



货币政策回归常态或微调

发布日期： 2010 年 7 月 13 日

分析师：胡艳妮 010-85130973 执业证书编号：S1440206070030

王洋 010-85130386 执业证书编号：S1440110040076

信息或事件：

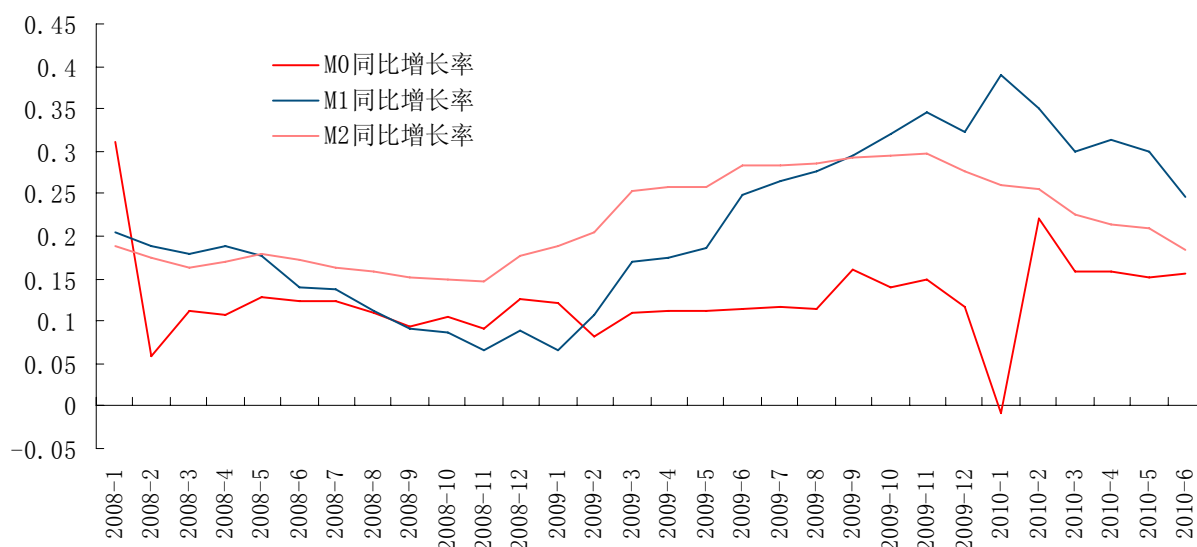
7 月初，银监会紧急叫停银信合作。

7 月 11 日，人民银行公布 2010 年上半年金融统计数据。6 月末，广义货币(M2)余额 67.39 万亿元,同比增长 18.5%；上半年人民币贷款增加 4.63 万亿元；6 月人民币贷款增加 6034 亿元；上半年净投放现金 658 亿元；6 月银行间市场同业拆借月加权平均利率为 2.31%，比上月和上年 12 月份分别上升 0.64 和 1.06 个百分点。

简评：

6 月货币信贷数据全面回落。M0 同比增速略有上升的基础上，M2 和 M1 同比增速分别回落了 2.5 和 5.4 个百分点。新增人民币贷款在 5 月大幅回落后，6 月比 5 月仍然减少了 360 亿元，银行并未出现季末贷款冲动，因此比去年同期大幅减少了 9270 亿元，这预示了信贷需求的降低。上半年新增人民币贷款 4.63 万亿元，同比少增 2.74 万亿元，已经提前和超额完成了今年比去年减少 2.1 万亿（9.6-7.5）的信贷投放目标。同时，新增外汇占款继续下降。增量流动性全面收紧。

