



2011.11.17

贷款利率创新高，超储率低位回升

——点评央行《2011年3季度中国货币政策执行报告》

	汪进	姜超
	021-38674624	021-38676430
	wangjin008085@gtjas.com	jiangchao6164@gtjas.com
编号	S0880511080005	S0880511010045

本报告导读：

本报告对中国人民银行11月16日发布《2011年3季度中国货币政策执行报告》进行点评。

摘要：

- 中国人民银行11月16日发布《2011年第三季度中国货币政策执行报告》称，央行将继续实施稳健的货币政策，注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，适时适度进行预调微调。
- 3季度企业贷款实际利率继续上升。虽然目前1年期贷款基准利率为6.56%，但企业贷款实际利率已经达到8.06%，已超过08年1季度7.67%的峰值，创出历史新高。3季度居民房贷平均利率达到7.36%，已接近08年峰值。贷款利率上浮比例大增直接导致了贷款平均利率创出新高。
- 贷款利率的大幅上升抑制了企业的投资需求，3季度企业新增中长期贷款进一步下降至2800亿，并创出2007年来新低。但10月企业中长期贷款激增，央行信贷政策出现明显转向。
- 3季度居民房贷平均利率达到7.36%，比2季度上升53bp，房贷利率的上升导致居民长期贷款持续回落，对居民的购房需求也形成明显制约。
- 3季度除区域中小型银行外，其他银行信贷均出现少增，其中全国大型银行少增1527亿，降幅最为明显。
- 金融机构贷款平均利率的走势与银行票据直贴利率的走势基本一致。票据直贴利率在9月创出新高后在10月明显回落，或预示10月贷款平均利率也将回落。
- 3季度金融机构季末超储率为1.4%，高于2季度0.8%的水平，银行超储率或已见底回升。央行3季度的持续投放或是银行超储率回升的主要原因。
- 目前央行货币政策的已作出明确调整，首先反映在10月份3年期央票招标利率的下调。上周1年期央票招标利率连续下调则可视为货币政策正式转向的信号。
- 此外，央票招标利率的下行也预示着未来存款准备金率存在下调可能。最后，未来3个月公开市场到期资金严重不足，央行公开市场操作几乎完全丧失，央行下调存准率概率明显上升，我们预计年底前中小型银行存准率或被下调。

宏观研究团队

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

王喆

021-38676049

wangzhe@gtjas.com

相关报

《政策转向力度加大，存准下调概率上升》

2011.11.15

《货币信贷环比改善，M1、M2加速探底》

2011.11.13

《出口下滑将加剧中国经济回落》

2011.11.11

《工业将破13%，GDP或破8.5%》

2011.11.09

《耐用、必需消费全面回落》

2011.11.09

目 录

1. 贷款利率创出新高	3
2. 企业长贷大幅下降	4
3. 居民房贷持续回落	4
4. 信贷同比依然少增	4
5. 10 月利率或有回落	5
6. 超储率已见底回升	5
7. 源于央行持续投放	6
8. 货币政策明确转向	6

