

2012-02-16
证券研究报告
宏观经济 / 宏观专题

金融创新对流动性的影响



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

曹阳

SAC 执业证书编号:s1000511050001
(021)-50106413
caoyang@mail.htlhsc.com.cn

陈勇

SAC 执业证书编号:S1000510120044
(021)5010 6011
chenyongsz@mail.htlhsc.com.cn

相关研究：

2011 年 11 月 7 日《中国的银行、欧洲的银行？》

2011 年 12 月 22 日《中国银行业的“库杠杆化”I》

2012 年 1 月 11 日《银行业“去杠杆化”与货币乘数》

2012 年 1 月 13 日《金融环境变化抑制货币乘数反弹？》

2012 年 2 月 15 日《M1 与经济面“脱钩”？》

- 从中长期来看，中国金融环境正将发生一些制度性变革，主要包括通胀系统走升倒逼利率市场化、直接融资规模扩大、汇率双向波动等。
- 我们认为这些变化将对中国的货币增长产生持久而深远的影响，社会范围的资产再配置过程将长期压制中国货币乘数的反弹。
- 金融环境变化下的资产再配置主要体现在以下几个方面：
伴随着居民人均收入的上升、政府民生工程的推进、利率市场化和直接融资市场的快速发展，**居民对存款的配置会下降，提高证券投资规模；**
“久期失衡”困境、存贷比考核以及企业盈利下滑都将导致**商业银行削减中长期贷款，提高短期票据融资和银行间债券头寸**更有利流动性管理；
随着人民币升值预期减弱，汇率波动机制改革将**提升私人主体对海外资产的需求，商业银行持有海外净资产的比例亦会从当前低点趋势性上升。**
- 居民、企业和银行部门对资产配置中的转变，将会弱化存款回流银行的速度，降低银行的可贷资金量，使得中国货币乘数系统性下降，这或许将是未来影响中国广义货币扩张的关键因素。
- 我们认为，**2012 年储蓄意愿、经济活跃度上升导致的货币乘数阶段性恢复对货币增长的影响或许将比基础货币创造更为重要。**

报告贡献作者：崔长峰

目 录

金融创新对流动性的影响	5
中国金融环境出现的变化	5
金融环境变化下的资产再配置	9
对货币增速的影响——国际比较	16
对货币增速的影响——中国	21

图表目录

图 1:	2004 年以来银行间同业拆借与定存利率差变化	5
图 2:	平均通胀率走高带动实际利率上行	6
图 3:	平均通胀波动增加带动实际利率上行	6
图 4:	70 年代后居民金融资产多元化加速	6
图 5:	80 年代后美国银行业净利差收入增长率下降	6
图 6:	中国通胀系统性走高	7
图 7:	中国通胀周期波动性增强	7
图 8:	中国负利率情况依然严重	7
图 9:	居民通胀预期仍高	7
图 10:	负利率导致居民投资短期化，银行间市场利率上行	8
图 11:	中国各类资产市值占 GDP(%)	8
图 12:	中国的直接融资工具市值占 GDP 比值偏低 (%)	8
图 13:	人民币汇率变化引导外币存贷款波动	9
图 14:	人民币汇率升值预期大幅减弱 (%)	9
图 15:	美国人均收入与储蓄率呈现倒 U 形曲线 (%)	9
图 16:	负利率导致居民个人储蓄存款比例下滑	10
图 17:	居民部门资金运用情况 (%)	10
图 18:	日本和韩国的储蓄存款占资金运用比下降 (%)	10
图 19:	居民储蓄存款与股市收益率变化	11
图 20:	居民储蓄存款与房地产市场变化	11
图 21:	金融脱媒引发银行理财产品多样化	11
图 22:	银行理财产品规模逐步提高	11
图 23:	商业银行资产负债表的重构原则	12
图 24:	商业银行资产负债表情况与占比 (十亿人民币, %)	12
图 25:	商业银行中长期贷款占比偏高 (%)	13
图 26:	商业银行资产负债表重构 (%)	13
图 27:	商业银行整体存贷比情况 (%)	14
图 28:	上市银行存贷比情况 (%)	14
图 29:	商业银行对其他金融机构资产占比提高 (%)	14
图 30:	商业银行中长期贷款占比偏高 (%)	14
图 31:	商业银行海外净资产持有变化情况	16
图 32:	2000 年后企业和居民外币存款大幅减少	16
图 33:	日本货币增长率与货币乘数变化	17
图 34:	日本商业银行的资产组成情况	18
图 35:	各经济主体对于货币乘数的影响分解 (%)	18
图 36:	日本央行利率变化情况	18
图 37:	日本的净国际投资头寸大幅上升	18
图 38:	韩国货币增长率与货币乘数变化	19
图 39:	韩国经济在 2000 年后未见明显回落	19
图 40:	韩国金融工具占 GDP 比例 (%)	20
图 41:	商业银行对于证券的配置影响货币增长率	20

图 42: 韩国金融机构的资产组成 (%)	20
图 43: 2000 年后韩国私人部门海外投资大幅度增加	21
图 44: 韩元在 2000 年升值后未见储备大幅增加	21
图 45: 中国货币增长率与货币乘数变化	21
图 46: 企业贷款需求景气下行	23
图 47: PMI 指数显示货币乘数回升缓慢	23
图 48: 房地产销售回升是货币乘数扩大的领先指标	23
表格 1: 2012 年及以后的有关地方债务到期量测算 (亿人民币)	15

金融创新对流动性的影响

从中长期来看，我们认为中国的金融环境正将发生一些重要的制度性变革，通过全社会范围的资产再配置过程，将对中国的货币增长环境产生持久而深远的影响，具体表现为长期压制中国货币乘数的反弹。

中国金融环境出现的变化

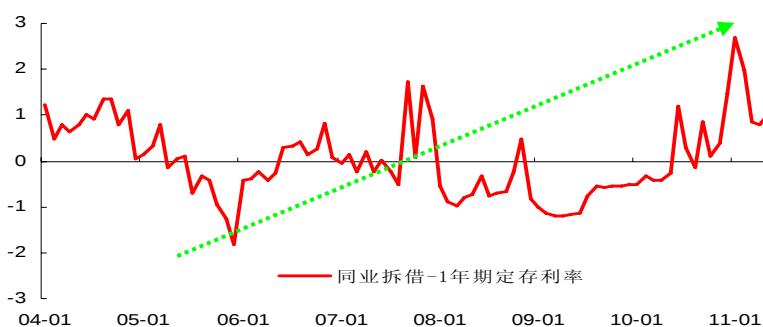
在当前时点下中国的金融环境正将发生一些重要的转变，主要包括通胀系统走升倒逼利率市场化、直接融资规模扩大、汇率双向波动等。

通胀系统走升倒逼利率市场化

我国银行间同业拆借和定存之间的利差自 2004 年以来呈周期性波动，且波动中枢上移，2010 年以后尤为明显。银行间拆借利率市场化程度更高，定存利率受到管制，因此二者的利差波动体现了银行体系资金的稳定性。2004-2006 年间利差下移可以由建行、工行和中行股份制改造上市筹资得到解释，2007-2010 期间的波动更多反映了中国应对通胀变化的调控周期。央行的调控偏好准备金和公开市场操作等数量化工具，导致银行同业拆借的利率变化更大。

我们认为利差的波动特征值得关注。波动幅度增加意味着通胀变化更为频繁、以之衡量的中国经济周期变得更短，波动中枢上升预示着中国利率市场化已经提速，即使官方利率调整滞后，但资金成本已经上移。

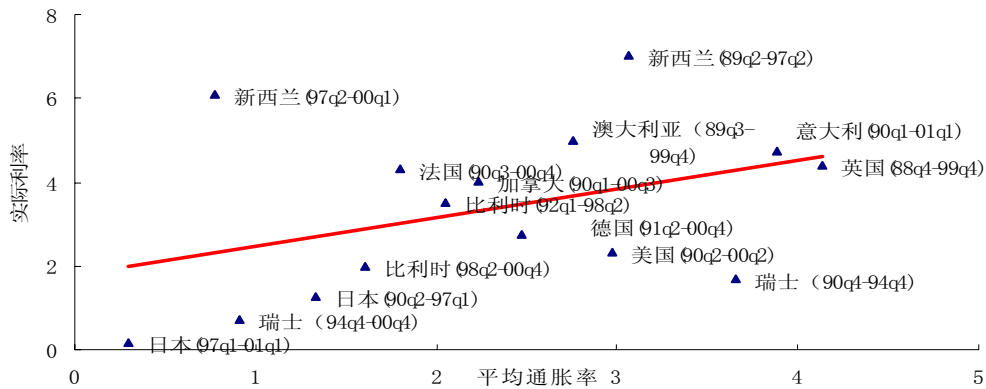
图 1： 2004 年以来银行间同业拆借与定存利率差变化



资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

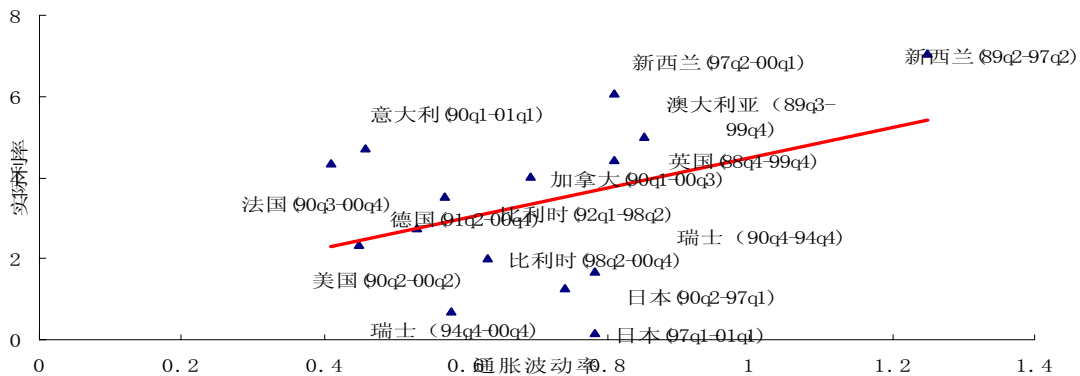
海外的经验表明通胀预期的不稳定是推动市场化实际利率变化的主要因素。从美国来看，尽管有学者认为 80 年代后实际利率降低与婴儿潮一代为退休而增加储蓄、劳动生产率提高有关，但通胀仍是主导的因素。明显的是实际利率在 1970 年代的走高和 1980 年代的回落。70 年代石油危机的冲击促使通胀大幅走高，而 80 年代在美联储大幅提高利率有效控制通胀后，实际利率出现了比较明显的走低。从全球主要国家的历史来看，平均通胀、通胀波动率的提高往往伴有实际利率的上行，即居民要求更高的风险溢价对未知的通胀波动进行补偿（图 2 和图 3）。

图 2： 平均通胀率走高带动实际利率上行



资料来源：华泰联合证券研究所

图 3： 平均通胀波动增加带动实际利率上行

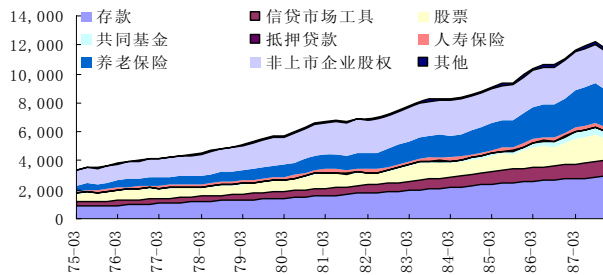


资料来源：华泰联合证券研究所

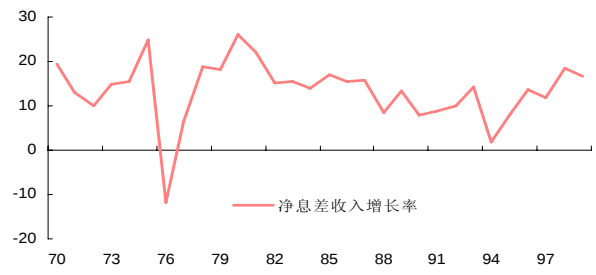
美国曾遭受高通胀的影响而倒逼利率市场化。70 年代美国经历了两位数的通胀，但由于银行法禁止对活期存款支付利息，其他存款利率存在央行规定的利率上限，这使得居民追求更高收益的动机增加，居民资产多元化的趋势明显。1980 年通过《存款机构放松管制和货币控制法》取消了 Q 条款对存款机构持有定期和储蓄存款的最高利率限制，并允许家庭和非盈利机构持有支付利息的支票存款账户等。为争夺存款来源，在 80 年代银行同业竞争更为激烈，为居民提供的收益率亦更高。从实际利率来看，80 年代前期持稳在 6% 的高位，与之对应的是银行净息差收入增长率从较高的 20% 出现了趋势性走低。

图 4： 70 年代后居民金融资产多元化加速

图 5： 80 年代后美国银行业净利差收入增长率下降



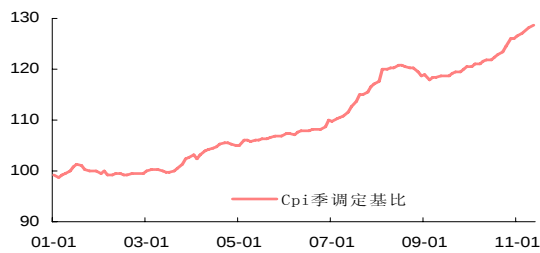
资料来源：CEIC,Bloomberg, 华泰联合证券研究所



资料来源：CEIC,Bloomberg, 华泰联合证券研究所

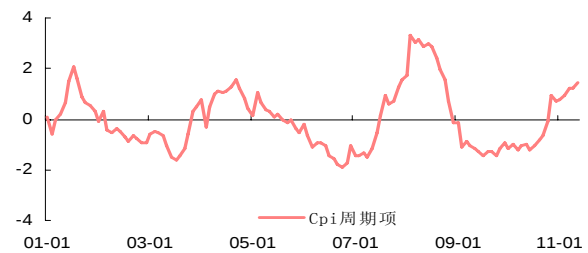
2000年后，中国的通胀系统性走升、周期性波动增加的现象变得更为明显。从长期因素来看，跨越“刘易斯拐点”带来劳动力成本上行的压力将增大，使得06年后的通胀斜率相比04—06期间变得更为陡峭。此外，我国加入WTO也加剧了通胀的周期性波动，原因在于：国内投资加速对大宗工业原材料需求增加，境内与全球经济、金融周期联系更为紧密，美元汇率波动、中国投资的周期性变动均增加了通胀的波动性；国际农产品如玉米、大豆等价格亦影响国内对商品价格的预期，猪肉、粮食生产的周期性波动亦使得通胀波动增加。

图6： 中国通胀系统性走高



资料来源：CEIC,Bloomberg, 华泰联合证券研究所

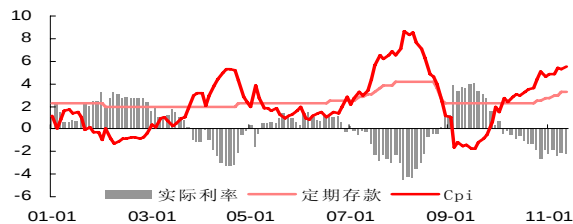
图7： 中国通胀周期波动性增强



资料来源：CEIC,Bloomberg, 华泰联合证券研究所

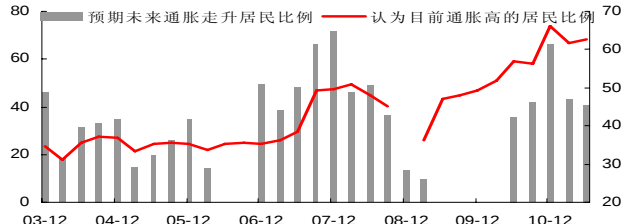
长期看，中国通胀的上行和周期性波动增加导致银行体系资金不稳定，将系统性推动实际利率走高。由于通胀的走高，中国负利率达到200个基点左右，堪比2008年。居民的通胀预期亦不稳定，央行调查显示，居民中认为未来通胀上行的占50%左右，而对目前通胀不满意的比例达到68%。在2007和2009年后，相比20%以上的高M2增幅，居民储蓄存款增速很低，两者差额最高达到12%左右，这暗含着居民存款的外流较为明显。

图8： 中国负利率情况依然严重



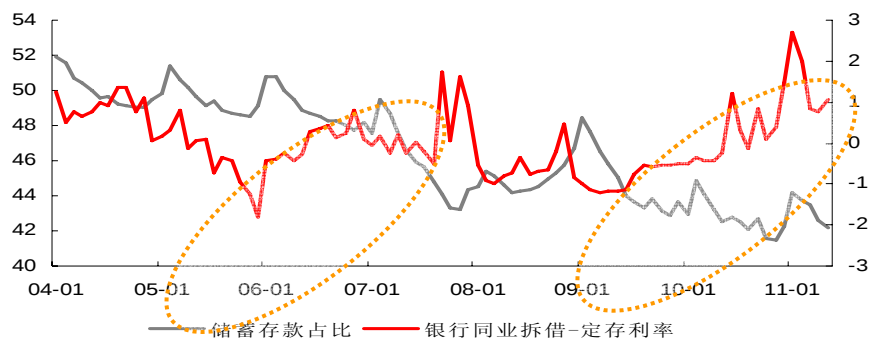
资料来源：CEIC,Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图9： 居民通胀预期仍高



