



2012.02.19

货币宽松不变，信贷宽松在望

——点评央行宣布降准及 1 月社会融资总量数据

	汪进	姜超
	021-38674624	021-38676430
	wangjin008085@gtjas.com	jiangchao6164@gtjas.com
编号	S0880511080005	S0880511010045

本报告导读：

本报告对央行 2 月 18 日宣布下调存款准备金率及 1 月社会融资总量数据进行分析。

摘要：

- 央行 2 月 18 日宣布，自 2 月 24 日起，下调存款准备金率 0.5 个百分点，这是自 11 年底以来存准率第二次下调，也是 12 年的首次下调，表明央行实际宽松的货币政策取向不变，而近期经济、通胀同比增速的显著回落是最重要背景。
- 社会融资总量骤降是央行存准率下调的原因之一。1 月社会融资规模为 9559 亿元，同比少增 8001 亿。其中银行承兑汇票及贷款下滑幅度最大，前者受准备金率补缴拖累，后者受存贷比考核制约，而存准率的下调对两者都有促进作用。在准备金率下调以后，相信 2 月 7200 亿的新增信贷更有望完成，而且未来信贷同比多增将能持续。
- 外汇热钱的持续流出也促进本次存准率的下调。11 年 4 季度外汇占款连续 3 月流出，严重拖累央行基础货币投放。12 年 1 月份的外汇占款虽有望由负转正，但扣除顺差以及 FDI 之后的热钱或仍在流出，因而央行仍有必要降低准备金率来增加货币乘数，以保证货币增速的基本稳定。
- 公开市场到期不足是存准下调的又一原因。上周货币利率飙升，而本周仅有 20 亿央票到期，央行提供流动性已是必然选择。但是下调存准率而非增加逆回购则超出市场预期。
- 10 年期国债收益率从 11 年 9 月开始持续下降，代表货币宽松出现。而此次央行再次降准表明央行实际宽松的货币政策取向不变，未来市场的流动性趋势向好。
- 货币宽松将酝酿信贷宽松，而信贷宽松的标志是新增信贷的连续同比多增。历史上信贷宽松滞后货币宽松约 3 到 6 个月。考虑到本轮货币宽松始于 11 年 9 月，我们认为信贷宽松在今年 1 季度后将持续出现，银行信贷投放能力将继续改善，我们所提出的货币宽松到信贷宽松的过程将逐步展开。
- 考虑到央行 12 年 14% 的 M2 目标，估计 M2 实际增速在 12% 以上，对应新增 M2 为 10 万亿以上，新增信贷不少于 8 万亿，预计未来存准率还有 2 次以上下调空间。

