

稳健的货币政策不是紧缩也不是宽松

分析师：左小蕾 电话：(8610) 6656 8863 邮箱：zuoxiaolei@chinastock.com.cn

分析师：张新法 电话：(8610) 6656 8535 邮箱：zhangxinfa@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130200011530

分析师：周世一 电话：(8610) 6656 8471 邮箱：zhoushiyi@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130107093308

1. 事件

12月3日中央政治局会议提出明年实施稳健的货币政策。

2. 我们的分析与判断

稳健的货币政策的目标。稳定的货币政策是以保经济平稳增长控制通胀在可承受的水平之内为政策目标。稳健的货币政策应该一方面保证信贷余额的增长不会大幅下降以保持经济平稳增长，另一方面控制货币供应量 M2 增长把流动性管理在一个合理水平防止通胀恶化。稳健的货币政策不是紧缩的概念。紧缩的货币政策发生在经济过热的时候。

中国经济没有过热。由于世界经济增长整体放缓，国内较大力度的宏观调控，今年第三季度经济增长 9.6% (图 1)，较第一第二季度增长有所放缓。第四季度增长可能稳定在 9.2%-9.5% 之间，我们预期全年经济增长平均 10% 的水平上。10% 的增长略高于近十年的平均 9.7% 的增长水平 (图 1)，而且在国家发改委信息中心计算的中国经济现阶段的现在增长水平上。潜在增长率是长期均衡增长率，在长期均衡增长水平上的增长经济没有过热。明年是十二五规划第一年，我们对过去 6 个五年计划的每年的增长情况研究显示，正常的情况下，每个五年规划第一年 GDP 增长率与其他年份比较，一般处于五年中较低的水平 (图 2)。这种规律性是很容易得到解释，战略规划的第一年，通常是“蓄势待发”的准备阶段，呈现平稳增长态势是非常正常的。我们认为明年经济增长应该与正常情况下的五年规划第一年的增长态势一致。十七届五中全会通过的十二五规划建议提出未来五年实现经济“平稳较快”增长。我们认为，政府不会把 8% 的引导性的年度 GDP 增长指标下调为 7%，但是把“平稳”放在较快之前的表述，是在引导不刻意追求过快 GDP 增长的新的增长理念。在未来五年经济发展方式转型，探索可持续发展方式的关键时期，建立增长的新的理念是实现更有质量更有效率的经济增长的基础。我们认为，《建议》在战略性地引导中国经济的平稳和可持续增长。我们预期明年经济增长可能稳定在中国现阶段的潜在增长率 9.5% 左右的水平上。中国今明两年的经济呈平稳增长态势，经济不是处在偏热或者过热状态。

明年信贷余额不会大幅下降。稳健货币政策要保证明年经济的平稳增长的目标，首先，货币政策每年都有银行新增贷款额度的目标。2011 年我们预期支持经济平稳增长的投资增长可在能在 22%-23% 水平上。根据我们的匡算，信贷余额增长完全可以支持超过信贷余额增长 7-8 个百分点的投资增长 (图 3)。如果 2011 年的信贷余额增长 14-15%，完全可以支持 22%-23% 的投资增长，当然也可以支持 9.5% 左右的平稳的经济增长。14%-15% 的信贷增长相当于新增贷款额度增长 6.5-7 万亿，相信明年新增贷款额度可能在 6.5-7 万亿的水平上不会大幅下降。

从这次加息的内容来看，将产生以下几个方面的效应：一是释放管理通胀预期的信号，引导居民资金流向。尽管加息幅度不大，但释放出的信号比较清晰，那就是央行开始下决心通过利率工具管理通胀预期，提高储蓄存款利率，适度引导居民的资金流向，以减弱资金对资产价格的追逐热度。二是不对称加息尽量兼顾商业银行、贷款企业和存款人的利益。从一年期来看，央行采取了对称加息的做法，而从更长期限来看，则采用了不对称加息的手法（表1）。一年期存款利率和一年期贷款利率加息幅度一致，均为0.25个百分点，半年期存款利率加息幅度比贷款利率小0.02个百分点外，一年以上期限的存款利率加息幅度均大于贷款利率加息幅度。以5年期为例，5年期存款利率上调了0.6个百分点，而5年及以上贷款利率仅上调了0.2个百分点。整体而言，存款加息幅度大于贷款加息幅度。这在一定程度上会缩小商业银行的利差，但相对减轻了贷款企业的财务负担。三是有助于促使房价理性回归。加息加大了房企、购房者按揭贷款的资金成本，有助于促使房地产开发企业通过加快销售回笼资金，同时也能在一定程度上打击投机客的炒房行为，最终有利于房价合理回归。

货币供应量增长保证满足经济平稳运行增长所需要的货币需求增长。如果明年经济增长像我们预期的那样增长9.5%，价格水平CPI全年增长4%，那么保证经济增长水平的货币需求增长至少是9.5%；通胀水平上升4%意味着货币需求至少增加4%，确保经济平稳增长货币供应量M2至少要增长9.5%+4%等于13.5%以上。我们估计M2的增长可能在16%左右。略高于13.5%的水平。如果M2增长超出经济正常运行所需要的货币需求2个百分点，货币政策不能说是紧缩的概念。

流动性管理是控制通胀的关键。防止通胀恶化当前最重要的是控制过剩的流动性。有观点认为，当前通胀水平上涨主要是食品和粮食价格上涨引起，所以属于结构性通胀。要特别注意的是，如果没有流动性过剩的大环境，结构性通胀因素引起的价格水平上涨可以表述为结构性通胀，结构性通胀也可以用结构性手段来控制。但是如果存在流动性过剩的大环境，结构性因素的变化就可能成为全面通胀的导火线。在国内外流动性都非常充裕的情况下，货币政策控制通胀最重要的思路就是控制流动性。流动性的可以通过货币供应量的增长来判断。比如去年9.1%的经济增长，32%的M2的增长，相当于创造1块钱的价值，发了3.5块钱的货币，经济最终平衡就一定出现1块钱的价值卖出3.5元的价格，货币就贬值，通货就膨胀了。从控制M2增长的角度来管理流动性，明年应该不会出现像今年10%的经济增长，4%的CPI的增长，而M2增长19%，高出经济正常运行所增加的货币需求5个百分点的情况。从这个意义上说，与去年和今年比较，货币政策稳健了许多。

紧缩货币一般发生在总需求推动的已经偏热或者已经过热的经济形势下。比如2007年和2008年上半年，经济增长分别14.2%和11%，CPI增长分别达到4.8%和7.9%（图4）。根据数据计算，2007年已2008年上半年货币供应量M2增长-GDP增长-CPI增长的结果分别是-2.3%和-1.5%。货币供应量的增长低于经济增长加上通胀水平的增长才是真正的紧缩的货币政策。紧缩的货币政策只有在经济过热的形势下才会实施。所以2007年和2008年的货币政策的分析逻辑也是非常清楚的。比如2007年14.3%的经济增长，大大超过潜在增长水平4-4.5个百分点，通胀已经超过政府设置的4%的警戒线，经济显然已经过热。过热主要是总需求推动的，在中国目前的GDP的增长结构中，投资是最重要的驱动力，银行信贷是投资资金的主要来源。为了遏制过快增长，中央银行会采取降低银行超额存款准备金，减少银行信贷投放规模，直接遏制过度投资，达到为过热经济降温的目的。当银行信贷规模减少，投资活动放缓，间接减少投资资金在银行间的周转，降低创造货币的乘数效应，货币供应量增长M2的增长也就下降了。特别值得注意的是，GDP增长过快，通胀水平已经过高，为了遏制“过热”和控制通胀继续恶化，货币供应量不会水涨船高地推动GDP和通胀水平更高的增长，M2一定会逆势而行，才能遏制经济过热的势头。所以，2007年全年M2增长-GDP增长-CPI出现-2.3%的增长就是必然结果了。

