

分析师： 陈志华 (8621) 68751569 chenzh@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490210060007

联系人： 许荣聪 (8621) 68751569 xurc@cjsc.com.cn

信贷规模超预期，充足流动性可能引发政策进一步紧缩

报告要点

■ 贷款规模超预期，存款增速放缓

10月人民币信贷投放5877亿，规模超出预期，人民币存款1769亿元。居民当月新增贷款环比减少814亿，其中短期消费新增贷款环比减少515亿，中长期居民新增贷款环比减少337亿（受房地产调控，成交量下滑所致）；非金融企业新增贷款环比增加854亿，其中短期新增贷款环比增加224亿，企业中长期新增贷款环比减少589亿，票据继续压缩1亿，占比处于历史低位，未来压缩空间有限。正如我们之前预期，贷款中长期化减弱，主要是由于银行在加息预期下，出于资产配置需要，降低资产久期；银行流动性比例处于低位，期限匹配需要降低长期贷款占比。

10月存款增加1769亿元，其中住户存款减少7003亿，企业存款增加4168亿元。住户存款增长趋缓跟9月末拉存款因素导致基数较大、证券市场火爆引致居民存款搬家有关。10月M1/M2比值较9月有所增加，预示活期存款占比有所增加。历史经验看，活期存款占比和实际负利率具有反向关系，如果不加息的话，活期存款占比将维持高位。

截止10月，本年新增贷款为6.9万亿元，银行对明年信贷紧缩政策较为担忧，可能加大今年放贷量提升业绩，加上通胀预期下实体对资金需求旺盛。如果没有超预期政策调控，今年信贷量超7.5万亿的概率较大。

■ 升值预期强化，信贷规模超预期，流动性较为充足

10月贸易顺差为271.48亿元，较上月增加102.73亿元，为年内第二高点，顺差维持高位将继续带来人民币升值压力；人民币兑美元汇率创下历史新高，即时汇率与美元兑人民币NDF之差维持稳定，预示着人民币升值预期较为强烈。

M1和M2同比分别较比上期高1.2和0.3个百分点，一周和一个月的shibor利率依然处于低位，货币市场资金比较充裕；货币超发导致M2快速增长，预计M2/GDP比值将达到1.89，处于历史较高水平，货币扩张已经超出实体的吸纳能力，流动性依然较为充裕。

■ 未来政策可能进一步紧缩，继续上调准备金率或加大央票发行，加息亦有较大可能

货币超发导致国内高通胀是必然的，央行紧缩工具主要由调控货币乘数的上调准备金率、吸收基础货币的央票和价格调控的加息，以及信贷额度行政控制等。随着超储率降低，上调准备金率对货币乘数的边际效益逐渐增强，但整体影响仍比较有限；央票发行存在内生约束，而伴随信贷额度控制惩罚性定向央票或许在未来将重启。通胀初期加息难以有效抑制物价，只有持续加息，最终使得总需求受到抑制才能有效抑制物价上涨，由于持续加息抑制总需求风险较大，所以加息频率不会太频繁，幅度也不会太大。

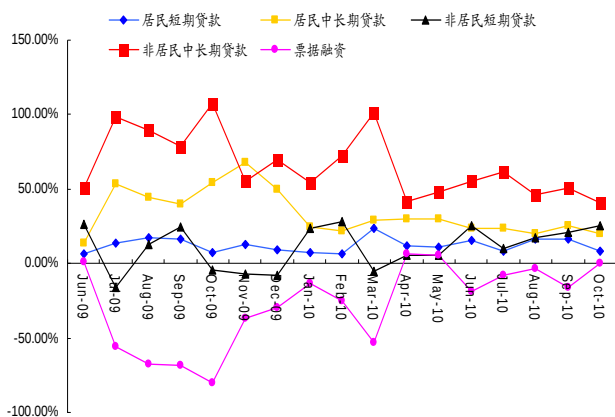
加息存在可能，存款累进式概率较大，而贷款不加或继续递减。这种方式对活期存款占比高和债券投资比例大的负面影响小，或正面影响大，主要看贷款利率是否也有所调整。即使极端不加贷款利率，存款累进加息，对银行息差负面影响也十分有限，尤其是大行和城商行，股份制稍有影响；但如果贷款也加一部分，银行息差还是扩大的。鉴于银行估值已达历史低位，我们仍重申在紧缩预期弱化时，把握流动性驱动估值修复的机会。

