

商业银行信贷投放超出预期 人民银行再次收紧货币政策

—2010 年 10 月金融运行数据分析

天晓宏观经济与产业研究所 2010 年 11 月 16 日

宏观研究组
特邀研究员：范建军

联系人：李衡
010-66045815
liheng@txsec.com

服务热线：
010-66045555

服务邮箱：
service@txsec.com

一、10 月银行贷款增加较多，明显超出市场预期。从目前情形看，央行已采取偏市场化的办法来限制信贷的增长，比如对超贷银行采取暂时调高存款准备金率的惩罚性措施，表明央行适当控制信贷、收紧货币政策的取向。随着汇率市场形成机制改革的推进，流动过剩问题可能不再成为困扰央行进行货币政策操作的首要问题。只要人民币汇率继续向均衡汇率靠拢，只要人民银行坚持有管理的浮动汇率制这个改革方向不动摇，那么今后无论是来自国内的通胀压力（因流动性过剩引起）还是来自国外的通胀压力（输入性通胀）都不会急剧增大。对实体部门来说，央行流动性压力的解除，其最大的好处就是央行今后可不再用控制信贷这种最笨拙、最低效的办法来管理国内通胀了。

二、10 月居民存款大幅减少，主要是资本市场相对活跃和上月存款增加较多所致。10 月股市明显向好，当月涨幅为今年来最大。与此同时，上月理财产品到期量大，导致居民户存款增幅较大，10 月又重新买回，使居民户存款出现了大幅减少。

三、10 月 M1、M2 增速双双反弹，但货币供应量增速仍总体运行在下行通道。尽管 M1 增速在 10 月出现较大幅度反弹，但我们认为目前 M1 增速仍运行在下降通道，只是下降幅度已明显减缓。M2 增速走势和 M1 增速走势一样，即使按 M2 在 11 月增加 9000 亿元，12 月增加 1.2 万亿元的乐观预期计算，至年底，M2 增速也会回落至 19% 以内。我们估计年底 M2 增速回落至 18.9% 左右水平的概率较大。

四、虽然 10 月银行间市场流动性较上月充裕，但这并不意味着央行管理流动性的压力在加大。正如我们在前期多篇报告中所指出的，尽管目前银行间市场流动性较为充裕，但央行管理同业市场流动性的压力并不大。首先，人民银行已经连续两个月的公开市场业务操作结果为基础货币净投放；其次，外汇占款增速逐月下降；第三，由于目前法定存款准备金率处于历史最高位，因存款增加而导致的存款准备金占用对基础货币的消耗很大；第四，因财政存款增加对基础货币的占用也很大。

五、对近期央行货币政策的解读。目前密集的货币政策操作并不意味着我国宏观经济形势已出现恶化的趋势。相反，随着 10 月份 CPI 触顶持稳并逐渐回落，自年初以来实行的严控新开工项目的投资政策很可能会逐渐出现松动，相应地，对信贷的控制也会因物价的回稳而逐渐放松。总之，只要人民币汇率市场形成机制改革继续推进，只要央行对银行间市场流动性管理得当，那么对明年中国宏观经济走势是可做乐观预期的。

六、近期人民币升值压力有所上升，但年内人民币升值幅度不会太大。考虑到目前外汇占款增速仍运行在下降通道，央行对银行间市场流动性的管理压力已大幅缓解，因此，年内人民币升值幅度不会太大。从近期 NDF 走势可以看出，市场对人民币升值预期已出现减弱迹象。

七、年底前央行可能再加息一次，但持续加息的可能性不大。央行是否再次加息主要看 11 月 CPI 的同比上涨情况，如果高于或等于 10 月涨幅，央行很可能再次启动加息操作，但如果比 10 月涨幅下降比较明显，那么年内加息的可能性将会大幅降低。毕竟在目前国际经济形势下，不支持央行连续进行加息操作。



