

宏观动态报告

未来的流动性将紧而不缩

中国流动性迎来政策拐点

- ◆ 中国的货币供应将会继续充足，流动性仍将持续宽松，但将迎来政策拐点。政府及监管当局对银行的信贷的调控将会转向。监管层开始更加重视资金的风险，而非大规模放贷保经济增长。

全年贷款规模可能在 9.2—9.8 万亿

- ◆ 7 月信贷又使市场的预期从一种极端转向了另一个极端。通过测算，我们认为，未来银行每月的贷款在 3000—4000 亿左右，中国全年的信贷可能不会超过 10 万亿，会在 9.2—9.8 万亿的规模。
- ◆ 通过对各家银行的调查判断，8 月份的信贷必将会超过 7 月份，可能会在 4500 亿左右的规模。中小银行的贷款冲动仍很强烈，如果银监会收紧银行资本金的政策得到快速严格的执行，全年的信贷很难超过 10 万亿。

利差和资产收益诱导海外资金流入

- ◆ 海外流动性输入有增无减，人民币的实际利率高达 4%，远远高于美日欧各国，以及中国的资产泡沫的超额收益吸引国外资金大幅流入。

流动性行情终结，市场将向业绩转化

- ◆ 本月来的调整标志流动性推动行情的终结，从宏观的角度来看，市场将会重新沿着行业的赢利路径进行演绎，先前市场板块的无序炒作、板块的快速轮动将很难重现。机械、零售消费、食品饮料、电力、煤炭等行业中业绩确定、成长性好的上市公司必将会有所表现；交通运输和航运业将会明显收益与出口复苏，弹性相对较大；地产将会受到新开工数据不理想以及信贷政策的不利影响；银行的绝对和相对估值都具有明显的优势，新增的大量贷款必将增加银行下半年的业绩，但未来的坏账风险将是影响其业绩的最大不稳定因素。

宏观经济

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

86-010-85130307

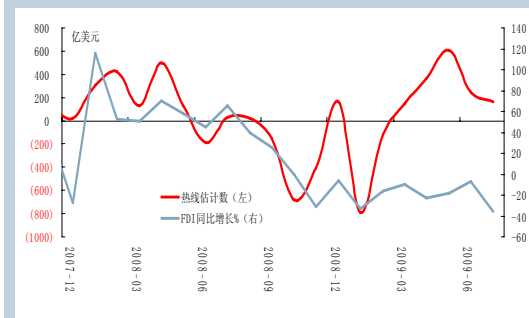
魏凤春

weifengchun@csc.com.cn

86-010-85130308

分析日期： 2009 年 8 月 24 日

走势图



资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

目 录

一、中国流动性迎来政策拐点	2
二、全年放贷很难突破十万亿	2
三、美国流动性收放有度，中国如何面对流动性过剩.....	4
四、输入流动性有增无减	5
五、流动性行情终结，市场向业绩支撑转化	6

图 表

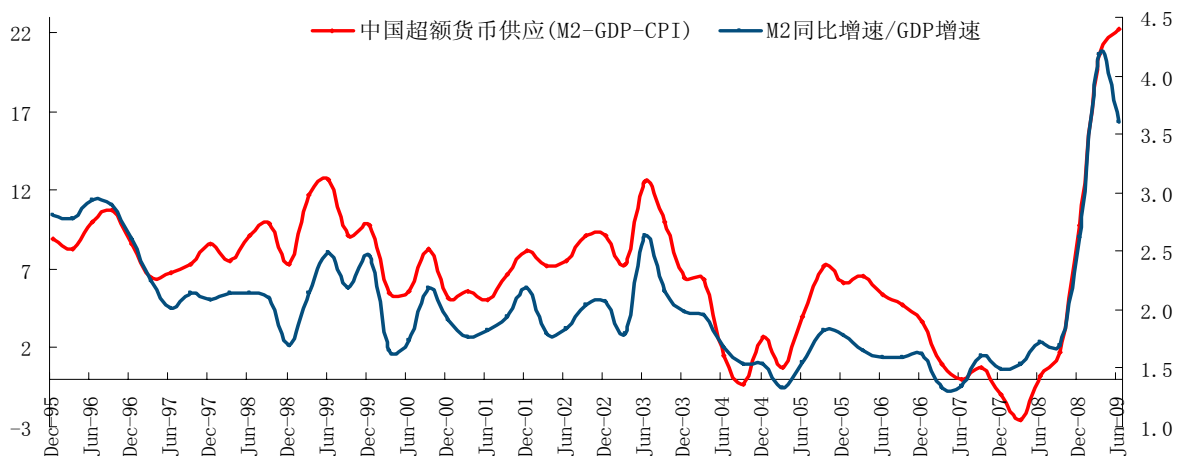
图 1：中国超额货币供给形成的流动性过剩已经产生.....	2
表 1：未来五个月月度新增贷款估算（月均 2585-4170 亿元）	3
图 2：企业活期存款迅速增加，中长期贷款可能流入企业的活期存款.....	3
图 3：美国消费者信贷仍处在趋势性下滑阶段.....	4
图 4：外汇占款快速增加,国际流动性输入国内.....	5
图 5：热钱重新开始加速流入中国	6