10 月份信贷规模超出预期

11 日，央行公布了信贷数据情况：10 月人民币信贷投放 5877 亿，规模超出预期，人民币存款 1769 亿元。居民当月新增贷款环比减少 814 亿，其中短期消费新增贷款环比减少 515 亿，中长期居民新增贷款环比减少 337 亿（受房地产调控，成交量下滑所致）；非金融企业新增贷款环比增加 854 亿，其中短期新增贷款环比增加 224 亿，企业中长期新增贷款环比减少 589 亿。

正如我们之前预期，贷款中长期化减弱，主要是由于银行在加息预期下，出于资产配置需要，降低资产久期；银行流动性比例处于低位，期限匹配需要降低长期贷款占比。

图 1：新增长期贷款占比下降



资料来源：长江证券研究部

图 2：银行流动性比例处于低位



资料来源：长江证券研究部

票据继续压缩 1 亿，压缩力度较上月减小；票据占比约 3.36%，处于历史低位，未来压缩空间有限。

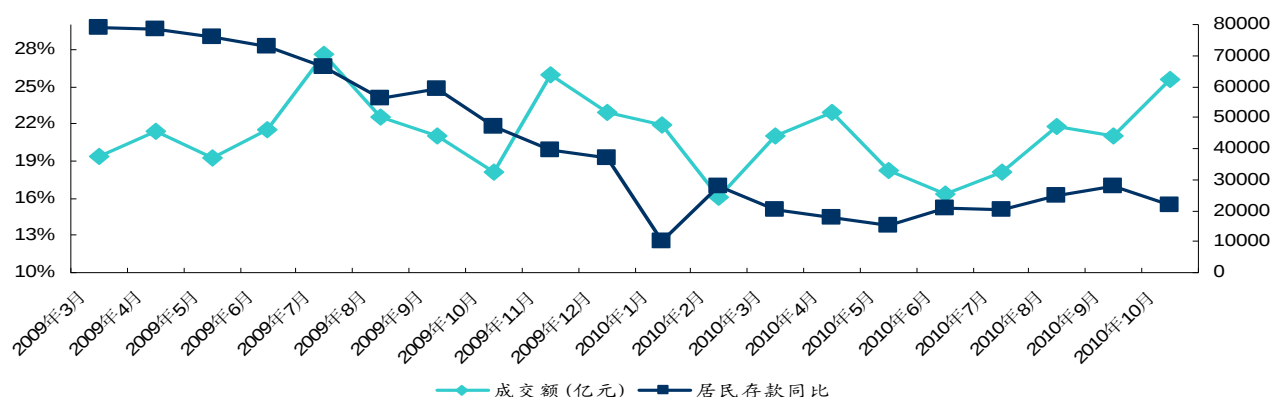
图 3：票据占比继续下滑，但压缩空间有限



资料来源：长江证券研究部

人民币存款余额同比增速比上月末下降 0.2 个百分点。10 月存款增加 1769 亿元，其中住户存款减少 7003 亿，企业存款增加 4168 亿元。住户存款增长趋缓跟 9 月末拉存款因素导致基数较大、证券市场火爆引致居民存款搬家有关。

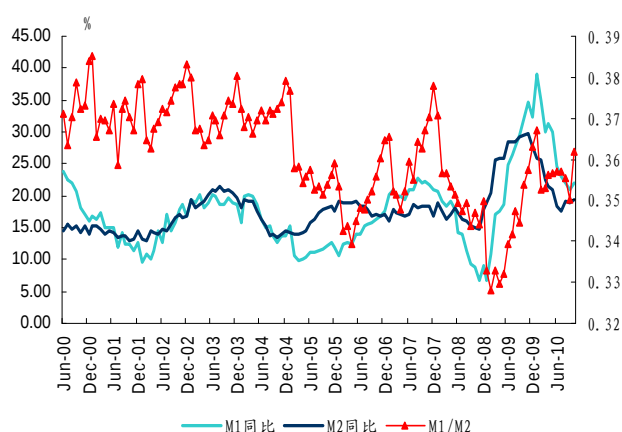
图 4: 居民存款同比与股市交易额反向关系较为明显



资料来源: 长江证券研究部

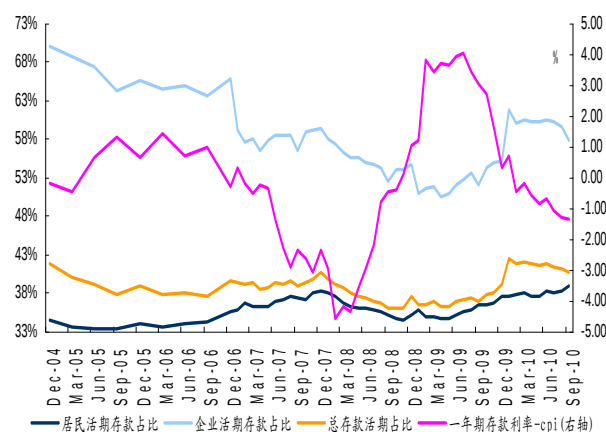
M1 同比增速为 22.1%，比上期高 1.2 个百分点，M2 同比增速为 19.3%，比上期高 0.3 个百分点。从 M1/M2 值来看，10 月较 9 月有所增加，预示活期存款占比有所增加。历史经验看，活期存款占比和实际负利率具有反向关系，如果不加息的话，活期存款占比将维持高位。

图 5: M1/M2 值上升



资料来源: 长江证券研究部

图 6: 活期存款占比和实际负利率具有反向关系



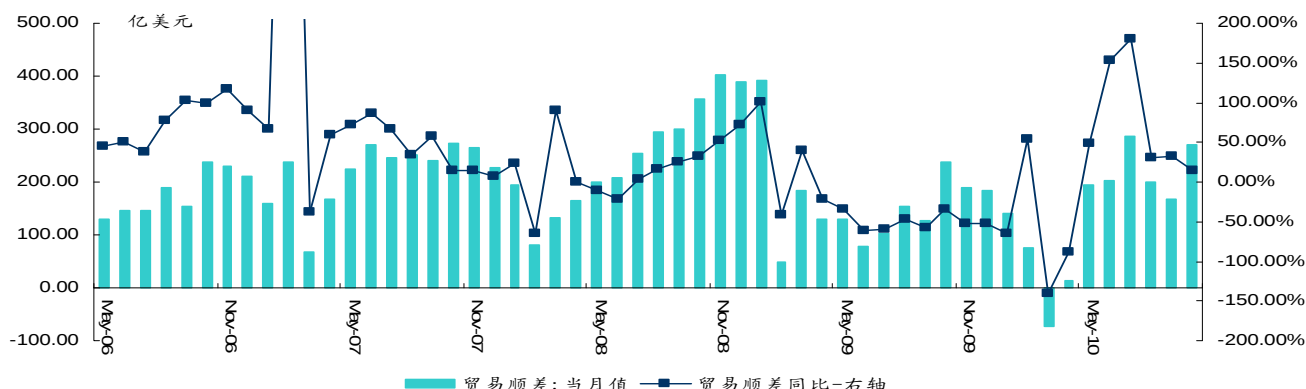
资料来源: 长江证券研究部

截止 10 月，本年新增贷款为 6.9 万亿元，银行对明年信贷紧缩政策较为担忧，可能加大今年放贷量提升业绩，加上通胀预期下实体对资金需求旺盛。如果没有超预期政策调控，今年信贷量超 7.5 万亿的概率较大。

