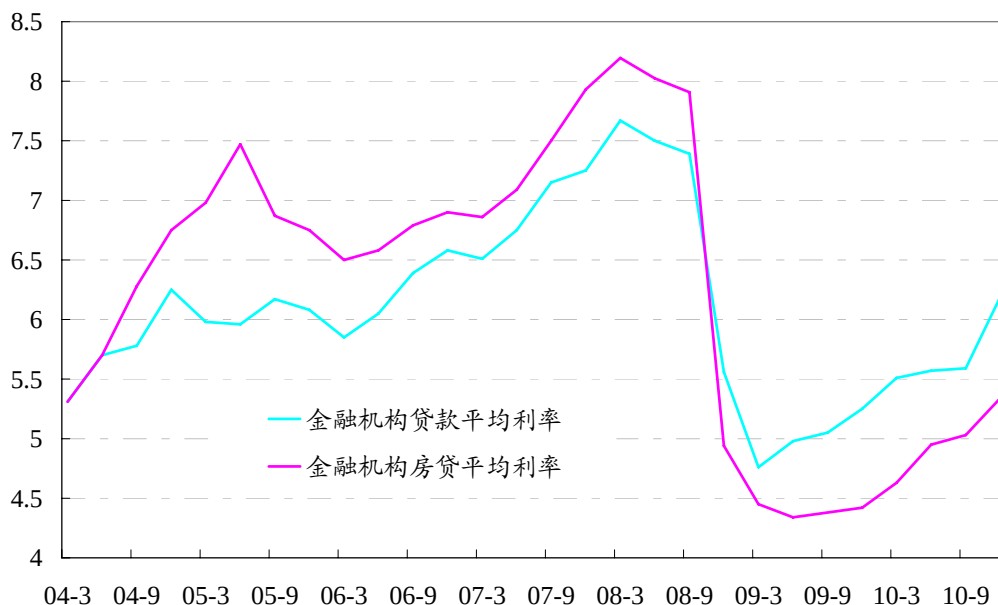
图 10:
金融机构房贷利率、贷款基准利率、新增居民中长期贷款
 (2004-2010)
 左轴单位: 亿元
 右轴单位: %



6、加息周期已过大半

从金融机构贷款实际利率走势看，自 09 年初见底以来已经回升了两年，对照 06 年初启动的上轮利率上行周期，其上升期也不超过 3 年，这意味着本轮利率上行期或已过大半。我们判断今年只在上半年有两次加息，而下半年随着经济回落的确认，不会有任何加息。

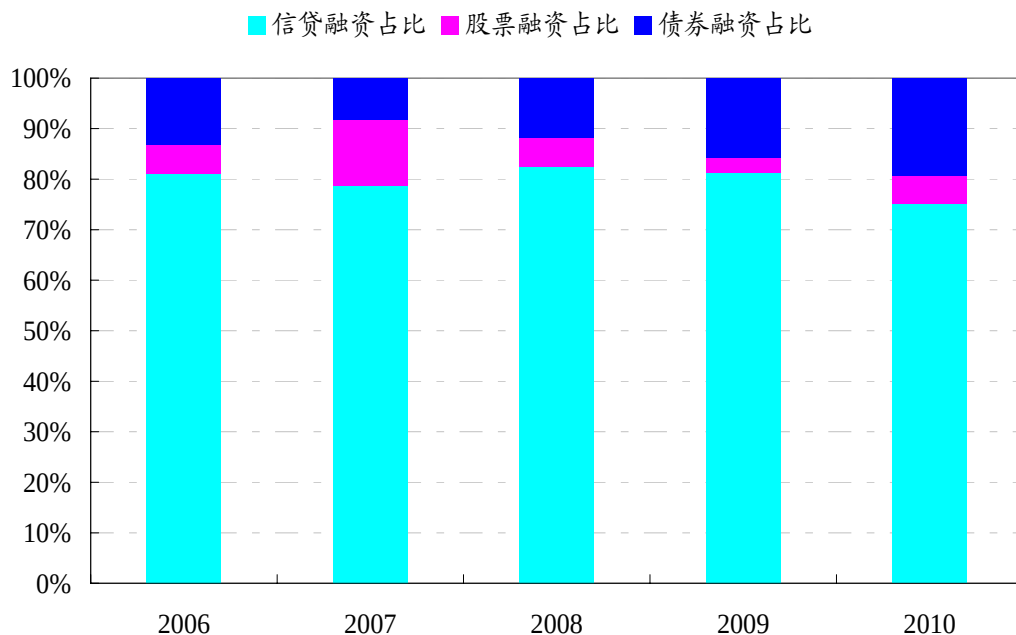
图 10:
 金融机构贷款平均利率、
 房贷平均利率
 (2004-2010)
 单位: %



7、融资仍看信贷走势

央行在货币政策报告中提出要从社会融资总量的角度来衡量金融对经济的支持。我们注意到在 08 年以后代表间接融资的贷款占比在不断下降，而以债券和股票为代表的直接融资占比在不断上升。

