



金融数据点评：货币流动性由紧转稳

数据与事件：

- 📖 中国人民银行7月12日发布数据显示，6月末，我国M2余额78.1万亿元，同比增长15.9%；M1余额27.5万亿元，同比增长13.1%；新增人民币贷款6339亿元。
- 📖 国家外汇储备余额为31975亿美元，同比增长30.3%，二季度新增外汇储备1520亿美元，增量比第一季度下降453亿美元。

报告摘要：

- 在货币流动性层面，6月份M2供应的月增量与同比都比5月份有明显改善，货币供应环境要略比5月份宽松；但是，目前实体经济中短期流动性仍然偏紧，银行流动性也一样。
- 基于我们3季度CPI同比偏高、缓慢下行的基本判断；我们判断3季度货币政策仍然将保持稳健偏紧的方向，不会有转向的可能，最多转为中性，但这也要到9-10月份才会出现。
- 5月份出现了半年以来的第一次“热钱”净流出，这一方面是因为人民币升值速度在5月中旬开始放慢；另外，国内主要资产市场不振，也抑制了投机资本的动力，即使国内资金利率仍然比较高。考虑到6月份外储增长规模同样不高，预计6月份“热钱”规模仍然十分有限；认为外部流动性会“改善”国内流动性环境并不现实。
- 虽然货币流动性由紧转稳，但仍然不足以对市场流动性产生足够量级的支撑；QE3可能性非常小的前提下，外部流动性的影响也十分有限。虽然存款准备金率已经很高，7月份的被动货币投放也明显低于5、6月，并且7月初央行为了应对CPI洪峰已经加息；但是，外汇占款未来压力仍然不小，政策当局也强调调控处于浪尖的通胀为第一要务。我们仍然维持中期策略报告中的预测：三季度接下来的时间中加息和调准加起来保持在1~2次。

宏观研究组

分析师：

郇彬 (S1180511050001)

联系人：

秦培景

电话：(8621) 5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

李伟杰

电话：(8610) 8808 5267

Email: Liweijie@hysec.com

相关研究

- 流动性锦标赛：大经济体货币政策前瞻.....2011-04-24
- 消费的新支点：个税改革与保障房建设.....2011-04-06
- 日本大地震的经济余波与风险提示.....2011-03-13
- 全球宏观大图景中东篇：油与血.....2011-03-13
- 2011年宏观经济十大预测：从危机后到后危机.....2011-01-11
- 全球宏观经济大图景：三次失衡、三个世界、三足鼎立.....2010-11-23
- 日本：高收入水平陷阱.....2010-09-27
- 欧元本纪系列.....2010-04-2010-09
- 亚洲升腾：贸易分工，货币锚定和地缘博弈.....2010-08-09
- 全球宏观大图景：危机纪年表 2010-01-07

