



2010.09.13

流动性明显改善，政策维持中性

——点评 10 年 8 月货币信贷数据

**姜超**

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880108023056

本报告导读：

对 8 月份货币信贷数据展开点评。

摘要：

- M1 以企业存款为主，其与企业生产经营密切相关。8 月的工业环比增速出现显著回升，而 M1 环比降幅也明显趋缓，这预示着 M1 环比或即将探底回升。预计 9 月 M1 增速为 20.1%，上调全年 M1 增速预测从 14.7% 至 15.3%。
- 企业存款的上升带动 M2 增速在 8 月超出预期，反映了经济的见底企稳带来流动性创造的恢复。预计 9 月 M2 增速为 18.6%，上调全年增速预测从 17.1% 至 18.2%。
- 8 月的新增信贷为 5452 亿，比我们预测的 4500 亿多出近 1000 亿。最近 3 月的信贷均小幅超预期。
- 8 月的居民长贷和企业长贷环比均有下滑，但进一步下滑空间有限。而 8 月的短贷大幅上升，其中居民短贷从 7 月的 460 亿上升到 900 亿，反映了车市的回暖，而企业短贷也从 300 亿上升至 900 亿，反映了经济环比见底带来的流动性需求上升。我们预计 9 月份的信贷为 5000 亿，与 8 月基本持平。
- 基于短期贷款需求的回升，以及 3 季度通胀见底的判断，小幅上调全年信贷预测从 7.5 万亿至 7.7 万亿。
- 虽然我们将 3 季 GDP 增速预测从 8.5% 上调至 9%，但仍处于 10% 的过热区间以下，而且同比增速回落趋势未变，因而加息概率仍低。从通胀走势看，虽然 8 月 CPI 创下 3.5% 的新高，但很可能是本轮高点，4 季度以后通胀回落的趋势将逐渐明朗，因而基于通胀加息的压力也在缓解。
- 从近期央行的公开市场操作看，依然维持中性的倾向，虽然 8 月份回笼了约 1000 亿货币，但 9 月的前两周重新大幅净投放基础货币。
- 由于 8 月工业环比见底回升，流动性创造也超出预期，因而央行主动释放基础货币来创造流动性的压力得到缓解，我们将准备金率下调的时间从今年 4 季度推迟到明年 1 季度。

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《海外经济复苏放缓，国内经济见底转强》

2010.09.10

《PMI 明升暗降，行业前景分化》

2010.09.01

《工业加速探底，投资趋势向下》

2010.08.12

《7 月通胀符合预期，预计 8 月 CPI 为 3.6%——点评 10 年 7 月物价数据》

2010.08.12

《流动性同比趋降，环比探底》

2010.08.12

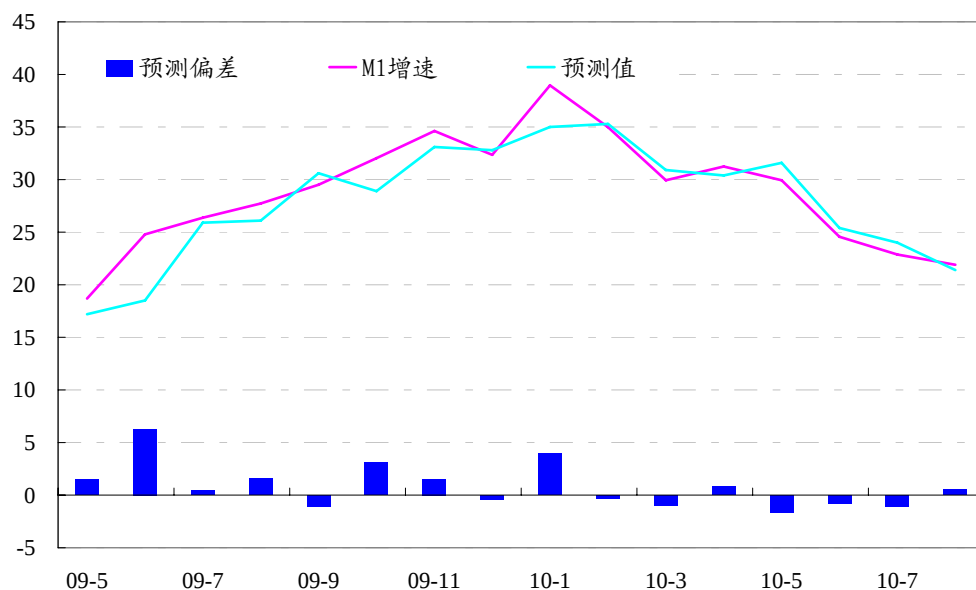
目 录

一、M1 略超预期	3
二、M1 环比探底在即	3
三、M2 超出预期	4
四、流动性创造恢复.....	5
五、信贷略超预期.....	6
六、居民长贷环比趋稳.....	6
七、企业长贷环比下滑.....	7
八、短贷大幅上升.....	7
九、提升信贷预测.....	8
十、加息概率仍低.....	9
十一、政策维持中性.....	10

