

分析师： 陈志华 (8621) 68751569 chenzh@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120011

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

信贷投放良好与社会融资总量不低并存，未来货币政策情景分析

报告要点

■ 3月贷款规模略超预期，信贷投放进度控制良好

14日，央行公布信贷数据情况：3月人民币信贷投放6794亿，信贷规模略超预期。居民新增短期贷款占比大幅提高主要是在信贷受限情况下，银行偏好收益率高的居民消费贷款和经营性贷款；居民中长期贷款占比环比回升是因为2月份假期因素导致当月房屋成交量下降，3月份居民中长期贷款绝对数仍小于1月份，说明商品房交投受房产调控影响下滑，未来居民中长期贷款发放也将趋于谨慎。企业新增短期贷款占比较上月下降约11个百分点；企业新增中长期贷款占比大幅下降，较上月下降约14个百分点，主要是因为银行对基建等中长期贷款比较谨慎。3月居民存款环比增加13700亿，可能是因为季节性因素，即年后企业发放奖金有关；企业存款环比增加7698亿元，可能是因为一二月份贷款转存带来三月存款增长。未来在负利率环境下，银行吸储压力依然存在。

■ 社会融资总量列入统计范畴，贷款占比呈下降趋势

社会融资总量列入统计范畴，新增贷款作为银行对实体经济的支持，已不能完全反映金融与经济的关系。从央行公布的社会融资总量数据来看，贷款占比呈下降趋势，由2002年的92%下降至今年一季度的53.5%；承兑汇票占比从2002年的-3.5%上升至今年一季度的18.2%，承兑汇票作为银行的表外资产，可以提高银行中间业务收入，并可以增加银行保证金存款，在信贷紧缩时占比上升，信贷宽松时占比下降；委托贷款由2002年的0.9%上升至今年一季度的7.6%，委托贷款是银行作为媒介完成企业之间的借贷，其占比也随信贷宽松时下降，紧缩时上升。

社会融资规模需各部门共同统计完成，也就是说社会融资总量的调节并非像贷款那样只依赖央行和银监会。目前信贷总量可控，而未来将更多地关注社会融资总量的其他项，如银行承兑汇票和委托贷款。未来存在加强委托贷款和银行承兑汇票等监管可能。监管层可能会进一步提高商业银行资本充足率或其他措施以限制其表外业务的扩张。

■ 货币乘数逐月降低，公开市场操作力度有望加大，至少加息50个基点，存准率上调空间有限

过去央行一味通过存准率上调来降低货币乘数，存准率上调导致货币乘数逐月降低，估计3月货币乘数约为3.68，较上期继续减少。为缓解通胀压力，市场担心央行过度上调存准率，我们通过情景分析，认为存准率上调的空间不大，极限值在1个百分点，央行很可能会加大央票或正回购以延缓延缓到期投放的资金，一定幅度加息来平抑通胀和抑制流动性泛滥。资本项不完全放开，利差不是热钱流入的主要因素，主要因素是套利的机会，如房市、股市、大宗商品等套利机会和本币升值的套汇机会等，果断加息抑制泡沫，历史上最大通胀容忍度在-3%，测算6月通胀有可能达到本轮通胀历史高点，因此我们认为未来至少加息50个基点。

■ 人民币升值预期继续加强，资金利率回归正常

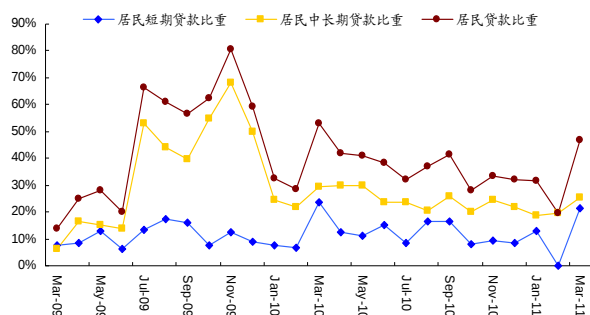
人民币兑美元NDF达6.39，即时汇率与美元兑人民币NDF之差仍处于高位，预示人民币升值的预期较为强烈。从货币市场利率来看，货币市场资金利率平稳，目前资金面较为充足。主要是因为外汇占款增加和公开市场到期资金量大。预计未来的资金利率依然维持在目前水平。

3 月份信贷规模略超预期，总体投放进度控制良好

14 日，央行公布了信贷数据情况：3 月人民币信贷投放 6794 亿，人民币存款增加 2.68 万亿。居民当月新增贷款环比增加 1438 亿，其中短期居民新增贷款环比增加 1458 亿，中长期居民新增贷款环比增加 677 亿；非金融企业新增贷款环比减少 717 亿，其中企业短期新增贷款环比减少 90 亿，企业中长期新增贷款环比减少 272 亿，票据压缩 1100 亿，环比多压 388 亿，票据占比处于历史低位，未来压缩空间有限。

