

2009 年 1 月 14 日

中国经济/数据分析

中金公司研究部

联系人: 哈继铭 hajiming@cicc.com.cn

邢自强 xingzq@cicc.com.cn

徐 剑 xujian2@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

谋求保增长与长期金融稳定间的平衡点

——12 月份货币信贷数据评论

表 1: 近期货币信贷数据一览

同比增长, %	08年12月	08年11月	08年10月	08年9月	08年6月	08年3月	07年12月	07年9月	07年6月	07年3月	06年全年
M1	9.1	6.8	8.9	9.4	14.2	18.3	21.0	22.1	20.9	19.8	17.5
M2	17.8	14.8	15.0	15.3	17.4	16.3	16.7	18.5	17.1	17.3	16.9
人民币贷款	18.8	16.0	14.6	14.5	14.1	14.8	16.1	17.1	16.5	16.3	15.1
人民币贷款(新增, 亿元)	7718	4769	1819	3742	3847	2384	485	2835	4515	4417	31809
本外币贷款	18.0	15.4	14.4	14.7	15.2	16.2	16.5	17.4	16.2	15.5	15.2
本外币贷款(新增, 亿元)	7404	4214	1075	3571	3815	3570	566	3510	5200	4626	31492
人民币存款	18.8	19.9	21.1	18.8	18.8	17.3	16.1	16.8	16.0	15.9	16.8
居民存款	26.9	26.1	26.8	21.1	14.7	8.8	6.8	6.8	9.4	12.8	14.6
居民存款(新增, 亿元)	6818	3287	3155	3250	3913	3582	6349	-101	1670	1530	20536

资料来源: 中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

12 月贷款爆发性增长, 带动货币增速显著反弹: 12 月份人民币贷款新增 7718 亿元, 增速陡升至 18.8%。在贷款大幅增加拉动下, M2 增速从 11 月份的 14.8% 陡增至 17.8% (图 1), 超出市场预期的 15.0%。08 年全年新增贷款 4.91 万亿元。这与近期监管当局的一系列信贷政策转向相关:

- 央行在 1 月 6 日的 09 年工作会议上提出, “要适当增加货币、信贷投放总量, 要充分发挥好银行信贷资金在扩大内需、支持经济发展的关键性作用, 引导商业银行在防范资金风险的前提下, 加大信贷投入的力度”;
- 银监会在 1 月 10 日推出信贷新政, 对信贷监管规定和要求做出适当调整, 鼓励银行业加大信贷支持力度, 包括: 鼓励实施贷款重组, 对部分符合条件的暂时出现经营或财务困难的企业予以信贷支持; 拓宽项目贷款范围, 在一定额度内向非生产性项目发起人或股东发放搭桥贷款; 允许有条件的中小银行业适当突破存贷比; 科学实施贷款责任追究。

这些措施的转变以及近几个月贷款的突发增长局面, 都显示政府力图通过银行信贷扩张来实现保增长。这一行为可以理解, 但我们认为中国应在短期保增长与长期金融风险之间谋取一个平衡点; 货币当局与监管机构对于经济的支持不应以人为放松银行监管条件、牺牲未来金融稳定为代价, 而应从宏观层面注入流动性, 让微观主体自主决定放贷, 美国本次救市的行为和中国自身的历史经验都值得借鉴:

- 美联储在本次金融危机发生后为救市不断注入流动性, 致使其基础货币最近数月大幅上升, 但因金融机构惜贷使得货币乘数迅速下降, 抵消了基础货币上升的影响 (图 2)。尽管如此, 美联储并未直接干预金融机构的贷款行为。
- 中国 90 年代金融业改革前的历史教训提供了前车之鉴, 即在经济下行周期, 政府主导的信贷快速增长将增加未来长期金融风险: 93-97 年的经济下行周期中, 银行系统在各级政府影响之下大力扩张信贷, 引发了随后坏账高企的后果, 不良贷款率几年期间翻了一倍 (图 3)。且根据官方事后统计, 这其中 80% 的坏账与各级政府行为推动的贷款相关, 仅有 20% 是银行自身经营问题 (参见央行行长周小川在 2004 年 5 月 <北京国际金融论坛> 上的讲话¹)。

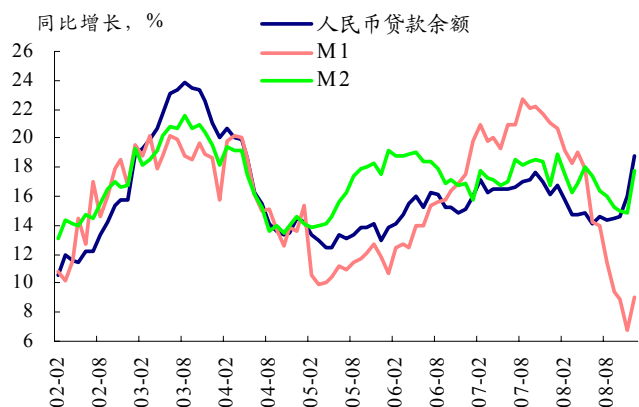
¹ 参见新华网的报道: http://news.xinhuanet.com/fortune/2004-05/19/content_1479153.htm

