

四大“水龙头”有紧有松 流动性相对充裕

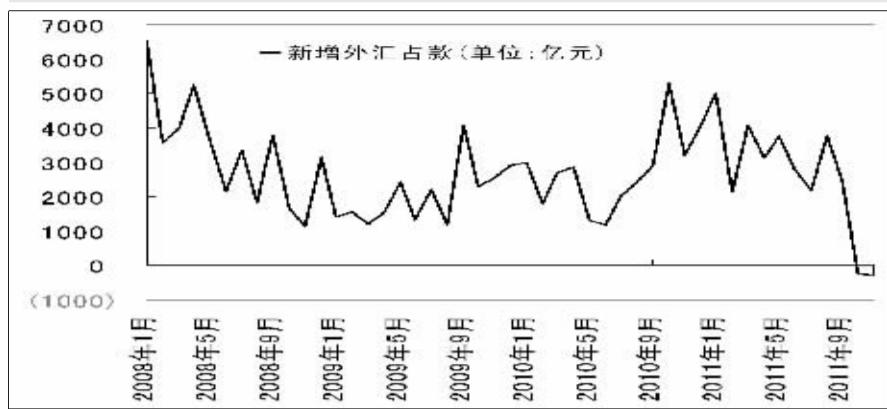
□本报记者 葛春晖

外汇占款 持续高增长难以为继

外汇占款主要由贸易顺差、外资直接投资额(FDI)和短期资本(即“热钱”)净流入量组成。2006年以来,外汇占款增长带来的人民币被动投放,成为我国基础货币持续激增的主要源头。据WIND统计,2007年1月-2011年9月我国外汇占款月均增长2739亿元,除2007年12月因统计因素出现负值外,其他月份均为正增长。然而2011年10月份开始,由于外汇市场上出现较强人民币贬值预期,“热钱”外流增多,国

际贸易中进口方面人民币结算量下降、出口方面人民币结算量上升,再加上欧债危机蔓延引发部分欧美资金回流本土救急,外汇占款出现史无前例的连续两个月负增长。据WIND统计,2011年前11个月我国新增外汇占款总额为28795亿元,估计2011全年新增外汇占款为2.8万亿左右,鉴于国外经济形势依然动荡、人民币单边升值预期已经发生逆转,2012年这一数据将难以继续维持高位。

外汇占款持续高增长趋势发生逆转



机构语录

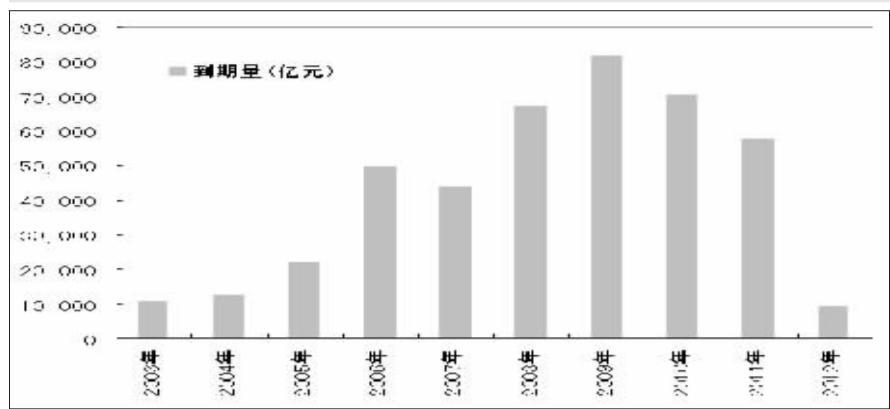
中金公司:外汇占款增量将大幅下降。2012年我国贸易顺差可能出现趋势性下降;FDI增速下降,对外直接投资加速上升,2012年直接投资项目下的收支差额将继续缩小;考虑到明年人民币升值空间不大以及房地产市场不会呈现“V”型复苏,2012年“热”钱可能会出现流出。综合来看,预计2012年外汇占款年增量只有1-1.5万亿,相对于2011年的增量约下降一半。

国金证券:外汇占款中枢将系统性降低。随着放贷大趋势的确立,加息预期的消失甚至降息预期的出现,结合2011年人民币升值幅度基本到位,这些会显著降低热钱的流入;基本面预期改善对欧债预期的正面影响较为缓慢,可能将在较长时期内使市场避险情绪保持在高位。预计外汇占款在未来1-2个季度可能保持在1000-2000亿元中枢水平,但随着欧债危机预期的改善,下半年外汇占款因素可能会出现好转。

