



2008年2月15日

中国经济/数据分析

中金公司研究部

联系人: 哈继铭 hajiming@cicc.com.cn

邢自强 xingzq@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

数据反弹并不意味从紧政策失效

——1月份货币数据评论

表 1: 近期货币信贷数据一览

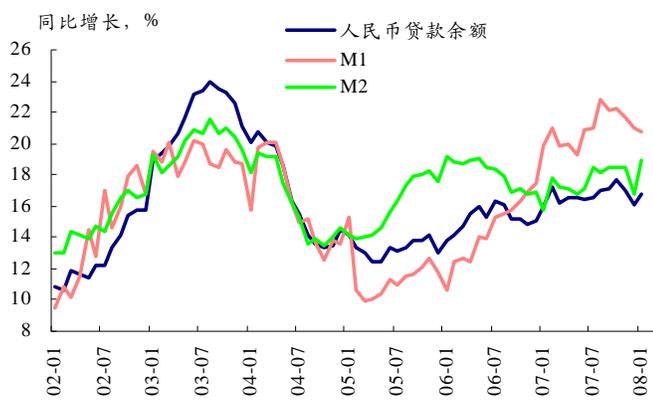
同比增长 %	08年1月	07年12月	07年9月	07年6月	07年3月	06年全年
M1	20.72	21.01	22.07	20.92	19.81	17.48
M2	18.94	16.72	18.45	17.06	17.27	16.94
人民币贷款	16.74	16.10	17.13	16.48	16.25	15.07
人民币贷款(新增, 亿元)	8036	485	2835	4515	4417	31809
人民币存款	15.12	16.07	16.84	15.99	15.94	16.81
居民存款	7.67	6.99	6.84	9.40	12.81	14.56
居民存款(新增, 亿元)	1684	6349	-101	1670	1530	20536

资料来源: 中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

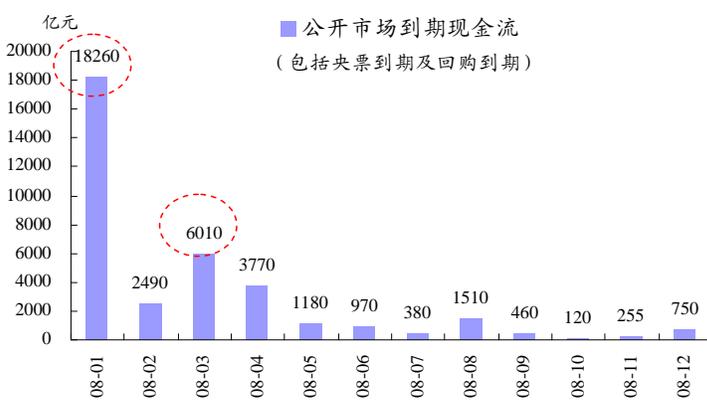
央行于2月14日公布了08年1月份货币信贷数据, M0增速为31.21%, 比12月大幅上升19.17个百分点; M1增速为20.72%, 比12月低0.29个百分点; M2增速为18.94%, 比12月上升2.2个百分点; 人民币贷款新增8036亿元, 贷款余额增速为16.74%, 比12月上升0.64个百分点(图1)。