一、10月银行贷款增加较多，明显超出市场预期

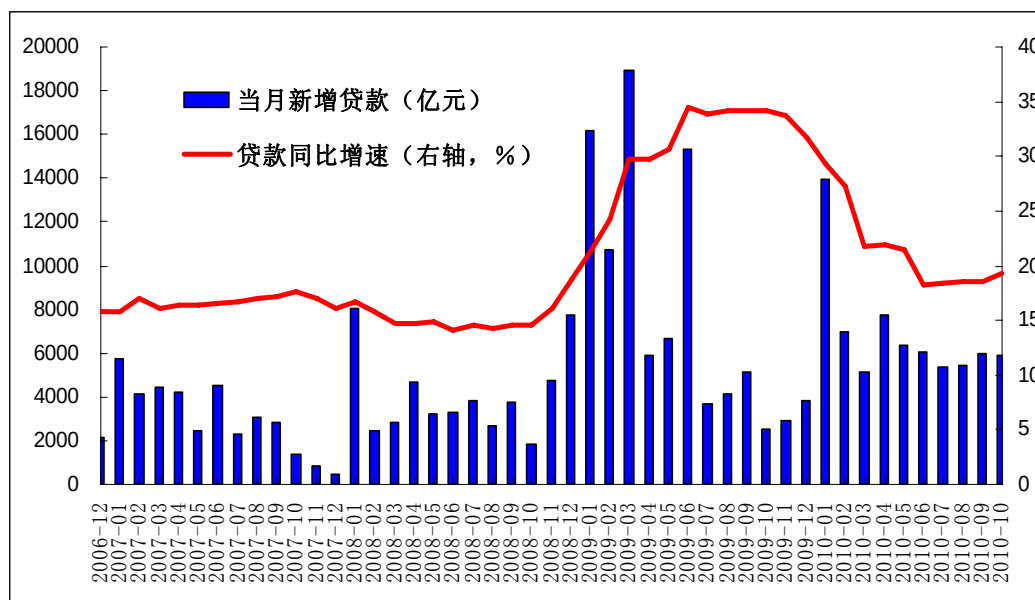
根据央行公布的数据，10月新增人民币贷款5877亿元，大幅超出市场预期。如果在余下的2个月里，每月新增贷款仍在5000亿元以上的规模，那么全年新增信贷将超过7.5万亿元的预期目标（1-10月，信贷累计已达6.88万亿元）。从目前情形看，央行已采取偏市场化的办法来限制信贷的增长，比如放弃了过去使用的向各家银行按月下达硬性调控指标的办法，而是对超贷银行采取暂时调高存款准备金率的惩罚性措施。继上月加息和对4大国有银行和2家股份制银行采取时限两个月的提高0.5个百分点存款准备金率后，于11月10日再次对所有银行的存款准备金率提高0.5个百分点，表明适当控制信贷、收紧货币政策的取向。

表 1：2010 年下半年各月贷款增长情况（单位：亿元）

项目\月份	6月	7月	8月	9月	10月	1-10月累计
住户新增贷款	2330	1720	2010	2469	1656	25275
其中：新增短期贷款	922	460	896	980	467	8132
新增中长期贷款	1408	1260	1114	1490	1189	17144
非金融企业新增贷款	3704	3596	3436	3367	4222	43463
其中：新增票据融资	-1128	-436	-205	-927	-1	-8093
新增短期贷款	1528	527	965	1257	1471	11581
新增中长期贷款	3304	3274	2530	2964	2407	38625
各项贷款实际月增量	6034	5328	5452	5955	5877	68805

数据来源：中国人民银行

图 1：信贷投放月度走势



数据来源：中国人民银行

我们曾在不止一份报告中强调，虽然最近两年（2009年和2010年），实体经济中流动性增速（M1、M2增速）超过2002之后的任何年份，但央行管理流动性的压力却是这些年来最小的。而且随着汇率市场形成机制改革的推进，流动过剩问题可能不再成为困扰央行进行货币政策操作的首要问题。我们可做出这样的论断：只要人民币汇率继续向均衡汇率靠拢，只要人民银行坚持有管理的浮动汇率制这个改革方向不动摇，那么今后无论是来自国内的通胀压力（因流动性过剩引起）还是来自国外的通胀压力（输入性通胀）都不会急剧增大。其原因在于，只

