



流动性半月谈第 15 期

行谷亦歌

——兼评 3 季度金融数据和政策走向

发布日期：2011 年 10 月 21 日 分析师：王洋 电话：010-85130386 执业证书编号：S1440510120045

内容提要

流动性供给

- 社会融资快速回落并将持续，信用收缩从表内到表外，从政策收紧到自发收紧过渡。
- 四季度信贷规模总量有余，但 10 月或继续收缩，形成谷底，随后两月反弹。
- 四季度新增外汇占款预计收窄。M1 已处底部，但还有创新低可能。

市场流动性

- 银行间市场好于预期，年末有超往年财政存款释放，预计可保平稳，供给压力或增加。
- 实体依然紧张，待经济再减速、直接融资增长、民间金融调整，明年一季度方好转。
- 9 月票据和短贷替代，节后利率回归，源于政策调整、经济减速和信用弱化，非放松。

通胀和增长

- 增长和通胀终于分化，情形好于预期。
- 货币紧缩不会转向，不必高估，不宜由苛责而反复招致新的风险。
- 新开工投资继续回升，外需缓慢放缓且重要性降低，消费稳定，预示增长或可平稳回落，由胀转缩风险降低。

政策和市场

- 风险点：民营部门看外需，政府部门看投资。监测指标：失业和私人投资。
- 放松在维稳和转型而非扩张。视风险变化，从“微调”至定向放松，或再从基建始。
- 总体政策空间乐观：货币政策稳定；财政政策有余量，有弹性。
- 市场需明确 2011 不同于 2008 年的共识方可破解一致预期。

目录

一、流动性供给：渐入底部.....	3
二、市场流动性：松紧有别.....	7
三、通胀和增长：分化窗口.....	9
四、政策和市场：等待转机.....	12

图表目录

图 1：社会融资规模同比增速。.....	3
图 2：社会融资规模结构占比.....	4
图 3：新增人民币贷款和外汇占款（亿元）.....	5
图 4：不同层次货币供给和贷款的同比增速（%）.....	5
图 5：新增人民币存款结构（亿元）.....	5
图 6：美元兑人民币汇率.....	6
图 7：贸易顺差和热钱流入（亿美元）.....	6
图 8：shibor（%）.....	7
图 9：公开市场到期资金量（亿元）.....	7
图 10：财政预算收支和差额的累计至（亿元）.....	8
图 11：短期贷款和票据融资（亿元）.....	8
图 12：票据直贴月利率（‰）.....	9
图 13：CPI 和 PPI（%）.....	10
图 14：粮食年产量（万吨）.....	11
图 15：消费、投资、进出口：三驾马车的同比增长（%）.....	11
图 16：固定资产投资增速：完成额、新增额和本年新开工项目计划完成额（%）.....	12
图 17：宏观调控：三个方向的角力.....	13
表 1：2004，2007-2008，2010-2011，三次通胀的简单比较.....	10

信息或事件：

三季度 GDP 同比增速放缓到 9.1%，9 月 CPI 回落到 6.1%。

9 月末，M2 和 M1 增速分别回落至 13%和 8.9%；当月新增人民币贷款和外汇占款分别缩至 4700 亿元和 2472 亿元。前三季度社会融资同比减少 1.26 万亿元，人民币贷款少增 5977 亿元，企业债券少增 1373 亿元；非金融企业境内股票融资少 113 亿元。

浙江之后，温家宝总理再赴广东，提出外贸“稳增长、调结构、促平衡”三原则，并首次表示非公 36 条细则将很快出台。

9 月，资源税暂行条例修改，增加从价定率，调整部分税率。10 月，上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点；明确将研究开征环境保护税。