一、中国流动性迎来政策拐点

上半年银行放贷近 7.5 万亿之后，7 月份银行放贷迅速下降到 3500 亿左右，伴随着人们对天量信贷流向的质疑，以及监管当局对银行信贷风险的重视，人们普遍认为，中国的流动性过剩即将迎来拐点。

我们认为，中国的货币供应将会继续充足，流动性仍将持续宽松，但将迎来政策拐点。政府及监管当局对银行的信贷的调控将会转向。从银行信贷资金自查、审计署即将审计银行的信贷资金流向情况、银监会收紧商业银行的资本金、加强二套房贷政策的执行等系列举措可以看出，我们的货币政策正在转型。在全年经济增长能确保达 8%，全球经济明确复苏的背景下，监管层开始更加重视资金的风险，而非大规模放贷保经济增长。但我们宽松的货币和财政政策不会变化，流动性充裕将会持续。

图 1：中国超额货币供给形成的流动性过剩已经产生



数据来源：Wind，中信建投研发部

二、全年放贷很难突破十万亿

6 月份信贷数据出来后，无论官方还是民间，对全年信贷超 10 万亿毫无疑问。但 7 月信贷又使市场的预期从一种极端转向了另一个极端。通过测算，我们认为，未来银行每月的贷款在 3000—4000 亿左右，中国全年的信贷可能不会超过 10 万亿，会在 9.2—9.8 万亿的规模。通过对各家银行的调查判断，8 月份的信贷必将会超过 7 月份，可能会在 4500 亿左右的规模。中小银行的贷款冲动仍很强烈，如果银监会收紧银行资本金的政策得到快速严格的执行，全年的信贷很难超过 10 万亿。

尽管，未来几个月信贷规模相对于上半年大幅缩水，但这种变化对经济的发展是健康的。从上半年的贷款我们可以看出，大量的信贷主要投向了政府主导的基础设施和民生工程，并没有充分的流入到了实体经济。从中央企业的存款快速增加我可以看出，大部分国有企业获得贷款后，并没有充分投入的生产经营中去，而只是从银行又回到了银行。上半年我们已经投放了充足的货币，下半年继续投放信贷，便会过犹不及，步入“流动性陷阱”。只会导致更多的资金流入股市楼市，急速资产泡沫。

随着监管机构调控方向的转变，加强对信贷资金流向的监管，加行宏观经济的逐步回暖，企业的经营情况将会改善，必将会分流、引导有一部分资金流入到实体经济。未来银行信贷必将会严格审贷，资金的投向也会更合理有效。未来，每个月 3000—4000 亿元的信贷对经济的支撑是充足的。另外，1-7 月份，银行的票据融资高达 1.5 万亿，这部分票据到期后，超过 50% 的票据在今年将会陆续转成贷款，这部分规模也将近 8000 亿。

所以，基本可以断定，今年余下来的时间，中国的货币政策将会是“紧而不缩”。

表 1：未来五个月度新增贷款估算（月均 2585-4170 亿元）

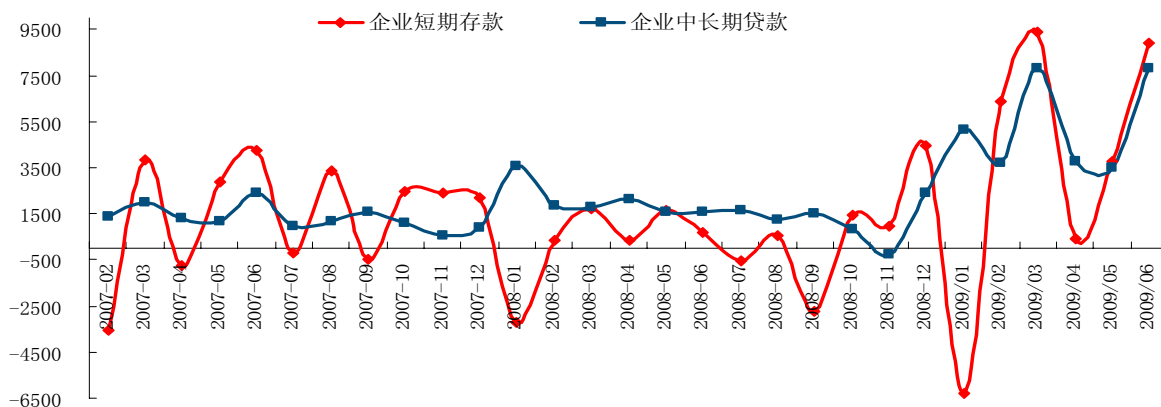
	城镇固定资产 投资增速	城镇固定资 产投资完成 额（亿元）	城镇固定资 产资金来源（亿 元）	新增中长期贷款 投资累计（亿元）	新增贷款累 计（亿元）	2009 年 8-12 投放贷款量 （亿元）	月均投放量 （亿元）
情景一	28%	189654	204826	53255	95098	17876	3575
情景二	30%	192617	208027	54087	96584	19362	3872
情景三	32%	195581	211227	54919	98070	20848	4170
情景四	30%	192617	208027	54087	90145	12923	2585

注 1：情景一到四是按照 2009 年末中长期贷款在整个城镇固定资产投资资金来源占比 26%，按以往经验这一比值为 15-20% 之间，考虑到今年投资资本金比率下降，将这一比率提高到 25% 以上。

注 2：“情景一到三假定新增中长期贷款在新增全部贷款中的累计占比按全年 56% 计算，这是假定 2009 年 1-7 月的占比数据保持到年底。而情景四假定新增中长期贷款在新增全部贷款中的累计占比按全年 60% 计算，因为自 7 月开始，各商业银行加快了把短期票据转换成中长期贷款的步伐。如果把全部的票据都转换成贷款，那这一数额将高达 15000 亿。

资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

图 2：企业活期存款迅速增加，中长期贷款可能流入企业的活期存款

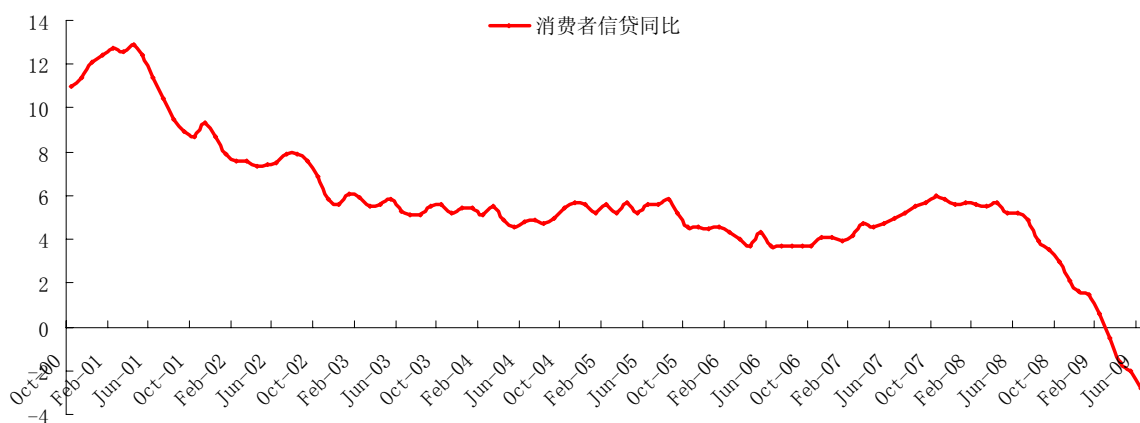


数据来源：Wind，中信建投研发部

三、美国流动性收放有度，中国如何面对流动性过剩

为应对此轮经济危机，各国都采取了投放大量货币刺激经济的手段，但中外差别巨大。美国实行量化宽松的货币政策，包括欧盟各国、英国和日本在内的金融发达国家他们面临的是信贷紧缩，即商业银行不进行放贷，居民贷款意愿降低。所以，各国央行直接向商业银行注资、购买银行的各类有毒资产，流动性直接投向商业银行，商业银行紧缩信贷，并没有向社会大量放款。发达国家的流动性过剩仅在银行内部循环，并没有流向经济体。即使经济企稳后，社会出现过量流动性，美联储等其他央行很容易收缩流动性，即提高银行的准备金率、向银行出售原先购买的债券等诸多有效手段。发达国家对流动性的控制，收放有度。

