

流动性充裕不改 考量范围扩大化

——2011 年 3 月金融数据点评

分析师：杜征征

SAC NO: S1150210050004

2011 年 4 月 14 日

联系人

杜征征

010-68784253

duzz@bhzq.com

事件：

人民银行 14 日公布的数据显示，2011 年 3 月末，M2 同比增长 16.6%，M1 同比增长 15.0%；3 月当月人民币贷款增加 6,794 亿元。一季度社会融资规模增加 4.19 万亿元，同比少增 3225 亿元。

评论：

信贷投放与货币供应量高于市场预期，内外因素引致的流动性充裕局面短期难以发生改观，紧缩将持续进行；社会融资规模指标的新鲜出炉，使得未来对流动性考量的范围扩大，利于对流动性总量与结构的把握，提高调控效率。

◆ 信贷投放高于市场预期

3 月当月，人民币贷款增加 6,794 万亿元，同比少增 1,727 亿元，高于市场预期中值的 6,130 亿元，3 月也由此成为今年一季度中同比增加数的唯一月份。前两个月，由于监管部门对信贷投放规模与节奏的严格把控，使得信贷投放均低于市场预期，累计同比减少 5,251 亿元，很好的体现了货币政策回归稳健的这一内涵。

一季度信贷投放 2.24 万亿，如果严格按照一季度信贷投放占全年总量三成来计算，全年信贷投放将达 7.5 万亿左右，基本上能满足经济增长的实际需求。

◆ 货币供应量增速反弹

3 月末，M2 同比增长 16.6%，比上月末高 0.9 个百分点，比上年末低 3.1 个百分点；M1 同比增长 15.0%，比上月末高 0.5 个百分点，比上年末低 6.2 个百分点。

首先，M2 增速高于此前市场一致性预期的 15.5%，外汇占款由 2 月的 2145.2 亿环比增长 90.1%至 4079.1 亿或是主要原因。3 月，无论是信贷还是外汇占款均出现反弹且超过预期，未来调控的压力不减；尽管 M2 增速已经从 2009 年底峰值的 29.7%回归至 16%左右，逐步向历史常态水平靠拢，但考虑到当前 M2 余额已经较 2008 年底增长 60%，存量仍然较

相关研究报告

宏观经济周报：国内紧缩压力增大 欧美退出之声再起

流动性回归常态下的经济平衡增长——2011 年宏观经济研究报告

大，货币因素对物价高推动作用仍会在一段时间存在。

其次，3月M2-M1已经连续第三个月保持正值，且差值有所上升，2009年三季度以来的资金活期化趋势有所减缓，存款再现定期化，实体经济活跃度有所下降。尽管央行从去年四季度以来4次加息提升1年期定期存款利率至3.25%，仍赶不上CPI的步伐，负利率业已持续了14个月；但是，由于国家对房地产宏观调控的持续进行、股市近期受政策抑制等因素的影响波动性加大以及其他有效投资渠道的不足，存款仍是大多数人群的首选，且经过4次加息之后，活期仅仅加了0.14%，定期存款的吸引力在逐步提升，如再加息，仍会持续。一季度人民币存款增加3.98万亿元，同比多增545亿元，3月份当月人民币存款增加2.68万亿元，同比多增1.12万亿元。

◆ 社会融资总量指标的出台，利于对流动性总量与结构的把握

初步统计显示，从2002年到2010年，我国社会融资规模由2万亿元扩大到14.27万亿元，年均增长27.8%，比同期人民币各项贷款年均增速高9.4个百分点。2010年社会融资规模与GDP之比为35.9%，比2002年提高19.2个百分点。今年一季度社会融资规模增加4.19万亿元，同比少增3225亿元。其中人民币贷款增加2.24万亿元，同比少增3524亿。从结构看，今年一季度人民币贷款占社会融资规模的53.5%，同比低4.1个百分点。

近年来，我国金融总量快速扩张，金融结构多元发展，金融产品和融资工具不断创新，证券、保险类机构对实体经济资金支持加大，商业银行表外业务对贷款表现出明显替代效应。新增人民币贷款已不能完整反映金融与经济关系，也不能全面反映实体经济的融资总量。

按照央行的算法，社会融资总量=人民币各项贷款+外币各项贷款+委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票+企业债券+非金融企业股票+保险公司赔偿+保险公司投资性房地产+其他（社会融资总量为一定时期（每月、每季或每年）的新增量）。