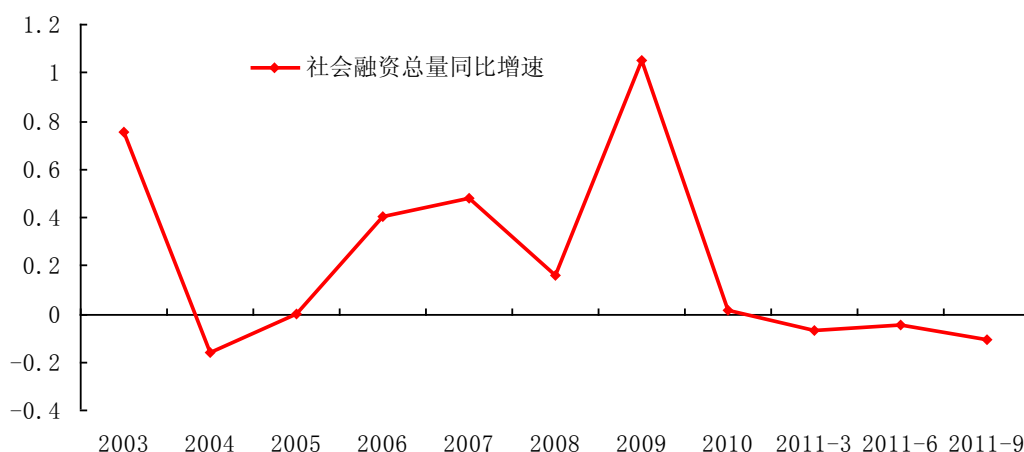
维稳，变革，自救，承受，四季度到明年一季度，我们在等待什么？我们将等到什么？

一、流动性供给：渐入底部

1.1 社会融资：持续回落

三季度的社会融资规模增速快速减速，同比负增长 11.39%。

图 1：社会融资规模同比增速。



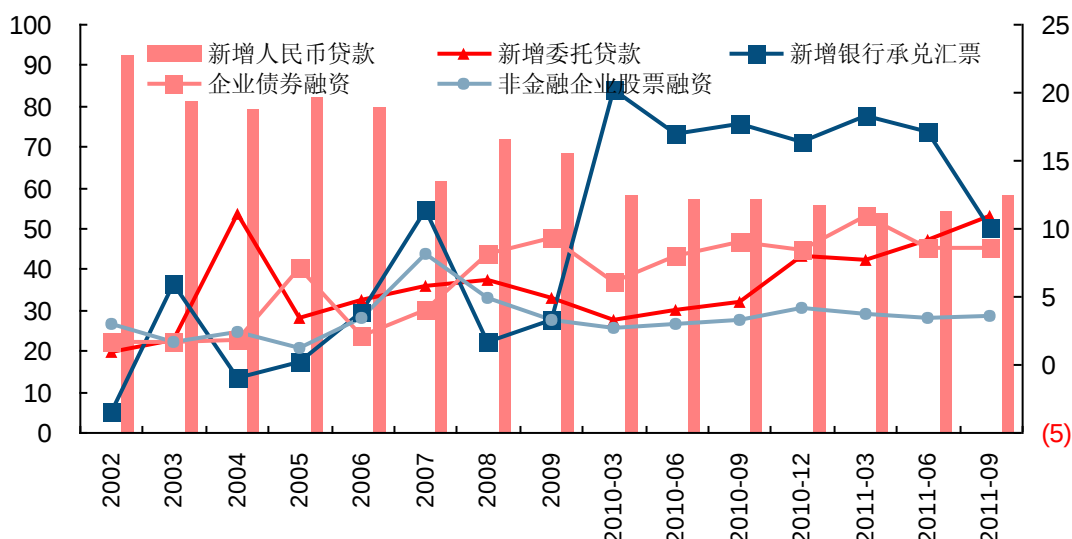
资料来源：wind，中信建投研发部

从结构来看，金融危机后出现两个特点，一是间接融资向直接融资的转换明显，人民币贷款比例下降，

债券融资比例提高；二是表外融资在反危机政策退出后迅速膨胀。2011 年，股债双熊制约了直接融资的增长，企业债券和股票融资都逐季走低；三季度，货币紧缩带来的融资成本的直线上升——算术平均的票据直贴利率从二季度的月息 5.59% 跃升到三季度的 9.02%，成本太高和企业资金链紧张，三季度的银行承兑汇票大幅减少，表外融资只有委托贷款还在快速增长。

三季度开始，监管层对表外融资日益重视，政策的收紧从表内延伸到表外；更重要的是，随着经济的持续减速，信用收缩在从政策收紧向自发收紧过渡，这是经济规律使然。自发收紧从私人部门开始，风险最高的民间金融部门，银行表外的承兑汇票；国有银行的定向存量压降也已经开始。一个有利的因素是，随着债市的转好，债券融资恢复增长。

图 2：社会融资规模结构占比

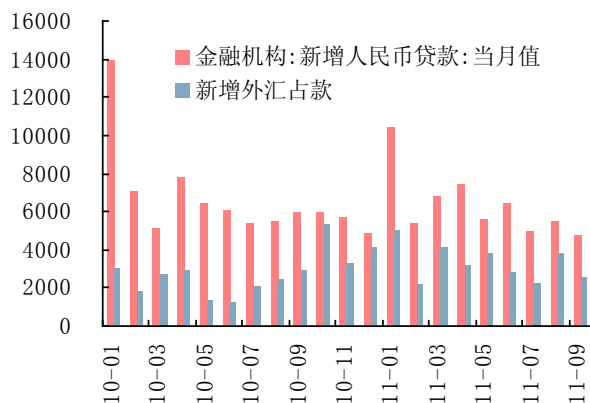


资料来源: wind, 中信建投研发部

1.2 信贷：10 月或是谷底

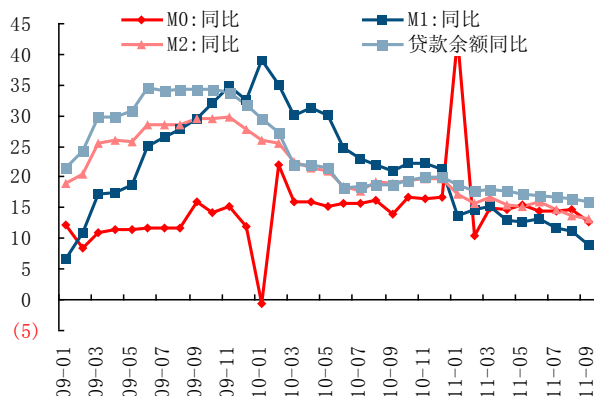
如 8 月 29 日《不能承受之重》和 9 月 13 日《霁月难逢》所预判，9 月 M2、M1 和贷款余额的同比增长再创年内新低，分别为 13%、8.9% 和 15.9%；新增人民币贷款和新增外汇占款分别比上月萎缩近 800 亿元和近 1300 亿元。新增信贷按去年 7 万亿元计算，则四季度每月可以有 4363 亿元；按 7.5 万亿元计算，则每月 6029 亿元；如按每月 4700 亿元，则全年 7.1 万亿元；这意味着四季度的新增信贷有较大的弹性。四季度维稳性的政策在逐渐加强，四季度的月度信贷再创新低的概率不大；根据我们近期对若干商业银行的调研，10 月份信贷控制无放松迹象，因此我们预计 10 月份的信贷可能还要降低，形成一个谷底，在最后两月有所反弹。