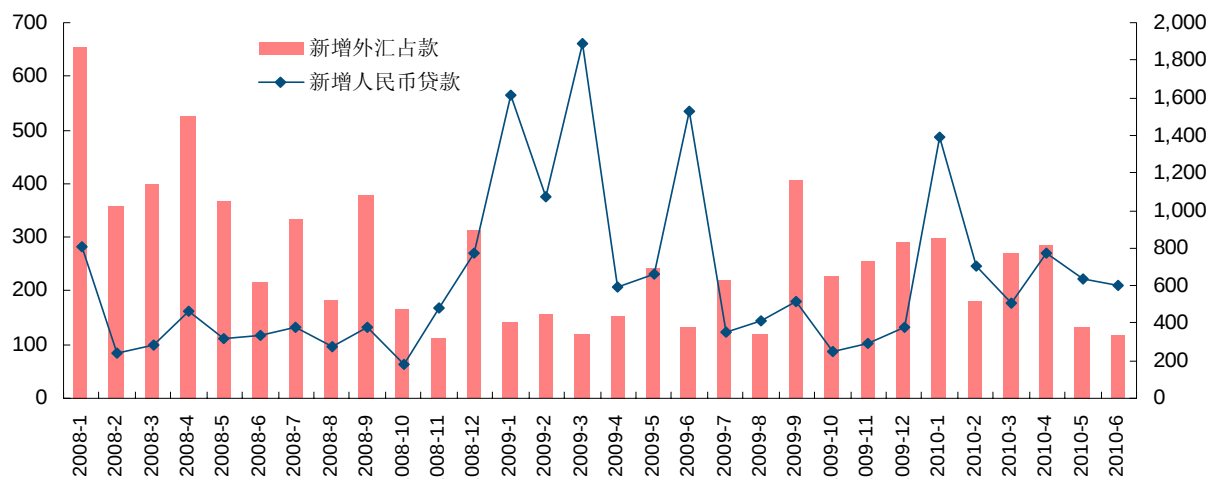
图 1：M2、M1 和 M2 同比增速



资料来源：wind，中信建投研发部



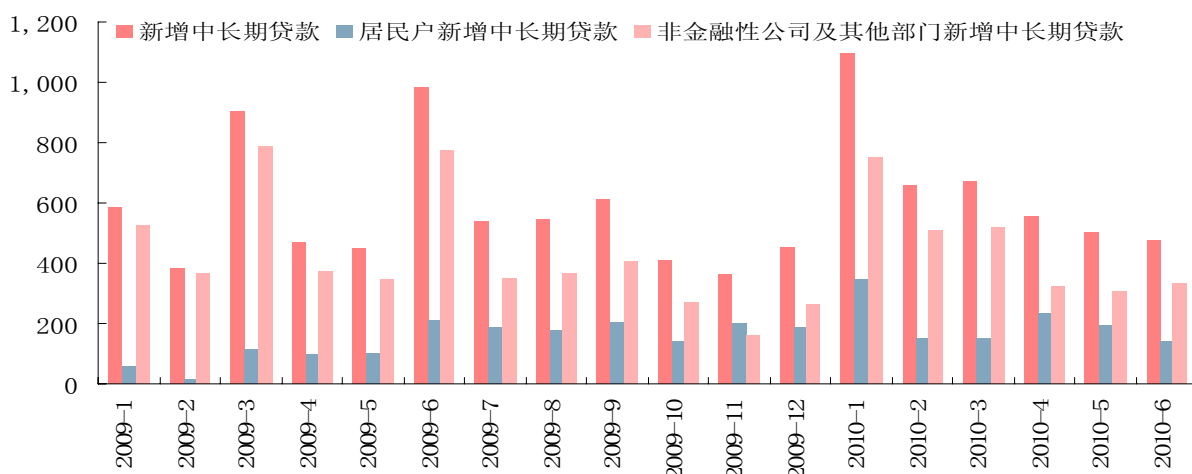
图 2：新增外汇占款和新增人民币贷款（十亿元）



资料来源：CEIC，中信建投研发部

6月新增中长期贷款比5月减少235亿元，但非金融公司和其他部门的中长期贷款依然增加了267亿元，居民的中长期贷款大幅减少了502亿元，这是自417新政之后连续两个月减少。房地产市场僵滞，预期个人住房贷款需求还会持续减少，而近期房地产调控发生了一些新变化，如上海和重庆房地产税被否和上海三套房贷款重启，市场认为地方政府甚至中央政府对房地产调控的态度出现微妙的变化，这是房地产调控中不和谐的噪音还是表明市场即将转向？我们认为前者的可能性更大，这也表明调控将比预期更为艰辛和漫长。信贷需求的减少将不仅来自去年的优质贷款如房地产贷款和地方融资平台贷款今年不再，也将来自经济增速的回落。

