

[2009.03.02]

货币政策仍将保持适度宽松，但降息空间收窄

——央行 08 年 4 季度货币政策执行报告点评

伍永刚

王丽雯

021-38676525

021-38676047

wuyg1@gtjas.com

wangliwen@gtjas.com

➤ 08年4季度货币政策执行报告点评

本报告导读：

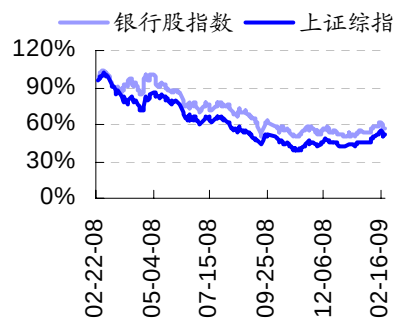
投资要点：

- **08 年末信贷增速反弹，货币乘数依然下降：**由于 10 月和 11 月实体经济加速下滑、信贷环境不景气、存款回流加速，尽管 12 月的信贷大幅扩张，年末货币乘数仍然下降至近年低点，仅为 3.68，比 3 季度末还低 0.19；08 年国有商业银行和股份制银行仍然是信贷投放的主力军；4 季度新增贷款占全年新增的 29%，全年信贷投放较为均匀；政策性银行、国有商业银行和股份制银行在 4 季度新增贷款占全年新增的比例均超过了行业平均水平；与前三季度相比，基础设施项目贷款占比的大幅增加，制造业和房地产业贷款的比重明显下降，新增贷款组合的行业风险降低；
- **贷款利率大幅下降，银行议价能力降低：**12 月金融机构人民币贷款加权平均利率为 6.23%，较 8 月份下降 196 个基点，较年初下降 166 个基点。12 月利率上浮的贷款比例为 44.3%，比 9 月下降了 3 个百分点，与 07 年 4 季度基本持平；而利率下浮的贷款占比为 25.6%，比 9 月提高了 4 个百分点，比 07 年 4 季度下降了 2.5 个百分点。尽管贷款利率上浮比例在下降，从 12 月数据来看，该比例已经有所趋稳，同时在利率上浮幅度较大的（1.5,2]和 2 以上两个最高上浮区间的贷款比例 4 季度以来呈现了逐步上升的态势，说明在信贷政策放松的同时，银行对于风险较大企业的信贷标准并未放松；
- **银行体系流动性充裕，超储率大幅提高：**银行体系的流动性十分充裕，各类金融机构超额存款准备金率在 4 季度大幅增加，超储率达 5.11%；
- **在非金融部门融资结构中，08 年贷款主导作用同比上升、环比下降；**
- **中外利率体系比较暗示不存在大幅降息空间：**央行货币政策报告暗含着国内利率不存在大幅下降的空间；同时随着信贷增速大幅反弹，降息的必要性大幅降低。利率国际比较显示，美国 1 年期存贷款利率及利差与我国接近，但最优惠贷款利率低于我国，这主要是因为其利率已完全市场化、商业银行业务亦更加多元化，随着国内利率市场化进程加快，贷款利率下浮弹性区间会进一步扩大，银行利差进一步收窄，对目前主要依赖于利息收入的我国银行会形成较大的挑战。在这个过程中，向零售业务、中间业务转型较快的银行会赢得更大的市场机会。
- **未来货币政策走势判断：**央行将继续贯彻适度宽松的货币政策，确保银行体系流动性充足，促进货币信贷稳定增长，争取实现全年 17% 的广义货币增长。我们维持前期判断，即全年信贷将保持较快增长，9 月前人民币贷款余额增速在 20% 以上，全年增速 18%。结合信贷增长和 CPI 下降速度趋缓，我们认为 09 年央行降息最多 2 次，即 1 年期存款利率至 1.71%。而在流动性调节方面，央行可能通过公开市场操作来替代存款准备金工具，存款准备金率的下调空间也可能收窄。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

商业银行	增持
深发展	增持
浦发银行	增持
工商银行	谨慎增持
南京银行	谨慎增持
招商银行	谨慎增持
交通银行	谨慎增持
建设银行	谨慎增持
兴业银行	增持
民生银行	谨慎增持
中国银行	中性
中信银行	中性
北京银行	中性
宁波银行	中性
华夏银行	中性



