

外力推动下的货币拐点仍需等待两个更强的信号

——11 月份金融数据点评

宏观报告

发布时间：2011 年 12 月 14 日

投资要点：

- 本月重点关注数据：票据融资反弹，但企业中长期贷款下降。
- 核心观点：货币适度放松基本确认，但市场流动性反映有 2-3 个月时滞；
- 货币拐点信号仍不强烈，等待票据融资的大幅增加和企业中长期贷款的增加；
- M1 低位增长表明经济活跃度再度大幅下降，工业生产仍有较大下降可能；
- 经济活跃度的下降和货币增速的低位可能会导致货币放松的适度加快，最早在元旦前后会有降准的可能。
- 11 月份 M1、M2 和信贷低于预期。M1 降至 7.8%，仅高于 2008 年的 11 月份和 2009 年的 1 月，预示经济的下行风险将高于预期。
- 流动性（M1/M2）反弹 34.09%，为 5 月份以来首次回升，但可能基于年底的季节性因素，而非全面反转。在经济下滑预期下，该指标可能在 1、2 月份再次大幅下降。
- 根据经验，流动性的拐点的四步曲：票据融资大幅反弹；企业中长期贷款大幅增加；M2 回升；M1 回升。
- 11 月份票据融资增加 360 亿元，相比 10 月提高 1000 亿，但仍低于前期均值。而企业中长期贷款降至 813 亿元，企业的投资需求依然偏弱。货币拐点信号不强。
- 当前货币内生增长疲软，货币拐点需要像 2008 年那样的强外力推动。若 12 月份信贷增速不明显则可能刺激再次降准。
- 当前的货币增速反映了经济已经偏冷的格局，考虑到预调微调的方向，货币放松可能有所加快。而外币贷存差的扩大表明热钱流出趋势延续。这也可能加快货币放松。
- 监管层或许观望 12 月份的信贷而后定。预计新的降准最快可能在元旦前后，晚则在春节。如果放松预期兑现，那么 M2 拐点有望 2012 年的 2、3 月份来临，M1 观点可能在 3、4 月来临。

分析师：王国兵
执业证书编号：S0550511110002
TEL: (8621)6336 7000
FAX: (8621)6337 3209
Email: wanggb@nescn
地址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮编：200002

主要事件:

央行公布 11 月份金融数据, 广义货币(M2)余额 82.55 万亿元, 同比增长 12.7%; 狭义货币(M1)余额 28.14 万亿元, 同比增长 7.8%。新增人民币贷款 5622 亿元, 外币贷款增加 8 亿美元; 当月人民币存款增加 3247 亿元, 外币存款增加 41 亿美元。

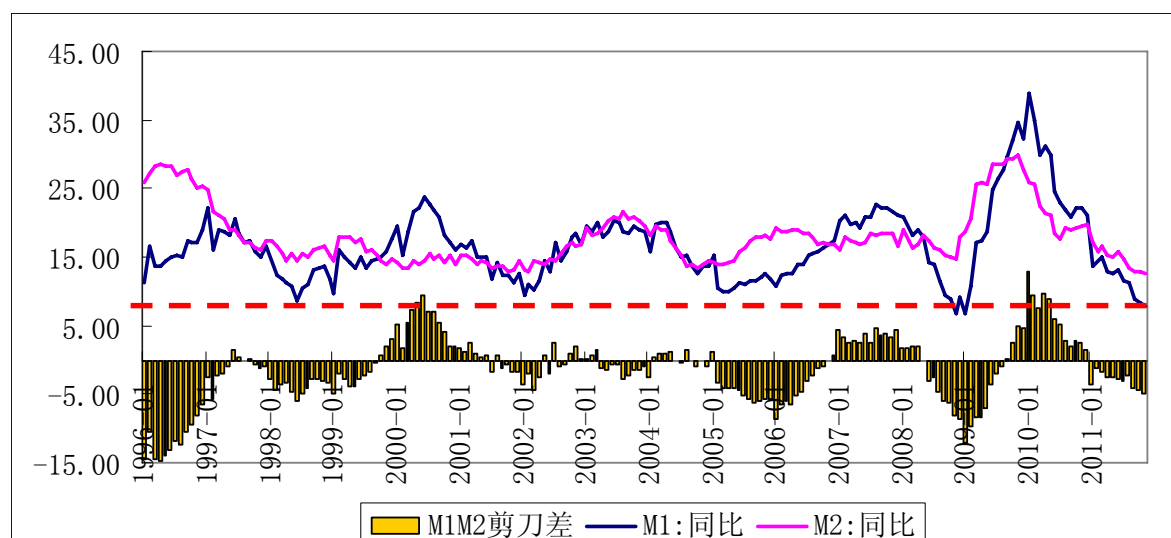
点评:

1、货币增速接近低点, 经济下行风险较大

11 月份 M1 和 M2 分别仅为 7.8% 和 12.7%, 低于市场预期。而 M1 的 7.8% 增速已经低于 1998 年和 2002 年以及 2005 年的前三轮低点, 仅高于 2008 年的 11 月份和 2009 年的 1 月的 6.8% 和 6.68%。

显然, M1 的低位明确预示经济领域, 尤其是生产进入一个相对偏冷的格局。工业增加值的增速仍将出现较大的降幅。

图 1: 11 月货币增速接近 2008 年的低点, 经济下行风险较大



资料来源: wind, 东北证券

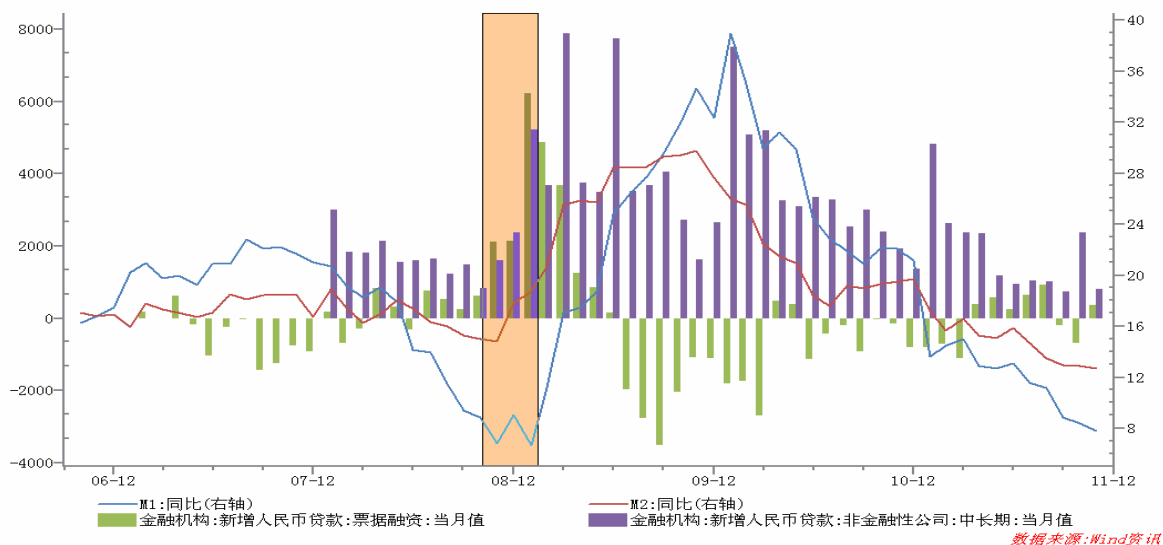
2、货币拐点仍需等待更强信号, 乐观估计 2012 年 2、3 月有望迎来拐点

根据经验, 流动性的拐点的四步曲: 票据融资大幅反弹; 企业中长期贷款大幅增加; M2 回升; M1 回升。

11 月份票据融资增加 360 亿元, 相比 10 月提高 1000 亿, 但仍低于前期均值。而企业中长期贷款降至 813 亿元, 企业的投资需求依然偏弱。货币拐点信号不强。

