

贷款利率降幅可能出现分化——信贷新政及其影响跟踪之十三

银行业

2009年2月26日

天相金融地产组 010-66045555 service@txsec.com

事件描述:

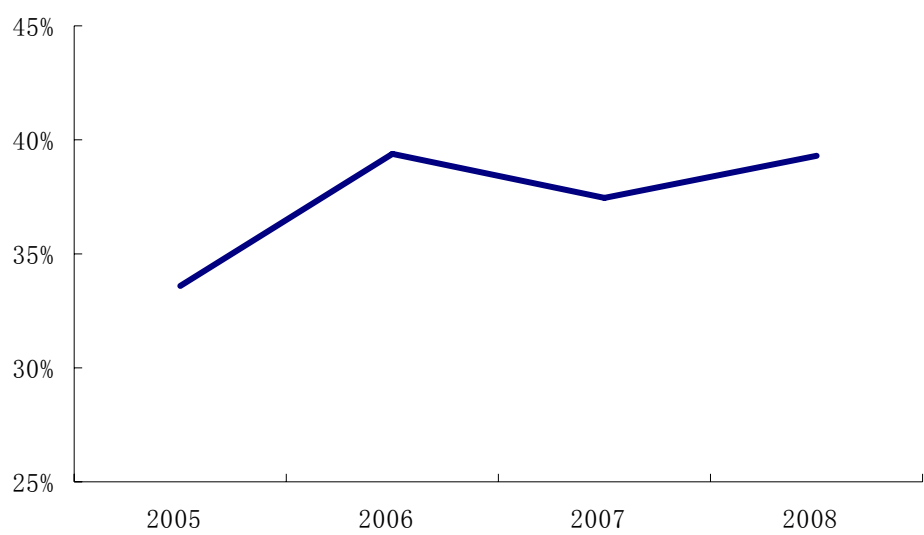
央行发布 08 年第四季度货币政策执行报告，08 年贷款仍是非金融机构的主要融资渠道，占融资总量的 83.1%，较 07 年提高 4.4 个百分点。08 年新增人民币贷款 4.59 万亿元，增速为 18.8%。中国证券报报道，2 月新增信贷有望保持在 8000 亿元以上。近期，央行加大资金回笼力度，3 月期央票连续三周发放。央行有关方面负责人表示，央行将逐步放宽市场准入，培育适度竞争农村金融市场。据媒体披露，科技部和银监会有望近期出台相关文件，推行商业银行设立科技支行试点。2 月 20 日，银监会发布《关于创新小企业流动资金贷款还款方式的通知》。媒体报道，财政部和银监会即将公布《中小企业与涉农类企业不良贷款减免办法》。

评论:

- 2月信贷增速有望保持较快水平：**媒体披露四大行截至2月中新发贷款规模在2000亿元左右，预计2月国有银行新增贷款额应在3000-3500亿元左右，历史数据表明国有商业银行新增贷款额占金融机构贷款新增额的35%左右，不过由于自11月以来的新增贷款以票据融资以及基建类贷款为主，而国有银行在此类贷款的发放中占据了绝大部分，因此2月新增贷款中国有银行发放贷款占比应较历史水平为高，预计占比为45%-50%。据了解，近期银行新增贷款规模有放大的趋势，2月份新增贷款在7000-8000亿元的可能性较大。截至目前，票据贴现利率有所回升但仍处于低位，基本稳定在1.3%-1.5%，低于短期存款利率，但仍高于超额准备金利率。作为满足短期资金需求的信贷工具，票据融资短期内仍难以被取代。加上大型基建项目的配套资金需求，一季度新增贷款仍有望维持较快增速。
- 利差收窄幅度将出现分化：**12月，金融机构人民币贷款加权平均利率为6.23%，较8月高点时下降1.96个百分点，较年初下降1.66个百分点。执行上浮利率的贷款占比为44.31%，较8月份下降6.31个百分点。但该利率水平仍略好于预期。我们预计，随着住房按揭贷款利率的下浮和票据贴现贷款占比的提高，09年贷款平均利率可能进一步下降。不过近期市场对进一步降息的预期减弱，对净利息收益率的预期仍有望改善。我们认为国有银行新增贷款中基建贷款的比重较高，而中小银行新增贷款中贴现贷款的比重可能较高，因此预计国有银行的净利息收益率收窄幅度要好于中小银行。
- 银行系统流动性依然充足，对中小企业的慎贷心理或将延续：**央行08年四季度货币政策执行报告指出，08年末商业银行的流动性充足，金融机构超额准备金率达到5.11%，比07年末提高1.81个百分点。超额准备金率的提高表明银行仍存在慎贷心理，也将导致净息差降低。由于外部经济存在进一步恶化的可能，同时国内经济何时走出低谷仍不确定，商业银行对于中小企业的经营状况仍感担忧。我们认为，解决中小企业融资问题的关键在于解决中小企业的融资担保问题，但目前还没有有效且易于操作的中小企业融资担保模式，推出对中小企业融资优惠政策成本较高，近期出台相关政策的可能性较小。近期银监会推出针对小企业还款的指导意见以及银监会和财政部即将推出的中小企业不良贷款处理办法只是针对目前已经发放的小企业贷款，或能暂时缓解银行小企业贷款的坏账压力，但并不能从根本上打消银行向中小企业放贷的谨慎态度。

4. **银行或将布局农村市场，短期对业绩影响不大：**中央政府近期主要政策都指向了农村消费市场，央行在此时提出鼓励金融机构扩大对农村信贷市场业务具有很强的政策性意义。尽管目前农村市场的消费能力仍与城市有一定差距，但随着城镇化进程的推进，农村市场有望成为新的信贷增长点。不过由于布局农村市场需要一个较长的周期，同时，开拓农村市场前期投入较高，贷款调查、贷后管理等工作成本较高，短期很难对银行业绩有所贡献。
5. **投资建议：**尽管2月贷款仍有望保持较高增速，但低收益资产占比较高的情况使银行从中受益较小。尽管银行盈利的前景不乐观，我们认为银行板块目前的估值状态已经较充分地反映了悲观的预期，相对估值状态优势明显，抗跌性较好，维持对银行业“增持”的投资评级。我们认为深发展A和招商银行近期走势均表明银行股的长期价值在逐步得到认可，银行股的估值有望得到修复。不过在经济好转的信号出现之前，我们仍倾向于利差变化幅度小，贷款风险分散，股息率高的银行，建议配置工商银行、中国银行和南京银行。