升值预期强化，信贷规模超预期，流动性较为充足

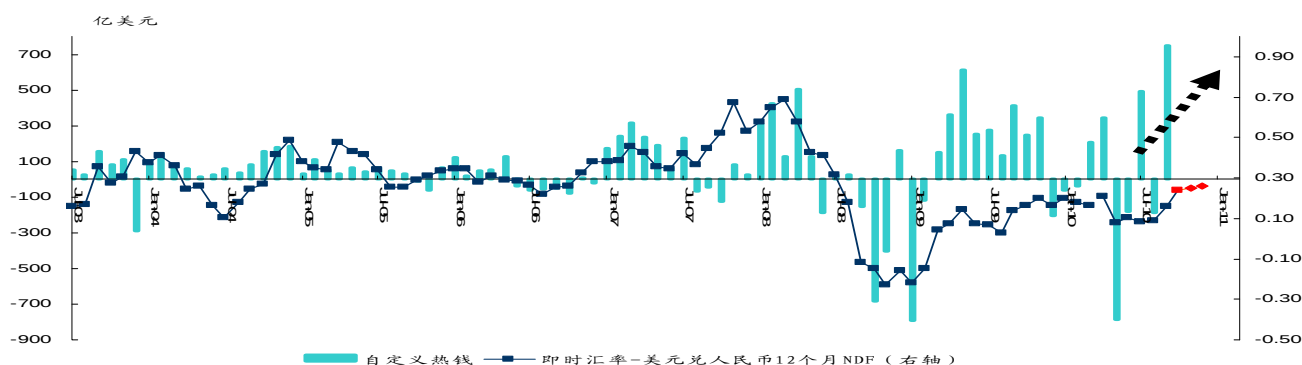
10 月贸易顺差为 271.48 亿元，较上月增加 102.73 亿元，为年内第二高点，顺差维持高位将继续带来人民币升值压力；目前人民币兑美元汇率达到 6.62，创下历史新高；即时汇率与美元兑人民币 NDF 之差维持稳定，预示着人民币升值预期依然较为强烈。

