

信贷数据再超预期，政策紧缩动力进一步增强

宏观经济分析师：刘铁军

SAC 执业证书编号：S0850210040001

liutj@htsec.com

021-23219394

联系人：李宁

lin@htsec.com

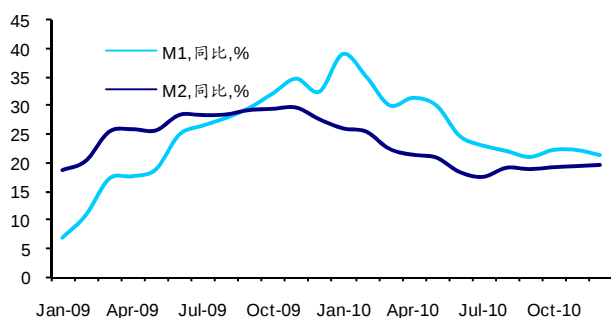
021-23219431

信贷数据再超预期，货币供应依旧高速增长

央行发布 12 月金融数据，本月人民币信贷新增 4807 亿，M2 月末增长 19.7%，相比上月提高 0.2%；M1 全年增长 21.2%，相比上月低 0.6%。信贷与货币供应仍在较高的水平，显示之前货币政策紧缩效应并不明显，后期央行紧缩货币政策的需求将进一步增强，1 季度压力尤其较大。

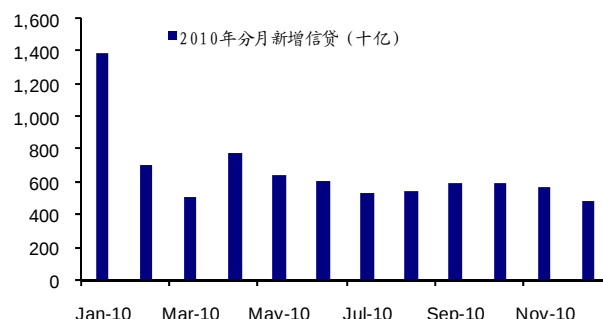
2010 年货币供应的结构上，全年流通中现金增长 16.69%，储蓄存款增长 16.31%，其中定期存款只增长了 11.3%，居民储蓄意愿较低。但是 M1 中的活期存款（主要为企业活期存款）增长 22.14%，定期存款（主要为企业定期存款）增长 28.65%，显示了当前的货币供应维持在较高水平一方面有内生的需求支撑，也有信贷控制等央行主动控制的变量支撑。近期央行两次加息，多次上调准备金率，没有带动 M2 增速回落。因此，货币供应较高的增速积累了未来调控的压力和难度，也加大了通胀的风险和调控过度的风险。

图 1 2010 年 M1, M2 同比增速 (%)



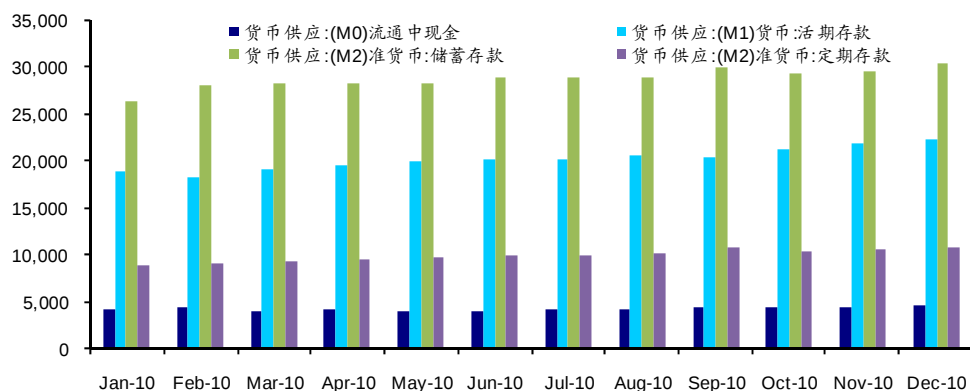
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 2 2010 年分月新增贷款 (十亿)



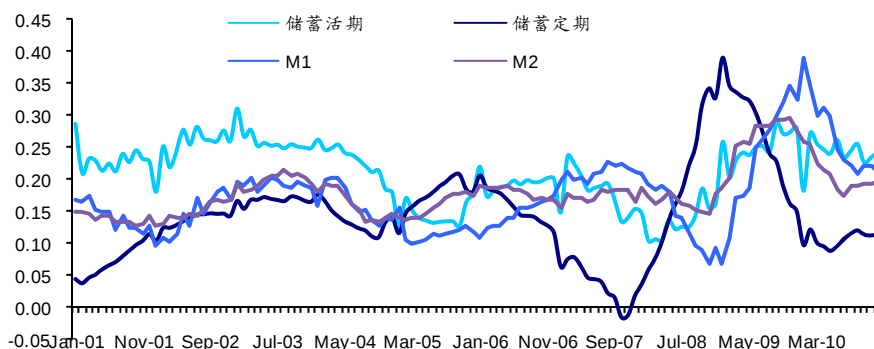
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图3 货币供应分月细分结构（亿元）



