

胡鲁滨 86-755-82960274
 hulb@cmschina.com.cn
 薛华 86-755-82940787
 xuehua@cmschina.com.cn

2008年9月2日

09年信贷额度有望增加1万亿

紧缩调控已取得良好效果。我们预计从2008年下半年开始，货币政策尤其是信贷政策将重新定位。货币增速将继续受压，而银行信贷将大幅增长，货币信贷政策将呈现“紧货币、宽信贷”的格局。而背后的主要原因，在于宏观调控成果需要进一步巩固以及新增外汇占款规模面临下降趋势。

主要内容:

- 中国经济运行的历史经验表明，经济的平稳增长需要货币信贷扩张的支持。目前我国货币处在货币化进程当中，货币供应量增速平均高于经济增速。
- 我国的货币投放机制具有明显的中国特色，外汇占款对银行信贷形成“挤出效应”。2008年上半年我国的货币投放中，以外汇占款形式投放的占据了半壁江山。外汇占款对银行信贷投放形成了明显的“挤出效应”。
- 紧缩调控已取得初步效果，未来货币增速仍需控制。从物价、工业生产来看，目前经济增速已经减速，为巩固调控结果，结合货币流动速度的变化情况，2009年M2以15-16%左右的速度扩张是合理的，也就是说货币增速依然需要控制。
- 2009年新增外汇占款对银行信贷的“挤出效应”将缩减。外汇占款主要源于贸易顺差和资本项下顺差的双顺差。其中贸易顺差的下降是趋势性的，而由于人民币预期升值幅度的下降以及中外利差可能缩减，资本项下顺差也将缩窄。
- 在整体货币增速继续受控的情况下，外汇占款“挤出效应”的减小将导致银行信贷的增加，预计2009年银行信贷额度有望增加1万亿。同时由于外汇占款将继续保持较高水平，包括上调存款准备金率在内的基础货币回笼措施将延续。
- 综合来看，未来我国货币政策将呈现“紧货币、宽信贷”的格局。对未来货币信贷投放的预测如下表:

表：对未来货币信贷投放的预测

月份	2008.07	2008.12	2009.12
M2(万亿)	44.6	46.9	54.0
每月增加(亿)	--	4700	5864
同比增速(%)	16.4	16.3	15.0
人民币贷款(万亿)	29.0	30.1	35.0
每月增加(亿)	--	2000	4200
同比增速(%)	14.6	14.9	16.6
外汇占款(万亿)	15.7	17.1	20.2
每月增加(亿)	--	3000	2500
同比增速(%)	32.7	33.5	17.8

图表绘制：招商证券研发中心

相关报告

1、《升值：被当成坏事的好事》

2008/07/09

2、《房地产开发速度将在年底放缓 或拉低名义经济增速两个百分点》

2008/05/28

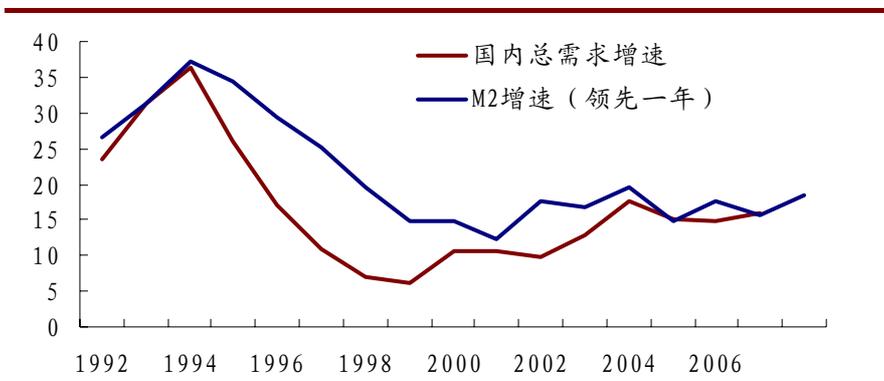
引言：货币扩张和经济增长的简要回顾

历史的经验说明，经济的增长需要货币扩张来支持。从 1995 年到 2007 年年底，广义货币供应量 M2 扩张了 5.7 倍左右，而同期国内生产总值（GDP）只增长了 3 倍左右。平均每年，货币供应量的增速比名义 GDP 的增速高 4.3% 左右。

从这个意义来看，货币是一种“奢侈品”：随着经济规模的扩张，对货币的需求越来越大。或者如经济学所定义的，中国处在“货币化”的进程当中。

一个重要的关系是，货币扩张是经济增长的一个基本条件。下图列出了货币供应量和名义经济的增速。可以看到，领先一年的货币供应量增速对于国内总需求的增速具有重要的指示意义。

图 1：货币供应量和名义经济增速之间的关系（%）



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

但是从每一年来看，货币对经济的指示意义并不是一一对应的。可以看到 1995-2003 年，货币供应量的增速都比名义经济的增速要高。而 1995-1999 年，这样的情况尤其明显。也就是说，在这一段时间，货币供应量的快速增长并没有引起名义经济增速的快速提高。货币供应量增速比名义经济增速高出 7.5%。

表 1：货币供应量高于名义经济的增速（%）

时间段	1995-1999	1999-2007	1995-2007
每年货币供应量高于名义经济的增速	7.5	1.8	4.3

数据来源：CEIC，招商证券研发中心

1995-1999 年货币供应量增速高于经济增速导致货币流通速度的明显下降。这意味着经济整体的活力下降，实体经济并没有吸引资金的涌入。而这样的情况往往发生在经济出现明显困难的时候。因为 1995-1999 年经济处在明显的减速期。

