

防经济下滑意图增强 货币增速拐点有望临近

——10 月份金融数据点评

发布日期：2011 年 11 月 11 日

主要观点：

- 10 月金融数据重点关注：新增信贷大幅增加，创下半年新高，而 M1、M2 再创新低。核心观点：
- 信贷放松落地，监管层防范经济过渡下滑的意图明确，货币政策微调确定；
- 信贷应是适度、定向放松，而非全面放松的开始；
- 短期可以期待差别存准率下调，但难以期待全面放松。
- 信贷激增至 5868 亿元，反映了监管层防范经济快速下滑的意图增强，货币政策微调进一步明确。但信贷放松应是针对“小企业停产、大项目停工”，为救小微企业和保证项目开工需要的定向、结构放松，是针对经济形势的动态调整，而非全面转向的开始。预计 11、12 月份信贷在 6000 亿左右。12 月贷款余额同比有望转回升。
- 虽然信贷放松但是 M1 和 M2 仍再创年内新低，三个原因导致了信贷与货币增速的背离：（1）信贷是月末突击放松，扩张效应未充分体现；（2）经济下行预期强烈，交易需求受抑制，影响货币创造；（3）外币流入减少，不排除热钱流出，导致货币发行减少。
- 根据我们的检验，M1 和信贷存在双向格兰杰因果关系，但时滞效应在 1-2 个月。历史上 02 和 05 年 M1 早于贷款增速见底，但 08 年则比贷款晚了 5-7 个月。贷款增速有望在 12 月见底，预计 M1 快则 11 月见底，晚则 12 年的 1 月见底。
- M1 和 M2 的创新低仍反映经济在继续降温。信贷能稳定投资，但外需风险和房地产风险仍较大。居民新增中长期贷款仅为 976 亿元，购房需求降低增加房地产加快下行风险。
- 连续释放微调信号体现了政府防范经济硬着陆的意图，政策微调将继续。但由于物价仍处在绝对值的高位，而投资仍比较稳定，政策微调是主基调，年内可能下调中小银行存准率，但短期难以全面放松。

分析师：王国兵
证书编号：S0550511110002

TEL: (8621)6355 5736
FAX: (8621)6337 3209
Email: wanggb@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20
邮 编：200002

主要事件:

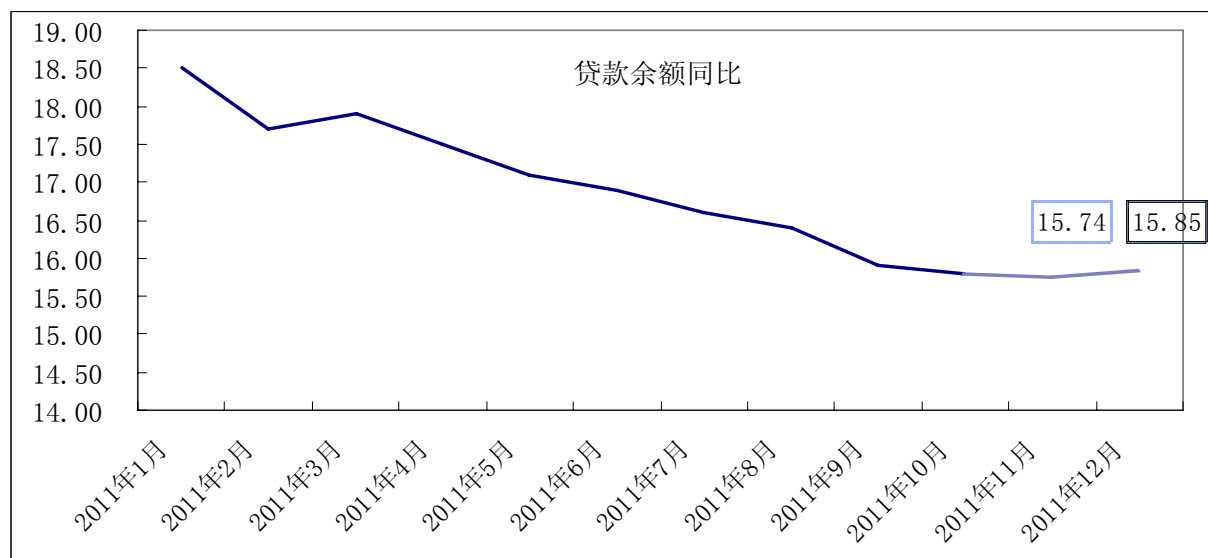
央行公布 10 月份金融数据, 广义货币(M2)余额 81.68 万亿元, 同比增长 12.9%; 狭义货币(M1)余额 27.66 万亿元, 同比增长 8.4%。人民币贷款增加 5868 亿元, 人民币存款减少 2010 亿元。

