



13 October 2010 | 3 pages

货币调控“稳于预期” 市场流动性偏向宽裕

— 9月货币信贷数据点评

✍ 郭磊

☎ 021-64718888-2017

✉ guolei@cpic.com.cn

相关报告

本报告导读：

➤ 新增信贷规模超出市场预期；市场流动性偏向宽裕

投资要点：

- 中国人民银行13日公布的《2010年前三季度金融统计数据报告》显示，9月当月新增人民币贷款5955亿元；广义货币(M2)余额69.64万亿，同比增长19.0%，增幅比上月和上年末分别低0.2和8.7个百分点。同期，净投放力度加大，前三季度净投放现金3610亿元，同比多投1041亿元。
- 9月新增信贷规模超出市场预期，这一方面反映央行在维持货币政策适度宽松上的政策姿态；从另一方面来说，在PMI持续回升的情况下，新增贷款也反映了实体经济的信贷需求处于比较旺盛的状态。同时，三季度住房贷款的回暖亦可提供一定的解释。
- M1与M2增速“剪刀差”仍处于比较理想的区域，当前的增幅既不会挑战政策底线，又从货币流通的角度对市场流动性提供支持。
- 住户存款活期及临时性存款环比增速高于定期存款，居民存款有活期化的迹象。在周小川已经明确表示“年内不加息”的情况下，这一趋势预计还将继续。居民存款活期化将进一步为流动性提供支撑。
- 预计10月新增信贷将会有所回落，四季度的月均新增信贷规模在4000亿-5000亿之间，全年将略超调控目标值。
- 由于人民币采取了缓幅升值的策略，短期资本流入正在常态化。而国内目前并未有对冲输入性流动性的强硬政策动向，预计央行将主要通过存款准备金率和公开市场操作等数量型政策工具来调节过剩流动性，整体手段仍偏温和，在这种情况下，第四季度市场流动性将处于整体宽裕的状态。

报告撰写人：郭磊

数据支持人：郭磊



中国人民银行 13 日公布的《2010 年前三季度金融统计数据报告》显示，9 月当月新增人民币贷款 5955 亿元。广义货币 (M2) 余额 69.64 万亿元，同比增长 19.0%，增幅比上月和上年末分别低 0.2 和 8.7 个百分点。同期，净投放力度得以加大，前三季度净投放现金 3610 亿元，同比多投 1041 亿元。

9 月新增信贷规模超出市场预期 根据年初设定的货币信贷增长目标，今年 M2 将保持 17% 左右增速，新增人民币贷款规模将控制在 7.5 万亿元左右，季度基本保持 3:3:2:2 的投放比例。从目前的数据来看，前三季度人民币贷款增加 6.3 万亿，已占到全年 7.5 万亿规模的 84%，超过了前三季度投放计划。

这一结果一方面反映央行在维持货币政策适度宽松上的政策姿态；从另一方面来说，在 PMI 持续回升的情况下，新增贷款也反映了实体经济的信贷需求处于比较旺盛的状态。同时，三季度住房贷款的回暖亦可提供一定的解释。

M1 与 M2 增速“剪刀差”仍处于比较理想的区域 9 月末，广义货币 (M2) 余额 69.64 万亿元，同比增长 19.0%，增幅比上月和上年末分别低 0.2 和 8.7 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 24.38 万亿元，同比增长 20.9%，增幅比上月和上年末分别低 1.0 和 11.5 个百分点。M1 与 M2 的剪刀差小幅缩小，但并未出现逆转，M1 增速仍大于 M2 增速，考虑到 M2 是央行调控的重点宏观指标，四季度会继续向 17% 的目标线靠近，货币活期化的趋势有望维持，这对于市场流动性来说是一个乐观的状况。

同时，M1 增速的下降也从货币流通的速度显示了通胀压力的减弱，从经验情形来看，20%-25% 是一个上行边际即通胀边际，10% 是一个下行边际即通缩边际，当前 20.9% 的增幅大约处于通胀边际偏低的位置，不会挑战政策底线。所以无论是从央行调控流动性的角度还是从市场接受的心理层面，M1-M2 的结果都是合意的，目前仍基本处于理想区域。

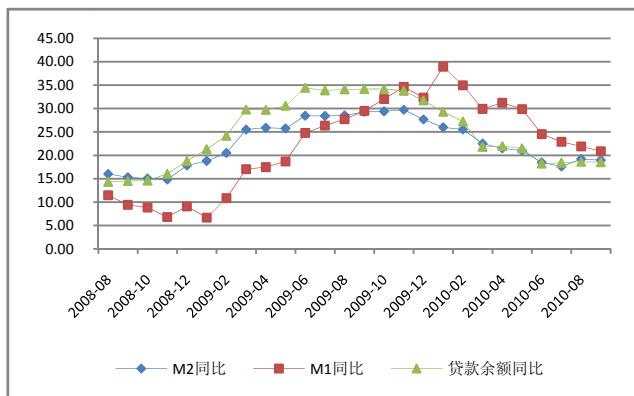
居民存款的活期化迹象反映经济活力上升预期 9 月，住户存款活期及临时性存款环比上升 5%，定期存款环比上升 2%，居民存款有活期化的迹象，这可能和三季度住房成交量的回升及经济回升、股市回暖预期有关。在周小川已经明确表示“年内不加息”的情况下，这一趋势预计还将继续。居民存款活期化将进一步为流动性提供支撑。

