



2011.10.17

货币下坠热钱流出，信贷少增票据骤减

——点评 9 月货币信贷数据

	姜超	汪进	吕春杰
	021-38676430	021-38674624	021-38676051
	jiangchao6164@gtjas.com	wangjin008085@gtjas.com	lvchunjie@gtjas.com
编号	S0880511010045	S0880511080005	S0880511010058

本报告导读：

对 11 年 9 月货币信贷数据展开分析，对 11 年 10 月数据进行预测

摘要：

- 11 年 9 月 M1 同比增速为 8.9%，比上月末低 2.3 个百分点，大幅低于我们预测的 10.4%。
- M1 的下坠源于企业存款下降，意味着企业活力下降，预示工业增速将继续回落。目前的企业存款增速已经远低于 08 年水平，而 M1 增速也离 08 年的最低点不远。
- 9 月 M2 增速为 13.0%，远低于我们预测的 14.1%。从负债方观察，M2 的下降源于企业流动性创造的下降。从资产方观察，则源于热钱流出以及信贷下滑。
- 9 月新增存款 7300 亿，环比 8 月无增长，远不如 3、6 月时季末存款显著增加。其中虽然有近 1 万亿的表外理财在季末按时转回居民存款，但企业存款下降了 3053 亿，表明企业流动性创造下降是存款增长放缓的主要原因。
- 9 月新增外汇占款 2472 亿、较 8 月明显回落，反映热钱流入规模的下降。从外汇储备口径看，9 月热钱甚至出现 860 亿美元左右的巨额流出。目前，美国风险指数仍在高位，未来不排除热钱继续流出中国等新兴市场的可能。
- 9 月新增信贷 4700 亿，低于我们 5500 亿的预期。其中居民中长期贷款降至 881 亿，创 09 年 3 月以来新低，与地产销量的下滑一致；企业中长期贷款降至 747 亿，创 08 年以来新低，表明企业投资意愿或低于 08 年。而企业票据融资由 8 月的 917 亿下降到 -207 亿，使得企业流动性雪上加霜！
- 基于 9 月信贷的低预期，我们下调 10 月信贷预测至 5000 亿，下调全年信贷预测从 7.5 万亿到 7.3 万亿。
- 考虑到经济下滑趋势加快，企业流动性不足，我们预测 M1 增速将持续下滑，预测 10 月增速为 7.0%，年末增速为 5.1%。考虑到 9 月 M2 增速显著低预期，预测 10 月 M2 增速为 12.8%，下调全年增速从 13.7% 至 12.6%。

宏观研究团队

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

王喆

021-38676049

wangzhe@gtjas.com

相关报告

《进出口增长加速下滑》

2011.10.14

《对 10 月 11 日印尼央行降息的点评》

2011.10.11

《季节反弹不及往年、产品库存如期堆积》

2011.10.09

《收入利润只是反弹》

2011.09.28

《对 9 月 21 日美联储议息会议声明的点评》

2011.09.22

目 录

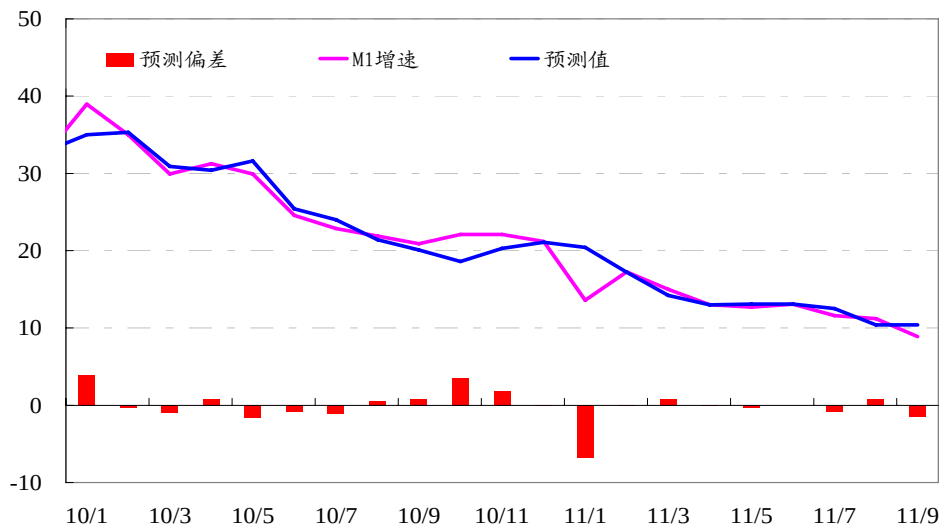
1. M1 增速大幅下坠	3
2. 企业流动性仍下降	3
3. 预示工业继续回落	4
4. M2 增速远低预期	5
5. 存款创造能力下降	5
6. M2、M1 仍将寻底	6
7. 外汇占款增长放缓	7
8. 热钱或在持续流出	7
9. 9 月信贷低于预期	8
10. 居民房贷创 09 年新低	9
11. 企业长贷创 08 年新低	10
12. 票据融资骤然下降	10
13. 下调全年信贷预测	11