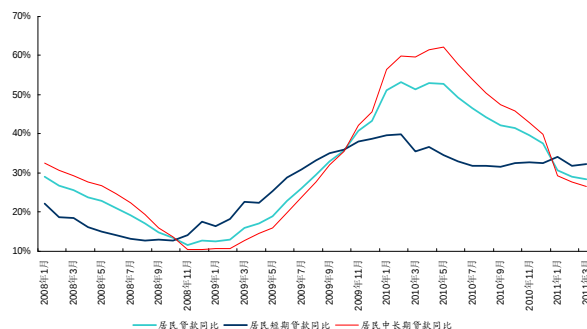
居民新增短期贷款占比较上月上升约 21 个百分点，居民新增中长期贷款占比较上月上升 5.81 个百分点，居民新增总贷款比重为 47%，较上月上升约 27 个百分点。居民新增短期贷款占比大幅提高主要是在信贷受限情况下，银行偏好收益率较高的居民消费贷款和经营性贷款；居民中长期贷款占比环比回升是因为 2 月份假期因素导致当月房屋成交量下降，3 月份居民中长期贷款绝对数仍小于 1 月份，说明商品房交授受房产调控影响下滑，未来居民中长期贷款发放也将趋于谨慎。

图 1：新增居民贷款比重（%）



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

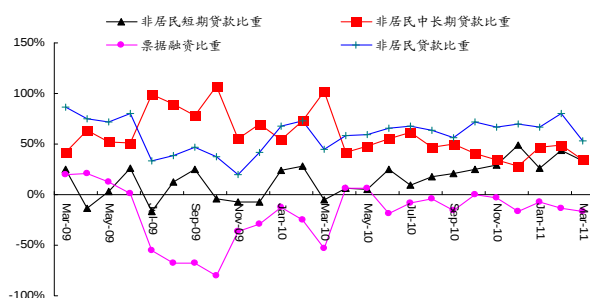
图 2：居民贷款同比增速（%）



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

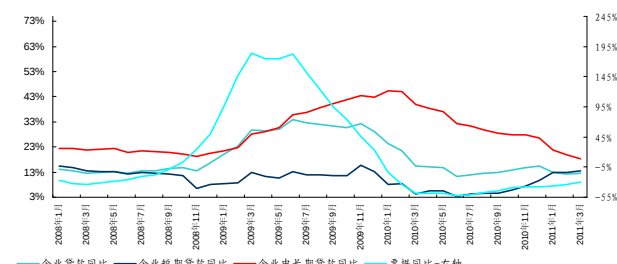
从 3 月新增贷款结构上看，企业新增短期贷款占比较上月下降约 10.6 个百分点；企业新增中长期贷款占比大幅下降，较上月下降约 14.4 个百分点。新增企业中长期贷款占比大幅下降主要是因为银行对基建等中长期贷款比较谨慎。

图 3：新增非居民贷款比重（%）



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

图 4：企业贷款同比增速（亿元）

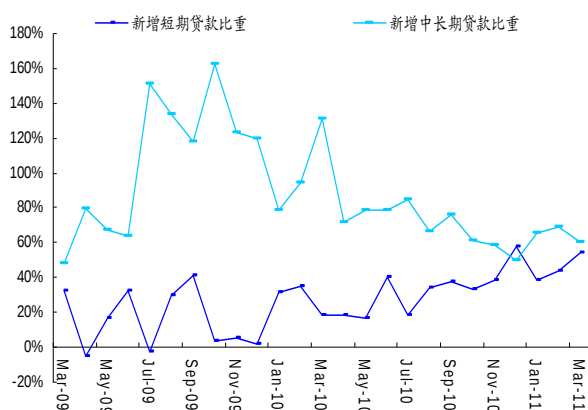


资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

3 月人民币存款余额同比 19.0%，比上月末高 1.4 个百分点。当月人民币存款增加 2.68 万亿元，同比多增 1.11 万亿元，环比多增 1.37 万亿，其中，住户存款增加 10099 亿元，非金融企业存款增加 16509 亿元，财政性存款减少 2306 亿元。

