



东兴证券
DONGXING SECURITIES

策略快报：货币信贷有扩张空间 全年出口仍可高增长

2010 年 7 月 10 日

A 股策略

观点速递

银国宏	策略研究员	
	电话：010-66507301	执业证书编号：S1480207120048
谭淞	宏观经济研究员	
	电话：010-66507328	执业证书编号：S1480109050683

1. 真正意义上的适度宽松宏观政策的经济背景与政策含义

近日，央行召开 2010 年第二季度例会。对比第一季度例会，两次会议在国际经济形势及国内货币信贷政策方面发生了明显变化。世界经济方面，一季度认为“全球经济运行中的积极变化逐渐增多”，本次例会则认为“世界经济正在逐步复苏，但仍存在较大不确定性”；货币信贷方面，一季度提出“调控货币信贷总量”，本次则是“要密切关注经济金融形势的发展，灵活运用多种货币政策工具，保持货币信贷适度增长”。事实上，5 月中旬以来央行已经连续 7 周公开市场净投放。两次例会的共同点是都强调管理通胀预期、调整经济结构等。事实上，在 5 月份央行发布一季度货币政策执行报告及国家统计局发布 4 月份经济数据之后，我们判断宏观政策总体取向不会进一步从紧。我们认为下半年宏观政策总体取向为实施真正意义上的适度宽松货币政策。

从 2008 年底至今，官方文件中货币政策的取向都是适度宽松，那为何我们在这里强调是真正意义上的适度宽松货币？因为今年前 5 个月，央行连续三次上调存款准备金，这种政策的紧缩力度之大，显然和“适度宽松”有所不符。回归真正意义的适度宽松，是因为在国内一系列调控政策作用之下，国内经济过热状态快速消除，新开工投资急剧下滑；而基于调结构目的实施的汇改及出口退税政策事实上也能起到降温作用。另一方面，欧美补库存形成的强劲外部需求从下半年开始减弱。这些国内外因素综合作用的结果，必然导致经济加剧波动。外部需求是国内政策难以改变的；调结构事关中国经济长期发展大局，也应该坚持；因此有调整空间的只能在宏观政策方面。财政政策方面，加大对中西部地区的投资既可以完善基础设施建设、加快落后地区的发展，也可以起到平滑投资的作用。从中央财力来看，下半年加快投资是完全可行的。货币信贷政策方面，各种货币政策工具能够比较灵活、及时的调节流动性状况，实现调控力度的微调。今年 M2 增长目标是 17%，从 M2 和信贷的关系来看，意味着贷款余额将增长 20%，高于 2006-2008 年的水平，远低于去年 31.7% 的增速。今年外贸顺差同比大幅负增长，整个经济体系的新增流动性弱于往年，企业需要更多的信贷资金支持是合理的（和 2006-2007 形成鲜明对比）。如果按 20% 的信贷增速计算，粗略估计新增贷款应该达到 8 万亿左右。

2. 货币信贷政策的适度调整空间

2.1 实际新增贷款规模与年初信贷指导有差异很正常

从央行及有关监管部门的措辞来看，今年上半年银行信贷的投放基本符合年初制定的目标。现在问题的关键是，基于当前经济形势，信贷规模有无放松的可能性？从近年情况看，信贷目标从来都是一个指导性计划，实际的新增贷款规模往往和信贷指导有一定差距。

表 1 2006 至今新增人民币贷款规模计划及实际执行情况

	新增贷款规模 (计划)	新增贷款规模 (实际)	实际超出计划 (%)	货币信贷政策执行情况
2006	2.5	3.2	27.2	连续上调存款准备金率，政策从紧
2007	2.9	3.6	25.2	连续加息及上调存款准备金，政策从紧
2008	3.6	4.9	35.3	前 3 季从紧，4 季度放松，连续降息、下调存款准备金率
2009	6.1	9.6	56.9	上半年宽松，信贷投放远超计划进度；下半年回归适度
2010E	7.5	8.0-8.2	6.7-9.3	上半年偏紧，下半年回归适度宽松，全年中性

