

货币增速创新低但拐点条件仍不具备

——9月份金融数据点评

发布日期：2011年10月16日

主要观点：

- 9月金融数据重点关注：M1超预期下跌，创本轮新低而信贷也降至年内新低。
- 核心观点：M1创新低原因在于供给减少及交易需求下降的供需双层因素。M1和信贷双双创新低表明经济进一步放缓。M1虽处于历史低水平，但未来1-2个月内货币增速拐点难现，明年一季度是最大的可能。
- M1创新低原因在于热钱流入及物价和经济下行。两个数据印证我们6月份以来一直强调的热钱流出猜想：外汇储备16个月来的首次负增长；外币存款再次负增长。这使央行的货币发行被动减少，M0增速下降2个点。
- 而交易需求下降则源于两个因素：物价回落使交易预期降低而经济进一步下降使实际需求下降。数据印证：企业活期存款增速降至8%的低水平，占M1的比重也降至2年来除春节外的最低。而M2/信贷的比值也低于历史均值，货币创造能力继续下降。
- 金融数据反映经济进一步降温，四季度存快速下降的风险。定向宽松能够在多大程度推升信贷从而刺激经济仍不好说，但企业中长期贷款降至747亿元，为2008年以来最低，信贷对投资的抑制作用确切存在，而居民购房需求降低增加房地产加快下行风险，投资将加快回落。
- 货币增速创新低，但拐点短期难见。拐点出现的两个条件：货币明显放松；或者经济好转，货币创造明显提高。
- 而货币放松需要CPI明显回落或者经济坏至不同容忍程度。前者在当前情况下，预计至少要回落至5%，甚至4%左右。而后者应在工业增加值降至12%以内。11月份以前政策放松的这两者组合难以出现。
- 但外需的大幅下降和大宗商品及总需求的回落有可能在使物价和增长的组合在11月引起监管层明显变化。短期将以定向宽松加快落实为手段，政策有所偏暖。而在12月份的中央经济工作会议将定调宏观调控的转变。

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 9 月份金融数据, 其中, 广义货币(M2)余额 78.74 万亿元, 同比增长 13.0%; 狭义货币(M1)余额 26.72 万亿元, 同比增长 8.9%。人民币贷款增加 4700 亿元, 人民币存款增加 7303 亿元, 国家外汇储备余额 3.20 万亿美元

点评:

一、M1 增速超预期下跌源于供给减少和需求降低的双层因素

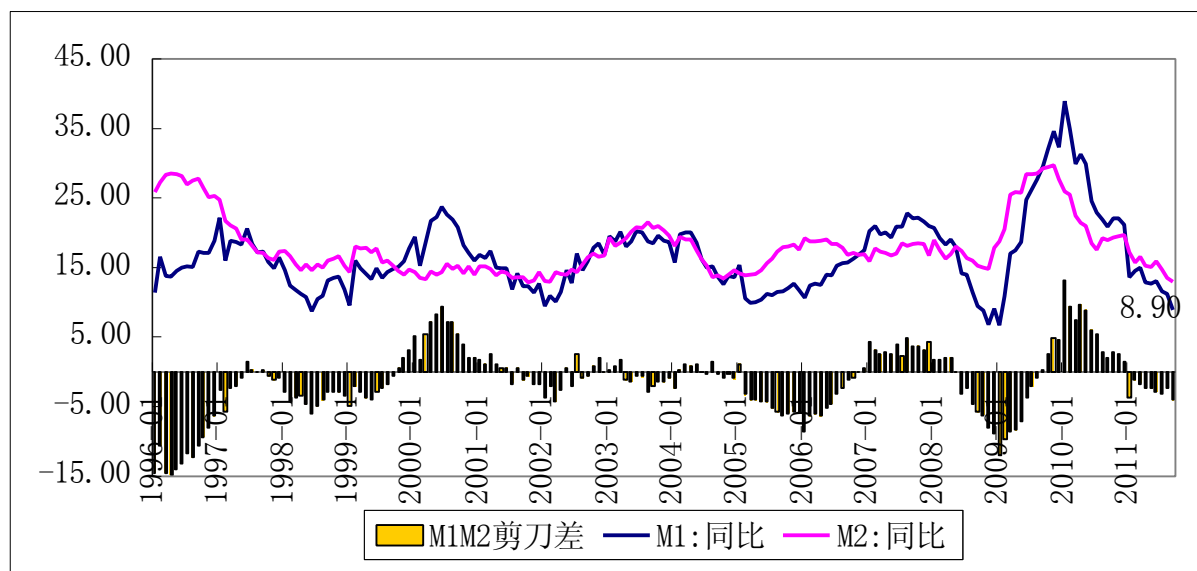
9 月份狭义货币(M1)余额 26.72 万亿元, 同比增长 8.9%, 环比和同比分别回落 2.3 和 12.3 个百分点; 流通中货币(M0)余额 4.71 万亿元, 同比增长 12.7%, 降低 2 个百分点。

