

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：100032

电话：010-67596638

电邮：yanjiubu.zh@ccb.com

新浪官方微博：@建行研究部

### 报告摘要

上半年，货币政策在稳健中适度趋松，社会融资规模增长较快，主要是非人民币贷款融资增长较快，人民币对主要货币呈现全面升值走势，对日元出现大幅升值。下半年，货币政策仍将维持稳健基调，着力于“用好增量，盘活存量”，促进资金进入实体经济，基准利率调降可能性不大，货币信贷投放、社会融资规模增长、人民币升值步伐等，将适度趋缓。

上半年，社会融资规模增长较快，人民币对主要货币呈现全面升值走势，对日元升值 10%以上，下半年，货币政策仍将维持稳健，社会融资规模增长、人民币升值步伐将有所放缓。

### 一、社会融资规模增长将放缓，信贷需求趋于上升

上半年，社会融资规模增长较快。前 5 个月，社会融资规模 9.11 万亿元，同比增长 52.1%。从 2002 年到目前的历史来看，2013 年不是最高（2003 年、2006 年、2009 年同期曾分别达到 137.3%、79.4%、94.5%），但也处于较高水平。在社会融资规模增长较快的同时，货币供应增速也相对较高。2013 年 1—5 月，M2 同比增长 15.8%，比上年同期加快 2.6 个百分点，M1 同比增长 11.3%，比上年同期加快 7.8 个百分点。

表 1: 新增人民币贷款、社会融资规模及货币供应增长（1—5 月，万亿元，%）

	人民币贷款		社会融资		M2 同比	M1 同比	新增人民币贷款/ 社会融资规模
	新增规模	同比增长	规模	同比增长			
2002 年	0.54		0.59		14	14.6	91.37
2003 年	1.26	133.3	1.4	137.3	20.2	18.8	89.61
2004 年	1.15	-8.7	1.43	2.1	17.5	18.6	80.36
2005 年	0.99	-13.9	1.26	-11.9	14.6	10.4	78.45
2006 年	1.78	79.8	2.26	79.4	19.1	14.01	76.33
2007 年	2.09	17.4	2.62	15.9	16.74	19.28	79.72
2008 年	2.12	1.4	3.47	32.4	18.07	17.93	61.04
2009 年	5.84	175.5	6.75	94.5	25.74	18.69	86.46
2010 年	4.03	-30.9	7.1	5.2	21	29.9	56.74
2011 年	3.54	-12.2	6.68	-5.9	15.1	12.7	52.99
2012 年	3.93	11.1	5.99	-10.3	13.2	3.5	65.63
2013 年	4.21	7.1	9.11	52.1	15.8	11.3	46.29

数据来源：中国人民银行。

从社会融资规模分项构成情况看，主要是非人民币贷款

融资增长较快。前 5 个月，信托贷款同比增长 369.9%，外币贷款同比增长 227.8%，新增未贴现的银行承兑汇票同比增长 161.3%，委托贷款同比增长 125.9%，企业债券融资同比增长 84.8%，信托贷款、外币贷款、新增未贴现银行承兑汇票、委托贷款增长较快。

根据信托协会统计数据，2013 年一季度资金信托投向中，27.8%投向工商企业，25.8%投向基础产业，11.1%投向证券市场，9.4%投向金融机构，9.4%投向房地产，16.5%投向其他。由此推测，社会融资规模可能存在一定程度的重复计算问题，如投向金融机构部分；部分资金可能并没有进入到实体经济中，如投向证券市场和其他项。

表 2: 社会融资规模项下各分项同比增长状况 (1—5 月, 亿元, %)