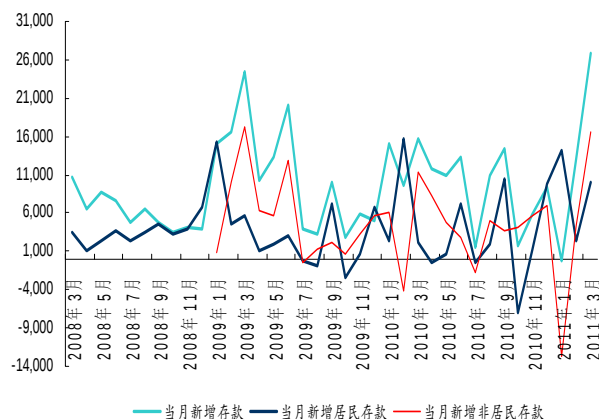
三月居民存款环比增加 13700 亿，可能是因为季节性因素，即年后企业发放奖金有关；企业存款环比增加 7698 亿元，可能是因为一二月份贷款转存带来三月企业存款增长。未来在负利率环境下，银行吸储压力依然存在。

图 5：当月新增短期贷款比重和长期贷款比重（%）



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

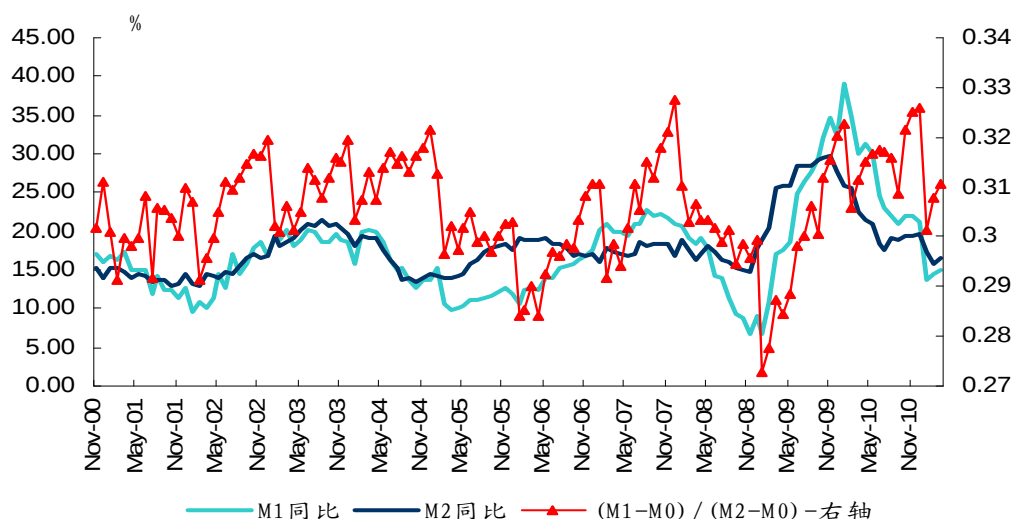
图 6：当月新增存款（亿元）



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

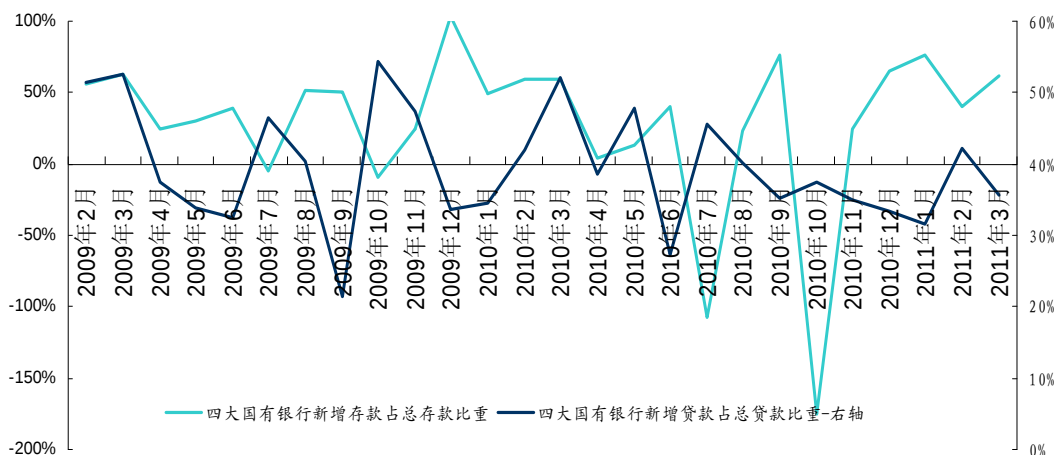
M1 同比增速为 15.00%，比上期高 0.5 个百分点。M2 同比增速为 16.60%，比上期高 0.9 个百分点。从 $(M1-M0)/(M2-M0)$ 值来看，3 月较上月略有，可能预示存款继续活化。

