

■每周图与思考 | Chart and Idea |

以货币净投放量
预估准备金调整次数

国泰君安策略团队

从去年11月开始每月提高一次准备金,且4月6日宣布加息后,市场上出现一边倒的准备金调整频率会下降的判断。但中国人民银行4月17日宣布调整准备金,让大家大吃一惊,市场似乎再也找不到上升的动力了。要去判断人民银行什么时候调整准备金及会不会调整准备金,并非易事,因为外界根本无法了解内部的决策机制和决策方法。

我们之前曾试图通过分析人民银行基础货币投放总量,来判断人民银行今年准备金调整的概率。我们认为今年准备金必定成为主要的货币回笼工具,且调整次数会超出大部分人预期。

我们知道,人民银行通过公开市场操作+准备金来回笼基础货币,而基础货币的创造方式主要就是外汇占款。因此我们可以计算出历年的基础货币净投放。货币净投放=外汇占款(E)-公开市场操作(B)+准备金来回笼(D)

表1 货币净投放

年份	公开市场	外汇占款	准备金回笼	货币净投放
年份	A	B	C	E-B+D
2007	2.0	1.2	0.8	2.4
2008	1.5	1.0	0.7	1.8
2009	1.0	0.8	0.6	1.2
2010	1.5	1.2	0.9	1.8
2011	1.8	1.5	1.1	2.2

从2006年开始公开市场操作变得越来越重要以来,人民银行在结合公开市场和准备金两种工具以后,每年的基础货币净投放始终保持在2万亿左右。基于这一点,我们认为人民银行对于基础货币的增量控制,更能体现出人民银行的调控意图。非常明显,在2007年这样一个紧缩年度,净投放的基础货币只有1000亿左右,2008年上半年由于继续实行紧缩货币政策,净投放量只有1万亿,远低于2008年下半年及2009年由于政策转向以后带来的基础货币的大量净投放。

2010年开始,货币政策随着准备金调整已经开始转向,全年准备金在调整了6次以后,基础货币投放了2.1万亿,低于2009年水平。因此我们认为通过观察基础货币投放量,可以间接观察央行在货币政策上态度。

由于2010年底货币政策基调已发生变化,我们认为2011年基础货币净投放量应与2010年净投放量相近甚至略低,我们预计在2万亿-2.5万亿左右。从货币被动投放角度,今年一季度外汇占款已达到1.1万亿左右,若简单乘以4,全年外汇占款将达4.4万亿左右,在这里,我们保守的估计与2010年的增量相同,在3.3万亿左右。

由于年初公开市场操作几乎停滞,虽目前略有恢复,但2011年至今公开市场就已净投放1.85万亿的基础货币,5次准备金的作用仅将公开市场到期的票据回笼而已。若只考虑一季度外汇占款,目前为止基础货币净投放已达到1.15万亿,超过我们预测净投放量的一半。

表2 2011年至今货币投放了1.15万亿

年份	公开市场	外汇占款	准备金回笼	货币净投放
年份	A	B	C	E-B+D
2011	1.85	1.15	0.85	2.15

若全年净投放真像我们预期的那样仅2万亿-2.5万亿,那剩下的6个月里,净投放只能有1.2万亿左右。光外汇占款可能就可以再净投放2.2万亿左右。也就是说,公开市场(A)和准备金(B)两个工具将在今年下半年净回笼1万亿基础货币。

表3 今年下半年净投放只能有1.2万亿

年份	公开市场	外汇占款	准备金回笼	货币净投放
年份	A	B	C	E-B+D
2011	1.2	1.2	0.2	2.2

但是,公开市场到年底还有2.5万亿的基础货币到期,若准备金不再调整,公开市场将要发行3.5万亿的票据,回购由于28天或者90天就要到期,很难影响整体供应,也就是说,剩下的6个月,每个月要发行6000亿左右票据,一个星期达到1500亿左右,我们认为这样的可能性非常低。

若我们激进地高估公开市场能力,从现在开始平均每周发行1000亿左右票据,量会非常大,也只能回笼2.5万亿左右的货币。还是会剩下1万亿的基础货币需要通过准备金来回笼,即可能出现3次-4次调整。也就是可能达到23%左右的水准。这样1个月1次的调整会延续到9月份。

我们通过对于基础货币供应量来判断准备金,虽然有人认为,央行只是会控制M2,既然M2已到达16%的目标,准备金就不会调整。我们想说的是,这个月低于16%的M2并没有影响央行调整准备金,同时央行调整准备金以后,银行仍然可以通过卖掉手中的债券,达到增加贷款资金的目的,从而增加M2。超储率也不会成为阻止央行调整准备金的理由。2010年底超储率是2%,2011年加了3次准备金以后,超储率还是有1.5%,说明银行已经完全具备调整生息资产的能力。

■名家 | Columnist |

中国经济苦夏:缺电、通胀加地产调控

邵宇

全球经济忧患不退

面对日渐高涨的通货膨胀压力,三大发达经济体仍然迟迟不肯退出,欧洲可能一个季度才会有一次货币紧缩行动,投资者会在欧元走强和债务危机担忧中经历情绪的波动。美国坏消息不断:经济咨询会的消费者信心指数在过去3个月中的2个月内下降,并且5月份指数跌至60.8,创去年11月份以来的新低。5月份芝加哥采购经理协会的“商业晴雨表指数”从上个月的67.6骤降至56.6。3月份Case-Shiller公布20大城市房价综合指数再次同比下降3.6%,创2006年末房市泡沫破灭以来的最低。

我们一直认为美国的复苏和股权市场繁荣高度依赖量化宽松(QE),QE如在6月底如期退出,则美国经济呈现前高后低态势,考虑到依旧疲软的就业和地产价格,我们预期美国会有意识的拉长进入退出政策的观察期,考虑到选举的政治压力,不排除继续QE可能,这会限制美元的反弹高度,毕竟走强的货币意味着更大的再平衡代价,这也就使得大宗商品价格在高位盘桓。而日本由于地震,二季度将录得负增长,但即将进入财政和货币的双宽松时代,日本央行注资计划的规模扩大到40万亿日元的规模(折合美元约4650亿),这就接过了美联储的接力棒,将全球流动性保持在相对稳定而较高的水平上。4月日本首现31年来逆差,石油制品进口总额同比猛增62.2%。液化天然气进口总额亦同比增加17.6%。这不是一个好征兆,而且弃核行动是一个长期因素。初步预计日本将在今年第三季度恢复生产,第四季度开始重建受灾地区,明年重建工作将全面展开,预测明天日本国内生产总值(GDP)会达到3%的高位,届时会拉动总需求和大宗商品价格。