图 11:
 各类融资占比
 (2006-2010)
 单位: 1

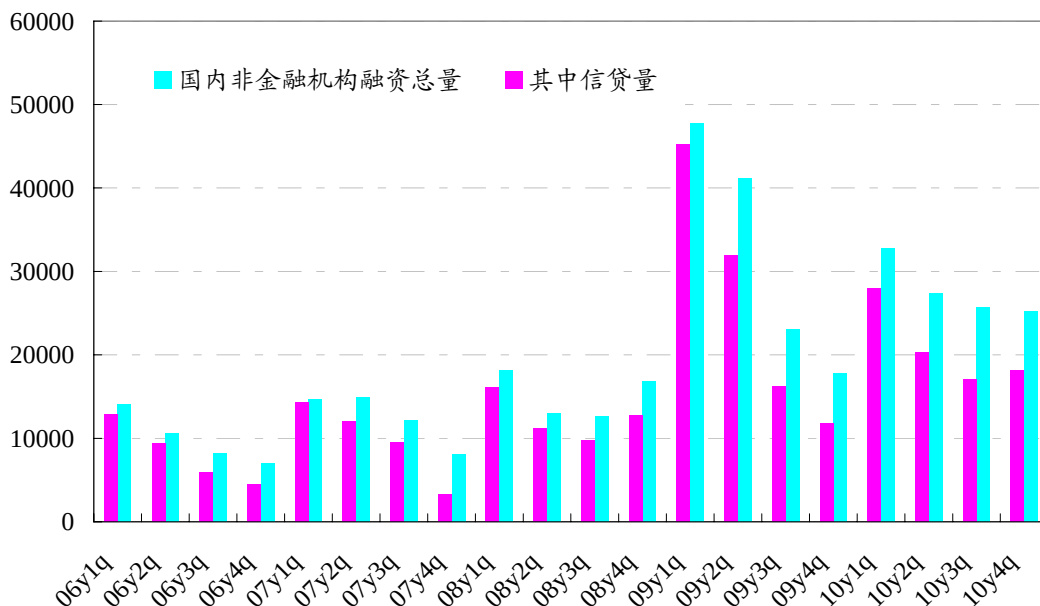


10 年 4 季度，社会新增融资总量为 2.5 万亿，包括 1.8 万亿的贷款、2000 亿的股票，2400 亿的国债和 2700 亿的企业债。

图 12:
社会融资总量、其中信贷
量

(2006-2010)

单位: 亿元

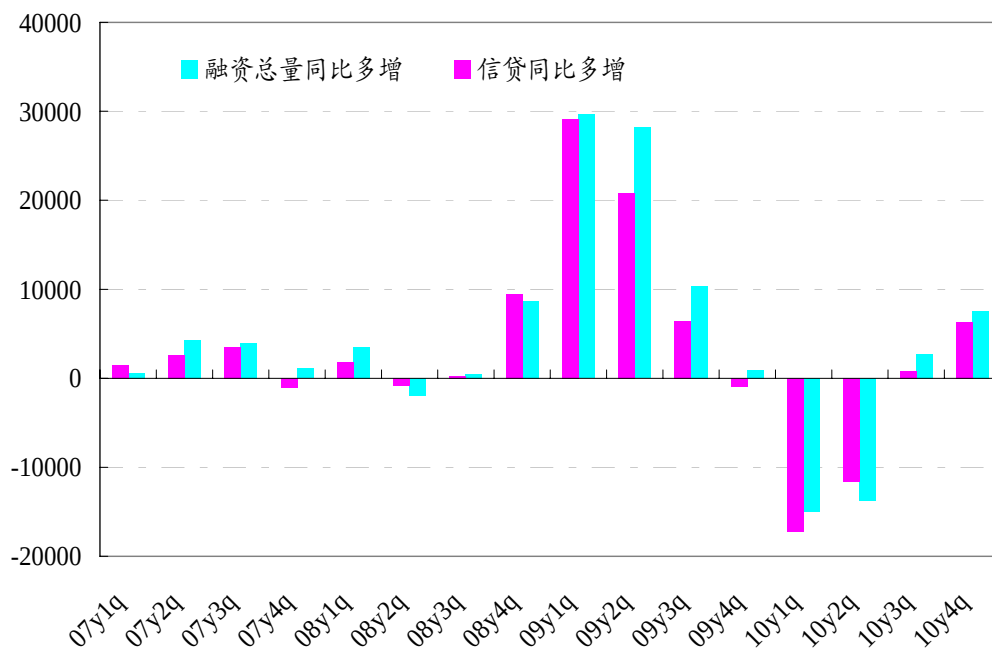


与去年同期相比，社会融资总量的同比多增额与信贷同比多增额基本一致，因而短期内信贷仍为反映金融对经济支持的主要指标。

图 13:
社会融资总量、信贷量同
比多增额

(2007-2010)

单位: 亿元



作者简介:**姜超:**

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名。

汪进:

清华大学经济学学士/数量经济学博士；2009 年 7 月加入国泰君安研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		