



流动性半月谈第 4 期

紧缩下的宽松：理解和消化加息周期

发布日期：2011 年 3 月 16 日 分析师：魏凤春 电话：010-85130308 执业证书编号：S0640207100074
分析师：王洋 电话：010-85130386 执业证书编号：S1440210080015

内容提要

流动性的生成

- 信贷紧缩一季度超预期，留出空间，留下隐患，最晚二季度后期会有松动。
- 2 月新增外汇占款预计大幅减少，热钱流入和本币升值亦放缓。
- M2 增速较低有三原因：新增流动性减少；央行回笼现金较多；基数效应。

流动性的配置

- 信贷市场：银行压缩票据保规模，调结构，防风险，争息差提升收益；紧张局面延续。
- 货币市场：加息、提准、回笼现金未妨碍流动性更加宽松；宽松还将持续。
- 两个市场松紧背离，城投债借机提速；锣鼓点还在加紧中途，但应早做预防突然放缓。

政策动态

- 市场应充分理解通胀中枢上移和加息周期的必然性。加息不到通胀中枢上移的幅度不会结束；达到通胀中枢上移的幅度，如果通胀继续冲高突破容忍度，依然有加息可能。
- 外部和内部冲击若挤占中枢上移空间，则 2011 年的真实通胀目标或不在 4% 左右，而在 4.5% 以内。负利率较长时期内不会消除，但将缩小在 1% 以内。
- 短期来看，提高准备金率在两可之间，充分性足够，必要性勉强。
- 2 月通胀超预期是一个再度加息的可选时机。但恰逢两会和地震而不合时宜。到本月底距离上一次加息将近 2 个月，加息按部就班或已不远，市场应以平常心视之。

目录

一、新增流动性回落.....	1
二、信贷市场：压短贷长续紧张.....	4
三、货币市场：提准之后仍宽松.....	5
四、债市融资：城投债发行提速.....	6
五、理解和消化加息周期.....	7

图表目录

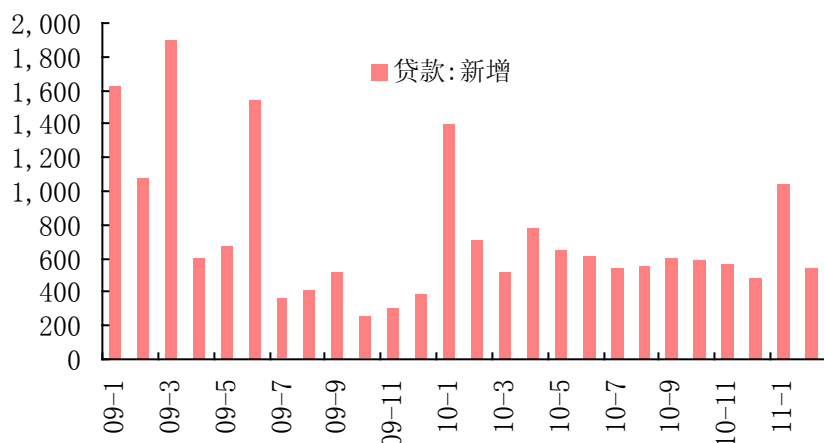
图 1：新增人民币贷款（十亿元）	1
图 2：M2、M1、贷款余额同比增速、M2 与贷款增速差（%）	2
图 3：贸易顺差、FDI 和热钱（亿美元）	2
图 4：金融机构新增人民币存款（亿元）	3
图 5：美元兑人民币和 100 日元兑人民币汇率.....	3
图 6：新增人民币贷款分期限和分部门（亿元）	4
图 7：企业新增贷款分期限（亿元）	4
图 8：居民新增贷款分期限（亿元）	4
图 9：SHIBOR（%）	5
图 10：票据直贴利率（%）	5
图 11：票据转贴利率（%）	5
图 12:1 年期存款利率、CPI 和负利率（%）	8
图 13:3 个月和 1 年期央票发行利率（%）	9
表 1：2011 年 2-3 月企业债发行	6

