

流动性拔河比赛：正方扳回一局

证券分析师：周炳林

0755-82130638

zhoublin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120066

证券分析师：崔嵘

021-60933159

cuiorong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120057

事项：

央行公布 2011 年 12 月金融数据，货币增速有所反弹。

评论：

■ 流动性拔河比赛：正方扳回一局

市场渴望已久的货币增速反弹终于到来，这是流动性松紧的“结果指标”，无疑为经济前景和资本市场的演变提供了积极支持，需要引起重视。

当前，影响最终货币供应的重要“过程变量”大约有 5 个：

- (1) 外汇占款增减；
- (2) 准备金调整；
- (3) 公开市场操作；
- (4) 居民/企业现金偏好——效应类似提准，春节期间重要；
- (5) 贷存比和资本充足率对货币创造的影响。

在这 5 大变量中，外汇占款流出、股份制银行及个别国有大行贷存比触线、个别国有大行资本充足率触线等，制约着最终货币供应按照微调预调方针变化，而准备金、公开市场操作近期推动着最终货币供应加快增长，不妨将其比作一场流动性的拔河比赛，11 月的“结果”为消极因素盖过积极因素，降准而货币增速下降，而 12 月的“结果”则显示，正方扳回了一局。

展望未来，外汇占款流出的原因未消除；股份制银行贷存比（12 月存款增加集中于国有大行）、个别国有大行资本充足率触线；居民/企业现金偏好春节临近时提高，决定着这场流动性的拔河比赛仍然将延续，但正方的力量似乎有所加强，因（1）国有大行的贷存比约束可能都不存在、（2）公开市场操作力度加大、（3）可能降准。

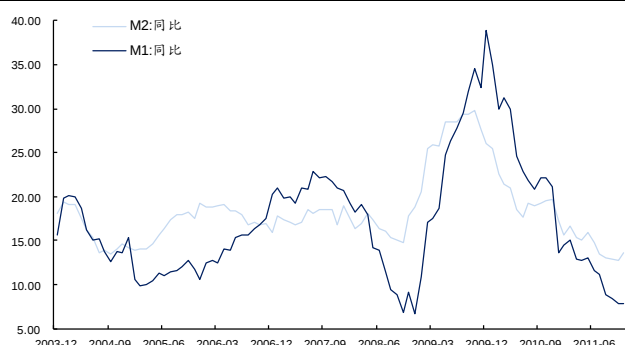
■ 货币供应增加更加集中于居民储蓄

截止 12 月末，M2 余额 85.16 万亿元，较 11 月底的 82.54 万亿增加 2.6 万亿，M2 增量创历史新高。M2 同比增长 13.6%，比 11 月末高 0.9 个百分点，为连续下跌后首次反弹。M2 余额增长加快的原因，大部分是财政存款释放——12 月财政存款减少 1.23 亿，对应的是基础货币的增加。

M1 余额 28.98 万亿元，较上月底增加了 8000 亿元，同比增长 7.9%，比 11 月末高 0.1 个百分点。考虑到贷款增加 6400 多亿元，以及财政存款支出较快等因素，M1 增长偏慢，M1、M2 增速的偏差反映存款增加主要分布于居民，12 月居民存款增加 1.61 万亿，企业存款增加 8009 亿，企业居民存款增加合计 2.4 万亿，接近 2.6 万亿的 M2 增量；M1 增量 8384 亿，接近新增企业存款 8009 亿。

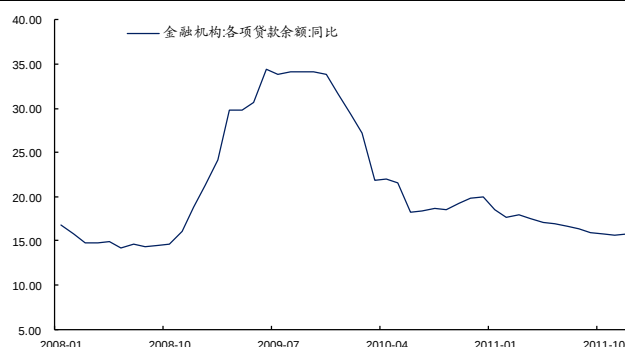
今年 M1 余额从年初的 26.6 万亿，到年底的 28.98 万亿，仅增加了 2.28 万亿，是最近几年增长较慢的一年。目前 M2 增速距离传统正常增速的 15% 并不远，这反过来制约了 M2 反弹的幅度和时间长度，未来 M1 反弹的幅度和时间长度更加值得关注。

