

董先安

首席宏观分析师

021-38565956

dongxa@xyzq.com.cn

相关报告

090811

货币信贷数据稳超预期

090811

进出口降幅收窄趋势不变

090811

全球物价同比探底 环比依次回稳

090809

欧美市场周报：美失业率1年来首次下降

090809

亚洲市场周报：同比物价连创新低 环比回升

090807

中国经济与地产走向

090802

欧美市场周报：经济缓慢复苏 房市正在企稳

090802

亚洲市场周报：贸易有所恢复 就业仍严峻

090801

PMI 专题：内需强劲再次压倒季节性

090731

7月中国经济数据预测

090724

正面解读政策微调信号

090717

真实利率决定地产市场波动中上行

090716

大超预期的高增长低通胀

090709

海外市场专题：美国缓慢复苏由通缩向温和通胀过渡

090701

PMI 专题：去库存化不再猛烈

090630

6月中国经济数据预测

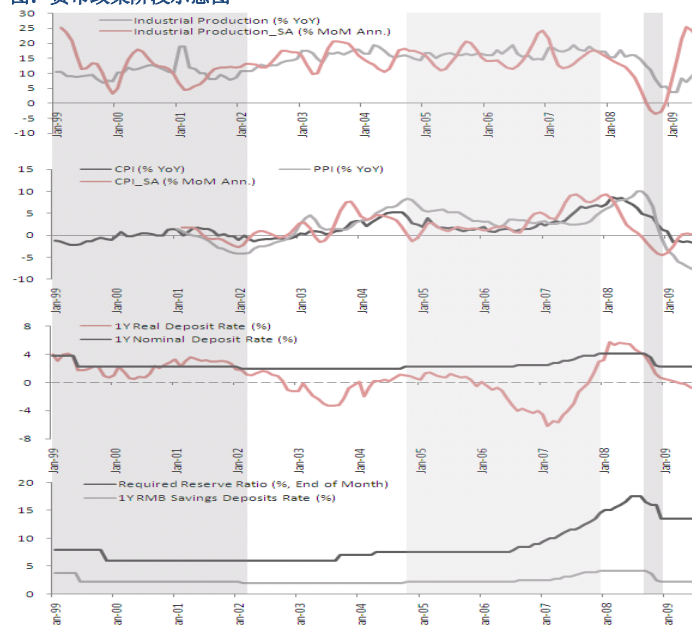
货币政策中性观察期
仍会持续至少半年

2009年08月16日

要点

- 我们判断，国内货币政策已经处在中性观察期。判断的主要依据是，在今年国内货币政策操作中，存贷款基准利率和存款准备金率的调整工具已经一齐缺席8个月；而且在国内外经济恢复仍有很大不确定性的情况下，央行动用重型武器的可能性很小。预计央行在今年剩下的几个月时间里还是会多看少动。
- 货币政策中性观察期仍会持续至少半年。在2010年4月份前，央行应该不会调整存贷款基准利率。名义基准利率的调整存在很大的粘性。在中性观察期结束前和紧缩性政策来临时，央行货币政策操作应该会偏向于优先使用存款准备金率，或者先调整超额存款准备金利率。在经济增长恢复最快的情况下，我们预计央行选择在2010年初先行使用存款准备金率进行调控。有可能的情况是，央行在今年第四季度宣布在2010年恢复对商业银行贷款的额度控制。这些调整对经济形成更长周期的高增长和低通胀是有利无害的。
- 基于货币政策操作处在中性观察期的判断，我们预计，今年广义货币供应量的增长速度还会保持在28%左右。虽然国内贷款的增速可能会在下半年有所放缓，但外汇占款的增长将会形成一定的替代。
- 我们在趋势判断上没有改变，但很多投资者和分析师未必如此。不过我们相信情绪从来都不改变市场趋势，只是加剧波动。

图：货币政策阶段示意图



注：深色背景表示货币政策扩张期，浅色背景表示货币政策紧缩期
数据来源：Datastream, CEIC, Wind 资讯，兴业证券

一、 问题：货币政策下一步如何演变？

问题一：

过去2周中国股票市场震荡下行，多空分歧再度加大，这意味着“拐点”已经提前到来了吗？

在这个比较高的点位，投资者有焦虑（多空都有各种理由），很多机构和分析师分歧加大，一些收益高达80%以上的投资者获利了结，因此市场震荡。

我们在趋势判断上没有改变，但很多投资者和分析师未必如此。

不过我们相信情绪从来都不改变市场趋势，只是加剧波动。

问题二：

支持“拐点”并未提前到来的理由是什么？是什么因素在真正支撑趋势？

以为市场出现拐点的逻辑有很多。典型的有：1. 流动性驱动股市论；2. 微观经济与宏观数据不一致论；3. 股市过度透支企业盈利预期的泡沫论；4. 草根利率大幅度抬升论等等。但我们不认为这些逻辑可靠。在我们看来，2和3并非决定趋势的因素，是短期震荡因子。

只从同比角度或者把长中短期问题混为一谈导致了08Q4以来一直滞后判断宏观经济形势，而微观企业盈利预期进一步改善只是一个时间问题，这部分人会滞后地相信。

流动性驱动股市论颠倒了因果关系，流动性的定义被广泛地混淆使用了。即使从新增货币信贷的角度来看，因为全球经济总体还在偏冷区间，各国政策方向不变，真实资金成本很低会维持一段时间，资金有配置需求，最早其实是固定收益部门，接下来当然是股权市场和各种资产。

真实资金成本和宏观经济与企业基本面的动态是决定趋势更重要的变量。目前来看：1. 海外复苏迹象已非常明显；2. 中国经济复苏趋势强劲；前两者意味着总需求的回升和企业层面数据的逐月改善；3. 全球货币环境宽松的局面中短期不会改变，真实利率大幅度降低，这意味着资金的机会成本很低；4. 而且中国经济复苏比较快，所以大量资金配置在中国市场的趋势不会改变。

