

中国宏观周报

货币政策往何处去？

4月货币信贷数据相比1季度出现大幅回落，引发多种解读。我们这里就几个投资者最为关心的问题做出分析。

为何4月货币和信贷投放量出现大幅回落？

地方债务置换对信贷和社融数据产生较大影响。4月地方政府债券净融资1.06万亿元，其中存量债务置换量创新高，达9,186亿元（图表1）。一方面，部分置换债务抵减了地方融资平台贷款，拉低了企业贷款增量。根据央行数据，置换贷款规模不低于3,500亿元。若将这部分加回，4月新增贷款超过9,000亿元，高于原口径增量5,556亿元。另一方面，地方政府债券不包含在社融统计中，但也是金融对实体经济的支持。根据我们的跟踪，将地方债和国债融资加回，4月调整后的社融同比增长17.2%¹，高于3月的16.7%以及未经调整的社融增速13.1%（图表2）。

财政存款骤增是M2增速回落的主因。4月份财政存款大幅增加9,318亿元，同比多增8,217亿元（图表3）。主要有两方面原因：一是“营改增”前营业税集中清缴推动4月份财政收入大幅增长；二是地方债大量发行使得部分银行资金转为财政存款。财政存款增加对货币总量产生收缩效应，压低4月M2增速约0.64个百分点，最终录得12.8%的增长。

另一方面，价格信号显示货币市场流动性继续保持宽松。4月银行间同业拆借和质押式债券回购月加权平均利率与上月基本持平，较去年同期分别下行38和27个基点（图表4）。

在地方债置换继续对货币数据产生干扰的情况下，如何观察货币政策的松紧程度？

面对货币和信贷统计口径的不断变化以及其他冲击因素的影响，对货币政策取向的判断，我们认为主要应关注两项指标：

- ▶ **调整后的社融（数量信号）**。直接融资的发展使得银行贷款越来越不反映经济的整体融资情况，而现行社融的统计口径还存在一些重要遗漏。调整后的社融能较好反映总融资水平，可作为判断政策立场的重要参考指标。
- ▶ **货币市场利率（价格信号）**。随着新融资方式的发展，数量指标往往面临覆盖不全的问题，且容易出现较大波动。这是为什么很多国家在利率市场化后货币政策操作转向以价格信号为中心的原因²。

而且，这些指标须结合名义收入增长和通货膨胀等经济指标一起看。今年1季度名义GDP增长7.2%，加权平均贷款利率为5.3%；去年同期名义GDP增长6.6%，加权平均贷款利率为6.56%。相比之下，货币政策取向已经从紧缩转向适度宽松。无论以哪个价格指标算，目前的实际利率都已有较大幅度降低，经济整体应当继续从通缩状态中逐步恢复。

接下页

¹ 请参见我们2015年8月13日发布的中国宏观简评《论地方政府债务置换对贷款和社融数据的影响》。

² 请参见我们5月5日发布的中国宏观专题报告《中国漫长而波折的利率市场化之路》。

联系人

余向荣

SAC 执证编号：S0080115020007
SFC CE Ref: BFA907
xiangrong.yu@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号：S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 价格企稳引导全球贸易增速回升 (2016.05.15)
- 宏观经济 | 存款准备金要求多有效？ (2016.05.15)
- 宏观经济 | 基建投资投放速度放缓，地产投资需求继续好转 (2016.05.14)
- 宏观经济 | 货币信贷回落，政策依然稳健 (2016.05.13)
- 宏观经济 | 营业税推动财政收入大幅增长 (2016.05.13)
- 宏观经济 | 营改增全覆盖带来哪些影响？ (2016.05.12)

