

## 建设银行研究报告

宏观经济

# 总体稳健中加大数量型微调

——2013年货币政策展望

报告执笔人：董积生

中国建设银行研究部

通讯地址：北京市金融大街 25 号

邮编：100033

电话：010-67596638

电邮：yanjiubu.zh@ccb.com

### 相关研究

- ◇ 2013年中国经济形势展望
- ◇ 2013年物价形势展望
- ◇ 2013年房地产调控政策展望

### 报告摘要

2012年，货币政策稳健中适度趋松，央行两次下调法定存款准备金率、两次下调存贷款基准利率，同时通过加强回购操作等，不断增强金融对实体经济发展支持力度。

展望2013年，货币政策仍有进一步趋松的要求和条件，但基于潜在通货膨胀压力仍然较大，加强房地产市场调控等，货币政策也难以大幅放松，总体上将保持稳健。预计2013年新增人民币贷款规模在8.5—9万亿元，社会融资规模15—16万亿元，人民币贷款余额同比增长14%—15%，M2同比增长13.5%左右。

为支持、促进实体经济平稳较快增长，推进经济结构调整和发展方式转变，2012 年央行货币政策在稳健中适度趋松，2 月和 5 月两次下调法定存款准备金率，6 月和 7 月两次下调存贷款基准利率，同时扩大存贷款利率浮动区间，加强回购操作，弱化央票发行。展望 2013 年，央行货币政策总体上仍将保持稳健，社会融资规模将保持平稳发展。

## 一、货币政策有进一步趋松的要求和条件

1. 当前经济下行压力仍然较大，抑制经济周期性下滑，改善企业盈利水平，促进企业扩大投资、实体经济平稳较快增长，需要相对宽松货币政策环境。从我国近 30 年经济增长周期变化情况来看，从波峰到谷底大约 7—8 年时间为一轮经济周期。从我国经济周期与货币政策变化相互关系来看，总体上，经济处于下行周期，货币政策逐步趋松，经济处于上升扩张期，货币政策逐步收紧。

自 2007 年我国经济增长达到上一轮经济周期顶峰后，从 2008 年起在内外因素作用下我国经济总体上处于下行周期。尽管在采取反经济周期的宽松政策后，本轮经济周期前几年我国经济保持了平稳较快增长，但在经济处于下行周期阶段，经济增长下行压力仍旧很大，至 2012 年第三季度，我国 GDP 当季同比连续六个季度出现下降，GDP 累计同比增速处于 2000 年以来最低水平，本轮经济周期大约持续到 2015 年前后。作为发展中大国，经济社会发展、民生改善要有相