M1 创新低原因在于热钱流入及物价和经济下行。两个数据印证我们 6 月份以来一直强调的热钱流出猜想: 外汇储备 16 个月来的首次负增长; 外币存款再次负增长。这使央行的货币发行被动减少, M0 增速下降 2 个点。

其中 9 月份外汇储备 32016.83 亿美元, 比 8 月份的 32624.99 亿美元减少 608 亿美元, 为 16 个月来的首次负增长。而 2005 年来外汇储备下降的只有 4 个月度, 对应的分别是美元升值而人民币升值减缓的时期。显然 9 月份美元升值导致的热钱流入明显减少。相应地, 货币发行减少, 当月净货币投放 1300 亿元, 同比减少了 600 亿元。

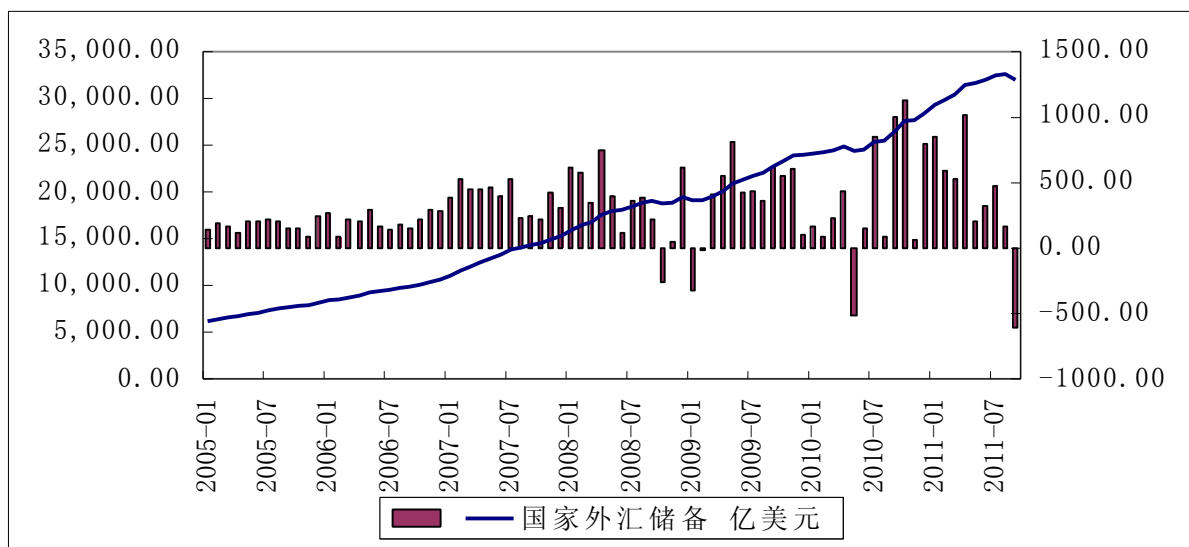
交易需求下降则源于两个因素: 物价回落使交易预期降低而经济进一步下降使实际需求下降。数据印证: 企业活期存款增速降至 8% 的低水平, 占 M1 的比重也降至 2 年来除春节外的最低。而 M2/信贷的比值也低于历史均值, 货币创造能力继续下降。