预计 10 月新增贷款将会有回落，但全年仍会超过 7.5 万亿目标值 在前三季度贷款总量超过投放节奏的情况下，预计四季度将会有加强信贷额度控制的政策出台，10 月新增信贷可能会有所回落。但在当前经济前景尚未完全明确，以及十七届五中全会前后政策有维稳目标的情况下，央行应该不会采用强硬的窗口指导的政策和惩罚性的手段。预计四季度的月均新增信贷规模在 4000 亿-5000 亿之间，全年可达 7.8 万亿左右，略超全年目标值。

第四季度流动性将处于整体宽裕的状态 由于人民币采取了缓幅升值的策略，热钱流入正在常态化。至 9 月末，中国国家外汇储备余额劲增 1005 亿美元，达 26483 亿美元，同比增长 16.5%，其中三季度大幅增长 1940 亿美元，远超一二季度规模，以获利为目的的短期资本加速流入是背后的主要原因。

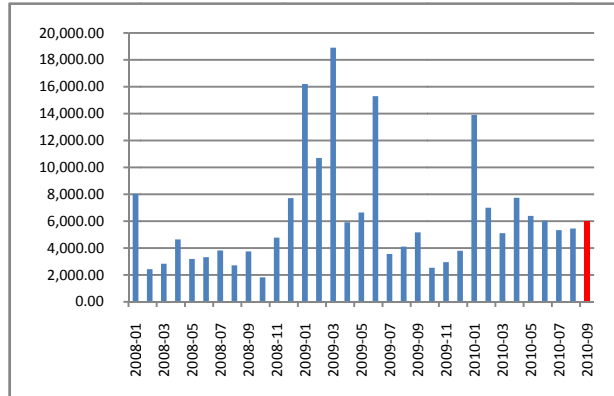
而基于前面我们从“M1 视角”、“新增贷款”视角来看，国内目前并未有对冲输入性流动性的强硬政策动向，预计央行将主要通过存款准备金率和公开市场操作等数量型政策工具来调节过剩流动性，整体手段仍偏温和，在这种情况下，第四季度市场流动性将处于整体宽裕的状态。

