

告别“偏紧” 货币政策将进入“平衡”操作

——2月金融数据点评

发布日期：2011年03月14日

主要观点：

- 货币供给趋势性下降。M1的回升主要是节后现金的大量回流，而M2下降则代表经济活跃下降趋势已经形成。货币条件预示经济下行将是大概率事件。
- 并且2月份的信贷自2010年以来首次落在调控目标的下方，信贷停止冲高有助于进一步改善货币条件。但是信贷和M2的增速增加了对经济增速的担忧。
- M2和信贷反映了经济活跃程度进一步降低。2月份M0回流、公开市场操作以及外汇占款等三项共投放资金将达到1.3万亿，货币供给充足，但是M2仅增2204亿元。
- 我们以新增M2/新增信贷的比率作为衡量社会货币创造的辅助指标，结果我们发现2月份该比例降至0.41，严重低于历史水平，说明交易和投资的活跃程度严重降低。
- 而信贷中居民新增信贷为2009年以来最低水平，消费需求将再次面临低迷的格局。不过，货币资金反映投资活动仍将维持在较高水平，这主要受到企业长期信贷资金的支持。2月份信贷大幅减少，但长期信贷比例并没有显著降低，说明投资仍有望维持较高水平。
- 从外币存贷款看，人民币升值预期在未来一段时期内有望继续降低，人民币汇率有望进入一波小幅反弹。
- 2月份的M2和信贷等指标几乎都符合监管部门的目标，调控政策渐显，预计全年信贷有望平稳增长，落在7-7.5万亿是可能的结果。而若按照目前的节奏和经济运行情况，M2的全年目标将低于16%，预计在15-15.5%左右。
- 因此，我们认为未来一段时期，货币政策将告别前期偏紧做法，而进入“平衡”操作，即回归到以公开市场操作为主的流动性管理，在信贷按照预定节奏投放预期下，不排除上半年不采用准备金率措施，而加息将依据3月份CPI而定，维持上半年顶多加息一次。但短期也难以迎来货币政策放松。在货币选择“平衡”操作下，为了稳增长，区域经济、保障房、消费、新兴产业等财政扶持政策有望提前和加大扶持力度。

分析师：宏观组

证书编号：S0550511020001

联系人：王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: wanggb@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20

邮编：200002

主要事件:

2月末, 广义货币(M2)同比增长15.7%, 狭义货币(M1)同比增长14.5%, 流通中货币(M0)同比增长10.3%。由于春节因素。

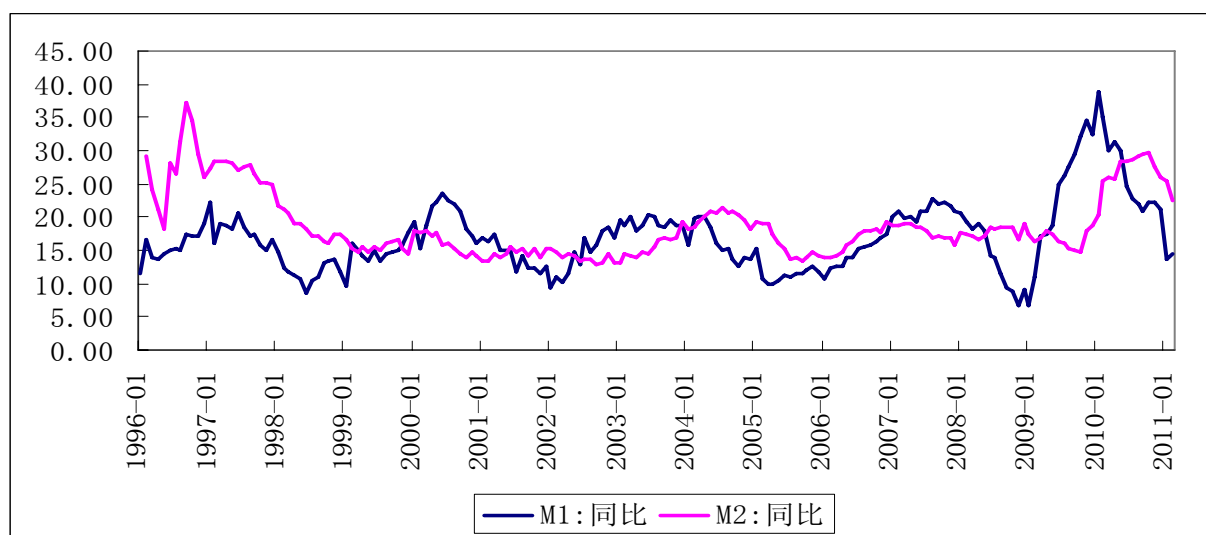
人民币贷款增加5356亿元, 外币贷款增加50亿美元。人民币存款增加1.31万亿元, 外币存款增加35亿美元。