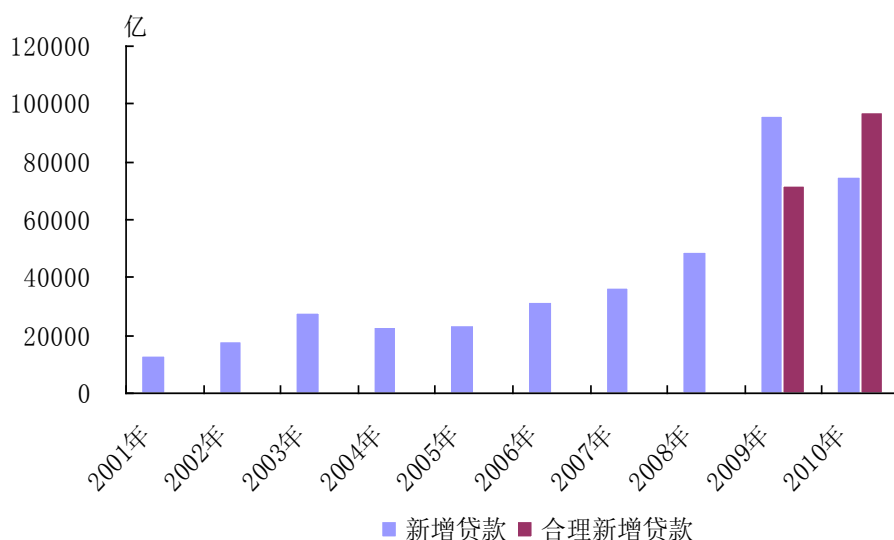
资料来源：东兴证券研究所

2006-2009 年，国内外宏观经济形势及政策取向历经了重大的变化与调整，但是新增人民币贷款规模实际的投放量都大于年初制定的信贷指导。尽管我们并不认为实际的新增贷款规模就是合理的，但这应该可以说明，监管部门出于谨慎原则，一般而言在年初制定信贷指导的时候是偏向于从紧的，在资产价格快速上涨的背景下就更是如此。当然，我们不能仅仅因为这个一般性的原则就断言今年新增贷款规模必然存在扩张的可能性。

2.2 2010 年新增人民币贷款规模有上调空间

如果要判断未来货币信贷是否具备回归适度宽松的政策空间，就需要确认今年 7.5 万亿的新增人民币贷款规模是偏紧、偏松还是适度。众所周知去年 9.6 万亿的新增人民币贷款规模相对于实体经济来说过于宽松，因此我们重新测算了危机背景下 2009 年合理的新增贷款规模，应为 7.1 万亿。基于这一数字，2010 年新增贷款规模应大致为 10 万亿。

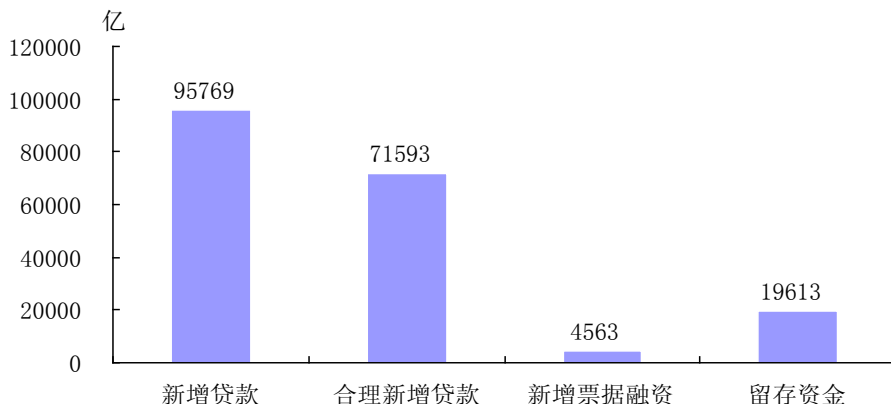
图 1 2009 和 2010 年合理新增人民币贷款规模



资料来源：东兴证券研究所

10 万亿的合理新增贷款规模与当前 7.5 万亿信贷指导存在巨大的资金缺口。如何解决？经测算，去年发放的贷款中大约有 2 万亿在当年尚未投入实体领域，这部分资金可以在 2010 年使用。因此新增贷款只需多增 5000 亿即可满足今年的资金需求。因此今年的新增人民币贷款规模为 8 万亿。

