

中长期贷款回落印证经济增长下行压力

基本结论

- 央行公布 11 月金融数据显示中长期贷款大幅回落
- 经济工作会议定调稳增长、调结构、控通胀
- 央行表示围绕基调运用多种货币政策工具、保持汇率稳定
- 近期的焦点实质上是金融扩张不足与经济工作会议的先稳后保基调，一方面金融的扩张不如以往转的彻底，一方面经济工作会议显示全面保增长时机尚未到来。具体来看：

主要内容

■ 金融数据：中长期贷款大幅回落

央行公布的 2011 年 11 月金融数据显示，信贷增长 5622 亿元，M1 增长 7.8%，M2 增长 12.7%，银行间市场利率明显回落。其中，中长期贷款新增 813 亿元，较上月 2370 亿元大幅回落。

1、金融数据与预期交织比较混乱。央行公布的金融数据中，M1 完全符合我们预期，同时货币初步扩张，利率回落低于亦符合我们与市场预期。11 月新增信贷 5622 亿元，高于路透调查之一致预期，略低于我们预测。M2 较上月新增 8000 余亿元，但同比数据低于我们预期。整体而言，11 月金融数据较 8-9 月份明显扩张，真实货币增量强于 10 月，但货币的同比、信贷扩张弱于 10 月。

2、中长期信贷大幅萎缩两方面原因所致。11 月中长期信贷大幅萎缩，并且主要集中在企业方面。即便扣除 10 月份国开行对铁道部融资，11 月的中长期信贷 813 亿元也显的非常之低。数据背后体现二方面原因，一是实体经济目前的确“下行压力较大”，经济增长下滑、需求下滑，并且叠加淡季来临，项目建设必须等待来年 2 月；二是商业银行面临年度收官，此刻扩张信贷不如等待明年。事实上与历史相比，2011 年 11 月整体信贷扩张并不低。

3、未来趋势：货币、信贷逐步扩张

我们预期春节前还存在下调 1-2 次存款准备金的可能（详见明日报告），同时信贷适度扩张，整体上 2011 年 4 季度与 2012 年 3 季度信贷相比存在较强的信贷环比上行效应，但是由于存在稳中求进基调，2012 年 2、3 季度之信贷环并不存在环比扩张效应。由于目前 M1、M2 已经恢复正增长，同时财政性存款在 12 月大量释放，我们预计 2011 年 12 月、2012 年 1 月，M2、M1 将相继触底。

李治平

联系人

(8621)61038205
lizhip@gjzq.com.cn

刘锋

分析师 SAC 执业编号：S1130511040004
(8621)61038297

liufeng@gjzq.com.cn

汪毅

分析师 SAC 执业编号：S1130511090005

(8621)60870954
wangyi@gjzq.com.cn

■ 经济工作会议定调稳增长、保增长、调结构、控通胀

近期，海外人士座谈、党外人士座谈、政治局会议、乃至最终经济工作会议落下帷幕。定调 2012，稳增长，保持政策稳定、保增长、调结构、稳物价。实施积极的货币政策与财政政策。

1、经济增长下行压力下稳增长

刚落幕的经济工作会议首度措辞经济增长下行压力，并且政策稳定在先，保增长在后；并且保增长在先、控通胀在后，而 2012 年具体的五大工作任务之首即为保增长。大体显示出三点意义：一是高层当前还可以容忍适度的增长回落，二是 2012 年既要稳、也要保增长。即 2012 年的增长必须稳定在一定水平之上，三是预留了未来进一步转向的空间。上述基调完全符合我们关于 2012 年下滑中继、L 型增形态的基本判断。

2、地产调控先等待房价合理回归、再促进健康发展

从 10 月末温总理调研、到 12 月 9 日政治局会议，乃至经济工作会议，对地产调控的基调是必须促使价格合理回归，其后方考虑地产的健康发展。本次会议更加提及促进普通商品的供给等措辞，实有“万事具备、只欠东风”之意。上述问题符合我们 2 季度左右地产政策微调的预判。