图 1: M2 增速低位反弹



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 2: 人民币贷款余额增速



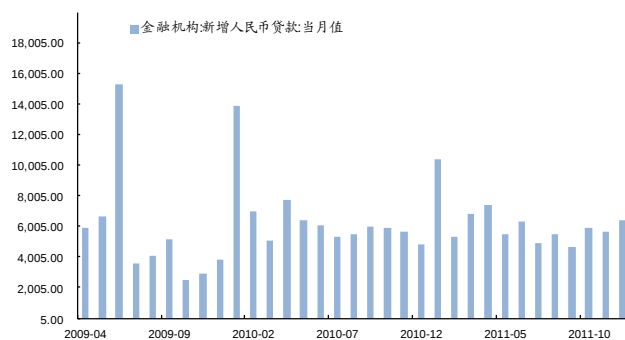
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

■ 贷存比约束略有缓解，但幅度有限

12 月份新增贷款 6405 亿元，较 11 月多增 783 亿，高于市场预期。全年人民币贷款为 7.47 万亿元，低于 2010 年的 7.92 万亿元；人民币贷款余额为 54.79 万亿元，同比增长 15.8%，比上年末低 4.1 个百分点。12 月份贷款增长较快，透露出管理层在经济下滑较快的情况下，加快了预调微调的力度。自从政策透露出预调微调的信号后，我们判断 11 和 12 月份贷款投放不会低于 6000 亿元，而 11 月份仅为 5622 亿元，应该与部分银行的存贷比接近上限有关。

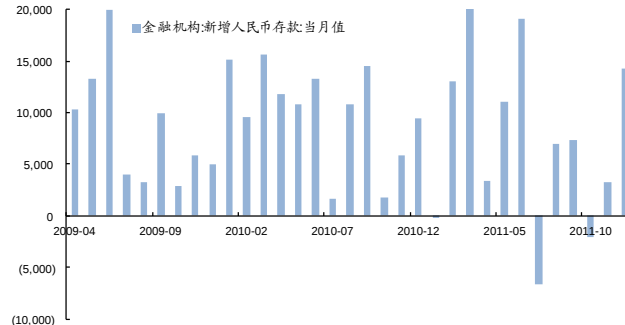
未来一个季度贷存比触线制约银行放贷能力的问题虽略缓解，但幅度有限，因为 12 月人民币存款增加 1.43 万亿元，但 4 大行增 1.25 万亿，虽然个别大行原先存在的贷存比约束基本消除，但国有大行之外的银行存款增加很少，这部分银行恰恰是最需要新增存款以形成货币创造能力的主体。

图 3: 12 月份贷款投放 6405 亿元略超预期



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 2: 12 月份存款增加较快是因财政支出加快所致

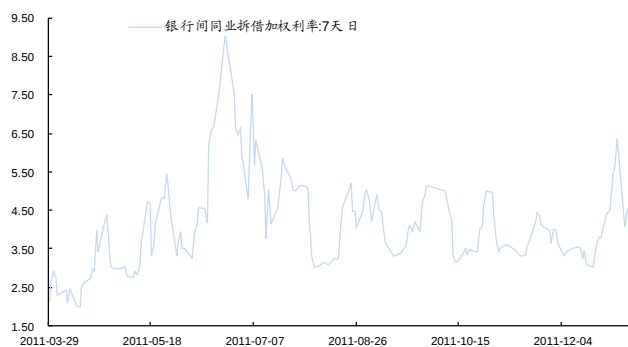


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

■ 仍需动用准备金或公开市场操作对冲外汇占款减少

从外围市场来看，资金持续流出新兴市场国家的趋势还没有出现逆转的迹象，我国 12 月份的外汇占款应该还是会继续处于低位水平，或继续下降；未来一个季度，外汇占款下降或增长极慢的势头还将持续。因此，希望通过外汇占款向市场注入流动性，已不可行，因此，为保证央行一贯以来所谓的“经济社会发展正常资金需求”，注入流动性完全依靠央行的操作：或降准、或公开市场操作——逆回购或者停止回购到期资金。

图 5: 7 天期银行间同业拆借利率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 6: 债券价格 9 月份已经开始持续上涨



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

相关研究报告

- 《经济快评-经济增长指标跟踪：12月工业增速缩窄将超预期》——
2012-01-04
- 《宏观快评：12月CPI约3.9-4.1%，菜价快速上涨延缓通胀回落》——
2011-12-26
- 《货币数据跟踪：尚未见到全面宽松的证据》——2011-12-19
- 《增长放缓，但并未引起过度担忧：11月总体看法及分行业数据比较》——
2011-12-12
- 《降准是外汇占款下降太快所致》——2011-12-01

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	谨慎推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数5%-10%之间
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。