

2011.12.07

外汇流出无碍信贷增长

——论准备金率决定信贷空间

**汪进**

021-38674624

wangjin008085@gtjas.com

编号

S0880511080005

姜超

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880511010045

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

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

王喆

021-38676049

wangzhe@gtjas.com

本报告导读：

本报告对存准下调对信贷增长的影响进行分析。

摘要：

- 10月新增贷款5868亿，而存款减少2010亿，外汇占款减少249亿。存款及外汇占款少增引发了市场对贷款增长的担忧。
- 从银行资产负债表角度看，以存款为代表的广义货币为银行的负债方，而外汇占款与信贷同为资产方。外汇占款的减少将导致货币的减少，并不会对同为资产方的信贷产生影响。
- 央行基础货币投放主要来源于外汇占款，我国外汇占款走势与基础货币的走势也基本一致。而基础货币为商业银行通过贷款派生存款的基础，从这个角度看，外汇占款的减少似乎会影响到信贷的投放能力。
- 从存款准备金制度的角度看，贷款派生货币的规模由基础货币和货币乘数共同决定，而存款准备金率则是影响货币乘数的主要因素。
- 商业银行可以派生货币的基础货币主要为准备金存款，在不考虑存贷比约束的情况下，我们可以根据准备金存款和存款准备金率计算出相应可以支撑的信贷与存款总量，可支撑信贷总量与实际信贷总量差是新增信贷增长空间，它反映的是央行的货币政策对信贷的支持力度。
- 基础货币总量与新增信贷增长空间的关系并不显著，而存款准备金率的调整对信贷投放的影响远高于基础货币的变化。目前尽管存在外汇占款下降的风险，但存准的下调对信贷投放的促进作用更为明显，其更能反映央行货币政策的意图。
- 存贷比考核也是制约放贷能力重要因素。目前中小银行存贷比较高，而大型银行存贷比相对较低。08年为配合信贷投放，银监会对存贷比考核明显放松，在政府货币政策转向的背景下，不排除银监会放松对银行存款存贷比的限制、支持信贷增长的可能。
- 10月存款增长大幅小于贷款与外汇占款增量则源于存款转出表外，在货币宽松存准下调背景下，这部分资金有转回存款并支持信贷投放的可能。

相关报告

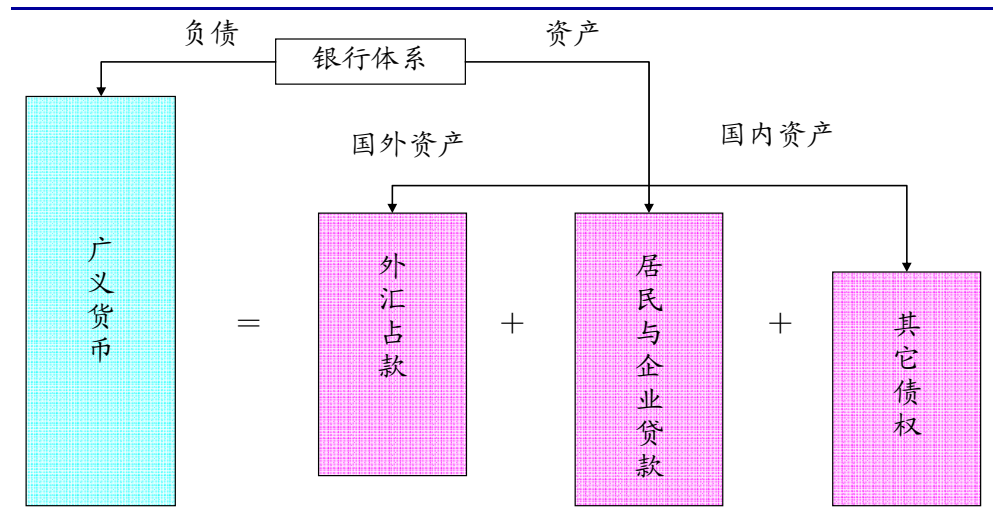
《欧债危机多反复，避险情绪再升温》	2011.11.02
《PMI全面回落，企业利润仍趋下滑》	2011.11.01
《避险情绪显著缓解，风险资产大幅上扬》	2011.10.28
《10月26日欧盟峰会达成欧债危机解决方案点评》	2011.10.28
《收入利润下滑趋势不变》	2011.10.27

