

2009 年 4 月 15 日

中国宏观经济研究

德邦证券有限公司
陆兴元 CFA
luxy@tebon.com.cn
86-21- 6876 1616

预计二季度信贷投放力度显著减弱, 利率将维持不变

摘要

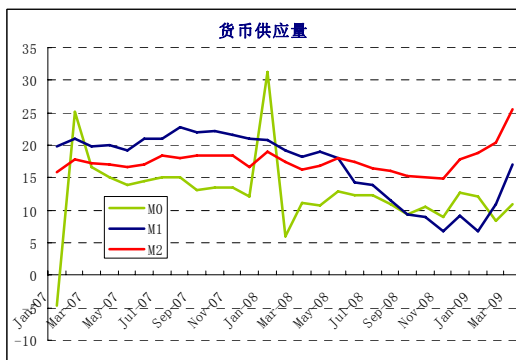
一季度信贷投放激增, 货币市场流动性充裕, 这主要是由于国家落实大规模经济刺激计划, 基建相关配套贷款大幅增加。

鉴于中国经济指标已有明显改善迹象, 且资金可能流入其他市场, 预计二季度央行信贷投放力度将显著减弱。

同时, 经济改善使得降息的迫切性降低, 且大宗商品期货价格大幅反弹, 我们预计二季度央行将维持利率不变。

一、一季度货币信贷数据

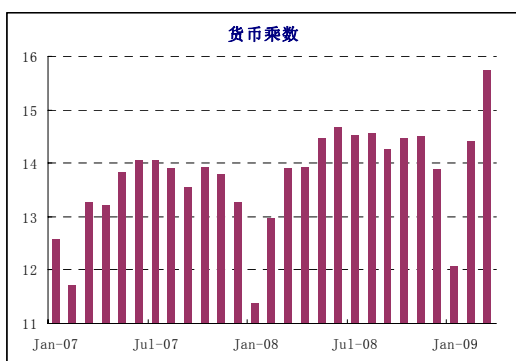
4 月 11 日, 中国人民银行公布了 2009 年一季度货币信贷数据。中国金融机构新增人民币贷款 4.58 万亿元, 其中 3 月份新增贷款达到创纪录的 1.89 万亿元。



1、货币供应量

2009 年 3 月末, 广义货币供应量(M2)余额为 53.06 万亿元, 同比增长 25.51%, 增幅比上年末高 7.69 个百分点, 比上月末高 5.11 个百分点; 狭义货币供应量(M1)余额为 17.65 万亿元, 同比增长 17.04%, 增幅比上年末高 7.98 个百分点, 比上月末高 6.41 个百分点; 市场货币流通量(M0)余额为 3.37 万亿元, 同比增长 10.88%。

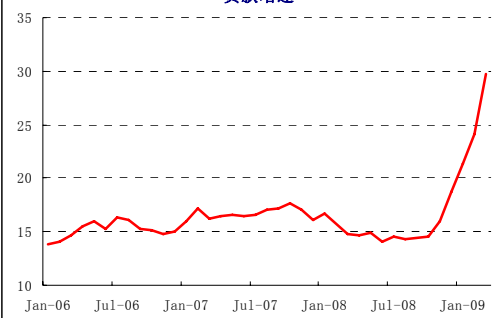
值得注意的是, 3 月末广义货币供应量(M2)增速创下历史新高。



2、货币乘数

据测算, 3 月末货币乘数为 15.72, 该数据创下历史新高。货币乘数高企表明银行借贷活动相当活跃。

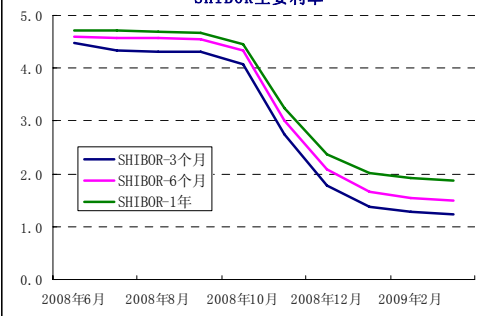
贷款增速



3、贷款增速

金融机构人民币各项贷款余额 34.96 万亿元，同比增长 29.78%，增幅比上年末高 11.05 个百分点，比上月末高 5.6 个百分点，**该数据创下历史新高。**