图 7：M1 和 M2 下行



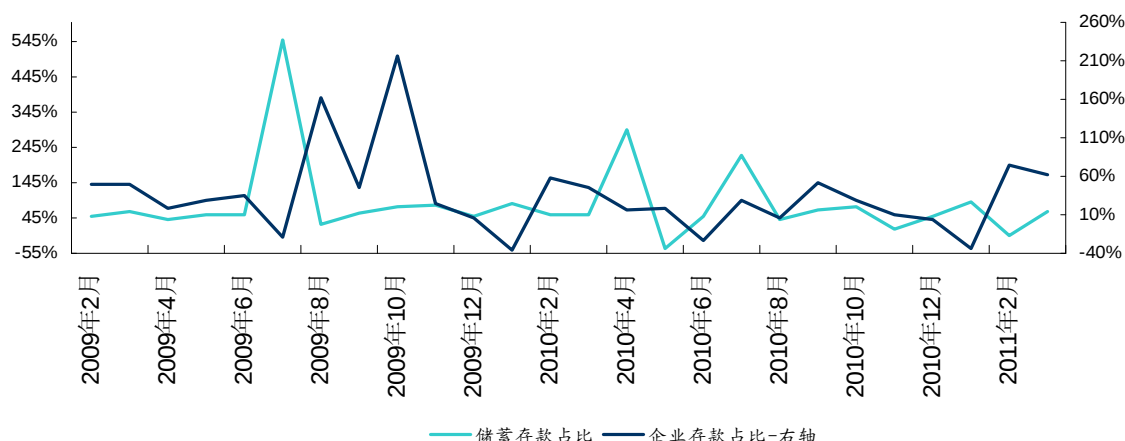
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

四大国有银行贷款占比一般在 27%-52% 之间，预计四大国有银行 3 月贷款占比为 36%，当月增量约为 2428 亿元，而存款占比较为不稳定；国有银行存款增加明显，新增存款占比为 62%。

图 8：四大国有银行新增存贷款占比


资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

注：总存款中包括财政存款，故波动较大。

图 9：四大国有银行当月新增储蓄存款占总储蓄存款比重和新增企业存款占总企业存款比重


资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

社会融资总量列入统计范畴，贷款占比呈下降趋势

社会融资总量列入央行统计范畴，新增贷款作为银行对实体经济的支持，已不能完全反映金融与经济的关系。从央行公布的社会融资总量数据来看，贷款占比呈下降趋势，由2002年的92%，下降至今年一季度的53.5%；承兑汇票占比从2002年的-3.5%上升至今年一季度的18.2%，承兑汇票作为银行的表外资产，可以提高银行手续费收入，并可以增加银行保证金存款，在信贷紧缩时占比上升，信贷宽松时占比下降；委托贷款由2002年的0.9%上升至今年一季度的7.6%，委托贷款是银行作为媒介完成企业之间的借贷。

社会融资规模需人民银行、发改委、证监会、保监会、国债登记公司和银行间市场交易商协会等部门共同统计完成，也就是说现在的社会融资总量的调节并非像贷款那样只依赖于央行和银监会。目前信贷总量可控，而未来将更多地关注社会融资总量的其他项，如银行承兑汇票和委托贷款。

