

2010 年中国货币政策：通货膨胀失控概率不大

2010 年春季宏观报告

通货膨胀失控概率不大，央行可能加息两次。我们认为货币流通速度不会快速回升，天量货币投放导致通货膨胀失控的概率不大。2010 年的 CPI 走势近似钟形，高点可能出现在第三季度，全年来看，CPI 可能在 3.2% 左右。从大的周期来看，2010 年的货币环境应视为从“超宽松货币政策的退出”。退出的主要措施包括：信贷规模从去年的 10 万亿下降到 7.5 万亿，提高存款准备金 100 个基点，提高基准利率两次。

招商证券（香港）研究部

何 钟

(852) 31896818

hezhong@cmschina.com.cn

谢亚轩 博士

(86-755) 83295524

xieyx@cmschina.com.cn

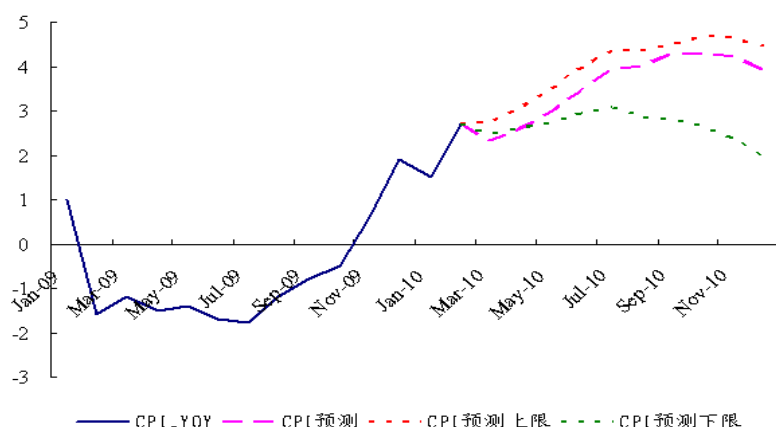
赵文利 博士

(852) 31896126

wenzhizhao@cmschina.com.cn

2010 年 4 月 15 日

2010 年 CPI 走势近似钟形，最高点大概出现在 7、8、9 三个月



资料来源：国家统计局，彭博，招商证券研发中心

2010 Monetary Policy: Low Probability of Out-of-Control Inflation

Macroeconomic Report – Spring 2010

The probability that China fails to contain inflation is low; the central bank may raise interest rates twice. We believe that the velocity of money will remain subdued and out-of-control inflation caused by the massive money injection is unlikely to happen. CPI will follow a bell-shape curve in 2010 and may peak in the third quarter; we estimate that CPI is about 3.2% in 2010. From a long-term cycle perspective, the monetary condition of 2010 should be considered as “the withdrawal of the ultra-easy monetary policy”. The main exit measures include: scaling down the credit supply from last year’s RMB10 trillion to RMB7.5 trillion, raising the required reserve rate by 100 bp and hiking benchmark interest rates twice.

Zhong HE

(852) 31896818

hezong@cmschina.com.cn

Dr. David XIE

(86-755) 82943724

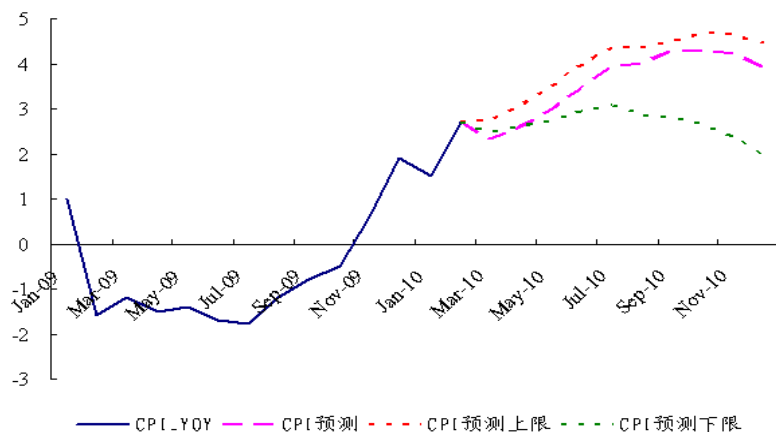
xieyx@cmschina.com.cn

Dr. Cliff ZHAO

(852) 31896126

wenzhao@cmschina.com.cn

2010 CPI is expected to follow a bell-shape curve and may peak in the 3Q10



Research Department
 CMS (HK)