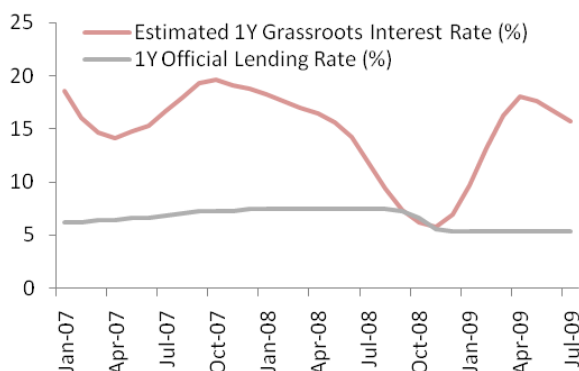
而草根利率的抬升要放在中国货币信贷市场化进程中来看。官方名义利率下偏于（若金融市场准入不是歧视的）均衡利率水平，长期被边缘化的草根金融市场利率上偏于均衡水平，市场扭曲和风险溢价等因素导致这个“更市场化”的利率是高估的、波动大的。近期草根利率抬升更多反映的是被边缘化的企业信贷需求抬升。

同时，经济数据逐月改善的趋势成立，这和2007年过热中后期的经济预期状况不同。

本报告延续真实利率的逻辑，重点探讨中国货币政策的变化。

市场扭曲和风险溢价等因素导致“更市场化”的草根利率是高估的、波动大的。

图1：1年期官方及草根贷款利率



数据来源：CEIC，兴业证券

问题三：

货币政策中性观察期是否（在真实意义上）已经结束？下一步货币政策如何演变？

二、 分析思路

我们认为货币政策是有内生性的。通过检查货币政策所面临的制约条件，结合历史上货币政策的演变规律，来判断下一步中国货币政策的走向、变化方式和幅度。

三、 货币政策操作历史回顾

央行的货币政策操作工具，不外乎有几种选择：

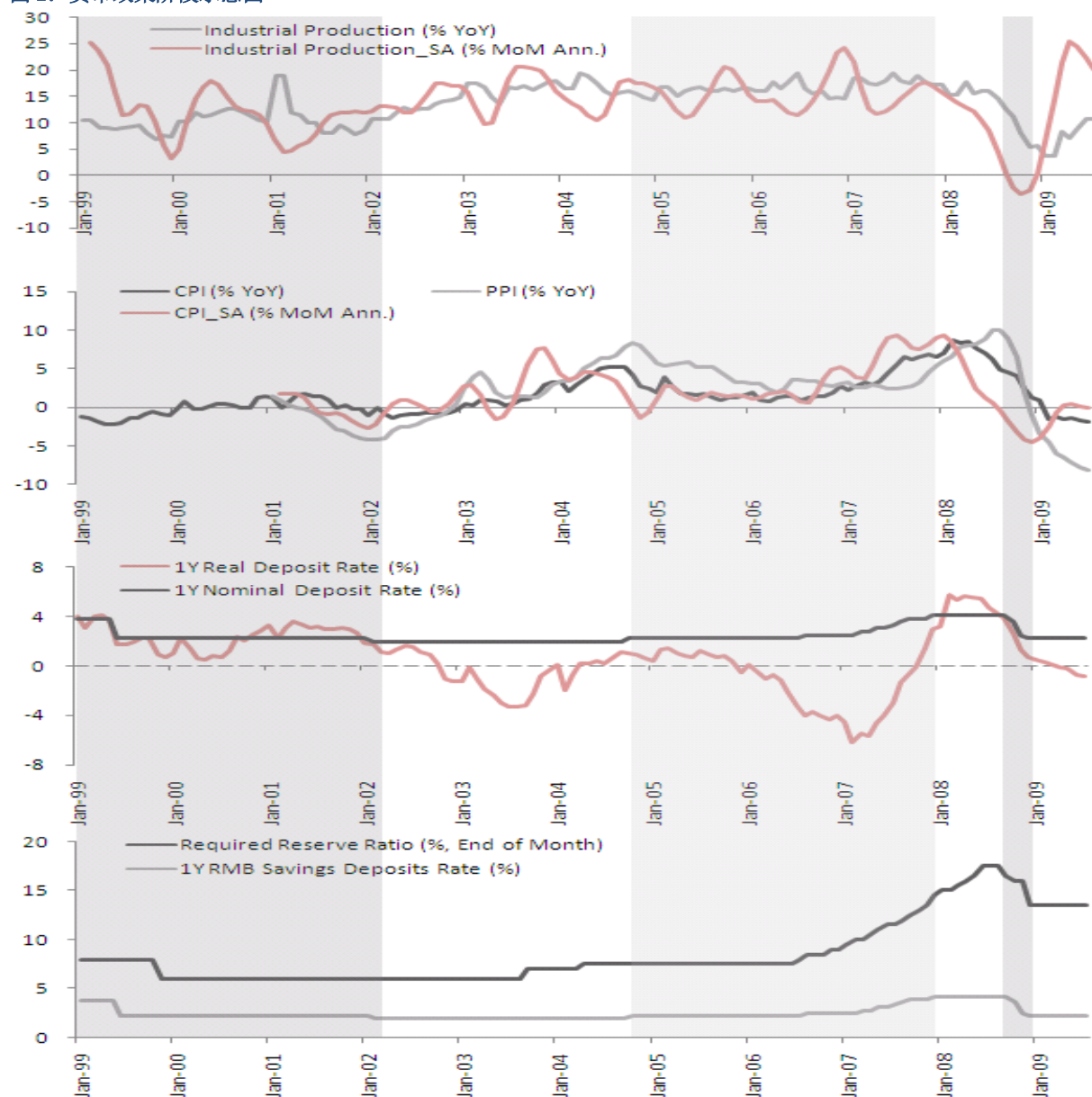
日常的公开市场操作：不同期限结构的央票；

数量型工具：存款准备金率；

价格性工具：存款基准利率、贷款基准利率、超额存款准备金利率、或汇率；

3.1 历史上的货币政策中性观察期

图2：货币政策阶段示意图



注：深色背景表示货币政策扩张期，浅色背景表示货币政策紧缩期

数据来源：Datastream, CEIC, Wind 资讯，兴业证券

经济波动都会经历繁荣期和衰退期，对应的是货币政策有紧缩期和扩张期。从 1996 年到现在，央行的货币政策操作经历了两次明显的货币扩张和货币紧缩之间的转换。1996 年 5 月 1 日到 2002 年 2 月 21 日是货币政策扩张期，金融机构一年期存款基准利率经过 8 次的降息从 10.98% 调低到 1.98%，金融机构一年期贷款基准利率经过 8 次降息从 12.06% 降低到 5.31%，同期存款准备金率也有较大幅度的降低。然后是，从 2004 年 10 月 29 日到 2007 年 12 月 21 日是货币政策紧缩期，一年期存款基准利率经过 8 次加息后从 1.98% 提高到 4.14% 的水平，一年期贷款基准利率经过 9 次加息后从 5.31% 提高到 7.47% 的水平，同期存款准备金率从 7.5% 提高到 14.5%。再者是，从 2008 年 9 月 16 日到 2008 年 12 月底，货币政策再次转换到扩张阶段，一年期存款基准利率从 4.14% 降低到 2.25%，一年期贷款基准利率从 7.47% 降低到 5.31%。从历史上的存贷款基准利率水平来看，5.31% 似乎是一年期贷款基准利率的低限，1.98% 似乎是一年期存款利率的低限。按此看，目前的贷款利率是接近历史低值，而一年期存款基准利率也几乎接近历史低值，最多再有一次调降的空间。

