

存款为什么少，贷款为什么多

报告日期

2011-09-14

- 2011年8月货币信贷数据点评

报告摘要:

- 央行公布了8月份的货币信贷数据。存款增速下降的速度偏快，而新增贷款却超出了预期。
- 本文主要讨论两个问题：
 - 第一，贷款为什么比预期的多？考虑到额度控制，以及贷款比约束，8月份接近5500亿元的新增贷款应当是显著的超越预期。
 - 第二，存款为什么少？如果用同比增速来刻画存款状态，其下降的幅度要明显的快于贷款。
- 在结论层面，我们倾向于认为以下几点：
 - 首先，对于贷款。
 - 第一，在贷款层面，中长期继续稳定，超预期的增量主要来自于票据融资科目。
 - 第二，票据融资量的增加伴随的是票据融资利率的上行，一般情况下这意味着需求的上升。但从同期经济增长层面的数据来看，此解释不是十分合理。
 - 第三，我们猜测8月份票据融资上升来自于票据业务清理的冲击，并且看起来从7月份就已经开始。
 - 第四，这种解释可以包容票据量、价齐升的现象，并且从保证金存款的变化来看也是相对合理的；因为保证金存款在7月份出现了负增长。
 - 其次，对于存款。
 - 第一，M2增速目前已经下探至02年以来的低位区间；但如果从社会融资总量和外汇占款这个更为广义的货币供应角度来看，目前货币供给情况没有M2所显示的那么严重。
 - 第二，从M2增速低于外汇占款增速和信贷增速所框定的区间来看，自今年一季度开始银行负债方的存款确实存在流出的趋势。
 - 第三，这种分流与同业存款利率上行、国库现金招标利率上行为隶属于同一原因的结果。看起来这个原因来自于负利率所引发的住户部门资产配置的变化。
 - 第四，在通胀回落的大背景下，上述趋势有可能在未来二至三个季度的时间区间内转入它的反向。

景晓达

010-66581622
执业证书编号

万玮

010-66581656
执业证书编号

高级固定收益分析师

jingxd@essence.com.cn
S1450511020027

助理固定收益分析师

wanwei@essence.com.cn
S1450511020013

报告联系人

瞿灿

010-66581747
qucan@essence.com.cn

2011年9月11日央行公布了8月份的货币信贷数据。其中，M2新增7776亿元，对应同比增速13.5%，较7月份下降1.2个百分点；人民币贷款新增规模为5485亿元，对应同比增速为16.4%，较7月份下降0.2个百分点。

在本文的讨论中，我们主要回答两个问题。

第一，贷款为什么比预期的多？考虑到额度控制，以及贷款比约束，8月份接近5500亿元的新增贷款应当是显著的超越预期。

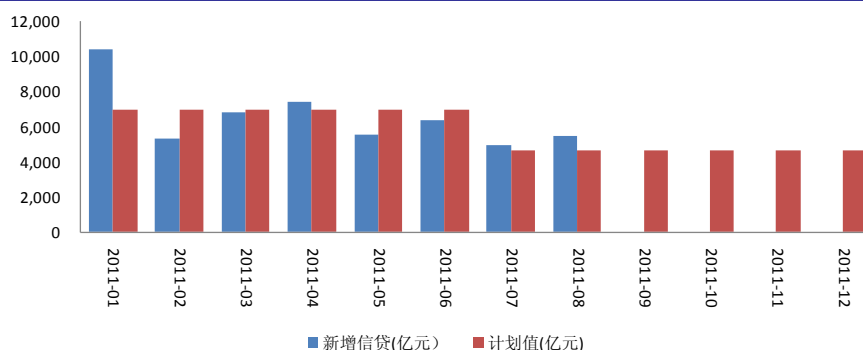
第二，存款为什么少？如果用同比增速来刻画存款状态，其下降的幅度要明显的快于贷款。