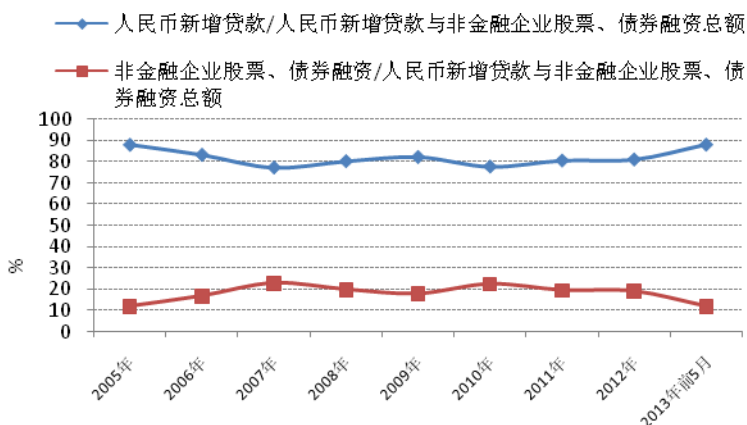
	2012 年		2013 年	
	规模	占融资总量比	规模	占融资总量比
人民币贷款增加	39352	65.63	42143	46.29
外币贷款增加	1726	2.88	5657	6.22
委托贷款	4040	6.74	9128	10.03
信托贷款	2381	3.97	11190	12.29
未贴现的银行承兑汇票	2982	4.97	7791	8.56
企业债券融资	6288	10.49	11620	12.77
非金融企业境内股票融资	1249	2.08	1122	1.23

数据来源：中国人民银行。

从人民币贷款、非金融企业股票、债券市场融资中更加显著看到，前 5 个月，直接融资占比明显下降，对银行信贷间接融资依赖性显著上升，而银行信贷融资增长平缓，前 5 个月，新增人民币贷款同比增长 7.1%，在社会融资规模中的

占比下降到 50%以下，人民币贷款余额同比增长 14.5%，同比下降 1.2 个百分点，人民币贷款投放平缓，实体经济从银行信贷渠道获得的资金量增长平稳，从一个侧面表明实体经济对资金面松紧的感受程度。

图 1: 非金融企业不同渠道融资占比状况



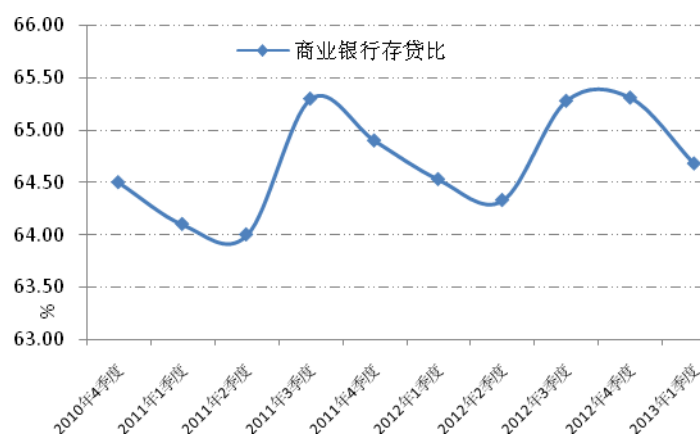
数据来源：中国人民银行、中债网、Wind。

而随着 3 月份银监会《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》和 5 月份国家外汇管理局《关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知》的出台，理财业务运作趋于规范化，外汇资金流出入监管加强，信托贷款、外币贷款等增长受到限制。4 月、5 月信托贷款环比分别下降 54.7%、49.2%，外币贷款环比分别下降 43.9%、57.8%，影响到社会融资规模增长。4 月、5 月社会融资规模环比分别下降 31.5%、31.9%，这可能也是实体经济感受资金面较紧的一个原因。

