

China: unexpected slowdown calls for more easing

Monday, May 14, 2012

摘要:

中国央行周六宣布下调存款准备金率 50 个基点，今年以来第二次降准。从普通投资者角度来看，下调存款准备金率似乎是针对 4 月经济数据下滑所做出的一个非常逻辑的举动。从央行角度来看，此次的被动性降准一方面是针对 4 月社会融资总量大幅下滑，同时可能也是不得以而为之以此稳定市场情绪。

清一色单边下滑的经济数据却隐藏着几个令我们困惑的地方。首先，如何解释经济先行指标之间的矛盾？其次，中国该如何平衡经济下滑和通胀尤存之间的关系？第三，贷款增幅再次放缓以及存款负增长意味着什么？第四，财政存款的上升意味着什么？

加工贸易进口的下滑预示着疲弱的外需对中国经济的影响还将持续。结合制造业采购经理人指数，数据走势出现分歧，不过鉴于而 4 月工业产出同比仅增长 9.3%（自 09 年 5 月以来首个个位数增长），中国二季度数据破八的概率大幅上升。

经济下滑和通胀居高不下是今年亚洲新兴经济体所面临的通病。中国央行也和其他亚洲经济体央行一样面临如何平衡经济和通胀之间关系的政策两难。未来央行是否会进一步下调存款准备金率很大程度上将取决于经济增长和通胀这两个动态因素如何变化和互动。如果通胀走势如市场预期一样保持下滑趋势的话，对经济下滑的担忧将超过对通胀上行的压力，因此降准可以再次作为保心丸在关键时候使用。

我们更倾向于认为目前贷款的波动还是主要受供给因素影响，而央行也可以通过注入流动性影响银行间贷款利率进而影响金融机构对非金融机构贷款利率。因此，我们认为央行短期内动用利率工具调整的概率比较小。

本次 4 月财政存款增幅依然创下新高。这显示了财政政策并不是特别宽松，不过从好的方面来看，这也意味着放宽财政政策的空间还是很大。

上海

资金业务咨询部

电话: (86) 21 6146 3277/
3263

香港

资金业务咨询部

电话: (852) 2840 6218

台北

资金业务咨询部

电话: (886)-2-27188819

新加坡

企业外汇与结构产品

电话: (65)6349-1888 /
1881

固定收益与结构产品

电话: (65) 6349-1810

投资与结构产品

电话: (65) 6349-1886

利率衍生品

电话: (65) 6349-1899

谢栋铭

+65 6530 7256

xied@ocbc.com

中国央行周六宣布下调存款准备金率 50 个基点，今年以来第二次降准。从普通投资者角度来看，下调存款准备金率似乎是针对 4 月经济数据下滑所做出的一个非常逻辑的举动。但是从货币市场交易员角度来看，此次降准或许有些意外，因为银行间流动性还是较为宽裕的。央行之前几个星期已经通过逆回购方式为市场注入了流动性，而银行间贷款利率在降准前也已经持续下滑。

其实，降准和逆回购的政策目标都是一致的，就是为市场注入流动性。央行过去几个星期将逆回购操作常态化也使得我们认为相对降准，逆回购也许是央行更倾向使用的政策。从央行角度来看，此次的被动性降准一方面是针对 4 月社会融资总量大幅下滑，同时可能也是不得以而为之以此稳定市场情绪。毕竟 4 月经济数据大幅下滑以及希腊债务问题重新抬头都要求央行做出更多的政策应对来支撑经济增长和市场投资情绪。和逆回购相比，降准对市场的心理效用更大。

作为经济分析人员，我们认为此次 4 月经济数据解读的难度不小。很少看到单月所有的中国经济数据都弱于市场预期，但是这确实发生了。清一色单边下滑的经济数据却隐藏着几个令我们困惑的地方。首先，如何解释经济先行指标之间的矛盾？其次，中国该如何平衡经济下滑和通胀尤存之间的关系？第三，贷款增幅再次放缓以及存款负增长意味着什么？第四，财政存款的上升意味着什么？

经济先行指标之间的矛盾

在四月经济数据公布之前，我们看到部分市场先行指标暗示中国经济已经趋稳，譬如，官方公布的采购经理人指数连续 6 个月走高，而汇丰采购经理人指数虽依然处在 50 以下，但是 4 月数据较 3 月呈现明显复苏迹象。因此，此次公布的 4 月经济数据还是较令人意外的。其中最意外的就是进口和工业产出数据。

4 月进口仅同比增长 0.3%，分类来看，加工贸易进口下滑 4.2%，一般贸易进口上升 2.1%。基于加工贸易占中国贸易半壁江山。加工贸易进口的下滑预示着疲弱的外需对中国经济的影响还将持续。结合制造业采购经理人指数，数据走势出现分歧，不过鉴于而 4 月工业产出同比仅增长 9.3%（自 09 年 5 月以来首个个位数增长），中国二季度数据破八的概率大幅上升。

经济增长和通胀

中国 4 月消费者物价指数由 3 月同比 3.6% 的增幅下滑至 3.4%，主要受益于食品价格的回落。4 月食品价格环比下滑 0.9%，但是非食品价格环比上升 0.3%。这显示通胀压力并没有完全消失。虽然我们认为今年通胀继续回落趋势不变，但是回落幅度可能并不如我们之前预测的大。央行在一季度货币政策执行报告中也对通胀压力进行了警告，认为通胀回落趋势并不稳定。这似乎解释了为什么央行在过去两个月在使用存款准备金率工具时较为犹豫，多次让市场传闻落空。