图 3：新增人民币贷款和外汇占款（亿元）



资料来源：wind，中信建投研发部

图 4：不同层次货币供给和贷款的同比增速（%）

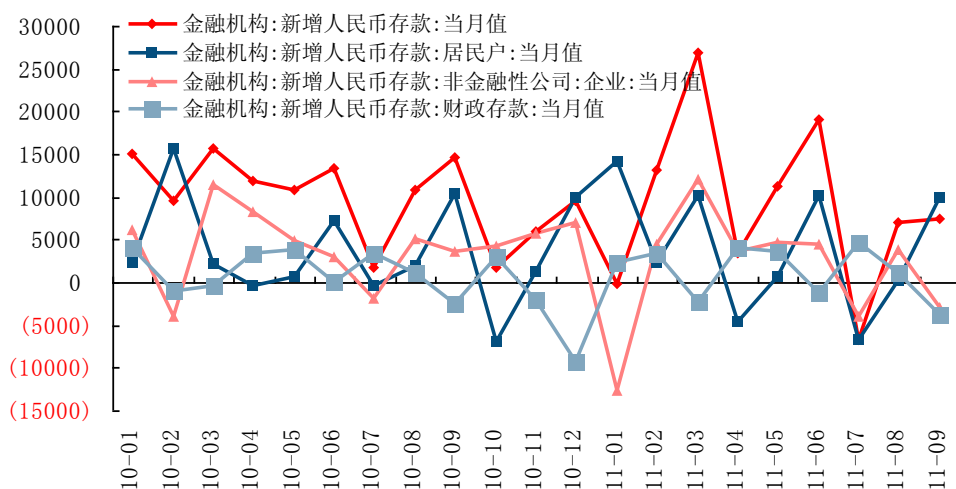


资料来源：wind，中信建投研发部

1.3 M1：增速还得放缓

M1 增速降低，虽然有 M0 降速快影响，但主要是企业活期存款下降导致。9 月人民币存款，居民部门新增 9891 亿元，企业部门减少 3053 亿元，财政存款下降 3755 亿元。这与 M1 减速快于 M2 减速一致，三个原因：贷款和外汇占款新增流动性减少，企业支付增加；理财等表外融资受到了规范，短期的理财产品减少，使得存款的波动性减弱，更趋于平滑；大企业年末进行的负债表外化处理。

图 5：新增人民币存款结构（亿元）



资料来源：wind，中信建投研发部

10 月，人民币兑美元汇率结束了今年以来的月度单边升值，到 20 日微贬 0.16%。

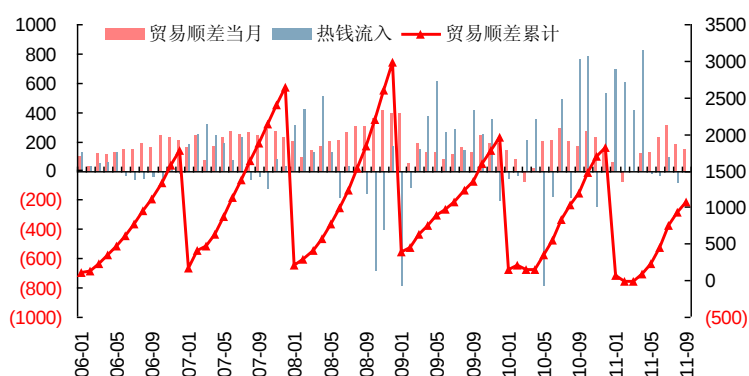
图 6: 美元兑人民币汇率



资料来源: wind, 中信建投研发部

9 月顺差再度收缩, 累计顺差低于去年同期 100 亿美元, 更低于 2009 和 2008 年同期。2009 年开始, 从被动到主动, 逐步降低增长对外需的依赖, 平衡国际收支。维持 8 月 29 日《不能承受之重》中的判断, 外汇占款将维持低位。

图 7: 贸易顺差和热钱流入 (亿美元)



