

新增贷款或掺“水分”关注外汇占款回落风险

事 项

9月我国M2同比12.9%，较上月下跌0.1个百分点；M1同比8.4%，较上月下跌0.4个百分点；当月新增人民币贷款5868亿元，较上月增加1155亿元。

主要观点

新增贷款：10月我国新增人民币贷款5868亿，符合我们此前5500-6000亿的预期。从结构上来看，长短期贷款均有所增长，已经体现出政策定向宽松的效果。货币当局对信贷政策虽然有所松动，但介于当前的政策微调只是针对防止经济回落过快，尚未出现实质性的拐点，预计今年全年信贷投放上限7.5万亿，余下两个月月均投放约6000亿。并且，实体部门流动性依旧受到“表外业务继续清理”和“外汇占款趋势下降”这两个因素的制约。

➢ 中长期企业贷款当月增加2370亿元，较9月和8月份分别扩大1623亿和1359亿元。这反应出政策对铁路等地方融资平台项目的扶持，切实防止出现“半拉子”工程。

➢ 短期企业贷款当月增加2787亿元，较9月和8月份分别扩大488亿和1199亿元。这一方面，反应出鼓励对中小企业放贷的政策有所成效；另一方面，这也受到货币当局加大对票据贴现管理力度所导致的票据融资向短期贷款回归。

➢ **表外业务转回表内或导致10月信贷虚增。**由于货币当局对银信理财产品加强监管，三季度银行表外的票据融资就已经发生了一场规模不小的流动性紧缩，银行承兑汇票下降约3千亿元人民币，相比二季度增量减少近1万亿。10月份对银行表位业务的清理可能继续进行，表外转表内或造成当月信贷虚增，而实体经济中更广义口径的货币供给增速可能继续下降。

➢ **外汇占款下降导致存款不足或将制约银行信贷投放能力。**10月人民币存款净下降2010亿元，同比增速较9月回落0.6个百分点至13.6%。我们认为当月外汇占款的大幅下降或是造成存款回落的主因。目前，我国银行业整体存贷比水平在66%附近，而部分中小型银行存贷比却已经接近75%的上限，在存款准备金率偏高的背景下，存款不足将会限制银行贷款投放。

货币供应：10月我国货币供应增速继续回落，M1和M2同比较9月份分别回落0.4和0.1个百分点至8.4%和12.9%。这主要受到两个因素的影响：第一，10月份财政存款季节性增加，且高于近五年历史均值。第二，预计当月外汇占款出现了大幅回落。从未来我国货币供应增速走势来看，两个新趋势或将逐渐浮出水面：（1）外汇占款增量或出现系统性下降，我国基础货币供应增速或将面临萎缩。（2）“金融脱媒”情况有望缓解，社会资金有望逐步回流储蓄。这两个因素叠加，中长期来看，未来我国货币供应增速最有可能出现“有底部无回升”的态势。短期来看，年末财政集中支付，存款向企业及居民部门转移，或将对流动性起到改善作用。

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：华中炜 何珮

Tel: 010-59370896

Email: huazhongwei@hczq.com

相关研究报告

- **外汇占款增量系统性下降或成为我国基础货币供应情况的新趋势。**首先，从长期因素来看：（1）在我国内需扩张、人口老龄化和储蓄率下降的背景下，预计贸易顺差增长峰值已经过去，将进入自然回落周期。（2）我国以加工贸易形势参与国际分工，即进口必定以原材料和中间品为主，而出口则以技术含量较低的工业制造品为主，这种贸易模式决定了贸易企业对上下游的议价能力双底，我国贸易条件将会延续一贯以来的趋势性下行，这亦将逐渐缩窄贸易顺差。**其次，从周期性冲击因素来看：**（1）中国经济正在下行通道中继续滑落，以房地产投资和外部需求的下滑为主要抑制因素。虽然政策的微调正在积极发生，但目前的力度难以阻止经济的趋势性下滑，国际资本市场对中国的投资热情正在降低。（2）美国经济疲弱未见好转，欧洲债务危机危及银行系统，避险需求驱动国际金融机构希望能够持有更多的美元流动性，这也可能导致部分资金流出。
- **“金融脱媒”情况有望缓解，社会资金有望逐步回流储蓄。**目前，资本市场中高收益率理财品种的巨大风险不断浮出水面。高利贷的泡沫将逐渐逼近破灭的边缘，政策调控或将导致近两年进入地产信托市场约 2 万亿资金可能也要逐渐退出。在经济增速整体下滑背景下，全社会资金的风险偏好或将开始降低。预计资金将逐渐逐步回流储蓄，从而对广义货币供应量增速筑底企稳起到支撑。
- **年末财政集中支付，存款向企业及居民部门转移，或将对流动性起到改善作用。**在我国财政税收规定和集中支付系统下，一般来说，季末和年末财政存款的增量都会相对较小或者为负，季初财政存款增幅都会较大。具体来看，1 月、4 月、5 月、7 月、10 月财政存款都会明显的增加，9 月、11 月和 12 月财政存款会减少。因此预计在今年余下的最后两个月中，财政集中支付将对货币供应增速的筑底起到支撑。

政策层面：我们认为当前货币政策依旧是针对局部风险和问题的局部放松，而不是全面扭转，不应预期过高。下一阶段，我国货币政策的操作或将更倚重公开市场操作的灵活调节，以补充外汇占款供应量下降，预计整体将以净投入为主。明年一季度，如果贸易形势出现明显恶化，单个月份如再现逆差，且额度较今年显著扩大，叠加风险情绪导致的资本流出等因素，外汇占款出现显著缩水，从而造成基础货币投放萎缩，那么，届时或有可能促使央行下调存款准备金率。

