

热钱规模减少为货币增速明显下降的意外因素

——7 月份金融数据点评

发布日期：2011 年 08 月 14 日

主要观点：

- 7 月份 M2 和 M1 增速跌幅再超我们及市场预期。增速验证我们 6 月份提出的货币增速反弹不可持续的判断。
- 本月重点关注：外币存贷款及热钱流入趋势。核心观点：热钱规模减少为货币增速明显下降的意外因素。
- M1 和 M2 增速超预期下跌主要在于：（1）新增信贷减少；（2）经济活跃程度进一步下降；（3）热钱流入减少。
- 本月新增贷款 4926 亿元，为年内最低。低于预期主要在于居民和企业的短期贷款减少，减少主要是季节性因素。而真正导致 M2 减少的在于企业存款的负增长。当月企业存款减少 4057 亿元，而 M1 和 M2 比上月少增 4062 和 7920 亿元，除 1 月份外，企业存款下降为年内首次。有季节性下降因素，但规模偏大。
- 信贷减少、活跃程度下降应在预料之中。但热钱出现大规模减少迹象有点意外。新增外币贷款在 6、7 月份连续减少，外币存款负增长 87 亿美元。热钱流入意愿明显降低，不排除开始退出。虽然 8 月以来人民币大幅升值，但在美元指数并未出现明显贬值情况下，热钱流向是否因此逆转尚难以确定，而人民币升值是否持续尚待观察。
- 6、7 月份货币增速的急升急降反映了金融市场资金的不稳定。而原因在于：（1）负利率下，居民储蓄存款在银行揽储与理财间的流动；（2）热钱流入的趋势波动。
- 当月企业存款和新增货币负增长表明：（1）信贷偏紧的局面没有改善；（2）经济将继续降温；（3）外部资金流入的积极性降低。
- 结合二季度货币政策执行报告，监管层虽强调控物价为首要任务，但也同时承认利好物价下行因素增加，而外部不确定增加。因此，货币政策有望从偏紧转为中性，不会明显放松也不会继续偏紧，政策进入观察期。工具选择上，提准空间进一步压缩，而加息还是要看经济增长情况，可能时间点在四季度。而热钱流向可能成为新的最大的变量，政策力度和节奏将变得更加灵活。

分析师：宏观组

证书编号：S0550511020001

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:

央行公布 7 月份金融数据, 其中, 广义货币(M2)余额 77.29 万亿元, 同比增长 14.7%; 狭义货币(M1)余额 27.06 万亿元, 同比增长 11.6%。人民币贷款余额 51.90 万亿元, 同比增长 16.6%。当月人民币贷款增加 4926 亿元, 同比少增 252 亿元, 外币贷款增加 1 亿美元。

而 7 月末, 本外币存款余额 79.57 万亿元, 同比增长 16.1%。其中, 住户存款减少 6656 亿元, 非金融企业存款减少 4057 亿元, 财政性存款增加 4592 亿元。外币存款余额 2477 亿美元, 同比增长 12.3%, 当月外币存款减少 87 亿美元。

点评:

一、M1 和 M2 增速超预期下跌有多方面原因

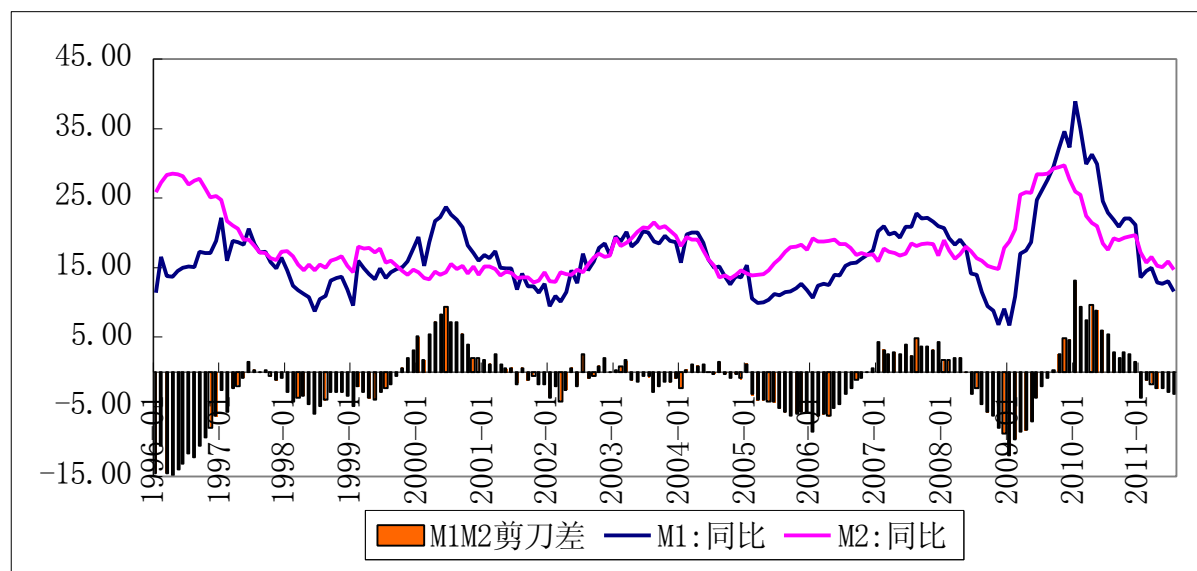
7 月末, 广义货币(M2)余额 77.29 万亿元, 同比增长 14.7%, 分别比上月末和上年同期低 1.2 和 2.9 个百分点; 狭义货币(M1)余额 27.06 万亿元, 同比增长 11.6%, 分别比上月末和上年同期低 1.5 和 11.3 个百分点。同比增速跌幅明显高于市场及我们的预期。

M1 和 M2 增速超预期下跌主要在于: (1) 新增信贷减少; (2) 经济活跃程度进一步下降; (3) 热钱流入减少。

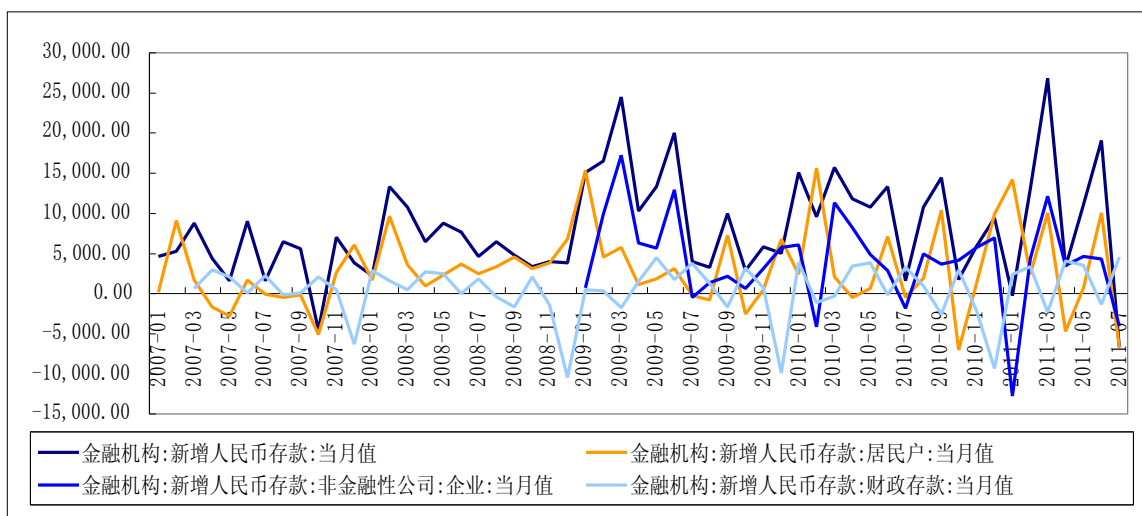
其中 7 月份 M1 比 6 月份少增 4062 亿元, 为 2009 年以来除去春节期间的 1、2 月份外的首次负增长, 显然, 更能反映企业经营活动的 M1 明显下降表明经济活跃程度进一步下降。

