

由极度紧缩走向适度宽松

—2012 年中国宏观流动性报告

内容摘要:

- 目前,在我国现实中衡量流动性的指标主要有两大类:货币供应量和社会融资总量。本报告主要以货币供应量为宏观流动性的分析焦点,阐述各层次流动性的形成原理,并对于各层次流动性在 2012 年的变化进行前瞻性预测和判断。
- 基础货币由货币发行、金融机构存款以及非金融机构存款三个项目构成,而影响基础货币变动的主要工具与渠道是公开市场操作、财政性存款存放吞吐以及外汇占款吞吐。
 - 根据对影响外汇占款的因素进行分析,预计 2012 年我国外汇占款总量比去年将有所降低,全年在 1.8 万亿左右,其结构上呈前低后高的态势;
 - 根据财政收支模型分析,2012 年财政性存款的总规模变化与 2011 年相仿,宏观意义上体现为赤字 7000 亿元附近,从节奏来看,依然表现为上半年财政性存款回笼、下半年财政性存款投放,其对于基础货币增量所形成的影响表现为前紧后松;
 - 按照 14% 的广义货币供应量目标位置来看,2012 年全年法定存款准备金率的下调次数应该保持在四次左右,一季度已调整 1 次,预计二季度调整 2 次,三季度调整 1 次;
 - 进入 2012 年后,中央银行的总冲销比重有望进一步回落到 40-50% 区间内。2012 年中央银行公开市场操作的变化特征主要体现为:1、公开市场净效应体现为注入流动性功能;2、公开市场工具的使用将产生分化;3、中央银行的公开市场操作工具面临再度创新的挑战;
- 由高能基础货币派生扩张为货币供应的过程中,中央银行、商业银行、居民以及企业四部门通过法定存款准备金率、存贷比、资本约束、信贷供应以及需求等手段参与其中,决定了货币派生的速度与效果,最终形成了货币乘数的概念。
 - 2012 年我国 M2 增速、一般性存款增速以及贷款余额同比增速将在低位盘整,下半年逐步回升,今年流动性整体将从去年的极度紧缩走向适度宽松。其中具有代表意义的广义货币供应量 M2 同比增速年底将达到 14.3% 左右;
 - 从广义流动性指标的结构上看,商业银行的负债结构与资产结构将在 2012 年呈现出如下一些变化特征:1、居民存款占比将会拐头上升;2、存款结构趋于定期化,2012 年底银行业活期存款占比将下降 2.4%;3、贷款利率预计下降幅度为 80BP 左右;4、政策性金融债将成为商业银行投资结构中侧重点,企业债和高收益债将成为未来两年银行保证收益的投资方向;5、预计 2012 年银行体系的资产配置重点将是个人消费贷款领域;
- 通过对于 2002 年以来的历史数据深入研究,对于 2012 年的社会融资总量特征进行了预测判断。
 - 根据长期以来我国社会融资总量与 GDP 增长的稳定性关系,我们认为 2012 年社融总量应该在 13 万亿上下,与 2011 年基本持平;
 - 间接融资将仍然是决定 2012 年融资规模的主要因素,我们认为包括表内表外的间接融资占比将维持在 83-90% 左右;
 - 直接融资将受到鼓励,我们预期直接融资的占比稳定增长,全年维持在 17%;
- 2011 年以来,中央银行一直在进行广义货币供应量概念的拓展。住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款已经纳入到广义货币供应量口径统计中。而伴随委托存款、银行理财资金、外汇存款、地方财政性存款等指标的纳入,货币供应量口径有望更为丰富化、广义化。

证券分析师

倪军 A0230511100002
nijun@swsresearch.com
 孟祥娟 A0230511090004
mengxi@swsresearch.com
 刘莹 A0230511040077
liuying@swsresearch.com

研究支持

董德志
dongdz@swsresearch.com
 徐有俊
xuyj@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮
zhongjin@swsresearch.com
 021-23297484

地址:上海市南京东路 99 号
 电话:(8621)23297818
 上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

目 录

1. 我国货币流动性的分布及分类.....	3
1.1 我国流动性分布格局.....	3
1.1.1 宏观流动性分类指标一览.....	3
1.1.2 流动性的层次.....	4
1.2 流动性在各参与主体之间的传导与作用机理.....	6
1.3 未来我国宏观流动性内涵的变革方向.....	8
2. 货币流动性源头：基础货币.....	9
2.1 基础货币概览.....	9
2.1.1 基础货币的构成.....	9
2.1.2 基础货币增减变化的实现渠道.....	11
2.1.3 中央银行货币政策工具对基础货币的操作与对冲.....	13
2.1.4 基础货币的内核—超额存款准备金.....	15
2.1.5 中央银行调节基础货币流动性的中介指标—总冲销比率.....	16
2.2 外汇占款影响基础货币的逻辑与途径.....	17
2.2.1 外汇资金跨境流动.....	17
2.2.2 外汇占款形成和分类.....	18
2.2.3 外汇占款与基础货币关系.....	21
2.2.4 影响外汇占款因素一览.....	22
2.2.5 对 2012 年外汇占款驱动力因素的分析.....	22
2.2.6 对 2012 年外汇占款的预测.....	27
2.3 财政存款影响基础货币的逻辑.....	28
2.3.1 两种财政存款的比较.....	28
2.3.2 财政存款影响基础货币的逻辑.....	29
2.3.3 财政存款影响 M2 的逻辑.....	33
2.3.4 对 2012 年财政性存款的预测.....	35
2.4 公开市场影响基础货币的逻辑与渠道.....	40
2.4.1 我国公开市场操作的历史变迁.....	40
2.4.2 对 2012 年我国公开市场操作的前瞻预测.....	41
3. 货币流动性的派生与扩张.....	44
3.1 广义货币供应量的构成.....	44
3.2 流动性派生的逻辑框架.....	44
3.3 真实的货币创造过程—货币乘数影响因子.....	45
3.3.1 传统的货币乘数理论与中国的现实差距较大.....	45
3.3.2 现实的情况如何？—对资产负债表的梳理.....	46
3.3.3 货币派生能力与银行投资结构相关.....	47
3.3.4 基础货币向广义货币的派生过程一览.....	47
3.4 针对于货币乘数的微观行为博弈.....	51
3.4.1 通过调整投资结构来应对准备金率的调整，并进而影响货币扩张能力.....	51
3.4.2 银行通过挤压证券保证金存款获得货币扩张能力.....	53
3.4.3 监管分辨率提升将弱化银行对货币乘数的微观调节能力.....	53
3.4.4 监管政策对各类型银行的影响不尽相同.....	54
3.5 商业银行资金来源的分析与预测.....	55

3.5.1 存款的派生过程和逻辑	56
3.5.2 影响存款的主要因素	57
3.5.3 2012 年存款增量的预测	59
3.5.4 对于 2012 年银行业资金来源结构的分析	60
3.6 商业银行资金运用的分析与预测	61
3.6.1 商业银行的监管约束变化	61
3.6.2 2012 年银行资产结构预测	70
3.7 对于 2012 年 M2 变化水平以及变化结构的预测	73
4. 货币供应量指标的拓展—社会融资总量	74
4.1 社会融资总量概念的推出体现了监管和创新博弈中金融系统的演进	74
4.2 2002–2010 年：社融总量印证金融系统的结构性变化	76
4.3 2011 年：低估监管是社融总量预测的失误原因	80
4.4 2012 年：社融总量将在金融创新中延续既有变化趋势	84
5. 基本结论	86
5.1 从三大渠道角度剖析基础货币在 2012 年的变化特征	86
5.2 广义货币供应量指标在 2012 年的总量性与结构性变化特征	88
5.3 社会融资总量在 2012 年的预期变化一览	89
5.4 未来广义货币供应量概念的延伸与拓展	90
5.5 各层次流动性与金融子市场之间的内在逻辑浅析	90

1. 我国货币流动性的分布及分类

1.1 我国流动性分布格局

1.1.1 宏观流动性分类指标一览

提及货币流动性这一概念，有不同的口径划分，在目前我国市场中较为常用的流动性指标主要有两大类别：货币供应量和融资总量。

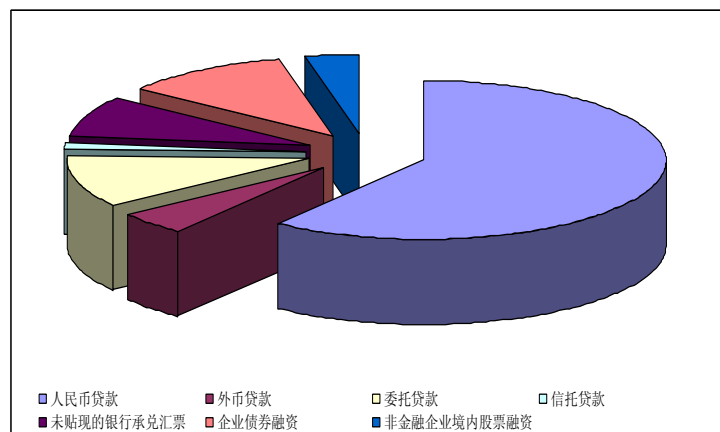
从概念来看，货币供应量是指一国在某一时期内为社会经济运转服务提供的货币存量，它由包括中央银行在内的金融机构供应的存款货币和现金货币两部分构成。而融资总量是指一定时期内（每月、每季或每年）实体经济从金融体系获得的全部资金总额。前者为存量概念，后者为增量概念。

从两类指标的内涵来分析，其差异至少包括两个方面：1、货币供应量指标是从金融机构的资金来源（负债）角度来衡量流动性，融资总量是从金融机构的资金运用（资产）角度来衡量流动性。两者类似于硬币的正反面，统一于一体。2、两者统计对象的范畴不同。货币供应量主要衡量的是银行类金融机构所提供的流动性规模，而融资总量指标所统计的金融体系为整体金融的概念，从机构类型看，包括银行、证券、保险等金融机构；从市场属性看，包括信贷市场、债券市场、股票市场、保险市场以及中间业务市场等。后者比前者的范畴更为广泛。

从中央银行所发布的融资总量的统计口径来看，融资总量=人民币各项贷款+外币各项贷款+委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票+企业债券+非金融企业股票+保险公司赔偿+保险公司投资性房地产+其他。其中“人民币各项贷款”、“外币各项贷款”两者均属于银行类金融机构的表内资产运用项目，在规模上大体对应于银行类机构的表内资金来源项目（属于货币供应量的范畴）。银行承兑汇票、委托贷款和信托贷款属于银行类机构表外融资功能，而企业债券、非金融企业股票、保险公司赔偿以及保险公司投资性房地产均属于非银行类机构提供的融资形式。

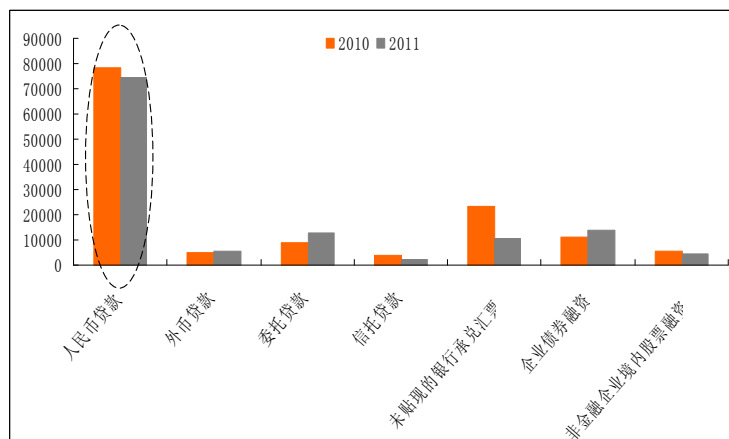
据初步统计，2002 年新增人民币贷款以外融资 1614 亿元，为同期新增人民币贷款的 8.7%。2010 年新增人民币贷款以外融资 6.33 万亿元，为同期新增人民币贷款的 79.7%。从这个角度来看，以人民币新增贷款为主导的银行类金融机构提供的表内融资规模当前依然是融资规模的主体部分（其占比要超过 55%），因此流动性分析的主体依然在于银行类机构提供的表内融资规模，与之对应，即从资金来源角度所反映的流动性概念——广义货币供应量依然是我国当前流动性分析的主体与焦点。

图 1：社会融资总量构成一览



资料来源：CEIC，申万研究

图 2：社会融资总量构成因素结构微幅变化



资料来源：CEIC，申万研究

本报告即以货币供应量为分析焦点，探讨 2012 年中国流动性格局。

1.1.2 流动性的层次

在市场研究中，流动性概念是市场普遍关注的主题，但是需要关注的是流动性具有不同的层次结构，对于不同经济金融主题的论述不能简单的一概以“流动性”概念一言以蔽之。

目前，市场对于什么叫流动性并没有统一的概念。流动性具有多层含义，流动性本质上就是资产的可变现程度。我们可以把流动性分为微观层面的流动性和宏观流动性。

微观流动性指在不影响价格的情况下迅速达成交易的能力。比如对于居民来说，现金是流动性最强的资产，其次为活期存款、债券、股票等等。

宏观流动性可以直接理解为货币供应量（货币政策执行报告 2006 年第 3 季度）。居民和企业 在商业银行的存款，货币市场基金、债券、股票等其他一些高流动性资产，都可以根据分析的需要而纳入不同的宏观流动性范畴。对于银行体系来说，流动性就是银行类金融机构在中央银行的超额准备金和商业银行的库存现金（中国货币政策执行报告 2004 年第 3 季度）。

中央银行管理的流动性，通常是金融机构在中央银行的超额准备金率和法定存款准备金。中央银行通过管理银行体系流动性，以达到调控社会信贷总量以及社会流动性的目的。从全社会的角度来看，宏观流动性可以划分为三个层次（中国货币政策执行报告 2002 年第 3 季度）：（1）流通中现金，即 M0。（2）狭义货币供应量 M1，即 M0+单位活期存款。（3）广义货币供应量 M2，即 M1+企事业单位定期存款+居民储蓄存款+证券公司客户保证金+其他定期存款。

这三个层次中，M0 流动性最强，M1 反映了经济中现实的购买力，M2 不仅反映现实的购买力，还反映了潜在的购买力，能较好的体现社会总需求的变化。

流动性之所以重要，是因为它能直接影响经济活动。流动性调控是宏观经济调控的重要手段之一。

仔细观察可以发现，上述流动性的定义基本上是从资产方的角度来定义，如 M2 中现金、存款都是居民的一种资产。从银行的角度来看，则属于银行的负债。由于资产和负债都是相对的，所以我们可以从银行报表的资产方定义流动性。另外，根据不同的统计口径，可以定义不同的流动性。

从金融机构收支平衡表来看，如果不考虑其他资产，那么有：流通中货币+存款=贷款+有价证券投资+外汇占款。贷款和有价证券投资都是企业融资的一种渠道。这里值得注意的外汇占款，外汇占款形成了海外资金流入，对本国实体企业来说也是一种融资，也是一种资金来源。本质上，外汇占款是国内外流动性的转移，它不会对全球的流动性造成影响，但是会对国与国之间的流动性造成影响。因此，从居民和企业的负债方来定义的话，“贷款+有价证券+外汇占款”也可以视为流动性的指标，其中“贷款+有价证券”可以衡量国内的融资情况。不过，这种方式也有如下缺陷：第一，“贷款+有价证券+外汇占款”只衡量了融资情况，不能反映交易等经济活动。比如居民在买卖货物时，可以用活期存款进行转账，这里就不涉及贷款等。当交易更为频繁时，居民可以将更多的定期存款转化为活期存款。活期存款增加，定期存款减少，但存款总量不变，贷款总额也不会发生变化，那么用贷款就不能反映经济的变化。第二，其他融资渠道没有纳入考量范围，比如股票融资、票据融资等直接融资。此外，有价证券也不能完全衡量债券发行，因为这只是银行购买的债券，而其他机构购买的债券（属于金融脱媒的一种方式）也没考虑在内。

图 3：金融机构收支平衡表主要构成项目一览

金融机构收支平衡表	
资金来源方	资金运用方
存款	贷款 有价证券投资 外汇占款

资料来源：CEIC，申万研究

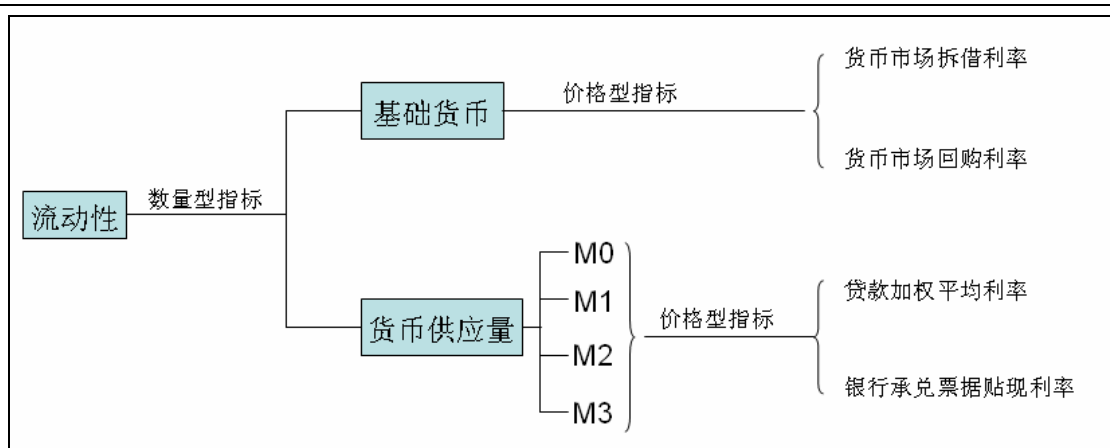
总体来看，我们将流动性概念限定在宏观流动性层面，在此基础上如果进一步细分，可以划分为基础货币层面和货币供应量层面。这种进一步的划分是根据各层次流动性的创设源泉不同而出现的。

基础货币也称高能货币，其是中央银行发行的债务凭证，表现为商业银行的存款准备金和公众持有的通货。他是商业银行体系借以创造存款货币的基础，是整个商业银行体系的存款借以倍数扩张的源泉。

在基础货币投放的基础上，商业银行经过信贷创造，可以进一步创设出派生流动性，即我们所提流动性细分的另一层面—货币供应量，从概念来看，货币供应量是指一国在某一时期内为社会经济运转服务的货币存量，它由包括中央银行在内的金融机构供应的存款货币和现金货币两部分构成。而根据货币供应量所内涵的内容差异，货币供应量又可以划分为狭义货币供应量、广义货币供应量等子内容。

上述分类是从数量型角度对于货币流动性层次进行了划分，而众所周知，流动性的价格指标即为利率，因此从价格型指标来看，不同的利率可以归结在不同的流动性层次上，例如货币市场利率（拆借、回购）主要反映的是基础货币层面的流动性状况，而贷款加权平均利率以及银行承兑票据贴现利率等主要反映的是货币供应量层面的流动性状态。如果将各层面流动性与其所对应的数量型以及价格型衡量指标归结为一体，下图可以清晰的反映：

图 4：流动性指标分类一览



资料来源：申万研究

1.2 流动性在各参与主体之间的传导与作用机理

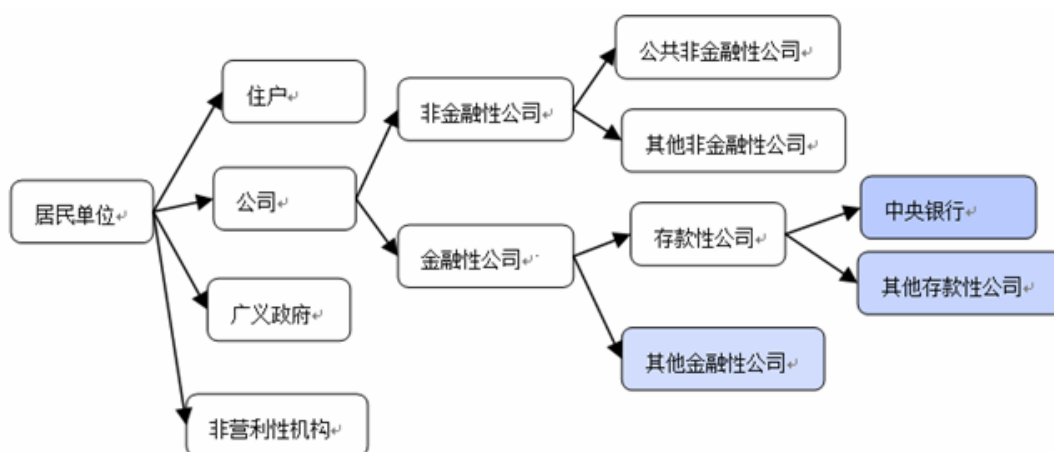
流动性在社会各个部门间进行传导流通，如果从严格的统计口径划分，按照 IMF（国际货币基金组织）《货币与金融统计手册》来看，货币流动性主要在“居民单位”中进行传导流通，而广义的“居民单位”可以细分为四个构成部分：住户，公司，广义政府以及非营利性机构。

其中，住户单位即我们所经常提及的个人居民。公司分为金融性公司和非金融性公司，非金融性公司部门包括从事商品和非金融服务生产的公司和准公司。他可进一步划分为：公共非金融性公司和其他金融性公司。如果将金融性公司进行细致划分，则金融性公司可以分为存款性公司和其他金融性公司。

存款性公司包括中央银行和其他存款性公司。其中其他存款性公司是指从事金融中介业务和能够通过负债创造该国广义货币的所有金融性公司（中央银行除外）和准公司。其他存款性公司中的机构单位主要包括：政策性银行、商业银行、信用社、邮政储蓄银行和财务公司。其他存款性公司主要以银行为主。其他金融性公司主要包括信托公司、租赁公司、保险公司和养老金、证券公司、资产管理公司、投资基金、汽车金融服务商、交易所、担保公司等。

上述划分可用如下的简单示意图表示：

图 5：居民单位划分层次图

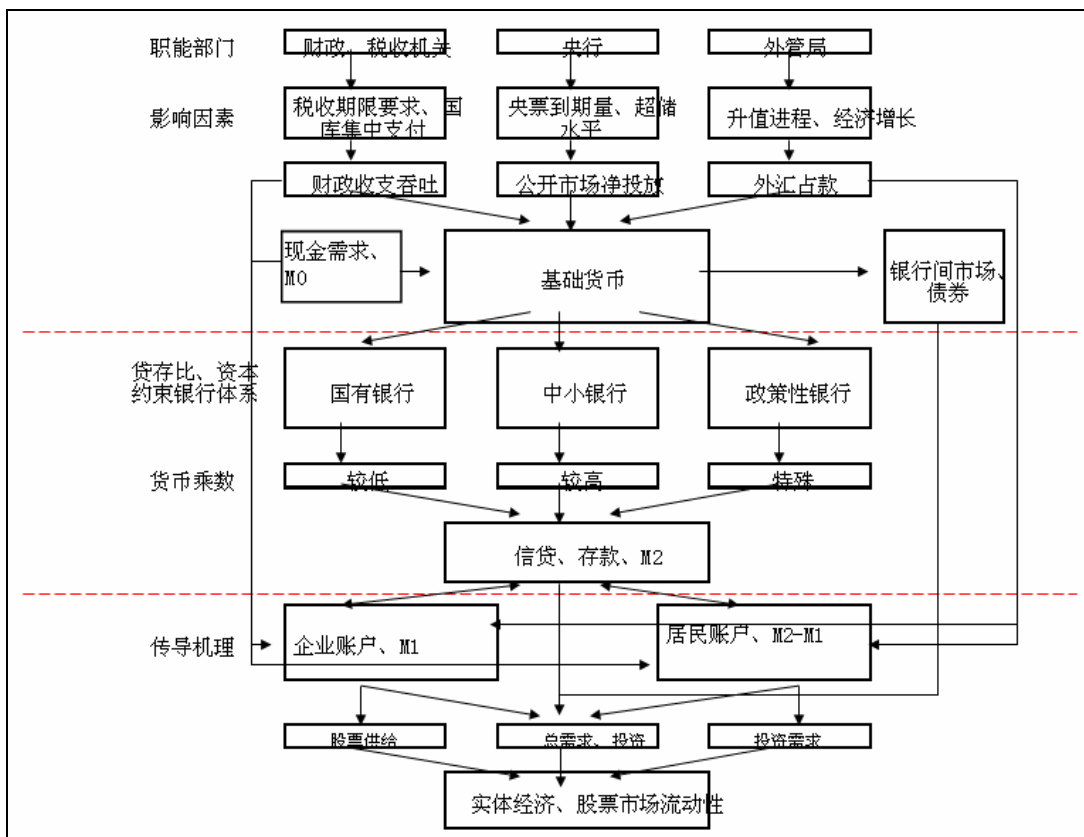


资料来源：IMF，申万研究

当我们把目光局限在传统的货币供应量传递角度后，我们会发现，传统的货币流量是在五个基本部门间进行传递流通的，这五大部门如果用通俗语言来划分，分别为：政府部门、中央银行、商业银行、居民以及企业部门。

上述五大部门对于各层次流动性的传导过程可用如下示意图表达：

图 6：货币流动性传导路径一览图



资料来源：申万研究

从上至下，我们可以清晰的看到基础货币如果通过社会各个部门的放大派生，最终成型为广义货币供应量。

其中政府部门、中央银行、居民以及企业四部门分别通过财政性收支吞吐、公开市场吞吐、外汇占款吞吐以及现金吞吐的模式构成了原始的基础货币的吞吐，这些高能基础货币以超额存款准备金与库存现金的模式进入到商业银行体系中，再通过商业银行的信贷投放进行倍数扩张，最终形成货币供应量（可细分为狭义货币供应量与广义货币供应量）。

在由高能基础货币派生扩张为货币供应的过程中，中央银行、商业银行、居民以及企业四部门通过法定存款准备金率、存贷比、资本约束、信贷供应以及需求能手段参与其中，决定着货币派生的速度与效果，最终形成了货币乘数的概念。因此如果将货币层次划分为基础货币与广义货币供应量，那么在货币量决定过程中，不同社会主体对于不同层次货币的决定意义并不相同。

1.3 未来我国宏观流动性内涵的变革方向

从传统意义来看，衡量我国当前宏观流动性的主要指标集中在广义货币供应量以及社会融资总量上，如前文所述，两个指标类似于一个硬币的两个方

面，根据当前口径定义，广义货币供应量主要从银行体系（含中央银行）的资金来源角度衡量宏观流动性，而社会融资总量则主要从金融体系（不限于银行体系）的资金运用角度来衡量宏观流动性。其各自的准确定义如下：

广义货币供应量（M2）=流通中本币（M0）+非金融企业以其他部门活期存款+非居民活期存款（境内）+非金融企业及其他部门定期存款+非居民定期存款（境内）+居民活期储蓄存款+居民定期储蓄存款+非居民储蓄存款（境内）+其他存款

社会融资总量=人民币各项贷款+外币各项贷款+委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票+企业债券+非金融企业股票+保险公司赔偿+保险公司投资性房地产+其他。

从货币理论角度来看，宏观流动性的指标主要是为宏观货币政策服务，即需要满足政策的变化能够对整体宏观流动性指标起到主导性的影响传递效应。因此从这一角度来看，从资金来源角度制定宏观流动性的参照指标是一个主要的方向。但是鉴于金融工具的丰富与发展，导致了资金来源渠道的多元化，我国传统的广义货币供应量内涵可能需要进行拓宽，以求更全面的反映新时期下宏观流动性的格局。

事实上从 2011 年以来，中央银行一直在进行广义货币供应量概念的拓展，2011 年 10 月份，中央银行首度将住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款纳入到广义货币供应量口径统计中，令广义货币供应量指标衡量宏观流动性的意义更为全面。

此外考虑到我国银行体系的资金来源至少还包括如下一些基本渠道，我们认为更为全面意义上的广义货币供应量指标应纳入如下项目：委托存款、银行理财资金、外汇存款、地方财政性存款等，即未来 M2 的口径应该更为广义。

2. 货币流动性源头：基础货币

2.1 基础货币概览

2.1.1 基础货币的构成

从传统的定义角度来看，基础货币是指是中央银行发行的债务凭证，表现为商业银行的存款准备金和公众持有的通货。如果我们从更为直观角度来理解基础货币，不妨从具体的科目角度来进行感性理解。

为了直观理解，在此我们采用金融机构（含中国人民银行）的资金报表作为分析对象，如下表所示：

图 7：金融机构基础货币构成项目一览

行列名称	本月余额	比上月增减	比年初增减	余额比同期%
基础货币	88,048.68	4,409.34	10,280.47	33.03
货币发行	31,804.81	1,650.99	2,666.02	13.55
流通中货币	29,030.58	1,208.19	1,957.96	13.01
库存现金	2,774.23	442.80	708.06	19.53
金融机构存款	50,097.19	3,149.24	8,822.78	62.73
金融机构缴存准备金	49,867.30	3,068.26	8,639.49	62.09
政策性银行存款	497.89	-585.98	-399.79	-38.55
国有独资商业银行	27,532.31	1,518.84	6,868.43	56.82
其他商业银行	11,509.07	1,531.22	2,086.33	81.30
城市商业银行	2,974.17	215.64	250.73	72.23
城市信用社	208.53	-10.16	-105.39	10.44
农村信用社	5,115.31	185.17	-565.47	63.31
资产管理公司	3.39	0.04	-1.91	-67.12
其他金融机构	2,026.61	213.47	506.53	104.38
金融机构特种存款	229.89	80.98	183.29	979.80
非金融机构存款	6,146.68	-390.89	-1,208.33	-16.85
活期存款（机关团体）	274.10	4.31	103.28	41.86
邮政储蓄转存款	5,872.58	-395.20	-1,311.61	-18.43

资料来源：中国人民银行，申万研究

如上报表是一张典型的基础货币报表，可以清晰的看到，基础货币由货币发行、金融机构存款以及非金融机构存款三个项目构成。分别详解如下：

A、货币发行=流通中货币+库存现金，其中流通中货币即为狭义货币供应量 M0 概念。

B、金融机构存款包括两个部分，分别是金融机构缴存准备金和金融机构特种存款。后者是由于历史原因所形成，目前存量很少，逐渐趋于消失。前者是基础货币的重要构成部分，指各个金融机构以存款准备金形式存放在中央银行的资金储备，既包括法定存款准备金，又包括超额存款准备金。从商业银行资金运用角度而言，法定准备金是不可动用部分，而超额存款准备金是商业银行进行货币派生的主要源泉。因此在此项目中超额存款准备金数量的变化将直接影响货币市场的流动性。

C、非金融机构存款含有两个子项，其一是机关团体的活期存款项目，其占比很少，同样趋于消失。其二是邮政储蓄转存款项目，这部分资金同样具有历史遗留特征，是指原先由邮政储蓄吸收上来的资金以高息方式存放在中央银行的存款。但是伴随邮政集团改制成立邮政储蓄银行，这部分资金运用要进行市场化操作，将逐渐转移出中央银行。

因此从变化来看，未来的基础货币报表构成将变化为如下模式（某月报表），即原先的金融机构特种存款项目、机关团体的活期存款项目和邮政储蓄转存款项目趋于消失。

图 8：基础货币构成简表

行列名称	本月余额	比上月增减	比年初增减	余额比同期%
基础货币	154473.80	135.74	10488.80	24.04
货币发行	43541.38	587.40	1985.57	15.81
流通中货币	39922.76	379.60	1675.79	16.03
库存现金	3618.62	207.80	309.79	13.42
金融机构存款	110932.43	-451.66	8503.23	27.60
其中：邮政储蓄转存款	0.81	0.22	-1241.13	-99.96

资料来源：中国人民银行，申万研究

因此，从统计口径角度来看，基础货币的内涵主要是上述各个项目。

2.1.2 基础货币增减变化的实现渠道

由于基础货币的供应变化完全始自中央银行，因此中央银行资金来源与资金运用的变化是实现基础货币增减变化的主要工具。如下表格所列示的即为中央银行的资金来源与资金运用报表。