表：我国社会融资总量结构情况

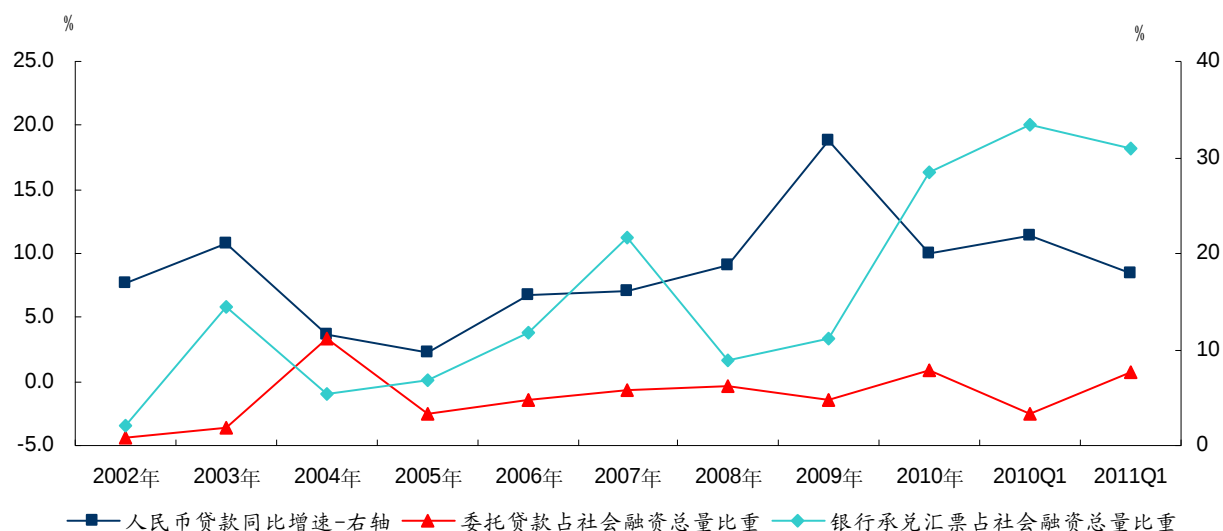
	2011Q1	2010Q1	2010年	2009年	2008年	2007年	2006年	2005年	2004年	2003年	2002年
社会融资总量	100.0	100.0	100	100	100	100	100	100	100	100	100
人民币贷款	53.5	57.4	55.6	68.1	71.5	61.3	79.3	82.1	78.8	81	92
外币贷款(折合人民币)	3.5	4.3	2.9	6.6	0.9	4.9	2.5	3.7	4.8	6.7	3.7
委托贷款	7.6	3.4	7.9	4.8	6.2	5.7	4.7	3.4	11.1	1.8	0.9
信托贷款	0.2	4.7	2.7	3.1	4.6	2.9	2.1	--	--	--	--
银行承兑汇票占社会融资重量比重	18.2	20.1	16.3	3.3	1.6	11.3	3.8	0.1	-1.0	5.9	-3.5
企业债券	10.9	5.9	8.4	9.2	8.1	3.9	2.1	7.0	1.8	1.6	1.6
非金融企业股票	3.7	2.8	4.1	3.2	4.9	8.1	3.4	1.2	2.3	1.6	3.0
保险公司赔偿	0.0	0.0	1.3	1.2	2.2	1.8	2.1	2.5	2.1	1.5	2.1
保险公司投资性房地产	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	--	--	--	--	--
其他	0.0	0.0	0.7	0.5	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

注：“--”表示数据缺失或数据很小

社会融资总量=人民币各项贷款+外币各项贷款+委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票+企业债券+非金融企业股票+保险公司赔偿+保险公司投资性房地产+其他。

图 10：银行承兑汇票占社会融资



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

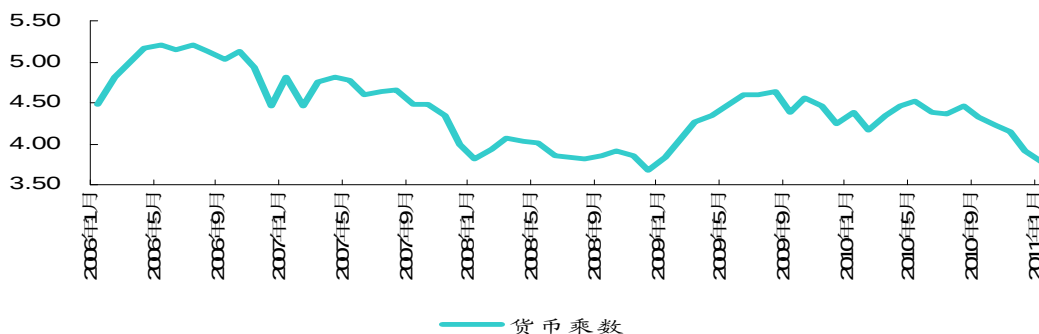
央行很可能多种工具并用治理流动性泛滥，存准率上调空间不大

面对即将到期大量资金，以及热钱的大量流入，通胀压力又凸显的宏观环境下，央行货币政策走向何去何从，我们尝试从货币供应量角度去分析。以下是未来月度到期央票情况，高峰期集中在上半年，也是通胀翘尾因素凸显的时期，同时外汇占款、热钱流入量也很大。（见下文分析）。

图 11：未来央票到期情况（亿元）


资料来源：wind，长江证券研究部

过去央行一味通过存准率上调来降低货币乘数，存准率上调导致货币乘数逐月降低，估计3月货币乘数约为3.68，较上期继续减少。为缓解通胀压力，市场担心央行过度上调存准率，我们通过情景分析，认为存准率上调的空间不大，极限值在1个百分点，央行会同时使用央票或正回购延缓到期投放的资金，一定幅度加息来平抑通胀和抑制流动性泛滥。