1. 外汇占款信贷同为资产

10月新增贷款5868亿，而存款减少2010亿，外汇占款减少249亿。存款的少增及外汇占款的流出引发了市场对贷款增长的担忧。

从银行资产负债表角度看，以存款为代表的广义货币为银行的负债方，而外汇占款与信贷同为银行的资产方。因此，外汇占款的减少将导致货币创造的减少，并不会对同为资产方的信贷产生影响。

图 1 银行体系负债与资产构成



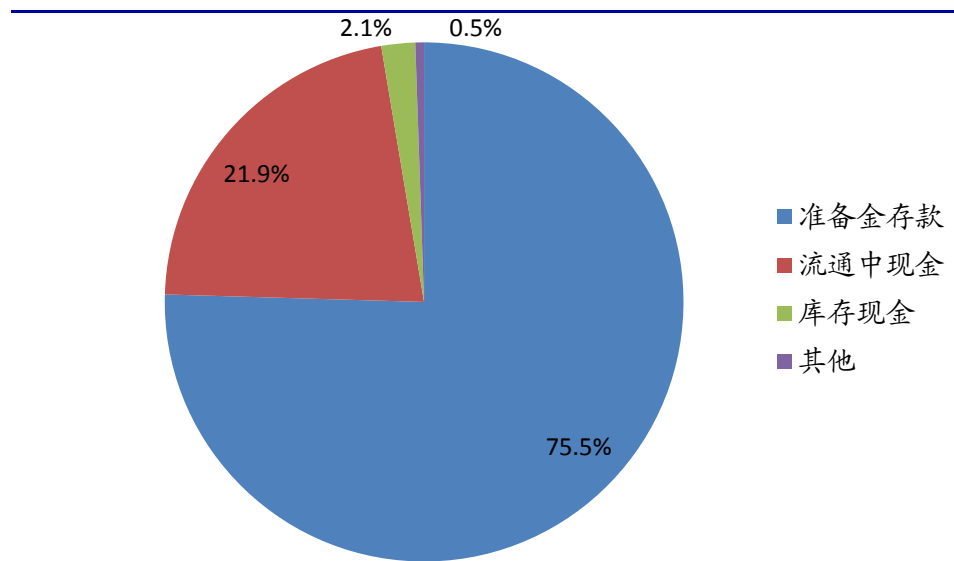
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

2. 外汇流出拖累基础货币

但外汇占款会影响到基础货币投放，基础货币为商业银行通过贷款派生货币的基础，从这个角度看，外汇占款的减少似乎会影响到信贷的投放能力。

我们首先看银行体系基础货币的构成，其主要由准备金存款、流通中现金及库存现金构成，其中准备金存款占75.5%，流通中现金占21.9%。本质上看，基础货币为居民企业及商业银行持有的央行提供的资产（为央行负债）。

图 2 基础货币构成



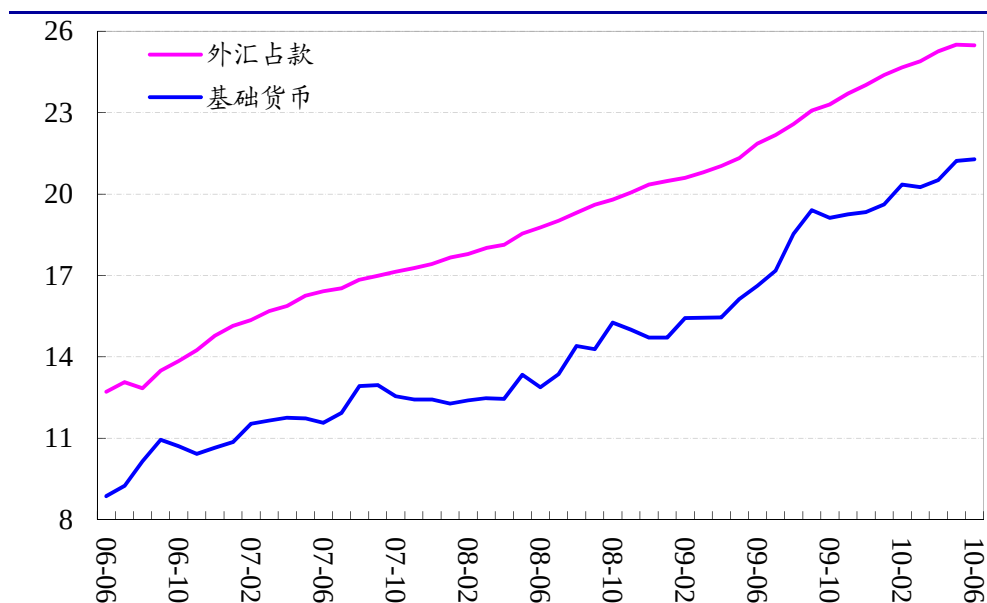
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