图 1：国有银行新增贷款占金融机构新增贷款总额比例



资料来源：人民银行，天相投顾整理



表 1：信贷新政及其影响跟踪系列报告

报告名称	发布时间	内容简介
巨额投资有望带动银行贷款增长——政策及影响跟踪之一	2008 年 11 月 12 日	1. 10 月贷款延续同比多增； 2. 银行业加快贷款投放的可能性增大； 3. 大额投资有望带动贷款和利润的增长。
配合积极财政政策，扩大信贷投放——信贷新政及其影响跟踪之二	2008 年 11 月 19 日	1. 货币政策将与积极财政政策配合； 2. 基础设施贷款比重提高，中小企业贷款比重下降； 3. 资本充足率或制约部分银行信贷扩张。
部分城市住房贷款不良率有所反弹——信贷新政及其影响跟踪之三	2008 年 11 月 26 日	1. 建行细则可能对房贷市场产生较大影响 2. 部分区域房贷不良率的上升值得警惕
对中小企业的扶持将惠及银行——信贷新政及其影响跟踪之四	2008 年 12 月 11 日	1. 中小企业经营状况得到关注 2. 支持中小企业就需要向银行提供补偿 3. 资本充足率成为开展新业务的重要条件
政策主导信贷规模变化——信贷新政及其影响跟踪之五	2008 年 12 月 17 日	1. 11 月贷款同比大幅多增 2. 支持中小企业就需要向银行提供补偿 3. 房地产相关政策有助于减轻存量贷款风险
降息及房贷新政压缩银行利润空间——信贷新政及其影响跟踪之六	2008 年 12 月 24 日	1. 银行流动性管理难度加大 2. 降息对净利润的负面影响较小 3. 房贷新政使银行利润空间收窄 4. 房贷质量风险值得关注 5. 银行贷款投向监控进一步加强
新贷款渠道难改银行惜贷情绪——信贷新政及其影响跟踪之七	2008 年 12 月 31 日	1. 促进中小企业贷款仍需细则出台 2. 并购贷款短期内难成信贷扩张突破口 3. 不良率上升的预期加强
促进信贷投放需出台风险补偿政策——信贷新政及其影响跟踪之八	2009 年 1 月 7 日	1. 促进信贷投放需出台信贷风险补偿政策 2. 二套房贷细则有望出台，银行盈利再压缩 3. 存量房贷政策优惠水平超预期 4. 农村信贷市场或成新利润点
12 月份贷款大幅增加——信贷新政及其影响跟踪之九	2009 年 1 月 12 日	1. 08 年 12 月份金融机构贷款大幅增加 2. 银行业监管进一步放松 3. 政策引导贷款投向，资产质量风险仍需警惕
贷款规模激增恐难持续——信贷新政及其影响跟踪之十	2009 年 2 月 6 日	1. 贷款规模激增恐难持续 2. 拨备计提超预期，不影响银行股价值 3. 资产质量问题短期内不会大规模爆发
贷款增速难续，降息预期减弱——信贷新政及其影响跟踪之十一	2009 年 2 月 12 日	1. 贷款增幅大超预期，增速恐难持续 2. 降息预期减弱 3. 上市银行 09 年业绩或出现分化



		4. 流动性仍需进一步向实体经济传导 5. 存量房贷 7 折新政落实，将小幅影响 09 年银行盈利
信贷增长对盈利贡献有限——信贷新政及其影响跟踪之十二	2009 年 2 月 18 日	1. 收益率下降，信贷增长对盈利贡献有限 2. 中小企业贷款政策有望进一步完善 3. 短期内降息可能性进一步降低

天相主要观点回顾

报告名称	日期	内容提要
把金融支持中小企业放在更加突出的地位	2008 年 12 月 15 日	1. 国务院制定的货币政策目标是相对较快的。 2. 三十条意见中三分之一的篇幅都是从中小企业入手去制定金融促进经济发展的政策和措施。 3. 政府对中小企业如此的重视，是建立在中国经济现实基础上的重要政策方向。 4. 我们认为意见对金融行业构成利好，对贷款质量较敏感的兴业银行、招商银行、深发展、民生银行等有望从中大幅获益。
降息是否会受制于外汇储备减少	2008 年 12 月 23 日	1. 在如此严峻的经济形势下，央行重新回归小幅度降息，可能的原因之一是担心利率下调过快后外资大量流出，而且目前外汇储备已经开始减少。 2. 无论是从未来降息的趋势，还是从促进出口的角度看，人民币都有贬值的压力，因此外资大量流出的压力依然存在。 3. 为了对冲外资流出对流动性的影响，央行还需要采取进一步扩大流动性的政策，比如停发央票、继续大幅度降低存款准备金率。 4. 为了防止企业界在外资大规模撤离后流动性更加困难，要有应急措施，比如央行通过商业银行对某些可能受到外资冲击大的企业或者行业再贷款或者再贴现，财政准备应急资金进行救助等。
9-11 月工业企业利润同比下降 26.6%	2008 年 12 月 29 日	1. 内需和外需放缓是工业企业利润增速放缓的主要原因。 2. 尽管原材料价格大幅下跌，中下游行业的盈利未见好转。 3. 上游采掘业利润增速尽管有所下滑，但在如此恶劣的外部环境下仍然保持在较高的水平，显示出成长的稳定性。 4. 石油加工及炼焦业和电力行业的盈利状况出现一定的拐点。 5. 产成品资金的少增表明企业面对经济形势恶化提前作出反应，通过减产、消化库存减小需求放缓下的经营风险。 6. 如果没有需求反弹的支持，即使在消化完库存之后，工业企业效益也未必能够走出低谷。这需要政府出台更多的反周期政策，以带动内需，从而稳定工业生产的增长。



