

黄金“三. 七”

事件

央行公布 2012 年 1 月金融数据显示，M1 增长 3.1%、信贷增长 7380 亿。

基本结论

■ 题目寓意：M1 3%、信贷 7 千多亿，在当下的形势下，却为黄金组合。金融数据超预期的低并非需求面因素主导，1 月数据越差，将来空间越大、越可持续。主要原因为：

1、当前的货币、信贷、存款超预期并非需求面主导，而是节日、理财、财政性存款波动、工作日等效应的综合反馈。而部分微观需求面的证据显现需求出现了低水平下的波动或稳定。正文中详细描述了各项数据波动的背后因素以及从细节到观点的逻辑演绎。

2、2 月以及以后的扩张空间将较预期更大。1 月的金融数据波动异常，1 月的数据越差、1 月的起点就越低，当前位于环比“倒 V”形态的起点的可能性越大；2 月以后的环比上升则更加明显；同时，由于 2011 年 2 月春节，2 月的同比数据波动也将跳升。

3、未来的经济稳定更加持续。避免了过度扩张带来的系列问题快速到来，2011 年 11 月、12 月财政支出达到创历史记录的 3 万亿，对未来的宏观变量--价格、产出与将产生重要影响，所幸央行没有大举松动货币政策，使得稳定扩张可期，而非盲目扩张。今日（2 月 12 日）芜湖暂缓了“地产新政”，显得地方中央一盘棋，地产调控并未半途而废。当下的物价中，包含了食品类价格节后下滑的趋势，也包含了非食品价格顺经济波动和外围输入型通胀的压力，前者是主趋势，如果过快扩张将导致增长不可持续，而芜湖救世与暂缓，则缓解了刚需筑底、房价空调的担忧。

4、展望 2 月份，一般性存款回流、工作日延长，货币升值延续，正面因素强于贸易顺差减少因素。预计 2 月份贷款应能达到 7 千亿以上，1 季度的信贷将达到 2.1 万亿，从而保持连续 2 个季度 20% 的环比增长。回顾近期的一些列低于预期行为，我们更加看重流动性的真实改善和物价的真实下滑趋势。

5、短期环比上行，并不代表全年乐观。我们的宏观推论建立在年报《2012：下滑中继》的框架之下，同比 L 型下滑、环比“倒 V”型波动、流动性“横 S”波动。当下，处于 L 型的拐点，倒 V 型的起点，恰好越过横 S 的低点。

关于金融数据等详细分析请见正文。

李治平

联系人

(8621)61038205
lizhip@gjzq.com.cn

刘锋

分析师 SAC 执业编号：S1130511040004
(8621)61038297
liufeng@gjzq.com.cn

汪毅

分析师 SAC 执业编号：S1130511090005
(8621)60870954
wangyi@gjzq.com.cn

一、贷款低于预期，并非需求不足主导

1、信贷低预期，主因并非需求面。2012 年 1 月信贷仅为 7380 亿元，大幅低于市场预期。主要原因为工作日效应以及存款下滑约束了小行与城商行的放贷能力，如此之低的信贷投放，并非需求不足主导。

2、供给面（现金流出与节日因素）约束贷款。由于春节大量现金（0.9 万亿）流出，导致存款下滑（-8000 亿）。部分大行有存款、无额度，许多小行存款流失严重，从而 1 月形成了月中冲高、月末下滑的状况；由于最后一周为春节，贷款自然到期，由于小行之缺口较大，月末、节后最后 2 个工作日高成本吸存之愿望并不强烈，协议存款利率也出现下滑。

3、季度环比 20% 的信贷增长可期。2011 年 11 月、12 月财政支出达到 3 万亿之巨，2011 年 4 季度的信贷也环比上升，由此资金推动下经济短期环比向上波动。2012 年 1 季度，即便后续 2 月月均新增信贷在 7000 亿左右，季度投放也将达到 2.1-2.2 万亿之间，从而呈现环比 20% 左右的连续稳定增长（2011 年 Q3、Q4 至 2012 年 Q1）。

4、信贷低于预期不代表需求低于预期。当前的 PMI 指数、钢铁的社会库存、PPI 环比、大宗商品、BDI、航空旅客周转人数等微观指标略显改善，中电联也对发电量负增长进行了辟谣。我们银行小组上周的大行调研显示，信贷需求并无明显下滑，我们 2 月 9 日至大型汽车经销商的调研，春节前中行甚至调高了贷款利率，销售较前期有所改善。

5、不可否认，当前的信贷需求较前期有所下滑，但 2012 年 1 月开局，信贷如此低增长很难认为是需求大幅萎缩导致。因此，信贷低于预期不代表需求低于预期。

二、存款货币超预期下滑主因是春节、理财、财政等非经济因素

1、并非资本外流导致存款货币下滑。2012 年 1 月存款、货币数据低于预期。存款负增长 8000 亿，M1 仅增长了 3.1%，大幅低预期。但由于 1 月外部货币流入明显改善，包括贸易顺差高于预期，货币呈现升值走势等，主因还是内部的春节、理财、压贷等因素导致。以下逐一解释。

2、现金巨量流出导致存款负增长。存款负增长 8000 亿的主要因素为现金漏出 9000 亿，从而解释了银行体系的存款大幅减少，背后的驱动是春节因素，我们此前预计春节大致需求 1-1.3 万亿现金，而 9000 亿的现金净投放有可能是春节效应（返乡提现）提前造成。纵观历年春节前后的日度或周度高频数据，由于现金漏损导致的存款负增长非常常见。

3、企业存款大幅下滑，主要流向为居民存款与财政存款。企业存款大幅下滑（-2.37 亿）转向居民存款（+1.68 亿）与节日效应密切相关，而 1 月财政性存款收入较多，余额从 2011 年 12 月末赤字 5000 亿演变为正 3000 余亿元。财政性存款大幅上升了 8000 亿的背后，是扣除 1 月的财政支出（无论假设 1 月财政支出多么的微小），财政性收入的收缴规模相当巨大。

4、M1 3.1%、M2 12.4% 低于预期的主因是节日因素和理财波动。历史上看，春节当月的 M1 通常都会出现负增长，但平均负增长的中枢在 2300 亿左右，2012 年 1 月 M1 负增长的幅度较大。春节 M1 负增长的主要原因是节日期间企业的活期资金的需求大幅下滑，转为定期存款或居民存款，从而不在 M1 的统计口径之内。由于 M1 隶属于 M2，从而理财等原因导致的货币流出，将导致 M2、M1 都出现下滑行为。由于年末、季末存在明显的理财产品回归现象，而其他时日则逆向波动，由于 2011 年持续紧缩导致理财产品规模较大，从而理财引发的货币下滑也愈加明显。

5、其他异常原因解析。此外，导致 1 月存款、货币出现异常的因素还有可能包括以下两点：

一是 2011 年末财政支出的天量释放与 1 月回收产生波动。天量释放导致活期存款或 M1 的基数非常高，从而 1 月的回收与春节因素叠加，回落更加明显。

二是月末票据资产减少的波动效应。通常年末、季末冲规模，可以发放短期贷款，同时留存，从而同时扩张了资产负债表，而 1 月春节以及后期贷款的滑落具有明显的收缩效应，由于下滑较多、存款压力太大，部分小行月末的积极性已近不复存在，因为强拉也不起多大作用。从而尽管信贷总量较 12 月末上升，外汇占款回流下，逆回购释放货币的情况下，整体 M2 却仅新增 4200 多亿。

三、1 季度 2、3 月份的信贷扩张并不悲观

信贷结构显示扩张空间存在。1 月信贷投放显示，企业中长期贷款激增，新增票据仅 80 亿。前者体现了贷款扩张的持续性，后者体现了任票据资产下滑的资金行为。

回顾企业中长期贷款与票据贷款数月以来的走势，前者平均为 700-800 亿元（扣除 2011 年 10 月国开行对铁道部融资），体现了投资项目投资的下滑与萎缩，而随着经济“预调微调”以及 3 万亿财政支出后，2012 年 1 月中长期贷款达到了 3 倍的扩张（2300 亿左右）。

从票据资产的维度观察，由于 2011 年最后数月票据资产已经连续下滑，至 2012 年 1 月本来预期因存在较大上涨空间，然其仅仅增长 80 亿元，预计依然和信贷月中扩张、月末任票据资产下滑有关。

由于我们对当前的短期信贷需求并不悲观，从而对 2、3 月份的信贷投放并不悲观，我们认为，随着工作日的延长、一般性存款的改善、进一步临近传统的开工旺季以及前期资金的推动，信贷扩张在 2、3 月份持续，只要 2、3 月份信贷投放在 7000-7500 亿元，全年的信贷投放 预期便不会大幅下滑至 8 万亿以下。

四、为什么是黄金“三.七”？

金融数据超预期的低并非需求面因素主导，1 月数据越差，将来空间越大、越可持续。主要因为：

1、当前的货币、信贷、存款超预期并非需求面主导，而是节日、理财、财政性存款波动、工作日等效应的综合反馈。而部分微观需求面的证据显现需求出现了低水平下的波动或稳定。正文中详细描述了各项数据波动的背后因素以及从细节到观点的逻辑演绎。

2、2 月以及以后的扩张空间将较预期更大。1 月的金融数据波动异常，1 月的数据越差、1 月的起点就越低，当前位于环比“倒 V”形态的起点的可能性越大；2 月以后的环比上升则更加明显；同时，由于 2011 年 2 月春节，2 月的同比数据波动也将跳升。

3、未来的经济稳定更加持续。避免了过度扩张带来的系列问题快速到来，2011 年 11 月、12 月财政支出达到创历史记录 3 万亿，对未来的宏观变量--价格、产出与将产生重要影响，所幸央行没有大举松动货币政策，使得稳定扩张可期，而非盲目扩张。今日（2 月 12 日）芜湖暂缓了“地产新政”，显得地方中央一盘棋，地产调控并未半途而废。当下的物价中，包含了食品类价格节后下滑的趋势，也包含了非食品价格顺经济波动和外围输入型通胀的压力，前者是主趋势，如果过快扩张将导致增长不可持续，而芜湖救世与暂缓，则缓解了刚需筑底、房价空调的担忧。

4、展望 2 月份，一般性存款回流、工作日延长，货币升值延续，正面因素强于贸易顺差减少因素。预计 2 月份贷款应能达到 7 千亿以上，1 季度的信贷将达到 2.1 万亿，从而保持连续 2 个季度 20% 的环比增长。回顾近期的一些列低于预期行为，我们更加看重流动性的真实改善和物价的真实下滑趋势。

5、短期环比上行，并不代表全年乐观。我们的宏观推论建立在年报《2012：下滑中继》的框架之下，同比 L 型下滑、环比“倒 V”型波动、流动性“横 S”波动。当下，处于 L 型的拐点，倒 V 型的起点，恰好越过横 S 的低点。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B