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

图4 居民定活期存款与 M1，M2 增速（同比,%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

1 季度加息压力较大

斯坦福大学的约翰·泰勒提出了一个利率水平的简单决策规则（Taylor's Rule）。泰勒法则的基本形式为：

$$i_t = 2 + \pi_t + a(y_t - y^*) + b(\pi_t - \pi^*)$$

i_t 为当期利率，

π_t 为当前通胀水平，

y_t 当前产出水平，

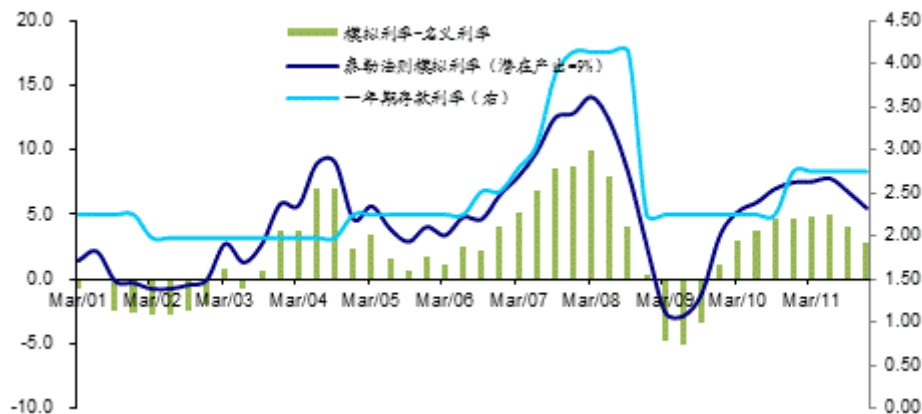
π^* 潜在通胀水平，

y^* 潜在产出水平。

我国利率水平（一年期存款利率）调整的整体趋势基本与泰勒准则相符，但是同多个国家一样，央行经济过热时加息往往不足，倾向于保护经济增长成果。经济下滑时降息也不足，避免陷入流动性陷阱。当前泰勒法则模拟的利率基三季度

未快速上升，今年 1 季度压力尤其较大。（模拟的条件， $a=0.5$ ， $b=0.5$ ，1 季度 GDP 和 CPI 为 8.5，5.20；2 季度 GDP 和 CPI 为 9.00，5.20；3 季度 GDP 和 CPI 为 9.00，4.50；4 季度 GDP 和 CPI 为 9.50，3.50；GDP 潜在增速 9.0%，CPI 容忍度为 4%）

图 1 Taylor's Rule 和基准利率（右）变化



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

央行启用的新的准备金率调整工具

央行通知银行启用新的准备金率调整工具，那就是把准备金率调整和金融风险管理相融合。央行基本的考虑是用风险管理的思路而不是总量的野蛮限制来规范银行放贷。具体的方法是，在要求银行的资本充足率时，根据巴塞尔协议三的要求，建立银行的宏观审慎管理的框架，提高对银行资本充足率的基本要求（8%），并对部分大型银行增加系统重要性的资本要求（周小川近日指出，至少四大行和交行为我国系统重要性银行，）。对于系统重要性银行增加 0~2.5% 的资本充足要求。并希望银行根据宏观热度，放贷速度，增加逆周期缓冲资本。

差别准备金率并不是一个新的概念，2004 年 4 月，央行曾宣布对商业银行实施差别准备金率制度，但是由于当时法定准备金率低，超额准备金率高并没有起到太大的作用。目前商业银行超额准备金率低，法定准备金率高，相信会是一个有效地回收流动性的工具。总体来讲，2011 年银行准备金率将到达 20% 的水平。

弱化信贷概念

央行 2011 年不再提出信贷的总量控制目标，实际上是回避利益相关方对于信贷收紧政策关注。央行希望弱化信贷概念，改提社会融资总额概念。不提信贷目标恰恰一方面反映了紧缩规模的阻力，也反映了央行政策实施的坚决性和艺术性，预计 2011 年信贷将会回归至 7 万亿左右，从而货币供应也会回归至 16% 以内。

汇率升值有自主需求，11 年 6%

人民币紧盯住美元的汇率制度（“有管理的浮动”）既是发展阶段的特征，也是配合我国发展战略的选择。之前的汇率制度有利于出口企业的产品较容易地获得竞争力，有利于出口企业锁定汇兑风险，是我国外贸部门迅速扩张的重要原因。但是当前的汇率制度对新阶段我国经济的发展有一定负面效应，当前不管是应对长期矛盾还是短期矛盾，升值都是一个有力的政策选项：

1) 汇率偏低，补贴外部需求，形成大量外贸顺差，造成经常项目的长期不平衡。同时吸引大量 FDI 流向外贸部门，造成资本项目下的长期不平衡。汇率长期低估是我国长期双顺差的重要原因。

2) 汇率制度鼓励可贸易部门的发展，实际上在资源配置上抑制了不可贸易部门的发展，一定程度造成我国的内部产业结构不平衡。可贸易部门尤其是制造业的过度膨胀加剧劳资分配差距不断扩大，是造成当前收入分配不均的主要原因之一。

3) 鼓励外贸部门也使得资源过度流向东部沿海，一定程度上造成我国内部区域间的不平衡。

4) 准固定汇率与强制结售汇配合，央行被动投放大量基础货币，大大削弱了央行的货币政策独立性。

5) 让汇率增加弹性，并且小幅升值，有利于进口，减小外贸顺差。另外可提高热钱流入的风险升水。总之允许汇率浮动和升值，可以减轻央行的对冲压力，获得更大的货币政策独立性，也符合我国长期发展需要。

6) 汇率升值，有利于抑制我国能源原材料，部分农产品等外贸依存高，供给弹性小，易涨价的大宗商品价格，由于抗通胀目标实现。

信息披露

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。