宏观研究团队

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

王喆

021 - 38676049

wangzhe@gtjas.com

相关报告

《超储率回升，贷款利率回落》

2012.02.15

《节后食品下跌，下调 2 月 CPI 至 3.5%》

2012.02.15

《信贷宽松依然可期，M1 探底好事多磨》

2012.02.12

《担忧外需，更需警惕内需的收缩——点评 2012 年 1 月贸易数据》

2012.02.10

《增长改善将缓和全球政策放松步伐》

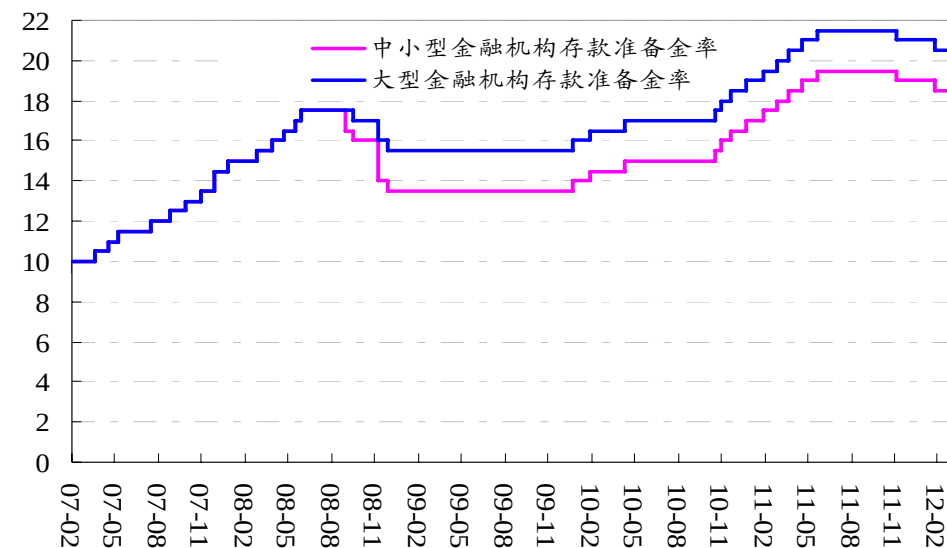
2012.02.10

1. 央行存准再次下调

中国人民银行 2012 年 2 月 18 日宣布，自 2012 年 2 月 24 日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，这是自 11 年底以来央行第二次下调存款准备金率，也是 12 年首次存准率下调，印证了我们此前认为央行实际宽松的货币政策取向不变的判断。

图 1 大型金融机构、中小型金融机构存款准备金率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

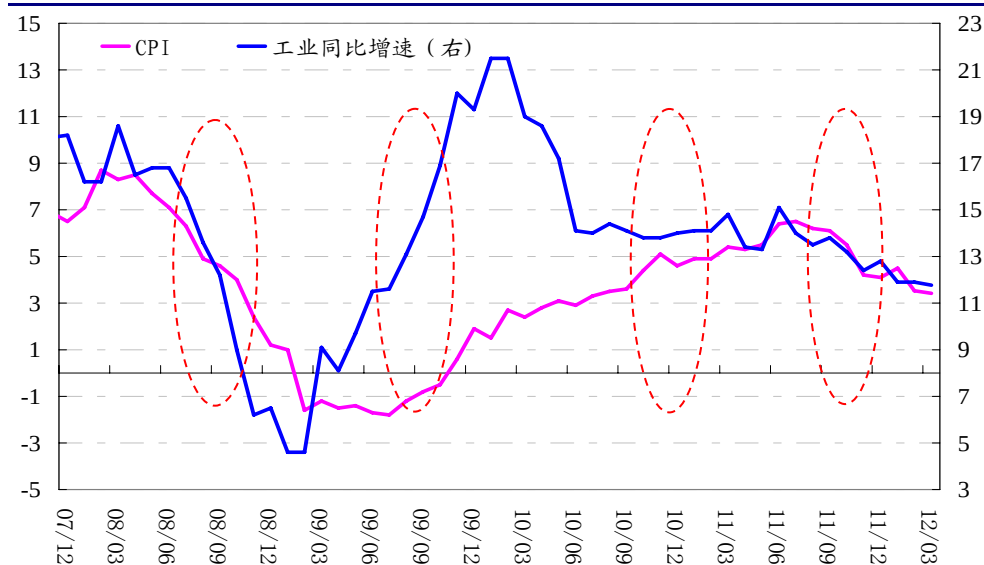
2. 经济通胀显著回落

我国货币政策的主要目标是经济和通胀，近几轮货币政策转向的大致标准是工业增速 13%，通胀率 5%。例如 08 年 9 月双率齐降，其背景是工业增速低于 13%，而 CPI 降到 5% 以内。10 年 4 季度开始加息，原因是 CPI 向上突破 5%。

11 年 12 月的工业增速已降至 12.8%，且从发电增速大幅下降预判，12 年前两月工业增速很可能低于 12%。12 年 1 月的 CPI 虽反弹至 4.5%，但预测 2 月就将降至 3.5%，经济、通胀同比增速的显著回落为准备金率的再次下调创造了条件。

图 2 CPI 同比增速、工业增加值同比增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

3. 社会融资总量骤降

1 月社会融资总量骤降也是央行存准率下调的原因之一。上周五，央行首度公布月度社会融资总量数据，2012 年 1 月社会融资规模为 9559 亿元，比上年同期少增 8001 亿元。

分结构看，人民币贷款及银行承兑汇票下滑幅度最大，其中银行承兑汇票的下降或源于银监会监管的加强及准备金缴存范围扩大的影响。而贷款增长的放缓或有存贷比考核的影响，部分银行存贷比接近上限，放贷能力不足。准备金率的下调对信贷以及银行承兑汇票的发放都有促进作用。