这可以得出的另外一个重要的结论是，在经济减速周期，需要货币供应以更快的速度扩张。

概括来说，货币扩张在经济扩张中起到了明显的推动作用。由于这个原因，货币信贷政策一直是宏观调控的一个主题。从 2004 年以来，我国主要采取紧缩的货币政策。尤其是 2008 年，严格的信贷额度控制更是直接从数量上对货币扩张进行限制。

严格的数量控制取得了很好的效果，经济的热度明显下降。根据目前的情况，需要对未来的货币政策进行重新的评估。我们认为，未来一年，紧缩的货币政策将延续，但是银行信贷政策可能面临方向性的转变。概括来说，货币信贷政策将呈现明显的“紧货币、宽信贷”的格局。

一、经济增速下降，但“从紧的货币政策”需要延续

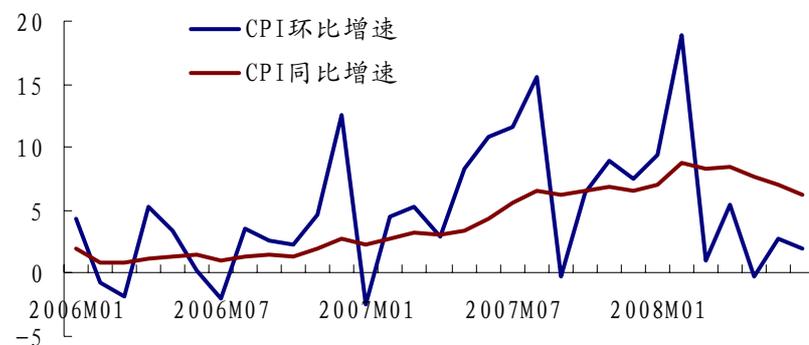
第一个重要的原因是经济增速虽然明显下降，但是物价涨幅依然偏高。为此可以观察几个关键的宏观指标。

从环比数据来看，通胀仍然偏高

从物价指数来看，可以看到今年3月份以来，消费者价格同比涨幅不断回落。但是从同比涨幅绝对数来看，目前依然处在比较高的位置。更能反映最近几个月变化的月度环比涨幅也呈现了同样的局面。

根据我们的计算，今年3月到7月，剔除季节因素以后的物价涨幅为每年2%左右。这样的涨幅明显比较低了。由于2月份的数据受到了雪灾自然灾害的影响，因而数据有暂时虚高的因素。剔除掉这个因素以后，3-7月份物价涨幅为每年4%左右。也就是说，从物价走势来看，目前涨幅确实在下降，但是涨幅依然偏高。

图 2: CPI 同比和环比涨幅 (%)

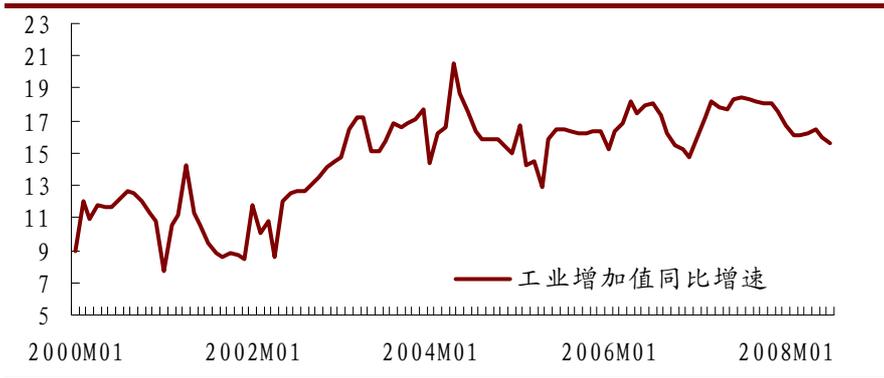


数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

生产明显减速

工业增速说明生产正在放缓。从同比来看，工业增加值增速不断回落。8月份当月的工业增加值工业增速只有14.7%。根据我们测算，考虑奥运停工的影响，当月增速为15.3%左右。增速虽然下降，但还是平稳增长的局面。

图 3: 工业增加值同比增长 (%)



数据来源: 国家统计局, 招商证券研发中心; 为便于观察, 已进行平滑处理

结合物价和实体经济运行情况, 2007 年以来的宏观调控取得了较好的效果。目前经济增速处在一个较为合意的水平, 工业增速平稳增长, 只是物价涨幅依然偏快。因此还需要进一步巩固调控成果。

