

三渠道致投放增加,市场倒逼政策换方式收紧

——11月金融数据点评

发布日期: 2010年12月10日

主要观点:

- 11月份M2同比增长19.5%,增幅意外比上月高0.2个百分点。而当月M2增加10523亿元,比上月增加7218亿元,比去年同期增加2561亿元,货币投放明显。货币投放来自于三个渠道:公开市场操作净投放、贸易顺差带来的外汇占款增加、财政支出加大。
- 11月份,公开市场净投放货币975亿元,贸易顺差228亿美元。而货币投放的主要来源还是政府财政支出的加大。11月份财政存款减少2119亿元,相当于比10月份多投放5111亿元,比去年同期多投放2840亿元。
- 11月份新增人民币贷款5640亿元,同比多增2692亿元。其中,住户贷款增加1896亿元,比上月增加240亿元。而企业及其他部门贷款增加3742亿元,比上月下降480亿元。显然,11月份的新增贷款增加主要是居民信贷的增加。而这主要是11月份住房销售上升。
- 从11月份的金融数据看,政府力图收紧货币,企业信贷收缩即使明证,而银行拆借利率也在11月的中下旬回升,反映了市场流动性有所收紧。监管部门进一步控制信贷投放,预计12月份将在4000亿元左右,全年新增贷款在7.8万亿左右,超过7.5万亿目标将是必然。
- 12月份流动性注入依然较大。近两年都存在年末财政突击支出的情况,今年财政超收将可能再次出现12月份突击花钱的情况。加上贸易顺差等外汇占款不减,12月份流动性注入依然庞大,回收流动性压力依然很大。
- 但是11月份货币净投放、3年期央票的停止发行意味着公开市场操作的失灵。面对失灵的公开市场操作,加上10月份针对6大银行提高为期2个月的准备金率到期,12月份提高准备金率将是首先。
- 而市场负利率,以及一、二级市场利率的倒挂已经制约了公开市场操作的有效性。纠正利率价格的扭曲,让利率发挥作用将是必然。如果12月份CPI涨势难收,不排除在1月份再次加息一次。

分析师: 宏观组
证书编号: S0550210070002
联系人: 王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305
FAX: (8621)6337 3209
Email: wanggb@nesc.cn
地址: 上海市延安东路45号20
邮编: 200002

主要事件:

11月末, 广义货币(M2)余额 71.03 万亿元, 同比增长 19.5%, 增幅比上月高 0.2 个百分点; 狭义货币(M1)余额 25.94 万亿元, 同比增长 22.1%, 增幅与上月持平

本外币贷款增加 6142 亿元, 其中, 人民币贷款增加 5640 亿元, 外币贷款增加 85 亿美元。本外币存款增加 5822 亿元, 其中, 人民币存款增加 5924 亿元, 外币存款净减少 10 亿美元。

银行间市场人民币交易活跃, 市场利率有所上升。2010 年 11 月份银行间市场人民币交易累计成交 17.71 万亿元, 日均成交 8049 亿元, 日均成交同比增长 55.3%。11 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率为 1.76%, 比上月高 0.08 个百分点; 质押式债券回购月加权平均利率为 1.81%, 比上月高 0.12 个百分点。

点评:

1、三个渠道加大市场流动性, 货币增幅不减反增

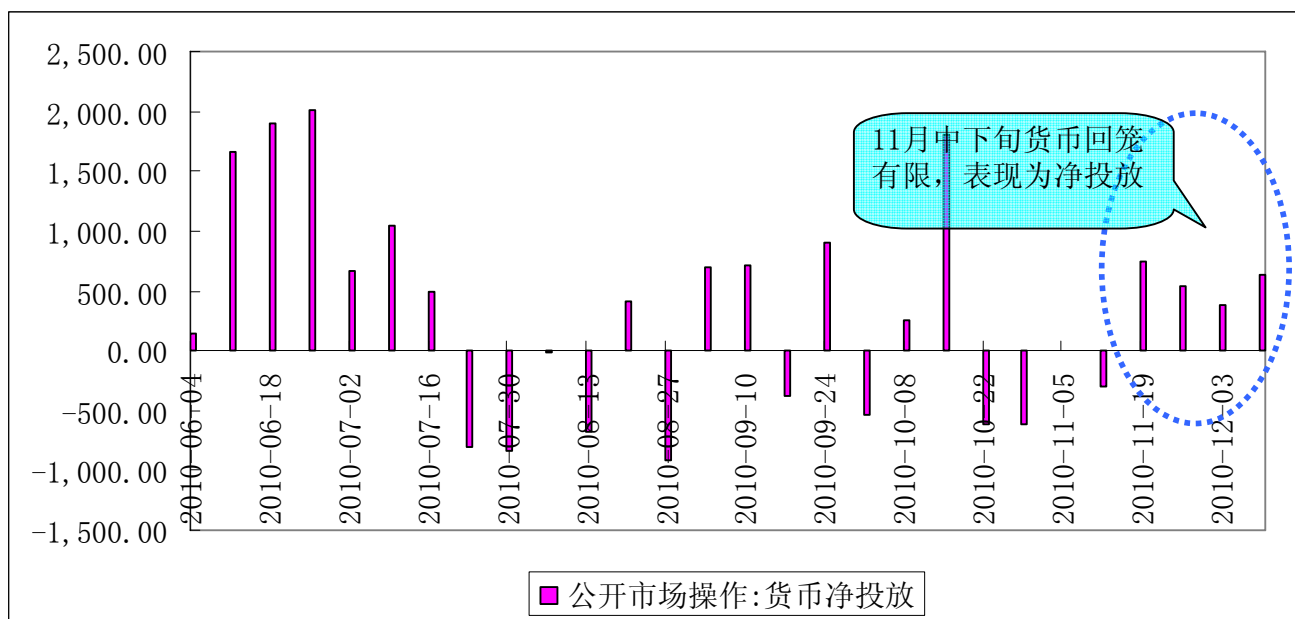
11 月份 M2 同比增长 19.5%, 增幅意外地比上月高 0.2 个百分点。而当月增加 10523 亿元, 比上月增加 7218 亿元, 比去年同期增加 2561 亿元。货币投放明显。货币投放来自于三个渠道: 公开市场净投放、贸易顺差等外部流动性流入、财政投放加大。

11 月份, 央行在公开市场操作上前两周净回笼货币 305 亿元, 但后两周却投放了净投放 1280 亿元, 导致 11 月份净投放货币 975 亿元。而 10 月份货币净投放仅有 290 亿元, 放大了近 700 亿元。

而 11 月份的财政存款减少 2119 亿元, 而 10 月份是 2992 亿元, 这将降至两月货币投放相差 5111 亿元。而去年同期财政存款增加 730 亿元, 相比去年同期货币多投放 2840 亿元。

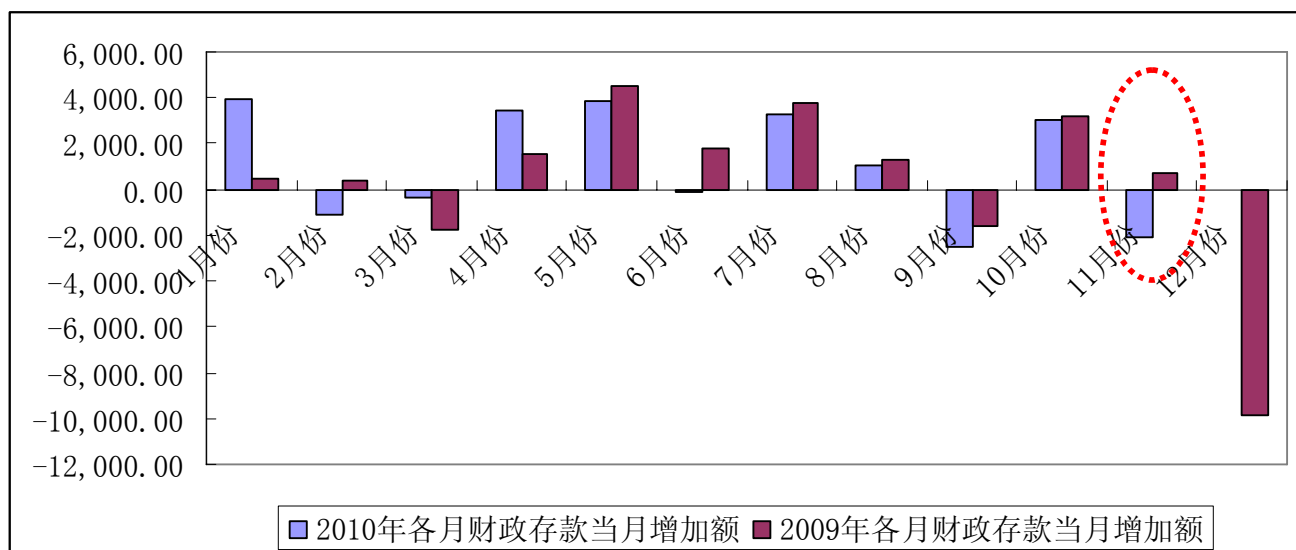
而 11 月份的贸易顺差 228 亿美元, 虽然比 10 月份的 271 亿美元有所下降, 但是比 2009 年 11 月份的 40 亿美元。