图 3：新增中长期贷款居民/公司结构（十亿元）

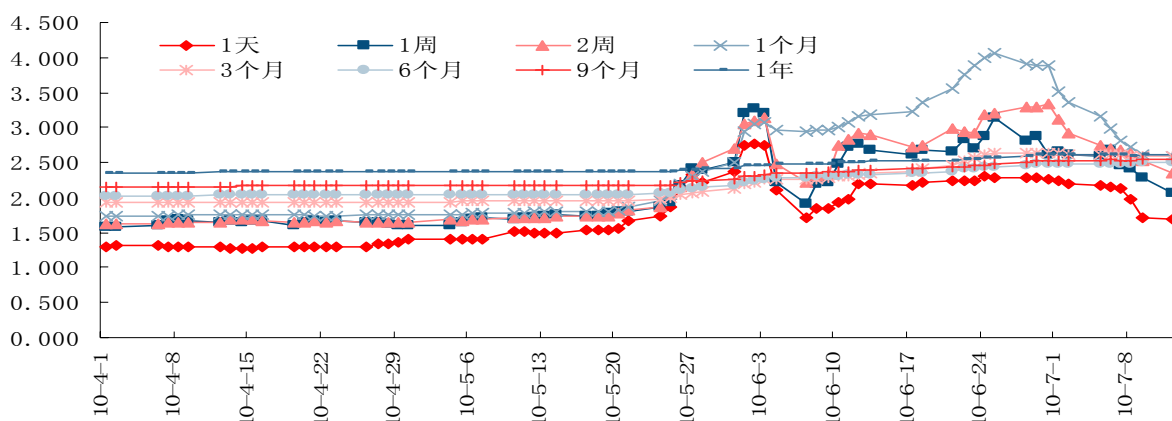


资料来源：CEIC，中信建投研发部



流动性收紧也表现在银行资金紧张，银行间同业拆借利率上行。银行资金紧张源于 2009 年的过度信贷使得超额准备金率和资本充足率下降太多，银行由流动性的注入（特别是去年对房地产市场），提前在到今年受到流动性约束，可谓自食其果。今年 1-5 月的提高准备金率和发行央票的紧缩货币政策使其紧张状况雪上加霜。6 月公开市场实现净投放货币 265 亿元，使得银行的资金紧张状况有所缓解，拆借利率在 6 月底开始下降。我们认为，真正解除银行的流动性约束，实质还需要等到国有大型商业银行的上市（农行）和再融资（工行、建行、中行）的完成。

图 4：上海银行间同业拆借利率（%）



资料来源：CEIC，中信建投研发部

表 1：央票的发行和到期（亿元）

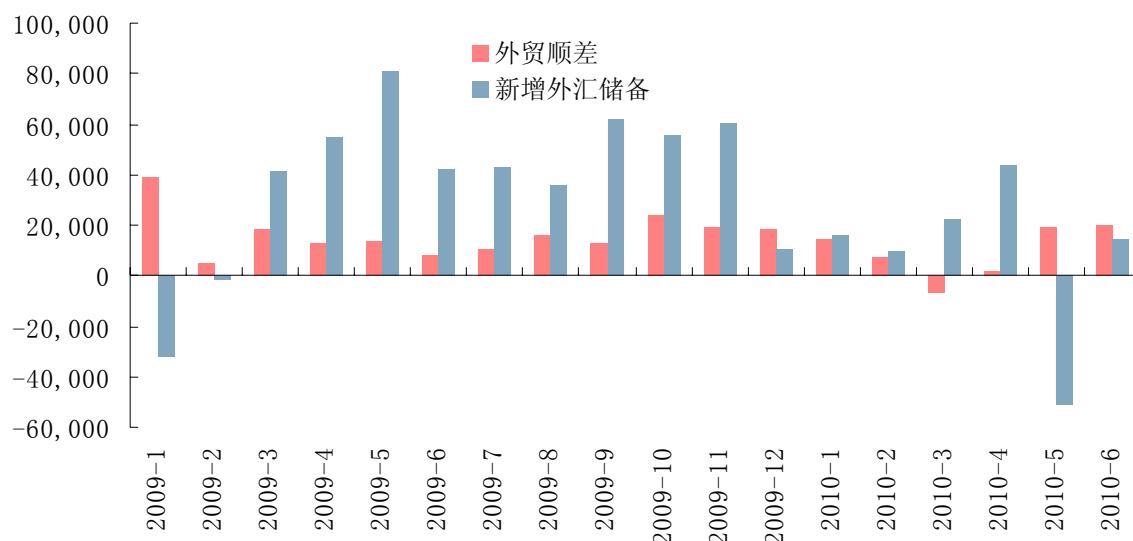
	发行			到期		净投放
	3 个月	1 年	3 年	3 个月	3 年	
Jan-10	250	66		223	60	-33
Feb-10	162	51		237	73	97
Mar-10	500	398		355	331	-212
Apr-10	261	220	105	250	115	-221
May-10	45	84	230	162	151	-46
Jun-10	20	105	128	500	18	265