重点要关注的是货币政策紧缩期和扩张期转换过程中的中性时期。在央行看来，扩张性货币政策和紧缩性货币政策的切换期间会有段中性货币政策，这段时期我们不妨称之为货币政策的中性观察期。历史上，中性观察期曾经出现过两次，一次是在 2002 年 3 月到 2004 年 10 月，历时 32 个月；一次是在 2008 年 1 月到 2008 年 9 月底，历时 9 个月。

3.2 判断当前货币政策进入中性观察期的依据

我们相信，历史总有相似的地方。我们有理由相信，从 2009 年初开始，央行的货币政策再次进入中性观察期。判断的依据如下：

一是，在金融危机仍未全面退去的背景下，国内经济增长仍有很多的不确定性因素，央行的货币政策操作仍名义上保持着适度宽松的状态，但实际上央行货币政策在 2008 年第四季度之后并没有采用扩张性政策。我们相信，在 2008 年第四季度的调整后，央行认为货币政策已经处在可进可退的位置。因此，上半年货币政策名义上为适度宽松，实则已经进入中性观察。

二是，央行的利率工具和存款准备金率再次缺席 8 个多月。虽然存款准备金率处在不低的水平，央行要刺激经济增长完全可以调低存款准备金率，但实际上央行并没有出手动用重武器。

三是，国内经济从 2008 年底金融危机猖狂到 2009 年上半年贷款快速增长的切换异常迅速。在这种变化异常的外部环境下，央行的占优策略是保持观望，而不是忽左忽右的变动。

3.3 历史上观察期内的货币政策操作

让我们来看看历史上货币政策中性观察期间里央行是如何操作货币政策的：

第一个中性观察期是在 2002 年 3 月到 2004 年 10 月。在 2004 年 10 月 29 日央行调高基准利率前，除日常的公开市场操作之外，央行的货币政策操作工具是央行票据和存款准备金率。该时期内，央行在监测到上升的通胀压力后从 2003 年 4 月开始发行央行票据，用以对冲过多的货币。在此之前的一年间，央行几乎只有日常的公开市场操作。再者就是 2003 年 9 月 21 日和 2004 年 4 月 25 日两次提高了存款准备金率，提高的幅度是 1.5%。此段期间，央行的利率调整处在空档期，仅仅是处在观察待命的状态。而在开始动用利率工具前，央行已两次动用存款准备金率。

第二个中性观察期是在 2008 年 1 月到 2008 年 9 月底。有央行人士曾表示，2008 年上半年没有加息是中性货币政策的开始，也是货币政策取向发生变化的信号。在 2008 年 10 月 9 日央行开始调整基准利率前，2008 年上半年只是用 5 次调高存款准备金率来应对当时复杂的局面，但就是没有用到利率工具。

从两次观察期的经历来看，观察期有几个特征。一是在利率工具缺席的时候，存款准备金率成为被经常使用的替补。其中的原因可能在于，央行面对不太确定的局面时更偏向于使用存款准备金率，而不是动用基准利率这个相对较猛的药。二是，可能也是巧合，两次观察期都在 10 月份结束，央行在 10 月份开始调整基准利率。

四、 中性观察期内货币政策操作的决策约束

在未来一段时期里，货币政策操作会面临以下的决策约束：

4.1 决策约束一：货币需求的刚性

目前经济复苏仍面临着很大不确定性的内外部环境。在外需还没明确恢复时，固定资产投资在上半年以 33.5% 的速度增长，下半年预计仍将维持一个较快的增长，从而对贷款和货币需求形成软约束。

在观察期期间，央行政策最多是微调，因为央行不会冒着对经济增长踩刹车的风险。在开始调整名义利率时，可以预示到货币政策已经进入紧缩期间。所以央行在真正开始调高名义利率时还是会比较谨慎。

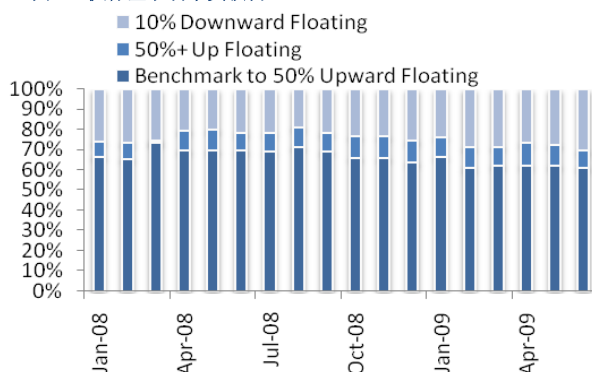
4.2 决策约束二：货币政策操作工具上的约束

4.2.1 名义利率调整存在粘性

影响真实利率未来变化的关键就要看名义利率调整的弹性，即央行在调整名义利率方面的快与慢。实际上，调高名义利率在央行的政策调控工具中的优先序应该比较靠后。理由如下：

(1) 名义利率调高和调降存在很大的不对称性。调降名义利率，相当于踩油门，普遍会受到民众的欢迎，可能遇到的阻力会相对较小，央行在调低利率时的态度会比较坚定。调高名义利率，相当于踩刹车，刚开始时会受到很大的质疑，可能造成央行调高利率的做法会比较摇摆。今年 6 月份贷款利率的经历就是一个佐证，当月贷款利率下浮 10% 的比例进一步提高，就从侧面上表明了利率上行和下行之间的不对称性。

图 4：执行基准利率贷款占比



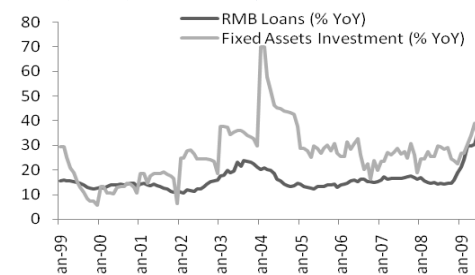
数据来源：CEIC，兴业证券

从 1991 年到 2008 年底，一年期存款基准利率调高了 10 次，调降了 12 次。其中调高的 10 次有 8 次是发生在 2004 年到 2007 年期间，调整的方式是小步快走，每次都仅仅是 27 个基点的微调。而调降的方式则相对比较灵活，比如 2008 年 11 月 27 日就能调低 108 个基点。

