

日期: 2010 年 7 月 12 日



首席宏观分析师 胡月晓

021-53519888-1917

huyuexiao@sigchina.com

执业证书编号: S0870208090146

货币政策仍意图维持泡沫

——2010 年 6 月金融数据点评

■ 主要观点:

政策仍意图维持泡沫

信贷投放活动之所以仍然表现强劲,原因在于货币当局的政策仍然意图维持一定泡沫。流动性虽然开始收紧,但在程度上只是将流动性过高“水位”从超警戒线 10 米降到 5 米,而政策目标只是要降到超警戒线 2 米,货币当局并没有真正收缩意图的迹象!从近半年来的货币政策导向上看,货币当局对当前经济中的资产泡沫问题,仍然忌惮较多,仍然意图维护!

货币增速再回落

2010 年 6 月,货币增速(M2)由 5 月份的 21%快速回落到 18.5%,离全年 17%的增速控制目标仅一步之遥!货币增速的快速回落,原因在于信贷的增速的快速回落。2010 年 2 月以来,商业银行在提高的各种监管比例指标控制下,信贷活动趋于稳定并明显放缓。信贷活动的放缓,直接带动了货币增速的回落。

货币活化结构继续减弱

货币结构(M1-M2)变动主要受宏观经济运行状况影响。中国经济目前仍然处在投资驱动的经济起飞阶段,在经济复苏时期,经济的启动仍然要依靠投资的恢复。下半年投资依然能够维持当前的高速态势,M2 在回落至长期均值附近后会保持稳定,而 M1 受到经济整体活动水平下降的影响,将仍然延续目前的高位回落态势,未来 M1-M2 的差值将继续缩小。

报告编号:

相关报告:

《信贷高增致加息压力上升》

(2010 年 6 月 11 日)

《将迎来“紧数量、低利率”的货币环境》

(2010 年 5 月 11 日)

《货币退出或提速》 (2010 年 3 月 11 日)

《再升准备金率之弦仍需绷紧》

(2010 年 2 月 11 日)

《通胀预期不改货币退出步伐》

(2010 年 2 月 11 日)

《当前中国流动性评估》(2009 年 11 月 3 日)

《流动性推高的资产价格是否稳固?》

(2009 年 6 月 3 日)

《200 钱流何方》 2009 年 4 月 2 日)

《中国离流动性陷阱有多远?》

(2008 年 12 月 23 日)

数据:

货币供应量增长 18.5%。2001 年 6 月末, 广义货币(M2)余额 67.39 万亿元, 同比增长 18.5%, 增幅比上月和上年末分别低 2.5 和 9.2 个百分点; 狭义货币(M1)余额 24.06 万亿元, 同比增长 24.6%, 增幅比上月和上年末分别低 5.3 和 7.8 个百分点; 流通中货币(M0)余额 3.89 万亿元, 同比增长 15.7%。上半年净投放现金 658 亿元, 同比多投放 1236 亿元(去年同期为净回笼 578 亿元)。

人民币各项贷款增长 18.2%。6 月末, 人民币贷款余额 44.61 万亿元, 同比增长 18.2%, 比上月和上年末分别低 3.3 和 13.5 个百分点。上半年人民币贷款增加 4.63 万亿元, 同比少增 2.74 万亿元。分部门看: 住户贷款增加 1.74 万亿元, 其中, 短期贷款增加 5329 亿元, 中长期贷款增加 1.21 万亿元; 非金融企业及其他部门贷款增加 2.9 万亿元, 其中, 短期贷款增加 7361 亿元, 中长期贷款增加 2.75 万亿元, 票据融资减少 6524 亿元。6 月份人民币贷款增加 6034 亿元, 同比少增 9270 亿元。

人民币各项存款增长 19%。6 月末, 人民币存款余额 67.41 万亿元, 同比增长 19%, 比上月和上年末分别低 2 和 9.2 个百分点。6 月份人民币存款增加 1.33 万亿元, 同比少增 6647 亿元。上半年人民币存款增加 7.63 万亿元, 同比少增 2.35 万亿元。其中, 住户存款增加 2.76 万亿元, 非金融企业存款增加 2.94 万亿元, 财政存款增加 9707 亿元。