资料来源：CEIC,Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 10： 负利率导致居民投资短期化，银行间市场利率上行

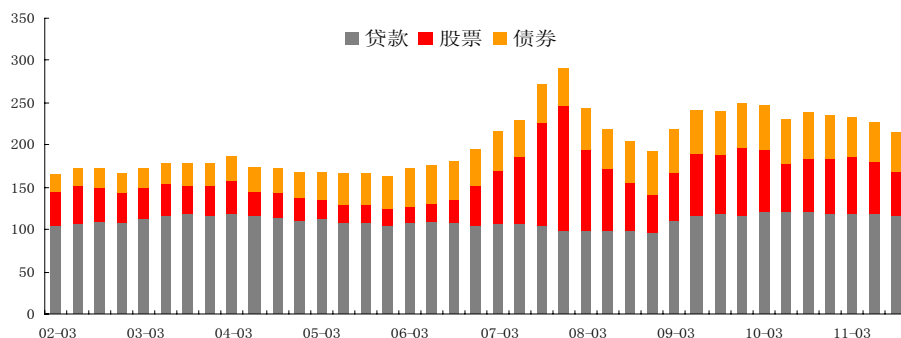


资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

直接融资市场发展空间巨大

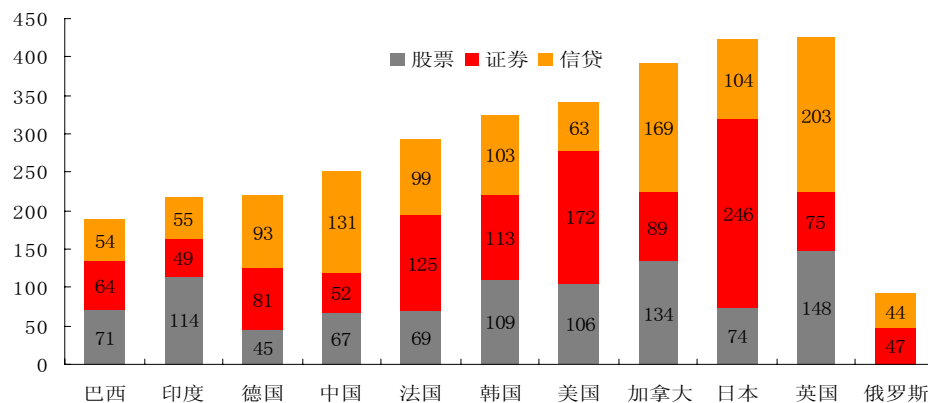
从历史和国际比较来看，目前中国直接融资市场的规模仍然偏低。中国债券、股票市值占 GDP 比例仅为 45%和 50%，而信贷占比则高达 120%。即使与巴西、印度、韩国等新兴市场国家相比，中国在直接融资市场发展都是滞后的。

图 11： 中国各类资产市值占 GDP(%)



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 12： 中国的直接融资工具市值占 GDP 比值偏低 (%)



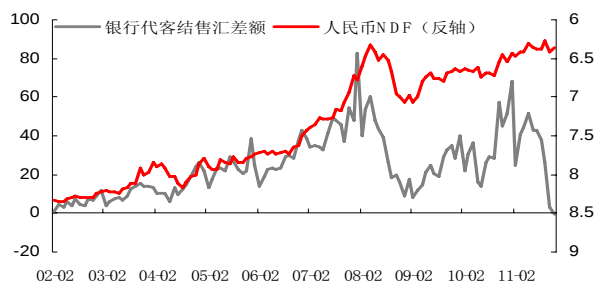
资料来源：IMF, 华泰联合证券研究所

未来银行信贷规模偏紧，直接融资市场扩大的重要性更加明显。受到汇率双向波动和利率市场化的影响，商业银行可得的稳定资金来源将越加缺乏，这会迫使银行的信贷无法大规模扩张（这一点我们在后面会详细论述）。从这一点上来看，未来银行信贷可能将不足以支撑社会融资需求，债券、股票和影子银行体系的重要性将更加突出。

人民币汇率或将逐步开始双向波动

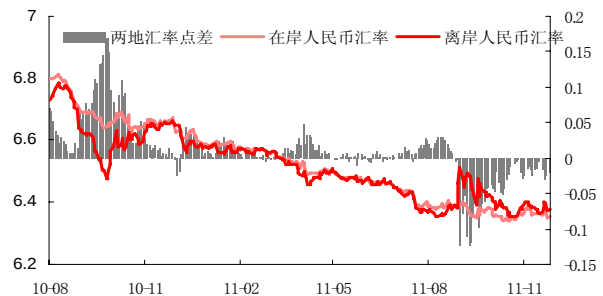
以 1 年期 NDF 与即期汇率差衡量的人民币升值预期已经大为弱化，离岸人民币汇率与在岸人民币汇率的点差自 2011 年底出现大幅度的负值，表明海外资金对人民币汇率也并非一味地看升值，未来汇率将可能呈现双向波动。

图 13： 人民币汇率变化引导外币存贷款波动



资料来源：华泰联合证券研究所

图 14： 人民币汇率升值预期大幅减弱（%）



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

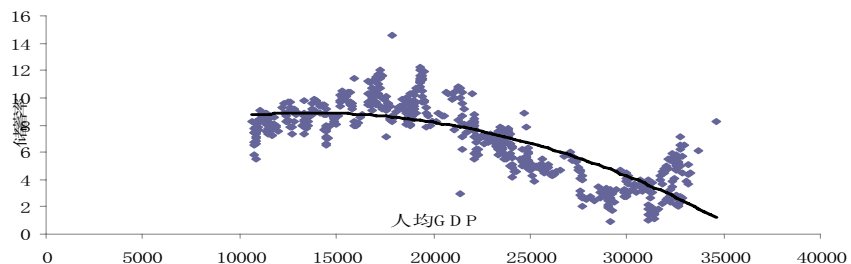
金融环境变化下的资产再配置

金融环境变化下，我们认为居民、企业和商业银行的资产配置行为会发生转变，这种资产再配置行为具有重要的经济含义。

居民储蓄率将系统性下降

居民人均收入提升会降低储蓄率。根据美国经验，居民储蓄率随人均收入上升一般呈“倒 U”曲线，在 1 万美元左右会出现向下拐点。以购买力平价测算，中国人均国民收入约为 6890 美元，为 1980 年美国的 63%，考虑到东西部收入差异的存在，东部高储蓄地区与美国的差距更小，意味着居民储蓄倾向将有所减弱。此外，政府在养老、医疗等领域的改革也会降低居民谨慎性储蓄意愿。

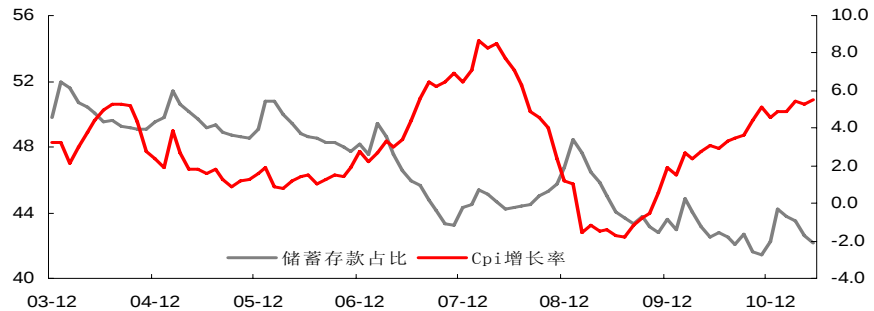
图 15： 美国人均收入与储蓄率呈现倒 U 形曲线（%）



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

负利率促使居民降低储蓄存款比例。结合中国的实际，我们认为通胀走高带来的“金融脱媒”已经发生，尽管基准存贷款利率尚未市场化，但居民的通胀预期变化使得银行体系资金变得不再稳定，金融创新亦加剧了这一过程。从图 15 中不难发现，2003 年后，随着通胀的周期性变化，中国居民的资产配置行为已经有所改变，居民的财富配置行为倒逼银行间市场利率系统性走高，而这一趋势或将延续和强化。这或与美国在 20 世纪 70 年代初面对石油危机引发的通胀波动和 80 年代实行金融创新废除“Q 条例”的背景相似。