从银行体系来看，6 月份以来，银行间市场交易利率不断出现飆升情况，短期尤其是隔夜拆借利率波动明显加剧，这其中既与社会融资规模增长趋缓，实体经济资金面趋紧因

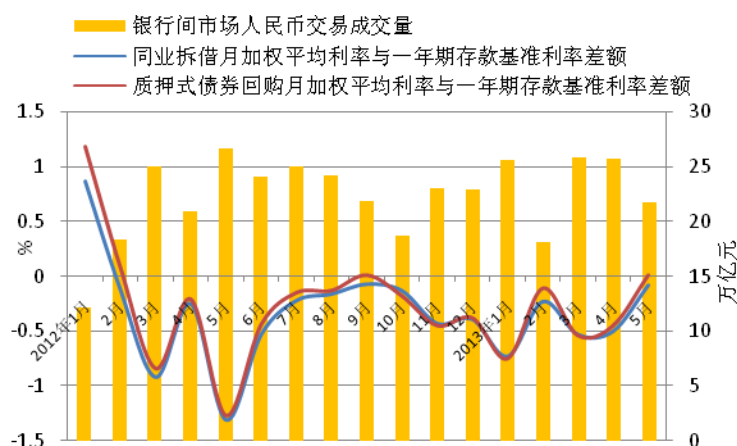
素有关，也与资金在金融体系内循环，中央定调金融和货币“用好增量、盘活存量”，将金融体系内循环资金赶向实体经济，监管加强，市场预期货币金融趋松落空有关。前5个月，商业银行贷存款余额比例下降到65%以下，贷款占资产比例不断下降，显示银行体系流动性并不缺乏，商业银行资产运用进一步多元化，资产运用降低对贷款依赖，银行相当一部分资产运用在债券等投资上。

图 2: 商业银行贷存款余额比



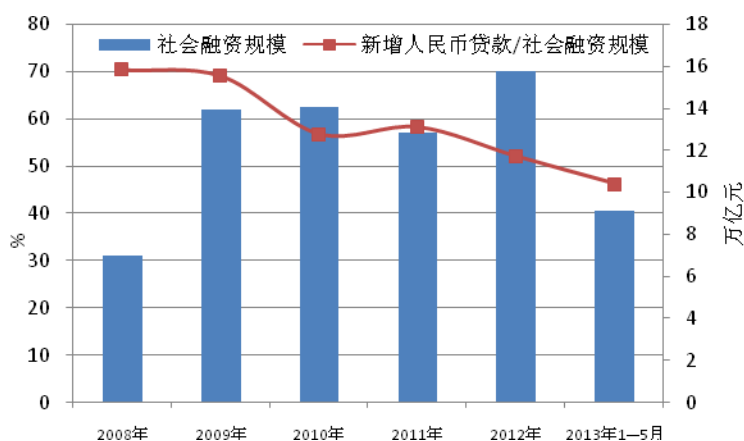
数据来源：银监会。

图 3: 银行间市场交易状况



数据来源：中国人民银行。

图 4: 新增人民币贷款与社会融资规模

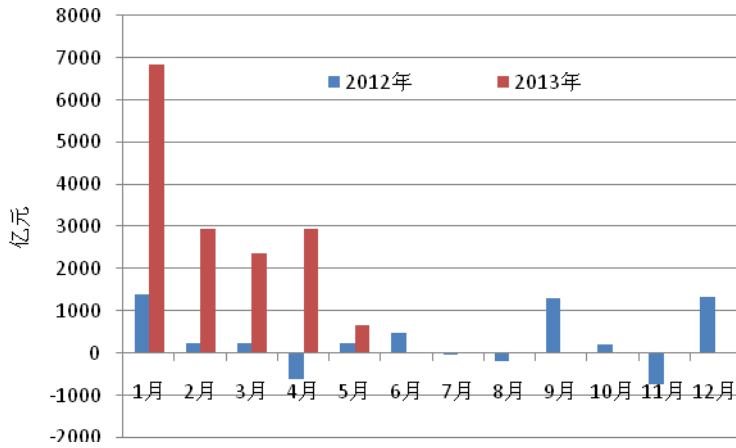


数据来源：中国人民银行。

从下半年发展趋势来看，社会流动性仍将适度宽松，但社会融资规模增速将有所减缓，信贷需求趋于上升。首先，从推动流动性变化的国际收支因素来看，在对外开放进一步深入，减税力度增加，企业出口竞争力提升，股票等资产价格处于相对较低位，投资吸引力增加等因素作用下，包括对外贸易、外商直接投资在内的国际收支仍将呈现顺差，推动外汇占款增长和货币投放增加。1—5月，金融机构新增外汇占款 1.58 万亿元，同比增长 9.3 倍，1—4 月，央行新增外汇占款 1.23 万亿元，同比增长 3.4 倍，外汇占央行资产比例达 80%以上，央行资产和基础货币投放主要受外汇占款推动。强制结售汇制度的取消，经济主体外汇持有与否主动性的增强等，虽然一定程度上弱化了央行外汇占款对冲力度，也影响到基础货币增长变化滞后于外汇占款增长变化一个季度左右时间，但在人民币处于长期升值趋势下，央行外汇占款对冲力度仍旧较大，央行外汇占款增长与金融机构外汇

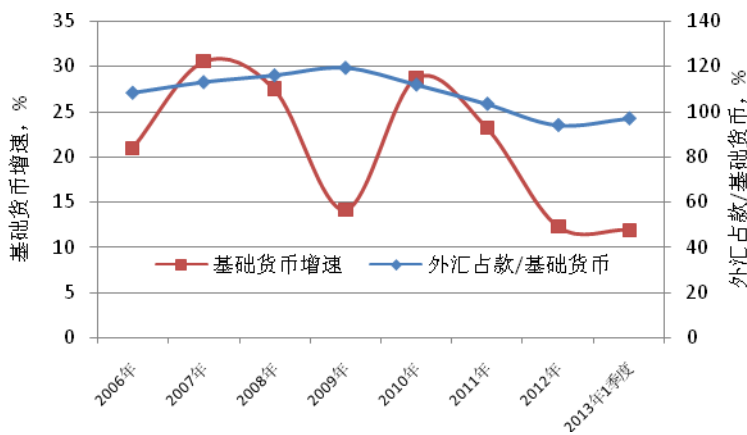
占款增长高度一致变化，外汇占款增长状况影响基础货币投放。

图 5: 金融机构外汇占款



数据来源：中国人民银行。

图 6: 外汇占款与基础货币比例



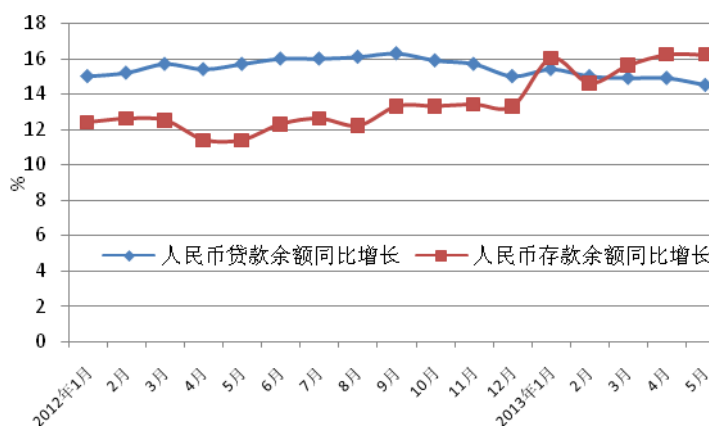
数据来源：中国人民银行。

其次，本轮经济增长仍处于下行周期，当前经济下行压力仍旧较大。而从拉动经济增长的三大要素来看，消费要素对经济增长拉动作用相对稳定；2012年下半年对外贸易顺差增长较快，2013年由于外围主要经济体经济环境仍较低迷，外贸摩擦加剧，人民币升值加快，环保、劳动力、厂房承租等生产成本抬升等因素作用，下半年对外贸易顺差增长将趋

减缓，外贸要素对经济增长拉动作用将有所减弱；保持一定经济增长速度要求投资要素发挥更大作用，要求货币信贷环境相对宽松。

再次，监管加强，抑制国际热钱流出入造成外汇占款波动较大，较之上半年，下半年金融机构外汇占款增速趋于下降，以及抑制资金在金融体系内循环“空转”套利，非人民币贷款融资增长减弱等，影响到社会融资规模增长，社会融资规模增速将有所减缓；理财产品投资资产公开透明化运作加强等，将使社会资金需求更多以贷款、企业债券、股市融资等方式出现，银行贷款需求增加。而在监管加强，“三个办法一个指引”效应不断显现等因素作用下，今年以来存款增速明显上升，超过贷款增速，前5个月，人民币存款余额同比增长16.2%，比上年末提升2.9个百分点，比上年同期提升4.8个百分点，超过人民币贷款余额同比增速1.7个百分点，推动银行体系流动性增加、改善。

