

宏观研究

报告原因： 数据点评

2009 年 10 月 15 日

宏观研究小组

执笔人：伊磊

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

金融数据

项目	6 月	5 月	去年同期
M0%	15.96	11.52	9.28
M1%	29.51	27.72	9.43
M2%	29.31	28.53	15.29
存款余额%	28.35	27.43	18.79
贷款余额%	34.16	34.11	14.48
新增贷款	5,167	4,104	3,745

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqjyfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

货币信贷供应低开高走，未来或回归低位

——三季度主要宏观金融数据分析

宏观研究/中国经济

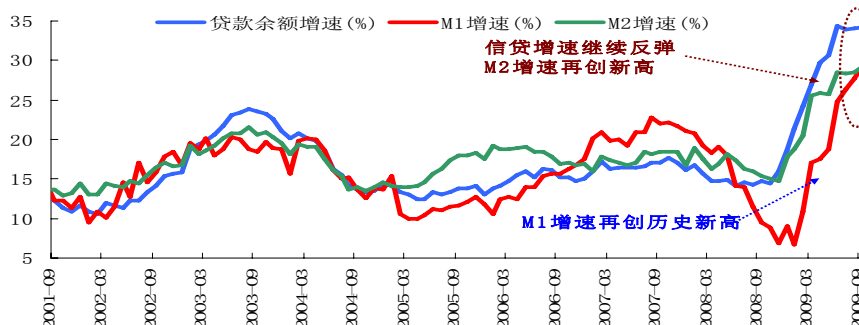
主要观点：

●三季度货币供应先抑后扬，四季度或有所回落。9 月货币供应增速再超预期，M1 和 M2 纷纷创下新高，M1 与 M2 增速差继续反弹，表明存款去定期化趋势继续进行，企业经营活动向好，资金持续流向实体经济，经济活跃度在持续增加。货币供应与 CPI 差距已达历史新高，CPI 在货币供应的带动下，未来 3-6 个月或逐步上升。我们认为，四季度货币供应回落可能性较大，全年 M2 增速或回落至 26% 左右。

●三季度新增信贷低开高走，四季度或维持低位。9 月新增贷款再超预期，在三季度形成低开高走局面，我们之前已经分析过，这符合历年三季度新增贷款走势规律，9 月份新增贷款超预期也符合本年每季度末月突增的季节规律，尽管达到了 5167 亿元，但仍然低于前三季度月均 9000 多亿的水平，我们维持四季度月均 3000 亿元以下新增贷款的判断。从季度结构走势来看，中长期贷款占比逐季增加，受融资票据到期影响，三季度成负增长态势，我们预计四季度票据融资或继续负增长。从新增贷款结构状况来看，三季度的中长期贷款占比在冲高后有所回落，这在一定程度反映，固定资产投资所需新增贷款的回落。我们认为贷款增速四季度或有所回落，但全年贷款余额增速仍能达到 31.6% 左右。9 月份企业存款增速同比继续大幅度的增加，显示经济持续活跃，居民存款增速在 7、8 月份回落之后又有所反弹。我们认为居民储蓄存款增速的回落主要受资本市场调整影响，但我们预计居民储蓄搬家现象将会继续。

●货币利率近期稳步反弹，四季度净投放空间仍大。三季度央行净投放也是先抑后扬，我们测算，在四季度仍然还有 1.2 万亿左右央票和回购需要到期对冲，央行可以通过公开市场操作来控制市场流动性，加息或调整存款准备金率可能性较小，市场流动性有望保持充沛。