一、M1 略超预期

10 年 8 月的 M1 同比增速为 21.9%，超出我们 21.4% 的预测。值得注意的是，M1 在连续 3 月低预期之后，首次出现超预期的现象。

图 1:
M1 增速、预测值、预测偏差
(2009-2010)
单位: %

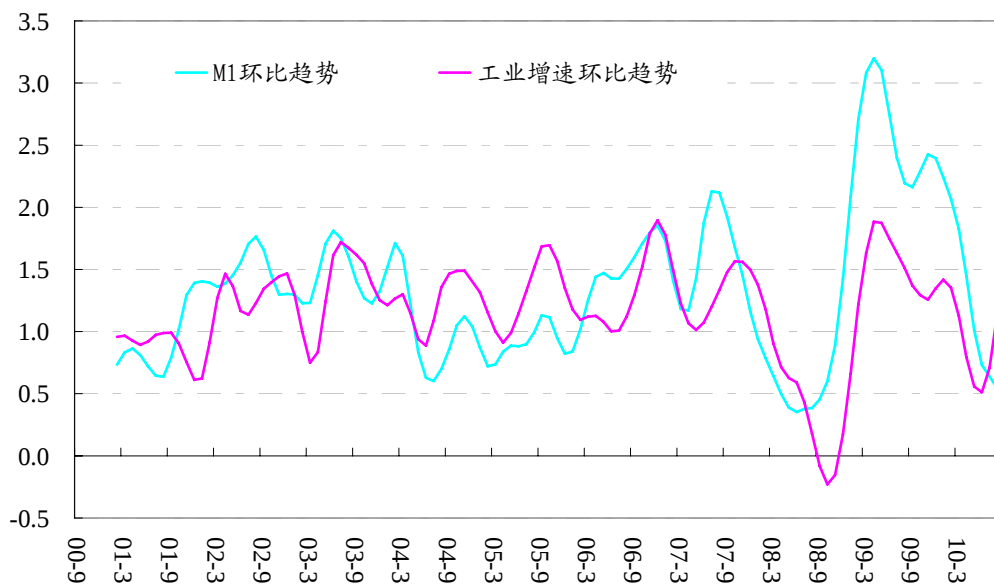


二、M1 环比探底在即

M1 以企业存款为主，其与企业生产经营密切相关。

8 月的工业环比增速出现显著回升，而 M1 环比降幅也明显趋缓，这预示着 M1 环比或即将探底回升。

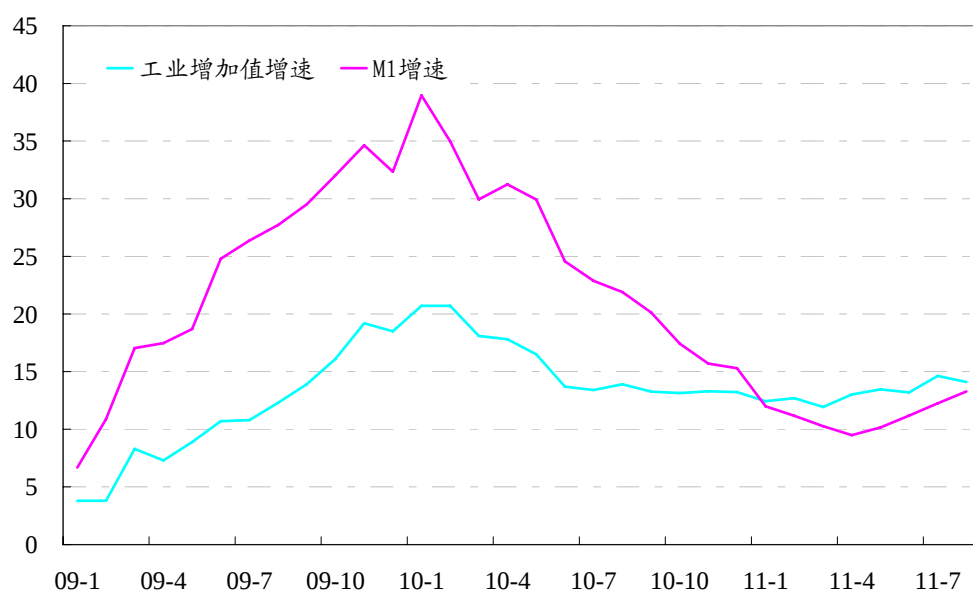
图 2:
M1 环比趋势、工业增加值
环比趋势
(00-10 年)
单位: %



虽然 M1 环比即将见底，但由于高基数效应，其同比增速仍趋下滑，预计同比增速的底部在 11 年 4 月，但上调底部增速预测从 8% 至 10%。

