

深度报告

宏观经济

2009 年货币经济研究报告（二）

2009 年 04 月 9 日

专题报告

信贷持续高增长下的货币政策走向

● 4 月份流动性情势分析：净投放低于 3 月份

为了平滑月度货币供应，央行将会通过正回购以及 3 个月央票来平滑货币供应；4 月份无论净投放还是净回笼，数量均不大。

判断流动性可以用三个指标最能反映市场流动性水平。一是利用超额存款准备金，能较好地考量银行体系内的流动性。二是货币供应量(M2)，把 M2 视为流动性，是因为 M2 与实体经济增长密切相关，但使用 M2 来衡量流动性，必须剔除经济增长（或衰退）因素，同时还必须剔除物价的变动造成的冲销和放大。其三是信贷投放量。在新兴市场国家，信贷投放是一个非常好的指标，但信贷投放量每月波动很大，所以必须考察一段时期的总量为佳。

由于贷款派生的存款在 2、3 月份大增，4 月份的超额存款准备金率以及存贷差均有望保持 3 月份的水准。

● 信贷持续扩张下贷款派生性存款大幅度增长

3、4 月份后，票据融资占比将快速下降，主要原因，我们认为，一方面是商业银行的主动行为。因为在信贷如此巨大的投放量下，货币当局已经不会把商业银行的信贷投放作为一个潜在的鼓励对象，商业银行也无多大动力去用票据融资来“取悦”货币当局。

其次，存兑汇票的开具大多是去年下半年，而票据大多数是半年期的，这些票据大多将在 3、4 月份到期，票据的到期将极大地降低 3 月份新增贷款的比重。

3 月份房地产市场的火爆，以及 4 月份房地产市场成交活跃的延续，预计 3、4 月份房贷金额将快速上升。预计 3、4 月份房贷将达到 700、1000 亿元。

● 信贷持续高增长后的货币政策走向

外汇占款和央票到期的衰减将影响到资金来源，但贷款派生的存款大增将给银行体系足够的流动性。

M2 已经连续 4 个月远高于央行去年制定的 17% 的目标值——而这目标值当初远高于市场的估计。一季度的信贷扩张速度远超前于货币当局去年年底判断，相机抉择政策要求央行很有必要重新审视货币经济形势，以求准确地把握未来货币政策的走向。央行对通胀的担忧也必然导致货币政策的微调。

货币政策微调首先是窗口指导的转向：从去年年底的鼓励信贷投放到审慎；其次是回收部分市场流动性平滑月度货币供应的同时有助于减缓目前的信贷扩张速度；价格手段方面，降息仍有空间，但近期降息显然没有任何必要，存款准备金率再次下调有望在二季度末。而出口增速的大幅度回落，使得二季度人民币小幅贬值最有可能。

相关研究报告：

2009 年货币经济研究报告（一）

信贷高速增长构成短期经济最强有力支撑

宏观经济分析师 林松立

Tel: 010-82254212

Email: linsl@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

4 月份市场流动性情势分析：净投放料低于 3 月份	4
3 月份公开市场操作回顾	4
4 月份央行公开市场操作前瞻：正回购只为平滑体系内资金	4
判断市场流动性情势的三个指标	5
超额存款准备金率快速回落	6
存贷比明显回升	7
信贷持续扩张下贷款派生性存款大幅度增长	8
财政存款艰难回升，存款余额全年将下降	8
企业活期存款大幅度增加	8
信贷投放持续高增长	9
企业信贷需求预计将缓慢回升	9
票据融资比重很可能大幅度下降	10
居民户贷款将大增	10
货币供应增速继续攀升	12
信贷持续高增长后的货币政策走向	12
外汇占款和央票到期的衰减将影响到资金来源	12
贷款派生性存款成未来银行体系资金主要来源	13
通胀压力料将很快抬头	14
货币政策料将微调	14
窗口指导的转向：从鼓励到审慎	15
小幅回收流动性：平滑资金供应并相应地减缓信贷扩张速度	15
降息有空间并不代表近期会降息	16
二季度末存款准备金率	16
人民币小幅贬值	16

图表目录

图 1：央票发行利率快速走低	单位：%	4
图 2：隔夜拆借利率低位徘徊	单位：%	4
图 3：最近半年央票到期金额	单位：亿元	5
图 4：货币净投放额	单位：亿元	5
图 5：超额存款准备金率在 08 年达到最高	单位：%	7
图 6：存贷比明显回升	单位：亿元/%	7
图 7：前 2 月存款大幅度增长	单位：亿元	9
图 8：前 2 月份企业活期存款季节性回复	单位：亿元	9
图 9：财政存款缓慢回升	单位：亿元	9
图 10：人民币存款增速持续攀高	单位：%	9
图 11：中长期贷款	单位：亿元	10
图 12：2 月份信贷投放结构	单位：%	10
图 13：居民户新增贷款大增值（3、4 月份为预测值）	单位：亿	11

图 13: 货币供应增速持续攀升	单位: %.....	12
图 14: 信贷增速急剧上升	单位: 亿元	12
图 15: 各年度央票发行和到期额	单位: 亿元.....	13
图 16: 外汇占款历年增加额	单位: 亿元	13
图 17: 货币供应量超额比率 (M2-GDP-CPI)	单位: %.....	14

4 月份市场流动性情势分析：净投放料低于 3 月份

3 月份公开市场操作回顾

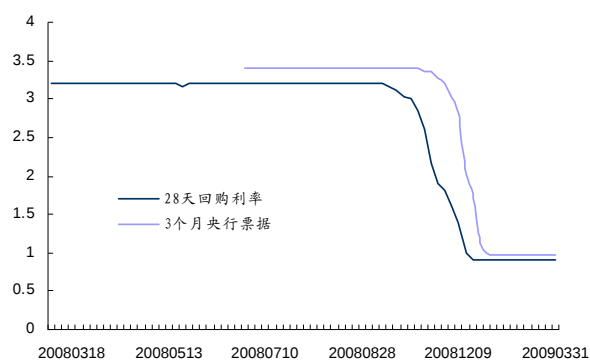
先分析 3 月份央票到期和正回购到期数据,可以更好地理解央行在 3 月份的公开市场操作。3 月份央票到期额为 3760 亿元,正回购到期额为 4450 亿元,两项累计为 8210 亿元。