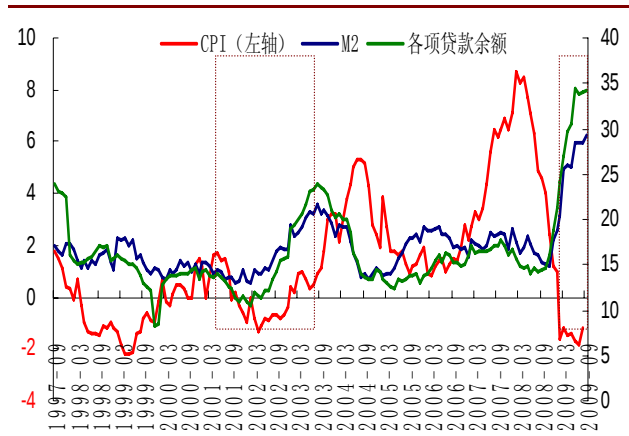
中国宏观金融数据（2001-2009）



三季度货币供应先抑后扬，四季度或有所回落

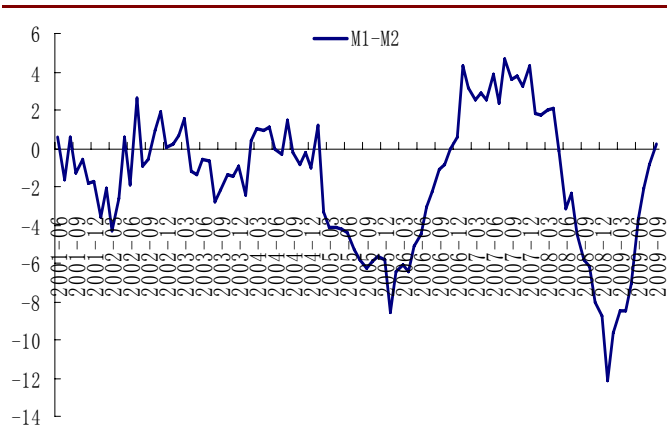
2009 年 9 月末，广义货币供应量(M2)余额为 58.54 万亿元,同比增长 29.31%，增幅比上年末高 11.49 个百分点，比上月末高 0.78 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为 20.17 万亿元,同比增长 29.51%，增幅比上年末高 20.45 个百分点，比上月末高 1.79 个百分点；市场货币流通量(M0)余额为 3.68 万亿元,同比增长 15.96%。前三季度净投放现金 2569 亿元,同比多投放 965 亿元。

图 1：M2 及贷款余额增速与 CPI (%)



数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

图 2：M1 与 M2 增速差值 (%)



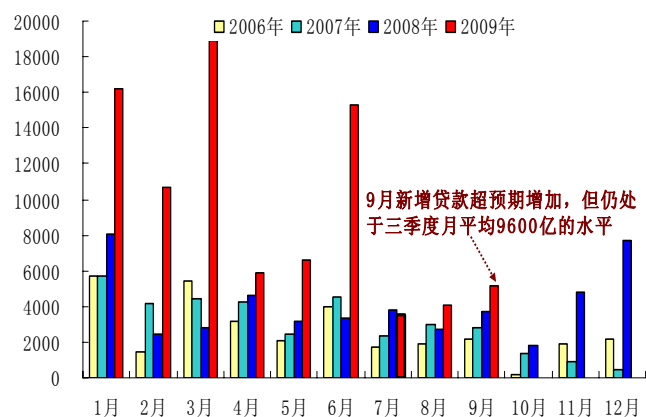
数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

9 月货币供应增速再超预期，M1 和 M2 纷纷创下新高，M1 与 M2 增速差继续反弹，表明存款去定期化趋势继续进行，企业经营活动向好，资金持续流向实体经济，经济活跃度在持续增加。货币供应与 CPI 差距已达历史新高，CPI 在货币供应的带动下，未来 3-6 个月或逐步上升。我们认为，四季度货币供应回落可能性较大，全年 M2 增速或回落至 26% 左右。

三季度新增信贷低开高走，四季度或维持低位

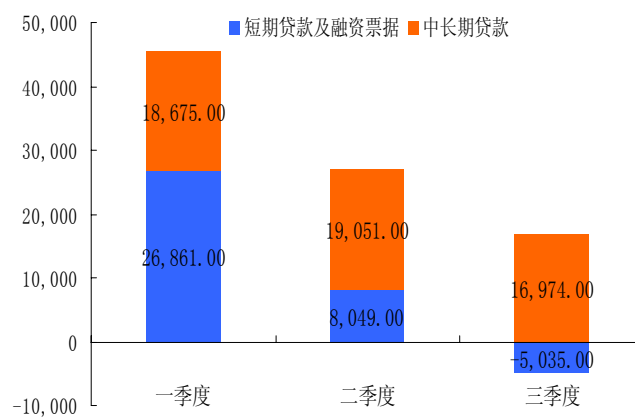
9 月末，金融机构人民币各项贷款余额 39.04 万亿元,同比增长 34.16%，增幅比上年末高 15.43 个百分点，比上月末高 0.05 个百分点。前三季度人民币贷款增加 8.67 万亿元，同比多增 5.19 万亿元。从分部门情况看：居民户贷款增加 1.84 万亿元，其中短期贷款增加 6672 亿元，中长期贷款增加 1.17 万亿元；非金融性公司及其他部门贷款增加 6.83 万亿元，其中短期贷款增加 1.44 万亿元，中长期贷款增加 4.30 万亿元，票据融资增加 8803 亿元。9 月份当月人民币各项贷款增加 5167 亿元。

