

[2010.01.18]

货币增速渐回落、稳定信贷是要务

——09年12月货币信贷数据点评

✍ 李迅雷

☎ 021-38676523

✉ lixunlei@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

本报告导读：

➤ 货币增速见顶

➤ 货币政策收缩是一个需要其他经济管理部门配合的系统性工程。

摘要：

2009年12月末，M2同比增长27.68%，M1同比增长32.35%，12月人民币各项贷款增加3798亿元，2009年全年新增贷款9.58万亿元。本月的货币及信贷数据与我们的预期基本一致。

M2的增速已于2009年11月见顶（29.74%），将步入持续回落的通道，我们预计至2010年6月将回落至20%以内。M1同比增速在12月份虽略有回落，但仍未见顶，我们预计2010年2月份达到38%左右的峰值，然后开始快速回落，至2010年6月将回落至30%以下。

鉴于中国的M1增速与6个月后的CPI走势基本一致。M1同比增速从2009年5月份开始急升，意味着CPI从现在到2010年年中中将经历快速的上行过程，如果M1在2010年2月见顶回落，则意味着CPI将在2010年7、8月份见顶，其峰值有可能突破3.6%，但全年我们预计将在3%左右。

2009年12月份中国金融体系外汇占款进一步升至2910亿元，同时，2010年一季度央行票据和正回购到期量高达21750亿元，这给央行回收市场流动性造成了较大的压力，可选的政策工具主要有法定存款准备金率和公开市场操作。外汇占款的上升主要来源于贸易顺差和热钱流入，12月份的出口大幅上升显示贸易顺差在2010年1季度有进一步扩大的趋势，但考虑到2009年4季度出口额与08年4季度出口额基本持平，出口的上升能否持续还有待进一步观察。

虽然从表象看，2009年执行了非常宽松的货币政策，但M0的增速不仅没有急升，而且较2008年回落0.9%，说明央行并非有意放纵货币扩张，而M1和M2的增长速度却出现了急速的上升，尤其M1增速创1994年以来的历史新高。这意味着商行的高储蓄率使得央行对商行缺乏有效约束力，而信贷的扩张又与固定资产投资的快速增长密切相关。如果对投资松绑（比如放宽项目审批的条件、降低固定资产投资资本金比例等），靠增加信贷规模获取利润的商业银行就会有动力扩大贷款规模，这说明中国的货币政策缺乏独立性，货币政策的收缩是一个需要其他经济管理部门配合的系统性工程。

相关报告

上调准备金≠提前加息——对货币政策的进一步思考

(10.01.15)

重拳稳信贷

(10.01.13)

出口超升提升国内政策调控空间

(10.01.11)

2009年年末终稿：明年将有哪些预言成为现实

(09.12.28)

中美加息时间表预测

(09.12.24)

两架马车拉经济 调整节奏求均衡

(09.12.07)

一、M2 增速开始回落、M1 增速即将见顶

2009 年 12 月末，M2 同比增长 27.68%，M1 同比增长 32.35%，12 月人民币各项贷款增加 3798 亿元，2009 年全年新增贷款 9.58 万亿元。本月的货币及信贷数据与我们的预期基本一致。

M2 的增速已于 2009 年 11 月见顶（29.74%），将步入持续回落的通道，我们预计至 2010 年 6 月将回落至 20% 以内。M1 同比增速在 12 月份虽略有回落，但仍未见顶，我们预计 2010 年 2 月份达到 38% 左右的峰值，然后开始快速回落，至 2010 年 6 月将回落至 30% 以下。