图 7：国内贸易顺差情况



资料来源：长江证券研究部

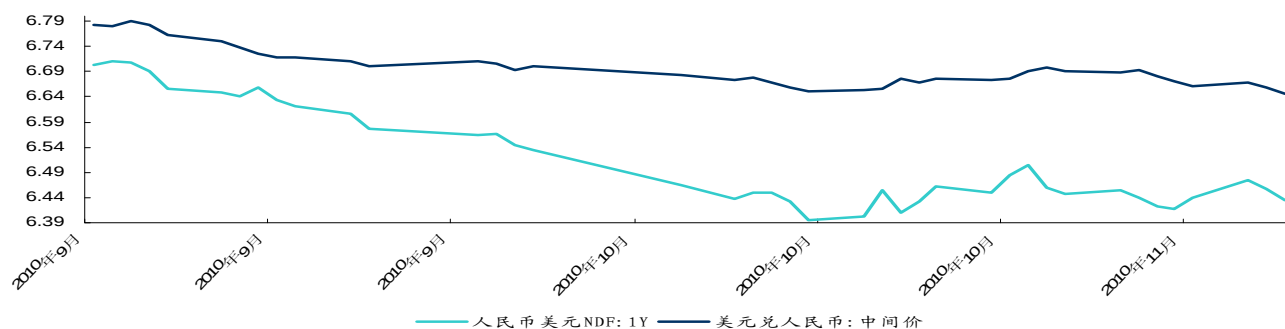
图 8：即时汇率与美元兑人民币 NDF 之差和自定义热钱关系图



资料来源：长江证券研究部

注：自定义热钱=当月外汇储备-当月贸易顺差-当月 FDI

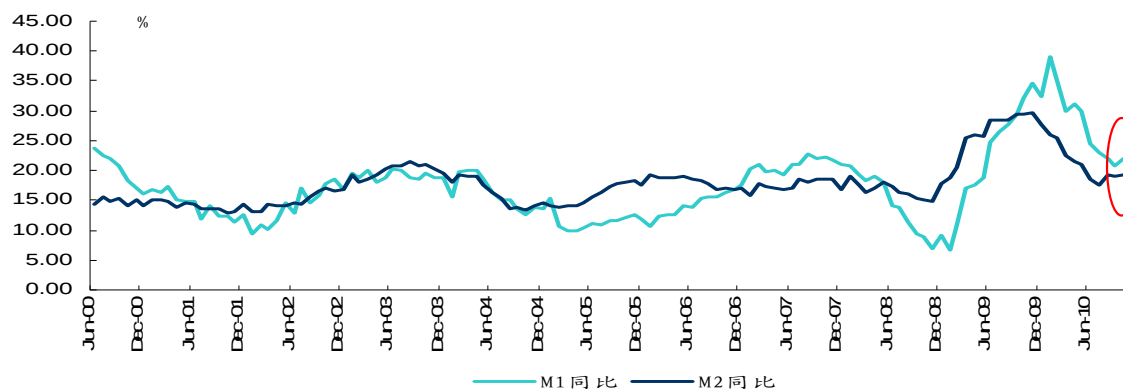
图 9：即时汇率与美元兑人民币 NDF（12 个月）关系图



资料来源：长江证券研究部

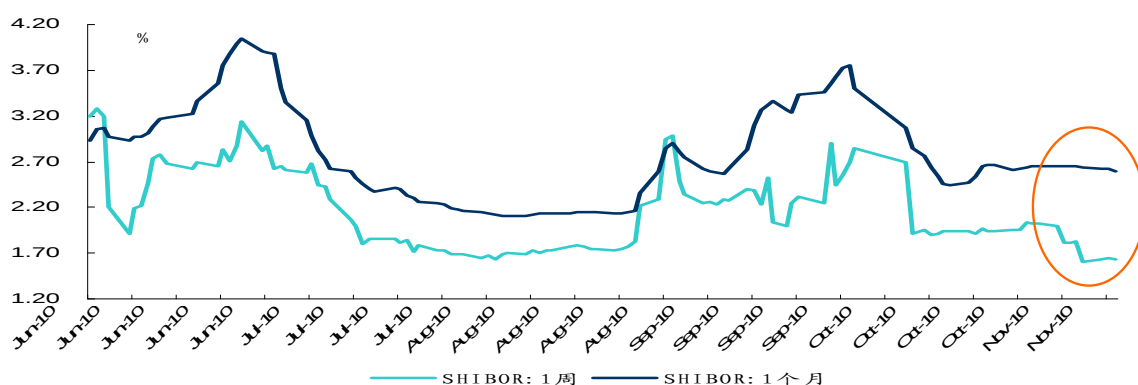
M1 同比增速为 22.1%，M2 同比增速为 19.3%，分别较比上期高 1.2 和 0.3 个百分点。M1 和 M2 有所回升，从一周和一个月的 shibor 利率水平来看，依然处于低位，货币市场资金比较充裕；货币超发导致 M2 快速增长，预计 M2/GDP 比值将达到 1.89，处于历史较高水平，货币扩张已经超出实体的吸纳能力，流动性依然较为充裕。