不过经济下滑和通胀居高不下是今年亚洲新兴经济体所面临的通病。中国央行也和其他亚洲经济体央行一样面临如何平衡经济和通胀之间关系的政策两难。未来央行是否会进一步下调存款准备金率很大程度上将取决于经济增长和通胀这两个动态因

素如何变化和互动。如果通胀走势如市场预期一样保持下滑趋势的话，对经济下滑的担忧将超过对通胀上行的压力，因此降准可以再次作为保心丸在关键时刻使用。

贷款放缓伴随存款负增长

作为经济另一个先行指标的货币供给和信贷增幅也再次放缓。人民币新增贷款自今年以来多次成为市场的焦点。除3月井喷之外，多数时间弱于市场预期。对于人民币贷款增幅的讨论过去几个月也已经很多了这里就不重复了。归纳起来主要集中在两方面包括银行惜贷（供给因素）以及企业需求不旺（需求因素）。而导致银行惜贷的原因可能即有存贷比这个紧箍咒又有银行结构性调整因素。

此外，4月存款余额下滑4632亿元。存款下滑局面着实令人担忧，因为存款下滑即会限制银行的贷款能力同时也反映了储户对经济的担忧。不过鉴于3月存款曾出现2.95万亿大幅上升的现象，这里不排除4月存款负增长可能受结构性因素的影响。

回到贷款的问题，如果贷款放缓是因为需求的因素，那这里就要考虑是不是贷款利率过高，如果贷款利率过高，则需要考虑是否要动用利率工具来调整。不过，我们更倾向于认为目前贷款的波动还是主要受供给因素影响，而央行也可以通过注入流动性影响银行间贷款利率进而影响金融机构对非金融机构贷款利率。因此，我们认为央行短期内动用利率工具调整的概率比较小。

财政存款大幅上升

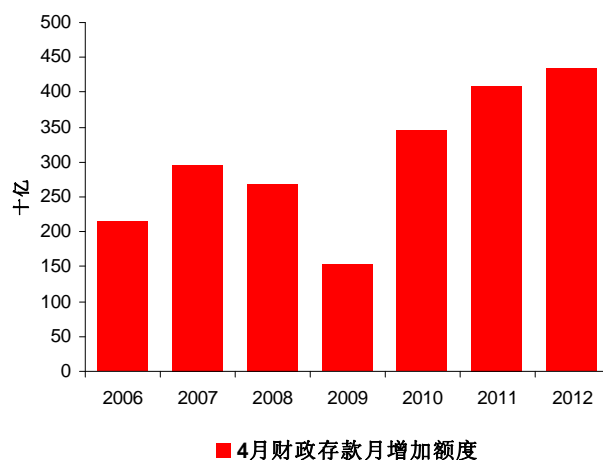
4月众多数据中，另一个吸引我们眼球的是财政存款上升4343亿元。由于4月和5月是上税高峰，因此历史经验显示财政存款会出现季节性上升趋势。不过，本次4月财政存款增幅依然创下新高。这显示了财政政策并不是特别宽松，不过从好的方面来看，这也意味着放宽财政政策的空间还是很大。不过，现在中国政府也是面临两难问题，虽有弹药但不敢随便发，09年四万亿政策所带来的通胀负面效果还历历在目。

图：4月存款增幅下滑，存款单月负增长



数据来源: CEIC, OCBC

图：4月财政存款大幅上升



总结来看的话，4月数据预示着之前认为中国经济一季度见底的预期可能过于乐观。二季度GDP可能会低于8%。但是在通胀压力尚未完全缓解下，在经济增长和通胀中寻找平衡点的挑战要远远大于过去几年。继续降准的概率依然存在，但是很大程度取决于增长和通胀因素的互动。不过，我们依然认为对今年经济硬着陆的担忧是过度的，中国的财政政策还是有很大运用空间，应该足以引导中国经济走向软着陆。

This publication is solely for information purposes only and may not be published, circulated, reproduced or distributed in whole or in part to any other person without our prior written consent. This publication should not be construed as an offer or solicitation for the subscription, purchase or sale of the securities/instruments mentioned herein. Any forecast on the economy, stock market, bond market and economic trends of the markets provided is not necessarily indicative of the future or likely performance of the securities/instruments. Whilst the information contained herein has been compiled from sources believed to be reliable and we have taken all reasonable care to ensure that the information contained in this publication is not untrue or misleading at the time of publication, we cannot guarantee and we make no representation as to its accuracy or completeness, and you should not act on it without first independently verifying its contents. The securities/instruments mentioned in this publication may not be suitable for investment by all investors. Any opinion or estimate contained in this report is subject to change without notice. We have not given any consideration to and we have not made any investigation of the investment objectives, financial situation or particular needs of the recipient or any class of persons, and accordingly, no warranty whatsoever is given and no liability whatsoever is accepted for any loss arising whether directly or indirectly as a result of the recipient or any class of persons acting on such information or opinion or estimate. This publication may cover a wide range of topics and is not intended to be a comprehensive study or to provide any recommendation or advice on personal investing or financial planning. Accordingly, they should not be relied on or treated as a substitute for specific advice concerning individual situations. Please seek advice from a financial adviser regarding the suitability of any investment product taking into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs before you make a commitment to purchase the investment product. OCBC and/or its related and affiliated corporations may at any time make markets in the securities/instruments mentioned in this publication and together with their respective directors and officers, may have or take positions in the securities/instruments mentioned in this publication and may be engaged in purchasing or selling the same for themselves or their clients, and may also perform or seek to perform broking and other investment or securities-related services for the corporations whose securities are mentioned in this publication as well as other parties generally.