图 16： 负利率导致居民个人储蓄存款比例下滑

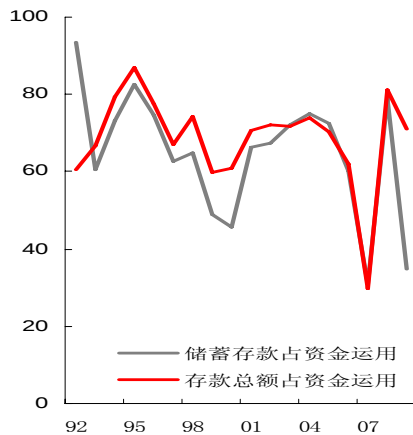


资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

居民可运用资金的配置将更加多元化，证券投资比重上升

从日、韩的经验来看，在利率市场化和直接融资市场快速发展的阶段，居民对低收益的存款配置会下降，在 90 年代后储蓄存款占资金运用的比例出现下降。

图 17： 居民部门资金运用情况（%）



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 18： 日本和韩国的储蓄存款占资金运用比下降（%）

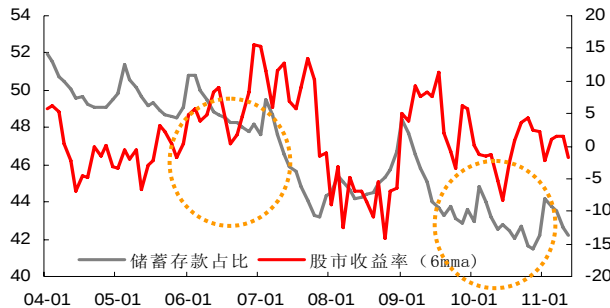


资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

投资可选集的扩大使得中国居民要求的风险调整后的资产收益率回报更高，资产配置正在多样化。居民在资产配置时通常遵循“适应性预期”，并会权衡流动性、收益性等因素而定。对于风险资产，第一，只有其价格出现一定上涨趋势后居民才会增加配置，如根据我们统计，股市上涨 3-6 个月后，居民才会入市，对于房地产市场亦是如此。这说明对于波动率高的资产需要有足够的“赚钱效应”，并产生“持有一升值”预期后，居民才会增加配置，而这正是 2010 年后的市场所缺乏的。第二，居民的资

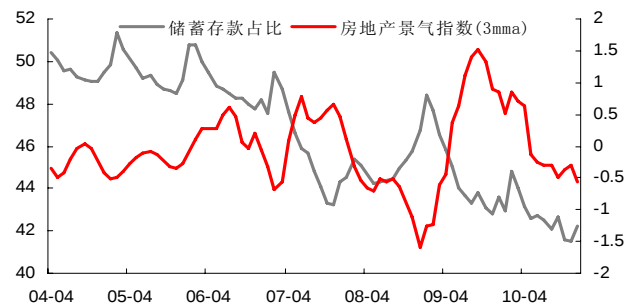
产配置亦受到行政管制约束，如政府的房地产限购政策降低了房地产市场的流动性和投资的可得性，从而扭曲了居民的有效配置。当市场不确定增加时，居民更倾向于投资短期资产，并通过展期替代定期存款投资。

图 19：居民储蓄存款与股市收益率变化



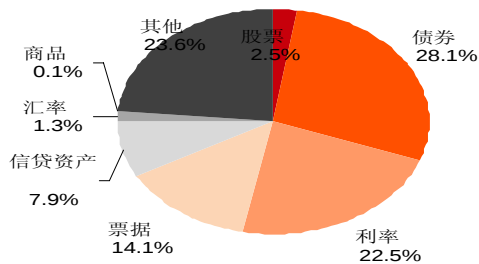
资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 20：居民储蓄存款与房地产市场变化



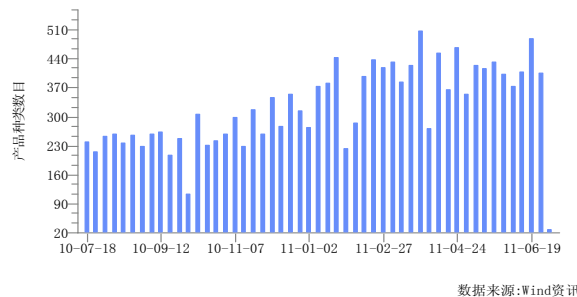
资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 21：金融脱媒引发银行理财产品多样化



资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 22：银行理财产品规模逐步提高



资料来源：CEIC, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

无论在风险资产上的配置比例如何，**金融创新带来的选择集的扩大使得居民储蓄存款占比的下降却是趋势性的**，这使得银行体系的资金来源波动增加，其对短期资金来源需求增加，资金成本亦出现一定上行。

商业银行的资产负债配置将发生变化

商业银行的资产负债表梳理。我们重构了商业银行（非存款性公司）的资产负债情况，将之拆解为海外净资产、同业净资产、央行调控被动持有流动性资产、发放贷款和对主动性证券投资。

图 23： 商业银行资产负债表的重构原则

栏目	具体内容
同业净资产	对其他存款性公司债权与对其他金融性公司债权、债务的净值、央行调控持有流动性资产使用了储备和对央行的借款差
海外净资产	持有的海外资产
央行调控被动持有的流动性资产	储备和对央行的借款差
贷款	人民银行发布的贷款量
可投资证券	商业银行对非金融性公司债权和其他居民部门债权加和、并加入持有央行债券，减去贷款总量，主要包括国债、央票和企业债等
存款	对非金融机构和住户存款总额
其他净负债	报表对应余额
资本	实收资本和债券发行加总
合计	合计

资料来源：华泰联合证券研究所

图 24： 商业银行资产负债表情况与占比（十亿人民币，%）

	资产					负债		
	海外净资产	同业净资产	央行	贷款	可投资证券	存款	资本	其他负债
2006/12	1601.82	1970.16	6673.35	22534.72	6857.58	32538.81	3897.38	930.99
	4.29	5.27	11.78	60.31	18.35	87.08	10.43	2.49
2007/12	1387.30	1087.99	9235.51	26169.09	9161.41	37290.51	5198.94	1650.71

	3.14	2.46	14.35	59.29	20.76	84.48	11.78	3.74
2008/12	1715.97	2358.16	11950.77	30339.46	9508.75	44725.35	6408.64	1718.89
	3.25	4.46	16.90	57.40	17.99	84.62	12.13	3.25
2009/12	1396.03	1877.07	13742.00	39968.48	13035.23	56711.41	7509.56	2012.42
	2.11	2.83	15.03	60.34	19.68	85.62	11.34	3.04
2010/12	1134.54	5418.47	13120.60	47919.55	12617.26	68485.78	8561.20	3163.45
	1.41	6.76	16.36	59.74	15.73	84.88	10.91	4.21
2011/6	1369.12	8647.79	15289.69	51402.55	12115.43	75396.77	9690.05	3737.76
	1.54	9.74	17.21	57.87	13.64	84.88	10.91	4.21

资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

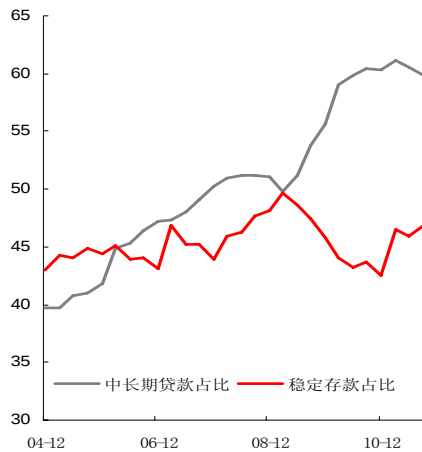
资金来源决定了流动性投放规模，而资金使用则反映了商业银行资产配置行为。资金来源部分，资本充足率要求、储蓄存款等构成了资金来源约束；资金使用部分，除央行调控所被动持有的准备金外，商业银行在权衡风险、收益和资本约束条件下在海外资产、同业资产、贷款和证券投资方面配置亦决定了贷款规模。其中稳定存款是源，而商业银行的在同业资产、证券投资等领域的资产配置，央行流动性释放减少的准备金是“流”。