图 7: 人民币存贷款余额同比增长



数据来源：中国人民银行。



考虑到经济增长、物价水平、货币信贷之间数量上的经验关系，近 10 年以来一季度新增人民币贷款占全年新增人民币贷款在 30-40%之间经验值，信贷投放均衡性加强等，下半年新增人民币贷款规模预计在 4 万亿元左右，社会融资规模在 7 万亿元左右。对资金在金融体系内循环状况将进一步加强整顿、规范，银行间市场交易利率，特别是三季度银行间市场同业拆借利率波动仍将较大。

## 二、基准利率调降可能性不大，存款准备金率或下调

当前，市场上关于降息的呼声较多。其理由主要：一是当前经济增长下行压力较大，而且经济下行风险有加剧之势；二是企业经济效益改善微弱，甚至有重新下滑态势，1—5 月，规模以上工业增加值同比增长 9.4%，比上年同期下减 1.3 个百分点，处于 2010 年以来最低位，企业财务成本压力较大，需要通过降息改善盈利，刺激生产投资；三是中国同主要发达经济体基准利率差在相对较高水平，当前利率政策不利于抑制套利国际热钱的流入；四是价格水平下趋运行，前 5 个月，CPI 累计同比 2.4%，比上年同期下降 1.1 个百分点，PPI 单月降幅不断扩大，前 5 个月累计同比-2.1%，降幅比上年同期扩大 1.76 个百分点，央行基准利率下调也有空间。

虽然存在降息诱因，但央行基准利率下调可能性不大。一是当前货币信贷存量已经较大，5 月末，M2、人民币贷款

余额分别达到 104.21、67.22 万亿元，4 年时间都增加了一倍多，增长速度远远超过同期 GDP 增速和物价水平之和，M2/GDP 在 180%以上。如果说央行存款准备金、公开市场操作政策等将部分货币关进“笼子”，则信贷资金则是一开始就实实在在进入经济中，当前我国潜在通胀压力较为严峻，特别是房地产调控压力更为严峻，尽管房地产市场带动效应较强，但房地产市场上涨已经倒逼到全社会生产、生活成本不断上升，影响到企业生产和社会消费的拉升。

二是经济主体，特别是中小企业对数量型货币工具敏感性强于价格型货币工具，中小企业一直面临着融资难困境，解决社会融资困境，相比而言，数量型货币工具更为直接着力，而根据印度、孟加拉小额贷款经验教训，较高利率水平更有利于中小企业获得资金。当前相当一部分中小企业，特别是处于创业阶段小微企业借贷成本很多都在 10%以上。

三是当前我国产能总体上处于过剩，环境保护压力较大，经济正处于调整结构重要时期，政府对经济增速放缓的容忍度提高，而且根据投资、消费、净出口要素发展变化，经济增长也不可能出现大幅下滑，将会在 7.5—8%区间波动，政策刺激动因减弱。

四是当前基准利率已处于历史相对低位，且利率市场化不断推进，贷款利率可降低到基准利率 70%水平，减弱对降息需求。

五是年初以来全球经济体货币政策出现分化，虽然欧元区、日本、澳大利亚、印度、韩国等或通过降息，或通过债券购买等方式进一步宽松货币政策，但也有美国、英国、加拿大、俄罗斯等维持基准利率不变，美国甚至开始考虑逐渐退出量化宽松政策，巴西甚至上调基准利率，收紧货币政策，国际资金通过中外利差套利动能削弱等因素，也使央行基准利率调整可能性不大。但基于利率市场化推进，利率上下浮动幅度有可能进一步扩大。

