

市场自我改善化解冰点 2 月份 M2 迎真实拐点

——1 月份金融数据点评

宏观报告

发布时间：2012 年 02 月 12 日

投资要点：

- 核心观点：货币增速跌幅超预期反应经济的困境，但难以促使央行在短期降准，此将修正对政策放松的乐观预期。但热钱有望回流，流动性的市场自我改善将化解货币增速的冰点，乐观判断 2 月份 M2 迎真拐点，而 M1 仍需等待 1-2 月。
- 上月我们明确提出货币反弹不真实，且预测 1 月份货币增速回落。但热钱流出而政策放松低于预期、内生需求不足和春节假期三因素叠加使得货币增速跌幅超我们及市场预期。
- 信贷的两个角度反应短期经济仍不容乐观，（1）中小银行的放贷偏低。此可能反映了中小企业仍处于相对艰难的困境；（2）企业票据融资和中长期贷款偏低，企业新增票据融资仅为 80 亿，而中长期贷款仅为 2350 亿。
- Shibor 在节后明显下降表明流动性供给相对宽松，也表明监管层未收紧货币，而是需求不旺。而新增信贷的有限增长和市场利率的快速下降反映了经济仍处于下行调整。
- 元旦以来央行迟迟未兑现市场降准的预期已经表明监管层谨慎、动态、灵活操作的态度，不会大幅度注入流动性。本月的数据可能促市场修正对政策放松的乐观预期。
- 但市场自身而非依赖货币政策促进货币拐点来临，维持前期提出到 2、3 月份迎货币拐点的判断，原因在于：（1）NDF 所反映的升值预期有望带动热钱回流；（2）政策持续维稳有望激发企业的投资，提高货币内生增速。
- 根据我们分析，M2 的周期循环值已经回升，2 月份真实拐点来临将是大概率，最晚将在 3 月份。预计 2 月份的 M2 回升至 13.4-14.1%间，而 M1 也将反弹至 6.5-7.6%间，但维持真实 M1 真实拐点在 3-4 月份的判断。
- 综合看，我们认为当前市场利率已经反映资金供给相对宽松，放松货币非对症下药。稳经济更在于以财政为主导的产业政策、消费政策开启内需之窗。维持 2 月份不降准，而可能在两会前后迎刺激消费和稳定投资的利好，看好消费税调整和限制政策放松带动的汽车等消费领域和高铁、核电等投资搁置的重点项目和新兴产业。

分析师：王国兵
执业证书编号：S0550511110002
TEL: (8621)2036 1155
FAX: (8621)2036 1159
Email: wanggb@nesc.cn
地址：上海市源深路 305 号 4 楼
邮编：200135

主要事件:

2月9日央行公布1月份金融数据:1月末,广义货币(M2)余额85.58万亿元,同比增长12.4%;狭义货币(M1)余额26.99万亿元,同比增长3.1%。当月人民币贷款增加7381亿元,外币贷款减少23亿美元;当月人民币存款减少8000亿元,外币存款增加148亿美元;1月份,银行间市场同业拆借月加权平均利率为4.37%,比上月高1.04个百分点。

点评:

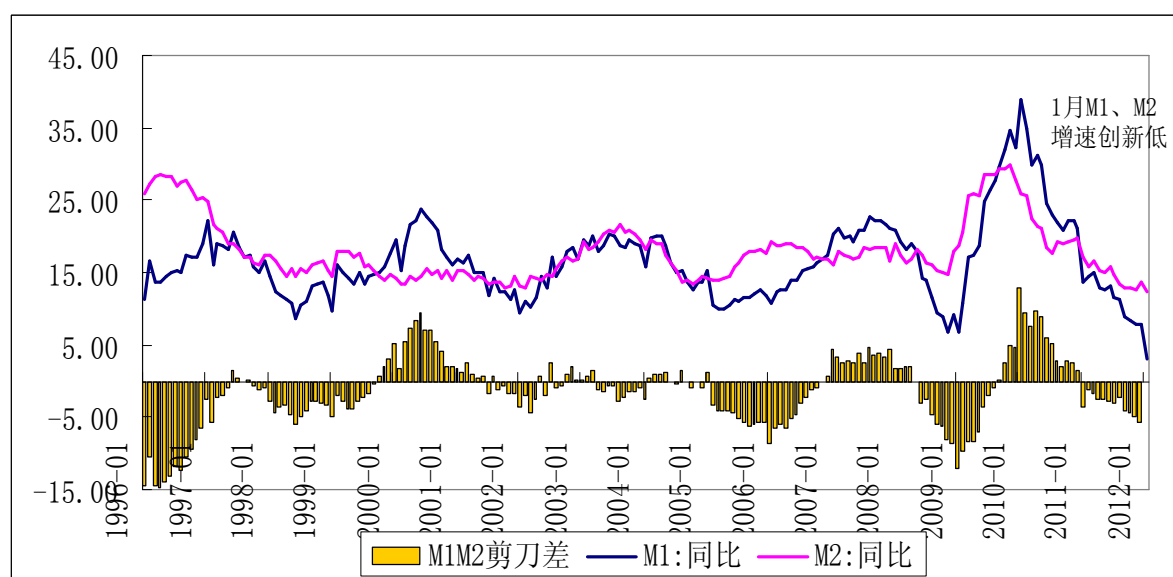
1、货币增速跌幅超预期的主因仍是热钱流出

虽然12月份信贷以及货币增速反弹,但我们在上月的报告中明确提出货币反弹不真实,见《时空两个维度都反应流动性拐点不真实,仍需等待》,且预测1月份货币增速回落,见《120202-外贸或迎数据寒冬而货币增速回落——1月份宏观数据预测》。但热钱流出而政策放松低于预期、内生需求不足和春节假期三因素叠加使得货币增速跌幅超我们及市场预期。

根据公布的数据,到12月份,按照残差法计算,热钱流出已经持续了3个月。1月外币贷款下降23亿美元,16个月来再次出现负增长,对应以往外币贷款减少和热钱流出的同向关系,1月份热钱仍可能净流出。

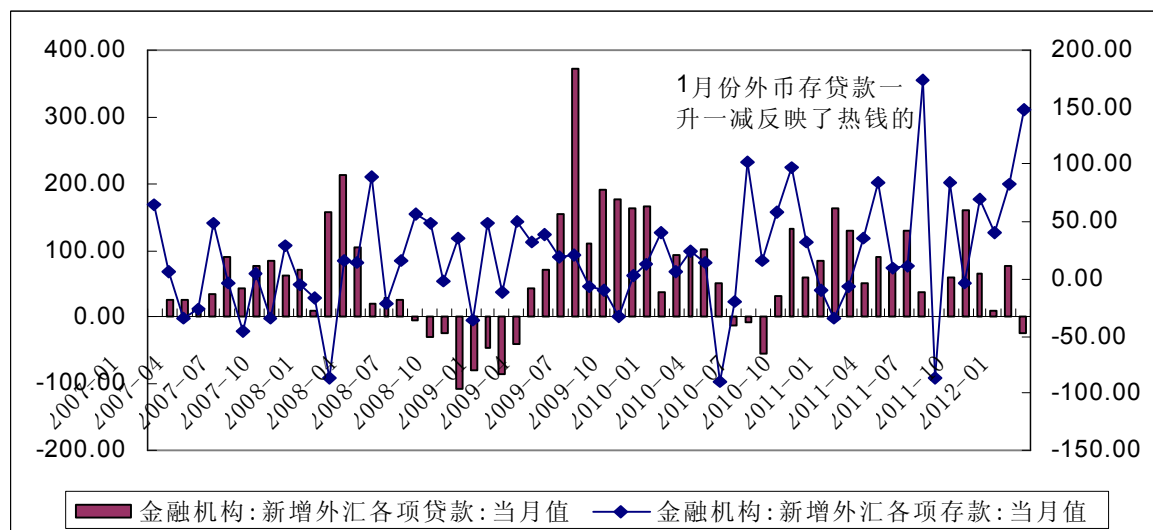
而从存款维度看,1月份居民存款和财政存款分别增加16800亿和3518亿,但企业存款减少23700亿,最终导致存款减少了8000亿。即使考虑到春节前企业支付增加,相比于以前年度春节前月度减少1.2万亿的高值,2012年1月的企业存款减少额显然是异常值。热钱流出可能仍接近2000亿。热钱流出未止而央行并未降准对冲,市场流动性供给端被动减少,导致市场资金供给相对紧张。而Shibor的节前飙升反映了资金供给不足。

图1:1月货币增速创新低



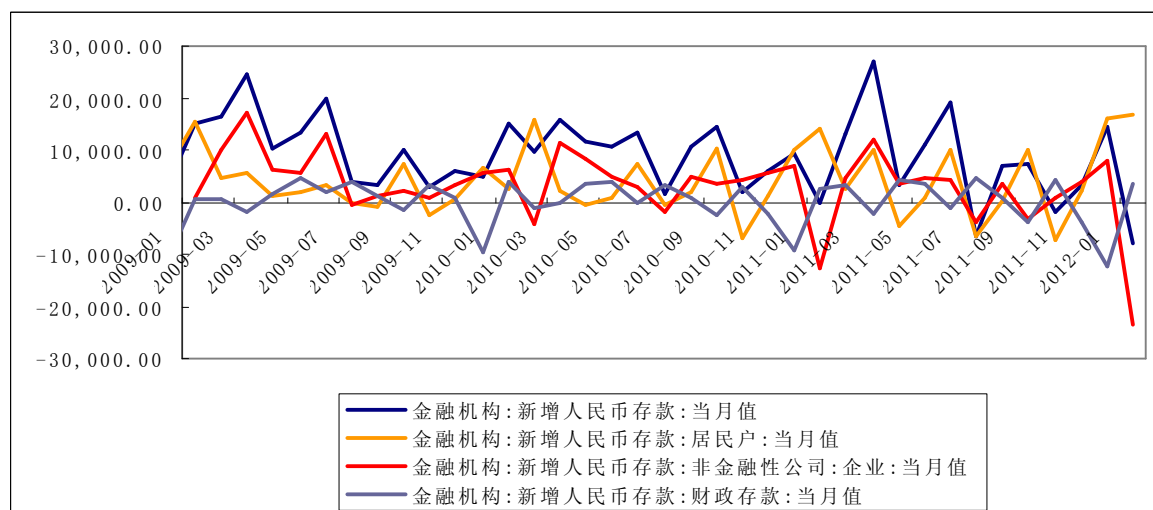
资料来源: wind, 东北证券

图 2: 1 月外币贷款负增长表明热钱流出趋势延续



资料来源: wind, 东北证券

图 3: 1 月企业存款异常减少反映了热钱流出的规模仍较大



资料来源: wind, 东北证券

2、信贷和货币增速反应当前经济仍处于相对困难的调整态势

根据我们的研究,货币增速的反弹需要四步曲: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。票据和中长期贷款的增加是基础,也反映了经济现实。

而 1 月份的新增信贷虽然高达 7381 亿,但显然低于市场预期的 1 万亿均值。信贷的两个角度反应短期经济仍不容乐观:

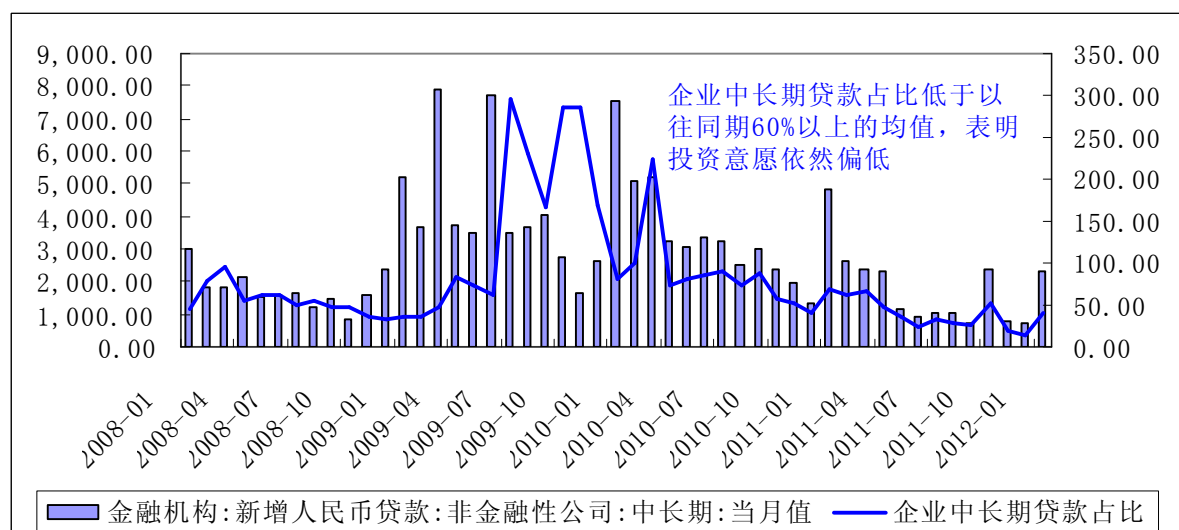
(1) 中小银行的放贷偏低。根据媒体报道,1 月份四大行的新增贷款规模为 3200 亿左右,相当于全部新增贷款的 43%,高于正常的 35%比例。相应底中小银行的贷款则明显偏低,此有可能受到存贷比的影响,但更可能反映了中小企业仍处于相对艰难的困境;

(2) 企业的人民币票据融资和中长期贷款偏低。企业新增票据融资仅为 80 亿,比 12 月份少增 432 亿,而中长期贷款仅为 2350 亿,虽然比 12 月多增了 1633 亿,但相比较往年中

长期贷款为主的信贷结构，今年的信贷偏低。两者反映了企业活力低下，经营活动仍处于低谷，投资的积极性不高。

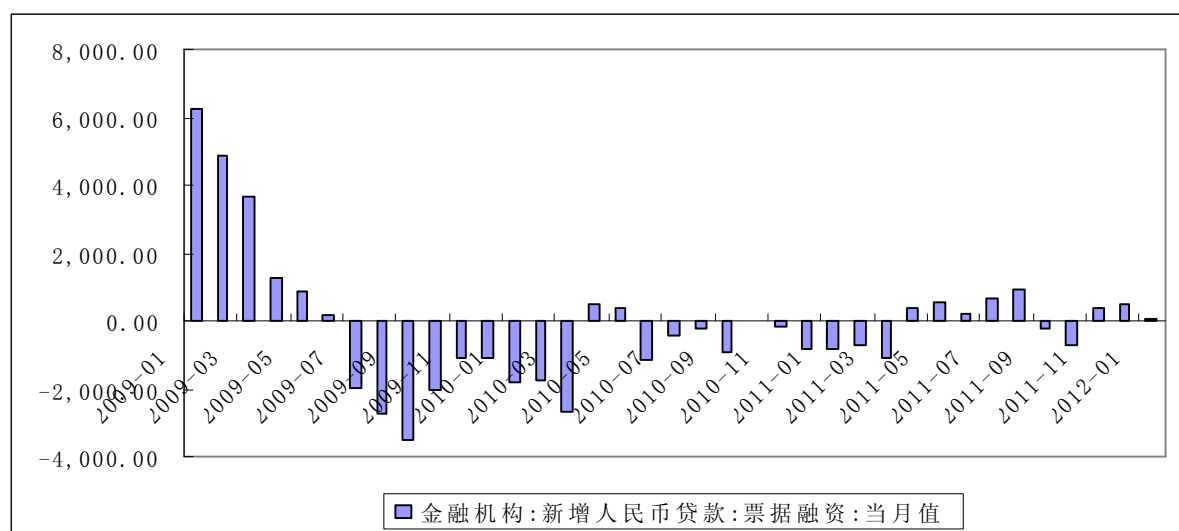
而货币增速即使存在春节因素，但 M1 和 M2 的 3.1% 和 12.4% 增速仍创下了 1996 年以来的新低。固然存在热钱流出和政策放松低于预期的供给因素，但 Shibor 在节后明显下降表明流动性供给相对宽松，也表明监管层未收紧货币，而是需求不旺。而新增信贷的有限增长和市场利率的快速下降反映了经济仍处于下行调整。

图 4：1 月的中长期贷款占比低于前两年的均值表明企业的投资意愿仍然偏低



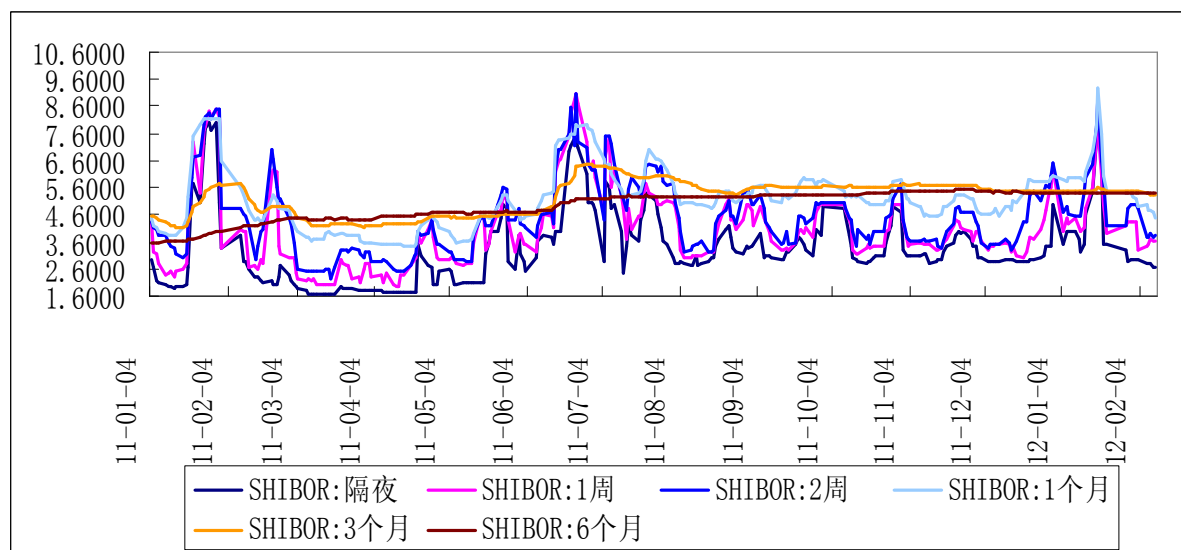
资料来源：wind，东北证券

图 5：1 月票据融资回落，企业信贷需求依然疲弱



资料来源：wind，东北证券

图 6: Shibor 节前一周走高而后明显回落表明市场供需条件改善



资料来源: wind, 东北证券

3、黑暗后的黎明，2 月份 M2 有望迎真实拐点

虽然 1 月份 M1 和 M2 创新低，但我们认为市场因素有望改善流动性供给，M2 有望在 2 月份首先迎来真实拐点。

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，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。

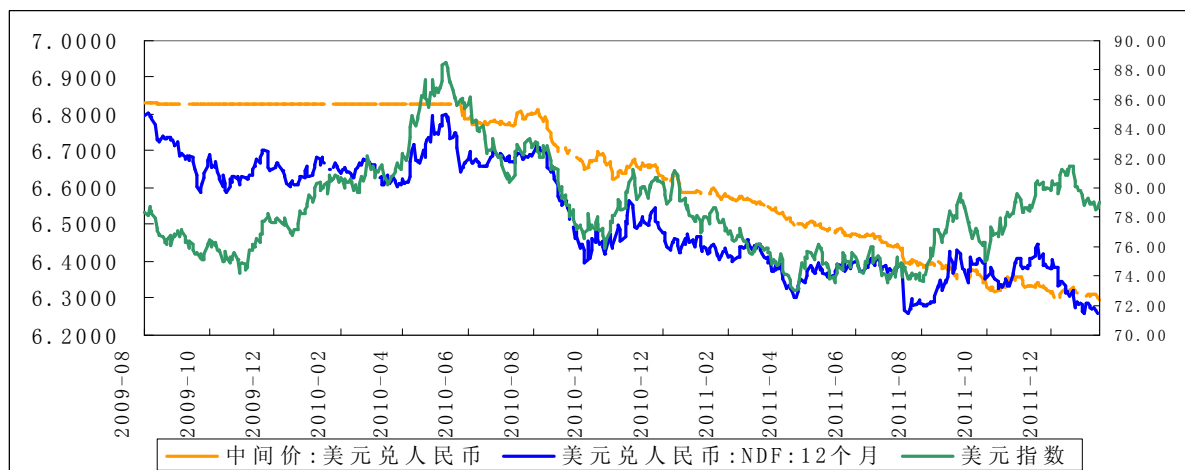
虽然 1、2 月份并未兑现央行的再次降准，但市场因素或将改变货币增速。(1) 持续的热钱流出或大大缓解，并有望回流。欧债危机有所缓解，市场的风险偏好上升，加上美联储低利率政策，美元已经持续走弱，热钱再次进入新兴市场。1 个月多来的 NDF 和外汇远期反映了人民币升值预期再次升起。

同时，近期监管层不断传递稳增长的态度，并且规划政策频出。持续维稳有望激发企业的投资，提高货币内生增速。

而货币增速的拐点离周期循环值最近。根据我们的分析，M2 的周期循环值已经出现拐点，我们预计 2 月份可能迎来的 M2 的趋势值的回升，货币真实拐点有望出现。

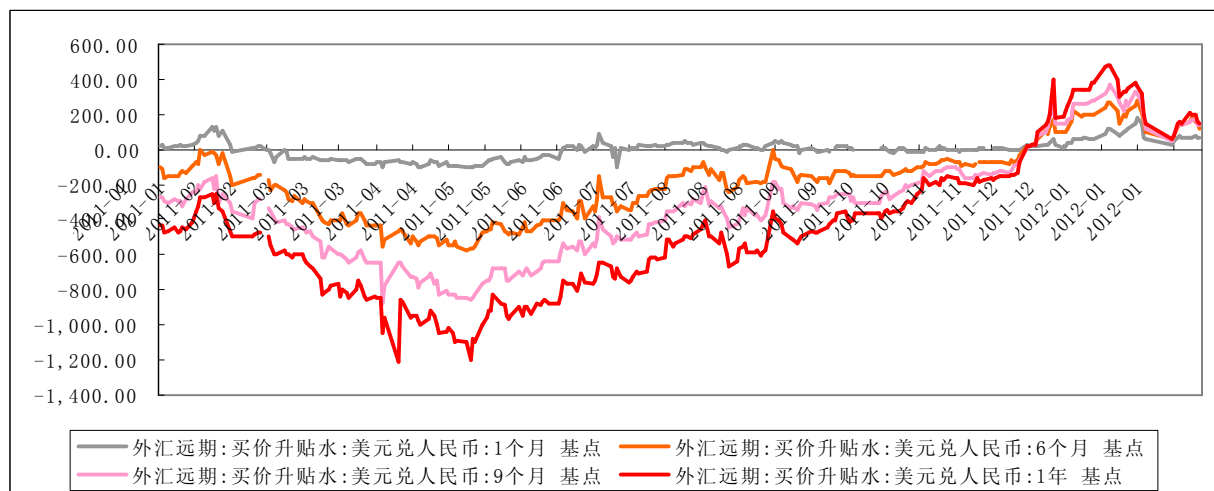
预计 2 月份的 M2 回升至 13.4-14.1% 间，而 M1 也将反弹至 6.5-7.6% 间，但维持真实 M1 真实拐点在 3-4 月份的判断。

图 7: 美元走弱而 NDF 走高, 人民币升值预期再起, 热钱有望回流



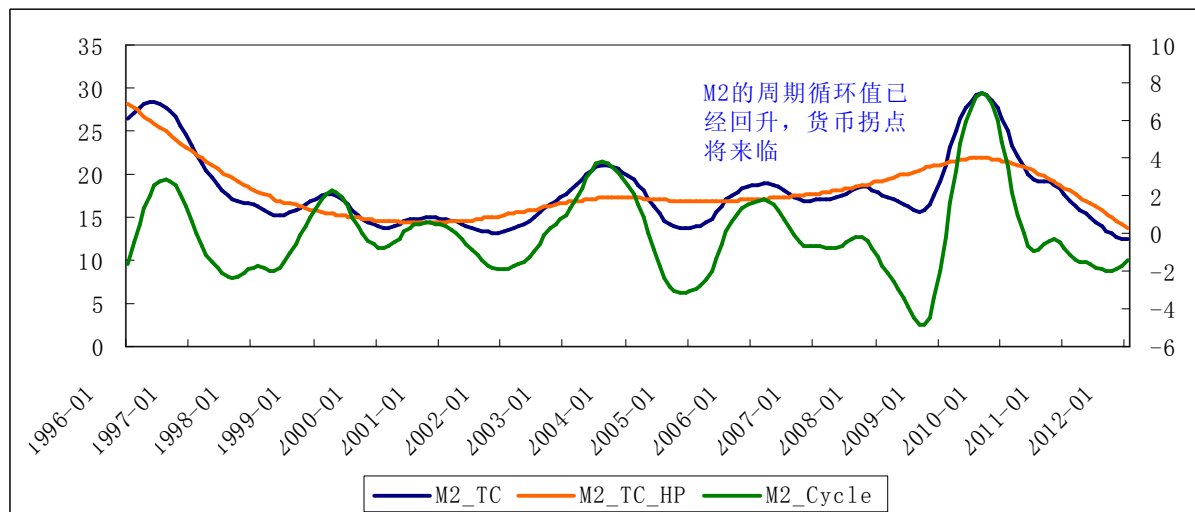
资料来源: wind, 东北证券

图 8: 人民币外汇远期升水幅度大幅降低, 国内的人民币贬值预期减弱



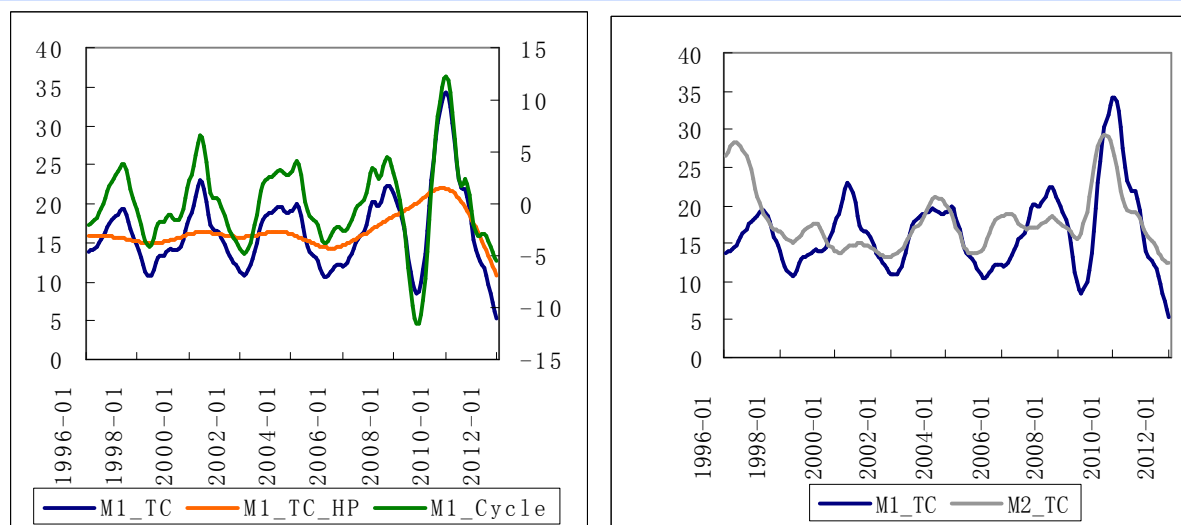
资料来源: wind, 东北证券

图 9: M2 的周期循环值已经回升, M2 的真实拐点将来临



资料来源: wind, 东北证券

图 10: M1 仍是趋势下行, 真实拐点仍需等待 1-2 个月



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。