1. 信贷：票据清理带来的冲击

8月份信贷数据的第一个显著特点来自于总量层面。8月份新增信贷5485亿元，较7月份上升了559亿元，显然是高于市场此前的预期的。

若按照全年7万亿的信贷投放额度、全年投放速度遵循3:3:2:2的比例测算，8月对应的计划信贷投放额度约为4667亿元，8月实际发放额度超过计划额度818亿，不可谓不多。在年中时我们曾经对上半年银行信贷投放规模进行测算和比较，发现若以全年计划7万亿来衡量，至6月末银行投放信贷总量尚存200亿结余。然而，加上7月和8月两个月的新增信贷，反而超过计划约1000亿元。除非9月新增信贷大幅萎缩，否则三季度超过计划投放量几乎是不可避免的。面对这样的数据，一个自然而然的问题在于，为什么上半年信贷投放不足而近两个月过度投放？在这两月中到底发生了怎样的变化促使了新增贷款放量增长？

图 1：7、8 两月的信贷增量高于计划值



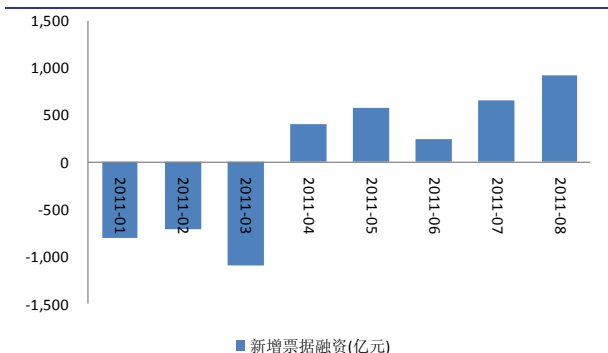
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

1.1. 结构数据显示超预期主要在票据科目

而在结构层面上，一个难以忽视的现象则是，8月份的信贷数据中票据融资相当异常。8月份的新增票据融资接近1000亿，若将7、8两月合并考虑，这样的规模提升是相当显著的。而在占比层面，新增票据融资占当月新增信贷的比例高达17%，为最近两年内的阶段高点。

图 2：8 月票据融资新增规模显著

图 3：8 月新增票据融资占新增信贷占比提升较快

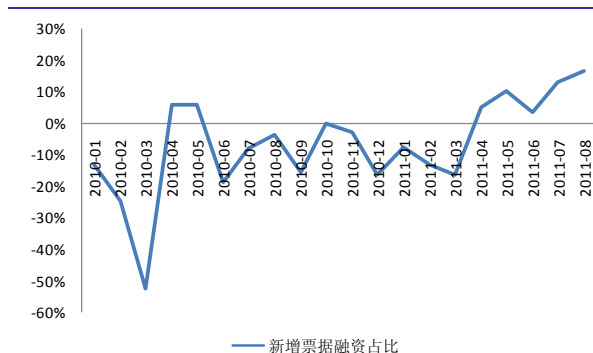


数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 4：票据贴现利率破 9%(%)