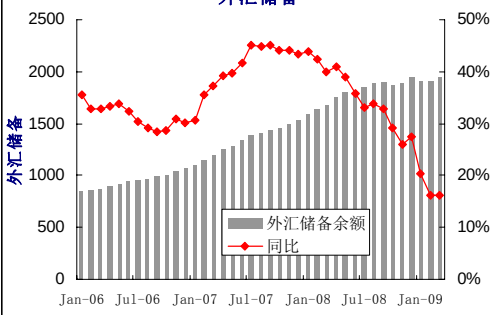
SHIBOR 主要利率



4、利率

一季度人民银行没有调整利率，但宽松的资金供应使得各期限利率均出现下降。左图为上海银行间同业拆放利率，3 个月、6 个月、1 年 SHIBOR 均出现下降。

外汇储备



5、外汇储备

2009 年 3 月末，国家外汇储备余额为 19537 亿美元，同比增长 16.14%。一季度国家外汇储备增加 77 亿美元，同比少增 1462 亿美元。3 月份外汇储备增加 417 亿美元，同比多增 67 亿美元。

中国外汇储备的增长速度明显下降，2009 年 2 月和 3 月同比增速均在 16% 左右，而上次中国外汇储备增速低于 20% 还在 2001 年。

6、小结

2009 年一季度中国信贷猛增主要是由于国家落实大规模经济刺激计划，基建相关配套贷款大幅增加，进而导致货币供应量、货币乘数、贷款增速大幅上升。

二、二季度信贷投放前瞻

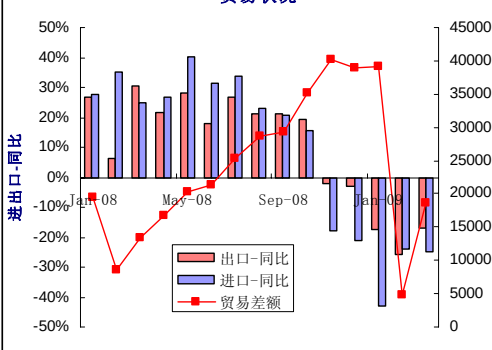
1、3 月份中国经济运行状况有所改善

从已经公布的经济指标来看，中国经济最危险的时刻可能已经过去。

(1) 贸易数据

据中国海关统计，今年 3 月份，中国进出口总值 1620.2 亿美元，同比下降 20.9%；其中出口 902.9 亿美元，同比下降 17.1%；进口 717.3 亿美元，同比下降 25.1%；当月贸易顺差 185.6 亿美元，同比增加 41.2%。

贸易状况



A、尽管进出口数据同比出现下降，但环比出现一定回暖迹象。同比来看，3 月份，中国外贸进出口总值、出口和进口分别下降 20.9%、17.1%和 25.1%，下降幅度比今年前两个月的同比降幅分别减少 6.3 个、4 个和 9.1 个百分点。按平均工作日水平的可比口径计算环比指标，3 月份进出口总值环比大幅增长 23.8%；其中出口增长 32.8%，进口增长 14%。

三月	进出口总值	出口	进口
同比	-20.90%	-17.10%	-25.10%
上月同比	-27.20%	-21.10%	-34.20%
按平均工作日水平的可比口径计算环比	23.80%	32.80%	14%

B、劳动密集型产品出口同比和环比均有不同程度的增长。3 月份，中国具有较强市场竞争优势的劳动密集型产品出口表现良好，其中，同比来看，服装出口 74.3 亿美元，增长 9.9%；家具 22.3 亿美元，增长 1.3%；鞋类 20.8 亿美元，增长 7.7%；箱包 9.8 亿美元，增长 11.7%。环比来看，服装出口增长 72.5%，家具增长 78.1%，鞋类增长 42.6%，箱包增长 90.7%。

	出口额	同比	环比
服装	74.3 亿美元	9.9%	72.5%
家具	22.3 亿美元	1.3%	78.1%
鞋类	20.8 亿美元	7.7%	42.6%
箱包	9.8 亿美元	11.7%	90.7%

C、与欧、美、日等前 3 大贸易伙伴的出口环比均大幅增长。今年 3 月份，中国对欧盟出口环比增长 27.8%；对美环比增长 33.3%；对日环比增长 36.7%。

	出口额	同比	环比
欧盟	172.1 亿美元	-20.2%	27.8%
美国	164.5 亿美元	-12.6%	33.3%
日本	80.4 亿美元	-13.6%	36.7%

(2) 用电量

根据中国电力企业联合会统计，1-3 月份，全国全社会用电量 7809.90 亿千瓦时，同比下降 4.02%；而 1-2 月份，全国全社会用电量 4972.18 亿千瓦时，同比下降 5.22%。其中，全国工业用电量为 5507.80 亿千瓦时，同比下降 8.38%；而 1-2 月份，全国工业用电量为 3436.66 亿千瓦时，同比下降 10.37%。

