

货币流动性筑底，期待政策表态

数据与事件：

根据央行数据，11月末，广义货币(M2)余额 82.55 万亿元,同比增长 12.7%，比上月末低 0.2 个百分点；狭义货币(M1)余额 28.14 万亿元,同比增长 7.8%，比上月末低 0.6 个百分点；流通中货币(M0)余额 4.73 万亿元,同比增长 12.0%。

11月末，本外币贷款余额 57.43 万亿元，同比增长 15.6%。人民币贷款余额 54.06 万亿元，同比增长 15.6%，分别比上月末和上年同期低 0.2 和 4.2 个百分点。

报告摘要：

- 整体上来看，本月的流动性的水平虽然仍有下降，但是下降幅度已经明显放缓，这更坚定了我们长期流动性反转已经临近的判断。中央的“预调微调”的表态以及顺应国际形势的降准似乎都说明了中国货币当局已经抛弃了紧缩的货币政策而转向稳健
- 本月信贷规模略有收缩，但是在这样低迷的流动性数据之下依然保持着相当大的绝对数。从结构上来看，短期贷款和票据融资成为本月新增贷款的主要部分，而其中票据融资的增加是本月短期贷款新增的主要原因。本月居民贷款虽然仍然创出近三个月的新高，但是 813 亿元的企业中长期贷款较上个月出现了较大程度的回落，结合我们在对于实体数据点评中的观点，这说明虽然央行的银根开始放松，但是由于对于经济前景的悲观预期，企业进行长期贷款进行投资的意愿可能并不强烈。
- 结合 11 月的实体数据，我们认为货币政策的超调风险已经非常大了，甚至可以说中国整个宏观经济“硬着陆”的风险都已若隐若现，这种风险的显现会倒逼政策当局的政策更加宽松或者说市场可能期待央行在政策面上有着更加明确的表态，考虑到本月价格水平的下降已经使得货币政策操作的空间完全打开，我们认为在新年前后再次进行降准操作的可能性已经大大增加。
- 外汇占款的风险依然需要提示。目前来看，国内企业和个人结汇意愿的降低和外资的流出都是基于对于全球经济增长减弱而风险增加的预期，这种预期对于中国流动性供给的压力将是长期性的。

联系人

秦培景

电话：(8621) 5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

分析师

郇彬 (S1180511050001)

相关研究

估值修复、超跌反弹.....	2011/10/9
主权债务风暴下的经济着陆.....	2011/10/3
美国主权债务评级下调的冲击.....	2011/8/7
欧债危机的逻辑与前景.....	2011/8/7
美债之争.....	2011/7/29
流动性锦标赛：大经济体货币政策前瞻.....	2011/4/24
消费的新支点：个税改革与保障房建设.....	2011/4/6
日本大地震的经济余波与风险提示.....	2011/3/13
全球宏观大图景中东篇：油与血.....	2011/3/13
2011 年宏观经济十大预测：从危机后到后危机.....	2011/1/11
全球宏观经济大图景：三次失衡、三个世界、三足鼎立.....	2010/11/23
日本：高收入水平陷阱.....	2010/9/27