附录

附件 1: 近期相关政策列表	6
附件 2: 四大行 2 月信贷增速衰减 符合市场预期 (02-20)	7
附件 3: 3 月期央票连发三周 央行引导信贷均匀投放 (02-20)	7
附件 4: 商业银行设立科技支行将获政策支持 (02-20)	8
附件 5: 外资银行转战农村金融市场 (02-23)	9
附件 6: 信贷余额增长较快 货币快增面临压力 (02-23)	10
附件 7: 央行将逐步放宽农村金融市场准入 (02-23)	13
附件 8: 银监会鼓励创新小企业贷款还款方式 (02-21)	14
附件 9: 2 月信贷投放可能缩至 5000 亿 (02-23)	15
附件 10: 央行: 新增贷款可能入市 但查无实据 (02-23)	15
附件 11: 2 月新增信贷或超 8000 亿元 (02-26)	16
附件 12: 部分中小企业不良贷款将获减免 (02-26)	17



附件 1：近期相关政策列表

政策名称	颁布日期	颁布机构
继续加大保障民生投入力度,切实解决低收入群众基本生活	10-22	财政部
扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度 支持居民首次购买普通住房	10-22	中国人民银行
认真贯彻落实国务院关于四季度经济工作部署 进一步加大对中小企业信贷支持力度	10-23	中国人民银行
下调金融机构人民币存贷款基准利率	10-29	中国人民银行
中央财政进一步加大政策扶持力度 促进中小企业发展	10-29	财政部
认真落实适度宽松的货币政策 进一步扩大内需促进经济增长	11-10	中国人民银行
财政部召开地方财政厅(局)长会议传达部署扩大内需促进经济平稳较快增长有关会议精神	11-11	财政部
中国人民银行决定下调存贷款基准利率、存款准备金率	11-26	中国人民银行
国务院关于当前金融促进经济发展的若干意见	12-13	国务院办公厅
国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见	12-21	国务院办公厅
中国人民银行决定下调存贷款基准利率和存款准备金率	12-22	中国人民银行
全面落实科学发展观 支持国民经济平稳较快发展	01-06	中国人民银行
银监会调整部分信贷监管政策 促进经济稳健发展	01-10	银行业监督管理委员会
坚定信心 科学监管 迎难而上 促进银行体系稳定和经济平稳	01-13	银行业监督管理委员会



较快发展		
保增长 防风险 确保银行业稳健发展	01-16	银行业监督管理委员会

天相投顾根据公开资料整理

附件 2：四大行 2 月信贷增速衰减 符合市场预期（02-20）

四大行 2 月信贷增速衰减 符合市场预期

1 月份井喷式投放之后，2 月份信贷增速虽然延续了上个月的信贷投放势头，但冲劲明显大大衰减。这基本符合市场预期。

“2 月份贷款增速肯定要放缓，这是圈子里都想到的。一般认为 2 月贷款达到 5000 亿元，就算维持了 1 月信贷增长对经济的支持力度。我个人认为，有 3000 亿 - 4000 亿元就可以了。”交银国际银行业分析师杨青丽认为。

目前银行放贷的情况，可以说已经达到市场的这一预期。据《财经》记者多方了解，2 月过半，包括工商银行（上海交易所代码：601398，香港交易所代码：01398，下称工行）、建设银行（上海交易所代码：601939，香港交易所代码：00939，下称建行）、中国银行（上海交易所代码：601988，香港交易所代码：03988，下称中行）、农业银行在内的四家大型国有商业银行新增贷款近 1500 亿元。

从历史数据观察，四大行的信贷投放一般占到整个行业的一半左右。在 2009 年 1 月的信贷投放中，工行和建行当月新增贷款分别为 2712 亿元和逾 2500 亿元。

“2 月份新增贷款同比虽会增长，但增量难以达到 1 月新增贷款的 50%。”一名上市股份制银行董秘告诉《财经》记者。他分析，1 月份银行信贷集中投放基本是既有储备项目的释放，2 月份部分项目仍需要后续资金的投入，但是银行对新项目的贷款投放会掌握节奏，虽然各家银行信贷结构不一，但新增贷款不会延续 1 月份的飙升态势。

2008 年，中国银行业也经历了一番在年初集中释放贷款的情景。当时正值实施从紧货币政策，各家商业银行为确保全年盈利，在贷款规模受限的情况下本着“早投放早受益”的原则，1 月份新增人民币贷款 8036 亿元，但在有关部门的窗口指导下，2 月份新增人民币贷款降至 2434 亿元。

受访的多位分析师认为，如果 2 月份新增贷款能维持在 5000 亿元水平，则信贷对经济的支持力度仍与 1 月份相符。针对 2 月份新增贷款规模大小，各家投行也观点不一。

中金公司日前出具的研究报告预计，2 月份全国信贷新增有望达到 6000 亿元，大大低于 1 月份 1.62 万亿元的水平。

交银国际银行业分析师杨青丽则认为，2 月份新增贷款将有望达到 3700 亿元。据其测算，若 2009 年新增贷款为 5 万亿元，一季度投放比例为 45%，则今年前三月投放总额为 2.25 万亿元。这意味着一季度后两月贷款规模在 6300 亿元左右。

财经网
2009-02-20

附件 3：3 月期央票连发三周 央行引导信贷均匀投放（02-20）

3 月期央票连发三周 央行引导信贷均匀投放

19日，央行发行了350亿元3月期央票。这已经是央行连续三周发行3月期央票，而在去年11月初，央行曾公告宣布3月期央票隔周发行。分析人士指出，3月期央票连续三周发行，表明央行在有意通过加大公开市场力度，引导部分信贷延至2季度发放，从而使信贷均匀投放。

1月份，我国新增人民币贷款达到前所未有的1.62万亿元，同比多增8141亿元。不过，其中票据融资达到近四成，且相当比例的贷款投向了低风险的政府投资项目。在贷款高增的同时，反映实体经济活跃程度的狭义货币供应量(M1)增幅则降至历史低位。

“1月份数据显示银行体系流动性异常充沛，但这种过剩流动性并没有注入到实体经济中去。因此，央行通过公开市场操作和降息等手段释放流动性的操作也趋于保守。”中国社科院金融所中国经济评价中心主任刘煜辉说。