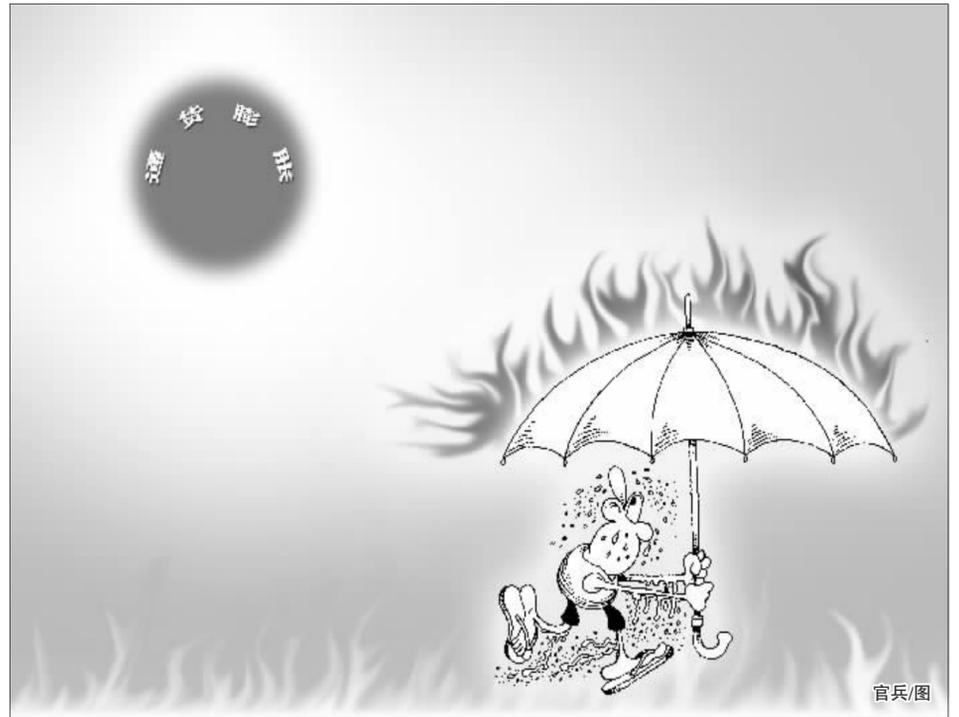
中国电荒季节性高烧

中国最近的实体经济运行数据似乎显示,去年底开始转为稳健货币政策正在产生效果。例如,GDP的代理指标工业增加值开始下降,先行采购经理指数(PMI)指

标也在下降。但三架马车的运行似乎在说着另一个故事。特别是其中的投资需求,在2、3月份的环比先后达到1.66%和2.09%后,4月份环比一度冲上了3.08%的高位。其中高铁(26%)和房地产(64%)的投资增幅让人瞠目结舌。这仍旧是传统意义上的经济过热,它拉动了高能耗产品的消费,这在需求方部分解释了为什么工业增加值总体下滑的情况下,电力供应仍显紧张(中国的用电工业占70%),虽然3、4月份历来是投资的季节性高峰,随着雨季的到来,我们预期,未来短期内投资完成额会有下调,但随着125规划的热点领域,例如水利、保障房等的大规模投资在8-9月份逐步从计划转为实施后,今年投资规模仍然将处于高位。这固然会保持中国这个投资拉动型经济的基本增长趋势,但指望这些水泥和钢铁可以开始一个新周期,如同痴人梦呓。

旱季让通胀更“汗”

另一方面,通胀压力将一直维持在高位,直到民众和资本市场习以为常的按照4%-5%的水平制定收入要求和投资基准,政府在开年就定下了这个基调。发改委对下游产品价格和需求的多方压制能持续多久谁也不说,而且下游厂商总有办法绕过这些管制,例如减少同样价格下的产品数量。旱季的到来,再次唤醒了原本已经释放的对粮食和蔬菜供应的担心;而且非食品价格的刚性全面上涨,意味着目前的未来支持消费者物价指数(CPI)高位的不再仅来自食品,成本推动(包括工资和输入)因素推动将成为新的推力,逐渐传导到终端产品上。虽然大宗商品价格震荡,下跌缓解了未来的输入性通胀,而输入性通胀正处于从一次商品到二次商品的传导过程中,加上旺盛的投资和出口生产一时难以冷却,CPI上涨的动力——特别是其中的非食品因素——将扮演越来越重要的作用。而日益暴露出来的电力短缺,则在强大需求和扭曲的价格体系两方面来夹击,一定会让这个夏天变得更加炎热。我们预期5月CPI同比上涨5.5%;生产者价格指数(PPI)同比上涨6.7%,环比上涨



官兵/图

0.6%。分类别看,食品类价格同比上涨11.8%,环比下降0.27%;非食品价格同比上涨2.7%,环比上涨0.16%。由于6月份CPI翘尾因素更比5月份高0.52%,预计6月、7月CPI同比涨幅将分别达到6%、5.7%。

房地产调控再煎熬

这种情况下央行势必坚持稳健到底,从目前政策工具的指派上,央行倾向于将差别准备金作为调整和压缩信贷的工具,用准备金和央票发行作为对冲外汇占款和流动性操作的主要手段,而加息的主要目的在于调整通胀预期。央行对于银行体系内的流动性调整无疑是卓有成效的,经过一次加息和调准后,4月份M1同比增长仅为12.9%,远低于预期;而M2的同比增长也从3月份的16.6%下降到15.3%,我们预期5月数据发布前后,还有一次升息窗口。但是,面对日益丰富的非信贷其他融资渠道,发行的数量和价格调控工具的局限性日益显现,而且广谱药物误杀中小企业的副作用非常明显。问题的关键在哪里呢?显然投资