资料来源: wind, 中信建投研发部

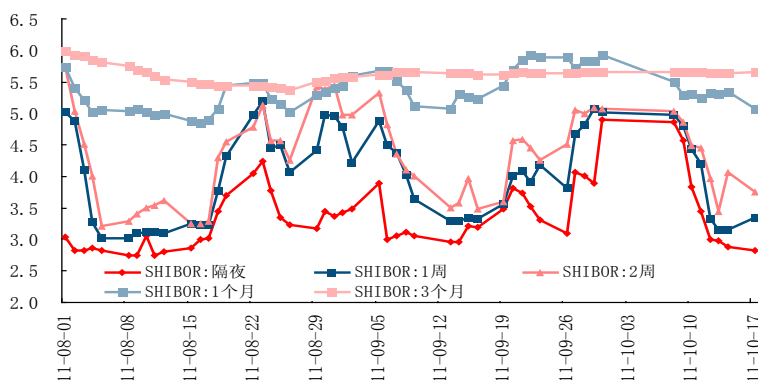
根据几次历史经验, M1 增速的低点往往是对应前一年的高点; 2010 年 1 月是高点, 对应 2011 年 1 月是低点, 但反弹只是短暂持续; 根据信贷和外汇占款的判断, 结合 2010 年 10 月 M1 增速有反弹, 所以估计今年 10 月 M1 增速可能再创新低。M1 增速只有在 98 年中, 和 08 年底到 09 年初, 有过低于目前的水平; 我们对经济前景相对乐观, 尽管今年 M1 作为领先指标的意义已经有所弱化, 我们判断 M1 增速已在底部, 但是并不意味着经济增长的弹性可以很快恢复。

二、市场流动性：松紧有别

2.1 银行间市场维持平稳

应当承认，央行通过公开市场的平滑操作和其他方式，债券市场的去杠杆，银行信贷规模控制严格，缓和了9月初的准备金缴纳政策调整对市场流动性可能造成的巨大冲击。节后，银行间同业拆放利率回落。

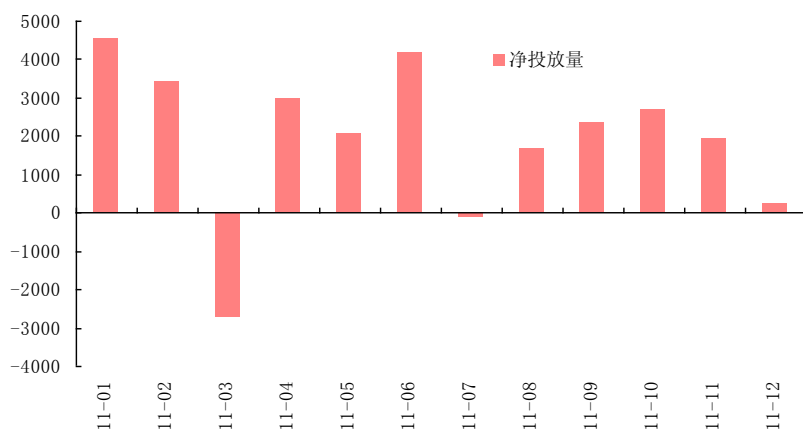
图 8: shibor (%)



资料来源: wind, 中信建投研发部

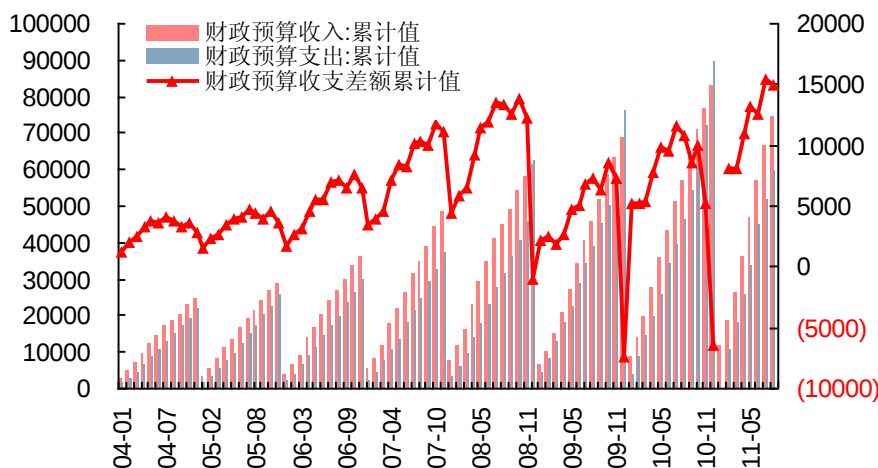
尽管 12 月公开市场到期资金很少，但 2011 年财政存款增长迅速，虽然财政收入到 9 月已经大幅减速，但目前累计的收支差额已超过 1.4 万亿元，远超往年，根据年末突击花钱的惯例，预计四季度特别是 12 月会加快开支，9 月差额已经有缩小迹象。推论：四季度积极财政政策有余量；年末存款从政府向企业和居民转换，对 M2 和 M1 增速贡献会增大，银行间市场会保持适度宽裕，但同时债券市场供给压力也将增大。

图 9: 公开市场到期资金量 (亿元)