我们在此框架基础上得到如下几个观察结论：

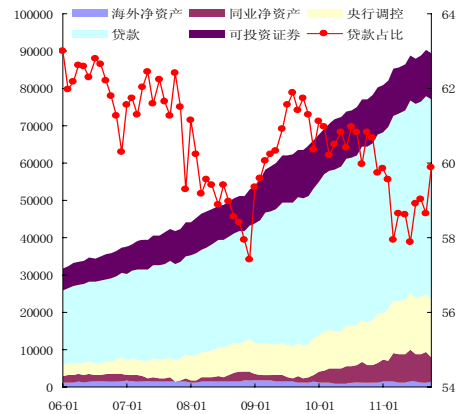
- 海外资产占比回落，从 2006 年的 4.3% 回落到目前 1.5% 左右。
- 持有其他金融性公司的净资产占比提高，其中主要是保险、信托、财务公司等，从 2006 年的 5.3% 上升到目前的 9.7%，攀升了 4% 还多。
- 贷款占比，除在为 09 年 4 万亿财政刺激计划的提供配套贷款这一时点大幅反弹外，基本呈现小幅下降趋势，高点不太会超过 60%。
- 央行调控使得商业银行被动持有的准备金占比一直处于高位，大多在 15% 以上。
- 存款占所有负债比例出现一定趋势性下降，从 2006 年的 87% 下降了 2%。
- 无论是商业银行的整体、还是主要上市银行的存贷比均处于相对高位。

图 25： 商业银行中长期贷款占比偏高（%）

图 26： 商业银行资产负债表重构（%）

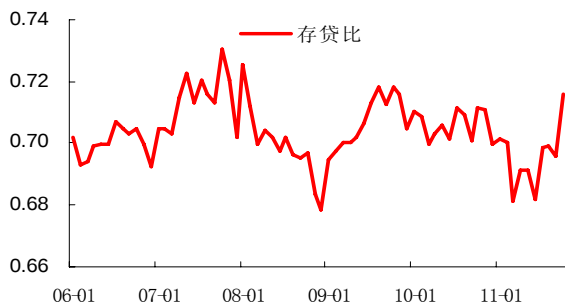


资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所



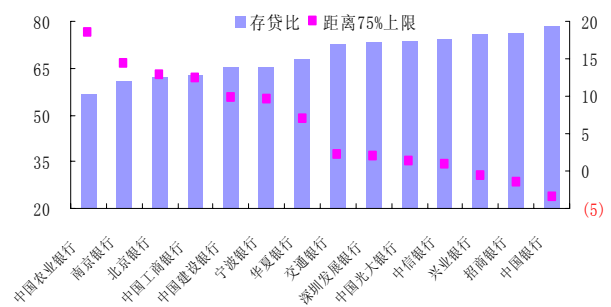
资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

图 27: 商业银行整体存贷比情况 (%)



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

图 28: 上市银行存贷比情况 (%)

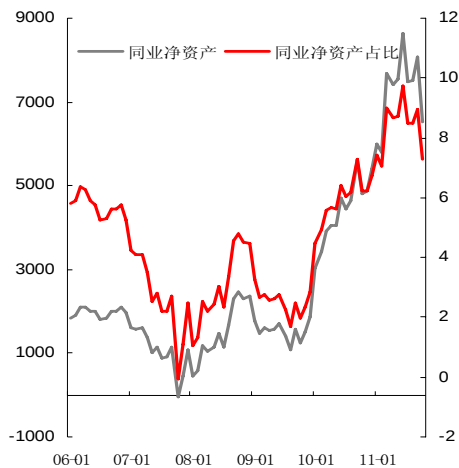


资料来源: 上市公司资料, 华泰联合证券研究所

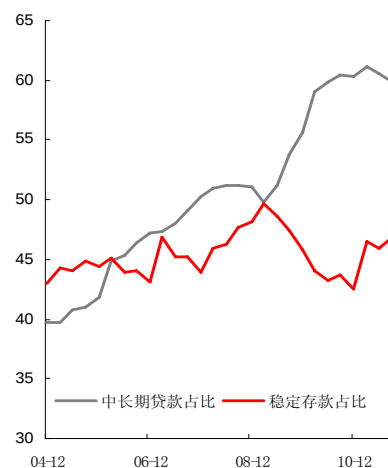
商业银行受困于“久期失衡”。所谓“久期失衡”困境，是指商业银行资产、负债期限出现较为严重不匹配，中国的银行业受“金融脱媒”的影响，正受困于“久期失衡”。目前，银行的稳定存款仅占资金来源比仅为 45%左右，而同时 4 万亿财政刺激后银行资产存在“信贷固化”，中长期贷款余额占比已大幅上升至 60%，与稳定资金来源的裂口在 10 年后不断扩大。

图 29: 商业银行对其他金融机构资产占比提高 (%)

图 30: 商业银行中长期贷款占比偏高 (%)



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

商业银行将削减中长期贷款的规模

“久期失衡”的压力降导致银行存在主动削减中长期贷款的意愿。同时随着企业盈利的下滑导致实体部门对中长期贷款需求下降,以及 75%存贷比考核要求也将导致银行面临被迫削减中长期贷款规模的压力。

地方债和城投债的隐性风险也将促使银行谨慎放贷。2012 年地方融资平台、地方债和城投债进入了集中还债高峰。根据审计署和债券市场的数据统计,在 2012 年最高的债务到期金额为 2.55 万亿、2013 年为 1.74 万亿,仅是考虑到期的城投和地方债券的本息支付在 2012、2013 年也将达到 7116 和 5254 亿人民币。在经济下滑、土地财政难以维系的情况下,商业银行可能会面临贷款展期的再融资、坏账损失增加被迫冲销资本金的压力,这势必会对于贷款发放形成约束。

表格 1: 2012 年及以后的有关地方债务到期量测算 (亿人民币)

	地方政府债 到期面值	城投债 到期面值	地方融资平 台	地方债利息 负担	城投债 利息负担	总到期面值	总利息负担	总债务负担
2012.	6000.00	162.00	18402.48	500.99	453.58	24564.48	954.56	25519.04
2013.	4152.00	262.00	12194.94	393.15	447.82	16608.94	840.98	17449.92
2014.	2977.50	651.00	9941.39	286.99	433.94	13569.89	720.93	14290.82
2015.	1848.00	566.00	8012.26	172.81	406.41	10426.26	579.22	11005.48
2016 及以后	3022.50	5962.20	32377.35	118.53	1045.37	41362.05	1163.90	42525.95

资料来源：审计署, Wind, 华泰联合证券研究所

商业银行将会提高票据融资和债券投资规模

“金融脱媒”和利率市场化将促使银行加强流动性管理。“久期失衡”的压力促使银行需要寻找替代存款的资金来源,只能发行半年以内流动性较好的理财产品,与之匹配需要投资于同业资产和相关国债、利率类资产。从利率市场化趋势来看,虽然央行

存款依然是管制利率，但随着通胀中枢走高使得商业银行与其他金融部门、非金融企业等部门等在存量资金获取方面存在竞争性，因此当居民储蓄存款下降，银行间市场的流动性紧张时，商业银行被迫发行收益率较高的产品以获得短期资金，并配置在流动性较好的部分短期资产上。

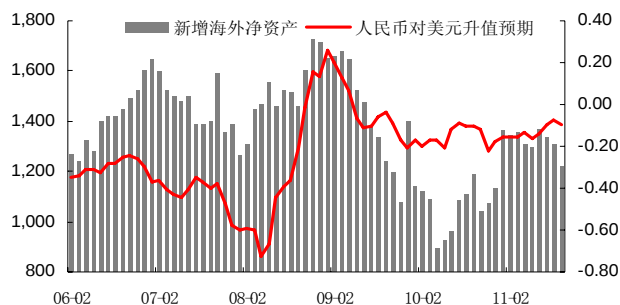
短期票据融资和银行间债券投资的规模将有所提高。“久期失衡”的压力将让商业银行更加关注流动性管理，同时受制于存贷比考核要求，未来短期票据融资和债券投资占银行资产规模比重将会上升。

商业银行和居民持有海外资产比重将会上升

汇率波动模式影响商业银行和居民对海外资产的需求。自 2005 年人民币单边以来，商业银行主动将外币资产头寸从最高 4.3% 削减到目前的 1.5%。居民、企业等私人部门的外币资产占比从 10% 大幅下降到 2%。人民币汇率波动对于私人主体持汇意愿仍有较大影响，当贬值预期增强时，外汇存款会有较大幅度的增加，反之亦然。