图 1: 9 月份 M1 增幅大幅下降



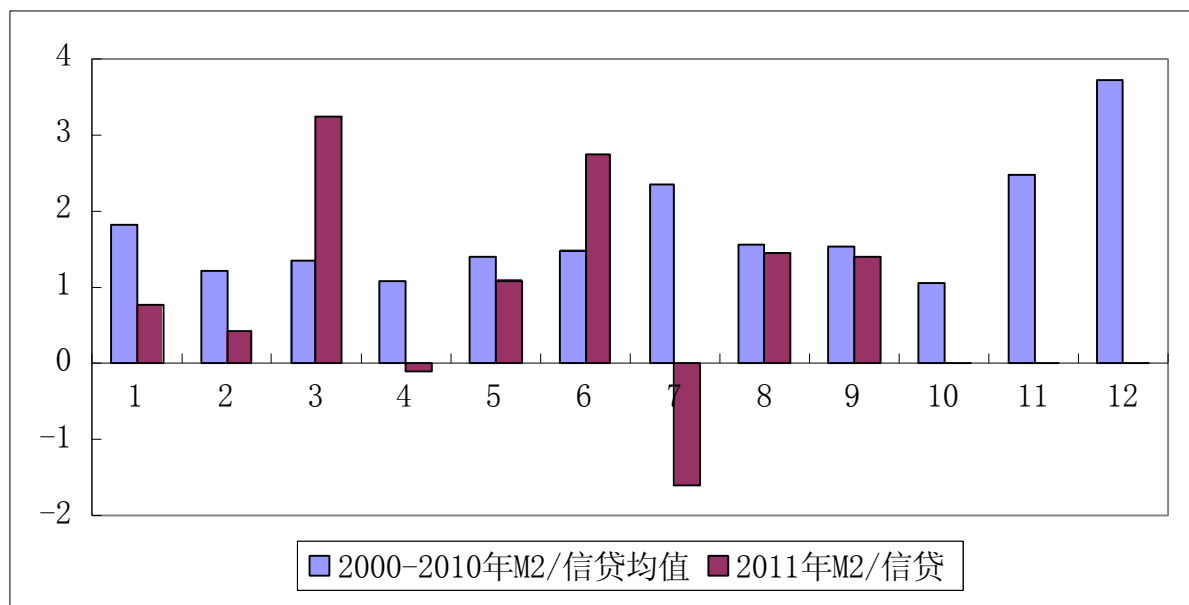
资料来源: wind, 东北证券

图 2：9 月份外汇储备 16 个月来首次负增长，热钱呈流出之势



资料来源：wind，东北证券

图 3：新增 M2/信贷低于均值，经济活跃程度下降

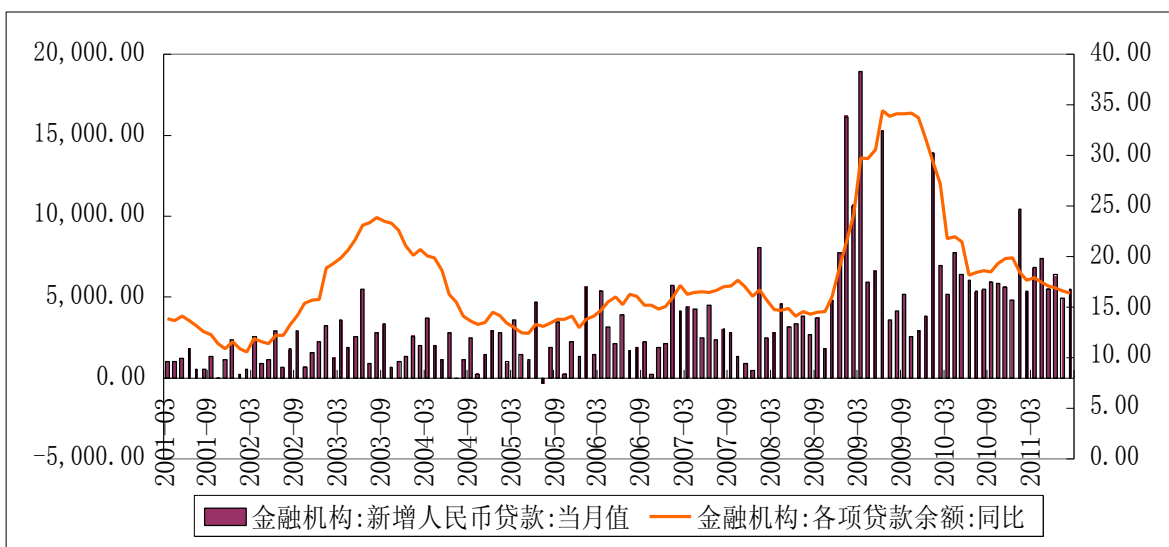


资料来源：wind，东北证券

二、金融数据反映经济将继续降温

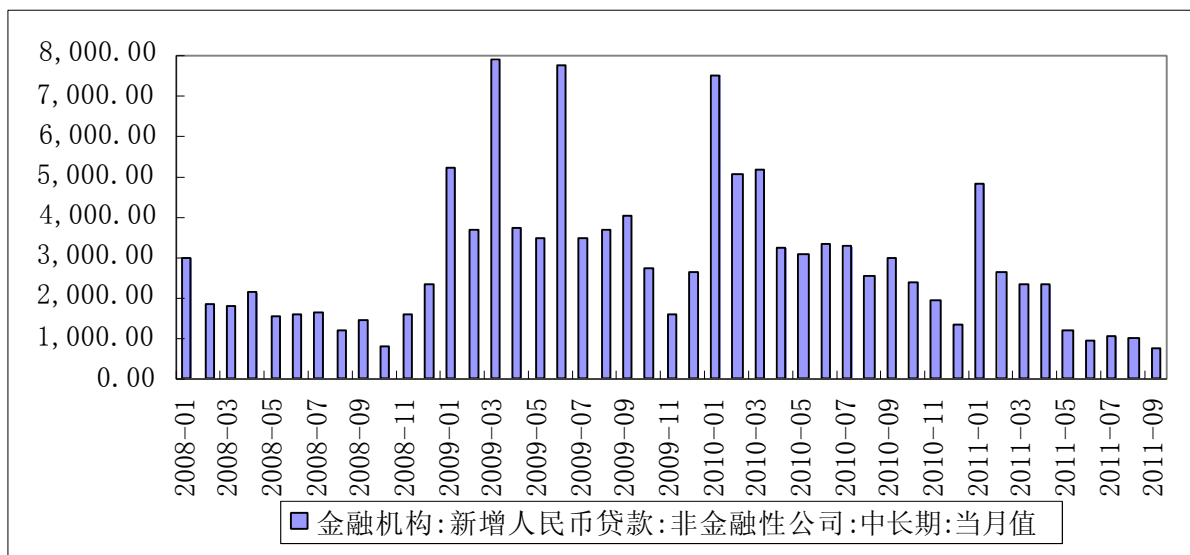
金融数据反映经济进一步降温，四季度存快速下降的风险。定向宽松能够在多大程度推升信贷从而刺激经济仍不好说，但企业中长期贷款降至 747 亿元，为 2008 年以来最低，信贷对投资的抑制作用确切存在，而居民购房需求降低增加房地产加快下行风险，投资将加快回落。

图 4: 贷款同比增速下降 0.4 个百分点, 信贷继续下降



资料来源: wind, 东北证券

图 5: 9 月份企业中长期贷款降至 747 亿元的三年低位



资料来源: wind, 东北证券

三、货币增速创新低但拐点条件仍不具备