1. M1 增速大幅下坠

11 年 9 月 M1 同比增速为 8.9%，比上月末低 2.3 个百分点，大幅低于我们预测的 10.4%。

图 1 M1 增速、预测值及预测偏差

单位：%



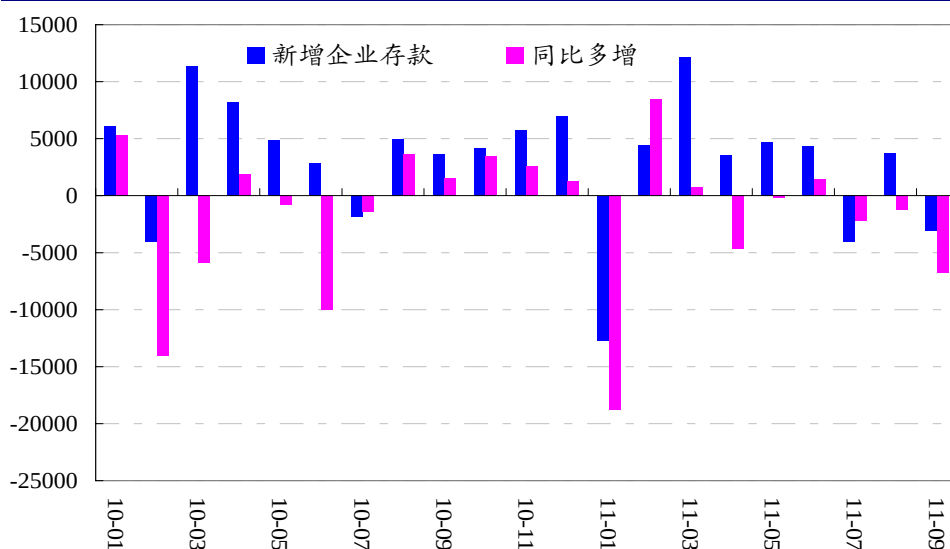
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

2. 企业流动性仍下降

M1 的主要成分是企业活期存款。9 月非金融性公司存款下降 3053 亿，与去年同期相比大幅下降 6733 亿。自 11 年 4 月以来，企业新增存款就维持同比少增或低增的状态，9 月份更有加速下降的趋势。

图 2 非金融性企业存款新增额和多增额

单位：亿元

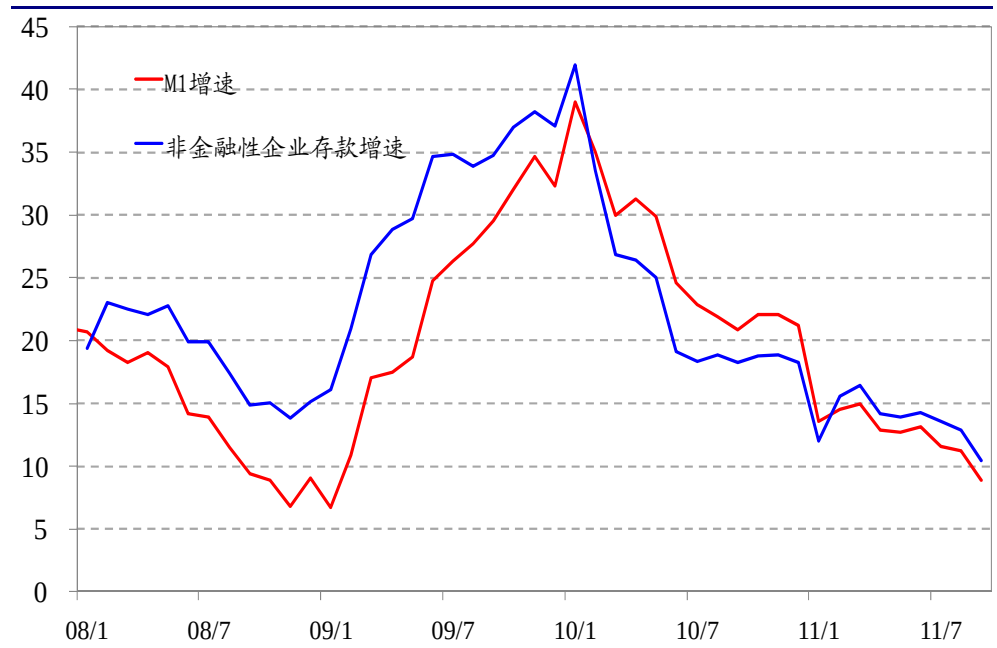


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

企业存款增速从 8 月的 12.9% 下降到 9 月的 10.5%，并带动了 M1 的下滑。目前的企业存款增速已经远低于 08 年水平，而 M1 增速也离 08 年的最低点不远。

图 3 M1 增速和非金融性企业存款增速

单位：%



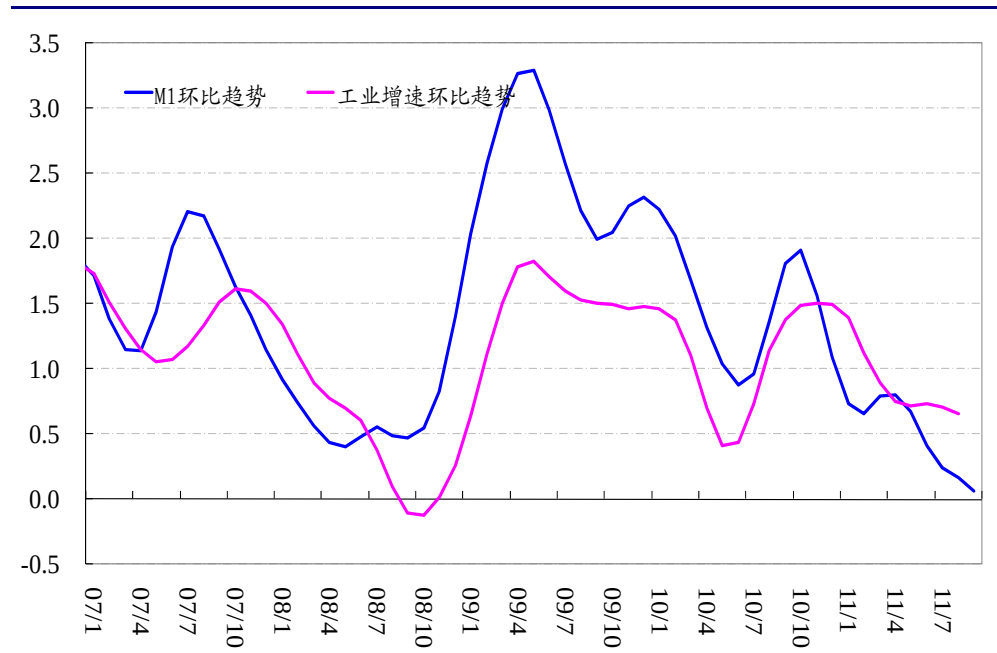
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