在中国的银行体系下，央行基础货币投放主要来源于外汇占款，我国外汇占款走势与基础货币的走势也基本一致。财政存款、公开市场操作虽然会对基础货币产

生影响，但其规模为仅基础货币的 18%与 10%，对基础货币的影响远小于外汇占款。因此外汇占款增长的放缓会导致基础货币增长的放缓。

图 3 外汇占款与基础货币余额

单位：万亿



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

3. 基础货币变化影响有限

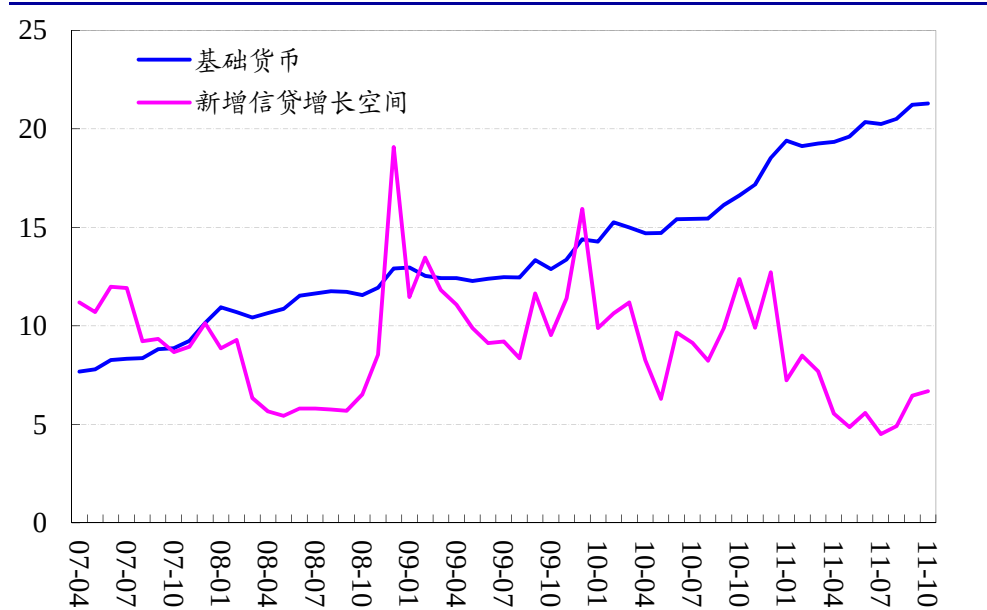
从存款准备金制度的角度看，贷款派生货币的规模由基础货币和货币乘数共同决定，而存款准备金率则是影响货币乘数的主要因素。

在现实中，商业银行可以派生货币的基础货币主要为准备金存款，在不考虑存贷比约束的情况下，我们可以根据准备金存款和存款准备金率计算出相应可以支撑的信贷与存款总量，可支撑信贷总量与实际信贷总量差是新增信贷增长空间，它反映的是央行的货币政策对信贷的支持力度。

我们发现，基础货币总量与新增信贷增长空间之间关系并不显著，基础货币总量并不是影响信贷投放能力的最主要因素。相应外汇占款的减少导致基础货币的下降对信贷投放的制约有限。