资料来源: wind, 中信建投研发部

图 10：财政预算收支和差额的累计至（亿元）

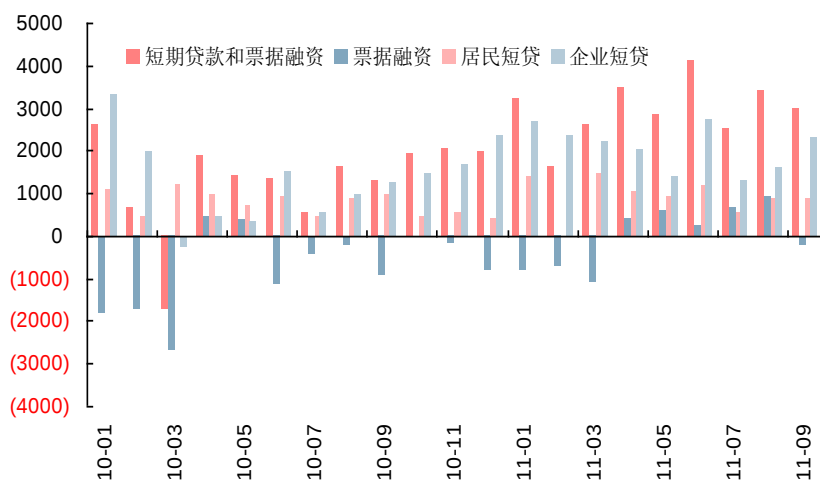


资料来源：wind，中信建投研发部

2.2 实体经济面依然紧张

准备金率政策后，银行的票据业务受到较大冲击。9 月，新增票据融资为-207 亿元，而企业新增短期贷款则达到了 2799 亿元。居民部门，新增短期增长了 337 亿元，新增中长期则下降了 211 亿元，比上月减少 1124 亿元；企业部门，新增短期增长 275 亿元，比上月增加 711 亿元，两者合计仍是缩水的，短贷和票据直接的转换显而易见。

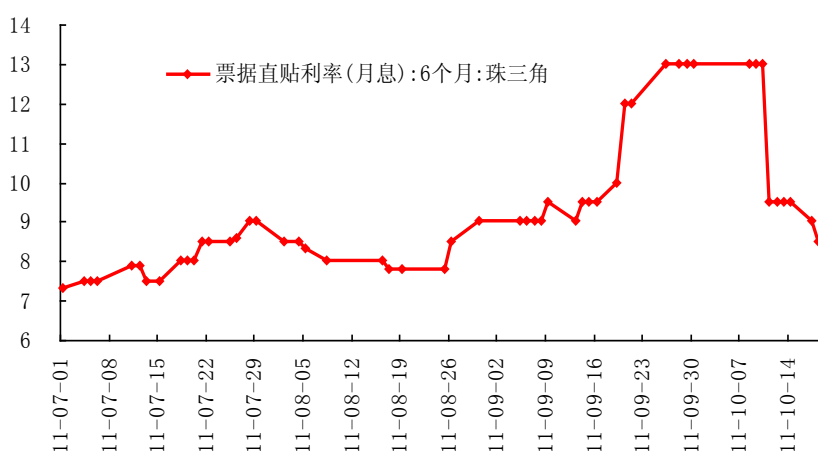
图 11：短期贷款和票据融资（亿元）



资料来源：wind，中信建投研发部

在《雾月难逢》中，指出实体经济资金紧张的缓解主要依赖资金需求的回落，这也将伴随增长中枢的下移过程，以政府和国有部门资金需求回落为先导，这一点在《镣铐下起舞》中开始成为现实。但目前，银行的信贷配给没有改观，贷款利率未有变化。在《降速到降温》中我们再次调研了民间金融，指出进入收缩阶段，年关将是本轮高潮谢幕。这将挤出一部分的资金需求，降低利率水平。银行间资金市场的充裕，债券市场的转机，也将迎来债市融资的恢复性增长，分化信贷市场的资金需求。真正要利率水平下降，需要经济继续减速、适度调整，和从银行间到实体经济的资金面的改善，明年一季度才是转机。

图 12：票据直贴月利率（‰）



资料来源：wind，中信建投研发部

节后，票据贴现利率开始下降。这是回归之始。中国票据网已经降到 7.8‰，相对历史当然还很高，年率过 10 了，但趋势是降。9 月的企业短贷增长，票据融资减少，有明显的替代关系。一些大行了解是，目前还是年 15%，未变。判断，一是需求降低，增长减速的迹象，二是票据市场的调整，特别是 8 月底准备金率政策调整的影响；其中有个因素就是企业方也不愿意做票据，宁愿选择现金，信用风险在蔓延；主动放松还未发生，更多是经济减速和信用风险的影响。

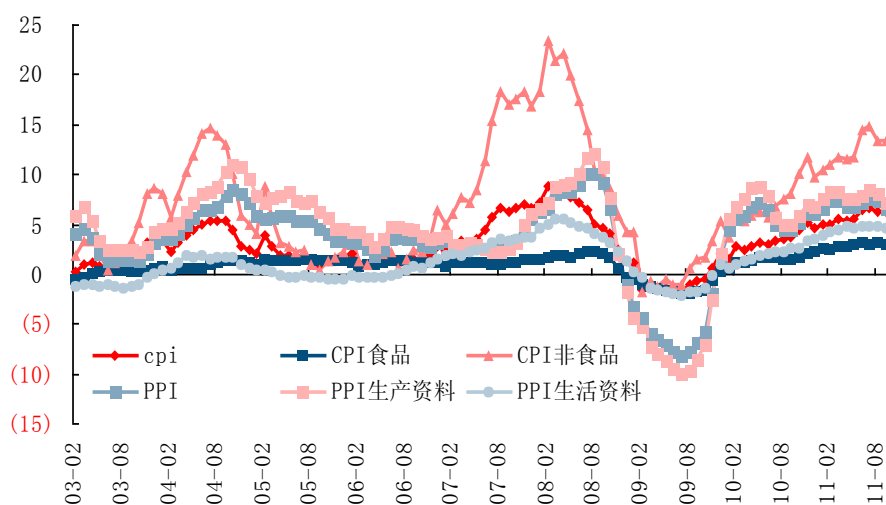
三、通胀和增长：分化窗口

三季度的数据，通胀和增长胶着的局面开始打破。通胀在 9 月的两节效应下没有创新高；增长继续减速。这比经济减速较多、通胀没有回落，或是经济减速不多、通胀没有回落两种情况都要好，虽然不如增长维持，通胀回落，但这是不现实的。