而 M2 增速明显减少不在于住户存款减少 6656 亿元, 而在于非金融企业存款减少 4057 亿元, 一方面源于信贷资金有所减少, 另一方面, 还是在于企业经营活动的减少。

图 1: M1 和 M2 增幅大幅下降, M1M2 负剪刀差进一步扩大



资料来源: wind, 东北证券

图 2：居民存款转理财及企业经营活跃度下降导致 M2 增速大幅下降

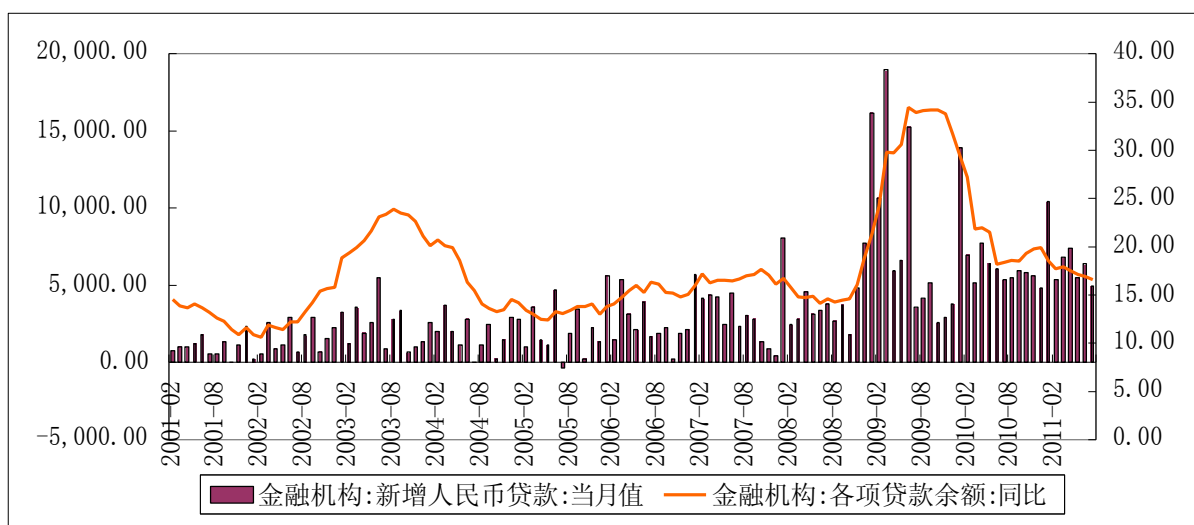
资料来源：wind，东北证券

二、新增信贷虽创年内新低，但基本平稳

7月末，本外币贷款余额 55.13 万亿元，同比增长 16.7%。人民币贷款余额 51.90 万亿元，同比增长 16.6%，分别比上月末和上年同期低 0.3 和 1.8 个百分点。显然，贷款出现了明显下降，表明信贷控制继续发挥效应。

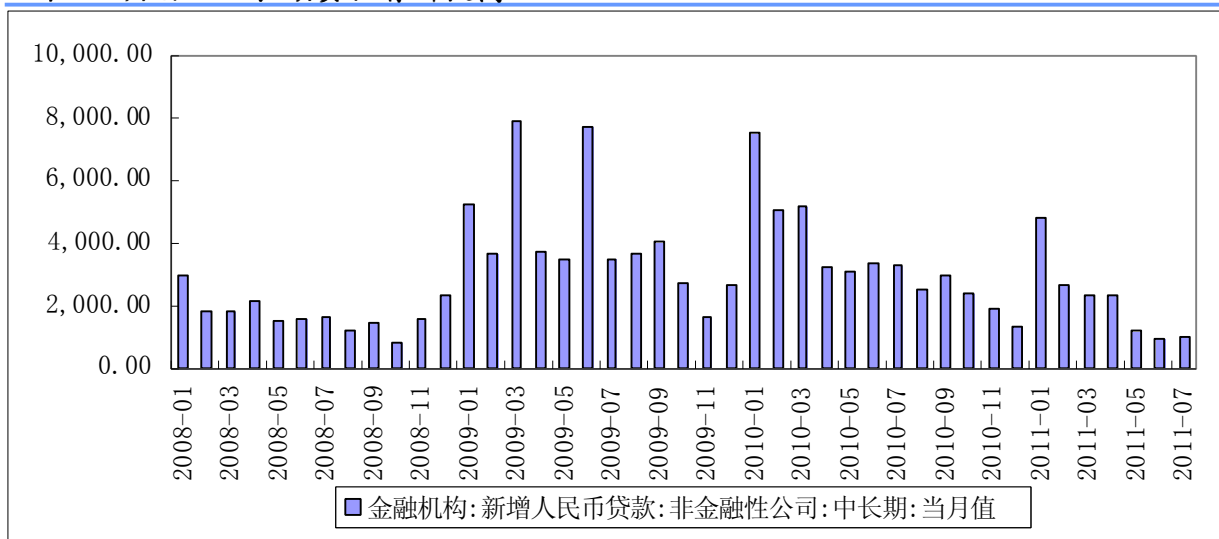
但是对比 5、7 月份，非金融企业及其他部门贷款增加 3157 亿元，仅比 5 月份减少 90 亿元，而住户贷款增加 1762 亿元，其中，短期贷款增加 541 亿元，比 5 月份减少了 370 亿元。考虑到 7 月份因天气炎热因素导致的季节性减少，新增贷款仍比较稳定。

且企业中长期贷款比 6 月份增加近 100 亿元，表明企业中长期贷款在政策拉动下有所提高，这有利于稳定投资增速。

图 3：贷款同比增速下降 0.3 个百分点，信贷继续偏紧

资料来源：wind，东北证券

图 4: 7 月份企业长期贷款有所提高



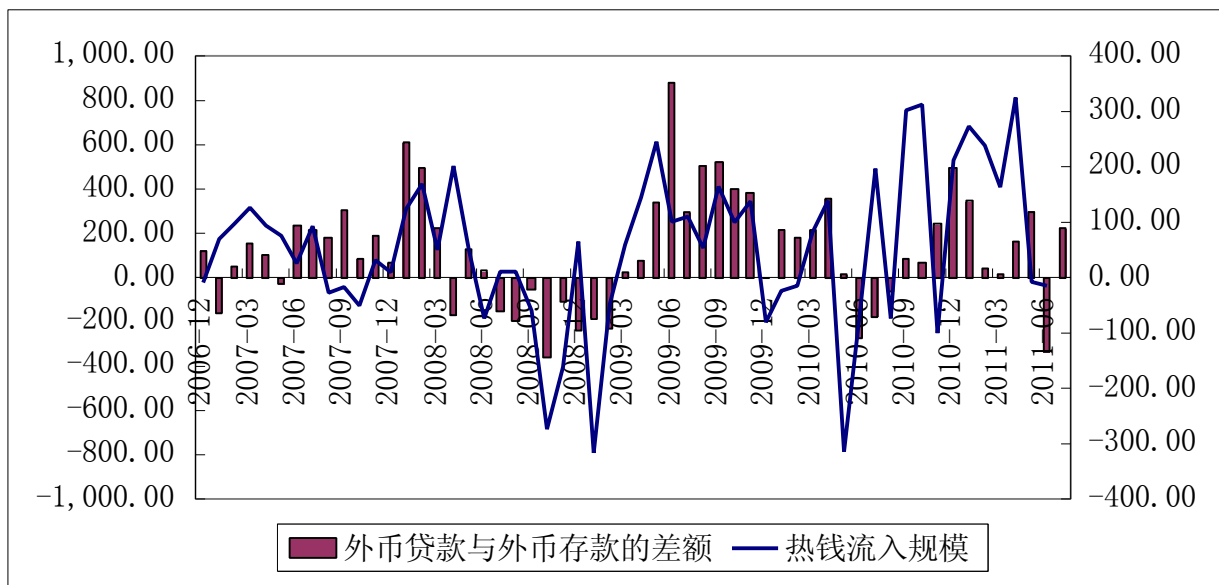
资料来源: wind, 东北证券

三、热钱流入放缓的趋势是否在 8 月扭转仍需观察

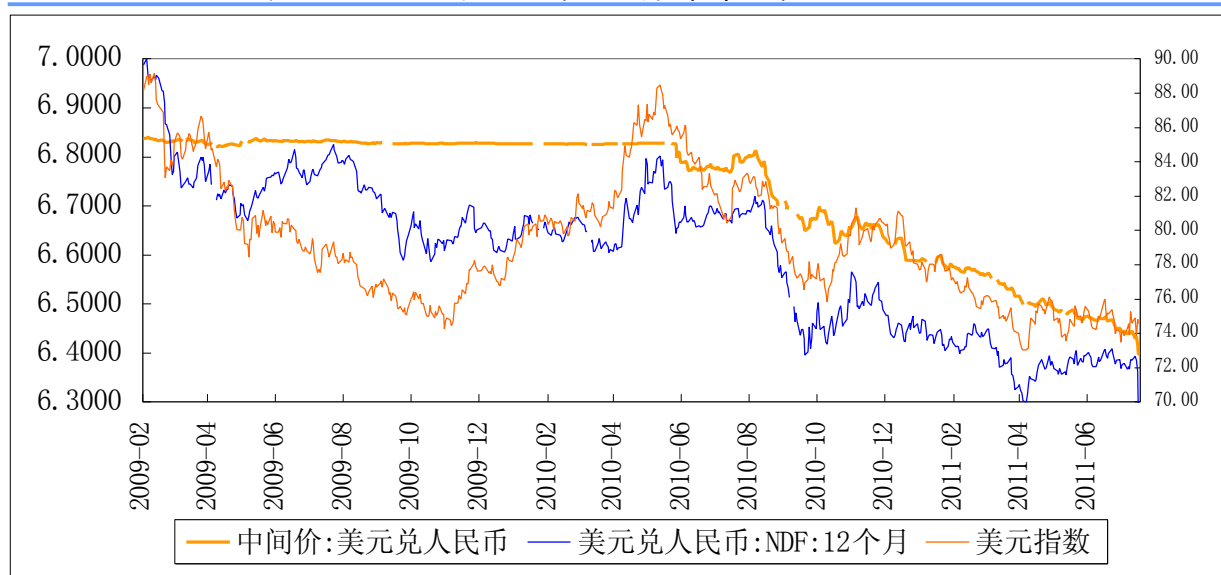
外币贷款余额 5020 亿美元, 同比增长 23.9%, 当月外币贷款增加 1 亿美元, 环比减少 37 亿美元, 继 6 月环比减少 92 亿美元后连续 2 个月下降, 而当月外币存款减少 87 亿美元。

根据以往外部贷款、热钱流入及人民币升值趋势, 我们认为热钱流入规模将减少, 外汇占款将降低, 而人民币升值本已趋缓的趋势是否因美债为积极中国政府表态扩大汇率波动范围而改变仍不能确定。

图 5: 外币贷款大幅减少, 热钱流入规模在前两个月呈下降趋势



资料来源: wind, 东北证券

图 6：美元指数基本稳定，人民币大幅升值趋势有待观察

资料来源：wind，东北证券

四、政策回归中性，有望进入观察期

6、7 月份货币增速的急升急降反映了金融市场资金的不稳定。而原因在于：（1）负利率下，居民储蓄存款在银行揽储与理财间的流动；（2）热钱流入的趋势波动。

当月企业存款和新增货币负增长表明：（1）信贷偏紧的局面没有改善；（2）经济将继续降温；（3）外部资金流入的积极性降低。

结合二季度货币政策执行报告，监管层虽强调控物价为首要任务，但也同时承认利好物价下行因素增加，而外部不确定增加，货币政策有望从偏紧转为中性，不会明显放松也不会继续偏紧，政策进入观察期。工具选择上，提准空间进一步压缩，而加息还是要看经济增长情况。可能时间点在四季度。而热钱流向可能成为最大的变量，政策力度和节奏将变得更加灵活。

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。