图 4 基础货币余额、新增信贷增长空间

单位：万亿



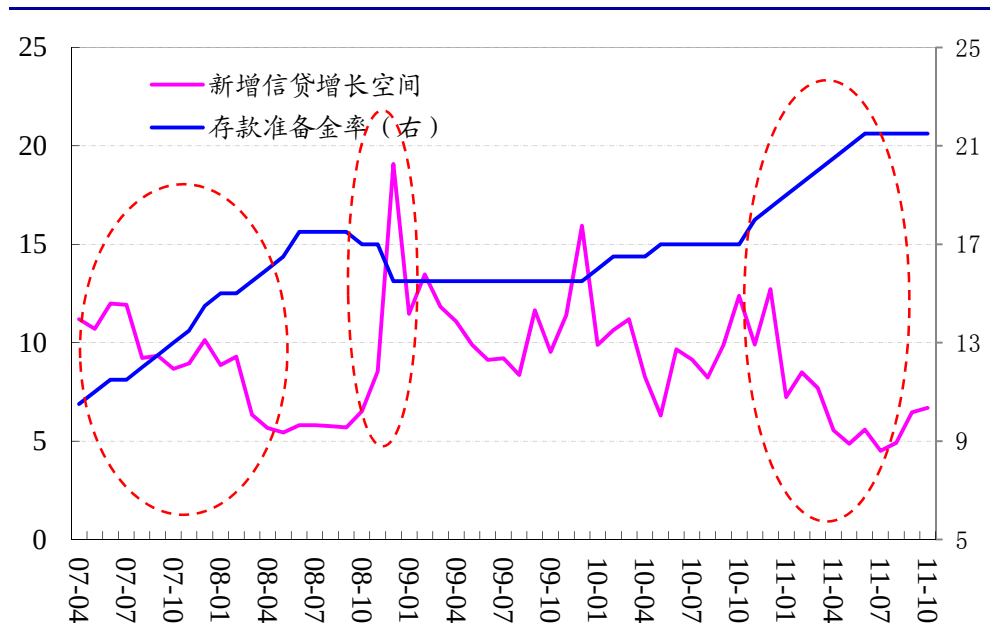
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

4. 存准下调提升信贷投放

事实上，存款准备金率的调整对信贷投放的影响远高于基础货币的变化。07 年至 08 年中期前，尽管基础货币持续上升，但存准率的连续上调导致了信贷投放空间持续缩小，而 08 年 4 季度存准率的持续下调则导致了信贷投放空间的大幅上升。11 年上半年，尽管基础货币持续增长，但存准率的持续上调同样制约了信贷投放能力。