去年下半年以来，央行先后停发3年和1年期央票，并宣布3月期央票隔周发行，以防范流动性风险。央行副行长易纲去年11月14日指出，我国流动性已经由金融危机前的过剩转为宽裕。

专家认为，由于近2个月进口降幅深于出口降幅，使贸易顺差增量处于高位，而近期资本流出问题并不是非常突出，因此流动性向更加宽裕发展。此外，今年1季度央票到期量异常庞大，而春节前央行按照惯例降低公开市场回收力度，这都造成了银行体系流动性异常充沛。

春节之后，央行就开始加大公开市场回笼力度。节后2周通过公开市场从银行体系分别净回笼资金1040亿元和560亿元。节后3周实现了3月期央票的连续发行，3期共发行央票1000亿元，参考收益率则维持在0.9650%不变。

中金公司16日发布的研究报告认为，央行加大回笼力度主要是为了引导银行信贷投放的季度分布更加均匀，尤其是抑制票据融资规模的过快增长。

由于“两会”之前都是国家投资项目的重点落实期，因此预计2月份会继续出现商业银行竞相发放国家项目配套贷款的现象。如果没有调控，那么今年二季度后贷款增长很难满足实体经济需要。

至于公开市场操作力度加大是否会延续，专家认为还要看今后流动性的发展。刘煜辉指出：“如果今后进出口变化导致贸易顺差改变高增状况，或者资本流出发生变化，都会影响到央行公开市场操作力度。”

上海证券报
2009-02-20

附件 4：商业银行设立科技支行将获政策支持（02-20）

商业银行设立科技支行将获政策支持

消息人士向中国证券报记者透露，科技部和银监会有望近期出台相关文件，推行商业银行设立科技支行试点。有意向成立科技支行的商业银行需先向当地银监部门、科技部门递交申请和实施方案。获批的科技支行可获得科技部和银监会给予的优惠政策。

科技部、工商联和九三学社从2003年起就倡导建立科技银行。按照他们的设想，科技银行应该是独立的法人机构，主要向中小科技型企业进行投资和提供贷款，培育其成长，资金来源吸收机构存款和发行金融债券等。目前，国际上运作比较成功的科技银行是美国硅谷银行。

有专家指出,在国内设立这种科技银行,目前还存在法律方面的限制。银监会之所以迟迟不发放牌照,一方面是担心这类银行的风险控制能力;另一方面,我国《商业银行法》第 43 条规定,商业银行“不得向非银行金融机构和企业投资”。

今年 1 月初,作为试点,成都率先设立了两家“科技银行”。不过,与设立区域性独立的科技银行的设想不同,这两家“科技银行”分别是以“支行”的形式存在。有媒体报道,在业务范围上,这类支行可开展多种形式的担保,如出口退税质押、股票质押、股权质押、保单质押、债券质押、仓单质押和其他权益质押等,并引入贷款风险定价机制,在法律法规和政策允许范围内自主确定贷款利率。消息人士指出,科技部和银监会即将放行的科技银行与成都成立的两家“科技银行”仍有一定区别。

此前,银监会和科技部一直在探讨如何推动科技银行发展,主要原因是目前我国中小型科技企业存在资金缺口。一方面,通过股市融资的中小型科技企业屈指可数;另一方面,本应发挥较大作用的风险投资在国内也规模有限。

据科技部统计,截至 2007 年底,我国的 VC 存量只有 1000 多亿,而 2007 年浦东地区中小科技型企业资金年缺口就有 1000 多亿。

中国证券报
2009-02-20

附件 5: 外资银行转战农村金融市场 (02-23)

外资银行转战农村金融市场

“中国三分之二的人口在农村。在农村地区先把品牌知名度做好,随着国内城市化进程的推进,未来渣打自然会有更多的客户。”渣打中国执行董事兼行政总裁曾璟璇这样解释渣打热衷农村金融的原因,“农村经济的增长可能会慢,但可持续。在目前的金融危机下,这种不是最快但可持续的发展显得尤为珍贵。”

不久前,内蒙古和林格尔渣打村镇银行开业。而花旗的贷款公司也有了 3 家,汇丰的村镇银行已经开了 5 家。如果村镇银行业务发展进展顺利,外资银行将找到中国业务的突破口。

选择资源丰富地区

“如果外资行选择在资源丰富的地方,这些地方 GDP 增速快,且随着这些地方产业的发展,会给外资行带来收益,这将使得他们的业务有所突破。”交行首席经济学家连平认为,“如果外资行只是简单地选择面对农民、农村和农业,我相信他们是没有机会的。”

渣打银行选址内蒙古和林格尔,证实了连平的上述观点。渣打银行表示,内蒙古自治区集中了大批农牧企业及农业从业者,这是渣打银行首家村镇银行选址落户的重要原因。

曾璟璇介绍,和林格尔渣打村镇银行注册资金 1000 万人民币,是英国渣打银行的全资子公司。渣打银行在华农村金融战略的三大重要组成部分是,与大型农村发展商如种子生产商等合作;通过农村贷款公司等中介机构,扩大农村金融参与度;设立村镇银行等直接参与农村金融。

在此之前,汇丰银行已在湖北随州、重庆大足、福建永安、北京密云等地开设了 5 家村镇银行。汇丰方面介绍,汇丰村镇银行按照商业银行条例运营,需要满足 75% 的存贷比。因此,

初始阶段村镇银行需要在贷款之前，先吸收存款。根据法规，最大额贷款不得超过注册资本的5%。例如，重庆大足汇丰村镇银行的注册资本是 4000 万人民币，因此其向企业提供的贷款上限是 200 万元人民币，不设下限。

不同于传统的基于抵押的贷款，汇丰村镇银行的贷款将更注重对企业现金流和还款能力的分析。例如，重庆大足汇丰村镇银行将通过“企业+农户”的价值链融资模式为当地农户提供贷款。通过与当地农业龙头企业的合作，为农户和经销商提供贷款。汇丰预计村镇银行大概三年内可以实现损益平衡。