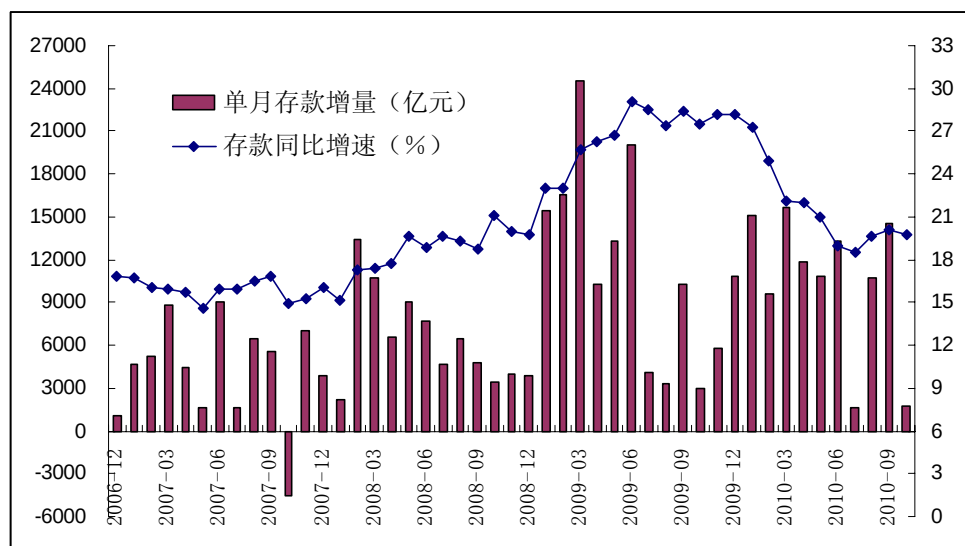
要汇率能在浮动中自发实现动态均衡,那么央行就不必每年用大量的基础货币去被动买进市场上过剩的外汇供给——这是近年来导致国内流动性出现过剩的主要原因;输入性通胀(或者是通缩)也可通过汇率的自发动态均衡调整而被有效屏蔽在国门之外。

对实体部门来说,央行流动性压力的解除,其最大的好处就是央行今后可不再用控制信贷这种最笨拙、最低效的办法来管理国内通胀了。之所以说信贷管控是最笨拙、最低效的治理通胀的手段,是因为信贷管控措施在抑制名义需求增长的同时,也会抑制实际供给的增长(没有贷款就无法通过投资来扩大再生产)。以上两种政策效果对冲的结果很可能是,通胀的治理效果不理想,而经济增长却严重受损。因此,控制信贷的通胀治理模式实际上是一种以严重损害经济增长和就业为代价的通胀治理模式,这种通胀治理模式在发达经济体几乎找不到先例。

流动性压力解除后,央行完全可使用更加市场化的办法来管理通胀。例如,通过调整银行间市场基准利率的办法来影响市场中基础货币的供给,进而间接实现对银行信贷扩张能力的调控。这种以调节基础货币供应量为为核心的通胀管理模式,是目前大多数市场经济国家通行的最有效的通胀管理模式。它不但可以最大限度地发挥经济的增长潜能,同时还可避免行政性信贷调控所必然带来的经济的宽幅波动。央行流动性管理压力的逐渐解除,是我们对未来几年中国经济持相对乐观预期的依据所在。