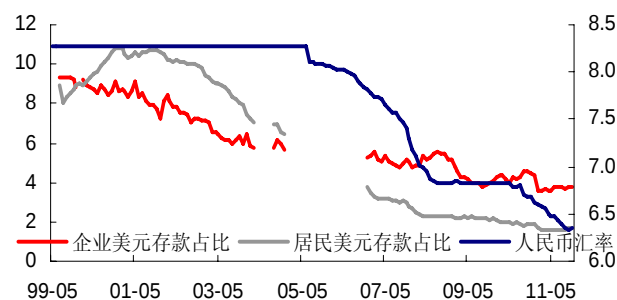
随着人民币升值预期减弱，汇率波动机制改革将提升海外资产比重。以 1 年期 NDF 与即期汇率差衡量的人民币升值预期已经大为弱化，考虑中国贸易平衡将加速（顺差回落到 2% 以内），企业海外投资意愿增加，未来私人主体对美元的需求将会增加，商业银行持有海外净资产的比例亦会从当前低点趋势性上升。

图 31： 商业银行海外净资产持有变化情况



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 32： 2000 年后企业和居民外币存款大幅减少



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

对货币增速的影响——国际比较

金融环境制度性转变的背景下，居民、企业和商业银行的资产配置行为正将发生明显的变化。我们认为这种变化对货币增速的影响是持久而深远的，尤其将压制货币乘数的反弹。实际上，金融环境变化促使社会范围的资产再配置，进而影响货币增速过程也曾发生在日本和韩国。下面我们首先介绍日、韩两国的经验，再结合中国的情况进行说明。

日本在 90 年代房地产、股票市场的泡沫破裂后，日本的商业银行耗费了大量时间修复信贷、证券泡沫破裂后资产负债表，由于冲销坏账，引发贷款能力不足，当时的银行被戏称为“僵尸银行”(zombie bank)，在整个 90 年代后国内广义货币增速(M2+CD)始终难以回升。

韩国主要的特点在于经济增速较为稳定，但广义货币增速中枢下移明显。除东南亚金融危机这段时期外，韩国在 90 年代、21 世纪初的 GDP 平均增速均在 5% 左右，但 M2 增速从 90 年代的均值 20% 大幅回落到 2000 年后的平均 8% 左右的低位。

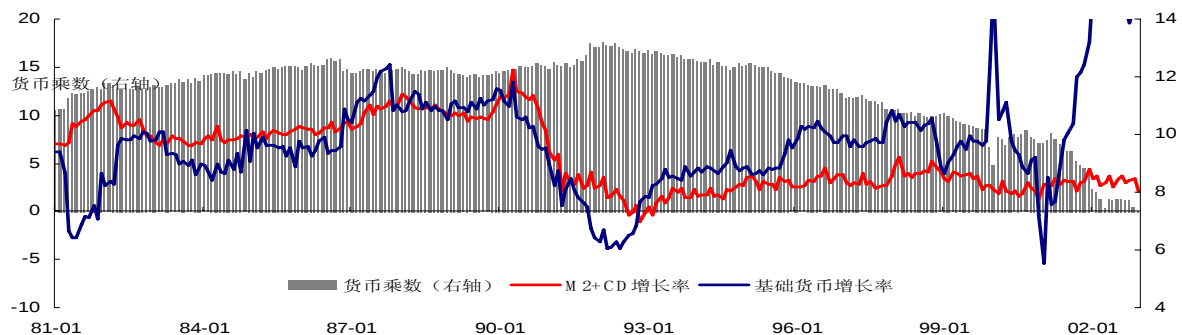
不过，我们认为日本的情况相对极端，猜想未来中国更可能与韩国的变化过程相似。

日本——泡沫化后的银行“去杠杆化”

我们较为简单地回顾日本在 90 年代后的货币增长情况，造成货币乘数大幅下降的原因主要低利率、金融不稳定性和银行准备金变动三个方面，具体而言如下：

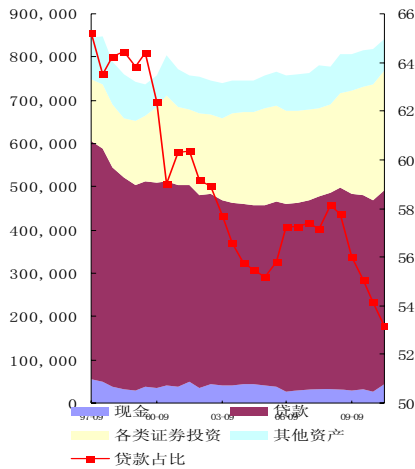
- **低利率降低存款回流速度。**日本央行在 1991 年开始宽松货币政策，贴现率不断下调，非银行部门持有现金成本下降，导致存款回流能力减弱，其中定期存款比例大幅下滑，而现金/存款比例出现攀升。在整个时间段里，家庭部门对现金率的贡献度达到了 54.8%，企业达到了 21%。
- **金融体系的不稳定性降低银行信贷能力。**日本经济泡沫破裂后，商业银行的不良债权的增加，伴随着个人、企业倾向于持有安全和流动性好的资产，商业银行出于资产负债管理需求，对中长期贷款发放也比较谨慎。从图 3 中也得到印证，日本商业银行的资产构成中贷款占总资产比例不断下滑，从 60% 下滑到 54% 左右，而证券持有比例不断上升。
- **商业银行倾向于持有更多超额准备金。**低利率导致银行发放贷款带来的收入有限，加之清理不良债权、股票下跌等造成的权益缩水影响，尽管日本央行为商业银行注入了大量基础货币，但大多转化为超额准备金，也抑制了货币乘数的回升。这与 08 年“次贷危机”美国的案例也是类似的。
- **海外投资扩张会降低国内货币乘数。**图 6 中日本的净海外投资头寸在 90 年代后大幅上升，占 GDP 比例从 10% 连续攀升至目前的 56%。同时政府部门的净海外头寸上升远低于整体变化，这意味着金融、企业和私人部门的海外净投资增速更快。对非金融机构，国内低利率意味着海外资产的回报更为可观，增加的外币资产配置使得存款数量减少，这制约了贷款发放；对于金融机构，由于低利率，“融资套息交易”成为 2000 年后的主流操作，金融机构本身对于低收益的贷款兴趣索然，以上均是货币乘数大幅下滑的原因。

图 33： 日本货币增长率与货币乘数变化



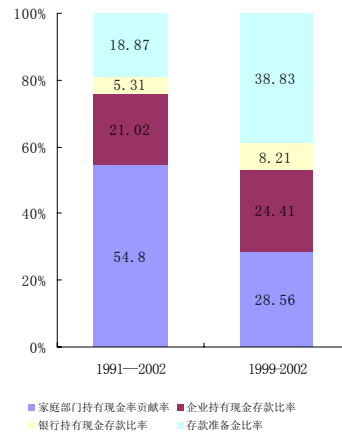
资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 34： 日本商业银行的资产组成情况



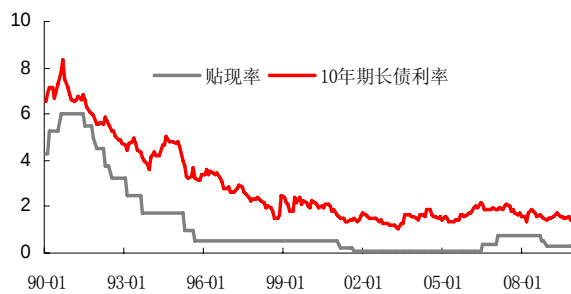
资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 35： 各经济主体对于货币乘数的影响分解（%）



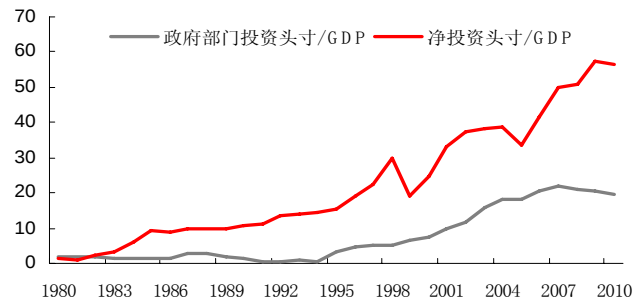
资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 36： 日本央行利率变化情况