图 3：新增人民币贷款（亿元）



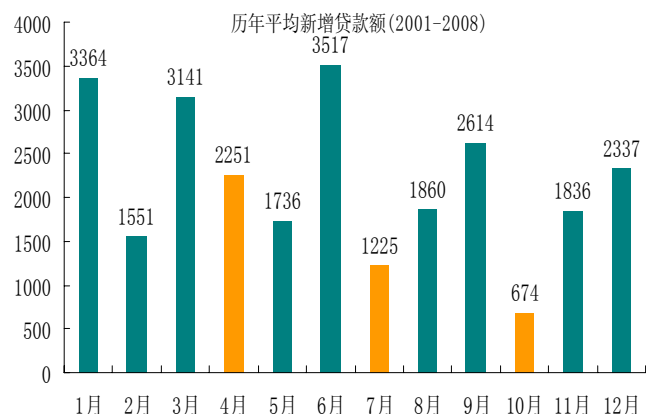
数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

图 4：前三季度新增贷款状况(亿元)



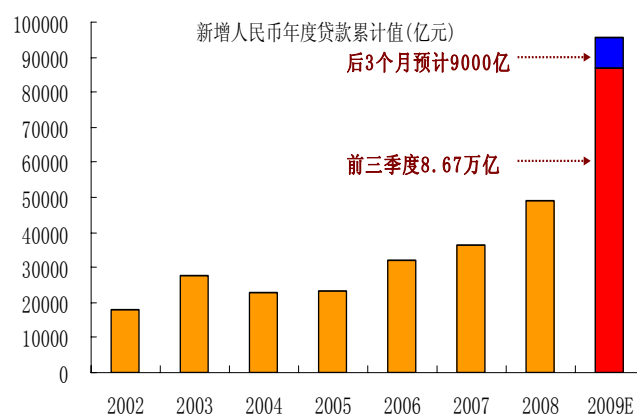
数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

图 5：历年平均新增贷款额：低开高走



数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

图 6：年度新增累计贷款额

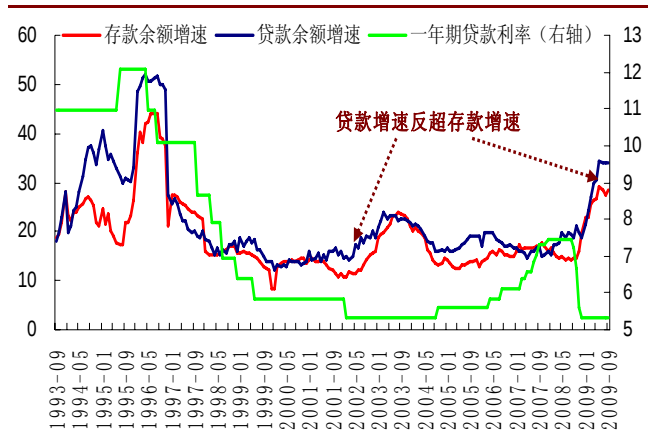


数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

9 月新增贷款再超预期，在三季度形成低开高走局面，我们之前已经分析过，这符合历年三季度新增贷款走势规律，9 月份新增贷款超预期也符合本年每季度末月突增的季节规律，尽管达到了 5167 亿元，但仍然低于前三季度月均 9000 多亿的水平，我们维持四季度月均 3000 亿元以下新增贷款的判断。从季度结构走势来看，中长期贷款占比逐季增加，受融资票据到期影响，三季度成负增长态势，我们预计四季度票据融资或继续负增长。从新增贷款结构状况来看，三季度的中长期贷款占比在冲高后有所回落，这在一定程度反映，固定资产投资所需新增贷款的回落。

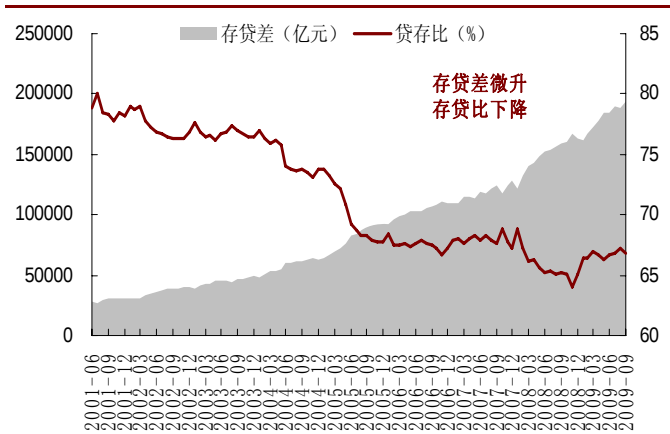
9 月人民币贷款余额增速再次反弹，其增速继续超过存款余额增速，存贷差微升，存贷比有所下降，但仍能反映贷款需求的强烈，在低利率阶段，贷款增速高于存款增速的走势与 2001 年至 2002 年期间相似，我们认为贷款增速四季度或有所回落，但全年贷款余额增速仍能达到 31.6% 左右。

图 7：存贷款增速与贷款利率（%）



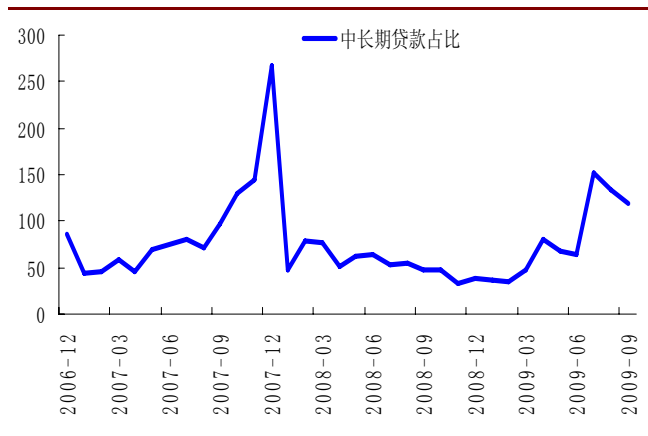
数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

图 8：人民币存贷差及贷存比



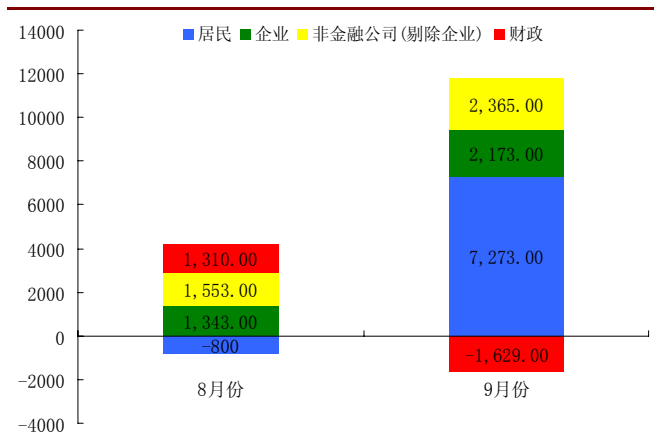
数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