相关报告

银行业周报 09 年第 7 期

(09.02.23)

信贷快增格局有望维持，2 月份 M1 增速将达 10%

(09.02.16)

银行股：调整仍为买入机会，上调评级至增持

(09.02.04)

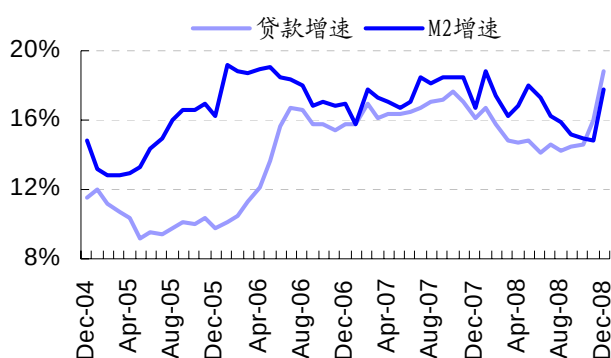
1. 08 年末信贷增速反弹，货币乘数下降

1.1. 货币乘数在 08 年末下降

08 年 12 月，在政府宽松货币和积极财政政策的刺激下，信贷增长十分迅速，信贷的超预期扩张带动了 M2 增速的快速反弹。但在此前的 08 年 6-11 月，随着实体经济不断下滑，货币供应量增速也持续下降，一方面与基础货币投放速度放缓有关，另一方面与货币乘数明显下降有关。由于 10 月和 11 月实体经济加速下滑、信贷环境不景气（11 月的信贷反弹与核销农行不良贷款有关）、存款回流加速，尽管 12 月的信贷大幅扩张，年末货币乘数仍然下降至近年低点，仅为 3.68，比 3 季度末还低 0.19。

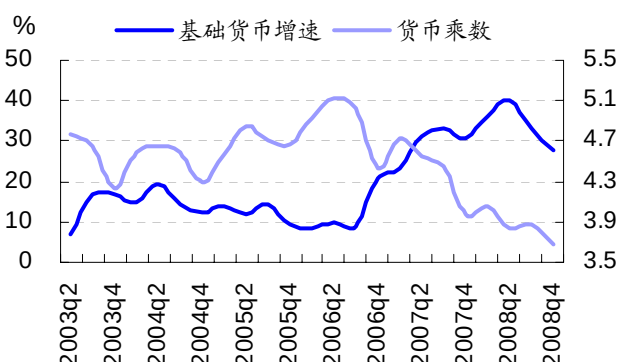
从 1 月份 1.62 万亿的超预期信贷增量以及 2 月份信贷增速仍有可能保持在较高的水平来看，信贷持续扩张将使货币乘数逐渐回升，货币供应量也将维持较快的增长，全年广义货币供应量 17% 的目标有较大可能实现。

图 1：信贷扩张促广义货币供应量回升



数据来源：中国人民银行、国泰君安证券。

图 2：4 季度基础货币增速和货币乘数双降



数据来源：Wind、国泰君安证券。

1.2. 4 季度政策性银行和股份制银行信贷投放力度加大最为明显；银行业贷款组合的行业风险降低

按银行类别来看，08 年国有商业银行和股份制银行仍然是信贷投放的主力军，分别新增贷款 1.8 万亿和 1.15 万亿，合计占全部金融机构新增贷款的 60%。

从信贷投放的季节分布来看，以往年份多呈现“前高后低”的特征，而 08 年第四季度随着信贷规模控制的放开和积极财政政策推行，信贷投放明显增加，4 季度新增贷款占全年新增的 29%，全年信贷投放较为均匀。

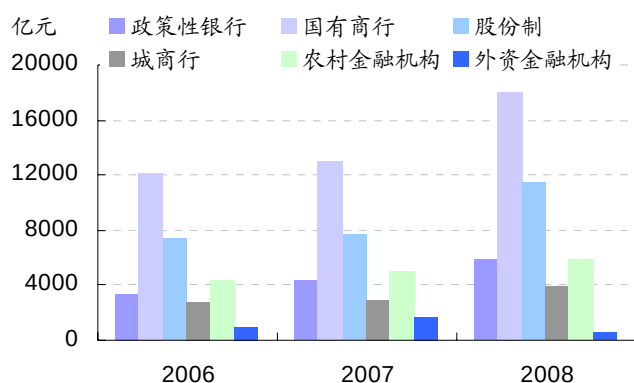
政策性银行、国有商业银行和股份制银行在 4 季度新增贷款占全年新增的比例均超过了行业平均水平，比例分别为 36%、30% 和 35%。政策性银行 4 季度新增贷款大幅增加主要来自响应政策层面的信贷对实体经济的支持有关。而股份制银行