的高速增长需要资金支持,钱从哪里来呢?一方面,间接融资——信贷渠道在社会融资中占的比重约越来越小。根据上个月公布的社会融资总量数据,2010年通过商业银行贷款渠道实现的融资规模占比仅为58.5%,剔除银行承兑汇票,2011年第一季度约有32.8%的社会融资不经过银行渠道。非传统渠道正在为大规模向市场输入流动性。银行理财产品以及信托产品的热卖,就是典型案例。这部分将继续支持中国经济活动处于高位。以当下增长最快的房地产投资为例,1至4月份,房地产开发企业本年资金来源25362亿元,同比增长17.4%。其中,来自国内贷款的资金仅为4800亿元,增长5.4%;利用外资222亿元,增长62.3%;自筹资金9486亿元,增长27.2%;其他资金10853亿元,增长14.8%。在其他资金中,定金及预收款6449亿元,增长23.1%;个人按揭贷款2753亿元,下降6.8%。开发商和地产投资客总有各自腾挪之术获得弹药,跟中央政府和整个经济前景对赌。结果就是,最新公布的4月份

70个大中城市房价指数并未在今年2-3月份上涨动能趋缓之后进一步回落,涨势反而延伸到了3-4线城市。系统性风险就在这个过程中不断发酵。如果中国经济真的硬着陆,唯一的原因就是地产泡沫的破灭,国际资本做空中国最好的策略就是给中国的房地产企业不断融资,让他们觉得可以撑下去,跟政策博弈,泡沫越来越大,然后逼迫央行全面收缩信贷,这几乎成功了。有关部门刚刚宣布停止开发贷,然后再突然停止对地产融资和做空港股地产股,主动刺破泡沫,这就顺势拉倒地方融资平台(最新的消息是政府要清理地方债务,无非剥离和证券化),并危及整个银行体系,接下来有可能是日本失去的十年重现。不管这是不是充满着我们讨厌的阴谋论的味道,决策层必须倍加小心。市场最终会明白在货币狂飙的年代,任何一种投资追不上社会融资总量的增幅就是一种失败。整个经济显现出虚胖、体乏、气血过旺的高血压症状,这个夏天中它会倍受煎熬。(作者系宏源证券首席宏观分析师)

5月PMI数据显示,企业去库存过程正在进行

中国经济已现回落苗头

编者按:中国物流与采购联合会1日公布的数据显示,5月中国制造业采购经理指数(PMI)为52.0%,创去年9月以来新低,但仍位于50%的景气分界线以上。5月,构成PMI的五个分类指数均有所回落。其中,生产指数为54.9%,比上月回落0.4个百分点。新订单指数为52.1%,比上月回落1.7个百分点。这些数据的变化说明了什么?到底是经济的全面回落迹象已经显现,还是结构性问题演进中的必然现象呢?对此,且看国泰君安姜超、渤海证券杜征征和国金证券刘锋的观点交锋。

经济在回落,但适度

国泰君安姜超:从数据看,5月PMI回落趋势不变,价格回落将继续引导去库存化,未来需跟踪产成品库存和需求的变化判断经济何时见底。

国金证券刘锋:总指数符合我们的预期,下滑但不猛烈。5月PMI录得52数值,并没有出现意外。从全球范围来看,除日本由于灾害原因导致PMI触底反弹外,德、法、韩等过5月PMI亦呈现集体走软迹象。5月中采PMI延续弱势,但并未下破50%,体现了制造业放缓的结构性调整。5月不论是新订单、还是合计积压订单、出口订单等多个角度观察,需求从去年四季度后期开始下滑,1、2月触底,3月出现单月大幅向上波动后,4、5月份延续了下