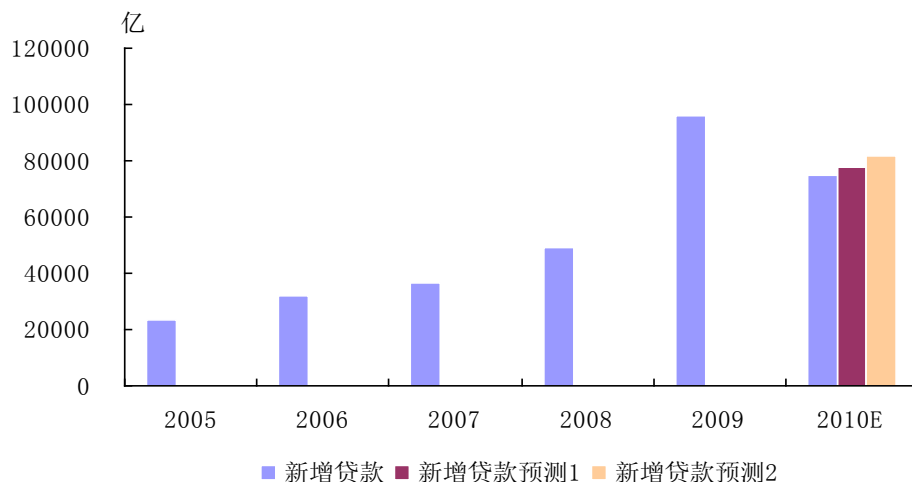
图 2 09 年的新增人民币贷款中将近 2 万亿留存至 10 年使用



资料来源：东兴证券研究所

另外，我们根据历年的信贷投放速度，测算出全年的新增贷款应为 8.2 万亿。两种测算方法表明今年新增贷款规模应在 8-8.2 万亿左右，仅超出年初的信贷指导 7% 左右，远低于往年的水平，这也表明这是真正意义上的回归适度宽松，并非应对二次探底的政策刺激。反过来如果全年实际新增贷款下降至 7 万亿，基于当前的信贷投放速度，意味着下半年信贷政策明显从紧。这显然与当前央行的表态不符。简言之，实际新增贷款规模突破 7.5 万亿的可能性极大。

图 3 2010 年新增贷款计划及实际新增贷款预测



资料来源：东兴证券研究所

2.3 经济降温不等同于贷款需求弱化 反周期需要适度宽松

从满足经济适度增长的角度看，新增贷款规模最终超出 7.5 万亿是必要的，也是合理的。当然，有观点认为当前实体经济有趋冷迹象，从民间借贷利率走低等现象看贷款需求应该是弱化的，怎么还会需要新增贷款规模的扩张？