预计 9 月 M1 增速为 20.1%，上调全年 M1 增速预测从 14.7% 至 15.3%。

图 3:
M1 同比增速、工业增加值
同比增速
 (06 - 10 年)
 单位: %

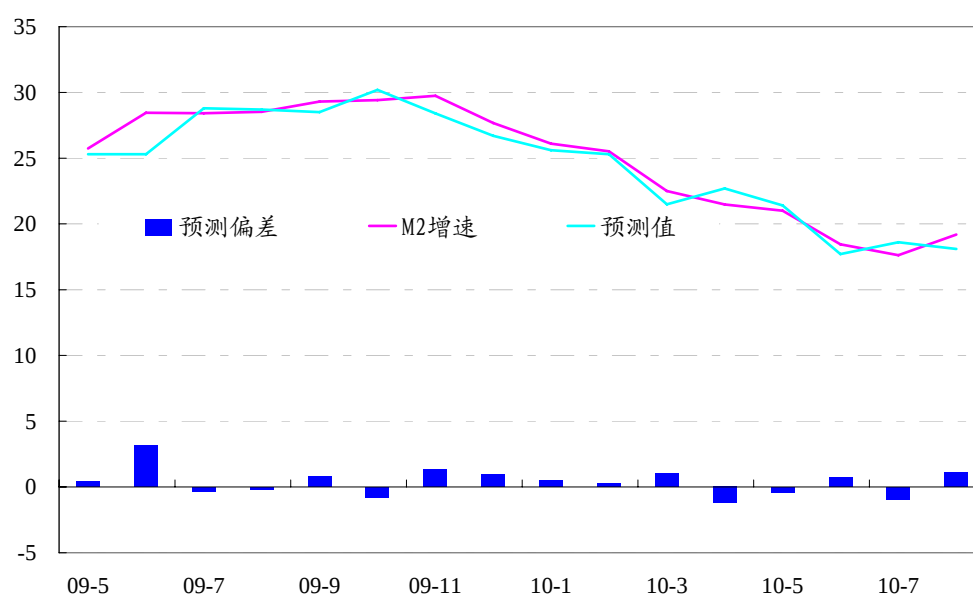


三、M2 超出预期

8 月的 M2 同比增速为 19.2%，超出我们预测的 18.1%。

M2 近期的波动剧烈，在 7 月大幅低预期以后，8 月又大幅超预期。

图 4:
M2 增速、预测值、预测偏
差
 (2009-2010)
 单位: %

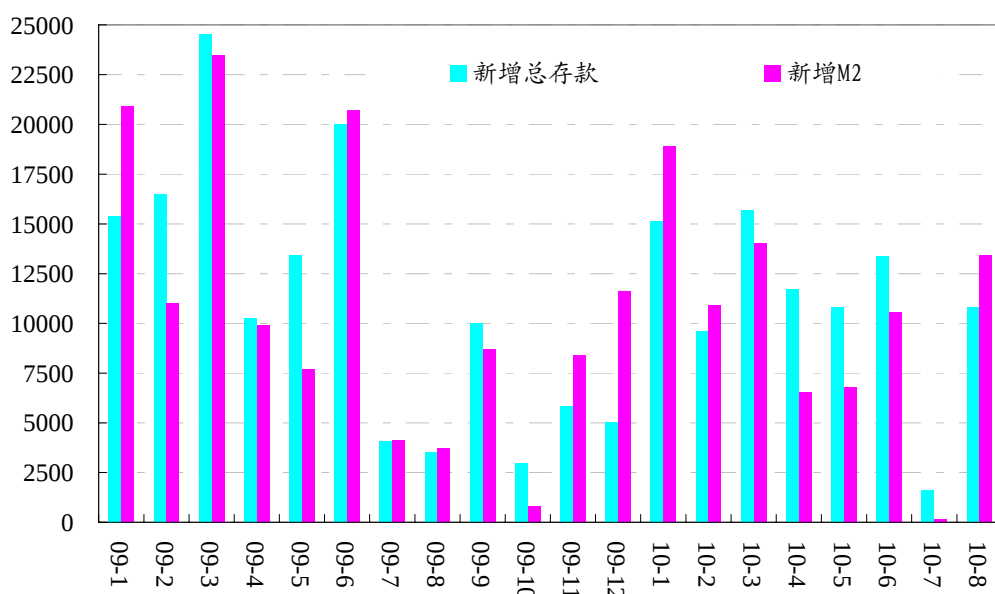


四、流动性创造恢复

M2 的超预期源于存款回升。

7 月份的新增 M2 曾降至 200 亿，而同期新增存款仅为 1600 亿。8 月份的新增存款达到 10800 亿，从而支撑当月新增超过 13000 亿的 M2。

