

货币供应继续回落，政策回归正常化

——2010 年 3 月份金融数据点评

2010 年 4 月 13 日

主要观点:

- 一季度 M2 和 M1 同比增长比上月分别回落 3.03 和 5.05 个百分点，货币增速进一步回落。增幅回落有基数的原因，也是监管层调控力度的结果。货币政策正逐步回归正常化。
- 一季度信贷 2.6 万亿元，略超全年的 3: 3: 2: 2 投放速度，但 2、3 月份的信贷规模基本回到预定目标。信贷结构中中长期贷款增加，短期票据融资减少，说明信贷流向实体经济的规模在提高，此符合监管层的意图。信贷调控初见成效。但考虑到经济复苏进一步巩固和 CPI 走高的背景，后期信贷规模控制任务仍然艰巨。
- 经济复苏巩固，货币退出注重长效，强调实质性退出。3 月份的货币供应进一步下降，说明监管层正进一步推进政策的正常化。有别于原先的以中短期票据对冲为主，当前正加大通过发行中长期票据来锁定流动性，说明监管层注重资金回笼的长效性。尤其是 4 月 7 日，央行重启 3 年期票据发行，并每 2 周定期发行。我们认为央行继续推进政策退出。
- 与经济进一步复苏相关的是，货币政策的首要目标将回归币值稳定。为避免损伤实体经济，监管层一直不敢贸然启动货币政策退出。但在实体经济复苏进一步巩固后，监管层的首要目标将是管理通胀和信贷控制，保持币值稳定。因此，货币政策的走势将高度锁定物价上涨水平。我们认为，3 月份的 CPI 或将基本持平，短期内加息的可能性不大。而从 4 月份开始，第二季度的 CPI 将超过监管层的管理目标，二季度末将是央行启动加息的首个时间窗口。

分析师: 王国兵

TEL: 021-6336 7000-305

FAX: 021-6337 3209

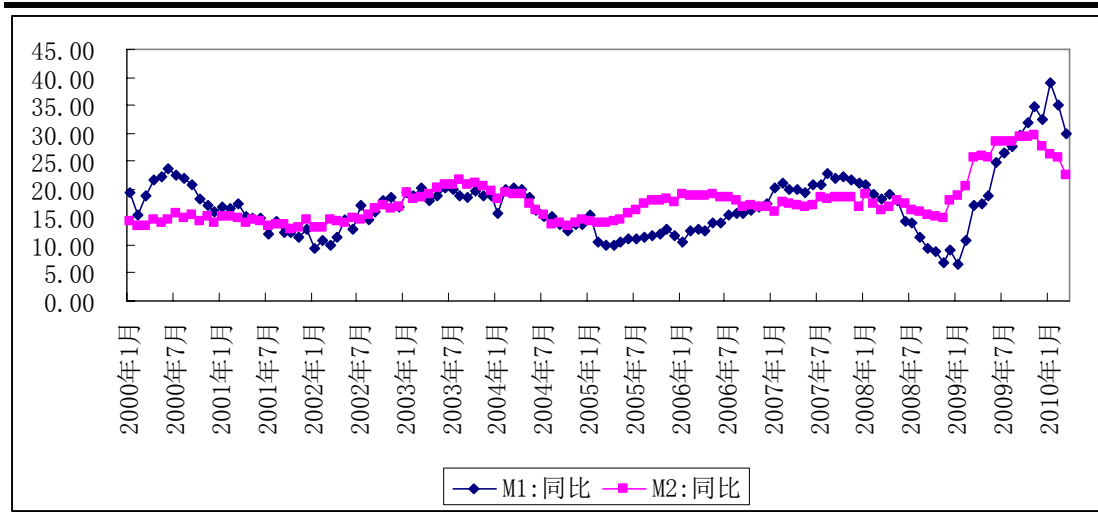
Email: winmcn@163.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