二、10月居民存款大幅减少,主要是资本市场相对活跃和上月存款增加较多所致

图2: 各项存款月度增长数据走势



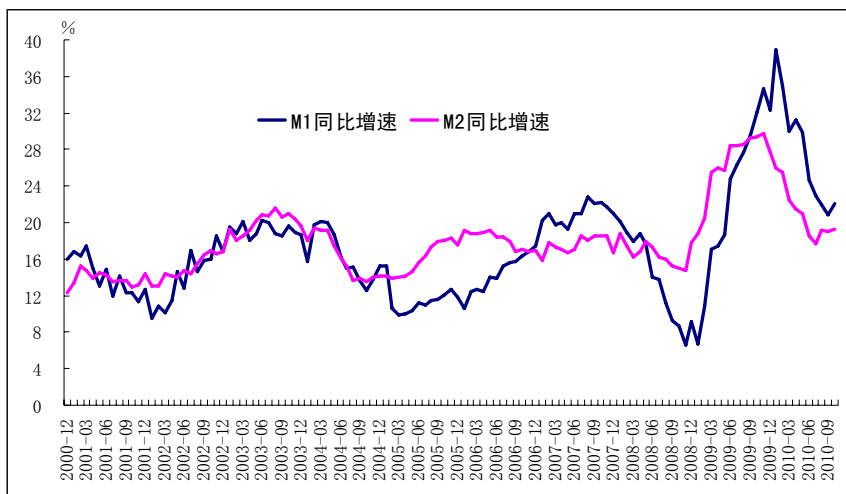
数据来源: 中国人民银行

10月各项人民币存款增加1769亿元。其中,居民户存款净减少7003亿元,非金融企业存款增加4168亿元,财政存款增加2992亿元,机关团体和其他存款增加1612亿元。10月居民户存款之所以出现大幅下降主要和股市相对活跃以及9月居民户存款增加较多有关(9月居民户存款净增1.04万亿元)。10月股市明显向好,当月涨幅为近年来最大。与此同时,上月理财产品到期量大(仅央票到期兑付量就达7279亿元),导致居民户存款增幅较大,10月又重新买回,使居民户存款出现了大幅减少。如果将两月存款增减数据进行算术平均,结果是每月平均增长1721亿元,基本属于正常范围。

三、10月M1、M2增速双双反弹,但货币供应量增速仍总体运行在下行通道

10月M1、M2增速双双反弹。10月,M1同比增长22.1%,增速比上月提高1.2个百分点(余额月增量超出市场预期);M2同比增长19.3%,增速比上月提高0.3个百分点。

图 3: M1、M2 仍运行在下行通道



数据来源：中国人民银行

10 月 M1 增速之所以出现较大幅度反弹，主要是因为 9 月 M1 余额出现负增长（余额比 8 月下降 538 亿元），结果导致 10 月出现技术性反弹，当月余额净增量达 9478 亿元（当初我们预测到 M1 余额的增量会出现反弹，但没有预料到反弹幅度如此之大）。如果观察历史数据会发现，每年的 9-10 月，M1 都会出现季节性调整。企业部门会在十一长假来临之前，将大量活期存款转成 7 日或 14 日定期，节后又重新转回，结果会导致 M1 在 9-10 月出现较大幅度波动。

尽管 M1 增速在 10 月出现较大幅度反弹，但我们认为目前 M1 增速仍运行在下降通道，只是下降幅度已明显减缓。如果按 11 月净增 3500 亿元，12 月净增 6000 亿元计算，到年底 M1 的增速为 19.5%；如果按 11 月净增 5000 亿元，12 月净增 9000 亿元计算，到年底 M1 的增速为 21.5%。我们判断，年底 M1 增速回落至 20% 以内的概率较大。

10 月，广义货币供应量 M2 增加 3329 亿元，比上月少增 5549 亿元。尽管 10 月新增外汇占款和新增信贷之和高于上月（10 月的结汇量较大），但 10 月的广义货币供应量 M2 增幅却相比上月出现了较明显的下降，乍看似似乎不太合理。然而，如果注意到 10 月财政存款增加 2992 亿元，而 9 月财政存款下降 2462 亿元，那么，上述异常现象就能被合理解释了：新增财政存款虽然源于新增外汇占款和新增信贷，但其本身并不在 M2 的统计范围，因此，财政存款的增加必然导致 M2 增量的下降。另外，由于 10 月份货币类理财产品（投资央票为主的理财产品）发行量恢复性增加，结果导致对居民存款的占用，这也在一定程度上抑制了 10 月份广义货币 M2 的增长。

总体看，M2 增速走势和 M1 增速走势一样，目前也继续运行在下行通道，即使按 M2 在 11 月增加 9000 亿元，12 月增加 1.2 万亿元的乐观预期计算，至年底，M2 增速也会回落至 19% 以内。我们估计年底 M2 增速回落至 18.9% 左右水平的概率较大。