公开市场 年度到期量不足万亿

公开市场操作是央行调节基础货币投放的另一个重要途径。不过,在公开市场到期量较大、机构央票需求相对不足,或者到期量较小、机构需求却仍然旺盛的情况下,公开市场操作的主动调控功能将大打折扣。如2011年上半年,由于央票一二级市场利率严重倒挂,央票长期维持地量发行,公开市场操作有5个月实现资金净投放;而12月份,在到期量仅800亿元、央票利差重回正值的情况下,当月首周便

2012年公开市场到期量为2003年以来最低



机构语录

招商证券:2012年央票净发行量为负。2012年公开市场央票到期量为7850亿元,为2006年以来的最少值。而2012年上半年外汇占款趋势性减少,公开市场操作的方向应该是净投放,因此全年的央票发行将主要依靠1年期以内的品种。预计央票净发行量为-5000亿元。

上海证券:1年央票利率均值将在3.2%-3.5%之间。央票利率与定存利率高度相关。由于我们预计2012年降息的

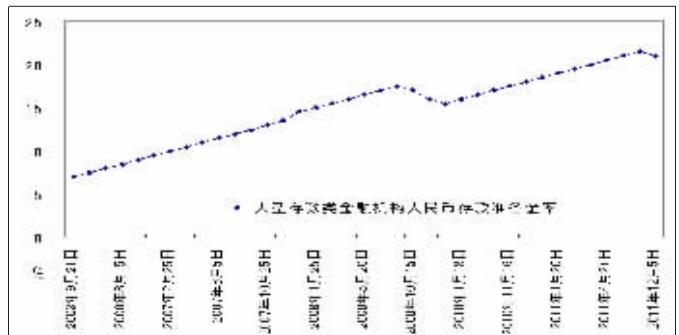
空间不大,而目前央票一级和二级市场的利率均略低于基准利率,预计2012年一年央票利率的变动或将围绕1年期定存利率展开,如果考虑1次降息的话,其均值将在3.2%-3.5%之间。

海通证券:1年央票发行利率将低于一年定存。2012年法定存款准备金率的下调幅度和频率将快于降息,1年央票发行利率低于1年定存利率的可能性较大。预计1年央票发行利率为2.70%-2.45%。

存款准备金率 下降周期已经开启

法定存款准备金率的变动虽然不能直接改变基础货币的存量,但可以增加或减少商业银行可动用资金的比例,进而调节银行体系内流动性的充裕程度,最终通过乘数效应影响宏观货币供应量。2010年起,货币政策调控力度持续偏紧,存准率巨斧被频频祭出,大型商业银行存准率一度升至21.5%的历史高位。但是,超高的存准率毕竟是非常态之举。随着CPI增幅步入下行通道,外汇占款在2011年10月、11月连续负增长,而且央票需求反弹,市场于11月底迎来近三年的首次下调存准率。2012年,货币政策将继续在“稳健”基调下“预调微调”。考虑到外汇占款持续高增长难以为继、公开市场到期量低迷,下调存准率有望继续成为“微调”过程中的首选数量型工具。目前大行存准率为20%,较历史均值高出近6个百分点,这一水龙头背后所蕴藏的能量可谓“巨大”。

当前法定存款准备金率水平处于历史次高位



机构语录

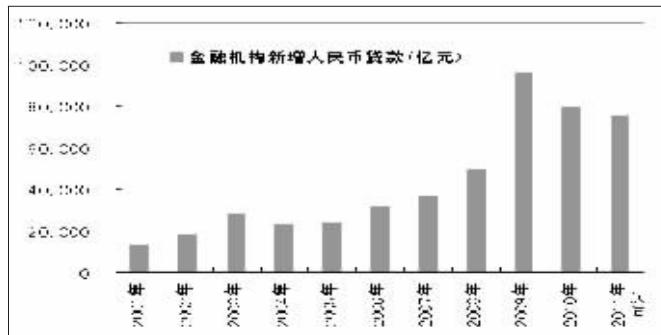
中信建投:降低存准率是未来趋势。CPI已经走过本轮通胀的高点,外汇占款增长的降速无疑也减弱了央行被动投放货币和对冲的压力。2011年11月底的下调,宣告本轮存款准备金上调周期已经结束,同时预示随着通胀压力的减弱和外汇占款的走低,降低存款准备金率将是未来趋势。2012年,在上半年增长和通胀显著回落阶段,准备金率有望降低2-3次,每次0.5个百分点。