图 10: M1 和 M2 同比有所回升



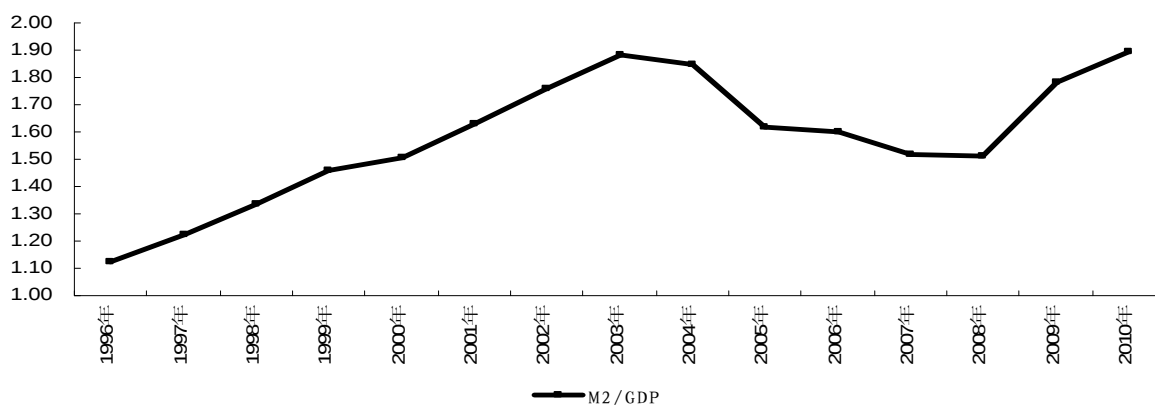
资料来源：长江证券研究部

图 11: 短端 shibor 利率依然维持在低位



资料来源：长江证券研究部

图 12: 货币超发导致 M2/GDP 居于高位

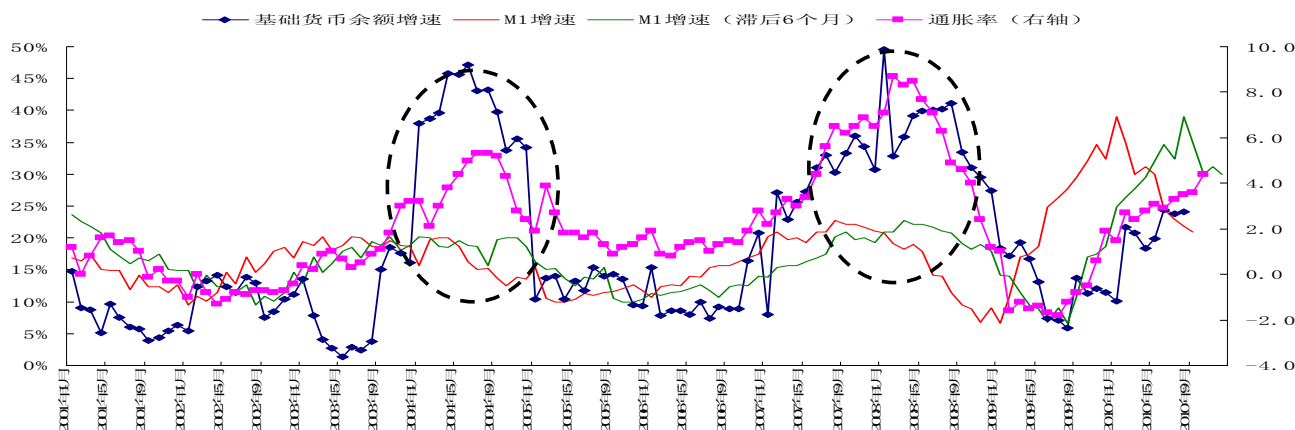


资料来源：长江证券研究部

未来政策可能进一步紧缩，加息对银行基本面略有正面影响

从货币学角度看，通胀其实是货币现象，如果基础货币供应量持续增大，通胀将不可避免。

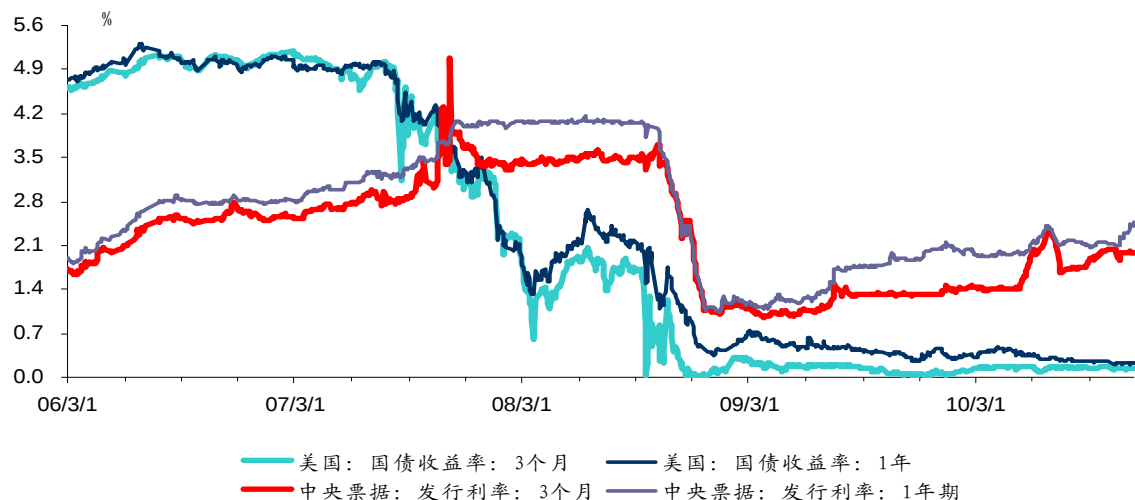
图 13：货币扩张推动通胀



资料来源：长江证券研究部

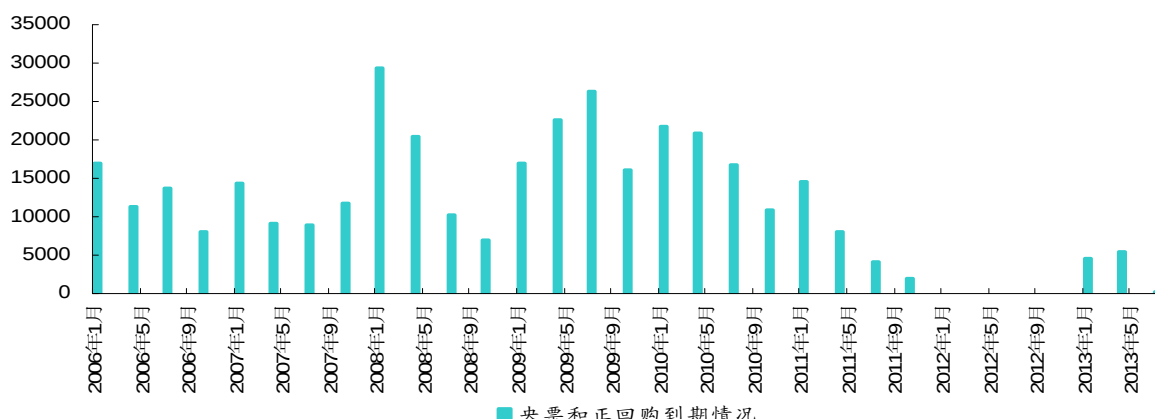
由于中美经济结构的矛盾，央行自身调节平衡空间的减弱，国内高通胀是必然的。未来央行防控通胀，紧缩流动性过程中，其可能出现的工具主要由调控货币乘数的上调准备金率、吸收基础货币的央票和价格调控的加息，以及信贷额度行政控制等。随着超储率降低，上调准备金率对货币乘数的边际效益逐渐增强，但整体影响仍比较有限（除非大幅度上调）；央票发行直接有效，但受制于中美利差倒挂，市场化发行存在内生约束，而伴随信贷额度控制惩罚性定向央票或许在未来将重启。通胀初期加息难以有效抑制物价，只有持续加息，最终使得总需求受到抑制才能有效抑制物价上涨，由于宏观经济刚经历风云突变的金融危机，持续加息抑制总需求风险较大，所以加息频率不会太频繁，幅度也不会太大。