图 12：货币乘数逐月降低


资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

情景一：外汇占款延续目前态势，且央行对到期资金不加回笼，一味通过调准备金率来降低货币乘数，以促使M2增速控制在16-17%的水平，照这个调控方式，存准率至少有2个百分点的上调。但是据我们对美国经济和美元走势的判断，下半年美元极有可能会反转，如果美元反转，则热钱流出的概率较大，在情景三中，如果热钱流出，外汇占款骤减，而货币乘数过低，则使得货币供应量出现大幅萎缩，虽然货币当局不会在年底反应，但是过往情况看，如果采纳前面的调准备金率的方法来解决当前困境，则必然会出现一个阶段，货币供应量过渡收缩，因为央行的反应是不及热钱流出快，以及实体经济是最敏感，也是最先受伤的。

情景二：外汇占款在上半年延续目前高增长的态势，下半年美元反转后，大幅萎缩，而上半年央行通过公开市场对冲，将大量到期资金延后，一旦下半年外汇占款增量萎缩，则可以不对冲新的到期资金，从而缓解因货币乘数降低所带来的流动性干涸。这种情况下，央行调节准备金率的空间十分小，在0.5-1个百分点之间，同时使得央行有较多主动权应对外部情况变化。

以上所谈是数量调控的一些探讨，一定幅度加息是抑制通胀必须的，加息并不必然引来热钱，而是抑制国内泡沫投机的标的或机会，才能减少热钱流入。我们测算6月通胀有可能达到本轮通胀历史高点，按最大-3%的通胀容忍度，加息幅度至少50个基点。

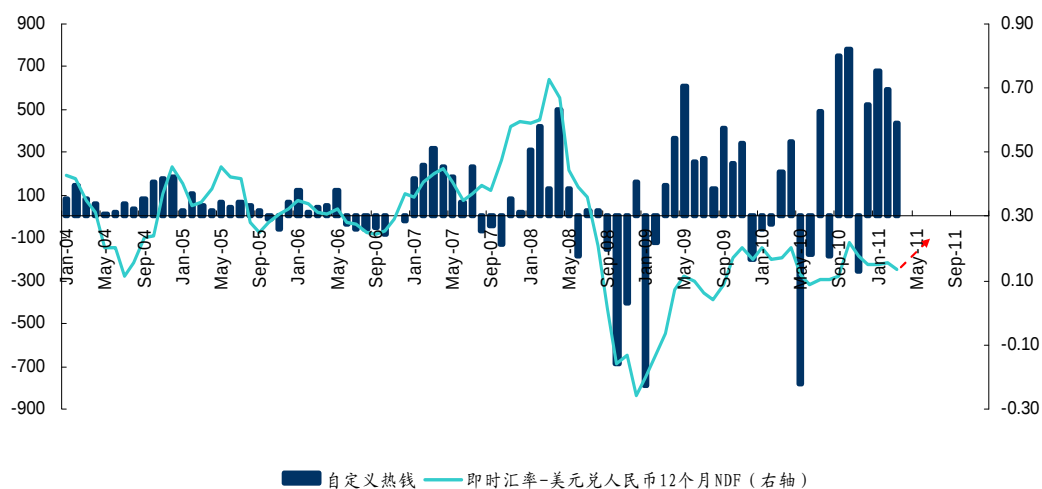
情景一	2011.01	2011.02	2011.03	2011.04	2011.05	2011.06	2011.07	2011.08	2011.09	2011.10	2011.11	2011.12
外汇占款增加	5,016	2,893	4,010	5,000	3,272	3,435	3,623	3,759	3,870	3,951	3,838	3,892
净投放	4,540	3,410	2,800	4,000	4,700	5,200	2,500	1,200	1,800	1,050	950	50
估算基础货币	193,130	198,946	205,756	214,756	222,728	231,362	237,486	242,445	248,114	253,115	257,903	261,845
M2	733,895	736,100	757,182	773,121.4	779,546.9	791,259.6	793,202.7	809,765.3	818,777.2	822,624	838,185.7	850,996.1
M2 目标增速	17.31%	15.73%	16.50%	17.75%	17.52%	17.41%	17.68%	17.78%	17.56%	17.56%	18.01%	17.25%
货币乘数	3.80	3.70	3.68	3.60	3.50	3.42	3.34	3.34	3.30	3.25	3.25	3.25