表 3: 2013 年以来主要经济体货币政策出现分化（截至 5 月份）

经济体	货币政策状况
美国	联邦基金目标利率维持在 0.25% 低位，表示考虑逐步退出量化宽松政策
欧元区	基准利率下调 1 次，由 0.75% 至 0.5%，表示仍有进一步降息空间
日本	隔夜拆借目标利率维持在 0.1% 不变，用基础货币量取代无担保隔夜拆借利率作为货币市场操作主要目标，两年内将基础货币量扩大一倍，2014 年底达到 270 万亿日元，同时将长期国债纳入收购对象以压低长期利率，扩大风险资产购买
英国	基准利率维持在 0.5% 不变，将债券购买计划的规模维持在 3750 亿英镑
澳大利亚	基准利率下调 1 次，由 3% 调整至 2.75%
加拿大	基准利率维持在 1% 不变
俄罗斯	再融资利率维持在 8.25% 不变
巴西	基准利率上调 2 次，由 7.25 调整至 8%
印度	基准利率下调 3 次，逆回购利率、回购利率分别由 7%、8% 下调至 6.25%、7.25%
韩国	基准利率下调 1 次，由 2.75% 调整至 2.5%

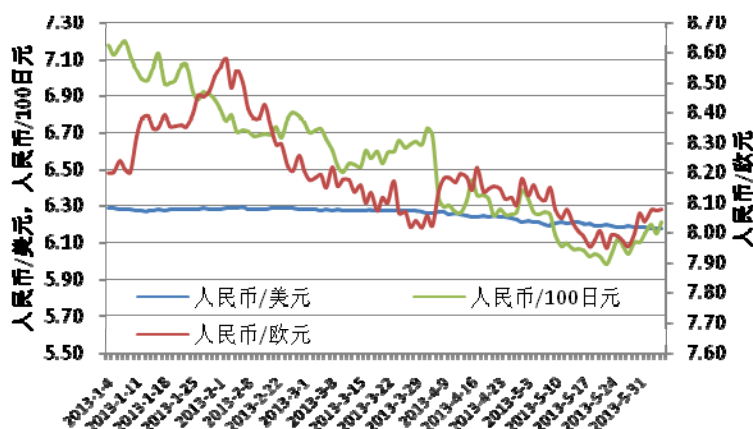
资料来源：Wind。

央行将主要采取数量型货币政策工具调节资金面，存款准备金率或下调。为灵活相机调节资金面，今年以来央行加强了对正逆回购工具运用，并以此作为引导市场利率运行，推进利率市场化重要手段，5 月份央行重新启动央行票据发行。考虑到增强金融对实体经济支持，利率市场化推进，外

汇占款增长变化，当前存款准备金率处于历史较高位等因素，央行仍将主要采用公开市场操作等货币政策工具调节流动性，正逆回购操作加强，央行票据发行增加，存款准备金率或将下调 1—2 次。

