

证券研究报告

报告类型 / 宏观数据

虚幻的“高增速” 货币政策短期不会收紧

——1 月份金融数据点评

发布时间: 2013-2-18

报告摘要:

- 核心观点: (1) M1 和 M2 增 15.3%和 15.9%, 为基数和翘尾作用, 虚幻增速而非政策太宽松, 3 月将转为正常; (2) 季调后 M1 升至 9.85%, 反应经济继续复苏; (3) M2 季调值 (TC) 仅为 13.5%, M2 环比 1.17%, 同处于下降通道, 意味 M2 激增为异值, 政策不必收紧; (4) 信贷增 10700 亿, 为年初冲贷和去年末积压信贷的释放所致, 企业长贷仅为 3098 亿, 预示投资需求并不很旺盛; (5) 社会融资总量增 25400 亿, 为信贷和汇票所致, 并非需求突增; (6) 货币实际下行, 而我们预判物价在上半年处于 2.5%左右, 政策短期不会收紧。
- M1 和 M2 远超预期增长, 主要为基数效应和翘尾因素作用。M1 和 M2 的翘尾因素分别高达 14.33%和 13.8%。如我们在预测报告指出, 2013 年 1 月的货币增速将主要受到翘尾因素的影响。1 月份两者环比增 0.85%和 1.84%, 低于历史均值的 1.02 和 2.22, 表明货币政策并非明显宽松, 主要为春节所在月不对应所致的基数效应和翘尾作用。
- M1 季调值 (TC) 为 9.85%, 周期值 (Cycle) 为 6.65, 两者环比继续提高, 而 M1-M2 的剪刀差为-0.6%, 货币活化似乎大幅提高, 但 M1/M2 为 0.314, 活化度实际并未提高, 货币层面反映经济复苏在持续, 但并未出现明显的加速。而 M2 季调值 (TC) 为 13.56%, 环比为 1.17%, 环比周期值 (Cycle) 为-0.02, 表明货币增速趋势下行。
- 新增信贷 10700 亿, 与我们预测的 10500 亿基本接近, 信贷增加为年初冲贷和去年末积压信贷的释放所致。去年末受信贷额度控制, 企业中长期信贷为负增长, 1 月企业长贷为 3098 亿, 积压信贷释放, 但额度未超以往年度, 表明经济复苏温和增长, 投资也并未大幅增长。
- 而社融激增至 25400 亿, 主要为信贷和汇票增加所致。1 月汇票增 5812 亿, 创历史新高, 应该是受到去年同业票据管制后释放所致, 委托、信托贷款都出现了小幅回落, 总体融资额度基本平稳。但外币贷款增 1793 亿, 为 09 年 7 月新高, 表明外部热钱流入仍在加剧, 这可能影响央行的货币决策。
- 1 月份的金融数据为春节因素的异常值, 不必过分担心过高增速带来的政策收紧压力, 且实际上货币增速处于下行趋势, 仅是 M1 还在上行, 反应经济复苏继续, 而从央行的四季度货币执行报告看, 对通胀上行担忧成为货币政策的主要考量目标, 但我们预判上半年物价仅在 2.5%左右, 担忧或仅仅是担忧, 货币政策难以实际转向收紧。

证券分析师: 王国兵

执业证书编号: S0550511110002

(021)20361155 wanggb@nesc.cn

相关报告

《1 月份物价数据点评:短期仍将大幅上涨, 但二季度终将“释怀”》

2013-2-08

《1 月份外贸数据点评:增速飙升有基数效应, 但不改趋势向好的基调》

2013-2-08

《1 月份 PMI 数据点评:去库存近尾声 生产有望在二季度加速复苏》

2013-2-01

《29-30 日美联储议息会议点评:QE 政策不变 但经济认定略有变化》

2013-1-31

《12 月宏观数据点评:兑现复苏 初探新常态下的政策底和顶》

2013-1-20

主要事件:

人民银行公布 2013 年 1 月金融统计数据。其中，月末广义货币增长 15.9%，狭义货币增长 15.3%，当月人民币贷款增加 1.07 万亿元，外币贷款增加 285 亿美元。当月人民币存款增加 1.11 万亿元，外币存款增加 1 亿美元。社会融资规模为 2.54 万亿元