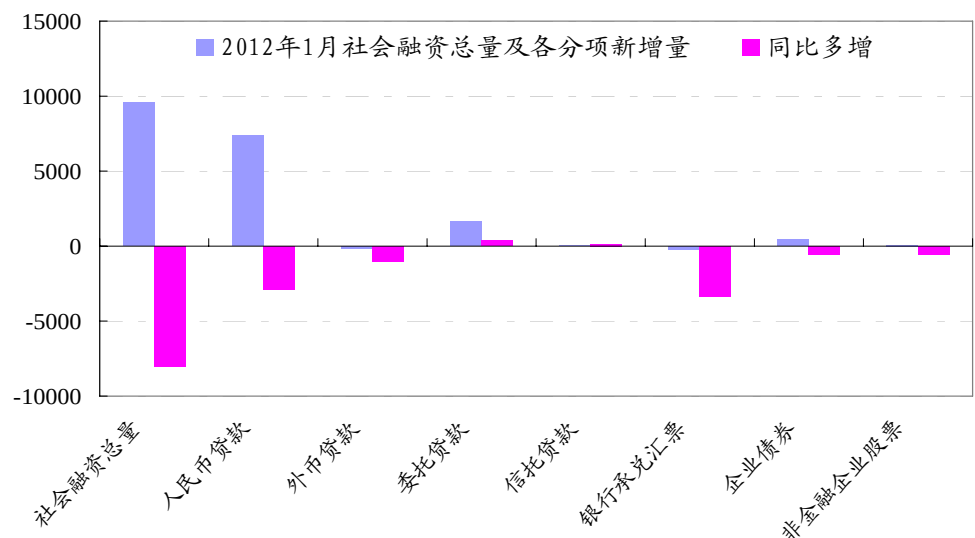
在准备金率下调以后，我们相信 2 月 7200 亿的信贷将更有可能完成，而未来如果信贷投放能力不足，还会有准备金率下调的政策出台。

此外，1 月委托贷款的上升表明在信贷投放不足的背景下，委托贷款成为企业获取资金的又一手段。1 月企业债券及股票融资同样少增或主要受春节因素的拖累，未来增长仍有望持续。

考虑到此次为央行首次公布月度社会融资总量数据，无其它月份的对比数据做参考，因此春节因素的影响无法消除，我们未来将持续跟踪分析月度社会融资总量数据。

图 3 2012 年 1 月社会融资总量及各分项新增量及同比多增

单位：亿



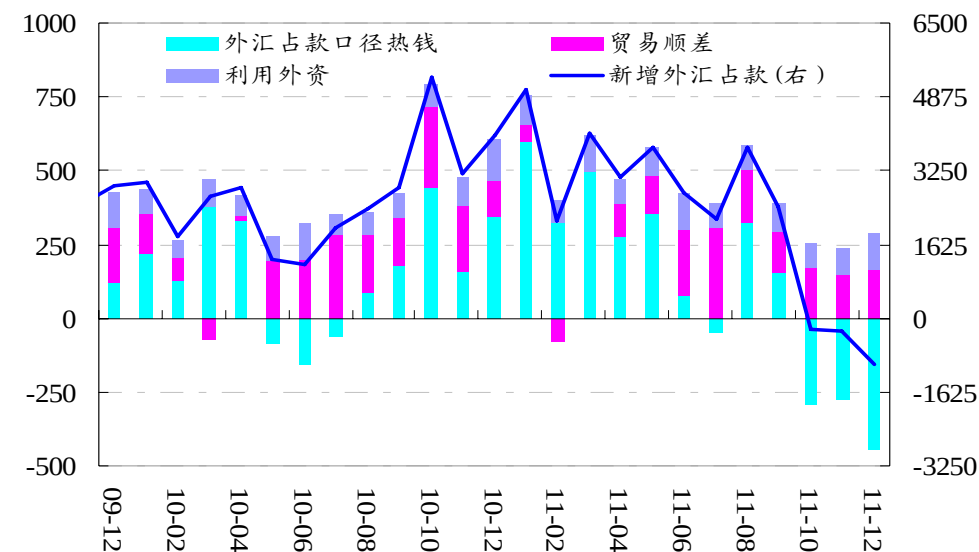
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