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 37： 日本的净国际投资头寸大幅上升



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

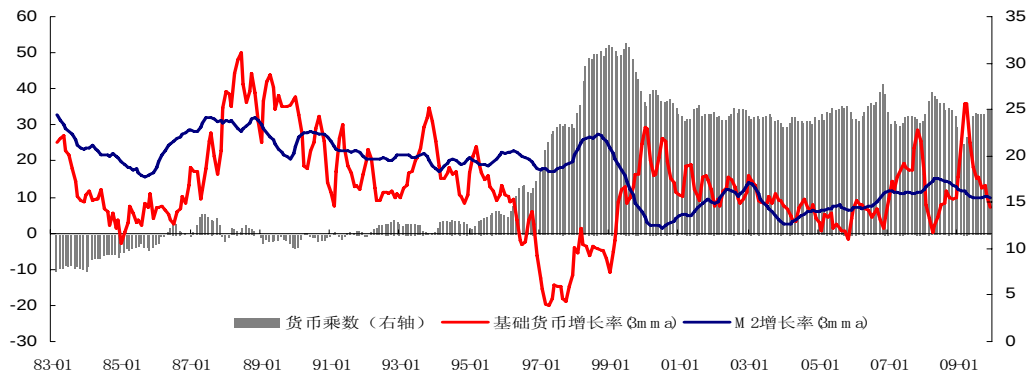
日本的经验对当前的中国具有一定借鉴意义，不过我们认为当时的日本经济情况较为特殊，与目前的中国存在根本不同：

第一，在于国内经济增长、通胀情况的差异，中国经济增长仍有动力，维持 8% 以上经济增速依然是市场的一致预期，通胀下行缓慢使得利率不可能出现日本的零利率局面，因而存款无序外流的概率不大；**第二，中国银行业的经营依然较为稳健**，出现日本 90 年代“金融大崩溃”可能性甚微。**第三，尽管资本项目开放将成为趋势，但本外币替换将是渐进的**，因而“套息交易”不会在中国出现。

韩国——金融竞争中的银行“去杠杆化”

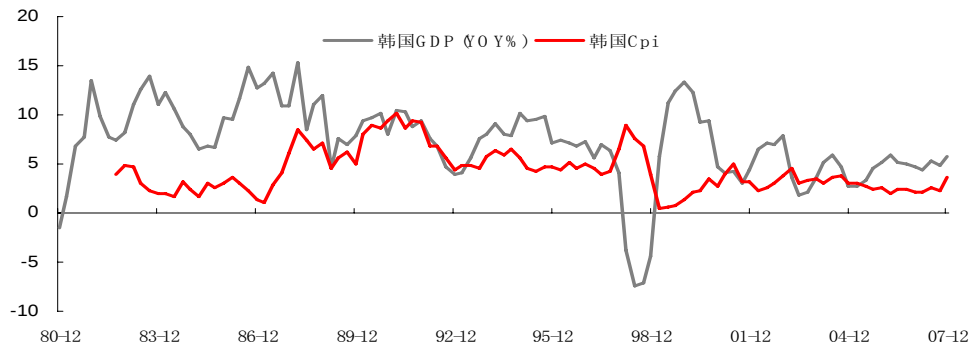
审视韩国的货币增长数据，在 2000 年后出现了系统性回落，M2 增速从 90 年代的均值 20% 大幅回落到 2000 年后平均 8% 左右的低位，但是与之相伴，我们没有发现韩国经济增长在同期出现问题，两段时间中平均经济增速均在 5% 左右。这意味着韩国的企业运作良好，融资环境亦较为顺畅，这反映在货币乘数相对稳定，只出现小幅周期性波动，在货币需求没有出现日本式的问题，那么我们猜测货币增速中枢下移原因更多是来自制度性变化。

图 38: 韩国货币增长率与货币乘数变化



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

图 39: 韩国经济在 2000 年后未见明显回落



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

我们猜测的导致货币增速中枢下移的较为重要因素如下:

(1) 债券、股票等直接融资市场的发展, 降低了企业对银行贷款需求, 使得派生存款下降; (2) 韩元升值导致私人部门海外资产配置储蓄上升; (3) 商业银行的资产配置效应会影响货币创造。

直接融资市场发展, 在支持经济增长同时, 降低了货币创造能力

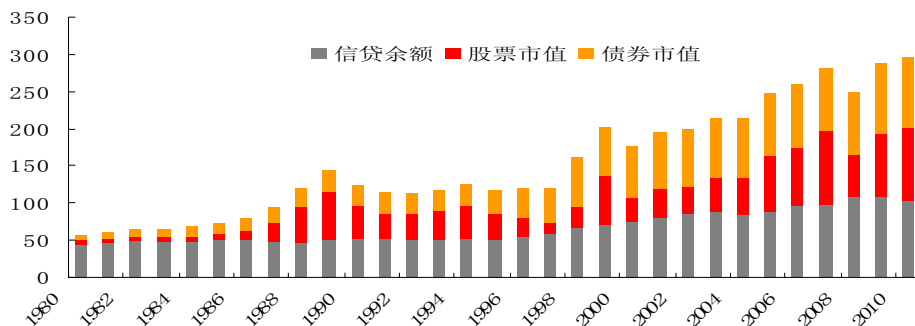
我们另一个猜测是 98 年亚洲金融危机后的直接投资, 尤其是债券、股票市场等直接融资渠道的发展, 在一定程度上会取代间接融资的银行信用, 由此造成银行的派生贷款能力有所下降, 由于直接融资的资金链较短, 也会降低货币增长率。

从数据来看可以部分印证我们看法, 各类金融工具使用看债券、股票占 GDP 比例大幅上升, 前者占比从 1997 年的 45%, 大幅上升至目前 95%, 后者则达到平均 80% 左右, 相反贷款占比上升则是小幅和渐进的。

我们认为这种直接融资增加对于货币增长率下降的影响既是趋势性的、也是周期性的。从趋势来看, 影响在于两个方面: 第一是对于有派生存款能力的商业银行而言, 一方面传统存款会分流配置在债券、股票资产, 另一方面, 企业融资也不单纯依赖银

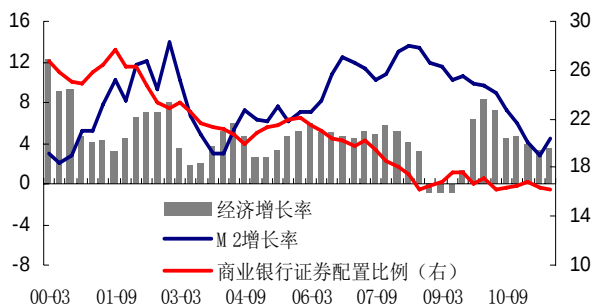
行贷款，因而货币乘数和存款派生能力都有下降；第二，根据图 11 对于整体金融机构而言，在资产组成中贷款占比出现了明显下降；从周期角度来看，在图 10 中，我们发现商业银行在经济周期变化中的证券配置比例与货币增速出现较为明显的负向关系，即前者占比的上升，带来 M2 增速的明显回落，反之亦然。

图 40： 韩国金融工具占 GDP 比例（%）



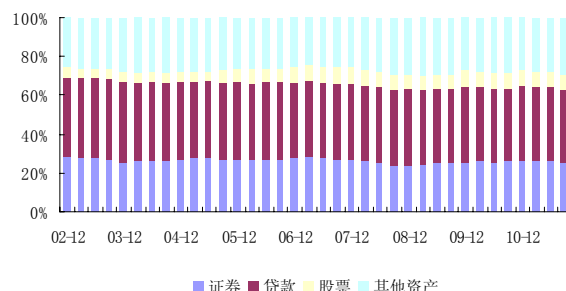
资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 41： 商业银行对于证券的配置影响货币增长率



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 42： 韩国金融机构的资产组成（%）



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

韩国汇率改革、资本项目开放，私人部门海外投资增加，降低国内货币增速

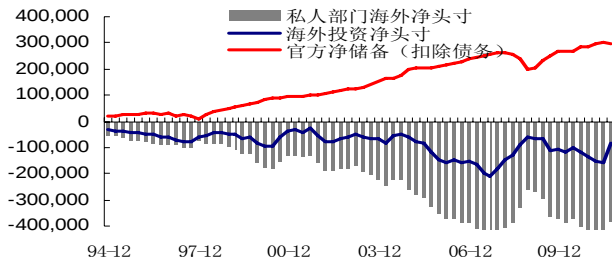
在 2000 年后，遵循“华盛顿共识”后，韩国政府推行了较为彻底的金融自由化改革，放宽了外汇管制、推进金融市场开放，在此期间韩元出现了较为明显的升值、但央行未作过多的外汇市场干预、私人主体对外投资开放限制也不断放宽，这均成为影响货币增速下降的重要因素。

一方面，从汇率制度来看，在图 13 中我们发现韩元在 2002 年后出现了趋势性升值，但是外汇储备的环比增速却没有大幅上升，这显示韩国央行减少了外汇市场的干预，另一方面，从海外投资来看，资本项目开放使得私人主体海外的净负债迅速累积，并不断扩大。