四、虽然 10 月银行间市场流动性较上月充裕，但这并不意味着央行管理流动性的压力在加大

10 月央行公开市场业务操作的结果是向银行间市场净投放基础货币 890 亿元。首先，根据中债公司公布的数据，10 月央行发行央票 2330 亿元，央票到期 4637 亿元，支付利息 94 亿元，央票操作的结果相当于央行向市场净投放基础货币 2400 亿元；其次，央行 10 月进行国债正回购 2560 亿元，正回购到期 1050 亿元，正回购操作的结果是净回笼基础货币 1510 亿元。因此，10 月央行进行公开市场业务操作的结果是向银行间市场净投放基础货币 890 亿元。

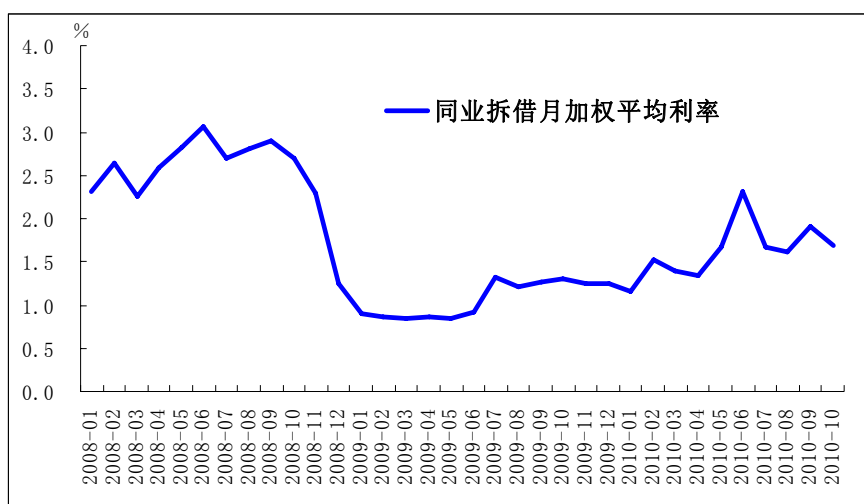
表 2：央行 1~10 月公开市场业务操作情况

项目(亿元)	1 季度	2 季度	3 季度	10 月	1-10 月合计
央票发行	14270	15580	12738	2330	44918
央票到期	12763	11934	15601	4637	44934
央票利息支付	431	301	308	94	1134
正回购	8930	5920	3430	2560	20840
正回购到期	9210	8980	3220	1050	22460
净回笼	796	285	-2961	-890	-2770

数据来源：中债公司网站 中国人民银行

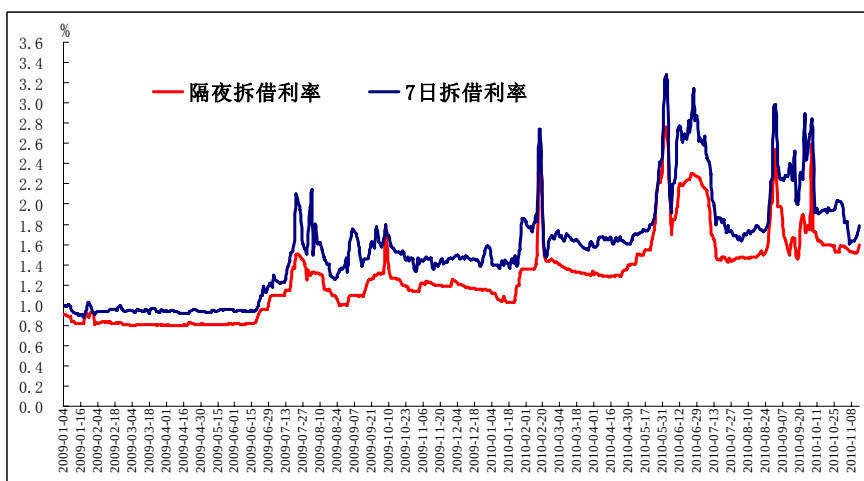
如果加上当月外汇占款新增 3000 多亿元（估计值），10 月央行共向市场投放基础货币接近 4000 亿元。尽管 10 月 12 日央行临时性上调四大有控股银行和招商、民生 2 家银行存款准备金率 0.5 个百分点，共冻结流动性 1600 多亿元，但总体看，10 月银行间市场流动性供应较上月充裕，结果导致银行间市场同业拆借月加权平均利率比上月下跌 22 个 BP（由 9 月的 1.90% 下跌到 10 月的 1.68%）。