2011年6月份数据公布与预测及偏差情况（截止2011年7月12日12:00）

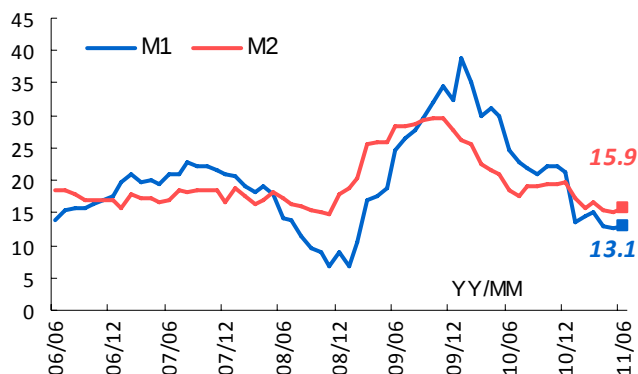
指标	单位	2011			最新	2011年7月		
		3月	4月	5月	6月	发布日期	市场预测	宏源预测
国民经济核算								
实际GDP	同比%	9.70				11/07/14	9.3	9.4
实际GDP	季调环比%	2.10				11/07/14		
名义GDP	十亿人民币	9631				11/07/14		
工业活动								
工业增加值	季调环比%	1.13	0.92	1.03		11/07/14		
工业增加值	同比%	14.8	13.4	13.3		11/07/14	13.2	13.2
工业增加值累计	同比%	14.4	14.2	14.0		11/07/14	13.9	13.9
工业企业利润	同比%	32.0	29.7	27.9		11/07/28		
工业企业收入累计	同比%	30.6	29.5	29.4		11/07/28		
消费								
名义消费品零售	季调环比%	1.29	1.29	1.28		11/07/14		
名义消费品零售	同比%	17.4	17.1	16.9		11/07/14	17.2	17.3
名义消费品零售：累计	同比%	16.3	16.5	16.6		11/07/14	16.8	16.9
名义消费品零售	十亿人民币	1359	1365	1470		11/07/14		
实际消费	同比%	12.2	11.8	11.4		11/07/14		
投资								
固定资产投资	季调环比%	0.90	1.95	1.02		11/07/14		
固定资产投资：累计	同比%	25.0	25.4	25.8		11/07/14	25.7	25.7
固定资产投资：累计	十亿人民币	3946	6272	9025		11/07/14		
FDI实际利用额	同比%	32.9	15.2	13.4		11/07/11		
对外贸易								
贸易差额	十亿美元	0.1	11.4	13.1	22.3	11/07/11	14.5	↑ 15.1
出口额	十亿美元	152	156	157	162	11/07/11		
进口额	十亿美元	152	144	144	140	11/07/11		
出口	同比%	35.8	29.9	19.4	17.9	11/07/11	18.6	↓ 21.3
进口	同比%	27.3	21.8	28.4	19.3	11/07/11	26.0	↓ 28.5
价格								
CPI	环比%	-0.2	0.1	0.1	0.3	11/07/10		
CPI	同比%	5.4	5.3	5.5	6.4	11/07/10	6.2	↑ 6.1
CPI-非食品	同比%	2.7	2.7	2.9	3.0	11/07/10		
CPI-食品	同比%	11.7	11.5	11.7	14.4	11/07/10		
PPI	环比%	0.6	0.5	0.3	0.0	11/07/10		
PPI	同比%	7.3	6.8	6.8	7.1	11/07/10	6.9	↑ 7.0
PPI-购进价格指数	同比%	10.5	10.4	10.2	10.5	11/07/10		
PPI-生产资料	同比%	8.2	7.5	7.5	7.6	11/07/10		
PPI-生活资料	同比%	4.4	4.6	4.6	4.6	11/07/10		
货币部门								
M1 货币供应	同比%	15.0	12.9	12.7	13.1	11/07/12	13.2	↓ 13.5
M2 货币供应	同比%	16.6	15.3	15.1	15.9	11/07/12	15.2	↑ 14.9
新增人民币贷款	十亿人民币	679	740	552	634	11/07/12	625.8	↑ 556
银行贷款期末余额	同比%	17.9	17.5	17.1	16.9	11/07/12		
官方外汇储备	十亿美元	3045	3146	3166	3197	11/07/12	3237	↓ 3180

数据来源：Bloomberg，国家统计局；其中市场预测为彭博社调查的市场预测中值；宏源证券研究所整理。

数据概况

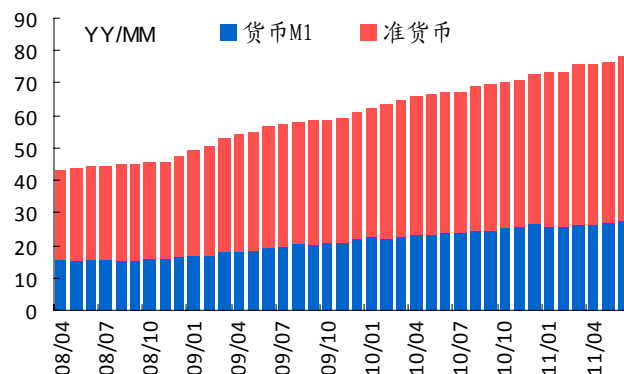
中国人民银行 7 月 12 日公布货币金融数据显示,6 月末广义货币供应 M2 余额 78.1 万亿元,同比增长 15.9%,略高于市场与我们的预期(市场: 15.2% ↑, 宏源: 14.9% ↑), M2 同比分别比上月末高 0.8%,比上年末下降 3.8%; M1 余额 27.5 万亿元,同比增长 13.1%(市场: 13.2% ↓, 宏源: 13.5% ↓),基本符合市场预期,略低于我们的预期, M1 余额比 5 月末提高了 0.4%,比上年同期下降了 8.1%(图 1, 图 2)。