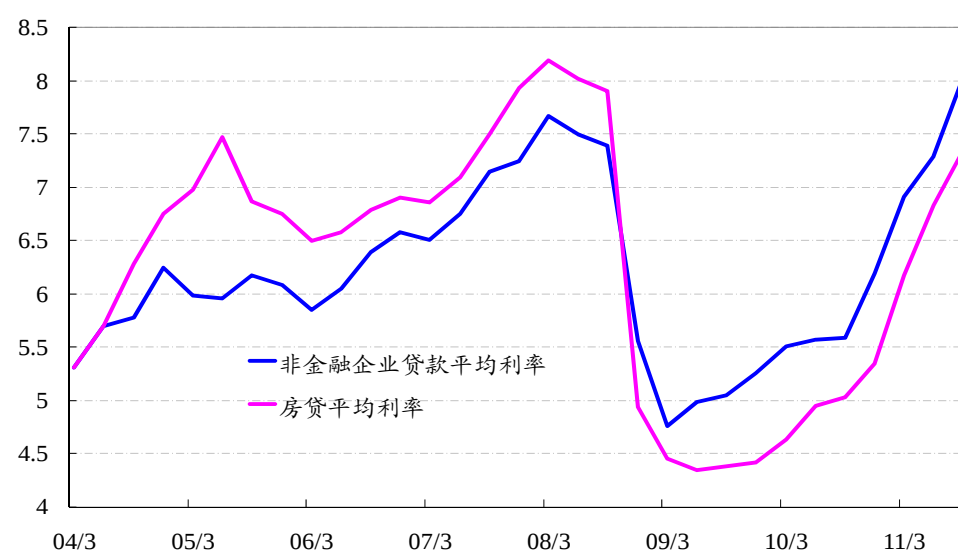
中国人民银行 11 月 16 日发布《2011 年第三季度中国货币政策执行报告》称, 2011 年第三季度, 国民经济保持平稳较快发展, 经济增长由政策刺激向自主增长有序转变, 物价过快上涨势头得到初步遏制。央行将继续实施稳健的货币政策, 注重政策的针对性、灵活性和前瞻性, 适时适度进行预调微调, 巩固经济平稳较快发展的良好势头, 保持物价总水平基本稳定, 加强系统性风险防范。央行货币政策执行报告对经济走势、货币信贷概况及货币政策趋势等进行了具体分析。

1. 贷款利率创出新高

3 季度企业贷款实际利率继续上升。虽然目前 1 年期贷款基准利率为 6.56%, 比 08 年初 7.47% 的峰值仍相差 90bp, 但企业贷款实际利率已经达到 8.06%, 比 2 季度上升 77 个 bp, 并已超过 08 年 1 季度 7.67% 的峰值, 创出历史新高。3 季度居民房贷平均利率达到 7.36%, 已接近 08 年峰值。

图 1 非金融企业贷款利率、房贷平均利率

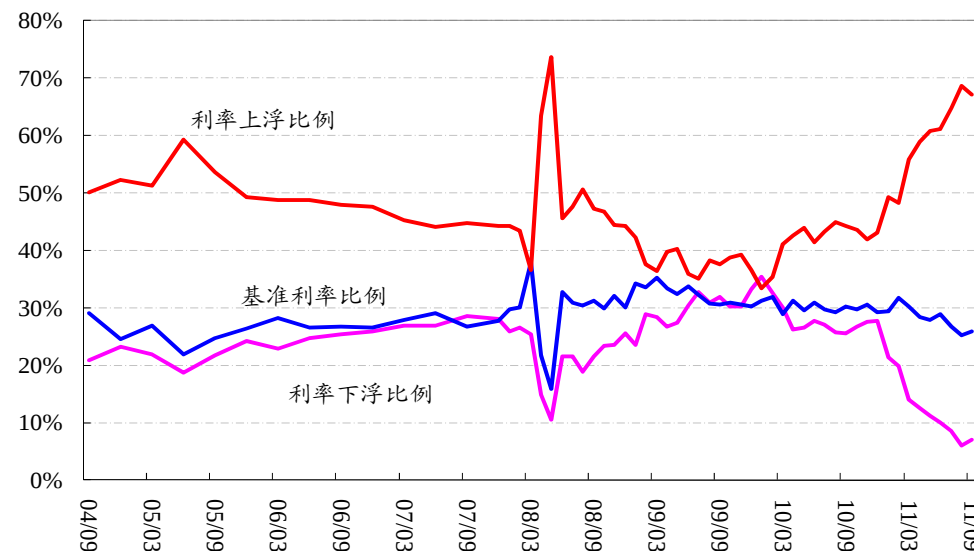
单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 人民银行

