

货币政策渐转至中性

(农业银行战略管理部, 1月18日)

上周, 国际主要经济体发布的数据不少表现为负面, 虽不严重, 但仍提醒我们要时刻警惕国际经济复苏中的一些风险。

美国劳工部上周四报告显示, 截至1月9日当周美国首次申请失业救济人数为44.4万人, 增加1.1万人, 高于预期, 市场预期为下降0.4万人, 同时, 前一周数值从之前公布的43.4万人向下修正至43.3万人。美国首次申请失业救济人数四周移动平均值减少0.9万人, 是2008年8月30日以来的最低水平。美国劳工部上周五公布数据显示, 美国12月份非农就业人口下降8.5万人, 大幅超过市场预期的减少1万人, 12月份失业率依然处在10%的高位, 与11月份持平。11月份非农就业人数修正后为增加0.4万人, 好于初步数据的减少1.1万人, 月度就业人数增加在两年以来尚属首次。

与周失业人数增加相一致, ABC News周二公布的结果显示, 截至1月10日当周消费者信心指数为-47, 比前一周下降6点, 下降幅度明显。美国12月份零售额也出现意外下降。美国商务部上周四公布的数据显示, 12月份美国零售额环比下降0.3%, 而市场预期为上升0.5%。这些数据显示, 受较高失业率影响, 美国消费目前尚难以出现根本性好转。美联储上周三发布的报告

认为，2009年底美国经济延续温和增长态势，但劳动力和房地产市场依然低迷。

欧洲方面的数据喜忧参半。欧洲失业率仍在上升，欧盟统计局上周五公布了欧元区2009年11月份失业率数据。欧元区11月份失业率升至10%，高于10月份向上修正后的9.9%，创1998年8月份以来的最高水平。11月份欧元区新增失业人数10.2万人，总失业人数达到1570万人。对于整个欧盟地区而言，11月份失业率也上升至9.5%。欧盟统计局认为，尽管欧元区经济已逐步摆脱衰退，但企业裁员人数仍在增加。

欧盟统计局上周四公布数据显示，2009年11月份欧元区工业产值环比上升1.0%，好于市场预期，但较上年同期仍下降7.1%。上周欧洲最大经济体德国公布了2009年GDP数据。德国联邦统计局上周三公布，2009年德国GDP同比下降5.0%，为德国联邦共和国成立以来最严重的一次衰退。

日本宏观数据也是喜忧参半。上周二日本财务省公布数据显示，去年11月份日本经常项目盈余为1.103万亿日元，同比增长76.9%，高于市场预期。其中，去年11月份出口较上年同期下降7.0%，降幅比去年10月份的下降24.6%明显收窄；进口同比下降18.2%，比去年10月份的下降37.7%也明显收窄。日本内阁府上周四公布，受制造业及非制造业客户需求大幅下降影响，日本11月份核心机械订单较前月下降11.3%，远不及预期，经济学家们此前预计，11月份核心机械订单较10月份增长1.2%，

日本 11 月份核心机械订单较上年同期下滑 20.5%。核心机械订单是企业资本投资的领先指标。

国内方面，上周五商务部公布数据显示，2009 年 12 月单月，全国新批设立外商投资企业 2835 家，合同外资金额 289.2 亿美元，实际使用外资 121.4 亿美元，同比分别增长 10.7%、27.8% 和 103.1%。从 2009 年 8 月份开始，实际使用外资已连续 5 个月保持正增长。2009 年 1-12 月，全国新批设立外商投资企业 23435 家，合同外资金额 1935.1 亿美元，实际使用外资 900.3 亿美元，同比分别下降 14.8%、8.4% 和 2.6%。103.1% 的实际利用外资同比增幅，不仅来自基数效应，而且来自当前外商直接投资绝对值的快速增加，12 月份未经季节调整的实际利用外资额环比增速高达 73%，并创历史新高。从实际利用外资的行业分布看，制造业仍然是主力，2009 年制造业在实际利用外资中的比重虽有所下降，但仍超过一半，为 51.95%。同时，服务业的比重略有上升，从 2008 年的 41.3% 上升至 42.06%。