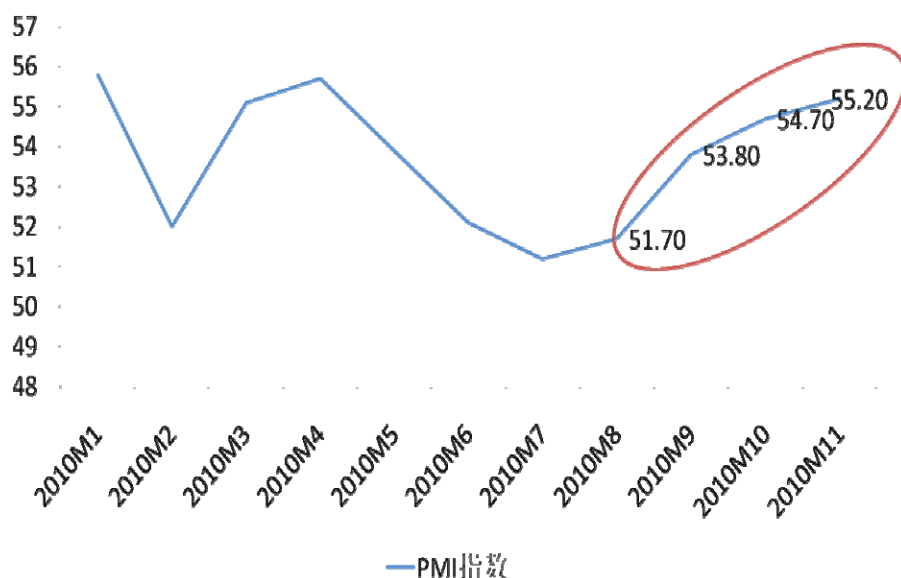
通胀控制提前量的把握很关键。2005年2006年M2超过GDP增长和CPI增长分别4.5和4.7个百分点，货币政策是很宽松的，流动性是很宽裕的（图4）。2007年虽然出现了M2增长-GDP增长-CPI增长的负增长的紧缩货币政策，但是还是没有遏制2008年上半年通货膨胀态势，CPI上升到7.9%的水平，两倍于政府设置的可承受的通胀水平。我

们应该认识到，如果等通胀水平已经高了，经济已经过热了，才开始紧缩货币政策管理流动性，货币政策可能失效。这一次货币政策是在经济并未过热，通胀预期不断提高的时点上开始走向“稳健”。我们还没有经验数据来评判是否成功实现货币政策的目标。我们会密切关注政策和通胀形势的变化。

3. 结论

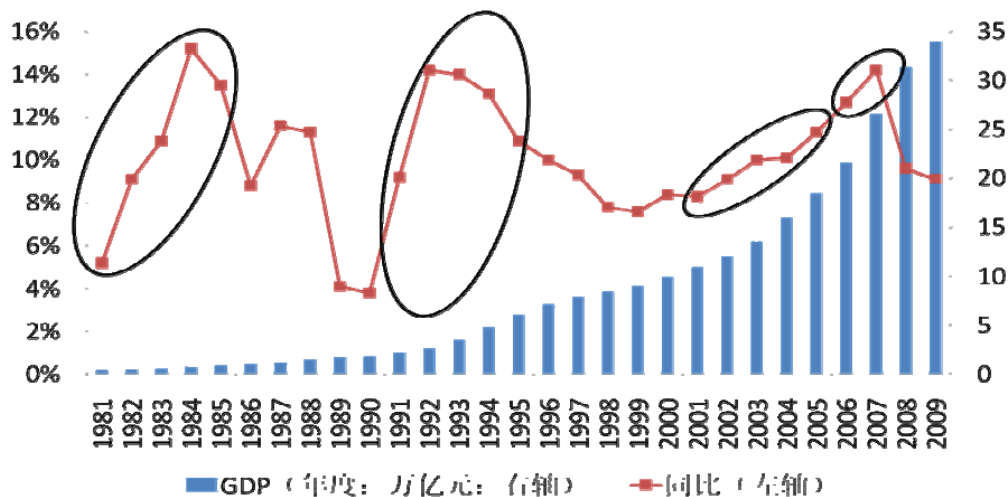
从经济增长的角度当前中国经济并未过热。今年 10% 的增长和明年预期 9.5% 的增长，都在中国现阶段的潜在增长率水平上。但是通胀预期不断上升。所以货币政策既不应该紧缩也不能够宽松，“稳健”应该是平衡经济增长与控制通胀的最稳妥的选择。不过如何把握既不“紧缩”也不“宽松”的尺度，是非常不容易的。

