贷款利率先升后落，创新工具启动出台

——3 季度货币政策执行报告点评

高善文[1] 姚学康[2] 尤宏业[3]

2014 年 11 月 7 日

内容提要

同业业务监管的加强和货币宽松步伐的偏缓，可能是 7、8 月利率水平上升比较重要的原因。进入 9 月，经济动能依然疲弱，央行货币政策宽松步伐明显加快，利率水平重新开始回落。短期内，央行或许维持货币政策积极立场，贷款利率可能继续下行。

央行出台 MLF（中期借贷便利），与 8、9 月经济的减速无疑直接联系。不过也要注意到，这同时也是央行推动货币政策由数量调控向价格调控转型过程中的重要一环。

1 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020
2 宏观分析师，yaoxk@essence.com.cn，010-66581840，S1450513090003
2 宏观分析师，youhy@essence.com.cn，010-66581625，S1450511080007

一、对七八月利率的上升和九月利率回落的解读

3 季度，加权贷款利率先回升，后回落（图 1）。

8 月，金融机构加权贷款平均利率 7.09%，较 6 月回升了 13BP。其中，一般贷款加权平均利率较 6 月回升了 18BP，票据融资利率回落了 29BP。

同业业务监管的加强和 7、8 月货币宽松步伐的偏缓，可能是利率水平上升比较重要的原因。

同业监管的加强，使得同业渠道向实体经济资金供应量下降。在社会融资规模统计中，委托贷款、信托贷款及未贴现承兑汇票等科目的大幅萎缩，应该与此有较大的联系。在此背景下，加权贷款利率的上升不难理解。

同业渠道对接的一部分符合政策要求的高成本项目，被推回到正规贷款体系中来，这对一般贷款利率的上升可能也有一些边际上的贡献。

不过进入 9 月，在经济统计数据发布之后，央行货币政策宽松的步伐明显加快，利率水平重新开始回落。

9 月，加权贷款利率 6.97%，较 8 月回落 12BP。其中，一般贷款加权平均利率较 8 月回落 11BP，票据融资利率持平。

3 季度在工业增速和通货膨胀显著下行的背景下，加权利率水平的回落幅度明显偏小。考虑到当前经济动能仍然弱势，从操作层面看，短期内，央行或维持货币政策宽松方向，贷款利率水平可能仍将下行。

高频数据显示，10 月、11 月票据利率水平下行非常显著；此外，9 月以来债券发行利率也大幅度下行，这将显著降低相关企业债券融资成本，并有助于总体社会融资成本的回落。

特别需要注意的是，9 月个人住房贷款利率较 8 月回落了 5BP（图 3）。我们怀疑，2012 年底以来按揭利率的持续上升势头，可能正在结束。金融条件的趋松，对商品房销售也将起到积极的支持。

在均值回复和利率改善的背景下，过去两三个月大中城市商品房销售的改善（图 4）或可持续。这将对地产和金融板块形成积极的支持，“二级火箭”是否就此点火，值得认真考虑。

二、央行创设新工具的背景和意图

央行在 3 季度货币政策执行报告中，披露了 MLF（中期借贷便利）这一新工具的使用情况。9 月和 10 月，人民银行通过 MLF 向商业银行体系合计投放了 7695 亿元基础货币，期限 3 个月，利率 3.5%。

央行创设新的政策工具的背景和意图，我们认为主要有两个。

第一，8 月以来经济增速和通货膨胀的下行，使得央行放松货币供应和推动社会融资成本下降的压力进一步加大。在 9 月统计数据发布、确认经济超预期滑落后，MLF 随之出台。这是央行启动这一新工具的政策操作层面的背景。

第二，人民银行正加快推进中国货币政策由数量型调控向价格型调控的转型。

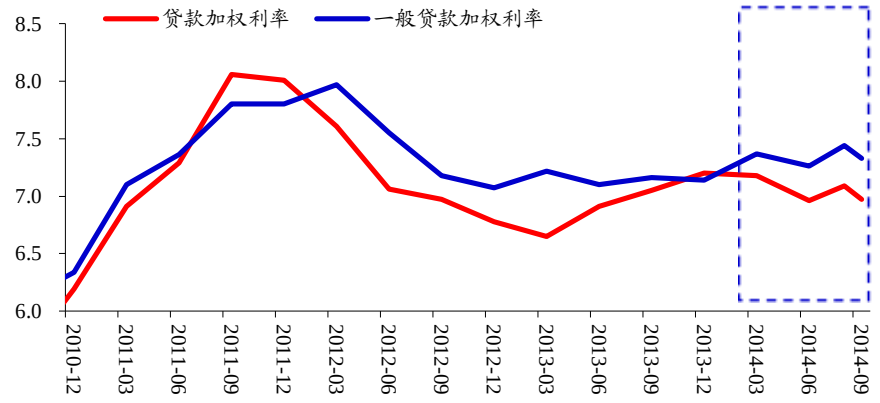
为了实现价格型调控，央行必须有足够的工具。目前在央行的货币政策工具箱中，公开市场操作、SLO/SLF 等，已经能够较好地调控短端利率水平，为短端利率的波动设定一个走廊。

但在无风险收益率曲线还不够完备、利率传导机制并不十分顺畅的情况下，央行完全通过控制短端利率水平来调控经济还不是特别地现实。通过创设一些

新型货币政策工具，来影响和引导中长期利率水平，仍然是必要的。MLF（引导中期利率水平）和 PSL（引导中长期利率水平）应时而出。这是 MLF 以及 PSL 出台的制度建设层面的背景。

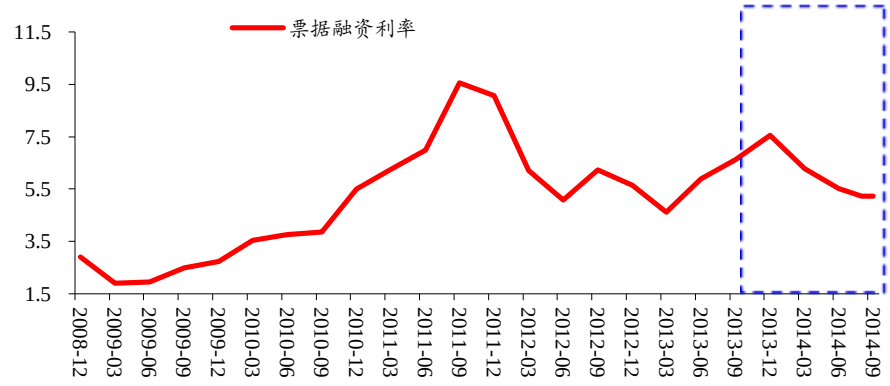
在未来，努力推动利率市场化的深化，形成更完备的无风险利率曲线，进一步促进金融机构提高风险定价水平，并实现货币政策操作从目前数量调控和价格调控并行，向完全的价格调控的转型，可能是央行工作的方向。

图1：贷款加权利率与一般贷款加权利率（%）



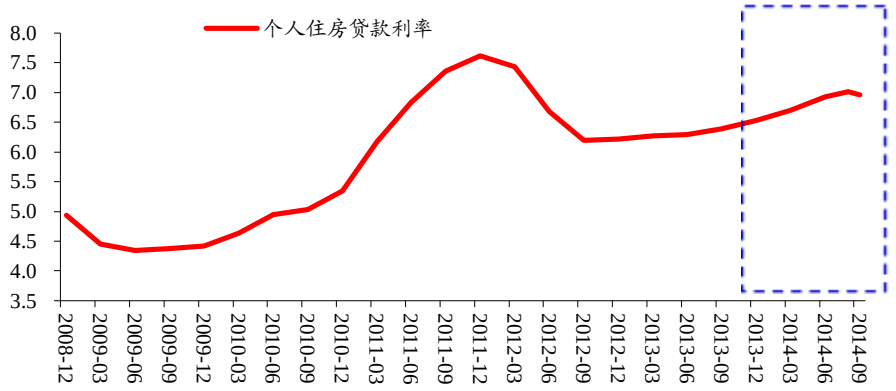
数据来源：Wind，安信证券

图2：票据融资利率（%）



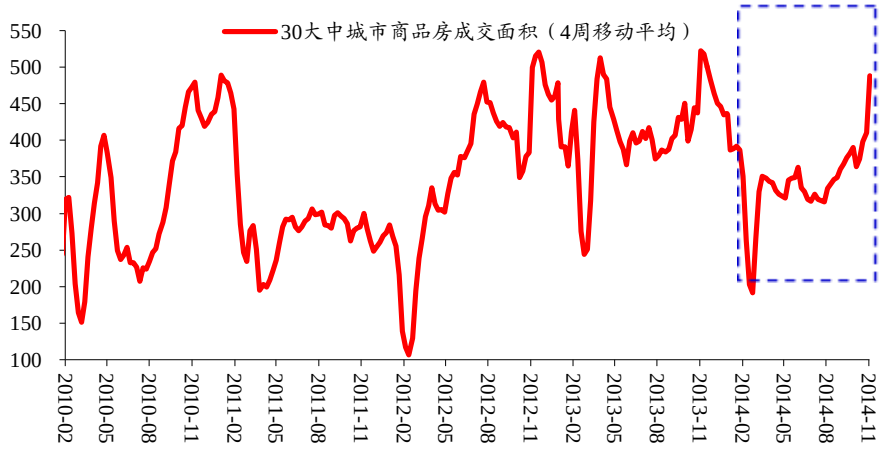
数据来源：Wind，安信证券

图3：个人住房贷款利率（%）



数据来源：Wind，安信证券

图4：30 大中城市商品房成交面积（4 周移动平均，万平米）



数据来源：Wind，安信证券

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士，中国人民银行研究生部博士。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

尤宏业，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学双学士。2008 年 5 月加盟安信证券研究中心。

姚学康，宏观分析师，北京大学经济学学士、经济学硕士。2011 年 7 月加盟安信证券研究中心。

郭雪松，助理宏观分析师，上海交通大学学士，清华大学 MBA，曾在国家统计局工作 5 年，2014 年 7 月加入安信证券研究中心。

分析师声明

高善文、尤宏业和姚学康分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558027	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034