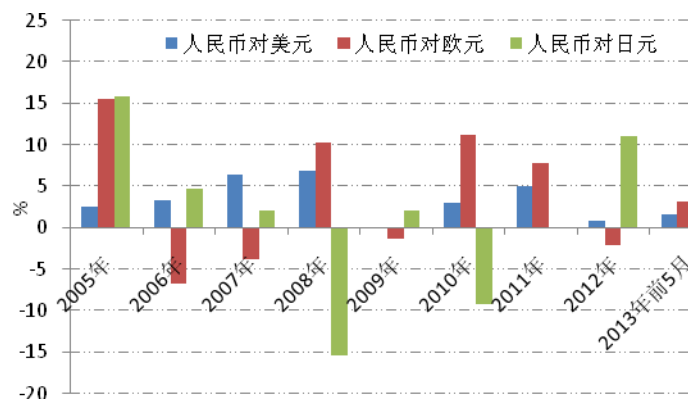
### 三、人民币升值步伐将趋缓

图 8：人民币对主要货币汇率走势



数据来源：国家外汇管理局。

图 9：人民币对主要货币升贬值幅度



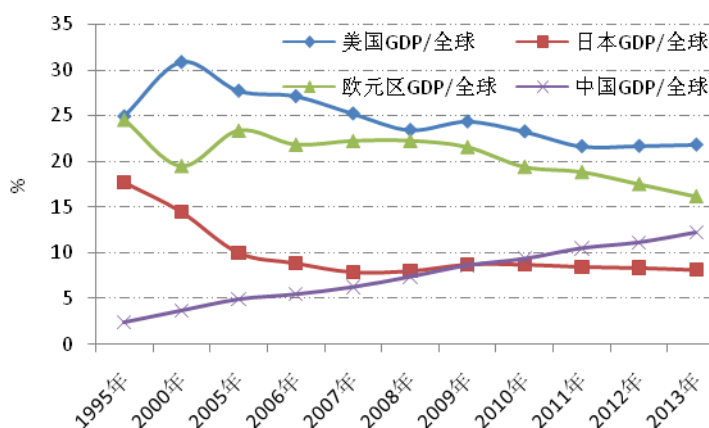
数据来源：国家外汇管理局。

与上年同期相比，今年以来人民币升值步伐明显加快，1—5 月，人民币对美元汇率升值 1.7%，对欧元汇率升值 3.16%，对日元汇率大幅升值 19.72%。基于欧洲、日本经济仍较低迷，欧元区债务危机时有爆发，央行降息，货币政策

进一步宽松，欧元、日元汇率波动明显。

从长期因素看，人民币仍将呈现升值走势。一是中国经济在未来 10 年仍将每年至少保持在 7%以上较高增长速度，中国经济总量在全球中的占比将进一步上升。从纸币本位时代日元、德国马克发展来看，在经济增长速度较快，所占全球经济总量中的比例处于上升时期，汇率都处于升值状态。

图 10: 主要经济体经济总量在全球中的占比



数据来源：IMF。

二是尽管美欧等贸易保护加强，中国的产品和服务在全球市场中的竞争力不断提升，产业结构调整加强，城镇化建设等新的投资机遇出现，劳动力素质提升等，使得中国国际收支仍将保持顺差。今年前 5 个月，我国对外贸易顺差 808.7 亿美元，同比增长 118.9%，实际外商直接投资 475.96 亿美元，同比增长 1.03%。中国同主要经济体利差将长时间保持在较高水平，也依然对国际资金具有较强吸引力。而美国自 2010 年提出“出口倍增计划”以来，对外贸易逆差并没有明显改善，2010 年美国对外贸易逆差 5000.27 亿美元，2011

年为 5598.83 亿美元，2012 年为 5395.15 亿美元，2013 年前 4 月为 1639.52 亿美元。日本自 2011 年对外贸易出现逆差以来，呈不断扩大之势，2011 年日本对外贸易逆差 2.57 万亿日元，2012 年为 6.94 万亿日元，2013 年前 5 月为 4.65 万亿日元，同比扩大 1.67 万亿日元。

三是人民币国际化推进，成为国际货币，要求人民币汇率保持坚挺，增强市场对人民币的信心。一季度，人民币对外直接投资同比增长 177%，人民币外商直接投资同比增长 64.75%。1—5 月，跨境贸易人民币结算业务金额同比增长 70.79%，增长速度远远超过同期进出口增长速度。5 月，央行人民币货币互换规模达 20112 亿元，同比增长 21.43%，人民币国际化加快推进。

但从短期因素看，人民币升值步伐将趋缓，双向波动增强。主要原因，一是当前全球经济下行压力较大，而美国经济显示复苏上升态势，货币政策不会进一步宽松，相反，量化宽松政策措施在考虑逐步退出，吸引国际资金流入，国际资金对美元需求增强；欧洲央行有可能进一步降息，欧元走弱，而人民币汇率形成挂钩一篮子货币等，弱化人民币升值。

二是今年以来，尽管多个经济体通过降息等手段宽松货币环境，抑制本币升值，但力度逐呈减弱之势，日本等过度量化宽松货币政策遭受国际社会质疑，日本量化宽松政策将有所收敛，而且巴西等还上调基准利率，收紧货币政策等，