一、新增流动性回落

1.1 贷款控制有效

2月的新增人民币贷款如期继续回落。比去年同期减少近2000亿元。加上1月比去年同期减少的3500亿元，前两月同比减少5500亿元。我们之前预计一季度信贷规模控制不会放松。这样，3月新增贷款将继续减少，一季度新增贷款在2万亿左右，按照3322的节奏，全年就是6.7万亿，少于通常判断7万亿左右，更少于去年的7.95万亿和前年的9.59万亿。因此，我们维持之前的判断，1季度是信贷控制最紧的时期，最晚2季度后期会有所松动。

图1：新增人民币贷款（十亿元）



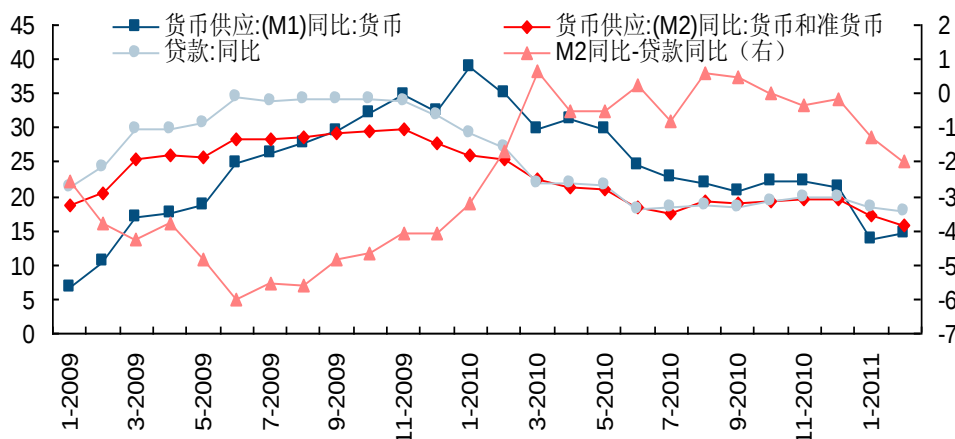
资料来源：wind，中信建投研发部

1.2 新增外汇占款减少，企业活期存款增加

我们在半月谈第2期中，提到1月份的M2增速或有统计调整导致的偏低。需要强调的是，我们并不是怀疑央行计算M2增速时用调整过的当期值与未调整过的前期值作比，而是认为，1月和2月的M2的“同比”由于具有不同的统计口径，而“不可比”，由此导致可能比按以前统计口径的增速偏低。由于未有央行正式公布的统计说明，我们维持之前的判断。但这个问题会逐渐不重要，因为虽然对于央行在2011年初所进行的统计制度的调整，我们并不明确，但我们相信，2月份和1月份的数据是具有可比性的。

1月到2月，M2的增速从17.2%到15.7%，大幅回落1.5%；而贷款余额同比从18.5%到17.7%，降了只有0.8%。加之由于春节因素等影响，2月份出现了73亿美元的巨额逆差，实际使用外资78亿美元也比上月减少22.3亿美元，这两项合计就是对外汇占款160亿美元，1000亿元人民币左右的影响，可以进一步佐证上述新增外汇占款减少的判断。

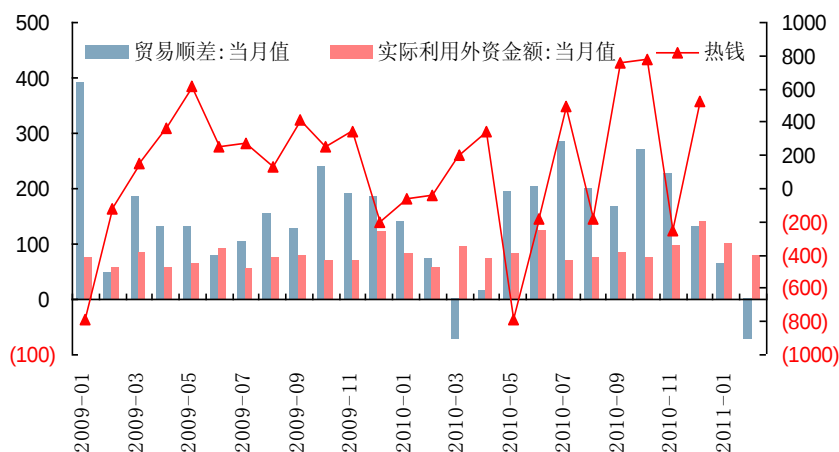
图 2: M2、M1、贷款余额同比增速、M2 与贷款增速差 (%)