(2) 观察期内，央行动态微调的工具会偏好于数量型调控。在央行调高名义利率之前，央行应该更偏好于动用公开市场操作或调整存款准备金率等数量型工具，毕竟这些数量型工具央行操作起来比较得心应手。

(3) 央行在调高名义利率上存在相机抉择的两难问题。一方面，央行在上调利率上要做到前瞻性和主动性，尽可能需要根据未来通胀走势提前对名义利率做出调整，需要在时间上有个提前量；另一方面，央行如果过于早或过于主动调高名义利率，又可能引起民众新一轮的通胀预期。因而，在时间把握上，有很大的为难。

图 3：固定资产投资和人民币贷款同比



数据来源：CEIC，兴业证券

表 1：名义利率调整和存款准备金调整（顺序对比）

	定期存款利率：1 年		人民币存款准备金率	
	调整幅度	调整后	调整幅度	调整后
1996-05-01	-1.80	9.18		
1996-08-23	-1.71	7.47		
1997-10-23	-1.80	5.67		
1998-03-21			-5.00	8.00
1998-03-25	-0.45	5.22		
1998-07-01	4.77	4.77		
1998-12-07	-1.44	3.78		
1999-06-10	-2.52	2.25		
1999-11-21			-2.00	6.00
2002-02-21	-1.80	1.98		
2003-09-21			1.00	7.00
2003-12-20				
2004-04-25			0.50	7.50
2004-10-29	0.27	2.25		
2005-03-17				
2006-07-05			0.50	8.00
2006-08-15			0.50	8.50
2006-08-19	0.27	2.52		
2006-11-15			0.50	9.00
2007-01-15			0.50	9.50
2007-02-25			0.50	10.00
2007-03-18	0.27	2.79		
2007-04-16			0.50	10.50
2007-05-15			0.50	11.00
2007-05-19	0.27	3.06		
2007-06-05			0.50	11.50
2007-07-21	0.27	3.33		
2007-08-15			0.50	12.00
2007-08-22	0.27	3.60		
2007-09-15	0.27	3.87		
2007-09-25			0.50	12.50
2007-10-25			0.50	13.00
2007-11-26			0.50	13.50
2007-12-21	0.27	4.14		
2007-12-25			1.00	14.50
2008-01-25			0.50	15.00
2008-03-25			0.50	15.50
2008-04-25			0.50	16.00
2008-05-20			0.50	16.50
2008-06-15			0.50	17.00
2008-06-25			0.50	17.50
2008-10-09	-0.27	3.87		
2008-10-15			-1.50	16.00
2008-10-30	-0.27	3.60		
2008-11-27	-1.08	2.52		
2008-12-05			-2.00	14.00
2008-12-23	-0.27	2.25		
2008-12-25			-0.50	13.50

数据来源：Wind 资讯，兴业证券

(4) 考虑到人民币兑美元的汇率已经较长一段时间保持在合理的均衡水平附近，中国央行名义利率的调整还会受制于美国利率水平。如果美国利率一直保持较低水平，或者美国经济恢复还需要较长时间，那么中国央行只有在国内通胀已经比较明显时才会不得不去调高名义利率。如果中国央行先一步调高名义利率，有可能会引起国外资金的流入。

按照美联储 8 月初利率决议的说法，美国在相当长时期内会保持一个低利率水平。预计该决议将对中国利率调整形成一个潜在的制约。

(5) 某种程度上，央行有意保持了一个较低的真实利率，以刺激经济的发展。但估计央行对真实利率的低水平也有一定容忍度。目前的环境看，真实利率的水平还没有低到央行不能容忍的程度。

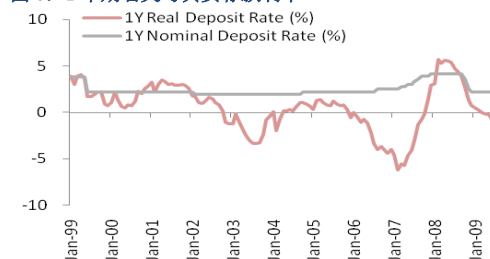
(6) 通胀预期会影响到名义基准利率的调整。2009 年 CPI 翘尾因素平均为-1.17%。我们预计 2010 年 CPI 翘尾因素平均将在 1%左右，并且 2010 年 CPI 同比增长率会在 6 月或 7 月达到一个较高水平，而在下半年 CPI 同比增长率相对下降。对应地，从理性预期的角度来看，央行在今年下半年调整名义利率的必要性就比较小。

图 5：1 年期 LIBOR 和央票到期收益率



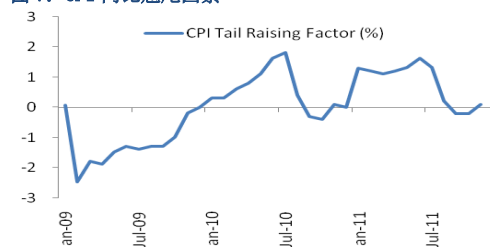
数据来源：Wind 资讯，CEIC，兴业证券

图 6：1 年期名义与真实存款利率



数据来源：CEIC，兴业证券

图 7：CPI 同比翘尾因素



数据来源：Wind 资讯，兴业证券

4.2.2 超额存款准备金利率和存款准备金率将可能被优先使用

(1) 超额存款准备金利率

超额存款准备金利率处在历史低位。其中，法定存款准备金率在 2008 年 11 月 27 日以后已经低至 1.62%的历史低点，甚至比 2002 年 2 月 21 日后实行的 1.89%的水平都要低上 27 个基点；而超额存款准备金利率在 2008 年 11 月 27 日后只有 0.72%的水平，基本与商业银行活期存款的利率持平。

表 2：1996 年以来超额存款准备金利率调整时间表

	法定存款准备金利率		超额存款准备金利率	
	调整幅度	调整后	调整幅度	调整后
1996-05-01		8.82		8.82
1996-08-23	-0.54	8.28	-0.90	7.92
1997-10-23	-0.72	7.56	-0.90	7.02
1998-03-21	-2.34	5.22	-1.80	5.22
1998-07-01	-1.71	3.51	-1.71	3.51
1998-12-07	-0.27	3.24	-0.27	3.24
1999-06-10	-1.17	2.07	-1.17	2.07
2002-02-21	-0.18	1.89	-0.18	1.89
2003-12-20			-0.27	1.62
2005-03-17			-0.63	0.99
2008-11-27	-0.27	1.62	-0.27	0.72