图 9：新增贷款中中长期贷款占比（%）



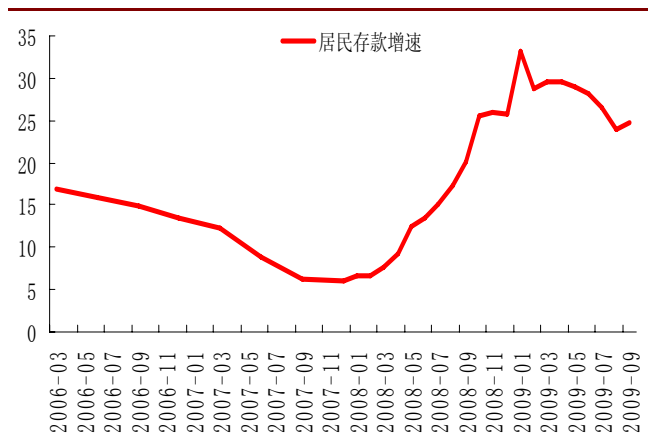
数据来源：Wind 山西证券研究所

图 10：新增存款分部门结构（亿元）



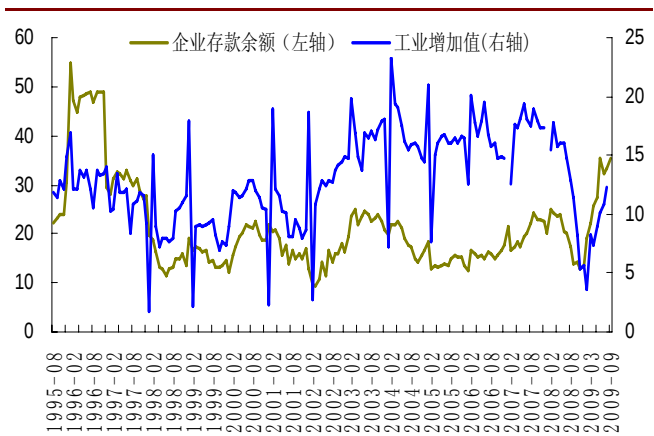
数据来源：Wind 山西证券研究所

图 11：居民本外币存款增速（亿元）



数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

图 12：企业存款增速与工业增加值(%)



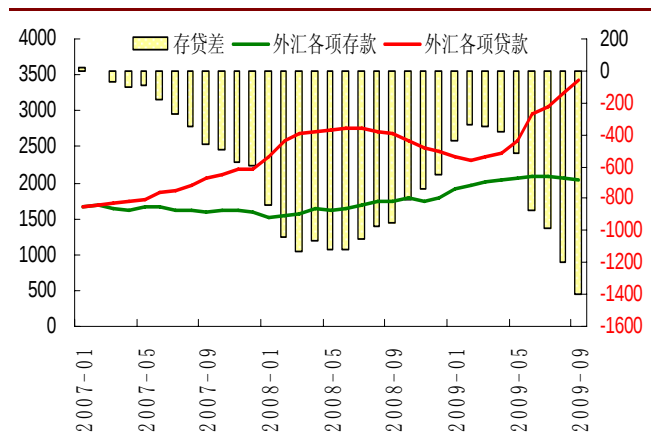
数据来源：Wind 山西证券研究所

9 月末，金融机构人民币各项存款余额为 58.39 万亿元，同比增长 28.35%，增幅比上年末高 8.62 个百分点，比上月末高 0.86 个百分点。前三季度人民币各项存款增加 11.75 万亿元，同比多增 5.18 万亿元。从分部门情况看：居民户存款增加 3.80 万亿元，非金融性公司存款增加 6.64 万亿元，财政存款增加 1.03 万亿元。非金融性公司存款中，企业存款增加 5.60 万亿元。9 月份当月人民币各项存款增加 9992 亿元。

9 月份企业存款增速同比继续大幅度的增加，显示经济持续活跃，居民存款增速在 7、8 月份回落之后又有所反弹。我们认为居民储蓄存款增速的回落主要受资本市场调整影响，但我们预计居民储蓄搬家现象将会继续。

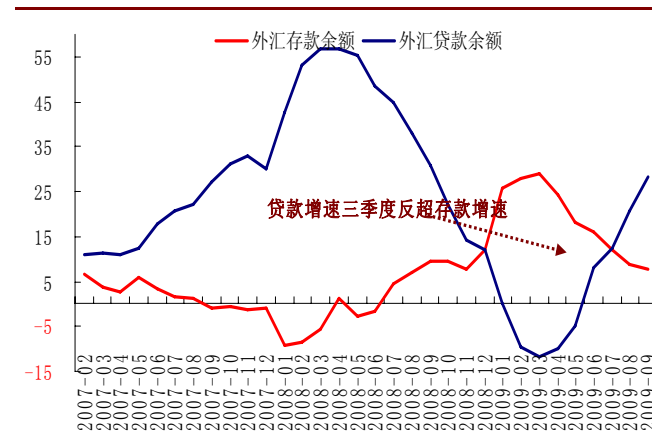
9 月末金融机构外汇各项贷款余额 3433 亿美元，同比增长 28.34%。前三季度外汇各项贷款增加 997 亿美元，同比多增 505 亿美元。其中，9 月份外汇各项贷款增加 177 亿美元。9 月末外汇各项存款余额 2032 亿美元，同比增长 7.83%。前三季度外汇各项存款增加 105 亿美元，同比少增 172 亿美元。其中，9 月份外汇各项存款下降 32 亿美元。