4. 外汇热钱流出拖累

外汇热钱的持续流出也促进本次存准率的下调。

11 年 4 季度外汇占款连续 3 月流出，严重拖累央行基础货币投放。12 年 1 月份的外汇占款虽有望由负转正，但扣除顺差以及 FDI 之后的热钱或仍在流出，只是流出规模相比 11 年 4 季度有所缩小，因而央行仍有必要降低准备金率来增加货币乘数，以保证货币增速的基本稳定。

图 4 利用外资、顺差、外汇占款口径热钱、新增外汇占款 左：亿美元 右：亿元



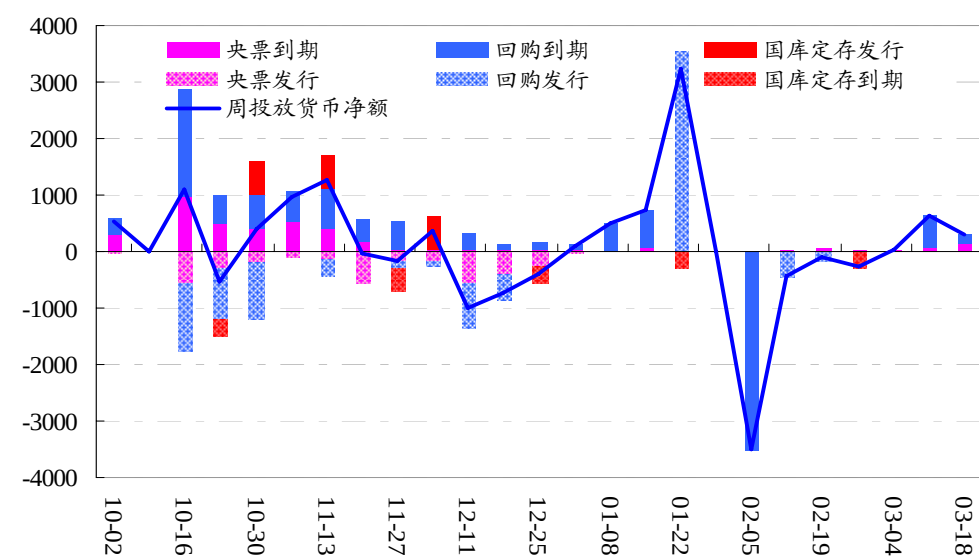
数据来源：国泰君安证券研究，统计局，人民银行

5. 公开市场投放不足

公开市场到期不足是存准下调的又一原因。本周仅有 20 亿央票到期，而国库定存资金到期将回笼 300 亿资金，公开市场到期资金进一步下滑到-280 亿。在公开市场到期资金不足的背景下，考虑到 15 日中小金融机构最后一轮保证金存款补交准备金等因素导致货币市场资金紧张进一步加剧，央行提供流动性支持已是必然选择。但是使用准备金率工具而非增加逆回购规模则超出市场预期。

图 5 考虑国库定存后的公开市场操作量

单位：亿元



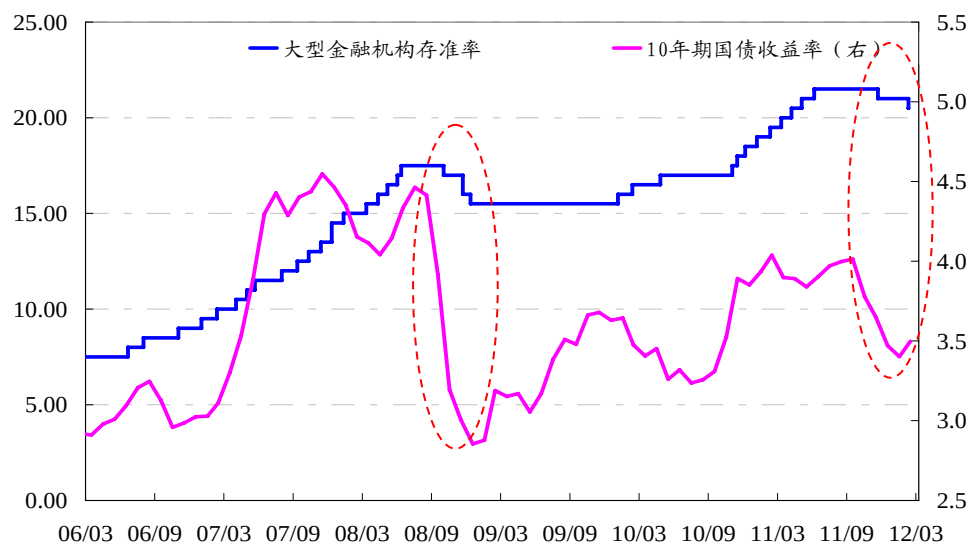
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，（2011.10.02-2012.03.18）