点评:

一、货币条件进一步改善, 调控政策效应渐显

M1的回升主要是节后现金的大量回流, 当月现金净回笼1.08万亿元, 而M2同比仅增15.7%, 下降1.5个百分点, 当月M2口径仅增加2204亿元。而信贷仅增加5356亿元, 低于可放贷的目标5500-6000亿左右的范围, 说明在资本充足率等新的监管指标和窗口指导调控下, 银行信贷冲动得到有效抑制。调控政策的效果初步得到实现。

图1: M1微升但M2继续下降, 货币供给趋缓趋势确认



资料来源: wind, 东北证券

二、信贷反映消费需求降低而投资比较稳定, 但总体反应经济活跃程度降低

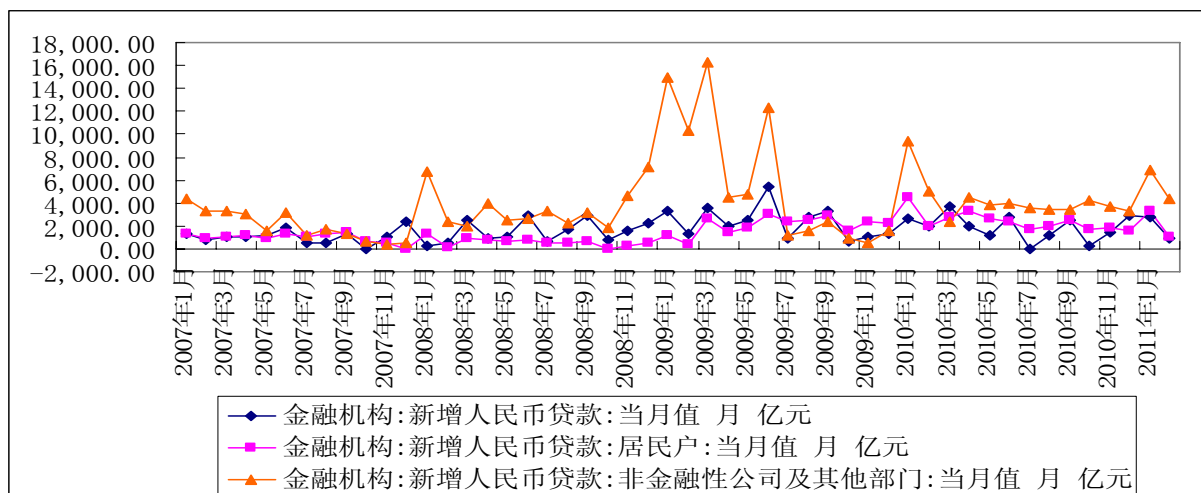
2月份新增信贷5356亿元, 其中信贷中居民新增信贷1058亿元, 其中短期贷款只有6亿元, 双双为2009年以来最低水平, 说明消费需求将再次面临低迷的格局。不过, 货币资金反映投资活动仍将维持在较高水平, 这主要受到企业长期信贷资金的支持。2月份信贷大幅减少, 但长期信贷比例并没有显著降低, 其中中长期贷款占比为68.5%, 比1月份还提高了3个百分点, 说明投资仍有望维持较高水平。但总体上看, 我们认为M2和信贷数据反映了经济活跃程度显著降低。

第一, 信贷5356亿元, 低于5500-6000亿的可投放范围, 说明居民和企业的信贷需求有所降低。虽然信贷下降有监管部门严厉调控的原因, 但是低于调控目标还是在一定程度反映了需求的疲软。

第二, 货币创造程度显著降低。2月份M0回流、公开市场操作以及外汇占款等三项共投放资金将达到1.3万亿, 货币供给充足, 但是M2仅增2204亿元。我们以新增M2/新增信贷的比率作为衡量社会货币创造的辅助指标, 结果我们发现2月份该比例降至0.41, 严重低于历史水平, 这种情况只有在2006年曾出现连续1、2月份货币创造系数降低的情况, 但是2006年

