



2010.10.11

## 信贷趋平稳、流动性筑底

——国泰君安宏观周报（20101011）

**姜超**

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880108023056

**吕春杰**

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

S0880109054285

### 本报告导读：

本报告对流动性的主要指标展开分析。

### 摘要：

- 从银行体系资产负债表的角度看，广义货币 M2 相当于银行体系的负债，而银行体系的资产包括三部分，即属于国外资产的外汇占款，属于国内资产的信贷以及其他债权。其中前两部分最为重要，截止 10 年 8 月，我国 M2 余额为 69 万亿，其中国内信贷占比约 2/3，外汇占款占比约 1/3。
- 虽然从年度余额角度看，外汇占款创造了约 1/3 的流动性，但从年度新增的角度看，近两年其对流动性的贡献已经从 50% 下降至 20%，国内信贷则成为流动性创造的主要源泉。
- 考虑到流动性结构的变化，09 年以来信贷的超增有其必然性，即由于外汇占款的下降，为了保证流动性的平稳增长，必然要求国内信贷相对快速的增长。
- 我们判断 11 年的新增信贷不少于 8 万亿，主要是预测 10 年底的 M2 约 72 万亿，假定 11 年 16% 的 M2 增速，则新增 M2 约 11.5 万亿，其中信贷占 70%，对应增量为 8 万亿。
- 由于信贷需求短期企稳，我们估计 10 年剩余各月月均信贷约 5000 亿。假定 11 年新增信贷 8 万亿，各季度按照 3:3:2:2 比例分配，则信贷同比增速将在 10 年下半年企稳回升，在 11 年上半年下降，到 11 年 6 月见底。
- M2 增速与信贷增速趋势一致，预计 M2 增速在 10 年下半年将暂时企稳回升，在 11 年上半年重新下降，到 11 年 2 季度见底，底部增速约为 15%。
- 展望 4 季度，由于升值加速带来热钱的重新流入，以及央行操作维持中性，均对 M2 的短期回升构成支撑。
- M1 的主要成分是企业活期存款，其走势代表了企业的经营活力。预计工业同比增速未来仍将下滑，底部在 11 年 3 月份，因而 M1 也将在类似时间见底，底部增速约为 10%。
- 历史经验表明，同比数据所显示的趋势比环比数据滞后 2 个季度左右。因此，虽然 M1、M2 同比增速的底部或在 11 年 2 季度，但其环比增速很可能在今年 4 季度见底，从 8 月份的环比趋势增速看，均已接近 01 年以来的底部区域。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 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

《经济回升通胀筑顶、流动性好转政策维稳》

2010.09.27

《缓慢复苏、温和通胀与资产泡沫的泛起》

2010.09.20

《谁在拖累实体经济的复苏？》

2010.09.14

《全球复苏齐放缓，政策协调或重启》

2010.09.07

《美国复苏放缓，地产继续筑底》

2010.09.02

## 目 录

|                   |    |
|-------------------|----|
| 一、流动性的创造源泉.....   | 3  |
| 1、广义货币含三部分.....   | 3  |
| 2、流动性的创造实际.....   | 3  |
| 3、流动性的结构变化.....   | 4  |
| 二、新增信贷暂时企稳.....   | 4  |
| 1、流动性目标定信贷.....   | 4  |
| 2、流动性目标与实际.....   | 5  |
| 3、新增信贷增速预测.....   | 6  |
| 4、信贷、M2 增速趋同..... | 7  |
| 三、外部流动性渐好转.....   | 8  |
| 1、4 季热钱流入不变.....  | 8  |
| 2、人民币升值突加速.....   | 8  |
| 四、货币政策趋于稳定.....   | 9  |
| 1、央行操作维持中性.....   | 9  |
| 2、央票利率持续倒挂.....   | 9  |
| 3、超储率仍处于低位.....   | 10 |
| 五、流动性环比正筑底.....   | 10 |

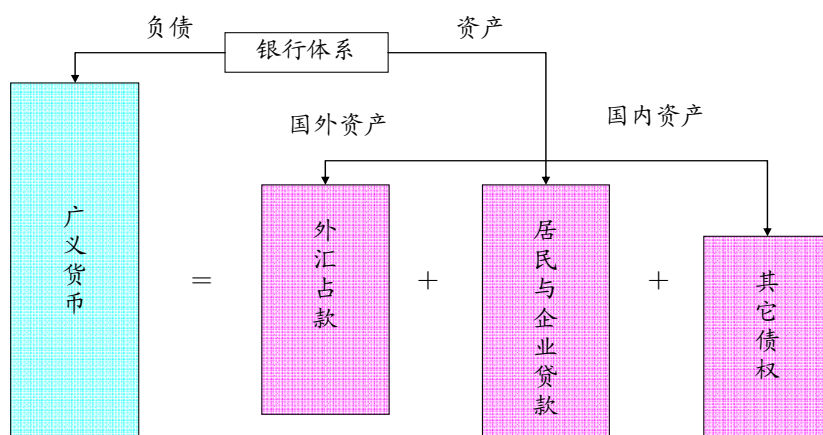
## 一、流动性的创造源泉

### 1、广义货币含三部分

从银行体系资产负债表的角度看，广义货币 M2 相当于银行体系的负债，而银行体系的资产包括三部分，即属于国外资产的外汇占款，属于国内资产的信贷与其他债权。

从银行体系的角度看，央行的公开市场操作并不直接影响广义货币，因为其与商业银行的资金往来在银行体系内部互相抵消，不改变银行体系的资产负债表。央行对广义货币的影响主要是通过基础货币来影响商业银行的信贷派生能力，进而间接影响广义货币。