图 14：中美国债利差严重倒挂，使得央票发行规模严重受限



资料来源：长江证券研究部

图 15: 未来半年央票到期压力较大



资料来源：长江证券研究部

加息仍存可能，存款累进式概率较大，而贷款或不加或继续递减。在方式上，从历史经验看，在通胀水平往上时，中长期贷款利率扩大幅度不明显，但中长期存款利率扩大比较显著。因此我们认为后续存款累进加息方式的概率依然较大。这种加息方式对活期存款占比高和债券投资比例大的负面影响小，或正面影响大，主要看贷款利率是否也有所调整。即使极端不加贷款利率，只要存款累进加息，对银行息差负面影响也十分有效，尤其是大行和城商行，股份制稍有影响；但如果贷款也加一部分，基本上银行息差还是扩大的。

具体到策略上，鉴于银行估值已达历史低位，我们仍重申才紧缩预期弱化时，把握流动性驱动估值修复的机会。

图 16: 银行估值处于历史低位



资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

陈志华，安徽师范大学生命科学学院理学学士，中山大学岭南学院世界经济专业硕士，具有2年宏观策略、银行研究经历，2010年4月加入长江证券从事银行研究。

许荣聪，厦门大学经济学学士、数学双学士，武汉大学经济学硕士，从事银行行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。