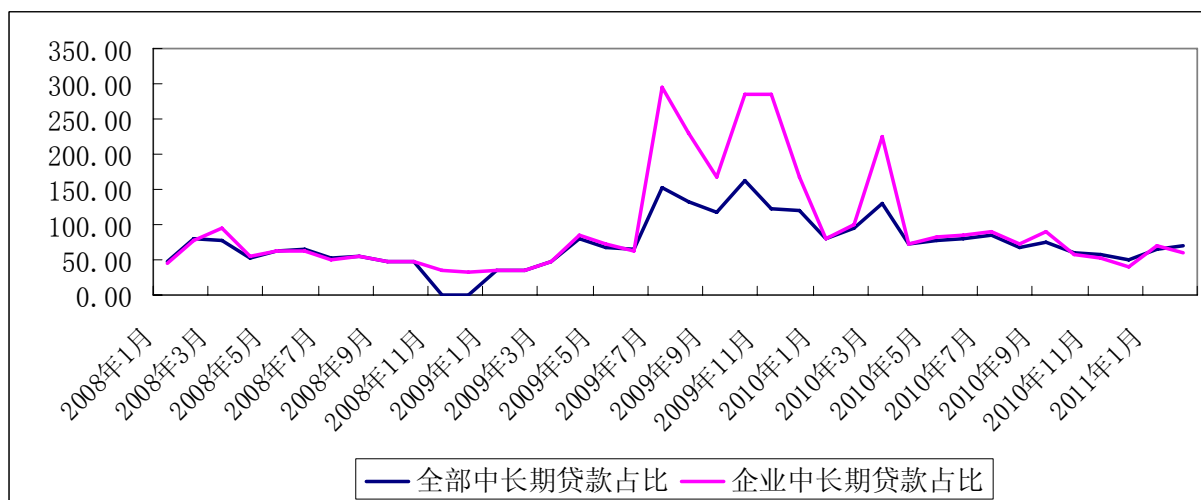
2 月份为 0.63，还是高于当前的 0.41，说明交易和投资的活跃程度严重降低。