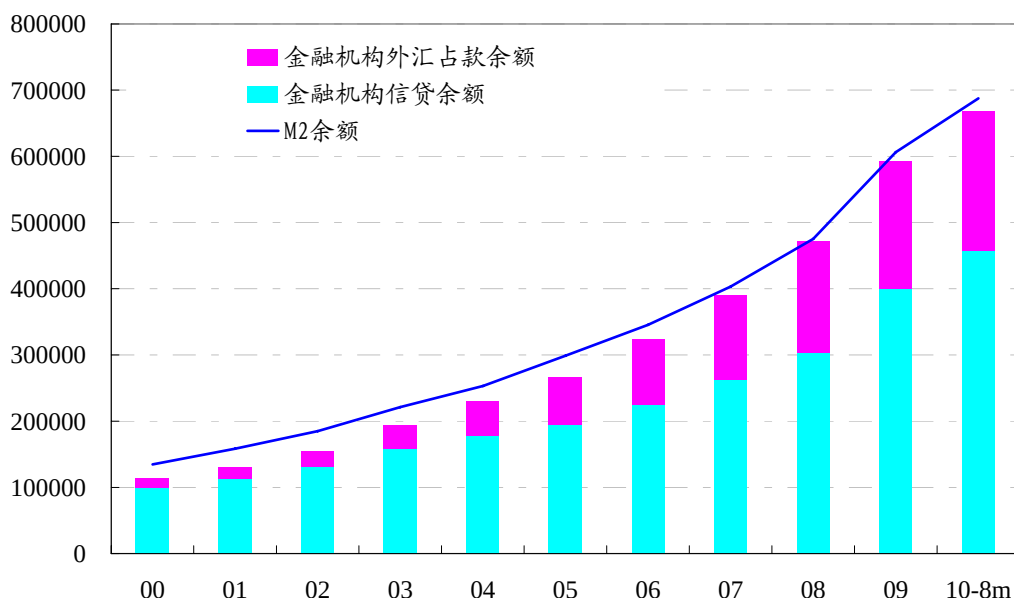
图 1：  
银行体系资产负债表



### 2、流动性的创造实际

从年末余额的角度看，M2 基本就等于外汇占款与国内信贷之和。截止 10 年 8 月，我国 M2 余额为 69 万亿，其中国内信贷 46 万亿，占比约 2/3，外汇占款 21 万亿，占比约 1/3，其他债权 2 万亿，占比约 3%。

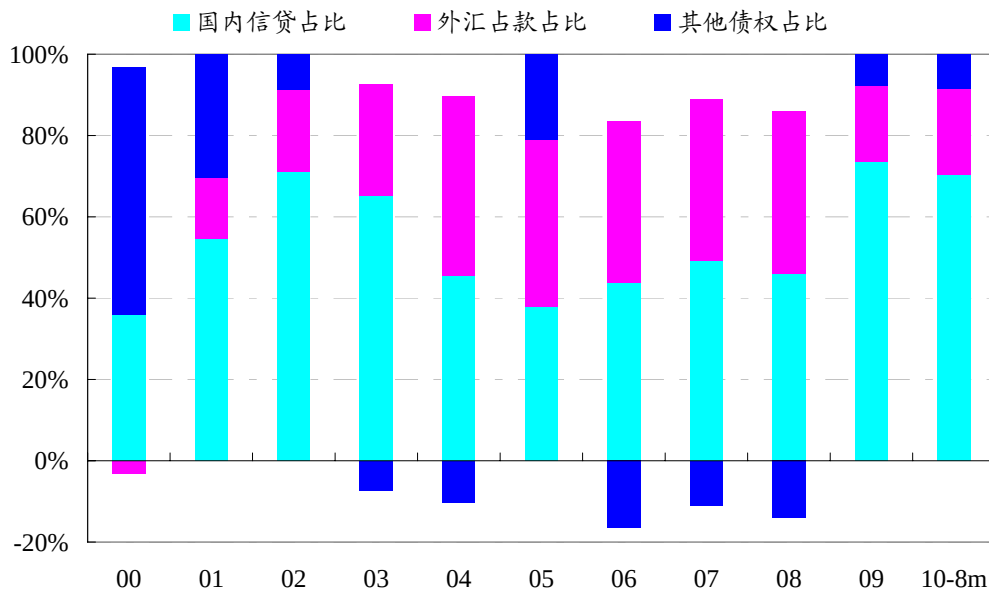
图 2：  
M2、外汇占款和信贷余额  
(2000-2010)  
单位：亿元



### 3、流动性的结构变化

虽然从年度余额角度看，外汇占款创造了约 1/3 的流动性，但从年度新增的角度看，外汇占款的主要贡献集中体现在 04 至 08 年，期间其占新增 M2 的比重约 50%，而在最近两年，这一比重已经下降至 20% 左右，而国内信贷已成为流动性创造的主要源泉。