图 5 新增信贷增长空间、存款准备金率

左轴：万亿 右轴：%

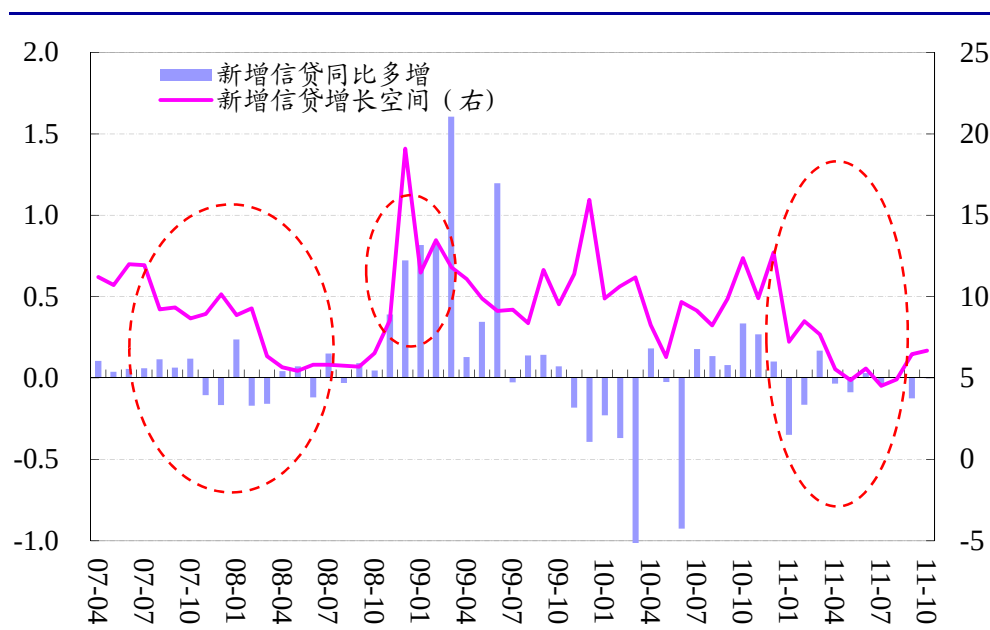


数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

07 年至 08 年上半年信贷投放放缓、08 年 4 季度信贷投放上升、11 年以来的信贷投放放缓明显与准备金调整之间的关系更密切。而 09 年 4 季度外汇占款的上升导致基础货币的上升虽然能提升信贷投放能力，但其不但没能促进信贷增长，还导致存准率的上调与信贷增长的放缓。目前尽管存在外汇占款下降的风险，但存准的下调对信贷投放的促进作用更为明显，其更能反映央行货币政策的意图。

图 6 新增贷款同比多增、新增信贷增长空间

单位：万亿



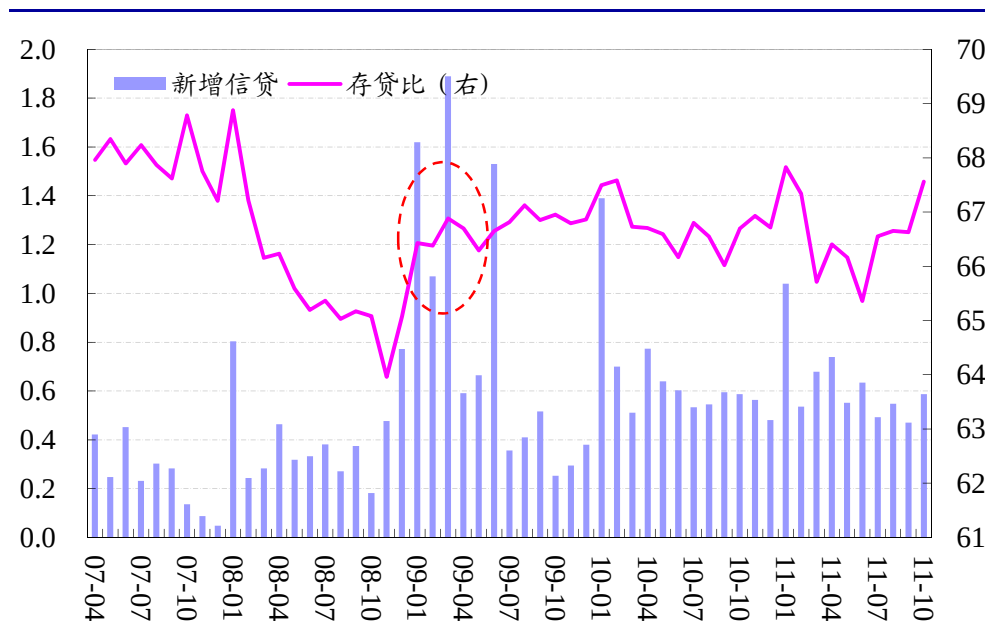
数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

5. 存贷比限制未必是关键

存贷比考核也是制约放贷能力的重要因素。目前中小银行存贷比较高，而大型银行存贷比相对较低。08年为配合信贷投放，银监会对存贷比考核明显放松，在政府货币政策转向的背景下，不排除银监会放松对银行存贷比的限制、支持信贷增长的可能。

图 7 新增贷款、存贷比

左轴：万亿 右轴：%



数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

此外，理论上存款主要由贷款与外汇占款创造，但 10 月存款增长大幅小于贷款与外汇占款增量则源于存款转出表外，在货币政策宽松存准率下调的背景下，这部分资金有转回存款并支持信贷投放的可能。

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		