应的基础，经济增长必须保持一定的速度，要求货币政策在经济处于下行周期总体上趋于放松。

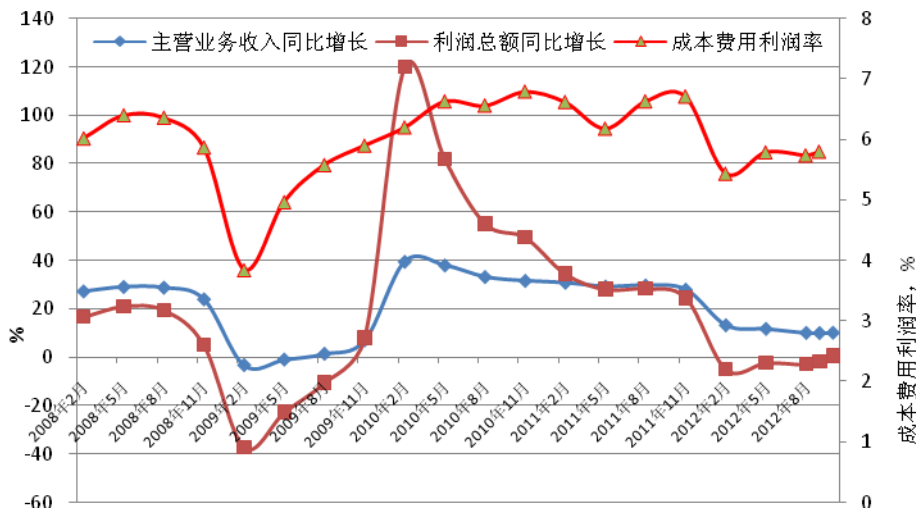
**表 1: 经济增长与货币政策变化**

	GDP 增长		货币政策变化
1992 年	14.2	经济增长处于下行周期，价格水平回落，工业增加值增速回落	总体上积极：法定存款准备金率 2 次下调，从 1992 年的 13% 下调至 1999 年的 6%；基准利率 3 次上调，7 次下调，一年期存贷款基准利率分别由 1992 年的 7.56%、8.64% 调降至 1999 年的 2.25%、5.85%
1993 年	14 ↓		
1994 年	13.1 ↓		
1995 年	10.9 ↓		
1996 年	10 ↓		
1997 年	9.3 ↓		
1998 年	7.8 ↓		
1999 年	7.6 ↓		
2000 年	8.4 ↑	经济增长处于上升周期，价格水平不断上攀，工业增加值增速加快	货币政策逐步收紧，法定存款准备金率 15 次上调，由 2000 年的 6% 上调至 2007 年的 14.5%；基准利率 1 次下调，9 次上调，一年期存贷款基准利率分别由 2000 年的 2.25%、5.85% 上调至 2007 年的 4.14%、7.47%；加强央行票据发行
2001 年	8.3 ↓		
2002 年	9.1 ↑		
2003 年	10 ↑		
2004 年	10.1 ↑		
2005 年	11.3 ↑		
2006 年	12.7 ↑		
2007 年	14.2 ↑		
2008 年	9.6 ↓	经济增长处于下行周期，价格水平呈现高位回落走势，工业增加值增速呈回落走势	货币政策反经济周期调节加强，12 次上调法定存款准备金率，7 次下调法定存款准备金率；基准利率 5 次上调，7 次下调，一年期存贷款基准利率分别由 2007 年的 4.14%、7.47% 下调至当前的 3%、6%
2009 年	9.2 ↓		
2010 年	10.4 ↑		
2011 年	9.2 ↓		
2012 年前三季度	7.7 ↓		

从拉动经济增长的三大要素来看，在全球各经济体经济下行压力普遍较大，贸易保护加强境况下，近期内出口对经济增长带动作用仍难以出现实质性改善，消费的平稳增长也决定消费要素短期内难以对经济增长形成显著拉动作用，稳定经济增长要求投资要素发挥更加积极作用，企业投资更趋活跃。企业投资受盈利及其预期驱动。虽然当前企业盈利有向好趋势，但改善并不明显，回暖基础还不稳固。2012 年前

三季度，规模以上工业企业主营业务收入、利润同比增长，成本费用利润率等主要盈利指标仍处于较低水平。进一步改善企业盈利，促进企业投资，也需要货币政策保持相对宽松。

图 1：规模以上工业企业盈利状况



数据来源：国家统计局。

2. 全球货币政策竞相宽松，减缓人民币升值压力，促进出口平稳增长等，也要求货币政策趋松。为刺激经济增长，促进就业，美国、欧元区、日本等纷纷宽松货币政策。美国、欧元区、日本等央行或将基准利率维持在历史低位或调降至历史低位的同时，还采取定量宽松的方式直接向市场注入流动性，丹麦央行等甚至还按照 0.2% 的利率向商业银行在央行的存款收费，以促进信贷投放。各经济体货币政策竞相宽松，全球经济不景气，国际贸易摩擦趋于加剧，加大了人民币升值压力，不利于促进我国出口增长，也不利于抑制套利套汇国际热钱的流出入。货币政策进一步趋松，市场利率引导平稳或向下运行，不仅对赚取利差套利国际资金流出入产生抑

制作用，也通过宽松人民币货币环境，减缓人民币升值压力，促进出口平稳较快增长。

**表 2：2012 年以来主要经济体货币政策宽松状况**

经济体	货币政策宽松状况
美国	推出 QE3、QE4，每月购买 400 亿美元抵押贷款支持证券（MBS），未明确执行期限、购买规模，每月购买 450 亿美元国债替代扭曲操作；在失业率高于 6.5%，且未来一两年内通胀率不超过 2.5% 情况下，将联邦基金利率 0—0.25% 维持不变。
欧元区	将再融资利率由 1% 下调至 0.75%，将存款利率降为 0，从二级市场购买成员国政府债券（SMP），长期再融资操作（LTRO）常规化
日本	隔夜拆借利率维持在 0 不变，受 QE3 影响，9 月决定进一步追加货币宽松措施，将资产购买计划的规模从 70 万亿日元扩大至 80 万亿日元，12 月将资产收购规模扩大至 101 万亿元
英国	基准利率维持在 0.5% 不变，实行第三轮定量宽松货币刺激措施，将资产购买规模提升 500 亿英镑，历时四个月完成，资产购买总规模累计达到 3750 亿英镑
澳大利亚	5 月、6 月和 10 月三次下调基准利率计 100 个基点，至 3.25%
中国	2 月和 5 月两次下调存款准备金率，6 月和 7 月两次下调基准利率
巴西	将隔夜利率 7 次下调，由 11% 下调至 7.25% 历史新低
印度	4 月份将逆回购利率、回购利率分别由 7.5%、8.5 下调至 7%、8%

资料来源：Wind。

**3. 外汇储备、外汇占款增长放缓，减轻基础货币投放压力，为货币政策趋松提供回旋余地。**2000 年以前，央行基础货币投放主要是对金融机构再贷款，外汇占款由于数额较小对基础货币投放影响有限，央行基础货币投放保持相对平稳。2005 年起，外汇占款规模急剧增长，2000 年，外汇占款占央行资产比例还不到 40%，2010 年以后，外汇占款占央行资产比例上升到 79% 以上，央行基础货币投放主要受外汇占款推动。

2012 年，受人民币升值减缓，境外融资、银行结售汇顺差走弱等因素影响，外汇储备、外汇占款增长大幅放缓，前

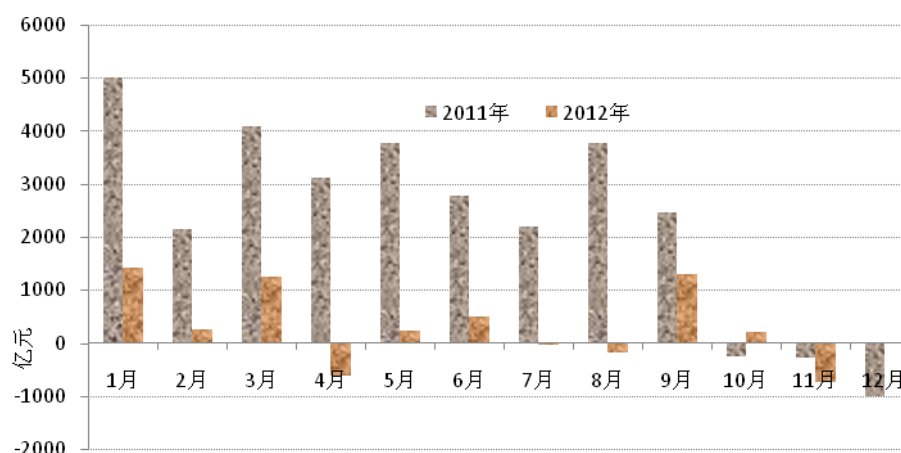
三季度，新增外汇储备同比下降 70.7%，前 11 个月，新增外汇占款同比下降 87.5%，基础货币投放比上年同期同比回落 20 多个百分点，处于近年来低位。随着经济增长转变方式加快，更加发挥内需要素对经济增长的拉动作用，人民币汇率形成市场机制作用的增强等，外汇占款增长仍将会呈现走弱趋势，为货币政策趋松提供契机。

表 3: 外汇占款与对金融机构债权在央行资产中的占比 (%)

	外汇占款	对存款金融机构债权	非存款性金融机构债权
2000 年	37.61	34.32	21.83
2001 年	45.89	27.06	20.16
2002 年	43.26	19.53	14.17
2003 年	48.13	17.13	11.7
2004 年	58.41	11.92	11.27
2005 年	59.94	7.54	12.76
2006 年	65.61	5.07	17.07
2007 年	68.09	4.65	7.67
2008 年	72.25	4.07	5.72
2009 年	76.98	3.15	5.07
2010 年	79.75	3.66	4.37
2011 年	82.71	3.65	3.79
2012 年前三季度	81.23	6.18	4.35