弹性更强的汇率安排、私人主体的海外投资增加会使得本币货币投放出现较为明显的下降。主要的影响渠道如下：第一，浮动汇率减少了央行为维持本币稳定被动进行的储备累积，此时贸易顺差扩大也不会带来基础货币增加；第二，私人部门对外币需求

增加，一方面使得本币存款减少，降低商业银行贷款发放能力，另一方面，在海外经济强于国内经济时，企业部门对外投资意愿增加，使得外币贷款会比本币贷款的需求更为旺盛，由此进一步降低货币派生能力。

图 43： 2000 年后韩国私人部门海外投资大幅度增加



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 44： 韩元在 2000 年升值后未见储备大幅增加



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

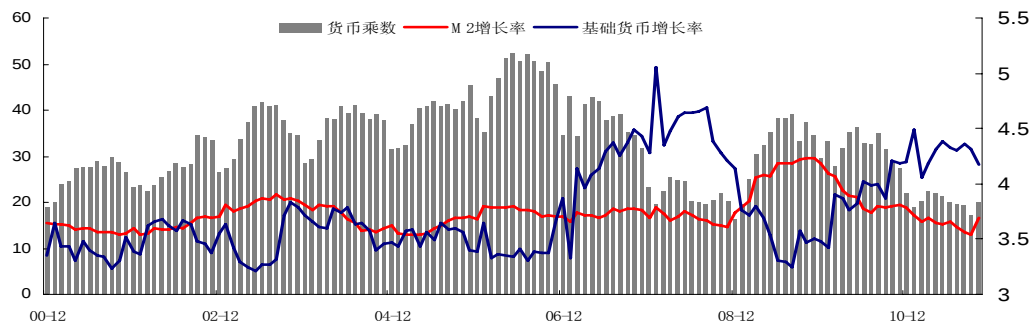
与日本不同，我们认为韩国的经验对中国更具借鉴意义。亚洲金融危机后，韩国汇率、利率环境，金融市场发展趋势与中国更为相似。随着市场竞争加剧、金融管制的加强，中国金融业“去杠杆化”也会更加明显，货币增速亦会保持长期低速增长。

对货币增速的影响——中国

从日、韩两国的经验来看，货币乘数系统性下降原因有所不同，前者由于企业盈利大幅下降、私人主体投资意愿不足、商业银行为应对金融风险、消化资产价格泡沫囤积现金、“惜贷”意愿很强；后者则更多在于制度性变化，尤其是直接融资增加、资本项目开放带来银行中介职能弱化。

观察中国数据，货币乘数对于 M2 增长率影响很大，考虑目前经济中周期、结构性问题，我们认为货币乘数难以迅速回升，因此货币增速依然维持偏低水平。

图 45： 中国货币增长率与货币乘数变化



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

中长期结构性因素将促使中国货币增速下降

(1) 商业银行削减中长期贷款增加债券投资的资产再配置行为将促使货币更多流入金融市场，这会弱化存款回流银行系统的速度。

(2) 直接融资增加意味着商业信用对银行信用的替代，企业在债券、股票市场融资便利性会降低贷款创造。随着居民投资可选集扩大，居民储蓄率系统性下降同样会影响存款回流银行的速度。

(3) 汇率双向波动改革和资本项目开放后，私人主体对外币存款的配置有望增加，会对商业银行的资产端产生较大影响。第一，以外汇占款形式的基础货币投放将大为减少，也降低了商业银行稳定存款可得性，同时使其面临一定存贷比考核压力；第二，汇率波动增加时，非银行部门、金融机构的海外资产配置均会增加，也会减少人民币可贷资金量，这对于人民币贷款的派生也较为不利。

2012 年，短期性因素抑制货币乘数回升

短期看，储蓄意愿、经济活跃度上升对于货币乘数的阶段性恢复将比央行的基础货币创造更为重要。我们认为央行基础货币创造只是“源”，私人部门在商业银行的存款增量提供、经济活跃度变化企业的贷款供、求引发的货币乘数回升才是推动货币供应量回升的“流”。一方面，商业银行贷款意愿会影响其对于企业、家庭部门提供银行信用的数量；另一方面，从货币需求看，只有企业、个人在资金运用的流转快速，将存款回流银行，后者通过再贷款的方式才会完成信用创造。此外经济下行时对银行资产质量形成的压力，如“影子银行”体系的流动性出现枯竭，地方融资平台债务违约，这均会引发商业银行坏账增加，这一风险在 2012 年不能忽视。

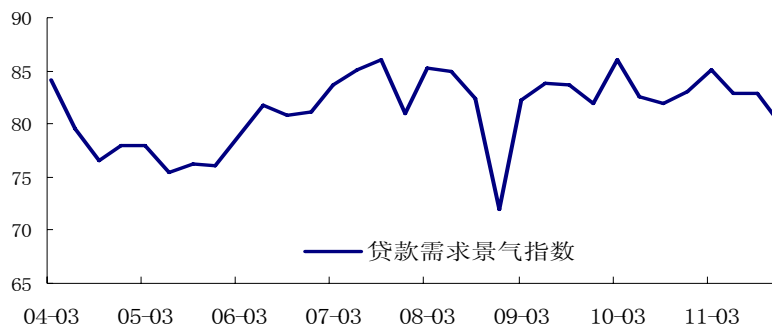
在 2012 年，我们认为货币乘数处于低位的原因主要如下：**美元汇率变化和由此引发的外汇占款下降**，这不仅影响基础货币，亦影响银行的存贷比，私人主体对海外资产需求增加，降低人民币存款增速；**在盈利下滑后企业生产活动不活跃，贷款需求减弱**，这使得流动性改善，企业将首先补充营运资本，但增加资本支出动力不足；**银行主动性信贷投放意愿亦有限**，在 2012 年商业银行需平滑地方债务到再融资、防范房价下滑风险带来信贷违约风险，并需要逐步纠正资产、负债的“久期失衡”的问题，这均制约商业银行信贷创造能力，这些大多在我们报告一中均已有提及。

在此，我们主要想强调实体经济中企业经营活动、房地产市场调整对于货币创造的影响。在 12 月央行公布的央行银行家调查显示，银行贷款需求指数仅为 79.9%，已经相比上季出现明显下行，降幅达到 3 个百分点。我们亦构建如下指标来对此进行印证。

第一，在以新订单与产成品库存的 PMI 指数构建的反映企业生产活跃程度的指标来看，其相对货币乘数具有一定领先性，这因为当需求和生产活跃时，企业部门增加贷款补充营运资本和进行长期投资的愿望会有所增强，从而提高货币派生能力。第二，我们认为房地产销售对于货币乘数回升较为重要。当地产销售回暖时，一方面会引致居民抵押贷款需求增加，另一方面，地产企业的投资行为加快，会派生对上下游产业链的需求，整个货币创造便会加速。从目前来看，由于企业依然处于去库存的阶段、加之未来地产销售的不景气，我们对于货币乘数的回升相当谨慎。

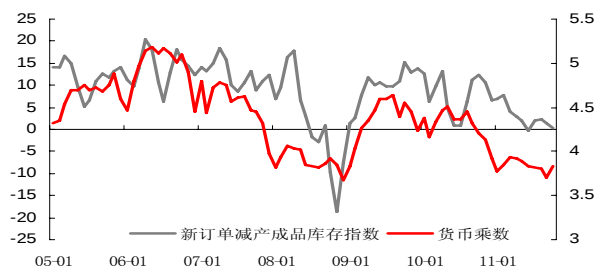
基于以上判断，我们认为 2012 年中国的货币乘数会出现系统性下降，伴随着外汇占款数量出现回落、银行可贷资金规模下降，我们进一步调低对 2012 年整体流动性的预期，市场流动性的改善时点需要观察实体经济的活跃度变化。

图 46： 企业贷款需求景气下行



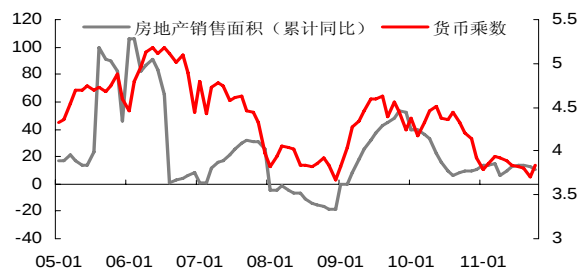
资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 47： PMI 指数显示货币乘数回升缓慢



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 48： 房地产销售回升是货币乘数扩大的领先指标



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。