

2009年4月15日

宏观策略部

货币政策将转化为重结构

◆开放度的提高，使我们与世界更加融合

由于政府对商业银行信贷投放的鼓励，以前所担心的信贷会出现收缩的状况已经完全被政府的鼓励措施所稀释，信贷不仅没有出现收缩，还出现了投放规模超出市场普遍预期。如此短时间内巨大的信贷投放，是否意味着下一步信贷会开始出现收紧？从当前宏观经济的运行状况来看，短期信贷仍将保持一定的增速，并不会出现大幅缩紧的状况，只是下一步政策操作上会更偏重于信贷结构的优化和信贷投放的稳健。

由于经济的复苏仍然比较缓慢，尽管从发电量的指标、出口增速的环比指标、物价的环比指标来看，经济已经开始远离通缩的风险，步入复苏，但这种复苏并不稳定，这就要求经济的激励政策仍需保持持续性，否则带给经济的将是大起大落，而且，一旦由于调控的原因使经济再次下滑，那么经济再次回升的成本和难度将变得更为艰巨，因为到那时全社会的预期都将变坏。因此，预计信贷增速仍将保持较强的势头，国家短期内不会出台抑制信贷投放的政策，即便有抑制政策的预期，那也是下半年经济出现强劲回升之后的事情。

就实体经济而言，外需的萎靡和房地产的低迷，让我们的经济增速能回归至9.5%以上，已经是比较乐观，那么货币增速和经济增速之间的缺口意味着有两位数以上，而这一缺口假若货币增速没有出现快速下降，或者经济增长缺乏持续的回升，都将依赖通货膨胀去弥补。两位数以上的通胀显然我们的经济体很难去承担，这就使下一阶段央行在投放货币的时候不敢再像一季度一样的放任，这种高信贷投放只能适时而止。

短期出控制信贷的措施不太适合，而信贷的大幅扩张又会留下后遗症，因此，下一阶段信贷的投放将偏重于稳健和信贷的结构，这使货币政策操作变得更需要智慧。稳健的操作体现在信贷的投放逐步减少，而不是急缩式的下降。偏重于结构体现在：就中长期与短期而言，将更加偏重于中长期信贷，就行业的投放而言，将更偏重于产业结构升级，对传统的高耗能高污染的行业将偏于收紧，而对新兴产业进行信贷倾斜。这样操作的其实质就是通过信贷的逐步平稳和刺激经济的持续长期增长来化解短期货币增速和经济增速之间的缺口，以避免出现较高的通货膨胀。

首席经济分析师

潘向东

(8610)68561122-1788

Panxiangdong@ebcn.com

相关报告：

货币政策将转化为重结构

2009 年 3 月末，广义货币供应量(M2)余额同比增长 25.51%，狭义货币供应量(M1)余额同比增长 17.04%，市场货币流通量(M0)余额同比增长 10.88%。3 月份当月人民币各项贷款增加 1.89 万亿元。

由于政府对商业银行信贷投放的鼓励，以前所担心的信贷会出现收缩的状况已经完全被政府的鼓励措施所稀释，信贷不仅没有出现收缩，还出现了投放规模超出市场的普遍预期，1-3 月份新增贷款达到 4.5 万亿，离全年下限的目标 5 万亿只有一步之遥了。如此短时间内巨大的信贷投放，是否意味着下一步信贷会出现收紧？从当前宏观经济的运行状况来看，短期信贷仍将保持一定的增速，并不会出现大幅收紧的状况，只是下一步信贷的投放会更侧重于结构的优化和信贷投放的稳健。

信贷的投放具有持续性的主要原因有两个：其一，基础货币投放加大所带动的货币供应量回升会导致实体经济的回暖，从而引起货币乘数回升，货币乘数的回升又会对信贷产生正反馈，引发后续与民间投资相关的信贷增速回升。其二，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 2009 年工作任务的 first 要务，可以预计 2009 年金融机构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，2009 年的前三季度更多的是一种与政府投资相关的被动放贷。只要这些被动放贷的规模足以推动投资增速维持较高增长（从 2008 年 11 月份以来这五个月的信贷增速和从 2008 年 12 月份以来四个月的实际投资增速来看，这一条件已经具备），那么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，企业投资的动能将会增强。此时，假若央行将不再像往年一样对商业银行全年的贷款规模设限，那么商业银行的信贷会伴随着企业资产负债的改变而出现持续的强劲。

由于经济的复苏仍然比较缓慢，尽管从发电量的指标、出口增速的环比指标、物价的环比状况来看，经济已经开始远离通缩的风险，步入复苏，但这种复苏并不稳定，这就要求经济的激励政策仍需保持持续性，否则带给经济的将是大起大落，而且，一旦由于调控的原因使经济再次下滑，那么经济再次回升的成本和难度将变得更为艰巨，因为到那时全社会的预期都将变坏。因此，预计信贷增速仍将保持较强的势头，国家短期内不会出台抑制信贷投放的政策，即便有抑制政策的预期，那也是下半年经济出现强劲回升之后的事情。

但信贷的大幅扩张又会给经济留下后遗症，流动泛滥留给经济最大的后遗症就是通货膨胀。就费雪方程而言，货币增速与货币流通速度的变化率之和总是与名义 GDP 相等，当出现货币的过度扩张，而实体经济的回升较为缓慢时，它们之间的缺口就依靠通货膨胀去弥补。现在货币增速的快速上涨（M2 同比增长 25.51%），假若这一增速持续半年多，那么意味着通货膨胀会比预期的来得更快。因为就实体经济而言，外需的萎靡和房地产的低迷，让我们的经济增速能回归至 9.5%以上，已经是比较乐观，那么货币增速和经济增速之间的缺口意味着有两位数以上（货币流通速度的变化率随着经济的复苏也会出现正数），而这一缺口假若货币增速没有出现快速下降，或者经济增长缺乏持续的回升，都将依赖通货膨胀去弥补。两位数以上的通胀显然我们的经济体很难去承担，这就使下一阶段央行在投放货币的时候不敢再像一季度一样的放任，这种高信贷投放只能适而止。

短期出控制信贷的措施不太适合，而信贷的大幅扩张又会留下后遗症，因此，下一阶段信贷的投放将偏重于稳健和信贷的结构，这使货币政策操作变得更需要智慧。稳健的操作体现在信贷的投放逐步减少，而不是急

缩式的下降。偏重于结构体现在：就中长期与短期而言，将更加偏重于中长期信贷，就行业的投放而言，将更加偏重于产业结构升级，对传统的高耗能高污染的行业将偏于收紧，而对新兴产业进行信贷倾斜。这样操作的目的其实质就是通过信贷的逐步平稳和刺激经济的持续长期增长来化解短期货币增速和经济增速之间的缺口，以避免出现较高的通货膨胀。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峰	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.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。