图9：中央银行资金来源与资金运用项目表

项目名称	本月 余额	比上月增减数		项目名称	本月 余额	比上月增减数	
		今年	去年			今年	去年
一、财政存款	19140.59	7.59	-337.75	一、金融机构贷款	22307.63	-44.47	-58.33
其中：中央财政存款	10253.86	-141.10	-271.80	1. 政策性银行	3853.48	-2.00	
地方财政存款	8886.73	148.69	-65.94	2. 国有商业银行	1638.79	-0.01	-0.53
二、机关团体部队存款	274.10	4.31	-1.53	3. 其他商业银行	82.32		-1.60
三、金融机构缴存准备金存款	47341.23	1574.20	678.80	4. 城市商业银行	81.83	12.45	-0.72
1. 政策性银行	497.89	-585.98	90.41	5. 城市信用社	76.62	3.40	0.89
2. 国有商业银行	25177.98	112.05	471.78	6. 农村信用社	476.74	-29.71	-20.93
3. 其他商业银行	11337.35	1443.97	31.85	7. 资产管理公司	11613.84	-38.73	-18.87
4. 城市商业银行	2974.17	215.64	67.31	8. 其他金融机构贷款	4418.28	5.08	-19.49
5. 城市信用社	208.53	-10.16	-14.51	9. 再贴现	55.73	5.05	2.92
6. 农村信用社	5115.31	185.17	24.29	其中：国有商业银行	4.47	-2.38	0.01
7. 资产管理公司	3.39	0.04	-12.28	二、专项贷款	44.12		
8. 其他金融机构	2026.61	213.47	19.95	三、金银占款	636.37		-0.76
四、金融机构特种存款	229.89	80.98	20.84	四、外汇占款	116742.21	2982.92	1823.96
五、邮政储蓄转存款	5872.58	-395.20	-546.18	五、有价证券及投资	9172.93	17.18	
六、商业银行划来财政性存款	1356.26	96.92	92.74	六、买入返售证券			
七、卖出回购证券	1204.31	554.31	-550.00				
八、中央银行债券	38945.73	-1729.66	861.88				
九、货币发行	31804.81	1650.99	1834.70				
十、中央信贷基金	219.75						
十一、当年结余	684.80	1589.94	-216.18				
十二、其他	1829.21	-478.75	-72.45				
资金来源总计	148903.26	2955.63	1764.87	资金运用总计	148903.26	2955.63	1764.87

资料来源：中国人民银行，申万研究

根据资金运用与资金来源相同的原则，可构成如下等式：

“财政存放+机关团体部队存放+金融机构缴存准备金存款+金融机构特种存款+邮政储蓄转存款+商业银行划来财政性存款+卖出回购证券+中央银行债券+货币发行+中央信贷基金+当年结余+其他=金融机构贷款+专项贷款+金银占款+外汇占款+有价证券投资+买入返售证券”

在这个长长的关系等式中，黑体字项目合计构成了基础货币项目，移动变形后即为：

“基础货币=机关团体部队存放+金融机构缴存准备金存款+金融机构特种存款+邮政储蓄转存款+货币发行=金融机构贷款+专项贷款+金银占款+外汇占款+有价证券投资+买入返售证券-（财政存放+商业银行划来财政性存款+卖出回购证券+中央银行债券+中央信贷基金+当年结余+其他）”

等式最右边的各个项目是构成基础货币变动的具体渠道。从长期的历史变化观察来看，有一些项目的变化幅度是较为剧烈的，而另一些项目的变化幅度非常小，可以近似认为是长期保持稳定。

变化剧烈的主要项目主要有“外汇占款”、“（买入返售证券-卖出回购证券-中央银行债券）项目”、“财政存放”三者。

其他长期保持稳定的项目即为“金融机构贷款”、“专项贷款”、“金银占款”、“有价证券投资”、“商业银行划来财政性存款”、“中央信贷基金”、“当年结益”以及“其他”项目。

需要特别提及的是“金融机构贷款”项目，这即指通常意义上的再贷款。自从商业银行改制以来，中央银行对于商业银行的再贷款几乎停止，这导致了该项目长期以来保持相对稳定，并不构成基础货币波动的主要原因。

因此总体来看，中央银行影响基础货币变动的主要工具与渠道是公开市场操作、财政性存款存放吞吐以及外汇占款吞吐。

这三个渠道的性质并不相同，其中公开市场操作在很大程度上是取决于中央银行自身的意愿，具有相对可控性。财政性存款的吞吐变化在很大程度上是与我国的财税政策相关联的，中央银行与财政部门会有定期的沟通协商机制，在充分考虑财政性资金吞吐的基础上，中央银行才能综合衡量流动性的变化。需要特别说明的是外汇占款的变动，这个项目的变动在很大程度上是不受中央银行意愿支配的，特别在我国实行强制性结售汇制度以及人民币有明显升值压力的双重背景下，外汇占款成为了我国基础货币被动投放的重要渠道。

总体来看，基础货币也同时具有内生性和外生性的属性，其总体变化综合反映了我国货币政策、财政政策以及汇率政策。因此可以大致理解如下（ Δ 表示变化幅度）：

$$\Delta \text{基础货币} = \Delta \text{外汇占款} + \Delta \text{公开市场操作} + \Delta \text{财政存款的吞吐}$$

需要注意的是，在此所提及的财政性存款是指存放在中央银行的财政性存款，而存放在商业银行体系中的财政性存款变化并不构成基础货币的变动原因。

因此我们可以发现，在分析基础货币的变化过程中需要以上述三条主要渠道为考察焦点，这是我们分析基础货币变动的主要框架与逻辑。

2.1.3 中央银行货币政策工具对基础货币的操作与对冲

从影响基础货币变化的三大渠道我们可以发现，外汇占款的变化并非是中央银行所能决定，虽然中央银行可以通过影响汇率变化或通过国内利率政

策变化来间接影响市场对汇率的预期，进而影响外汇占款的变化，但是总体来看，这条渠道的主导权并不在中央银行手中。

财政性存款的吞吐变化则更多的是与财政制度、税收规律密切相关，中央银行也难以对其实施严格的控制，更多的是只能进行跟随观测。如此看来，影响基础货币变化的主要渠道则唯剩有公开市场操作。

从传统理论角度来看，中央银行的货币政策工具主要有三，分别为调整法定存贷款利率、调整法定存款准备金率以及公开市场操作。单纯考察各个工具对于基础货币的作用则效应各不相同。

1. 法定存贷款利率调整对于基础货币的作用间接，而且实际效果可能不佳

如果以影响基础货币的变化为目标，调整法定存贷款利率的模式具有一定的效应，但是不宜过高估计，以上述影响基础货币变化的三大渠道为分析标的，分析如下。

首先，财政性存款的变化难以受到法定存贷款利率的影响，法定存贷款利率的调整对于公开市场操作具有一定的影响，法定利率的变化在一定程度上可以影响公开市场操作利率的变化，可扩大或缩减其公开市场吞吐资金的规模。但是不可否认的是，在一定程度上，公开市场操作利率与法定存贷款利率存在割裂的现象，即前者的变化未必一定要依赖于后者的变化，也未必一定要反映后者的变化。因此从这个角度来看，是无法具体量化和明确法定存贷款利率对公开市场工具的影响的。

从外汇占款变化角度来看，法定存贷款利率的变化可以影响国内利率水平，进而通过利率平价效应影响市场对于人民币的升贬预期，进而影响外汇占款的变化。但是这一传导机制要受制于外围利率环境以及本国市场利率的条件。

按照利率平价关系来看，中国的利率水平代表为 1 年期中央银行票据的发行利率，外围利率水平代表为 1 年期美元 LIBOR 利率，法定存贷款利率影响汇率预期的问题又转化为了影响国内公开市场操作利率的问题（人民币利率对于美元利率难以具备影响作用）。

因此从传导关系来看，调整法定存贷款利率对于外汇占款具有一些影响效应，但是程度不宜高估。

2. 法定准备金率的调整对于基础货币总量具有增加作用而无降低作用

从传统理论角度来看，法定存款准备金率的调整（特别是在上调过程中）对于基础货币总量具有增加作用，而无降低效应（这和一般意义上认为上调法定存款准备金率具有紧缩效用完全不同）。

从统计口径来看，法定存款准备金本身就从属于基础货币，法定存款准备金率的调整只是在客观上造成了商业银行准备金金体系中“超额存款准备金”与“法定存款准备金”之间的互转，如果在假定超额存款准备金规模保持稳定的情况下，法定存款准备金率的提高只能造成存款准备金总规模的提高，即造成基础货币总规模的提高。

3. 公开市场操作对基础货币具有直接作用

中央银行的公开市场操作对于基础货币而言，具有立竿见影的效果，其直接吞吐商业银行的超额存款准备金，进而显著影响商业银行总准备金规模（其为基础货币重要构成）。

从上述分析我们可以清晰的看到，三大货币政策工具对于基础货币的影响效应是不同的，而且基础货币的扩张与收缩并不必然对应着货币政策方向的扩张与紧缩，这是理解政策工具对基础货币传导效应中至关重要的内容。

2.1.4 基础货币的内核——超额存款准备金

在实践操作中，并不能用基础货币的增减来衡量货币政策的松紧，也不能用之来简单度量流动性的松紧。如果我们基础货币内容继续细分下去，我们会发现其中的内核部分——超额存款准备金才是货币政策工具作用的着力点，也是衡量基础流动性松紧的关键性指标。

在基础货币报表的构成中，最为重要的一个子项目是商业银行的超额存款准备金。应该说超额存款准备金是完全意义上的高能货币，商业银行就是针对于它的派生运作，才产生了广义货币供应量概念，这是从实体经济角度而言。

如果单纯聚焦到银行间货币以及债券市场，超额存款准备金的多与少直接对应了市场中的资金丰裕度。简言之，经常在银行间市场所提到的资金充裕与否所指基本上对应于商业银行超额存款准备金的多少。

如何衡量超额准备金的规模变化呢？

在基础货币报表中，可以做如下的简化理解（ Δ 表示增减量）：

$\Delta \text{基础货币} = \Delta \text{货币发行} + \Delta \text{金融机构存款} = \Delta \text{货币发行} + \Delta \text{法定存款准备金} + \Delta \text{超额存款准备金}$

则： $\Delta \text{超额存款准备金} = \Delta \text{基础货币} - (\Delta \text{货币发行} + \Delta \text{法定存款准备金})$
 $= \Delta \text{外汇占款} + \Delta \text{公开市场操作} + \Delta \text{财政存款的吞吐} - (\Delta \text{货币发行} + \Delta \text{法定存款准备金})$

因此，我们在剥离基础货币所代表的流动性过程中，是从基础货币一直剥离到其内核构成——超额存款准备金，而决定超额存款准备金变化的基本渠道

有五者，分别为外汇占款、公开市场操作、财政性存款吞吐、货币发行以及法定存款准备金。

2.1.5 中央银行调节基础货币流动性的中介指标—总冲销比率

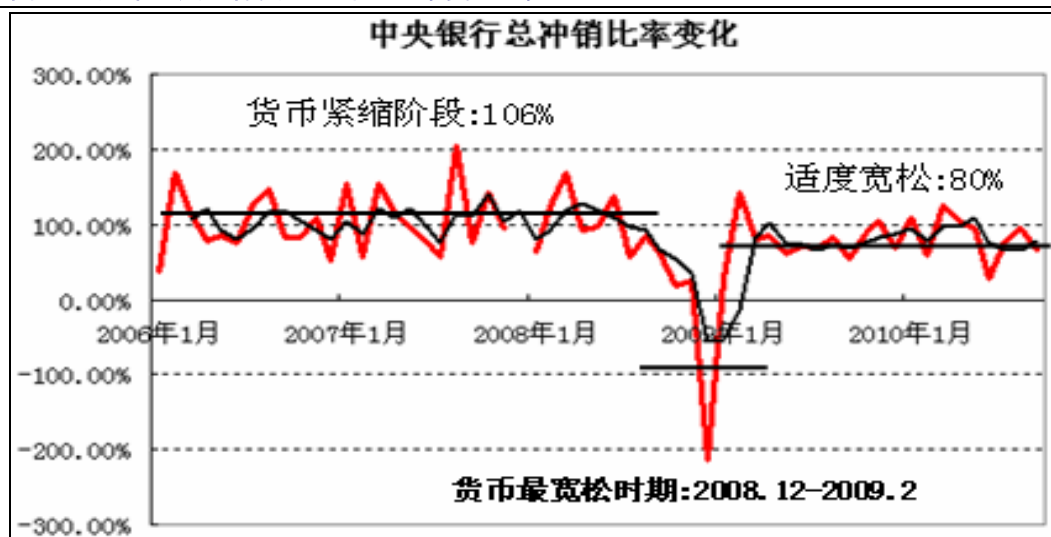
从上述分析可以看出，如果将中央银行货币政策工具调控的终极目标设定为基础货币流动性（实际上是针对其内核构成—超额准备金的调控），则中央银行需要有一个中介目标来衡量其调控的力度与方向。我们认为综合来看，总冲销比率可以作为中央银行数量型货币政策工具的中介指标对待。

从前文对基础货币的分析来看，基础货币的变化主要是三个渠道，分别是外汇占款变化、公开市场净吞吐以及财政性存款变化，外汇占款变化主要是受到外部经济的影响，财政性存款的变化主要是受到财政税收政策的影响，只有公开市场资金的吞吐状况是由中央银行的货币政策思路来决定的。这样看来，在构成基础货币的变化中，实际上是由中央银行一己之力来缓释冲销其他因素，调节基础货币的变化。因此可考虑这样一个比率，即“冲销比率”

$$\text{总冲销比率} = (\text{中央银行公开市场操作回笼资金数量} + \text{法定存款准备金调整冻结资金数量}) / (\text{外汇占款增量} + \text{公开市场操作到期投放资金数量})$$

上述比率的测算可以按照月、季度或者年度的频率来进行，数据变化大致可以勾勒出历史上若干年份中货币政策松紧度变化，这种历史变化可以作为后期政策力度预期的比较基准。如下图所示：

图 10：历年中央银行货币总冲销比率变化一览



资料来源：中国人民银行，申万研究

在上述冲销比率的设计中，我们没有将财政性存款的吞吐纳入其中，主要原因是针对于财政性存款的对冲行为主要反映的季节性的一些规律（因为财政性存款的吞吐具有很强季节性规律），而并不反映货币政策的方向性判定。

2.2 外汇占款影响基础货币的逻辑与途径

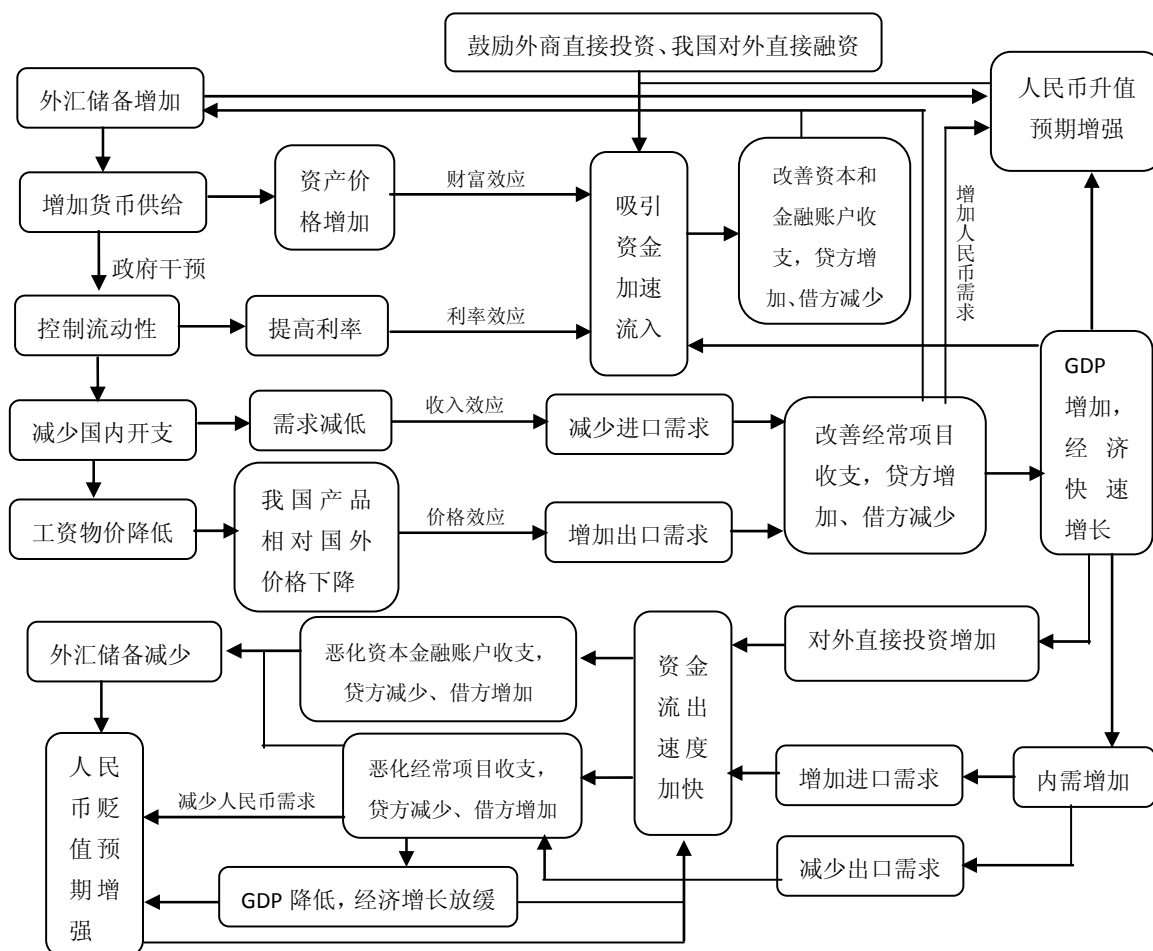
2.2.1 外汇资金跨境流动

外汇占款的来源是外汇资金，要弄清楚外汇占款的规模和流向，首先必须了解外汇资金是通过什么样的渠道跨境进出我国的。

从外汇资金持有主体看，我国参与国际资金跨境流动的主体是我国居民法人和居民自然人，包括我国企业、个人、商业银行、央行以及各类非银行金融机构。此外，国外居民如外国、港澳台留学生、就医人员等也会参与外汇资金的跨境流动。

外汇资金进出我国的渠道主要有对外贸易、直接投资、证券投资、举偿债务等。此外，还有部分“热钱”隐匿在这些渠道中以及通过地下钱庄，绕过我国监管当局跨境进出我国。

图 11：外汇资金流动示意图



资料来源：申万研究

需要强调的是，并不是所有的跨境资金进入我国后都会形成外汇占款，只有当流入我国境内的外汇资金转换为人民币时，这部分资金才会形成外汇占款。同时，也只有商业银行将结汇得到的外汇与央行进行结汇时，才会让央行放出基础货币。

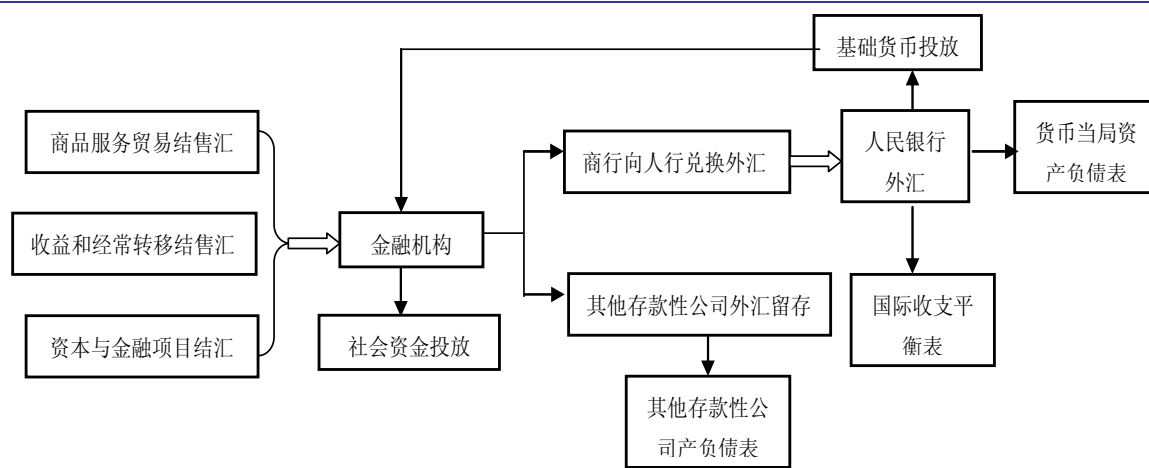
2.2.2 外汇占款形成和分类

外汇占款形成可以从两个角度考察。第一个角度是银行代客结售汇。我们通常所说的“外汇占款”是广义上的，它是银行柜台市场与银行间外汇市场的银行体系在收购外汇时，所形成的向实体经济的人民币资金投放。反映在金融机构人民币信贷收支表中，属于整个银行体系的购汇行为。金融机构人民币信贷收支表中的金融机构包括了中国人民银行、银行业存款类金融机构、信托投资公司、金融租赁公司和汽车金融公司。

第二个角度是从商业银行向央行进行结售汇来看的，是狭义的外汇占款，它是中央银行在银行间的外汇市场上购买外汇形成的人民币投放，属于中央银行的购汇行为，构成中央银行的外汇资产，反应在货币当局资产负债表中的外汇项。

总体来看，广义的外汇占款（金融机构人民币信贷收支表中的外汇）大致等于狭义的外汇占款（货币当局资产负债表中的外汇）加上其他存款性公司资产负债表的国外资产。由于商业银行结售汇金额的变化，它们之间存在一定的差额，从而具有一定波动性。

图 12：外汇占款的形成过程



资料来源：申万研究

表 1：外汇占款、央行外汇、国外资产关系（单位：亿元）

月份	金融机构人民币信贷收支表 ——“外汇占款”（A）	货币当局资产负债表 ——“外汇”（B）	其他存款性公司资产负债 表——“国外资产”（C）	A/(B+C)
2011 年 12 月	253587	232389	24212	98.83%
2011 年 11 月	254590	232699	22298	99.84%
2011 年 10 月	254869	232960	22163	99.90%
2011 年 9 月	255118	233854	20354	100.36%
2011 年 8 月	252646	231460	21019	99.90%
2011 年 7 月	248876	229160	21390	100.36%
2011 年 6 月	246681	226387	21978	100.07%
2011 年 5 月	243907	223607	20642	99.33%
2011 年 4 月	240143	220473	20652	99.32%
2011 年 3 月	237036	217476	20801	99.86%
2011 年 2 月	232957	213753	20461	99.59%
2011 年 1 月	230812	211301	20296	99.48%

资料来源：中国人民银行，申万研究

跨境流入我国的外汇资金可由两种类型的数据予以反映。第一类是境内银行代客涉外收付，主要是企业、个人以及非银行金融机构通过银行办理的对外付款和收款项，该项目包括外汇和人民币；第二类是银行代客结售汇，主要反映企业和个人在实现了跨境资金收付后，卖给银行外汇（银行结汇）或者从银行买入外汇（银行售汇）的金额。

银行代客涉外收付和银行代客结售汇是相互联系的，成一定的正向关系。一般来说，跨境资金净流入金额增加，会加大净结汇规模；跨境资金流入减少或流出增加，会减小净结汇规模。

但从历史数据看，两者会出现不一致，主要是因为（1）随着跨境贸易人民币结算境内地域范围扩大至全国，允许企业和个人采取人民币跨境收付，如在获得外汇收入时，用人民币替代，则减少银行结汇的外汇资金来源；如果支付外汇时，用人民币替代，则减少银行售汇需求。（2）企业、个人的外汇存款和贷款变动也可能引起银行结售汇变化，如将外汇存款结汇、买入外汇作为存款或买入外汇用于偿还外汇贷款，这些都不会使银行代客涉外收付发生变化。（3）外商对我国投资时，部分采用机器设备、技术等方式进行直接投资，这部分不涉及资金的跨境流动。

表 2：不同金融机构间的外汇占款关系表（单位：亿元）

金融机构人民币信贷收支表	货币当局资产负债表	其他存款性公司资产负债表
来源方项目	项目	项目
一、各项存款	国外资产	国外资产
1.单位存款	外汇	储备资产
其中：活期存款	货币黄金	准备金存款
定期存款	其他国外资产	库存现金
通知存款	对政府债权	对政府债权
保证金存款	其中：中央政府	其中：中央政府
2.个人存款	对其他存款性公司债权	对中央银行债权
储蓄存款	对其他金融性公司债权	对其他存款性公司债权
保证金存款	对非金融性部门债权	对其他金融机构债权
结构性存款	其他资产	对非金融机构债权
3.财政性存款	总资产	对其他居民部门债权
4.临时性存款	项目	其他资产
5.委托存款	储备货币	总资产
6.其他存款	货币发行	项目
二、金融债券	其他存款性公司存款	对非金融机构及住户负债
三、流通中货币	不计入储备货币的金融性公	纳入广义货币的存款
四、对国际金融机构负债	司存款	单位活期存款
五、其他	发行债券	单位定期存款
资金来源总计	国外负债	个人存款
运用方项目	政府存款	不纳入广义货币存款
一、各项贷款	自有资金	可转让存款
（一）境内贷款	其他负债	其他存款
1.短期贷款	总负债	其他负债
2.中长期贷		对中央银行负债
3.融资租赁		对其他存款性公司负债
4.票据融资		对其他金融性公司负债
5.各项垫款		其中：计入广义货币
（二）境外贷款		国外负债
二、有价证券		债券发行
三、股权及其他投资		实收资本
四、黄金占款		其他负债
五、外汇占款		总负债
六、在国际金融机构资产		
资金运用总计		

资料来源：中国人民银行，申万研究

2.2.3 外汇占款与基础货币关系

当企业和个人与商业银行进行结售汇后，反映在商业银行的资产负债表上，分别增加资产方外汇资产和负债方的人民币存款。如果商业银行取得外汇后，再向中央银行期结汇时，中央银行的外汇资产就会增加，从而放出基础货币。

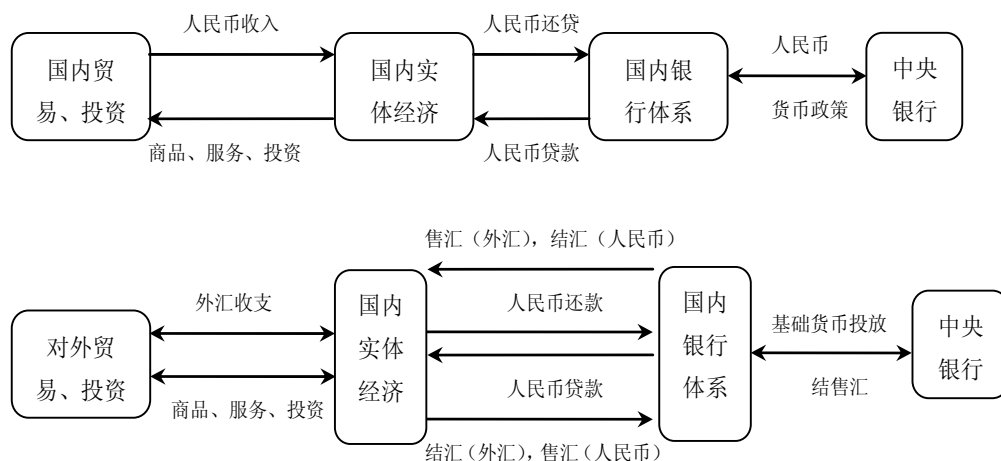
需要注意的是，如果商业银行将其全部外汇资金向央行结汇，则央行会释放出等量的基础货币。如果商业银行选择部分结汇，将剩余部分留在以后结汇的话，则中央银行当期释放的基础货币量会小于商业银行外汇的等值人民币部分。如果商业银行选择将之前的剩余外汇和当期结汇所得外汇与央行结汇的话，那么央行就会放出大于当期商业银行结汇所得的外汇。

外商对我国商品进口、直接投资的外汇资金以及其他跨境资金进入我国后，最终回到中央银行的过程就是基础货币的投放过程。我们以贸易和投资为例，将贸易和投资分为国内贸易和投资以及对外贸易和投资，对基础货币投放进行分析。

国内贸易和投资以及对外贸易和投资对货币派生、基础货币形成的影响是不一样的。通过国内贸易和投资引起的贷款只会发生派生货币增加，不涉及基础货币的增减。首先，国内商业银行根据评估将资金借贷给企业；其次，企业利用贷款资金组织生产、销售、提供最终商品，取得收入；最后，企业归还商业银行借贷资金。在国内贸易的整体借贷、生产、还贷过程中，并不涉及基础货币的增减。当商业银行贷款时，增加派生货币；当企业还贷时，减少派生货币。因此，货币创造在商业银行体系内进行。此过程中央行没有释放出基础货币，只是运用货币政策调节货币供应量。

当涉及到对外贸易、对外投资时，货币派生和基础货币就会发生变化。以国内企业生产商品出口为例，首先，国内商业银行根据评估将资金借贷给出口企业；其次，出口企业利用贷款资金组织生产、向国外提供最终商品，取得外汇收入；再次，出口企业拿外汇收入与商业银行进行结汇，取得等价的人民币资金，用人民币进行还贷；最后，商业银行与银行进行结汇，卖出外汇，央行放出基础货币。这个过程中，央行进行了货币创造，增加了基础货币的投放。

图 13: 国内、国际贸易和投资与基础货币投放关系



资料来源：申万研究

2.2.4 影响外汇占款因素一览

外汇占款主要受到外围经济环境、国内企业居民和非企业居民结售汇意愿、对外贸易顺差、外商直接投资、国际资金在我国的跨境流动等因素影响。其中，外围经济环境的变化直接引起我国进出口贸易、外商对我国投资、我国对外投资、对外融资等行为，外围经济环境的变化还会影响市场情绪，从而改变国际资金的流向。

对外贸易顺差、外商对我国直接投资、市场避险情绪引起资金跨境进出我国变化，是引起外汇占款来源增减的直接原因。银行代客结售汇意愿则是影响外汇占款最终规模的重要影响因素。只有形成外汇占款“池子”中的外汇资金增多了，借助于结售汇管道的外汇占款流量才会增大。

2.2.5 对 2012 年外汇占款驱动力因素的分析

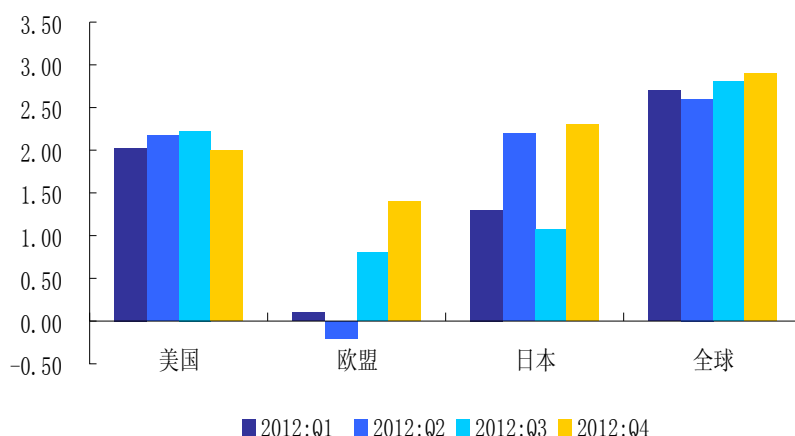
2012 年我国面临着复杂多变的国内外政治、经济环境，全球经济复苏步伐、欧债危机等多项因素影响制约着跨境资金进出我国的规模和流向。