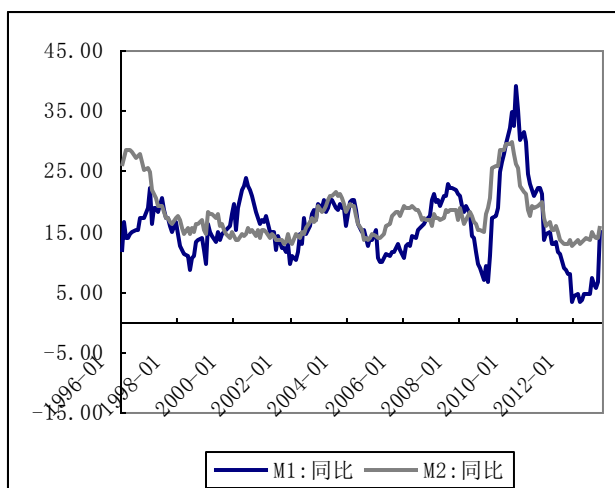
点评:

1. M1 和 M2 远超预期增长，为基数效应和翘尾因素作用

1 月份，M1 和 M2 增 15.3%和 15.9%。主要为基数效应和翘尾因素作用。M1 和 M2 的翘尾因素分别高达 14.33%和 13.8%。如我们在预测报告指出，2013 年 1 月的货币增速将主要受到翘尾因素的影响。1 月份两者环比增 0.85%和 1.84%，低于历史均值的 1.02 和 2.22，表明货币政策并非明显宽松。

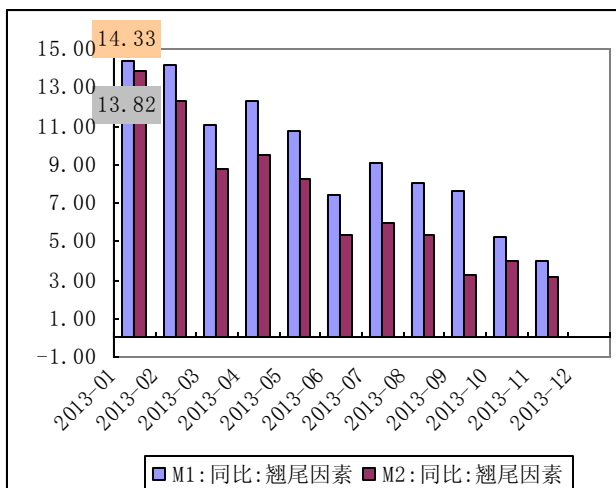
加上为春节所在月不对应所致的基数效应，M1 和 M2 异常增长。2012 年 1 月由于春节假期影响，M1 和 M2 的增速只有 3.1%和 12.4%，为本世纪新低。相应的，2013 年的春节不在 1 月份，对应的抬高了货币增速。

图 1: 13 年 1 月 M1 和 M2 飙升



数据来源：东北证券，Wind

图 2: M1 和 M2 的翘尾因素高达 14.33%和 13.85%



数据来源：东北证券，Wind

表 1: 12 年的 1 月春节因素致 M1 和 M2 创新低，使得 13 年低基数

	M1: 同比	M2: 同比
2011-12	7.90	13.60
2012-01	3.10	12.40
2012-02	4.30	13.00
2012-03	4.40	13.40
2012-04	3.10	12.80
2012-05	3.50	13.20
2012-06	4.70	13.60
2012-07	4.60	13.90
2012-08	4.50	13.50

2012-09	7.30	14.80
2012-10	6.10	14.10
2012-11	5.50	13.90
2012-12	6.50	13.80
2013-01	15.30	15.90