11 年 3 季, 由于信贷供给紧张, 贷款利率上浮比例继续增加, 目前已经达到 67%, 远高于 07 年末的 44%, 而利率下浮比例继续下降, 9 月末时只剩下 7%。贷款利率上浮比例大增直接导致了贷款平均利率创出新高。

图 2 金融机构各类贷款利率比例

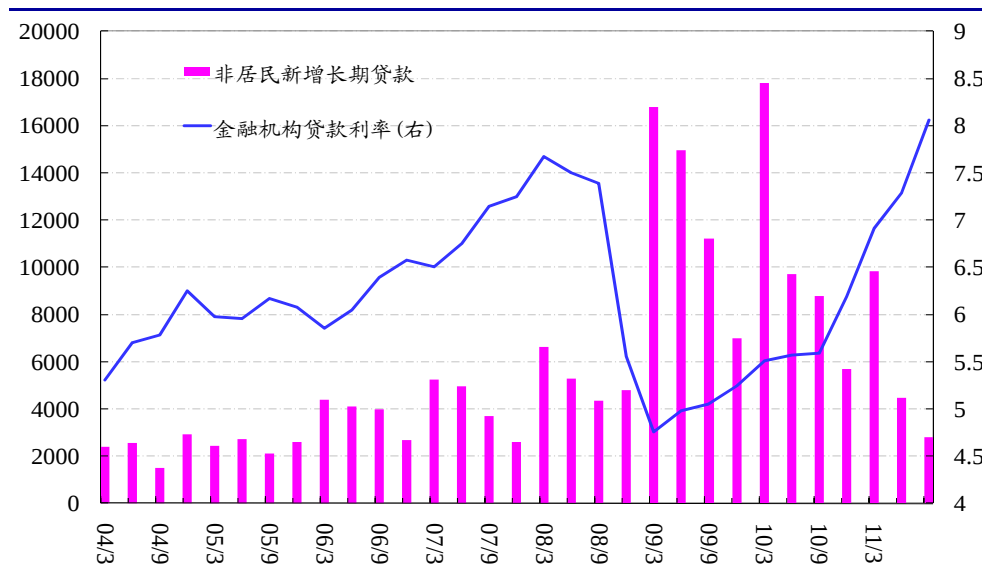


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

2. 企业长贷大幅下降

贷款利率的大幅上升抑制了企业的投资需求，由于贷款利率接近历史高位，3 季度企业新增中长期贷款进一步下降至 2800 亿，连续两月大幅下滑，并创出 2007 年来新低。但 10 月份企业新增中长期贷款 2370 亿，折季度达到 7100 亿，央行的信贷政策出现明显转向。