数据来源：Wind 资讯，兴业证券

(2) 存款准备金率

超额存款准备金率处在历史低位，将使得存款准备金率的调整会起到意外的效果。

4.3 决策约束三：预期与超预期政策调整

央行的货币政策操作决策在某种程度上会关注市场上的预期。某些时候，为保证货币政策操作的效果，央行可能会采取超预期的政策调整。在与市场博弈的过程中，央行的选择可以是在操作过程中考虑进市场预期，也可以是该干什么就干什么。从目前情况看，央行的货币政策操作更多还是会遵循其本意，从经济基本面来决定如何开展货币政策操作。

五、 货币信贷现状：我们在哪儿？

下半年观察期里，由于国内贷款和外汇占款的替代关系，货币供应量将继续保持快速增长。

5.1 货币供应量

5.1.1 货币供给 M0/M1/M2/M3

截至今年上半年，广义货币供应量 M2 的同比增速达到 28.5%，增速比上年同期高出十多个百分点。与去年相比，狭义货币供应量 M1 的增速明显加快。从今年初以来，M1 与 M2 的比例呈现从底部抬升的势头，从侧面映证了存款活期化的现象。同时，我们判断上半年人民币贷款的快速增加，对 M2 的增长贡献很大，贡献占比为 72%。人民币贷款对广义货币供应量的增长贡献达到历史最高水平。

根据我们对下半年 M2 变化的模拟测试，我们预计下半年 M2 至少保持 28% 以上的同比增速，该增速仍要高于 M2 往年增长的平均水平。

M3

在广义货币 M2 的基础上引入 M3 的口径。M3 等于 M2、非银行金融机构的存款和金融机构发行的证券三者之和。M3 的增速高于 M2 曾经被用来较好地解释自 06 年下半年以来中国经济迅速增长以及通货膨胀率大幅提高的现象。

与前两年不同的是，从今年初以来的情形是，初步季调后的环比货币供应量增速已然下落，M1、M2 和 M3 均出现环比负增速。08 年 4 季度以来，M3 增速无论同比还是环比都低于 M2。

5.1.2 M2/GDP

M2/GDP 的比值用来说明中国的货币化进程。从 1985 年到 2003 年以来，M2/GDP 的比值保持上升的势头，比值从 0.58 稳步上升到 1.63。也就是说，单位 GDP 的增长，需要足够的货币供应量来支持。在 2003 年以后，M2/GDP 的比值处在高位震荡的位置。根据今年上半年 M2 和 GDP 的增长情况来看，可以预计 M2/GDP 今年内会有一个跳升的过程，比值从 1.6 附近升高到 1.8 左右。基于此验证，今年 GDP 保持 8-9% 增速的话，M2 年内仍会以高于 26% 的速度在增长。

5.1.3 外汇占款

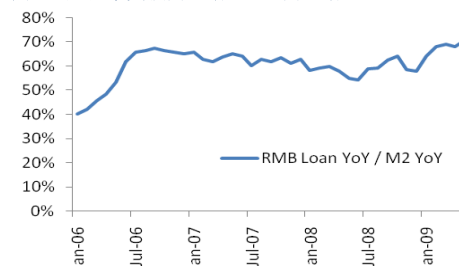
在 08 年 10 月以前，外汇占款余额与 M2 的比值都在增长，从 03 年 13% 的比例稳定上升到 08 年 10 月 36.23% 的高点。在此之后，由于全球性金融危机对国内进出口的影响，外汇占款余额与 M2 的比值在下降。从 09 年 5 月以后，国内进出口形势有所好转，可以预期外汇占款余额与 M2 的比值会改变下降的势头。09 年上半年，外汇占款仅增长 9481 亿元。我们预计，随着进出口形势的改善，今年下半年外汇占款将有望增长 1.3-1.5 万亿元，从而代替有可能增长放缓的国内贷款，对广义货币供应量的增长形成支撑。某种程度上，外汇占款与贷款在 M2 的构成中形成了相互替代的作用。

图 8：M1 与 M2 存量比



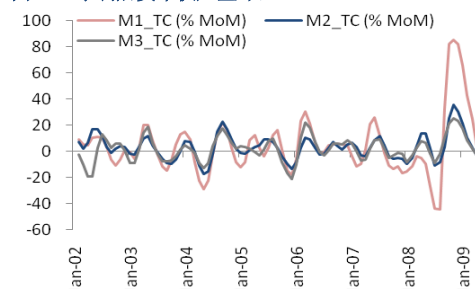
数据来源：Datastream，兴业证券

图 9：人民币贷款同比增量/M2 同比增量



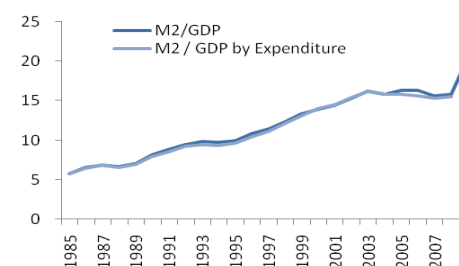
数据来源：Datastream，兴业证券

图 10：季调后货币供应量环比



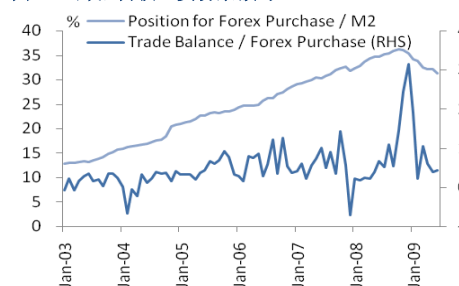
数据来源：Datastream，兴业证券

图 11：M2/GDP



数据来源：Wind 资讯，兴业证券

图 12：外汇占款、贸易余额与 M2



数据来源：Datastream，兴业证券

5.2 信贷

5.2.1 人民币贷款

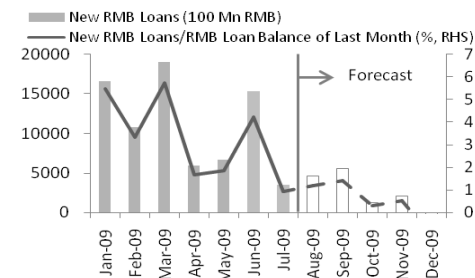
(1) 人民币贷款分类型增速

从绝对量来看，09 年以来的短期贷款、中长期贷款和票据融资额均超过 03 年以来的全年增量。截至 09 年 6 月末，本年中长期贷款增加额已是 08 年全年增加额的 1.5 倍以上。