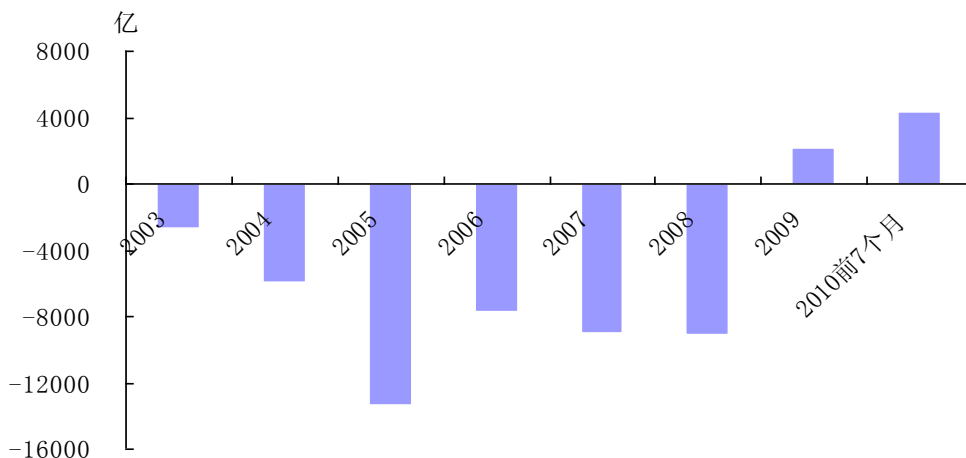
2008 年全年的新增贷款计划是 3.6 万亿，但是在政策尚未放松的前 3 季度，在实体经济急剧降温的背景下，新增贷款规模就达到了 3.48 万亿，换言之，即使没有年底实施的经济刺激计划，全年实体经济的贷款需求及相应的贷款发放也会超出信贷指导。因此，经济降温下的贷款需求弱化是相对的，对贷款的需求总是存在的。基于以上分析，我们认为：第一，经济降温难以直接和不需要新增贷款规模扩张等同起来，其中最关键的一点就在于我们上文提到的“监管部门出于谨慎原则，一般而言在年初制定信贷指导的时候是偏向于从紧的”。第二，从决策者和监管层角度看，货币信贷政策取向是反周期的，在经济降温的背景下适度放松是正常的，特别是当前固定资产投资增速回落较快。第三，我们的测算表明并不需要贷款大举扩张，8 万亿的新增贷款规模只超出年初指导的 6%，这个幅度远远低于 2006 年以来的水平。

另外，尽管有的银行季度末确实存在存贷比触线的情况，并由此导致拆借市场利率的上行，但从整个银行体系看，存贷比远未构成对贷款扩张的约束。

2.4 货币政策工具灵活调节流动性 下半年公开市场操作不会紧于去年同期

加入世贸之后，我们出口高增长，带来的巨额贸易顺差形成了流动性供给。央行为回笼流动性，2003-2008 年，每年均通过公开市场操作回笼资金，去年才实现年度净投放（去年 10 月至今年 4 月主要是净回笼）。

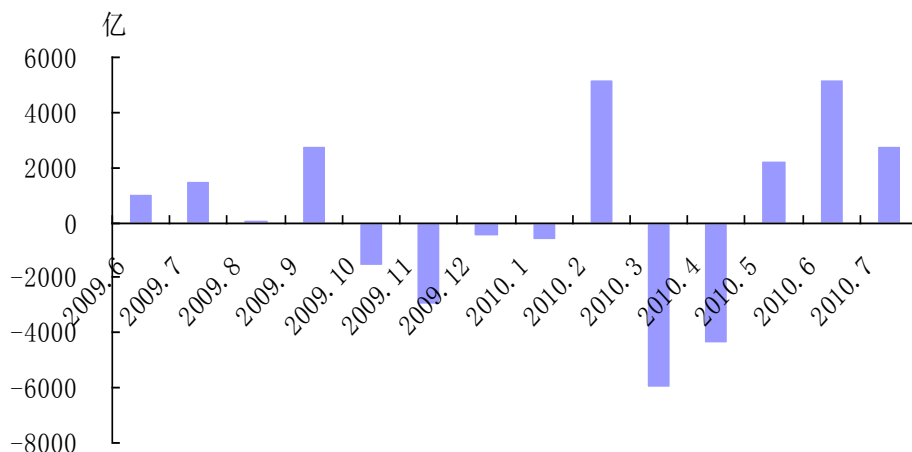
图 4 2003 年至今央行公开市场操作净投放



资料来源：东兴证券研究所

进入 5 月份，央行在公开市场上开始净投放。这固然有大型 IPO 方面的原因，但更重要的是三次上调存款准备金之后，银行体系流动性开始紧张，而且月度新增外汇占款从 5 月份开始急剧收缩。为缓解流动性，央行 5 月至今通过公开市场操作注入流动性。