资料来源: wind, 中信建投研发部

就增速而言, M2 大幅下滑的同时, M1 有所反弹, 在 M0 节后大量回笼的情况下, 暗示企业活期存款等形式的 M1 有了较大幅度回升。

图 3: 贸易顺差、FDI 和热钱 (亿美元)



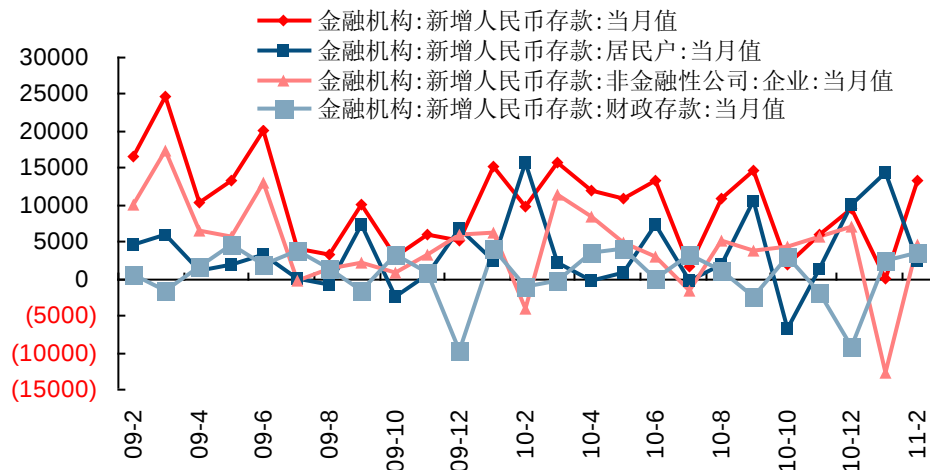
资料来源: wind, 中信建投研发部

1.3 存款和(M2-M0)一致

2 月人民币存款增加 1.31 万亿元, 同比多增 3334 亿元。其中, 住户存款增加 2401 亿元, 非金融企业存款增加 4416 亿元, 财政性存款增加 3381 亿元, 剩余 2900 亿元应主要是机关团体存款增加值。存款增加 1.3 万亿与 M0 回笼 1.08 万亿元的合计效果, 与 M2 增加 2200 亿元大致不差。这意味着存款与 M2 的统计口径应该是一致的。我们在第 2 期中, 根据存款变动——现在知道了是减少了委托存款和贷款的轧差,

推断 M2 变动并得出 M2 增速低估是可能的。

图 4：金融机构新增人民币存款（亿元）



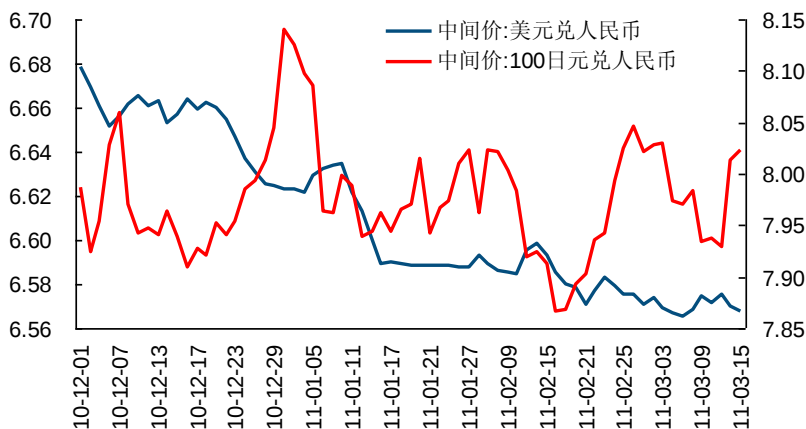
资料来源：wind，中信建投研发部

1.4 升值走走停停，热钱进进出出

2 月到 3 月，人民币兑美元总体在升值，但在 3 月初有反弹。在判断 2 月新增外汇占款减少的情况下，我们认为随着升值放缓，热钱的流入或同样放慢。

近期，先是北非和中东，后是日本的突发事件，无疑都对政策和流动性构成了意外的冲击。如果说前者还更多在引以为鉴的意义，后者则具有更加深远的影响。短期内，由于日元的升值，或导致资金回流日本，但是否就因此减少了中国的资金净流入，还难以断言。

图 5：美元兑人民币和 100 日元兑人民币汇率

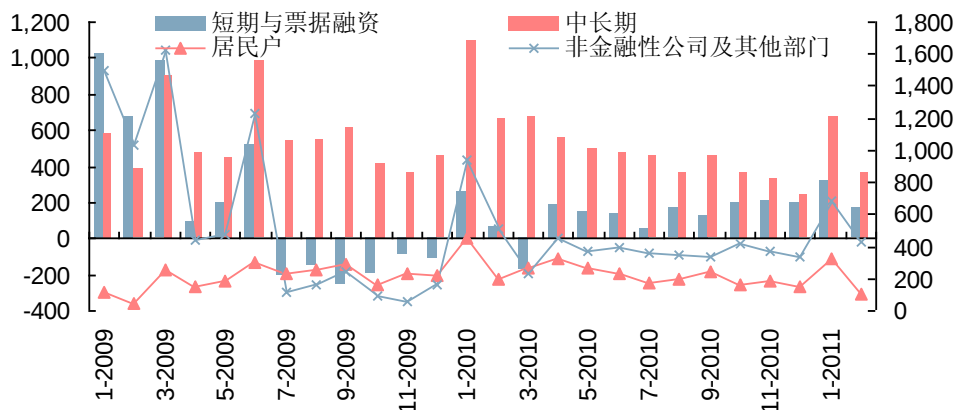


资料来源：wind，中信建投研发部

二、信贷市场：压短贷长续紧张

新增贷款的配置，就期限而言，延续了对中长期的偏好，达到 3686 亿元，票据融资进一步压缩了 712 亿元；就部门结构而言，配置给企业的比例明显增大。

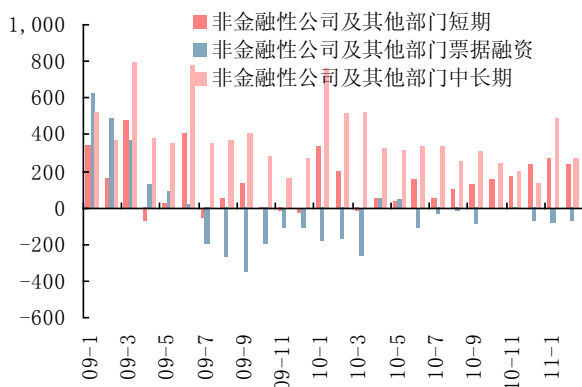
图 6：新增人民币贷款分期限和分部门（亿元）



资料来源：wind，中信建投研发部

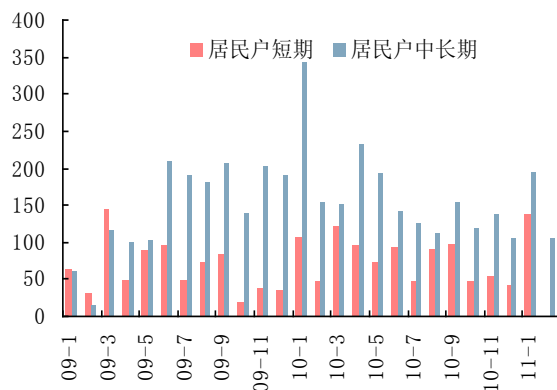
这种期限配置特征主要体现在居民部门，新增居民短期贷款只有 6 亿元，可能是居民户短期消费性和经营性贷款等受到了挤压，而后者意味着小微企业和个体的经营活动受信贷紧缩首当其冲；居民户中长期贷款虽然比上月几乎减半仍有 1052 亿元，表明第三轮房地产调控还没有对市场起到速冻的效果，成交和对杠杆的运用保持了连续性。企业部门的新增短期贷款则保持了稳定，而中长期贷款下降较多。

图 7：企业新增贷款分期限（亿元）



资料来源：wind，中信建投研发部

图 8：居民新增贷款分期限（亿元）

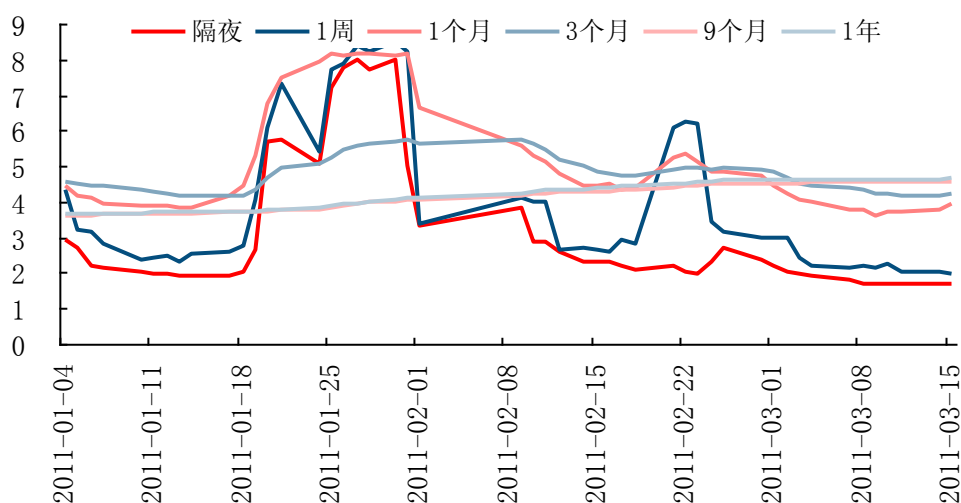


银行已在调整贷款结构，防范贷款风险，从加息之后的息差提升中获益。但是实体经济的资金面紧张依旧。

三、货币市场：提准之后仍宽松

石化转债的短暂冲击之后，短期的 SHIBOR 快速下滑，隔夜 SHIBOR 已在 1.68% 左右，1 周 SHIBOR 已到了 2% 之下。这表明公开市场资金面非常宽松。如我们在第 3 期报告中预示的，再次提高准备金率不影响宽松程度。9 个月的和 1 年的 SHIBOR 依然稳中有升。1 个月的 3 月中旬开始回升态势较为明显。

图 9: SHIBOR (%)



资料来源: wind, 中信建投研发部

同时，6 个月的票据直贴和转贴利率在节后快速回落之后走稳，但仍在 5.5% 和 5.2% 的相对高位。

图 10: 票据直贴利率 (%)

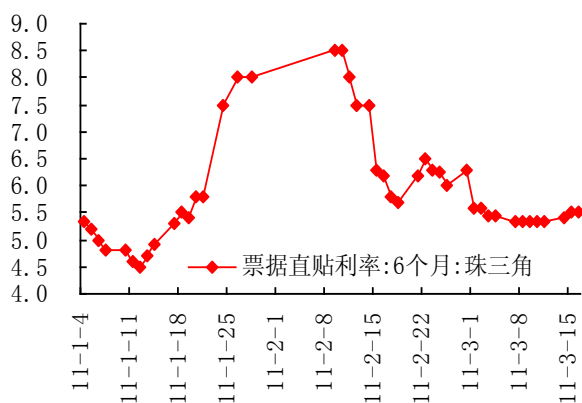
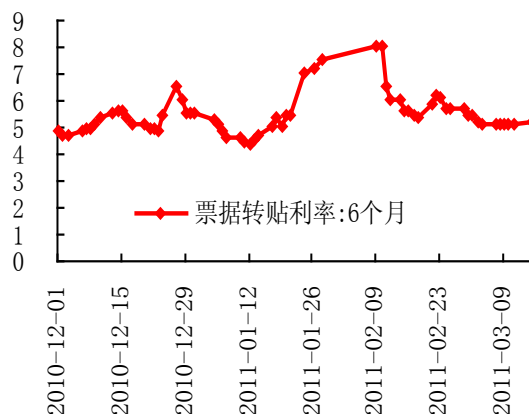


图 11: 票据转贴利率 (%)



资料来源: wind, 中信建投研发部

我们在第 2 期半月谈中判断提准的三个依据：新增外汇占款多，现金回流多，央票到期多，并指出提准 50 个点并不影响宽松居民。现在形势已经发生了一些变化：2 月新增外汇占款预计大幅减少，央行回笼

现金 1.08 万亿元，央票发行重启加快。目前的货币市场看起来比 1 个月前更加宽松，而且预期宽松局面还将持续一段时间。

四、债市融资：城投债发行提速

2011 年 2 月到 3 月，企业债发行加快，以公告日期为准，2 月合计 15 家，3 月截至 14 日已达 38 家，其中城投债占了绝大多数。1-3 月的计划发行金额分别达到了 314.5 亿元、179.9 亿元、405.38 亿元。票面利率稳步上移。