3.1 通胀再回首：2004，2007，2010

最近的三次通胀：2003 年底到 2004 年；2007 年到 2008 年 10 月，2010 年下半年到现在。简单比较：

图 13: CPI 和 PPI (%)



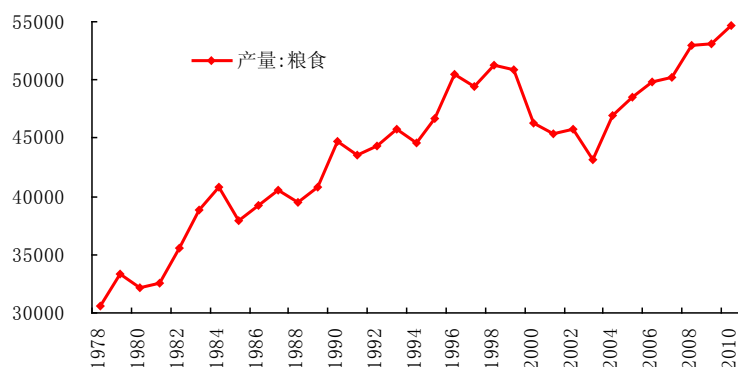
资料来源: wind, 中信建投研发部

表 1: 2004, 2007-2008, 2010-2011, 三次通胀的简单比较

三次通胀	2004	2007-2008	2010-2011
持续期	1 年	1 年半	超过 1 年半
CPI 构成	食品价格	食品价格, 非食品略提高	食品价格, 非食品价格刚性较强
PPI 及构成	同步, 生产资料	滞后 CPI, 相对水平不高, 从生产资料到生产资料	领先 CPI, 相对水平低, 从生产资料到生活资料
粮食产量	连续第 5 年减产的谷底	连续第三年增产	连续第七年增产
投资	增速高, 年初井喷, 随即调控缓降	平稳	平稳, 新增投资已处减速周期, 新开工减速至 2011 年初后反弹
货币供给和信贷投放	2003 年加快, 2004 年迅即收紧	平稳	已进入减速周期, 前期投放过多
外汇占款	增速高, 持续到 2005 年	从高速逐步回落	平稳
人民币汇率	绑定美元, 小幅贬值	快速升值	升值逐渐加快
房地产	膨胀, 随后调控	快速膨胀	剧烈膨胀之后的遏制
经济增长	较高, 处于上升周期	2007 年中高峰后进入下降周期	增速逐季回落
通胀类型	成本推动, 供给约束, 投资驱动, 输入性	成本推动	成本推动, 货币拉动
宏观调控	投资调控, 房地产调控	货币紧缩	货币紧缩, 房地产调控, 地方财政约束
货币政策	滞后, 非主要方式	滞后, 主要方式	滞后, 主要方式之一
通胀回落	自然回落, 未至通货紧缩	突然回落至通货紧缩	?
通胀回落时增长的变化	平稳, 之后向上	增长突然失速, 进口和出口陡然回落; 失业增加; 消费下降; 投资平稳。经济增长和消费调整期短暂; 进出口调整期较长。	

数据来源: wind、中信建投研究部

图 14: 粮食年产量 (万吨)



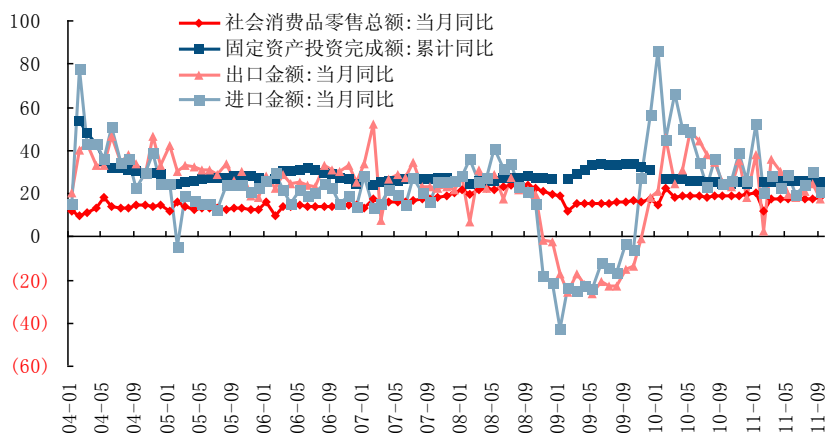
资料来源: wind, 中信建投研发部

3.2 三个问题的借鉴

通过比较,新一轮通胀与 2004 年通胀可比性较低,与 2007 年通胀可比性较高。2008 年的通胀回落有三个问题需要回答:

- 1、金融危机是否是通胀回落的主要原因? 或者,没有金融危机,通胀将如何? 不能回落,或不能平稳回落,通缩不可避免?
- 2、货币紧缩是不是要对通缩负责?
- 3、四万亿政策是适时的,必要的,有效的,还是过度的?

