

年内仍面临流动性回收压力

(2010 年 11 月 29 日)

要点:

- 欧洲和美国主要经济数据好于市场预期，不过美国房地产市场仍在低位调整，而欧洲经济则面临爱尔兰等国家债务危机影响。
- 日元升值对日本经济带来负面影响，日本经济仍未摆脱通缩状态。
- 央行网站公布更加详细的 10 月份金融机构信贷收支数据，外汇占款快速增长、大型金融机构新增信贷占比下降、居民储蓄存款“搬家”等现象值得关注。
- 以往年数据推测，今年 12 月份财政资金集中使用将导致基础货币投放增加 1 万亿元左右，即使不考虑外汇占款等因素，为达到信贷控制目的，央行仍需回收流动性 5000 亿元以上。

• 宏观经济研究团队

胡新智 付兵涛
范俊林 王静文
李新祯 李莉

• 联系方式

010-85107803
macroabc@163.com

• 近期研究

爱尔兰债务危机对中国商业
银行的镜鉴（2010 年 11 月
22 日）

继续加息宜早不宜迟（宏观
经济周评，20101115）

QE2 背景下的中国货币政策
选择（宏观经济周评，
20101108）

年内仍面临流动性回收压力

上周国际主要经济体数据多为正面，显示当前国际经济前景虽然面临不确定性，但持续复苏将是主要趋势。国内方面，上周央行召开货币信贷工作会议，为年内货币政策定下基调。

美国方面，主要经济数据好于市场预期，不过房地产市场仍在低位调整。上周二，美国商务部公布了修正后第三季度 GDP 数据，经季节调整后，美国第三季度 GDP 环比折年率为 2.5%，好于初步公布值，也略好于市场预期。国内消费支出和净出口上调是做出向上修正的主要原因。上周三美国劳工部公布，截至 11 月 20 日当周首次申请失业救济人数为 40.7 万人，比前一周下降 3.4 万人，明显好于市场预期；首次申请失业救济人数四周移动平均值下降 7500 人，至 43.6 万人，创 2008 年 8 月份以来的最低水平，美国就业市场持续改善。上周三公布的路透社/密歇根大学消费者信心指数也显示美国经济持续转好。11 月份该指数终值为 71.6，好于此前连续四个月 70 以下的水平。美国商务部上周三公布，10 月份美国消费者支出环比上涨 0.4%，消费者支出连续四个月增长，个人消费不断恢复；同时，10 月份个人收入环比增长 0.5%；个人储蓄存款占可支配收入的比例 5.7%，明显高于危机前水平。

虽然多项经济数据好于预期，但上周公布的房地产市场数据显示，美国房地产市场仍在低位调整。上周二美国全国房地产经纪商协会公布，经季节调整后，10月份成屋销售量下降2.2%，折合成年为443万套，结束此前两个月的上涨势头。上周三美国商务部公布，经季节调整后，10月份预售房屋销售量较上月下降8.1%，当月预售屋销售量同比下降28.5%，预售屋房价中值同比下降9.4%；美国预售屋存量和销量之比为8.6，明显高于正常情况下6.0左右的水平，美国房地产市场的调整仍将持续。

欧洲方面，主要经济数据好于预期，但爱尔兰等国债务危机给经济前景带来较大不确定性。上周二公布数据显示，受法国和德国私营部门强劲增长推动，11月份欧元区综合采购经理人指数（PMI）初值为55.4，好于10月份的53.8，其中服务业PMI由10月份的53.3升至55.2，制造业PMI由10月份的54.6升至55.5，均好于市场预期。上周欧盟执委会公布数据显示，11月份欧元区和欧盟消费者信心指数均好于前月，其中欧元区消费者信心指数从10月份的-10.9升至11月份的-9.5，欧盟消费者信心指数则从10月份的-11.5小幅上升至11月份的-11.1。

欧洲经济前景仍受爱尔兰等国家债务危机的严重挑战。上周三，作为欧盟和国际货币基金组织（IMF）援助的重要前提条件，爱尔兰政府列出未来四年削减支出100亿欧元、增税50亿欧元的财政赤字削减计划。上周日，爱尔兰与欧盟及IMF就850亿欧元贷款援助计划达成一致，贷款中有175亿欧元为爱尔兰自筹。如果动用全部贷款额度，