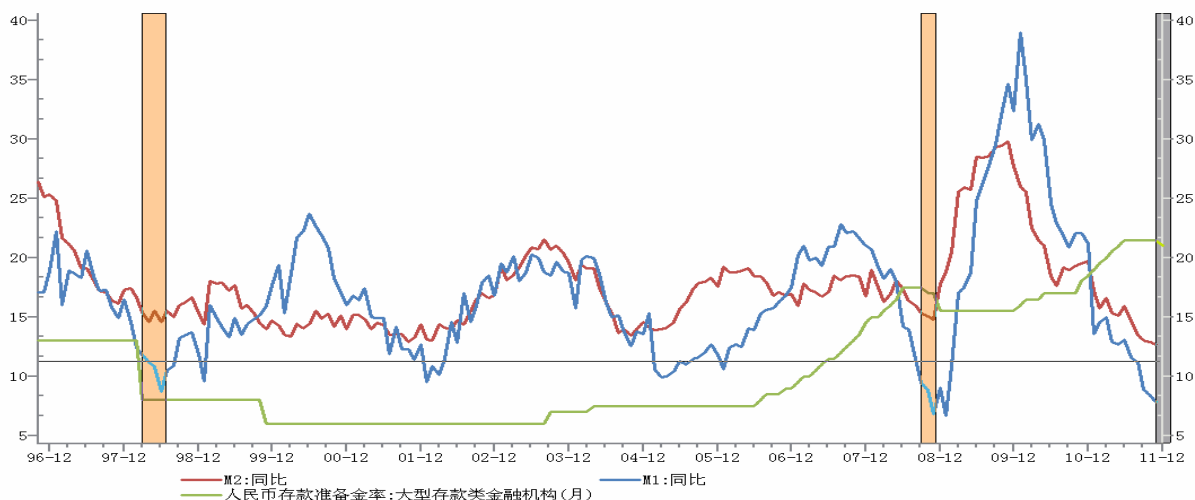
而货币放松导致的货币增加存在一定的时滞。根据以往经验, 降准后 2-3 个, M2 和 M1 会有明显反映, 货币增速会出现拐点。11 月 30 日, 央行实行危机后首次降准可能导致 12 月的信贷会略有上升。按照这个节奏, 在 2-3 个月的时滞后的 2012 年 2 月份左右或许有望迎来增加。

图 2: 11 月票据融资仍处于较低水平而企业长期贷款减少, 货币增速拐点仍需等待



资料来源: wind, 东北证券

图 3: 政策放松导致的货币增速回升需要 2-3 个月的时滞



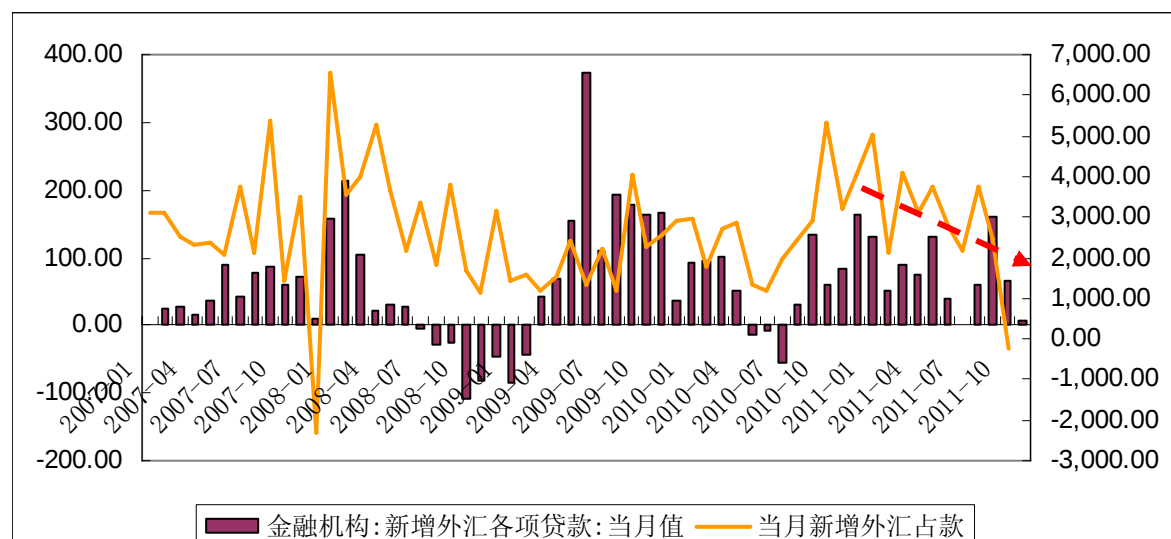
资料来源: wind, 东北证券

3、热钱流出的趋势短期延续

当月外币贷款增加 8 亿美元, 比上月减少 57 亿美元。而外币存款增加 41 亿美元, 外币贷款与存款的差额增加至 33 亿美元。

外币贷款减少及外币贷存差额的增加反映了外部资金流入的意愿降低, 正是据此我们在 7 月份开始就判断认为下半年的热钱可能存在流出风险, 而 10 月份当月外汇占款减少了 248 亿则是集中反映。据此, 我们认为热钱流出趋势将延续。

图 4: 外币贷款继续减少, 热钱流出趋势将延续



资料来源: wind, 东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。