再来看央行在 3 月份的公开操作:央行在 3 月份基本上正回购数量是每周 1000 亿元(除第一周为 950 亿元外),四次正回购到期合计为 3950 亿元。央票发行合计为 2700 亿元。两项累计为 6650 亿元。从公开市场操作来看,3 月份央行净投放大约为 1560 亿元。

3 月份 3 个月央票发行利率为 0.9650%,与前两月持平;28 天正回购招标利率为 0.90%,继续保持在低位。

图 1: 央票发行利率快速走低

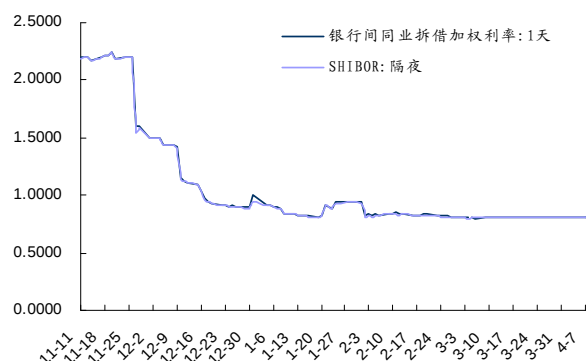
单位: %



资料来源: wind

图 2: 隔夜拆借利率低位徘徊

单位: %



资料来源: wind

4 月份央行公开市场操作前瞻：正回购只为平滑体系内资金

从图 3 看出,未来 6 个月中,4、5 和 6 月份通过央票到期的资金额基本上维持在 3000-4000 亿元之间,7 和 8 月份央票到期资金将大幅度降低,但 9 月份由于 12 个月央票到期集中度很高,故呈现一个高峰: 4170 亿元,随后央票到期资金将急剧减少。

从这点可以看出,未来半年内由于前几年央票到期而向市场释放的资金将不断衰减,而无法满足市场资金的需求,因此,在年中 7、8 月份央行下调存款准备金率可能性很大,下文我们会就此专门论述。

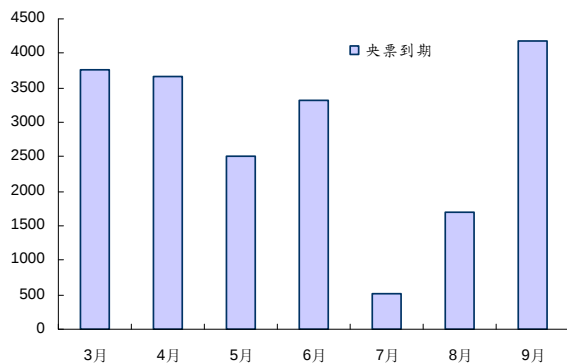
4 月份央行公开市场到期资金为 6960 亿元,略低于 3 月份,但仍处于较高水准,其中正回购到期为 3300 亿元,央票到期为 3660 亿元。到期品种的明细情况显示,4 月份到期资金中有大约有一半左右是通过央票和正回购从前三个月转过来的,其中 3 月份的 28 天期正回购就高达 3300 亿元。

央行在 3 月份每周一次大约 1000 亿元的正回购,尤其是 28 天的正回购,仅仅起到平缓商业银行月度资金额的一个有效工具,并不影响市场资金的供应和回收。

从央行的资金净投放来看，2月份大量回笼春节投放的资金，3月份净投放量300多亿元。4月份央行还将会通过正回购，以及3个月的央票来调节4月份的资金供给，预计4月份考虑到目前的信贷增长情况，净投放额将低于3月份。

图 3: 最近半年央票到期金额

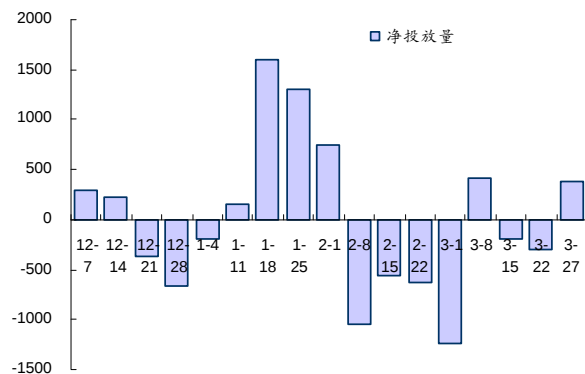
单位: 亿元



资料来源: wind 国信证券研究所

图 4: 货币净投放额

单位: 亿元



资料来源: wind 国信证券研究所

判断市场流动性情势的三个指标

对流动性的界定多有争议，各种诠释不尽相同。流动性就是货币，这是最早对流动性的诠释。一词出现于凯恩斯最早在《就业、利息和货币通论》提出“流动性”这个概念，凯恩斯所讲的流动性偏好，即指人们对货币资产的偏好，就是流动性。流动性的内涵随着经济金融的发展，不断发生深刻变化。“在不显著影响资产价格的情况下，市场吸收短期波动的能力”成为市场流动性被普遍接受的定义。

国家层面的流动性则被欧洲央行定义为流通中的货币及半货币资产。包括三类衡量流动性的指标:一是货币供给、官方利率水平和信贷价格;二是金融市场流动性，即在不引起价格大幅波动情况下买卖证券的能力;三是资产负债表状况，即现金在金融机构、企业、居民资产中的比重。广义的货币流动性包括短期和中期银行债务，可以支持证券市场的交易与承销;大量的货币流动性还会降低融资成本，往往会增加股票与债权的供应量。

发达国家选取利率和信贷利差最能反映市场流动性状况，原因是发达国家金融市场和产品远较新兴市场国家成熟和完善。而新兴国家可以通过信贷规模和货币总量衡量流动性，并把外汇储备作为一个补充的衡量指标。

我国学者对流动性问题也多有讨论，从流动性可测量、可统计的角度看，有三个层次的界定:一是将流动性界定在银行体系内，是指超额存款准备金;二是将与实体经济增长密切相关的货币供应量(M2)视同于流动性;三是将经济社会中一切在一定条件下具有变现能力和支付能力的金融资产视为流动性。

中国人民银行认为宏观层面上的流动性是“不同统计口径的货币信贷总量”。而“中央银行流动性管理所涉及的流动性主要指范围较窄的宏观流动性，通常特指银行体系流动性，即存款性金融机构在中央银行的存款，主要包括法定准备金和超额准备金。中央银行通过调节银行体系流动性进而调控货币信贷总量”。

因此，扬弃各方观点，结合我国的实际情况，我们认为判断流动性可以用三个指标最能反映市场流动性水平。一是利用超额存款准备金，能较好地考量银行体系内的流动性。二是货币供应量(M2)，把 M2 视为流动性，是因为 M2 与实体经济增长密切相关，但使用 M2 来衡量流动性，必须剔除经济增长（或衰退）因素，同时还必须剔除物价的变动对冲销和放大。其三是信贷投放量。在新兴市场国家，信贷投放是一个比较好的指标，但信贷投放量每月波动很大，所以必须考察一段时期的总量为佳；而且也必须考虑到经济增长因素，总体上而言，需要判断短期内市场流动性情势，信贷投放量作为一个补充的判断标准更为理想。

超额存款准备金率快速回落

过高的超储水平，实际上是金融机构存放在央行的过剩资金。尤其是在央行将法定存款准备金率作为常规工具频繁使用的情况下，超储率仍然维持较高水平，直接显示了流动性过剩的程度。

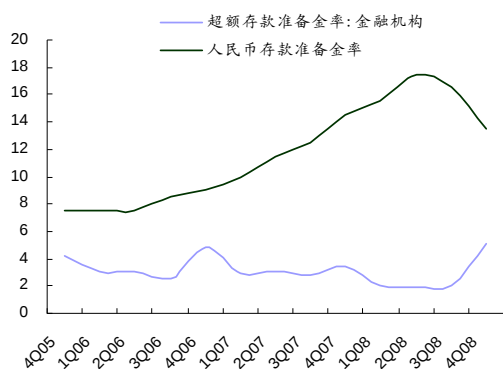
虽然 2002 年以来，随着法定存款准备金的数次上调，超额准备金率总体呈下降趋势，但是，我们可以看到，每次法定准备金率调整后，超储率几乎都能迅速下调抵消法定准备金率的变化，然后迅速回升。但这一局面在 07 年四季度得到改变。

目前商业银行的超储率，较去年年底普遍高达 5% 的水平有较大水平的回落，回落的原因部分是信贷资金的大规模集中投放而导致，部分原因是今年第一季度因贸易顺差的急剧下降，导致央行的被动投放大幅度减少。

从超额存款准备金率来看，08 年 11 月份，商业银行的超额存款准备金率达到近几年的一个高峰值，显示了银行间市场在央行持续宽松的货币政策作用下，银行间市场资金处于过剩状况。在一季度信贷投放大增的情况下，商业银行的资金充裕状况有所降低，但从银行间同业拆借利率来看，资金充裕的局面没有改变。目前

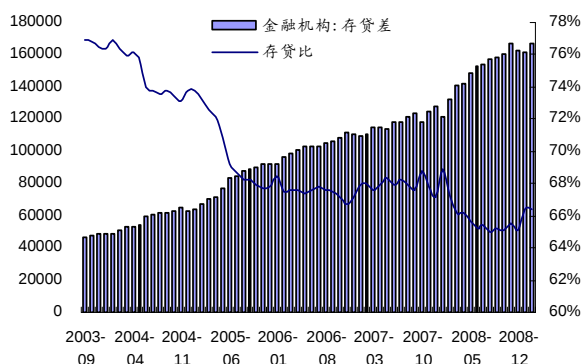
我们认为因贸易顺差引致的外汇占款不断下降，以及 07 年以来央行发放央票在 09 年到期不断衰减的情况下，银行间资金状况极度宽裕的局面将有所改变，但这种改变在今年无法形成质的改变，央行会通过公开市场操作维持一个较为宽松的局面，而能否再次形成类似 08 年年底季度宽裕的局面视经济走势而定。

图 5: 超额存款准备金率在 08 年达到最高 单位: %



资料来源: wind 国信证券研究所

图 6: 存贷比明显回升 单位: 亿元/%



资料来源: wind 国信证券研究所

存贷比明显回升

商业银行的存贷差, 对应的是商业银行流动性强的金融资产。2009 年 2 月末存款类金融机构人民币各项存款余额达 49.8 万亿元, 人民币各项贷款余额为 33.06 万亿元, 存差高达 16.7 万亿元, 存差较 1 月份增加了 6000 多亿元。需要注意的是, 由于 08 年 11 月份剥离了农行 7300 亿元的贷款, 造成存贷比的数字失真, 考虑到 7300 亿元的贷款, 则 08 年 11 月份的存贷比为 65.5%, 而不是公布的 93.96%, 略较 10 月份有所回升 (见 9 图)。最近两月由于信贷投放的快速增长, 存贷比上升到了 66.38%, 但从上图可以看出, 存贷比仍处于历史低位。经过 12 月和 09 年前两月的信贷超常规投放后, 存贷比将明显上升, 显示流动性过剩局面得到一定的改观。

4 月份流动性整体上还处于充裕的局面。银行体系的流动性略较 3 月份有所收缩, 但基本局面并没有任何改变。不会改变的原因, 一是因央行的货币政策仍将保持宽松的态势, 将营造银行体系资金季度宽松的局面, 促使商业银行的信贷增长, 其次是在经济下滑趋势放缓的情况下, 虽然贸易顺差和资本项目下所造成的外汇占款投放处于衰减的趋势, 但由于信贷持续高速增长, 无论是企业存款还是居民户存款, 也将大幅度增加。因此宏观层面的流动性反而较 3 月份有更宽松的局面。

信贷持续扩张下贷款派生性存款大幅度增长

财政存款艰难回升，存款余额全年将下降

每年 12 月份财政支出都会大幅度增加，但是 08 年 12 月份财政存款的减少远大于以前年份，财政存款余额从 2.8 万亿直降为 1.8 万亿，足足减少了 1 万亿元。财政存款的减少是政府在去年末以积极财政政策刺激经济的结果。

从最近两个月来看，财政存款回升缓慢，每月增加数量大约在 4、5 百亿，低于去年同期水平，但我们认为这并不是今年财政存款的真实反映：今年财政收入低于支出将是不争的事实，财政存款的余额将是负增长。

企业活期存款大幅度增加

金融机构存款前 2 月份累计增加了 3.16 万亿元，无论是增速还是绝对值都是历年新高。其中居民户存款前 2 月增加 1.98 万亿，约为去年同期的 2 倍。

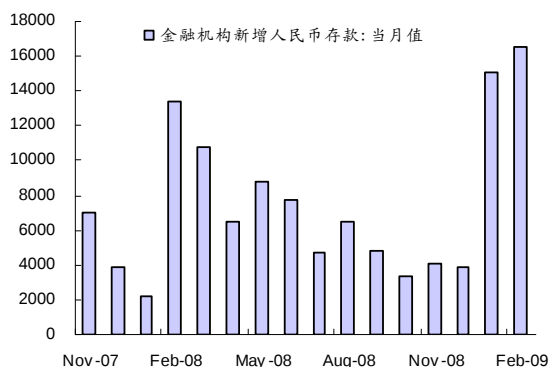
企业活期存款经历了 1 月份因春节因素而急剧下降后，2 月份快速回到去年 12 月份水平，并且略有增加。2 月份的企业活期存款余额较 1 份增加了 6400 亿元，无论是绝对值还是增速，都是惊人的。

企业活期存款多增主要与企业资金回笼、贷款派生性存款增加和到期通知存款转为活期存款等因素有关。2 月份企业活期存款余额的大幅度增长，大部分可以归之于最近 3 个月信贷的猛烈扩张，即贷款派生性存款增加是其主要原因，小部分原因是企业生产的逐步回暖。

2 月份的企业活期存款大幅度增加，验证了我们之前的判断：信贷持续大规模扩张，其中的资金并没有流入股市。活期存款和现金是最能衡量经济活动活跃度的指标，企业活期存款的大幅增加或许意味着不少企业已经重新投入经营活动，至少意味着企业的生产经营活动有了更好的条件。

图 7: 前 2 月存款大幅度增长

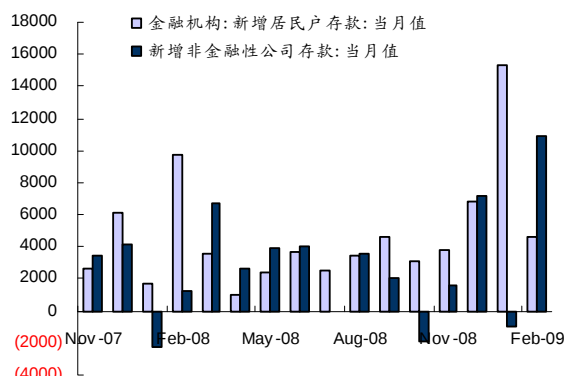
单位: 亿元



资料来源: wind 国信证券研究所

图 8: 前 2 月份企业活期存款季节性回复

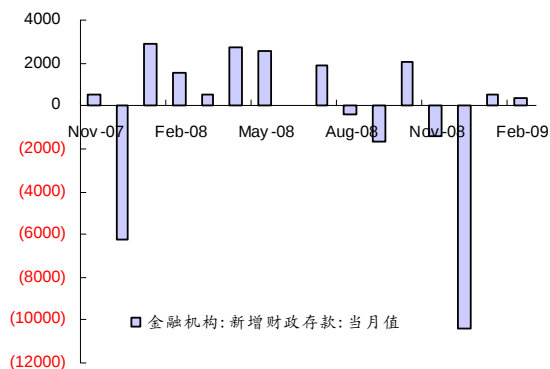
单位: 亿元



资料来源: wind 国信证券研究所

图 9: 财政存款缓慢回升

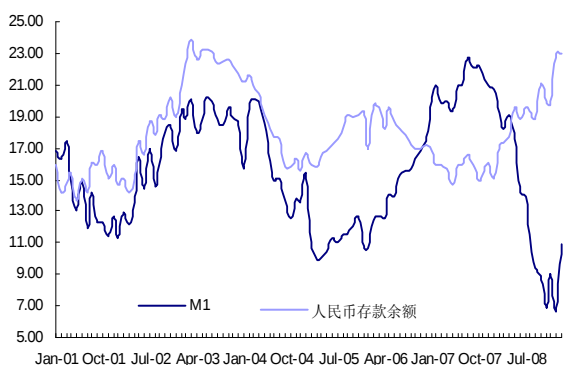
单位: 亿元



资料来源: wind 国信证券研究所

图 10: 人民币存款增速持续攀高

单位: %



资料来源: wind 国信证券研究所

信贷投放持续高增长

我们对后期的信贷投放能否高增长持乐观的态度。继 1 月份信贷投放创天量后, 2 月份信贷投放依然超过万亿, 远高于市场的预期。在前期报告中我们指出, 近期信贷投放仍能保持高增长。原因是央行以及政府一直营造宽松的空间助推商业银行的信贷投放, 其次是由于前期投放的项目并非一次性投放资金, 大部分的政府以及信贷项目均是分次投放, 再加上政府的 4 万亿项目刚启动, 后续项目将不断推出, 信贷投放高增长将持续半年的时间。

企业信贷需求预计将缓慢回升

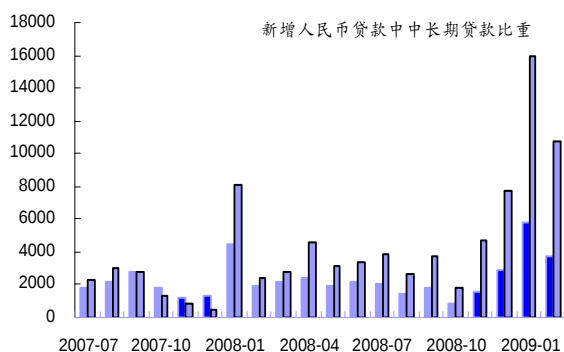
从中长期新增贷款来看, 对经济的信心虽略有恢复, 反映在企业的贷款需求上, 却未能有明显的起色。11 和 12 月份中长期贷款两个月累计投放 4200 亿元, 基本上反映的是政府计划投资, 以及相应的配套贷款。1 月份中长期贷款突增至 5822 亿元, 2 月份为 3815 亿元, 反映了企业贷款需求虽略有起色, 同样, 考虑到政府在 09 年前两月的激进投资计划, 私人部门的投资仍没有被带

动的迹象。

从绝对量上来看，2月末非金融企业的中长期贷款较11月末增加了1.1万亿元，但大部分是政府计划投资项目贷款所致，而企业自主贷款在前2月仍未能有回升。从下文的研究分析来看，居民户消费贷款将在3月份开始有质的飞跃，房贷余额的绝对增长额甚至有望在4月份超过2007年平均水平。而企业自主投资的贷款需求在生产经营开始逐渐恢复的情况下，从3月份开始将逐步回升。

图 11: 中长期贷款

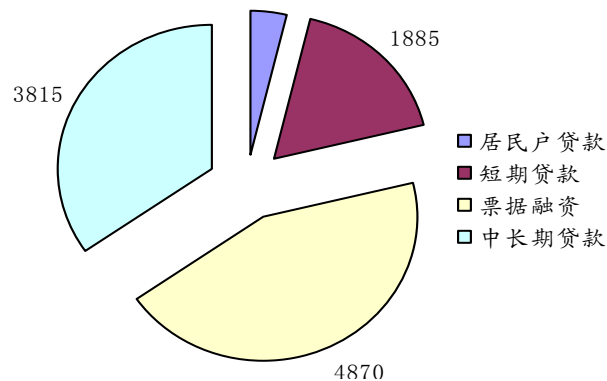
单位: 亿元



资料来源: wind 国信证券研究所

图 12: 2 月份信贷投放结构

单位: %



资料来源: wind 国信证券研究所

票据融资比重很可能大幅度下降

从2月份数据来看，当月1.07万亿新增信贷中，新增票据融资4870亿元，占比44%多，较上月大约36%的比重提高很多。票据融资在2月份的高增长，在意料之中，又在情理之外。一方面说明了银行间市场资金的充沛；另一方面来看，贴现率已经下降到近1%的水平，银行票据融资量虽然上去了，但增量不增收，反映了银行在经济未明朗的情况下，贷款结构偏向短期。

但我们预计3、4月份后，票据融资占比将快速下降，主要原因，我们认为，一方面是商业银行的主动行为。因为在信贷如此巨大的投放量下，货币当局已经不会把商业银行的信贷投放作为一个潜在的鼓励对象，商业银行也无多大动力去用票据融资量来“取悦”货币当局。

其次，存兑汇票的开具大多是去年下半年，而票据大多数是半年期的，这些票据大多将在3、4月份到期，票据的到期将极大地降低3月份新增贷款的比重。

居民户贷款将大增

2007年居民户贷款为1.2万亿，其中中长期消费性贷款为7500亿元，而07年信贷投放为3.6万亿，居民户贷款占了1/3左右。08年由于房地产市场的不景气，居民户贷款急剧萎缩，居民户贷款增量为6400亿元，而中长期消费

性贷款仅为 3448 亿元，全年信贷投放为 4.9 万亿，居民户贷款占比仅 13% 左右。

09 年前两月居民户贷款占比更加偏低，大约 10% 不到，1-2 月居民户消费性中长期贷款为 982 亿元，居民户贷款为 1798 亿元。我们判断 3、4 月份居民户贷款将出现大增，预计 3、4 月份居民户消费性中长期贷款将超过 700 亿元和 1000 亿元，所占比重将有望超过 08 年水平。

从目前 3 月份房地产的新房和二手房成交量来看，居民户中长期贷款在 3、4 月份的暴增将是必然的。由于居民购房贷款略有滞后，因此 4 月份房贷将大增，应是意料之中。

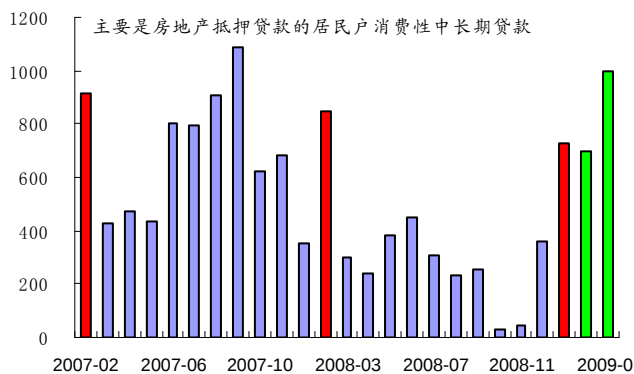
居民户房地产抵押贷款的大幅增长具有三个非常重大的意义：一是房市经历了 07 年以来的深度调整，市场担忧银行房贷质量的下降，甚至引发像美国金融机构类似的资产减记，但至今房贷不良比率并无相应地升高；且最近几个月交易量的暴增有助于房价的回稳，从而有助于消除市场对商业银行因房价的不断下跌而对银行不良资产增加的担忧。

其次是 3 月份房地产市场的火爆，以及 4 月份房地产市场成交活跃的延续，给各商业银行提供了极好的放贷对象，房贷仍然是商业银行最优质的资产。

第三，居民户贷款的增量将最为真实地反映房地产市场的景气程度。从前 2 月份数据来看，前 15 大城市的房地产市场成交已经大部分超越 07 年的平均水平，甚至达到 07 年当月最高水平，但是二三线城市的房地产市场是否如一线城市一样成交活跃，没有可靠的数据，而 3、4 月份房贷数据将有助于我们判断房地产市场的真实情况。