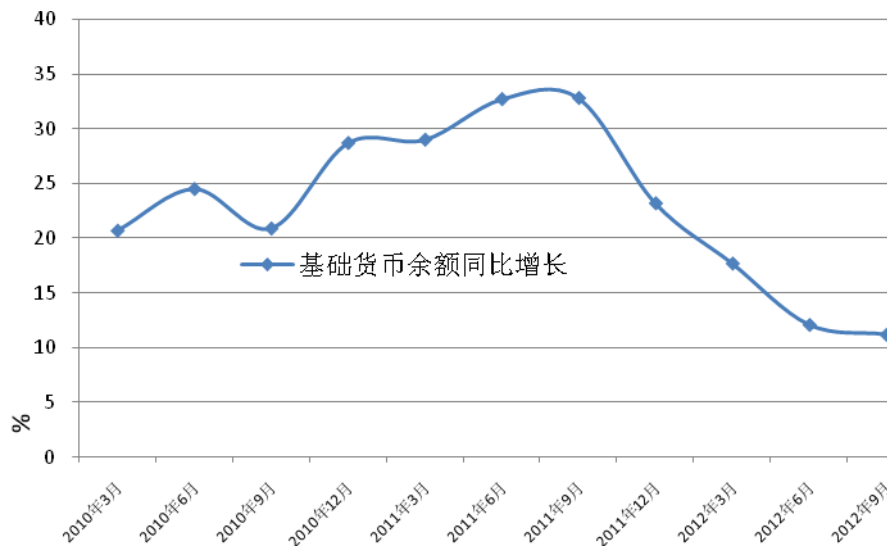
数据来源：中国人民银行。

图 2: 金融机构新增外汇占款状况



数据来源：中国人民银行。

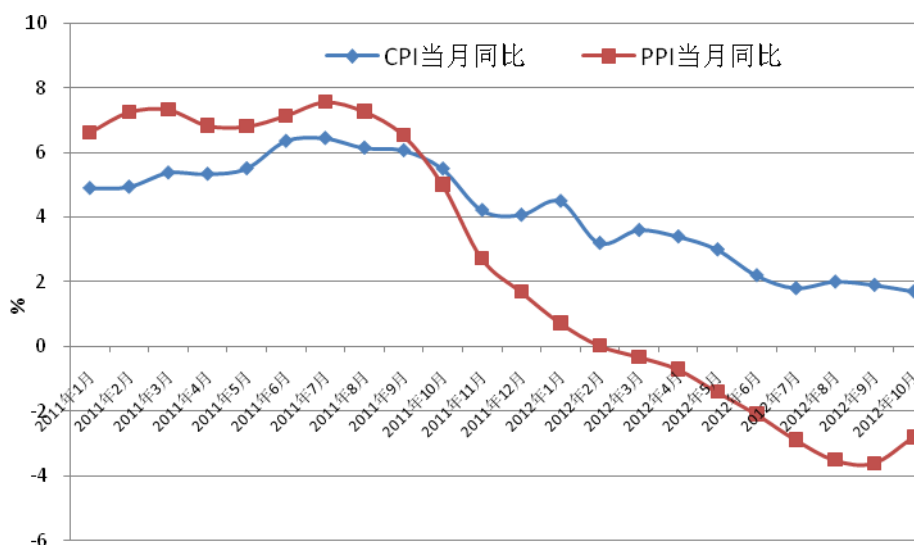
图 3: 基础货币余额增长状况



数据来源：中国人民银行。

4. 价格水平涨幅有限，仍将保持相对平稳运行态势，为货币政策趋松拓展空间。在经济增速下行，市场需求减弱大环境下，2012 年我国价格水平持续走低，快速下降，前 11 个月，CPI 累计同比 2.7%，PPI 累计同比-2.5%，分别比上年同期下降 2.8、9.6 个百分点，剔除发生金融危机的 2009 年，

