



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济简评

宏观经济研究报告

2011 年 1 月 11 日

中国经济

研究部

彭文生

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080110120040
pengws@cicc.com.cn

张智威

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210060013
zhangzw@cicc.com.cn

鞠娟

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080205070019
jujuan@cicc.com.cn

信贷增长超预期, 流动性压力加大

12 月货币信贷数据点评

事件:

中国人民银行于 1 月 11 日公布了 12 月份和 2010 全年货币信贷数据 (图表 1)。广义货币 (M2) 余额 72.58 万亿元, 同比增长 19.7%, 略高于市场预期的 19% 和我们预期的 18.9%。人民币贷款 12 月份增加 4807 亿元, 高于市场预期的 3600 亿元和我们预期的 4000 亿元 (图表 2)。12 月末, 国家外汇储备余额为 28473 亿美元, 同比增长 18.7%。

评论:

信贷增速高于预期: 12 月份新增贷款 4807 亿元, 高于市场和我们的预期, 也高于过去 5 年均值, 显示内需复苏拉动信贷需求趋于强劲 (图表 3)。全年新增贷款累计 7.95 万亿, 略超全年 7.5 万亿的目标。从贷款结构来看, 中长期贷款月增额 2471 亿元, 相比 11 月份的 3301 亿元继续小幅回落, 但主要原因是年末项目开工减少, 相应的中长期贷款投放也出现季节性年末回落。

资金需求增长接近历史平均水平: M1 的环比增速反映了资金需求的变化。4 季度 M1 季调后环比实际增速从 3 季度的年内低点回升, 接近历史平均水平 (图表 4), 表明国内需求仍处于稳步复苏中, 但有必要密切关注 M1 未来走势, 以观测经济过热风险的变化。12 月份 M1 月度环比及同比走势亦支持需求稳步复苏的判断: 12 月份 M1 环比增速加快至 2.8%, 季调后环比增速与上月持平 (图表 5), 同比增速比上月略为下降 0.9 个百分点。

M2 增长超预期, 流动性压力加大: M2 同比增速回升至 19.7% (11 月 19.5%), 高于市场预期的 19% 和我们预期的 18.9%, 货币供给依然处于过快的高位。可以看到: 12 月份人民币存款增加 9449 亿元, 同比多增 4428 亿元, 主要来自居民存款增加 9812 亿元。从居民存款结构来看, 12 月份居民活期存款增速反弹至 24.4%, 继续远高于居民定期存款增速 11.7% (图表 6), 主要反映经济增长带来的交易性需求的增加, 与 M1 环比增速加快一致。

货币政策前瞻: 中央经济工作会议已经明确将从宽松转向稳健。央行在 2010 年 12 月 25 日宣布上调基准利率。我们维持货币政策仅会适度从紧、仍将支持经济增长的判断。

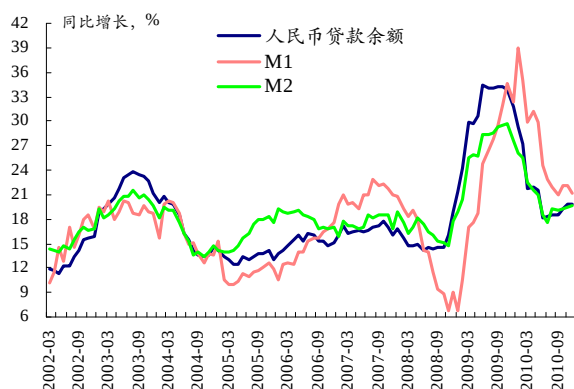
- 预计 2011 年 M2 增长目标为 16%。16% 的 M2 增长目标与危机前水平相仿, 足以支持 9% 左右的经济增长。央行副行长胡晓炼近期指出, 控制货币供给总量是明年货币政策最主要的任务。
- 预计 2011 年 1 季度加息一次的可能性比较大, 从时间上讲更可能发生在 3 月份。1 季度以后是否会加息, 还取决于未来经济形势的变化, 尤其是未来几个月的 CPI 通胀走势。我们预计 12 月 CPI 通胀 (将于 1 月中旬公布) 将从 11 月的 5.1% 下降至 4.5% 左右, 明年 1 月和 2 月将反弹至 5% 左右。考虑到这几年春节所在月份不同对 1 月和 2 月宏观数据 (包括 CPI 通胀) 造成的扭曲影响, 我们认为政府会结合 1 月和 2 月的通胀数据 (将于 3 月份公布) 来评估通胀压力, 判断是否需要加息。
- 数量型工具 (存款准备金率, 信贷窗口指导等) 将是货币和信贷调控的主要工具。虽然 1 年期实际存款利率降至负值, 但仍高于 2007-08 年通胀周期的底部水平。此外, 国内外利差处于历史高位, 资本流入压力将制约未来加息空间。
- 美国经济增长超预期是以上判断的一个重要风险, 届时将会推高大宗商品价格, 加大国内输入性通胀压力, 货币政策应对可能有所加强。另一个重要的风险因素是房地产市场。如果房地产价格重返上升通道, 政府利用收紧货币政策来达到调控目的的压力就会变大, 其中包括上调基准利率。

图表 1: 近期货币月度数据

同比增长, %	10年12月	10年11月	10年10月	10年9月
M1	21.2	22.1	22.1	20.9
M2	19.7	19.5	19.3	19.0
人民币贷款	19.9	19.8	19.3	18.5
人民币贷款(新增, 亿元)	4807	5640	5877	5955
本外币贷款	19.7	19.4	19.1	18.7
本外币贷款(新增, 亿元)	5750	6142	6228	6387
人民币存款	20.2	19.4	19.8	20.0
居民存款	16.5	15.7	15.4	17.0
居民存款(新增, 亿元)	9812	1332	-7003	10444

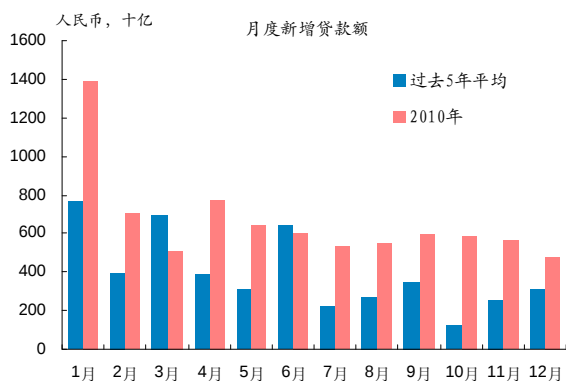
资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

图表 2: 12 月份货币信贷增速高于预期



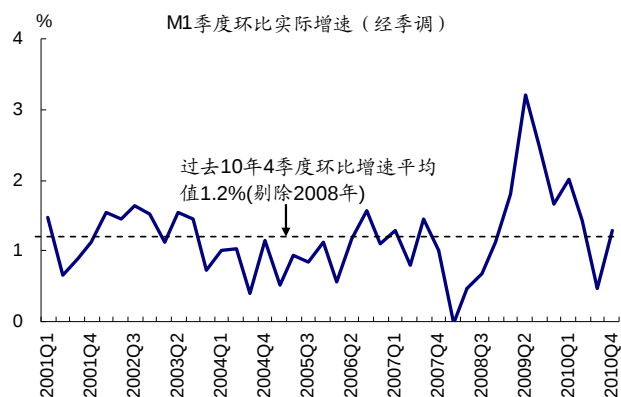
资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

图表 3: 12 月份新增贷款高于过去 5 年平均水平



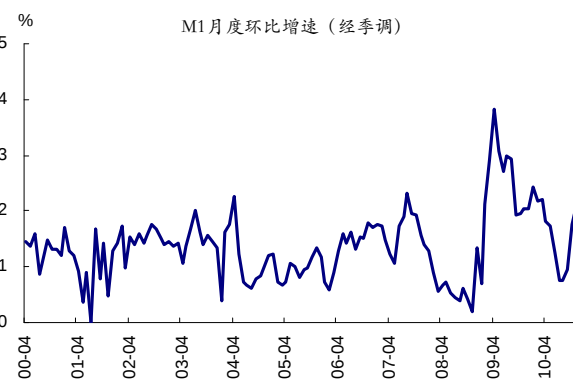
资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

图表 4: 4 季度 M1 环比实际增速仍接近历史平均水平



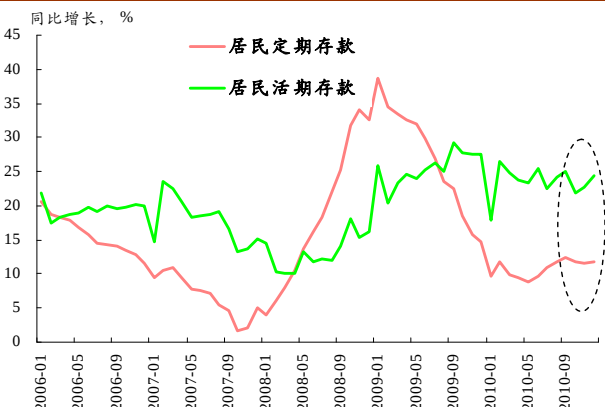
资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

图表 5: 12 月份 M1 季调后环比增速与上月持平



资料来源：中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

图表 6: 12 月份存款活期化趋势依然明显



资料来源：中国人民银行、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED