



12 January 2011 | 2 pages

信贷、信贷控制及监管政策趋向

——12 月金融统计数据点评

✍ 郭磊 执业证书编号 S1230110100020
 ☎ 021-64718888-2017
 ✉ guolei@stocke.com.cn

本报告导读：

➤ 12月金融统计数据的解读

投资要点：

- 2011 年 1 月 11 日，人民银行公布 2010 年金融统计数据。
- 12 月新增信贷数据再次证实了当前货币监管的尴尬处境。政策传导机制的多元化让窗口指导有心无力。
- 显然，传统的货币政策手段已经落后。2011 年怎么办？一系列迹象显示央行已经把宝押在了“宏观审慎框架”上。政策正试图通过一个公式解决传统手段的三大问题。我们对此进行了详细解析。
- 在新的制度安排之下，2011 年信贷有望实现我们预计的“目标略松，执行从紧”，同时，一些信贷边缘区域预计将受到紧缩影响。
- “宏观审慎”框架亦要求尽快改变负利率：12 月居民存款大幅增长比较合意，显示负利率改变具有较强的边际效应。
- 12 月剪刀差 M1-M2 下降也验证了货币活性的降低和存款结构变化，符合宏观审慎政策引导方向。
- 最后一个要提及的指标是外汇，12 月外汇增速再次加快。“宏观审慎”框架其实对外汇亦有安排。虽然相关方案只是官员初拟，但央行近期改革一直在用“撰文吹风-会议辅导-探讨推出”的模式在进行，其中思路不能不引起重视。
- 当日公布数据中还包括 12 月银行间市场数据，但相对于 1 月资金利率的新情况，相关数据已经过时。其实，对于 2011 年的货币金融问题来说，最重要的是对相关改革的关注及详细探讨，改革将影响深远，数据在某种意义上只是浮云。

相关报告

新周期嬗变与新经济再阐释——
2011 年中国宏观经济逻辑与展望

报告撰写人：郭磊
数据支持人：郭磊





2010 年金融统计数据公布 2011 年 1 月 11 日，人民银行公布 2010 年金融统计数据。2010 年末，广义货币 (M2) 余额 72.58 万亿元，同比增长 19.7%，增幅比上月末高 0.2 个百分点，比上年末低 8.0 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 26.66 万亿元，同比增长 21.2%，增幅比上月和上年末分别低 0.9 和 11.2 个百分点；流通中货币 (M0) 余额 4.46 万亿元，同比增长 16.7%。全年净投放现金 6381 亿元，同比多投放 2354 亿元。

2010 年末，本外币贷款余额 50.92 万亿元，同比增长 19.7%，全年本外币贷款增加 8.36 万亿元。人民币贷款余额 47.92 万亿元，同比增长 19.9%，比上月末高 0.1 个百分点。全年人民币贷款增加 7.95 万亿元。

2010 年末，国家外汇储备余额为 28473 亿美元，同比增长 18.7%。

12 月信贷数据略超我们预期。

管理手段已经落后？ 12 月信贷数据再次证实了当前货币监管手段的尴尬 12 月的大部分数据是相对平淡无奇的，但信贷数据再次证实了当前货币监管手段的尴尬处境。

当月政策上调了存款准备金率，并加强了对商业银行信贷的窗口指导。在一系列密集调控手段之下，新增信贷尽管有所回落，但仍然达到 4800 亿的高位，可谓洪水凶猛。

值得注意的是，之前流传的市场交流数据显示作为“信贷平稳主力”的四大行 12 月信贷仅有 1600 亿。如果这一数据是真实的，那么窗口政策在国有银行执行相对得力；而股份制银行的年末突击放贷并未得到有效控制。

这种差异的来源显然在于政策传导机制的不同。央行和国有银行之间的行政纽带关系更强，窗口指导能够应对自如；而股份制银行放贷的利益冲动并非是窗口指导能够限制。

确实如此，货币监管手段正越来越面临两大尴尬：第一，当经济复苏逐渐明确，通货膨胀压力逐渐加大的时候；往往是银行信贷供需两旺、实业项目未来最明确、银行放贷胆子也最大的时候，当前即是如此；第二，信贷目标是年初明确的，不管经济形势如何，政策只有按图索骥去盯着银行。然而，即便是政策能细化到逐日跟踪，政策相对于信贷来说仍然是事后控制。即便是银行信贷超标，政策除了警告之外别无有效措施。

政策层如何应对？一系列迹象显示政策已经把宝押在了“宏观审慎框架”上 一系列政策动向都明确显示，政策已经把宏观审慎调控框架作为未来调控的主要方向。近月以来央行官员频繁吹风，按照政策惯例，这证明政策辅导期已经开始了。

在我们看来，宏观审慎监管来源于三种反思：杠杆率、顺周期、政策激励 在我们看来，中国提“宏观审慎”，其实是源于全球金融危机中对三个领域的反思：

其一是杠杆率，也就是对金融机构安全系数的反思。危机中大量金融机构倒闭显示之前对于流动性和资本要求的认识是片面的和过于乐观的。

其二是顺周期，金融系统本身具有过强的顺周期性，顺周期进一步扩大了金融波动的风险。要做到风险防范，政策必须着力于建立某种相反的机制，而这种机制可以起到自动稳定器一样的逆周期作用。

其三是政策激励。如果政策不能对“好孩子”做出鼓励，对“坏孩子”做出相应惩罚，那么，很多政策并不具备太强的执行效力。前面我们提到的 12 月信贷“失控”，就同时体现了顺周期和政策激励的严重问题。

三种趋向如何实践？——一个公式正在试图解决三个问题 这三种趋向如何实践？从公开资料判断，目前央行正试图通过一个公式解决三个问题。





$$R = \alpha_i (C_i^* - C_i)$$

其中，R 为一家银行需要缴纳的差别准备金。 α_i 为该行的稳健性调整参数； C_i^* 为按照宏观稳健审慎要求测算的资本充足率； C_i 为该行实际的资本充足率。 $C_i^* = \text{最低资产充足率}(8\%) + \text{系统重要性附加资本} + \text{逆周期资本缓冲}$ 。

首先，在这一公式之下，资本充足率得到了保证。如果资本充足率不够，公式会让你缴纳差别准备金；

其次，通过逆周期资本缓冲，经济放缓时期需要缴纳的缓冲将会增加，顺周期状况可以得到纠正。

再次，通过稳健性调整参数，“好孩子”的问题得到了解决，政策激励得到了加强。

这一制度安排在理论上是有效的。我们判断，如果这一政策能够付诸实施并且严格执行，新增贷款问题将在一定程度上得到控制。

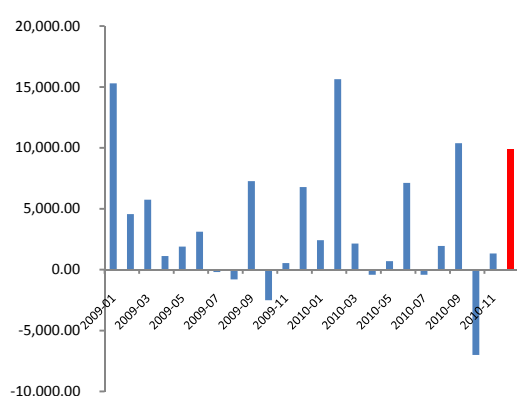
在新的制度安排之下，2011 年信贷有望实现我们预计的“目标略松，执行从紧” 我们对 2011 年信贷政策的判断是“目标略松，执行从紧”。即目标仍然是 7-7.5 万亿左右，但不会出现 2010 年的情况。2010 年目标是 7.5 万亿，实际上从松的执行导致了 7.95 万亿的大幅超出；再加上庞大的表外业务，整体规模可能在 9 万亿以上。2011 年如果是 7-7.5 万亿，则可能是相对比较扎实的 7-7.5 万亿。

在这种情形下，信贷将是颇有紧张的。预计房地产贷款、地方融资平台贷款、“两高”行业、产能过剩行业的贷款等“政策边缘区”将会受到较大影响。

“宏观审慎”框架要求尽快改变负利率：12 月存款增长比较明显显示负利率改变的边际效应较大 12 月份，人民币存款增加 9449 亿元，同比和环比均实现上升。居民户存款增加 9871 亿，上升更为明显。

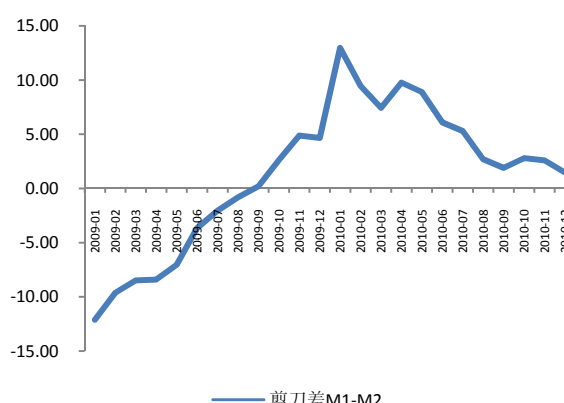
存款的上升存在着一定的季节性因素；但两次加息的累计效功不可没。尽管当前负利率的状况远未改变，但 12 月的情况显示，负利率趋向改变的边际效应是比较大的。

图 1 居民存款升幅比较明显



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 2 近年出口额/GDP 与 GDP 增速相关性比较稳定



资料来源：wind 浙商证券研究所

12 月剪刀差 M1-M2 下降也验证了货币活性的降低和存款结构变化，符合政策引导方向 12 月 M1-M2 剪刀差进一步下降，符合政策引导方向。根据我们之前的研究（《货币、剪刀差与资产价格》），M1-M2 剪刀差的下降预示着滞后期通胀和资产价格上涨压力的下降。





