

## 时空两个维度都反应流动性拐点不真实，仍需等待

——12 月份金融数据点评

### 宏观报告

发布时间：2012 年 01 月 09 日

#### 投资要点：

- 本月重点关注数据：信贷大增，但票据融资仅小幅反弹，而企业中长期贷款继续下降。
- 核心观点：信贷增加反应货币放松程度提高，但市场流动性反映有 2-3 个月时滞，从时间角度看拐点不真实；
- 票据融资并未大幅增加而企业中长期贷款下降，表明货币反弹的空间仍不够，仍需等待这两个信号的确认；
- M1 和 M2 名增实降，表明经济活跃度仍向冷，工业生产仍将保持下降趋势；
- 货币供需提高导致短期利率回升，春节降准的可能性较大。
- 12 月份 M1、M2 和信贷都出现了明显反弹。但反弹不真实。原因在于：（1）剔除季节性和不规则因素，M1 和 M2 的趋势循环值继续下降，也没有出现跌幅趋缓迹象，表明流动性拐点并未真正来临。
- （2）根据流动性需求的反弹经验，票据融资和企业中长期贷款应出现较大的反弹。12 月份票据融资增加 512 亿元，比 11 月提高了 152 亿元，但并未突破前期平台，而企业中长期贷款反而下降 96 亿元至 717 亿。流动性反弹不踏实。而对比信贷结构，发现企业短期贷款比上月多增 719 亿，此为节前企业应付短期流动性需要。
- 因此，我们维持上期的推断，即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。当前在时、空两个维度都不支持流动性拐点来临。
- 货币放松仍是预期中，但两点提示我们对流动性的宽松预期应保持警惕：（1）元旦并未如期降准，而央行干预外汇市场，12 月份外币存贷款明显增加表明干预政策在一定程度延缓热钱流出，同时也表明监管层动用汇率工具的意愿强于连续、快节奏降准，且强调停发央票和动用逆回购，春节虽可能降准，但预防低于预期；
- （2）货币内生增长疲弱，加上时滞效应，即使降准也未必就在 1、2 月份迎来真正拐点。

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

## 主要事件:

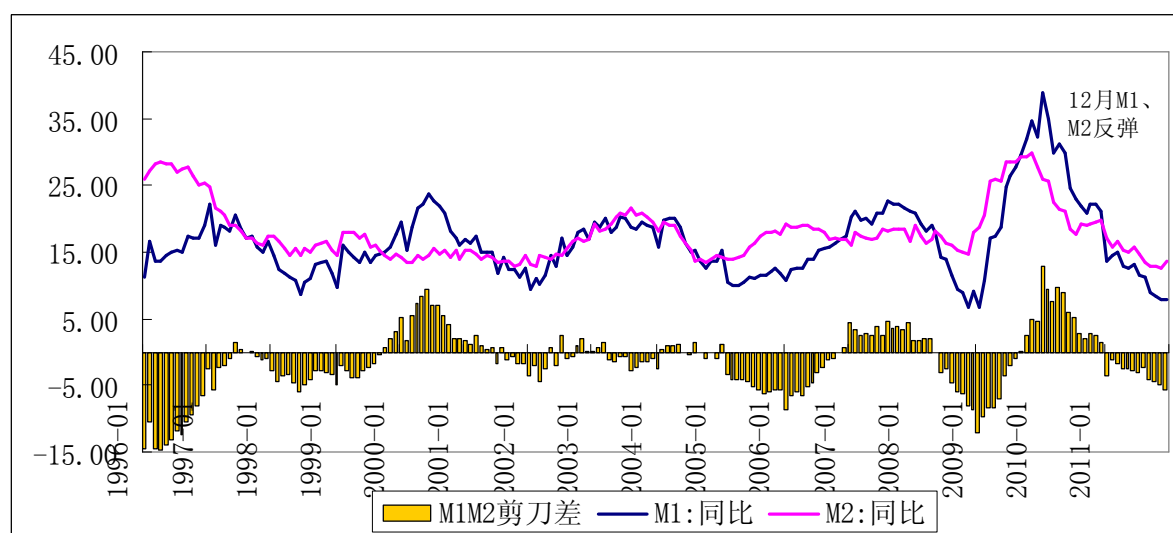
1月8日央行公布12月份金融数据,广义货币(M2)余额85.16万亿元,同比增长13.6%;狭义货币(M1)余额28.98万亿元,同比增长7.9%。12月份,人民币贷款增加6405亿元,外币贷款增加75亿美元;12月份,人民币存款增加1.43万亿元。