1、外围经济环境更加复杂

2012 年全球经济好转的迹象还未得到明显确认。预计全球经济增速为 2.8%，比 2011 年收窄 0.7 个百分点，其中，发达经济体的经济下滑是拖累整个全球经济的主要原因。当前油价高企，原油冲过 100 美元/桶的，如果油价持续站在高位，或发生助推油价上涨的不可预测事件，将会严重阻碍全球经济复苏的步伐。

欧元区受债务危机影响，经济仍未走出衰退的低谷，预计今年的经济增速为-0.4%；美国经济复苏步伐缓慢，预计经济增速为 2.1%。虽有部分数据呈好转的迹象，但可持续性还有待时间验证。此外，美国还面临着 4 季度大力减赤的压力；去年日本经济出现负增长，受此影响，日本经济可能不会很快恢复到受灾前水平，但比去年会有所提升，预计经济增速为 2.3%。新兴市场和发展中国家仍以出口拉动经济增长，在发达经济体经济前景并不十分乐观的情形下，势必影响它们的出口，放缓经济增长。预计金砖四国的经济增速为 6.5%，比去年降低 0.6 个百分点。

图 14：2012 年对主要经济体的 GDP 同比增速预测



资料来源：国家统计局，申万研究

我国政府工作报告虽然调低了 GDP 增速至 7.5%，但 7.5% 是下限管理，并不代表今年经济增速就是 7.5%，实际可能增速会在 8.6% 左右，并呈前低后高的格局。

因此，从各国经济基本面看，2012 年我国经济增长仍处领先地位，这对全球经济低迷下的国际资金具有很大吸引力。

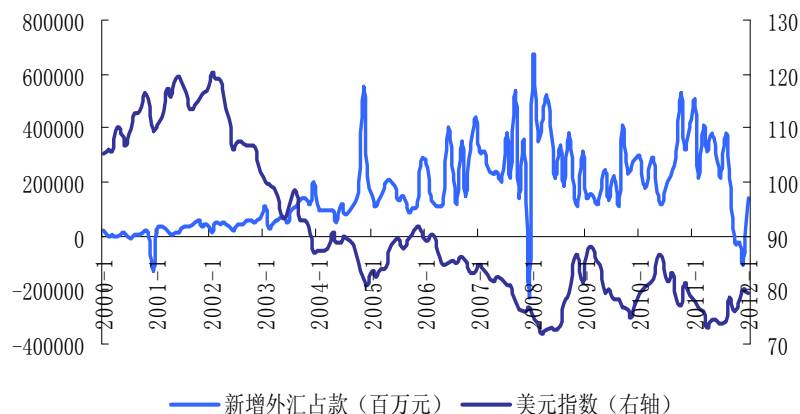
2、美元指数前高后低

避险情绪和美元指数有着密切的联系。当市场避险情绪增大时，会增加对避险资产美元的持有，从而推高美元指数；当市场避险情绪缓解时，会减少对美元的持有，美元指数走低。

我国的货币创造机制和外汇占款密切相关，而外汇占款又与美元走势紧密联系，形成了独特的美元走势和货币政策决定机制。形成美元走弱（走强）—资金跨境流入（流出）—外汇占款增加（减少）—商业银行想央行结汇增加（减少）—基础货币投放（收紧）—公开市场操作以及调整存款准备金率以调节货币供应的路径。

从美国指数走势看,从今年1月初的81.5回落到当前的78.3左右,缓解了国际资金流入我国的压力。美国经济虽然疲弱,但仍要好于欧洲,因此美元可能经历上半年走强,下半年走弱的局面。我们预计今年美元指数会在2季度见顶。3、4季度全球经济逐渐企稳使得避险情绪缓解,美元指数趋向走弱,这样会减轻2012年上半年资金流入的压力,而增大下半年资金流入的压力。伴随着国际资金的进出,助推外汇占款出现前低后高的态势。

图 15: 新增外汇占款与美元走势

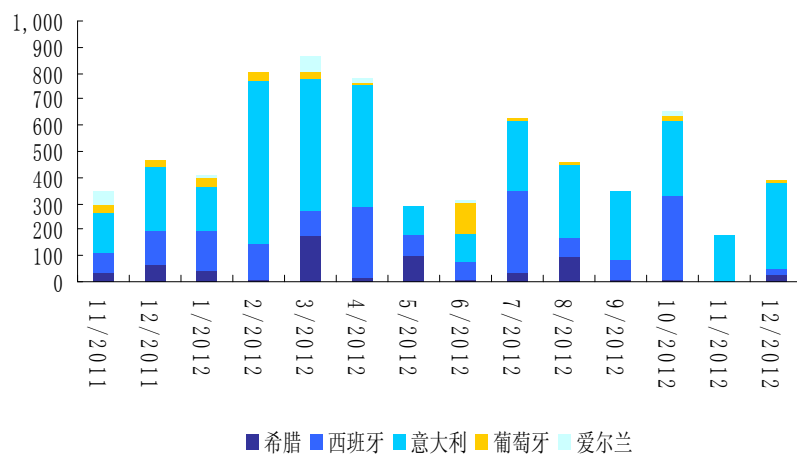


资料来源: Bloomberg, 申万研究

3、欧债危机悬而未决

2012 年 1、2 季度意大利、希腊、西班牙有大量欧债到期,需要大量偿债本息资金,可能会导致大量来自欧美的资金从我国以及新兴市场国家撤回。而下半年,欧债本息量要较上半年大幅降低,对国际资金的需求也对应减少。因此,这些资金在下半年回流我国和新兴市场国家的压力将有所增大。

图 16: 2012 年欧债到期债务分布 (单位: 亿欧元)



资料来源: Bloomberg, 申万研究

4、人民币汇率双向浮动弹性增大

从官定汇率和市场汇率的走势看，我国将进一步进入缓慢升值的通道中，增强人民币汇率双向浮动弹性将成为汇率改革的重点。一年期的远期人民币对美元汇率图示表明，人民币汇率正向均衡水平靠近。

促使人民币汇率处于合理均衡水平，放缓人民币汇率升值幅度，有利于今年资金流入我国的压力，减小企业居民和个人居民结售汇意愿的波动。

图 17：官定汇率和市场汇率波动减小



资料来源：CEIC，申万研究

图 18：汇率预期趋于稳定



资料来源：Wind，申万研究

5、全球货币政策环境不确定性增强

美国为促进经济更强劲复苏，将维持联邦基金利率在 0-0.25% 的区间不变，并将该利率延长至 2014 年末。这样与我国的利率存在较大的利率差，从而吸引国际资金跨境进入我国。

欧洲央行自去年 11 月 3 日和 12 月 8 日，两度下调利率各 25 个基点，启动了欧洲央行注入市场流动性采取的量化宽松行动。欧洲央行近期还宣布将基准利率不变。

在资金价格不变的情况下，资金的量仍有可能发生变化。虽然美国推出 Q3 的预期比此前有所降低，但是不排除美联储在经济超预期时推迟推出 QE3。此外，随着 2012 年欧元区上半年面临大量的主权债和银行债到期偿付，以及欧元区衰退迹象显现，预计欧洲量化宽松的规模可能会进一步扩大。届时可能会再次引起国际资金流向和规模发生变化

希腊有序违约的协议达成共识方面仍然悬而未决，也增大了金融市场未来的不确定性。如果希腊变成无序违约的话，势必引起金融恐慌，改变市场预期，从而影响国际资金流动。

我国今年的通胀水平会比去年有所收窄，中央政府工作报告中给出 4% 的上限管理，反映出国家对通货膨胀仍然担心。如果大宗商品持续在高位，输入性引起国内通胀持续高企的话，不排除银行采取价格和数量工具进行干预，从而影响到国际资金跨境进出我国变化。

6、“热钱”流向和规模变化

预计 2012 年“热钱”跨境流入我国的总量将大幅降低。一、二季度“热钱”流出放缓，下半年“热钱”回流可能性增加。主要有以下几个方面的原因。

第一，人民币对美元的升值过程并没有结束，人民币走强是一个方向性的趋势，人民币仍然处在一个升值通道中，只是幅度要会比以往收窄。2012 年我国人民币仍会小幅升值，预估 2012 年人民币可能有 2%-3% 的升值空间。

第二，2012 年一、二季度，大量欧债到期，需要大量偿债本息资金，来自欧美的大量资金从新兴市场国家撤回。

第三，欧债危机引发金融市场风险动荡，市场寻求避险的情绪增大，投资者普遍采取观望态度，将资金换成美元避险，导致新兴市场国家的资金流出增加。下半年随着市场避险情绪的好转，资金回流我国的可能性增强。

第四，我国经济上半年下行压力较大，下半年随着财政等政策的支持力度增大，保增长成为首要任务，经济基本面的好转也会吸引国际资金跨境流入我国。

总体来看，由于人民币贬值预期是阶段性的。2012 年上半年受到欧债危机风险集中释放影响，“热钱”流入我国压力减小。2012 年下半年，随着美国和日本经济好转，市场避险情绪降低，国际资本流回我国的可能性将增大，届时流动性将有所缓和。

7、政治及突发性事件影响增强

叙利亚、伊朗等中东政治问题对油价、全球经济造成影响。我们认为战争爆发事件的概率偏小，但随着中东局势的加剧，Brent 油价短期存在较大的上行压力。如果中东局势持续陷入僵局，那对未来油价的影响将会一直影响。

2012 年也是全球主要政府大选之年，各国政府和议会的选举对未来经济政策以及资金流向都会有较大影响。如果共和党赢得大选，罗姆尼政府可能对人民币施压要大于奥巴马政府。如果法国社会党候选人奥朗德当选，也会对人民币升值施加压力。从而对我国出口形成抑制，国际资金也会大肆流入中国。

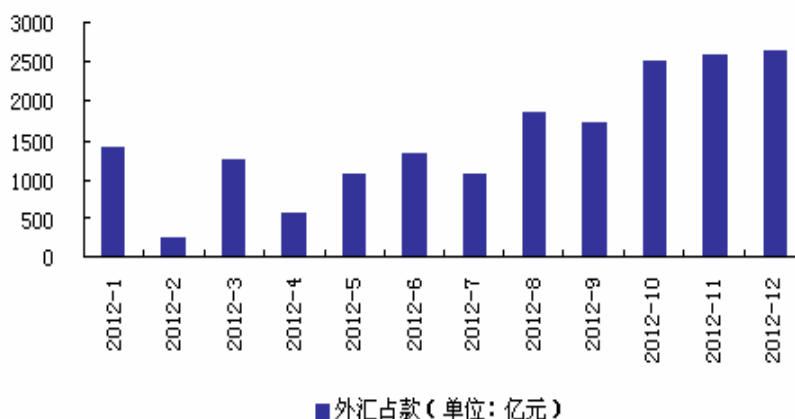
2.2.6 对 2012 年外汇占款的预测

外汇占款受到多种因素的综合作用影响，这些因素的变化有时方向是一致的，有时又是相反的，因此，外汇占款的规模和流向具有很强的不确定性和复杂性。

综合来看，今年世界经济增速回落，今年我国出口增速将会明显低于去年，对外贸易顺差将进一步收窄；欧债危机解决进程仍有可能波折，市场避险情绪跌宕起伏，美元指数前低后高；人民币汇率升值预期趋缓，政府积极地鼓励进口，预计企业和个人对银行的结汇意愿会有所缓和；跨国公司对国际投资环境的信心逐渐增强，今年我国接受外商直接投资金额保持平稳，略有增加；“热钱”流入呈前低后高态势。

因此，考虑到这些因素和驱动力的变化，预计今年外汇占款总量比去年将有所降低，全年在 1.8 万亿左右。其结构上呈前低后高的态势。在外汇占款整体降低的形势下，通过下调准备金率将是稳定货币投放的主要手段。

图 19: 2012 年外汇占款月度预测值



资料来源：申万研究

2.3 财政存款影响基础货币的逻辑

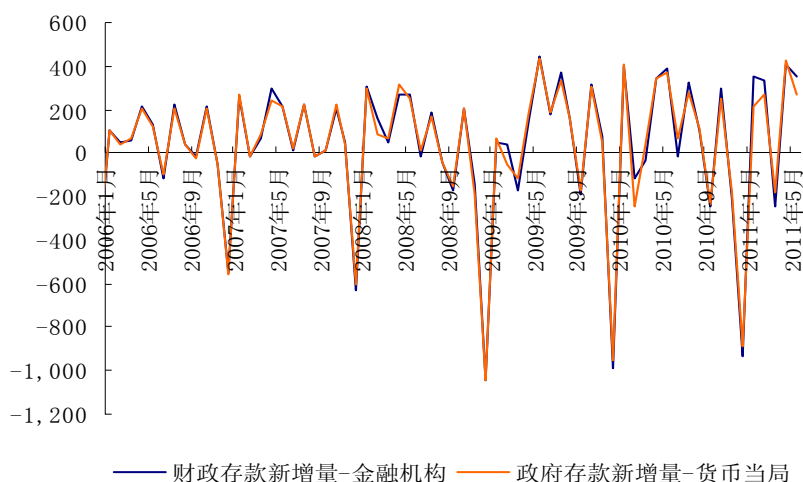
2.3.1 两种财政存款的比较

财政缴存款制度的诞生，最开始是为了配合行实施信贷资金管理。1983 年 9 月国务院决定，中国人民银行专门行使央行职能，而原来的人民银行的业务，包括财政性存款业务、缴存一般存款业务、贷款业务等由专业银行代理。并指出“为了加强信贷资金的集中管理，人民银行必须掌握百分之四十至五十的信贷资金，用于调节平衡国家信贷收支，财政金库存款和机关、团体等财政性存款，化为人民银行的信贷资金”。当时的财政性存款包括：财政金库存款、地方财政预算外存款、部队存款、基本建设存款、机关团体存款等。商业银行吸收的财政存款必须百分之百上交中央银行。

1998 年，经国务院决定，中国人民银行对存款准备金制度进行了改革，调整了金融机构一般存款的范围，将金融机构代理人民银行财政性存款中的机关团体存款、财政预算外存款，化为金融机构的一般存款。金融机构按规定比例将一般存款的一部分作为法定存款准备金存入人民银行。

现有的人民银行统计的财政存款数据有两个：一个货币当局资产负债表上的财政存款，主要包括地方政府存款、中央政府存款和商业银行划来财政性存款。另一个是金融机构人民币信贷收支表里的财政存款，包括中央财政存款、地方财政存款、财政预算外存款和国库定期存款。按照规定，财政预算外存款和国库定期存款属于商业银行的一般存款，需要交纳存款准备金，并计入 M2，金融机构信贷收支表里扣除这两项的财政存款是不需要交纳存款准备金，并不计入 M2 中。从数据看，二者差距并不大。

图 20: 金融机构和货币当局的财政存款新增量差距不大 (单位: 百万元)



资料来源: 财政部, CEIC, 申万研究

因此, 从这个角度看, 货币当局资产负债表上的财政存款的变动将直接影响基础货币, 而金融机构信贷收支表里的财政存款 (扣除财政预算外存款和国库定期存款) 的变动将影响 M2。

2.3.2 财政存款影响基础货币的逻辑

货币当局资产负债表上的政府存款的变化直接影响基础货币的投放, 政府存款增加是回收基础货币的过程, 政府存款减少是投放基础货币的过程。二者之间的关系可以通过货币当局的资产负债表推出。

货币当局的资产方: 国外资产+对政府债权+对其他存款性公司债权+对其他金融性公司债权+对非金融性部门债权+其他资产

负债方: 储备货币+不计入储备货币的金融性公司存款+发行债券+国外负债+政府存款+自有资金+其他负债

表 3: 货币当局资产负债表

总资产	总负债
国外资产 Foreign Assets	储备货币 Reserve Money
外汇 Foreign Exchange	货币发行 Currency Issue
货币黄金 Monetary Gold	其他存款性公司存款 Deposits of Other Depository Corporations
其他国外资产 Other Foreign Assets	不计入储备货币的金融性公司存款 Deposits of financial corporations excluded from Reserve Money
对政府债权 Claims on Government	发行债券 Bond Issue
其中: 中央政府 Of which: Central Government	国外负债 Foreign Liabilities
对其他存款性公司债权 Claims on Other Depository Corporations	政府存款 Deposits of Government
对其他金融性公司债权 Claims on Other Financial	自有资金 Own Capital

Corporations

对非金融性部门债权 Claims on Non-financial Sector

其他资产 Other Assets

其他负债 Other Liabilities

资料来源：人民银行，申万研究

因此，根据恒等式：资产=负债，推出：

储备货币=国外资产+对政府债权+对其他存款性公司债权+对其他金融性公司债权+对非金融性部门债权+其他资产-（不计入储备货币的金融性公司存款+发行债券+国外负债+政府存款+自有资金+其他负债）

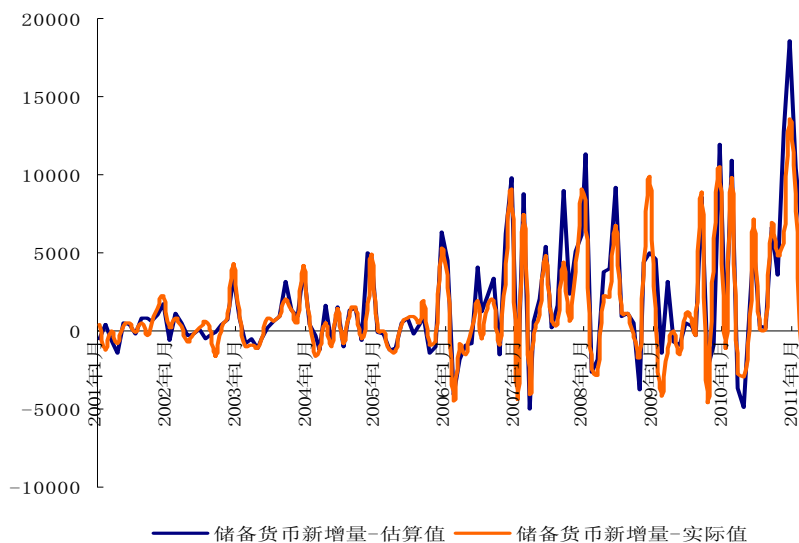
对于相关细项的说明，可参见报告《从中央银行金融系列报表看流动性的前世今生》。由于其他细项变动不大，则

储备货币新增≈外汇占款新增+公开市场操作净投放-政府存款新增

下图显示，通过以上方式估算的储备货币的变动量与实际变动情况基本相符。

财政资金的调配直接影响储备货币，通过货币派生进而影响货币供给量。

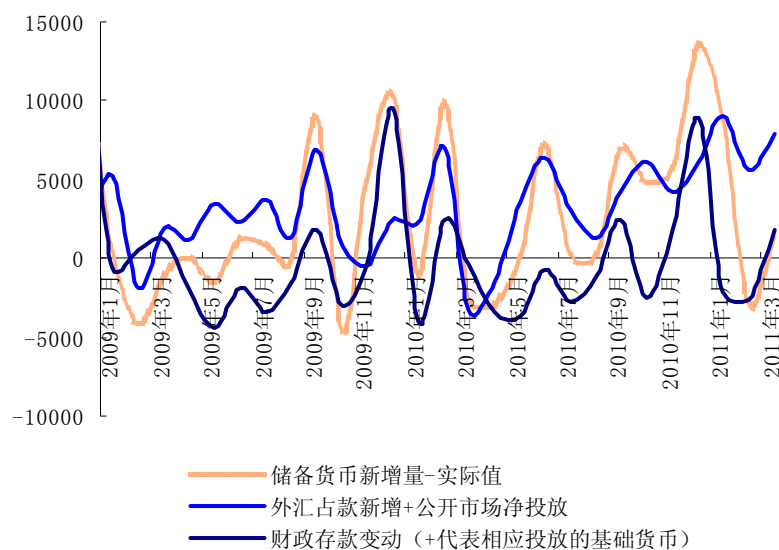
图 21：储备货币变动的估算量与实际变动量基本相符



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

从月度数据看，财政存款的变动加剧了基础货币的变动。一方面，财政存款的减少，加大了投放的基础货币量，如 2009 年 12 月和 2010 年 12 月；另一方面，部分月份财政存款的变动还将直接改变储备货币的变动方向，如 2009 年的 4、5、8、10 月，财政存款的大幅增加，导致储备货币由净增加变为净减少。从该角度上讲，财政政策的执行已经影响到货币政策。

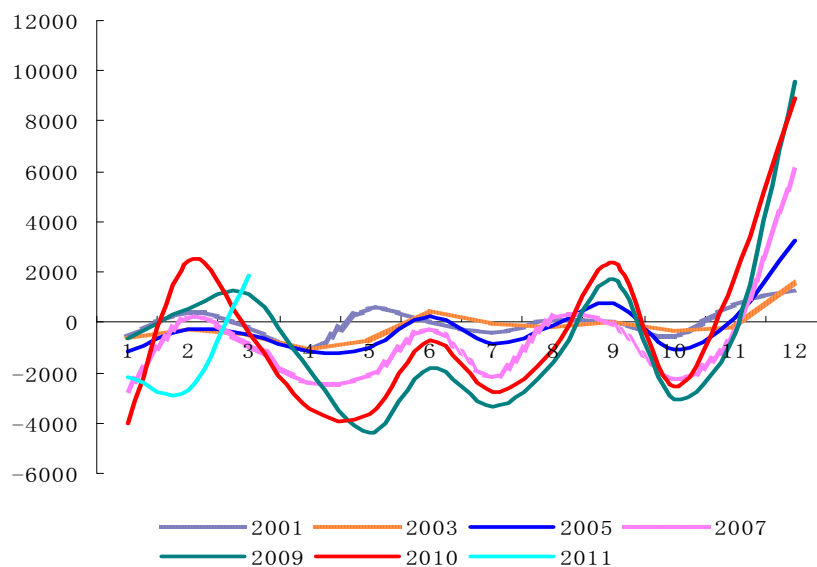
图 22: 储备货币的增量与外汇占款和财政存款的变动情况 (单位: 10 亿元)



资料来源: 财政部, CEIC, 申万研究

第一, 财政支出的变化与储备货币的变化步调一致。财政存款的变动具有很强的规律性, 一般而言每年的 2、6、9、12 月财政存款大幅减少, 是财政支出的集中下拨时间。

图 23: 财政存款的月度变动规律 (+代表财政存款减少, 投放基础货币)



资料来源: 财政部, CEIC, 申万研究 (单位: 10 亿元)

受财政存款变动的影响, 储备货币也具备这样的变动规律, 每年的 2、6 月、9 月和 12 月, 大幅增加。

2.3.3 财政存款影响M2 的逻辑

如前文所述，金融机构信贷收支表里的财政存款（扣除财政预算外存款和国库定期存款）的变动将影响 M2。

由于缺少财政预算外存款和国库定期存款的数据，我们直接用财政存款代替，虽然会带来部分误差。

根据金融机构的信贷收支表：

资金来源方：各项存款+金融债券+流通中的现金+对国际金融机构负债+其他

资金运用方：各项贷款+有价证券+股权及其他投资+黄金占款+外汇占款+在国际金融机构资产

表 4: 金融机构人民币信贷收支表

资金来源	资金运用
一、各项存款 Total Deposits	一、各项贷款 Total Loans
1. 单位存款 Corporate Deposits	（一）境内贷款 Domestic Loans
其中：活期存款 Demand Deposits	1. 短期贷款 Short-term Loans
定期存款 Time Deposits	2. 中长期贷款 Medium & Long-term Loans
通知存款 Notice Deposits	3. 融资租赁 Financial Lease
保证金存款 Margin Deposits	4. 票据融资 Bill Financing
2. 个人存款 Personal Deposits	5. 各项垫款 Advances
储蓄存款 Savings Deposits	（二）境外贷款 Overseas Loans
保证金存款 Margin Deposits	二、有价证券 Portfolio Investments
结构性存款 Structure Deposits	三、股权及其他投资 Shares and Other Investments
3. 财政性存款 Fiscal Deposits	四、黄金占款 Position for Bullion Purchase
4. 临时性存款 Temporary Deposits	五、外汇占款 Position for Forex Purchase
5. 委托存款 Designated Deposits	六、在国际金融机构资产 Assets with International Financial Institutions
6. 其他存款 Other Deposits	
二、金融债券 Financial Bond	
三、流通中货币 Currency in Circulation	
四、对国际金融机构负债 Liabilities to International Financial Institutions	
五、其他 Other Items	

资料来源：中国人民银行，申万研究

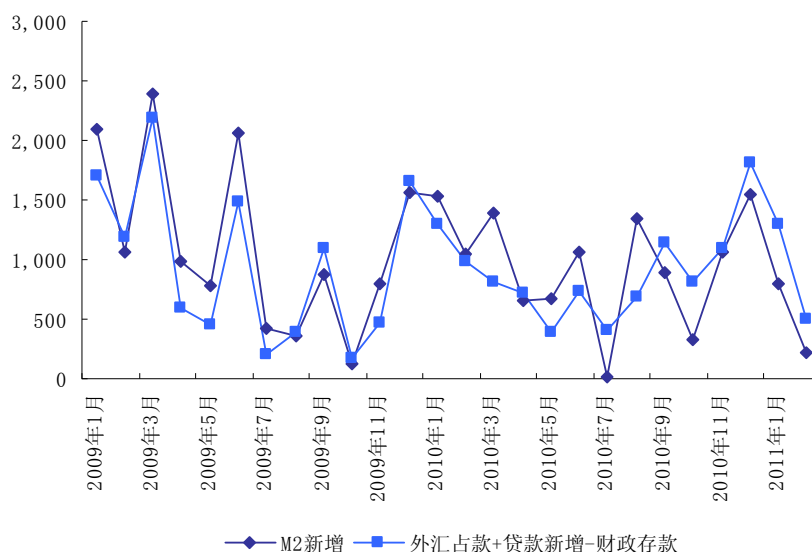
根据 M2 的公式：M2=M0+单位活期存款+单位定期存款+个人存款+证券公司客户保证金

则金融机构信贷收支表的资金来源方可以写作： $M2$ （扣除 $M0$ ）+ 财政存款 + $M0$ + 金融债券 + 对国际金融机构负债 + 其他 = 资金运用方 = 各项贷款 + 有价证券 + 股权及其他投资 + 黄金占款 + 外汇占款 + 在国际金融机构资产

则： $\Delta M2 \approx \Delta \text{贷款} + \Delta \text{外汇占款} - \Delta \text{财政存款}$

我们用外汇占款与贷款新增量扣减财政存款新增量（用的金融机构中的财政存款项目）模拟 $M2$ 的变化量，误差较小。

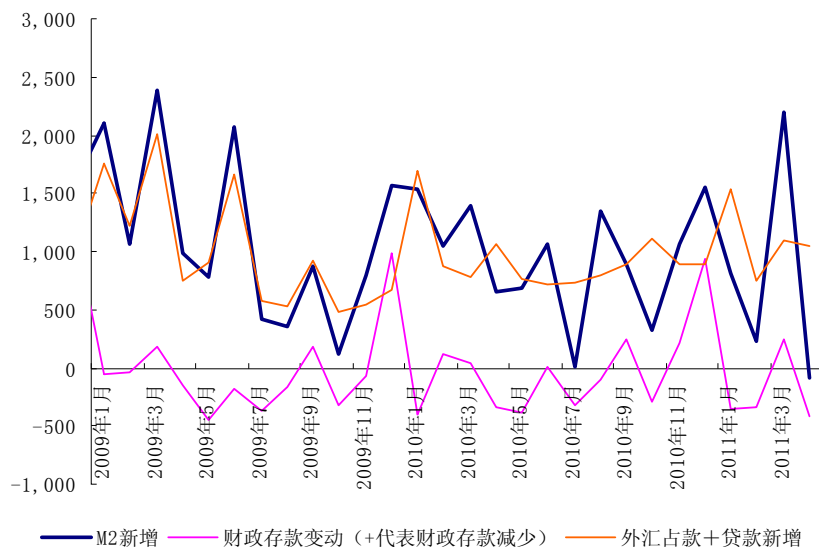
图 26：M2 新增与模拟新增量基本相符



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

从各项目变动的绝对值看，外汇占款和贷款的变动决定了 $M2$ 变动的绝大多数，但是个别月份，如每年的 12 月，财政存款的减少将带动 $M2$ 大幅增加，同时在外汇占款较少同时信贷控制较严的情况下，财政存款的变动对 $M2$ 的影响更加显著，如今年的 4 月份，财政存款的大幅增加带动 $M2$ 的大幅减少。

图 27: M2 新增量与外汇占款、贷款以及财政存款新增量对比



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

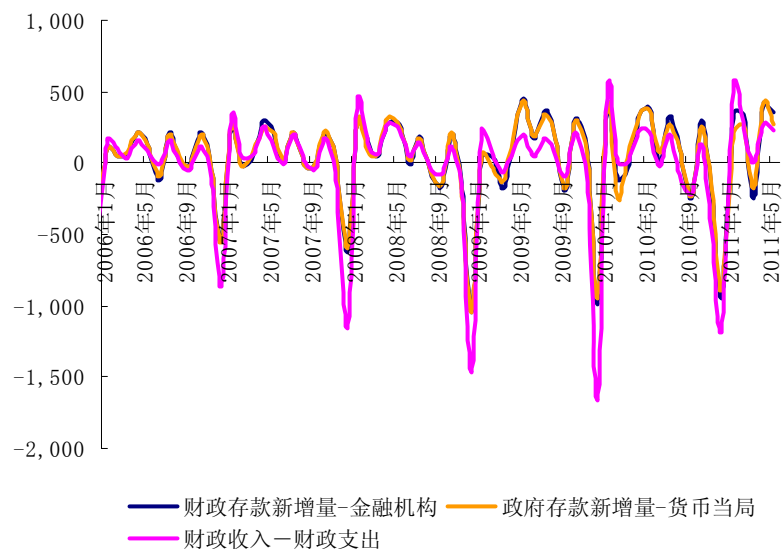
2.3.4 对 2012 年财政性存款的预测

1、财政存款与财政收支密切相关

虽然储备当局资产负债表中的政府存款与金融机构信贷收支表中的财政存款统计口径不同，但是二者的变动主要取决于财政收入与财政支出的差额。

因此我们可以通过预测月度财政收入和支出，预测政府存款和财政存款数据，从而预测基础货币和 M2。

图 28: 财政存款的变化取决于财政收支情况

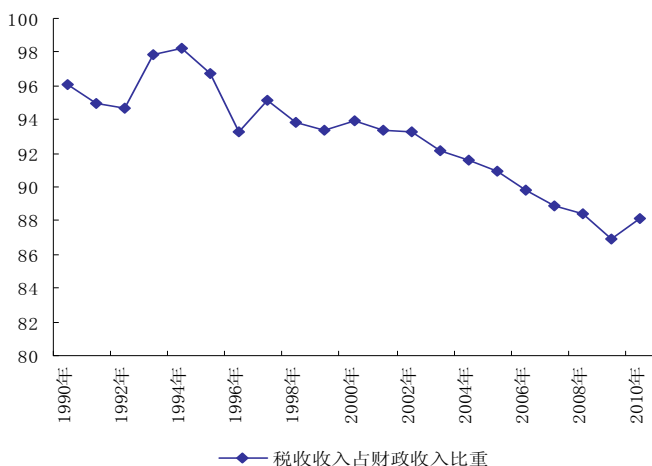


资料来源：财政部，CEIC，申万研究

2、财政收入的预测

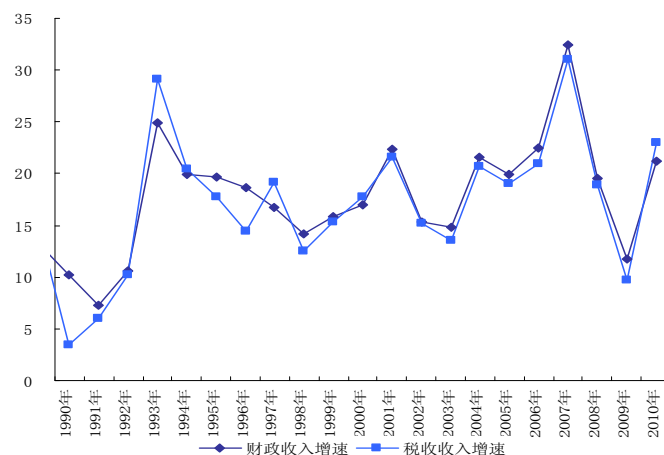
税收收入是财政收入的主要来源，虽然从 1990 年开始，税收收入占财政收入的比重不断下降，但 2010 年仍占比为 88.1%，因此从数据上看，财政收入增速与税收收入增速基本一致。