的在信贷放开的环境下体现了较大的信贷增长潜力。相比有实力争取大型政府项目和大客户的银行来说，在实体经济不景气、私人部门信贷需求下降的情况下，城商行的4季度的信贷投放较前三个季度无明显提升，农村金融机构和外资银行信贷则收缩明显。

从新增中长期贷款的行业分布来看，4万亿相关项目带动了基础设施项目贷款占比的大幅增加，而实体经济的风险加大也使银行对制造业和房地产业贷款的比重下降。整个新增贷款组合的行业风险有所降低。其中，自从房地产市场低迷开始，房地产业贷款占新增贷款比例自08年以来就一直在下降；而制造业贷款占比在08年3季度时还是较07年末有较大提升的，变化主要发生在4季度经济形势严峻后的信贷收缩。

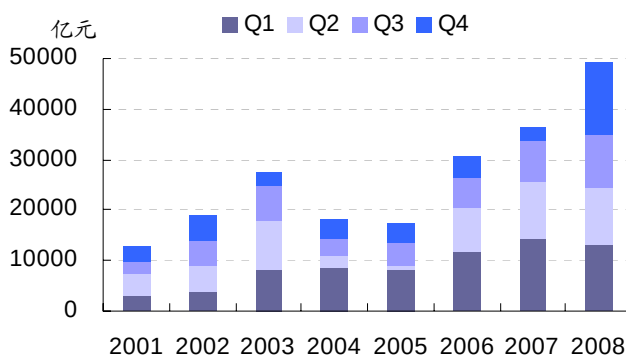
关于信贷的期限结构和部门流向，我们在之前的月报中已有分析，此处不再讨论。

图 3：分机构人民币新增贷款情况



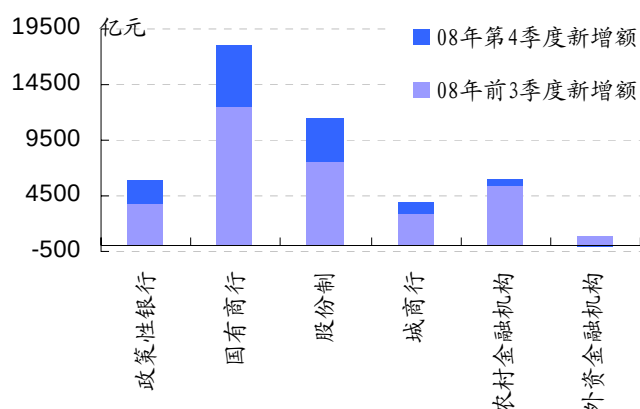
数据来源：中国人民银行、国泰君安证券。

图 4：08 年 4 个季度信贷投放均匀



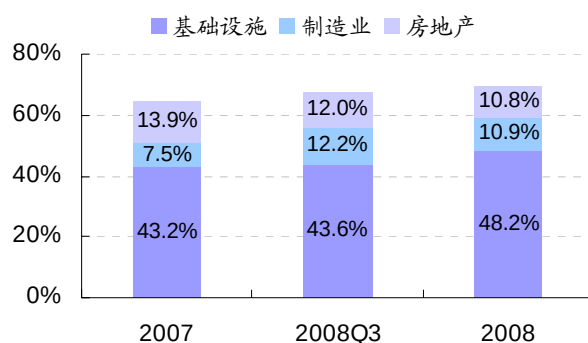
数据来源：中国人民银行、国泰君安证券。

图 5：08Q4 政策性银行、国有商行和股份制银行新增贷款均占全年新增贷款 30% 以上