## 点评:

### 1、货币增速反弹,但时空两维度不支持真实拐点

12月份M1、M2和信贷都出现了明显反弹。当月信贷比11月份多增783亿元,且M2反弹明显,从12.7%反弹至13.5%。而M1也从7.8%反弹至7.9%。货币观点似乎来临。但我们认为时空两个维度都不支持本月的反弹为真实拐点。

图1: 12月货币增速反弹,流动性拐点似乎来临



资料来源: wind, 东北证券

(1) 剔除季节性和不规则因素, M1和M2的趋势循环值继续下降,也没有出现跌幅趋缓迹象,表明流动性拐点并未真正来临。12月份的M1和M2的趋势循环值分别为7.0和12.3%,比上月下降0.8和0.3个百分点,不仅下降,且并未降幅放缓。

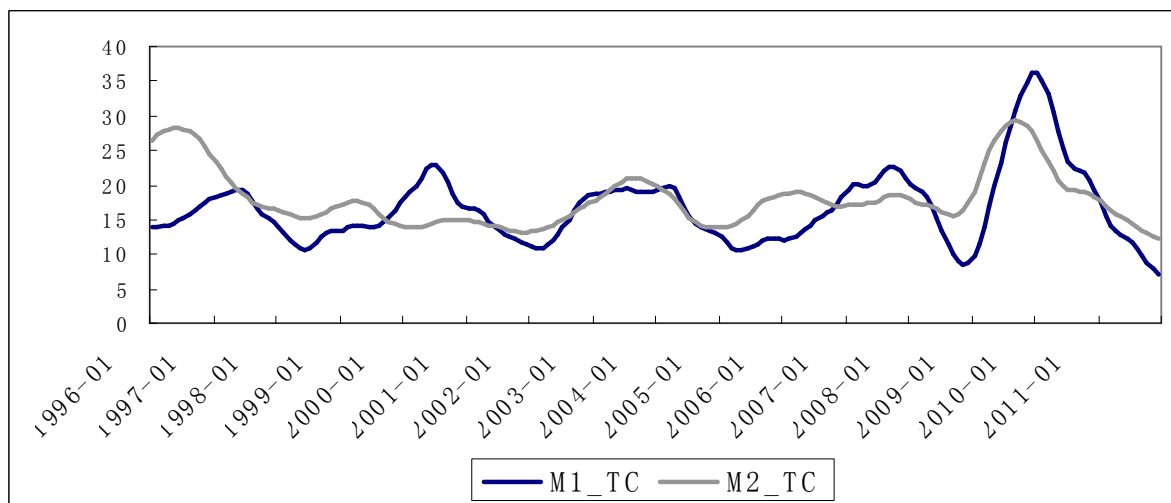
从时间角度看,货币放松导致的货币增加存在一定的时滞。根据以往经验,降准后2-3个月, M2和M1会有明显反映,货币增速会出现拐点。11月30日,央行实行危机后首次降准,12月的信贷明显上升。按照这个节奏,在2-3个月的时滞后的2012年2月份左右或许有望迎来增加。而M2领先于M1,流动性拐点将首先迎来M2的真实反弹,而当前并未实现。

(2) 根据流动性需求的反弹经验,票据融资和企业中长期贷款应出现较大的反弹。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。

12月份票据融资增加512亿元,比11月提高了152亿元,但并未突破前期平台,而企业中长期贷款反而下降96亿元至717亿。流动性反弹不踏实。而对比信贷结构,发现企业短期贷款比上月多增719亿,此为节前企业应付短期流动性需要。