图 3 非居民新增长期贷款、金融机构贷款平均利率 左轴：亿元 右轴：%

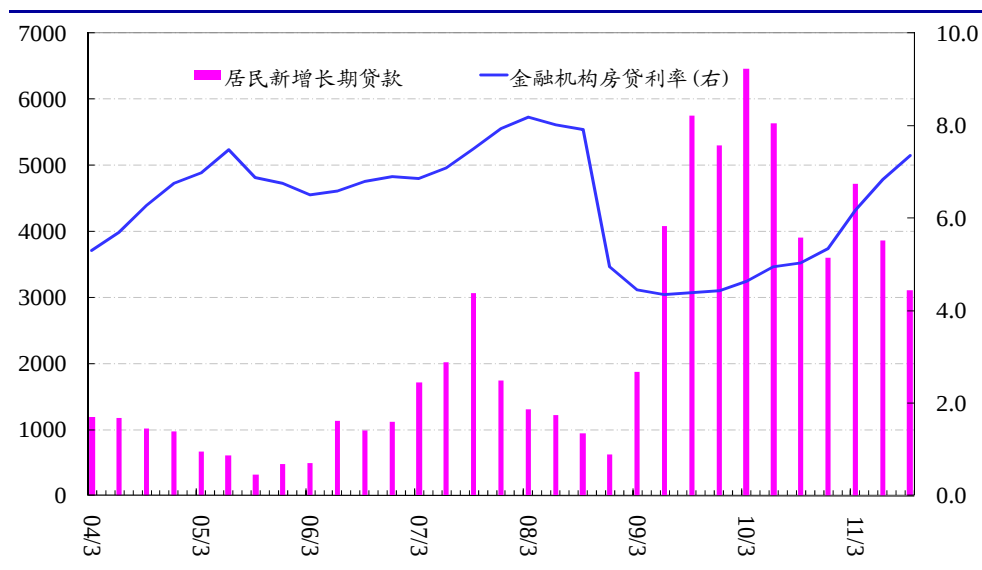


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

3. 居民房贷持续回落

3 季度居民房贷平均利率达到 7.36%，比 2 季度上升 53bp，房贷利率的上升导致居民长期贷款持续回落，对居民的购房需求也形成明显制约。

图 4 居民新增长期贷款、金融机构房贷利率 左轴：亿元 右轴：%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