图 29：税收收入占财政收入比重不断下降



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

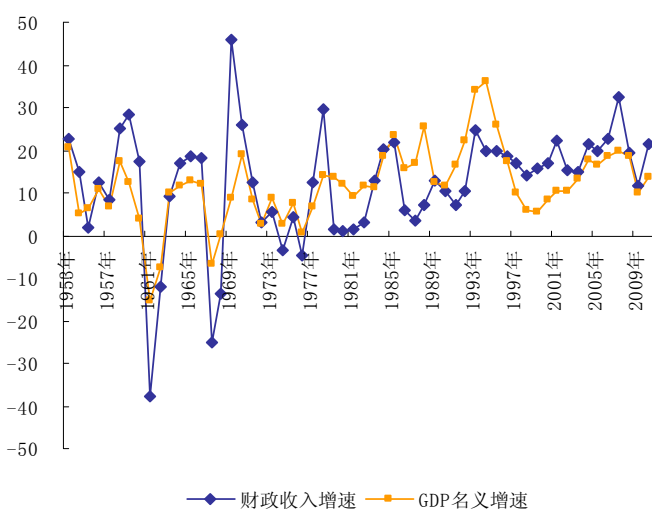
图 30：财政收入增速与税收收入增速基本一致



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

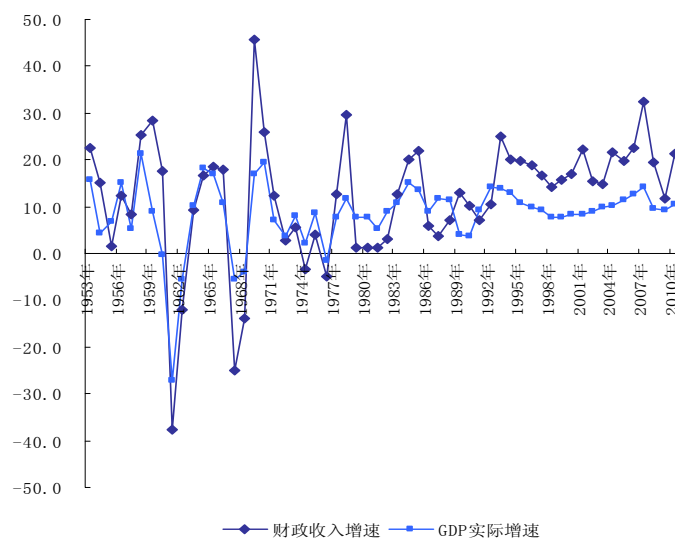
税收基数的变化取决于经济总体状况，经济好则企业收入高，税收基数高。因此从逻辑上可以推出财政收入与经济状况密切相关。由于财政收入是名义值，财政收入增速并未扣除价格因素的影响，因此财政收入增速与经济增长类指标名义增速相关性更高。从数据看，年度财政收入增速与 GDP 名义增速的相关性确实高于与 GDP 实际增长之间的相关性。

图 31：财政收入与 GDP 名义增速相关性高



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

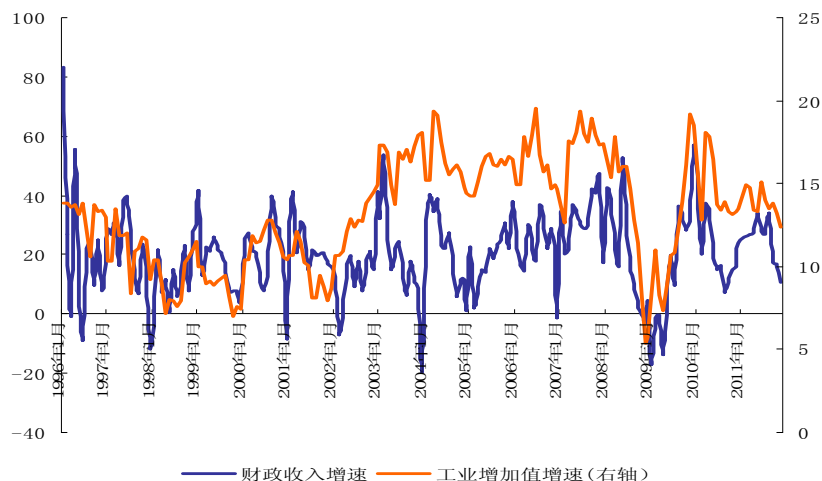
图 32：财政收入与 GDP 实际增速相关性不大



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

月度看，财政收入增速与工业增加值增速走势相近。由于我国税收主要来自国内增值税、企业所得税、营业税、进口货物增值税消费税、国内消费税，2010 年这五项税收合计占全国税收收入的 84.2%，而这些税收主要来自第二、第三产业，因此从月度数据看，财政收入增速与工业增加值增速走势相近。

图 33：财政收入增速与工业增加值增速走势一致



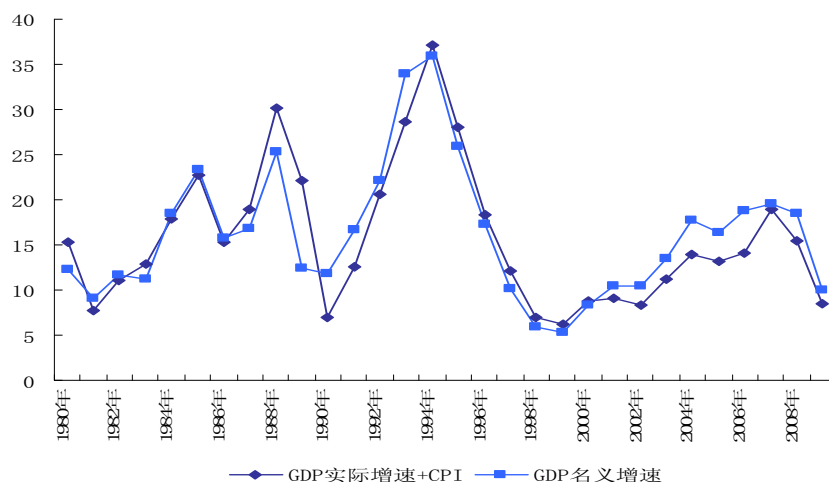
资料来源：财政部，CEIC，申万研究

根据以上分析，预测财政收入有两种方法：一是通过预测年度 GDP 名义增速，预测年度的财政收入增速，然后根据财政收入的月度规律，预测每月的财政收入；二是通过预测月度的工业增加值增速，预测月度和年度财政收入。

从数据间的关系看，第二种方法准确度不高，二者之间月度间走势并非一一对应。下面我们根据第一种方法预测 2012 年的财政收入情况。

从历史数据看，GDP 实际增速加 CPI 走势与 GDP 名义增速一致，我们预计 2012 年中国 GDP 增速为 8.6%，CPI 为 2.6%，则可近似模拟 GDP 名义增速。

图 34：GDP 实际增速与 CPI 涨幅之和与 GDP 名义增速一致

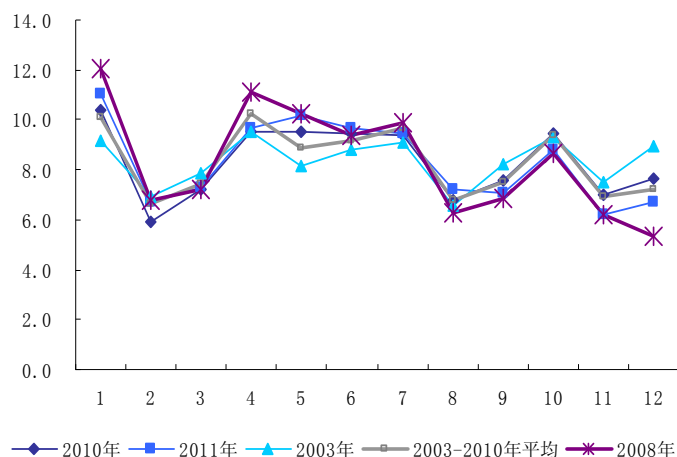


资料来源：财政部，CEIC，申万研究

根据财政收入增速与 GDP 名义增速之间的弹性关系，预计今年的财政收入增速为 13.4%，财政收入规模为 11.8 万亿。

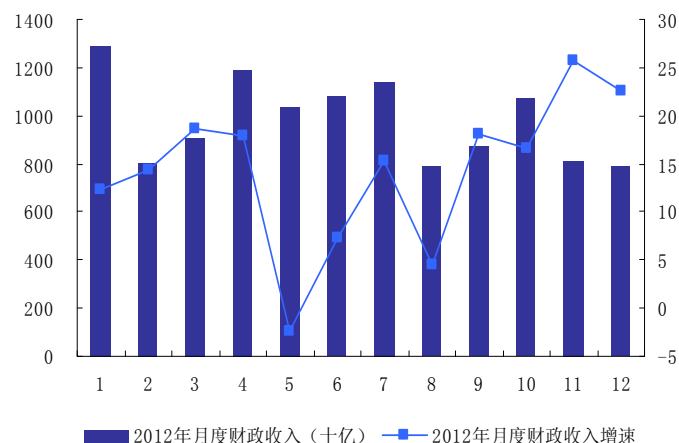
根据财政收入的季节性规律，预测 2012 年每月的财政收入规模及同比增速。

图 35：月度财政收入占全年总收入比重



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

图 36：2012 年月度财政收入及增速

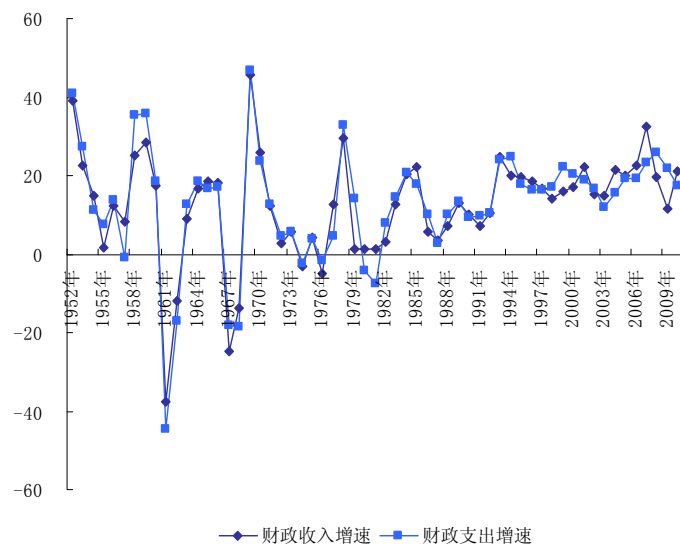


资料来源：财政部，CEIC，申万研究

3、财政支出的预测

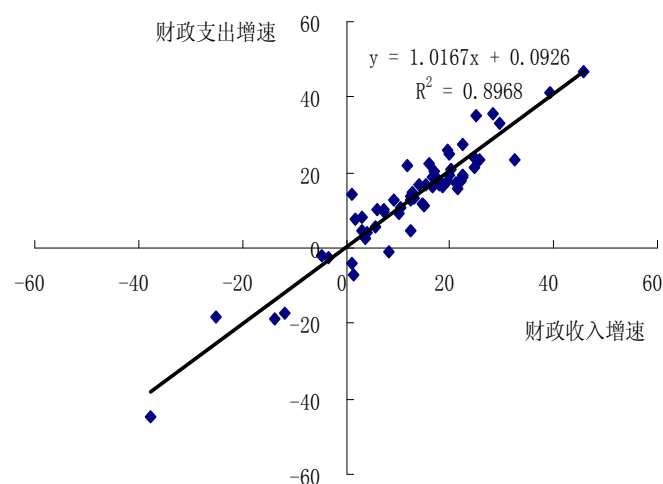
我国的财政是以收定支，财政支出和财政收入密切相关，从数据看，财政支出增速与财政收入保持一致。

图 37：财政支出增速与财政收入增速保持一致



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

图 38：财政收支增速拟合度高

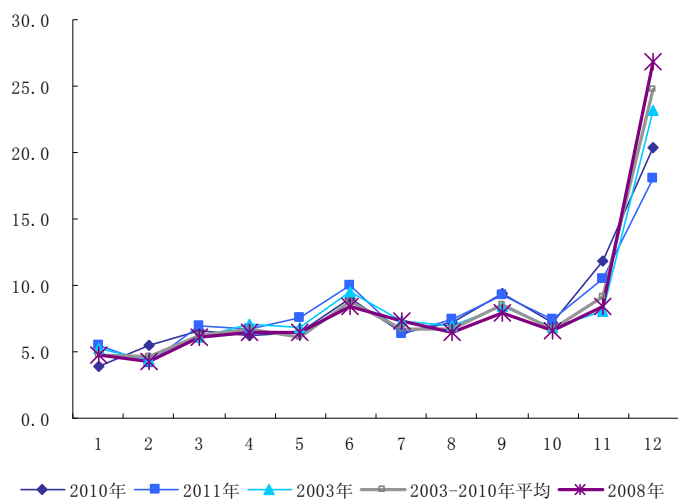


资料来源：财政部，CEIC，申万研究

根据财政收入增长状况，如果 2012 年财政收入增速为 13.4%，则财政支出增速为 14.5%，财政支出规模为 12.5 万亿。全年财政赤字为 7000 亿元。

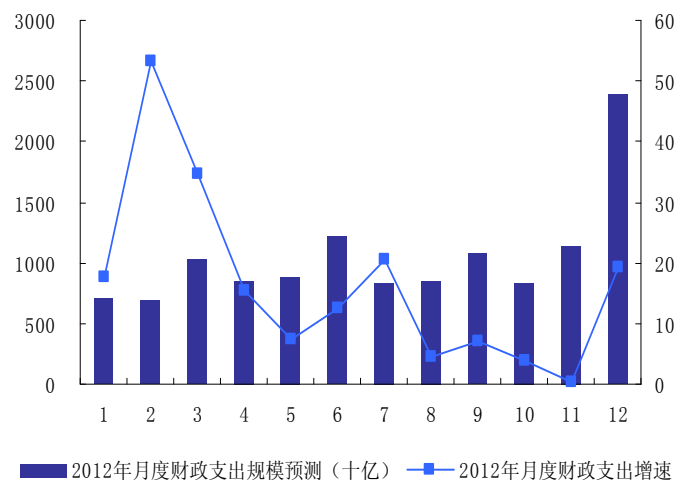
根据月度财政支出的占比情况，可以估算各月的财政支出规模及同比增速，如下图所示。

图 39：月度财政支出占全年总支出比重



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

图 40：2012 年月度财政支出规模及增速

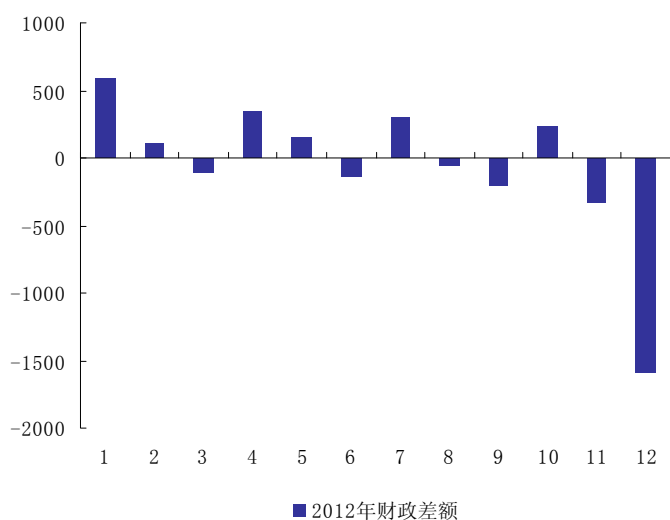


资料来源：财政部，CEIC，申万研究

4、月度财政存款的预测

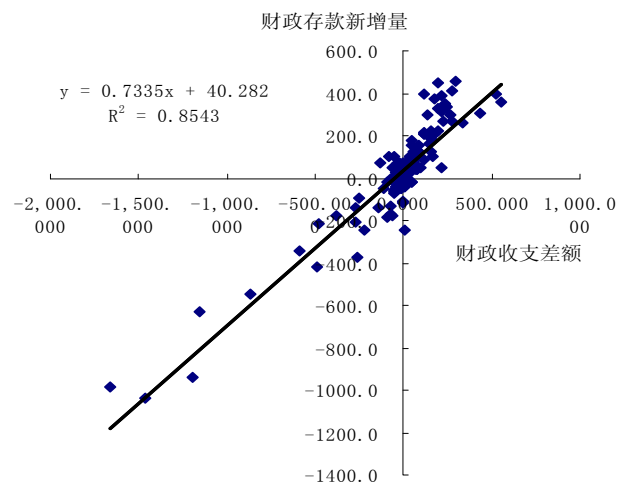
根据预测的财政收入和支出的月度数据，预测 2012 年每月的财政存款变动数据。

图 41：月度财政存款新增量（十亿）



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

图 42：财政存款新增量与财政收支差额的关系密切



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

2.4 公开市场影响基础货币的逻辑与渠道

2.4.1 我国公开市场操作的历史变迁

我国的公开市场操作工具主要集中在回购与中央银行票据身上。由于我国中央银行本身所持有国债数量有限，因此导致了在调节长期流动性方面，中国央行无法象美联储一样利用买卖国债的方式进行长期流动性的吞吐，因此在 2002 年开始，中国央行创设了中央银行票据作为公开市场工具，与回购工具并用成为调节我国基础货币流动性的根本工具。

从流动性调节的期限来看，由于回购工具的期限较短（一般为 1 个月到 6 个月期品种），因此对于长期流动性的调整主要依赖于中央银行票据（其期限构成分别为 3 个月、6 个月、1 年以及 3 年期品种）。由于货币政策方向的变化节奏体现为趋势性特征，因此在两大公开市场工具中，回购工具更主要的是平滑流动性的短期波动，而中央银行票据则更多的被寄予了反映货币政策趋势方向性的意义。

以中央银行票据发行为主要内容的公开市场操作基本成型于 2002 年 7 月 3 日，由于该品种同时具有数量引导和价格引导的双重特征，因此分析其变化过程必须要结合其利率确定过程来综合探讨。

从历史沿革变化来划分，中央银行票据发行制度作为公开市场主导操作工具的变化大致可以划分为如下几个发展阶段：

（1）2002 年 7 月 3 日—2004 年 2 月 17 日：该期间公开市场的主要操作品种是 3M 票据，该期限品种对于资金面因素更为敏感，因此公开市场利率对于中央银行政策意图的体现较弱。此外，由于当时的发行模式是中央银行先公布发行规模，然后由各家一级交易商自主设定投标数量和投标利率，这导致了中央银行对于发行利率变化的控制力度不强；

（2）2004 年 2 月 17 日—2006 年 9 月份：该期间公开市场操作的重点集中在 1 年期中央银行票据发行上。1 年期品种在一定程度上摆脱了短期资金面扰动的影响，更强的传递出了中央银行的货币政策意图。但是由于当时的发行模式依然是先确定发行量、再自主投标（虽然各家一级交易商在投标前须向中央银行提前预报投标数量和投标利率，但是所预报的内容在实际投标过程中并没有强制执行的义务），因此中央银行对于发行利率的控制力度虽有所增强，但是总体依然有限；

（3）2006 年 9 月份至今：该期间中央银行票据发行制度的一个最重大变化就是一级交易商需要提前上报投标量以及投标利率，然后中央银行根据交易商上报内容汇总数据，确定发行规模，并且交易商前期的预报内容在后期的实际操作中具有强制执行性。从此开始，中央银行对于票据的发行利率具有了较强的控制力度，这种发行模式在一定程度上也消除了价格招标与数量招标之间的功能区别，因此在后期，中央银行票据发行的数量招标模式很少被使用。

从上述变化过程来看，我们可以清晰的发现，中央银行利用中央银行票据调节市场流动性过程中，是综合了价格因素和数量因素而统筹考虑的，其价格因素的确定应该说更多的体现了中央银行主导的意图。

此外在理解中央银行票据作为公开市场工具过程中，不能简单的将其职能定义为回笼流动性。事实上，中央银行票据发行滚动至今，存量规模已经接近于 2 万亿。因此至今为止，中央银行票据这一操作工具已经具备了流动性的吞吐两面性特征：中央银行票据的发行具有回笼流动性之功，其到期则具有了投放流动性之效。只不过在实践中，由于票据的到期日往往被限定，导致中央银行在灵活处理货币投放中存在一定的困难，因此在这种情况下，更为灵活的逆回购操作往往被即时采用，平滑流动性的暂时性波动。

2.4.2 对 2012 年我国公开市场操作的前瞻预测

在前文论述中，我们提及，中央银行在应对基础货币的变化过程中，存在主动性和被动性的选择，其中对于外汇占款以及财政性存款吞吐的变化，中央银行往往是位于被动性处境，其无法直接决定两者对基础货币形成的吞吐规模以及吞吐节奏，而为了完成总体基础货币的流动性控制，中央银行往往需要利用公开市场手段作为对冲手段。如果更进一步为了实现其对于基础货币流动性的内核部分—超额准备金规模的控制，在公开市场对冲手段之外，还需要利用另一货币政策工具—法定存款准备金率来实现总量对冲。这就是形成总冲销比率的根本原理。

1、法定存款准备金率调整的前瞻性判断

在进行公开市场前瞻性判断前，我们有必要对于另一货币政策工具—法定存款准备金率的变化进行定量分析预判。

从定性角度来说，2012 年外汇占款出现趋势性少增是一个大概率事件，从年度规模来看，预计外汇占款将从前期的年增 2-3 万亿规模回落到年增 1-2 万亿规模。而公开市场的资金到期规模有限，且呈现阶段性分布，这将造成投放节奏受到限制。因此在补充资金供应（特别是补充长期资金）方面，法定存款准备金率的调整成为必然。因此首先我们需要对于 2012 年度法定存款准备金率的变化进行一个定量性判断。

毫无疑问，广义货币供应量 M2 的目标定位将成为法定存款准备金率变化的约束条件。2012 年我国广义货币供应量目标位置在 14%，在基础货币扩张受到外汇占款增量趋势性下降的前提下，广义货币的扩张只能依赖于货币乘数的扩张，从货币乘数的决定因素来看，存款准备金率是一个重要的影响。

更为具体而言，货币乘数的扩张依赖于法定存款准备金率的降低，进而实现广义货币供应量的增长目标。

根据当前货币乘数状况以及广义货币供应量的目标增量，我们构建了法定存款准备金率与广义货币供应量之间的钩稽关系表，如下：

图 43：M2 增速目标与法定准备金率下调次数对应关系

M2增速	准备金率下调次数
12%	2.6
13%	3.1
14%	3.6
15%	4.1

资料来源：CEIC，申万研究

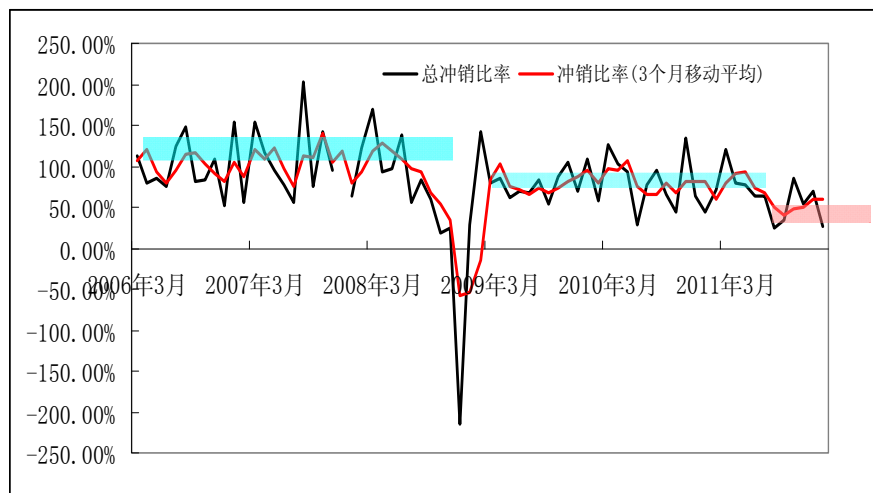
按照 14% 的广义货币供应量目标位置来看，2012 年全年法定存款准备金率的下调次数应该保持在四次左右，而且考虑到基础货币的增量在上下半年存在增速非对称特征（这主要由于外汇占款增量前慢后快特征所决定），因此我们认为法定存款准备金率的下调将主要集中在上半年完成，预计一季度调整 1 次，二季度调整 2 次，三季度调整 1 次。

2、总冲销比重保持低位稳定，公开市场操作进行波段平滑

我们在测算外汇占款变化、法定存款准备金率以及 2012 年公开市场到期规模估算的基础上，我们可以大致测算 2012 年度我国公开市场发行规模的变化。

首先我们需要从政策松紧度层面大致判断总冲销比率在 2012 年的分布状况，该比率的高低与货币政策松紧度相关，需要进行比较验证。

图 44：中央银行总冲销比率逐级下降



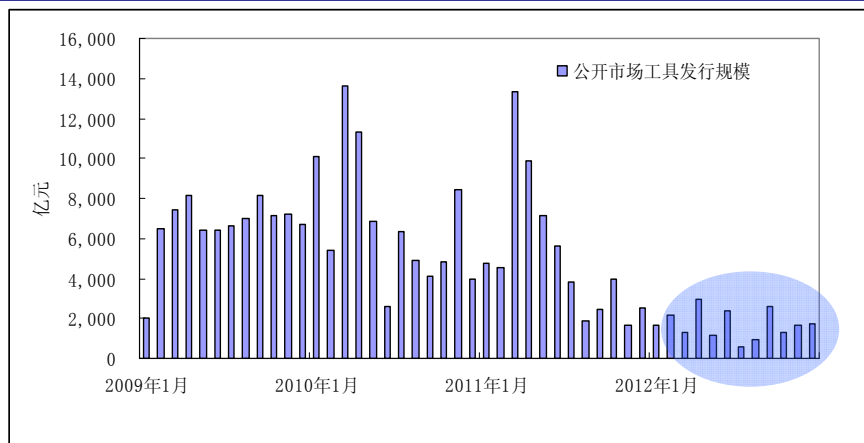
资料来源：中国人民银行，申万研究

从长期角度来看，我国正在逐渐走出流动性极度充裕的时期，对应于此，中央银行对冲流动性过剩的压力在日渐降低，长期来看，中央银行的总冲销比率呈现阶梯型回落的态势。2006-2008 年期间，总冲销比率保持在 110%，2008-2009 年由于应对金融危机，货币政策极度宽松，造成了非正常波动，2010 年以来我国中央银行的总对冲比率保持在 60-70%之间，上述年份中的一个显著特征是外部流动性输入严重，总量流动性异常宽松。

我们预期，进入 2012 年后，由于外部流动性输入将出现趋势性的降低，因此总量流动性宽松的局面将显著改观，中央银行的总冲销比重有望进一步回落，我们预期 2012 年中央银行总冲销比率有望回落到 40-50%区间内。

由此，我们可以大致测算 2012 年公开市场工具（中央银行票据发行+正回购操作）的发行规模，如下图所示：

图 45：预计 2012 年公开市场发行总规模显著下降



资料来源：中国人民银行，申万研究

总体来看，2012 年公开市场操作工具的变化将呈现如下几个特征：

（1）相比于历史年度，2012 年公开市场工具所具有的货币回笼功能将越发弱化，其发行规模将出现显著萎缩，公开市场净效应体现为注入流动性的功能；

（2）公开市场工具将产生分化。由于总量流动性将出现回落，中央银行更倾向于借助于短期回购工具的方式微调流动性，该工具的主要意图在于平滑短期内资金波动。中央银行票据的发行将在一定时期内退出公开市场操作选择中，中央银行票据的功能主要体现在存量到期向市场提供流动性；

（3）法定存款准备金率将出现下调，全年下调整次数在四次左右，而且考虑到基础货币的增量在上下半年存在增速非对称特征（这主要由于外汇占款增量前慢后快特征所决定），法定存款准备金率的下调将主要集中在上半年完成，预计一季度调整 1 次，二季度调整 2 次，三季度调整 1 次。

(4) 中央银行的公开市场操作工具面临再度创新的挑战。2002 年以来,我国中央银行的主要矛盾焦点在于如何对冲外部流动性的问题,因此创设了中央银行票据工具作为冲销手段。在未来一段时期内,困扰我国货币政策多年的流动性充裕局面有望向中性水平转化,因此在法定存款准备金率非常态工具、回购工具主要局限于短期的约束下,中央银行还需要开发新的流动性管理工具,即创设一种能够向市场投放长期流动性的公开市场工具。

3. 货币流动性的派生与扩张

基础货币作为高能货币成为总量宏观流动性扩张的基础,与宏观经济关联更为紧密的广义货币供应量是在基础货币的源头上开始派生而成的。广义货币供应量的形成一方面要依赖于基础货币的投放吞吐,另一方面还要依赖于货币派生速度与乘数。因此在本部分内容中,我们将侧重于从货币的派生与扩张速度角度来探讨宏观流动性的形成。

3.1 广义货币供应量的构成

M2 统计主要反映经济体中的货币综合购买力,反映实体和居民部门的购买力水平,讨论 M2,需要先厘清 M2 的构成。

在当前央行的货币统计体系中,各个层次的货币统计构成如下:

$M0 = \text{流通中现金}$

$M1 = M0 + \text{企业活期存款} + \text{机关团体存款} + \text{农村存款}$

$M2 = M1 + \text{企业定期存款} + \text{储蓄存款} + \text{非存款类金融机构同业存款}$

M2 与人民币存款(央行统计口径)最大的区别在于三个方面,一个是流通中现金(属于 M2,不属于存款),另一个是非银行类金融机构同业存款(属于 M2,不属于存款),第三个是财政存款(属于存款,基本不属于 M2)。由于统计口径不同,因此资金在结构之间的流动会带来 M2 与存款变化的不同步。

3.2 流动性派生的逻辑框架

M2 的派生过程:

除了由统计口径带来的细微区别之外,M2 的变化与存款的变化大方向基本一致。

两者变化方向一致的原因在于,货币增长核心驱动来自于两大主要过程:第一过程是基础货币的增加,第二过程是广义信贷的派生,而这两大因素会同时影响存款和 M2。

基础货币的变动途径在本报告有详细讲解，基础货币的增减主要来自于外汇占款增减、财政存款吞吐、央行的货币投放，这里不再赘述。本部分的核心内容是讨论广义信贷的派生过程，这里提到的“广义信贷”概念，其范畴除了包括央行统计意义上的贷款（含贴现），还包含银行类金融机构持有并购买的信用债，因为从实际意义上的存款派生来说，除了信贷能带来银行体系的信用派生之外，银行购买并持有的信用债也会带来基础货币向企业存款的转移。

3.3 真实的货币创造过程—货币乘数影响因子

讨论货币乘数，首先要搞清楚到底货币乘数的本质。从逻辑上讲，货币总量是基础货币加银行广义信贷的派生，而货币乘数是货币总量除以基础货币总量，那么带来货币乘数变化的核心是银行体系广义信贷的派生过程。因此，研究货币乘数，需要将讨论集中在广义信贷投放的过程。