这三者导致 11 月份货币注入额放大, 而这也是 M2 当月增加 10523 亿元, 比 10 月份和 2009 年 11 月份投放量加大。



数据来源: Wind, 东北证券。

图 1: 11 月份公开市场操作净投放 975 亿元

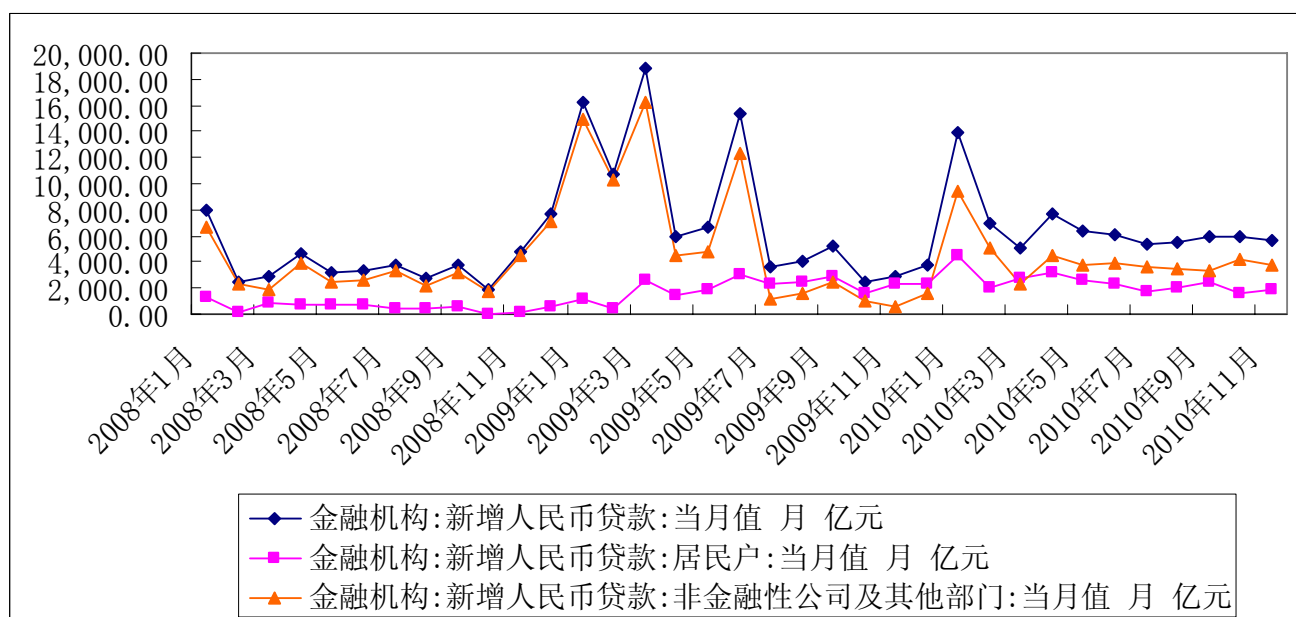


数据来源: Wind, 东北证券。

图 2: 11 月份财政支出增加是货币投放的主要来源

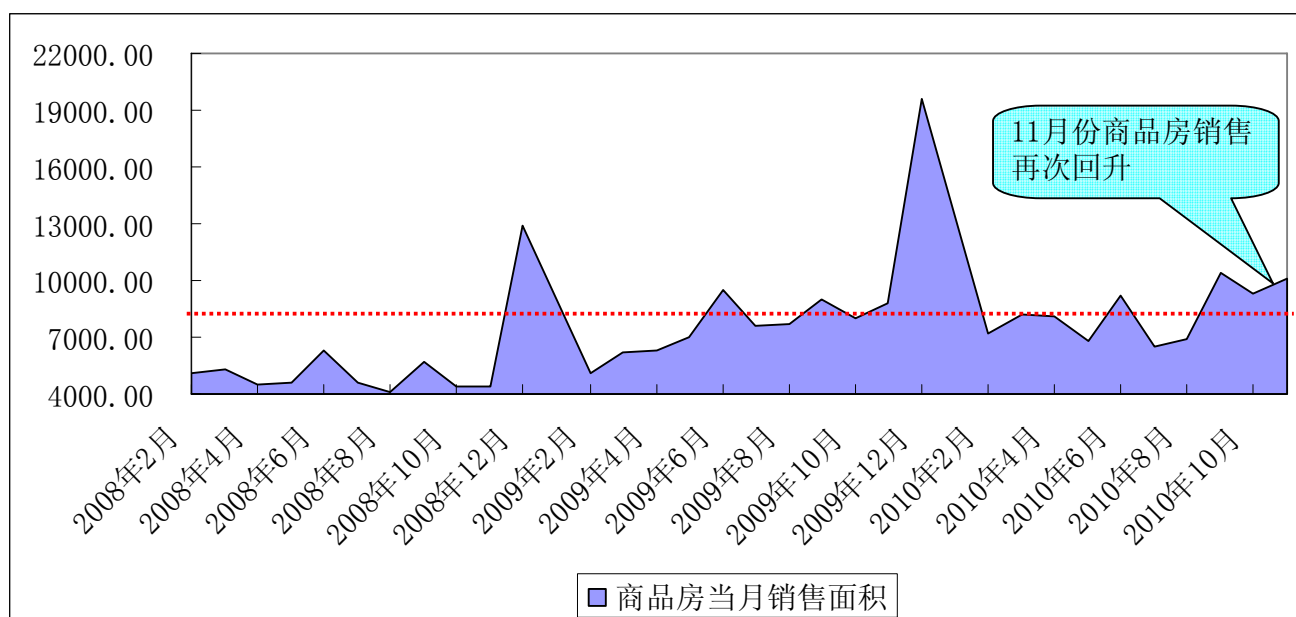
2、居民信贷呈信贷增加的主要推动力

11 月份本外币贷款增加 6142 亿元, 其中, 人民币贷款增加 5640 亿元, 同比多增 2692 亿元。而比 10 月份仅仅减少 230 亿元, 在监管部门控制信贷的背景下, 该信贷规模显然过大。而信贷保持较高增长主要是居民信贷的增加。根据央行的统计数据, 11 月份, 住户贷款增加 1896 亿元, 比上月增加 240 亿元, 其中, 短期贷款增加 525 亿元, 中长期贷款增加 1371 亿元, 分别比 10 月份多增 58 亿元和 182 亿元。而企业及其他部门贷款增加 3742 亿元, 比上月下降 480 亿元, 其中, 短期贷款增加 1670 亿元, 比 10 月份多增 199 亿元, 但中长期贷款增加 1930 亿元, 少增 477 亿元。显然, 11 月份的新增贷款增加主要是居民信贷的增加。而这主要是房地产调控对房价影响有限导致了购房需求的再度上身。