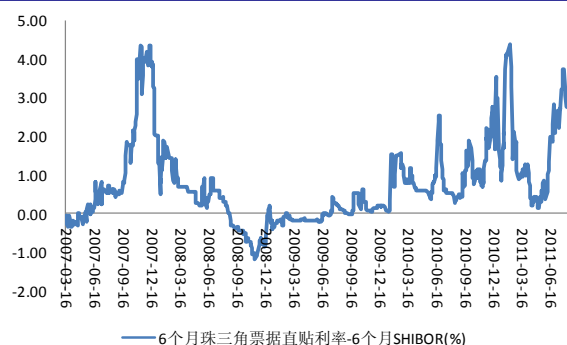


数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 5：票据贴现利率较基准利率大幅上浮

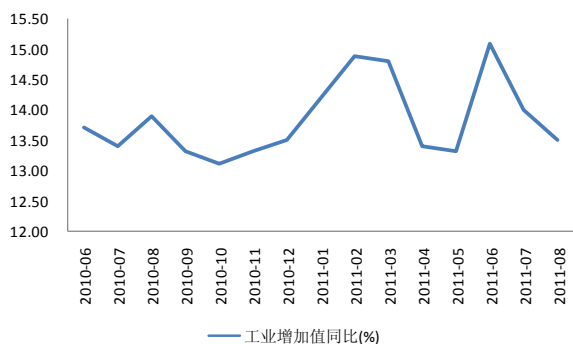


数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

1.2. 推动票据上升的力量来自于哪里？

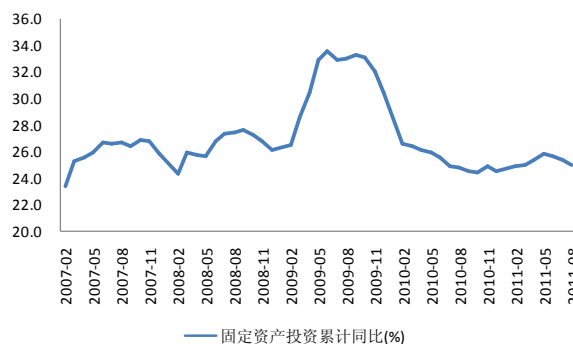
若将票据融资量上的数据与近两月来票据直贴利率的不断冲高结合起来，很容易将票据融资规模放量归因于需求层面的力量。然而，我们认为这样的看法或许有些牵强。一方面，近期的工业增速表现出放缓的迹象，投资数据也有所减慢，很难想象在这样的情况下实体经济对资金的渴求程度会如此高，推高票据融资利率接近 9%，甚至超过年内经济状况最佳的 6 月份。另一方面，即便我们承认实体经济旺盛的融资需求，也很难解释为何前半年商业银行可以顶住需求压力、控制信贷投放，而这种“自制力”到了 8 月就消失了。

图 6：8 月份工业同比增速持续放缓



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 7：8 月份投资继续减慢



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

相比之下，我们认为 8 月份异常增加的票据融资规模以及信贷数据很可能来自于监管部门对于票据贴现业务的清理。早在 6 月底，媒体报道银行接到监管部门通知，全面禁止此前不规范的票据业务，明令禁止银行与农信社通过转贴现配合买入返售的方式，将票据融资业务腾挪出商业银行报表，规避信贷规模监控。这样的整顿一旦开启就意

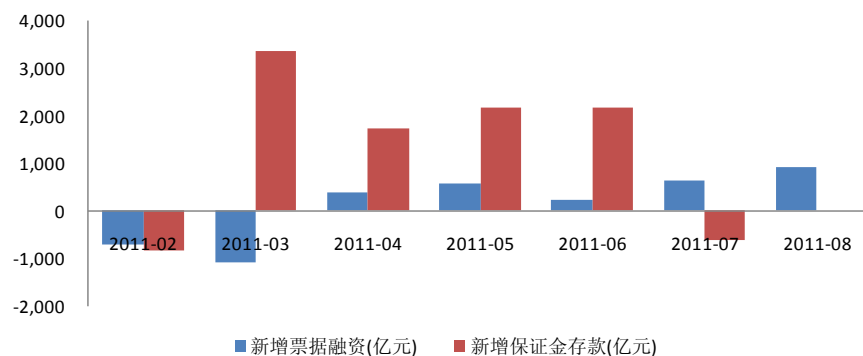
味着，此前将票据“回购”转给商业银行的农信社将不得不重新对这部分票据融资实行进表处理，在短期内大幅增加票据融资项目余额。这与我们观察到 7、8 两月票据融资规模迅速提升的现象恰好一致。