3. 预示工业继续回落

由于 M1 的走势与工业活力密切相关，M1 增速大幅回落反映的是工业增长的放缓，这意味着即将公布的 9 月工业增加值环比增速或将继续回落。

图 4 M1 增速环比趋势、工业增速环比趋势

单位：%



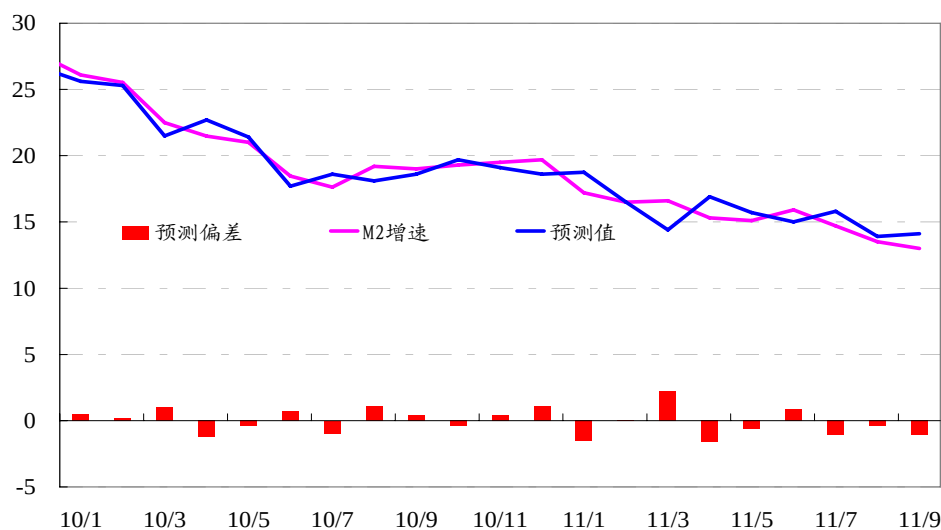
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，统计局

4. M2 增速远低预期

9 月 M2 增速为 13.0%，低于 8 月的 13.5%，也远低于我们预测的 14.1%。

图 5 M2 增速、预测值及预测偏差

单位：%



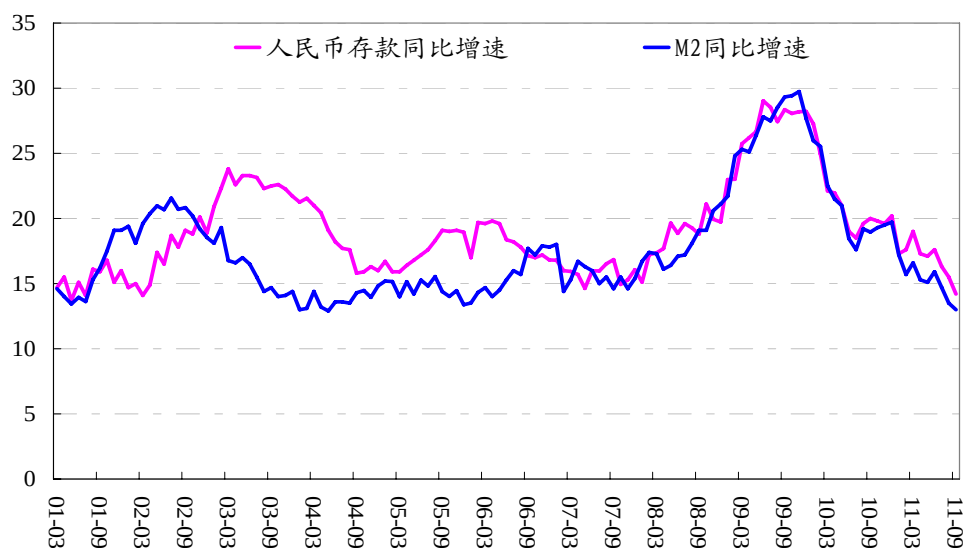
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

5. 存款创造能力下降

从金融机构负债的角度看，M2 近似于金融机构人民币总存款。9 月人民币存款增长 7303 亿，增速却从 15.5% 进一步下降至 14.2%，并带动 M2 增速下降，总存款与 M2 增速连续三个月大幅下降。

图 6 人民币存款和 M2 增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

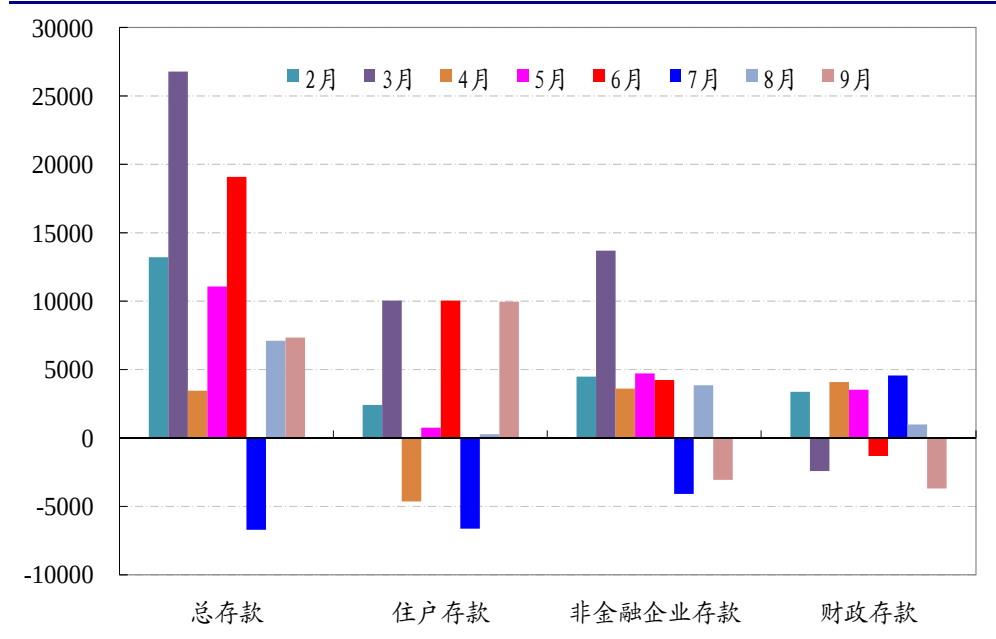
通常，季末最后一月的新增存款会较上月显著上升，例如今年的3月和6月。然而今年9月的新增存款仅与8月持平，增长势头明显放缓。

季末存款的上升与表外理财资金的转回有关，9月份的居民存款大幅增长9926亿，比8月多增9661亿，与3、6月的情况完全一致。然而9月企业存款下降3053亿，比8月少增6862亿，与3、6月的稳定增长形成鲜明反差。

由此可见，M2增速的远低于预期同样源于企业流动性创造能力的下降。

图7 总存款及分类存款新增量

单位：亿元



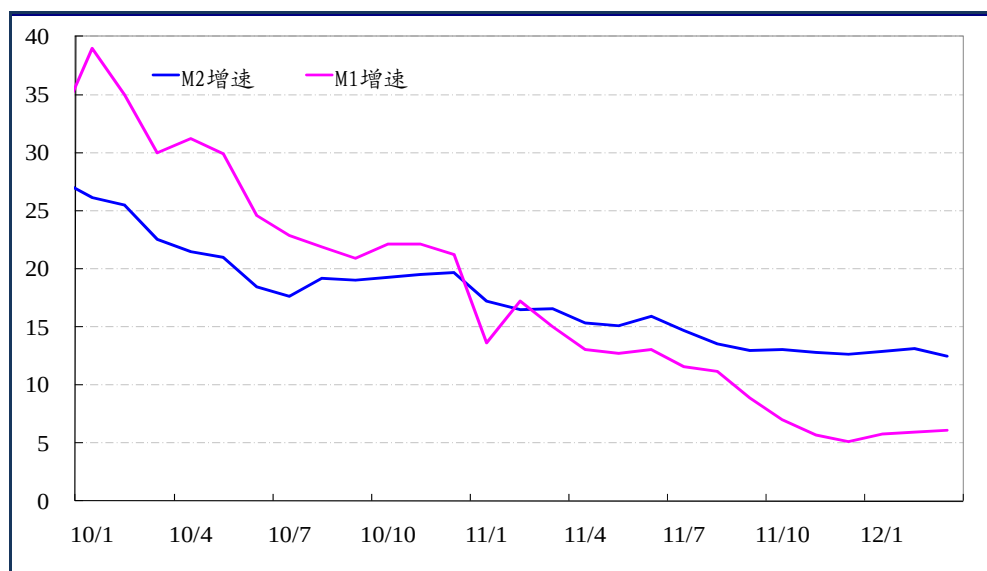
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

6. M2、M1 仍将寻底

考虑到经济下滑趋势加快，企业流动性不足，我们预测 M1 增速将持续下滑，预测 10 月增速为 7.0%，年末增速为 5.1%。考虑到 9 月 M2 增速显著低预期，预测 10 月 M2 增速为 12.8%，下调全年增速从 13.7%至 12.6%。

图8 M1、M2 增速预测

单位：%



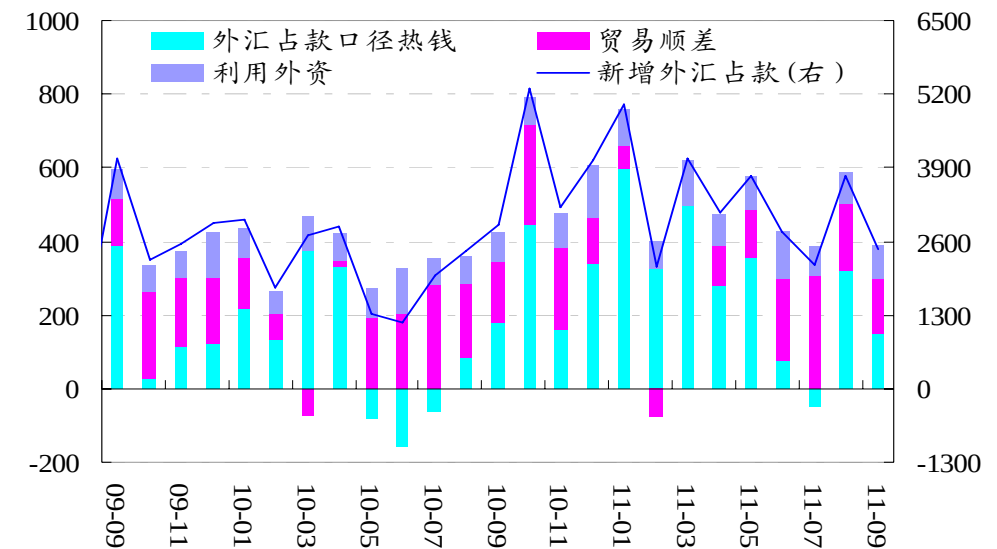
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