15 April 2010

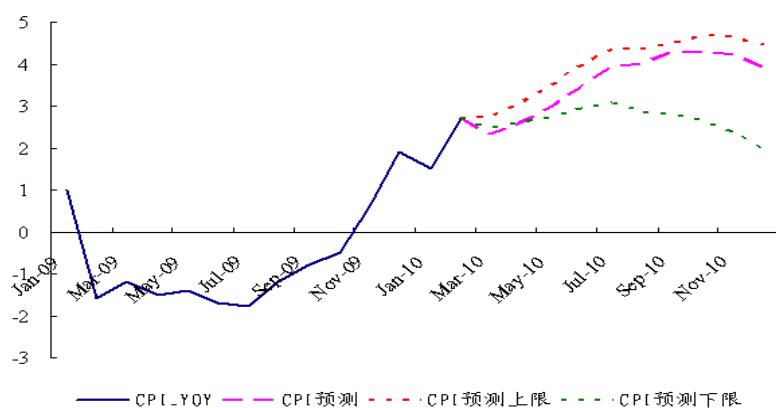
Source: National Bureau of Statistics, Bloomberg, China Merchants Securities

我们认为货币流通速度不会快速回升，天量货币投放导致通货膨胀失控的概率不大。2010 年的 CPI 走势近似钟形，高点可能出现在第三季度，全年来看，CPI 可能在 3.2%。从大的周期来看，2010 年的货币环境应视为从“超宽松货币政策的退出”。退出的主要措施包括：信贷规模从上年的 10 万亿下降到 7.5 万亿，提高存款准备金 100 个基点，提高基准利率两次。

一、2010 年 CPI 的钟形走势

2010 年的 CPI 走势近似钟形。预计今年物价上涨水平不大，CPI 最高点大概出现在 7、8、9 三个月，全年来看，CPI 有可能控制在 3%以内。但如果今年由于外部冲击（大宗商品价格上涨、气候情况等），或者 CPI 权重计算调整（加大居住类权重），造成了月环比大于 5%的上涨，CPI 高点的出现会向后推移到第三季度末和第四季度初期，那么从全年来看，CPI 控制在 3%以内有一定的难度。我们更倾向于认为，由于货币流通速度的回升比较稳定，2010 年出现通货膨胀失控的概率不大，全年 CPI 的增速可能在 3.2%。