或成在华业务突破口

曾璟璇介绍，尽管经营时间不长，但和林格尔渣打村镇银行业务增长好于预期。

汇丰方面也表示，湖北随州曾都汇丰村镇银行 2007 年 12 月开业以来，发展顺利。目前其注册资本已由最初的 1000 万人民币增至 4000 万人民币；业务也由最初单一面向企业客户，开始面向农户。目前客户已达几百家，以存贷业务为主。

如果农村金融能为外资行带来持续的收益，那外资行无疑找到了在华业务的突破口。

目前，外资行在华业务缺乏亮点的现状引起了各方关注。一位与外资银行有长期合作关系的人士介绍，不仅理财产品业务缩减、个贷业务萎缩，外资银行比较专注的中小企业贷款业务也开展得并不理想。

他分析，裁员也好，业绩下滑也罢，其实都反映了外资银行在国内市场上的处境并不乐观——传统的信贷业务规模有限，创新的理财产品、企业服务等又表现不佳。“他们还没有在国内市场上找到可持续的利润增长点。”

不过，交行研究部高级金融研究员鄂永健认为，不排除外资行希望通过开设村镇银行，换取其它领域更多实惠的可能性。“比如，利用在边远地区开设一家网点‘换取’在上海等经济发达地区增加网点的许可。”

中国证券报
2009-02-23

附件 6：信贷余额增长较快 货币快增面临压力（02-23）

信贷余额增长较快 货币快增面临压力

2008 年，受货币政策转向、实体经济需求变化等因素的影响，货币信贷运行在上、下半年呈现不同的运行态势，一些新特征、新问题也值得密切关注。2009 年，在适度宽松的货币、金融政策的影响下，特别是积极财政政策的有效带动，信贷余额有望实现较快增长，但货币供应扩张加速将会因外汇储备增长放缓、货币乘数下降而面临一定压力。

一、2008 年货币信贷运行前后迥异，并出现了新的结构性特征

2008 年，受实体经济需求变化、货币政策转向等因素的影响，货币信贷在上下半年呈现不同的运行态势。上半年，在从紧货币政策下，货币和信贷增长基本受控，人民币贷款余额同比增速从 1 月末的 16.74% 一路下降到 6 月末的 14.12%；尽管有反复，M2 同比增速总体下降，6 月末比 1 月末降低 1.57 个百分点。下半年以来，货币政策逐步转为适度宽松，信贷增速也开

始回升，12月末上升到18.76%，比2007年末提高2.66个百分点；但受实体经济货币需求下降、外汇储备增长放缓等因素的影响，M2从6月份开始加速下降，11月末下降到14.8%，这是三年来最低增速，12月末迅速回升到17.82%，比2007年末提高1.08个百分点。（图1）

2008年货币信贷运行还出现了三个新的结构性特征：

一是受企业活期存款增速快速下降的影响，M2和M1“倒剪刀差口”逆转。作为M1主要组成部分的企业活期存款在2008年下降很快，最终导致M1增速从5月份开始低于M2增速，致使持续了18个月的M2和M1“倒剪刀差口”逆转（图2）。企业活期存款快速下降（特别是在下半年）主要是受资本市场震荡调整、企业收入下降及投资活动减弱的共同影响。

二是居民户贷款持续低迷，企业贷款增长较快。主要受房地产市场观望气氛浓厚的影响，2008年全年仅新增居民户贷款7010亿元，比2007年大幅减少4787亿元。上半年，尽管受信贷总量控制，但银行力保大企业客户借款需求，企业贷款得以保持平稳增长。受货币政策加快放松、一系列大型基建项目陆续启动的拉动，企业贷款增长在下半年加速（图3）。

三是定期存款占比上升，活期存款占比下降。2008年，存款定期化尤为引人注目，总人民币存款余额中定期存款占比从年初的43.9%上升到年末的48.1%，同期活期存款占比则从40.9%下降到37.7%（图4）。这—是因为在资本市场低位震荡、企业盈利预期下降的情况下，企业和居民的投资意愿降低；二是下半年货币政策持续放松，降息预期强烈导致居民为增加存款收益而提前锁定期限。

二、2008年货币信贷运行需要重点关注的三个问题

首先，08年信贷高增长基本符合实体经济需求。08年初我们就认为，根据GDP和物价的增长情况，08年贷款增长很可能突破14%的目标值。货币政策迅速转向是贷款高增长的重要原因之一，但实体经济增长本身对贷款需求也很大。图5表明，名义GDP（作为衡量贷款需求的变量）与贷款余额增长有着比较一致的变化趋势。根据我们的实证分析，贷款余额对名义GDP的弹性约为1.2，08年名义GDP增长17%，需要贷款相应增长20%左右，所以19%的实际贷款增速基本符合实体经济需求。

其次，若加回农行核销的不良贷款，4季度银行业不良贷款余额和占比均微升。2008年4季度，银行业不良贷款余额和占比继续“双降”，但这主要是受农行核销了大约7500亿元不良贷款的影响。若将这7500亿元不良贷款加回，则4季度银行业不良贷款余额比3季度增加了527亿元，占比也小幅上升0.02个百分点。因此，经济下行期间银行资产质量问题应引起重视。

第三，跨境资金流动对货币供给的影响不容忽视。根据我们的实证分析，外汇占款变化对M2具有显著影响（见专栏2），而跨境资金流动是除贸易顺差和FDI之外影响外汇占款的重要因素之一。2008年下半年，在信贷增速持续回升的情况下，M2增长却持续回落，很可能就是受资本流出导致的外汇储备增长显著放缓甚至下降的影响，因为贸易顺差和新增FDI基本保持稳定。

三、2009年信贷余额有望实现较快增长，货币供应增长加速面临一定压力

（一）扩张性宏观政策下银行信贷增长较快

2009年，在积极财政政策和适度宽松货币政策的带动下，信贷增长有望加快。预计全年新增人民币贷款4.8-5万亿元，余额增长16%左右。

首先，历史经验表明扩张性宏观政策有助于信贷稳定增长。

为抵御亚洲金融危机的影响，我国政府从 1998 年开始实行积极财政政策和稳健的货币政策，对信贷的平稳增长提供了强有力支撑，确保了我国经济平稳增长。相关资料显示，从 1998 年至 2007 年，积极或稳健的财政政策每年拉动经济增长 1.5-2 个百分点。同时，信贷增长从 2000 年开始逐步回升，2000 年末回升到 13.4%，2002 年末则上升到 15.8%。