2011年11月中国宏观数据发布情况（截至12月15日11:04）

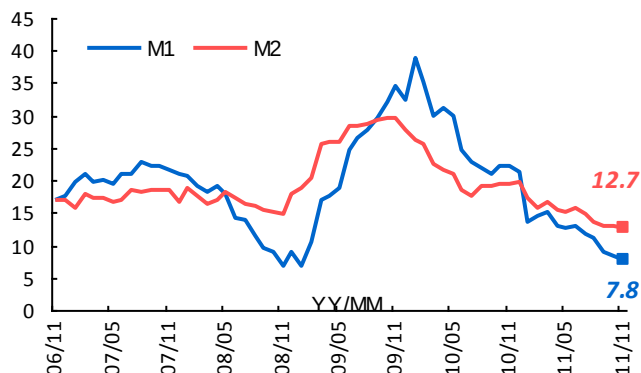
指标	单位	2011			最新	发布日期	11月		宏源预测
		8月	9月	10月	11月		市场预期		
国民经济核算									
实际GDP	同比%	9.10				2012年1月			
实际GDP	季调环比%	2.30				2012年1月			
名义GDP	十亿人民币	11491				2012年1月			
工业活动									
工业增加值	季调环比%	0.92	1.12	0.88	0.91 ↑	12月9日			
工业增加值	同比%	13.5	13.8	13.2	12.4 ↓	12月9日	12.6	↓	12.6 ↓
工业增加值: 累计	同比%	14.2	14.2	14.1	14.0 ↓	12月9日	13.9	↑	14.0 =
工业企业利润: 累计	同比%	28.2	27.0	25.3		12月27日			
工业企业收入: 累计	同比%	29.9	29.6	29.1		12月27日			
消费									
名义消费品零售	季调环比%	1.25	1.34	1.30	1.27 ↓	12月9日			
名义消费品零售	同比%	17.0	17.7	17.2	17.3 ↑	12月9日	16.8	↑	17.0 ↑
名义消费品零售: 累计	同比%	16.9	17.0	17.0	17.0 =	12月9日	17.0	=	17.0 =
名义消费品零售	十亿人民币	1471	1587	1655	1613 ↓	12月9日			
实际消费	同比%	10.4	11.0	11.3	12.8 ↑				
投资									
固定资产投资	季调环比%	1.69	0.12	1.23	-0.19 ↓	12月9日			
固定资产投资: 累计	同比%	25.0	24.9	24.9	24.5 ↓	12月9日	24.8	↓	24.8 ↓
固定资产投资: 累计	十亿人民币	18061	21227	24137	26945 ↑	12月9日			
FDI实际利用额	同比%	11.1	7.9	8.7	-9.8 ↓	11月10日			
对外贸易									
贸易差额	十亿美元	17.8	14.5	17.0	14.5 ↓	12月10日	15.2	↓	15.2 ↓
出口额	十亿美元	173	170	157	174 ↑	12月10日			
进口额	十亿美元	156	155	140	160 ↑	12月10日			
出口	同比%	24.4	17.0	15.8	13.8 ↓	12月10日	10.9	↑	12.1 ↑
进口	同比%	30.4	21.1	29.1	22.6 ↓	12月10日	18.8	↑	19.3 ↑
价格									
CPI	环比%	0.3	0.5	0.1	-0.2 ↓	12月9日			
CPI	同比%	6.2	6.1	5.5	4.2 ↓	12月9日	4.5	↓	4.6 ↓
CPI-非食品	同比%	3.0	2.9	2.7	2.2 ↓	12月9日			
CPI-食品	同比%	13.4	13.4	11.9	8.8 ↓	12月9日			
PPI	环比%	0.1	0.0	-0.7	-0.7 =	12月9日			
PPI	同比%	7.3	6.5	5.0	2.7 ↓	12月9日	3.4	↓	3.4 ↓
PPI-购进价格指数	同比%	10.6	10.0	8.0	5.1 ↓	12月9日			
PPI-生产资料	同比%	8.0	7.1	5.2	2.6 ↓	12月9日			
PPI-生活资料	同比%	4.8	4.6	4.2	3.1 ↓	12月9日			
货币金融									
M1 货币供应	同比%	11.2	8.9	8.4	7.8 ↓	12月14~22日	8.6	↓	8.6 ↓
M2 货币供应	同比%	13.6	13.0	12.9	12.7 ↓	12月14~22日	12.8	↓	12.7 ↓
新增人民币贷款	十亿人民币	549	470	587	562 ↓	12月14~22日	550	↑	520 ↑
新增外汇占款	十亿人民币	377	247	-25		12月14~22日			
官方外汇储备	十亿美元	3262	3202	0					

数据来源: Bloomberg, CEIC, “市场预期”值为Bloomberg市场调查甲位数; 宏源证券研究所

一、货币数据概况：依然保持弱势

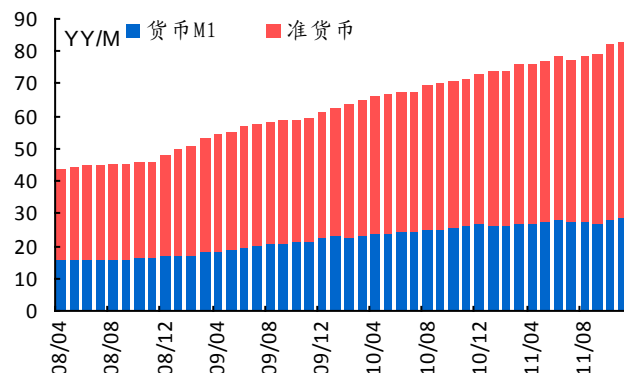
中国人民银行12月14日公布货币金融数据显示,11月末,广义货币(M2)余额82.55万亿元,同比增长12.7%,依然低于市场预期(市场:12.8%↓,宏源:12.7%!),M2同比比上月低0.2%,比上年同期低6.8个百分点;狭义货币(M1)余额28.14万亿元,同比增长7.8%(市场:8.6%↓,宏源:8.6%↓),M1同比分别比上月末和上年同期低0.6和14.3个百分点(图7,图8);流通中货币(M0)余额4.73万亿元,同比增长12.0%。

图 1: 货币供应量同比增长 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

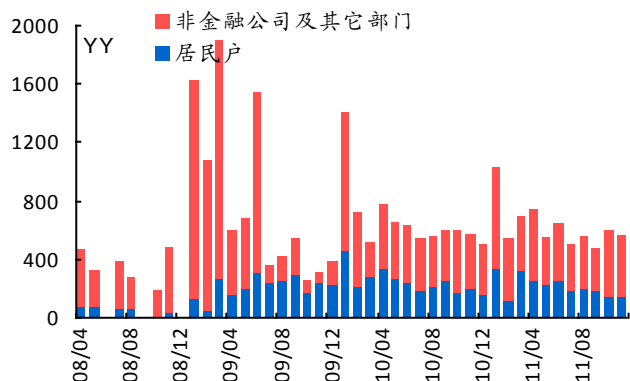
图 2: 货币供应量 M2 构成 (万亿人民币)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

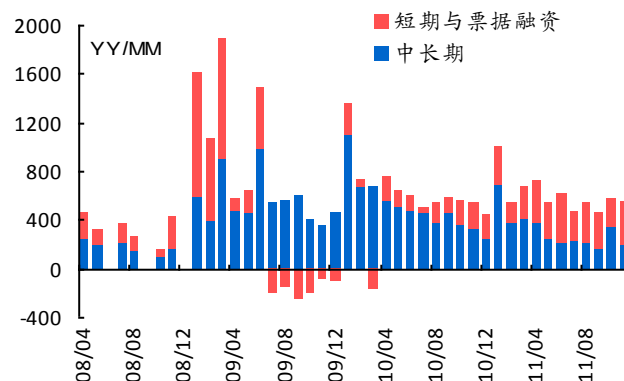
11月末,本外币贷款余额57.43万亿元,同比增长15.6%。人民币贷款余额54.06万亿元,同比增长15.6%,分别比上月末和上年同期低0.2和4.2个百分点。当月人民币贷款增加5622亿元(市场:5500亿元↑,宏源:5200亿元↑),同比多增78亿元。分部门看,住户贷款增加1435亿元,其中,短期贷款增加299亿元,中长期贷款增加1136亿元;非金融企业及其他部门贷款增加4183亿元,其中,短期贷款增加2847亿元,中长期贷款增加813亿元,票据融资增加360亿元。本月信贷规模略有收缩,但是在这样低迷的流动性数据之下依然保持着相当大的绝对数。从结构上来看,短期贷款和票据融资成为本月新增贷款的主要部分,而其中票据融资新增额由上个月的-700亿元翻正为本月的360亿元是本月短期贷款新增的主要原因。上个月的中长期贷款特别是企业的中长期贷款增量非常大,我们认为这是信贷放松开始的标志,本月居民贷款虽然仍然创出近三个月的新高,但是813亿元的企业中长期贷款较上个月出现了较大程度的回落,结合我们在对于实体数据点评中的观点,这似乎说明虽然央行的银根开始放松,但是由于对于经济前景的悲观预期,企业进行长期贷款进行投资的意愿可能并不强烈。