从用电量来看，3 月份全社会用电量和全国工业用电量均出现同比降幅走缓的趋势。

(3) 汽车销量上升

据中国汽车工业协会最新统计,受政策效应拉动和季节性周期的双重影响,2009 年 3 月,乘用车市场进入销售旺季,当月销量超过 77 万辆,创历史新高。

	月度汽车销量 (万辆)	同比%	环比%
2008 年 12 月	58.5	-7.3	0.1
2009 年 1 月	61.1	-7.8	4.4
2009 年 2 月	60.7	24.2	-0.5
2009 年 3 月	77.2	10.3	27.2

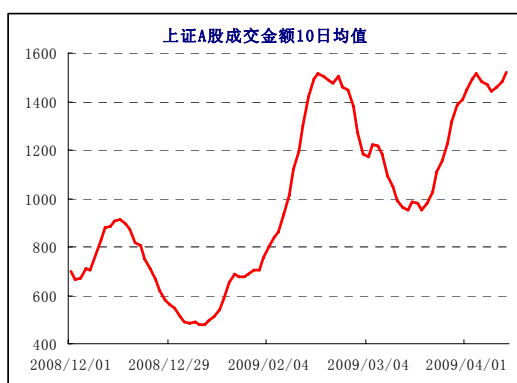
上述三项指标已经表明中国经济已经摆脱最危险的时刻。由于中国政府推动银行扩大信贷只是“危机处理”的临时性措施,相信一旦中国经济好转,央行将放慢货币扩张步伐。

2、资金有流入其他市场迹象

央行大规模放松信贷的意图是使得资金流入生产领域,保证在金融危机过程中,经济体系中不致出现流动性不足的情况。然而,从近期中国经济运行的情况看,资金有流入其他的市场的迹象。

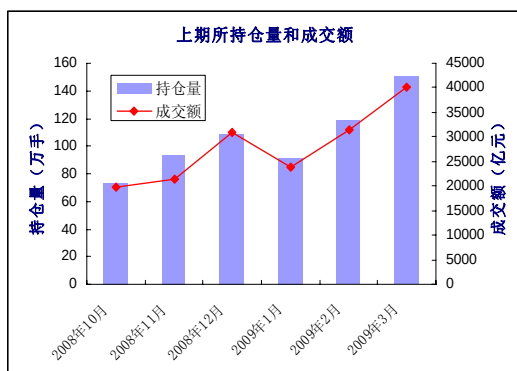
(1) 股票市场交易金额大幅增加

左图为上证 A 股成交金额 10 日均值。在 2008 年末,该数据一度低于 500 亿元。至 2009 年 4 月初,上证 A 股成交金额 10 日均值已经达到 1500 亿元以上。



(2) 大宗商品市场表现活跃

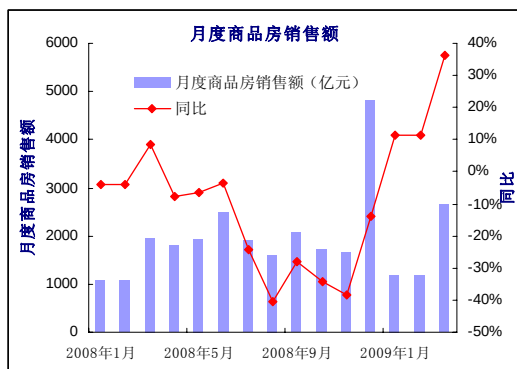
左图为 2008 年 10 月至 2009 年 3 月,上海期货交易所各品种总持仓量和成交金额月度变化。为了保持统计口径一致,在统计时去除了新上市品种螺纹钢和线材。



图中清晰地反映出在最近 3 个月中,上海期货交易所的持仓量和成交额均同步放大。其中,3 月份持仓量和成交额环比分别上升 26.6%和 27.3%。

(3) 房地产销售增加

根据国家统计局公布的《2009 年 1-3 月全国房地产市场运行情况》,1-3 月,全国商品房销售面积 11309 万平方米,同比增长 8.2%;同期,商品房销售额 5059 亿元,同比增长 23.1%。而 3 月份,商品房销售额为 2662 亿元,超过 1 月和 2 月销售金额的总和。