评论:

信贷符合市场预期, 政策仍意图维持泡沫

6 月份新增人民币贷款额为 6034 亿元, 略超市场预期。按照路透社对 29 家机构本月新增人民币贷款数据的预测情况, 市场对 6 月份新增信贷的预测中值为 6000 亿元, 最小值为 4500 亿, 最高值为 8800 亿。

按照监管部门对 2010 年信贷投放的“均衡”要求标准是“3: 3: 2: 2”, 按全年 7.5 万亿的计划投放指标, 上半年的投放额度为 4.5 万亿, 实际投放 4.63 万亿, 超过 1300 亿。从信贷需求的角度考虑, 我们通过调研发现, 受经济活动再次放缓的影响, 有效信贷需求明显下降, 特别是在地方融资平台风险受到控制的情况下, 信贷需求增长有限; 从信贷供给的角度, 受提高的监管比例要求影响, 银行信贷供给

增长也明显下降，具体表现为商业银行在经营中存款压力明显上升。

出于监管要求和经济形势考虑，我们连续 2 月做出了新增贷款低于 5000 亿的判断，但实际信贷投放强劲程度连续超出我们判断。我们认为，信贷投放活动之所以仍然表现强劲，原因在于货币当局的政策仍然意图维持一定泡沫。流动性虽然开始收紧，但在程度上只是将流动性过高“水位”从超警戒线 10 米降到 5 米，而政策目标只是要降到超警戒线 2 米，货币当局并没有真正收缩意图的迹象！从近半年来的货币政策导向上看，货币当局对当前经济中的资产泡沫问题，仍然忌惮较多，仍然意图维护！

表 1 近半年来货币当局的政策宣示

部门	时间	发布途径	政策导向
人民银行	2010 年 7 月	二季度例会	适度宽松
人民银行	2010 年 6 月	中国金融独立报告 2010	按国务院统一部署，保持稳定
人民银行	2010 年 6 月	2009 中国区域金融运行报告	适度宽松
人民银行	2010 年 3 月	信贷形势座谈会	适度宽松
人民银行	2010 年 3 月	一季度例会	适度宽松，引导货币信贷总量适度增长。
人民银行	2010 年 2 月	4 季度货币政策执行报告	继续实施适度宽松的货币政策
人民银行	2010 年 2 月	2010 年货币信贷与金融市场工作会议	适度宽松
人民银行	2010 年 1 月	人行年度工作会议	落实好适度宽松的货币政策，保持货币信贷合理充裕。
国务院	2009 年 12 月	中央经济工作会议	继续实施 适度宽松 的货币政策，把握好政策实施的力度、节奏、重点。货币政策要保持连续性和稳定性，增强针对性和灵活性。

数据来 REUTERS，上海证券研究所

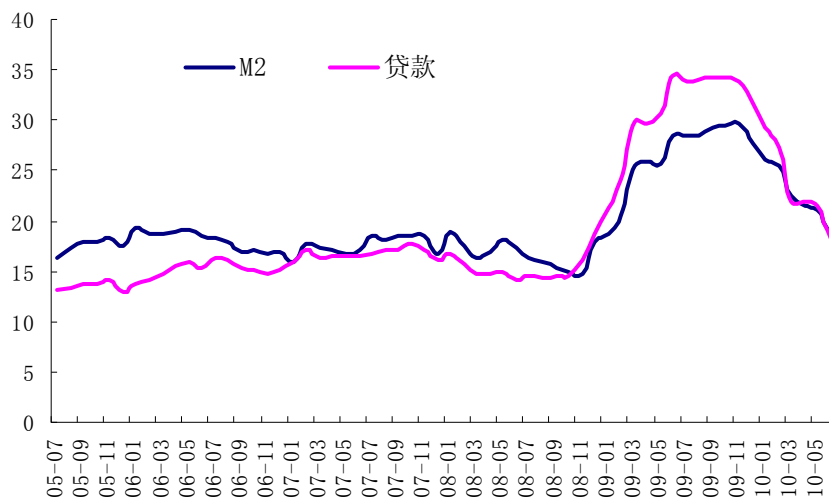
货币增速再回落

早在 2010 年 3 月，我们就认为未来货币退出或提速，货币退出有可能比市场原先预计的更快，我们预测上半年货币增速就会由 2 月份时的 26%，快速回落到 20% 左右。后来的货币退出速度基本符合了我们的预期。2010 年 6 月，货币增速（M2）由 5 月份的 21% 快速回落到 18.5%，离全年 17% 的增速控制目标仅一步之遥！

货币增速的快速回落，原因在于信贷的增速的快速回落。我们多次指出，信贷投放是流动性的“主推手”，信贷增加直接“创造”了货币，市场上的流动性通过银行存款的增加大幅度上升。2010 年 6 月货币增速的快速回落就是商业银行信贷活动继续趋缓的结果。为防范 2009 年信贷过快增长带来的风险积累，监管部门对今年的信贷投放节奏加强了控制，并强调了风险监管要求，在监管指导政策上，“逆周期监管”明显让位于“风险监管”。2009 年 4 季度以来，监管部门

提高了对商业银行的风险监管要求和资本要求，还禁止了银行将互持次级资本作为二级资本。2010 年 2 月以来，商业银行在提高的各种监管比例指标控制下，信贷活动趋于稳定并明显放缓。信贷活动的放缓，直接带动了货币增速的回落。

图 1 信贷和货币增速的变化（余额同比，%）



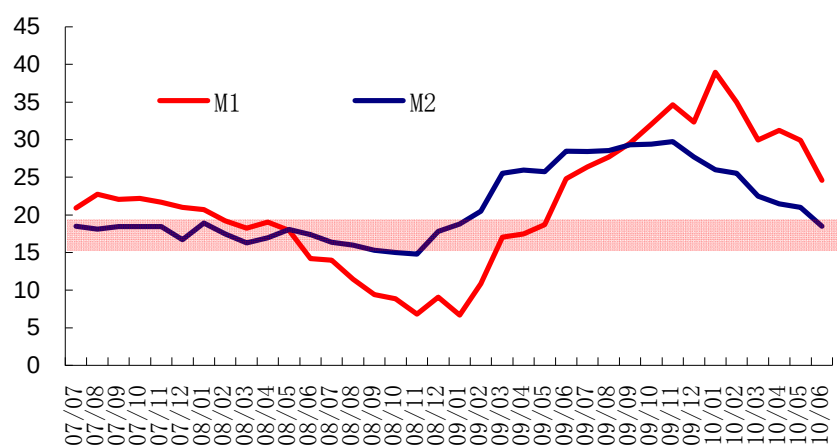
数据来源：人民银行，上海证券研究所

后续判断：货币活化结构继续减弱

从 2009 年 4 季度开始出现的 M1 超越 M2 态势，但我们一直认为并不是经济繁荣导致的货币“金叉”，而只不过是货币政策调控和节日性因素共同影响下的产物：每年的 10 月至次年 1 月是中国的消费旺季，对现金的需求上升，货币活化程度上升。正是货币结构的这种变动趋势，导致 1 月份时信贷有较大增长的同时，M2 增速反而有所回落的矛盾局面。伴随季节性因素的消除，货币结构间的这种方向变动趋势将发生改变：未来 M2 将继续下降趋势，而 M1 结束上升趋势，呈现跟随下降走势。

我们曾经指出，货币结构（M1-M2）变动主要受宏观经济运行状况影响，M2 由于受居民高储蓄率影响比较稳定，其变动通常对应于经济中投资增速的变化。中国经济目前仍然处在投资驱动的经济起飞阶段，在经济复苏时期，经济的启动仍然要依靠投资的恢复。2010 年 7 月初，国务院通过了年内新上西部开放 23 个项目的规划，投资规模达 6800 亿，我们认为这是政府应对经济内在活力仍然不强、消费只能靠贴补政策保持增长态势的一个应对对策。下半年投资依然能够维持当前的高速态势，因而 M2 在回落至长期均值附近后会保持稳定，而 M1 受到经济整体活动水平下降的影响，将仍然延续目前的高位回落态势，未来 M1-M2 的差值将继续缩小。

图 2 不同层次货币增长变化（同比，%）



数据来源：人民银行，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。