

# 流动性依然充沛，紧缩压力未消减

——2010 年 1 月金融数据分析

2010 年 02 月 11 日

## 主要观点：

- 2010 年 1 月份货币供给增速 M1、M2 出现明显背离：广义货币供应量 (M2) 同比增长 25.98%，增幅比上年末低 1.7 个百分点；而狭义货币供应量 (M1) 同比增长 38.96%，增幅比上年末高 6.61 个百分点。
- 货币供应出现严重背离原因，在于 M1 的高增长更多的是数据基数在 2009 年 1 月份“超低”所导致的结果；同时，1 月份该数据较高的另外因素是中国春节因素，央行在节前保持金融市场 M1 (现金和活期存款) 的充沛。相对而言，我们认为 M2 代表了货币供应的基本趋势，即持续回落回归“常态”。
- 2010 年 1 月份，均衡放贷的政策初见成效，按照监管部门“季不破三，月不破四”信贷发放节奏，全年四个季度按照“3: 3: 3: 1”的比例进行发放，季度的总额应控制在 2.25 万亿左右，后续 2、3 月份信贷规模相对有限。
- 在后金融危机时期，各国金融监管部门将在确保经济稳定复苏的前提下谋划经济刺激政策的“退出战略”(Exit strategy)，目前，中国的通胀压力远远超过美国，金融危机期间的信贷力度更是超过世界上任何一个国家。在此背景下，中国如何启动退出机制将直接关系到中国经济未来能否持续、稳定增长。
- 在全球经济刺激政策退出战略安排和通胀压力影响下，中国的信贷和货币供应的紧缩压力并未完全消减，信贷和货币供应依然是政策调控的最敏感变量。