图 1：2010 年 CPI 走势近似钟形，最高点大概出现在 7、8、9 三个月

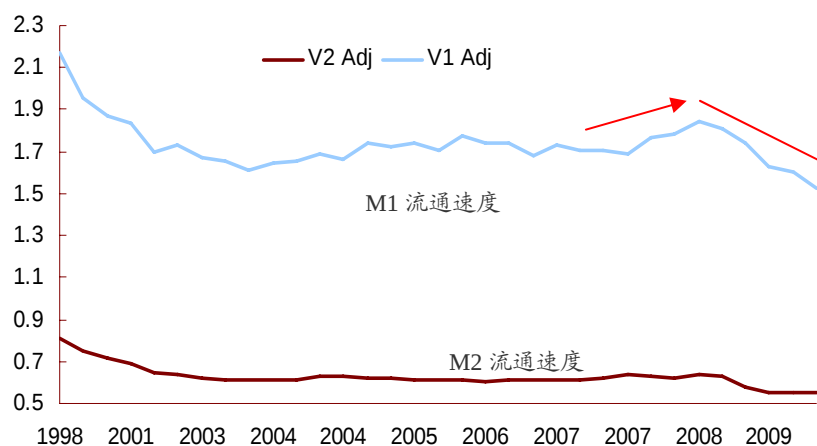


资料来源：国家统计局，彭博，招商证券研发中心

我们判断通货膨胀失控概率不大的主要依据是：尽管去年出现了天量的信贷货币供应，但由于货币流通速度仍处于低端，2010 年出现大规模通货膨胀的可能性不大。根据货币数量方程式： $M \cdot V = P \cdot Q$ ，在货币流通速度降低的情况下，短期内，巨大的货币供应量并不会带来持续的价格上升。一般认为，货币流通速度在正常情况下决定于货币的机会成本——利率，但在经济危机中，则主要决定于风险程度。根据有关研究，大萧条时期的

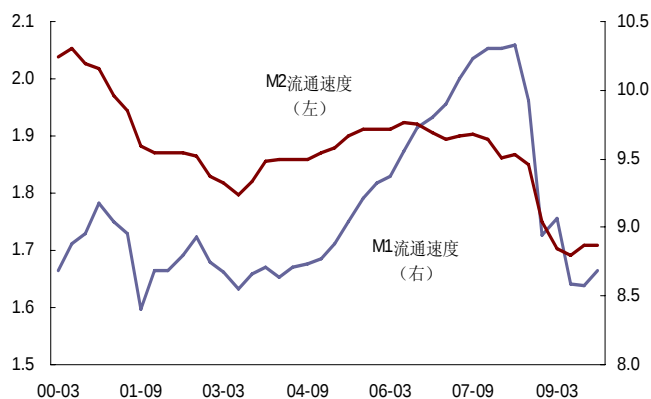
1931年至1932年，美国M1的流通速度下降18.12%，M2的流通速度下降16%。在本轮危机中，美国M1的货币流通速度下降了17%。中国M1的货币流通速度则是在2008年第三季度达到高点后急剧下降，由1.8447下降到2009年的1.5243，下降幅度达17.3%。预计，2010年中国的货币流通速度将企稳回升，但从历史情况看，货币流通速度出现快速上升的可能性不大。考虑到货币流通速度放缓在短时间内对物价上升有一定抑制作用，我们认为由于恶性通货膨胀导致央行大幅加息的可能性很小。