3.3.1 传统的货币乘数理论与中国的现实差距较大

我们先回顾一下最简单的货币乘数理论，从基础货币到广义货币之间的最简单的派生过程是这样的：

假定市场中增加 A 元（假定 A=10）的基础货币，那么银行得到这笔钱之后，需要交准备金（假定准备金率 r 为 10%），上缴 1 元之后剩下的 9 元去放贷，然后派生出 9 元存款，再交 0.9 元准备金，如此往复，增加的总存款数

$$D=A/r=10/0.1=100 \text{ 元}$$

新增的准备金 $R=D \times r=100 \times 0.1=10$ 元，也就意味着所有新增的基础货币全部用来缴纳了准备金，

那么在上面这个最简单的例子中，基础货币=准备金，货币乘数 $K=\text{总存款}/\text{基础货币}=\text{准备金率的倒数}$ 。

但在现实中，人们发现真实的货币乘数远小于准备金率的倒数，于是研究者在模型中加入了现金漏出的假设，即每次人们拿到钱时，都将一定比例的现金留存在借贷者的手里，假定这个比例是 c（假定 c=10%），那么现在新增 10 元钱的基础货币，储户先截留 1 元，再上缴央行 0.9 元，派生的贷款是 8.1 元，如此循环下去，我们得到增加的总存款

$$D=A/(1-(1-c)(1-r)) \approx A/(c+r)=10/(10\%+10\%)=50 \text{ 元}$$

这里，总共上缴的准备金为

$$R=D \times (1-c) \times r \approx D \times r=5 \text{ 元，}$$

总共漏出的现金

$$C \approx D \times c \times (1-r) \approx D \times c=5 \text{ 元}$$

于是，在这个增加了现金漏出率假设的案例里，

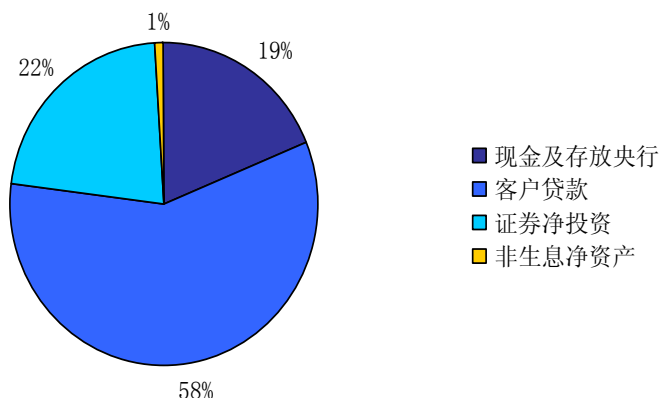
$$\text{货币乘数 } K = D/A \approx 50/10 = 5 = 1/(c+r) = D/(R+C)$$

基础货币 $A = \text{现金漏出 } C + \text{准备金 } R \approx 5 + 5 = 10$ 元

在以上两个案例里，我们可以得到以下几个基本结论：

1. 每一轮货币循环都对应着两种效应：a. 基础货币的沉淀，b. 银行资产负债表的扩张
2. 基础货币等于所有不回流商业银行的资金之和，案例一中是准备金，案例 2 中是准备金加流通中现金。
3. 在货币创造的循环过程中，不参与货币创造的比例越大，货币乘数越小，换言之，银行若要保证自己的货币创造能力，则需要尽量保证资产投向中能够派生货币的比例更大。

图 46：银行贷款占比和债券投资结构决定货币乘数



资料来源：申万研究、Wind

3.3.2 现实的情况如何？——对资产负债表的梳理

以上是对于传统货币理论的回顾，现实的情况则复杂得多，由于银行的经营需要考虑各种约束条件，因此货币的沉淀过程与传统理论的假设相去甚远。下面，我们开始对真实世界的货币乘数进行分析。为了保证结论的简洁和清晰，方便理解，首先我们需要对银行体系的资产负债表进行简化（见表 4）。

表 5：简化的商业银行资产负债表

资产方	负债方
现金及存放于中央银行的款项	应付金融机构的款项
应收金融机构的款项	客户存款
客户贷款	发行债务
证券投资	证券融入
非生息资产	非生息负债
	股东权益

表 6：轧差后商业银行资产负债表

资产方	负债方
现金及存放于中央银行的款项	净应付金融机构的款项
证券净投资	客户存款
客户贷款	发行债务
非生息净资产	股东权益

资料来源：申万研究

3.3.3 货币派生能力与银行投资结构相关

分析简化后的资产负债表，从资金投向来看，资产方中现金及存放央行款项回笼央行，不能派生存款，客户贷款进入居民和企业账户，可以派生存款，非息资产不能派生存款，证券投资则需要考虑投资的债券品种，如果银行购买国债，那么资金回流国库，无法派生货币，如果投资银行金融债，则资金回流银行，如果投资政策性银行金融债，由政策性银行发贷款进入实体并派生存款，若投资信用债，则资金进入实体可以派生存款。

因此，银行若要放大自己的货币乘数，则需要在资产结构上提高可派生货币类资产的占比，比如增加信用债投资，扩大政策性银行金融债投资，减少央行票据投资，扩大信贷投资占比等。

从实际情况来看，央行对于货币的回笼不仅仅只有准备金，财政存款和央行票据同样具备货币回笼的能力，既然以现金+准备金率为货币基础的货币理论，无法真实全面的反映中央银行对银行体系的货币回笼程度，那么，我们需要对传统的货币乘数理论进行修正，需要把具备高能货币特征和准备金性质相同的财政存款和央行对商业银行的全部负债纳入到基础货币的统计范围中。

3.3.4 基础货币向广义货币的派生过程一览

通过以上的分析，我们大致可以得到这样一个结论，即银行的资产结构反映了银行的货币派生能力，或者说银行的资产结构会影响货币乘数，那么，既然有这样的结论，货币乘数理论就应该针对银行的资产结构因素来进行修正。

回顾银行资金的运用过程，新增基础货币的最终沉淀只有两种去处，一种是进央行/财政（都属于央行账户），一种是持有现金，每一轮循环沉淀过后流出的资金再回笼到银行成为存款，然后再通过同样的管道回笼央行和增加手持现金，直到能存回银行的钱变为零，最后广义货币的存在形式就只剩下三类：

第一类包括存在央行的资金和手持现金，一部分来自银行，包括银行的准备金和超额准备金、购买央行票据资金；剩下的部分来自政府，包括政府税

收及各项附加收费，国债或代理地方债发行带来的财政净存款。存入央行的资金，不再进入货币创造过程。其次是流通中现金，包括银行手持现金和企业居民手中的现金，由于不存回银行，因此也不进入货币创造过程。前两者加起来就是实际的基础货币总量。

第二类是存在商业银行的居民/企业存款，这部分是参与货币信用创造过程的核心部分。

资金在以下一些环节被影响：

1. 银行融资过程，通过向社会吸收资金获得资金注入，融资比例会减少社会的存款基础，融资多了，存款基础就变小，在贷存比的约束下会影响贷款派生，融资过程由资本充足要求决定，容得资金依然是银行的可用资金，并不造成资金沉淀，因此不是基础货币。

2. 准备金上缴，这部分资金进入央行，无法再进行货币派生。现实中还包括购买央行票据等央行债券购买行为，这部分也会回笼央行，不进行货币派生，其比例由准备金率影响。因此，该部分应计入基础货币。

3. 购买国债，这部分资金进入财政国库，回到央行，无法进行货币派生。现实的经济过程中，资金会以税和国债的形式回到国库，其比例由国债发行节奏决定，该部分应计入基础货币。

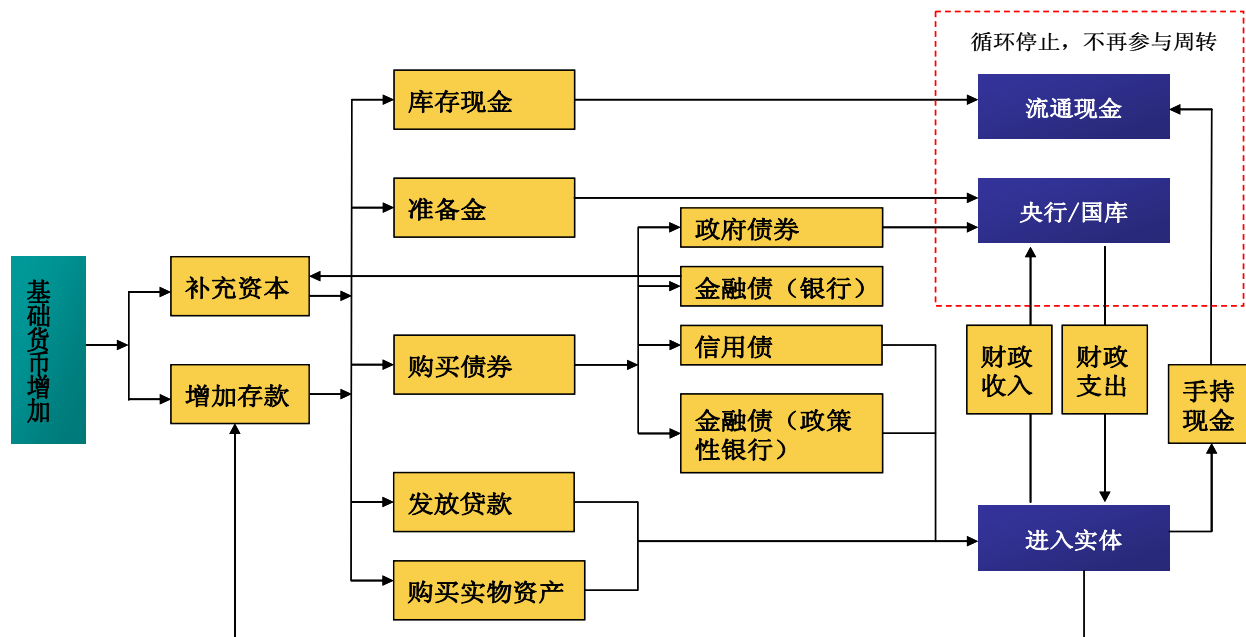
4. 银行持有库存现金，无法进行货币派生，该部分应计入基础货币。

5. 银行购买企业债券，资金进入实体，实体再存回银行，可以进行货币派生。现实中，购买政策性银行债时，政策性银行放贷，资金进入实体，再存回银行，也可以进行货币派生。

6. 银行放贷，资金进入实体，以存款再回流银行，可以进行货币派生。

7. 企业或居民实体持有现金，不存回银行，无法进行货币派生，该部分应计入基础货币。

图 47：银行体系货币创造的循环过程



资料来源：申万研究、公开资料

因此从宏观角度上来看：

货币乘数=存款/基础货币=M2/（准备金+对央行债权（净）+财政存款-财政负债+流通中现金）

根据前面对银行资金运用的流向的分析，对于银行而言

货币乘数=存款/（准备金+对央行债权（净）+债券投资-政策性银行债券-信用债投资比例）

=（总资产 - 资本 - 非银行金融机构存款）/（准备金 + 债券投资 - 政策性银行债券 - 信用债投资）

=（1 - 资本/总资产 - 非银行金融机构存款/总资产）/（准备金占比+债券投资比例 - 政策性银行债券投资比 - 信用债投资占比）

≈（1 - 银行杠杆率 - 非银机构同业存款）/（准备金率+债券投资率 - 政策性银行债券投资率 - 信用债投资率）

≈（1 - 银行资本充足率*风险加权系数 - 非银机构同业资金比例）/（准备金率+债券投资率 - 政策性银行债券投资率 - 信用债投资率）……………公式①

公式①中，我们发现，

1. 准备金率提升时，银行货币乘数会下降，但银行可以通过减少债券投资，或者提高对政策性银行或信用债的投资来对冲准备金率的影响，从而保

证自身的货币乘数水平。这也是为什么过去 10 年来准备金率的大幅提升对货币乘数影响较小的原因。

2. 观察公式①的分子中可以发现，当资本充足率提升时，银行的货币乘数会下降，但是银行可以通过挤压非银行同业存款来获得货币放大能力，比如吸收证券保证金来获得货币扩张能力；或者，银行可以通过降低风险加权系数来获得货币放大能力，但由于风险加权系数也反映了银行的投资结构的变化，因此只有购买政策性银行债一种方式能够既扩大分子，又降低分母，从而保证货币乘数。

通过这个公式，我们再来看看货币乘数与贷存比的关系

货币乘数

=存款/（准备金+对央行债权（净）+债券投资-政策性银行债券-信用债投资）

=存款/（总资产 - 贷款 - 政策性银行债-信用债）

=1/（总资产/存款-贷存比 - 政策性银行债/存款 - 信用债/存款）

所以有

1/货币乘数=（总资产/存款 - 贷存比 - 政策性银行债/存款 - 信用债/存款）

上面等式说明，货币乘数与贷存比正相关，在短期内，由于债券的发行是由行政控制的，供应相对刚性，银行短期内不具备主动调节债券资产的能力，而且之前我们看到存款与总资产的比例相对稳定，因此可以得到，短期内

$\Delta(1/\text{货币乘数}) \approx -\Delta\text{贷存比} - \Delta\text{政策性银行债投资率} - \Delta\text{信用债投资率}$

$\rightarrow \Delta\text{货币乘数} \approx (\text{货币乘数})^2 \times (\Delta\text{贷存比} + \Delta\text{政策性银行债投资率} + \Delta\text{信用债投资率})$

$\rightarrow \Delta\text{货币乘数}/\text{货币乘数}$

$\approx \text{货币乘数} \times (\Delta\text{贷存比} + \Delta\text{政策性银行债投资率} + \Delta\text{信用债投资率}) \dots\dots\dots\text{公式②}$

公式②说明，短期内，货币乘数的变动率与贷存比的变动呈倍数的正相关关系，货币乘数的变动直接影响着货币创造能力，因此任何关于贷存比的监管政策都需要认真对待。

3.4 针对于货币乘数的微观行为博弈

商业银行可以利用债券投资来调节自身的货币乘数变化外，商业银行还可以通过其他一些手段来自发调节自身货币乘数的变化，例如通过调节证券保证金等负债规模来获得一定的货币派生能力。而针对于商业银行的这些自发调节手段，货币当局也通过加强监管等手段强化宏观调控，因此在下面内容中，我们从监管方与被监管方之间的相互博弈角度来探讨双方针对于货币乘数调节的行为。

3.4.1 通过调整投资结构来应对准备金率的调整，并进而影响货币扩张能力

从上述探讨中，我们得到了一些结论：

过去 10 年来准备金率大幅提升，但对实际货币乘数影响较小，其原因在于银行可以通过减少债券投资，或者提高对政策性银行或信用债的投资来对冲准备金率的影响，从而保证自身的货币乘数水平。

当资本充足率要求提升时，银行的货币乘数会下降，但是银行可以通过挤压非银行同业存款来获得货币放大能力，比如吸收证券保证金来获得货币扩张能力；或者，银行可以通过降低风险加权系数来获得货币放大能力，但由于风险加权系数也反映了银行的投资结构的变化，因此只有购买政策性银行债一种方式能够既扩大分子，又降低分母，从而保证货币乘数。

在短期内，由于债券的发行是由行政控制的，供应相对刚性，银行体系在短期内不具备主动调节债券资产的能力，因此贷存比政策对货币乘数的影响较大。

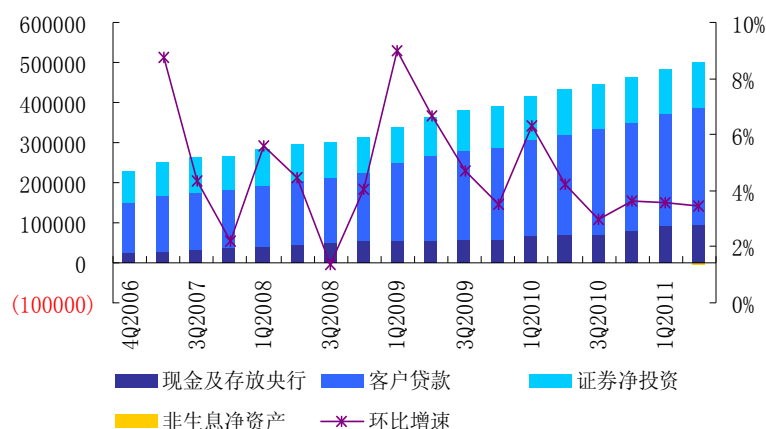
从简化后整理的资产结构变动来看，2010 年以来银行总体资产增长速度趋缓，但从公式①

货币乘数 $\approx (1 - \text{银行资本充足率} \times \text{风险加权系数} - \text{非银机构同业资金比例}) / (\text{准备金率} + \text{债券投资率} - \text{政策性银行债券投资率} - \text{信用债投资率})$

我们知道，银行业可以通过资产结构调整，扩大自身货币乘数来尽量满足实体对于资金的需求。可以看到，06 年至今的准备金率上调并未影响银行的信贷占比，银行通过压缩债券类资产的占比来获得货币放大能力。在债券的投资结构中，银行通过压缩债券中的央行票据占比，同时提高政策性银行债和信用债的比例来保证可派生货币资产的比例不被挤压。

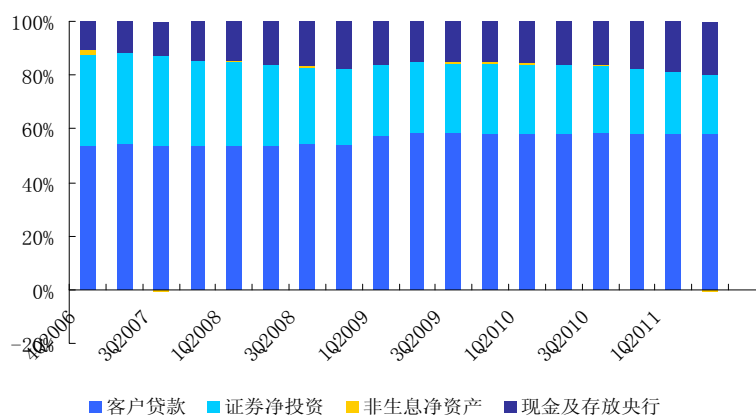
反之，当实体需求下降时，央行希望通过降准备金的方式来扩大货币乘数，但实体收益率水平下降时，信贷需求会出现萎缩，此时降准释放出来的资金更多会被银行配置在央票、国债等非广义信贷类资产中，此时央行的努力会被对冲，这也是货币乘数维持稳定的原因，

图 48：上市银行资产增长保持稳定，增速趋缓，波动下降



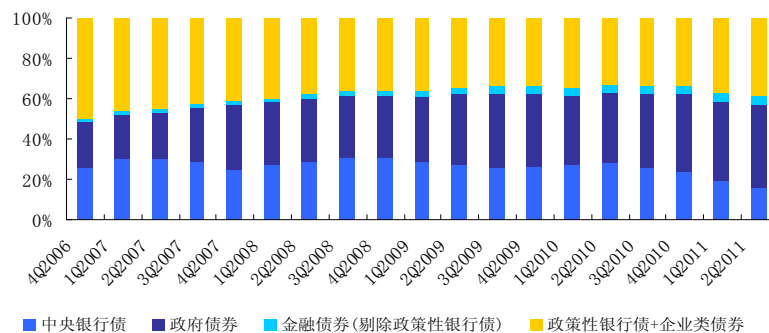
资料来源：申万研究、公开资料

图 49：银行通过挤压债券投资比例来获得货币放大能力



资料来源：申万研究、公开资料

图 50：银行通过调整债券投资结构来获得货币放大能力



资料来源：申万研究、公开资料

从空间来看，未来央行票据的挤压还有空间，银行体系还可以通过加大对政策性银行债券的投资来获取空间。

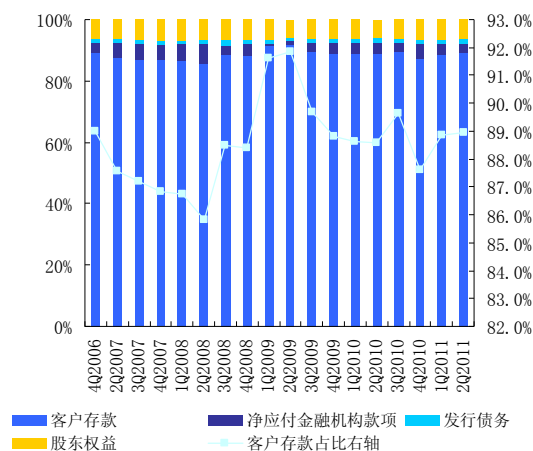
3.4.2 银行通过挤压证券保证金存款获得货币扩张能力

再来看负债结构，负债中存款的占比较大，但波动不大，危机前后存款占比波动相对明显一些，主要是由于存款搬家带来的影响，当股市大幅上涨时，银行存款中储蓄存款转移到证券公司，变成银行的同业存款，银行体系货币派生能力下降；在股市大幅下跌阶段，银行的同业存款转移成居民或企业存款，货币派生能力上升。

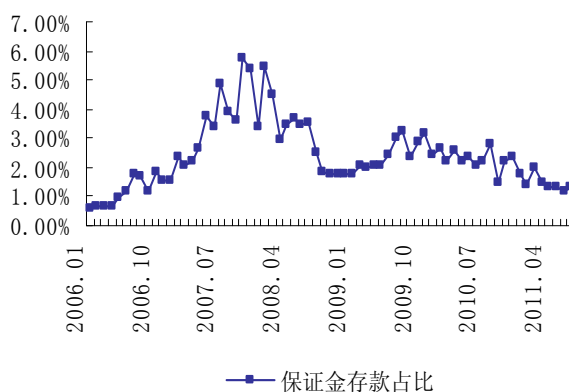
从一定程度上讲，证券保证金给银行带来的同业存款成为银行调剂存款余缺的蓄水池，当贷存比监管趋严或资本充足率提升时，银行体系对存款的需求上升，此时银行通过加强营销（提高返点或礼品赠送）或发行理财产品的方式来吸引证券保证金。当前，银行资金来源中，股东权益占比变动不大，维持在 6.5% 左右，波动不超过 0.4%，而净应付金融机构款项占比在 0.6%~6.4% 的区间内波动，其中，主要的贡献来自于证券保证金占比的变化（0.57%~5.8%），当保证金存款被银行体系挤压时，银行股价出现系统性下降。

图 51：银行通过挤压证券保证金比例来获得存款

图 52：证券保证金账户波动对净应付金融机构资金的波动影响较大



资料来源：公开资料，申万研究



资料来源：人民银行，申万研究

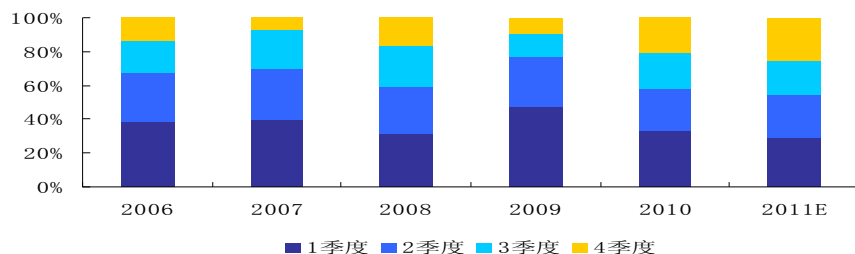
3.4.3 监管分辨率提升将弱化银行对货币乘数的微观调节能力

我们能够观察到的数据，往往是时间节点上的数据，从中可以看到资产结构变化的长期趋势，监管层也常常以时点数据为参考，而时点之外的数据变化，则是银行体系应对监管的缓冲空间，随着监管分辨率的提升，银行体系在微观上调节货币乘数的能力逐渐下降。

由于去年以来银监会推出“三个办法一个指引”，以及去年 6 月以来的日均贷存比考核的正式实施，时间轴上的监管分辨率的提高使得银行的监管套

利空间越来越小，银行的货币乘数趋于固定化。从季度数据来看，三个办法一个指引出台后，四个季度货币投放节奏变得更加均匀，以往的季节性货币投向占比不再可以作为预测信贷增长的工具。

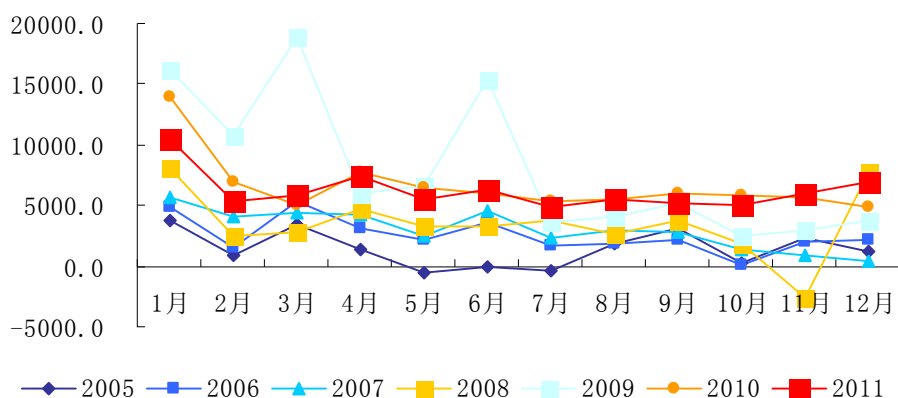
图 53：信贷投放四个季度占比更加均衡



资料来源：申万研究

从月度数据看，银行视角计算的货币乘数趋于固定化。季度初冲贷款现象逐渐减少，相反，由于季初缴税量较大，基础货币增长减少，7月份十分罕见的出现了季初新增贷款大幅下降的局面，主要原因在于7月份基础货币，预计，未来季初信贷增长较慢的现象将会反复出现，预计10月份信贷将创下近期新低，将在4000亿左右。

图 54：各月贷款投放更加固定



资料来源：申万研究、人民银行

季度内各个月份的新增信贷日益趋于均衡，随着监管分辨率的进一步提高，银行信贷增长逐渐步入计划经济时代，超过信贷额度的月度贷款释放越来越难出现。随着日均考核的出现，银行已经开始将创新频度推向日内，即通过和证券公司合作，与证券公司的客户签订协议，收盘后将证券保证金存款转入银行账户进行理财，第二天开盘前再转回客户的保证金账户。

3.4.4 监管政策对各类型银行的影响不尽相同

行业内来看，由于准备金率较高，贷存比较低，国有大型银行的货币乘数显著低于股份制银行；而城商行则由于网点扩张较快，存款增长能力强于贷

款增长能力，而且由于体量较小，对库存现金比例要求更高，因此贷存比偏低，所以相对股份制银行而言，其货币乘数更低。

从时间轴看，三大类型的银行对货币乘数调节的能力不同，股份制银行调节自身货币乘数的能力较强，而大行和城商行则相对较弱。

表 7：各类银行货币乘数序列

	上市银行	五大行剔除 农行	股份制银行 (剔除光大)	城商行	工行	招商银行	宁波
4Q2006	3.02	2.86	3.93	2.44	2.65	4.35	2.99
1Q2007			3.95		2.48	4.03	
2Q2007	2.90	2.79	3.58		2.29	3.43	2.75
3Q2007	2.80	2.76	3.46	2.12	2.19	3.83	2.55
4Q2007	2.62	2.64	3.34	1.92	2.11	3.16	2.39
1Q2008	2.57	2.49	3.43	1.87	2.04	3.31	2.56
2Q2008	2.45	2.41	3.12	1.94	2.00	3.01	2.51
3Q2008	2.50	2.42	3.07	1.85	2.08	2.94	2.78
4Q2008	2.47	2.38	3.11	1.96	2.07	3.23	3.07
1Q2009	2.77	2.43	3.70	2.05	2.12	3.66	3.05
2Q2009	2.85	2.60	3.92	2.16	2.13	3.64	3.19
3Q2009	2.73	2.60	3.60	2.16	2.10	3.40	2.80
4Q2009	2.68	2.53	3.41	2.12	2.11	3.59	2.28
1Q2010	2.68	2.53	3.60	2.03	2.08	3.55	2.24
2Q2010	2.64	2.48	3.40	1.89	2.10	3.52	2.34
3Q2010	2.69	2.49	3.62	1.84	2.11	3.64	2.45
4Q2010	2.60	2.43	3.50	1.77	2.12	3.44	2.64
1Q2011	2.70	2.46	3.55	1.84	2.10	3.57	2.56
2Q2011	2.75	2.51	3.54	1.81	2.10	3.50	2.79

资料来源：申万研究、公开资料

由于各家银行的资产投向结构不同，因此各家银行对于基础货币的放大能力也有所区别，准备金等监管政策对各家银行的影响会有所不同。以 2011 年半年报数据为基础，我们来比较近期央行对保证金交纳准备金的政策影响，由于大行需要缴纳的保证金较少，股份制银行需要缴纳的保证金较多，再叠加货币乘数的不同，因此整体而言，此次政策与往常的存款准备金调整相比，影响会更大。

3.5 商业银行资金来源的分析与预测

在前文内容中，我们更侧重于从理论角度来探讨由基础货币向广义货币供应量之间的派生过程。在实践中，如果我们将探讨重点更为具体化，我们更为关注的是对商业银行资金来源（即负债项目）的分析与预测，因此分析商业银行的存款派生以及存款结构变化对于理解流动性概念同样具有重要意义。

3.5.1 存款的派生过程和逻辑

存款的派生过程，我们已经在之前的 M2 派生中有过一些讨论，这里我们需要厘清的是所讨论概念的具体含义。

讨论所指的存款，主要有两类概念，一类是统计口径意义上的存款。主要是指央行调统司在金融机构信贷收支表里公布的人民币各项存款，这个概念我们前面讨论 M2 时已经做过比较，人民币各项存款主要包含居民存款、企业存款、财政存款以及其它存款。而 M2 的不同在于 M2 不仅包括除财政存款之外的各项人民币各项存款，还包括流通中现金和非存款类金融机构同业存款。

表 8：央行人民币各项存款统计口径及结构

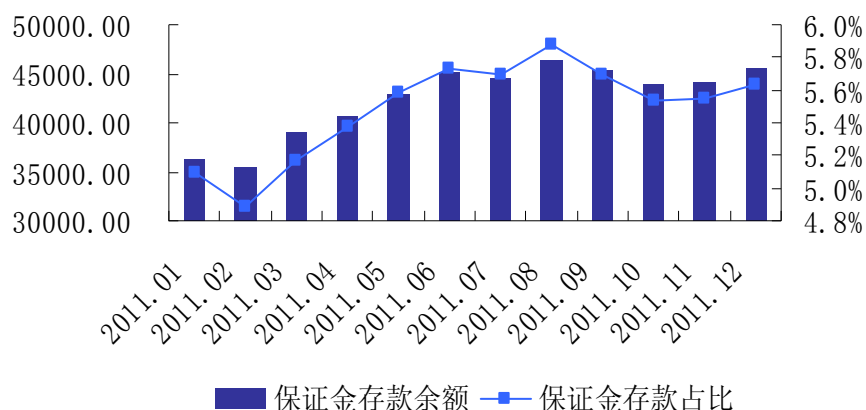
2011. 12	余额	比例
一、各项存款 Total Deposits	809368.33	100%
1. 单位存款 Corporate Deposits	410912.05	50.77%
其中：活期存款 Demand Deposits	191968.20	23.72%
定期存款 Time Deposits	104169.11	12.87%
通知存款 Notice Deposits	15816.55	1.95%
保证金存款 Margin Deposits	45265.20	5.59%
2. 个人存款 Personal Deposits	353536.43	43.68%
储蓄存款 Savings Deposits	343635.89	42.46%
保证金存款 Margin Deposits	292.69	0.04%
结构性存款 Structure Deposits	9607.85	1.19%
3. 财政性存款 Fiscal Deposits	26223.07	3.24%
4. 临时性存款 Temporary Deposits	1570.14	0.19%
5. 委托存款 Designated Deposits	308.47	0.04%
6. 其他存款 Other Deposits	16818.18	2.08%