邮 编: 200002

一、基数和调控力度导致货币供应增幅加快回落

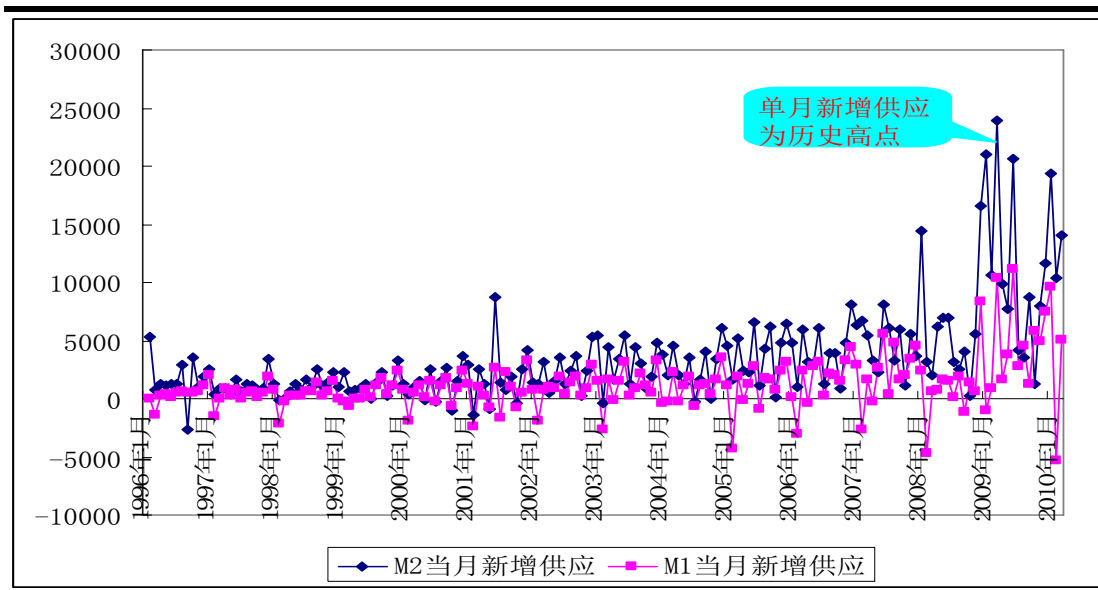
2010年3月末，广义货币供应量(M2)余额为65.00万亿元，同比增长22.50%，增幅分别比上月低3.03个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为22.94万亿元，同比增长29.94%，增幅分别比上月低5.05个百分点，货币供应增幅回落加快。而且M2已经是连续第四个月下降。货币政策正逐步回归正常化。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图1：M2和M1连续下降，货币政策逐渐回归正常化

3月份增幅大幅回落的原因既有去年高基数原因，也有当月调控力度加大的原因。2009年初为有效克服金融危机对我国经济的冲击，我国采取了宽松货币政策，09年3月份正是货币投放的高峰月份，M2和M1当月新增供应量分别为2.39万亿和1.03万亿，分别为历史最高水平和第二高水平。而同时货币调控力度也在加大，整个3月央行净回笼资金量达到6020亿元，为去年4月以来单月净回笼新高，也创下公开市场操作史上单月回笼量第三高位。在高基数和调控力度有所加大的情况下，3月份的货币供应增幅出现了较大下降。