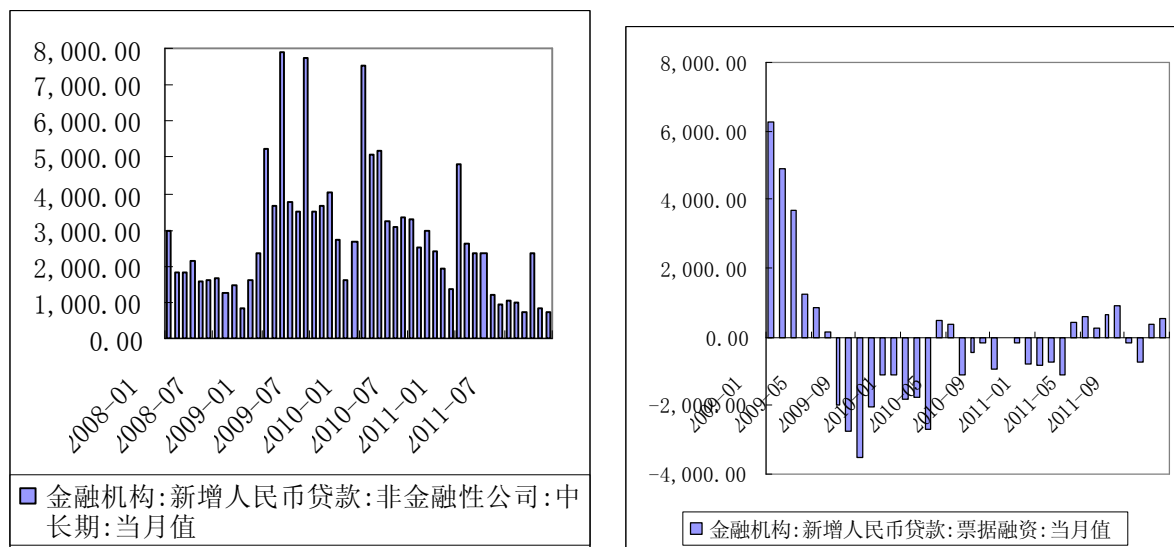
因此，我们认为流动性拐点仍需更强信号，维持乐观估计 2012 年 2、3 月有望迎拐点的判断。

**图 2：12 月的 M1\_TC 和 M2\_TC 继续下降，表明流动性拐点不真实**



资料来源：wind，东北证券

**图 3：12 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**



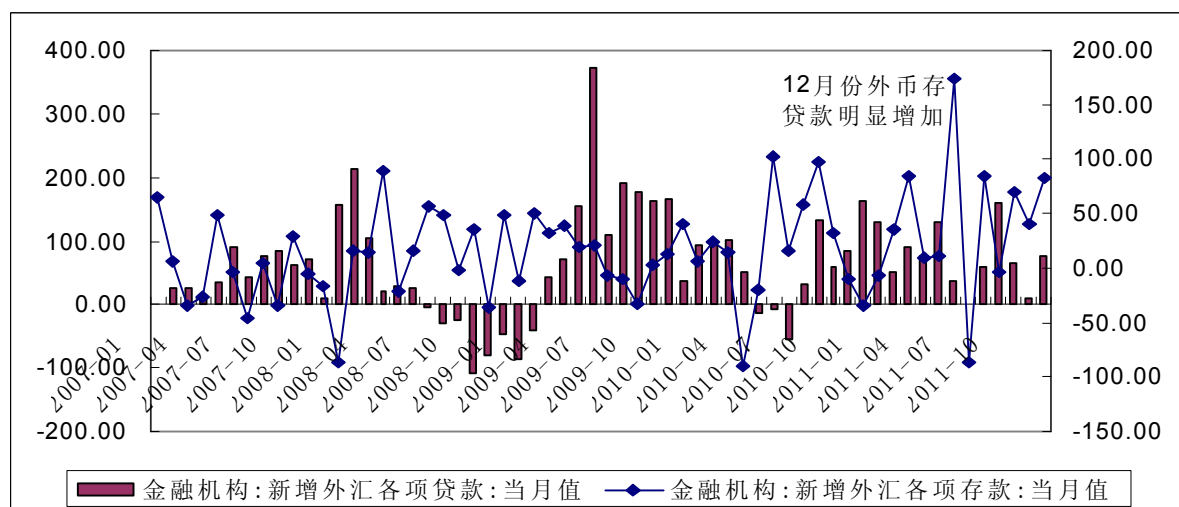
资料来源：wind，东北证券

## 2、外币存贷比反应热钱流出趋缓，央行干预效应明显，也反应央行动用汇率工具的意愿强于连续快节奏降准

当月外币贷款增加 75 亿美元，比上月增加了 67 亿美元。而外币存款增加 83 亿美元，比 11 月份的 41 亿美元多增 42 亿美元。外币存贷款业务明显强于 11 月份。考虑到 NDF 和美元兑人民币中间价的背离以及 12 月下旬的所谓连续跌停，央行近期对外汇市场的干预在加强。

而 12 月份外币存贷款明显增加表明干预政策在一定程度延缓热钱流出,同时也表明监管层并不想太快通过降准来放水,反应央行动用汇率工具的意愿强于连续快节奏降准。

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。