情景二	2011.01	2011.02	2011.03	2011.04	2011.05	2011.06	2011.07	2011.08	2011.09	2011.10	2011.11	2011.12
外汇占款增加	5,016	2,893	4,010	5,000	3,272	3,435	3,623	500	500	500	500	500
净投放	4,540	3,410	2,800	2,000	2,000	1,000	500	1,200	1,800	4,000	950	4,050
估算基础货币	193,130	198,946	205,756	212,756	218,028	222,462	226,586	228,286	230,586	235,086	236,536	241,086
M2	733,895	736,100	757,182	765,921	769,638	785,292	799,848	805,849	813,968	829,853	834,971	851,033
M2 目标增速	17.31%	15.73%	16.50%	16.66%	16.02%	16.53%	18.66%	17.21%	16.87%	18.59%	17.56%	17.26%
货币乘数	3.80	3.70	3.68	3.60	3.53	3.53	3.53	3.53	3.53	3.53	3.53	3.53

情景三	2011.01	2011.02	2011.03	2011.04	2011.05	2011.06	2011.07	2011.08	2011.09	2011.10	2011.11	2011.12
外汇占款增加	5,016	2,893	4,010	5,000	3,272	3,435	3,623	500	500	500	500	500
净投放	4,540	3,410	2,800	4,000	4,700	5,200	2,500	1,200	1,800	1,050	950	50
估算基础货币	193,130	198,946	205,756	214,756	222,728	231,362	237,486	239,186	241,486	243,036	244,486	245,036
M2	733,895	736,100	757,182	768,826	779,547	791,260	788,453	794,097	801,733	806,879	811,693	813,519
M2 目标增速	17.31%	15.73%	16.50%	17.10%	17.52%	17.41%	16.97%	15.50%	15.11%	15.31%	14.28%	12.09%
货币乘数	3.80	3.70	3.68	3.58	3.50	3.42	3.32	3.32	3.32	3.32	3.32	3.32

人民币升值预期上半年保持强烈

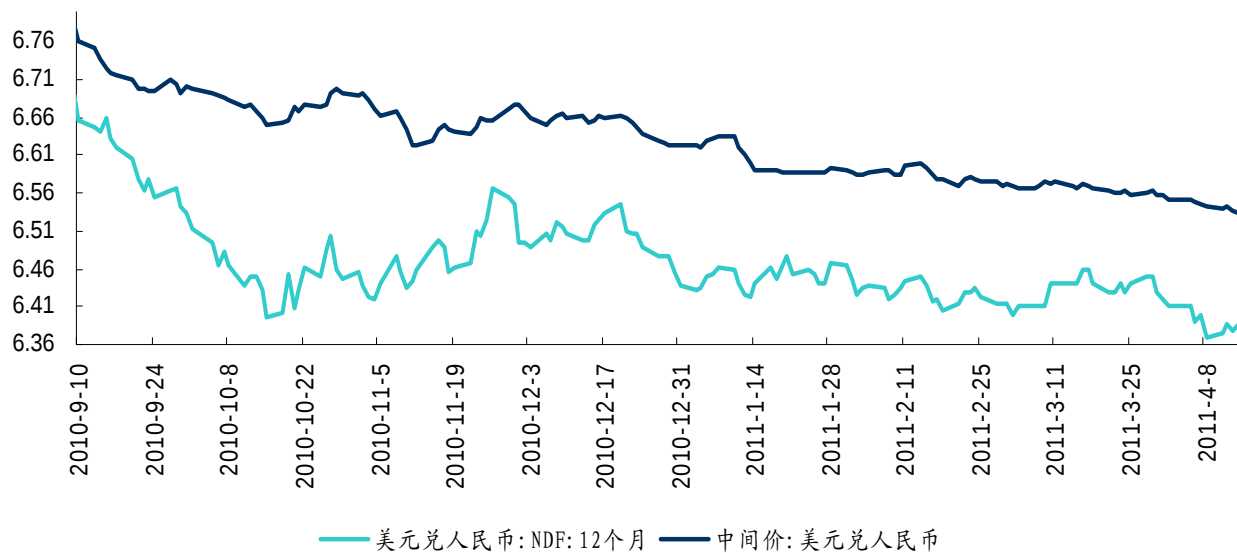
人民币兑美元 NDF 达 6.39，即时汇率与美元兑人民币 NDF 之差仍处于高位，预示人民币升值的预期较为强烈。