鉴于资金有进入投机市场的动向，长期来看不利于经济稳定，因而央行很可能减缓信贷放松的步伐。

3、二季度信贷投放速度将明显放缓

中国人民银行货币政策委员会 2009 年第一季度例会于 4 月 11 日在北京召开。会议认为国家应对金融危机所采取的政策措施取得初步成效，对下一阶段货币政策取向如下表述：“落实适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性。进一步理顺货币政策传导机制，保持银行体系流动性充裕，保证货币信贷总量满足经济发展需要。”

由于当前经济趋向稳定，虽然仍需要以适当的节奏进一步激活经济，但当前并不迫切。由于 2009 年一季度信贷扩张速度过快，预计二季度货币政策将保持中性，信贷进一步扩张的可能性不大。

近期人民银行的公开市场操作也体现了“维稳”的操作思路。从 3 月初至 4 月 10 日的 6 周内，央行公开市场操作为净回笼 60 亿元，表明央行目前正在等待宏观经济数据，以决定是否采取更进一步的举措（见下表）。

	净投放 (+) 或净回笼 (-)，单位：亿元
3 月 2 日至 3 月 6 日	410
3 月 9 日至 3 月 13 日	-190
3 月 16 日至 3 月 20 日	-290
3 月 23 日至 3 月 27 日	380
3 月 30 日至 4 月 3 日	230
4 月 7 日至 4 月 10 日	-600
近 6 周合计	-60

尽管目前国际经济环境仍然很不稳定，中国经济增长的不确定性依然很高，但近期中国经济已出现一定转暖迹象，流动性不足出现的可能性大大降低，因此二季度信贷投放速度将明显放缓。

三、预期央行二季度维持利率不变

中国人民银行行长周小川 3 月 29 日在美洲开发银行(IDB)年会间隙表示，“利率政策的制定将依据即将公布的第一季经济数据。基于对经济指标的观察，将保持灵活的利率政策，目前必须等第一季统计数据出炉，可能需要两周时间观察经济数据。”因此，对央行利率政策走向的预测将基于对中国经济运行状况的判断。

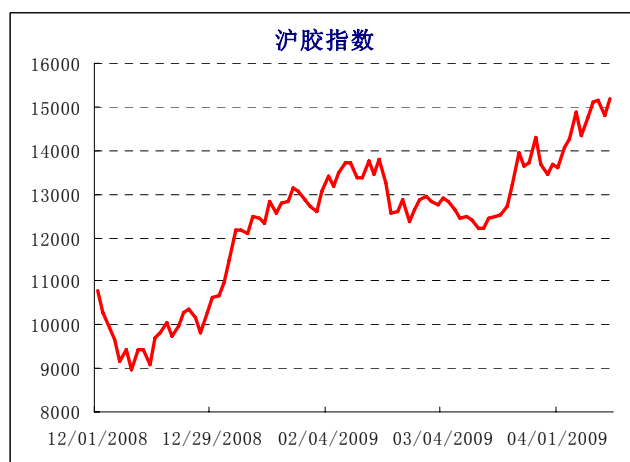
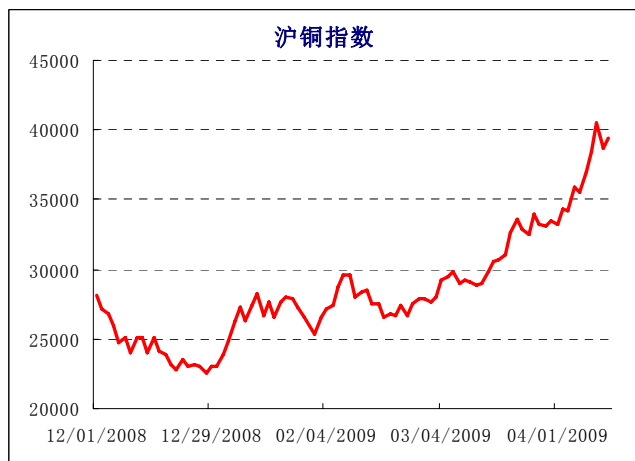
1、经济已经回暖，降息必要性降低。

从各项指标来看，中国经济回暖的迹象已十分显著，中国人民银行动用利率工具来刺激经济的必要性大大降低。而且国际经济形势依然不明朗，央行需要保留部分政策手段。若未来世界经济形势显著恶化，央行就有足够的政策空间来刺激经济。

