

2008 年 1 月 13 日

宏观策略部

## 如何看 12 月份货币供应量增速和信贷增速的回升

## ◆开放度的提高，使我们与世界更加融合

2008 年 12 月末，广义货币供应量 (M2) 同比增长 17.82%，狭义货币供应量 (M1) 同比增长 9.06%，市场货币流通量 (M0) 同比增长 12.65%。12 月末，12 月份人民币贷款增加 7718 亿元，同比多增 7233 亿元。

12 月份货币供应量数据出现攀升的主要原因是信贷的大幅攀升所造成。以往经济高涨的时候，商业银行为获取利润的最大化，往往贷款在一季度和 2 季度初把全年的指标都集中发放，过了 9 月份银行主要是收回贷款。但 08 年 12 月份却出现了例外，出现这一例外主要是国家在 11 月份实行货币政策转向，商业银行也不再受贷款规模的限制，同时国家鼓励商业银行进行放贷，这必然会导致贷款规模在 12 月份出现放大。

但是，我们应该意识到，这只是一个短暂的反弹，并不代表趋势。09 年 1 季度的货币供应量同比增速和贷款增速仍然会处于低位，M1 要出现趋势攀升还需要到 2 季度，09 年货币供应量的同比增速走势将呈现前低后高，贷款增速也将一样。

出现前低后高的原因：在经济高涨的时候，商业银行放贷会集中在第一和第二季度，信奉早放贷早获得收益，但目前面临的问题是经济出现了快速下降，这个时候放贷就会先考虑风险，在一季度经济和企业利润没有企稳的情况下，除了国家投资项目相关的配套被动贷款会快速投放(这方面贷款投放也要随着 2 季度政府投资项目的启动才会开始投放)，涉及到民间投资的贷款商业银行将会变得较为谨慎，同时由于企业经营环境的恶化，企业获取贷款的动能会大大减弱，这样的结果就是民间投资贷款增速会出现快速下滑；随着政府投资对经济增长的拉动逐步显现，一些行业的企业盈利状况将逐步改善，这时一些行业的投资动能将逐步加强，与此同时，由于国家货币政策的放松，央行将不再对商业银行全年的贷款规模设限，商业银行的信贷会伴随着企业资产负债的改变而出现逐步回升。信贷的逐步回升和居民交易信心的逐步恢复会导致货币供应量的同步回升。

尽管经济出现衰退，物价出现下滑，但 09 年的货币环境将表现得较为宽松，17%的 M2 增长目标是可以实现的。全年货币供应量增速和信贷增速的将呈现前低后高，逐步回暖，一季度将是全年的低点（一月份由于春节因素货币供应量会出现一定的反弹，去年春节在二月份），M2 将率先 M1 和 M0 回升。

首席经济分析师

潘向东

(8610)68561122-1788

Panxiangdong@ebcn.com

相关报告：

## 如何看 12 月份货币供应量增速和信贷增速的回升

央行公布的 12 月份报告显示：2008 年 12 月末，广义货币供应量(M2)同比增长 17.82%，增幅比上月末高 3.02 个百分点；狭义货币供应量(M1)同比增长 9.06%，增幅比上月末高 2.26 个百分点；市场货币流通量(M0)同比增长 12.65%。12 月末，人民币各项贷款余额 30.35 万亿元，按可比口径同比增长 18.76%，增幅比上年末高 2.66 个百分点。12 月份人民币贷款增加 7718 亿元，同比多增 7233 亿元。

12 月份货币供应量数据出现攀升的主要原因是信贷的大幅攀升所造成。以往经济高涨的时候，央行都会对商业银行全年的信贷总额度进行控制，商业银行为获取利润的最大化，往往贷款在一季度和 2 季度初把全年的指标都集中发放，过了 9 月份银行主要是收回贷款，以确保不超过央行规定的上限。08 年 12 月份却出现了例外，出现这一例外主要是国家在 11 月份实行货币政策转向，由从紧的货币政策改为适度宽松的货币政策，不再规定商业银行的贷款上限，即商业银行放贷不再受贷款规模的限制，同时国家鼓励商业银行进行放贷，这必然会导致贷款规模在 12 月份出现放大。这种放大必然会导致货币供应量同比增速的快速攀升。