图 13: 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。

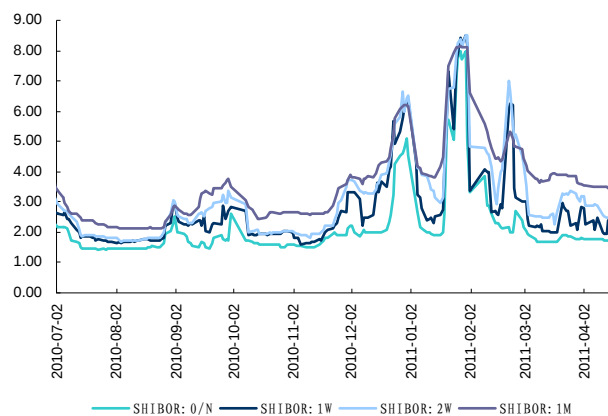
即时汇率与美元兑人民币 NDF 之差来表示升值预期的强烈程度，从图中可以看出该差值与热钱流入有很强的正相关关系。当该值较大时，表示升值预期较强烈，热钱大量流入；当该值较小时，表示升值预期较为缓和，热钱小量流入或流出。

图 14: 即时汇率与美元兑人民币 NDF（12 个月）关系图


资料来源：wind，长江证券研究部

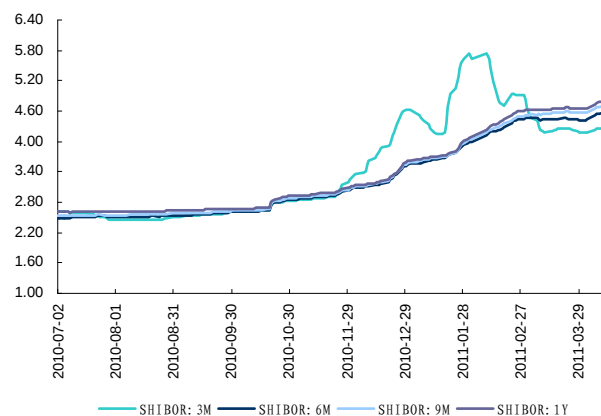
从货币市场利率来看，上周货币市场资金利率平稳，目前资金面较为充足。主要是因为外汇占款增加和公开市场到期资金量较大。预计未来的资金利率依然维持在目前水平。

图 15: SHIBOR 利率 (三个月以内) (%)



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 16: SHIBOR 利率 (三个月以上) (%)



资料来源: wind, 长江证券研究部

银行估值表

公司名称	净利润 (mn RMB)		每股收益(元)		增长率		每股净资产		净资产回报率		预测市盈率		预测市净率		自由流通市值
	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	
工行	165,880	213,350	0.47	0.61	28%	29%	2.37	2.80	22%	24%	9.78	7.60	1.96	1.65	707
建行	135,743	173,684	0.54	0.69	27%	28%	2.85	3.44	21%	22%	9.62	7.52	1.83	1.52	476
中行	109,834	136,760	0.37	0.45	29%	25%	2.32	2.64	17%	18%	9.22	7.70	1.49	1.30	230
交行	38,807	48,684	0.74	0.86	29%	25%	4.03	4.78	20%	20%	8.26	7.04	1.51	1.27	920
农行	94,946	128,410	0.32	0.40	46%	35%	1.69	2.03	21%	21%	9.20	7.49	1.75	1.46	454
招行	25,763	36,084	1.23	1.67	41%	40%	6.50	7.88	22%	23%	12.44	9.15	2.35	1.94	1,539
中信	21,772	27,192	0.55	0.68	50%	25%	3.13	3.69	19%	20%	10.43	8.35	1.82	1.54	143
浦发	19,052	25,963	1.60	1.81	44%	36%	8.77	9.62	20%	20%	9.38	8.27	1.71	1.56	1,140
民生	17,560	23,598	0.66	0.88	45%	34%	3.91	4.63	18%	21%	9.16	6.82	1.54	1.30	1,017
兴业	18,595	23,318	3.23	3.89	41%	25%	15.30	18.62	24%	23%	9.53	7.93	2.02	1.66	981
光大	12,748	16,535	0.35	0.41	67%	30%	2.01	2.33	20%	19%	11.65	9.83	2.00	1.73	161
深发	6,286	8,404	1.91	2.41	25%	34%	9.66	12.07	23%	22%	9.54	7.54	1.88	1.51	420
华夏	5,964	8,029	1.19	1.26	61%	35%	7.18	9.35	18%	16%	11.44	10.88	1.90	1.46	275
北京	6,803	9,108	1.09	1.46	21%	34%	7.11	8.36	17%	19%	11.24	8.39	1.72	1.47	423
宁波	2,328	3,209	0.91	1.11	60%	38%	5.54	6.52	18%	18%	15.09	12.40	2.49	2.12	136
南京	2,302	3,116	1.03	1.05	50%	35%	6.50	7.45	15%	15%	11.04	10.79	1.74	1.52	196
行业数据	684,382	885,445	-	-	32%	29%	-	-	19%	20%	-	-	-	-	-

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3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
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。