图 13：外汇存贷款（亿美元）



数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

图 14：外汇各项存贷款余额同比增长（%）



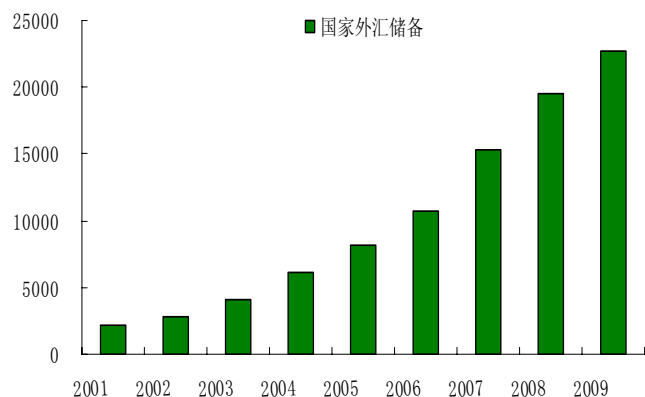
数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

外汇存贷款差有所反弹，尽管在 6 月份存款增速继续超过贷款增速，但在 7 月之后贷款增速超越存款增速，我们认为存贷差反弹以及贷款增速的超越，或预示出口及外商直接投资将继续有所好转。

货币利率近期稳步反弹，四季度净投放空间仍大

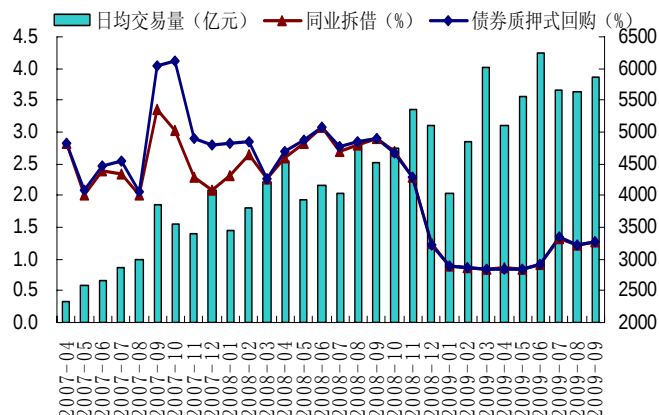
2009 年 9 月末，国家外汇储备余额为 22726 亿美元，同比增长 19.26%。前三季度国家外汇储备增加 3266 亿美元，同比少增 507 亿美元。9 月份外汇储备增加 618 亿美元。9 月末人民币汇率为 1 美元兑 6.8290 元人民币。