**图 3:**  
 国内信贷、外汇占款和其他债权占新增 M2 的比重  
 (2000-2010)  
 单位: 1



## 二、新增信贷暂时企稳

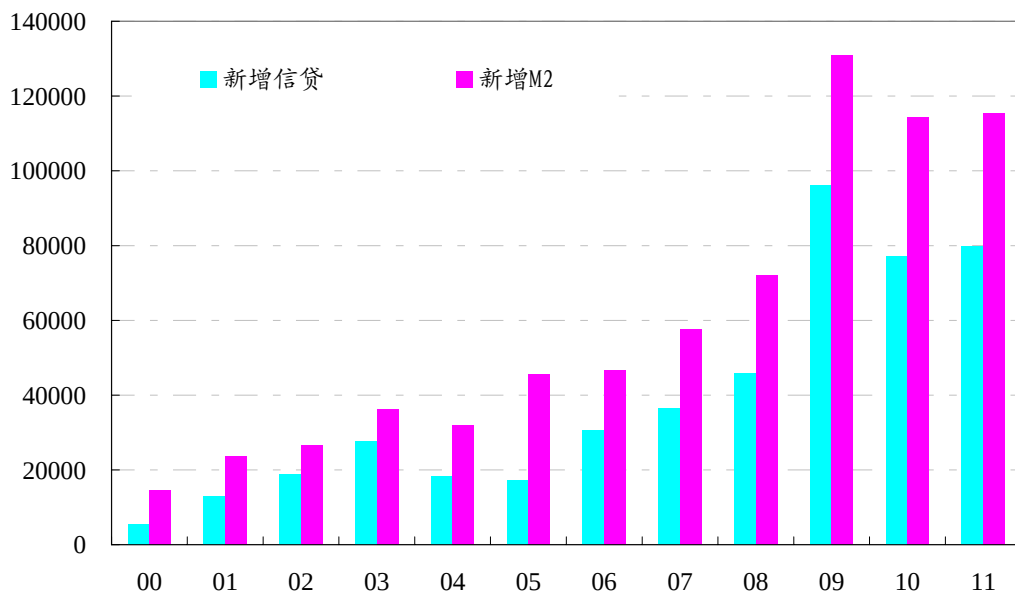
### 1、流动性目标定信贷

09 年以来，信贷逐渐成为流动性的焦点，源于 09 年的新增信贷比 08 年翻了一番，是经济复苏的重要动力，因而 10 年政府对流动性管理的主要目标就是将信贷控制在 7.5 万亿。

但是考虑到上述流动性结构的变化，09 年以来信贷的超增有其必然性，即由于外汇占款的下降，为了保证流动性的平稳增长，必然要求国内信贷相对快速的生长。

我们判断 11 年的新增信贷不少于 8 万亿，主要是预测 10 年底的 M2 约为 72 万亿，假定 11 年 16% 的 M2 增速，则新增 M2 约 11.5 万亿，其中信贷贡献占 70%，则意味着 8 万亿的新增信贷。

**图 4:**  
**新增信贷与新增 M2**  
 (2000-2010)  
 单位: 亿元



## 2、流动性目标与实际

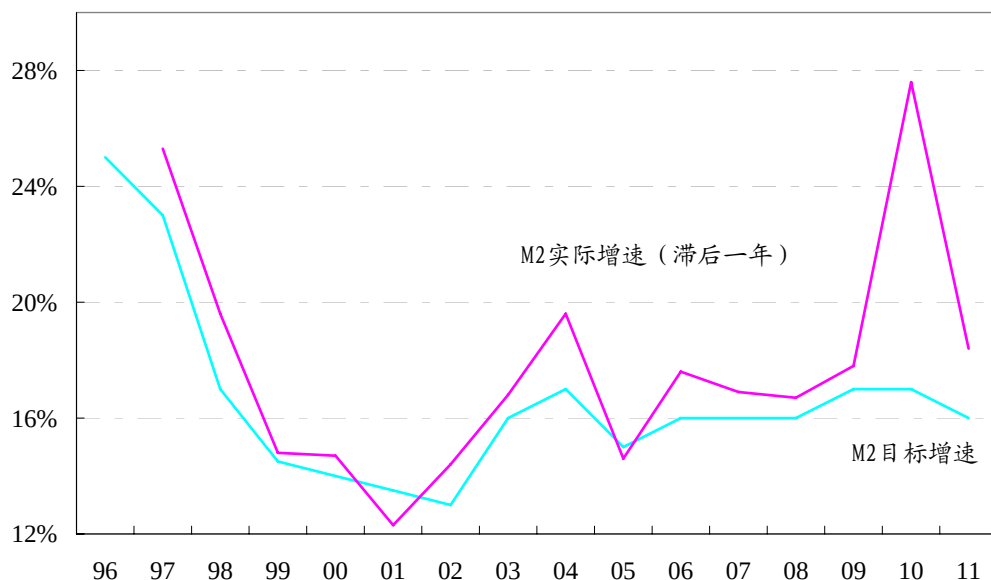
央行在每年4季度的货币政策报告中都会对来年的M2增速给一个目标,从理论上讲,M2增速等于GDP与CPI增速之和再加上一定差值。例如03至09年的M2平均增速约为18.7%,GDP增速为10.9%,CPI为2.6%,M2增速高于GDP与CPI增速之和约5%。如果不考虑09年的异常值,则M2增速高于GDP与CPI增速之和约3%。