滑态势,3月份的单月走强与电荒吻合。目前,新订单、积压订单、出口订单之和从历史角度看,处于除了危机以外时期的低位。机理上看,对于行业而言,一个行业的供给约束,相当于对其他行业的中间需求萎缩。资金匮乏、电力瓶颈、价格成本冲击等多方面供给侧约束的累积,逐渐演进从而导致订单需求下滑。

渤海证券杜征征:我们认为,PMI因季节性因素、主动调控及用电荒等因素而下降,经济适度回落并不影响大局。

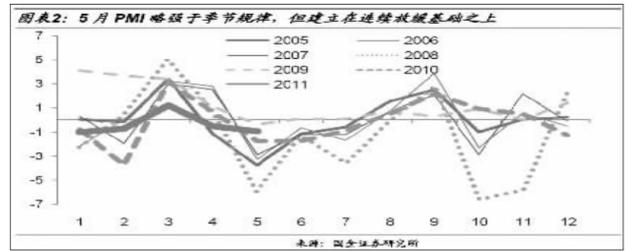
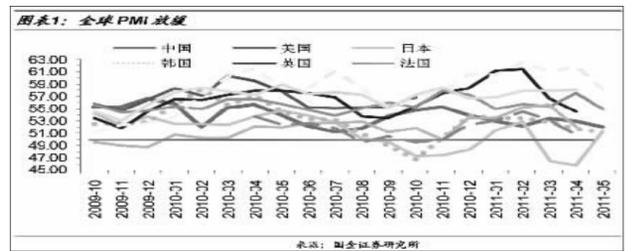
去库存已在进行

国金证券刘锋:从生产与订单的比较看,由于订单已经处于危机以外的历史低位,生产相对于订单依然较高,从这个角度看,未来生产还将继续放缓以消除库存。但从

背离程度上看,处于历史中等水平,并不具有大规模释放库存的迫切性。从订单对库存的支撑看,新订单对产成品、原材料库存的驱动已经处于历史低位,基本与2010年6月经济底部相当,但当时的去库存隐含着极大的不确定性,而本轮调整中,需求与库存的配比情况隐含着适应性预期,决定库存调整目前并不剧烈。从库存本身观察,产成品库存从3月开始展开连续消化,原材料库存从4月开始高位回落,5月PMI中,产成品库存与原材料库存双双低于历史平均水平,体现了去库存进程展开。

国泰君安姜超:分行业看,石油加工及炼焦业、电气机械及器材制造业、烟草制品业、饮料制造业等行业市场需求旺盛;纺织业、交通运输设备制造业、化学纤维制造及橡胶塑料制品业等行业连续两个月位于临界点以下,新订单数量持续回落。当月产成品库存指数和主要原材料库存指数双双回落,显示企业的去库存过程正在进行。

国金证券刘锋:进出口订单角度看,进口较上月减少0.1个百分点,出口较上月减少0.2个百分点,略强于历史季节规律,进出口订单之差延续上月扩大之势。预计5月贸易平衡略有改善,但总体外贸略有下滑。总体来看,本期PMI数据揭示了今年以来的需求波动特征,在部分行业终端需求放缓、中间需求受到供给侧约束情况下,经济结构性问题处于演进



之中。库存去化在需求的支撑下,理性、缓慢展开。而购进价格的整体下滑与分化成为诠释上述问题的表征。渤海证券杜征征:我们认为,经济增长中的积极因素尚在,投资增速较高、工业生产减速幅度放缓、进口趋于平稳、去库存持续展开及未来再度补库存将提升经济增长动力。当务之急是抗通胀

反映,目前资金压力较大,而且面临着水、煤、电、油、运及主要原材料价格上涨,部分企业效益下滑。国金证券刘锋:预计6月PMI将继续缓慢下滑态势,结合季节规律(-1个百分点)考虑,下月PMI将依照51%作为参照坐标,有可能处于51-51.5的略强与季节规律的水平。渤海证券杜征征:抗通胀仍然是经济运行中的关键所在,紧缩仍将延续,但强度将有所放缓。短期,6月6日将是加息的第一时间窗口。(信心整理)