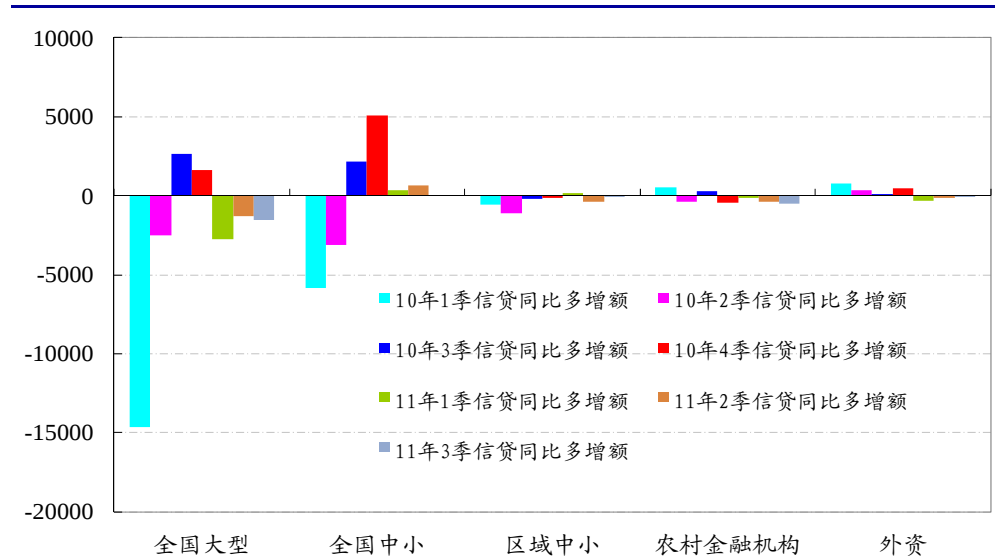
4. 信贷同比依然少增

11 年 3 季度，全国性大型银行、中小型银行及农村金融机构为主要的贷款发放机

构。分不同类型银行看，除区域中小型银行外，其他银行信贷均出现少增，其中全国大型银行少增 1527 亿，降幅最为明显。

图 5 各类金融机构新增信贷同比多增

单位：亿元



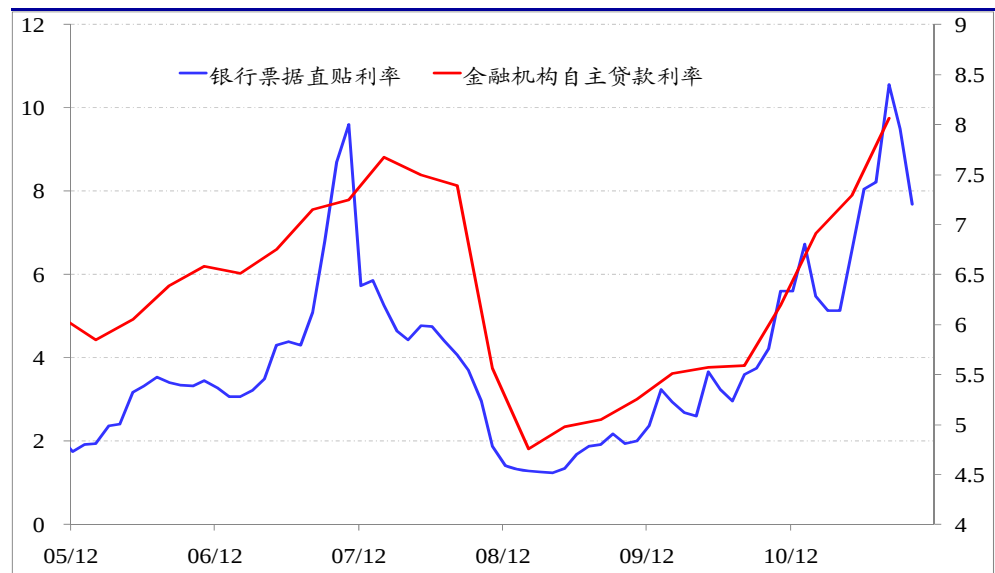
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

5. 10 月利率或有回落

金融机构贷款平均利率的走势与银行票据直贴利率的走势基本一致。票据直贴利率在 9 月创出新高后在 10 月明显回落，或预示 10 月贷款平均利率也将回落。

图 6 银行票据直贴利率、金融机构自主贷款利率

单位：%



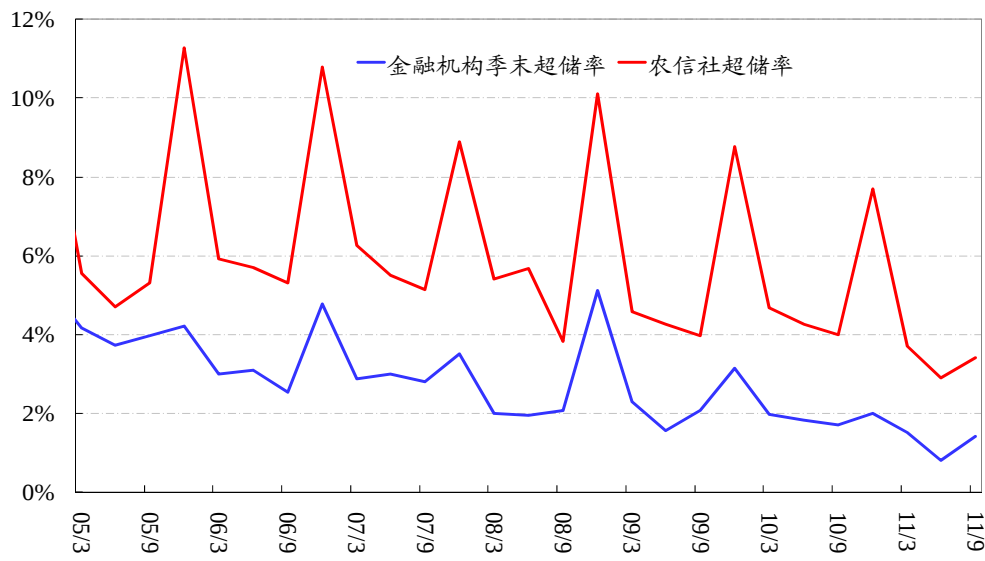
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