数据来源：中国人民银行、国泰君安证券。

图 6：新增贷款行业投向

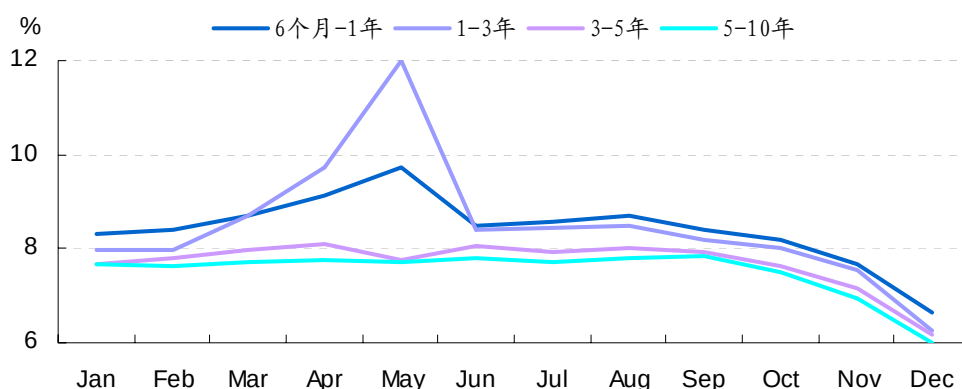


数据来源：Wind、国泰君安证券。

2. 08 年 4 季度贷款利率大幅下降，银行议价能力降低

08 年 9 月开始央行共 5 次下调利率，12 月金融机构人民币贷款加权平均利率为 6.23%，较 8 月份下降 196 个基点，较年初下降 166 个基点。12 月金融机构 6 个月-1 年贷款平均利率为 6.64%，1-3 年贷款平均利率为 6.26%，分别比年初下降 174 和 194 个基点。

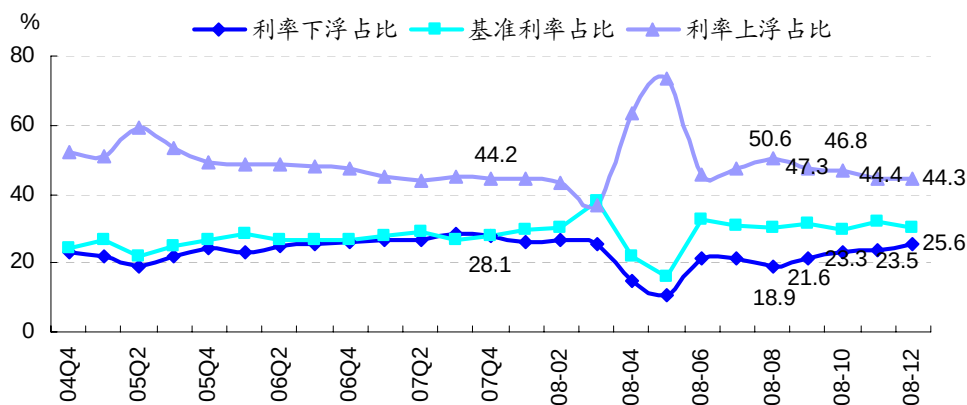
图 7：08 年金融机构贷款平均利率



数据来源：中国人民银行，国泰君安证券研究所。

从贷款利率浮动区间来看，12 月利率上浮的贷款比例比 9 月下降了 3 个百分点，与 07 年 4 季度基本持平；而下浮贷款的比例比 9 月提高了 4 个百分点，比 07 年 4 季度下降了 2.5 个百分点。整体来说，在宽松的货币和信贷环境下，信贷供给能力大幅增加，竞争博弈的结果便是银行的议价能力下降。利率下浮比例有了明显扩大，主要与有利率优惠的政府投资项目贷款增加有关，随着各家银行房贷优惠细则在 09 年的逐步落实，利率下浮占比可能会有进一步提升。