图 2：2009 年末的货币流通速度在历史低位



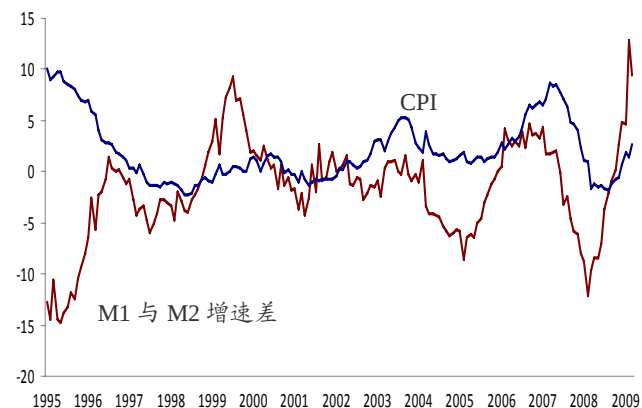
资料来源：国家统计局，彭博，招商证券研发中心

图 3：美国的货币流通速度同样出现急剧下降



资料来源：美联储，彭博，CEIC，招商证券研发中心

图 4：中国 M1 与 M2 增速差及 CPI 的关系



资料来源：国家统计局，CEIC，招商证券研发中心

二、2010 年货币政策：超宽松货币政策的退出

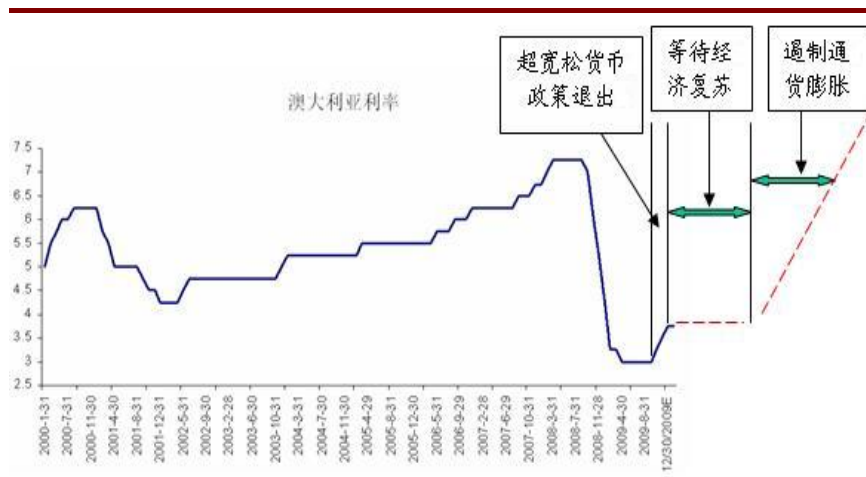
严格的讲，由于整体通胀水平还在低位，实体经济刚刚从危机中恢复，今年的货币政策还不具备紧缩的条件，我们更倾向与把今年的利率水平上升称为“超宽松货币政策的退出”。从全球的范围来看，由于在此次危机中，我国的金融体系没有出现系统风险，因此采用降低利率及注入流动性的方式应对金融危机的迫切性应远小于其他国家。因此，一旦出现经济企稳，各种超强的刺激政策应逐步正常化。

从大的周期来看，我们预计利率水平的上升应大致分为三个阶段：

1. 经济摆脱了硬着陆的风险，利率水平逐步上升，超宽松货币政策退出；
2. 利率水平保持相对稳定，等待实体经济的复苏；
3. 持续的通货膨胀出现，提高利率水平控制总需求。

从目前我国的情况来看，我们仍处在第一阶段，利率水平应逐步提高，但有别于经济高速发展的后期出现的利率被连续的大幅度的提高。

图 5：利率水平的上升应大致分为三个阶段（以澳大利亚为例）



资料来源：彭博，招商证券研发中心

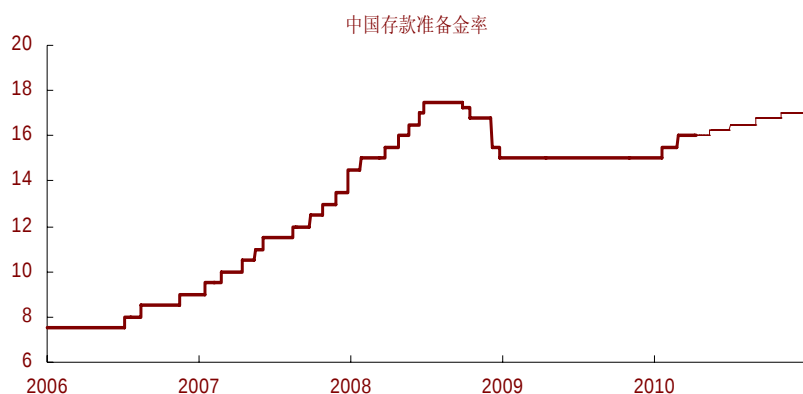
三、超宽松货币政策退出内容一：信贷规模控制在 7.5 万亿

考虑中国人民银行控制通货膨胀的决心和银监会对各个商业银行贷款增长的实际控制能力，我们认为 2010 年的信贷规模控制在 7.5 万亿是大概率事件。

四、超宽松货币政策退出内容二：提高存款准备金率 100 基点

存款准备金调整主要是为了控制贷款规模的增长。从 2008 年 10 月开始到 2008 年底，人民银行共下调存款准备金率 200bp 以应对全球性的金融危机，今年年初开始人民银行又上调存款准备金率 100bp，如果认为 2008 年 10 月之前的货币政策是中性，今年存款准备金率还有上调 100bp 的空间。