图 4: 价格水平走势

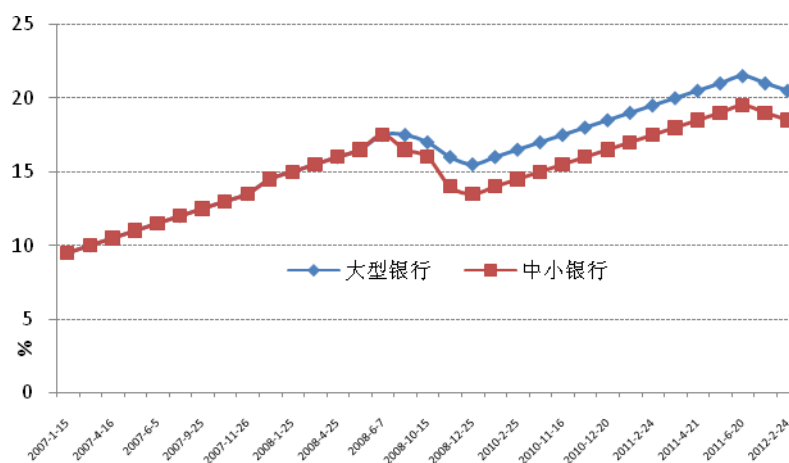


数据来源：国家统计局。

处于历史较低水平，特别是 PPI 水平，处于 2003 年以来低位，通胀压力明显减轻。在全球经济下行压力依旧很大，国际大宗商品价格仍在低位运行，我国对外贸易依存度较高，国内生产、消费需求短期难以显著提振等因素作用下，近期内价格水平难以出现明显上涨，将保持相对平稳运行态势，拓展货币政策趋松空间。

5. 当前法定存款准备金率仍处于较高位，有进一步下调的空间。经过两次存款准备金率下调，当前大型银行法定存款准备率 20%，中小银行法定存款准备金率 18%，仍处于历史较高位，特别是在经济处于下行周期阶段，更显偏高，有进一步下调的空间。