图 1: 货币供应量同比增长 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

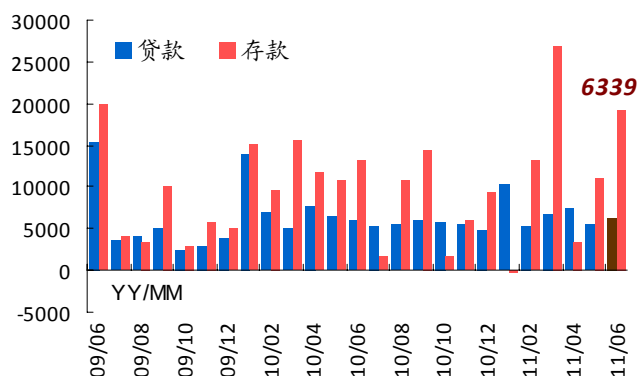
图 2: 货币供应量 M2 构成 (万亿人民币)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

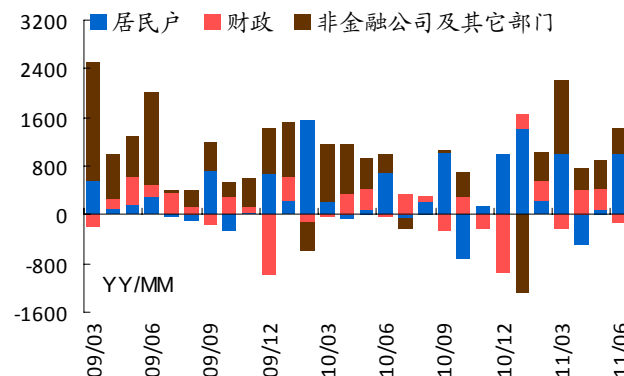
6 月末, 本外币贷款余额 54.7 万亿元, 同比增长 16.8%。人民币贷款余额 51.4 万亿元¹, 同比增长 16.9%。5 月份人民币新增贷款为 6339 亿元(市场: 6258 亿元 ↑, 宏源: 5560 亿元 ↑), 基本符合市场预期, 略高于我们的预期(图 3)。整个上半年, 人民币贷款增加 4.17 万亿元, 同比少增 4497 亿元。分部门看, 住户贷款增加 1.46 万亿元, 其中, 短期贷款增加 5965 亿元, 中长期贷款增加 8588 亿元(图 6); 非金融企业及其他部门贷款增加 2.70 万亿元, 其中, 短期贷款增加 1.34 万亿元, 中长期贷款增加 1.43 万亿元, 票据融资减少 1422 亿元(图 5)。

图 3: 新增人民币存贷款 (亿人民币)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 4: 新增人民币存款构成 (十亿人民币)



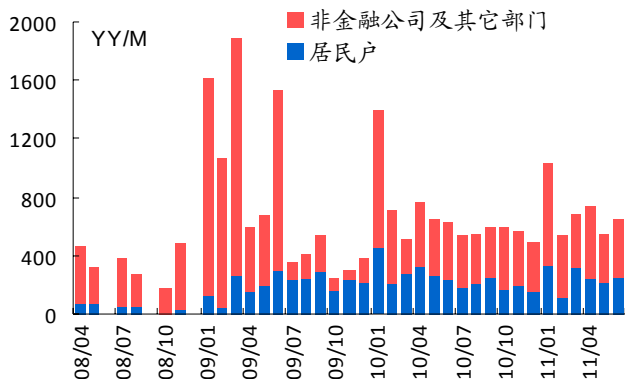
数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

另外, 6 月末人民币存款余额 80.3 万亿元, 同比增长 17.5%。人民币存款余额 78.6 万亿元, 同比增长 17.6%, 比上月末高 0.5 个百分点, 比上年末低 2.6 个百分点。上半年人民币存款增加 7.3 万亿元, 同比少增 1846 亿元。其中, 住户存款增加 3.3 万亿元,