资料来源：申万研究

第二类是从银行经营角度讨论的人民币一般存款，一般存款主要包括居民和企业存款，不包括存在央行的财政存款（占财政存款总量的 90% 左右）、银行同业存款及非银行金融机构同业存款。

这里也曾经有央行和银监会不同视角的两个概念，一个是需要缴纳央行存款准备金的一般存款，另一类是银监会贷存比考核层面的存款分母，在 2011 年 8 月底之前这两者是不同的概念，区别主要在于保证金存款（此保证金存款非证券保证金存款，主要是指开设信用证、保函等业务时，用款方在银行缴存的保证金）是在银监会贷存比分母中的，但不属于央行统计的缴纳准备金范畴，这导致了一些银行为了保证资金的运用，进行一定程度的监管套利，这也带来了 11 年上半年保证金存款的大幅增长。但央行在 8 月底调整了准备金缴款范围，将保证金存款纳入了存准缴款范围，这使得央行和银监会的统计口径一致，消除了银行的监管套利空间，也压制了保证金存款的增长，从研究上来说，我们也不必再去区分央行口径和银监会口径，为我们的讨论带来了便利。

图 55: 保证金存款 2011 年上半年快速增长



资料来源：申万研究、公开资料

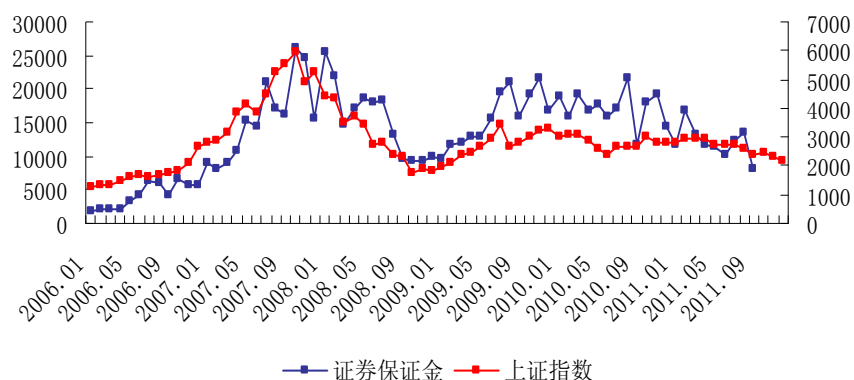
3.5.2 影响存款的主要因素

从主要因素来看，影响存款增长的主要因素和 M2 基本一致，主要还是由外汇占款和财政存款带来的基础货币变化以及广义信贷投放带来的存款派生的影响，由于在 M2 的派生过程中已经讨论过，这里不再赘述。本章节需要重点讨论的是由统计口径不同带来的变化影响。

我们先来讨论央行公布的人民币各项存款，由于与 M2 相比，央行人民币各项存款的构成不包括流通中现金，所以手持现金的增加会减少人民币各项存款。这很好理解，居民和企业取现会将存款转化为手持现金，从而减少居民和企业银行的存款。

另外，人民币各项存款不包括非银行类金融机构同业存款，也就意味着除了外部流入、财政收支之外，居民和企业部门资金向证券、保险、信托、基金等非银行金融机构的流动会对银行的人民币各项存款带来影响。比如，07 年由于股票大牛市的出现，居民和企业存款向证券保证金存款搬家的现象十分明显。同样，近年来，银行之间为了为了应对监管要求，大量发行信托、证券等理财产品，这一现象也加大了非银行金融机构同业净存款的波动幅度。

图 56：2006–2007 年居民和企业存款大幅流入证券保证金同业存款



资料来源：申万研究、公开资料

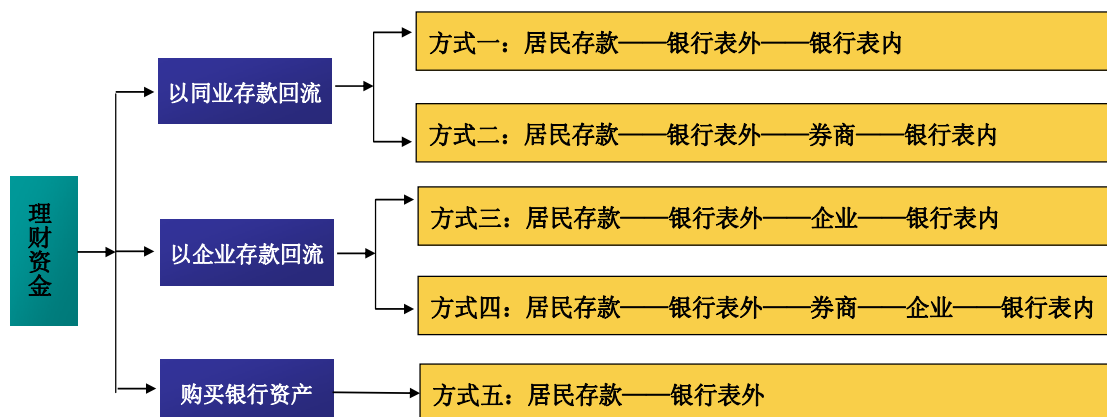
由于理财产品对存款的影响机理相对复杂，这里我们重点讨论。从利润分割的角度来说，理财是某种意义上的金融脱媒，它使得以往只需要从银行渠道流转的资金，现在需要借道信托、券商等其它金融机构来实现资金的流动。

但从存款总量的角度而言，认为发行理财就会减少相应的存款，这是一种静态而错误的理解，事实上，理财的出现并没有市场所想的那样大幅度减少存款总量。据普益理财估计，去年理财产品发行量约 16 万亿，由于发行期限普遍较短，市场估计目前理财产品的存量大约在 4.5–5 万亿。据我们估算，这 4.5–5 万亿的存量理财产品对于存款的影响可能只有 8000 亿左右，而且主要是影响存款的季节性波动和存款的内部结构。

从分类上来看，理财产品通常分为保本类和非保本类。对于保本类，银行已经将其计入居民存款项下的结构性存款，因此保本类理财不会影响存款的结构。只是从会计上将居民的存款转移成结构性存款。

对于非保本类，银行通常是用来投资高收益类企业债券或与信托、券商等机构合作将钱转移给企业部门，也就意味着这部分资金会通过信托、券商渠道转移成企业存款。

图 57：理财产品回流银行路径

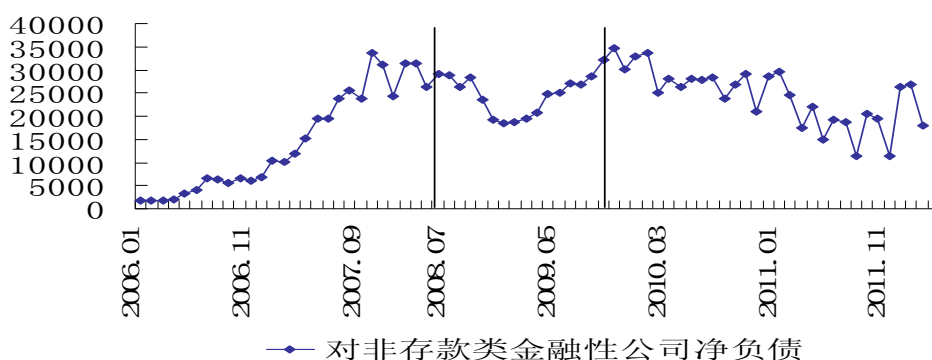


资料来源：申万研究、公开资料

当然，理财完全不减少存款是理想的情况，有一种可能会带来一般存款的减少：资金在周转的过程中并未完全转移到企业部门，而是有部分资金沉淀在信托、券商等金融机构体内，这会造成非银行金融机构的同业存款增加。如果这样的情形发生，我们会观察到非银行金融机构同业存款大幅增加。

事实上，从下图可以看出，非银行类金融机构净存款近两年来并未出现上升，反而出现了大幅下降。即使考虑五、六千亿的证券保证金减少，非银行金融机构同业存款的下降也是十分明显的，因此我们认为，由理财带来的非银行金融机构资金沉淀并不是长期的，只会带来短期的同业存款波动。

图 58：理财未使非银行同业存款大幅增加，但对存款的波动带来较大影响（亿元）



资料来源：申万研究、公开资料

比如，我们发现，从 2010 年二季度正式考核贷存比开始至今，非银行同业存款的绝对余额出现了 2 万亿左右的下降，季节性波动也开始变得非常明显，季初季末的流量约为 8000-1 万亿左右，而且，这部分波动还包含了银行季末其它拉存款行为对居民资产配置的影响，因此，理财的影响远低于市场的估计。

3.5.3 2012 年存款增量的预测

人民币各项存款（央行人民币信贷收支表统计口径）的增长主要来自于外汇占款和广义信贷派生，而理财对于存款的季节性波动也会带来较大影响。

基于中央对 2012 年 M2 增速的目标为 14%，我们认为保证 8 万亿信贷投放是保证 M2 增速达标的基础。同时基于申万宏观及债券部门对于外汇占款增长量、信用债净融资等因素的判断，我们对 2012 年存款变动的预测如下。

表 9：2012 年人民币各项存款及一般存款预测（亿元）

表：2012 年人民币各项存款及一般存款预测（亿元）

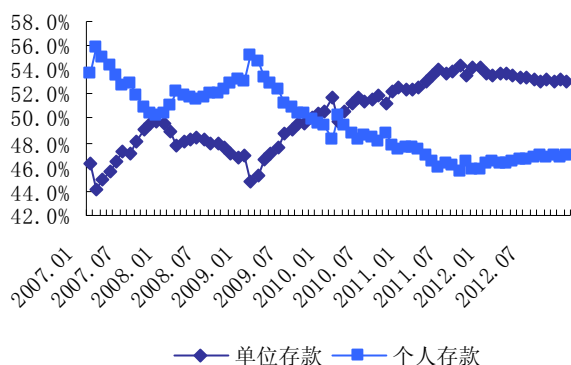
	2012-1	2012-2	2012-3	2012-4	2012-5	2012-6	2012-7	2012-8	2012-9	2012-10	2012-11	2012-12
外汇占款每月新增额	1409	251	1246	577	1078	1322	1063	1856	1712	2500	2592	2632
货币发行变化	9071	-8372	-1849	300	-1000	200	600	600	2400	-1200	700	3400
同业存款回流	-6650	-4990	3700	-9000	0	8000	-8000	0	8000	-8000	0	8000
贷款投放	7381	7107	10100	7000	7000	7000	6000	6000	7000	6000	6000	7000
一般存款增长预测	-11521	14133	33522	-13392	8078	17657	-4236	7866	16475	199	11014	27499
存款增长预测	-8003	15351	29465	-9942	9893	16811	-986	8112	15712	2491	8856	15311
存款余额	817965	833316	862781	852839	862731	879542	878556	886668	902379	904870	913726	929037

资料来源：人民银行、申万研究

3.5.4 对于 2012 年银行业资金来源结构的分析

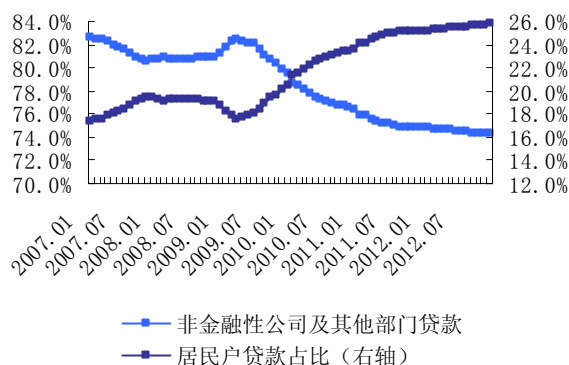
从分部门的资金结构来看，随着经济增速的逐步放缓，以及居民贷款占比的逐步提升，过去三年居民部门资金向企业部门转移的趋势已经开始扭转。由于监管机构对于小微企业、三农、个人消费类贷款的扶持政策，且个人贷款风险较低，2012 年银行体系对于居民信贷的偏好还将进一步加强。同时，由于出口趋缓，企业投资收益率下行，我们预计存款结构中居民存款占比将会拐头上升，从 2011 年底的 46.2% 逐步上升至 47% 左右。

图 59：居民存款向企业存款转移的速度在下降



资料来源：人民银行，申万研究

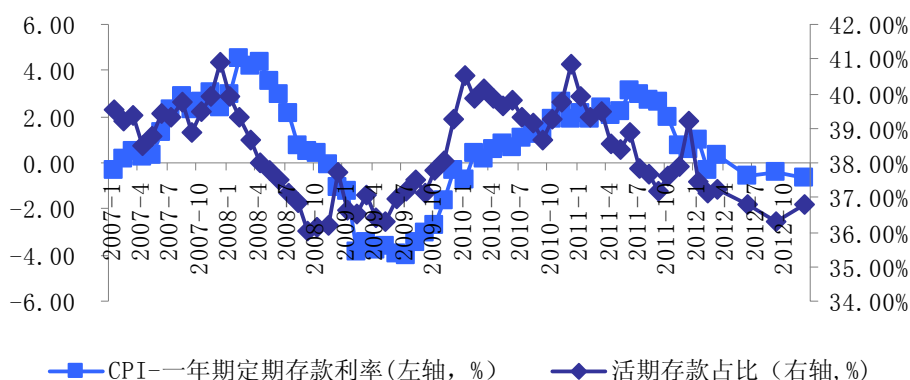
图 60：居民贷款占比提升，企业信贷需求下降



资料来源：人民银行，申万研究

从存款的期限结构来看，随着经济增速的逐步放缓以及 CPI 的逐步下行，存款活期化趋势在 2011 年已经逆转，我们预计随着未来经济增速和 CPI 的继续回落，负利率环境将在今年得到扭转，存款结构将继续趋于定期化。我们预计，随着 CPI 和负利率环境的改善，2012 年底银行业活期存款占比将较年初下降 2.4%。

图 61：负利率环境改善推动存款趋向定期化



资料来源：申万研究、公开资料

3.6 商业银行资金运用的分析与预测

商业银行的资金运用投向主要包括信贷、债券、同业、央票以及准备金等四大主要投资方向。由于资金运用本质上就是讨论银行资产结构的变化，而银行资产结构则主要受制于以下一些比较重要的监管约束：资本充足率约束、贷存比约束、信贷额度约束、准备金率、违规投放监管力度约束，所以我们从这三个方面去探讨资金运用。

从通常意义上来讲，资本充足约束、贷存比约束、信贷额度约束、准备金率等对银行资产结构的影响比较直观也容易理解，违规监管力度约束则主要指的是监管机构对银行非正常或违规信贷渠道投放的监察力度，主要约束票据消规模和同业代付及其衍生形态渠道的信贷投放。

资本充足率、贷存比、信贷额度等指标主要是影响银行的信用扩张，主要是限制贷款及信用债等高风险资产的增长。但是由于票据消规模、同业代付等投放渠道的存在，商业银行可以通过这一渠道的投放来规避以上三大约束条件对于信用扩张的束缚。比如，同业代付和票据消规模等方式不占信贷额度；不增加贷存比分子-贷款而增加贷存比分母-存款，从而改善贷存比；以同业资产形式存在基本不消耗资本，不提高资本充足率。因此这一方式既可以在日常用来作为信贷投放的替代，也可以在某些时点作为改善监管指标的工具，因此本部分内容提醒读者重点关注违规信贷渠道的变化对整体信用扩张的影响，一方面因为它重要，另一方面因为市场对于这部分关注较少，测算不太清晰。

3.6.1 商业银行的监管约束变化

一、2012 年银行业监管环境变化分析

回顾 2011 年，银行业整体的信用扩张面临着非常紧的约束，除了准备金率不断上调带来的约束之外，央行和银监会两大监管机构在 2011 年也不断的

推出新的监管工具，如动态差别准备金率和日均贷存比监管等，对银行的信贷投放监管进一步加强，同时银监会对于违规渠道的高压政策也使得信用扩张变得极度困难，导致 2011 年 6 月至 9 月 4 个月期间，M2 只增长 6600 亿的紧张局面。

2012 年，由于监管惯性，比如新版资本充足率管理办法的实施，监管的力度在一些时点上还会有所反复，但从整体上看，由于准备金率进入下行通道、信贷额度放松、银监会监管重点转向服务实体经济，商业银行所面临的整体监管环境逐步由严格从紧转向适度宽松。

由于准备金率调整我们已经在基础货币层面进行了探讨，下面我们重点讨论资本约束、贷存比约束以及违规投放渠道对银行业信用扩张和资产结构的影响。

二、新版资本充足率管理办法对银行资金运用的影响

商业银行资本充足率管理办法《（征求意见稿）》，调高了银行间资产、房地产开发贷款、融资平台贷款等业务风险权重。同时监管层特别提高了长期贷款的风险权重，其中 5 年期以上长期企业贷款由 100% 提高到 150% 至 300%。

征求意见稿还调整了同业资产和非按揭零售贷款的风险权重，其中同业资产从之前的 0~20% 上调到 20%~50%，非按揭零售贷款则从 100% 下调到 75%。允许满足一定标准的银行将单户 500 万元（含）以下的小企业贷款视同零售贷款处理。首套房按揭贷款风险权重下调至 45%。

资本新规如果 2012 年开始实施，静态分析将使上市银行在 2013 年底面临 2000 亿左右的核心资本缺口，将制约 2012-2013 年银行业的贷款增速，也将对各家银行的风险资产配置产生影响。但从目前的政策实施情况来看，资本新规今年开始实施的概率较低。

1、对信贷扩张影响

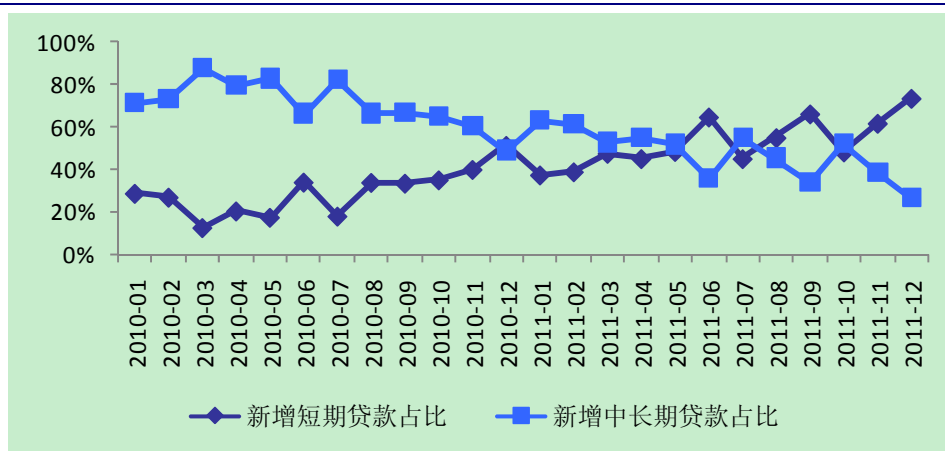
资本新规将在两个层次影响银行的贷款扩张：首先，资本要求的提高将间接限制贷款增速。11 年初，央行对商业银行贷款增速按照差别准备金率公示进行动态监管，而差别准备金的动态缴纳要考虑金融机构的系统重要性、资本充足率、稳健经营等核心指标。假定公式中其他变量不变，最低资本监管要求的提高将降低银行的贷款增速。

其次，银监会对不同资产风险权重的调整表明监管层不鼓励银行发展大型项目而鼓励发展流动资金项目，引导银行将资金配置到短期流动业务中去，并鼓励银行支持中小企业融资，将信贷更多地投向实体经济。

由于 2011 年下半年以来整体经济形势较差，目前资本新规的正式实施时间已从 2012 年初往后推延，具体实施时间暂未确定，因此我们认为，新规如果

实施，更主要的影响会在 2013 年到 2014 年，对于 2012 年银行的信贷投放总量制约较弱，更多体现在结构的影响。信贷投放更多受制于实体经济的变化。

图 62：资本新规公布后银行业中长期贷款呈下降趋势



资料来源：申万研究，公司报告

2、对股市供给的影响

资本新规要求，系统性重要银行核心资本充足率为 9.5%、资本充足率为 11.5%，最迟不晚于 13 年底达标；非系统性银行核心资本充足率为 8.5%、资本充足率为 10.5%，最迟不晚于 16 年底达标，达标有困难的银行可适当延后一两年执行。据此，我们可对上市银行 12-13 年的核心资本缺口作动态测算。

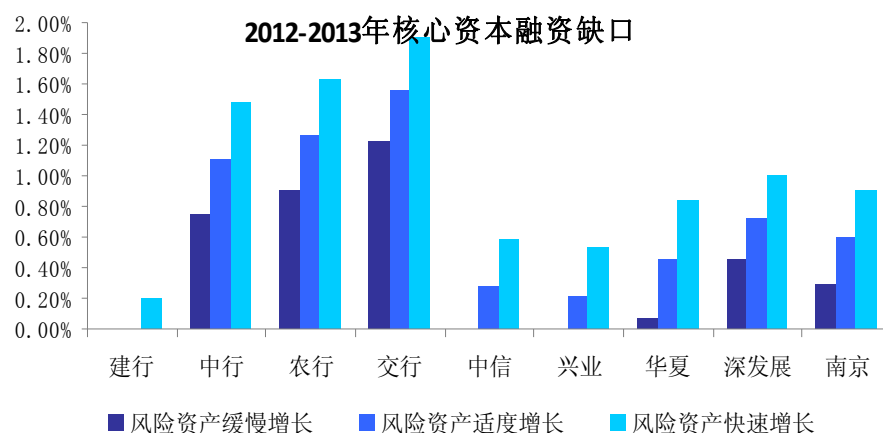
测算逻辑：a. 系统性重要银行 2013 年资本充足率达标；b. 16 家上市银行在贷款市场占比保持相对稳定，新增资本支持上市银行满足新增贷款的投放额度，同时满足贷存比监管要求。

在不同风险资产增速下，我们得到 2013 年底上市银行的核心资本缺口如下：

- 风险资产增速 14%场景下，缺口 1960 亿
- 风险资产增速 17%场景下，缺口 3105 亿
- 风险资产增速 20%场景下，缺口 4641 亿

如果资本新规 2013 年开始实施，则相应缺口后延一年时间，对 2012 年影响将会显著缩小。

图 63：2012-2013 上市银行核心资本融资缺口



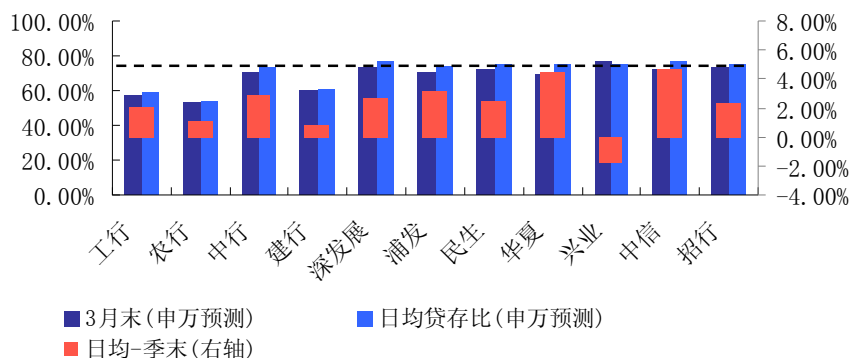
资料来源：申万研究，公司报告

二、银监会日均贷存比的监管变化趋势

从目前监管层的实际行动来看，当前监管重点已经从严格考察银行信贷投放转向为服务实体经济，对于日均贷存比的监管实际态度已经由去年的严格要求变为如今的只要求上报但不进行处罚，因此日均贷存比的监管力度对信用扩张的制约实质上已经放松。但由于该监管指标还需申报，而我们也不能期待银监会公开声称日均贷存比监管取消，因此日均贷存比监管指标对微观上银行信贷投放行为的影响将依然存在。

由于日均贷存比主要影响月内的资金运用节奏，而对季末银行的资产结构影响较小，因此其对银行资产负债结构的影响不会在月末资产负债表上有所体现，对实体的月度和季度资产负债表也不会有明显影响，但对实际资金供给有较大影响，对带来资金链的紧张。因此日均贷存比监管对银行资产结构的影响包括：1）实质上制约了银行在非监管时点的信贷资产规模；2）以月为考察单位，信贷投放周期与基础货币周期的叠加，3）以日为考察单位，月内信贷集中于月底投放。

图 64: 各家银行 2011 年 1Q 日均贷存比与季末贷存比比较



资料来源：申万研究，公司报告

日均贷存比监管的第一类影响主要是从不实施到实施阶段影响较大，因此主要体现在 2011 年 2 季度。对于日均资产规模的负面影响我们的估计是在 1.4 万亿左右。

对于信贷投放节奏而言，其影响在于，以往季度初无贷存比约束，通常季度初信贷投放在季度内占比较高，季度末较低；而基础货币周期特征则是季度初由于财政存款的上缴而比较紧张，季度末由于下发而相对宽松，因此实施日均贷存比考核之前，信贷周期与基础货币周期是相反的，其对实体的影响也会一定程度的抵消。而日均贷存比实施后，由于季初财政存款的上缴量较大，存款增长较慢，因此贷款投放也相对较少，季度末由于财政支出加大，存款改善，信贷投放力度也会加大。因此日均贷存比的实施使得基础货币周期与信贷周期叠加，货币周期对实体经济季节性影响加大。

图 65: 日均考核对贷款或存款的影响（单位：万亿）

类别	悲观假设	中性假设	乐观假设
国有大型银行	1.60%	1.10%	0.70%
其他上市银行	3%	2.50%	2%
非上市银行	5%	4%	3%
贷款总额	47.92	47.92	47.92
存款总额	73.34	73.34	73.34
减贷	1.416	1.014	0.800
吸存	2.027	1.470	1.143

资料来源：申万研究

三、非正常渠道信贷投放对流动性的影响

非正常渠道信贷投放对于整体货币环境的影响巨大，而这一部分的关注度虽然较高，但具体测算较少，因此我们重点进行讲解。

1. 非正常信贷投放的主要渠道和机制分析

违规信贷最初的模式是票据消规模，主要借助部分农信社会计管理混乱，依赖对票据贴现资产转让的会计科目处理差错来进行信贷额度规避。2011 年 3 季度银监会对票据消规模的集中清查使得这一部分的信用扩张急剧收缩。但金融创新在监管下动态演进。2011 年 4 季度开始，银行同业代付的规模快速上升。

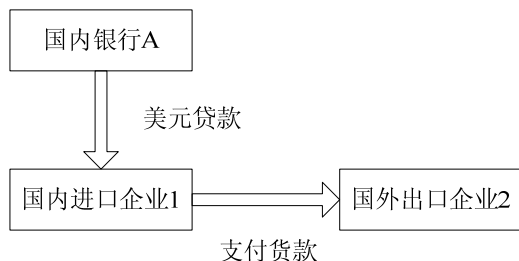
2011 年在贷存比和信贷额度的双重约束下，银行为规避监管要求的创新手段层出不穷，曾经仅少量发生的同业代付业务在 2011 年下半年迅速增长，成为继银信合作、理财资产池运作、票据业务会计套利之后又一灰色手段。

代付业务即代理同业委托付款业务，简单来说，代付是指一家银行的客户申请融资时，银行以自己的名义委托另一家同业为该客户提供资金，并在业务到期日由自己向同业支付款项本息。代付业务以前多发生在银行国际业务中，由国内银行委托海外银行代为支付，即一般的“海外代付”业务。

美元的海外代付最为常见，在境内外汇市场美元流动性较为紧张，而人民币升值预期下美元贷款需求上升较快，使得境内外汇融资成本远高于境外的情况下，美元海外代付业务需求一般都会大幅增长（但海外代付规模受银行外债额度限制，目前外管局规定境外金融机构贷款、90 天以上海外代付和远期信用证、50 万美元以上非居民存款均要纳入银行短期外债指标管理）。

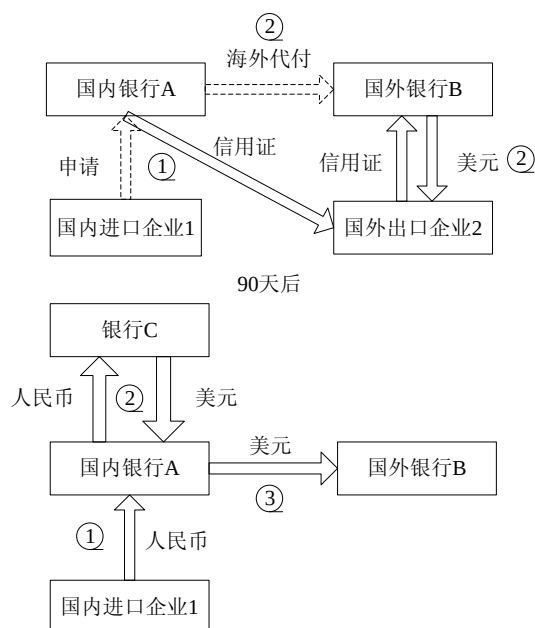
以下图为例，海外代付的一般操作流程表现为：境内进口企业需要向境外出口厂商支付时，以占用自己贸易融资授信额度的方式向银行申请海外代付业务，境内银行于是委托自身的海外分行，或是拥有对方给予的授信额度的海外同业机构，向出口商支付款项，完成对境外出口方的即期付款。海外代付一般建立在远期信用证业务的基础上，进口企业通过开立远期信用证，将自身商业信用转换为银行信用，一方面可以提高国外出口商的信任度，另一方面也可以减少资金占用，尤其是在开立信用证后办理海外代付业务，即可以完成对出口商的立即支付。

图 66：进口企业美元贷款支付模式图



资料来源：申万研究

图 67：海外代付业务模式图

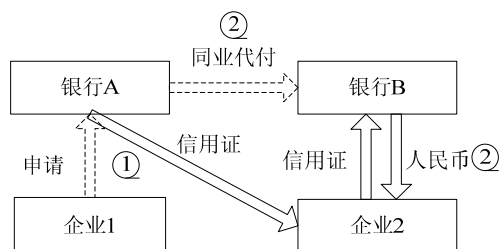


资料来源：申万研究

在进行海外代付的实际操作中，往往匹配结构性远期购汇等业务，在获取融资便利的同时也可以享受到人民币升值的收益。

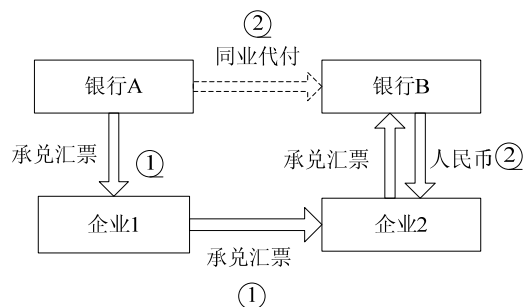
如果将以上图示中的进出口企业换为国内两家存在债权债务关系的公司，就可得出类似海外代付的“同业代付”业务操作流程。同业代付同样涉及买方、卖方、开证行和代付行四方，通过此类业务操作，买方（企业1，债务方）可缓解短期资金紧张情况，卖方（企业2，债权方）可即使获得资金，开证行A从中赚取手续费增加中间业务收入，而代付行B则在不占用信贷额度的情况下轻松获取利息收入。与海外代付不同的是，国内银行间的融资成本区别未必显著，进行同业代付更多是由于银行对于规避额度控制的要求。同业代付包括了国内信用证结算项下、国内保理项下以及票据类的代付，业务的具体发生过程图示如下：