图 2：居民和企业信贷都下降



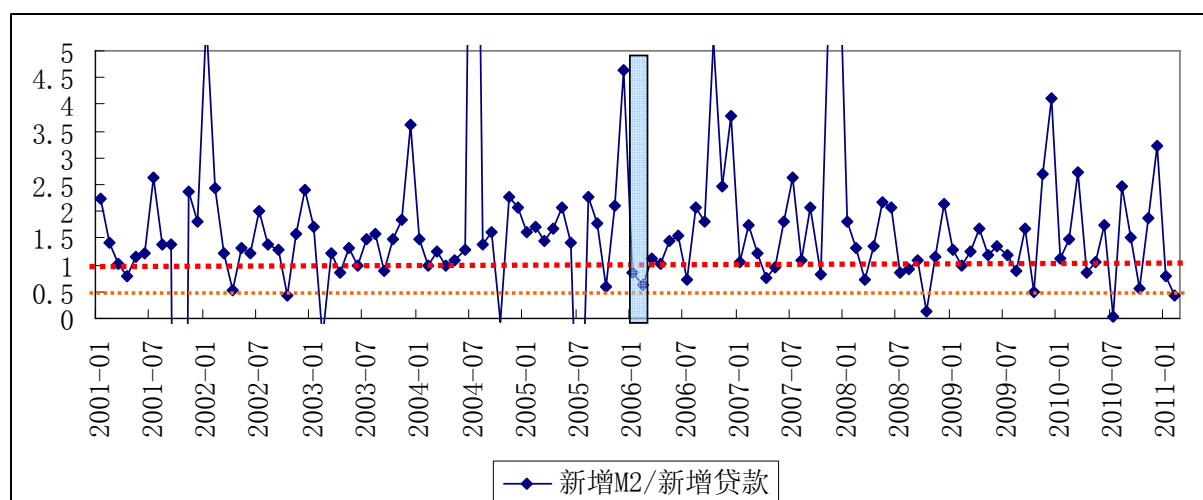
资料来源：wind，东北证券

图 3：长期贷款比例并未明显降低，投资有望平稳



资料来源：wind，东北证券

图 4：新增 M2/新增贷款比例大幅缩小，货币创造能力降低

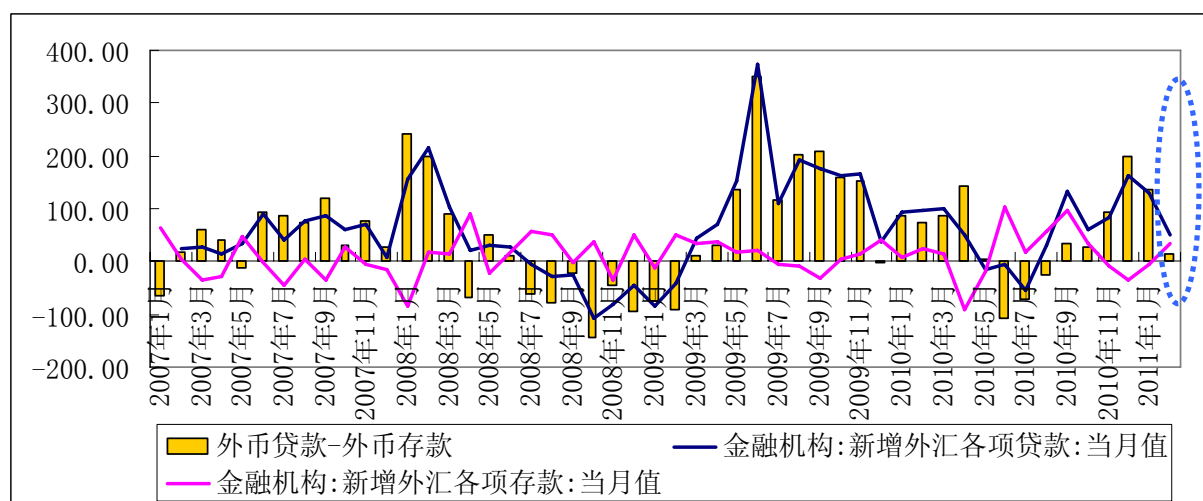


资料来源：wind，东北证券

三、本外币贷款反映人民币升值预期降低

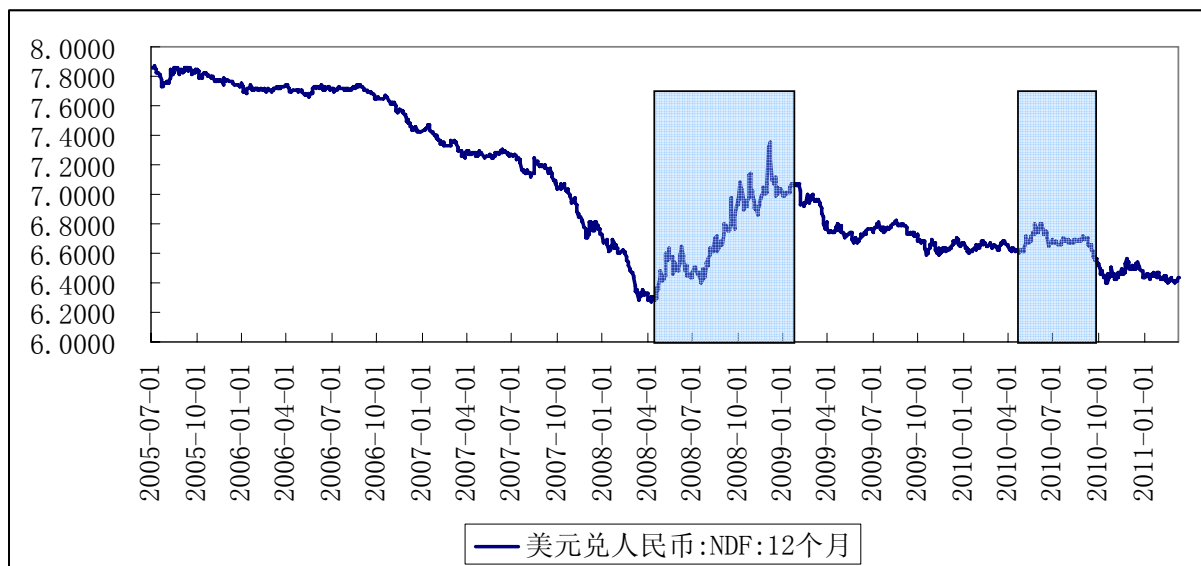
2 月份外币存款增加 35 亿美元，外币贷款增加 50 亿美元，外币贷款和存款的差额减少至 15 亿美元，远低于前期超过 100 亿美元的水平，说明外币流入中国的动力在降低。而对比历史，我们发现贷款和存款差大幅减少的时期正是 NDF 明显回升的情况，也就是人民币升值预期降低。因此，从外币存贷款看，人民币升值预期在未来一段时期内有望继续降低，人民币汇率有望进入一波小幅反弹。

图 5：本外币贷款差缩小，人民币升值预期将降低



资料来源：wind，东北证券

图 6: 在本外币贷存差缩小的两次对应的 NDF 都回升, 人民币升值压力减少



资料来源: wind, 东北证券

四、货币政策告别“偏紧”回归平衡操作

因此, 我们认为未来一段时期, 货币政策将告别前期偏紧做法, 而进入“平衡”操作, 即回归到以公开市场操作为主的流动性管理, 在信贷按照预定节奏投放预期下, 不排除上半年不采用准备金率措施, 而加息将依据 3 月份 CPI 而定, 维持上半年顶多加息一次。但短期也难以迎来货币政策放松。但在货币选择“平衡”操作下, 为了稳增长, 区域经济、保障房、消费、新兴产业等财政扶持政策有望提前和加大扶持力度。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。