这次经济刺激计划中政府着重强调对于拉动内需的强调，比如先于房地产市场回暖的汽车业，国家对住房消费、汽车消费、农村消费等领域的金融支持力度加大，将进一步拉动个人消费贷款提升。

图 13: 居民户新增贷款大增值（3、4 月份为预测值）单位：亿



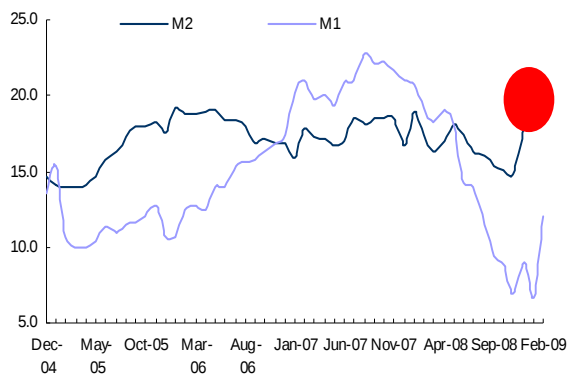
资料来源：wind，国信证券经济研究所

货币供应增速继续攀升

在信贷持续高增长的背景下，3 月份信贷增速预计将达 27% 以上，比上月高 4 个百分点多，如此高的增速将是历史罕见。在信贷的持续高速扩张下，广义货币供应预计持续加快，预计 M2 增速将超过 2 月份 20.48% 的水平，而企业活期存款也将由于信贷的高速扩张而快速回升，预计 M1 增速在 3 月份将继续回升到 12% 以上。

图 13: 货币供应增速持续攀升

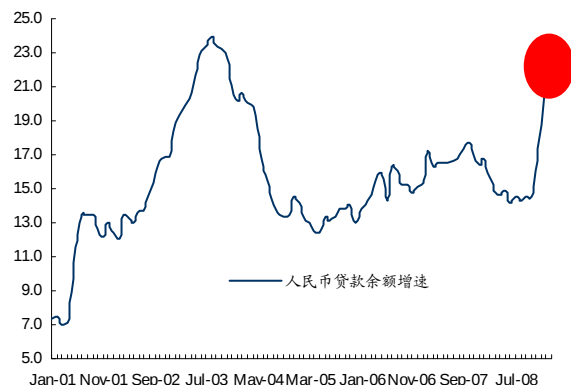
单位: %



资料来源: wind 国信证券研究所

图 14: 信贷增速急剧上升

单位: 亿元



资料来源: wind 国信证券研究所

信贷持续高增长后的货币政策走向

3 月份的信贷投放预计仍然大增，今年一季度新增贷款很有可能达到 4 万亿元，即使低于 4 万亿，也不会相差太远。

一季度的放贷速度相信货币当局事先都没有预料到，因此，新情况的出现，使得很有必要在连续 4 个月的信贷持续高增长后重新审视货币经济形势，以求准确地把握未来货币政策的走向。

可以肯定的是，09 年全年货币政策将一直保持宽松的局面，这个主基调不会改变，即使 09 年年底通胀压力抬头，央行亦会维持宽松货币政策。央行在《中国货币政策执行报告（2008 年第四季度）》强调的非常清楚，虽然央行已经意识到“长期内通胀压力很大”，但一再强调今年的货币供应量是：以高于 GDP 增长和物价上涨之和约 3-4 个百分点的增长幅度作为全年货币供应总量目标，争取广义货币供应量 M2 增长 17% 左右。

我们认为影响 09 年货币政策未来走势主要是以下三个因素交织的结果。

外汇占款和央票到期的衰减将影响到资金来源

因外汇占款所造成的央行被动货币投放，一直是 06-08 年货币投放的主要来源，从下图可以看出，06 年、07 年和 08 年外汇占款所导致的货币投放额分

别为 2.7 万亿、2.9 万亿和 4.1 万亿，月均投放分别为 2700、2900 和 4100 亿元，但是 09 年前 2 月因贸易顺差的突降，投放金额下降到每月 1500 亿元。

从央票发行和到期来看，06 和 07 年贸易顺差造成流动性过剩，央行被迫发行了大量的央票以回收资金。从下图中可以看出，06 年发行了 2.5 万亿的一年期央票，这些央票 07 年给央行增加了很大的回收压力，央行又在 07 年发行 1.5 万亿的一年期央票，并发行了 1.5 万亿的 3 年期央票，以回收 06 年的到期央票和新增的外汇占款投放。从央票发行来看，07 年净发行央票大约为 5000 亿元。

而 08 年到期央票大约为 1.5 万亿，而发行的 12 个月和 36 个月央票大约为 2.5 万亿，即 08 年净发行央票 1 万亿回收外汇占款所造成的被动投放。09 年到期央票仅为 08 年发行的 12 个月央票，大约 2.1 万亿。

从一季度央行的公开市场操作来看，央行为了贯彻宽松的货币政策，已经停止利用发行 12 个月以上的央票来回收央票到期的资金，基本上利用 3 个月的央票发行和 28 天的正回购以平滑银行体系的资金。

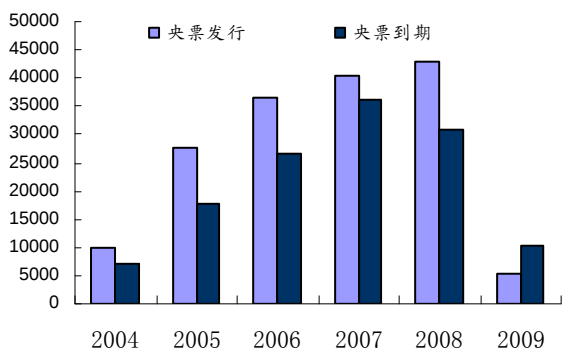
不考虑央行的公开市场操作，因央票到期向市场注入的资金，在央行的平滑操作下，与前两年相比较，资金供应还是比较充足，但考虑到第一季度的贸易顺差的大幅度萎缩所造成的被动投放不足，银行体系的资金来源较以往要大幅度降低。