预计此次积极的财政政策和适度宽松的货币政策组合对贷款增长的拉动作用将远超过 1998 年。这是因为 1998 年后的五年内，我国一共投入约 3 万亿元，而此次财政刺激计划两年内就投入 4 万亿元，力度更大；二是 1998 年的投资领域主要是基础设施，而本次扩大财政支出领域除了基础设施投资外，还包括保障性住房等民生工程，范围更广；三是十年前四大国有银行不良贷款率高达 40% 左右，严重制约了银行的放贷能力，而目前我国商业银行的资本实力、资产质量和抗风险能力都有了较大幅度提高，放贷能力显著增强。

其次，适度宽松的货币、金融政策有利于银行信贷扩张。

一是降低贷款利率有利于企业降低资金成本，改善盈利预期，进而促进其增加投资和贷款需求。二是准备金率下调、减少或停发央票发行、公开市场净投放将有利于商业银行保持充足的流动性。三是信贷规模控制取消为银行增加信贷投放“松开了手脚”。尽管银行贷款投放还要受到存贷比不超过 75% 的限制，但估算表明，2009 年末金融机构存贷比约为 67%，远在 75% 以下。特别是大型银行，将成为新增贷款的“主力军”。

此外，“金融九条”、“金融 30 条”以及银监会“信贷新政”等政策措施在改善银行信贷环境、适当放松不良贷款核销标准、允许中小银行突破存贷比限制等方面均有所涉及，这些都有利于促进银行信贷增长。

最为重要的是，积极财政政策对贷款增长的拉动作用十分显著。

在经济下行情况下，贷款有效增加还应主要靠积极财政政策来拉动。按照 4 万亿投资中的一半左右为新增投资、平均分两年进行计算，2009 年中央新增投资约 2500 亿元，中央总投资约为 10000 亿元。预计 2009 年中央投资对整个社会总投资的拉动乘数约为 20，即中央投资将拉动整个社会总投资 20 万亿左右。同时，考虑到 2009 年信贷规模限制取消，同时股票市场也难有大幅反转，预计明年银行贷款占社会固定资产投资各项资金来源的比重将回升到 20% 左右的水平，所以 20 万亿元的固定资产投资将需要 4 万亿元左右的新增贷款。再合理预计明年固定资产投资贷款占银行总新增贷款的比例为 80% 左右，则 2009 年银行人民币贷款增幅将达到 16% 左右，增量将达到 4.8-5 万亿元（具体分析见专栏 1）。

（二）货币供应加速增长面临一定压力

从历史经验看，1998、1999 两年由于出现了通货紧缩，M2 增速与名义 GDP 增速之差扩大到 8 个百分点左右。如果预计今年名义 GDP 增长 9%，则历史经验表明今年 M2 增长 17% 是可能实现的。不过，尽管信贷较快增长将对 M2 增长形成强有力的支撑，但也必须看到，2009 年货币供应增长还面临一定压力。综合考虑外汇占款和货币乘数变化，我们认为 2009 年末 M2 增长 16% 左右的可能性最大。

第一，外汇储备增长放缓将对货币供应扩张构成制约

实证分析表明，外汇占款变化对 M2 增长具有显著的影响（见专栏 2），2009 年外汇储备增长将由于以下三方面原因可能显著放缓。

一是贸易顺差将因出口增速大幅下降、进口增长难以持续降低而减少。2009 年，在世界主

要经济体均陷入衰退、消费萎靡不振的情况下，我国出口负增长很可能成为常态。而另一方面，在进口原材料价格继续大幅下跌的空间减小、企业消化库存行为逐渐接近尾声的情况下，未来进口增速持续下滑的空间已经不大。而且，扩大内需的政策出台后，一系列投资项目的陆续启动还将对进口增长提供一定支撑。

二是 FDI 增长受多方面的影响而有所减缓。我国经济增速放缓，投资收益率有所下降，对外国资本的吸引力降低。另一方面，跨国公司的资本实力显著降低，许多公司甚至都“自顾不暇”，需要资金回流“救急”，其对外投资也计划将大幅缩减。不过，在 2009 年下半年我国经济有望开始复苏的情况下，也存在 FDI 增长反弹的可能。

三是跨境资金净流出的趋势在短期内难以改变。目前来看，综合考虑到人民币快速升值预期不在甚至出现贬值预期，以及国内资本市场短期内难有大作为等因素，短期内“热钱”资净流出的趋势不会改变。但与 FDI 类似，随着我国经济从今年下半年开始率先走上复苏之路，国际游资“回流”的可能性也是有的。

第二，较低的货币乘数限制了货币扩张能力

我国货币乘数在 2005 年达到阶段性高点后就一直呈总体下降趋势（图 6）。2007 年和 2008 年上半年，在从紧货币政策下，主要受准备金率不断提高的影响，货币乘数不断降低；2008 年下半年以来，尽管法定准备金率调低，但银行超额储备上升，导致货币乘数继续下降，12 月末已经下降到 3.7。2009 年，尽管法定准备金率还将继续下调，但在经济下行周期，商业银行倾向于有大量超额准备金，从而导致总的准备金率难以降低，预计货币乘数仍将趋于下降，从而对货币扩张构成制约。

（三）2009 年信贷增长“前高后低”，货币流通速度趋于下降

信贷增长从 08 年 11 月开始持续猛增，09 年 1 月新增贷款更是达到 1.62 万亿元的历史新高，这主要是因为商业银行出于“早放贷，早收益”的考虑，积极“争抢”4 万亿投资计划中首先推出的优质项目，同时也与银行对之前因信贷总量控制而无法获得借款的客户进行贷款投放有关。因此，这种爆发式的信贷高增长恐难持续。1998 年亚洲金融危机时期就经历了类似情况，积极财政政策实施后，信贷增速从 98 年 5 月份开始回升，但在 11 月份达到阶段性顶点后又开始下降，直到 2000 年初才见底回升（图 7）。因此，预计在 09 年上半年、特别是 1 季度将是贷款快速增长时期，下半年贷款增速将有所放缓，2009 年信贷增长将呈现“前高后低”的运行态势。

此外，在经济下行周期，由于经济活动减弱，货币周转速度将趋于下降（图 8）。由于货币流通速度下降在一定程度上抵消了货币供应扩张的效果，不能仅仅追求存量货币增长速度，还应重点关注如何有效增加实体经济的货币需求、提高货币流转速度。

中国证券报
2009-02-23

附件 7：央行将逐步放宽农村金融市场准入（02-23）

央行将逐步放宽农村金融市场准入

中国人民银行 20 日消息，央行有关方面负责人表示，央行将逐步放宽市场准入，培育适度竞争农村金融市场。此外，金融机构应把开展农村消费信贷业务当作整个信贷业务新的增长

点。

这位负责人指出，鼓励现有的地方性商业银行为农村地区提供服务，为农村地区的中小企业、产业化龙头企业、专业合作社等机构提供符合其特点的金融产品和金融服务；鼓励规范发展多种形式的，适应农村经济、农业发展和农民需求的新型农村金融机构和以服务农村地区为主的社区性中小银行；大力发展小额信贷组织、村镇银行、贷款子公司、农村资金互助社等新型农村金融机构；允许有条件的农民专业合作社开展信用合作；加快制定“放贷人条例”，明确非吸收存款类放贷人主体的法律地位。规范民间金融，使其尽快浮出水面，积极创造条件，引导民间金融成为农村金融市场的重要竞争主体。

他表示，在农村消费信贷品种开发方面，应积极办理农业生产所需消费贷款，鼓励农民购买小型农机具和交通运输工具，支持农业产业化经营和专业户的发展；积极支持农民购买冰箱、彩电、洗衣机、电脑等中高档耐用消费品；大力支持农民子女接受高等教育，通过具有经济实力的村民做担保的方式试办助学贷款；积极发放农村建（购）房贷款，支持农民改善居住条件。针对农户实际情况，研究实行多种形式的质押、抵押办法。

央行还将采取多种有效措施支持有实力的农民工自主创业和返乡创业。

这位负责人表示，目前，人民银行正牵头相关部门制定具体的考核办法，鼓励县域内银行业金融机构将新吸收的存款主要用于当地发放贷款。央行将尽快出台此项具体措施，鼓励所有金融机构履行其社会责任，促进城乡协调发展，服务“三农”。

中国证券报
2009-02-21

附件 8：银监会鼓励创新小企业贷款还款方式（02-21）

银监会鼓励创新小企业贷款还款方式

银监会 20 日发布《关于创新小企业流动资金贷款还款方式的通知》，鼓励银行业金融机构创新还款方式，解决小企业融资难问题。

通知明确，银行和小企业可在借款合同中约定，如有需要，小企业可在贷款到期前申请重新对其进行授信审查。如审查通过可适度延长贷款期限，无需签订新的借款合同、担保合同和重新办理有关手续，延长贷款期限的其他条件由双方协商决定。

银行业金融机构在创新小企业贷款还款方式时，要注意从三个方面防范风险：一是设计、完善配套的借款合同、担保合同等法律文本，在合同条款中载明小企业贷款如何延期、期限设置以及在延续期间内银企双方的权利义务等内容，在不签订新合同的情况下有效保障银行和客户双方的利益，避免因合同条款不周密引起争议、纠纷或诉讼等法律风险。二是本着“控制风险和稳健经营”原则，认真做好贷款到期前的授信审查工作。三是加强贷后资金使用用途的监控力度，提高贷后检查的频率和效率，密切跟踪小企业的贷款资金流向，防止小企业出现违反国家产业政策生产经营、盲目扩张、违规挪用资金等情况发生，避免小企业以贷款延期为借口，将短期资金用于固定资产投资、“短借长用”。

中国证券报
2009-02-21

附件 9：2 月信贷投放可能缩至 5000 亿（02-23）**2 月信贷投放可能缩至 5000 亿**

本报讯 记者日前从部分银行和研究机构了解到，经历 1 月份的罕见井喷之后，2 月份信贷投放可能会明显放缓。综合商业银行目前的信贷投放节奏和多家机构的预测结果，预计 2 月份信贷投放数量将在 5000 亿元左右。

记者从有关渠道获悉，目前四大银行已经投放的信贷总额在 2000 亿元左右，预计 2 月份四大银行新增信贷可能在 2500 亿元左右。按照以往的规律，四大国有银行信贷投放数额一般能占到全部信贷投放的一半。因此，2 月份整体信贷投放数量可能在 5000 亿元左右。

中金公司日前发布的一份研究报告认为，2 月份新增贷款总额预计能达到 3000—4000 亿元，大大低于 1 月份的 1.62 万亿元的水平。中投证券的预测则相对乐观，预计 2 月份将会有 1 万亿元左右的新增贷款。海通证券的测算结果是 5000 亿元，东方证券认为 2、3 月份两月新增贷款在 8000 亿元左右。

据了解，1 月份票据融资快速增长的情况已经引起有关部门的关注，央行日前召集商业银行开会，提示商业银行注意此问题。

证券时报
2009-02-23

附件 10：央行：新增贷款可能入市 但查无实据（02-23）**央行：新增贷款可能入市 但查无实据**

针对新增贷款游离实体经济之外并悄悄进入股市一说，经央行会同各地银监局彻查后，央行一官员公开表示彻查结果已出，但资金有否流入股市仍不好说。而上周一央行官员在某国有银行讲话时透露，上海方面并未截获违规资金入市的证据，但监管层对“是否有资金进入股市”的可能性判断，仍是“有”大于“无”。

资金入市 目前实在不好说

“有没有资金入市实在不好说！”央行研究局局长张健华在 19 日出席上海金融论坛时透露，虽然 1 月新增信贷数呈现快速增长态势，但并未像监管层期望的那样大量注入了实体经济，信贷资金的流向并不乐观。