图 5：银行业金融机构法定存款准备金率调整



数据来源：中国人民银行。

## 二、货币政策难以大幅放松，仍将保持稳健

虽然货币政策有进一步趋松的要求和条件，但难以大幅放松。总体来看，2013 年，货币政策仍将保持稳健。

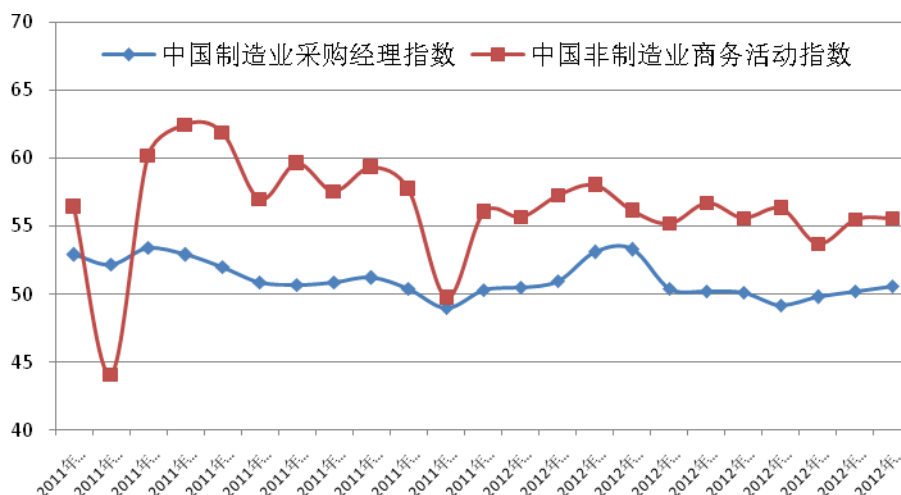
### 1. 宏观经济触底企稳趋势不断确立，减弱对货币政策放

请阅读正文之后的重要声明



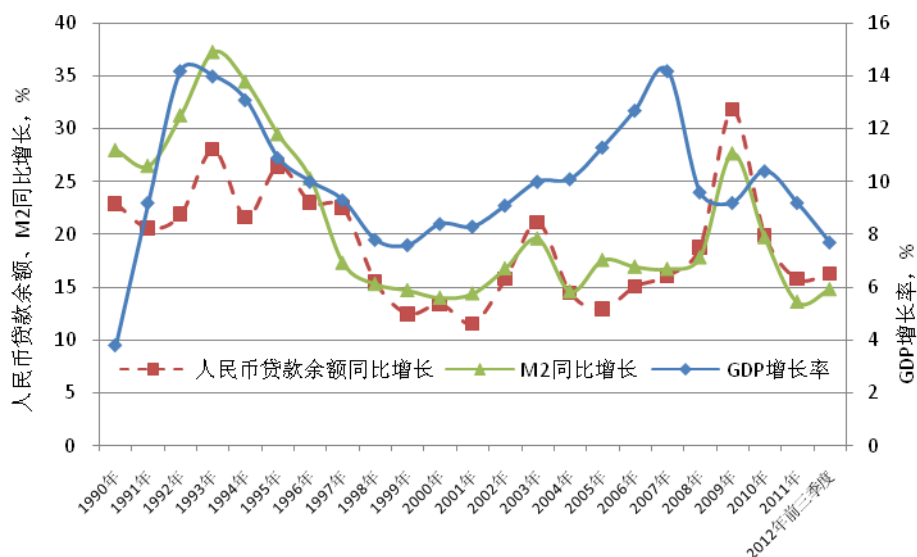
松需求。2012年四季度以来，经济增长企稳趋势不断确立，反映经济运行的景气指标，制造业 PMI 呈现缓慢爬升之势，并且跃居荣枯线之上，发电量、工业增加值等增速也呈加快之势，显示经济向好运行。随着先期政策调整后续效应的显

图 6: 制造业和非制造业 PMI



数据来源：国家统计局、中国物流与采购联合会。

图 7: GDP 增长率与货币供应、贷款增长率



数据来源：中国人民银行、国家统计局。

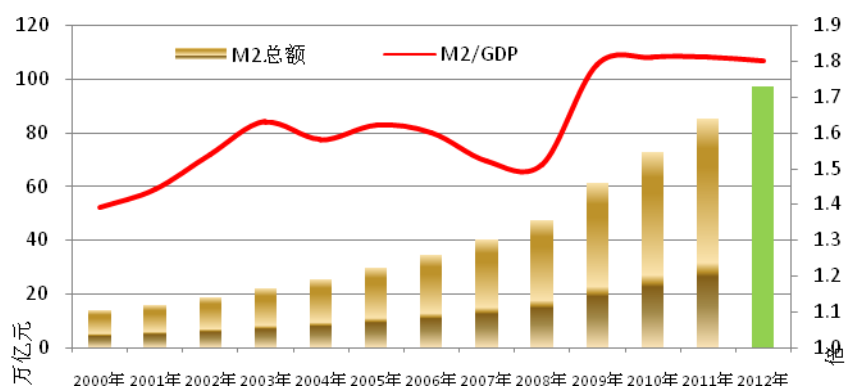
现，从我国货币政策变化作用于经济增长实际情形来看，经济增长变化一般滞后于货币政策变化 9 个月至一年左右时

请阅读正文之后的重要声明

间，将会进一步推动经济企稳回升，减弱对政策放松需求。并且从我国当前经济总量、经济发展方式转变、产业结构调整等维度来看，经济增长难以保持两位数的高速增长，经济增速适当放缓也会减弱对货币政策放松需求。

2. 潜在通货膨胀压力仍然较大，加强房地产市场调控等，要求货币政策保持稳健。尽管物价总水平变动有多种诱因，货币发行规模无疑是其中重要诱因。从我国货币信贷增长来看，近年来远远超过经济增长速度，从金融危机爆发的2008年至2012年四年间，我国货币信贷总量增加一倍多，年均

图 8: M2 余额及 M2 与 GDP 比值变化状况



数据来源：中国人民银行、国家统计局。

复合增长率在 20%以上，较快的货币信贷增长对价格上涨造成较大压力。虽然今年以来价格水平不断回落，当前处于较低位，随着宏观经济企稳回升，实体经济需求增加，全球流动性趋于宽松，特别是美欧日等发达经济体量化宽松政策实施对全球造成较大通胀压力等，未来我国价格水平止跌上行可能性很大，通货膨胀控制压力仍旧较大，而近期房地产市场