图 68：信用证下同业代付业务流程



资料来源：申万研究

图 69：银行承兑汇票下同业代付业务流程

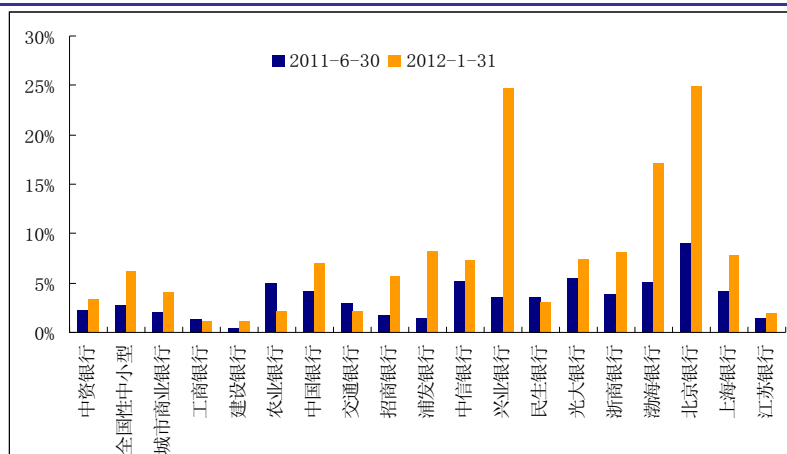


资料来源：申万研究

可以看出，同业代付本质上为表内融资，对代付行 B 来说，实际上相当于向企业 2 发放了一笔贷款，同时产生了派生存款（一般是负债方先记入“其他应付款”，再转换为企业存款），但其资产方并未借记贷款科目，而是计入了同业拆放项下，因此不占用代付行的信贷额度，并且由于产生了派生存款，还有可能降低贷存比；对于开证行 A 来说，只是应企业 1 要求开立远期信用证（或银行承兑汇票），将企业 1 对企业 2 的商业信用转换为银行信用，这类似于承诺，属于银行表外业务，不占用任何自有资金，对应的表外风险资产计算的权重为 20%，更与贷款规模和存贷比计算无关。

2011 年下半年以来，日均贷存比考核压力下，部分银行同业代付业务迅速扩大，从资产负债表上表现为同业拆出项下余额急速增长，尤其以股份制和城商行最为明显。

图 70：商业银行同业代付/贷款大幅上升



资料来源：申万研究

由于同业代付本质上即为贷款，享有很高的收益，部分银行理财账户资产池中也隐匿了一定的代付类资产。但由于表内进行同业代付的业务不需要占用信贷额度，属于性价比较高的资产业务，唯一的成本可能是对他行的授信额度占用，因此银行往往不倾向于将同业代付资产放入理财资产池。

从监管的态度来看，尽管目前银监会尚未对同业代付业务进行明确的制止和规范，但已经加大了对该项业务的摸底和审查力度，未来出台相应措施对同业代付业务加以限制的可能性较大。由于同业代付本质上为表内融资，可能的规范措施可以以要求银行计提对应资本和拨备，以及纳入信贷规模核算等方式出现。

2. 非正常信贷投放的规模测算估计

代付、票据消规模对实际信用扩张的影响量到底有多大？

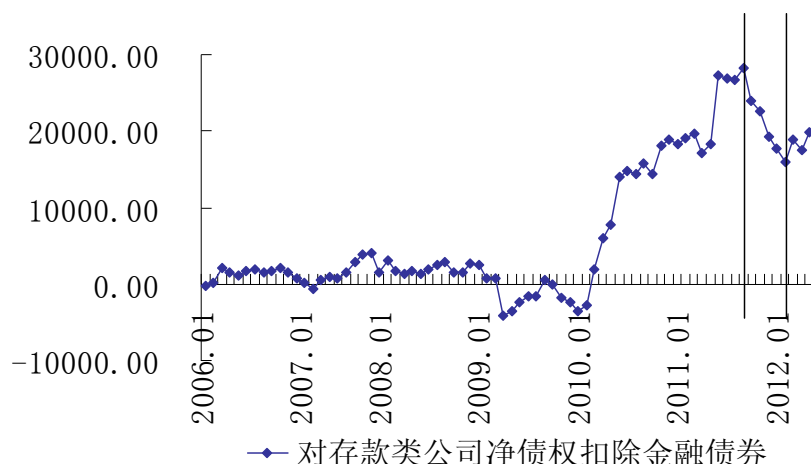
要寻找代付、票据规模的总量，需要思考这类业务的基本原理及其衍生影响，这一类违规操作的基本原理就是通过同业会计科目记账错配，达到用同

业资产代替信贷资产的目的。比如同业代付，就是两家银行一家记同业拆出（既同业资产），而另外一家只计表外业务（受托支付、同业代付），这会带来银行业整体的同业资产与同业负债之间的不匹配，而正常的同业拆借则不会带来这种不匹配。票据消规模的影响也相同。

观察央行公布的其他存款类金融机构资产负债表，所谓其他存款类金融机构主要是指剔除央行之外的银行体系（包括政策性银行）对银行的净债权。在其他存款类金融机构负债方有对其他存款类金融机构的负债，在资产方有对其他存款类金融机构的权益，这两者相减不是零，意味着什么？如果我们把银行体系看作一个整体，体系内部正常的互相拆借肯定不会带来整体净权益或净负债的增加。更直白一些，自己向自己借钱，我对自己的债权跟我对自己的债务加在一起不等于零，居然能把钱变多。所谓的同业代付与票据消规模就是做的这个事情，就是在银行之间做拆借，一边记拆出，另一边却不计借入，这种行为会带来同业负债和同业权益之间的缺口，最后反映在资产负债表中银行自身对自身的净债权的增加上。

从2010年到2011年，这个量增加了多少？1年半时间从0左右增加到2011年6月底的峰值为2.83万亿。从2011年3季度开始，银监会开始打击票据消规模时，这部分规模开始有大幅度下降，到11月底下降了约有1.24万亿。

图 71：其它存款类金融机构资产负债表显示银行对银行净债权余额 1.89 万亿



资料来源：申万研究

这就部分解释了去年 6 月底到 11 月底存款消失的奇特现象。2011 年 6 月至 11 月间，贷款增长派生 2.66 万亿存款，外汇占款带来的 7900 亿存款，但实际存款只增长了 8681 亿，还有 2.58 万亿存款去了哪里？打击票据消规模可以解释约 1.24 万亿的信用收缩，我们看到 11 月底相比较 6 月底，非银行金融机构同业净存款增加了 1.3 万亿左右，前面我们讨论过理财对存款的影响，主要是在同业存款中的滞留，理财加打击代付，这就完全解释了消失存款的去向问题。

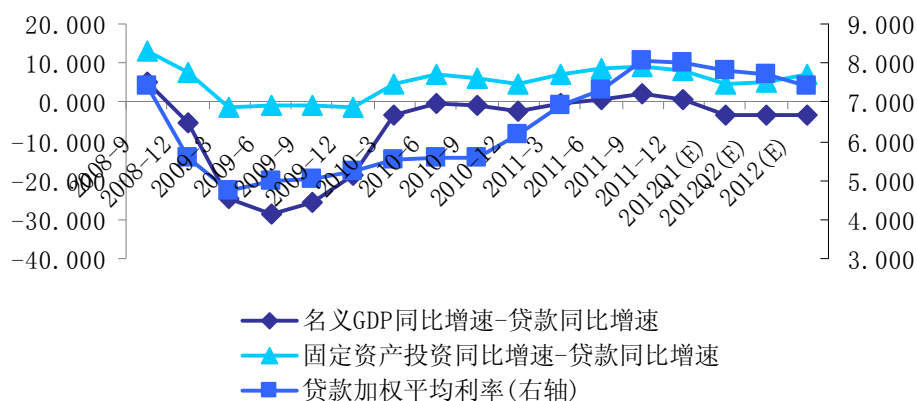
从去年年底监管政策转向以来，我们看到实际上违规信贷投放又在抬头，我们预计 2012 年这一部分可能会出现一定程度的扩张。

统计上的银行信用扩张跟实际的银行信用扩张是不一致的，这就是银行体系规避监管行为对存款的影响。因为货币统计量之间的勾稽关系存在着这部分不可知的变量，这为我们预测货币的派生带来了难题。我们只能根据监管的态度来判断同业渠道派生出来的货币量的增减。目前的情况看，监管虽然在查代付，但由于重点是保增长服务实体经济，我们认为这部分的信用存量还会继续存在，而且由于部分农商行的信贷扩张冲动仍在，这部分信用在未来阶段性存款紧张时可能会重新扩张，但从中期来看，由于信贷需求旺盛带来的资金紧张局面已经扭转，依赖非正常渠道扩张信贷的动力会逐渐减弱。

3.6.2 2012 年银行资产结构预测

银行体系的资产配置取决于整体需求的变化，根据申万宏观预测，2012 年中国 GDP 增速将下降至 8.6%，而 CPI 将下降至 3% 左右，这就意味着名义 GDP 将出现快速下行。从历史经验看，如果此时政府逆周期投放信贷，贷款利率水平将有所下降，预计下降幅度为 80BP 左右。

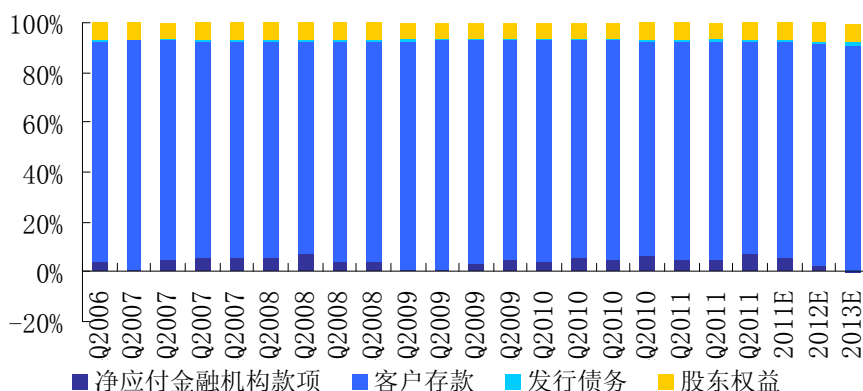
图 72: 预计贷款加权利率将逐步下行



资料来源：申万研究

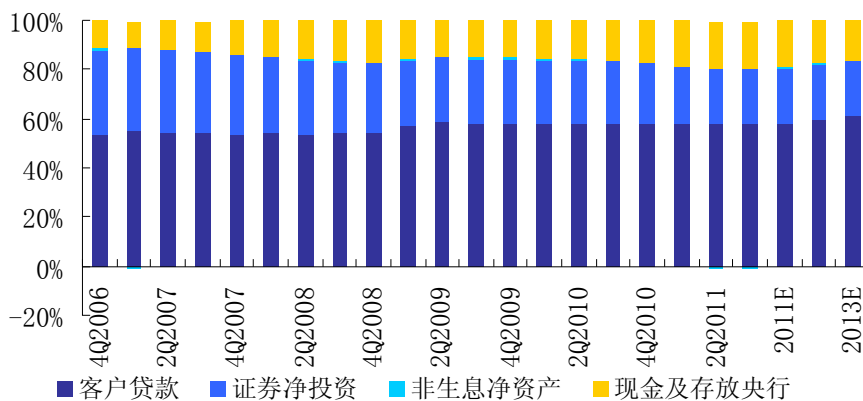
由于当前央票发行暂停，且我们预计全年可能还有 3 次准备金下调，而债券小组预测国债净融资量预计仅为 4500 亿左右。根据这样的判断，我们预计银行资产结构中存放央行（包括国债购买）部分的占比将由 2011 年的 30.2% 下降至 28.9%。而由于银行间资金相对充裕，银行净拆入资金规模将出现较快下降。

图 73: 同业净融资规模也将快速下降



资料来源：申万研究

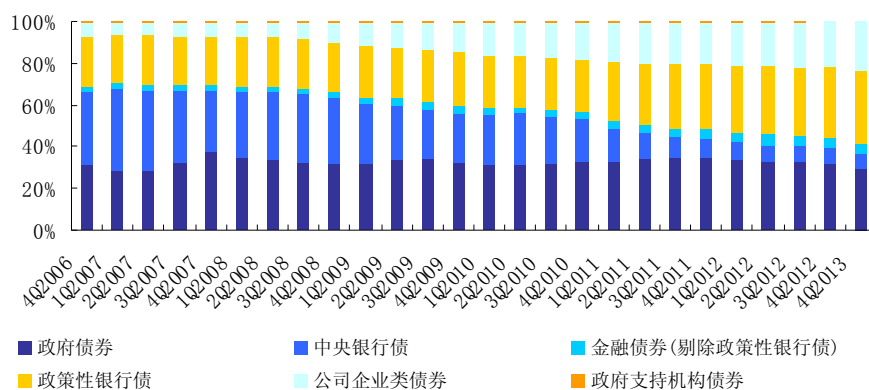
图 74: 银行资产结构中存放央行占比下降



资料来源：申万研究

从债券投资情况看，基于派生存款和风险权重的考虑政策性银行债将成为投资结构中侧重的部分，而企业债和高收益债将成为未来两年银行保证收益率水平的投资方向。

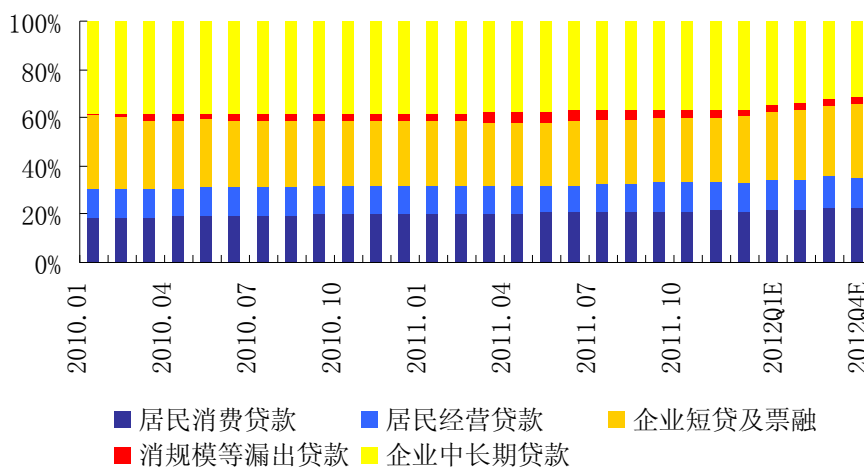
图 75：政策性银行债和信用债将成为投资重点



资料来源：申万研究

由于工业企业贷款需求下降，同时，新资本协议中，首套房风险权重为 45%，个人经营性贷款和小微企业贷款风险权重下调，同时，同业存款风险权重上调。在新的政策方向下，预计 2012 年银行体系的资产配置方向重点将是个人贷款。

图 76：2012 年银行信贷投放结构中，居民及企业短期贷款比重将上升



资料来源：申万研究

3.7 对于 2012 年 M2 变化水平以及变化结构的预测

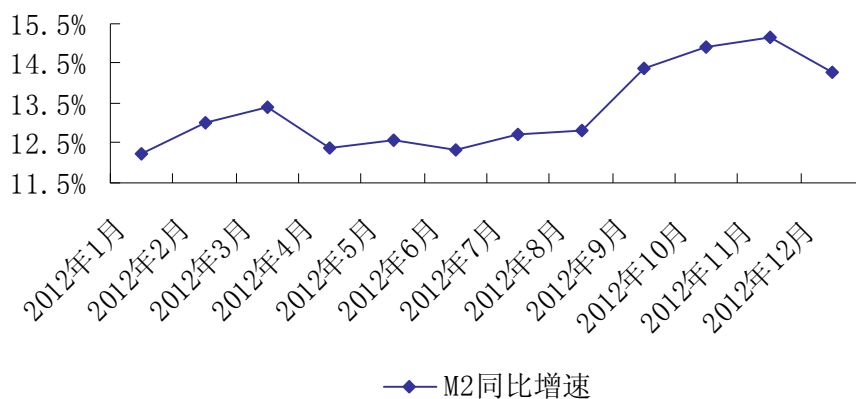
本章之初我们对影响 M2 的因素做了解析，基于之前对于各项因子的预测，我们认为，M2 增速将在低位盘整后下半年逐步回升，主要原因在于：1) 新增外汇占款下半年逐步回升；2) 11 年下半年打击票据消规模带来实际信用扩张较缓慢，低基数将带来 M2 的逐渐上升，年底 M2 将达到 14.3% 左右。

表 10：2012 年 M2 单月新增及同步增速预测（亿元）

表：2012 年 M2 单月新增及同步增速预测（亿元）

	2012-1	2012-2	2012-3	2012-4	2012-5	2012-6	2012-7	2012-8	2012-9	2012-10	2012-11	2012-12
外汇占款每月新增额	1409	251	1246	577	1078	1322	1063	1856	1712	2500	2592	2632
货币发行变化	9071	-8372	-1849	300	-1000	200	600	600	2400	-1200	700	3400
贷款投放	7381	7107	10100	7000	7000	7000	6000	6000	7000	6000	6000	7000
信用债新增	449	1530	470	781	815	689	551	856	1400	791	964	1079
2012 违规渠道派生新增	-1521	3081	12100	-9000	0	0	0	0	0	0	0	0
2012 M2 变化预测值	4200	10751	27973	-4092	7078	9857	4364	8466	10875	6999	11714	22899
M2 同比增速	12.2%	13.0%	13.4%	12.4%	12.6%	12.4%	12.7%	12.8%	14.4%	14.9%	15.1%	14.3%

图 77：2012 年 M2 低位盘整后下半年逐步回升



资料来源：申万研究

4. 货币供应量指标的拓展—社会融资总量

4.1 社会融资总量概念的推出体现了监管和创新博弈中金融系统的演进

社融总量的政策目的是全面反映金融与经济关系，以及金融对实体经济资金支持。社融总量是指一定时期内（月、季或年等）实体经济从金融体系获得的全部资金总额。金融体系从机构上看，包括银行、证券、保险的金融机构；从市场看，包括信贷市场、债券市场、股票市场、保险市场以及中间业务市场等。社融总量的内涵主要体现在三个方面。一是金融机构资金运用对实体经济提供的全部资金支持，即金融机构资产的综合运用，主要包括人民币各项贷款、外币贷款、信托贷款、委托贷款、金融机构持有的企业债券、非金融企业股票、保险公司的赔偿和投资性地产等。二是实体经济利用规范的金融工具、在正规金融市场、通过金融机构服务所获得的直接融资，主要包括银行承兑汇票、非金融企业股票筹资以及企业债的净发行等。三是其他融资，主要包括小额贷款公司贷款、贷款公司贷款、产业基金投资等。

社融总量的概念在首次提出之时就已经明确：金融系统的创新是主要的动力。央行署名撰文中指出：社融概念的意义在于“随着我国金融市场快速发展，金融与经济关系发生较大变化，理论与政策操作都需要能全面、准确反映金融与经济关系的全口径统计指标。”

在我国传统的金融与经济关系中，银行体系资产负债的变化是绝对的主导力量。为了促进经济发展和保持物价水平合理增长，银行体系资产方主要体现为新增贷款对实体经济的资产支持，而负债方则主要体现为货币创造和流动性的增加。

近年来，我国金融总量快速扩张，金融体系的机构呈现多元化加速发展，金融产品和融资工具不断创新。证券、保险类机构对实体经济资金的支持加大，商业银行表外业务对贷款表现出明显的替代效应。

2010 年以来，货币政策进入连续的紧缩周期。商业银行一方面面临价格和数量的双重调控，吸存压力前所未有；另一方面，实体对融资的需求非但没有降温，反而因为地产链条的反常规融资行为而呈现出融资需求加速的现象。2010 年起，银信合作、银行系统的表外创新等金融体系的发展势头如火如荼。

因此，仅新增人民币贷款已经不能完全反映金融与经济关系、不能全面反映实体经济的融资总量，也不能及时体现金融系统的结构变化。而较长时期以来，我国货币政策的重点监测、分析的指标和调控中间目标是 M2 和新增人民币贷款。在某些年份，新增人民币贷款甚至比 M2 更受关注。社融总量的适时出现意在跟进监管和创新的博弈中金融系统的演进过程。

因此，社融总量本身并非一个封闭的概念，而是随着金融系统和我国实体经济的不断发展持续动态调节的融资总量概念。随着我国金融市场发展和金融创新的深化，实体经济还会增加新的融资渠道，如私募股权基金、对冲基金等。当条件成熟之时，这些融资渠道也将计入社融总量的统计范畴。而随着社融总量与真实的融资系统日臻匹配，以社融为政策调控中间目标的时机也日趋成熟。衡量一个指标能够作为调控中间目标，有两个重要标准，一是与实体经济的关联性，二是可调控性。央行的实证分析表明，与新增人民币贷款相比，社融总量与主要经济指标的相关关系更紧密。

图 78：社融总量与主要宏观经济指标的相关性

指标/相关系数	社会融资总量	新增人民币贷款
GDP	0.85	0.73
消费	0.75	0.63
投资	0.78	0.65
工业	0.68	0.55
CPI	0.65	0.54

资料来源：中国人民银行，申万研究

在统计上，社会融资总量统计数据完整可得，采集及时准确。社会融资总量是增量概念，为期末、期初余额的差额，或当期发行或发生额扣除当期兑付或偿还额的差额，统计上表现为每月、每季或每年新增量。社会融资总量各项指标统计，均采用发行价或账面价值进行计值，以避免股票、债券及保险公司投资性房地产等金融资产的市场价格波动扭曲实体经济的真实筹资。社会融资总量中以外币标值的资产折算成人民币单位，折算的汇率为所有权转移日的汇率买卖中间价。在数据汇总方面，金融机构之间的债权和所有权关系相互轧差，不存在重复计算问题。例如，金融机构之间相互持有的股权、金融机构之间相互持有的债券等等，都不计入社会融资总量，以真实反映金融体系对实体经济的资金支持。社会融资总量中的银行承兑汇票是指金融机构表内表外并表后的银行承兑汇票，即银行为企业签发的全部承兑汇票，即银行为企业签发的全部承兑汇票扣减已在银行表内的铁线部分。并表统计的目的在于避免重复计算。

4.2 2002-2010 年：社融总量印证金融系统的结构性变化

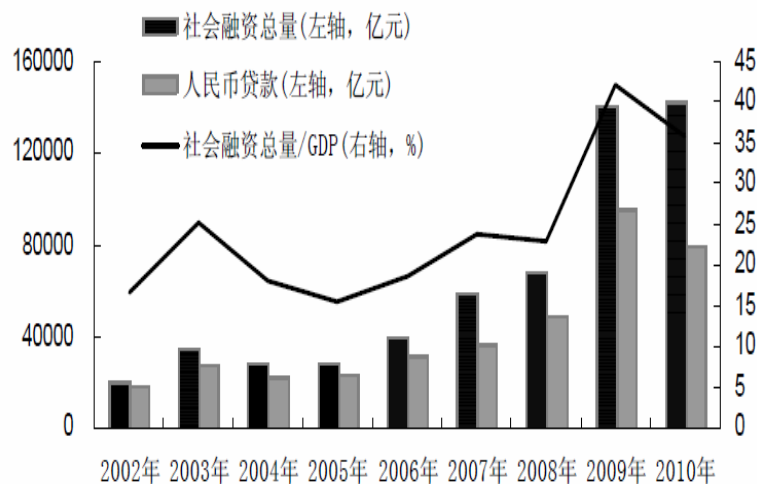
资本市场一贯重视资金面的变化。全面分析和预测实体融资体系的变化使得对社融总量的跟踪和预测十分重要。

目前，社融总量按直接构成可划分成为 10 大类：社融总量=人民币各项贷款+外币各项贷款+信托贷款+银行承兑汇票+企业债券+非金融企业股票+保险公司赔偿+保险公司投资性房地产+其他

目前，比较流行的社融预测方法有两种。一种是分类预测法，即将社融总量按照具体来源合理拆分后，对每一块融资来源进行合理预测，加总后进行经验值调整成为预测值；另一种是趋势外推法，即将社融总量按照机构主体（机构、市场等）拆分后，对预测准确度比较大的主体来源（如银行等）进行常规预测，对于数据缺失较严重的来源进行合理推理预期，合成后进行经验值调整成为预测值。前一种预测方法的优点是方式直接、容易理解，但缺点是部分贷款类、保险公司的融资来源较难预测，导致合成总量不稳定；后一种预测方法的缺点显而易见：趋势外推导致预测准确程度必然无法最优化，但在把握金融系统结构性变化的大趋势时还是比较有优势的。机构在实践中比较倾向于采用后一种预测方法。

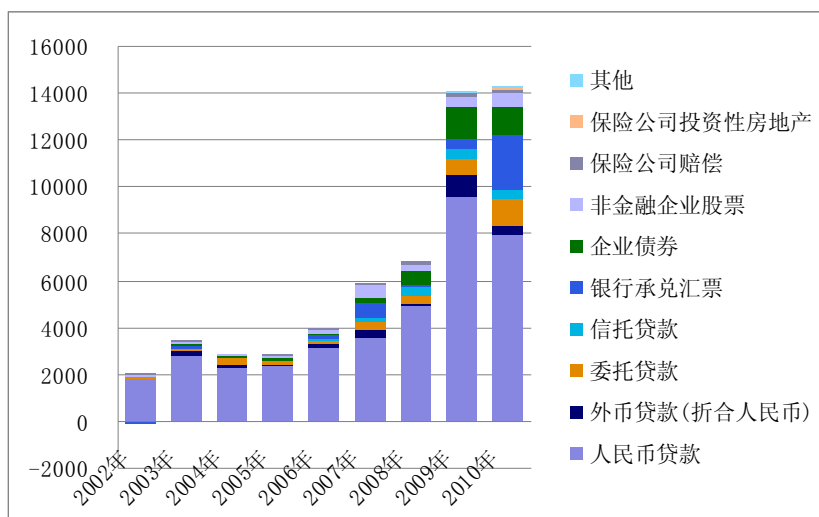
简单回顾 02 年-10 年以来社融总量及其结构的历史变化，是分析和预测的第一步。统计数据显示，我国社融总量快速扩张，说明金融对经济的支持力度明显加大。2002-2010 年，我国社融总量有 2 万亿扩大到 14.27 万亿，年均增长 27.8%，比同期人民币各项贷款年均增速高 9.4%。社融总量占比 GDP 稳定在 15-25% 的区间。09 年由于货币政策宽松导致比值飙升到 41%，此后进入回归路径。2010 年社融总量与 GDP 之比为 35.9%，比 02 年提高 19.2%。金融体系对实体经济的支持力度明显加大。在社融总量快速增长的同时，金融结构也多元化发展，金融对资源配置的积极作用不断提高。2010 年企业债融资、非金融企业股票融资和保险公司赔偿分别占同期社融总量的 8.4%、4.1% 和 1.3%，其中企业债融资比 02 年上升 6.8%。商业银行表外业务融资功能显著增强，2010 年银行承兑汇票、委托贷款和信托贷款分别占同期社融总量的 16.3%、7.9% 和 2.7%，分别比 02 年高 19.8%、7% 和 2.7%。全年而言，新增人民币贷款 7.95 万亿，同比少增 1.65 万亿，但实体经济通过银行承兑汇票和委托贷款从金融体系新增融资达 3.47 万亿元，占比当年社融总量的 24.2%。

图 79：我国社融总量及与 GDP 比率（02-10 年）



资料来源：中国人民银行；申万研究

图 80：我国社融总量构成（万亿）（02-10 年）



资料来源：中国人民银行，申万研究

图 81：我国社融总量结构占比情况%（02-10 年）

	2010年	2009年	2008年	2007年	2006年	2005年	2004年	2003年	2002年
社会融资总量	100	100	100	100	100	100	100	100	100
人民币贷款	55.6	68.1	71.5	61.3	79.3	82.1	78.8	81.0	92.0
外币贷款(折合人民币)	2.9	6.6	0.9	4.9	2.5	3.7	4.8	6.7	3.7
委托贷款	7.9	4.8	6.2	5.7	4.7	3.4	11.1	1.8	0.9
信托贷款	2.7	3.1	4.6	2.9	2.1	--	--	--	--
银行承兑汇票	16.3	3.3	1.6	11.3	3.8	0.1	-1.0	5.9	-3.5
企业债券	8.4	9.2	8.1	3.9	2.1	7.0	1.8	1.6	1.6
非金融企业股票	4.1	3.2	4.9	8.1	3.4	1.2	2.3	1.6	3.0
保险公司赔偿	1.3	1.2	2.2	1.8	2.1	2.5	2.1	1.5	2.1
保险公司投资性房地产	0.1	0.1	0.1	0.1	--	--	--	--	--
其他	0.7	0.5	--	--	--	--	--	--	--

注: "--"表示数据缺失或数据很小。

资料来源: 中国人民银行, 申万研究

采用趋势外推法的下个步骤是将社融构成继续分类。我们可按照融资主体的不同, 对 10 大类社融构成部分进一步分类: 我们将人民币和外币各项贷款合并为“银行表内贷款”, 将委托贷款、信托贷款和银行承兑汇票合并为“银行表外贷款”, 将企业债和非金融机构的股票划分为“企业债/股票融资”。将其他占比较小的项目合并为“其他”。如果再按照融资方式来划分, 则银行表内外贷款可再合并成为间接融资, 而企业债/股票以及保险等融资方式可合并成为直接融资。

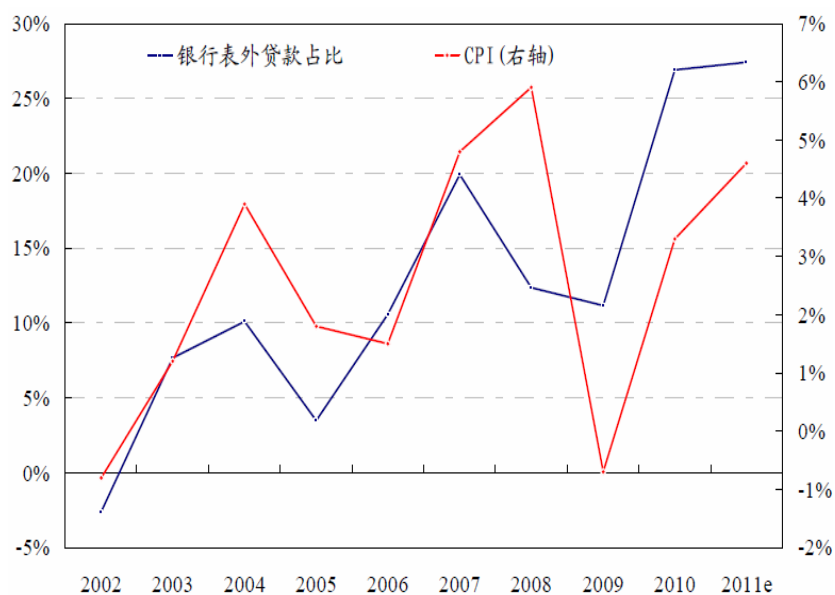
2011 年年初, 不少机构采用趋势外推发对于社融总量进行年度预测。

趋势外推发看重历史变化。从间接融资看, 近年来银行表内资产占比总体迅速下降, 同时, 包括委托贷款、信托贷款和银行承兑汇票在内的银行传统表外贷款快速上升。08-09 年出现了银行表内资产短暂上升的情况, 这主要是因为全球金融危机下银行贷款主动大量投放导致。2010 年开始, 银行表内资产又回归下降趋势。2011 年年初, 机构预期 11 年表内资产占比将进一步得到控制。而尽管 10 年以来, 表外贷款也被列入监管层的关注范围。但年初机构普遍认为表外信贷的监管比较困难, 预计 11 年表外信贷占比难有实质性下降。实际上, 从 11 年 1 季度开始银行的表外信贷占比已经小幅下降, 但机构相信银行表外贷款占比与 CPI 的走势密切相关, 在通胀高企的情况下, 对银行的信贷控制通常会比较严格, 因此银行会选择表外贷款来绕开表内贷款监管, 而在通胀高企和金融托媒的背景下, 投资者也逐步减少了传统的储蓄方式, 而越来越倾向通过银行理财来获取跟高的收益。因此, 机构普遍预期, 由于 11 年全年 CPI 将持续高位, 银行表外信贷将出现供需两旺的情况。