减弱人民币升值压力。

三是外贸仍是拉动我国经济增长主要因素，在当前国内经济下行压力较大，产能总体过剩、产业结构调整加强等境况下，仍需要发挥外贸要素对经济增长的重要拉动作用，并以此来带动投资增长，需要人民币汇率保持相对平稳运行态势。

四是中国国际收支失衡状况不断改善，外贸顺差占 GDP 的比例不断降低，一季度下降到 2.26%，同时随着对外资进入的规范、引导，加强对外直接投资等，资本帐户也趋于均衡，人民币升值压力减弱。

五是全球经济体货币政策分化将进一步加剧，美国量化宽松政策总体上呈现退出之势，但时期和具体措施并未明确规定，加大国际热钱在全球游动，特别是加大从经济下行压力较大的新兴经济体流出入波动，加剧汇率波动。

图 11: 美元指数走势



数据来源: Wind。

六是市场机制在人民币汇率形成中将发挥更大作用，自

2005年人民币汇率形成机制改革以来，央行对外汇市场干预力度不断减弱，市场对汇率走势的影响不断增强，且自2005年7月以来，人民币对美元一直处于升值走势，累计升值幅度较大，至2013年5月末，人民币对美元累计升值达33.9%，对欧元累计升值达24%，对日元累计升值达19.9%，涨跌互现市场规律将发挥更大作用，人民币单边升值预期将发生改变，人民币汇率双向波动增强。

综合以上因素考虑，下半年人民币升值步伐将呈减缓走势，人民币对美元汇率全年升值幅度预计在2—2.5%。

#### 四、对商业银行对策建议

一是加快信贷结构调整，提升贷款收益率。根据国家政策导向，加强对城镇化基础设施建设、“三农”、民生、国家战略性新兴产业、高新技术产业、区域振兴产业、低碳经济、劳动密集型产业和服务业等的信贷支持力度。在利率市场化加快、利差缩小形势下，针对大客户对银行议价能力提高、削弱银行净利差水平，要转变主要围绕贷款服务的传统业务经营方式，实现对大客户的全面综合性服务，以整体服务水平提高对大企业、大集团议价能力。在加强风险控制基础上，将批发业务客户结构加快从以大客户为主逐步向重视中小企业客户转型，加大对融资依旧较为困难的中小企业信贷投入，发挥对中小企业的议价优势，提高对中小客户服务的收益率。



二是加强债券市场研究，合理把握债券投资收益率。理财等监管加强，一方面使银行理财资金更多流入债券市场，拉低债券收益率，另一方面随着企业债券发行量增多，推高债券收益率，债券市场收益率波动加大，影响到银行债券业务开展，因此，要加强债券市场研究，特别是增强对增长较快的公司信用类债券市场研究，在债券投资收益和管控风险之间寻求合理平衡点。

三是加大综合化经营力度。增强综合化金融服务理念，提升综合化金融服务水平及能力，降低经营发展对存贷款业务的依赖，通过债券发行承销、融资融券、资产托管、期货交易服务、交易结算、财务顾问、并购咨询、资产评估等业务的开展，加强发展方式转变，减少对存贷款业务的依赖。

四是加强利率汇率风险管理，防范不良贷款反弹。密切关注利率敏感型企业因资金链条收紧、生产成本上升带来不良贷款反弹风险，尤其是要防范依赖土地出让收入的地方政府融资平台资金链条断裂，可能带来的信用风险、连锁风险，按产品大类、产业和企业类型明确利率浮动比例指导性目标，实现收益对利率等风险的覆盖。进一步加强外币资产负债结构的调整优化，通过拆借、互换等方式，在加强外币负债业务发展的同时，根据不同货币汇率走势，加强对外币敞口管理，防范汇率风险。

---

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，作者不保证其完整性和准确性。其成果形式仅为中国建设银行研究部所有，复制、引用、转载须经书面许可并注明来源。报告内容及意见仅代表作者观点，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。