图 1: PMI 综合指数连续四个月上涨显示经济增长未来的稳定性



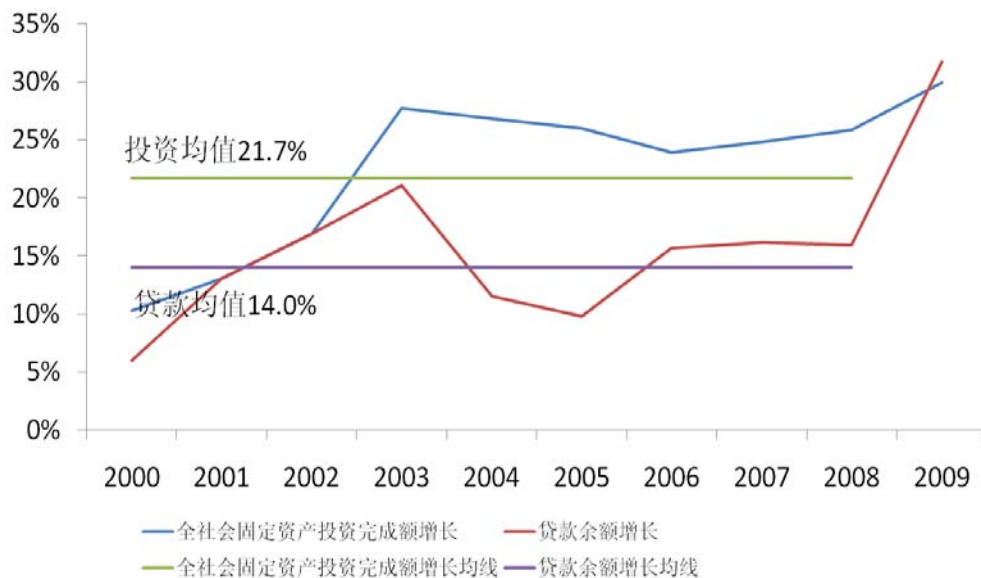
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 2: 常态下五年计划第一年增长平稳



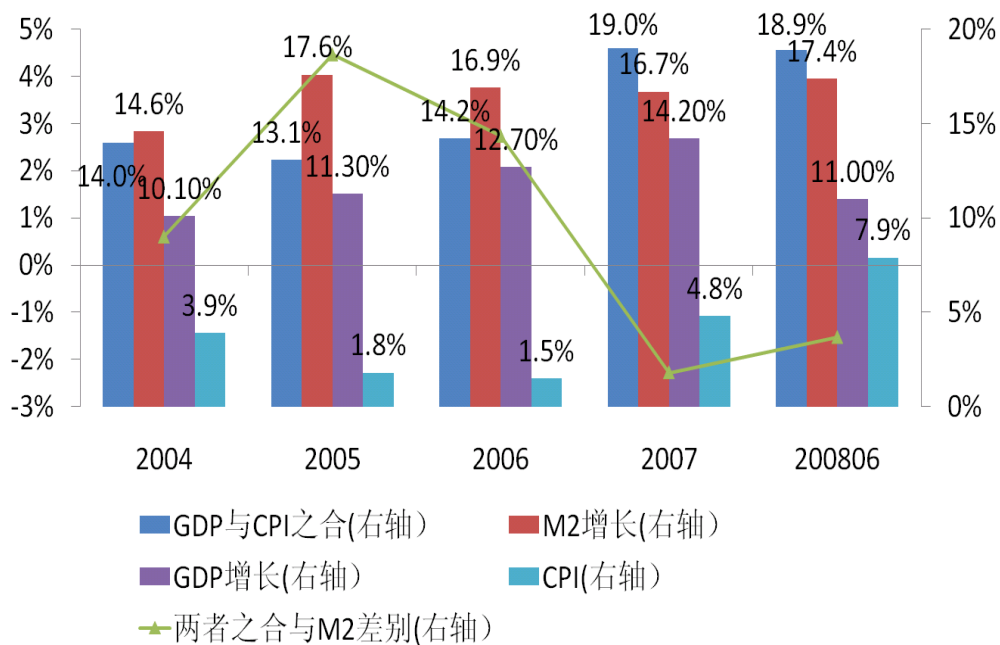
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 3: 信贷余额增长支持高于其增长率 7%-8% 的投资增长



资料来源: Wind, 中国人民银行, 中国银河证券研究部

图 4: 货币政策与经济过热和通货膨胀



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908