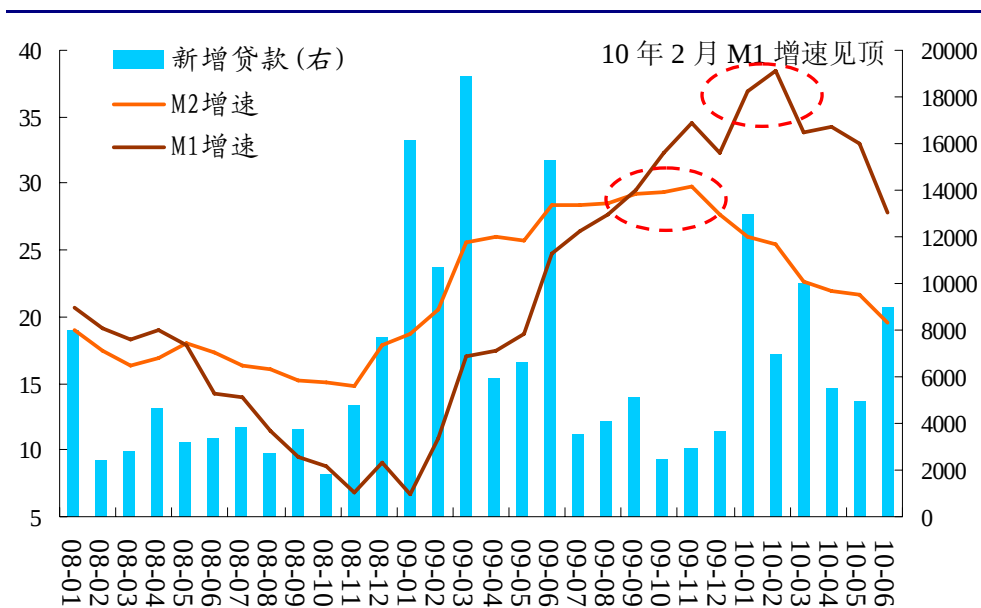
表 1： 12 月份主要宏观经济数据

	2008.12	2009.11	2009.12	国泰君安预测
新增贷款（人民币，亿）	7718	2948	3798	3700
M1 (%)	9.06	34.6	32.35	32.5
M2 (%)	17.82	29.7	27.68	27.5
工业增加值(%)	5.7	19.2	-	25
固定资产投资(%)	22.3	32.1	-	31.2
社会消费品零售总额(%)	19	15.8	-	16.3
出口 (%)	-2.93	-1.2	17.7	2.2
进口 (%)	-21.45	26.7	55.9	32.5
CPI (%)	1.2	0.6	-	1.7
PPI (%)	-1.14	-2.1	-	0.6