最后一个指标是外汇，“宏观审慎”框架其实对外汇也有安排 根据此次公布的数据，年末外汇储备同比增长 18.7%，达 28473 亿美元。

据我们计算，12 月当月外汇储备环比增加 2.87%，这一数字相当于前 11 个月增速均值的 2 倍。

外汇储备和被动结汇其实是一个老问题了，“宏观审慎”框架下，这一问题怎么解决？

政策正在给出答案。日前，央行官员在《金融时报》上撰文表示，银行结售汇制度是在当年财政无力支撑国家外汇储备，外汇资金临短缺的情况下出台的。随着外汇资源由少变剩和国家财力大幅增强，银行结售汇制度并没有及时调整，致使近日外汇储备成为基础货币投放的主要渠道，成为流动性过剩的诱因之一。目前看来强制结售汇制度也已经完成了它的历史使命，最终应向自由买卖外汇的市场制度转变。对此，他建议我国的银行结售汇制度应进行彻底的改革：变银行结售汇制度为外汇市场交易制度，由供求双方在外汇市场上进行有管理的交易；用财政资金建立国家外汇战略储备，并建立专业机构进行管理和经营；央行建立外汇平准基金。当外汇市场供求发生较大变化、汇率出现大幅动荡时，央行运用外汇平准基金在外汇市场上买卖外汇来调节供求，使汇率在目标范围内波动。

央行近期改革一直在用“撰文吹风-会议辅导-探讨推出”的模式在进行，因此，这篇文章极为重要。如果说我们前面提到的“一个公式”在改变主动型货币超发的问题，这篇文章中的方案是针对被动型货币超发而来的。如果这一思路成形，将对中国的流动性、中国的金融市场、甚至中国的发展模式有一个革命性的冲击。当然，基于相关的具体措施不只是手术刀而是板斧的级别，预计改革非一日之功，但我们仍然可以借助这一思路全面理解中国金融改革的方向。

最重要的是对金融领域改革的关注 当日公布数据中还包括 12 月银行间市场数据，但相对于 1 月的新情况，相关数据已经过时。其实，对于 2011 年的货币金融问题来说，最重要的是对相关改革的关注及详细探讨，数据只是浮云。





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务 毛亚莉 +86 21 6431 8893 maoyali@stocke.com.cn	客户服务 楼小飞 +86 21 64716569 louxiaofei@stocke.com.cn	服务 徐路鹏 +86 21 6471 8888-1700 xulupeng@stocke.com.cn	服务 张燕华 +86 21 6471 8888-1287 zhangyanhua@stocke.com.cn
服务 金肖男 +86 21 6471 8888-1824 jinxn@stocke.com.cn			

金融工程团队

金融工程与衍生品 +86 21 6471 8888-1701 信息技术 张雷 +86 21 6471 8888-1740 zhanglei@stocke.com.cn	金融工程与基金 陆靖昶 +86 21 6471 8888-1254 lujingchang@stocke.com.cn	金融工程与债券 鲍翔 +86 21 6471 8888-1105 baoxiang@stocke.com.cn	信息技术 李思明 +86 21 6474 6780 lisiming@stocke.com.cn
--	--	--	---

宏观策略团队

首席经济学家 闻岳春 +86 21 6471 6089 wenyuechun@stocke.com.cn	宏观 郭磊 +86 21 6471 8888-2017 guolei@stocke.com.cn	行业比较 李瑞 +86 21 6471 8888-1211 lirui@stocke.com.cn	策略研究 王伟俊 +86 21 6471 8888-1277 wangweijun@stocke.com.cn
策略研究 张延兵 +86 21 6431 8952 zhangyanbing@stocke.com.cn			

行业研究团队

房地产行业 戴方 +86 21 6471 8888-1219 daifang@stocke.com.cn	银行业金融行业 黄薇 +86 21 6471 8888-1813 huangwei@stocke.com.cn	中药 生物制药行业 金嫣 +86 21 6471 8888-1241 jinyan@stocke.com.cn	电力设备行业 史海昇 +86 21 6471 8888-1737 shihaisheng@stocke.com.cn
农林牧渔行业 张俊宇 +86 21 6471 8888-1801 zhangjunyu@stocke.com.cn	食品、饮料行业 葛越 +86 21 6471 8888-1281 geyue@stocke.com.cn	家电、传媒行业 刘迟到 +86 21 6471 8888-1225 Liuchidao@stocke.com.cn	化工行业 代鹏举 +86 21 6471 8888-1206 daipengju@stocke.com.cn
汽车行业 马春霞 +86 21 6471 8888-1270 machunxia@stocke.com.cn	机械行业 许光兵 +86 21 6471 8888-1805 xuguangbing@stocke.com.cn	煤炭行业 田加伟 +86 21 6471 8888-1117 tianjiawei@stocke.com.cn	商贸行业 程艳华 +86 21 6471 8888-1212 chengyanhua@stocke.com.cn
有色行业 林建 +86 21 6471 8888-1286 linjian@stocke.com.cn	钢铁行业 范飞 +86 21 6471 8888-1119 fanfei@stocke.com.cn	建筑建材行业 李冬 +86 21 6471 8888-1807 lidong@stocke.com.cn	
旅游行业 王禾 +86 21 6471 8888-1740 wanghe@stocke.com.cn	通信行业 徐昊 +86 21 6471 8888-1702 xuhao@stocke.com.cn	公用事业行业 袁佳平 +86 21 6471 8888-1814 yuanjiaping@stocke.com.cn	





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031





电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