7. 外汇占款增长放缓

外汇占款及信贷是影响 M2 的主要因素。

9 月新增外汇占款 2472 亿，相比 8 月明显回落，热钱流入的下降是外汇占款下降的主要原因。

图 9 新增外汇占款、热钱、贸易顺差、利用外资 左轴：亿美元 右轴：元

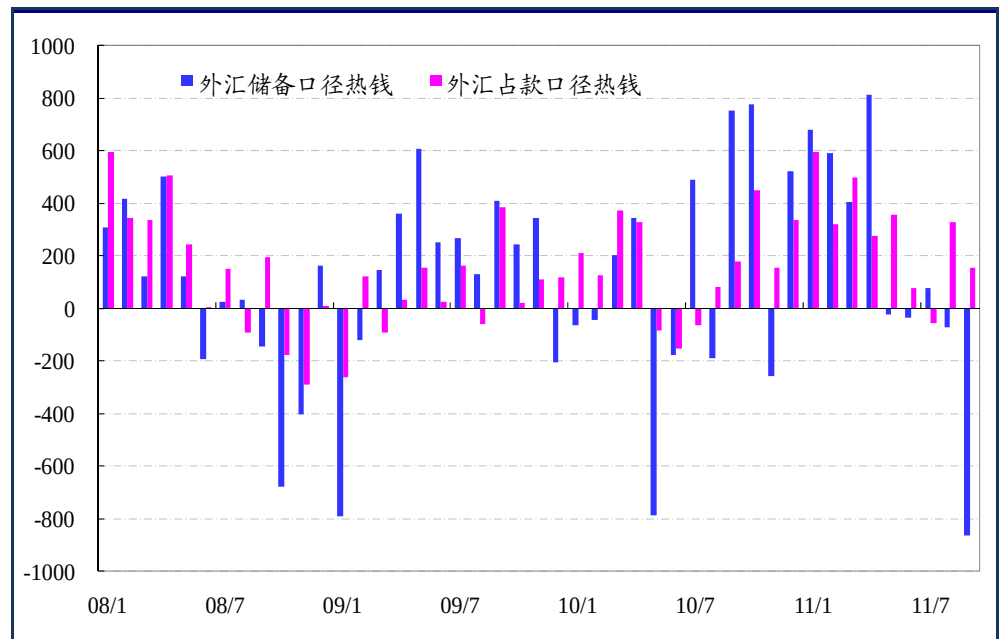


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，统计局

8. 热钱或在持续流出

从外汇占款口径测算，9 月热钱仅是流入规模下降；而根据央行刚刚公布的外汇储备数据，9 月份热钱则出现巨额流出，流出规模高达 860 亿美元左右。而这两类数据均显示 6 月以来的热钱出现流出迹象。

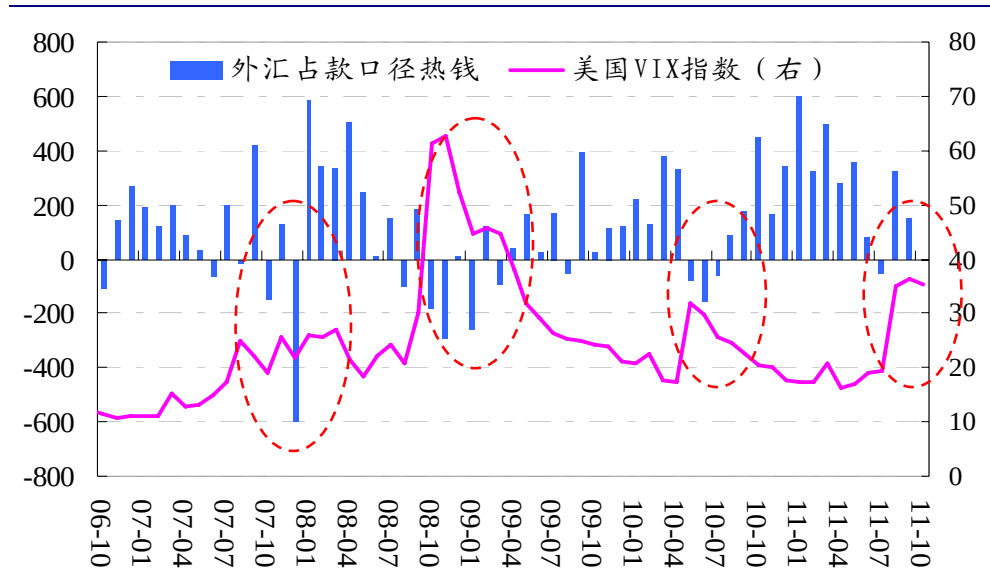
图 10 新增外汇占款及外汇储备口径热钱 左轴：亿美元



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，统计局

以美国 VIX 为代表的全球风险偏好是影响中国热钱流动的重要因素，在全球风险上升时期，资金将回流美国，而撤离中国等新兴市场。目前，美国风险指数仍在高位，不排除未来中国热钱继续流出的可能。