数据来源：国家统计局、中国人民银行、国泰君安证券

图 1： 货币增速和新增贷款

左轴：%，右轴：亿元

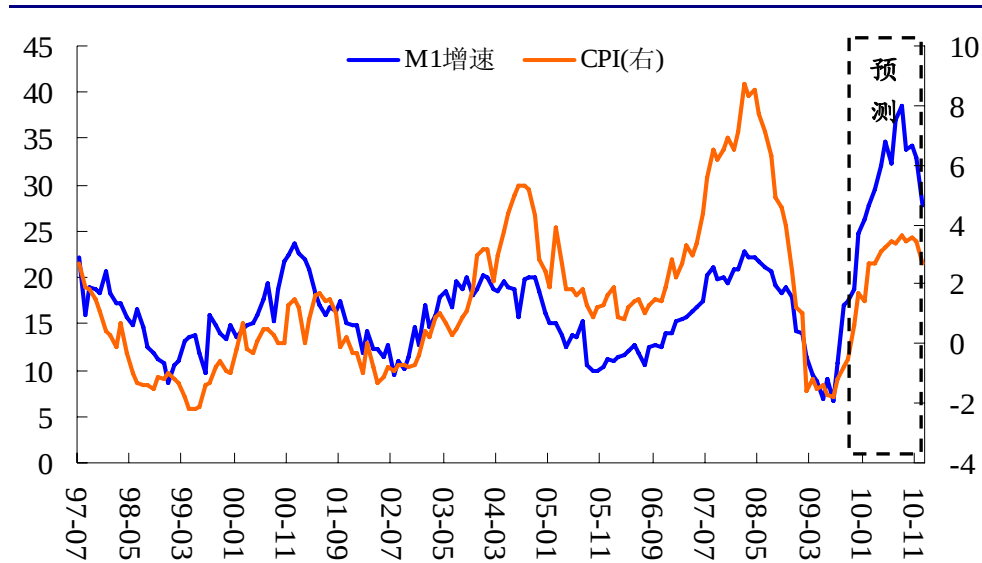


数据来源：中国人民银行、国泰君安证券

二、M1 即将见顶预示 2010 年下半年 CPI 上涨受到压制

如图 2 所示，中国的 M1 增速与 6 个月后的 CPI 走势基本一致。M1 同比增速从 2009 年 5 月份开始急升，意味着 CPI 从现在到 2010 年年中 will 经历快速的上行过程，我们预计 12 月份 CPI 将上升至 1.7%，如果 M1 在 2010 年 2 月见顶回落，则意味着 CPI 将在 2010 年 7、8 月份见顶，其峰值有可能突破 3.6%，但全年我们预计将在 3% 左右。

图 2：M1 增速与 CPI 走势（滞后 6 个月）



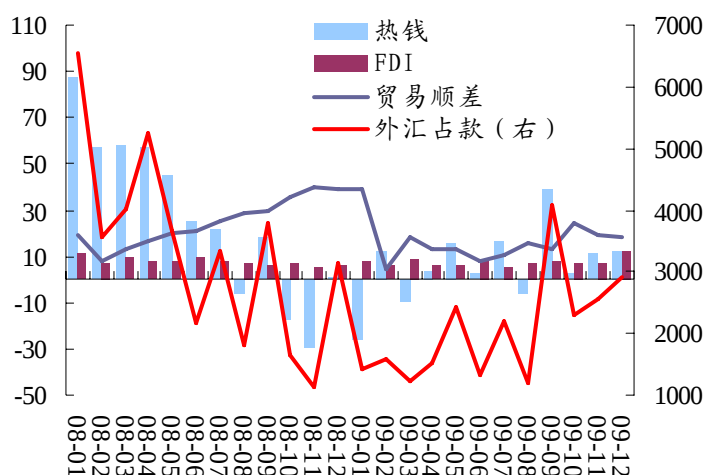
数据来源：Wind、国泰君安证券

三、外汇占款与公开市场投放给货币政策造成压力

2009 年 12 月份中国金融体系外汇占款增加 2910 亿元，为第四季度最高，整个第 4 季度增加 7738.6 亿元，略高于 3 季度（7460 亿元）。同时，2010 年一季度央行票据和正回购到期量高达 21750 亿元，这给央行回收市场流动性造成了较大的压力，可选的政策工具主要有法定存款准备金率和公开市场操作。外汇占款的上升主要来源于贸易顺差和热钱流入，12 月份的出口大幅上升显示贸易顺差在 2010 年 1 季度有进一步扩大的趋势，但考虑到 2009 年 4 季度出口额与 08 年 4 季度出口额基本持平，出口的上升能否持续还有待进一步观察。

图 3: 外汇占款、顺差及热钱

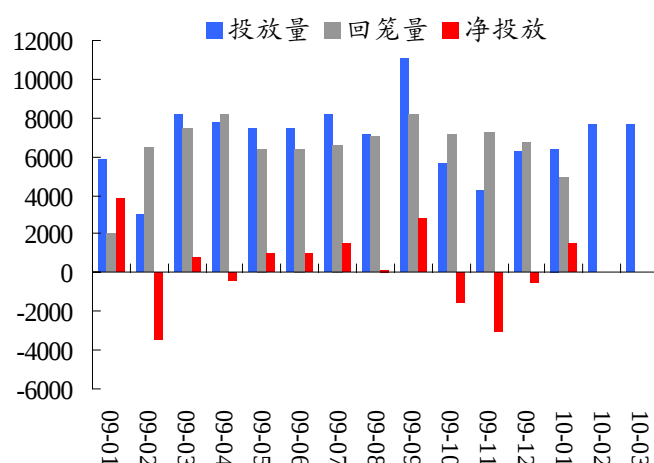
左轴: 10 亿美元, 右轴: 亿元



数据来源: Wind、国泰君安证券

图 4: 公开市场上货币的投放与回笼

单位: 亿元



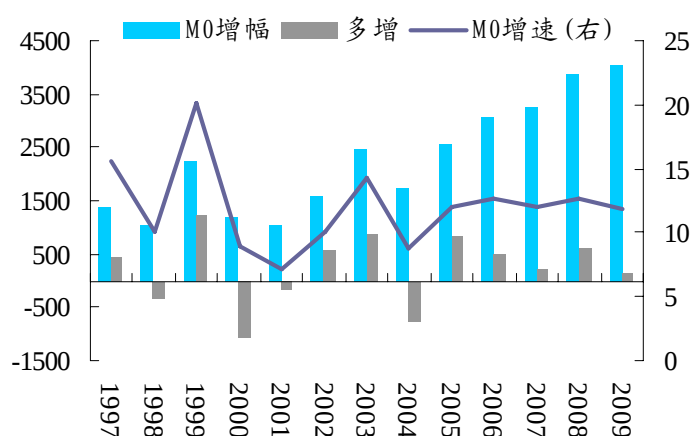
数据来源: Wind、国泰君安证券

四、信贷扩张是宽松货币政策的主要含义

虽然 2009 年实行非常宽松的货币政策，但 M0 的增速不仅没有急升，而且较 2008 年回落的 0.9%，全年累计净投放现金 4027 亿元，同比少投放 71 亿元。与此同时，M1 和 M2 的增长速度却出现了急速的上升，尤其 M1 增速创 1994 年以来的历史新高。这意味着中国的扩张性的货币政策主要反映在信贷的扩张上，而信贷的扩张又与固定资产投资的快速增长密切相关，如果对投资松绑（比如放宽项目审批的条件、降低固定资产投资资本金比例等），靠增加信贷规模获取利润的商业银行就会有动力扩大贷款规模，这意味着中国的货币政策缺乏独立性，货币政策的收缩是一个需要其他经济管理部门配合的系统性工程。