贷款派生性存款成未来银行体系资金主要来源

在信贷持续高增长的局面下，外汇占款所造成的货币投放虽不断衰减，但贷款所派生的存款，也即银行在政府推动下的主动信用创造，达到了前所未有的水平。银行的主动信贷创造的结果之一是银行的存款大幅度上升，体现在金融机构上的存款在前 2 月增加了 3 万亿左右，为去年同期的两倍，而居民户存款前 2 个月近 2 万亿，亦为去年同期的两倍（见图）。

图 15: 各年度央票发行和到期额

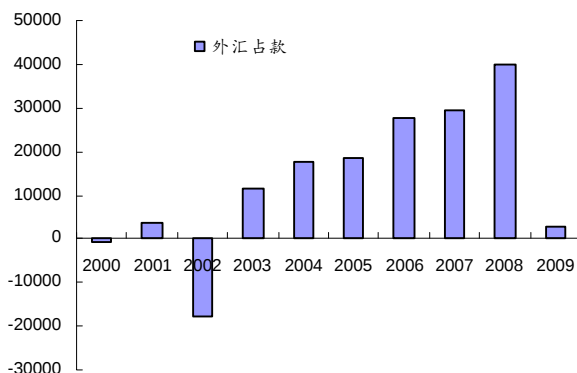
单位: 亿元



资料来源: wind 国信证券研究所

图 16: 外汇占款历年增加额

单位: 亿元



资料来源: wind 国信证券研究所

通胀压力料将很快抬头

使用货币供应量（M2）来衡量宏观层面的流动性，必须剔除经济增长和物价上涨所需要的货币增量，所以使用货币供应量超额比率（M2-GDP-CPI）来考察流动性。这个指标由于考虑到经济增长与物价变动，所以能准确地考量全社会流动性状况，尤其是从较长时期来看，货币供应量超额比率如果较长时间地维持在高位，必然导致物价的上涨——也即需要通过物价的上涨来吸收市场过剩的资金。从09年前2个月来看，货币供应超额比率大幅上涨，其中部分是由于央行超宽松的货币政策，部分是由于物价的不断下跌所导致。

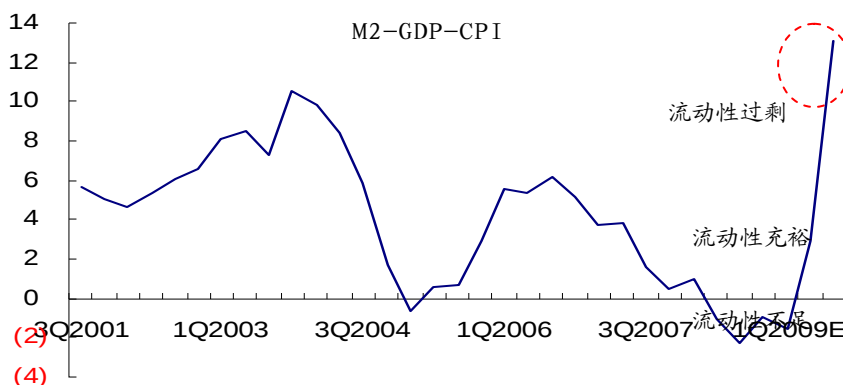
从下图可以看出，市场资金的充裕局面，也是由于内需不足导致物价不断下跌，而物价不断下跌反作用于全社会对资金的需求。当月来看，货币供应量远超经济增长所需求，虽然短期内物价因总需求的不足，以及各个企业去库存化的影响而低位运行，但担忧国内通缩的出现显然是前瞻性不够。我跟你说，他们开的十号楼，开盘价大约13500，一天就抢光了。

当去年11月份央行宣布09年广义货币M2增速目标为17%的时候，所有的人都质疑这个目标能否实现（包括我们），因为都低估了经济刺激计划的力度。但M2增速在12月份开始从11月份的14.8%，攀升至12月份的17.8%，随后两个月持续攀升至20.48%，而且可以肯定的是3月份M2增速还将持续攀升。

从下图可以看出，CPI走势滞后于M2增速大约6-8个月，M2已经高位运行3-4个月，我们认为很快将在CPI上得以体现。最迟下半年通胀压力将会重新抬头，而下半年经济刚有复苏的苗头，央行必然不敢彻底转向目前的宽松货币政策，届时通胀压力将会持续膨胀。

图 17：货币供应量超额比率（M2-GDP-CPI）

单位：%



资料来源：wind，国信证券经济研究所

货币政策料将微调

虽然一季度的宏观数据还没公布，但大规模的经济刺激计划的作用下，经济止住了进一步下滑的趋势，宏观政策和货币政策也到了一个关键时期。对于财政政策，是继续实施大规模的刺激计划还是维持相对稳定还有待观察，但对

于货币政策而言，维持目前相对稳定，甚至略加以收缩，是必然的结果。

在信贷持续高速增长，以及 M2 持续爬升 20%，远高于央行的 17% 的目标并将维持高位较长时间下，对下一阶段货币政策进行微调是必然的。持续信贷扩张加大了流动性风险，而如此快速如此庞大的信贷投放，加大了金融体系的风险。

窗口指导的转向：从鼓励到审慎

信贷投放在短短一个季度内爆发式增长，必然蕴含着较大的潜在风险，相信货币当局很快就会很快将着手深入调查和研究，以提早发现其中的风险因素。而“贷大贷长贷集中”将是其中最主要的潜在风险。

从中国银行业协会最新收集的数据显示来看，目前，全国 19 家主要银行中，5000 万元以上的大客户贷款占贷款总额比例约 60%，大大超过 40% 左右的市场通常标准，意味着目前银行业存在贷款集中度过高风险。同时，在这 19 家银行中，部分银行在单一客户贷款和集团客户贷款上突破了目前贷款不能超出银行资本金余额 10% 的监管红线，有的银行超过一两个甚至两三个百分点；有的银行对企业集团的贷款超过资本金余额竟达到 17%，大胆突破银监会要求的 15% 规定。