此前有消息称，央行已会同各地银监局对银行新增信贷流向展开彻查，而项目贷款、票据融资正是检查重点。上周央行一名官员在某国有银行讲话时表示，彻查结果已经出来，上海方面并未截获违规资金入市的证据，但监管层对“是否有资金进入股市”可能性的判断，却是“有”大于“无”。该官员认为，这并不表示没有信贷资金辗转进入股市，相反可能性很大。

上海银行副行长王世豪则表示，资金入市存在可能性。他称即使 1 月份新增的 1.62 万亿贷款中有一部分资金流入股市，也是很正常的：“企业也好个人也好，他们原本有自有资金，但同时获得了银行贷款，那么原来的资金腾出来放进股市，这种情况很有可能发生。”

利率倒挂 票据融资有“猫腻”

调查中记者发现，票据融资存在利率倒挂的现象，这一漏洞或将成为新增贷款猛增的重要原因之一。自去年 12 月以来，银行贷款迅猛增长，其中票据融资的增速最为显著。而今年 1 月在银行信贷总额中，票据融资占比已由去年 12 月的 30% 猛增至 41.59%。

对票据融资大幅增长的原因，上海银行副行长王世豪认为一是由于票据风险较低，加强风险防范的银行对项目贷款的发放会少于票据，同时因为票据利息要低于贷款利息，出于成本考虑企业会选择票据融资。“0.45% 无风险套利的利差，可能是 1 月票据融资大幅增长的重要原因之一。”据一股份制商业银行信贷部负责人透露，按 1 月利率看，一年期定期存款为 2.25%，而票据的贴现利率仅为 1.8%，两者之间存在 0.45% 的利差。利用套利漏洞，企业能轻易取得票据融资贷款，并转存银行套取利润。

资金流向 银行未监测到异常

从四大银行看，1 月信贷投放占整个行业约一半，其中工行和建行占比最大。继 1 月信贷资金放出 1.62 万亿元后，2 月信贷增速有所放缓，大半个月中工农中建四大行新增贷款近 1500 亿元。中金证券预计 2 月新增贷款仅 3000 亿—4000 亿元，大大低于上月。

据工行某内部人士透露，银行集中投放贷款的原因无非是“早投放早受益”，至于是否有资金进入股市银行无从监管。该内部人士表示，目前银行并未监测到大笔贷款存在流向异常的情况。

建行一名内部人士也表示，由于银监局审查力度大且银行内控也很严密，即便出现资金流入股市的现象，也是银行层面监管不到的部分。

天府早报
2009-02-23

附件 11：2 月新增信贷或超 8000 亿元（02-26）

2 月新增信贷或超 8000 亿元

多家商业银行人士 25 日向中国证券报记者透露，2 月新增信贷有望保持在 8000 亿元以上。虽比 1 月有较大回落，但无论与同期比还是从总量看，信贷高增长的情况并未改变。今年信贷增速和增量将大大超过此前计划。

某国有商业银行人士介绍，该行 2 月新增贷款规模较 1 月有较大幅度下降，只及 1 月的 50%。在 2 月第一周，几家大银行的增量贷款曾急剧萎缩，不过随后贷款投放数量出现回升。从以往数据看，2008、2007、2006 年 2 月新增信贷数额分别为 2470 亿元、4137 亿元和 1528 亿元。市场人士认为，2 月票据融资总额有所减少，新增信贷中中长期贷款的数量仍保持平稳增长。对于 1 月高涨的票据融资，有关部门目前已对各商业银行进行了“提示”，并认为总体风险可控。

交通银行首席经济学家连平认为，如果 2 月新增信贷达 8000 多亿元，无论同比增速还是绝对额，都比较惊人。他介绍，从 2 月看，公司存款增长有一定放缓，但储蓄存款增速仍保持高涨，银行体系放贷能力还很强。

目前一些地方刺激经济的配套项目正在推出，并且前期与银行签署授信协议的大企业也开

始陆续提款，很多新增信贷已经流入实体经济中。随着后期项目的开展和跟进项目的落实，后期银行信贷规模仍将保持高位运行。此外，某国有商业银行人士表示，未来贷款的投向仍将集中在国家产业振兴规划所涉及的大企业大项目上。

连平还表示，短期内流动性充裕和通缩持续并行的矛盾还将存在，不过由于目前信贷高涨的拉动和后期传导效应的体现，下半年应充分注重流动性对物价、PPI 的影响，下半年调控政策方向也应对此予以充分关注。

中国证券报
2009-02-26

附件 12：部分中小企业不良贷款将获减免（02-26）

部分中小企业不良贷款将获减免

目前监管机构正在酝酿新举措，继续加大对中小企业和涉农企业的信贷支持。据相关负责人介绍，银监会将授权金融机构对符合一定条件的中小企业贷款和涉农贷款进行重组和减免。

据悉，银监会和财政部联合制定的《中小企业与涉农类企业不良贷款减免办法》即将公布实施，用以减轻中小企业和涉农企业的贷款负担，同时银监会还会同科技部研究制定了《加大科技型中小企业信贷支持的指导意见》，这些措施有望为进一步改进小企业金融服务创造良好的制度环境。

据银监会负责人介绍，《中小企业与涉农类企业不良贷款减免办法》将包括：对符合条件的中小企业贷款到期后可适度延长贷款期限；已经逾期的贷款，可以减免利息，仅就本金部分偿还；甚至对于有经营困难的小企业本金和利息都进行减免。《减免办法》的出台将有利于缓解对小企业造成的资金压力，避免小企业为归还银行贷款错过最佳生产经营投资时机，避免小企业通过民间借贷等渠道高息拆入资金归还贷款增加融资成本，增大经营困难。

对于涉农和中小企业这种带有半政策性质的贷款，财政资金应“埋单”不良贷款的部分损失。虽然有财政资金“兜底”，但是建设银行研究部总经理郭世坤指出，银行从防控风险的角度，必须对放贷对象进行严格审慎的筛选。对于贷款损失进行严格的细分，财政资金应该服务于技术创新和产业升级的企业；服务于市场前景好、创新能力强、带动就业明显、经济社会效益显著的中小企业项目。

中国证券报
2009-02-26

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002