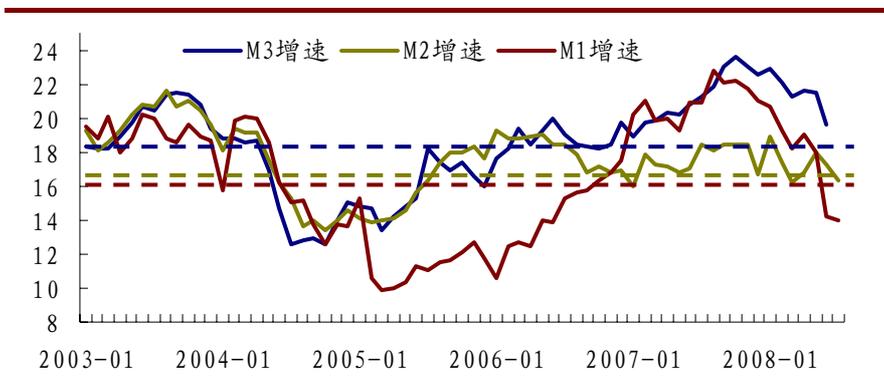
虽然目前物价涨幅偏高, 但是经济的运行环境依然有很大的不确定性。从房地产市场来看, 成交量的下降将最终反映到实体经济上来。而由于外部经济条件的放缓, 出口增速也将回落。再结合高的油价水平, 未来实体经济的运行可能出现更加严峻的情况。因此在制定货币政策时要充分考虑多种因素, 保持一定的灵活性。

货币流通速度下降, 货币供应增速需要平稳

目前的货币供应显然已经走出了过快扩张的局面。从 M1、M2 和 M3 指标来看, 目前都明显下降。当前从同比增速来看, M1、M2 的增速都已经低于 2003-2007 年的平均水平。这里 M3 是我们自己构建的货币指标。具体方法是根据央行公布的“国内信贷”+“国外净资产”来编制的。

这五年名义经济的平均增速为 15.6%。其中经济增速平均为 10.7%, 消费者价格指数年均涨幅为 2.6%, 因而从经济增长角度来看是比较合意的。目前的货币供应量 M1、M2 增速低于这五年的平均水平, 因而从中期的意义上来讲已经偏低。而 M3 增速依然较高, 由于 M3 较好的领先意义, 我们认为, 总体的货币增速仍然需要紧缩。

图 4: 目前的货币供应量增速 (%)



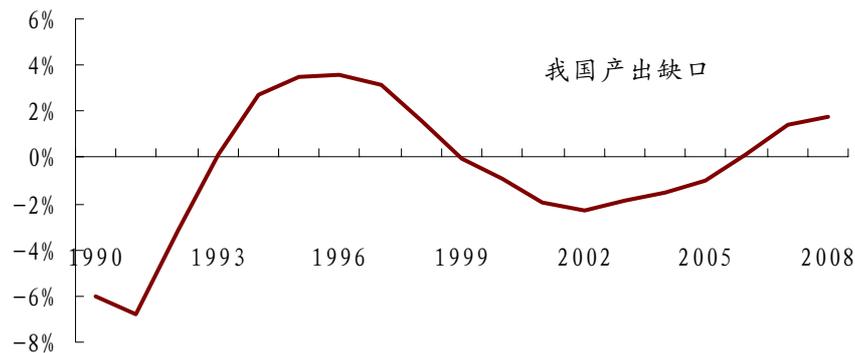
数据来源: 国家统计局, 招商证券研发中心, 虚线为 2003-2007 年的平均水平

2003-2007 年货币供应量 M2 平均增速为 17%。通过更能刻画 2007 年以来情况的 M3 来看, 2007 年的增速为 22.5%, 2008 年全年估计在 19.5%左右。2008 年货币增速虽

然明显下降，但是依然处在较高的水平。货币指标大概领先实体经济一年，这说明 2009 年将以低于 2008 年的速度扩张。

这里附带地说明，2009 年经济增速的下降可以缓解紧绷的产能，降低物价上涨的压力，从可持续发展的角度来看，这是一件比较合意的事情。根据我们的估算，我国潜在经济增速在 10% 左右。2008 年，我国累积的产出缺口为 2.1%，也就是说，过去几年的快速增长使得经济高于潜在水平 2.1%。如果花两年的时间来消化这个正的缺口，这样 2009、2010 年保持在 9% 左右的增速是比较合理的。

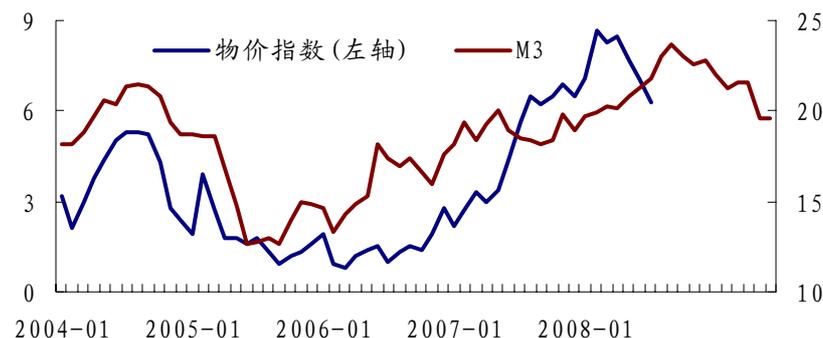
图 5：我国的产出缺口



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心，虚线为 2003-2007 年的平均水平

从前瞻性调控来看，2009 年总需求的扩张已经受 2008 年货币供应扩张的框定。但是还有一个值得注意的问题是货币流通速度的下降。也就是说，货币的继续扩张没有引起价格指数的进一步上涨，具体情况可以看下图。根据该图我们可以发现，领先一年的货币供应量的还在上升，但是物价指数已经掉头向下。