我们预计11年的GDP增速为9%,CPI为3%,假定差值为4%,则对应16%左右的M2增速。

从实践上看,央行的M2目标增速在03年以后就基本保持在16%左右,并根据上年M2增速的变化方向微调1%。

我们估计10年M2实际增速为18.4%,比09年大幅回落,因而预计11年M2目标增速会从10年的17%下调至16%。

**图 5:**  
**M2 目标与实际增速 (滞后一年)**  
 (1996-2011)  
 单位: %



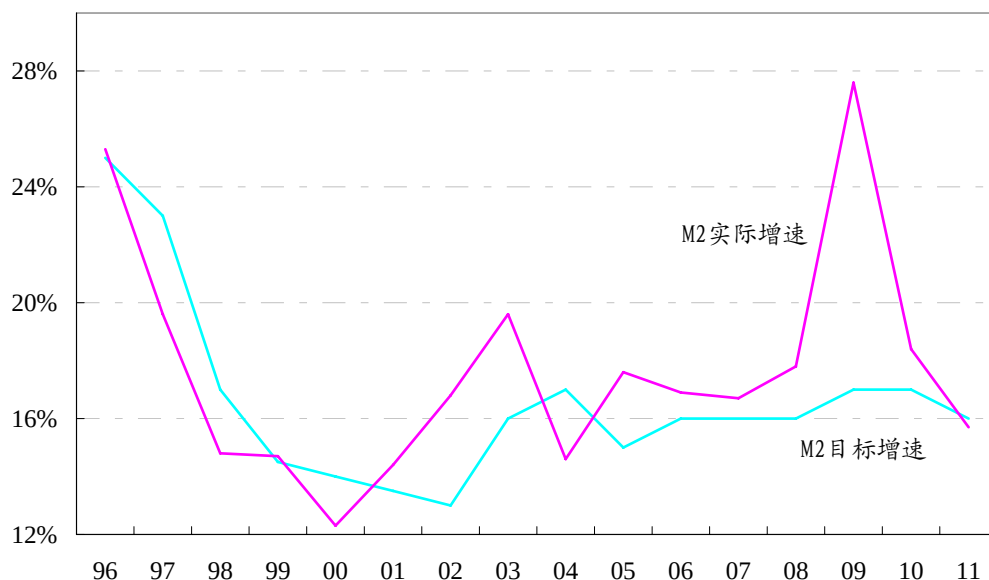
而从 M2 实际与目标增速的对比来看，01 年以来的十年中只有 04 年一年的实际增速低于目标，其余年份的 M2 增速均超出目标。

假定 11 年 M2 目标增速为 16%，我们预计其实际增速很可能仍在 16% 甚至以上水平，对应的新增信贷则在 8 万亿以上。

**图 6:**  
**M2 目标与实际增速**

(1996-2011)

单位: 1



### 3、新增信贷增速预测

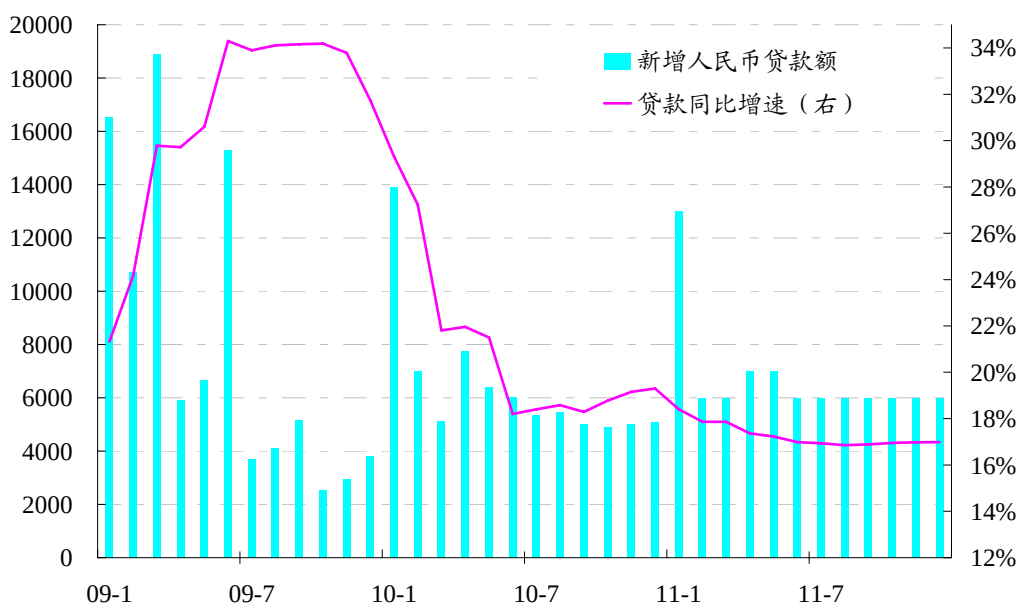
我们估计 10 年剩余各月月均信贷约 5000 亿,假定 11 年新增信贷 8 万亿,各季度按照 3:3:2:2 比例分配,则信贷同比增速将在 10 年下半年企稳回升,在 11 年上半年下降,到 11 年 6 月见底。

**图 7:**  
**新增贷款与贷款同比增速**

(2009-2011)

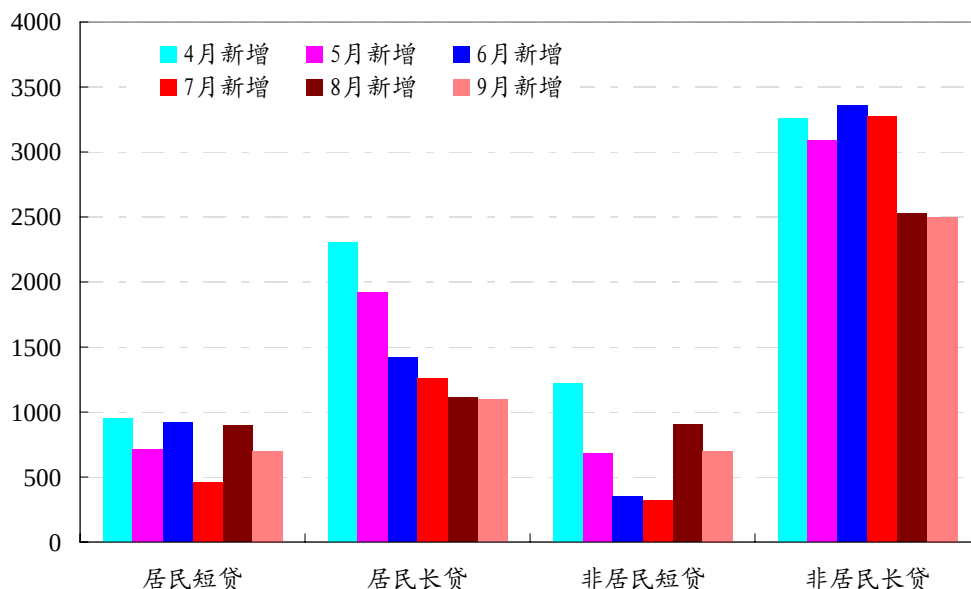
左轴单位: 亿元

右轴单位: 1



从近期信贷结构数据看，居民长贷与非居民短贷为影响前期信贷需求下降的主要因素，但这两者在 8 月份已经企稳，前者源于房市成交触底回升，后者源于经济见底带来企业流动性需求的恢复，因而估计未来月度新增信贷将保持在 5000 亿左右水平。