3、积极财政、稳健政策，此积极、此稳非彼积极、彼稳

2010 年末货币政策转稳健，2011 年稳健的货币政策意在控制通胀，而 2012 年稳健的货币政策稳健意在保增长，意义不同。同样对信贷投放、社会融资总额的合理调控，意义也并不相同。而积极的财政政策中，并非一味的扩大赤字、增加政府支出；二是加税与减税并存，扩大民生支出。

总体来看，经济工作会议的基调体现出，在当前的国际、国内环境下，选择的最优策略，即再容忍一些增长的下滑，等待合适的时候、合适的水平下进一步保增长、稳增长。我们年报亦判断 2012 年前低后稳。

■ 央行：稳增长基调下运用多种货币政策工具、保持社会融资规模合理增长、稳定汇率

12 月 14 日上午中央经济工作会后，人民银行立即召开党委扩大会议，传达学习会议精神，研究部署人民银行贯彻落实的有关工作。

1、运用多种货币政策工具、保持社会融资规模合理增长

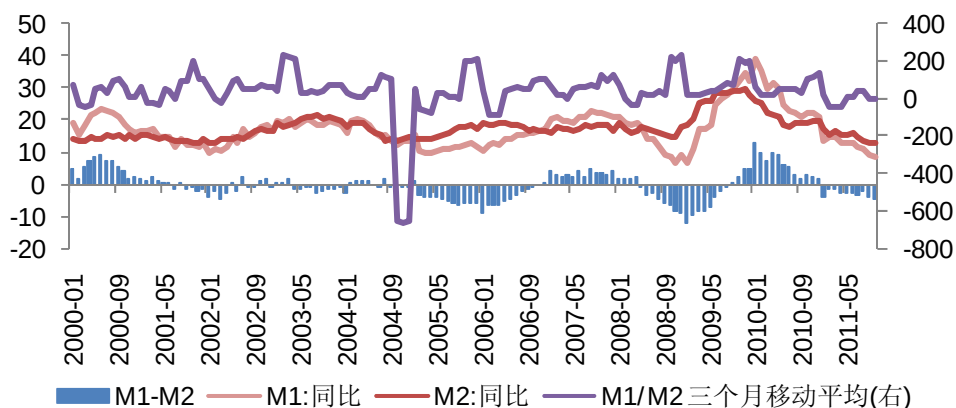
会议强调，紧紧围绕保持经济平稳较快发展和加快转变经济发展方式，继续实施稳健的货币政策，进一步增强政策的针对性、灵活性和前瞻性，准确把握好调控的力度、节奏和重点，按照总量适度、审慎灵活、定向支持的要求，运用多种货币政策工具，调节好货币信贷，保持社会融资规模合理增长。上述措辞表明：

- (1) 2012 年的稳健货币政策，基调为保增长，但必须等待时机成熟。
- (2) 2012 年的多种货币政策工具都有可能进入视野。

2、继续完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定；

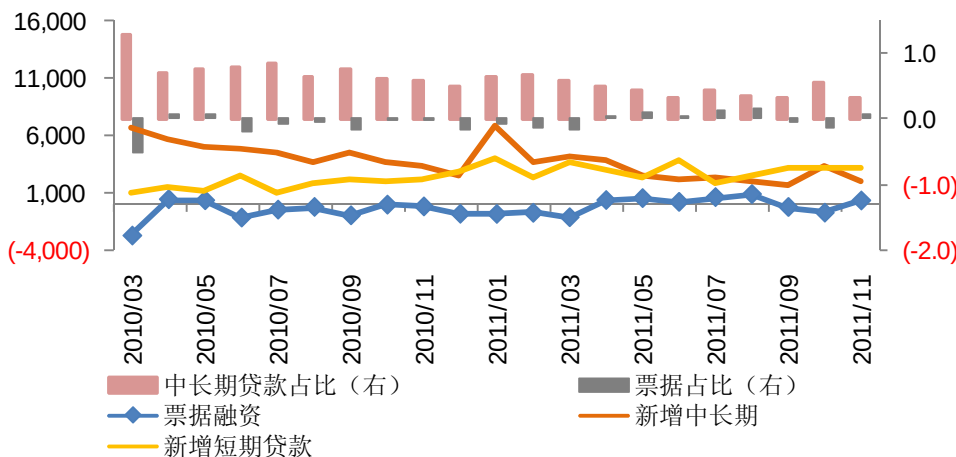
“基本稳定”这一措辞与往年并无差异。近期市场走势与央行开盘价指导方向有所背离，已经指出人民币汇率的大方向，在目前的全球经济前景与资本流动状况下，保持人民币（兑美元）的基本稳定，有助于稳定预期、增强人民币的储备与使用范围，2012 年有可能保持兑美元 2% 左右汇率变动方向，而非贬值。

图表1: M1-M2 剪刀差继续缓慢扩大, 货币逐渐固化



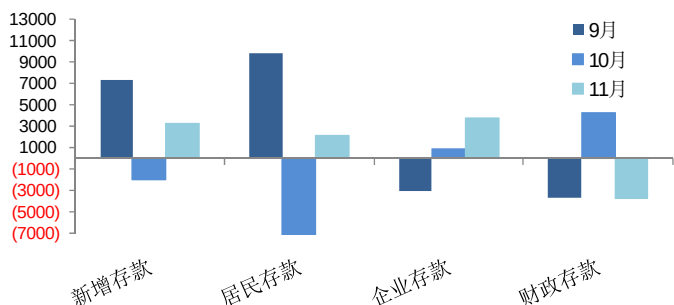
来源: 国金证券研究所

图表2: 新增中长期贷款较10月减少



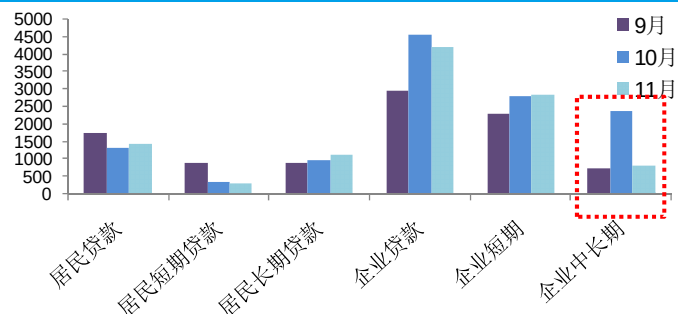
来源: 国金证券研究所

图表3: 存款回升

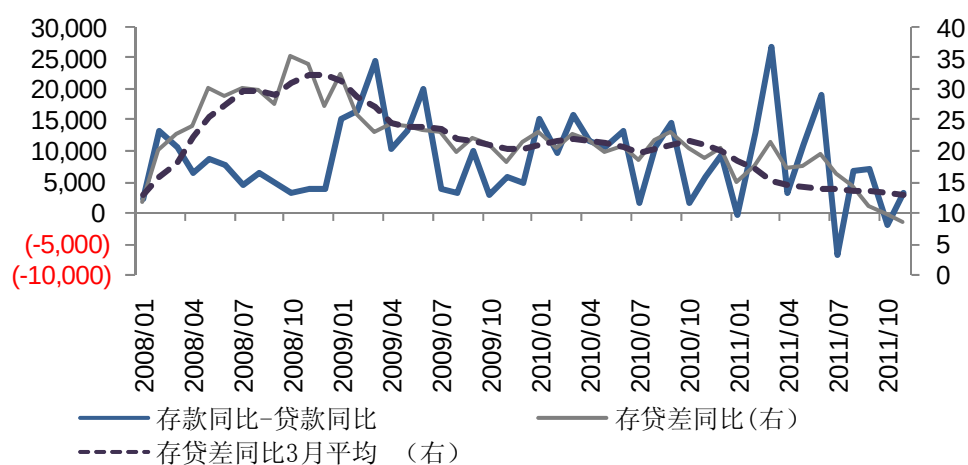


来源: 国金证券研究所

图表4: 企业中长期存款扩张并不持续



图表5: 存贷比差额



来源: 国金证券研究所

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B