图 15: 消费、投资、进出口: 三驾马车的同比增长 (%)



资料来源: wind, 中信建投研发部

这三个问题对于判断目前的通胀趋势有重要的意义：

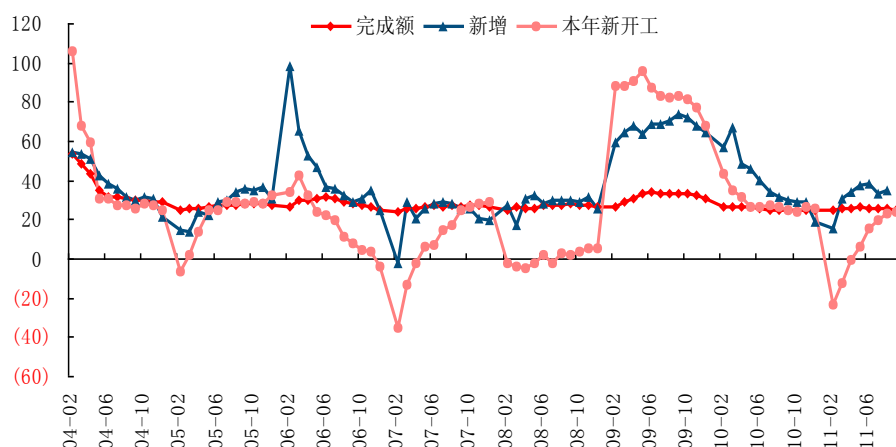
问题 1，我们倾向于认为，金融危机是重要原因，通胀到通缩的急转，是中国外向型经济脆弱性的表现，目前的欧债危机及欧美经济放缓与金融危机相比，可能冲击更平缓持久，这样对通胀到通缩的转变的冲击就可能不是突然的；与 2008 年相比，顺差对增长的贡献也已经大为降低。从外需来看，和 2008 年经济的突遭危机不同，这次的经济放缓可能是个相对缓慢的过程。

问题 2，货币紧缩加重了经济的风险，货币紧缩决策机制的滞后性也强化了对于政策超调及其对经济负面冲击的判断，但我们倾向于认为，货币紧缩并非要通货紧缩的主要原因，这一轮货币紧缩最严厉时期已过，现在是等待紧缩后果时期，到年底，尚有更多维稳性政策出台，因此，不应应对紧缩政策太多责难，事实上，给货币政策的责难导致的政策反复的后果才是更严重的。

货币紧缩的一个后果，就是对市场的融资功能造成了巨大冲击，包括间接融资，股票和债券的直接融资，民间金融。这是真正的风险所在。

问题 3，四万亿投资和宽松货币政策，是适时的，但代价也是显而易见的，是否需要如此大的规模和持久，可以商榷。一个重要的影响政策的变量就是外需收缩带来的失业的突然增加，带了不稳定因素，当然也进而影响到内需，这一点在 2011 年出现的是反向的情况，即用工难和用工荒，其中的原因我们也强调过地方竞争和政府需求的作用。

图 16：固定资产投资增速：完成额、新增额和本年新开工项目计划完成额（%）



资料来源: wind, 中信建投研发部

这就需要先预判就业是否会发生逆转。政府和国有部门的投资增速已经进入下降通道，在就业发生逆转之前，工资拖欠、三角债已经新的不稳定因素，年关之后，如果国有和私人部门同时出现对就业的吸收能力的萎缩，可能会对政策产生实质的影响。这也是目前开始强调外贸的稳定增长、我们由此判断升值放

缓、对中小企业的维稳性政策强化的原因。

投资，特别是私人部门的投资的变动，是一个重要的监测指标。而当情形发生变化时，对国有部门投资的政策可能是主要的政策着力点，也将给市场指出新的主题。到 9 月底，新开工项目的投资增速继续回升到 23.4%，与 2008 年的情形截然相反，也使增长更多受制于资金面从而具有一定的可控性；社会零售消费回升到 16.7%；特别是，在《镣铐中起舞》分析的私人部门投资维持了较高的增速，调整后 9 月末增速达到 36%；这几点对经济的软着陆提供了正面的支持。