金融与产业研究所  
宏观组

TEL: 021-63373195

FAX: 021-6337 3209

Email: changsen@nesc.cn

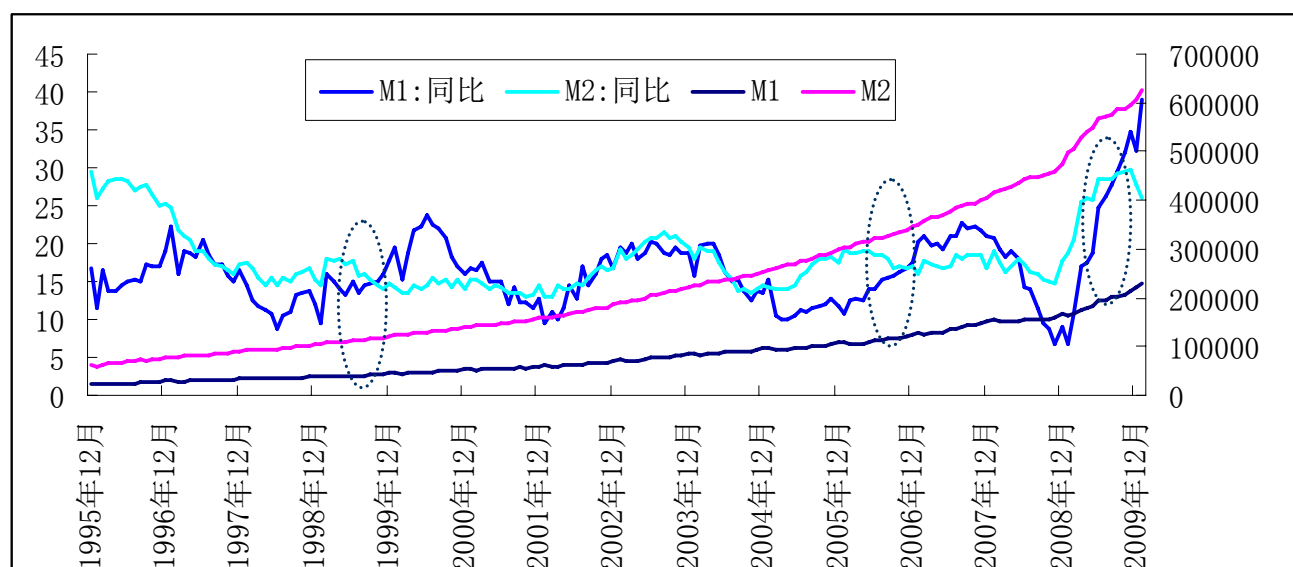
地 址: 上海市延安东路 45 号 20

邮 编: 200002

## 一、M1、M2 走势出现明显背离，孰真孰假？

在 2009 年 12 月份，货币供给增速 M1、M2 双双出现拐点后，2010 年 1 月份的宏观数据出现了显著的背离走势：2010 年 1 月末，广义货币供应量(M2)余额为 62.51 万亿元，同比增长 25.98%，增幅比上年末低 1.7 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为 22.96 万亿元，同比增长 38.96%，增幅比上年末高 6.61 个百分点。

在 2009 年 12 月货币供应数据解析中，我们提出了“货币供应怪点论”的观点，认为通胀压力的“倒逼”因素，迫切需要央行进行数量化货币管理，适度收紧货币，中国“极宽松”的货币环境时代正在走向终结。一个月之后，货币供应走势背离说明了什么？M1、M2 巨大数据偏差的背后，谁代表了货币供应增长的趋势？根据数据分析，M1 的高增长更多的是数据基数在 2009 年 1 月份“超低”所导致的结果，2009 年 M1 仅增长 6.68%，是我做自 1995 年以来货币供应量的最低点；同时，1 月份该数据较高的另外因素是中国春节因素，央行在节前保持金融市场 M1 (现金和活期存款) 的充沛。相对而言，我们认为 M2 代表了货币供应的基本趋势，即持续回落回归“常态”。



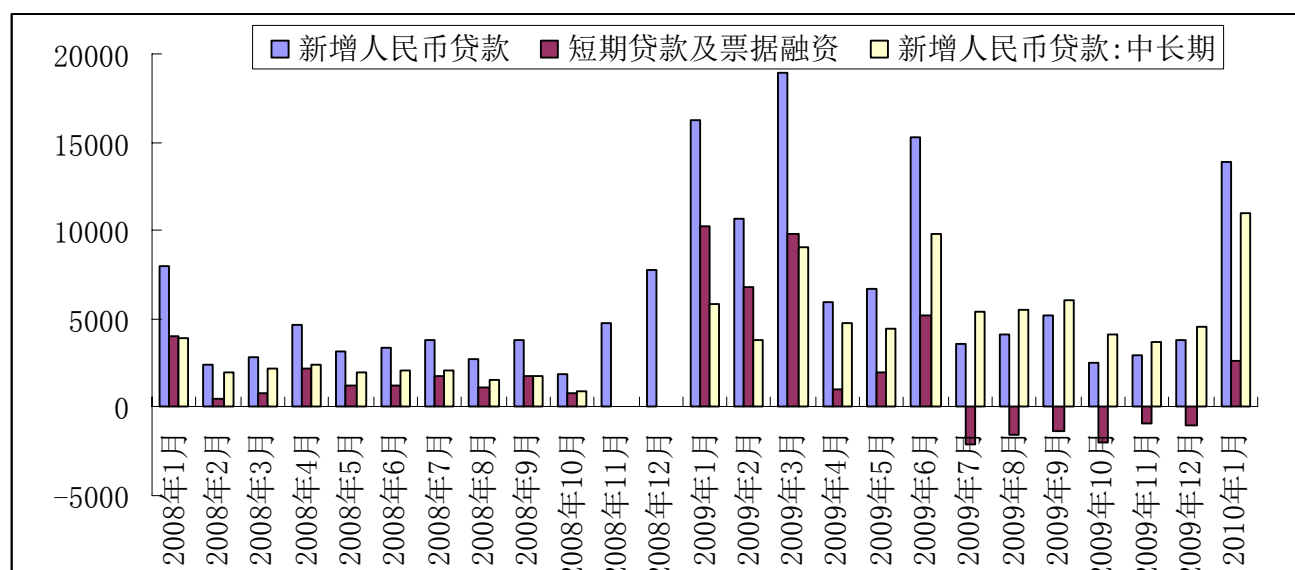
数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图 1：广义和狭义货币供应（1995.1-2010.1）