图 3: 新增贷款按部门结构 (十亿人民币)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

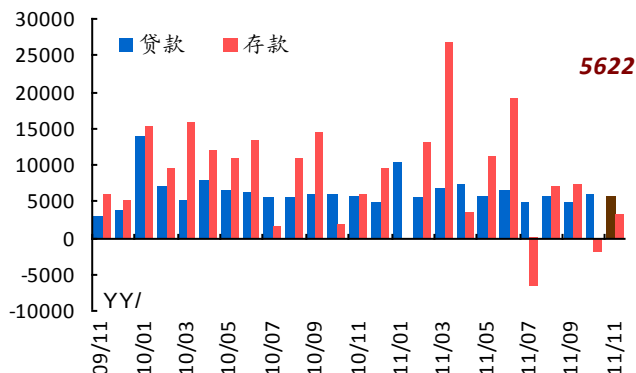
图 4: 新增贷款按期限结构 (十亿人民币)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

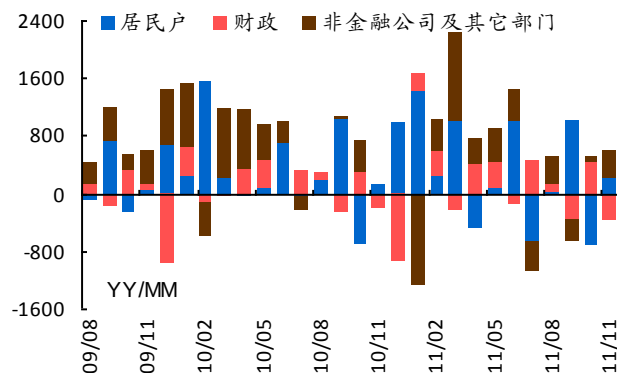
11月末，本外币存款余额 81.21 万亿元，同比增长 13.0%。人民币存款余额 79.51 万亿元，同比增长 13.1%，分别比上月末和上年同期低 0.5 和 6.5 个百分点。当月人民币存款增加 3247 亿元，同比少增 2626 亿元。其中，住户存款增加 2103 亿元，非金融企业存款增加 3731 亿元，财政性存款减少 3763 亿元。本月新增存款数据较上个月存款的净减少有所回升，但是依然保持在很低的水平，值得注意的是财政存款本月出现了净减少，居民存款则由负转正。

图 5：新增人民币存款（亿人民币）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

图 6：新增人民币存款构成（十亿人民币）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

二、信贷数据提示长期流动性反转

整体上来看，本月的流动性的水平虽然仍有下降，但是下降幅度已经明显放缓，这更坚定了我们长期流动性反转已经临近的判断。中央的“预调微调”的表态以及顺应国际形势的降准似乎都说明了中国货币当局已经抛弃了紧缩的货币政策而转向稳健，基于此，考虑到降准可以释放的大约 4000 亿的流动性，我们认为本月的货币供应数据可能已经是一个底部，下个月这一数值就将出现回升。

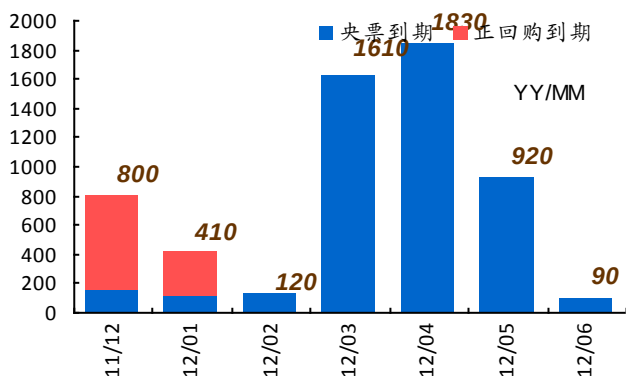
在政策面的带动下，上个月信贷数据已经提前出现了反转，本月的信贷数据虽然总量继续高于预期，但是企业信贷的数据特别是关键的中长期贷款数据比较平庸。我们认为这并不是银行体系惜贷的结果，本月票据融资一反常态的回升似乎已经说明货币当局对于银根的放松，但是这种放松并没有使得代表企业长期投资需求的中长期贷款上升，我们认为这可能是由于在经济下行的预期之下，企业投资的意愿明显降低的缘故，这一点也可以和我们对于实体数据分析中整个供给端下行风险加剧的判断相一致。