- **1月份货币信贷增速的上升并不意味着从紧货币政策失灵:** 1月份信贷与货币数据的反弹原因有2: 1). 贷款方面, 去年12月份的强力紧缩, 造成贷款在1月份的集中释放。2). 货币供应方面, 由于春节移位因素作祟, 因此一般习惯于将1/2月份数据结合起来把握货币供应趋势。1月份的M0增速大幅上升19.17个百分点, 源于去年春节是在2月中旬, 而今年春节在2月初, 因此在1月份就出现现金需求高峰, 进而也推高了M2增速。尽管如此, 货币紧缩的效果依然显现: 将12月份与1月的指标结合起来看(表2), 中央工作会议制定“从紧的货币政策”之后的12月与1月份M2平均增速为17.83%, M1平均增速为20.87%, 贷款平均增速为16.42%, 均低于此前11月份的数据, 显示了货币政策从紧的效果, 因此不能以数据的暂时反弹来说明货币政策从紧的努力被抵消了。我们预计接下来2-3月份的货币信贷增速将有所降低, 回归正常。
- **货币政策前瞻: 央行会加大数量工具的使用以及汇率升值。** 鉴于1月份CPI很有可能达到7%以上, 加上货币信贷数据表面上的“反弹”, 接下来央行还会加大使用数量工具回笼资金的力度, 包括央票发行和存款准备金率调整。昨天央行发行1950亿央票就体现了这一点。而且正如我们已经指出的那样, 由于3月份将再次出现央票+国债正回购到期的高潮(图2), 央行也有可能在2-3月份上调存款准备金率。此外, 汇率升值依然是重要的工具, 央行可能会于近期进一步增加人民币汇率灵活性(譬如扩大人民币汇率日波动区间), 13日的人民币兑美元汇率日波动率达到6%创历史新高(图3), 即体现了央行的这一尝试。不过总体而言这不会改变人民币在今年的升值方向。加息的可能性很小, 因为: 1). 美联储的大幅降息(一周之内降息125个基点)进一步降低了中国升息空间; 2). 尽管1月份CPI可能创出新高, 但其部分反映了雪灾所造成的供应短缺现象, 而使用利率应对这种通胀并不合适。
- **鉴于雪灾等因素的影响, 央行的货币政策可能会有针对性地做出一些调整, “灵活从紧”:** 1). **雪灾造成的对于贷款的需求:** 中国人民银行于1月31日发出紧急通知(参见我们2月4日的报告《先抑后扬扬将至》), 要求“加大对抗灾救灾必要的信贷支持力度, 保证符合条件的贷款及时发放到位, 对于用于救灾救急、煤电油运、市场节日供应、鲜活农产品生产运输的符合信贷条件的贷款申请, 各金融机构要加快审批; 做好群众灾后恢复生产和春耕备耕的各项金融服务工作, 对因雨雪冰冻灾害造成损失而发生还贷困难的符合条件的煤电油运、农副产品生产流通企业, 可视情

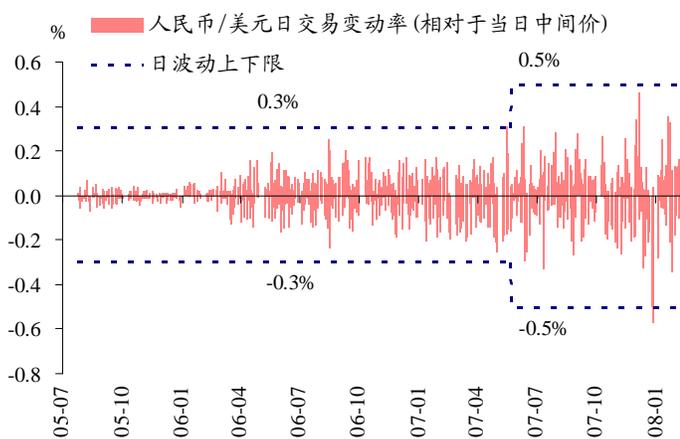
况对其贷款予以展期”。2) **控制贷款反而可能推高通胀**：我们1月底在东北地区的考察显示（参见我们2月13日的报告《粮价、猪价和劳动力价格--通货膨胀调研报告》），今年以来，由于贷款没有到位，国有粮食收购单位缺乏足够资金收购粮食，导致粮食收购未能及时开展，这有可能进一步推高粮食价格，与中央控制通胀的目标无疑是背离的。因此，我们认为央行将在货币政策执行中“紧中求活”，发扬一定的灵活性，贷款控制方面，针对救灾以及粮食收购的贷款可能会有所调整，不排除1季度贷款总量高于原先“目标”的可能。3) **一味卡贷款将使中小企业度日如年，就业将受到负面影响**：在中国银行业改革尚不完善的情况下，卡贷款必然首当其冲堵住了中小企业贷款之路，而通过地下钱庄融资成本极高，中小企业亦不可能在资本市场获得融资，因此中小企业，尤其是劳动密集的出口企业，由于外需恶化和融资受阻而两头受挤，度日如年，这将使得就业受到很大影响。政府最不愿看到的是通胀没压下来，失业率却大幅上升。

图 1：1 月份货币信贷增速“反弹”


资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 2：3 月份大量现金流到期，央行回收流动性任务艰巨


资料来源：中金公司固定收益部

图 3：人民币汇率日波动率近期较大


资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

表 2：货币政策从紧的效果显现

同比增长 %	最近两月平均 (07年12与08年1月)		07年11月
	M1	20.87	21.67
M2	17.83	18.45	
人民币贷款	16.42	17.03	

资料来源：中国人民银行、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座6层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海陆家嘴环路证券营业部
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期23楼2314室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳深南大道证券营业部
中国 深圳 518040
深南大道7088号
招商银行大厦25层2503室
电话: (86755) 8319-5000
传真: (86755) 8319-9229



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。