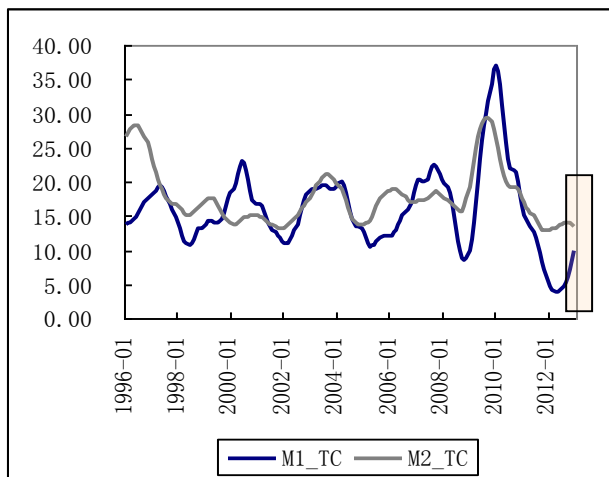
数据来源：东北证券，Wind

2. M1 趋势回升反映经济复苏，M2 趋势回落反应政策稳健

M1 季调值 (TC) 为 9.85%，周期值 (Cycle) 为 6.65，两者环比继续提高，而 M1-M2 的剪刀差为-0.6%，货币活化似乎大幅提高，但 M1/M2 为 0.314，活化度实际并未提高，从货币层面反映经济复苏在持续，但并未出现明显的加速。

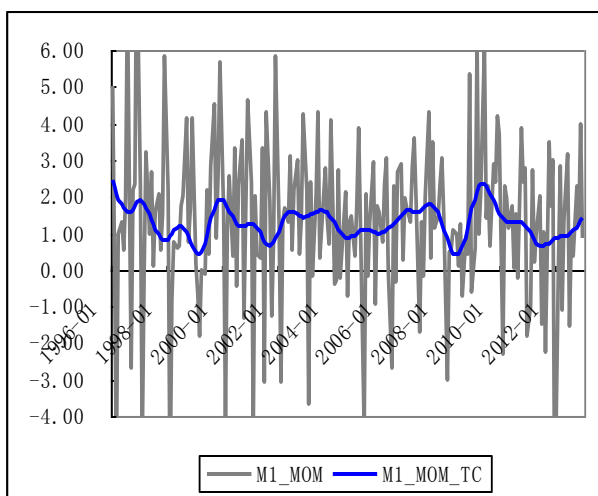
但 M2 延续回落态势，M2 季调值 (TC) 为 13.56%，环比为 1.17%，分别比 12 月下降 0.18 和 0.01，且环比周期值 (Cycle) 为-0.02，表明货币增速趋势下行紧；于此同时，M2 的长期趋势 (HP) 降至 11.8%，基本降至 GDP+CPPI (8%+3%=11%) 的合理范畴货币增速长期趋势，这意味仅从货币本省看，短期收紧的可能性较小。

图 3: 1 月 M2 趋势下降，但 M1 则继续回升



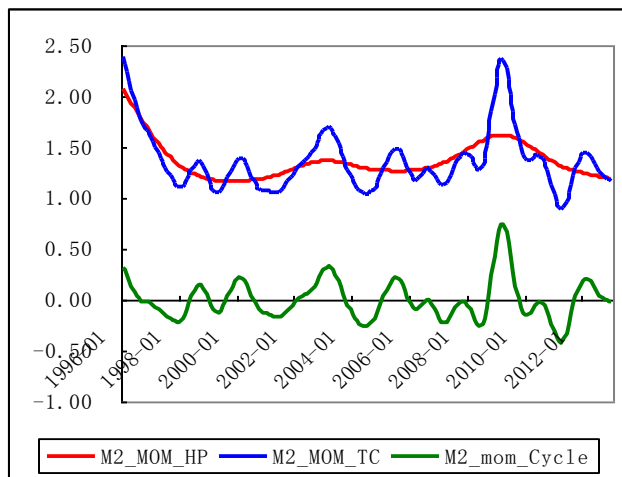
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 1 月 M1 环比延续扩张，显示经济持续复苏