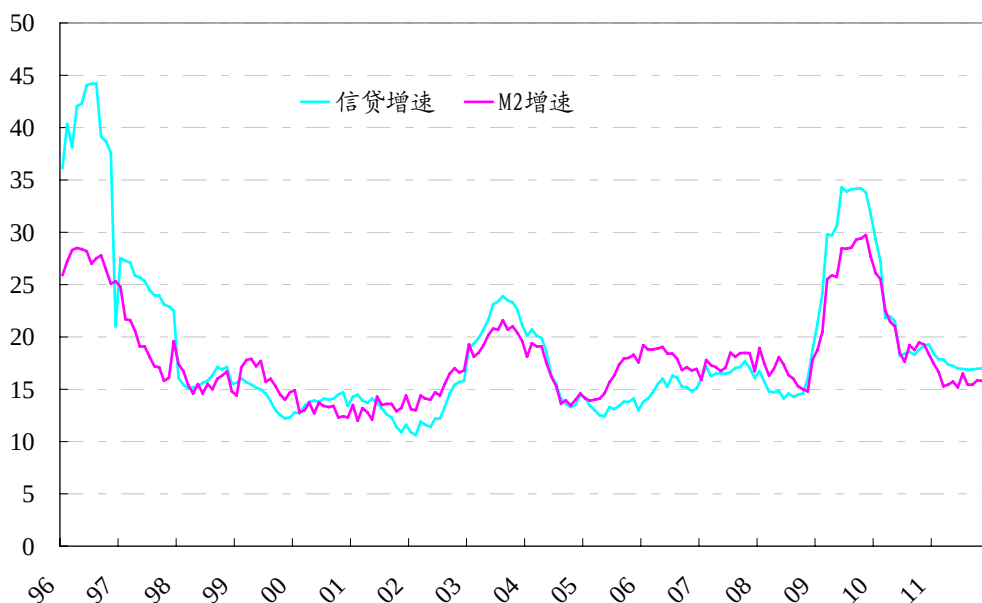
**图 8:**  
**每月新增贷款结构**  
 (2010)  
 单位: 亿元



#### 4、信贷、M2 增速趋同

M2 增速与信贷增速趋势一致，预计 M2 增速在 10 年下半年将暂时企稳回升，在 11 年上半年重新下降，到 11 年 2 季度见底，底部增速约为 15%。从 01 年以来的经验看，M2 的底部增速在 15% 左右。

**图 9:**  
**信贷增速与 M2 增速**  
 (1996-2011)  
 单位: %



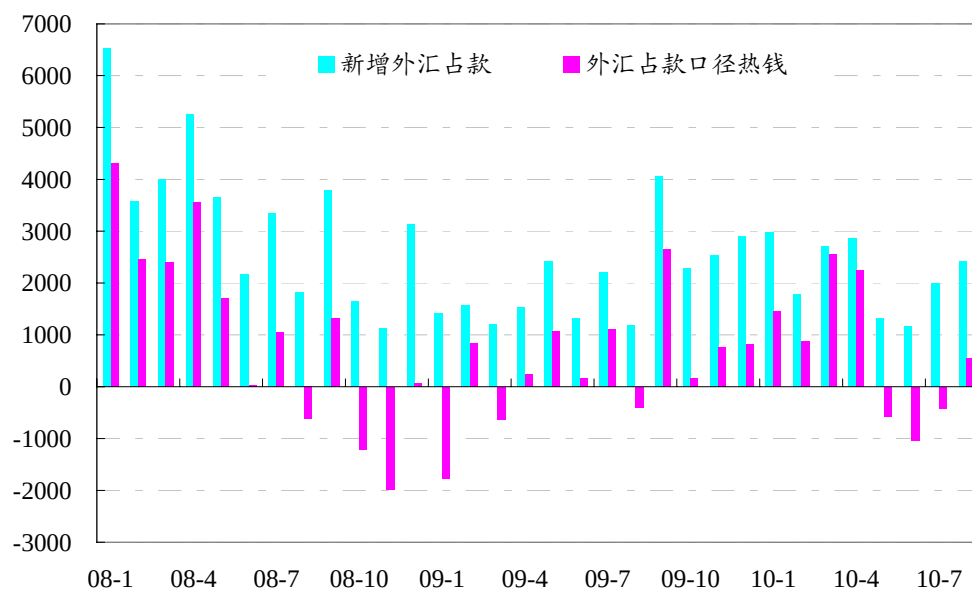


### 三、外部流动性渐好转

#### 1、4 季热钱流入不变

支持 M2 增速短期企稳的另一原因是外部流动性的好转，从外汇占款口径下的热钱来看，在连续 3 月流出之后，8 月恢复流入。人民币加速升值是热钱回流的重要原因，预计在 4 季度热钱流入的趋势不会改变。

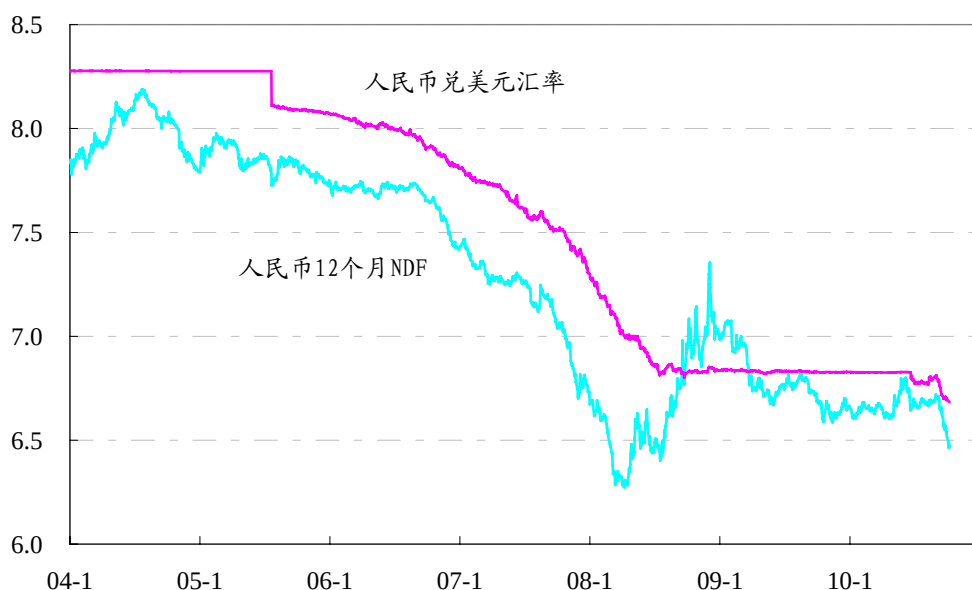
**图 10:**  
 新增外汇占款和外汇占款口径热钱  
 (2008-2010)  
 单位: 亿元



#### 2、人民币升值突加速

自 9 月初以来，人民币升值突然加速，截止 10 月 8 日的升值幅度已经达到 1.9%。人民币升值的加速与对美贸易顺差的上升有关，背景是美国由于国会中期选取临近，众议院表决通过针对货币低估国的特别关税法案，使得近期人民币汇率升值压力加大。从 NDF 走势看，近期隐含人民币升值幅度明显加大，表明其走势跟随中国央行的人民币即期汇率。

**图 11:**  
 人民币兑美元汇率和人民币 12 个月 DNF  
 (2004-2010)  
 单位: 1



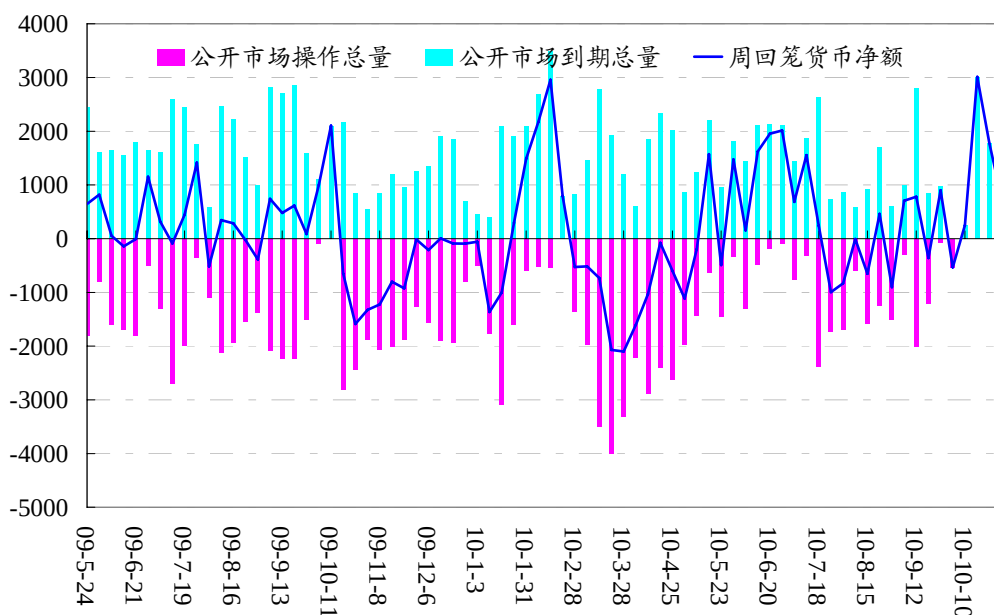


## 四、货币政策趋于稳定

### 1、央行操作维持中性

公开市场操作也是间接影响 M2 的重要因素，但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 月份投放资金近 1500 亿。10 月份的到期资金接近 6000 亿，为近 3 月最高。由于央票利率一、二级市场倒挂，央票发行受限影响其回笼功能，10 月很可能仍旧投放货币。