但是，我们应该意识到，这只是一个短暂的反弹，并不代表趋势。09 年 1 季度的货币供应量同比增速和贷款增速仍然会处于低位，M1 要出现趋势攀升还需要到 09 年 2 季度，09 年货币供应量的同比增速走势将呈现前低后高，贷款增速也将一样。出现这一走势的主要原因：在经济高涨的时候，商业银行放贷会集中在第一和第二季度，信奉早放贷早获得收益，但目前面临的问题是经济出现了快速下降，此时商业银行放贷首先考虑的是风险，在一季度经济和企业利润没有企稳的情况下，除了国家投资项目相关的配套被动贷款会快速投放（这方面贷款投放也要随着 2 季度政府投资项目的启动才会开始投放），涉及到民间投资的贷款会变得较为谨慎，同时由于企业经营环境的恶化，企业获取贷款的动能会大大减弱，这样的结果就是民间投资贷款增速会出现快速下滑。随着政府投资对经济增长的拉动逐步显现，一些行业的企业盈利状况将逐步改善，这时一些行业的投资机会将逐步呈现出来，与此同时，由于国家货币政策的放松，央行将不再对商业银行全年的贷款规模设限，商业银行的信贷会伴随着企业资产负债的改变而出现逐步回升。信贷的逐步回升和居民交易信心的逐步恢复会导致货币供应量的同步回升。

在宏观经济出现较大波动的时候，货币供应量的变化应当备受关注，原因主要在以下两个方面：其一，货币供应量是经济增长的先行指标，依据货币学派祖师爷弗里德曼的测算，货币供应量会先于经济增长 6 个月至 9 个月表现出来（当然我们认为中国经济的特殊性，这一周期会缩短）；其二，由于 M1 更多反映企业的活期存款，通过 M1 的变化可以看出企业盈利状况的变化。

根据流动性的规模和参照国际通用原则，央行将我国货币供应量指标分为以下四个层次：M0：流通中的现金；M1：M0+企业活期存款等；M2：M1+城乡居民储蓄存款+企业存款中具有定期性质的存款等；M3：M2+金融债券+商业票据+大额可转让存单等。其中，M1 是通常所说的狭义货币量，流动性较强；M3 是广义货币量，M2 与 M1 的差额是准货币，流动性较弱；M3 是考虑到金融创新的现状而设立的，暂未测算。在这三个层次中，M0 与消费变动密切相关，流动性最强；M1 反映居民和企业资金松紧变化，是经济周期波动的先行指标；M2 是社会总需求的变化和未来通货膨胀的压力状况，通常所说的货币供应量，主要指 M2。

在当前的银行制度下，货币供应量是基础货币与货币乘数的乘积，因此，要分析 09 年货币供应总量的走势，

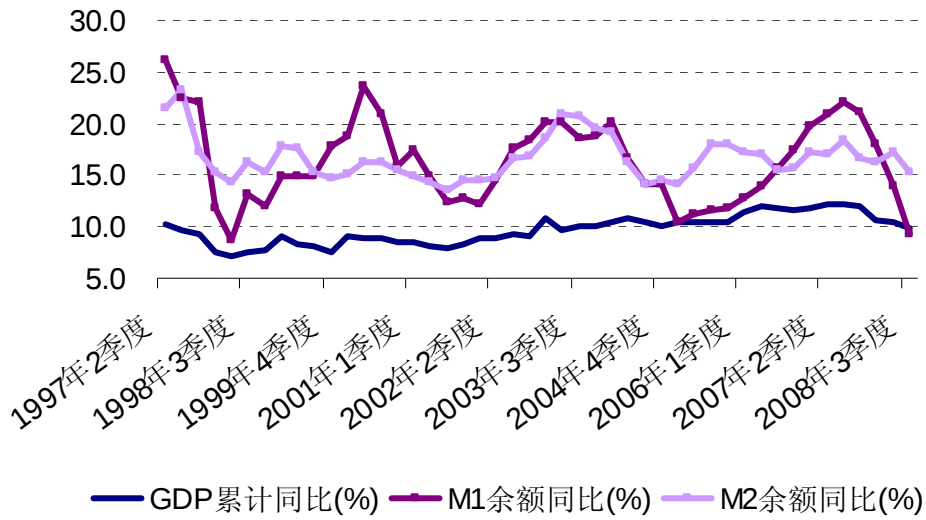
需从基础货币和货币乘数两方面入手，不仅仅是从商业银行的贷款增速。

我国中央银行基础货币的投放的渠道主要有外汇占款、财政占款和金融机构的再贷款。从 1994 年外汇体制改革以后，外汇占款成为中央银行供应基础货币的重要渠道之一。影响外汇占款的变化主要是贸易顺差和资本项目下的顺差。从贸易顺差来看，尽管我国 09 年的出口增速会出现大幅下降，但与此同时进口增速也会出现大幅下降，这会导致高额贸易顺差在 09 年仍将持续。从资本项目下的顺差来看，09 年上半年，由于全球金融萎缩衍生的发达国家金融市场“去杠杆化”，会导致国际资本流出国内市场，但随着下半年国际金融市场的企稳、中国经济在政府投资的拉动下步入复苏以及中国持续的贸易顺差，会导致国际主力资本重新流入国内市场，因此就全年而言，09 年的资本项目并不会出现恶化。财政占款在 09 年会有较好的表现，为了应对全球衰退的冲击，国家决策当局已经明确未来两年将增加 1.18 万亿美元的财政支出，确保经济的平稳发展，这将促使财政占款出现快速增加。由于经济快速下滑的影响，目前最为担心的是金融机构的再贷款的下滑。在经济衰退时，面对企业利润的快速下滑，考虑到自身的风险，金融机构会减少贷款，增加在央行的超额准备金。但我们要看，尽管各商业银行进行了股份制改革，但仍属于国有银行，“保增长”将同样成为他们 09 年工作任务的 first 要务，可以预计 09 年金融机构的再贷款并不会出现大家所担心的惜贷现象，但也不会回归到 2005 年至 2007 年那样主动扩张式放贷，09 年的前三季度更多的是一种与政府投资相关的被动放贷。随着政府投资对经济增长的拉动，一些与政府投资相关的行业的企业利润会逐步回暖，这时金融机构放款的动能将逐步增强。从这三方面的分析来看，预计 09 年基础货币的投放在 2 季度之后仍会出现快速增加。

影响货币乘数的主要因素有通货比率、法定准备金、超额准备率等。除了法定准备金是由中央银行可以直接控制外，其他两方面是由市场和金融机构所决定。由于经济的衰退，股市和房地产市场的萎靡，大家对持有通货将变得谨慎，这从目前存款的定期化可以看出，预计在 09 年上半年这一状况也很难得到根本扭转。随着货币政策的适度放松，预计 09 年的法定存款准备率将继续下调，这将为调节货币供应量提供了宽松的环境。然而，我国缴存准备金的方式不是现金，而是存款。以存款形式上缴准备金则意味着上缴的准备金既可以是原始存款，也可以是派生存款，在经济向好的时候，商业银行一般会选择通过放款业务来创造准备金，但在经济衰退的时候，商业银行更多会出于风险的考虑选择原始存款来缴纳准备金。因此，上半年由于较差宏观经济环境，货币乘数将呈现下降，但随着二季度后政府拉动经济的逐步显现，预计货币乘数在 09 年将趋于回升。

因此，尽管经济出现衰退，物价出现下滑，但 09 年的货币环境将表现得较为宽松，17% 的 M2 增长目标是可以实现的。全年货币供应量增速和信贷增速的将呈现前低后高，逐步回暖，一季度将是全年的低点（一月份由于春节因素货币供应量会出现一定的反弹，去年春节在二月份），M2 将率先 M1 和 M0 回升。

图 1: 1997——2008.10 年间货币供应量增速与 GDP 增速对比 (%)



资料来源: CEIC 光大证券。

## 光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F. 邮编：200120  
电话：021-68816000 传真：021-68818550

## 光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座  
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

| 销售小组        | 姓名  | 办公电话              | 手机          | 电子邮件                   |
|-------------|-----|-------------------|-------------|------------------------|
| <b>北京</b>   |     |                   |             |                        |
|             | 贺燕萍 | 010-68561522      | 13911760013 | heyp@ebsecn.com        |
|             | 郝辉  | 010-68561722      | 13511017986 | haohui@ebsecn.com      |
|             | 李大志 | 010-68561122-1717 | 13810794466 | lidz@ebsecn.com        |
|             | 孙威  | 010-68561122-1779 | 13701026120 | sunwei@ebsecn.com      |
|             | 王汗青 | 010-68561122-1777 | 13501136670 | wanghq@ebsecn.com      |
|             | 吴江  | 010-68561122-1732 | 13718402651 | wujiang@ebsecn.com     |
| <b>上海</b>   |     |                   |             |                        |
|             | 戴茂戎 | 021-50818887-296  | 13585757755 | daimr@ebsecn.com       |
|             | 王莉本 | 021-50818887-233  | 13641659577 | wanglb@ebsecn.com      |
|             | 杨日昕 | 021-50818887-235  | 13817003122 | yangrx@ebsecn.com      |
| <b>深圳</b>   |     |                   |             |                        |
|             | 陈扬  | 021-50818887-275  | 13916187675 | chenyang@ebsecn.com    |
|             | 高峥  | 021-50818887-276  | 13585940280 | gaozheng@ebsecn.com    |
|             | 凌洁  | 021-50818887-294  | 15921780908 | lingjie@ebsecn.com     |
| <b>专题</b>   |     |                   |             |                        |
|             | 陈扬  | 021-50818887-275  | 13916187675 | chenyang@ebsecn.com    |
|             | 凌洁  | 021-50818887-294  | 15921780908 | lingjie@ebsecn.com     |
| <b>QFII</b> |     |                   |             |                        |
|             | 满国强 | 021-68816000-1725 | 15821755866 | manguoqiang@ebsecn.com |

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。