图 11 新增外汇占款、热钱、贸易顺差、利用外资 左轴：亿美元 右轴：元



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，统计局

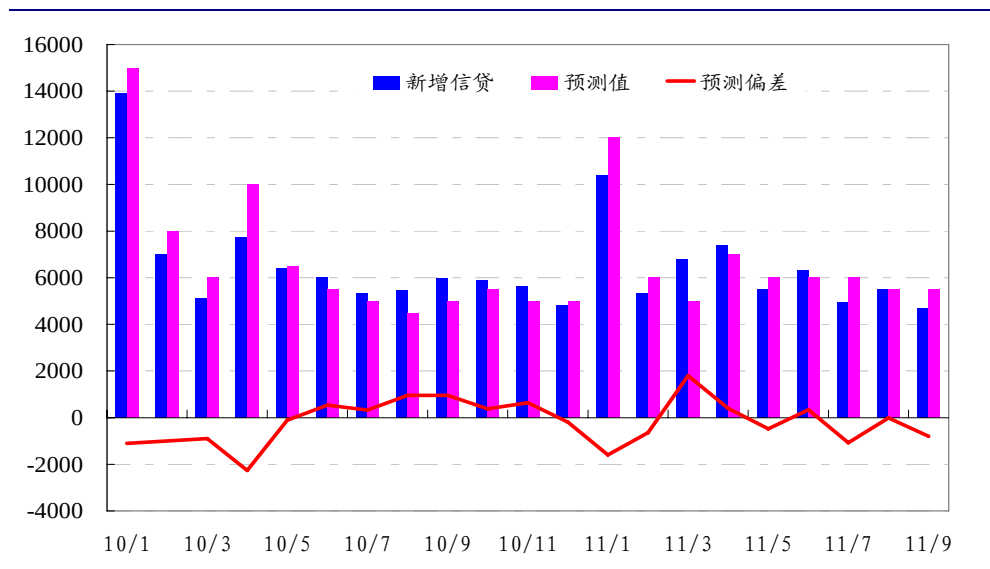
9. 9月信贷低于预期

信贷增长的放缓是拖累 M2 增长的另一原因。

9月新增信贷为 4700 亿，远低于我们月初时预计的 5500 亿。自 3 季度以来，新增信贷持续低于我们预期。

图 12 新增信贷、预测值及预测偏差

单位：亿元

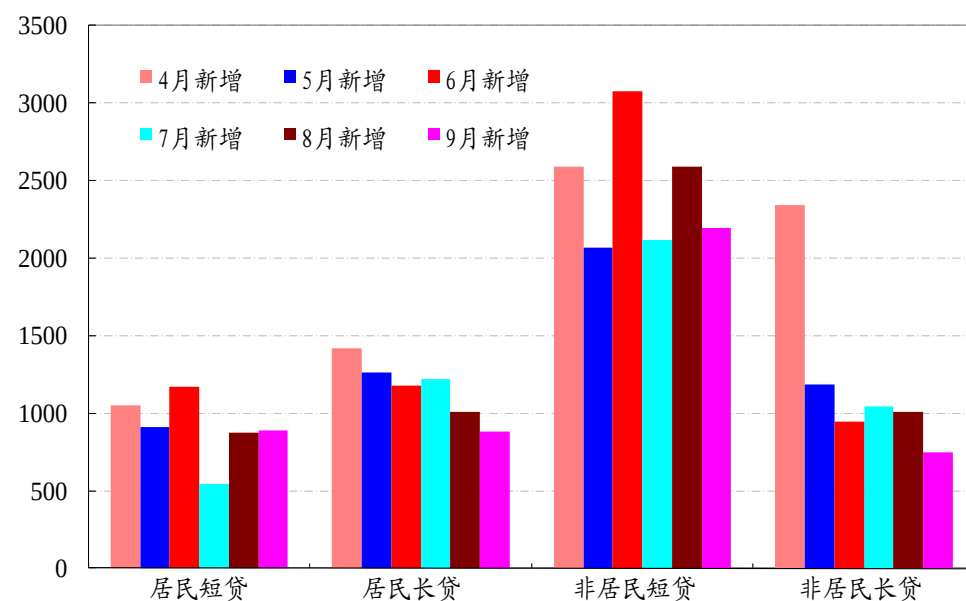


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

从信贷结构看，9 月信贷的放缓主要源于两方面：一是企业及居民中长期贷款的下降，二是企业短期贷款的下降。

图 13 新增信贷结构

单位: 亿元



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

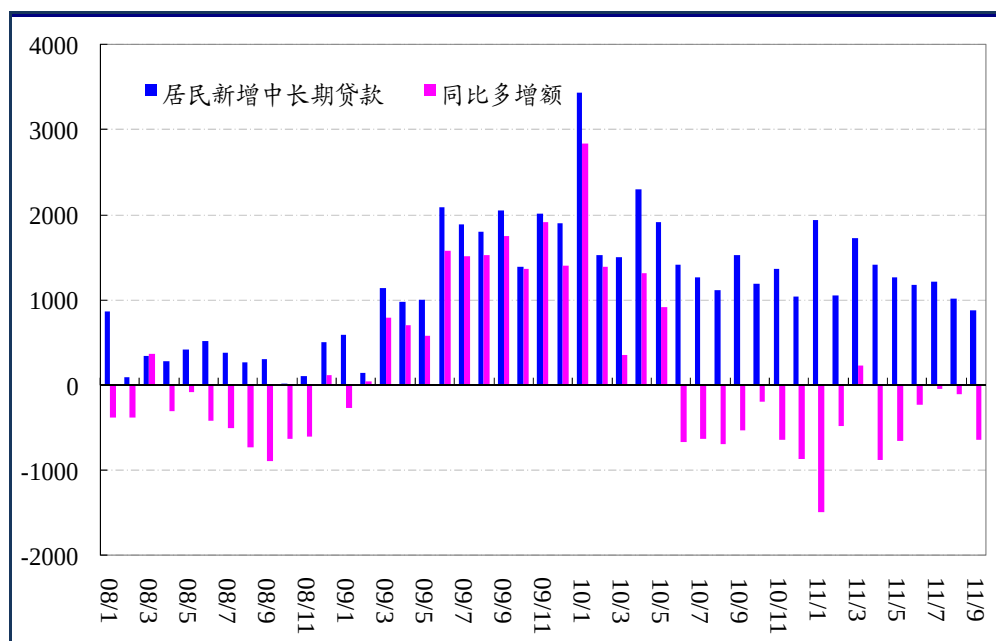
10. 居民房贷创 09 年新低

首先是企业和居民长期贷款的下降。

其中居民中长贷的下降与地产销售下滑相一致，9 月的新增居民中长期贷款仅为 881 亿，已经创下 09 年 3 月以来的最低值。

图 14 新增居民中长期贷款、同比多增额

单位: 亿元



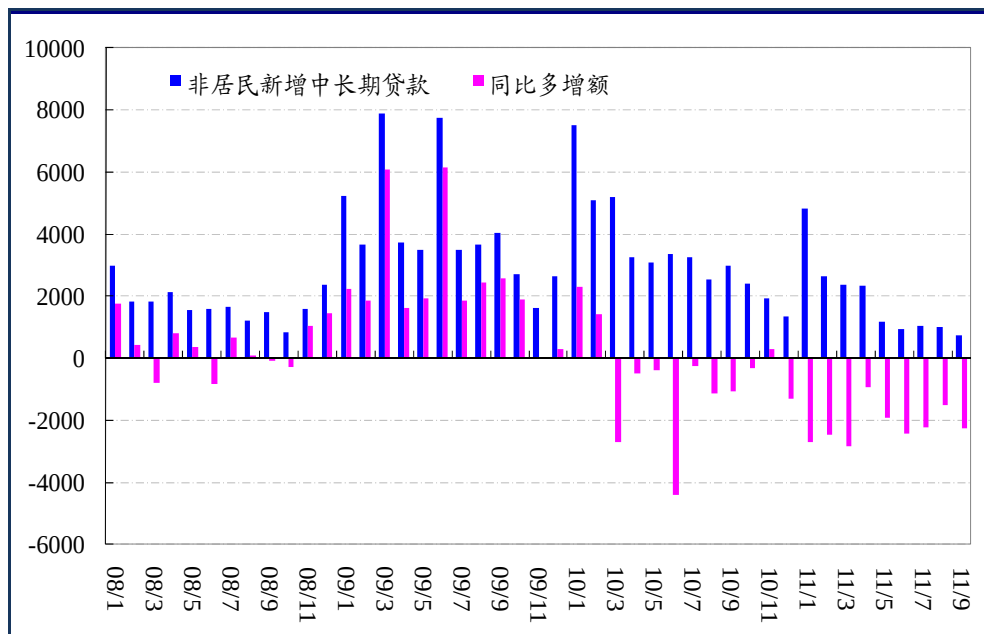
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

11. 企业长贷创 08 年新低

而企业长贷更是近一步下降到 747 亿的地量水平，低于 08 年 10 月的 830 亿，创下 08 年以来的新低，表明目前企业的投资意愿或许比 08 年更差。

图 15 新增企业中长期贷款、同比多增额

单位：亿元



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

12. 票据融资骤然下降

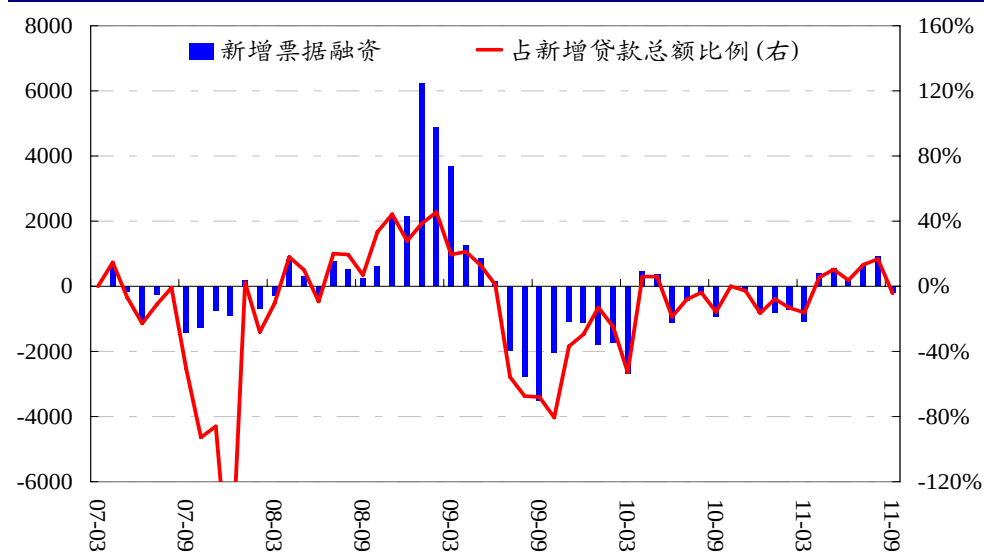
其次来看企业短期贷款的下降。

9 月新增企业短贷为 2194 亿，比 8 月下降 400 亿；而其中的新增票据融资由 8 月的 917 亿下降到 -207 亿，是拖累企业短期贷款增长的主要原因。