存款定期化持续，M1/M2 增速剪刀差创新高：12 月份居民存款增加 6818 亿元，增速继续攀升，且存款定期化趋势愈演愈烈，定期存款占银行总存款的比重已从 08 年初的 52% 上升至目前的 57%（图 4），显示投资意愿萎缩以及降息预期加速资金活转定。尽管 12 月份 M1（主要为活期存款构成）增速由 6.8% 反弹至 9.1%，但依然比去年同期低了 12 个百分点。且 12 月 M1 与 M2 增速“剪刀差”也达到近 9 年以来最高，继续对资本市场流动性不利。我们的研究表明，**股价变化与 M2 的关系并不够密切**（图 5），与 M1 的关系相对紧密（图 6）。即使是在过去 M2 增速大幅高于名义 GDP 的 98 年、01-03 年，股市表现依旧疲弱。

4 季度外汇储备增速急剧放缓：08 年末外汇储备达 1.95 万亿美元；4 季度外汇储备仅增加 404 亿美元，与过去平均每个季度 1260 亿美元的增加额相比明显放缓（图 7）。我们将外汇储备的变动细分成 5 部分来分析，即贸易顺差，FDI，投资收益、汇兑损益以及不能被解释部分（图 8）：4 季度贸易顺差高达 1140 亿美元，且同期中国外汇储备中的美国国债和机构债升值明显，而其他币种资产的汇兑损失也较少（因 4 季度欧元等对美元贬值幅度较轻），外汇储备增长却急剧放缓，使得我们计算的“不能被解释部分”下降达 2026 亿美元之巨，这可能显示了资金外流迹象。且未来贸易顺差将萎缩：过去数月贸易顺差大幅上升的原因在于进口下降幅度远超出口，部分反映了企业降低原材料库存的努力；但未来伴随这一去库存化过程逐渐接近尾声，进口增速将有所回升，但出口仍将继续下滑，使得贸易顺差面临下降压力，给外汇储备雪上加霜。

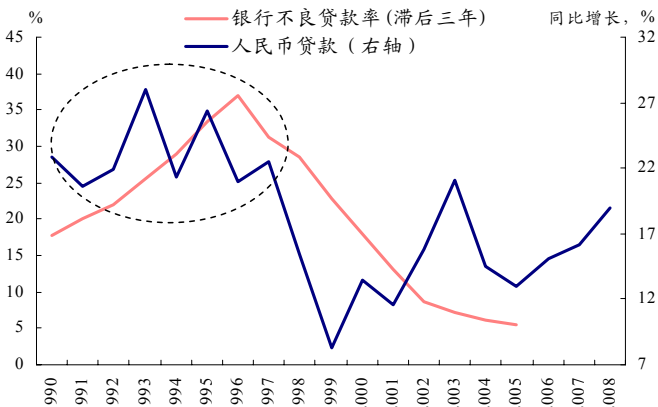
09 年 17% 的 M2 目标既有困难，也无必要：08 年 M2 增长 17.8%，比 GDP 增速+物价涨幅高出约 3 个百分点，与过去多年的平均水平基本一致。09 年我们预计 GDP 增长 7.3~8%、且通缩风险加大的局面下，M2 增速如果达 17%，则比 GDP 增速+物价涨幅高出 10 个百分点以上，既有困难（目前面临外汇储备增长急剧放缓，且货币乘数下降等不利于货币扩张的因素），也无必要（如果通过放松监管条件、大力鼓励放贷来人为实现货币乘数的上升，则对于未来长期金融稳定构成风险）。根据过去经济下行时期的货币增长，我们认为 09 年 14~15% 的 M2 增长较为合理。

图 1：12 月货币信贷陡升，M1/M2 剪刀差创新高



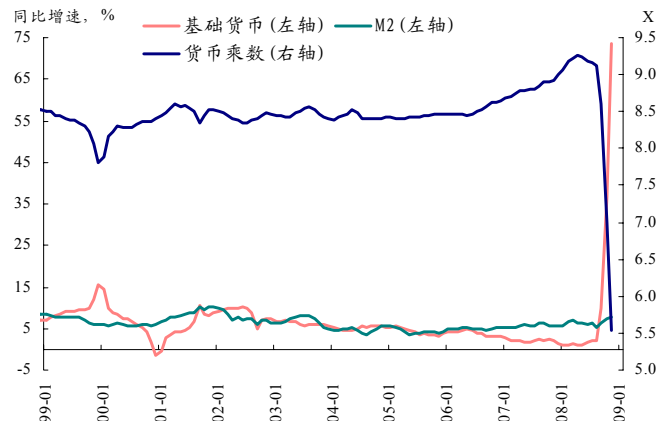
资料来源：CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