由前文，我们注意到两个背景，一是新增企业中长期贷款大幅缩水显示银行在紧缩贷款规模的同时调整贷款结构，而且近期刘明康再次表示地方融资平台的风险比较大，需要重点抓；二是货币市场流动性非常宽裕。十二五开局之年地方政府的投资冲动并未削弱。城投债发行提速表明债券市场成为贷款之后另一个重要渠道，而货币市场的宽松局面给予了良好的配合。只是城投债一者容量毕竟有限，二者风险定价尚不完善，城投债越来越紧的锣鼓点，或会在某个时刻骤然放缓。但现在锣鼓点还在加紧的半途，冲击尚早，但预先提示，才能跟踪落实她将来自何时何地。

表 1：2011 年 2-3 月企业债发行

序号	债券名称	公告日期	计划发行亿元	债券期限(年)	票面利率(%)
1	2011 年太仓恒通投资集团有限公司公司债券	2011-3-14	5	7	7.5
2	2011 年汉中城市投资建设开发有限公司市政项目建设债券	2011-3-14	8	7	7.48
3	2011 年中煤矿山建设集团有限责任公司公司债券	2011-3-14	6	7	6.25
4	2011 年淮北市建设投资有限责任公司公司债券	2011-3-14	12	7	7.1
5	2011 年河北省信息产业投资有限公司公司债券	2011-3-14	6	6	5.8
6	2011 年重庆市永川区惠通建设发展有限公司市政项目建设债券	2011-3-14	10	7	7.49
7	2011 年绥化市鑫源城市建设投资发展有限公司公司债券	2011-3-14	8	7	7.35
8	2011 年上海外滩投资开发(集团)有限公司公司债券	2011-3-11	9	7	6.2
9	2011 年常州市中小企业集合债券	2011-3-11	5.08	3	5.03
10	2011 年长兴县交通建设投资公司企业债券	2011-3-10	10	7	7.2
11	2011 年抚州市投资发展有限公司公司债券	2011-3-10	8	7	7.75
12	2011 年娄底市城市建设投资集团有限公司市政项目建设债券	2011-3-10	12	8	7.15
13	2011 年华泰集团有限公司公司债券	2011-3-10	8.8	7	6.38
14	2011 年烟台市牟平区国有资产经营公司企业债券	2011-3-9	6	8	8.05
15	2011 年三门县国有资产投资控股有限公司公司债券	2011-3-9	8	6	7.28
16	2011 年江苏武进经济发展集团有限公司公司债券	2011-3-9	25	7	6.55
17	2011 年湖州吴兴南太湖建设投资有限公司公司债券	2011-3-9	10	7	7.71
18	2011 年浙江省商业集团有限公司公司债券	2011-3-9	5	6	5.46
19	2011 年石家庄市城市建设投资控股集团有限公司市政项目建设债券	2011-3-9	10	10	6.55
20	2011 年文登市城市资产经营有限公司公司债券	2011-3-9	13	8	7.75