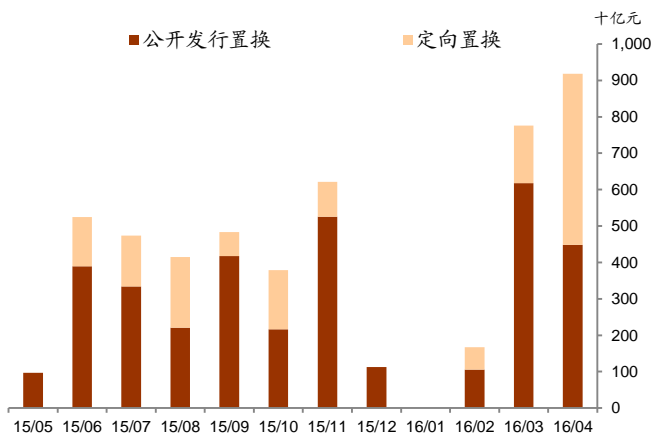


往前看，货币政策走向如何？

我们认为，货币政策最宽松的阶段已经过去，但是政策取向仍将保持适度宽松：

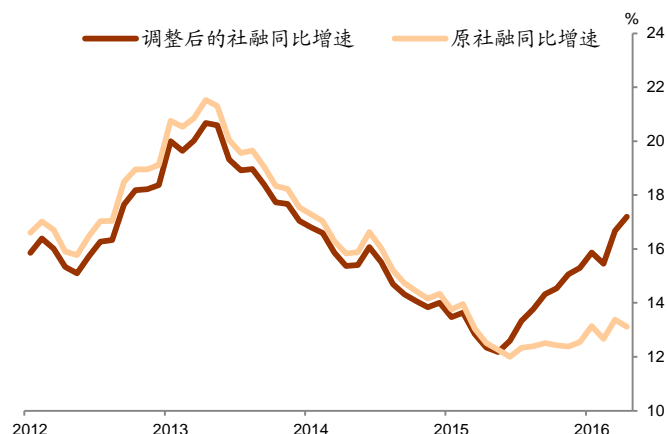
- ▶ **政策宽松力度在边际上会有所减弱。**4月货币和信贷数据回落，大体印证了我们前期的判断：货币政策进一步宽松的空间有限。随着经济周期性复苏继续、并向中下游蔓延，以及通胀温和上行，我们认为今年无需再降息，降准空间也会收窄。具体而言，随着地方债务置换量回落，信贷和社融数据可能有所改善，但难有1季度那样的高速扩张。相应地，未经调整的社融增速可能处于全年13%目标附近，而调整后的社融增速可能逐步回归至15~16%的水平。财政存款不会持续大幅扩张，但去年2、3季度央行为稳定股市波动注入了较多流动性，抬高了M2基数。因此，M2可能还会出现13%以下的同比增速，直至9、10月后回升。货币市场利率大致持平或略有上行。
- ▶ **货币政策立场仍将保持适度宽松。**在食品价格回落、生产资料价格回暖带动供给增加的背景下，通胀不存在失控风险，经济回升基础也还不稳固。我们认为，在通胀压力变得更加明显之前，货币政策还应继续保持适度宽松的态势，但可能在操作上强化定向结构性调整功能，以配合供给侧改革和金融风险防范的需要。