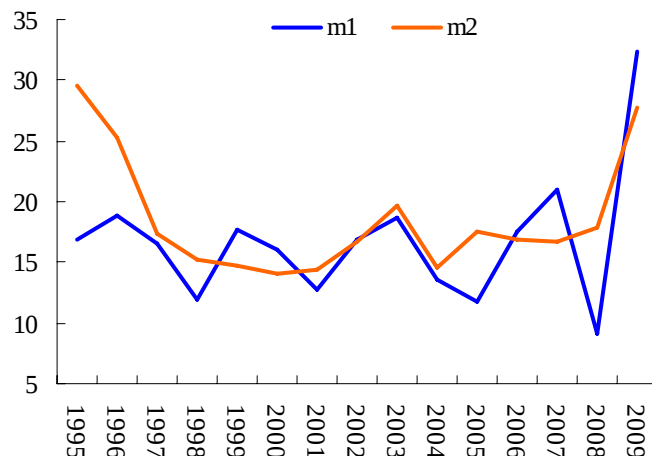
图 5: M0 的增长

左轴: 亿元, 右轴: %



数据来源: Wind、国泰君安证券

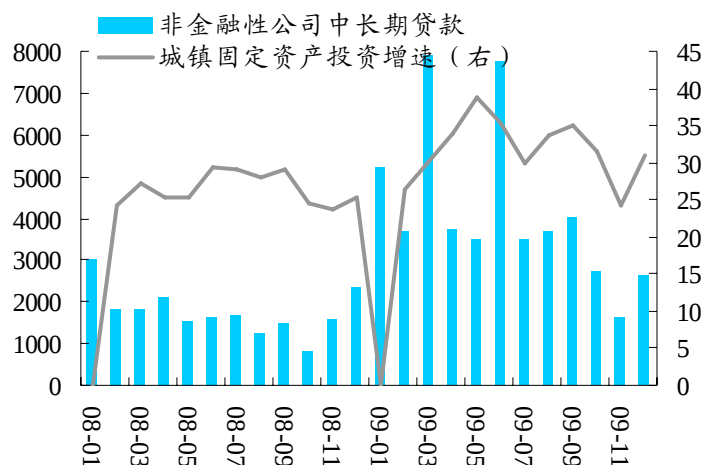
图 6: M1 与 M2 增速 (1995—09 年) 单位: %



数据来源: Wind、国泰君安证券

图 7: 新增企业中长期贷款与固定资产投资

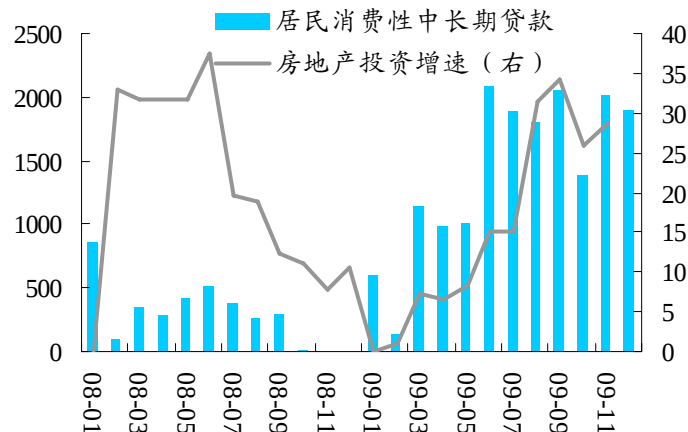
左: 亿元, 右: %



数据来源: Wind、国泰君安证券

图 8: 居民消费性中长期贷款与房地产投资增速

左: 亿元, 右: %



数据来源: Wind、国泰君安证券

表 2: 2009 年各月货币信贷结构表

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
货币增长 (%)												
M0	12.02	8.28	10.88	11.26	11.24	11.46	11.59	11.52	15.96	14.09	14.99	11.77
M1	6.68	10.87	17.04	17.48	18.69	24.79	26.37	27.72	29.51	32.03	34.63	32.35
M2	18.79	20.48	25.51	25.89	25.74	28.46	28.42	28.53	29.31	29.42	29.74	27.68
新增贷款 (亿元)												
新增贷款总额	16200	10700	18900	5918	6645	15300	3559	4104	5167	2530	2948	3798
短期	4025	1885	6151	-297	1080	5001	-103	1216	2114	82	160	56
票据融资	6239	4870	3691	1257	862	146	-1982	-2764	-3516	-2039	-1085	-1116
中长期	5822	3815	9038	4727	4493	9831	5396	5481	6097	4111	3638	4551
居民户	1214	439	2570	1472	1876	3036	2365	2513	2915	1576	2377	2247
短期	621	303	1423	489	868	948	478	707	835	190	365	343
中长期	593	137	1145	983	1008	2089	1887	1806	2052	1386	2012	1902
非金融性公司	15000	10300	16300	4446	4769	12281	1193	1591	2420	954	570	1576
短期	3404	1582	4728	-786	212	4053	-581	509	1279	-108	-205	-287
中长期	5229	3678	7893	3744	3485	7742	3509	3675	4045	2725	1626	2649

数据来源: 中国人民银行网站、国泰君安证券

作者简介:

李迅雷: 国泰君安证券股份有限公司总经济师、首席经济学家, 国泰君安研究管理委员会主任委员; 上海市人大常委委员、人大财经委委员, “中国金融 40 人论坛” 成员。多年来一直从事宏观经济、金融证券方面的研究, 2006 年被《新财富》评为券商研究机构“杰出研究领袖”, 2009 年被评为“2008 年度上海市十大青年经济人物”。

王 虎: 经济学博士, 毕业于南京大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 从事宏观经济研究。

免责声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

EMAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com