6. 超储率已见底回升

3 季度金融机构季末超储率为 1.4%，高于 2 季度 0.8% 的水平，而农信社超储率也由 2 季度的 2.9% 回升至 3.4%，银行超储率或已见底回升。

图 7 金融机构季末超储率、农信社超储率

单位：%



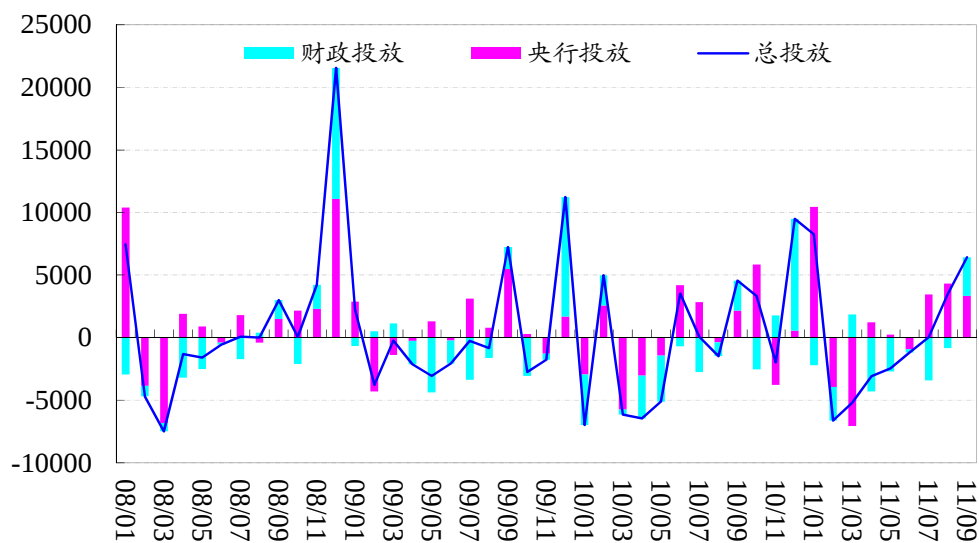
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

7. 源于央行持续投放

央行 3 季度的持续投放或是银行超储率回升的主要原因。7、8、9 月央行通过外汇市场、准备金及公开市场月投放资金超过 300 亿，再考虑到财政存款在 9 月释放，基础货币在 3 季度投放总量明显上升。

图 8 中央政府财政投放、央行操作总量、基础货币投放总量

单位：亿元



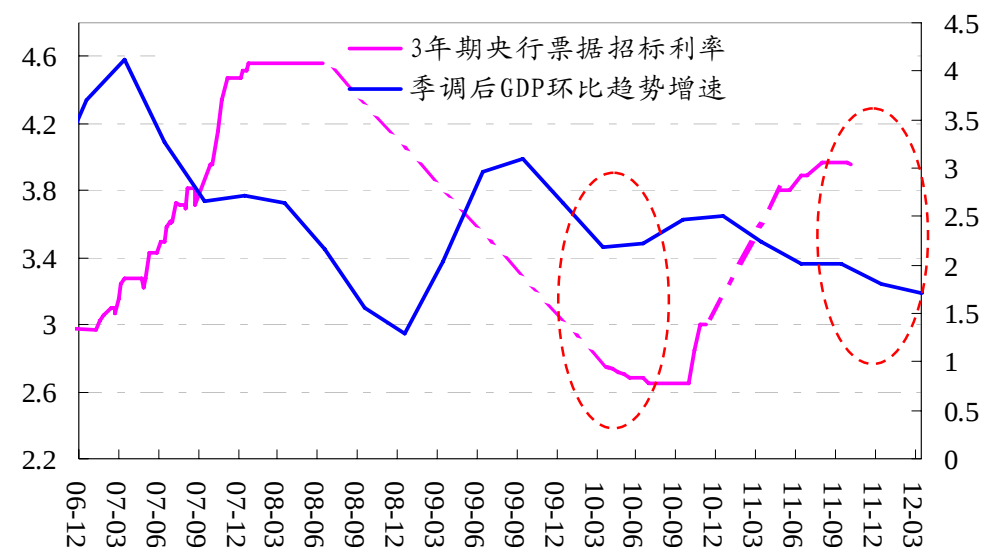
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