图表1：4月地方债务置换量创新高



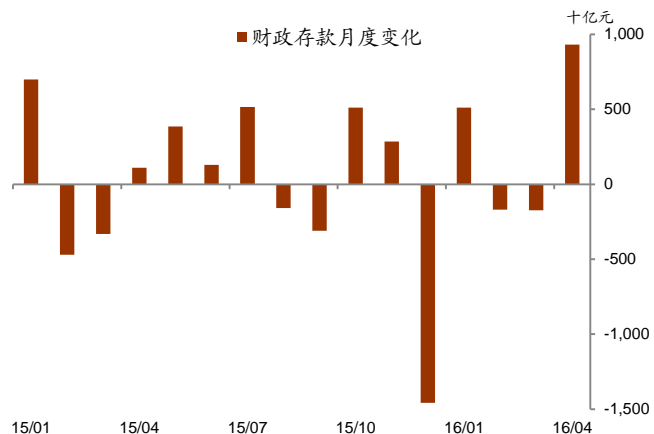
资料来源：中国债券信息网，万得资讯，中金公司研究部

图表2：4月调整后的社融同比增长17.2%



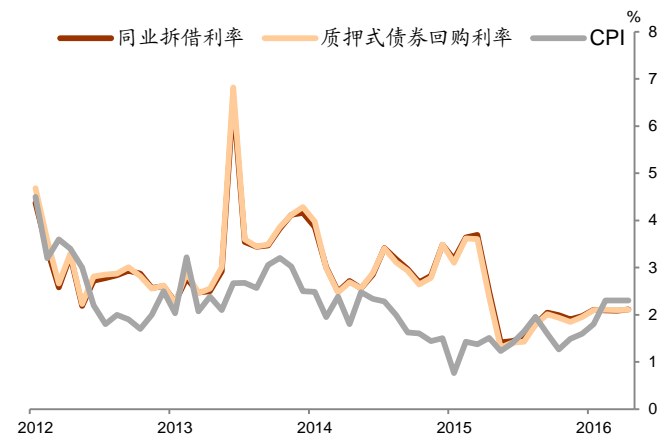
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表3：4月财政存款大幅增加9,318亿元