图 5:
新增 M2、新增总存款
 (2009 - 2010 年)
 单位: 亿元人民币

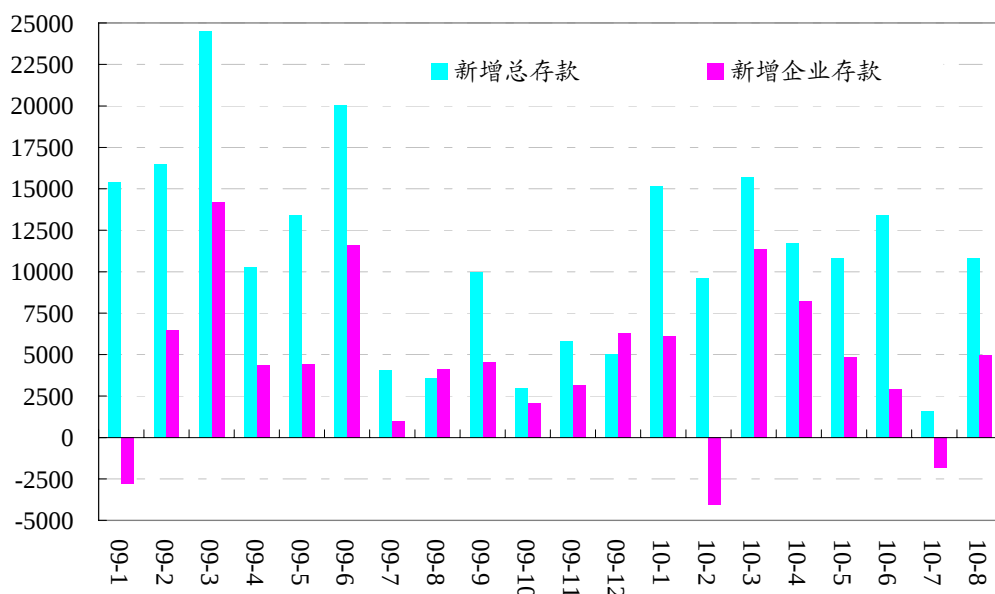


与 7 月相比，8 月的新增企业存款从下降 1600 亿变为上升 5000 亿，是 8 月存款上升的首要贡献。

而企业存款是 M1 的主要成份，这意味着 M2 的回升主要源于 M1 的超预期，反映了经济的见底企稳带来流动性创造的恢复。

预计 9 月 M2 增速为 18.6%，上调全年增速预测从 17.1% 至 18.2%。

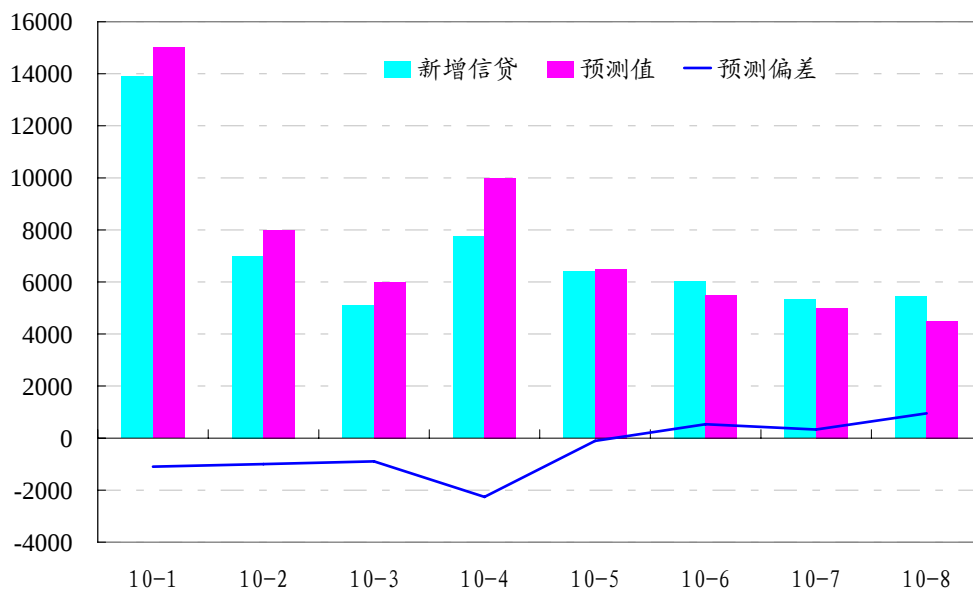
图 6:
新增总存款、企业存款
 (2009 - 2010 年)
 单位: 亿元人民币