窗口指导，历来为货币当局所重视，去年年底窗口指导的主要方针是鼓励各家银行大胆放贷，对风险因素的关注意显不够重视；但短短三个月后，窗口指导将完全转向：货币当局将转为重视信贷投放的风险，同时，还将倾向于鼓励商业银行加大对中小企业的信贷投放。

小幅回收流动性：平滑资金供应并相应地减缓信贷扩张速度

08 年年底以来，由于担心信贷风险，商业银行普遍存在惜贷的现象，导致央行宽松的货币政策被微观主体所对冲。但 4 万亿政府投资计划出台后，银行纷纷争抢项目，惜贷的心理只存在于私人部门。

从金融体系的资金面供给来看，主要是“内”和“外”两个方面，“外”是指贸易顺差以及资本项目下资金流入而造成的人民币投放；“内”是指央行的公开市场操作和贷款派生出的存款。

由于 09 年央票到期的衰减，以及一季度贸易顺差的急剧下降，由外汇占款和央票到期而被动注入的资金并不构成流动性过剩的主要部分。

从一季度来看，由于信贷持续大规模扩张，贷款派生出的存款占据了最主导地位，无论是居民户存款还是企业存款，增幅远超去年同期，这些存款将是未来流动性充裕的最主要来源。

当 M2 较长时间运行在 17% 的目标值之上，央行加大回收资金的力度是必然的。因为经过持续 4 个月的告诉货币供应增长，通胀的压力已经不远，央行的货币政策必须有一定的前瞻性。

我们认为，央行在连续三个月的信贷持续高增长后，将很有可能通过正回购手段或者三个月央票略微回收目前市场过剩的流动性，以平滑 09 年月度资金供应，因为 7 月份左右将是到期资金最少的一个月。短期小幅回收流动性有助于平滑资金供应的同时，并可以相应地降低目前的信贷扩张速度。货币当局亦将从年初的鼓励信贷投放转变为审慎态度。

降息有空间并不代表近期会降息

与美国还是其他几个主要经济体相比较，中国还有一定的降息空间。但实际上，各国利率体系因中央银行调控方式、金融制度及金融市场状况不同而存在差异。我国的利率市场化改革仍在进行中，市场利率与管制利率并存，利率体系与发达国家存在较大的差异。在比较国家间利率水平时，需要比较分析利率的性质和期限等特点。整体来看，降息的空间并没有想象的那么大。

存在一定的降息空间，这并不意味着近期就会降息。相反，我们认为央行的目的已经完全达到，甚至超过了原先预定的目标，降息已经变得完全没有必要；其次，CPI 虽在 2 月份同比负增长，随后一个季度逐渐回升的可能性正在明朗，从环比来看，物价下跌动力并不足，基于 CPI 负增长对实际利率偏高的判断无多大依据。

二季度末存款准备金率

银行体系的资金来源已不同于 2007 年——07 年由于贸易顺差高居不下，加上资本项目的大量顺差，造成央行被迫大量回收过剩的资金。在信贷持续高速增长情况下，企业和居民户存款大增，这将为未来提供充足的资金。

上文的分析指出，6、7 月份由于央票到期量急剧萎缩，虽然央行会通过诸如 3 个月的央票或者正回购推移资金的注入，但低于正常值的可能性很大，我们认为很有可能在这个时间窗口下调存款准备金率，幅度在 0.5-1% 之间。

人民币小幅贬值

从经济的角度来看，人民币贬值或许不是最佳选择，因为虽然短期内贬值本币将提振出口，但从长期来看，贬值的负面影响应大于正面影响。但一季度出口增速回落的幅度明显超出政府的预期，从最近一季度的出口政策来看，提振出口主要依靠行业振兴规划，尤其是提高出口商品出口退税率。但显然在诸多刺激出口的备选政策中，人民币小幅度贬值是最优选择。人民币贬值 1% 的效果，相当于出口退税率上调 1.5% 至 2%。

即使考虑到美联储大量收购国债发放美元货币对美元贬值的冲击，以及欧盟关于启动欧元印钞机的信息，世界主要几个经济体面临着较大的通货贬值的压力，但我们认为中国通胀压力更大。中国由于金融机构的稳健，在这次金融危机中资产负债表未受到明显的冲击，同时人民币货币供应的增速远超于其他主要经济体，人民币贬值的压力更大。

即使外围几个主要经济体在 09 年见底回升，09 年世界经济整体疲软的局面已成定局，二三季度出口增速如果不能有效回升，我们认为通过小幅度的人民币贬值来刺激出口的效果将最为有效。预计幅度：人民币兑美元为 7: 1。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔 嵘	021-68866202	高 健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖 喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
银行		房地产		信息技术	
黄 飙	0755-82133476	方 焱	0755-82130648	肖利娟	010-82252322
谈 焱	010-82254212	陈 林	0755-82133343	王俊峰	010-82254205
戴志锋	0755-82133343	区瑞明	0755-82130678	凌 晨	021-68866233
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
黄安乐	010-82254207	赵雪桂	021-68866238	郑 东	010-82254160
李洪翼	010-82252922	左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱 伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉		陆 震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
石油与石化		电力设备		传媒	
李 晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-82133406
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠		谢达成	021-68866236	丁 丹	0755-82130678
通信		造纸		家电	
严 平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨 昕	021-68864596	李君	021-68866235
中小股票		食品饮料			
高芳敏	021-68864586	黄 茂	0755-82130646		
陈爱华		谢鸿鹤			
滕云					
农业		煤炭		建筑	
张 如	021-68866233	陈 亮		邱 波	
固定收益与基金		金融工程		金融工程	
皮 敏	021-68864011	葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297
张 旭	010-82254210	董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532
杨 涛	0755-82133339	戴 军	021-68864585	林晓明	

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑 毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞 博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦 骥	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝 彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘 塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		