根据上周发改委、国家统计局联合公布数据，2009 年 12 月份全国 70 大中城市房屋销售价格同比上涨 7.8%，涨幅比上月扩大 2.1 个百分点；环比上涨 1.5%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点，全国房价加速上涨。为抑止房价过快上涨势头，上周国务院办公厅下发《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》。《通知》明确二套房计算标准以家庭而不是以个人为单位，对已利用贷款购买住房、又申请购买第二套（含）以上住房的家庭，贷款首付

款比例不得低于40%，贷款利率严格按照风险定价。上周五召开的银监会2010年工作会议也提出，“2010年要高度关注房地产市场变化，严格执行有关信贷政策，加强对房地产贷款业务的监督管理和窗口指导”。

上周五央行公布了2009年12月金融数据，截至2009年12月末，我国广义货币供应量(M2)为60.62万亿元，同比增长27.68%，增幅比上月末低2.06个百分点(主要因为基数提高);狭义货币供应量(M1)余额为22万亿元，同比增长32.35%，增速比上月末降低2.28个百分点。12月末，金融机构人民币各项贷款余额39.97万亿元，同比增长31.74%。全年人民币各项贷款增加9.59万亿元，同比多增4.69万亿元，12月当月新增人民币贷款3798亿元。

12月份人民币贷款结构延续之前几个月的变化趋势：一是票据融资绝对额继续减少。根据央行公布数据推算，当月票据融资减少1116亿元，减少额度超过11月份。二是短期贷款增加额度很小，且主要是居民户短期贷款，非金融企业短期贷款绝对额仍在下降。同时，当月居民户中长期贷款仍高达1902亿元，表明居民无论是长期的购房信贷，还是短期的购车消费信贷仍快速增长。三是长期贷款仍是信贷增长的绝对主力，当月新增中长期贷款4858亿元。至此，2009年全年9.59万亿元新增人民币贷款中，票据融资、短期贷款和中长期贷款的占比分别为4.8%、22.3%和72.9%，贷款长期化特征明显，中长期贷款在新增贷款

中的占比远超 2005 ~ 2008 年 56.7% 的平均水平。

2009 年信贷投放大幅增长的同时，商业银行资产规模也随之快速增加。根据银监会上周公布数据显示，据初步统计，截至 2009 年末，我国银行业金融机构境内本外币资产总额 78.8 万亿元，同比增长 26.3%。其中国有商业银行资产总额为 40.1 万亿元，增长 25.9%；股份制商业银行资产总额为 11.8 万亿元，增长 33.7%；城市商业银行资产总额 5.7 万亿元，增长 37.5%；其他类金融机构资产总额 21.2 万亿元，同比增长 20.5%。

在商业银行资产快速增长的同时，不良贷款余额及占比继续“双降”。截至 2009 年 12 月末，我国境内商业银行不良贷款余额 4973.3 亿元，比年初减少 629.8 亿元；不良贷款率 1.58%，比年初下降 0.84 个百分点。商业银行拨备覆盖率达 155.02%，比年初大幅上升 38.57 个百分点。不过，银监会同时提醒，尽管不良贷款比例和余额实现“双降”，但对信贷高速增长情况下隐藏的信贷资产质量风险仍需保持高度警惕。

上周国内最重大的经济事件，应该是上周二央行决定从 1 月 18 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点（农村信用社等小型金融机构暂不上调），截至去年 12 月末，我国金融机构人民币存款余额为 59.77 万亿元，信用社存款、农商行、农村合作银行共有各项存款 6.9 万亿元，如果再对规模较小的城市商业银行（各项存款总额为 4.6 万亿元）进行扣除，粗略计算，存款准备金率提高 0.5 个百分点，将锁定市场资金 2400

亿元左右。

央行这一决定超出几乎所有机构的预期。之前，市场上较为普遍的看法认为，相比去年，虽然今年央行货币政策将更强调“适度”而非“宽松”，但因为适度宽松货币政策基调不变，存款准备金率提高会在今年的4、5月份，利率提高则更滞后，1季度央行将更多地通过公开市场操作影响市场资金供求。在上周的周评中，我们已经注意到央行近期公开市场操作力度明显加大，但未预料到央行这么快提高存款准备金率。受央行意外提高存款准备金率影响，上周三上证综合指数下跌超过100点，跌幅3.09%，受此消息影响香港等地股市也出现下跌。

央行决定提高存款准备金率，主要原因如下：一是今年第一周信贷投放快速增加，引起央行担忧。据媒体报道，开年前10天（扣除元旦假日仅一周，5个工作日），信贷投放高达6000亿元，每个工作日平均投放超过1000亿元。按照这种投放速度，今年信贷投放规模将远超预定的7.5万亿计划额。对此，央行不能不做出政策反应。提高金融机构存款准备金率，既有回收市场流动性的实质意义，又有坚决反信贷过快增长的指示性意义，效果好于公开市场操作，而且对央行来说操作成本更低。

二是近期我国物价上涨速度明显加快。因为天气气候等原因，近期我国物价涨幅明显。虽然国家统计局尚未公布12月份CPI数据，但根据商务部公布的食用农产品价格，再考虑近期非食品价格走势，12月份CPI同比涨幅将在1.8%左右，比上月提

高达 1.2 个百分点；环比涨幅为 1.1%，CPI 环比涨幅已经与 2007 年底至 2008 年初物价快速上涨的速度不相上下。物价的快速上涨，引起央行对通胀的担忧，转而升级货币政策手段，提高存款准备金率。

三是经济持续好转，增加了央行适度收紧货币政策的底气。担心因货币政策收紧导致经济再次探底，始终是央行政策左右摇摆的重要原因。新年以来公布的重要宏观经济数据，无论是 2009 年 12 月份的 PMI，还是最近公布的进出口、FDI 等数据，都显示当前我国宏观经济在持续转好，甚至超过预期（如出口和 FDI）。宏观经济形势不断转好，央行担忧减少，也是促使央行提高存款准备金率的重要原因。

不过，总体来看，央行这次提高存款准备金政策，并非我国货币政策转向的标志。这可以从两个方面看，首先，从去年 4、5 月份开始，我国外汇储备增长额度逐渐恢复至 2007 年水平（见附图），这意味着通过外汇占款投放的基础货币额度增加，要求央行适当加大公开市场操作力度。在去年特别是上半年全力保增长的情况下，央行公开市场操作整体表现为向市场净投放资金。现在央行加大公开市场操作力度，提高存款准备金率，也可以看作对前期政策的适当纠正，并非政策转向。央行前几天召开的全年工作会议，仍强调今年仍坚持实施适度宽松货币政策。

其次，从上周公开市场操作的细节看，央行当前政策意图主要在于短期控制信贷投放，而非政策退出。上周，央行发行 28

天正回购 2000 亿元，发行 1 年期央行票据 200 亿元，3 个月票据 500 亿元，91 天正回购 400 亿元，收益率分别为 1.18%、1.8434%、1.3684%和 1.36%。除 1 年期央行票据比前一周提高 8.29 个基点以外，其余期限结构央票或正回购收益率均未发生变化，这与 2009 年 7 月上旬至 8 月上旬央票或正回购收益率持续上升达 1 个月时间的情况完全不同，央行在宣布提高存款准备金率以后，公开市场操作表现得相对温和，并非政策的全面收紧。

同时，在央行上周 3100 亿元资金回笼操作中，最大部分是期限最短的 28 天正回购，规模为 2000 亿元，占整体规模的 65%，且其中标利率已经连续 5 个月走平，显示央行当前政策出发点主要是希望能在短期内适当降低商业银行的信贷投放能力，收紧信贷，使全年信贷投放能够均匀增长。这也与央行年初制定的“尽量使贷款保持均衡，防止季度之间、月度之间异常波动”政策相一致。央行此次提高存款准备金率，更主要的目的可能也是希望在短期内回收资金，防止商业银行年初冲信贷规模。