五、信贷略超预期

8月的新增信贷为5452亿，比我们预测的4500亿多出近1000亿。最近3月的信贷均小幅超预期。

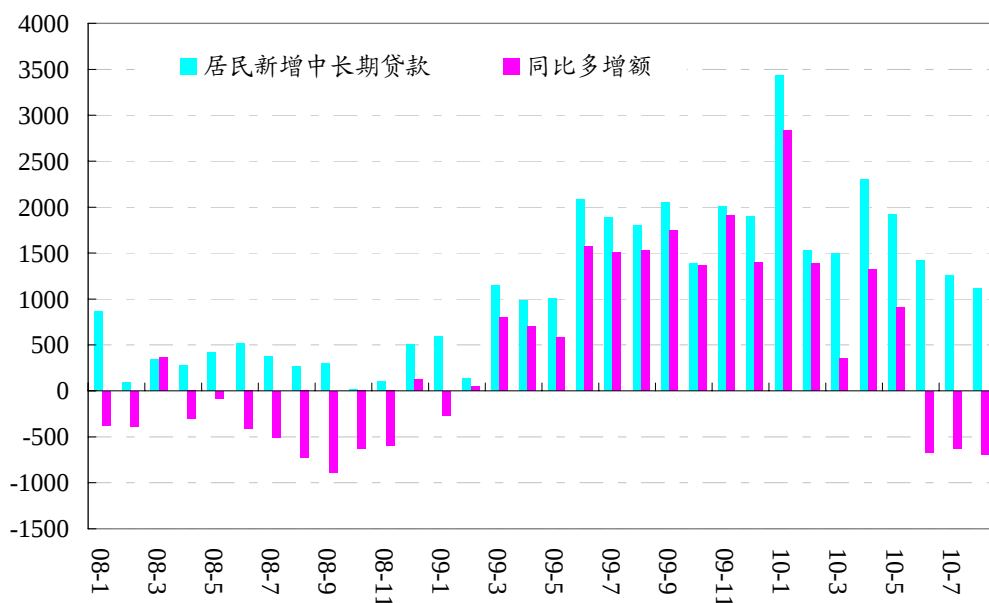
图 7:
 新增信贷、预测值、预测
 偏差
 (2010)
 左轴单位: 亿元



六、居民长贷环比趋稳

8月的新增居民长贷为1100亿，同比虽下降700亿，但环比降幅明显收窄。我们判断地产销售在3季见底回升，因而预测未来居民长贷将企稳回升。

图 8:
 居民新增中长期贷款、同
 比多增额
 (2008-2010)
 左轴单位: 亿元

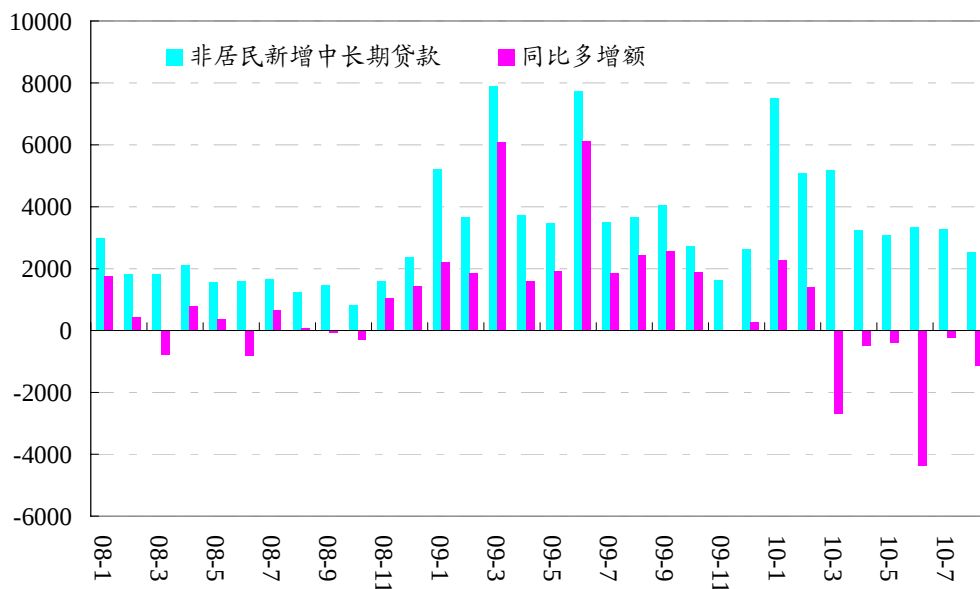


七、企业长贷环比下滑

8月的新增企业长贷为2530亿，同比下降1100亿，环比下降700亿。

8月的企业长贷虽环比下滑，但从09年以来的数据看，企业长贷月度最低值在2000亿左右，因而未来企业长贷继续下滑的空间不大。

图 9:
 非居民新增中长期贷款、
 同比多增额
 (2008-2010)
 左轴单位: 亿元

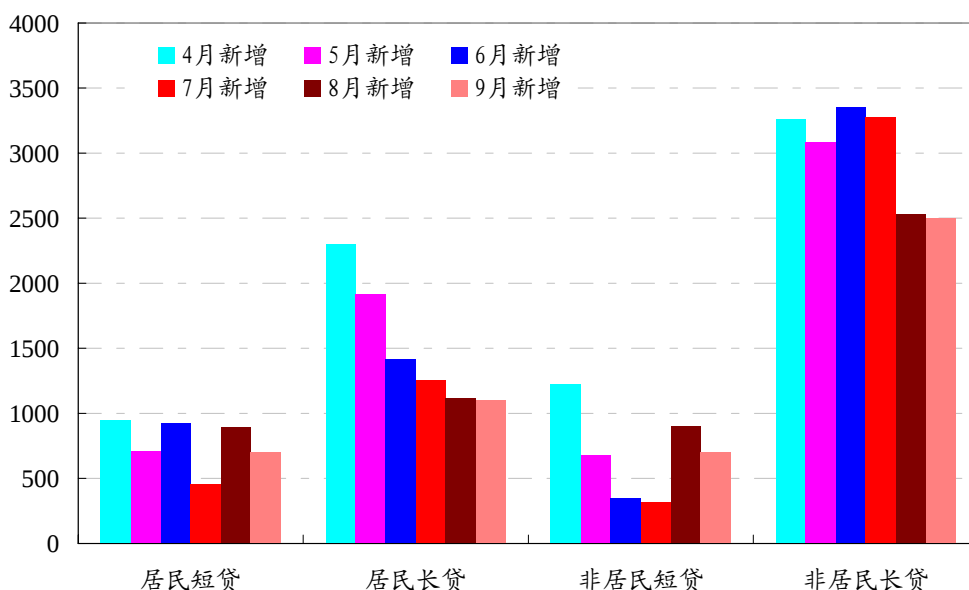


八、短贷大幅上升

8月信贷的超预期主要源于短期贷款，其中居民短贷从7月的460亿上升到900亿，反映了车市的回暖，而企业短贷也从300亿上升至900亿，反映了经济环比见底带来的流动性需求上升。