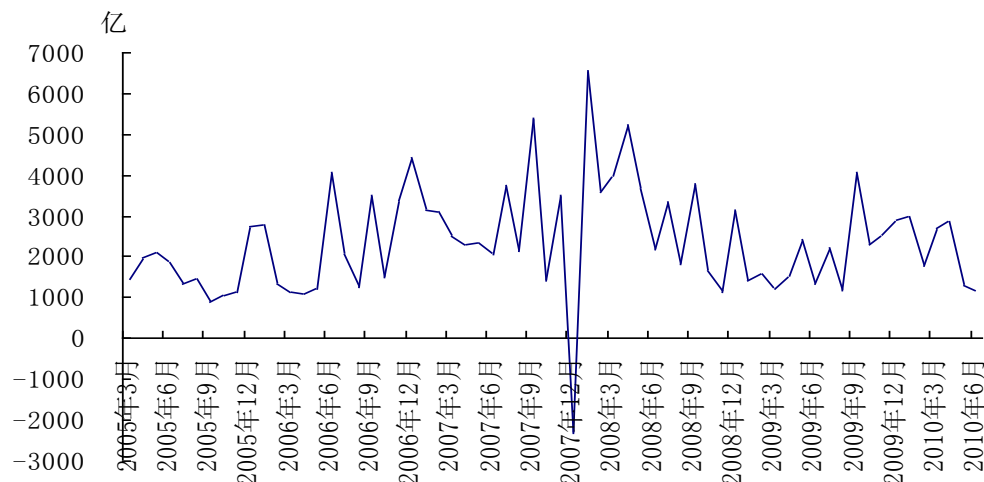
图 5 今年央行公开市场操作净投放情况（截至 7.12）



资料来源：东兴证券研究所

由于我们预计今年贸易顺差全年负增长，尤其是下半年出口缓慢回落，预计下半年外汇占款将维持在近年的低位水平。这意味着经济体新增流动性压力不大，央行在公开市场上回笼资金的压力大大减小。我们预期全年公开市场将实现净投放。这也是政策适度宽松的表现之一。

图 6 今年月度外汇占款快速下降

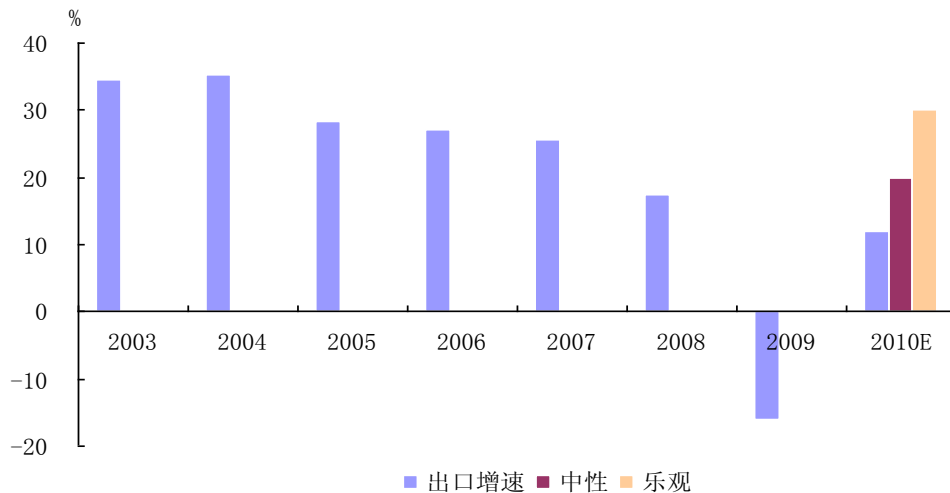


资料来源：东兴证券研究所

3、下半年出口放缓 全年仍可高增长

由于今年上半年欧美补库存以及全球经济复苏，中国出口加速增长。据海关统计，1至6月我国进出口总值13548.8亿美元，比去年同期(下同)增长43.1%。其中出口7050.9亿美元，增长35.2%；进口6497.9亿美元，增长52.7%；贸易顺差为553亿美元，下降42.5%。