¹ 贷款余额已扣除 2011 年 3 月份核销历史政策性财务挂账 924 亿元。

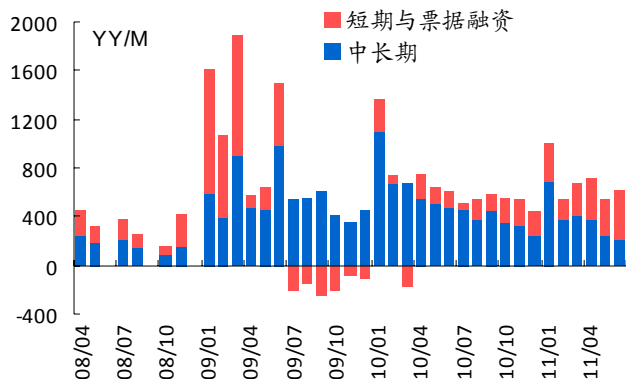
非金融企业存款增加 1.6 万亿元，财政性存款增加 9748 亿元。6 月份人民币存款增加 1.9 万亿元，同比多增 5685 亿元（图 4）。

图 5：新增贷款按部门结构（十亿人民币）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

图 6：新增贷款按期限结构（十亿人民币）

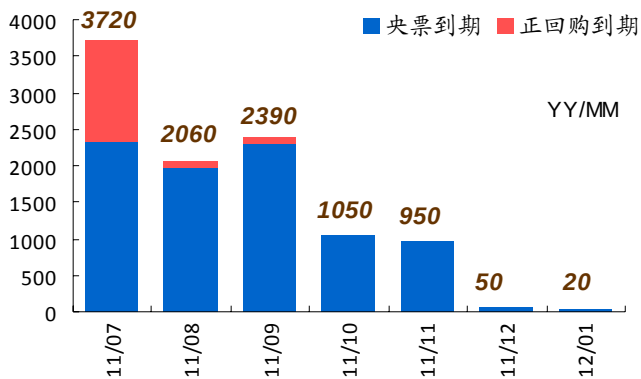


数据来源：CEIC，宏源证券研究所

流动性由紧转稳

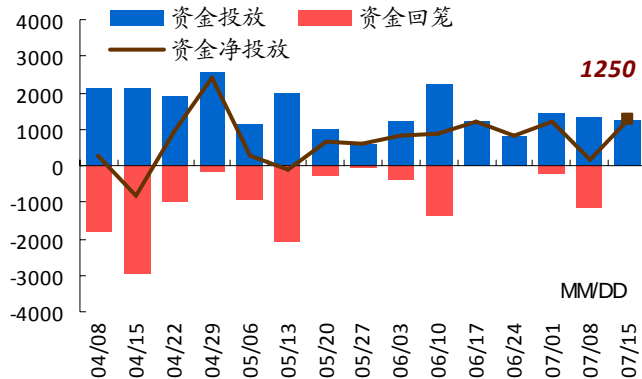
在最宽泛的货币流动性层面，剔除季节因素后，6 月份 M2 供应的月增量与同比都比 5 月份有明显改善，货币供应环境要略比 5 月份宽松。整体上货币政策还是坚持了年初以来的稳健方针，M2 同比增速在 6 月底为 15.9%，符合年初 16% 的既定目标。从公开市场操作的方向上看，从 5 月下旬开始，央行基本保持了连续 8 周的货币净投放（图 8），考虑到 7 月份相对仍然不算低的被动资金投放（图 7），预计 7 月份 M1 的同比增长会略高于 6 月份，在 13.2 至 13.4% 之间。

图 7：未来各月央行被动资金投放情况（亿元）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

图 8：货币投放与回笼（周合计，亿元）



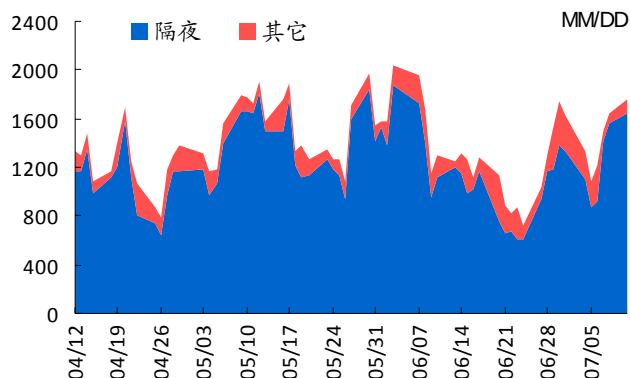
数据来源：CEIC，横轴坐标为每周五，宏源证券研究所

在人民币新增贷款方面，居民贷款与企业贷款的比例在 6 月份并没有什么变化，但是新增的中长期贷款已经经历了连续 3 个月的下降，虽然其中有一定季节性因素，但不断创新高的短期贷款与票据融资仍然意味着目前实体经济中短期流动性偏紧的情况，这与调准后银行间拆借利率跳跃式上涨对应（图 6，图 10）。