图 15：国家外汇储备（亿美元）



数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

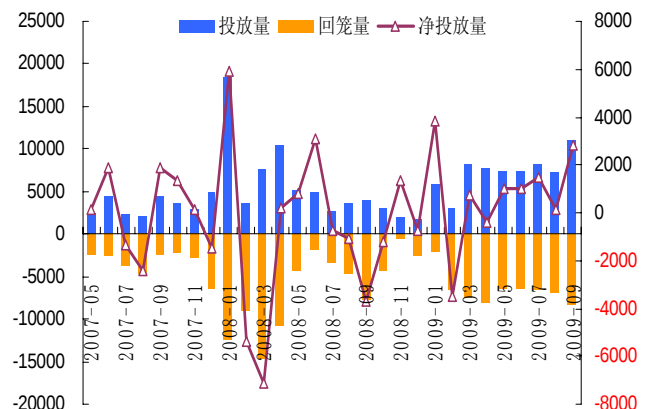
图 16：银行间人民币市场交易情况



数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

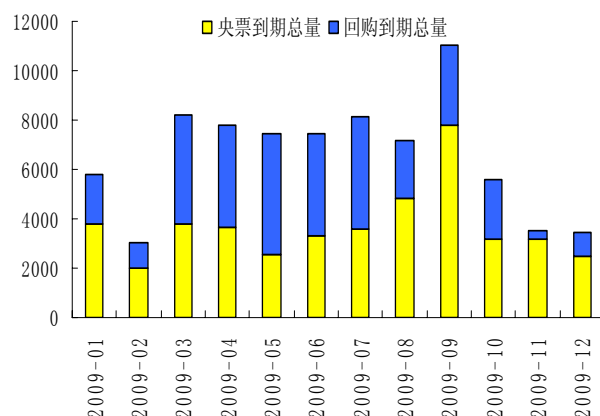
国家外汇储备余额再创历史新高，与去年前三季度相比，少增 507 亿美元，主要原因在于年初受出口回落的影响，贸易顺差减少，我们预计随着进口先于出口的反弹，四季度外汇储备增速还有回调的可能，但从全年来看，外汇储备或持续增加，维持在 2.2 万亿美元水平。

图 17：央行公开市场操作货币投放与回笼（亿元）



数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

图 18：央行公开市场央票和回购到期总量（亿元）

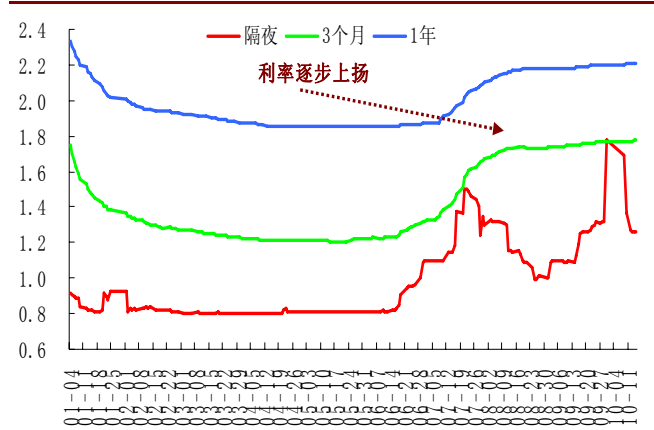


数据来源：中国人民银行 山西证券研究所

从月度央行公开市场行为来看，三季度净投放也是先抑后扬，进入 9 月份之后央行加大市场净投放力度，一方面为保证国庆消费需要，另一方面也为创业板融资等需求。我们测算，在四季度仍然还有 1.2 万亿左右央票和回购需要到期对冲，央行可以通过公开市场操作来控制市场流动性，加息或调整存款准备金率可能性较小。

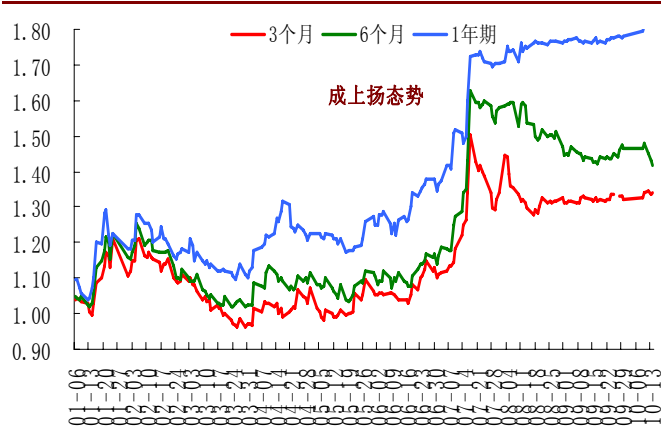
9 月份银行间市场人民币交易累计成交 13.51 万亿元，日均成交 5872 亿元，日均成交同比增长 29.92%，日均同比多成交 1352 亿元。9 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率 1.27%，比上月上升 0.06 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率 1.28%，比上月上升 0.05 个百分点。

图 19：上海银行间同业拆放利率（%）



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 20：央行票据到期收益率（%）



数据来源：Wind 山西证券研究所

从利率走势来看，近期央行正回购利率和央票发行利率均有所回升，与二季度不同银行间同业拆放利率和央票到期收益率也不断上扬，上扬斜率在 7 月份陡然增加，我们认为三季度货币市场流动性已经不如上半年宽松，但在四季度随着外汇储备的增加和货币乘数上升，所导致外汇占款反弹，有可能增加货币市场供应量，市场流动性有望保持充沛。

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

	总部	北京部
地址：	中国 太原 030002 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层	中国 北京 100081 北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 8 层 808
电话：	(0351)8686986	(010)82190395
传真：	(0351)8686992	(010)82190384
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	