存款数据方面，本月新增存款较上个月出现了一定程度的回升，但是整体水平依然不高，和没有季节挪移因素干扰相比的 8 月和 5 月相比都明显减少，这与货币供给的整体弱势相对应。之前被期待的 4 季度流动性的重要支撑财政存款本月减少了 3763 亿元，这证明了我们在 4 季度策略报告中关于财政存款纪律性强存续时间短而难以被用作长期流动性的来源的判断，其上个月对于流动性的改善只是暂时现象。但是居民户存款由负转正是个好的标志，其可能意味着在通胀下行的预期之下，货币脱媒的压力有所减轻。这似乎说明未来存款数据和流动性供应的回升。

11 月份的公开市场操作方向依然是以正投放为主，央行显然在竭力控制着流动性的平衡，以实践“微调”和定向宽松的政策主题。在 11 月底降准之后，货币流动性供给相对充裕之后，12 月初，央行又开始进行净回笼资金，这似乎说明，央行还没有下定决心彻底放开货币闸门，至少从目前来看，“稳健”还不能过早地被解读为“放松”，在平衡中微调依然是央行坚持的政策取向。但是由于我们对于整个宏观经济走势的悲观判断，

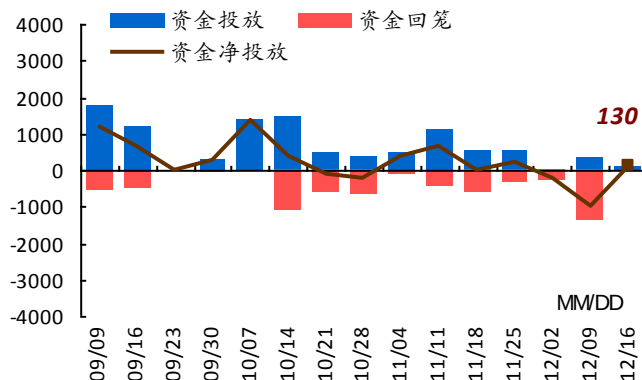
我们还是认为央行的货币政策有可能在明年初就进行进一步的放松。

图 7：未来各月央行被动资金投放情况（亿元）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

图 8：货币投放与回笼（周合计，亿元）



数据来源：CEIC，横轴坐标为每周五，宏源证券研究所

三、政策判断

本月通胀水平进一步出现了下降，我们认为 12 月的通胀水平在 4% 以下已经是一个很大概率的事件。结合 11 月的实体数据我们认为货币政策的超调风险已经非常大了，甚至可以说中国整个宏观经济出现“硬着陆”的风险都已经开始若隐若现，这种风险的显现会倒逼政策当局的政策更加宽松或者说市场可能期待央行在政策面上有着更加明确的表态，考虑到本月价格水平的下降已经使得货币政策操作的空间完全打开，我们认为在新年前后再次进行降准操作的可能性已经大大增加。本月很可能将成为一个流动性的拐点，预计 12 月中国的流动性的局面会出现些许回暖。

还有一点需要指出的是关于外汇占款减少的风险，我们在之前的报告中已经指出了外汇占款的减少给中国流动性长期供给带来的压力，目前来看，国内企业和个人结汇意愿的降低和外资的流出都是基于对于全球经济增长减弱而风险增加的预期，这种预期不但意味着人民币升值外资持续大量流入的局面的打破，也使得中国整体货币供给的中枢可能会出现长期的下移，这依然是我们需要提示的长期重要风险，基于此我们认为 2012 年 M2 的增速不会很高，而是会停留在 13.4% 的水平，而货币政策会在 1 季度中连续出现宽松并维持到第 2 季度，在年末，随着流动性局面的改善和通胀的回升，可能会重新出现收紧。

分析师简介:

邴 彬: 宏源证券研究所首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

秦培景: 宏源证券研究所宏观分析师, 复旦大学金融学博士, 主要研究领域为开放宏观经济学, 对外经济政策, 人民币汇率; 于 2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群	
	010-88085798	010-88085111	010-88085756	
	guozhenju@hysec.com	muxiaofeng@hysec.com	sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐	王俊伟	赵佳	奚曦
	010-88085978	021-51782236	010-88085291	021-51782067
	zhangjun3@hysec.com	wangjunwei@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红	贾浩森	雷增明	罗云
	010-88085788	010-88085279	010-88085989	010-88085760
	cuixiuhong@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	leizengming@hysec.com	luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁			
	010-88085991			
	zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。