

中国经济：12 月金融数据点评

宏观经济研究组

外汇占款和储蓄活化与货币政策收紧

李桓

SAC 执业证书编号：S1410210030024

021-58766929-8043

lihuan@jhzqrs.com

近期相关研究报告

1、2010.12.27：《央行加息政策简评：时点选择反映政策谨慎和灵活性》

2、2010.11.12 《2010 年 10 月宏观经济点评：供需面改善，政策适度回稳，关注海外局部经济风险》

3、2010.10.22：《2010 年 9 月宏观经济点评：经济有所企稳，政策抑郁寡欢》

对 12 月份的金融信贷数据，我们的观点如下：

◆货币增速稳定，但结构变化显著

12 月份货币政策大幅收紧，对货币结构的变化有一定的影响。货币总量上，由于较高的 4000 亿新增外汇占款和 4800 亿新增信贷投放，M2 增速稳定回升，同比增长 19.7%；但对于反映交易流动性的 M1，同比增速 21.1%，较 11 月小幅回落，受央行回笼流动性控制通胀压力影响较为显著，另外也受到基数的影响。环比上，M1 仍然呈现增长，与工业经济的稳定有关。虽然同比增速的差异导致剪刀差继续收窄，但是储蓄活化的趋势使得货币总量中 M1 占比继续增加。

◆信贷投放超预期，企业短期贷增加

新增贷款投放超出市场预期 4000 亿的水平，从信贷结构看，政策对于固定资产投资贷款的控制一定程度上抑制了中长期贷款的投放，加息也使得居民的中长期贷款有所回落，但短期贷款有大幅的增长。由于 12 月份银行间资金面比较紧张，拆借利率大幅走高，综合政策的调控，银行可能倾向于选择收益率和流动性都适中的短期贷款。

12 月新增存款大幅增长，居民和企业新增存款分别超过 9000 和 7000 亿，主要是季度性因素。财政存款的投放是新增存款的重要构成，也大大缓解了年末的银行间流动性

◆外汇占款激增和储蓄活化趋势明显

12 月份我国外汇占款新增超过 4000 亿元，扣除贸易顺差和一定量的 FDI，外汇占款口径的热钱流入量 12 月份大约是 400 亿美元。去年前三季度外汇占款对我国 M2 增长的推动作用大幅下滑，但四季度随着外部市场经济基本面的下滑和美联储的二次宽松，中国再次成为热钱的聚集地，我们从香港货币局公布的香港基础货币投放量在去年四季度的激增也可以看出端倪。外汇占款的激增加大内部市场的流动性压力，也掣肘了政策主动性调整的空间。

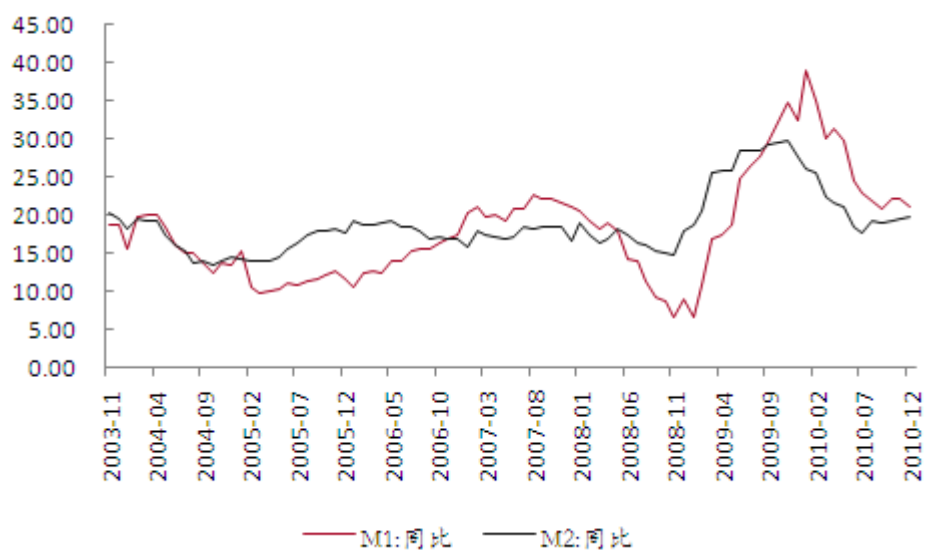
12 月份我国储蓄存款仍然持续活期化的趋势。实际上 2010 年以来，储蓄活期化的趋势不断加强。早期经济景气度的回升以及通胀的走高刺激了储蓄活化，但后期，通胀下的存款贬值似乎成为推动储蓄活化的主要因素。尽管央行于四季度两次加息，但储蓄活化现象持续加强。

◆流动性、通胀与货币政策

货币存量的增长主要来源于外汇占款增加和信贷投放的增长，而储蓄活化主要反映了货币存量的结构性变化。考虑到政策对于信贷投放的调控能力比较强，因此，外汇占款和储蓄存量的结构性变化成为影响市场资金面的主要因素。