图 4：上海银行间市场同业拆借月加权平均利率



数据来源：中国人民银行

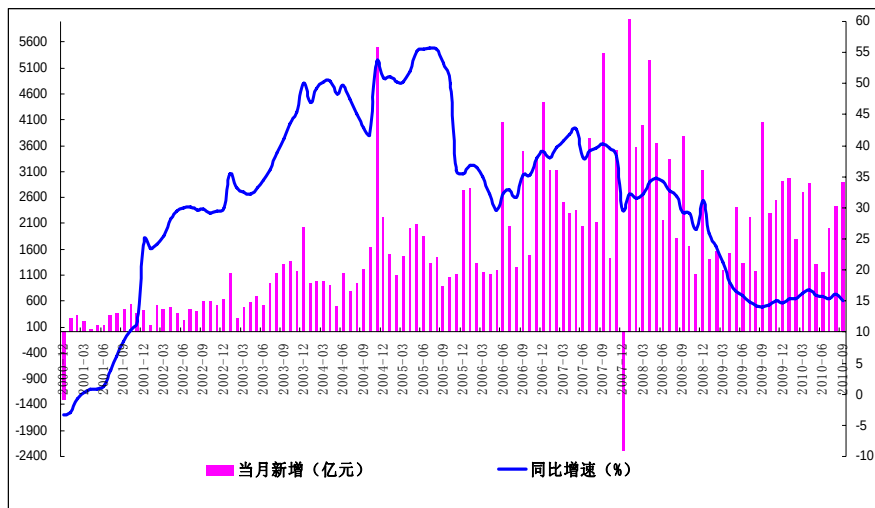
图 5：上海银行间市场隔夜拆借和 7 日拆借利率走势



数据来源：上海银行间同业拆借中心网站

正如我们在前期多篇报告中所指出的，尽管目前银行间市场流动性较为充裕，但央行管理同业市场流动性的压力并不大。首先，人民银行已经连续两个月的公开市场业务操作结果为基础货币净投放，其中，9月为基础货币净投放2811亿元，10月为基础货币净投放890亿元，两月合计净投放基础货币3701亿元。

图6：外汇占款月增量和月增速走势



数据来源：中国人民银行网站

其次，外汇占款增速逐月下降。尽管10月外贸顺差因季节性因素影响有所扩大，但这并不是一种趋势性变化。预计随着人民币升值幅度的增加和世界经济复苏进程的放慢，外贸顺差会重新回到每月150亿美元左右的水平，境外热钱流入的规模也会随之缩小，因此，今后几个月央行结汇压力有逐月走低趋势。预计今后每月的新增外汇占款会逐渐回到2000亿元人民币以内的水平。

第三，由于目前法定存款准备金率处于历史最高位，因存款增加而导致的存款准备金占用对基础货币的消耗很大：每增加1万亿元银行存款将增加1700亿元左右的存款准备金占用。今年商业银行平均每月的存款增量就是大约1万亿左右。

第四，因财政存款增加对基础货币的占用也很大。今年1-10月，因财政存款增加导致的基础货币占用达到1.45万亿元，平均每月增加占用1452亿元。

综上所述，目前人民银行对冲银行间市场流动性（基础货币）的压力不大。

五、对近期央行货币政策的解读

近期央行动作频频。一是10月12日，作为对超贷银行的惩罚措施，央行临时性调高六家主要商业银行的存款准备金率0.5个百分点；二是10月19日，央行首次加息，提高商业银行存贷款基准利率0.25个百分点；三是11月10日，再次提高商业银行存款准备金率0.5个百分点（目前四大国有控股银行的法定存款准备金率为18%，是1985年以来的最高值）；四是近期人民币汇率升值速度也有所加快。