从 08 年的经验看，在 2 季度以后新增票据融资持续正增长，是经济下滑时企业补充流动性的重要工具。今年同样是在 2 季度经济下滑后企业开始加大票据融资，而 9 月份票据融资却出现骤然下降，必然导致企业流动性雪上加霜！

图 16 新增票据融资额及占比

左轴单位：亿元，右轴单位：1



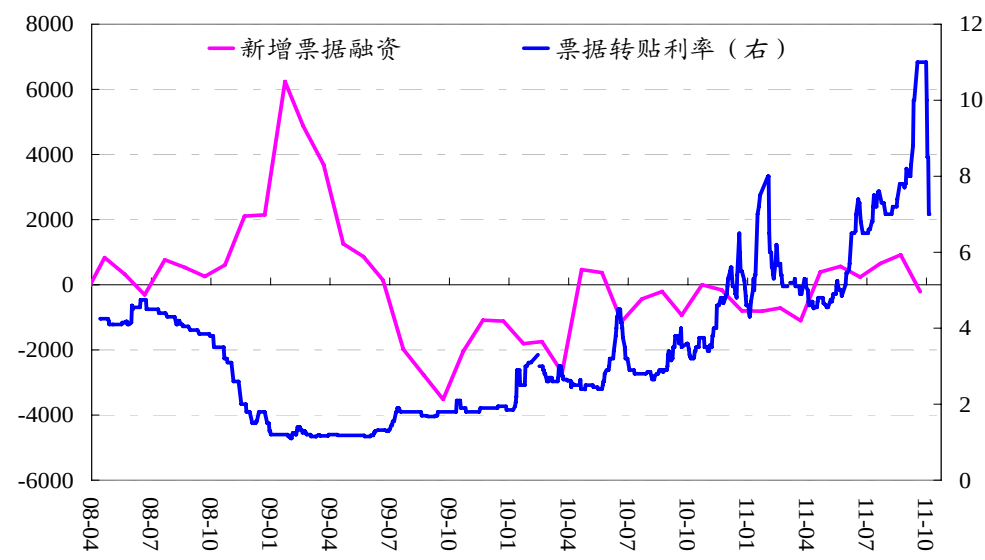
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

我们认为，9 月份针对银行承兑汇票的准备金补缴政策是造成票据融资大幅下降的主要原因。由于中小银行是承兑汇票业务的主力，其准备金的大幅补缴导致票据利率的飙升，抑制了票据融资需求。

10 月初的票据转贴现利率出现明显下降，从最高的 11% 下降至 7%，票据融资的环境或许比 9 月份明显改善，但如果经济下滑导致企业信贷需求萎缩，那么利率下降也未必意味着企业票据融资的明显回升。

图 17 新增票据融资额及利率

左轴单位：亿元，右轴单位：%



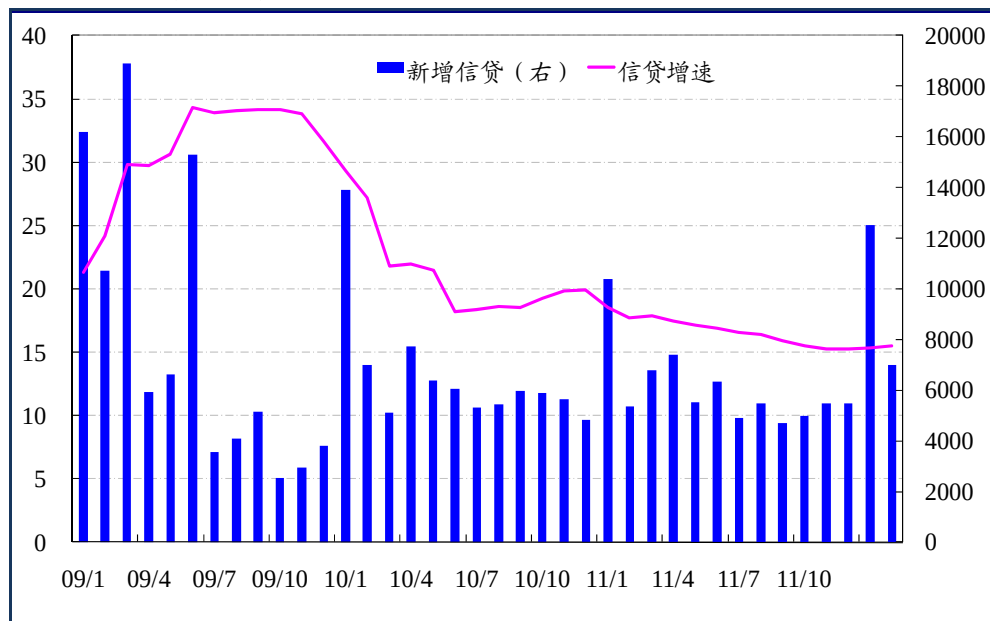
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

13. 下调全年信贷预测

基于 9 月信贷的低预期，我们下调 10 月信贷预测至 5000 亿，下调全面信贷预测从 7.5 万亿到 7.3 万亿。

图 18 新增信贷、信贷增速

左轴：% 右轴：亿元



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

作者简介:**姜超:**

执业资格证书编号: S0880511010045

电话: 021-38676430

邮箱: jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士; 现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名, 水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师, 08 年获第三名, 09、10 年获第二名, 09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

汪进:

执业资格证书编号: S0880511080005

电话: 021-38674624

邮箱: wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士; 2009 年 7 月加入国泰君安研究所, 从事宏观经济研究。

吕春杰:

执业资格证书编号: S0880511010058

电话: 021-38676051

邮箱: lvchunjie@gtjas.com

经济学硕士, 毕业于复旦大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 从事宏观研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		