特别提示：10 月央行扩大了 M2 余额核算口径，加入“住房公积金中心存款”和“非存款类金融机构在存款类金融机构的存款”，此调整为央行未来“下调准备金率，但同时扩大准备金率缴存范围”的政策组合提供了可能性。

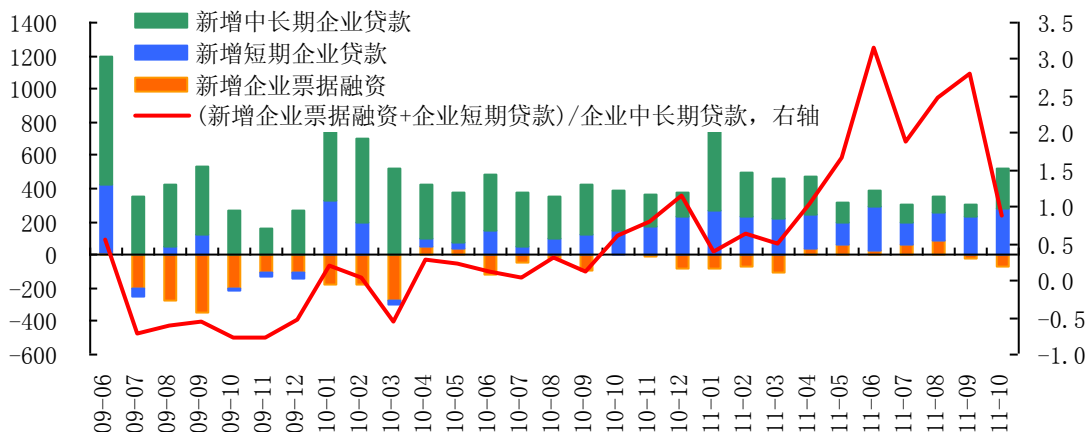
央行公布的 10 月 M2 同比 12.9% 的增速虽然已经过口径调整，但是 M2 余额的历史同口径数据却尚未公布，所以 10 月 81.68 万亿的 M2 余额数据与之前小口径历史 M2 余额数据不可比，计算出的同比、环比增速也无经济学意义。特此提示，敬请投资者关注。

图表 1 2011 年各月人民币信贷数据分解

单位（十亿元）	1-10 月累计	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月
居民新增贷款	2130.7	130.7	175.0	188.8	176.2	239.8	217.5	247.0	319.3	105.8	330.6
其中：新增短期贷款	860.2	33.1	88.7	87.8	54.1	117.1	91.2	104.9	146.4	0.6	136.3
新增中长期贷款	1267.6	97.6	88.1	101.0	122.1	118.0	126.3	142.1	172.9	105.2	194.3
非金融企业新增贷款	4124.8	454.8	294.1	360.2	315.7	402.2	324.9	492.9	358.9	430.6	690.5
其中：新增票据融资	-76.0	-70.1	-20.7	91.7	65.3	23.7	56.8	39.5	-110.0	-71.2	-81.0
新增短期贷款	2138.7	278.7	229.9	158.8	131.3	272.7	138.6	203.4	224.4	233.4	267.5
新增中长期贷款	1947.0	237.0	74.7	101.1	104.2	94.5	118.4	234.1	236.2	263.4	483.4
剔除票据融资后企业贷款月增量	4200.8	524.9	314.8	268.5	250.4	378.5	268.1	453.4	468.9	501.8	771.5
剔除票据融资后各项贷款月增量	6352.7	655.6	490.7	456.8	427.3	610.2	494.8	700.1	789.4	606.8	1121.0
各项贷款实际月增量	6276.7	585.5	470.0	548.5	492.6	633.9	551.6	739.6	679.4	535.6	1040.0

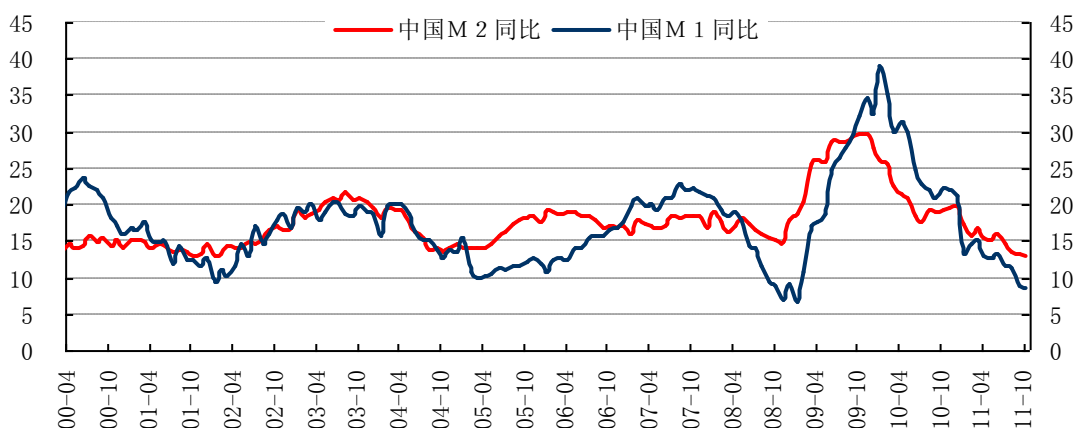
资料来源：CEIC，华创证券

图表 2 10 月对企业新增人民币中长期贷款反弹



资料来源：CEIC，华创证券

图表 3 中国 M1 和 M2 同比



资料来源：CEIC，华创证券

华中炜：宏观策略研究主管。华中科技大学经济学博士，曾担任路透集团金融分析员、中国银行间市场交易商协会研究部主管。

何珮：宏观分析师，英国诺丁汉大学金融学硕士，曾任天相投资顾问有限公司宏观研究员。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

分析师声明

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：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；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；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558