我们预计9月份的信贷为5000亿，与8月基本持平。

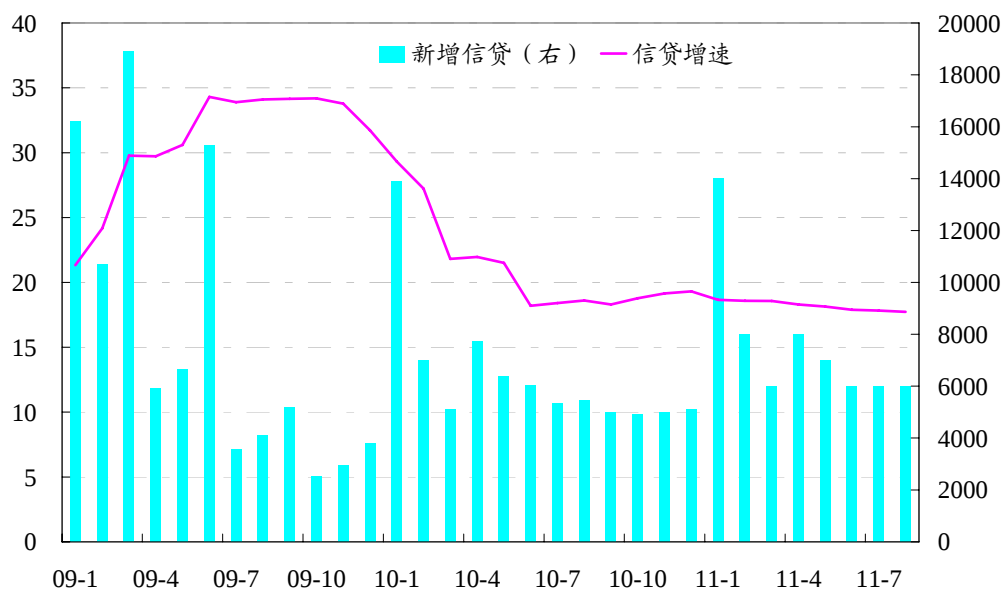
图 10:
 新增居民、非居民信贷
 (2010)
 右轴单位: 亿元



九、提升信贷预测

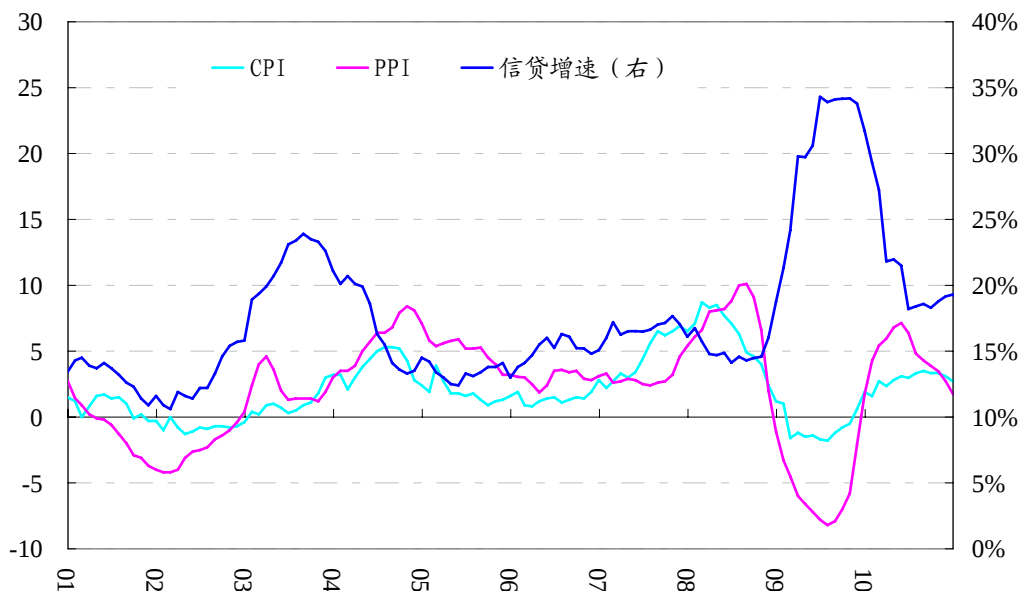
由于居民及企业短贷需求的回升，预计未来4月的信贷均保持在5000亿左右，全年信贷总量或突破7.5万亿，达到7.7万亿。从信贷增速看，未来将维持在18%左右水平。

图 11:
新增信贷、信贷增速
 (2009-2010)
 左轴单位: %
 右轴单位: 亿元



从通胀走势看，3 季度 CPI 见顶的趋势正在形成，从而支撑 4 季度以后信贷增速的回升。

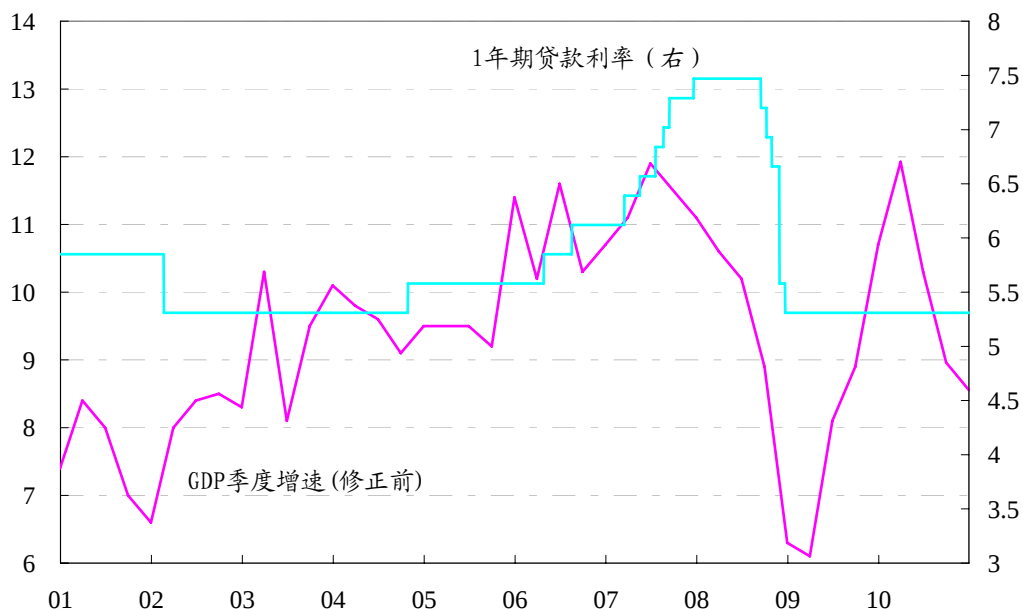
图 12:
信贷增速、CPI、PPI
 (2001-2010)
 左轴单位: %
 右轴单位: 1