2、2 月 CPI 虽为负值，但期货市场反映未来大宗商品价格将大幅上涨。

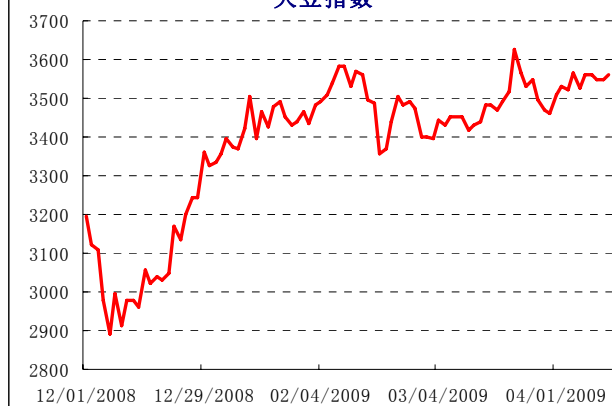
国家统计局公布 2 月 CPI 为-1.6%，出现六年来首次下滑，令中国经济面临一定的通货紧缩风险。但国内期货市场反映，大宗商品的涨价预期十分强烈，未来通货膨胀的可能性已经大大增加。

(1) 工业品方面，至 4 月 15 日，铜价较 2008 年末低点上涨 74.6%；铝价上涨 24.8%；锌价上涨 51%；橡胶上涨 69.4%。



(2) 农产品方面，至 4 月 15 日，大豆较 2008 年末低点上涨 23.3%；白糖上涨 35.5%；强麦上涨 8.7%；棉花上涨 20.5%。

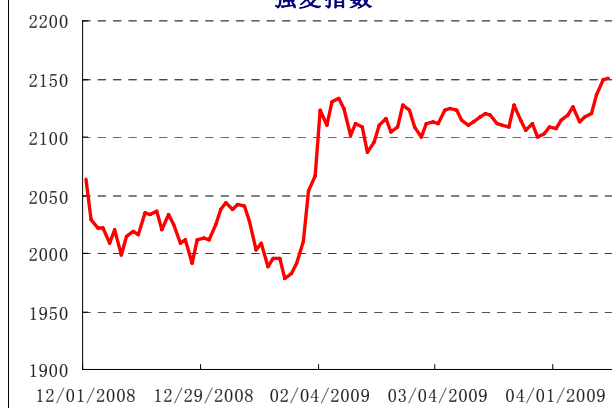
大豆指数



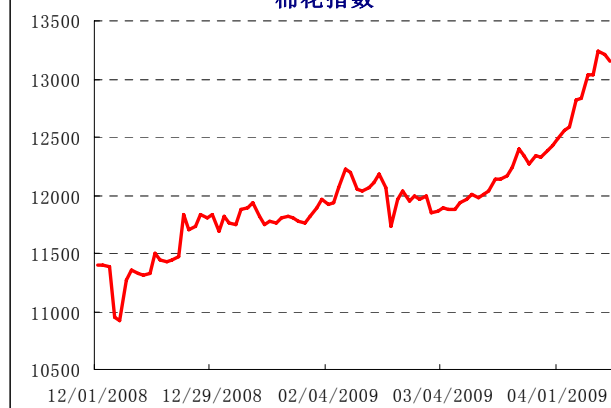
白糖指数



强麦指数



棉花指数



自 2008 年末开始，中国国商品市场走出了一轮比较强劲的反弹，无论工业品还是农产品均出现大幅上涨。由于期货市场具有价值发现的功能，表明未来市场对于大宗商品的价格预期比较高，眼下的物价下跌不会持续很长时间，而通胀的风险已经在远处隐隐出现。

3、结合上述两方面的原因，二季度降息的可能性很低。

我们预期，二季度中国人民银行将维持利率不变。若国际经济环境出现突变，不排除央行降息以刺激经济的可能，但这种情况出现在三季度的可能性更大。

总部

德邦证券有限责任公司
上海市福山路 500 号
城建国际中心 26 楼
电话：021-68761616

上海

德邦证券有限责任公司
凉城路营业部
上海市虹口区凉城路 479 号
电话：021-65299887

德邦证券有限责任公司
浦东南路营业部
上海市浦东南路 500 号
国家开发银行大厦 10 楼 C 座
电话 021-58887251

德邦证券有限责任公司
志丹路营业部
上海市志丹路 158 号
电话：021-56078154

德邦证券有限责任公司
岳州路营业部
上海市虹口区岳州路 58 号
电话：021-65015533

北京

德邦证券有限责任公司
光华路营业部
北京市朝阳区光华路 14 号
嘉都大厦 A 座 4 层 409
电话：010-65089558

广州

德邦证券有限责任公司
体育西路营业部
广东省广州市体育西路 189 号
城建大厦 11 楼
电话：020-38796656

TEBON 德邦证券

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。