图 6：目前的货币供应量增速和物价涨幅（%）

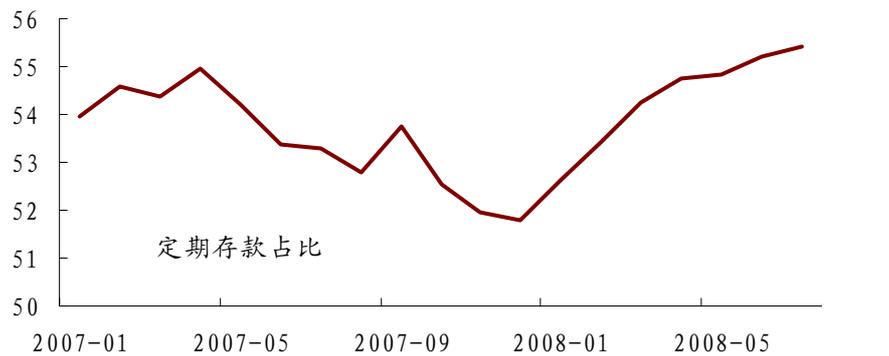


数据来源：国家统计局，招商证券研发中心，虚线为 2003-2007 年的平均水平，M3 是我们构建的数据，在 2007 年以来，能较好反映货币供应的变化。

这有重要的含义，因为物价对货币供应不敏感会对货币政策产生重要的影响。在这种情况下，甚至需要进一步提高货币供应量的增速以促进总需求和经济增长。

目前货币流通速度的下降可以从定期存款所占的比重上升中得到最直接的证明。居民把流动性好的活期存款转变为定期存款，说明把货币用于各种各样投资的意愿正在下降。

图 7：定期存款占比（%）



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心，虚线为 2003-2007 年的平均水平

结合货币增速以及货币流通速度可以预计，2009 年经济增速为 9%，而物价涨幅为 3-4%。如果保持 2010 年的平稳增长并控制物价涨幅（经济增速 9%，通胀 2-3%），需要在 2009 年保持 18% 左右的 M3 增速。届时由于 M2 和 M3 增速会趋同（正如 2003-2006 年的情况），对应的 M2 增速估计为 15-16%。

也就是说，货币增速仍然需要有所控制，偏紧的货币总量政策需要延续，2009 年，可以保持 M2 以 15-16% 的速度增长，同时 M3 以 18% 的速度增长。但是，如果货币流通速度以更快的速度下降，那么提早放松货币增速的可能性是存在的。

以上我们讨论了货币供应量整体的增速情况，另一个重要的问题涉及银行信贷额度。我们看到，2008 年严格的信贷控制对经济的各个方面都产生了重要的影响。

很有意思的是，在中国，特殊的货币投放机制使得信贷政策也具有“中国特色”。在大国历史上，这是非常罕见的现象。因为很少有大国长时间采用固定汇率制又存在一个巨大的贸易顺差。下面我们将说明，由于中国特殊的货币投放机制，未来我们可以预期更为宽松的银行信贷政策。

二、中国特色的货币投放机制：外汇占款对信贷的“挤出效应”

外汇占款形成货币供应的机制

我国的货币投放中，外汇占款占了半壁江山，这是很有“中国特色”的一个经济现象。所谓外汇占款，就是央行购汇形成的向商业银行的货币投放。它对应着商业银行向其他非金融部门货币投放的增长。虽然央行为了限制商业银行进一步的信贷投放，会回笼商业银行手中的基础货币。但是，其他非金融部门在向商业银行结汇中所形成的货币已经增加了，不会因为回笼而减少。因而，外汇占款构成货币投放。

具体的结售汇情况以及对货币供应的影响可以参考下面的图示。为了叙述的方便，我们都用（100 万人民币=14 万美元）来说明。

步骤一：非金融性企业个人向商业银行结汇。其带来的结果如下图所示。这会导致企业和个人的银行存款增加。同时商业银行增加了外汇资产，以及相应的对储户的负债。

图 8：步骤一：非金融性企业和个人向商业银行结汇

<p>非金融性企业和个人 把顺差等形成的外汇资产兑换成人民币存款、从而导人民币存款致增加 100 万（计入货币）</p>	<p>商业银行 借： ● 增加 14 万美元的外币资产 贷： ● 增加 100 万人民币的负债</p>	<p>央行</p>
---	--	------------------

图表绘制：招商证券研发中心

步骤二：商业银行向央行结汇。其带来的结果如下图所示。在这一环节，商业银行向央行出售外币资产，这导致商业银行的外币资产减少，而人民币资产增加。同时央行的外汇储备增加，并投放了相应的基础货币。

图 9：步骤二：商业银行向央行售汇

<p>非金融性企业和个人 把顺差等形成的外汇资产兑换成人民币存款、从而导人民币存款致增加 100 万（计入货币）</p>	<p>商业银行 借： ● 增加 14 万美元外币资产 ● 减少 14 万美元外币资产 ● 增加 100 万人民币资产 贷： ● 增加 100 万人民币的负债</p>	<p>央行 借： ● 增加 14 万美元外汇储备 贷： ● 增加 100 万人民币负债，也就是相应的基础货币投放</p>
---	---	---

图表绘制：招商证券研发中心

进行了步骤一、二之后的综合结果参考下图。结果是企业和个人增加了人民币存款。商业银行增加了人民币资产，而央行增加了外汇资产。

图 10：步骤一、二汇总结果

<p>非金融性企业和个人 把顺差等形成的外汇资产兑换成人民币存款、从而导人民币存款致增加 100 万（计入货币）</p>	<p>商业银行 借： ● 增加 100 万人民币资产 贷： ● 增加 100 万人民币的负债</p>	<p>央行 借： ● 增加 14 万美元外汇储备 贷： ● 增加 100 万人民币负债，也就是相应的基础货币投放</p>
---	---	---