十、加息概率仍低

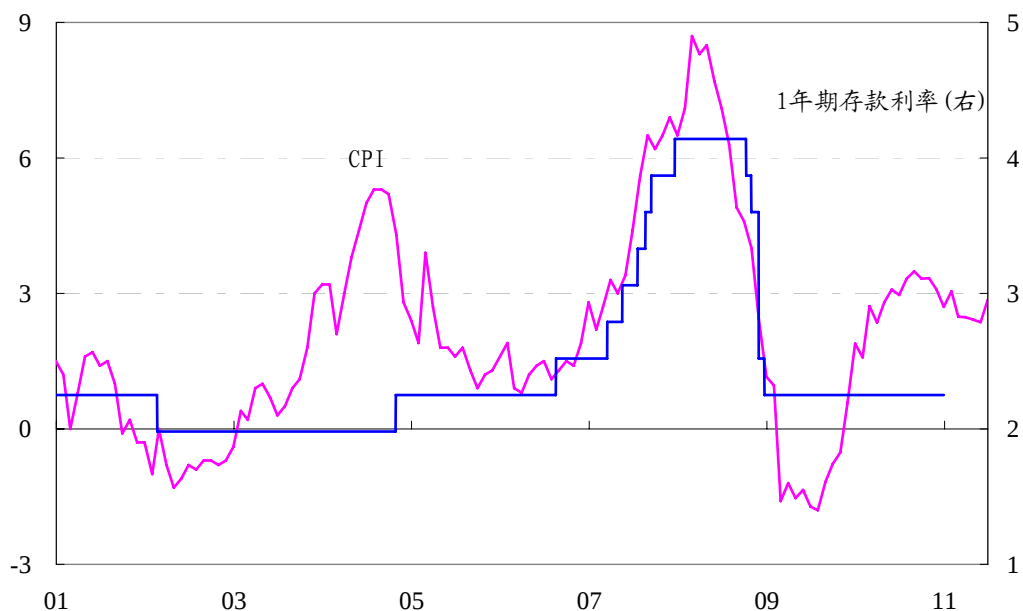
虽然我们将 3 季 GDP 增速预测从 8.5% 上调至 9%，但仍处于 10% 的过热区间以下，而且同比增速回落趋势未变，因而加息概率仍低。

图 13:
1 年期贷款利率、GDP 季
度增速
 (2001 - 2010)
 左轴单位: %
 右轴单位: %



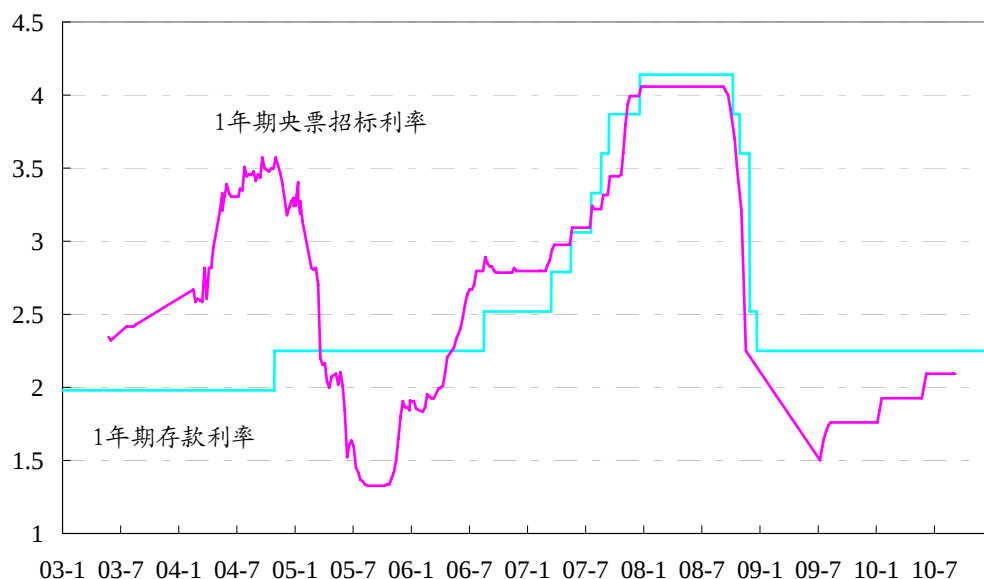
从通胀走势看，虽然 8 月 CPI 创下 3.5% 的新高，但很可能是本轮高点，4 季度以后通胀回落的趋势将逐渐明朗，因而基于通胀加息的压力也在缓解。