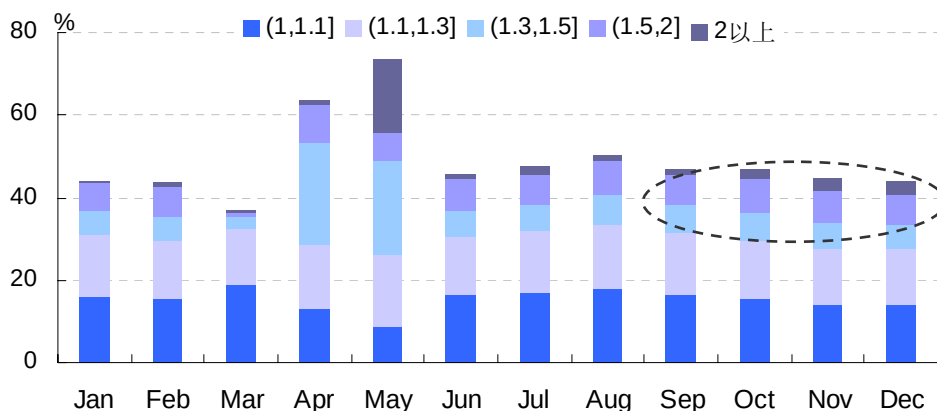
图 8：08 年金融机构贷款各利率区间占比



数据来源：中国人民银行，国泰君安证券研究所。

尽管贷款利率上浮比例在下降,从12月数据来看,该比例已经有所趋稳,同时在利率上浮幅度较大的(1.5,2]和2以上两个区间的贷款比例4季度以来呈现了逐步上升的态势,说明在信贷政策放松的同时,银行对于风险较大企业的信贷标准并未放松。

图 9: 08 年金融机构贷款利率各上浮区间占比

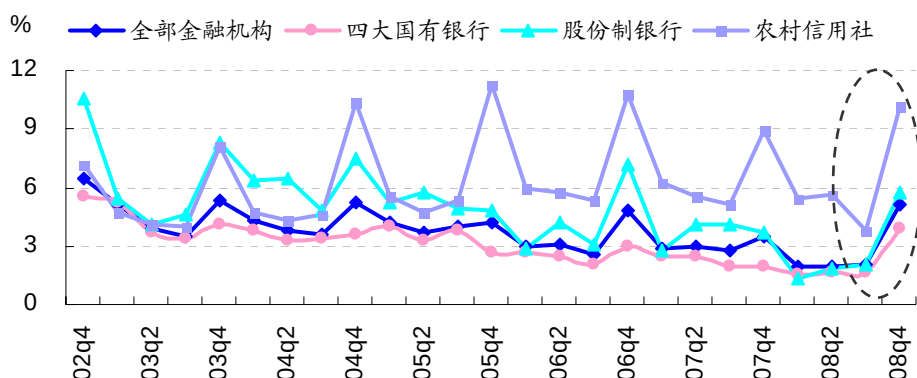


数据来源: 中国人民银行, 国泰君安证券研究所。

3. 银行体系流动性充裕, 超储率大幅提高

实行适度宽松货币政策以来,银行体系的流动性十分充裕,各类金融机构超额存款准备金率在08年4季度大幅增加,超储率达5.11%。分机构看,四大国有商业银行、股份制银行和农信社3季度末的超额准备金率分别为1.68%、2.04%和3.83%,而4季度末超储率已分别升至3.93%、5.73%和10.12%。

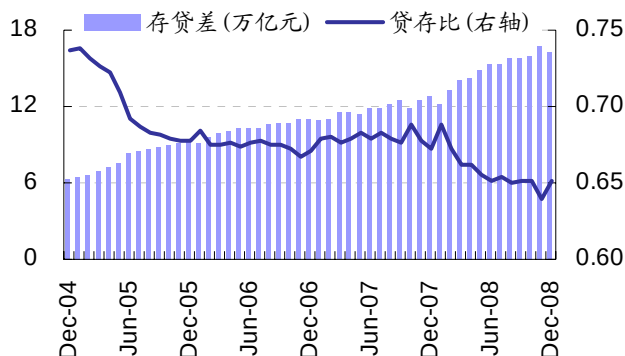
图 10: 金融机构超额存款准备金率升高



数据来源: 中国人民银行, 国泰君安证券研究所。

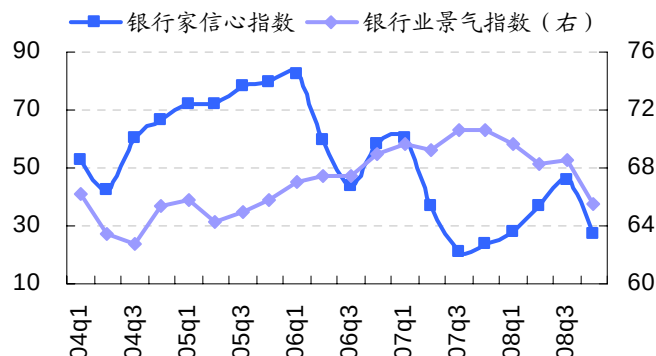
尽管08年后信贷投放有所加快,但银行体系存贷差持续扩大、超额准备金率仍大幅攀升,主要是当时资本市场和房地产市场的低迷使得人民币存款高速增长,而实体经济的滑坡又使得银行在除大型政府投资项目贷款之外的一般性贷款方面较为慎重(4季度银行家信心指数明显下降,表明了银行管理层对未来宏观经济的不乐观情绪)。

图 11: 银行体系存贷差保持高位, 流动性充裕



数据来源: 中国人民银行、国泰君安证券。

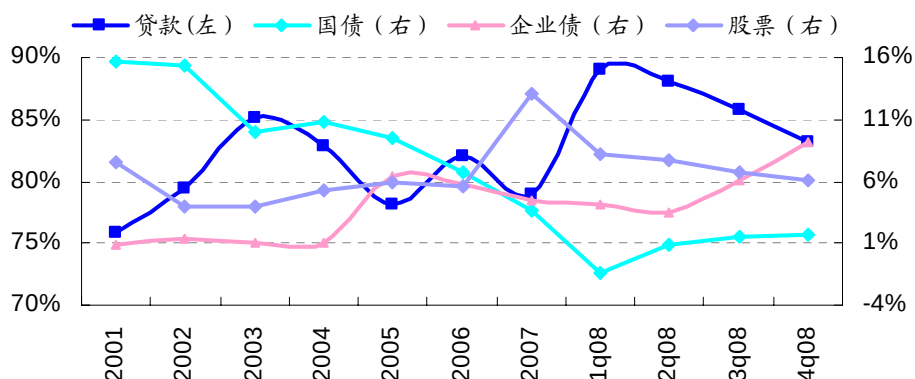
图 12: 银行家信心指数和银行业景气指数下降



数据来源: 中国人民银行、国泰君安证券。

4. 08 年贷款类间接融资占比同比上升、环比下降

图 13: 非金融机构部门融资结构变化



数据来源: 中国人民银行, 国泰君安证券研究所。

5. 中外利率体系比较暗示不存在大幅降息空间

在上周的周报中, 我们曾引述了央行副行长易纲以及央行研究局局长张健华关于国内利率水平的看法, 针对利率应随国外大幅降息降至零利率的观点, 易纲表示: 就中国实际情况看, 目前利率水平处在一个“进可攻、退可守”的适当水平, 零利率政策或准零利率政策并非是最好的选择; 张健华认为: 中国目前仍有降息空间, 但零利率不是最好选择。

4季度的货币政策执行报告又对上述问题设专栏做了进一步分析。报告对中外不同的利率体系进行了解释, 所谓的零利率实际是美国的联邦基金利率, 对应的我国的隔夜拆借利率, 水平也较低。就性质、期限相同的利率的国际比较来看 (表1), 与美国相比, 我国1年期定期存款利率接近、1年期贷款利率较高; 与欧元区相比, 1年期定期存款利率明显偏低, 而1年期贷款利率偏高; 国内的房贷利率下限明显低

于国外。因此，整体上来说，并不存在大幅降低利率的空间。

表 1: 中外利率体系比较

	隔夜拆借	3 个月同业拆借	1 年期定存	1 年期贷款利率下限	1 年期贷款平均利率	房贷利率下限
美国	0.10%	1.24%	2.0%-2.5%*	3.25%	n.a.	5.60%
中国	0.82%	1.34%	2.25%	4.78%	6.23%	4.16%
欧元区	1.20%	2.05%	4.27%	n.a.	6.04%	5.27%

注：美国 1 年期定存利率用的是 1 年期大额存单利率，实际存款利率应低于此数。数据来源：央行货币政策执行报告。

货币政策执行报告从中外利率比较的角度暗示了没有大幅降息的空间，同时随着信贷增速大幅反弹，降息的必要性大幅降低。但是根据 CPI 走势看，2 月份我国 CPI 很可能进一步下降至 -2%~-1%，因此，也不排除 3 月中旬小幅降息 27-54 个基点的可能。