实际上，如果从央行角度看，目前是近10年来央行货币政策操作最为轻松的时期，主要证据是今年1-10月央行的公开市场业务操作结果竟然是向市场净投放基础货币2770亿元，这种情况在2001-2008年从未出现过——这一时期大都是央行每年要发行上万亿元央行票据来对冲因外汇占款而释放的过量基础货币。这说明目前央行管理流动性的压力已经大为缓解，这可能是央行最近几个月之所以敢于放松对商业银行窗口指导的重要原因。

实际上，近期央行的货币政策操作多少有点前后矛盾。首先，一方面央行通过公开市场业务操作向市场净投

放基础货币，另一方面，又两次动用存款准备金率工具，冻结流动性；其次，央行在动用存款准备金率工具收紧流动性的同时，又在有意放松对信贷的窗口指导。如果按照全年新增信贷 7.5 万亿元的调控目标，央行应该将最后几个月的信贷投放控制在 5000 亿元以下。但是，最近几个月的新增信贷规模都在接近 6000 亿元的水平，如果按目前的调控节奏，全年的信贷投放有可能超过 7.9 万亿元人民币。

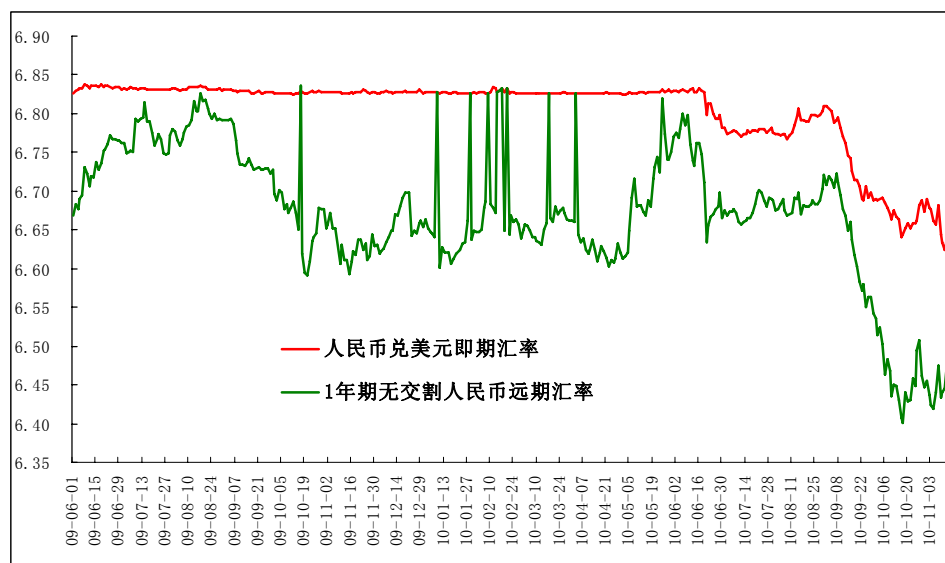
我们可以对上述看似相互矛盾的政策操作做如下解读：1、央行对未来的流动性管理总体上充满自信，这种自信一方面是建立在流动性压力已经大幅缓解基础上的，另一方面，这种自信也建立在央行已经拥有更为主动的流动性管理工具的基础之上：未来央行完全可以通过扩大人民币升值幅度的办法来对流动性进行更为积极主动的管理。2、由于近期通胀压力较大，因此，央行短期内需要加强对“通胀预期”的管理。近期的一系列货币政策操作都可看作是央行为加强“通胀预期”管理而采取的一些具体措施。3、由于目前欧美日三大经济体实行“零利率”和低利率政策，因此，在进行通胀预期管理时，央行比较忌讳使用“加息”政策，因为，“加息”很可能造成境内外利差的扩大，进而引发热钱流入。4、在无法频繁使用“加息”政策管理通胀预期的情况下，只有动用法定存款准备金率工具，通过象征性地收紧银根来“吓阻”市场的涨价行为，因此，在政策操作上出现了前后矛盾的情况。