一、信贷放松落地, 维稳意图增强, 货币政策微调确定

10 月份信贷激增至 5868 亿元, 同比多增 175 亿元, 环比 1168 亿元。信贷远超预期, 并且激增, 体现了政府防范硬着陆的意图。

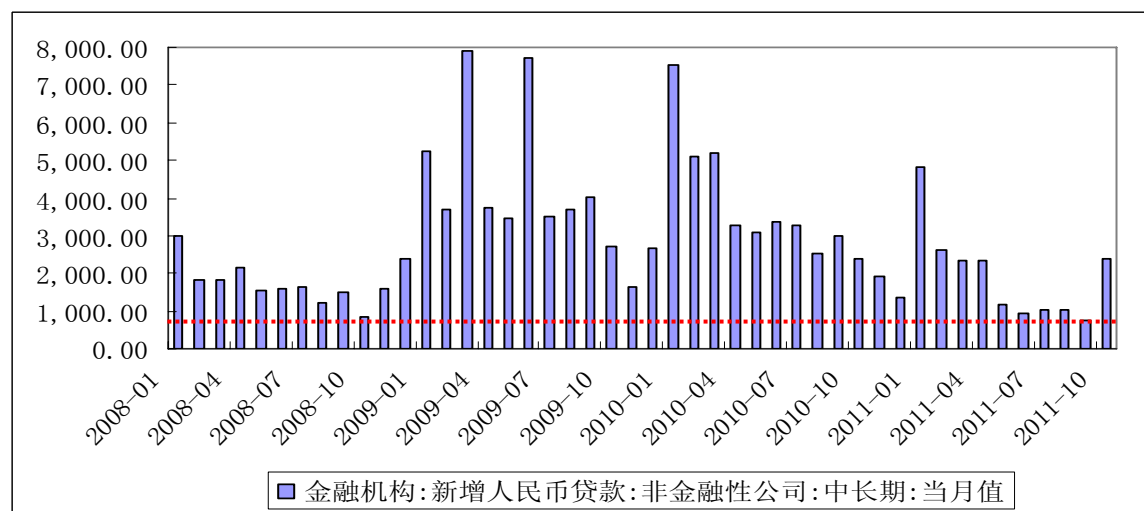
不过结合前期政策导向, 信贷适度放松应是针对“小企业停产、大项目停工”而救小微企业和保证项目开工需要的定向适度放松, 也是信贷政策针对经济形势动态调整的结果而非全面转向的开始。预计 11、12 月份将在 6000 亿左右。12 月信贷余额同比有望转而回升。

图 1: 10 信贷激增有可能促使年底贷款增速回升



资料来源: wind, 东北证券

图 2: 企业中长期贷款明显回升



资料来源: wind, 东北证券

二、货币增速反映经济将继续降温，但信贷放松促货币增速拐点来临

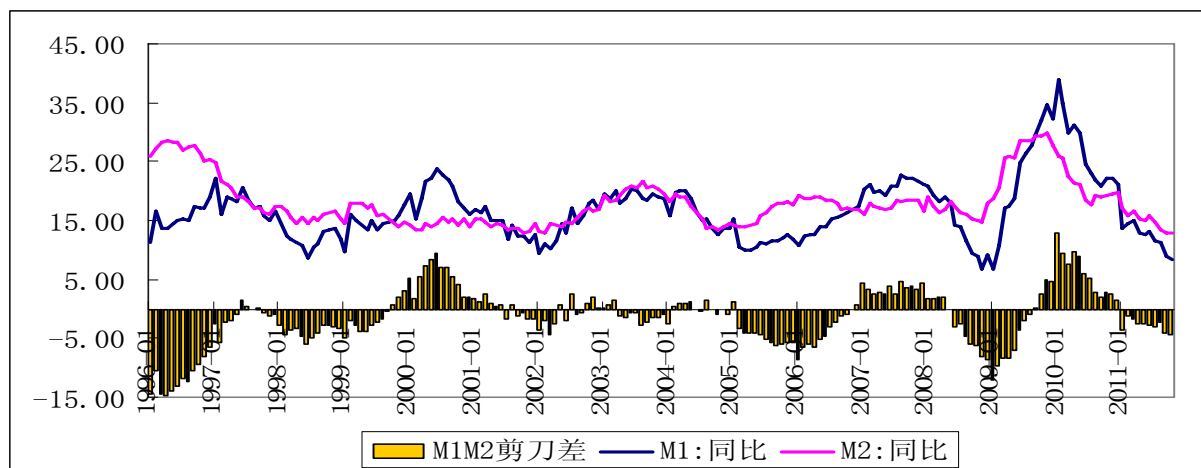
虽然信贷放松但是 M1 和 M2 仍再创年内新低，广义货币(M2)同比增长 12.9%，狭义货币(M1)同比增长 8.4%。

三个原因导致了信贷与货币增速的背离：（1）信贷是月末突击放松，扩张效应未充分体现；（2）经济下行预期强烈，交易需求受抑制，影响货币创造；（3）热钱流入减少，甚至流出，货币发行减少。

M1 和 M2 的创新低仍反映经济在继续降温。信贷能稳定投资，但外需风险和房地产风险仍较大。居民新增中长期贷款仅为 976 亿元，购房需求降低增加房地产加快下行风险。