图表绘制：招商证券研发中心

步骤三：由于央行投放了基础货币，所以央行进行相应的回笼。具体方法包括提高存款

准备金率和发行央行票据，回收基础货币。

图 11: 步骤三: 央行回笼基础货币

<p>非金融性企业和个人 把顺差等形成的外汇资产转换成人民币存款、从而导人民币存款致增加 100 万 (计入货币)</p>	<p>商业银行 借: ● 增加 100 万人民币资产 ● 减少 100 万人民币资产 ● 增加 100 万法定准备金或者央票 贷: ● 增加 100 万人民币的负债</p>	<p>央行 借: ● 增加 14 万美元外汇储备 贷: ● 增加 100 万人民币负债, 形成相应的基础货币投放 ● 减少 100 人民币负债 ● 增加央票和准备金形式的负债</p>
--	---	--

图表绘制: 招商证券研发中心

进行步骤一、二、三以后, 得到的最终结果如下图所示。

图 12: 步骤一、二、三汇总结果

<p>非金融性企业和个人 把顺差等形成的外汇资产转换成人民币存款、从而导人民币存款致增加 100 万 (计入货币)</p>	<p>商业银行 借: ● 增加 100 万法定准备金或者央票 贷: ● 增加 100 万人民币的负债</p>	<p>央行 借: ● 增加 14 万美元外汇储备 贷: ● 增加央票和准备金形式的负债 100 万</p>
--	---	--

图表绘制: 招商证券研发中心

可以看到, 在整个过程中, 企业和个人的人民币存款增加了 100 万人民币。这就是新增的货币。而后来央行的回笼都没有使这 100 万的存款发生变化。因而在整个过程中, 货币供应量确实增加了。

另外, 上述图示也告诉我们, 可以通过观察央行增加的外汇储备或者外汇占款来监测货币投放的情况。

外汇占款挤占信贷扩张空间

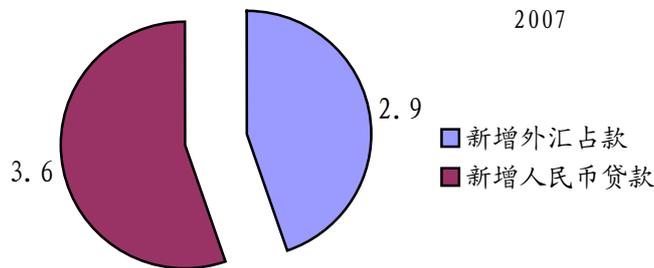
由于外汇占款本身形成了货币投放。因而在货币供应保持稳定增速的情况下, 此消彼长, 外汇占款的快速扩张必然会挤占信贷扩张的空间。也就是说, 外汇占款作为货币供应的重要渠道, 对贷款增速形成了重要的“挤出效应”。

粗略估算, 从 2004 年以来, 在新增货币供应中, 外汇占款所占的比重都在 30% 以上。以 2007 年为例, 当年新增外汇占款为 2.9 万亿。而当年全部新增人民币贷款为 3.6 万亿。也就是说新增外汇占款已经基本接近于新增人民币贷款。

到了 2008 年上半年, 新增外汇占款为 2.5 万亿, 但是新增贷款也为 2.5 万亿。也就是

说，新增外汇占款和新增贷款各占半壁江山。

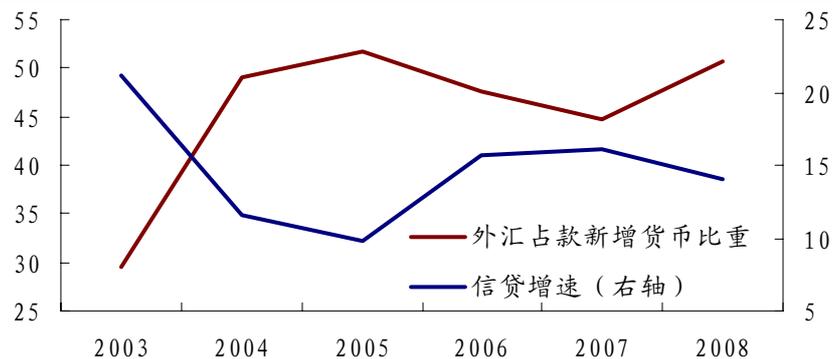
图 13: 2007 年新增外汇占款和新增人民币贷款 (万亿)



数据来源：中国人民银行网站，招商证券研发中心

外汇占款作为货币供应的重要渠道，对贷款增速形成了重要的“挤出效应”。这可以从历史数据中得到清晰的体现。

图 14: 新增外汇占款占新增货币的比重和信贷增速 (%)



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

可以看到，从 2008 年以来，信贷增速和外汇占款占新增货币的比重呈明显的负相关关系。在外汇占款快速扩张的年份，比如 2004、2008 年，信贷增速明显下降。也就是说，外汇占款对信贷投放形成了明显的“挤出效应”。

这样的情况在大国经济中确实不多见。因为，那么大的外汇占款本来就是少见的。同时，只有固定汇率制的国家才会出现这样的情况。因此，从这个意义上来说，中国的货币投放确实有着明显的“中国特色”。