请阅读正文之后的重要声明

场，特别是部分地区房地产价格出现明显反弹，房地产市场调控压力加大。防抑通货膨胀、加强房地产市场调控等，也要求货币政策调整考虑前瞻性及针对性等因素，要求货币政策保持稳健。

**3. 利率市场化推进等，缩窄货币政策趋松空间。**2012年基准利率两次下调及扩大存贷款利率浮动区间政策出台，不仅对稳定经济增长，改善企业盈利，推进利率市场化等起到积极作用，贷款利率下调区间由10%扩大到30%，一年期贷款利率可以下调至4.2%底限，相当于6%一年期贷款基准利率按0.25%幅度下调7次，幅度已足够大。且从企业盈利和抑制资本外流、平抑金融市场波动来看，随着宏观经济回暖上行、企业去库存化、两次利率调整效应的不断显现等，企业盈利呈逐步改善之势，企业投资动能逐步增强，利率调整目的基本达到，再多次降息、大幅放松货币政策的必要性不大。而且随着美国等经济缓慢回暖，美元需求增强，人民币升值减缓，套汇盈利减弱等，如果基准利率再多次下调、货币政策大幅放松，将会显著缩小与欧美等经济体基准利差，会促使资本外流，加剧我国金融市场波动。

### **三、央行将主要采取数量型工具调节资金面**

**1. 基准利率变动可能性不大。**基于以上分析，随着经济增长趋稳，价格水平反弹上走等，基准利率调整压力减小，2013年基准利率保持不变可能性增大。当然，即使囿于经济

周期运行、经济增长方式转变、产业结构调整加强等，经济增长难以保持高速增长的要害制约和客观现实，如果经济运行仍下探低位，不排除央行仍将下调基准利率。但我们预计，这种情况发生的概率只有 20%。即使这种情况发生，考虑到 2012 年经济增长前高后低走势，2013 年经济增长低点大概率发生在上半年，基准利率下调时间窗口也会在 2013 年上半年。考虑到另一方面，如果经济增长企稳上行，价格水平出现较为明显上升，也不排除央行上调基准利率，发生在 2013 年下半年。这种情况发生的概率也不大，约有 20%。综合起来看，2013 年，基准利率维持不变的可能性较大，约占 60%。

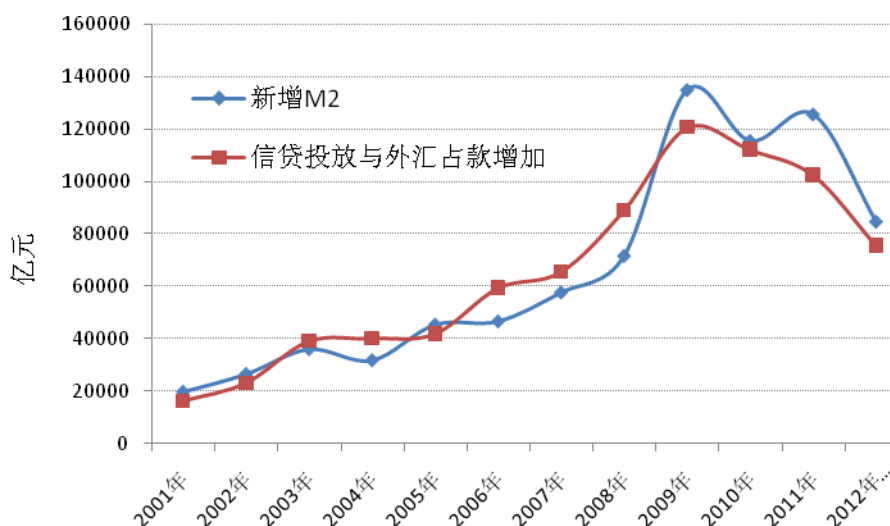
表 4: 2013 年基准利率变动状况

时间窗口	变动	经济运行状况	概率
上半年	下调 1 次左右	经济下趋运行，价格水平相对平稳	20%
全年	保持不变	经济平稳运行，价格水平相对平稳	60%
下半年	上调 1 次左右	经济增长企稳上行，价格水平出现较明显上升	20%