21	2011 年宝鸡市投资(集团)有限公司企业债券	2011-3-8	15	7	7.15
22	2011 年重庆渝富资产经营管理有限公司公司债券	2011-3-8	20	7	6.33
23	2011 年云南省铁路投资有限公司公司债券	2011-3-8	10	7	5.98
24	2011 年锡林郭勒盟兴富投资有限责任公司公司债券	2011-3-7	12	7	7.62
25	2011 年湘电集团有限公司公司债券	2011-3-7	5.5	7	6.38
26	2011 年临汾市投资建设开发有限公司市政项目建设债券	2011-3-7	20	8	7.23
27	2011 年莱芜市经济开发投资有限公司公司债券	2011-3-7	10	7	6.5
28	2011 年富阳市城市建设投资集团有限公司公司债券	2011-3-3	10	7	7.33
29	2011 年国家开发投资公司企业债券	2011-3-3	30	15	5.7
30	2011 年南京钟山风景区建设发展有限公司公司债券	2011-3-3	9	7	6.3
31	2011 年重庆轻纺控股(集团)公司公司债券	2011-3-3	7	7	6.48
32	2011 年吉林市城市建设控股集团有限公司市政项目建设债券	2011-3-2	20	7	7.1
33	2011 年泰安市泰山投资有限公司公司债券	2011-3-2	10	7	
34	2011 年新奥(中国)燃气投资有限公司公司债券	2011-3-1	5	7	6.45
35	2011 年泸州市兴泸投资集团有限公司公司债券	2011-3-1	10	10	6.39
36	2011 年鹰潭市投融资公司企业债券	2011-3-1	12	6	7.15
37	2011 年云浮市新达城市建设投资公司企业债券	2011-3-1	10	6	7.15
38	2011 年武汉经济发展投资(集团)有限公司公司债券	2011-3-1	5	6	5.67
39	2011 年盘锦建设投资有限公司公司债券	2011-2-28	15	7	7.42
40	2011 年广西农垦集团有限责任公司企业债券	2011-2-22	10	6	6.98
41	2011 年如皋市交通投资发展有限公司公司债券	2011-2-22	15	8	8.51
42	2011 年河南省中小企业集合债券	2011-2-22	4.9	6	7.8
43	2011 年泰州鑫泰集团有限公司公司债券	2011-2-22	12	7	6.78
44	2011 年台州市路桥公共资产投资管理有限公司公司债券	2011-2-22	10	7	7.18
45	2011 年桐庐县国有资产投资经营有限公司公司债券	2011-2-17	6	5	6.37
46	2011 年贵阳市城市建设投资(集团)有限公司市政项目建设债券	2011-2-16	20	7	6.4
47	2011 年牡丹江市国有资产投资控股有限公司公司债券	2011-2-15	15	7	7.15
48	2010 年盐城市城市资产经营有限公司市政项目建设债券(6 年期)	2011-2-14	5	6	5.8
49	2010 年盐城市城市资产经营有限公司市政项目建设债券(7 年期)	2011-2-14	10	7	6.6
50	2011 年宁波交通投资控股有限公司公司债券	2011-2-10	10	10	6.3
51	2011 年海南省发展控股有限公司公司债券	2011-2-9	15	7	5.8
52	2011 年如东县东泰社会发展投资有限责任公司公司债券	2011-2-9	12	7	7.1
53	2011 年淮南矿业(集团)有限责任公司公司债券	2011-2-9	20	7	4.98

数据来源: wind, 中信建投研究部

五、理解和消化加息周期

5.1 判断货币政策需要转换思路

目前理解货币政策的通常思路是: 通胀——加息——通胀回落——加息结束——债市(股市)投资机

会出现。

我们在《莫为浮云遮望眼》中强调了通胀的长期复杂性，通胀是约束而非目标，前半段的通胀控制是创造要素价格改革的时间窗口，那么上述逻辑就可以修正为：

通胀——加息——通胀回落——要素改革启动——通胀或通胀预期上升——再次加息——债市（股市）继续等待投资机会。

这样就是相反的判断了。但是可能并不会如此简单。通胀前高后低的判断失之于简单化，通胀前高中落尾翘的判断也不免武断。加之外部冲击的不确定性，对通胀的短期趋势和峰值的预测难以精确。

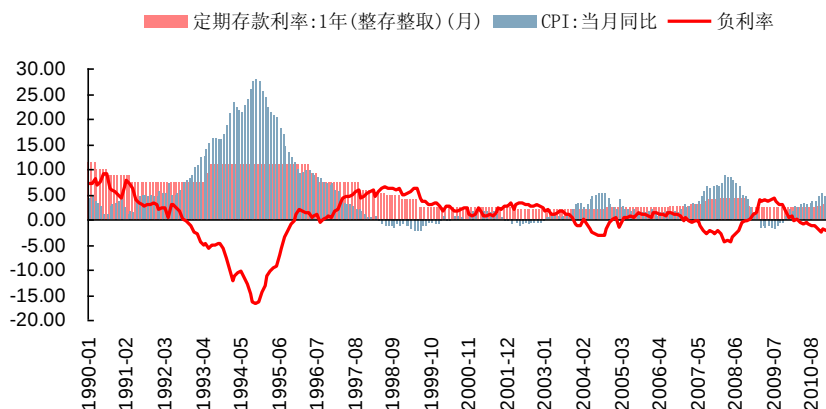
但通胀预期的变化有规律，加息周期亦有迹可寻。我们多次也包括《莫》文中指出的是，加息不是来自通胀的短期波动出现的异常值，加息周期有必然性；加息不到通胀中枢上移的幅度，不会结束；加息达到了通胀中枢上移的幅度，而如果通胀继续冲高突破决策层容忍度，依然有再次加息可能。