同样基于上述的原因，在明确了货币供应整体走势的情况下，要预测未来的银行信贷政策，还需要判断外汇占款的变动情况。

三、“双顺差”收窄将拉低新增外汇占款数额

我国的外汇占款主要来自于贸易顺差和资本项下顺差的双顺差局面。贸易顺差比较好理解，而资本项下顺差包括 FDI、热钱等。

在 2007 年之前的几年，我国的贸易顺差和资本项下顺差都快速扩张。以 2007 年为例，

我国贸易顺差大幅增长，以美元计价的增速达到了 48%。但是，贸易顺差占新增外汇储备的比重在当年却下降，主要的原因在于资本项下的顺差以更外的速度在涌入。

图 15: 贸易顺差占新增外汇储备的比重 (%)



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

2008 年的上半年外汇占款基本上延续了 2007 年快速增长的态势，其中资本项目下的顺差以更大的幅度在扩张。但是 2008 年下半年，我们预计我国的双顺差都将收窄。从而导致外汇占款增速明显下降。由于前面所说的“挤出效应”的减少，这将对未来的信贷政策产生重要的影响。

贸易顺差将缩窄

贸易顺差的下降其实从 2007 年的 6 月份已经开始了。可以看剔除季节性因素以后的月度顺差额（2007 年 2、3 两个月的数据有异常情况，并不能反映实体经济的运行），这个指标在 2007 年的 6 月份达到了历史性的 253 亿美元的高点，此后整体上是下降的。

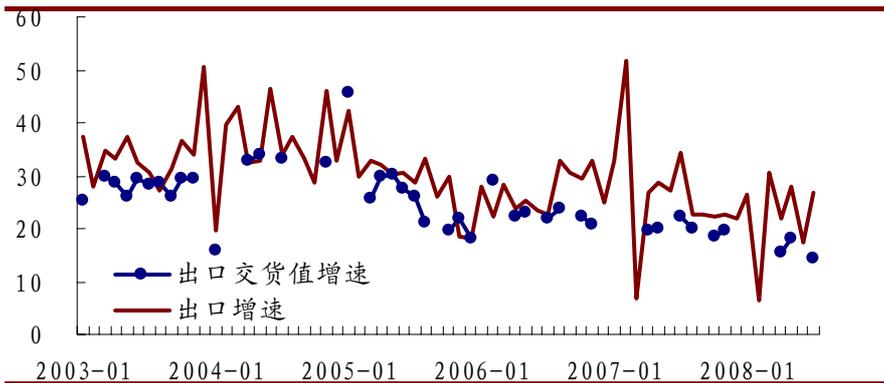
图 16: 剔除季节因素以后的顺差额 (亿美元)



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

最近几个月，顺差额有所反弹，但是热钱假道贸易顺差进来的可能性比较大。因为最近几个月出口增速有所反弹，但是从规模以上工业企业统计来看，出口交货值的增速还在继续下降（见下图）。也就是说，真实的出口增速不一定高，因而当月顺差也就有被高估的可能。

图 17: 出口交货值增速和出口增速 (%)



数据来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

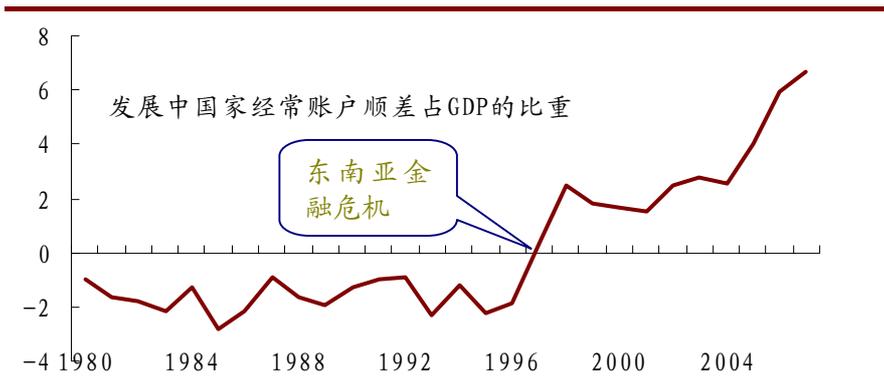
未来, 我们预期贸易顺差会进一步下降, 可以从多方面得到这个结论。首先的一点是, 巨大的贸易顺差给我国的货币政策带来了诸多困难。这方面的论述已经很多。

另外, 从实体经济的角度来看, 在人民币低估的情况下, 出口商品到国外并不能给我国带来正的收益。通过一个简单的模型可以说明, 在一定条件下, 由于本币低估带来的国家收入的亏损额大致等于贸易顺差累积的外汇储备贬值所导致的损失 (具体请参考我们的报告《升值: 被当成坏事的好事》)。

所以贸易顺差的下降是趋势性的, 虽然下降的节奏会随着宏观经济的冷暖有所不同。另外, 从全球的角度来看, 许多发展中国家的贸易顺差都将下降。

在 1997 年东南亚金融危机之后, 许多发展中国家都倾向于维持一个正的贸易顺差。因此, 他们倾向于低估本币, 从而促进出。但是经过这些年的实践, 包括中国之内的这些国家发现, 其实贸易顺差和贸易逆差一样, 也会带来不少问题。因此, 这些发展中国家降低贸易顺差是未来一段时间的趋势。