社会融资总量指标的出台，更利于决策层对国内流动性总量与结构的把握。今后，对流动性的调控，不会再仅仅局限于银行体系；况且就算是银行体系，大量表外业务的存在，也使得仅考量其信贷投放显得不再合适。当然，此指标没有涵盖外汇占款，略显欠缺；而且，指标要具有代表性以及实质性，还需要一段时间的运行调整。短期来看，还是以调控

银行体系为主；但未来转向全范围的流动性考量成为必然。

◆ 货币条件回归常态化进程仍会稳步推进

3月信贷数据及货币供应量数据均高于市场预期，3月CPI超出市场预期概率较大；且在经过数次上调准备金与加息之后，流动性依然充裕，隔夜SHIBOR 1.8%左右，1周SHIBOR不足2.5%，这都使得未来货币政策回归常态化进程仍会稳步推进，紧缩难言终止。

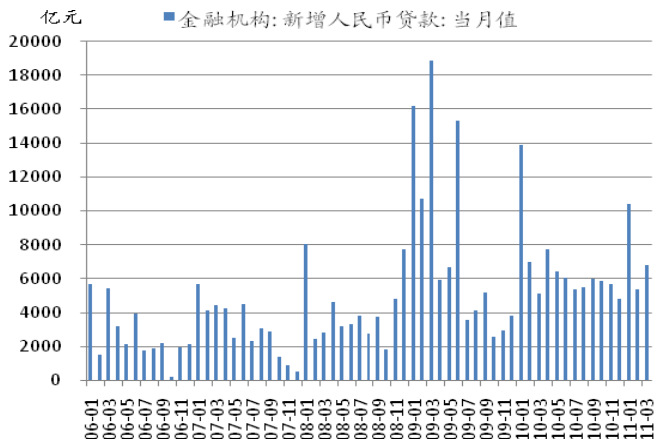
本周公开市场到期量为2120亿元，而周二及周四的回笼规模为2950亿元，扣除到期资金之后，本周央行共计净回笼资金830亿元；在上周中断一周之后，公开市场重归净回笼轨道，此前央行4周净回笼共计3,150亿元。

此外，在4月5日加息之后，央票发行利率再度上行，1年期央票发行利率再度高于1年定期存款利率。7日，央行在银行间市场发行了600亿元1年期央票和160亿元3月期央票，发行利率双双走高，其中1年期央票发行利率上行10个基点至3.3058%，3月期央票利率走高12个基点至2.9168%。此前两者已分别连续保持三周和四周稳定。提升央票利率的原因有两个可能，其一，央行仍然想通过公开市场操作来大力回笼流动性；其二，未来加息预期仍然存在，只是短期这种可能性不大。对于前者，由于此前央票发行利率与二级市场利率持平，即使不提高票面利率，公开市场已经具备回笼流动性能力。因此，此次利率上调更可能是体现央行主动引导利率水平上升的意图。

关于二季度货币政策动向，我们认为，4月存款准备金率再次上调的概率较大，且最早可能出现在15日；未来，存款准备金还将上调1次左右，加息1次。

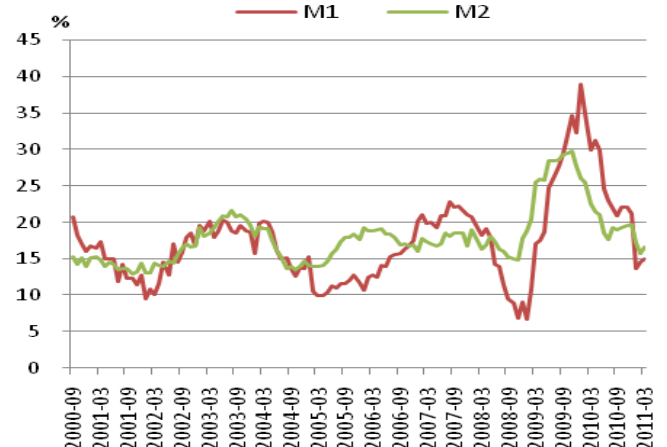
展望未来，内需较为旺盛会使其贷款需求持续高涨，加之今年是“十二五”元年，项目投资会陆续下达，二季度信贷同比增长的可能性较大。不过，不确定性还是存在的。二季度准备金率或再上调两次，存贷比红线的一再重申，其他各项监管指标的季末考核，都会使得商业银行在放贷之际考虑较多，尤其是资产质量与拨备较为薄弱的中小银行。