资料来源：CEIC，中信建投研发部



据海关公布的数据，6 月外贸同比增长达到了高点，顺差超过 200 亿美元。新增外汇储备也由负转正。这样，在顺差略增，预期外商投资无大变化情况下，根据（外汇储备-FDI-贸易顺差）计算的热钱流入将大为增长，这显示出在 6 月 21 日人民币汇改后，升值预期和到目前的小幅升值使得热钱流入的预期在明显增强。

图 5：外贸顺差和新增外汇储备（百万美元）



资料来源：CEIC，中信建投研发部

对今年年初开始实行的从紧货币政策，我们主张的“釜底抽薪”控制信贷已经起到作用，而反对的“引火烧身”升值也有跟进，虽然我们不认为会以积小步累积大步的方式实现大幅升值，摒弃的“扬汤止沸”加息依然遥遥无期。

我们判断通胀压力晚也在 7 月将达到高点并逐月回落，而经济增长全年将逐季回落，宏观经济在四季度到明年一季度有“二次探底”的风险。因此，从经济形势的需要和政策实施效果来看，继续从紧的货币政策既不必要，也会有害无益，货币政策将回归常态，有可能微调，转向实质上的适度宽松。实际上，6 月央票实现净投放就是微调方式之一。下一步的手段除了央票之外，我们认为不排除在信贷需求滑落较快、而银行再融资尚未完成的情况下适时降低存款准备金率。

对货币政策是否应当继续收紧的反面意见来自对 7 月初银监会紧急叫停银信合作的不同理解。2009 年 9 月末，银信合作理财产品规模还不到 6000 亿元，之后银信合作产品发展迅速，截止今年上半年，已达到约 2.8 万亿元的规模，单月新增规模最高时超过 5000 亿元。我的认为，从量上来看，刨除去年四季度已经规模较大的银信合作数量，今年的银信合作虽然较大，但不足以否定信贷得到有效控制的判断；银信合作的叫停是一种“事后补救”行为，从控制风险和规范信贷出发，是在银行的银信合作需求已经大为减弱之时发生的；银信合作叫停不会影响经济增长，逻辑上也是从经济增长到货币政策，而不是从货币政策到经济增长，经济增长下滑有可能倒逼货币政策放松，而不是银信合作叫停这样的信贷政策负面影响经济增长。



分析师介绍

胡艳妮：湖南大学经济学硕士，宏观经济分析师。证券从业9年，从经济体系的内在规律出发，立足中国经济发展阶段，结合国家政策导向，研判中国宏观经济走势。2006年《新财富》宏观组最佳分析师第三名，2009年“远见杯”季度宏观预测第二名。

王洋：南开大学经济学博士，宏观经济分析师。主要研究领域：货币和流动性，致力于从经济主体之间的收益-风险博弈和货币资金流动考察经济运行和政策走向。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街188号4楼

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8610) 8513-0588

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8610) 6518-0322

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。