图 18: 发展中国家经常账户顺差占 GDP 的比重 (%)



数据来源: IMF, 招商证券研发中心

资本项下顺差也将缩窄

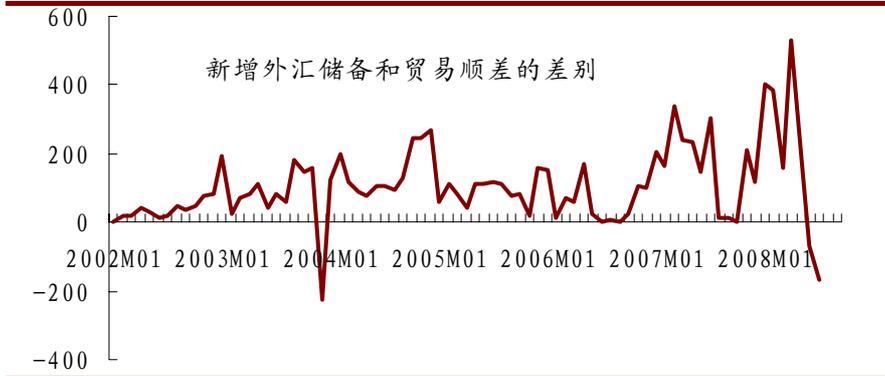
今年以来资本项下顺差趋势来看在收窄

下面重点分析资本项下顺差的情况。我们认为, 资本项下顺差在未来一段时间会发生比较大的转变。最近一段时间的变化可以看出一些端倪。

最近两个月资本项下顺差有所缩减。根据前面的分析, 外汇储备的增加基本上反映了双

顺差的情况。下图是当月新增外汇储备和贸易顺差的差别。可以看到，近两个月这两个差值明显下降。6、7两个月新增外汇储备分别为 119 亿和 56 亿美元，均低于当月的贸易顺差。粗略地估算，这两个月资本项下是净流出的。

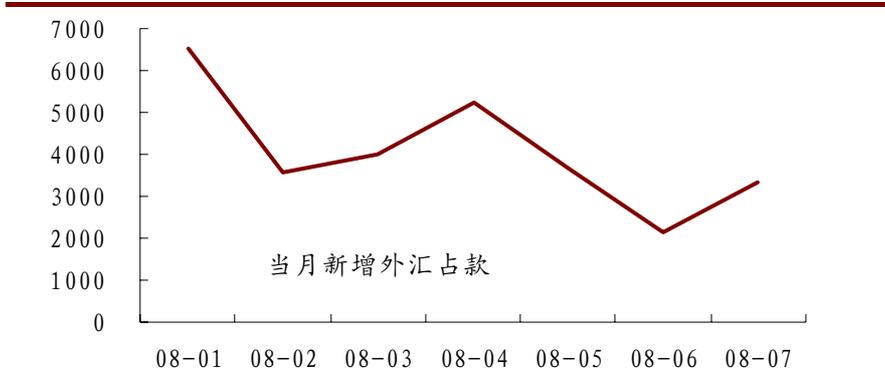
图 19: 当月新增外汇储备和贸易顺差的差额 (亿美元)



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

当然，当月外汇扰动比较大。比如 7 月份欧元兑美元贬值了 7% 左右，而我国外汇储备中欧元计价的资产有 20% 左右，该项扰动就会导致当月外汇储备缩减 250 亿美元。但是即使考虑这些因素，资本项下顺差肯定是在明显下降的。因为更直接地从外汇占款当月增量来看，整体趋势确实也在放缓。

图 20: 2008 年各月新增外汇占款 (亿人民币)



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

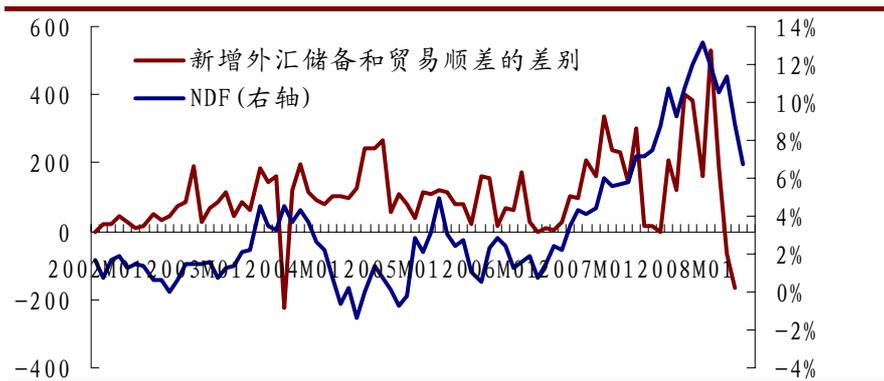
而未来一段时间，可以预期，资本项下的顺差也将进一步放缓。原因主要有下面几条。

我国经济增速将下降

我国经济增速的下降会在多方面产生影响。最直接的影响是加息的预期下降。在经济增速下降的时候，宏观调控的预期更多地集中在促进经济增长上。所以出台进一步的紧缩措施如加息的可能性越来越小。

另外，经济增速的下降也会影响人民币升值节奏的预期。这一点可以通过 NDF 看出来。下图列出了未来一年人民币兑美元的预期升值幅度。可以看到，该幅度从 2008 年 3 月份达到纪录性的 13.1% 以后，不断走低。8 月份，该数值下降到了 6.7%。