如果再考虑到近期银监会等出台的审慎性政策，此次央行提高存款准备金率，虽不意味着货币政策从适度宽松转向收紧，但也明确表明政策已经逐渐向中性转变，并且不排除央行继续提高存款准备金率的可能性。因为商业银行信贷投放冲时点、规模的现象多发生在上半年，央行再次提高存款准备金率时点选择可能在今年上半年的可能性较大。不过，当前存款准备金率上调的空间已经非常有限，距离上一轮调控时 17.5%的最高点仅有 1.5 个

百分点。

央行利率政策调整主要参考物价走势，央行提高利率应该在月度物价同比涨幅超过 3% 以后，当前物价上涨，虽然有来自经济回升和需求增加等方面的原因，但更多地是受季节天气因素影响。随着气温回暖，食品价格在上半年多呈绝对下降趋势，同比涨幅也不会太高；从物价的“翘尾因素”看，今年物价受“翘尾因素”影响最大在今年 6、7 月份。综合考虑，央行在今年年中加息的可能性最大。

附1：宏观经济主要数据概览

		2008-12	2009-1	2009-2	2009-3	2009-4	2009-5	2009-6	2009-7	2009-8	2009-9	2009-10	2009-11	2009-12
国内生产总值														
GDP	人民币, 十亿	30007.0			6574			13986.2			21781.7			
	同比增长, %	9.0			6.1			7.1			7.7			
工业生产														
	当月													
增加值	同比增长, %	5.7		11	8.3	7.3	8.9	10.70	10.8	12.3	13.9	16.1	19.2	
其中: 轻工业	同比增长, %	8.1		14.4	8.5	8.2	9.7	10.20	9.2	9.8	11.8	11.3	12.6	
重工业	同比增长, %	4.7		9.6	8.3	6.9	8.6	10.90	11.3	13.2	14.8	18.1	22.2	
消费														
	当月													
消费品零售	人民币, 十亿	1072.8	2008.0(1-2月)		931.7	934.3	10028	9941	993.7	1011.6	1091.3	1171.8	1133.9	
	同比增长, %	19.0	15.2(1-2月)		14.7	14.8	15.2	15.00	15.2	15.4	15.5	16.2	15.8	
其中: 城市	人民币, 十亿	720.8	728.4	625.6	629	632.9	684	682.9	679.4	693.5	714.5	796.8	760.6	
固定资产投资, 自年初累计														
城镇固定	人民币, 十亿	14817		1027.6	2356.2	3708.2	5352	7809.8	9539.2	11298.5	13317.6	13317.7	16863.4	
资产投资	同比增长, %	26		26.5	28.6	30.5	32.9	33.60	32.9	33.0	33.3	33.1	32.1	
房地产投资	人民币, 十亿	3058.0		239.8	488.9	729.0	1016.5	1450.5	1772	2114.7	2505	2843.9	3127.0	
	同比增长, %	20.9		1.0	4.1	4.9	6.8	9.90	11.6	14.7	17.7	18.9	17.8	
外商直接投资, 自年初累计														
实际利用	美元, 十亿	92.4	7.5	13.7	21.8	27.7	34.05	43	48.37	55.8	63.7	70.87	77.89	90.03
金额	同比增长, %	23.58	-32.67	-26.23	-20.6	-21.0	-20.4	-17.9	-20.3	-17.52	-14.26	-12.6	-9.86	-2.6
外贸														
	当月													
出口	美元, 十亿	111.16	90.5	64.9	90.3	91.9	88.76	95.41	105.42	103.7	115.9	110.8	113.6	130.7