96 年以来前四轮 M1 低点都在 10% 以下, 但低于 9% 的只有 98 年和 08 年。而 8.9% 的增速仅高于 98 年 6 月份的 8.7%。显然, M1 已经下跌之较低水平, 且离历史拐点也较近。但我们认为 9 月份创新低并非拐点来临。

拐点出现的两个条件: 货币明显放松; 或者经济好转, 货币创造明显提高。

而货币放松需要 CPI 明显回落或者经济坏至不同容忍程度。在当前情况下, 通胀水平预计至少要回落至 5%, 甚至 4% 左右。而根据我们预测, 到 11 月份 CPI 才可能降到 4.5% 作用, 通胀压力才明显降低。从时间来看, 到 11 月份货币政策都仍是观察期, 12 月份才可能落地

放松控通胀。

而增长指标则应在工业增加值降至 12% 以内。当前工业增加值仍在 13.5%，生产平稳。11 月份以前政策放松的这两者组合难以出现。

因此，在政策难以明显放松下，经济下行，且在通胀回落之预期下，企业的购销将放缓，这将进一步进一步抑制 M1 的增速，M1 仍可能继续创新低。

但外需的大幅下降和大宗商品及总需求的回落有可能在使物价和增长的组合在 11 月引起监管层明显变化。短期将以定向宽松加快落实为手段，政策有所偏暖。而在 12 月份的中央经济工作会议将定调宏观调控的转变。

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。