8. 货币政策明确转向

目前央行货币政策的已作出明确调整，首先反映在 10 月份 3 年期央票招标利率的下调。回顾 10 年 2 季度经济二次探底时，由于通胀持续上行，央行难以通过下调存贷款利率刺激经济。在此背景下，3 年期央票招标利率的下行意义重大，代表了当时货币政策由从紧向宽松的转变，而随后 3 季度经济开始回升。因此，本次 3 年期央票招标利率的下行也应代表了货币政策的微妙变化，标志着货币政策正式由偏紧转向中性。同时也验证了我们此前认为年内 3 年期央票利率存在下调可能的判断。（参见 2011 年 6 月 19 日报告《退一步海阔天空》）

图 9 GDP 环比增速与 3 年期央票招标利率

单位：%

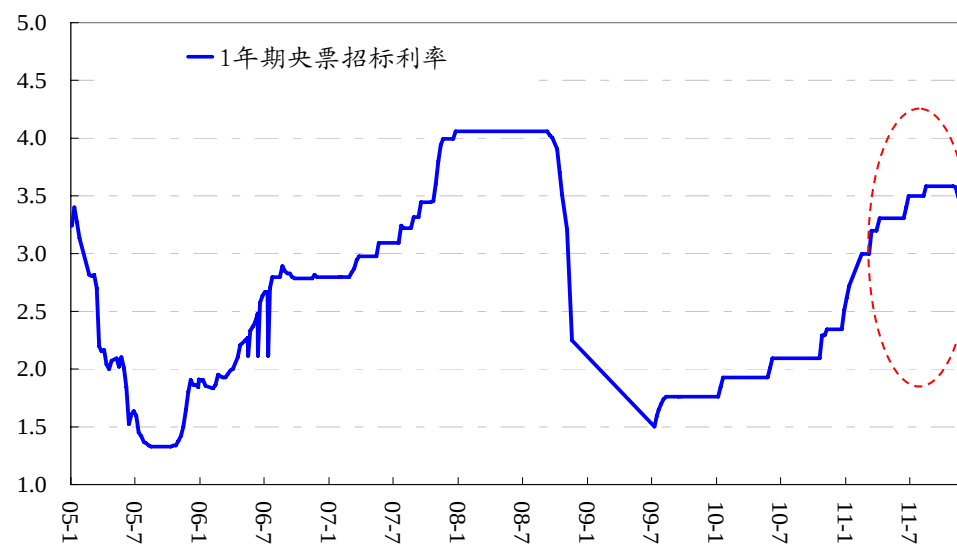


数据来源：国泰君安证券研究，统计局，人民银行

而 11 月 8 日 1 年期央票招标利率下调 1 个 bp，15 日央票招标利率再次下调近 9 个 bp，则可视为货币政策正式转向的信号。理由如下：一、确认了 3 年期央票利率下调所释放的转向信息；二、07 年以后央票招标利率的变动是趋势性的，例如 09 年 7 月以来持续上升，代表的是紧缩周期的启动；本次央票利率连续下行，代表的是趋势性的下降。三、1 年期央票招标利率与 1 年定存利率关系紧密，通常被视为是否加息的风向标，因而其下调意味着未来不排除降息可能。