图1 M1-M2 剪刀差缩小, 但仍未逆转



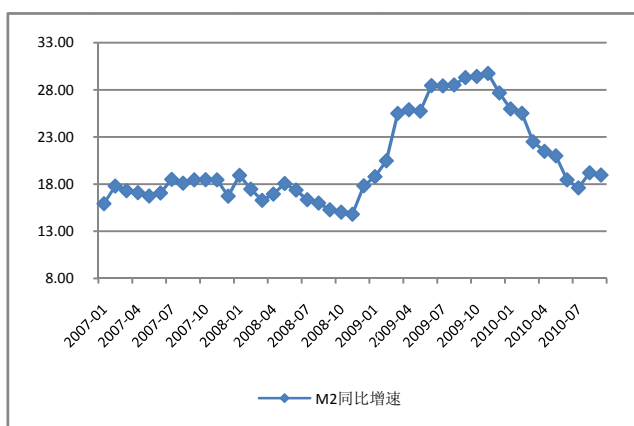
资料来源: wind 浙商证券研究所

图2 新增人民币贷款的月平台



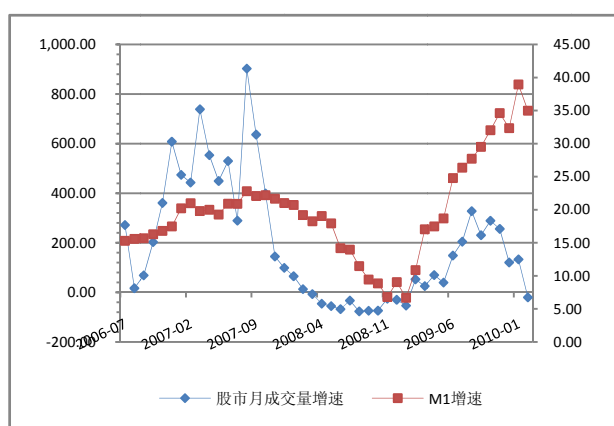
资料来源: wind 浙商证券研究所

图3 M2 增速在向均衡值回归



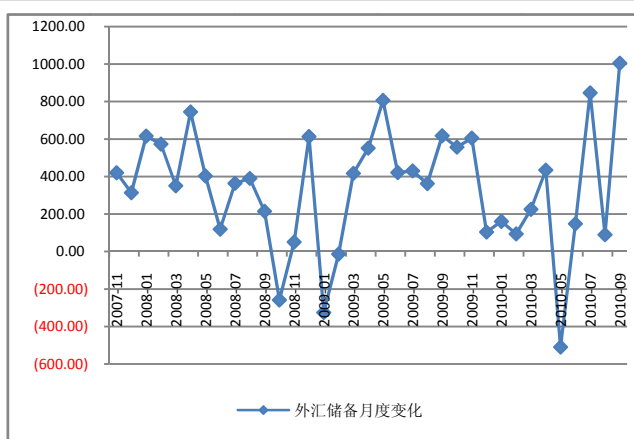
资料来源: wind 浙商证券研究所

图4 从历史数据看, M1 与市场流动性有一定相关性



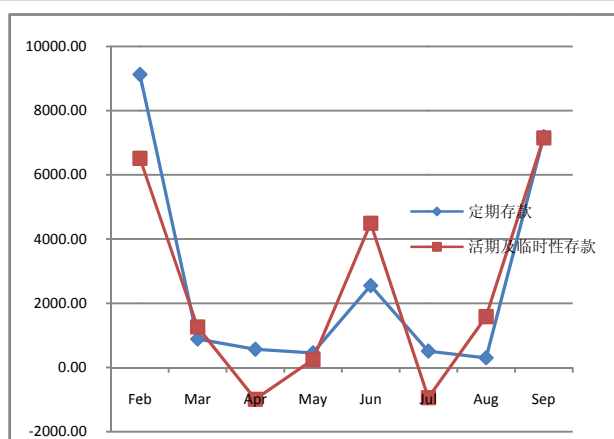
资料来源: wind 浙商证券研究所

图5 外汇储备的月度变化



资料来源: wind 浙商证券研究所

图6 活期存款增速有加快的势头



资料来源: wind 浙商证券研究所

浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务	服务	服务
毛亚莉	徐路鹏	张燕华
+86 21 6431 8893	+86 21 6471 8888-1700	+86 21 6471 8888-1287
maoyali@stocke.com.cn	xulupeng@stocke.com.cn	zhangyanhua@stocke.com.cn
		金肖男
		+86 21 6471 8888-1824
		jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品	金融工程与基金	金融工程与债券	信息技术
+86 21 6471 8888-1701	陆靖昶	鲍翔	李思明
信息技术	+86 21 6471 8888-1254	+86 21 6471 8888-1105	+86 21 6474 6780
张雷	lujingchang@stocke.com.cn	baoxiang@stocke.com.cn	lisiming@stocke.com.cn
+86 21 6471 8888-1740			
zhanglei@stocke.com.cn			

宏观策略团队

首席经济学家	宏观	宏观	策略研究
闻岳春	郭磊	李瑞	王伟俊
+86 21 6471 6089	+86 21 6471 8888-2017	+86 21 6471 8888-1211	+86 21 6471 8888-1277
wenyuechun@stocke.com.cn	guolei@stocke.com.cn	lirui@stocke.com.cn	wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵
+86 21 6431 8952
zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业	银行业金融行业	中药 生物制药行业	电力设备行业
戴方	黄薇	金嫣	史海昇
+86 21 6471 8888-1219	+86 21 6471 8888-1813	+86 21 6471 8888-1241	+86 21 6471 8888-1737
daifang@stocke.com.cn	huangwei@stocke.com.cn	jinyan@stocke.com.cn	shihaiheng@stocke.com.cn
农林牧渔行业	食品、饮料行业	家电、传媒行业	化工行业
张俊宇	葛越	刘迟道	代鹏举
+86 21 6471 8888-1801	+86 21 6471 8888-1281	+86 21 6471 8888-1225	+86 21 6471 8888-1206
zhangjunyu@stocke.com.cn	geyue@stocke.com.cn	Liuchidao@stocke.com.cn	daipengju@stocke.com.cn
汽车行业	机械行业	煤炭行业	商贸行业
马春霞	许光兵	田加伟	程艳华
+86 21 6471 8888-1270	+86 21 6471 8888-1805	+86 21 6471 8888-1117	+86 21 6471 8888-1212
machunxia@stocke.com.cn	xuguangbing@stocke.com.cn	tianjiawei@stocke.com.cn	chengyanhua@stocke.com.cn
有色行业	钢铁行业	建筑建材行业	
林建	范飞	李冬	
+86 21 6471 8888-1286	+86 21 6471 8888-1119	+86 21 6471 8888-1807	
linjian@stocke.com.cn	fanfei@stocke.com.cn	lidong@stocke.com.cn	
旅游行业	通信行业	公用事业行业	
王禾	徐昊	袁佳平	
+86 21 6471 8888-1740	+86 21 6471 8888-1702	+86 21 6471 8888-1814	
wanghe@stocke.com.cn	xuhao@stocke.com.cn	yuanjiaping@stocke.com.cn	

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>