6. 货币宽松取向不变

10 年期国债收益率从 9 月开始持续下跌，代表货币宽松出现，央行 3 年、1 年期央票招标利率的下行确认货币政策转向，而此次央行再次降准表明央行实际宽松的货币政策取向不变，未来市场的流动性趋势向好，预计未来存准率下调的趋势不会改变。

图 6 大型金融机构存准率、10 年期国债收益率

单位：%



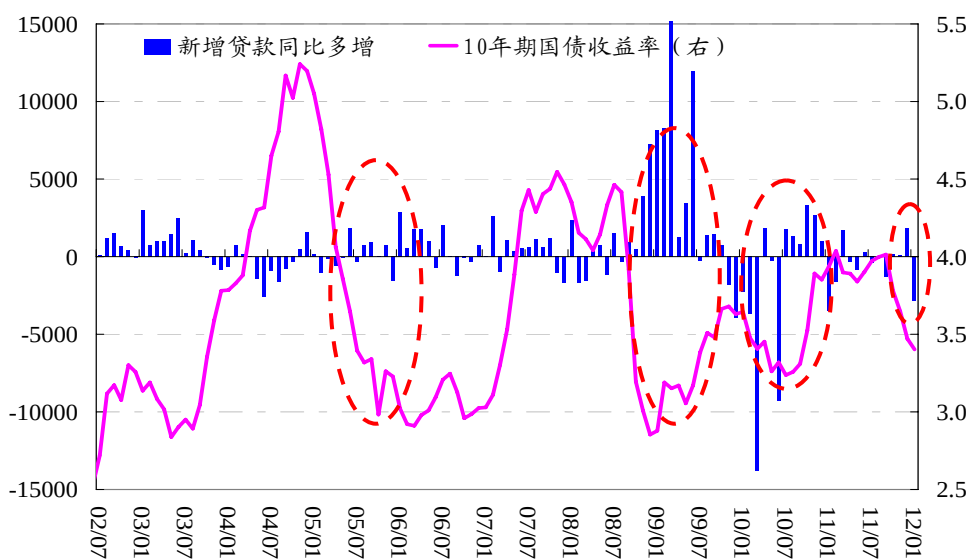
数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

7. 信贷宽松即将出现

货币宽松将酝酿信贷宽松，而信贷宽松的标志是新增信贷的连续同比多增。08 年的信贷宽松滞后货币宽松 3 个月，05、10 年滞后约 6 个月，信贷宽松滞后货币宽松最快 3 个月，最慢 6 个月。考虑到今年货币宽松也就是国债收益率的下降始于 11 年 9 月，根据前三轮的规律，我们认为信贷宽松在今年 1 季度后将持续出现。而存准率的下调也使得银行信贷投放能力将继续改善，我们所提出的货币宽松到信贷宽松将逐步展开。