同时，对于农信社票据贴现业务的清理也将削弱农信社继续成为承接贴现票据的“下家”，这将在实质上损伤商业银行通过票据贴现规避信贷监管的能力，因而，商业银行不断扩大票据融资业务的动机将受到抑制。若我们认为对不规范的票据业务的整改清理活动自 7 月开始，那么在 7、8 两个月内除对存量的不规范票据进行并表处理外，新增的票据贴现业务应该较少。新增供给的缺乏进而推高了票据贴现利率。

1.3. 数据验证

行文至此，对观点的阐述仍停留在逻辑层面。为了丰富我们的论证，特提出一个数据层面的证据供投资者们探讨。对于意图开办银行承兑汇票的企业而言，它们必须在开户行存入一定资金对其信用进行担保，即保证金存款。在承兑汇票开具后、到期前，持有票据者都可以将票据在商业银行进行贴现，一般我们认为在资金紧张时贴现更为频繁，对于商业银行整体则导致票据融资规模提升。在不考虑贴现频率的前提下，开票和票据融资之间应具备较为稳定的数量关系，至少在趋势上应该一致：商业银行开具了越多的承兑汇票，那么可贴现的票据规模也越大。在今年 7 月以前保证金存款与票据融资规模大体维持着这样的规律，这一规律是在 7 月打破的。自 6 月底监管部分对于票据业务的清理开始，票据贴现业务规模下降，带动保证金存款余额缩减。但与此同时，由于前期不规范的票据融资从表外纳入系统内，在票据融资这一项目上却可以目睹明显的提升。待 8 月的保证金存款数据公布后，这样的猜测可以进一步得到验证。

图 8：新增保证金存款与票据融资趋势背离



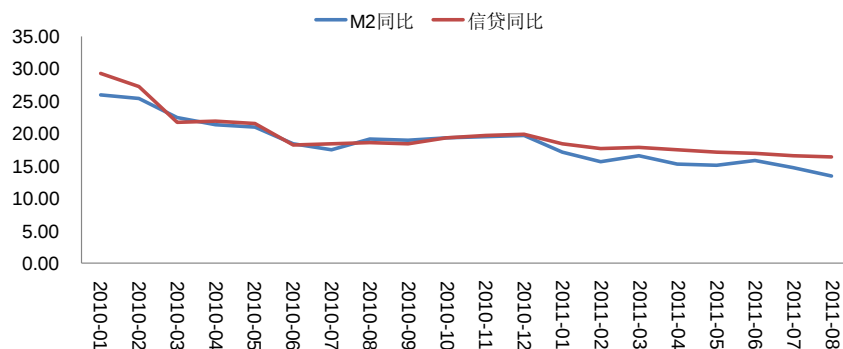
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

总而言之，我们认为 8 月份信贷表现出的超常增长主要来自于对前期不规范的票据贴现业务的整改，进而导致的票据融资规模的异常增长。这样的增长看起来来自于冲击层面，其延续性值得商榷。基于 8 月份的数据贸然得出监管松动的结论似乎是危险的。

2. 存款：分流

年初以来，以存款为代表的货币供应量下降的速度明显要快于信贷下降的速度。比如，8 月末 M2 同比增速较年初下降 3.7 个百分点，而同期人民币贷款同比增速仅下降 2.1 个百分点。

图 9：M2 年初以来下降的速度快于贷款(%)



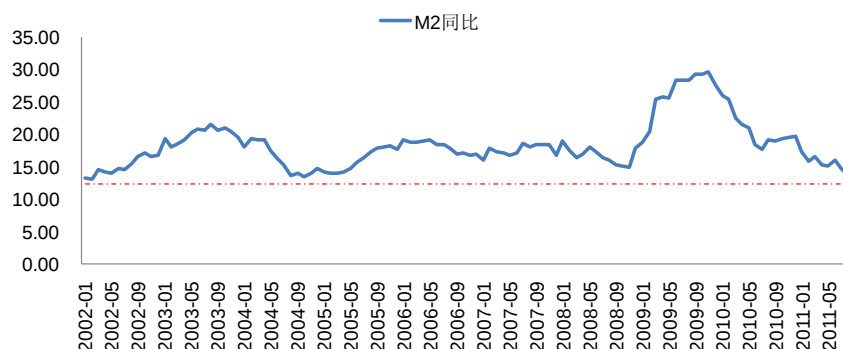
数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

2.1. 何其为少?