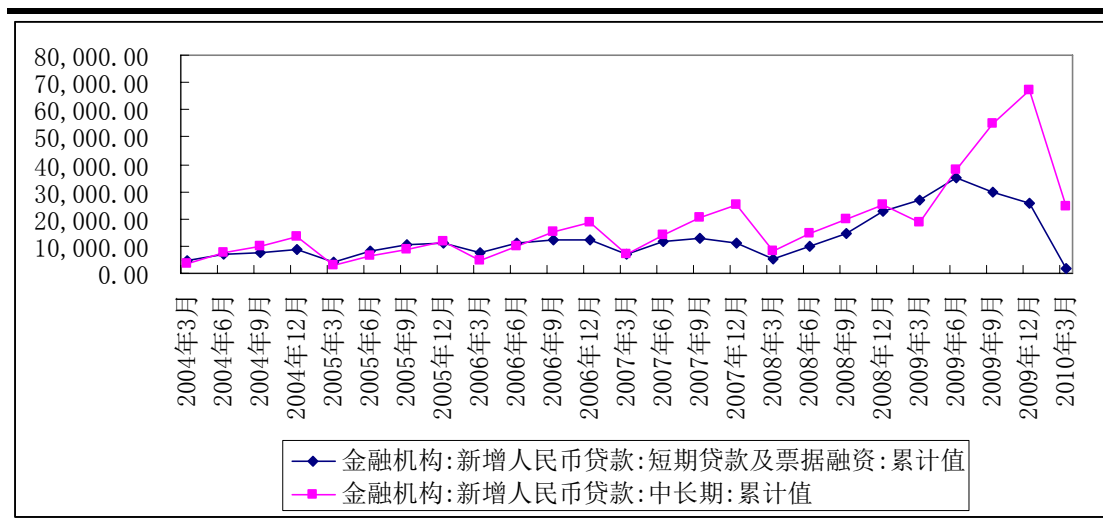
数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图2：2009年3月的高基数导致同比数据加快回落

二、信贷投放速度和结构趋于合理，调控目标初步实现但信贷控制任务仍

艰巨

1、2、3 月份各自贷款额为 1.3 万亿、0.7 万亿和 0.5 万亿。信贷规模逐月降低，并且 3 月份单月信贷规模接近目标规模，均衡信贷初见成效。并且，从信贷流向看，中长期贷款在增加，说明贷款更多流向了实体经济。一季度中长期贷款 2.4 万亿，占新增贷款总额的 93.3%，而相比 2009 年同期，其仅为 40%，而流动资金和票据融资占比高达 60%。中长期贷款的增加，说明贷款正符合监管层的意愿，即更多流向实体经济。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

图 3：中长期贷款增加，信贷对实体经济支持力度加大

但是一季度信贷人民币贷款增加总额达到 2.60 万亿元，已经完成全年目标规模的 35%，全年 3: 3: 2: 2 的投放速度已经略超。可以预计，在经济回升速度较快的情况，后续的信贷控制仍旧任重道远。

三、经济复苏巩固，货币退出注重长效，强调实质性退出

针对金融危机后实体经济较大下滑请款，我国启动了超宽松货币政策，09 年的 M1 和 M2 同比增长高达 32.35% 和 27.68%，为近些年高点。而当前实体经济复苏得到进一步巩固，虽然 3 月份的宏观数据有待本周公布，但从已公布的 PMI 数据和进出口情况看，经济已基本走出衰退，将逐渐进入新的扩张。而且，当前实体经济已经在部分领域出现了“虚火”，存在过热趋向，而物价上涨压力也是稳步提高。因此，在实体经济复苏进一步得到巩固后，央行将逐渐加强流动性回收，并强调回收的长效特性。有别于前两个月，央行对流动性的回收已从短期的调剂转为中长期的退出。这从 4 月份的央票发行类别就可得到印证。

表 1：4 月份中长期央票明显增加

时间	央票类别	数量（亿元）	备注
2010/4/2	1 年期	600	
2010/4/7	3 个月	750	
2010/4/7	3 年期	150	工具重启，每 2 周发行
2010/4/12	1 年期	450	

四、货币政策将更加强调通胀管理，政策走向高度锁定 CPI

正如前文分析，前期超宽松货币政策主要为应对经济下滑，而忌于实体经济复苏的复杂性，我国超宽松货币政策退出一直是投鼠忌器，怕损伤经济的好转而不敢贸然退出。而在实体经济复苏得到巩固后，央行的货币政策首要目标将回归币值稳定职能。央行行长周小川在出席博鳌亚洲论坛时也指出，央行的首要目标是维护币值稳定，管理通胀和信贷控制将是重点。而从目前的情况看，虽然 3 月份的 CPI 难以突破 3% 的管理目标，但是在翘尾因素以及今年粮价上涨的压力下，二季度各月的 CPI 将逐步走高，并将突破 4%，而若 CPI 不能回落到管理目标附近，货币政策调控力度将进一步加大。因此，二季度末将是加息的首个时间窗口。

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。