图 21: RMB 预期升值幅度和“热钱”的关系



数据来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

人民币预期升值幅度的下降会将地热钱的预期收益, 从而降低热钱流入的积极性。而这会对未来的资本项下顺差产生重要的影响。所以, 整体来看, 可以预计资本项下顺差会进一步放缓。

外币资金成本无法进一步降低

从国外的资金成本来看, 美国利率已经到底部, 基本没有进一步降息的空间。由于西方主要货币基本上是自由兑换的, 因此其他货币资产的预期收益率和美元的预期收益率应该一致。这就是说, 从资金成本上来看, 国外的资金成本已经比较低了。进一步下降的空间很小。

因此, 从这个角度来看, 未来资本项下的顺差也会进一步缩小。综合前述分析的结果是, 由于贸易顺差和资本项下顺差“双顺差”的收窄, 未来一段时间, 新增外汇占款将出现明显的下降。

我们预计 2008 年 8 月-12 月份, 新增外汇占款可以达到每月 3000 亿。其中贸易顺差每个月为 1400 亿, 其他经常项和资本项下顺差为 1600 亿人民币。而 2009 年, 可能会进一步下降到每个月 2500 亿。

四、银行信贷重新发挥主导作用

上述变化对于未来的银行信贷政策具有重要的影响。因为在整体货币增速平稳下降的情况下, 外汇占款“挤出效应”的减小将导致银行信贷的增加。因此, 未来银行信贷增速有望明显提高, 将呈现“宽信贷”的局面。

存款准备金率和央票将继续回笼基础货币

从回笼货币的角度来看, 提高存款准备金率和发行央票是一样的。所以这里把它们并列起来讨论。

如前所述, 回笼的主要对象是外汇占款形成的货币投放。经济增长本来就需要多发基础货币, 但是目前外汇占款的投放大大超过了正常水平。

正常情况下, 按照 8% 的存款准备金率估算, 一年需要新增基础货币投放 5000-6000 亿。平均到每个月就是 400-500 亿。而目前每个月新增外汇占款都在 2000 亿以上。所以就有至少 1500 亿的资金需要回笼。

而回笼的工具无非就是存款准备金率和央票。所以根据我们的估计，未来一段时间，存款准备金率依然有可能上调。目前市场上传言的准备金率下调从方向上来看都是错误的。而央票也将继续正回购基础货币。

银行的信贷政策

如前所述，未来一段时间，我国的货币供应量 M2 增速需要保持在 15% 以上的水平。而如果外汇占款有所下降，就需要通过新增银行贷款来弥补。因此，通过估算外汇占款的变化情况就可以估计信贷增速的变化情况。

基于此思路，可以估计 2008 年剩余月份以及 2009 年的银行信贷情况。下面的估算基于前面得出的如下结论。在这里可以作为下一步预测的前提假设：

结论及假设一：根据我们的测算，为了维持 2009-2010 年 9% 的经济增速和 2-4% 左右的通胀水平，考虑到货币流动速度在经济减速周期可能下降，那么 2009 年货币供应量 M3 的增速需要达到 18% 以上，M2 达到 15-16%。

结论及假设二：2008 年 7 月份以后当月新增外汇占款为 3000 亿人民币，其中贸易顺差每个月为 1400 亿，其他经常项和资本项下顺差为 1600 亿人民币。2009 年每个月新增外汇占款为 2500 亿人民币。

这样可以测算，通过信贷投放的量在 2008 年剩余月份为 1 万亿，这里面已经考虑了 2008 年新增额度 2000-3000 亿元信贷额度的情况。而额度在 2009 年全年可能达到 4.9 万亿。这样，2009 年全年的信贷额度将比 2008 年多出 1 万亿。另外，而信贷增速将提高 1.7%，达到 16.6%。当然，银行信贷额度提高可能的政策选择就是取消额度。具体央行会采取什么样的手段只能拭目以待了。

上述结论概括为如下表格：

表 2：对未来货币信贷投放的预测

月份	2008.07	2008.12	2009.12
M2 (万亿)	44.6	46.9	54.0
每月增加 (亿)	--	4700	5864
同比增速 (%)	16.4	16.3	15.0
人民币贷款 (万亿)	29.0	30.1	35.0
每月增加 (亿)	--	2000	4200
同比增速 (%)	14.6	14.9	16.6
外汇占款 (万亿)	15.7	17.1	20.2
每月增加 (亿)	--	3000	2500
同比增速 (%)	32.7	33.5	17.8

图表绘制：招商证券研发中心，每月增加的数据是该时点和表中上一时点之间的平均增加值。

分析师简介

薛华: 东北财经大学经济学硕士, 拥有证券从业资格, 五年从业经验。2002.4-2005.3 中国证券市场研究设计中心研发部宏观经济分析师。2005.3-2006.5 国信证券经济研究所宏观经济分析师, 首席经济学家助理。曾获 2005 年度新财富最佳分析师宏观经济第四名(集体)。

胡鲁滨: 北京大学中国经济研究中心经济学硕士, 2007 年 7 月加入招商证券研发中心。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起, 调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准, 公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下: (详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》)

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准(沪深 300 指数)的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准(沪深 300 指数)的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责声明

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

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。