在这样的数据背景下, 市场认为货币供应严重偏少, 那么如何定义货币供应的多和少?

一方面, 观察 2002 年以来的 M2 情况。8 月末 13.5% 的 M2 增速位于 02 年以来该指标的最低区间。

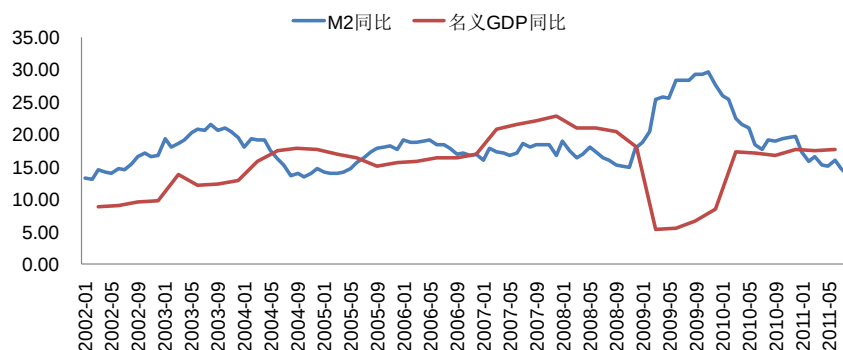
图 10: 2002 年以来的 M2 同比增速 (%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

另一方面, 用经济体的交易型货币需求为标准进行衡量。今年年初, M2 增速开始趋势性的低于名义 GDP 增速。

图 11: M2 增速与名义 GDP 增速比较 (%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

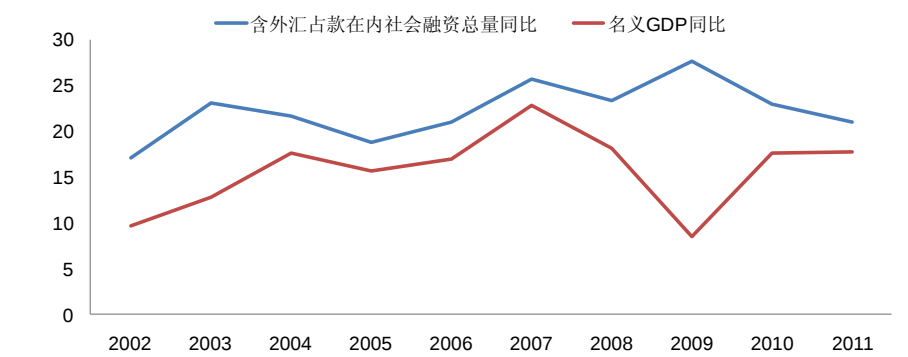
以上述两条标准衡量, 我们认为以 M2 为代表的货币供应比较少。

2.2. 是否会严重损伤实体经济?

如果基于央行公布的社会融资总量讨论, 我们认为目前的情况并没有 M2 显示的那么严重。

对应于 M2 的角度, 我们将外汇占款加入社会融资总量进行合并计算。那么, 一方面, 6 月末该指标的同比要比 2002 年的最低点高 4 个百分点; 另一方面, 要比 6 月末的名义 GDP 高 3.4 个百分点。

图 12: 含外汇占款在内社会融资总量与名义 GDP 比较(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