爱尔兰平均借款利率为 5.8%。如果支出削减计划实施，未来几年爱尔兰经济增长将面临不小的挑战。同时，在欧盟和 IMF 宣布对爱尔兰实施救助后，标普仍将爱尔兰长期债务评级从“AA-”下调至“A”，同时将短期主权信用评级从“A⁻¹+”下调至“A⁻¹”。另外，爱尔兰主权债务和银行危机尚未结束，葡萄牙等债务危机又开始逐渐显现，欧洲经济仍将面临主权债务危机的挑战。

日本方面，日元升值对日本经济带来负面影响，日本经济仍未摆脱通缩状态。日本上周五公布数据，10 月份出口额为 5.724 万亿日元，连续 11 个月同比增长，但受日元升值影响，增速明显低于市场预期；今年以来，日本出口增速不断缩窄，10 月份增速比年初下降超过 30 个百分点；10 月份，日本进口增长 8.7%，贸易顺差增长 2.7%。日本经济面临的另一个重要挑战是持续的通缩，根据上周五公布数据，10 月份日本核心消费者价格指数同比下降 0.6%，虽然好于 9 月份同比下降 1.1% 的水平，但该指数已经连续 20 个月下降，日本经济摆脱通缩仍需时日。

国内方面，上周央行召开货币信贷工作座谈会，为下一阶段特别是年内货币政策定下基调。12 月份财政资金集中使用等，导致年内流动性管理仍面临较大挑战。

上周央行网站公布了更加详细的 10 月份金融机构信贷收支数据，主要有以下特点：一是 10 月份外汇占款达 5190.47 亿元，创 30 个月以来新高。9 月份以来人民币对美元快速升值，人民币升值预期迅速

提高，加上美联储 QE2 影响，导致 10 月份外汇占款大幅攀升。二是大型金融机构信贷投放增速低于其他金融机构。10 月份工农中建四家国有商业银行新增贷款 2194.73 亿元，占当月新增额的 37.3%，低于其前三季度 39.3% 的比重。三是商业银行资金来源发生显著变化。在“金融机构人民币信贷收支表（按部门分类）”的资金来源中，10 月份居民储蓄存款下降 7002.91 亿元，而“其他”项下增加 10743.22 亿元。在实际负利率和股指上升的双重影响下，市场再次出现居民储蓄存款搬家现象，这与 2007 年的情况较为相似。

上周二，央行组织召开了货币信贷工作座谈会。会议为下一阶段特别是年内货币政策定下基调。综合来看，会议以下内容和政策含义值得关注：

一是流动性管理的力度将加强。会议认为，加强流动性管理是当前货币政策的重要任务，也是货币条件回归常态的主要表现。具体手段上，将综合运用数量型和价格性等多种工具手段，保持银行体系流动性**合理适度**。

二是年内信贷额度将基本控制在年初预定目标之内。会议认为，年初确定的货币信贷总量调控目标符合经济平稳发展需要。今年前 10 个月，人民币新增贷款已达 6.88 万亿，这预示着 11 和 12 月份信贷额度将仅有 6200 亿元。据媒体调查，11 月前半月部分商业银行新增贷款已经超过 10 月份，按照当前信贷投放速度，全年新增贷款将超过 8 万亿，明显超过年初计划，出手管理抑制商业银行信贷冲动将是年内货币政策的重点。11 月份，央行先后两次上调存款准备金，显示将今

年信贷增量控制在预定目标内的决心。可以预期，即使今年最终新增信贷较年初预定目标有所超出，规模也不会太大，今年信贷规模将基本控制在年初预定目标。

三是年内流动性控制压力仍然较大。近期看，通过控制商业银行信贷实现对市场流动性的控制，仍是央行货币政策的重心。11月19日，央行上调存款类金融机构法定存款准备金率0.5个百分点，考虑到11月10日对所有金融机构存款准备金率上调0.5个百分点，同时可能还对部分金融机构实行了差别存款准备金率政策，一个月之内金融机构法定存款准备金率整体上调幅度超过1个百分点，历史上少有发生。即使如此大幅上调存款准备金，因为年底财政资金集中支付，12月份仍然面临较大的流动性控制压力。

可以从金融机构可用于信贷投放的基础货币角度，来衡量12月份需要回收流动性的规模。基础货币主要包括流通中现金和金融机构存款准备金，但因现金无法用于信贷投放，实际上社会现金使用量增加对金融机构信贷投放构成约束。从往年经验看，因为节假日集中到来，12月份现金使用规模一般比11月份增加2000亿元，而12月份财政资金集中使用导致央行账下“政府存款”资金比11月份减少约30%，这预示着由此增加基础货币约10000亿元。11月20日，央行提高存款准备金，缴款日为11月29日，主要体现为对12月流动性的回收。11月份公开市场操作向市场释放资金1075亿元，29日上缴存款准备金上收流动性约3500亿元，综合计算，即使不考虑外汇占款增加，央

行12月份仍面临约 $10000+1075-3500-2000 = 5575$ 亿元的流动性回收问题。

对于回收流动性的具体手段，我们认为最优手段组合是“基准利率上调+提高法定存款准备金率+公开市场操作”，因为央票一、二市场利率倒挂，当前公开市场操作已经很难正常发挥流动性回收功能。如果基准利率上调，则打开公开市场操作空间，可以更好地体现货币政策的灵活性，同时再通过法定存款准备金率的小幅上调，基本上可以达到流动性回收目的。当然，如果加息政策受到各种条件限制而难以施行，央行将只有通过上调法定存款准备金率的单一手段实现回收流动性目的。

附 1：宏观经济主要数据概览

		09-10	09-11	09-12	10-1	10-2	10-3	10-4	10-5	10-6	10-7	10-8	10-09	10-10
国内生产总值 自年初累计														
GDP	人民币, 十亿			34051			8162			17284			26866	
	同比增长, %			9.1			11.9			11.1			10.6	
工业生产 当月														
增加值	同比增长, %	16.1	19.2	18.5		12.80	18.1	17.8	16.5	13.7	13.4	13.9	13.3	13.1
其中: 轻工业	同比增长, %	11.3	12.6	12.1		7.50	13.4	14.1	13.6	12.0	13.5	13.1	13.0	12.9
重工业	同比增长, %	18.1	22.2	21.4		15.20	20.0	19.4	17.8	14.5	13.3	14.2	13.4	13.2
消费 当月														
消费品零售	人民币, 十亿	1171	1133	1261	1271	1233	1132	1151	1245.5	1233	1225.3	1257	1354	1429
	同比增长, %	16.2	15.8	17.5	14.1	22.10	18.0	18.5	18.7	18.3	17.9	18.4	18.8	18.6
其中: 城镇	人民币, 十亿				1052	1023	982	998	1082	1072	1066	1093	1174	1240
固定资产投资 自年初累计														
城镇固定资产投资	人民币, 十亿	13317	16863	19413		1301	2979	4674	6736	9805	11987	14100	16587	18756
	同比增长, %	33.1	32.1	30.5		26.6	26.4	26.1	25.9	25.5	24.9	24.8	24.5	24.4
房地产投资	人民币, 十亿	2843.9	3127.0	3623.1		314	659	993	1392	1975	2387	2836	3351	3807
	同比增长, %	18.9	17.8	16.1		31.1	35.1	36.2	38.2	38.1	37.2	36.7	36.4	36.5
外商直接投资 自年初累计														
实际利用金额	美元, 十亿	70.87	77.89	90.03	8.13	14.02	23.44	30.80	38.90	51.40	58.35	65.96	74.34	82.00
	同比增长, %	-12.60	-9.86	-2.60	7.79	4.86	7.65	11.28	14.31	19.60	20.65	18.06	16.6	15.7
外贸 当月														
出口	美元, 十亿	110.8	113.6	130.7	109.4	94.5	112.1	119.9	131.8	137.3	145.5	139.3	144.9	136.0
	同比增长, %	-13.8	-1.2	17.7	21	45.70	24.3	30.5	48.5	43.9	38.1	34.4	25.1	22.9
进口	美元, 十亿	86.8	94.56	112.2	95.3	86.9	119.3	118.2	112.2	117.3	116.8	119.3	128.1	108.8
	同比增长, %	-6.4	26.7	55.9	85.5	44.70	66.0	49.7	48.3	34.1	22.7	35.2	24.1	25.3
贸易差额	美元, 十亿	23.79	18.09	18.43	14.1	7.6	-7.2	1.7	19.6	26.0	28.7	20.0	16.9	27.1
通货膨胀 当月														
居民消费价格指数同比, %		-0.5	0.6	1.9	1.5	2.70	2.4	2.8	3.1	2.9	3.3	3.5	3.6	4.4
商品零售价格指数同比, %		-1.3	0	1.4	1.8	2.50	2.3	2.8	3.1	2.7	2.8	3.0	3.0	3.9
工业品出厂价格指数同比, %		-5.8	-2.1	1.7	4.3	5.39	5.9	6.8	7.1	6.4	4.8	4.3	4.3	5.0
货币														
M0	人民币, 十亿	3570	3630	3824	4080	4290	3908	3970	3870	3890	3950	3992	4186	4160
	同比增长, %	14.09	14.99	11.77	-0.79	21.98	15.81	15.76	15.20	15.65	15.50	16.00	13.78	16.6
M1	人民币, 十亿	20750	21250	22000	22960	22430	22939	23390	23650	24058	24070	24434	24380	25330
	同比增长, %	32.03	34.63	32.35	38.96	34.99	29.94	31.25	29.90	24.56	22.90	21.90	20.87	22.1
M2	人民币, 十亿	58643	59460	60622	62510	63600	65001	65660	66340	67391	67410	68751	69638	69980
	同比增长, %	29.42	29.74	27.68	25.98	25.52	22.50	21.48	21.0	18.46	17.60	19.20	18.93	19.3
金融机构存款	人民币, 十亿	58688	59272	59774	61290	62250	63815	64990	66070	67410	67570	68650	70093	70280
	同比增长, %	28.05	28.19	28.21	27.26	24.97	22.1	21.95	21.0	19.0	18.5	19.6	20.0	19.8
金融机构贷款	人民币, 十亿	39294	39588	39968	41370	42070	42578	43350	43990	44605	45140	45682	46275	46870
	同比增长, %	34.19	33.79	31.74	29.31	27.23	21.8	21.95	21.50	18.20	18.40	18.60	18.50	19.3
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	5.56
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	2.50
汇率(期末)	人民币/美元	6.828	6.827	6.828	6.827	6.827	6.826	6.826	6.828	6.791	6.775	6.811	6.701	6.673

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	2010年至今	2009年至今
主要股指						
上证指数	2871.70	-0.58	-3.81	-3.60	-11.5	57.7
深成指	12539.01	1.98	-1.47	-6.20	-7.3	93.3
道琼斯工业平均指数	11092.00	-1.00	-0.90	-0.24	4.8	22.8
标准普尔500指数	1189.40	-0.86	-0.82	0.52	5.0	27.6
FT100	5668.70	-1.12	-2.21	-0.11	3.1	24.3
东京日经225指数	10022.39	-0.78	3.06	8.91	-5.9	13.1
香港恒生指数	22877.25	-3.09	-5.55	-0.95	4.8	52.1
利率						
3个月LIBOR	0.29	5.14	3.52	2.06	15.7	-79.2
3个月SHIBOR	3.14	8.16	8.85	11.57	71.3	79.8
汇率						
美元/人民币	6.6596	0.30	0.32	-0.97	-2.5	-2.6
欧元/人民币	8.8278	-3.31	-2.49	0.85	-9.7	-8.6
美元指数	80.36	2.77	2.91	4.00	3.7	-1.4
欧元/美元	1.32	-3.34	-3.28	-5.05	-7.6	-5.1
国际原油						
伦敦期货	85.58	1.05	-0.88	2.92	6.8	82.4
纽约期货	83.76	1.75	-1.32	1.96	2.8	80.8
有色金属						
铜	8239.00	-1.96	-4.36	84.32	9.9	155.0
铝	2270.00	0.44	-5.57	55.80	0.1	44.6
秦皇岛动力煤						
山西优煤	815.00	3.82	1.24	10.14	3.8	38.1
山西大混	725.00	4.32	2.84	12.40	6.6	48.0
焦煤	1350.00	0.00	0.00	0.00	0.0	12.5
黄金	1355.10	-0.08	-1.25	-0.32	23.5	53.5
钢铁	4547.00	2.02	0.35	7.44	19.0	21.3
波罗的海干散货指数	2170.00	0.70	-6.18	-21.89	-30.9	180.7

注：本数据报告日期为2010年11月26日，其中LIBOR以美元计价，SHIBOR以人民币计价。美元指数为纽约期货交易所DXY美元即期收盘价；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，单位为美分/蒲式耳。

数据来源：Wind资讯、Bloomberg、农业银行战略管理部