## 二、均衡放贷初见成效，2、3 月份放贷规模有限

2010 年 1 月份，监管层“均衡放贷的政策”初见成效，1 月份人民币各项贷款增加 1.39 万亿元，同比少增 2243 亿元，降幅为 16.14%。

1 月份万亿规模的信贷扩张，依然凸显监管压力依然巨大。按照“均衡放贷”精神，监管部门要求“季不破三，月不破四”，全年四个季度按照“3: 3: 3: 1”的比例进行发放，而每个月的放贷上限不得超过该季度的 40%。根据银监会全年总量 7.5 万亿均衡投放的要求，一季度的总额应控制在 2.25 万亿左右，后续 2、3 月份信贷规模相对有限。

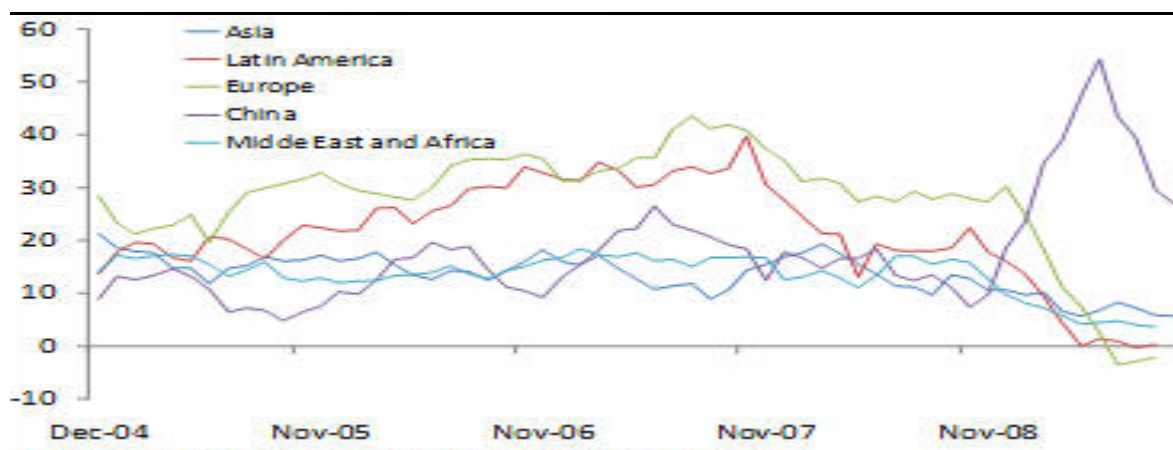


数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图 2：银行贷款与结构（2008.1-2010.1）

### 三、未来信贷和货币供应走势依赖于政策调控取向

在后金融危机时期，各国金融监管部门将在确保经济稳定复苏的前提下谋划经济刺激政策的“退出战略”(Exit strategy)，2010年2月10日，美联储主席 B.S. Bernanke 众议院金融委员会的听证会，正式宣布 Fed 启动刺激政策退出战略的关键一步——信贷紧缩方案。相对而言，中国的通胀压力都远远超过美国，金融危机期间的信贷力度更是超过世界上任何一个国家（见图 3）。在此背景下，中国如何启动退出机制将直接关系到中国经济未来能否持续、稳定增长。



数据来源：《全球金融稳定报告》，IMF，2010年1月。

图 3：全球新兴市场信贷增长情况

因此，在全球经济刺激政策退出战略安排和通胀压力影响下，中国的信贷和货币供应的紧缩压力并未完全消减，信贷和货币供应依然是政策调控的最敏感变量。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。