图 7 2010 年出口增速预测

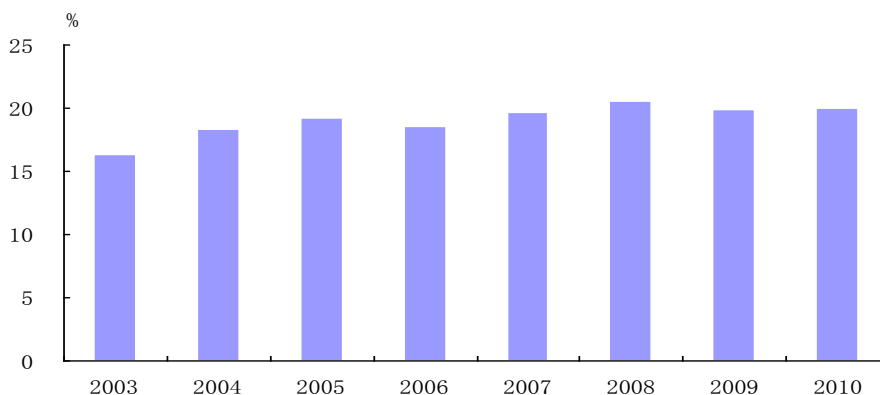


资料来源：东兴证券研究所

当然，我们也注意到存在一些因素导致下半年出口增速有所回落。如欧美复苏步伐的放缓以及汇改、出口退税等结构调整措施的影响。从本月 15 日起，商务部取消 406 个税号的产品出口退税，从常理分析，相关企业会赶在出口退税取消之前加速出口，因此 6 月份的出口有可能存在一些突发因素。如果我们以前 5 月数据进行测算，则在下半年出口零增长的情况下，全年出口仍可增长 12%。无论环比还是同比，如果下半年出口负增长，则全年出口同比增速将回落至 12% 以下。在全球贸易预计增长 10%、经济增长 4.6% 的背景下，中国出口增速在 12% 以下的可能性极小。去年底我们当时基于 IMF 全球经济增长 3% 的预测，估计在中性情形下今年出口将增长 13%。目前我们判断全年出口将增长 20% 左右。

从图 8 看，今年上半年对欧盟出口占出口总额的比例与近年基本一致，波动不到 1 个百分点，这说明只要欧债危机不是次贷重演，则欧盟经济及对欧盟出口的波动不会对我们整体出口产生明显影响。换言之，至少目前还难以得出今年下半年对欧盟出口会有显著回落以致影响总体出口规模和增速的判断。下半年出口同比增速的回落已在我们预期之中，主要是去年下半年的基数效应以及欧美补库存效应在下半年的逐渐弱化。

图 8 2003-2010 年历年上半年对欧盟出口占总出口的比例



资料来源：东兴证券研究所

4、结论

上半年货币信贷总量控制较好，基本达到了调控的预期目标。从央行二季度货币政策委员会例会来看，加大从紧力度的可能性极小。而在世界经济复苏充满不确定性以及国内投资回落较快的情况下，我们预期全年下半年信贷政策会有小幅调整，预计全年新增人民币贷款规模将达到 8 万亿左右。

我们认为，GDP 减速已包含在悲观预期之内，经济数据可能的方向是小周期调整，而不是二次探底。政策悲观预期正在向乐观转换，真正意义上的适度宽松既为经济保驾护航，又对股票市场形成支撑。近年来不同政策、经济数据的组合决定了市场的表现，2009 年尤为明显。换言之，宏观及产业政策取向不仅决定了市场波动的方向，也决定了投资机会的分布。下半年货币信贷政策回归真正意义上的适度宽松可能成为我们半年度投资策略中提到的通过最后一跌酝酿一次反弹的催化剂。基于中国经济已经进入转型期这一判断，我们认为在下半年出现的较大级别的反弹中，将形成大盘股搭台、小盘股唱戏的市场格局，战略性新兴产业中合理估值的中小市值股票表现更为抢眼。

分析师简介

银国宏

中国社会科学院经济学博士，东兴证券研究所所长，从事投资策略研究，曾在中信建投（华夏）证券研究所从事投资策略研究 7 年，累计从业经历 14 年。

谭 松

宏观经济研究员，东兴证券宏观策略小组成员，2008 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。