在 03 年-08 年的人民币贷款月度增量中，各项贷款增速随季节波动的特征一直比较明显。上半年贷款增速波动往往较大，到下半年则变得较平稳。09 年以来的贷款增速除表现出与历史相似的波动性之外，各月增速都大大超过 03 年以来的历史水平。

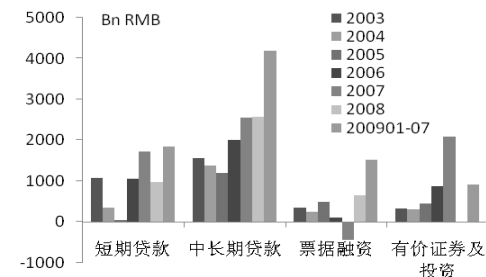
从金融机构的资金运用结构来看，09 年贷款增速加快，更突出的是反映在中长期贷款投放量的增长。相比短期贷款和票据融资而言，上半年底的中长期贷款余额同比增长 36.3%，比上年同期高出 19.1 个百分点。

图 13: 09 年 8-12 月人民币贷款增速预测



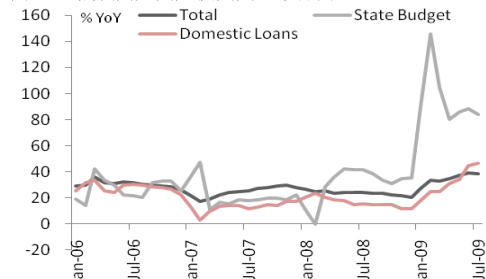
数据来源: Datastream, 兴业证券

图 14: 金融机构主要类型本外币资金运用年度增加额



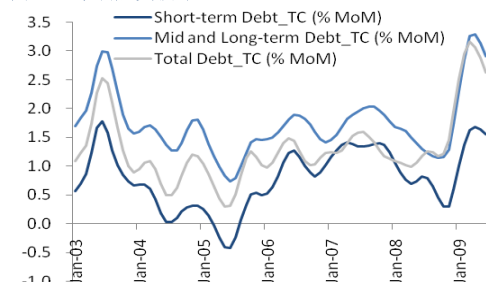
数据来源: Datastream, 兴业证券

图 15: 城镇固定资产投资资金来源同比



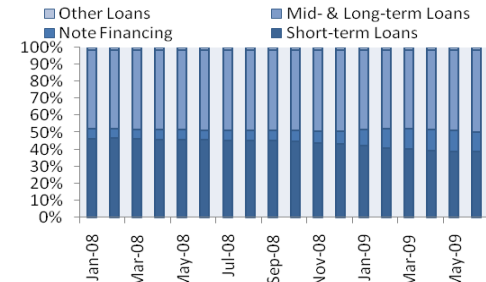
数据来源: Wind 资讯, 兴业证券

图 16: 季调后贷款环比



数据来源: Datastream, 兴业证券

图 17: 中长期贷款占比



数据来源: Wind 资讯, 兴业证券

(2) 从城镇固定资产投资来看人民币贷款

在分析今年上半年城镇固定资产投资的资金来源时，我们发现，国家预算内资金作为资金来源之一在上半年有着显著的表现，上半年保持着 80% 以上的同比增速，增速大幅高于城镇固定资产投资的其他资金来源。而且，从城镇固定资产投资的投向来看，有相当部分的投资投向了与地方政府关系密切的企业。因此从固定资产投资延续性的角度来讲，我们有理由相信，今年下半年城镇固定资产投资将继续维持在一个较高的水平，进而造成下半年的人民币贷款还会有较大规模的增长。

(3) 企业贷款中长期化

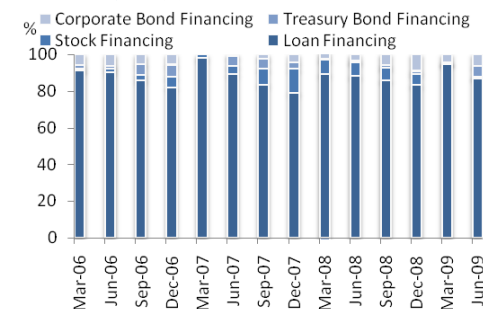
从企业贷款的期限结构来分析，企业的中长期贷款比例稳定上升。中长期贷款的增速高于短期贷款增速。这是造成中长期贷款占比稳定上升的原因。

据我们了解，商业银行与企业签定中长期贷款协议有两种方式，一种是固定一个有效的贷款利率，另一种是随央行调整名义利率而每年相应调整一次中长期贷款的利率。对于一些重要的优质客户和优质企业，商业银行通常可能会采用固定贷款利率的方式与这类企业签定中长期贷款的合约。在目前贷款利率相对较低的情况下，各类企业有着较强的动力来与商业银行签定长期贷款协议，特别是某些优质客户还能够固定利率的方式。从图上我们也能看到，09 年中长期贷款的增速出现了较快的提高。

(4) 企业融资结构变化

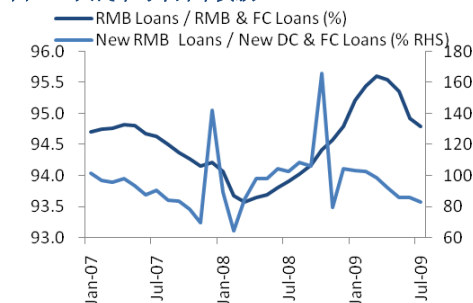
在目前的投融资体系下，间接融资仍是企业融资的主要渠道。从右图能看到，银行贷款的融资比重保持在 90% 甚至更高的比例，而股票和债券融资仍然只是作为银行贷款融资的一种补充方式存在。