四、政策和市场：等待转机

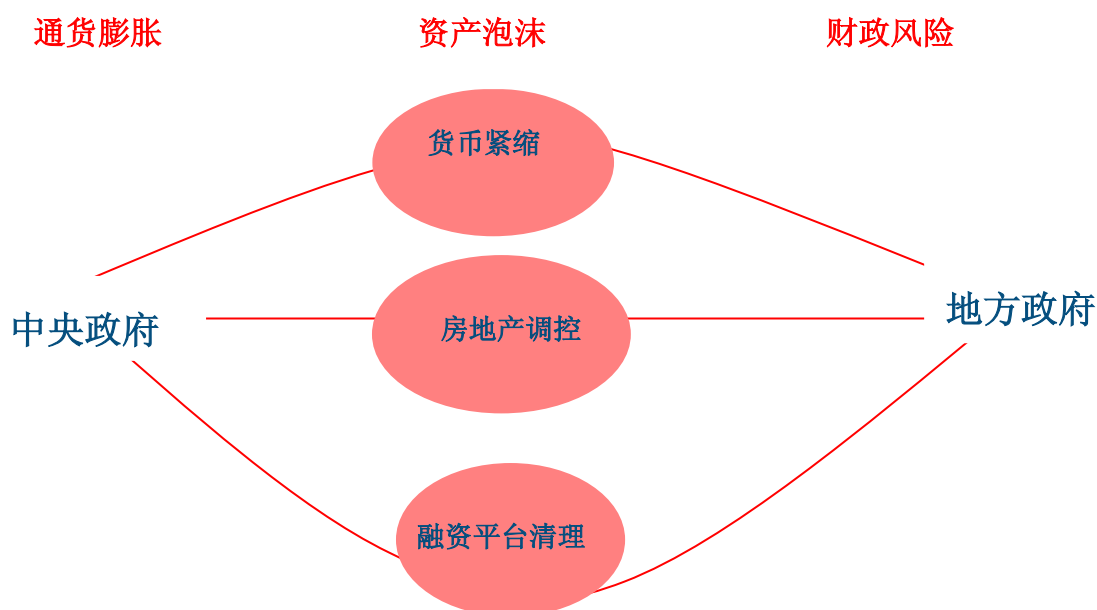
4.1 政策：从维稳到转型

我们不会再有也不需要新的四万亿刺激方案，在对经济调整后果和政策决策的过度悲观之前，需要研究的是能否和如何实现一个相对平稳的过渡；和预判在过渡波幅较大时的，可能的政策反复。

政策调整的前提

在《以利生利》中，我们指出了紧缩政策的内生性和必然性，在于通胀、资产泡沫和地方财政风险的压力，中央和地方政府在金融、财政和土地三个方面博弈，并判断破题将是先货币，后土地，再次是财政。

图 17：宏观调控：三个方向角力



资料来源：中信建投研发部

政策调整，需要判断：要达到什么样的后果？达到了吗？放弃调控是否已经没有副作用？需要什么样的政策？什么样的政策是可行的？

通胀而言，高点已过，我们也指出创造通胀回落的窗口是为了解决房地产和地方财政的这些长期问题铺路，因此有中枢的上移，但窗口已逐渐形成，可以更加从容一些；

房地产而言，调控还是靠行政性手段遏制需求、增加供给为主，放松的代价高，因此不会放松；如我们 2010 年 8 月 24 日《房地产调控：从量价博弈到利益让渡》中预判的，行业的整合在加快，民间金融收缩将加大对中小房地产商的调整，这本身就是调控的目标，但更重要的中央和地方之间对房地产资本化收益权的博弈还远未结束；

财政风险而言，远水尚难解近渴，短期还是拖为主，直接融资功能亟待恢复；需要通胀回落提供要素改革窗口，需要引入和强化地方信用以加大举债能力，都在有序进行中；资源税加力和地方债试点，宜正面解读。

总体而言，放松旨在维稳和结构转型，而非再度扩张。

定向和局部放松

对于市场期待的定向和局部放松，我们应当把握其“维稳性”的第一特征，第二才是变革性，不能理解为政策转调。定向和局面的放松，就需要判断放松的对象和放松的领域。

维稳的要求，必然是对相对弱势、受挤压严重，而可能产生风险的部门开始；如果经济减速超出预期，则将扩展到政府投资，可能还是基建领域，调控是怕火焰太旺形成火灾，不是要把火烧灭。

但既然是维稳，那么变革性的放松就不会太快，维稳不能改变方向和总量，所以需要定向来对冲风险。

货币政策和财政政策

货币政策维持稳定，财政政策有余量，有弹性。待直接融资功能恢复，积极财政可以开启更长足的发展，但这与经济的预期和市场的承受力相关。

4.2 市场：破解一致预期

经济和市场，应以自救而非他救为主。自救而言，实体经济在私人部门的启动，金融市场在融资和定价功能的完善。

在增长中枢下移之中，何时到底，或者说到一个稳定的平台，使得对经济的预期能够稳定。政策视情况而定：如果经济下的超预期，则必然政策有反复。如果经济合意，则政策会持续，因此，传统的思维是



两面的，此刻更容易取其负面。

——镣铐下起舞，2011年9月28日

我们面临的形势，好的和坏的，长期的和短期的，都决定了市场的预期应该建立在2011年不同于2008年的新的基调之上。调控不可逆，只有看到经济硬着陆，招致政策出台；或者到期经济确实没有硬着陆，只有政策微调，才有市场的行情。市场策略不应是这样确定的。我们提到过，市场希望政策放松，或是经济反弹，但这二者矛盾；实质放松目前不现实；经济超调难以事先证实或证伪，是一种有说服力的逻辑，在弱市下更容易影响市场情绪，经济数据良好反而被理解为使得政策犹豫的迷魂药；市场由此跌个不休。对于紧缩和其带来的经济调整，紧缩既然必要，就要面对而不是回避和否认；调整既是目标，就要区分主动和被动的调整，合意增长率的回落和真正的超调，调整是否合意。在结果出来之前，先搞清楚过程。



分析师介绍

王洋：南开大学经济学博士，宏观经济分析师。主要研究领域：货币和流动性，致力于从经济主体间的收益-风险博弈和货币资金流动考察经济运行和政策走向。2010 年新财富宏观（小组）第六名。

基金研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhoulv@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会做出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者做出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。