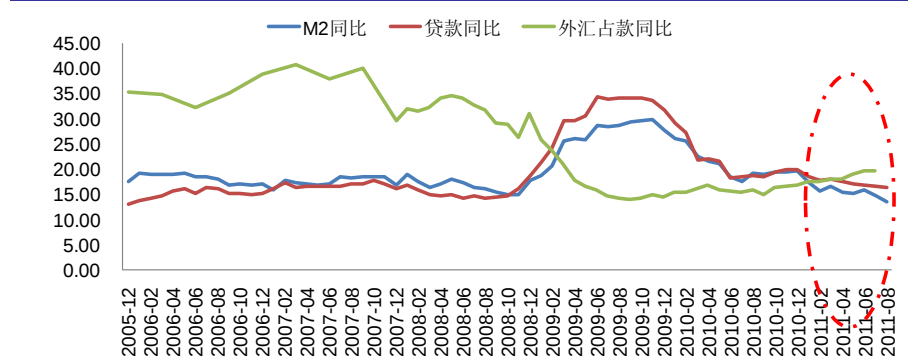
注: 2011 年为 6 月末的数据

这意味着诸如银行承兑汇票、委托贷款、债券融资等渠道形成了另外实体经济的货币来源, 支撑着实体经济对资金的需求。

2.3. 为什么 M2 增速下降的如此快?

站在信贷和外汇占款创造 M2 的角度考虑, 我们认为 M2 同比近期快速的回落已经不能单纯用信贷自身回落所进行解释, 况且同期外汇占款同比增速是在上升的。

图 13: M2 增速与信贷和外汇占款增速的比较(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

看起来有另外一种力量在吸引着存款。结合银行理财产品的数据, 我们认为这很可能是来自于负利率条件下, 住户部门存款分流的力量。

这种力量对银行资产负债表的作用机制是:

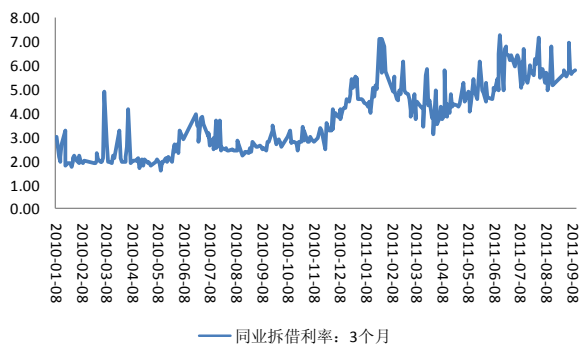
首先, 来源于实体经济的外汇占款, 以及商业银行自身信贷创造形成了商业银行的资产和负债。

其次, 在负债方, 负利率的存在使得商业银行存款项出现了流出的压力。

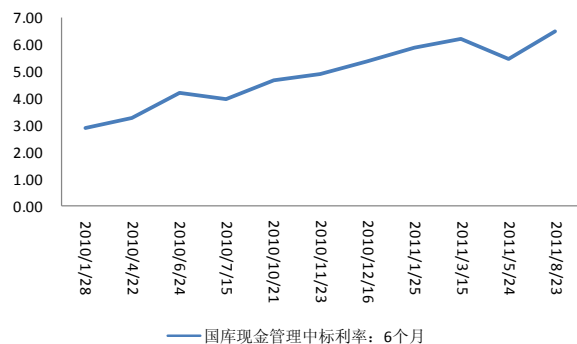
然后, 商业银行在尽可能维持资产规模的背景下, 尤其是信贷资产规模, 试图通过膨胀负债抵消上述分流的压力; 所采用的方式比如, 吸收保险公司的同业存款、吸收国库现金存款等; 这种行为分别推高了相应市场的借贷利率, 比如同业存款利率, 国库现金招标利率。

图 14: 同业拆借利率(%)

图 15: 国库现金招标利率(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

如果上述分析是正确的,那么在存款层面的压力将会随着负利率的减弱而逐渐消失。而根据宏观组对于通货膨胀的展望,我们认为这样的趋势将产生于未来的二至三个季度的时间区间。

分析师简介

景晓达, 固定收益分析师, 北京大学光华管理学院金融学硕士, 2008年4月加入安信证券研究中心。

分析师声明

景晓达、万玮分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034