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表4：4月银行间利率与上月基本持平



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表5: 主要宏观经济指标及预测

											年度				
			2015/7	2015/8	2015/9	2015/10	2015/11	2015/12	2016/1	2016/2	2016/3	2016/4	2015	2016E	2017E
经济增长															
GDP	当期	亿元	-	-	173,390	-	-	189,372	-	-	158,526	-	676,708		
GDP	同比	%	-	-	6.9	-	-	6.8	-	-	6.7	-	6.9	6.9	6.8
GDP	季调环比	%	-	-	1.8	-	-	1.5	-	-	1.1	-	-		
名义GDP															
名义GDP	同比	%	-	-	6.2	-	-	6.0	-	-	7.2	-	6.4	7.5	8.2
GDP平减指数	同比	%	-	-	-0.7	-	-	-0.7	-	-	0.5	-	-0.5	0.5	1.3
经济增长贡献															
最终消费支出	累计	百分点	-	-	4.0	-	-	4.6	-	-	-	-	4.6		
资本形成总额	累计	百分点	-	-	3.0	-	-	2.5	-	-	-	-	2.5		
货物和服务净出口	累计	百分点	-	-	-0.1	-	-	-0.2	-	-	-	-	-0.2		
通货膨胀															
CPI	同比	%	1.6	2.0	1.6	1.3	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3	1.4	1.9	1.8
食品CPI	同比	%	2.7	3.7	2.7	1.9	2.3	2.7	4.1	7.3	7.6	7.4	2.3		
非食品CPI	同比	%	1.1	1.1	1.0	0.9	1.1	1.1	1.2	1.0	1.0	1.1	1.0		
PPI	同比	%	-5.4	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9	-5.9	-5.3	-4.9	-4.3	-3.4	-5.2	-2.8	1.1
PMI															
PMI	指数	%	50.0	49.7	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	-		
汇丰PMI	指数	%	47.8	47.3	47.2	48.3	48.6	48.2	48.4	48.0	49.7	49.4	-		
工业															
工业增加值	同比	%	6.0	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	-	5.4	6.8	6.0	6.1	6.5	6.4
工业增加值	季调环比	%	0.34	0.53	0.39	0.52	0.56	0.44	0.45	0.40	0.63	0.47	-		
工业企业利润															
利润总额	累计同比	%	-1.0	-1.9	-1.7	-2.0	-1.9	-2.3	-	4.8	7.4	-	-2.3		
零售															
社会消费品零售	同比	%	10.5	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	-	10.2	10.5	10.1	10.7	11.1	11.0
社会消费品零售	季调环比	%	0.77	0.87	0.82	0.80	0.90	0.76	0.79	0.62	0.86	0.80	-		
投资															
固定资产投资	累计同比	%	11.2	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	-	10.2	10.7	10.5	10.0	13.9	13.3
制造业	累计同比	%	9.2	8.9	8.3	8.3	8.4	8.1	-	7.5	6.4	6.0	8.1		
基础设施	累计同比	%	18.6	18.8	18.1	17.4	18.0	17.3	-	15.7	19.2	19.7	17.3		
房地产开发投资	累计同比	%	4.3	3.5	2.6	2.0	1.3	1.0	-	3.0	6.2	7.2	1.0		
固定资产投资	季调环比	%	0.85	0.84	0.90	0.98	0.86	0.75	0.78	0.70	0.84	0.72	-		
房地产															
商品房销售额	累计同比	%	13.4	15.3	15.3	14.9	15.6	14.4	-	43.6	54.1	55.9	14.4		
商品房销售面积	累计同比	%	6.1	7.2	7.5	7.2	7.4	6.5	-	28.2	33.1	36.5	6.5		
新开工面积	累计同比	%	-16.8	-16.8	-12.6	-13.9	-14.7	-14.0	-	13.7	19.2	21.4	-14.0		
施工面积	累计同比	%	3.4	2.5	3.0	2.3	1.8	1.3	-	5.9	5.8	5.8	1.3		
对外贸易和投资															
出口	同比	%	-8.3	-5.5	-3.7	-7.0	-7.1	-1.6	-11.4	-25.3	11.5	-1.8	-2.9	-2.2	3.2
进口	同比	%	-8.1	-13.8	-20.4	-18.8	-9.0	-7.4	-19.0	-13.8	-7.6	-10.9	-14.2	1.0	4.4
贸易盈余	当期	亿美元	418	597	596	613	538	594	633	325	299	456	5,930	5,276	5,241
FDI	当期	亿美元	75	135	103	79	89	139	120	179	102	-	1,263		
国际收支															
经常账户差额	当期	亿美元	-	-	655	-	-	919	-	-	481	-	2,932		
	比GDP	%	-	-		-	-		-	-		-	2.8		
资本和金融账户差额	当期	亿美元	-	-	-1,626	-	-	-1,659	-	-	-1,713	-	-5,041		
外汇储备余额	期末	亿美元	36,513	35,574	35,141	35,255	34,383	33,304	32,309	32,023	32,126	32,197	33,304		
财政															
财政收入	同比	%	12.5	6.2	9.4	8.7	11.4	14.2	-	6.5	7.7	15.0	8.4		
财政支出	同比	%	24.1	25.9	26.9	36.1	25.9	0.8	-	12.2	20.3	4.6	15.8		
财政收支差额	金额	亿元	1,517	-3,172	-6,907	944	-4,982	-13,263	-	6,215	-5,277	2,414	-23,551	-22,000	
货币信贷															
M2	同比	%	13.3	13.3	13.1	13.5	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	13.3	13.0	13.0
M1	同比	%	6.6	9.3	11.4	14.0	15.7	15.2	18.6	17.4	22.1	22.9	15.2		
M0	同比	%	2.9	1.8	3.7	3.8	3.2	4.9	15.1	-4.8	4.4	6.0	4.9		
新增存款	增量	亿元	21,700	532	-3,192	5,785	14,300	-370	20,400	8,467	25,200	8,323	149,700		
新增贷款	增量	亿元	14,800	8,096	10,500	5,136	7,089	5,978	25,100	7,266	13,700	5,556	117,200	151,000	175,000
社会融资总量	增量	亿元	7,511	11,097	13,571	5,593	10,255	18,114	34,253	8,245	23,360	7,510	154,086		
新增财政存款	增量	亿元	5,150	-1,590	-3,092	5,111	2,845	-14,582	5,119	-1,690	-1,739	9,318	-914		
央行外汇资产	增量	亿元	-3,080	-3,184	-2,641	533	-3,158	-7,082	-6,445	-2,279	-1,448	-544	-22,144		
利率和准备金率															
1年期存款利率	期末	%	2.00	1.75	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
1年期贷款利率	期末	%	4.85	4.60	4.60	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
法定存款准备金率	期末	%	18.5	18.5	18.0	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.0	17.0	17.5	15.0	15.0
汇率															
人民币汇率中间价	期末	元/美元	6.12	6.39	6.36	6.35	6.40	6.49	6.55	6.55	6.46	6.46	6.49		
人民币即期汇率	期末	元/美元	6.21	6.38	6.36	6.32	6.40	6.49	6.58	6.55	6.45	6.47	6.49	6.76	
名义有效汇率	当期	2010=100	127.4	126.3	126.2	125.6	127.3	125.9	124.9	123.9	123.0	-	-		
实际有效汇率	当期	2010=100	130.9	130.3	130.1	128.9	130.9	130.1	129.7	130.8	128.4	-	-		

资料来源：国家统计局，海关总署，中国人民银行，外汇管理局，财政部，商务部，Markit，CEIC，万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