图 18：企业融资结构



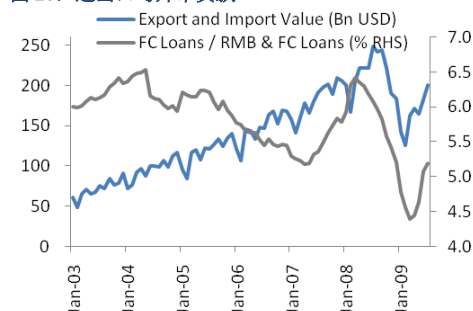
数据来源：Wind 资讯，兴业证券

图 19：人民币与本外币贷款



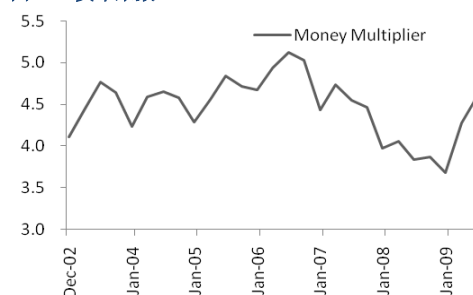
数据来源：Datastream，兴业证券

图 20：进出口与外币贷款



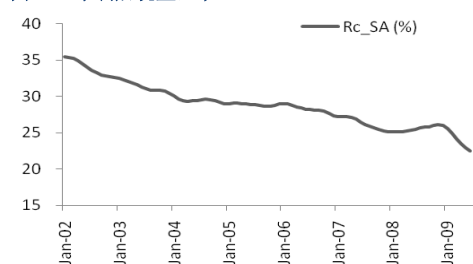
数据来源：CEIC，Wind 资讯，兴业证券

图 21：货币乘数



数据来源：Wind 资讯，兴业证券

图 22：季调后现金比率



数据来源：Datastream，兴业证券

5.2.2 外币贷款

上半年，人民币贷款在本外币贷款中的比重开始有所下降，外币贷款的比重有所提升。特别是在七月份，外汇贷款有加快的趋势。在把进出口总额和外币贷款放在一起观察，我们发现，随着进出口总额的增大，外币贷款在本外币贷款中的比重会出现相同方向的变化。我们预计，有可能下半年国内进出口会进一步恢复；在进出口额继续增长时，外币贷款的比例可能会继续提高到金融危机之前的平均水平。

5.3 货币乘数

央行在二季度货币政策执行报告中提到：6 月末，货币乘数为 4.59，分别比上年同期和第一季度末高 0.75 和 0.32，货币扩张能力上升。

根据货币乘数等于 $(1+R_c)/(R_d+R_e+R_c)$ ，可以看出，货币乘数与法定存款准备金率 R_d 呈现反比的关系，货币乘数与超额存款准备金率 R_e 呈现反比的关系；同时由于 R_d 和 R_e 两者之和小于 1，货币乘数与现金比率 R_c 同样为反比的关系。

因而，对今年上半年的货币乘数扩大趋势，我们来解释如下：

5.3.1 现金比率

从 2001 年以来，现金在存款中的比例呈现下降的通道。特别是在进入 2009 年以后，现金比率更是下降明显，降到 25% 以下的水平。我们认为，其中的原因在于上半年人民币存款出现快速增长，增速达到同比 29%，比去年同期高出 10 个百分点；人民币存款的增速高过现金的增速使然。由此看来，下降的现金比率是货币乘数扩大的原因之一。

5.3.2 法定存款准备金率

在 2008 年 10 月以后，国家调低了法定存款准备金率，大型金融机构法定存款准备金率从历史高位 17.5% 降到 15.5% 的水平，金融机构的法定存款准备金率也从 17.5% 的水平调降到 13.5%。根据货币乘数与法定存款准备金率之间的反向关系，降低的法定存款准备金率扩大了货币创造的能力，从而提高了货币乘数。

5.3.3 超额存款准备金率

09 年 6 月，金融机构的超额存款准备金率降到了历史最低点，只有 1.55% 的水平。其中，国有商业银行的超额存款准备金率低至 1.15%；股份制商业银行的超额存款准备金率尤为为低，仅有 0.95%；农村信用社的超额存款准备金率同样处在历史低点，为 4.26%。

在达到历史低点的超额存款准备金率面前，银行货币扩张的能力进一步得到加强，货币乘数得以放大。

5.4 货币流通速度

根据 $MV=PY$ 估计的中国货币流通速度自有数据以来呈现出下降趋势，直到 03 年起才不再继续降低，总体流速保持比较稳定的态势，07 年有所回升。

08、09 年的货币流通速度都基于对定基 GDP 和物价指数的估计，其中 09 年为上半年的货币流通速度。鉴于下半年物价和 GDP 增速很大概率都会提高，我们的估计对 09 全年而言是下偏的。

储蓄率的持续上升是中国货币流通速度降低的主要原因。高储蓄是新兴国家的必经阶段，随着中国向内需经济转型，投资和消费内部将缓慢调整，储蓄率将随经济增速的收敛而稳定在比目前低的水平。短期来看，未来两年内固定资产投资占比继续上升，储蓄率仍会停留在高位，货币流通速度将以很大概率维持目前水平，或有小幅下降。

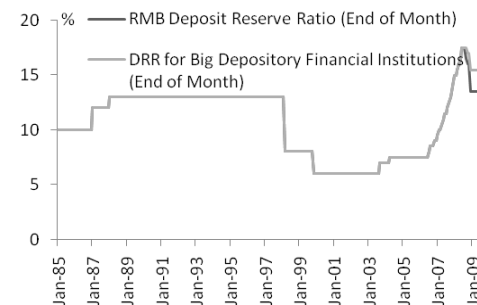
另外，在贷款的期限机构中，中长期贷款比例的扩大，会造成货币流通速度的减缓。今年上半年，中长期贷款比例的持续增加，将对货币流通速度形成一定的影响。

5.5 其他现象：企业存款活期化

09 年 2 月，季调后的活期存款增速超过定期存款增速，结束了长达 18 个月活期存款增长较定期存款慢的局面。整体而言，企业活期存款与定期存款的比例显现出下降趋势，从 00 年的 3.3 倍降至 09 年 6 月的 2.1 倍水平。

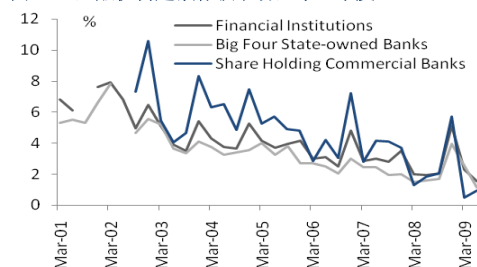
与企业贷款中长期化相比较，我们认为，存款活期化和贷款中长期化的背后原因在于利率的水平；在真实利率持续保持在一个较低水平时，企业偏向于寻找中长期贷款，而且较低的利率水平使得企业更愿意放弃定期存款带来的收益，转而寻求活期存款带来的灵活性。