6 月份银行流动性仍然偏紧；一方面 CPI 同比持续处于高位，实际利率为负的情况不可能根本改善，虽然月存款增量比较高，但是已脱媒资金“体外循环”现象仍然比较严重，当然，这个判断还要有待几天后公布的社会融资总额数据来支持。7 月份的加息估计会小幅改善负利率情况，但这另一方面还要依赖于 7 月份 CPI 同比的下降。在 6 月调准后（图 11），银行间回购定盘利率一度冲上历史高点，拆借量也逐步上升（图 9，图

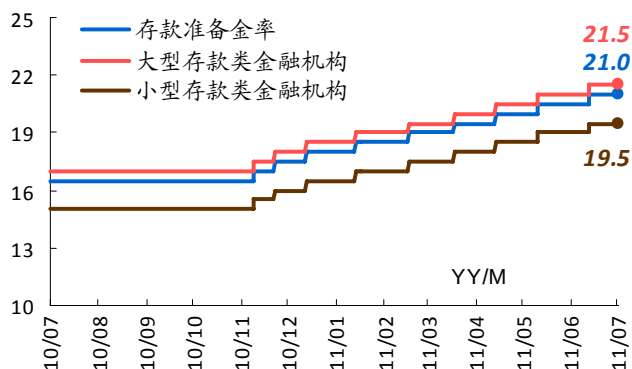
10)。

图 9: 银行间每日同业拆借量及构成 (亿元)



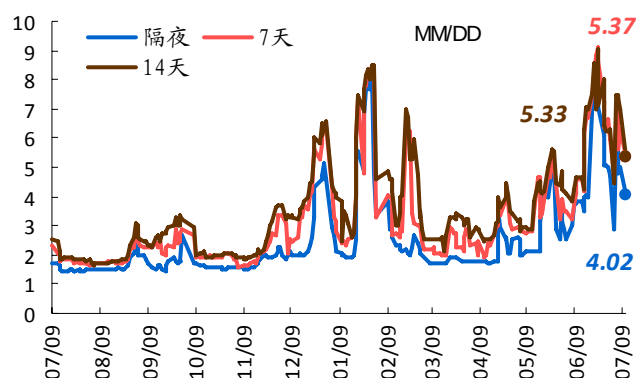
数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 11: 存款准备金率 (%)



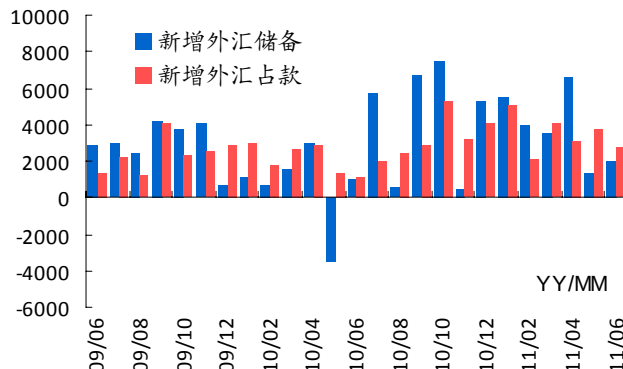
数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 10: 银行间回购定盘利率 (年利率%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 12: 新增人民币存款构成 (十亿人民币)

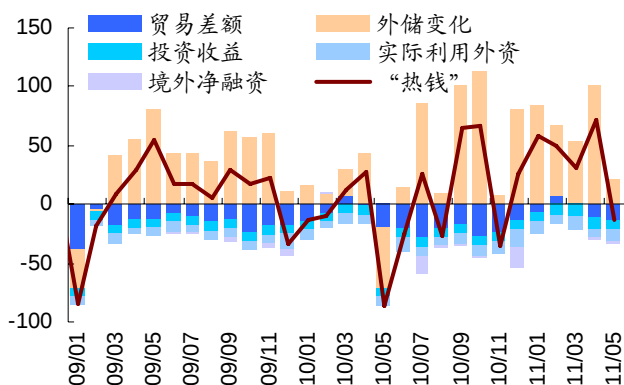


数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

外部流动性方面, 2011 年 6 月末, 国家外汇储备余额为 31975 亿美元, 同比增长 30.3%; 二季度新增外汇储备 1520 亿美元, 增量比第一季度下降 453 亿美元 (见下表)。我们认为, 由于结汇意愿以及人民币跨境发展的影响, 各月的外储增长水平与外汇占款的变化情况有一定差别 (图 12)。