图 3：美国消费者信贷仍处在趋势性下滑阶段



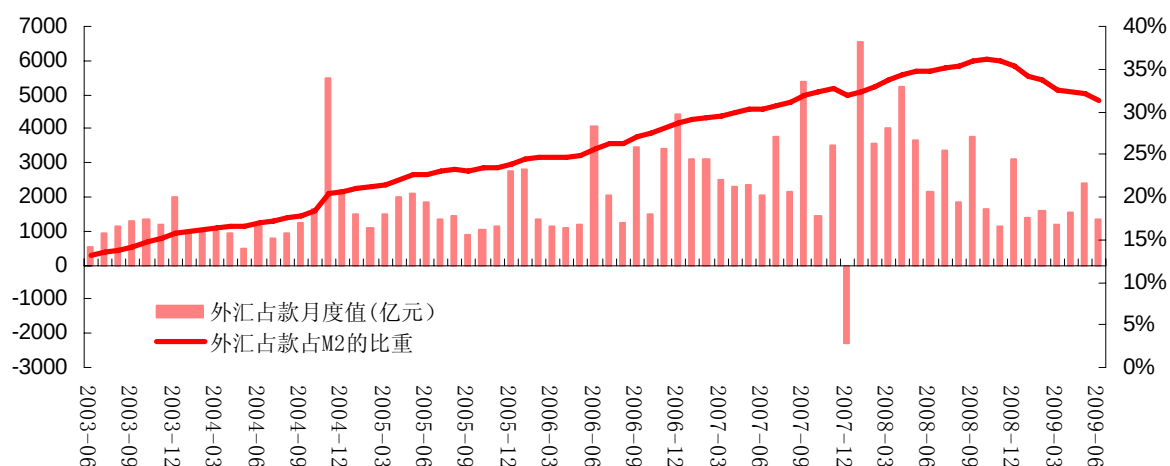
数据来源：BLOOMBERG，中信建投研发部

中国正好相反，我们的资金通过商业银行大量的投向了市场，商业银行自身有很强的贷款冲动，导致流动性过剩在经济体系内循环，由于实体经济盈利能力微弱。这种流动性活动空间被削减，其在虚拟经济中影响力便被放大，从而导致了资产泡沫的膨胀。而在商业银行系统内，各家银行的资本金快速下降，银行的风险开始暴露，这又促使银行通过发行次级债、定向增发等手段补充资本金。如果中国经济超预期复苏，这部分资金流入实体经济，可能会很快提升中国经济的景气度，产能过剩、经济过热的风险便会提前到来；如果中国经济复苏坎坷，这大量的流动性便会在虚拟经济中集中循环，所以中国的流动性过剩是充满风险的。当前，行业和银监会及时调整政策方向，未雨绸缪，疏导和调控银行信贷资金，为未来的货币政策解决流动性过剩难题创造了时间和空间。

四、输入流动性有增无减

我们谈流动性，海外资本流入不容忽视，尽管至今没有明确的数据和定义。无论是通过外汇储备测算热钱的规模，还是从商业银行的外汇占款，海外流入香港的资金剧增等先贤都可以看出，布局中国和输入中国的流动性源源不断。大部分人都会认为，中国经济率先复苏，活力十足，吸引国外热钱的流入，但这只是结果而不是原因。