于是，形成了这样的一个链条：内部通胀和资产价格泡沫化以及外部宽松推动了居民储蓄活化和外汇占款激增，这意味着资金面供给端的增加，而需求端由于经济基本面的低迷尤其是制造业景气度下滑使得实体产业的资金需求下降，从而流动性过剩效应显著，继续推升通胀和资产价格泡沫压力，引发持续的储蓄活化…。实际上是市场的资金供需调节能力的下滑，政府的责任在于疏通资金流向，但投资渠道的狭窄和通胀压力的外生性，唯有采用货币收紧的方式，央行将外部流入的水和内部渗出的水通通喝掉。显然，从宏观资产配置的角度看，股市仍是盛放货币流动性的最好场所，但现在通胀是最大政策制约。

图 1、M1 与 M2 同比增长



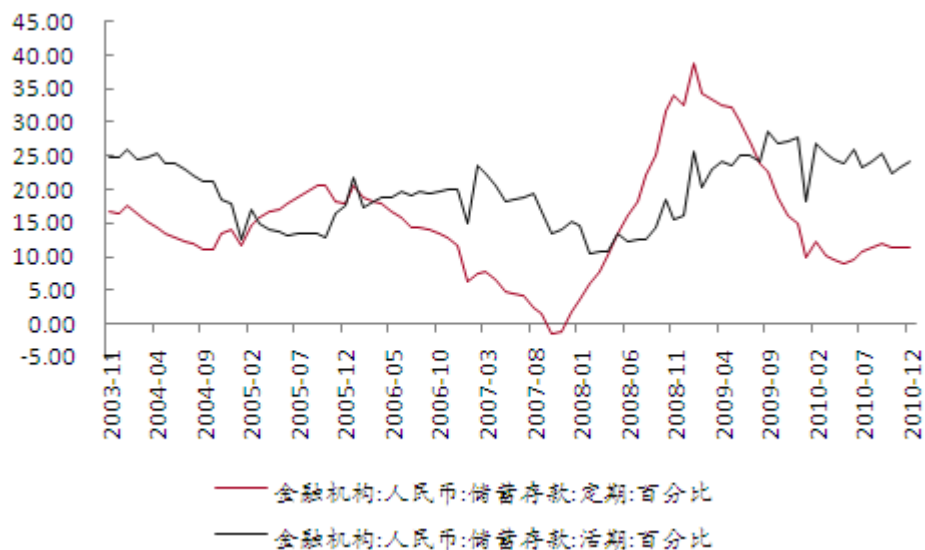
数据来源：wind，江海证券研发部

图 2、货币剪刀差收窄，但是货币的活化使得 M1 占比继续走高



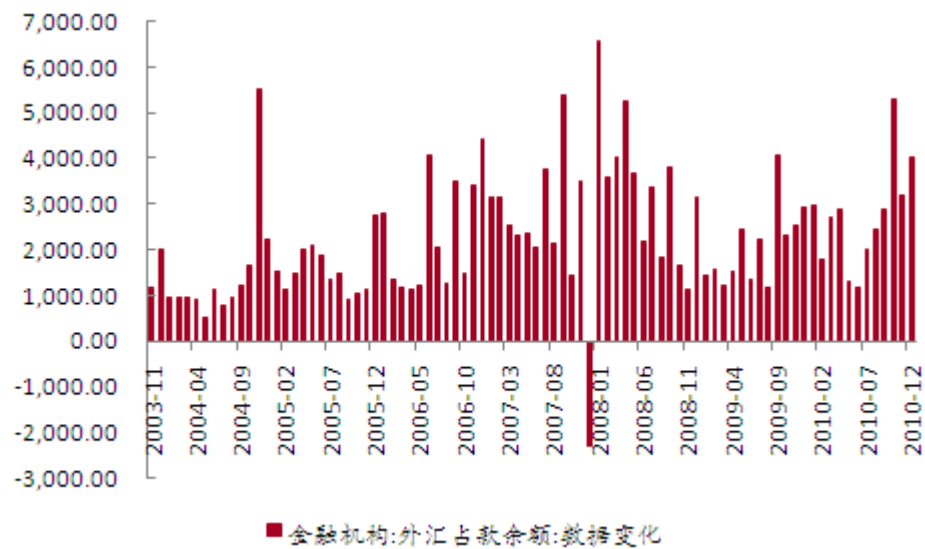
数据来源：wind，江海证券研发部

图 3、10 年下半年储蓄活化趋势明显



数据来源: wind, 江海证券研发部

图 4、10 年四季度以来外汇占款激增



数据来源: wind, 江海证券研发部

图 5、影响货币乘数的两大因素的变化



数据来源: wind, 江海证券研发部

江海证券有限公司

地址: 哈尔滨市香坊区赣水路56号
电话: 0451-82269280
传真: 0451-82269280-517

江海证券研发部

地址: 上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室
电话: 021-58766929
传真: 021-58766929-8005

特别声明

在法律允许的情况下, 江海证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此, 投资者不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

分析师介绍

李桓, 江海证券研发部总经理, 主要负责宏观策略研究

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

免责声明及风险提示

本研究报告仅供江海证券有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研究发展部编写, 以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证所载信息之精确性和完整性。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息, 但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议, 江海证券有限公司及其附属机构(包括研究发展部)不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员, 交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有, 任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版, 复制, 刊登, 发表, 篡改或者引用。