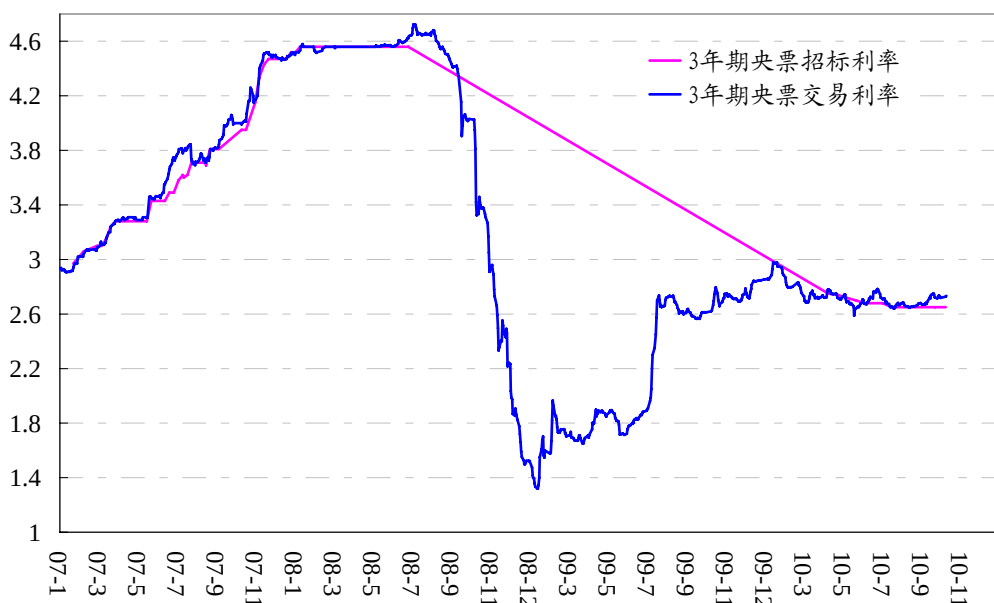
图 12:  
公开市场操作总量、到期  
总量和每周回笼货币净额  
(2009-2010)  
单位: 亿元



### 2、央票利率持续倒挂

受通胀创新高的影响，3 年期央票交易利率居高不下，持续高于 3 年期央票招标利率，因而影响了其发行量和回笼货币效果。

图 13:  
三年期央票招标和交易利  
率  
(2007-2010)  
单位: %

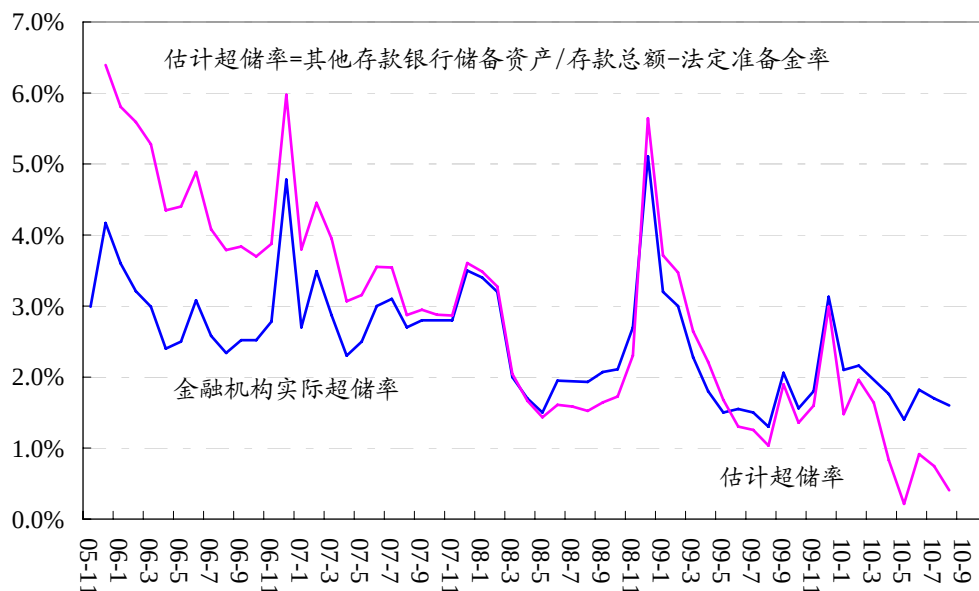


### 3、超储率仍处于低位

根据其他存款性银行资产负债表,我们估算的10年8月份金融机构超储率在1.6%左右,接近历史最低水平。

由于超储率处于历史低位,因而央行进一步数量紧缩的空间有限。我们判断准备金率已不存在上调空间,未来只有可能下调。但近期由于流动性创造的全面恢复,其下调时间应在11年以后。