从直接融资看，随着股票和债券等直接融资工具的发展，包括银行表内和表外贷款在内的间接融资总体呈现下降趋势。机构在 11 年年初普遍相信，11 年直接融资占比将由 2010 年的不到 15% 进一步提升到 18%。

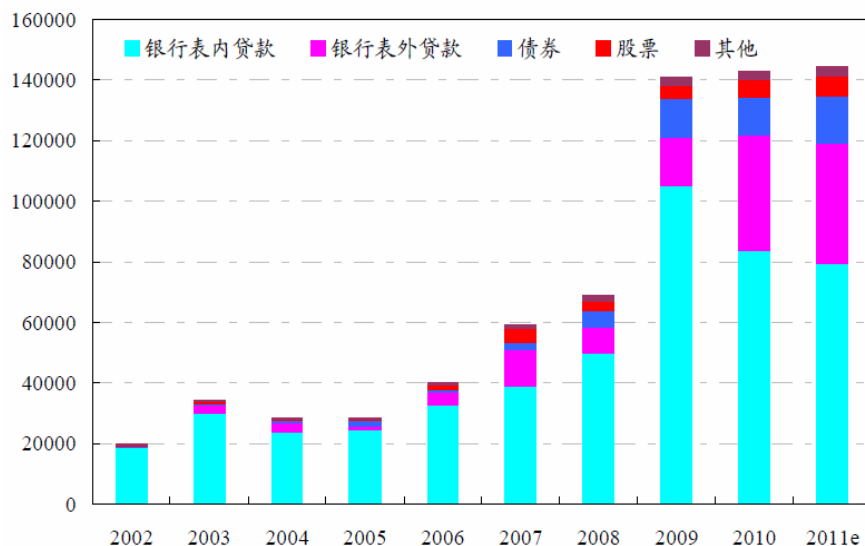
从总量上看，通过央行公布的 02-2010 年社融总量的各部分构成，再结合历年的新增人民币信贷，可以得到历年的新增社融总量及各部分构成的历史数据。根据 11 年新增人民币贷款 7.5 万亿的目标，再结合 11 年银行表内贷款（人民币和外币）占比 55% 的预测值，机构在 11 年年初得到社融总量约在 14.5 万亿，与 2010 年基本持平的结论。

图 82：银行表外贷款占比与 CPI 年度同比



资料来源：中国人民银行，申万研究

图 83：我国社融总量构成（万亿）（02-10 年）



资料来源：中国人民银行，申万研究

4.3 2011 年：低估监管是社融总量预测的失误原因

实际的情况是：2011 年社融总规模为 12.83 万亿，比 2010 年减少 1.11 万亿。其中，人民币贷款增加 7.47 万亿，同比少增 3901 亿元，略低于 11 年的政策目标；外币贷款折合人民币增加 5712 亿元，同比多增 857 亿元；委托贷款增加 1.3 万亿，同比多增 4205 亿元；信托贷款增加 2013 亿，同比少增 1852 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1.03 万亿，同比少增 1.31 万亿元。企业债净融资 1.37 万亿元，同比多 2595 亿元；非金融企业境内股票融资 4377 亿元，同比少 1409 亿元。

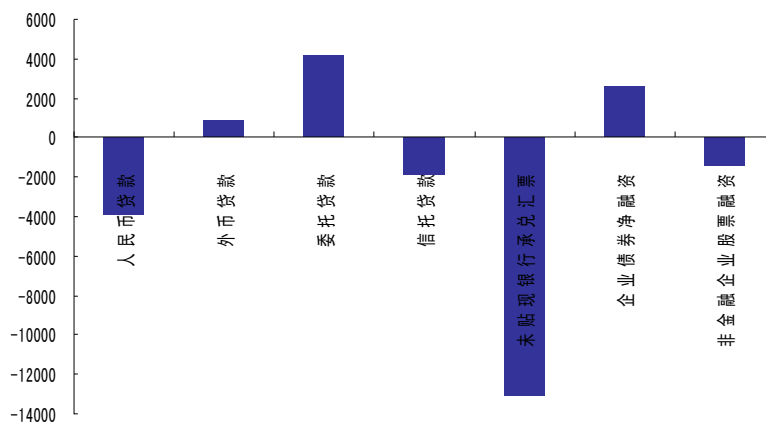
从全年看，2011 年 3 季度人民币信贷和票据融资增速下降，成为全年谷底，4 季度随着承兑汇票回升而止跌回升，同时贷款和企业债券增速加快，融资总量达到了约 3 万亿。其中债券融资占比显著提升，净融资占比 10.6%，为历史最高水平。非银行金融机构对实体经济的支持力度也在明显加大。全年保费赔偿和小额贷款公司与贷款公司新增贷款规模明显高于 2010 年。

本外币贷款的融资依旧占据主导地位，而且从全年看也不算太紧，只在 1 季度同比下降 14%，到 4 季度实际上放松了信贷，同比增速达到 6%。但是表外融资受到打击很大，地产调控导致与地产开发关系密切的信托贷款增速下降，央行和银监会对商业银行票据的清理和将票据保证金存款纳入存款准备金缴存范围导致 3 季度承兑汇票融资增速剧降到 0.7%。另外，虽然股票融资下降，但迅速上升的企业债规模推动直接融资占比上升到 21%。综合而言，从社融总量来看，4 季度已经出现了融资环境的明显宽松。

对比机构在 2011 年年初的预测和实际情况，我们发现两个原因导致预测值出现年度偏差。首先，低估金融监管对于表外信贷的冲击是造成预测偏差

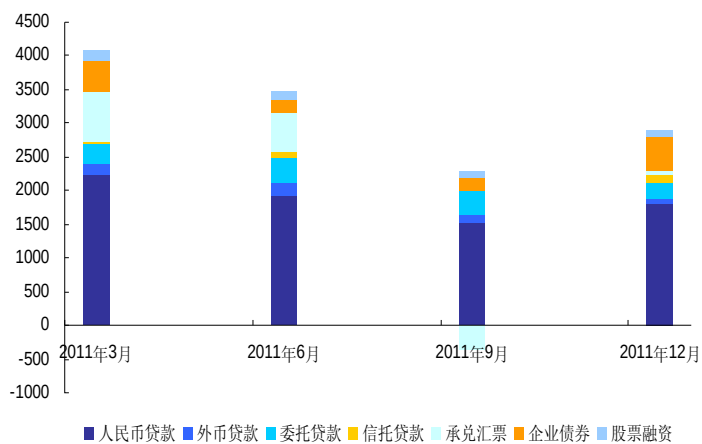
的重要原因之一。其次，间接融资，特别是股票市场由于市场参与热情下降而出现阶段性的规模下降也是导致预测偏差的原因。

图 84: 人民币贷款和未贴现承兑汇票增量下降导致 2011 年社会融资规模同比下降（亿元）



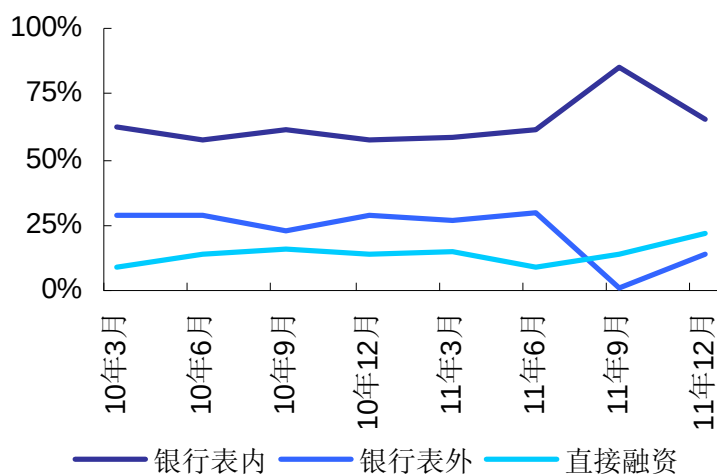
资料来源：中国人民银行，申万研究

图 85: 我国社融总量构成（万亿）（02-10 年）



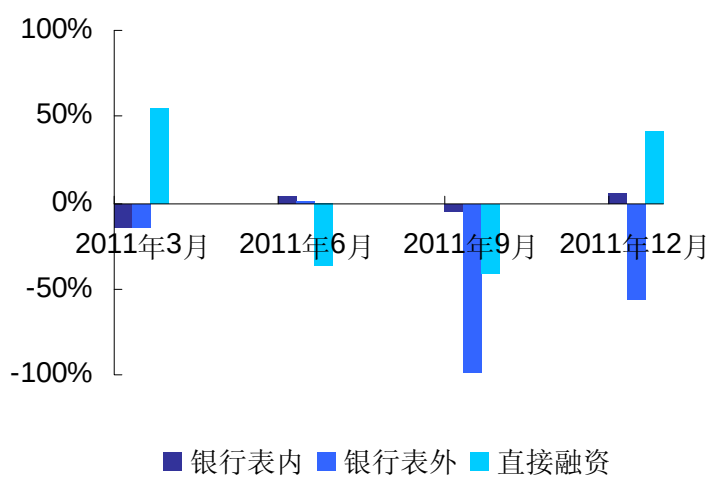
资料来源：中国人民银行，申万研究

图 86: 2011 年 3 种融资渠道的占比变化



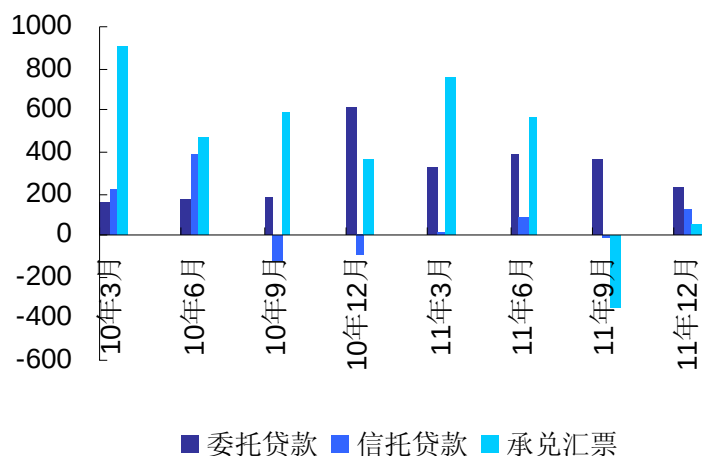
资料来源：中国人民银行，申万研究

图 87：2011 年 3 种融资渠道的同比增速



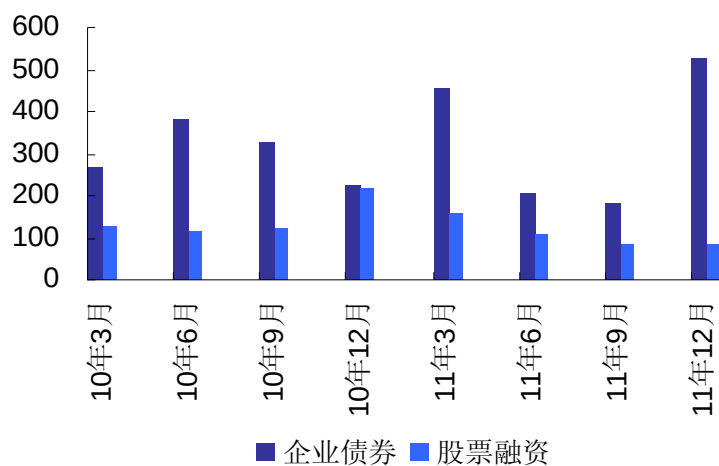
资料来源：中国人民银行，申万研究

图 88：2011 年下半年信托贷款和承兑汇票受制（十亿）



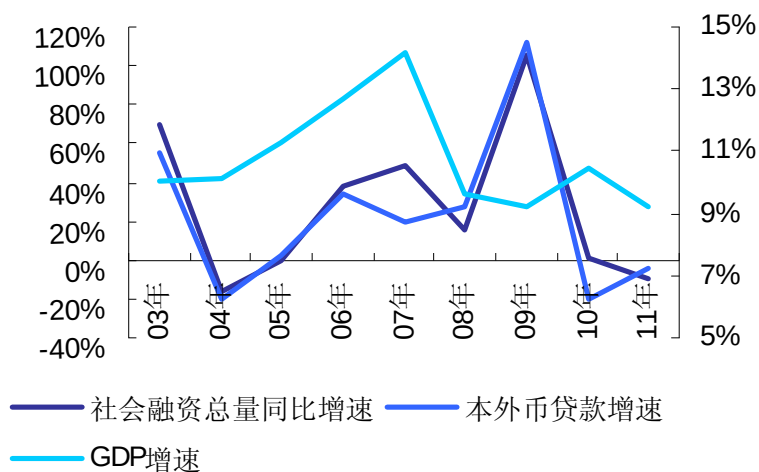
资料来源：中国人民银行，申万研究

图 89: 2011 年 4 季度企业债券融资增速提升 (十亿)



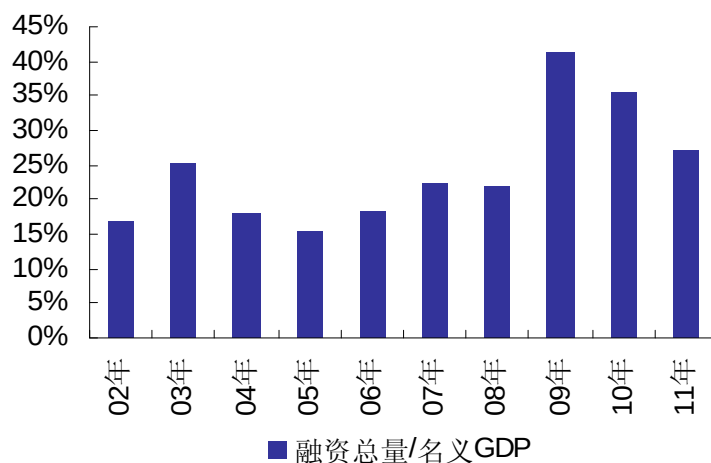
资料来源：中国人民银行，申万研究

图 90: 2011 年信托贷款和承兑汇票受打压 (十亿)



资料来源：中国人民银行，申万研究

图 91：2011 年社融总额占比名义 GDP



资料来源：中国人民银行，申万研究

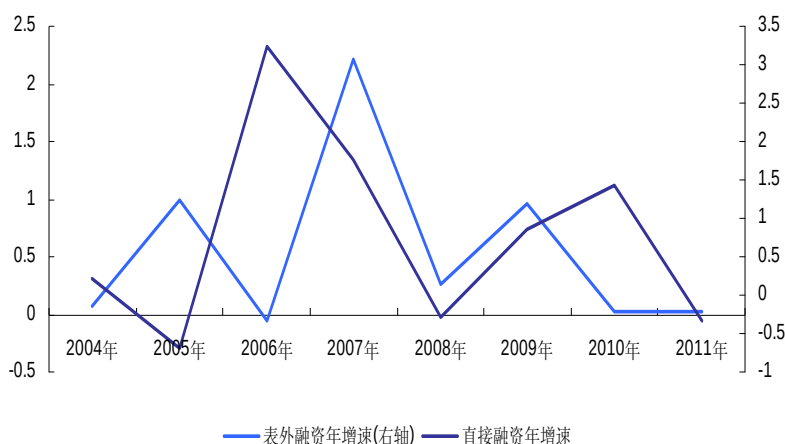
4.4 2012 年：社融总量将在金融创新中延续既有变化趋势

从总量的角度看，过去 10 年，社融总量占比名义 GDP 比值曾经稳定在 15%-25% 区间内。09 年宽松的货币政策导致比值飙升到 41%，此后进入回归的路径。2011 年该比值是 27.2%，预期 2012 年该比值将略有下降，进入历史的常规区间。按照申万宏观组名义 GDP 增速 12% 的预测，我们认为 2012 年社融总量应该在 13 万亿上下，与 2011 年基本持平。

间接融资将仍然是决定全年融资规模的主要因素。由于占比巨大，新增贷款的规模依然十分重要。2012 年申万宏观组对于新增人民币贷款的预期是 8 万亿。从年度的长期趋势上看，我们相信间接融资的规模占比将会持续下降。鉴于 2011 年的季度变化特征明显，我们倾向将 4 季度以来的货币调整作为 2012 年的借鉴。2011 年 4 季度以来，货币政策出现明显的松动，导致社融总量中表内信贷占比从年中的 56.9% 的历史低位回升至 62.7%。而根据 2012 年 1 月央行公布的社融数据，本外币信贷的占比迅速上升至 75.6%。而 2011 年 4 季度表外信贷的占比由年中的 26% 回落至 19.7%；2012 年 1 月的占比继续回落至 15.1%。造成这种局面的主要原因是表外监管以及货币政策的相对宽松。2012 年我们认为，类似的货币政策还将持续，因此我们倾向于认为包括表内表外的间接融资占比将维持在 83-90% 左右。

考虑到 2012 年对表外融资的控制政策会持续，而直接融资将受到鼓励——证监会于 2010 年 11 月 1 日正式启动第二阶段新股发行体制改革，从四大方面想纵深推进发行体制改革；而郭主席也明确表示，将推进公司债发行，按照统一准入条件、统一信息披露标准、统一资信评估要求、统一投资者适当性制度、统一投资者保护安排的原则，加快实现债券市场的互联互通。我们预期，直接融资的占比将有望持续稳定增长，全年维持在 17% 上下。

图 92：历史上表外和直接融资增速变化剧烈



资料来源：申万研究

图 93：2012 年社融总量增速敏感度分析

		新增表外融资同比				
		-10%	0	10%	20%	30%
新增 直接 融资 同比	0	2.47%	4.45%	6.42%	8.39%	10.37%
	25%	6.87%	8.85%	10.82%	12.79%	14.76%
	50%	11.27%	13.24%	15.22%	17.19%	19.16%
	75%	15.67%	17.64%	19.62%	21.59%	23.56%
	100%	20.07%	22.04%	24.02%	25.99%	27.96%

资料来源：申万研究

5. 基本结论

通过本研究报告我们清晰的了解了我国宏观流动性的构成机理以及传导过程，并根据其变化原理我们对于 2012 年中国宏观流动性格局进行了量化的估计与预判。

在目前我国市场中较为常用的流动性指标主要有两大类：货币供应量和
社会融资总量。本报告主要以货币供应量为分析焦点，将流动性概念限定在
宏观流动性层面，并进一步细分为基础货币层面和货币供应量层面，其中在
分析基础货币层面过程中特别提示分拆了基础货币的内核构成—超额存款准
备金内容。

5.1 从三大渠道角度剖析基础货币在 2012 年的变化特征

从基础货币角度探讨，基础货币由货币发行、金融机构存款以及非金融机
构存款三个项目构成，而影响基础货币变动的主要工具与渠道是公开市场操
作、财政性存款存放吞吐以及外汇占款吞吐。

从传统理论角度来看，中央银行的货币政策工具主要有三，分别为调整法
定存贷款利率、调整法定存款准备金率以及公开市场操作，如果单纯考察各
个工具对于基础货币的作用则效应各不相同。表现为：1、法定存贷款利率对
于基础货币的作用间接，而且实际效果可能不佳；2、法定准备金率的调整对
于基础货币总量具有增加作用而无降低作用；3、公开市场操作对基础货币具
有直接作用。

在影响基础货币变化的三条主要渠道中，外汇占款变化主要是受到外部经
济的影响，财政性存款的变化主要是受到财政税收政策的影响，只有公开市
场资金的吞吐状况是由中央银行的货币政策思路来决定的。这样看来，在构

成基础货币的变化中，实际上是由中央银行一己之力来缓释冲销其他因素，调节基础货币的变化。

在剥离基础货币所代表的流动性过程中，由基础货币一直剥离到其内核构成一超额存款准备金，决定超额存款准备金变化的基本渠道有五者，分别为外汇占款、公开市场操作、财政性存款吞吐、货币发行以及法定存款准备金。

从外汇占款的变化角度来看，2012 年世界经济增速回落，我国出口增速将会明显低于 2011 年，对外贸易顺差将进一步收窄；欧债危机解决进程仍有可能波折，市场避险情绪跌宕起伏，美元指数前低后高；人民币汇率升值预期趋缓，政府积极地鼓励进口，预计企业和个人对银行的结汇意愿会有所缓和；跨国公司对国际投资环境的信心逐渐增强，今年我国接受外商直接投资金额保持平稳，略有增加；“热钱”流入呈前低后高态势。考虑到这些因素和驱动力的变化，预计 2012 年我国外汇占款总量比去年将有所降低，全年在 1.8 万亿左右。其结构呈前低后高的态势。在外汇占款整体降低的形势下，通过下调准备金率将是稳定货币投放的主要手段。

从财政性存款的变化角度来看，根据财政收入增长状况，如果 2012 年财政收入增速为 13.4%，则财政支出增速为 14.5%，财政支出规模为 12.5 万亿。全年财政赤字为 7000 亿元。根据月度财政支出的占比情况，我们大致估算了 2012 年各个月份的财政支出规模及同比增速变化。

在进行 2012 年公开市场操作的前瞻性判断前，我们对于主要货币政策工具—法定存款准备金率在 2012 年的预期变化进行定量分析。根据其于广义货币供应量目标增速之间的关系，我们认为按照 14% 的广义货币供应量目标位置来看，2012 年全年法定存款准备金率的下调次数应该保持在四次左右，而且考虑到基础货币的增量在上下半年存在增速非对称特征（这主要由于外汇占款增量前慢后快特征所决定），因此我们认为法定存款准备金率的下调将主要集中在上半年完成，预计一季度调整 1 次，二季度调整 2 次，三季度调整 1 次。

鉴于进入 2012 年后，外部流动性输入将出现趋势性的降低，因此总量流动性宽松的局面将显著改观，中央银行的总冲销比重有望进一步回落，我们预期 2012 年中央银行总冲销比率有望回落到 40-50% 区间内。2012 年的公开市场操作将体现出如下特征：1、相比于历史年度，2012 年公开市场工具所具有的货币回笼功能将越发弱化，其发行规模将出现显著萎缩，公开市场净效应体现为注入流动性的功能；2、公开市场工具将产生分化。由于总量流动性将出现回落，中央银行更倾向于借助于短期回购工具的方式微调流动性，该工具的主要意图在于平滑短期内资金波动。中央银行票据的发行将在一定时期内退出公开市场操作选择中，中央银行票据的功能主要体现在存量到期向市场提供流动性；3、中央银行的公开市场操作工具面临再度创新的挑战。2002 年以来，我国中央银行的主要矛盾焦点在于如何对冲外部流动性的问题，因

此创设了中央银行票据工具作为冲销手段。在未来一段时期内，困扰我国货币政策多年的流动性充裕局面有望向中性水平转化，因此在法定存款准备金率非常态工具、回购工具主要局限于短期的约束下，中央银行还需要开发新的流动性管理工具，即创设一种能够向市场投放长期流动性的公开市场工具。

5.2 广义货币供应量指标在 2012 年的总量性与结构性变化特征

在由高能基础货币派生扩张为货币供应的过程中，中央银行、商业银行、居民以及企业四部门通过法定存款准备金率、存贷比、资本约束、信贷供应以及需求能手段参与其中，决定着货币派生的速度与效果，最终形成了货币乘数的概念。因此如果将货币层次划分为基础货币与广义货币供应量，那么在货币量决定过程中，不同社会主体对于不同层次货币的决定意义并不相同。

根据我们对于货币派生过程的分析与研究，我们首先对于 2012 年涉及到总量意义的货币指标进行了预测分析，其中较为关键性的总量流动性指标包括贷款、存款以及广义货币供应量指标 M2。具体结论如下：

图 94：2012 年存贷款总量流动性指标分布预测情况

表：2012 年人民币各项存款及一般存款预测（亿元）

	2012-1	2012-2	2012-3	2012-4	2012-5	2012-6	2012-7	2012-8	2012-9	2012-10	2012-11	2012-12
外汇占款每月新增额	1409	251	1246	577	1078	1322	1063	1856	1712	2500	2592	2632
货币发行变化	9071	-8372	-1849	300	-1000	200	600	600	2400	-1200	700	3400
同业存款回流	-6650	-4990	3700	-9000	0	8000	-8000	0	8000	-8000	0	8000
贷款投放	7381	7107	10100	7000	7000	7000	6000	6000	7000	6000	6000	7000
一般存款增长预测	-11521	14133	33522	-13392	8078	17657	-4236	7866	16475	199	11014	27499
存款增长预测	-8003	15351	29465	-9942	9893	16811	-986	8112	15712	2491	8856	15311
存款余额	817965	833316	862781	852839	862731	879542	878556	886668	902379	904870	913726	929037

资料来源：人民银行、申万研究

资料来源：申万研究

而由于新增外汇占款下半年逐步回升、11 年下半年票据取消规模带来实际信用扩张较缓慢以及低基数效应将带来 M2 的逐渐上升，我们预计 M2 增速将在低位盘整后下半年逐步回升，年底将达到 14.3% 左右。如下图表所示：

图 95：2012 年广义货币供应量指标分布预测情况

表：2012 年 M2 单月新增及同比增速预测（亿元）

	2012-1	2012-2	2012-3	2012-4	2012-5	2012-6	2012-7	2012-8	2012-9	2012-10	2012-11	2012-12
外汇占款每月新增额	1409	251	1246	577	1078	1322	1063	1856	1712	2500	2592	2632
货币发行变化	9071	-8372	-1849	300	-1000	200	600	600	2400	-1200	700	3400
贷款投放	7381	7107	10100	7000	7000	7000	6000	6000	7000	6000	6000	7000
信用债新增	449	1530	470	781	815	689	551	856	1400	791	964	1079
2012 违规渠道派生新增	-1521	3081	12100	-9000	0	0	0	0	0	0	0	0
2012 M2 变化预测值	4200	10751	27973	-4092	7078	9857	4364	8466	10875	6999	11714	22899
M2 同比增速	12.2%	13.0%	13.4%	12.4%	12.6%	12.4%	12.7%	12.8%	14.4%	14.9%	15.1%	14.3%

资料来源：申万研究

从广义流动性指标的结构上看，商业银行的负债结构与资产结构将在 2012 年呈现出如下一些变化特征：

- 1、预计存款结构中居民存款占比将会拐头上升，从 2011 年底的 46.2% 逐步上升至 47% 左右；
- 2、预计随着未来经济增速和 CPI 的继续回落，负利率环境将在今年得到扭转，存款结构将继续趋于定期化。我们预计，随着 CPI 和负利率环境的改善，2012 年底银行业活期存款占比将较年初下降 2.4%；
- 3、银行体系的资产配置取决于整体需求的变化，根据申万宏观预测，2012 年中国 GDP 增速将下降至 8.6%，而 CPI 将下降至 2.6 左右，这就意味着名义 GDP 将出现快速下行。从历史经验看，如果此时政府逆周期投放信贷，贷款利率水平将有所下降，预计下降幅度为 80BP 左右；
- 4、预计银行资产结构中存放央行（包括国债购买）部分的占比将由 2011 年的 30.2% 下降至 28.9%。而由于银行间资金相对充裕，银行净拆入资金规模将出现较快下降；
- 5、从债券投资情况看，基于派生存款和风险权重的考虑政策性银行债将成为投资结构中侧重的部分，而企业债和高收益债将成为未来两年银行保证收益率水平的投资方向；
- 6、由于工业企业贷款需求下降，同时，新资本协议中，首套房风险权重为 45%，个人经营性贷款和小微企业贷款风险权重下调，同时，同业存款风险权重上调。在新的政策方向下，预计 2012 年银行体系的资产配置方向重点将是个人贷款

5.3 社会融资总量在 2012 年的预期变化一览

从衡量宏观流动性的另一重要指标—社会融资总量来看，我们通过对于 2002 年以来的历史数据深入研究，并对于 2012 年的社会融资总量特征进行了预测判断，其基本结论如下：

- 1、从总量的角度看，过去 10 年，社融总量占比名义 GDP 比值曾经稳定在 15%-25% 区间内。09 年宽松的货币政策导致壁纸飙升到 41%，此后进入回归的路径。2011 年该比值是 27.2%，预期 2012 年该比值将略有下降，进入历史的常规区间。按照申万宏观组名义 GDP 增速 12% 的预测，我们认为 2012 年社融总量应该在 13 万亿上下，与 2011 年基本持平；
- 2、间接融资将仍然是决定 2012 年融资规模的主要因素。由于占比巨大，新增贷款的规模依然十分重要。我们认为包括表内表外的间接融资占比将维持在 83-90% 左右；

- 3、考虑到 2012 年对表外融资的控制政策会持续，而直接融资将受到鼓励。我们预期，直接融资的占比将有望持续稳定增长，全年维持在 17% 上下。

5.4 未来广义货币供应量概念的延伸与拓展

从 2011 年以来，中央银行一直在进行广义货币供应量概念的拓展，2011 年 10 月份，中央银行首度将住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款纳入到广义货币供应量口径统计中，令广义货币供应量指标衡量宏观流动性的意义更为全面。

此外考虑到我国银行体系的资金来源至少还包括如下一些基本渠道，我们认为更为全面意义上的广义货币供应量指标纳入如下项目：委托存款、银行理财资金、外汇存款、地方财政性存款等，即未来 M2 的口径应该更为广义

5.5 各层次流动性与金融子市场之间的内在逻辑浅析

利用流动性因素来理解我国金融市场（债券市场、股票市场）的变化是市场关注的焦点，但是我们通过研究发现，两者之间的相互关系并非是简单线形的，而且对于不同的金融子市场，流动性因素所代表的内涵并不一致，而正是这种内涵因素决定着金融市场的变化趋势。

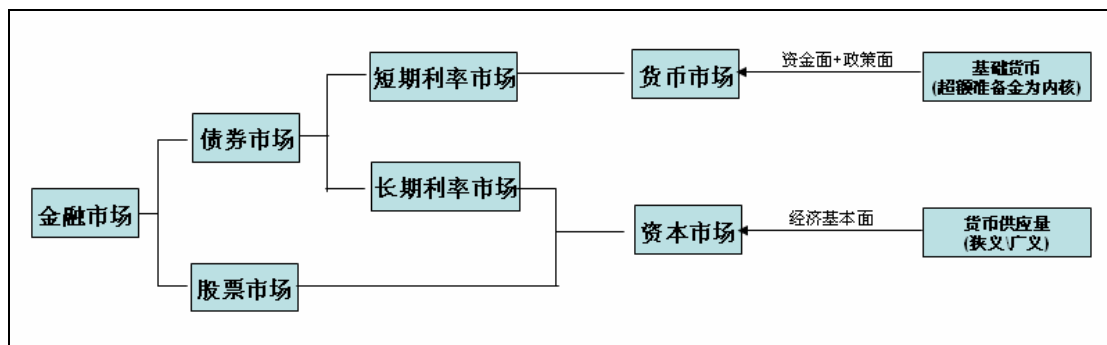
从传统意义来看，金融市场内含有货币市场与资本市场，股票市场是典型意义上的资本市场概念，而债券市场则可细分为两类，短期利率所代表的债券市场应该归属于货币市场范畴，长期利率所代表的债券市场应归属于资本市场范畴。

流动性因素对于货币市场具有直接传导效应，而其对于资本市场则无法产生直接传导效应，其间必须经过一个宏观经济基本面因素的放大与过滤。

从流动性层次来看，基础货币（内核为超额存款准备金）层次的流动性本身体现为资金因素和政策因素的内涵，其对于货币市场体现了直接影响。

货币供应量（狭义、广义）层次的流动性是在基础货币层面基础上纳入了社会其他经济主体的派生功能，因此其本身更体现了经济基本面因素的内涵，对于资本市场具有显著影响。

图 96：各层次流动性因素与各个金融市场的关联逻辑图



资料来源：申万研究

因此各个金融子市场所接触到的流动性层次不同，各层流动性对于各个金融市场的影响程度与影响意义也不同，投资者需要进行清晰划分。

信息披露

证券分析师承诺

倪军：银行

孟祥娟：经济

刘莹：策略。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。