图 1: 1 月信贷投放高于市场预期



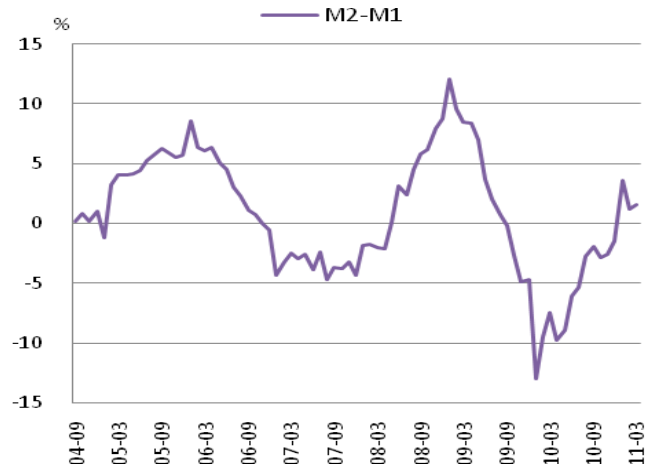
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 2: 货币供应量反弹, 超过市场预期



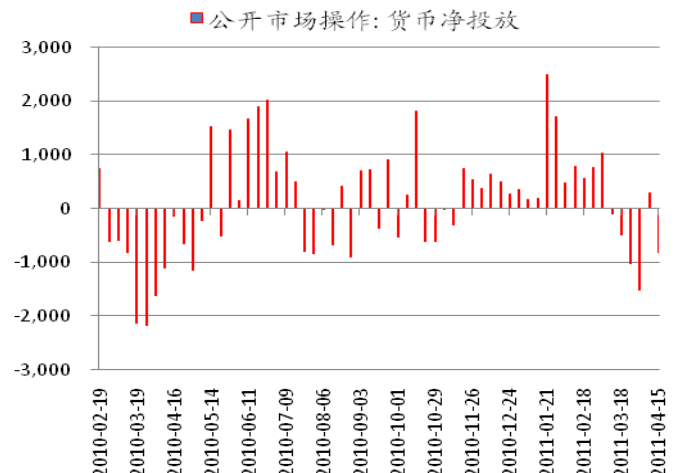
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 3: 经济活跃程度有所降低, 但内需仍然较为旺盛



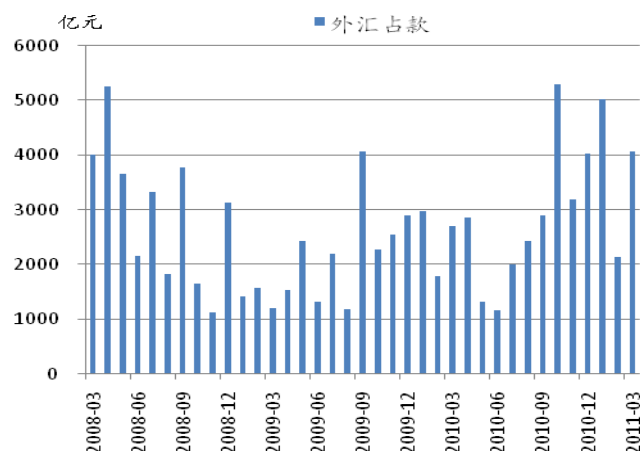
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 4: 近期公开市场操作以净回笼为主



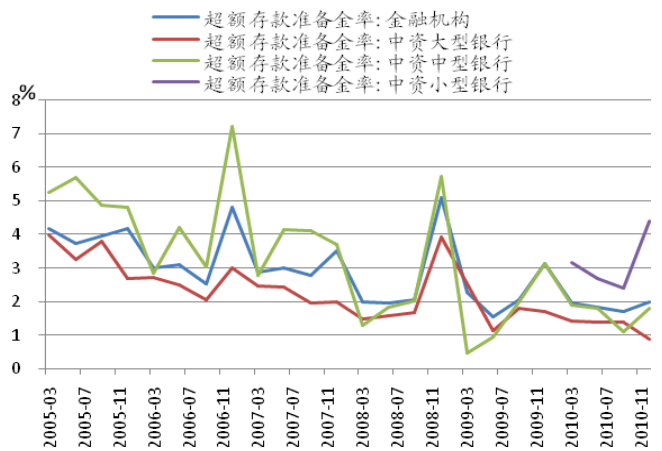
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 5: 外汇占款高居不下, 流动性充裕



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 6: 中小型商业银行超储率上升



资料来源: wind, 渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

022-28451995

13502040941

zhuyanjun@bhzq.com

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cn

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn