



脱媒与调控导致信贷收紧

数据与事件:

📖 中国人民银行7月12日下午发布数据显示,7月末,我国M2余额77.3万亿元,同比增长14.7%;M1余额27.06万亿元,同比增长11.6%;新增人民币贷款4926亿元。

报告摘要:

- 在最宽泛的货币流动性层面,剔除季节因素后,7月份M2供应、M1供应同比都比上个月明显减少,并且减少的幅度大规模高于市场和我们的预期。人民币的存贷款方面,新增贷款出现了大幅度的下降,而存款方面,7月份竟然出现6687亿元的净减少,我们认为,当下的货币供应环境非常严峻,货币紧缩的幅度超出了我们的预计。
- 本月通胀率再创新高,虽然我们预计CPI已经达到年内高点,但是CPI比较大幅度的回落依然要等到9月份以后。同时,虽然央行可能在近期会有本年最后一轮的加息动作,但是实际利率为负的局面彻底改变依然非常困难,这也就意味着银行的负债从表内转向表外的过程将持续下去,这在短期内会给存贷款量造成很大的压力。
- 总体看来,我们认为地方政府平台问题并没有外界所猜测的那么严重,政府的隐性担保将成为银行有力的盾牌,这也就意味着“平台债”的风波将在不久以后平息,与此相关的监管压力也会随之减轻,但是由于存在着银行主动修复资产负债表的内在动力,因此其造成的“惜贷”的动力要想得到缓解依然需要一些时间。
- 从政策层面上来说,公开市场的操作方向在7月末和8月初已经发生了改变,央行似乎产生了修复之前“动作过大”的紧缩的意愿,这会有效地缓解市场上流动性比较紧张的局面,而即使央行在近期选择加息来应对依然高企的通胀,但是我们认为这也将是本轮政策紧缩中最后一次加息,之后紧缩的政策风向会明显趋稳。
- 这种紧张性的局面在短期内可能还要维持一段时间,8月份的数据会有所好转,但是不会发生根本性的反转,这也就意味着3季度的流动性情况将成为一个低点。但是由于货币政策的趋稳以及“平台债”事件的好转,在今天的4季度,这种紧张局面有望出现改变。

联系人:

秦培景

电话: (8621) 5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

分析师:

郇彬 (S1180511050001)

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7月中国宏观数据发布情况（截至8月12日16:59）

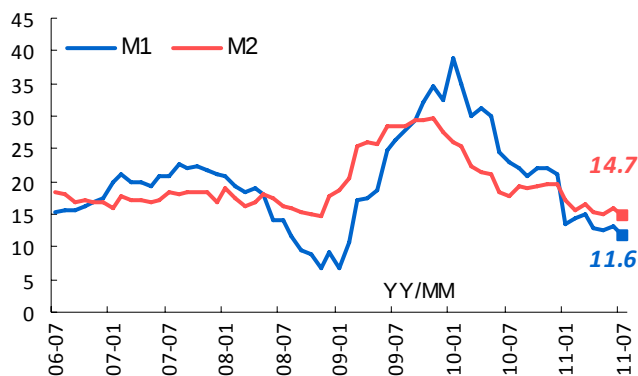
		2011			最新	7月			
指标	单位	4月	5月	6月	7月	发布日期	市场预期	宏源预测	
国民经济核算									
实际GDP	同比%			9.50		10月18日			
实际GDP	季调环比%			2.20		10月18日			
名义GDP	十亿人民币			10815		10月18日			
工业活动									
工业增加值	季调环比%	0.99	1.02	1.44	0.90 ↓	9月9日			
工业增加值	同比%	13.4	13.3	15.1	14.0 ↓	9月9日	14.6 ↓	14.1 ↓	↓
工业增加值: 累计	同比%	14.2	14.0	14.3	14.3 =	9月9日	14.3 =	14.3 =	=
工业企业利润: 累计	同比%	29.7	27.9	28.7		8月27日			
工业企业收入: 累计	同比%	29.5	29.4	29.7		8月27日			
消费									
名义消费品零售	季调环比%	1.35	1.29	1.43	1.26 ↓	9月9日			
名义消费品零售	同比%	17.1	16.9	17.7	17.2 ↓	9月9日	17.7 ↓	17.4 ↓	↓
名义消费品零售: 累计	同比%	16.5	16.6	16.8	16.8 =	9月9日	17.0 ↓	16.9 ↓	↓
名义消费品零售	十亿人民币	1365	1470	1457	1441 ↓	9月9日			
实际消费	同比%	11.8	11.4	11.2	10.5 ↓				
投资									
固定资产投资	季调环比%	2.97	0.08	-0.63	0.27 ↑	9月9日			
固定资产投资: 累计	同比%	25.4	25.8	25.6	25.4 ↓	9月9日	25.5 ↓	25.4 =	=
固定资产投资: 累计	十亿人民币	6272	9025	12457	15242 ↑	9月9日			
FDI实际利用额	同比%	15.2	13.4	2.8		7月10日			
对外贸易									
贸易差额	十亿美元	11.4	13.0	22.3	31.5 ↑	9月10日	27.4 ↑	31.8 ↓	↓
出口额	十亿美元	156	157	162	175 ↑	9月10日			
进口额	十亿美元	144	144	140	144 ↑	9月10日			
出口	同比%	29.8	19.3	17.9	20.3 ↑	9月10日	17.0 ↑	21.6 ↓	↓
进口	同比%	22.0	28.4	19.0	23.0 ↑	9月10日	22.0 ↑	24.3 ↓	↓
价格									
CPI	环比%	0.1	0.1	0.3	0.5 ↑	9月9日			
CPI	同比%	5.3	5.5	6.4	6.5 ↑	9月9日	6.4 ↑	6.5 =	=
CPI-非食品	同比%	2.7	2.9	3.0	2.9 ↓	9月9日			
CPI-食品	同比%	11.5	11.7	14.4	14.8 ↑	9月9日			
PPI	环比%	0.5	0.3	0.0	0.0 =	9月9日			
PPI	同比%	6.8	6.8	7.1	7.5 ↑	9月9日	7.5 ↑	7.2 ↑	↑
PPI-购进价格指数	同比%	10.4	10.2	10.5	11.0 ↑	9月9日			
PPI-生产资料	同比%	7.5	7.5	7.9	8.4 ↑	9月9日			
PPI-生活资料	同比%	4.6	4.6	4.6	4.8 ↑	9月9日			
货币部门									
M1 货币供应	同比%	12.9	12.7	13.1	11.6 ↓	8月12~22日	13.5 ↓	13.2 ↓	↓
M2 货币供应	同比%	15.3	15.1	15.9	14.7 ↓	8月12~22日	15.8 ↓	15.8 ↓	↓
新增人民币贷款	十亿人民币	740	552	634	493 ↓	8月12~22日	550 ↓	545 ↓	↓
新增外汇占款	十亿人民币	311	376	277		8月12~22日			
官方外汇储备	十亿美元	3146	3166	3197		10月11~15日			

数据来源: Bloomberg, CEIC, “市场预期”值为Bloomberg市场调查中位数; 宏源证券研究所

数据概况：大幅度低于预期

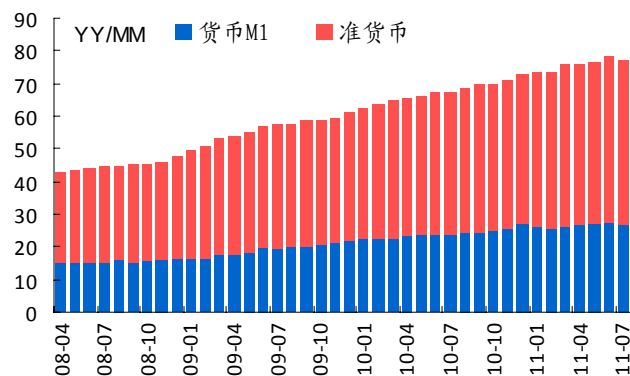
中国人民银行 8 月 12 日公布货币金融数据显示,7 月末广义货币供应 M2 余额 77.3 万亿元,同比增长 14.7% (市场: 15.8% ↓, 宏源: 15.8% ↓), 显著低于市场与我们的预期, M2 同比分别比上月末低 1.2%, 比上年同期低 2.9%; M1 余额 27.1 万亿元, 同比增长 11.6% (市场: 13.5% ↓, 宏源: 13.2% ↓), 以较大幅度低于市场和我们的预期, M1 同比分别比上月末和上年同期低 1.5 和 11.3 个百分点 (图 1, 图 2)。

图 1: 我国货币供应量同比增长 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

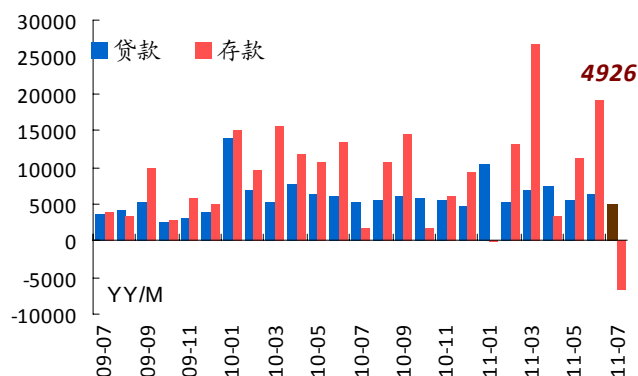
图 2: 货币供应量 M2 构成 (万亿人民币)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

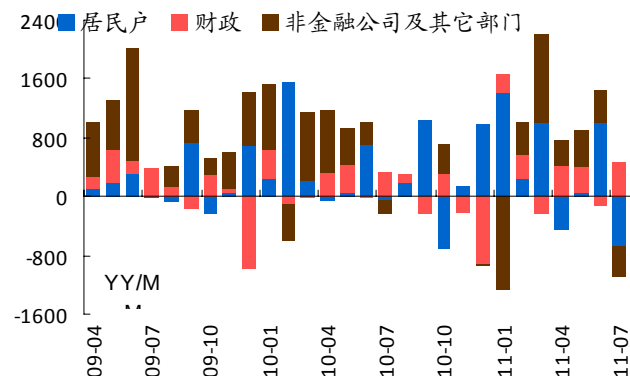
7 月末, 本外币贷款余额 55.13 万亿元, 同比增长 16.7%。人民币贷款余额 51.90 万亿元, 同比增长 16.6%, 分别比上月末和上年同期低 0.3 和 1.8 个百分点。7 月人民币新增贷款为 4926 亿元 (市场: 5500 亿元 ↓, 宏源: 5450 亿元 ↓), 同比少增 252 亿元, 同样以较大程度低于市场和我们的预期。分部门看, 住户贷款增加 1762 亿元, 其中, 短期贷款增加 541 亿元, 中长期贷款增加 1221 亿元; 非金融企业及其他部门贷款增加 3157 亿元, 其中, 短期贷款增加 1313 亿元, 中长期贷款增加 1042 亿元, 票据融资增加 653 亿元。

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

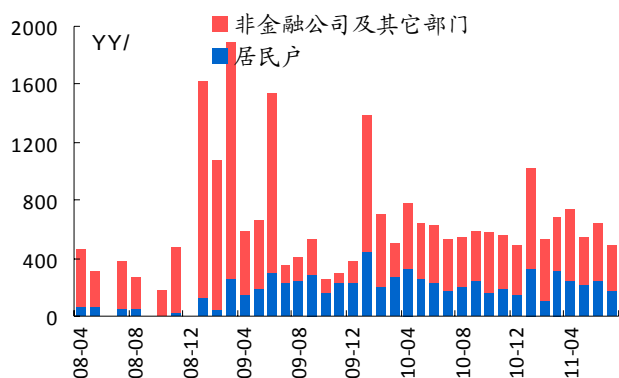
图 4: 新增人民币存款构成 (十亿人民币)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

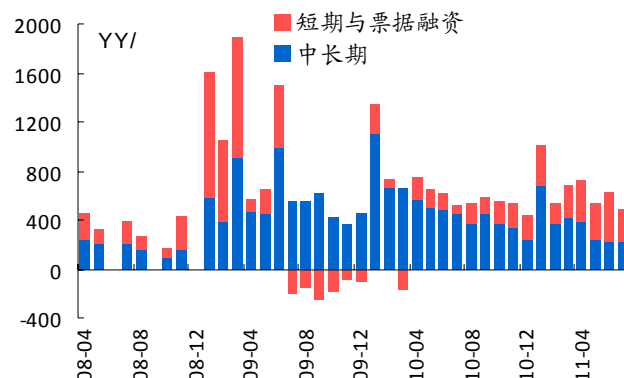
7 月末, 本外币存款余额 79.6 万亿元, 同比增长 16.1%。人民币存款余额 78 万亿元, 同比增长 16.3%, 分别比上月末和上年同期低 1.3 和 2.2 个百分点。7 月人民币存款减少 6687 亿元, 同比少增 8166 亿元。其中, 住户存款减少 6656 亿元, 非金融企业存款减少 4057 亿元, 财政性存款增加 4592 亿元。

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

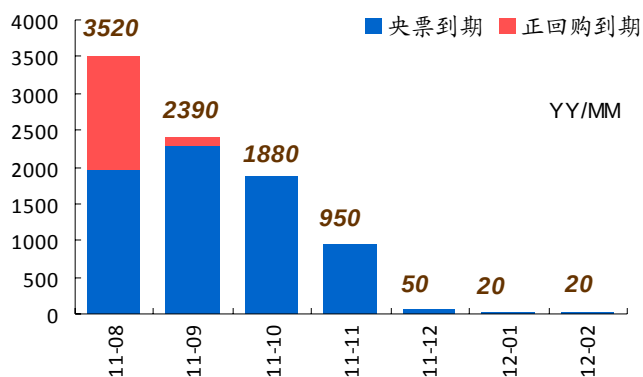
多方面原因造成超预期的流动性紧缩

在最宽泛的货币流动性层面，剔除季节因素后，7 月份 M2 供应、M1 供应同比都上个月明显减少，并且减少的幅度大规模高于市场和我们的预期。人民币的存贷款方面，新增贷款出现了大幅度的下降，而存款方面，7 月份竟然出现 6687 亿元的净减少，我们认为，当下的**货币供应环境严峻**，货币紧缩的幅度超出了我们的预计。

货币流动性大规模紧缩的原因来自于多个方面，首先，在高通胀的背景下，在负实际利率的预期之下，存款“脱媒”的现象大规模地出现。在银行的力推下，也为了应对高居不下的通胀，大量的存款转变成为了银行的理财产品，开始在表外运转。本月人民币存款 6687 亿元的净减少就反映了这一现象。而且，我们还注意到，是居民和企业的存款造成了这部分净减少，而政府部门反而有所回升，这更说明了存款的减少其实是居民和企业作为微观个体的理性选择（图 4）。存款的减少造成资金的供给不足，也就给贷款的发放带来压力。

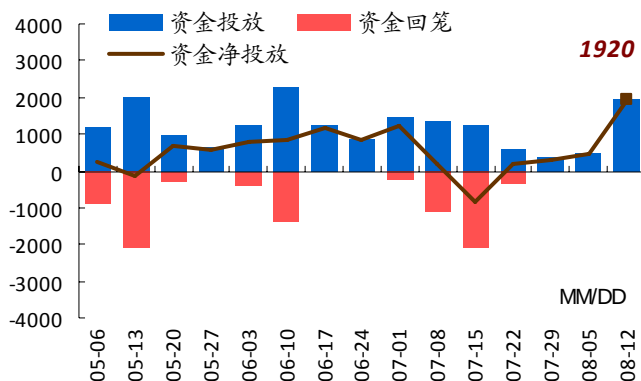
其次，“平台债”的影响带来监管部门的压力和银行的惜贷。广受关注的“平台债”毫无疑问对于银行发放流动性造成了影响，这种影响来自于两个层面，从外部层面来说，“平台债”所带来的关注度使得监管部门加强了对银行放贷的管理和约束，也就是说，银行的放贷冲动受到了行政规定以及“窗口指导”等多个维度的压抑。虽然“平台债”受到了政府的隐性担保，但是在目前，大量的“平台债”还是给银行的资产负债表带来了一些账面上的压力，所以，从银行自身来说，其也有着巩固资产负债表的意愿，这也构成了银行惜贷的动力。

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）

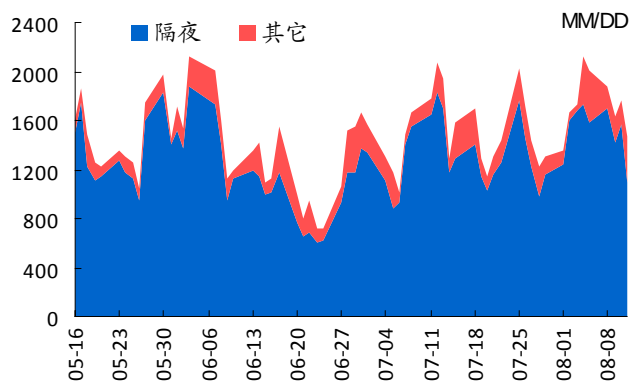


数据来源：CEIC，横轴坐标为每周五，宏源证券研究所

从政策面来看，7 月份仍然居高不下的通胀使得央行的货币政策依然趋紧，7 月初央行加息，而从公开市场操作的方向上看，从 7 月中上旬，央行大幅度的进行了资金的回笼，虽然在七月下旬以及八月初，央行重新开始的资金的投放，但是这样大幅度的资金回笼的效果已经得到了显现（图 8）。同时，银监会针对票据融资的管理趋严，同时针对民间从银行贷款再放高利贷的行为进行了打击，也造成了贷款的减少，从新增贷款的期限结构来看，短期与票据融资是贷款减少的主要原因，这部分证明了对于票据融资的收紧。

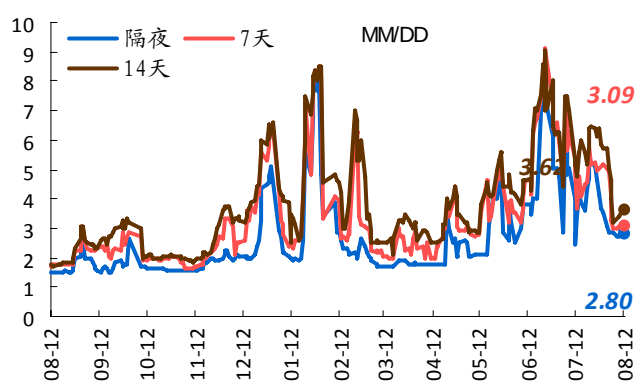
由于调整准备金，银行的资金在 6 月份期间偏紧，这使得 6 月份银行间回购定盘利率升至高点，这种资金面上的紧张也使得在 7 月份，银行通过减少放贷的方式来缓解自身的资金压力，7 月份回购定盘利率虽然还有波动，但是整体已经走低。

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 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

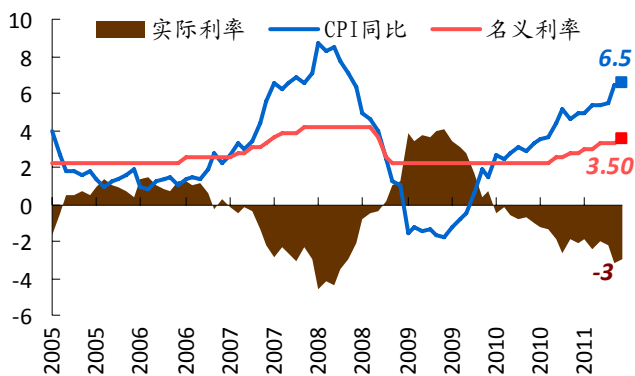
货币政策展望

7 月份的糟糕数据说明了当下紧张的流动性局面，我们可以按照我们上述的分析思路来对未来的流动性形势和货币政策做一个展望。

本月通胀率再创新高，虽然我们预计 CPI 的拐点已经来临，但是 CPI 比较大幅度的回落依然要等到 9 月份以后，同时。虽然央行可能在近期还有本年最后一次的加息动作，但是实际利率为负的局面彻底改变依然非常困难，这也就意味着银行的负债从表内转向表外的过程将持续下去，这在短期内会给新增存贷款造成很大的压力。

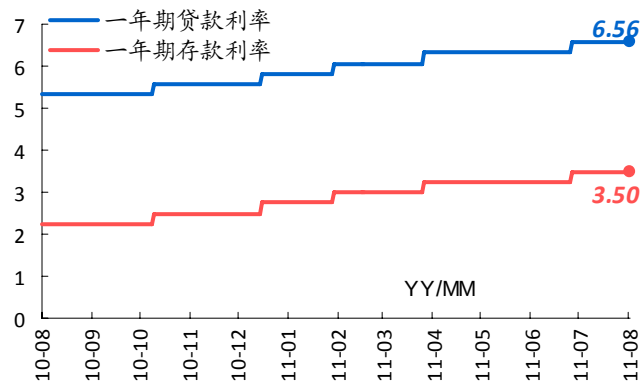
我们认为地方政府平台问题并没有外界所猜测的那么严重，政府的隐性担保将成为银行有力的盾牌，这也就意味着“平台债”的风波将在不久以后平息，与此相关的监管压力也会随之减轻，但是由于存在着银行主动修复资产负债表的内在动力，因此其造成的“惜贷”的动力要想得到缓解依然需要一些时间。

图 11: 名义与实际利率 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 12: 政策利率: 存贷款利率 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

从政策层面上来说，公开市场的操作方向在7月末和8月初已经发生了改变，央行似乎产生了修复之前“动作过大”的紧缩的意愿，这会有效地缓解市场上流动性比较紧张的局面，而即使央行在近期选择加息来应对依然高企的通胀，但是我们认为这也将是本轮政策紧缩中最后一次加息，之后紧缩的政策风向会明显趋稳。

基于上述分析，我们认为，这种紧张性的局面在短期内可能还要维持一段时间，8月份的数据会有所好转，但是不会发生根本性的反转，这也就意味着3季度的流动性情况将成为一个低点。但是由于货币政策的趋稳以及“平台债”事件的好转，在今年的4季度，这种紧张局面有望出现改变。

分析师简介:

郇 彬: 宏源证券研究所首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

秦培景: 宏源证券研究所宏观分析师, 复旦大学金融学博士, 主要研究领域为开放宏观经济学, 对外经济政策, 人民币汇率; 曾供职于国泰君安研究所, 于 2010 年加盟宏源证券研究所。

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 jjahaosen@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。