图 3：90 年代经济下行周期信贷扩张后引发坏账高企



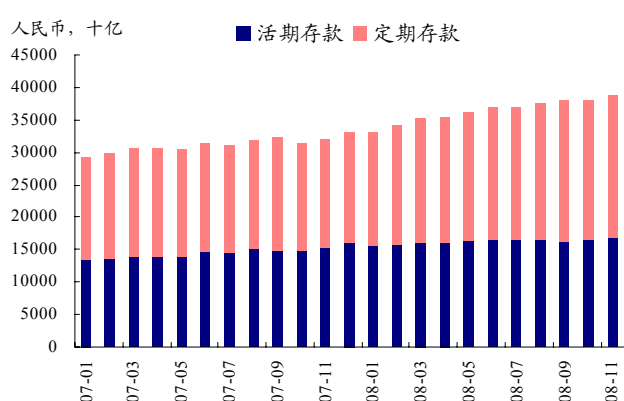
资料来源：CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

图 2：美国近期基础货币大幅上涨，但货币乘数大幅下降



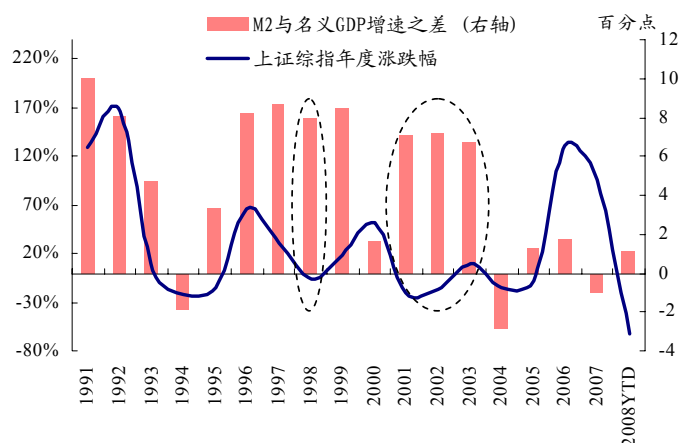
资料来源：CEIC、Bloomberg、中金公司研究部

图 4：定期存款占银行存款的比重不断上升



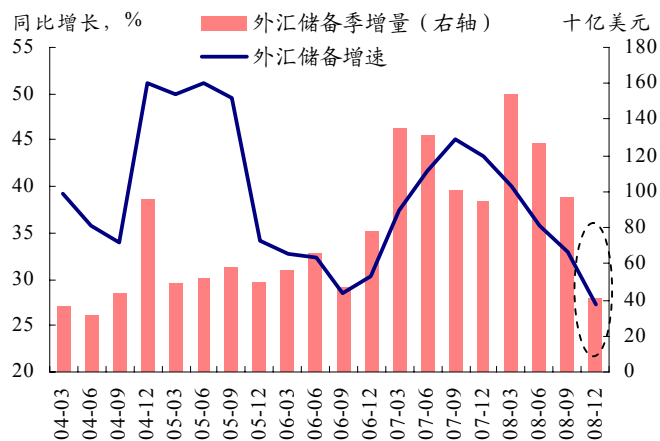
资料来源：CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

图 5: 股市变动与 M2 关系并不密切



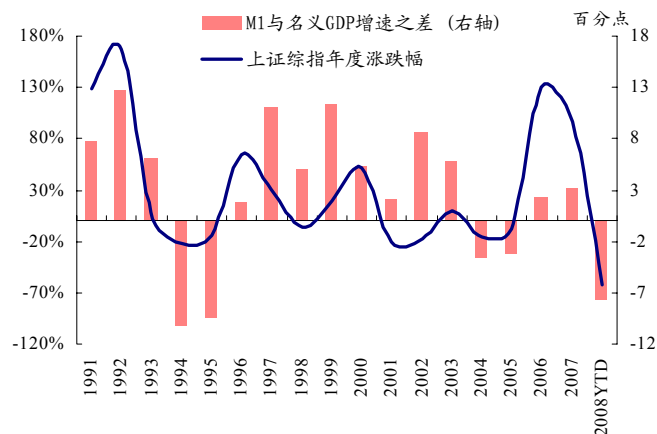
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 7: 4 季度外汇储备增速及急剧放缓



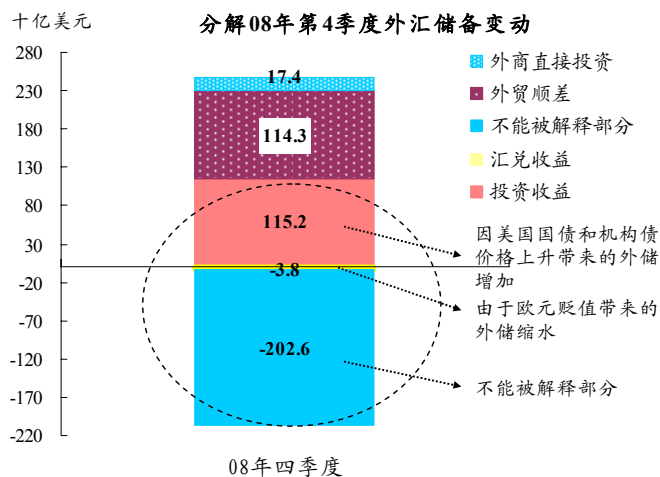
资料来源: CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

图 6: 股市变动与 M1 关系相对密切



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 8: 4 季度外汇储备变动分解



资料来源: CEIC、中国人民银行、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。