**图 14:**  
**金融机构超储率**  
 (2005-2010)  
 单位: 1

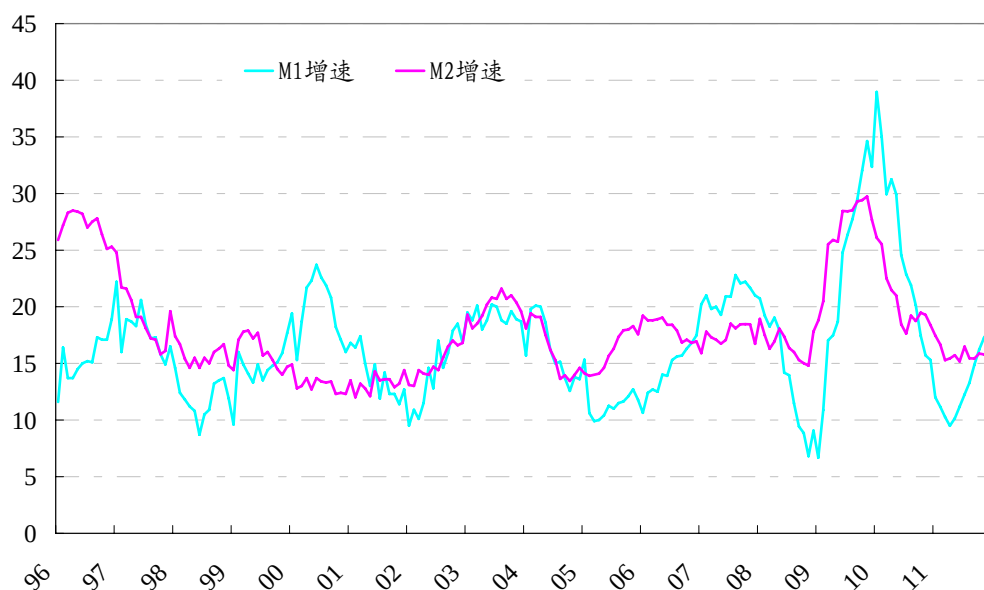


### 五、流动性环比正筑底

除了M2以外,M1是另一个重要的流动性指标,两者走势有同有异。

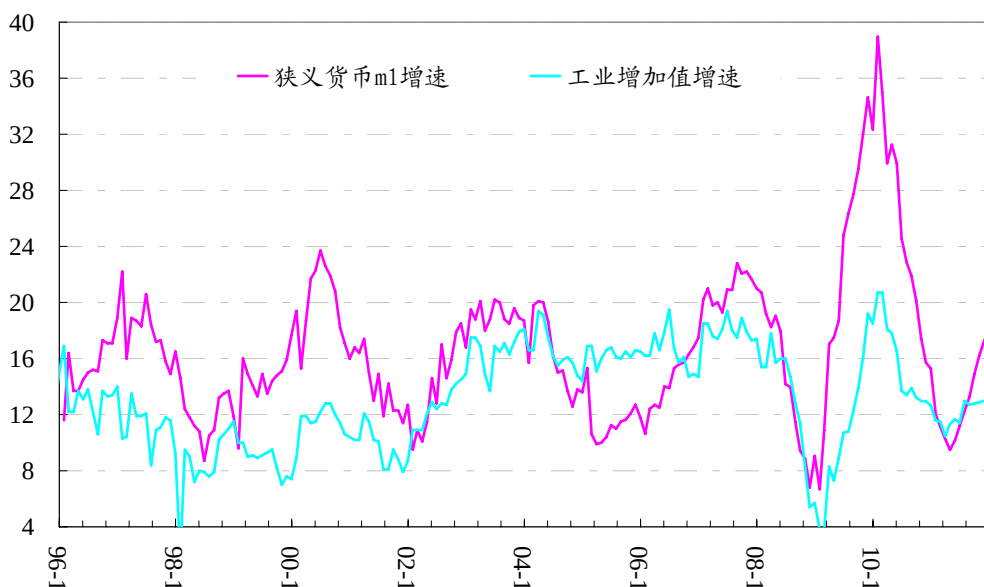
从8月份最新的数据看,M2已经企稳回升,而M1仍在下滑。预计未来M1将继续下滑,底部在11年1季度,最低增速约为10%。从历史数据看,M1均在10%左右增速见底。

**图 15:**  
**M1和M2同比增速**  
 (1996-2011)  
 单位: %



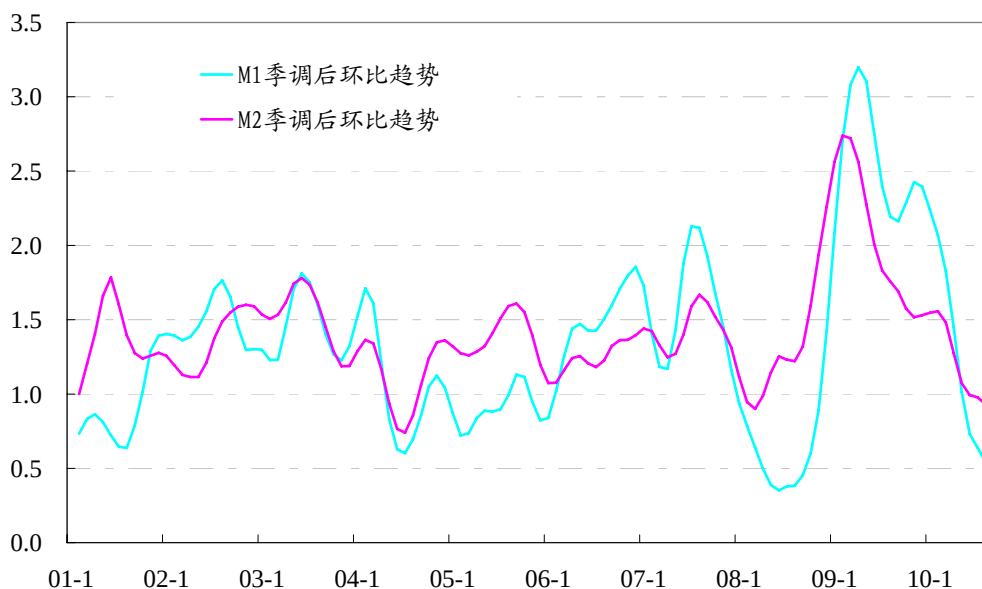
预测 M1 走势主要基于对工业增速的判断，因为 M1 的主要成分是企业活期存款，其走势代表了企业的经营活力。预计工业同比增速未来仍将下滑，底部在 11 年 3 月份，因而 M1 也将在类似时间见底。

**图 16:**  
**M1 增速、工业增加值增速**  
 (1996-2011)  
 单位: %



历史经验表明，同比数据所显示的趋势比环比数据滞后 2 个季度左右。因此，虽然 M1、M2 同比增速的底部或在 11 年 2 季度，但其环比增速很可能在今年 4 季度见底，从 8 月份的环比趋势增速看，均已接近 01 年以来的底部区域。

**图 17:**  
**M1 和 M2 环比趋势增速**  
 (2001-2010)  
 单位: %



附注1: 文中涉及数据源于wind, 统计局, 商务部, 统计年鉴, 国泰君安。

## 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。

### 吕春杰:

经济学硕士, 毕业于复旦大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 从事宏观研究。

## 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

### 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。

### 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。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 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       |
| 行业投资评级 | 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     |                              |                               |