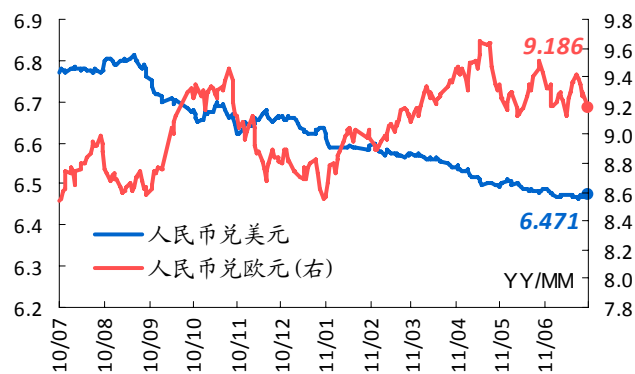
我们按照外管局公布的口径对月“热钱”流入的规模进行了测算, 由于部分数据更新较慢, 我们发现, 5 月份出现了半年以来的第一次“热钱”净流出 (图 13), 这一方面是因为人民币升值速度在 5 月中旬开始放慢 (图 14); 另外, 国内主要资产市场不振, 也抑制了投机资本的动力, 即使国内资金利率仍然比较高。考虑到 6 月份外储增长规模同样不高, 预计 6 月份“热钱”规模仍然十分有限; 认为外部流动性会“改善”国内流动性环境并不现实。

图 13: 热钱流入测算 (亿美元)



数据来源: CEIC, Bloomberg, 按照月平均汇率折算成美元, 宏源证券研究所, 为了便于表示, “贸易差额”和“投资收益”等项目为正时, 图中以负号表示。

图 14: 人民币汇率中间价 (CNY/USD, CNY/EUR)



数据来源: CEIC, 数值表识的是 7 月 11 日的汇率水平; 宏源证券研究所

表: 全球主要官方储备持有情况

	持有 十亿美元	日期 M/D	占比 %	月同比 %	年同比 %
全球	9,878	7/8	100	0.2	17.1
亚太地区					
中国	3,197	6/30	30.8	1.0	30.3
日本	1,061	6/30	10.7	-0.1	6.6
中国台湾	400	6/30	4.05	0.4	10.5
韩国	304	6/30	3.08	-0.2	11.0
中国香港	273	3/31	2.76	-0.1	5.3
美洲					
巴西	338	7/8	3.34	0.8	32.9
墨西哥	130	6/24	1.31	2.3	29.1
美国	49	7/1	0.49	0.8	9.9
加拿大	51	5/31	0.63	2.3	13.2
阿根廷	46	5/31	0.47	0.3	5.1
欧洲与中东					
俄罗斯	465	3/25	4.90	1.6	10.0
沙特阿拉伯	482	5/31	4.72	5.1	18.3
欧元区	214	5/31	2.17	1.6	10.6

数据来源: Bloomberg, IMF, 各国央行和统计机构, 其中墨西哥、美国和俄罗斯为周数据其它皆为月数据, 日期的年份都为 2011。

货币政策展望

首先, 基于我们 3 季度 CPI 同比偏高、缓慢下行的基本判断; 我们判断 3 季度货币政策仍然将保持稳健偏紧的方向, 不会有转向的可能, 最多转为中性, 但这也要到 9-10 月份才会出现。

其次, 虽然货币流动性由紧转稳, 但仍然不足以对市场流动性产生足够量级的支撑; QE3 可能性非常小的前提下, 外部流动性的影响也十分有限。虽然存款准备金率已经很高, 7 月份的被动货币投放也明显低于 5、6 月, 并且 7 月初央行为了应对 CPI 洪峰已经加息; 但是, 外汇占款未来压力仍然不小, 政策当局也强调调控处于浪尖的通胀为第一要务。我们仍然维持中期策略报告中的预测: 三季度接下来的时间中加息和调准加起来保持在 1-2 次。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。