图 7 新增信贷同比多增、10 年期国债收益率

左轴：亿 右轴：%



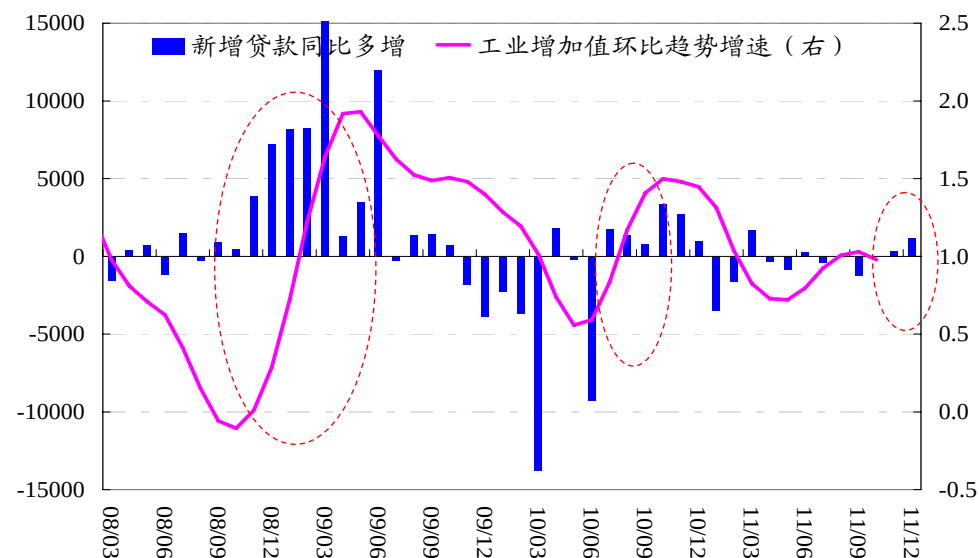
数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

8. 经济环比或将见底

从 08 年以来的经验看，如果信贷出现同比多增，那么经济很可能即将环比见底，经济同比增速也有望在 12 年上半年见底回升。

图 8 新增贷款同比多增、工业增加值环比趋势增速

左轴: 亿 右轴: %



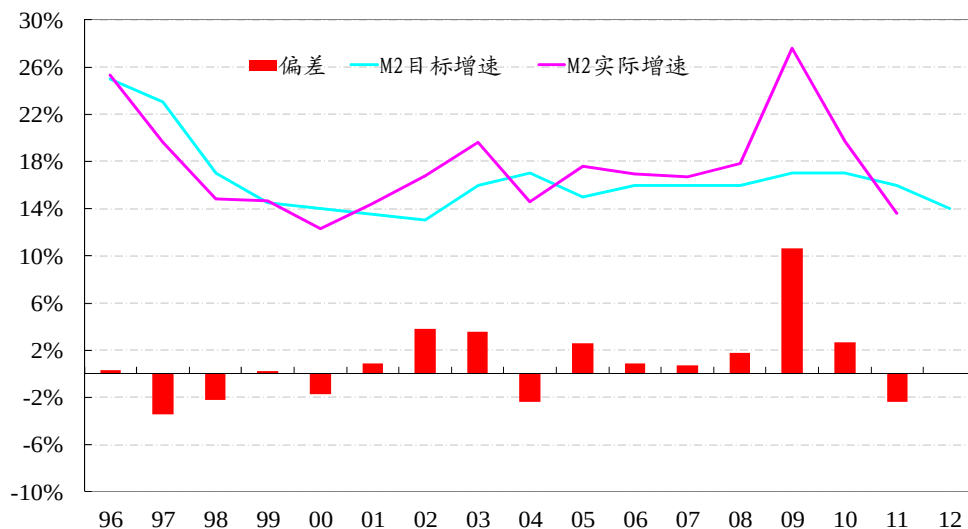
数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

9. 央行降准仍将持续

央行提出 12 年 M2 目标增速为 14%。历史上除 97 年以外，M2 实际增速最多比目标增速低出约 2%。例如 11 年 M2 目标增速为 16%，实际增速为 13.6%。因此我们估计 12 年 M2 实际增速为 12%以上，对应新增 M2 为 10 万亿以上，新增信贷不少于 8 万亿，预计未来存准率还有 2 次以上下调空间。

图 9 历年 M2 增速目标、实际值及偏差

单位: %



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

作者简介:**汪进:**

执业资格证书编号: S0880511080005

电话: 021-38674624

邮箱: wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士; 2009 年 7 月加入国泰君安研究所, 从事宏观经济研究。2011 年“金牛分析师”、“水晶球最佳分析师”、“新财富最佳分析师”宏观方向第二名。

姜超:

执业资格证书编号: S0880511010045

电话: 021-38676430

邮箱: jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士; 现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。11 年获新财富、水晶球及金牛奖宏观最佳分析师第二名。08 至 11 年获新财富、水晶球债券最佳分析师前三名。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		