图 23：人民币存款准备金率及大型机构存款准备金率



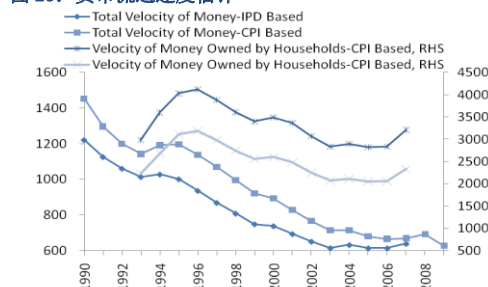
数据来源：Wind 资讯，兴业证券

图 24：金融机构超额存款准备金率（季度）



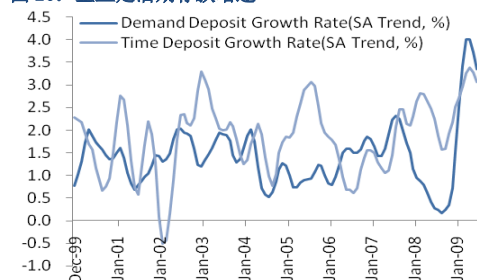
数据来源：Wind 资讯，兴业证券

图 25：货币流通速度估计



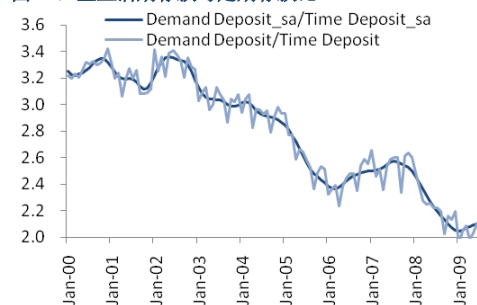
数据来源：Wind 资讯，兴业证券

图 26：企业定期存款增速



数据来源：Datastream，兴业证券

图 27：企业活期存款与定期存款比



数据来源：Datastream，兴业证券

六、 对中性观察期内货币政策操作的判断

6.1 超额存款准备金利率和存款准备金率将可能被优先使用

6.1.1 超额存款准备金利率处在历史低位

超额存款准备金利率处在历史低点，使得商业银行更加偏向于向居民和企业发放贷款，而不是把资金存放在央行。在央行动用基准利率前，央行很可能会先不经意地提高超额存款准备金利率，以改变商业银行放贷的意愿，并以此提前向市场释放信号。

6.1.2 超额存款准备金率处在历史低位

在超额存款准备金率处于低水平的情况下，央行调高存款准备金率将起到意想不到的效果。只是当前存款准备金率已经不低了，央行要调高存款准备金率的上行空间不会很大。但在情况需要时，央行还是可能先使用存款准备金率，而一般不会先直接调高基准利率。

6.2 中性观察期里，货币政策操作的可能选择方案

根据前两轮观察期的经验，在本轮观察期结束前，也就是央行再次动用基准利率工具前，央行应该会偏向于先使用存款准备金率的工具，或者可能会先调整超额存款准备金利率。同时，按照 10 月份为敏感的变向月份，我们预感到有可能 10 月份会是个关键时期。但与前两轮不同的是，我们感觉，2009 年 10 月份的变脸应该不会出现在基准利率的工具上，央行可能会在 10 月份采取一定的措施，向市场上发出信号。从 8 月份开始监管部门加大对商业银行风险提示来看，信贷政策已经出现一些微妙的变化。另外，我们相信，央行重启一年期票据，会成为一个重要的标志。

从释放信号的意义来看，我们不排除央行年底重拾额度控制的可能。重拾额度控制也好，银监会加大监管力度也好，商业银行的 8% 资本充足率的内在约束也好，对银行信贷增量产生的方向性影响是一致的。我们预期下半年新增信贷逐月波动下滑，逼近 8% 红线的中小银行在扩充资本金完成前新增信贷降幅更大，但这更多的影响在加大了信贷分配肥瘦不均的状况，总体上并不影响真实资金成本的走势。我们在草根金融市场上看到的信号已经有所反映。

结合对未来一年内经济的乐观判断和对未来 CPI 变化的判断，我们判断货币政策中性观察期还至少会持续半年。整体感觉，央行在中性观察期里可能有以下选择：

方案一：乐观选择。如果下半年经济增长仍有较大的不确定性，最乐观的情况是预计央行下半年不采取进一步措施，不动用紧缩型工具，甚至到 2010 年前三个月都只是保持观望的状态。

方案二：中性选择。在相对比较确认经济复苏的情况时，央行判断在下半年不会出台在今年生效的政策，而可能在今年第四季度宣布 2010 年对商业银行贷款再度实施额度控制的方法。

方案三：悲观选择。我们预计央行在 2009 年动用基准利率工具的可能性很小。货币政策要再次进入加息通道，估计最早要到 2010 年 4 月份或 5 月份。在动用基准利率调控前，央行可能会先调整超额存款准备金利率或存款准备金率，并以此作为向市场传递的信号。如果今年下半年国内外经济恢复较快，最快预计央行会在 2010 年初开始调整存款准备金率。

总体来看，今年下半年央行的货币政策出台紧缩型调控工具的可能性很小，很可能下半年的货币政策会继续维持上半年的观望状态。

七、“拐点”、“拐点预期”与“市场拐点”

我们在趋势判断上没有改变，但很多投资者和分析师未必如此。“拐点预期”加剧市场恐慌心理，从时点上将“市场拐点”提前或推后的各种可能都是存在的。如果提前，提前量与市场情绪和市场对中国货币政策的预期密切相关。

我们相信情绪从来都不改变市场趋势，只是加剧波动。全球经济总体还在偏冷区间，各国政策方向不变，真实资金成本很低会维持相当一段时间。

真实资金成本和宏观经济与企业基本面的动态是决定趋势更重要的变量。目前来看：1. 海外复苏迹象已非

常明显；2. 中国经济复苏趋势强劲；前两者意味着总需求的回升和企业层面数据的逐月改善；3. 全球货币环境宽松的局面中短期不会改变，真实利率大幅度降低，这意味着资金的机会成本很低；4. 而且中国经济复苏比较快，所以大量资金配置在中国市场的趋势不会改变。

货币政策中性观察期还将持续至少半年。而中国经济可能的拐点，将至少在过热苗头出现以后出现。从这个角度来看，货币政策的调整，对经济形成更长周期的高增长和低通胀是有利无害的。