	同比增长, %	-2.8	-17.5	-25.7	-17.1	-22.6	-26.4	-21.4	-23	-23.4	-15.2	-13.8	-1.2	17.7
进口	美元, 十亿	72.18	51.3	60.1	71.7	78.8	75.37	87.16	94.79	87.9	103	86.8	94.56	112.29
	同比增长, %	-21.3	-43.1	-24.1	-25.1	-23.0	-25.2	-13.2	-15	-17	-3.5	-6.4	26.7	55.9
贸易差额	美元, 十亿	38.9	39.1	4.8	18.5	13.1	13.4	11.25	10.63	15.7	12.9	23.99	19.09	18.43
通货膨胀														
	当月													
居民消费价格指数	同比, %	1.2	1.0	-1.6	-1.2	-1.5	-1.4	-1.70	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5	0.6	
商品零售价格指数	同比, %	1.44	0.7	-1.6	-1.5	-1.9	-1.9	-2.30	-2.5	-2	-1.5	-1.3	0	
工业品出厂价格指数	同比, %	-1.1	-3.3	-4.5	-6.0	-6.6	-7.2	-7.80	-8.2	-7.9	-7.0	-5.8	-2.1	
货币														
M0	人民币, 十亿	3421.8	4110	3510	3337	3430	3360	3364	3420	3440	3678.8	3570	3630	3824.5
	同比增长, %	12.65	12	8.28	10.88	11.26	11.2	11.46	11.59	11.52	15.96	14.09	14.99	11.77
M1	人民币, 十亿	16622	16520	16650	17650	17820	18200	19316	19590	20040	20172	20750	21250	22000
	同比增长, %	9.06	6.7	10.87	17.04	17.48	18.7	24.79	26.37	27.72	29.51	32.03	34.63	32.35
M2	人民币, 十亿	47517	49610	50710	53060	54050	54820	56894	57300	57670	58542	58620	59460	60620
	同比增长, %	17.82	18.8	20.48	25.51	25.95	25.7	28.46	28.42	28.53	29.31	29.42	29.74	27.68
金融机构存款	人民币, 十亿	46620	48159	49810	52261	53290	54630	56632	57030	57370	58393	58690	59270	59774
	同比增长, %	19.73	22.98	23.01	25.73	26.21	26.67	29.02	28.54	27.43	28.35	28.05	28.19	28.21
金融机构贷款	人民币, 十亿	30394	31992	33064	34955	35550	36210	37745	38100	38520	39041	39290	39590	39968
	同比增长, %	18.76	21.33	24.17	29.78	29.72	30.6	34.44	33.9	34.1	34.16	34.19	33.79	31.74
贷款利率	一年期, %	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
存款利率	一年期, %	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
汇率(期末)	人民币/美元	6.84	6.84	6.84	6.83	6.825	6.823	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83