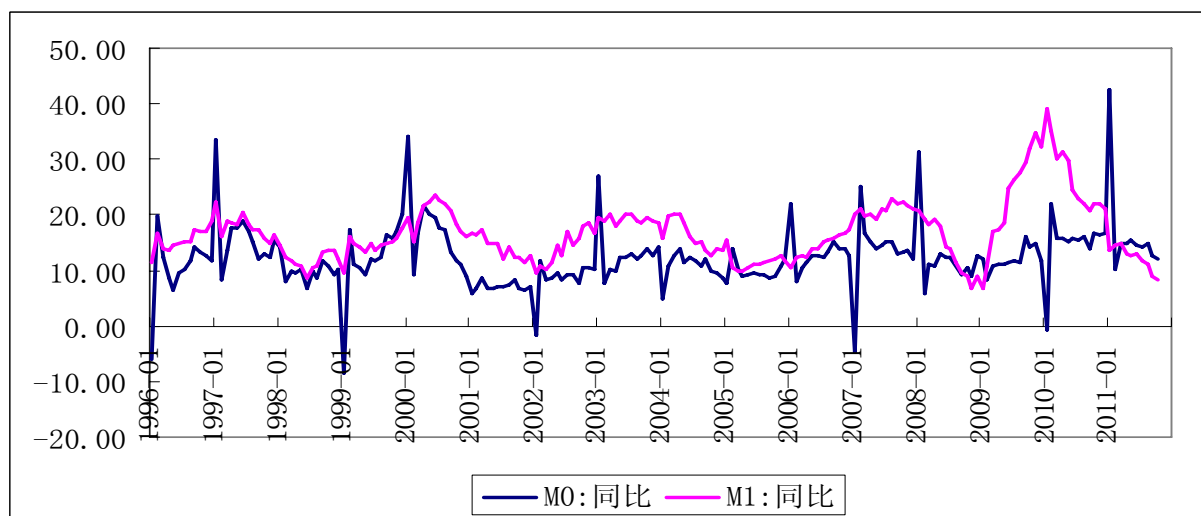
但信贷的放松将改善流动性，货币增速拐点有望来临。根据我们的检验，M1 和信贷存在双向格兰杰因果关系，但时滞效应在 1-2 个月。历史上 02 和 05 年 M1 早于贷款增速见底，但 08 年则比贷款晚了 5-7 个月。贷款增速有望在 12 月见底，预计 M1 快则 11 月见底，晚则 12 年的 1 月见底。

图 3: M1 和 M2 继续创新低，且剪刀差扩大，经济交易活动仍较低迷



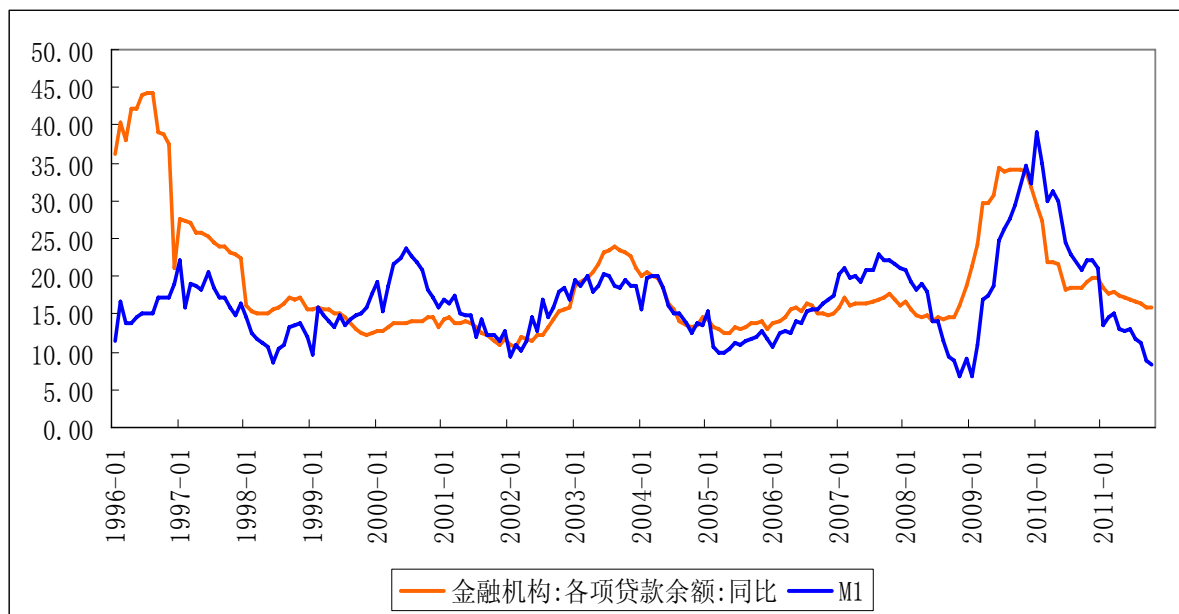
资料来源: wind, 东北证券

图 4: M0 仍在下降，货币发行减少反映了外部流入的减少，影响了 M1 增速



资料来源: wind, 东北证券

图 5: M1 和贷款增速相关性大, 信贷放松加快 M1 拐点来临



资料来源: wind, 东北证券

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。