数据来源: Wind, 东北证券。

图 3: 居民信贷增加是新增信贷高企的主要原因



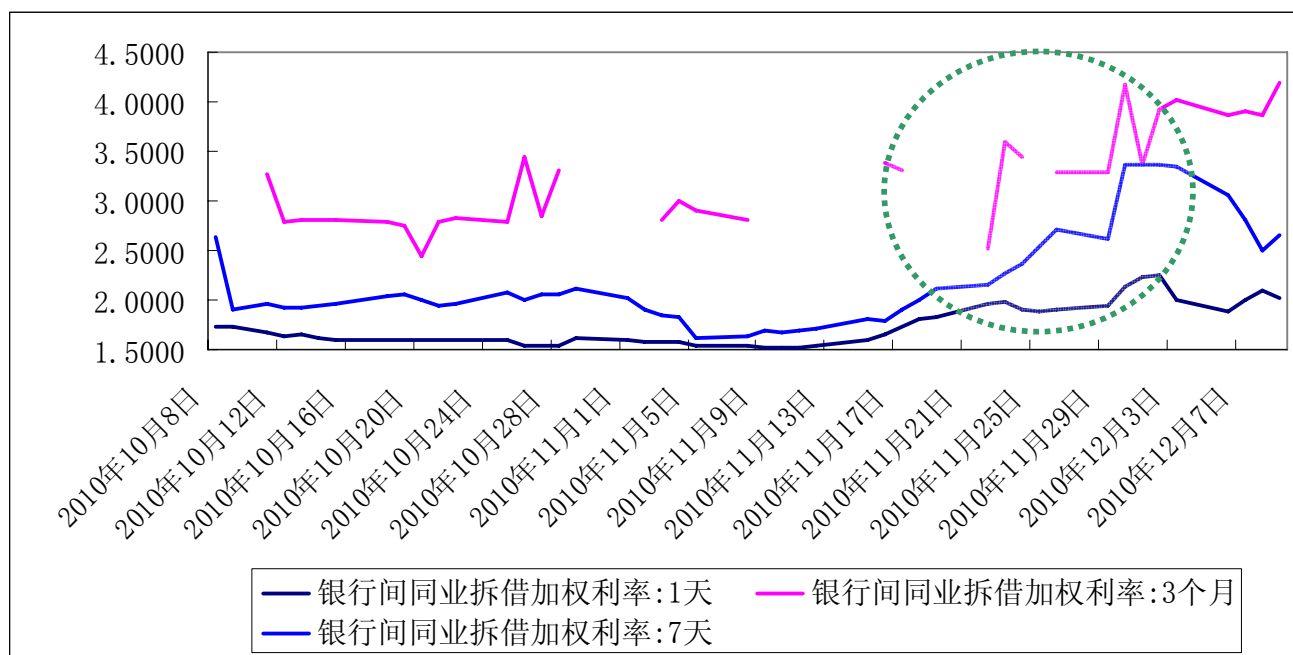
数据来源: Wind, 东北证券。

图 4: 11 月份商品房销售增加提高了居民的贷款需求

3、政府开始收紧货币，操作工具限制了收缩力度

11 月份虽然市场货币投放增加，但是从政策意图看，监管部门是力图收缩货币。这主要表现为 11 月份企业信贷的下降。考虑到前期媒体报道 11 月份中上旬，银行新增信贷就已经到了 5500 亿左右，而全月才 5640 亿元，说明下半月，银行对信贷投放几乎到了严防死守的地步。信贷收紧的直接结果是银行间市场流动性相对偏紧，市场利率抬升。据央行公布数据，银行间市场人民币交易活跃，市场利率有所上升。2010 年 11 月份银行间市场人民币交易累计成交 17.71 万亿元，日均成交 8049 亿元，日均成交同比增长 55.3%。11 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率为 1.76%，比上月高 0.08 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为

1.81%，比上月高 0.12 个百分点。



数据来源：Wind，东北证券。

图 5：11 月份中下旬开始市场利率明显抬升

4、市场操作困境迫使政策改变方式收紧货币

11 月份货币同比增长 19.5%，远高于 17% 的目标，而新增信贷 5640 亿元，累计增加 7.44 万亿。监管层虽然力度收缩货币，但是传统的公开市场操作却在当前面临几乎无效的结果。从 11 月份 25 日以来，3 个月、1 年期和 3 年期央票都出现只有 10 亿元的发行规模。而 11 月份公开市场上是净投放货币 975 亿元。显然，通过公开市场操作无法做到有效的调节流动性。

表 1：11 月份中下旬开始公开市场操作无法有效回笼市场流动性

	3 个月央票发行量	1 年期央票发行量	3 年期央票发行量
2010-08-12			860.00
2010-08-17		440.00	
2010-08-19	110.00		
2010-08-24		240.00	
2010-08-26	170.00		800.00
2010-08-31		120.00	
2010-09-02	130.00		
2010-09-07		560.00	
2010-09-09	170.00		1,000.00
2010-09-14		890.00	
2010-09-16	140.00		
2010-09-21	140.00	190.00	50.00

2010-09-28	60.00	50.00	
2010-10-12		220.00	
2010-10-14	310.00		160.00
2010-10-19		430.00	
2010-10-21	500.00		
2010-10-26		400.00	
2010-10-28	250.00		60.00
2010-11-02		510.00	
2010-11-04	150.00		
2010-11-09		320.00	
2010-11-11	150.00		100.00
2010-11-16		100.00	
2010-11-18	160.00		
2010-11-23		20.00	
2010-11-25	30.00		10.00
2010-11-30		10.00	
2010-12-02	10.00		
2010-12-07		10.00	
2010-12-09	50.00		

数据来源：Wind，东北证券。

而公开市场操作难以回收流动性主要是对央票需求的降低，而这背后的原因在于一、二级市场的利率倒挂。1 年期央票的发行利率只有 2.3437%，而市场存款利率为 2.5%，CPI 已经是 4.4% 的高位。显然，当前利率下央票没有吸引力。

面对公开市场操作的失灵，政府必须转换货币政策工具。而提高准备金率仍是回收流动性的依赖工具，加上 10 月份曾对 6 大银行临时提高为期 2 个月的准备金率到期，12 月份中旬顺延和扩大准备金成为首选的工具。但市场利率过低已经制约了公开市场操作的有效性，显然，提高市场利率，将是必然的选择。如果 12 月份 CPI 上涨势头难以遏制，货币政策的收紧必然以来加息。因此，不排除在年底加息一次的可能。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。