

央行逆回购为哪般？12月新增信贷有蕴含？

宏观快评（2012年1月9日）

◆ 事件

1月6日，央行发布公告称“为促进春节前银行体系流动性平稳运行，人民银行决定春节前暂停中央银行票据发行，并根据实际需求开展短期逆回购操作”。1月8日，央行公布《2011年金融统计数据报告》，数据显示11年12月新增信贷6405亿，全年新增信贷7.47万亿。

◆ 我们的观点

这两件事情令市场对货币政策的未来走向产生诸多揣测。一方面，央行明确表示春节前开展逆回购操作，而不是再次下调存款准备金率，让市场不禁相信货币政策实际上还是“紧”的；另一方面，12月新增信贷明显超出市场预期（Wind机构预测均值为5800亿），又让市场觉得货币政策已经非常“松”了。我们认为，目前货币政策还未到全面收紧或放松的地步。维持货币市场流动性的充裕，保证信贷对实体经济的支持力度是当前货币政策的首要目标。不管是改用逆回购操作，还是11年12月新增信贷的放量，都是货币政策在预调微调上下更多功夫的表现。下一步，货币政策走向进一步宽松的程度和时点，仍取决于经济增长中的隐忧在多大层面上展开。

◆ 央行逆回购为哪般？

一句话，央行在春节前用短期逆回购来替代下调存准，是用常规操作替代非常规操作，以时间来换空间。如果春节过后资金面能够明显缓解，央行自然不必冒通胀再度反弹的风险进一步下调存准。毕竟，央行反通胀立场从未真正动摇过。具体而言，我们认为有两个原因促成央行选择逆回购而非下调存准：

一是央行不想形成将连续下调存款准备金率的预期。在通胀再度反弹担忧并未完全散去的背景下，央行会慎用存款准备金率工具，而多用日常的公开市场操作（包括使用频率相对较低的逆回购在内）。毕竟，虽然目前央行若进一步下调存款准备金率，充其量只能算是一种平抑流动性的中性工具，但在社会公众眼中仍然是一个体现货币政策松紧的强烈信号。二是在外汇占款走势不确定的背景下，央行可能希望保留更多的灵活性。最近两月我国外汇占款持续负增长（图1），除与贸易顺差明显回落有关外，与近期投资者对中美经济增长前景的预期差也有很大关系。可以设想一种情境：如果中国经济增长中的不确定性得到较为充分释放，而美国经济复苏终被证明只是个缓慢而温和的过程，那么资金流动完全可能掉转方向。考虑到中国相对较高的经济增速，以及仍未消除的人民币升值压力，资金再度大规模流入的可能性也是不能排除的。如果节后外汇占款走势逆转，央行自然不必急于在春节前再次下调存准，短期逆回购操作就足以令货币市场稳定下来。当然，如果春节过后外汇占款依然低迷，那么央行进一步下调存准的必要性就还是存在的，不过那是后一步的事情了。

◆ 12月新增信贷有蕴含？

11年12月新增信贷并未超出预期，不宜视为货币政策已经大举放松的信号。理由在于：11年前3季度，信贷投放节奏基本滞后于正常年份；进入4季度，在信贷持续反季节增长的情况下，全年新增信贷才达到7.47万亿（图2）。这与之前市场预计的7.5万亿相差无几。全年M2增速13.6%也未超出央行年初制定的15%的上限目标（图3）。整体来看，4季度每月信贷投放基本维持在6000亿左右，只是由于不同时间点商业银行存贷比考核的约束效应存在差异，单月信贷规模才出现波动。12月，在短期银行理财产品年前集中到期，以及一万多亿财政存款集中投放影响下，人民币存款迅猛增长（图4）。年末存贷比考核对商行放贷能力的约束因此缓解不少，这是12月新增信贷较上月增加800多亿的重要原因。可以说，11年4季度以来的信贷走势完全符合我们之前的预期：为保证基建投资触底回升的态势，维持投资总体稳健的格局，同时也为缓解中小企业融资困境，避免就业状况的恶化，进入4季度后信贷会逐渐松动。而且央行为避免造成宏观经济的波动，会保持信贷投放的大致平稳。我们预计，在平稳信贷投放之下，今年1季度经济环比增速会有望逐渐企稳甚至略为回升。

联系人

徐高

010-56513082

gaoxu@ebscn.com

联系人

钟正生

010-56513077

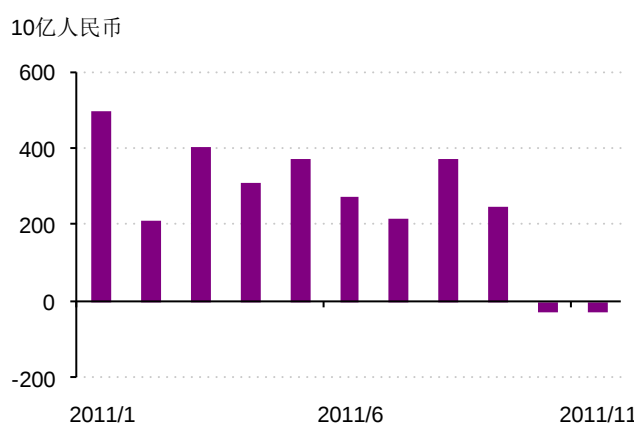
zhongzs@ebscn.com

分析师

何媛媛

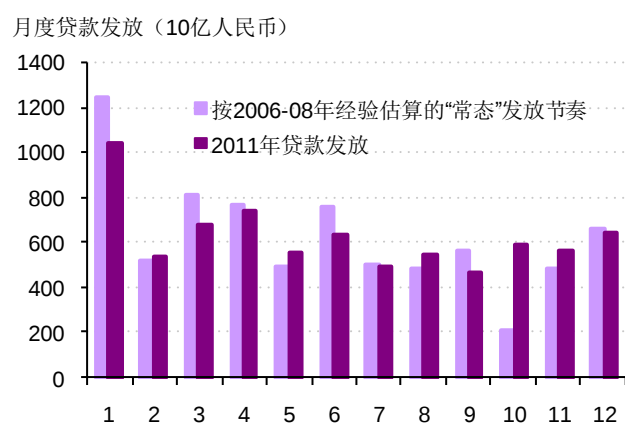
(执业证书编号：S0930511010008)

图 1. 最近两月外汇占款连续负增长



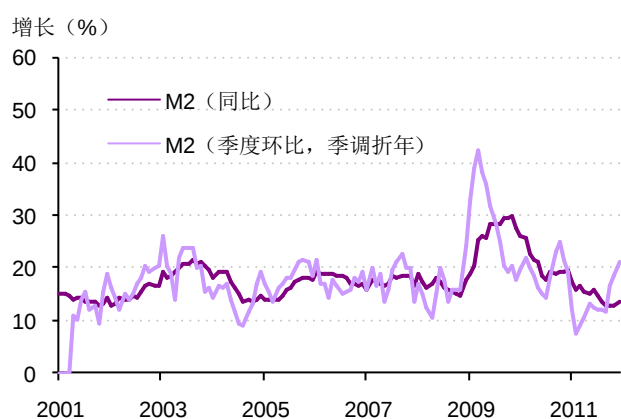
资料来源: CEIC

图 2. 11 年信贷投放前紧后松



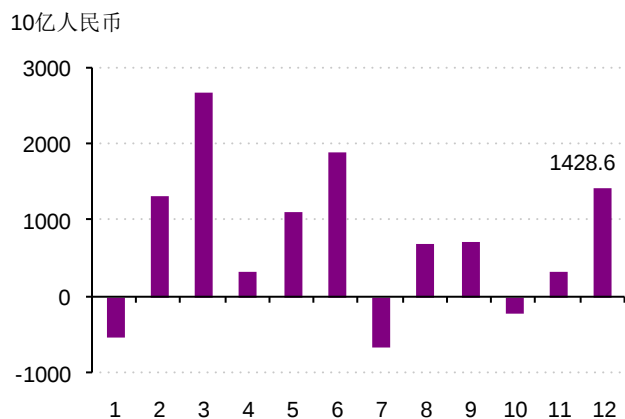
资料来源: CEIC

图 3. 11 年 M2 增速未超央行年初设定目标



资料来源: CEIC

图 4. 11 年 12 月人民币存款迅猛增长



资料来源: CEIC

表格 1. 2011 年 12 月金融数据实际值和预测值

同比 (%)	2011-9	2011-10	2011-11	2011-12	2011-12 光大预测	2011-12Wind 机构预测均值
新增人民币贷款 (亿)	4700	5868	5622	6405	6000	5825
M2 增速 (%)	13.0	12.9	12.7	13.6	12.3	13.1

资料来源: WIND

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐高，北京大学中国经济研究中心经济学博士，西南交通大学工学硕士、学士。2011年5月加入光大证券，任首席宏观分析师。之前，曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。

钟正生，中国人民大学经济学博士，湘潭大学经济学硕士，曾任职中国人民银行，从事宏观经济和货币政策研究，2011年4月加盟光大证券研究所宏观团队，任宏观分析师。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebscn.com

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。