2. 央行将主要采取数量型工具调节资金面。考虑到我国经济外向型程度较高，基础货币投放主要受外汇占款推动，在外贸环境仍较低迷，出口增长难以大幅提升，外商直接投资增长平稳，境外上市融资较弱，银行结售汇顺差收窄等因素作用下，外汇占款增长仍将处于较低位。根据新增 M2 等于新增信贷与新增外汇占款之和的经验数据关系，在外汇占款对冲压力减弱状况下，2013 年，法定存款准备金率仍将可

能下调。考虑到一次 0.5 个百分点存款准备金率的下调将增加银行业 4700 亿元左右资金运用，可最大限度放贷 3500 亿元，拉升货币供应增速 0.5 个左右百分点，2013 年，央行仍有可能下调法定存款准备金率 1—2 次。当然，考虑到存款保险制度的推进，如果 2013 年存款保险制度建立，央行法定存款准备金率变动可能性也较小。2013 年，央行回购操作继续增强，并仍将以此作为调节资金面，推进利率市场化的主要货币政策工具。

图 9：货币增长与信贷投放、外汇占款增加



数据来源：中国人民银行。

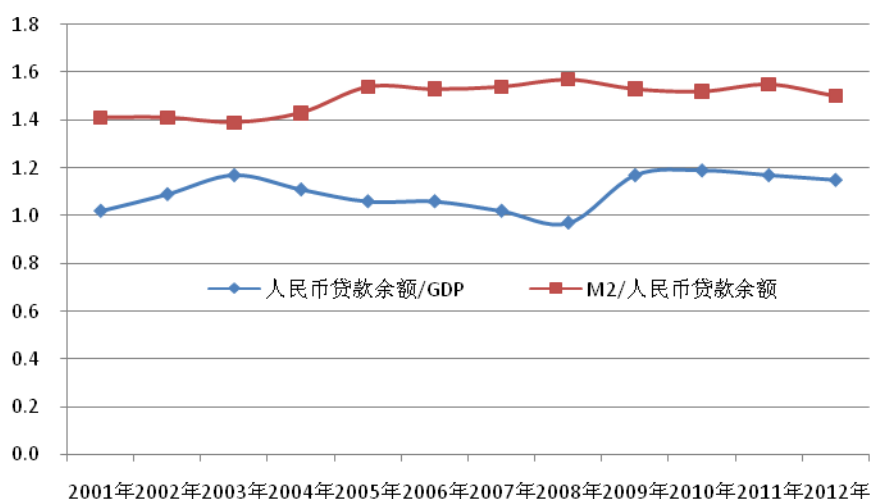
#### 四、货币信贷增长趋缓，社会融资规模将保持平稳发展

从 2000 年以来十多年的数量关系来看，人民币贷款余额与 GDP 形成较为稳定比值关系，两者比值在 1.1 倍上下波动，M2 与人民币贷款余额比值维持在 1.4—1.5 倍区间波动，而基于贷款对存款、货币的创造功能，在我国直接融资还不发达，资金融通仍主要依赖银行业金融机构状况下，贷款、

请阅读正文之后的重要声明

存款、货币量三者变化方向高度一致，三者两两相关系数达到 0.95 以上，再考虑到近十多年以来 M2 增速一般略大于 GDP 增速与 CPI 之和，近年来新增人民币贷款与社会融资规模比值在 60% 上下波动的关系，2013 年，如若经济增长 8—8.5%，则新增人民币贷款规模预计在 8.5—9 万亿元，比 2012 年略有增加，社会融资规模 15—16 万亿元，与 2012 年基本持平，人民币贷款余额同比增长 14%—15%，M2 同比增长 13.5% 左右，均比 2012 年同比有所下降，货币政策总体上保持稳健。

图 10: 货币、信贷、GDP 之间数量关系



数据来源：中国人民银行、国家统计局。

声明：本报告是中国建设银行研究部在课题研究基础上向高层提供的报告。其中的信息均来源于公开资料，其成果形式仅为中国建设银行研究部所有，复印、引用、转载须注明来源。报告内容及意见仅供参考，中国建设银行及中国建设银行研究部不对本报告任何运用产生的结果负责。

请阅读正文之后的重要声明