东方证券:存准率仍需多次下调。假设2012年外汇占款增加1.6万亿元,M2增长14%,公开市场到期资金全部投放,则全年再下调三次准备金就可以满足需求。一次是1月份,一次是年中,年末也有可能需要再调一次。如果外汇增长低于预期或公开市场进行资金回笼,则调整次数就需要增加。

新增信贷 信贷投放将适度加码

信贷是我国货币投放最重要的渠道,也是银行体系可贷资金转化为实体经济流动性的必要媒介。为了防止出现经济过热和通货膨胀风险,管理层近两年持续压缩新增信贷规模。根据央行数据以及WIND统计资料,估计2011年我国新增人民币贷款为7.5万亿左右,2009年、2010年则分别为9.58万亿和7.92万亿。2012年,由于我国经济增速继续回落的风险较大,信贷投放有必要在2011年基础上适度加码。不过,最终的信贷增长力度将取决于两方面因素:一是通胀回落趋势能否延续。物价反弹压力的存在,将使得货币政策不会全面放松,信贷和货币供给量也只会小幅增加;二是贷存比指标是否会有松动。目前商业银行总体贷存比约为67%,其中大部分股份制银行和中小银行的贷存比已经接近75%的监管红线,放贷能力严重受限。

2001年以来新增人民币贷款情况



机构语录

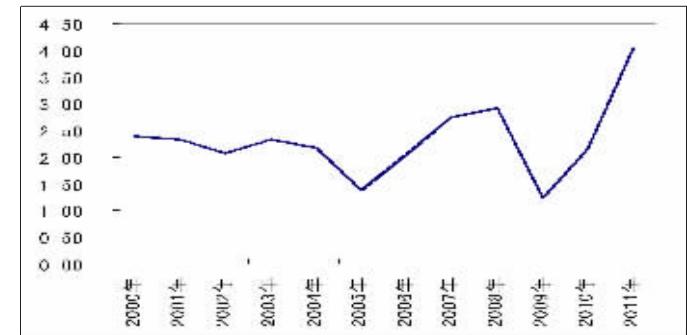
大通证券:全年新增信贷约8.5万亿。预计2012年度城镇固定资产投资完成额同比增速在2%。我们利用2004年以来,城镇固定资产投资完成额中内信贷部分额度以及全年增速情况的历史数据均值推算,预计2012年全年新增信贷约8.5万亿,贷款增速同比约15%。

中信建投:信贷放松空间有限。2012年仍然是抑制资产价格泡沫和控制地方平台风险的关键一年,资产价格泡沫的严重性决定了新增信贷不会大规模增加。与此同时,迫于大量的在建工程、给平台公司做人工呼吸、掩盖不良资产暴露问题和保证经济增长的需要,新增信贷不会大规模缩减。总之,2012年信贷政策会保持总体稳定局面,预计全年新增信贷约为7.5-8万亿元。考虑到经济平稳增长的需要,信贷投放节奏和行业配置上依然会严格控制。

资金利率 2012年易下难上

2011年,货币市场资金面较2010年总体趋紧,资金利率中枢整体抬高,7天回购利率年度均值升至4.04%。究其原因,一方面,随着货币政策紧缩力度不断加码,商业银行法定存款准备金率达到历史高位,货币乘数不断萎缩进而抑制了商业银行的货币创造;另一方面,2011年存款表外化现象严重,也导致商业银行资金成本居高不下。不过从月度来看,10月份之后,随着物价增速步入下降通道,宏观政策转向微调预调,资金面已经开始逐渐好转。2012年,在“稳增长”重回调控目标首位的大背景下,央行会在稳健的货币政策基调下适度放松调控力度,从而使流动性相对宽松,资金利率易下难上。不过,从信贷投放的角度来看,贷存比考核压力下银行同业之间对存款的争夺仍将持续,这使得货币市场利率下行的空间可能受限。

2000年以来7天回购利率年度均值



机构语录

华泰联合证券:R007将围绕3.0%波动。2009年至2010年资金波动较稳定时期,R007中枢基本以3月期央票和1年期央票的发行利率为上下轨平稳波动。在2012年降息背景下,3月期央票和1年期央票发行利率中枢水平有望继续位于目前的3.20%至3.50%之间。考虑到总量宽松背景下货币利率易下难上,2012年R007主体波动区间将位于3.0%左右。

国金证券:资金面回不到2010年上半年水平。资金面实质性宽松程度提高是大趋势,但是由于货币政策放松的节奏和幅度较为缓慢,2012年资金面回不到2010年上半年货币政策“适度宽松”基调时的水平。预计全年隔夜回购中枢在2.5%-2.6%,7天中枢在2.9%-3.1%。