实际上，采取上调存款准备金率的做法只会给市场带来短期的心理冲击，它对未来物价走势几乎不会带来任何实质性影响。市场对通胀的预期是一种理性预期（而央行却把它误读为市场对政府政策的一种感性认识），诸如提高存款准备金率这样似是而非的“威吓性政策”是无法改变市场对未来物价走势的理性预期结果的。政策制定者总认为市场是可以欺骗的，这是转型经济国家面对市场时的一种致命的自负，当前的货币政策操作充分反映了我国在宏观经济管理理念上的不成熟。

综上所述，目前密集的货币政策操作并不意味着我国宏观经济形势已出现恶化的趋势。相反，随着 10 月份 CPI 触顶持稳并逐渐回落，自年初以来实行的严控新开工项目的投资政策很可能会逐渐出现松动，相应地，对信贷的控制也会因物价的回稳而逐渐放松。总之，只要人民币汇率市场形成机制改革继续推进，只要央行对银行间市场流动性管理得当，那么对明年中国宏观经济走势是可做乐观预期的。

六、近期人民币升值压力有所上升，但年内人民币升值幅度不会太大

图 7：人民币即期汇率和 1 年期无交割远期汇率走势比较



数据来源：国家外汇管理局，Bloomberg

10 月，因贸易顺差出现反弹，热钱流入加剧，人民币结汇量增加，人民币升值压力有所加大。但是，考虑到目前外汇占款增速仍运行在下降通道，央行对银行间市场流动性的管理压力已大幅缓解，因此，年内人民币升

值幅度不会太大。从近期 NDF（香港市场人民币无交割远期汇率）走势可以看出，市场对人民币升值预期已出现减弱迹象。

七、年底前央行可能再加息一次，但持续加息的可能性不大

10 月 19 日，央行宣布上调金融机构人民币存贷款基准利率各 0.25 个百分点，这是自 2007 年 12 月以来央行首次实施加息政策。但是，11 月 10 日，在宏观经济数据发布前一天，央行却转而采用（第四次）上调存款准备金率的办法，向市场传递货币政策进一步收紧的信号。从最近央行的货币政策工具转换可以看出，目前央行使用存款准备金率工具，纯粹是出于管理市场通胀预期的考虑。由于央行不希望看到加息后因利差扩大而引致热钱流入，只有退而采用提高存款准备金率的办法来“吓阻”市场的涨价行为，实际对未来通胀形势不产生任何实质性影响。

未来央行的货币政策仍取决于 CPI 的走势。考虑到 10 月加息后存款基准利率与 CPI 累计同比（目前是 3.0 %）之间的落差不是很大，因此，尽管央行还有一定的加息空间，但中期看持续加息的可能性不大。至年底，央行理论上最多还有 1~2 次（50 个 BP）的加息空间（我们估计年底前央行再加息一次的可能性依然存在）。

受翘尾因素和新涨价因素的双重影响，预计 CPI 在 10 月的涨幅是年内最高同比涨幅，之后随着翘尾因素的减弱，CPI 同比指数将在触顶后趋于稳定，并在相对稳定中逐步回落。由于目前央行不太愿意使用“加息”工具，因此，在再次提高存款准备金率 0.5 个百分点后，短期内央行再次加息的概率下降。央行是否再次加息主要看 11 月 CPI 的同比上涨情况，如果高于或等于 10 月涨幅，央行很可能再次启动加息操作，但如果比 10 月涨幅下降比较明显，那么年内加息的可能性将会大幅降低。毕竟在目前国际经济形势下，不支持央行连续进行加息操作。

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天晓研究人员力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出决策所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司、天晓宏观经济与产业研究所及其研究人员无关。

本报告版权归天相投顾与天晓研究所共同所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾或天晓研究所书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾和天晓研究所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。

天晓宏观经济与产业研究所

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 5 层

电话：010-66045824 传真：010-66045429 邮编：100140

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室		
	电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层		
	电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层		
	电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座		
	电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A		
	电话：0755-83234800	传真：0755-83234800	邮编：518040