图 6： 2010 年中国人民银行可能提高存款准备金率 100 个基点

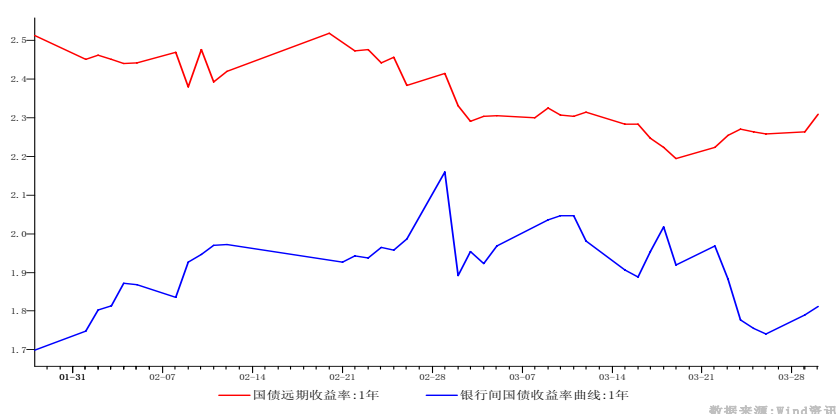


资料来源：中国人民银行，彭博，招商证券研发中心

五、超宽松货币政策退出内容三：提高基准利率两次

利率是全社会资产定价的基础，但从历史上看，央行在加息的态度上趋于保守，“决策层需要看到确切的迹象或统计数据，显示复苏态势良好”才会启动加息进程。所以，我们认为利率被大幅提高的可能性不大，但为了管理社会的通货膨胀预期及防范资产泡沫的形成，利率水平会有所提高。从目前债券市场的交易数据来看，市场预计今年利息将上调 2 次，上调约 54bp。

图 7： 国债市场收益率曲线



数据来源：Wind资讯

资料来源：WIND，招商证券研发中心

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 1: 2010 年市场预期加息次数

	国债远期收益率:1年	银行间国债收益率曲线:1年	市场预期加息次数(每次27bp)
2010-01-28	2.5131	1.6989	3
2010-02-01	2.4519	1.7480	3
2010-02-02	2.4625	1.8031	2
2010-02-03	2.4514	1.8136	2
2010-02-04	2.4394	1.8711	2
2010-02-05	2.4424	1.8690	2
2010-02-08	2.4697	1.8357	2
2010-02-09	2.3809	1.9268	2
2010-02-10	2.4759	1.9464	2
2010-02-11	2.3920	1.9711	2
2010-02-12	2.4208	1.9712	2
2010-02-22	2.4737	1.9431	2
2010-02-23	2.4757	1.9366	2
2010-02-24	2.4413	1.9655	2
2010-02-25	2.4569	1.9566	2
2010-02-26	2.3840	1.9870	1
2010-03-01	2.4139	2.1590	1
2010-03-02	2.3306	1.8914	2
2010-03-03	2.2915	1.9533	1
2010-03-04	2.3040	1.9231	1
2010-03-05	2.3058	1.9682	1
2010-03-09	2.3258	2.0366	1
2010-03-10	2.3075	2.0466	1
2010-03-11	2.3027	2.0463	1
2010-03-12	2.3138	1.9820	1
2010-03-15	2.2843	1.9068	1
2010-03-16	2.2827	1.8887	1
2010-03-17	2.2476	1.9533	1
2010-03-18	2.2240	2.0176	1
2010-03-19	2.1940	1.9191	1
2010-03-22	2.2230	1.9683	1
2010-03-23	2.2548	1.8830	1
2010-03-24	2.2707	1.7767	2
2010-03-25	2.2641	1.7556	2
2010-03-26	2.2575	1.7415	2
2010-03-29	2.2639	1.7904	2
2010-03-30	2.3083	1.8127	2

资料来源: Wind, 招商证券研发中心

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
推荐	预期行业指数的表现在未来12个月优于市场指数
中性	预期行业指数的表现在未来12个月与市场指数一致
回避	预期行业指数的表现在未来12个月逊于市场指数

免责条款:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人何钟、谢亚轩、赵文利未持有报告中所提及的公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828