数据来源: Wind 资讯、Bloomberg、农业银行战略管理部

附 2：金融市场主要数据概览

指数名称	收盘	涨跌幅 (%)				
		最近一周	最近两周	最近一月	10 年至今	09 年至今
主要股指						
上证指数	3,224.15	0.88	-1.62	-1.54	-0.60	77.07
深成指	13,264.37	-0.02	-3.18	-4.06	-1.99	104.52
道琼斯工业平均指数	10,609.65	-0.08	1.74	1.51	0.24	17.43
标准普尔 500 指数	1,136.03	-0.78	1.88	2.54	0.27	21.92
FT100	5,455.37	-1.43	0.78	3.21	-0.82	19.59
东京日经 225 指数	10,982.10	1.70	4.13	8.91	3.07	23.96
香港恒生指数	21,654.16	-2.88	-1.00	-0.73	-0.77	43.95
利率						
3 个月 LIBOR	0.25	0.00	0.25	-0.86	-1.23	-82.21
3 个月 SHIBOR	1.86	1.52	1.80	2.63	1.84	6.90
汇率						
美元/人民币	6.83	-0.01	0.00	-0.02	-0.01	-0.11
欧元/人民币	9.82	-0.17	0.46	-1.05	0.44	1.69
美元指数	77.32	-0.19	-0.69	0.47	-0.26	-5.13
欧元/美元	1.44	-0.15	0.46	-1.04	0.44	3.15
国际原油						
伦敦期货	77.11	-5.24	-1.05	7.02	-3.76	64.38
纽约期货	78.00	-5.74	-1.71	7.30	-4.31	68.32
有色金属						
铜	7,430.00	-0.42	0.75	7.76	-0.93	129.96
铝	2,306.00	0.96	3.41	3.22	1.72	46.88
农产品						
小麦	510.00	-10.29	-5.82	-4.98	-8.56	-19.62
玉米	371.50	-12.17	-10.37	-8.83	-11.23	-14.20
大豆	974.00	-4.70	-7.11	-8.29	-7.94	-3.42
秦皇岛动力煤						
山西优煤	805.00	2.55	3.21	11.81	2.55	34.17
山西大混	710.00	4.41	5.97	10.94	4.41	36.54
焦煤	1,900.00	3.26	10.47	15.15	10.47	15.15
黄金	1,130.93	-0.64	3.22	1.39	3.06	28.08
钢铁	3,848.00	-0.77	1.10	5.05	0.71	2.67
波罗的海干散货指数	3,299.00	5.06	9.78	-7.82	5.06	326.78

注：本数据报告日期为 2010 年 1 月 15 日，其中 LIBOR 以美元计价，SHIBOR 以人民币计价。

原油价格单位为美元/桶；黄金为国际黄金现货价格，单位为美元/盎司；

钢为螺纹钢（25 毫米）各城市平均价，山西优煤及山西大混为平仓价格，元/吨；

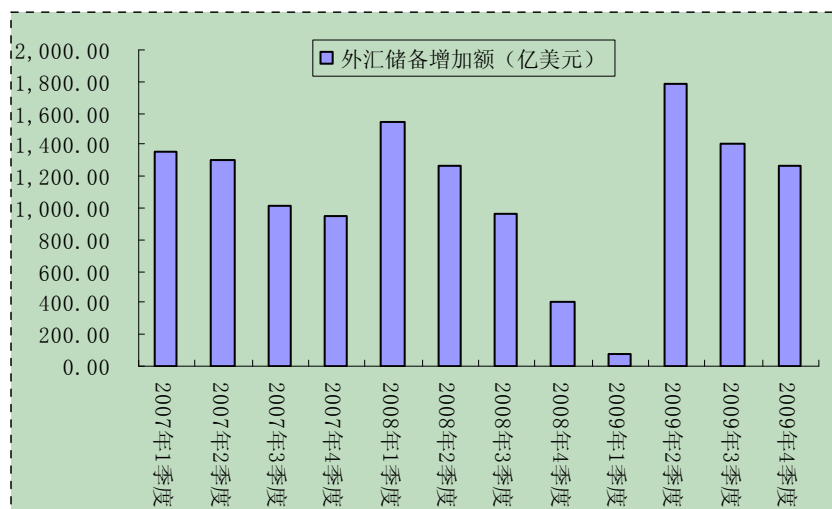
焦煤为山西太原焦煤价格，单位为元/吨；

铜、铝为伦敦金属交易所 LME3 个月期货价格，美元/吨；

小麦、玉米、大豆为芝加哥商品交易所期货价格，单位为美元/蒲式耳。

数据来源：Wind 资讯、Bloomberg、农业银行战略管理部

附 3:2007 年以来我国外汇储备季度增加额



数据来源: Wind 资讯、农业银行战略管理部

中国农业银行 战略管理部

北京市东城区建国门内大街 69 号

邮编：100005

E-mail/fanjunlin @abchina.com

联系电话/ 85107803

声明：本报告由中国农业银行战略管理部撰写，其中的数据和信息均来自于公开资料。本报告的版权仅为中国农业银行战略管理部所有，复印、引用或转载需注明出处。研究报告中所提供的信息仅供参考，中国农业银行不对任何使用本报告产生的后果负责。