重要的是，既然通胀中长期的严重性已是一种必然，那么就应当以之为分析的前提，而不是再从通胀回落中寻找机会。如果通胀三-五年内保持在相对高位，减息周期难以启动，或者，在 2011 年减息可能性极低，是不是债市就失去了系统性的机会？我们认为，通胀中枢上移和加息周期的必然性充分进入了市场预期之后，才可言，如果届时通胀预期保持稳定，也将能言债市真正行情的开启。

外部冲击的不确定性、要素改革的复杂性都加大了通胀的复杂性和利率的难测性。波段性的投资机会来自市场预期和通胀趋势的差距，以及对市场供求和流动性状况的前瞻性判断。

5.2 负利率

图 12:1 年期存款利率、CPI 和负利率（%）



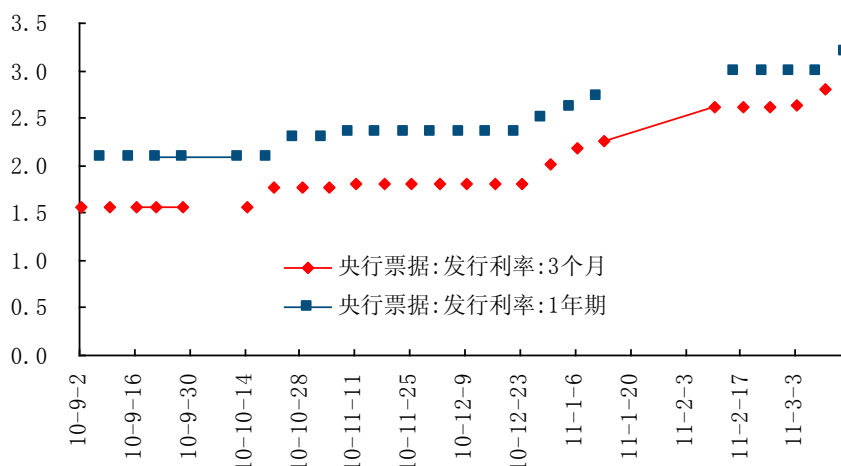
资料来源: wind, 中信建投研发部

通胀的中枢上移到 4%，外部和内部冲击若挤占中枢上移空间，则 2011 年的真实通胀目标或不在 4% 左右，而在 4.5% 以内。1 年期存款利率再加 50 个基点是必要的。从 2010 年 2 月伴随通胀的提高开始出现负利率，预计未来较长时期内不会消除，但负利率将缩小在 1% 以内。1 月或已是年内负利率最大的时刻。

5.3 提准两可，加息可期

短期来看，提高准备金率在两可之间。就充分条件而言，银行体系流动性是足够宽松的；就必要条件而言，新增贷款控制良好，外汇占款趋于下降，15 日公开市场操作中，1 年期央票发行利率较上一期提升 20.2 基点，央票利率倒挂得到纠正，央票工具重新启用，则不提亦无不可。虽然 2 月通胀高于市场预期，但仍在决策层容忍度内，并未超出 1 月高点；另外提准与治胀的直接传导弱。

图 13:3 个月和 1 年期央票发行利率 (%)



资料来源: wind, 中信建投研发部

央票利率上调也包含了加息预期。在通胀高峰之后，加息时机的选择已经不必如初期几次那样，过于注重稳定通胀预期和强化紧缩预期的作用，而有了更多的选择空间。2 月通胀超预期是一个再度加息的可选时机。但恰逢两会和地震，又变得不合时宜。到本月底距离上一次加息将近 2 个月，加息在猜测和等待中或已不远，市场应以平常心视之。

货币紧缩下出现的流动性宽松。应该充分享受这好时光，但不是陶醉。



分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。2010年新财富宏观（小组）第六名。

王洋：南开大学经济学博士，宏观经济分析师。主要研究领域：货币和流动性，致力于从经济主体间的收益-风险博弈和货币资金流动考察经济运行和政策走向。2010年新财富宏观（小组）第六名。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨 明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任 威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周 李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。