从表 1 看，美国 1 年期存贷款利率水平及利差与我国接近，但最优惠贷款贷款利率低于我国。这主要是因为它们的利率已经完全市场化、商业银行业务收入也更加多元化的，而随着国内利率市场化进程的加快，贷款利率下浮弹性区间会进一步扩大，银行利差进一步收窄，对目前主要依赖于利息收入的我国银行会形成较大的挑战。在这个过程中，向零售业务、中间业务转型较快的银行会赢得更大的市场机会。

6. 未来货币政策趋势展望

未来央行将继续贯彻适度宽松的货币政策，确保银行体系流动性充足，促进货币信贷稳定增长，争取实现全年 17% 的广义货币增长。我们维持前期对 09 年货币政策的判断，即全年信贷将保持较快增长，9 月前人民币贷款余额增速在 20% 以上，全年增速 18%。结合信贷增长和 CPI 下降速度趋缓，我们认为 09 年央行降息最多 2 次，即 1 年期存款利率至 1.71%。而在流动性调节方面，央行可能通过公开市场操作来替代存款准备金工具，存款准备金率的下调空间也可能收窄。

表 2: 2008 年货币政策回顾

9 次调整法定存款准备金率（前 2 季度 5 次上调；后 2 季度 4 次下调）

2008 年 1 月 16 日	从 2008 年 1 月 25 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，调整后达 15%；
2008 年 3 月 18 日	从 2008 年 3 月 25 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，调整后达 15.5%；
2008 年 4 月 16 日	从 2008 年 4 月 25 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，调整后达 16%；
2008 年 5 月 12 日	从 2008 年 5 月 20 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率各 0.5 个百分点，调整后达到 16.5%；
2008 年 6 月 7 日	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，于 2008 年 6 月 15 日和 25 日分别按 0.5 个百分点缴款，调整后达 17.5%；地震重灾区法人金融机构暂不上调；
2008 年 9 月 15 日	2008 年 9 月 25 日起，除中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行和中国邮政储蓄银行外，存款类金融机构存款准备金率下调 1 个百分点，达 16.5%；汶川地震重灾区地方法人金融机构存款准备金率下调 2 个百分点，达 14.5%；
2008 年 10 月 8 日	2008 年 10 月 15 日起，存款类金融机构存款准备金率均下调 0.5 个百分点；
2008 年 11 月 26 日	从 2008 年 12 月 5 日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率：工农中建交、邮储等大行下调 1 个百分点；中小行等下调 2 个百分点。同时继续对汶川地震灾区农村金融机构执行优惠存款准备金率；
2008 年 12 月 22 日	从 2008 年 12 月 25 日起，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；

第3季度开始3次调整存贷款基准利率（1次非对称、4次对称降息）

2008年9月15日	非对称降息；从2008年9月16日起，下调一年期人民币贷款基准利率0.27个百分点，其他期限档次贷款基准利率按照短期多调、长期少调的原则作相应调整；存款基准利率保持不变；
2008年10月8日	对称降息；从2008年10月9日起下调一年期人民币存贷款基准利率各0.27个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整；
2008年10月29日	对称降息；从2008年10月30日起下调金融机构人民币存贷款基准利率，一年期存款基准利率由现行的3.87%下调至3.60%，下调0.27个百分点；一年期贷款基准利率由现行的6.93%下调至6.66%，下调0.27个百分点；
2008年11月26日	对称降息；从2008年11月27日起，下调金融机构1年期人民币存贷款基准利率各1.08个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。同时下调央行再贷款、再贴现等利率；
2008年12月22日	对称降息；从2008年12月23日起，下调金融机构1年期人民币存贷款基准利率各0.27个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。同时下调央行再贷款、再贴现等利率。

作者简介:**伍永刚:**

1997年毕业于南开大学，并获经济学博士，随即加盟原君安（后合并为国泰君安）证券研究所。先后从事宏观经济、国际市场、券商研究、银行及金融业研究，曾多次获中国证券业协会重点科研课题一等奖、二等奖，目前侧重银行、保险业研究。

王丽雯:

2008年7月毕业于北京大学光华管理学院金融系，获经济学硕士，现为金融行业研究助理。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com