图 14:
1 年期存款利率、CPI
 (2001 - 2010)
 左轴单位: %
 右轴单位: %



从 1 年期央票利率走势看，一直位于 2.25% 的定存利率之下，表明央行也不愿意释放加息预期。

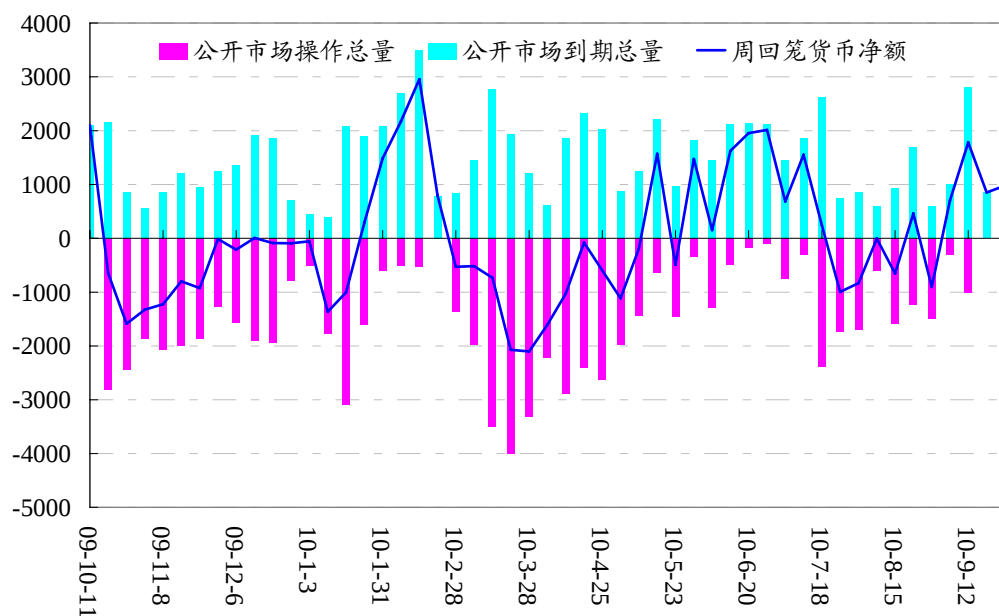
图 15:
1 年期央票招标利率、1 年
期存款利率
 (2003 - 2010)
 左轴单位: %



十一、政策维持中性

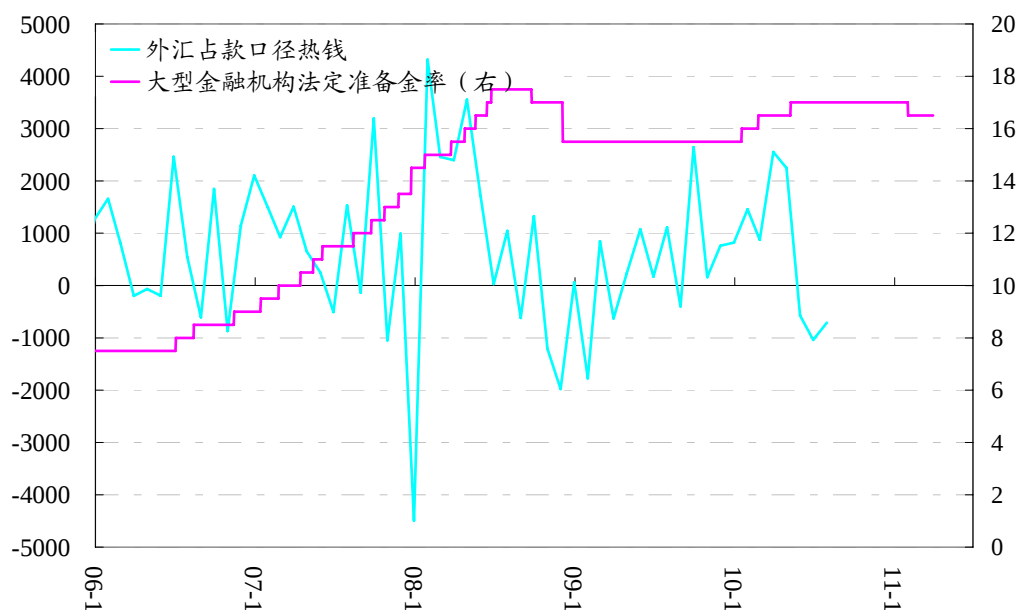
从近期央行的公开市场操作看，依然维持中性的倾向，虽然 8 月份回笼了约 1000 亿货币，但 9 月的前两周重新大幅净投放基础货币。

图 16:
央行公开市场操作量、到
期量、回笼货币净额
 (2009 - 2010)
 单位: 亿元人民币



由于 8 月工业环比见底回升，流动性创造也超出预期，因而央行主动释放基础货币来创造流动性的压力得到缓解，我们将准备金率下调的时间从今年 4 季度推迟到明年 1 季度。

图 17:
外汇占款口径热钱、金融
机构法定准备金率
 (2006 - 2011)
 左轴单位: 亿元人民币
 右轴单位: 1



注：文中数据来源于央行、统计局、wind、国泰君安证券。

作者简介：

姜超：

清华大学经济学学士/数量经济学博士；

06至09年入围新财富债券最佳分析师，08年获第三名，09年获第二名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		