图 4：外汇占款快速增加,国际流动性输入国内

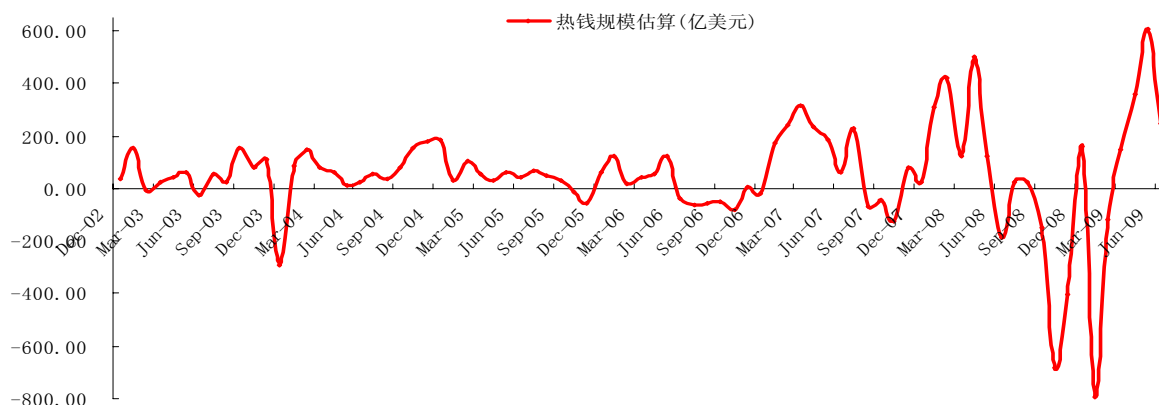


数据来源：Wind，中信建投研发部

今年以来，人民币已经中断了升值步伐，7月以来，还呈现贬值走势。热钱享受人民币升值收益的因素已经不复存在，人民币的贬值也在侵蚀着这些资金的收益。人民币的利差收益和资产膨胀收益是吸引人前的主因。当前，人民币的绝对利率高于美日欧，中国已经有严重负利率国家变为正利率，实际利率高达4%，远远高于美日欧各国。另外，在通货紧缩条件下，中国国内大量的流动性必将推升资产价格，资产泡沫的收益十分可观。所以，国外热钱纷纷通过各种渠道购置中国的楼市、股市、资源等资产。

我们相信，短期内国际资金流向不会逆转，将会有更多的海外流动性输入中国，进而推升中国的流动性过剩，这也支撑中国未来的流动性仍将是宽松的判断。

图 5：热钱重新开始加速流入中国



数据来源：Wind，中信建投研发部

五、流动性行情终结，市场向业绩支撑转化

不可否认，相当一部分信贷资金通过各种渠道流入了股市和楼市，在这部分违规资金、中小投资者储蓄资金、海外热钱以及当时的通胀预期的推动下，二季度的股票和房地产市场迎来了一轮流动性推动的行情。

随着政策的转向，政府向市场传递一种微妙的信号，这种信号强化了这部分违规资金的操作风险，前期的获利盘落袋为安的冲动日益强烈。随着 7 月份信贷数据及相关宏观数据的刺激，加上陆续披露出的上市公司的中报业绩增幅弱于预期，从而导远了从 3500 点到 2800 点的近 700 点的中级调整。先前的通胀预期板块的资源资产板块跌幅居前，7 月份以来经济复苏及出口恢复的中游和出口收益板块没来得及过多表现便被市场的调整所终结。

这轮调整基本标志流动性推动行情的终结，未来的市场将向业绩支撑的行情演化。上市公司的中报即将披露完毕，尽管二季度环比增幅明显，但仍显著低于市场的预期，特别是银行股，激增的信贷并没有显著提升银行的业绩。但是，经济复苏的趋势已经确立，美日欧等中国主要出口国的经济将会日趋明朗，中国内外交困的压力将会骤减，企业的盈利必将会显著改善。未来市场的上涨，必将会得到上市公司业绩的支撑，市场的估值也将建立在基本面上。

从宏观的角度来看，市场将会重新沿着行业的赢利路径进行演绎，先前市场板块的无序炒作、板块的快速轮动将很难重现。机械、零售消费、食品饮料、电力、煤炭等行业中业绩确定、成长性好的上市公司必将会有所表现；交通运输和航运业将会明显收益与出口复苏，弹性相对较大；地产将会受到新开工数据不理想以及信贷政策的不利影响；银行的绝对和相对估值都具有明显的优势，新增的大量贷款必将增加银行下半年的业绩，但未来的坏账风险将是影响其业绩的最大不稳定因素。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

黄付生，经济学博士生、哥伦比亚商学院访问学者，中信建投宏观分析师

魏凤春，经济学博士，首席宏观分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010