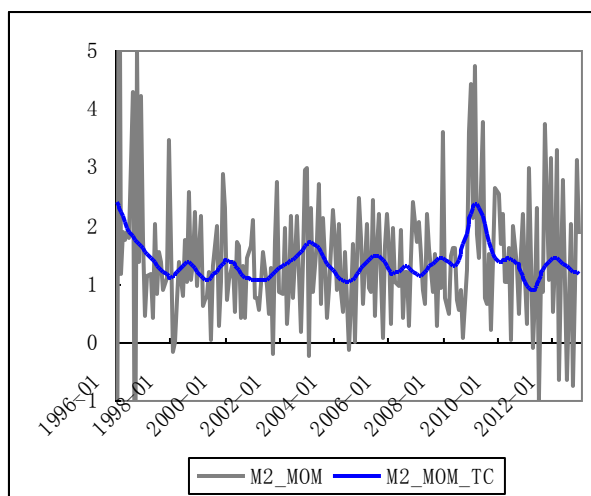
数据来源：东北证券，Wind

图 4: M2 周期值负增长，反映当前货币收紧



数据来源：东北证券，Wind

图 6: 1 月季调后 M2 环比延续回落，政策趋向收紧



数据来源：东北证券，Wind

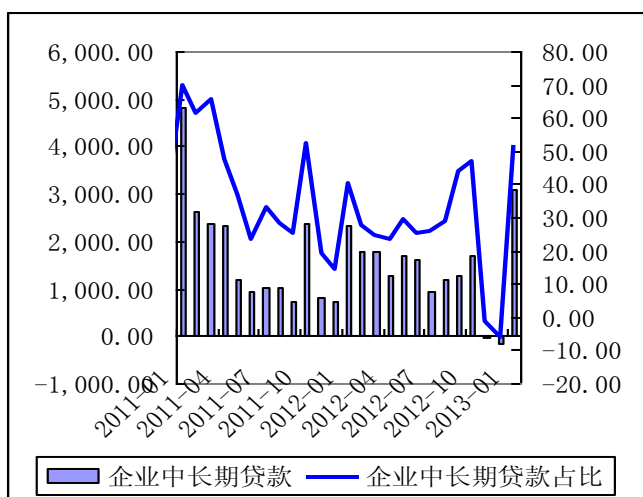
3. 信贷和融资激增为年初冲贷和管制放松所致，并非需求大增

大增

1 月份新增信贷 10700 亿，与我们预测的 10500 亿基本接近，信贷增加为年初冲贷和去年末积压信贷的释放所致。去年末受信贷额度控制，企业中长期信贷为负增长，1 月企业长贷为 3098 亿，积压信贷释放，但额度未超以往年度，表明经济复苏温和增长，投资也并未大幅增长。

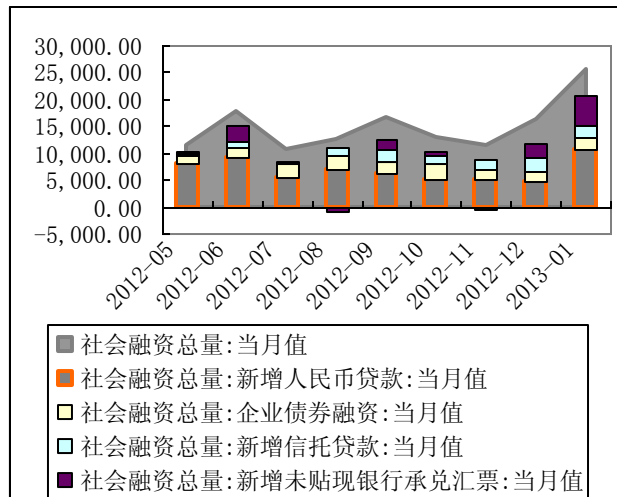
而社融激增至 25400 亿，主要为信贷和汇票增加所致。1 月汇票增 5812 亿，创历史新高，应该是受到去年同业票据管制后释放所致，委托、信托贷款都出现了小幅回落，总体融资额度基本平稳。但外币贷款增 1793 亿，为 09 年 7 月新高，表明外部热钱流入仍在加剧，这可能影响央行的货币决策。

图 7：信贷激增，但企业长贷的三个月均值并未大增



数据来源：东北证券，Wind

图 8：融资激增为信贷和汇票在管制放松后增加所致



数据来源：东北证券，Wind

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760