图 10 1 年期央票招标利率

单位：%

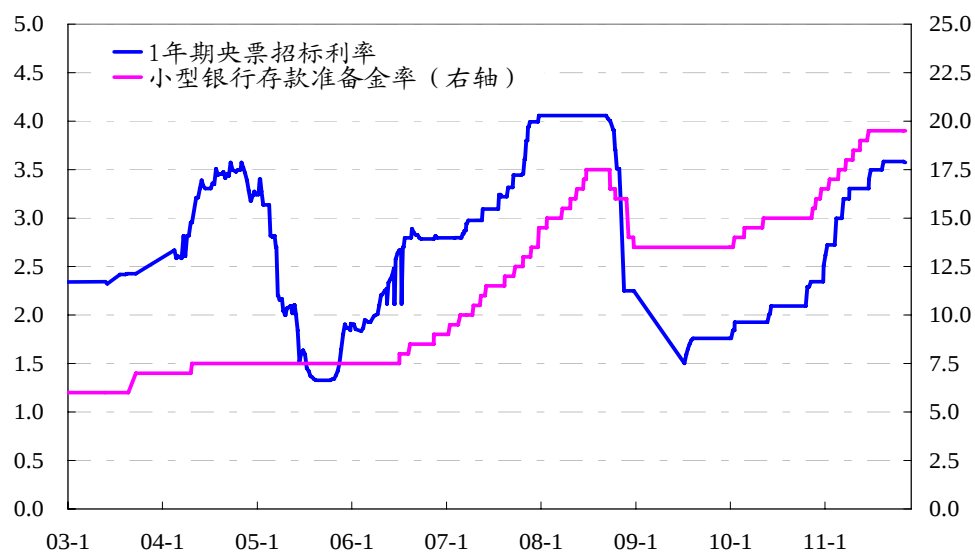


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

此外，央票招标利率的下行也预示着未来存款准备金率存在下调可能。08 年 9 月 16 日 1 年期央票招标利率下降后，9 月 25 日中小型银行存款准备金率就出现下调，10 月 15 日大型银行存款准备金率下降；同样，09 年 7 月招标利率上行后，10 年 1 月中小型和大型存款准备金率都上升了 0.5%。

图 11 1 年期央票招标利率、中小型银行存款准备金率

单位：%

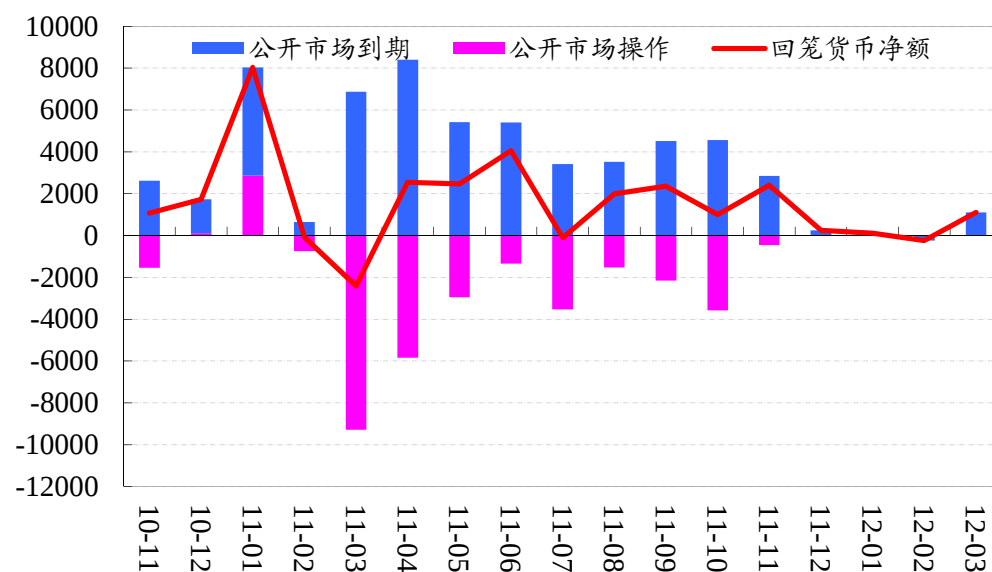


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

从央行公开市场到期资金看，12月、1月、2月的到期资金仅为250亿、110亿、-250亿，央行公开市场操作几乎完全丧失，央行下调存准率概率明显上升，我们预计年底前中小型银行存款准备金率或被下调。

图 12 公开市场到期、公开市场操作、回笼货币净额

单位：亿元



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

作者简介:**汪进:**

执业资格证书编号: S0880511080005

电话: 021-38674624

邮箱: wangjin008085@gtjas.com

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。

姜超:

执业资格证书编号: S0880511010045

电话: 021-38676430

邮箱: jiangchao6164@gtjas.com

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, 09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

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:	gtjaresearch@gtjas.com		