

1 月份货币信贷数据点评

贷款猛增未引起 M1 回升，债市迎来修复性反弹

广发证券固定收益研究小组

事件：

2 月 12 日，央行公布 1 月份的货币信贷数据：M2 同比增长 18.79%，增幅比上年末高 0.97 个百分点；M1 余额为 16.52 万亿元，同比增长 6.68%，增幅比上年末低 2.38 个百分点；人民币各项贷款余额 31.99 万亿元，同比增长 21.33%，增幅比上年末高 2.6 个百分点，当月人民币贷款增加 1.62 万亿元，同比多增 8141 亿元；人民币各项存款余额为 48.16 万亿元，同比增长 22.98%，增幅比上年末高 3.25 个百分点。当月人民币各项存款增加 1.51 万亿元，同比多增 1.28 万亿元。

评论：

新增贷款创历史新高，中长期贷款增量较大

1 月份新增贷款 1.62 万亿元，单月新增量创历史新高。分部门来看，居民户贷款增加 1214 亿元，非金融性公司及其他部门贷款增加 1.5 万亿元，其中短期贷款增加 3404 亿元，票据融资增加 6239 亿元，中长期贷款增加 5229 亿元。尽管票据融资占新增贷款的 38.5%，但是中长期贷款单月增量也创历史新高，政府投资项目开展是导致中长期贷款激增的主要原因。去除票据融资之后，贷款增速仍然呈现上升趋势，央行的宽信贷的政策起到明显的效果。

M2 反弹超预期，信贷和外汇占款多增推动 M2 上升

M2 同比增长 18.79%，增幅比上年末高 0.97 个百分点，高于市场 17% 的预期。M2 高于预期主要原因在于信贷增量处于市场预期顶部，并且外汇占款增量也比较大，1 月份贸易顺差 391 亿美元，高于市场预期。从基础货币和货币乘数的角度来看，当月新增的财政存款只有 488 亿元，低于市场预期，1 月份公开市场操作净投放 3810 亿元，央行外汇资产新增量比较高，贸易顺差即可以贡献 2700 亿元左右的外汇资产，因此 1 月份基础货币增量或可达到 6022 亿元，货币乘数为 3.67，与 12 月份的货币乘数接近。

M1 和 M2 增速背离，存款定期化趋势延续

信贷猛增并没有引起 M1 回升，M1 同比增长 6.68%，增幅比上年末低 2.38 个百分点。从总量来看，M0 比上个月增加 6881 亿元，但是 M1 却减少 1017 亿元，这表明企业活期存款在减少。从存款的数据来看，企业存款增加 759 亿元，同比多增 2586 亿元（去年同期下降 1827 亿元），对比这两个数据可以看出，虽然信贷多增使得企业存款有所增加，但是企业存款仍然延续定期化的趋势。从 M1 和 M2 喇叭口扩大的走势也可以看出，存款定期化趋势仍然在延续。企业存款定期化，说明了企业对于未来经济预期比较悲观，投资信心不足。

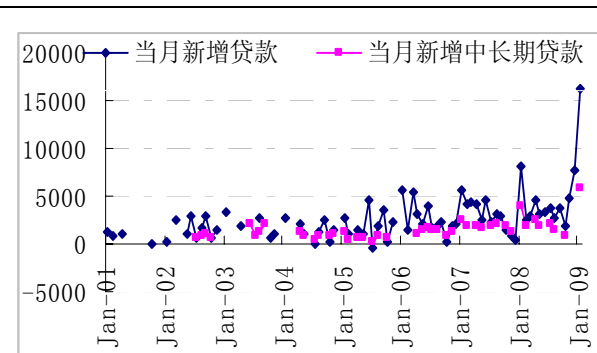
前瞻性地看，新增信贷将会从2月份逐渐回落，M1估计在1月份触底

据了解，春节后1周的信贷增量已经较1月份明显下降，估计新增信贷将从2月份开始回落，但是同比增速应该还是比较高，为了实现M2 17%的增速，信贷增速将会要高于17%（今年的外汇占款增速预计会下降，信贷增速或持续高于M2增速）。M1估计在1月份触底，近2个月的经济先行指标已经显示工业活动已经开始恢复，宽松的信贷会逐渐改善企业的信心。

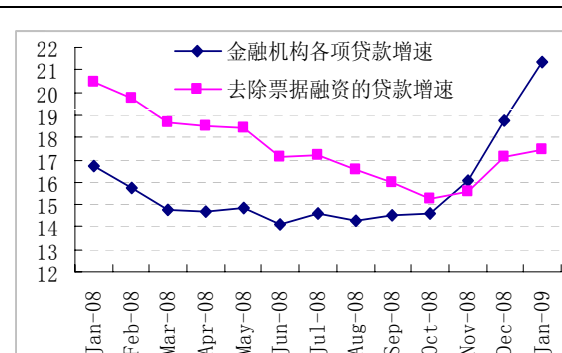
货币信贷数据显示经济活动仍然较弱，债市将出现修复性反弹

信贷猛增，但是M1再次创新低，存款定期化趋势延续，说明宽松的货币政策对于经济刺激效果还需要一段时间才能体现，目前经济活动仍然比较弱，企业对于投资前景比较悲观。08年12月份以来的先行指标，包括信贷、PMI以及敏感材料价格等反弹，投资者对于经济的看法趋于乐观，导致资金涌入股市，债市在过去1个月里出现较大幅度的调整。本周两个新债的发行，中标利率均低于二级市场，商业银行充裕的资金面对市场起到稳定作用，债市投资者的信心有所恢复。而昨天公布的进出口数据以及今天公布的货币信贷数据，则进一步增强债市投资者的信心，债市将会出现修复性反弹。至于反弹幅度，10年期国债收益率不大可能会回到2.7%的低位，本次调整已经使得投资者对于债市风险提高警惕。考虑到经济快速下滑时期已经过去以及政府强大的财政支持，我们认为如果10年期国债收益率低于3%的时候应当减仓长债，增加中短期信用债的配置。

图表 1: 1 月份新增贷款创新高

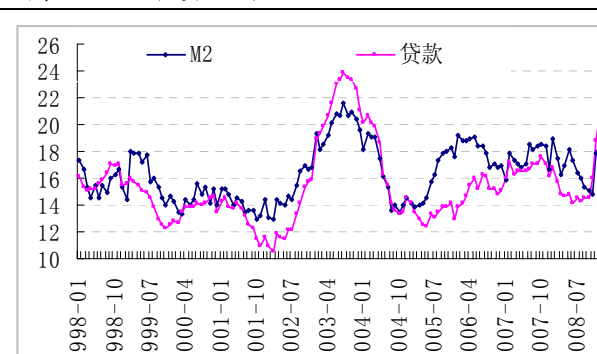


图表 2: 去除票据融资之后贷款增速仍然反弹

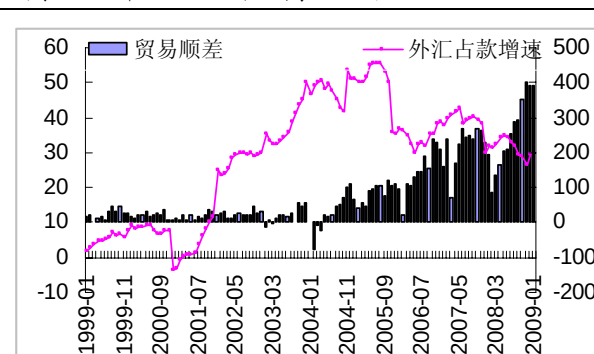


数据来源: WIND 资讯

图表 3: M2 和贷款增速

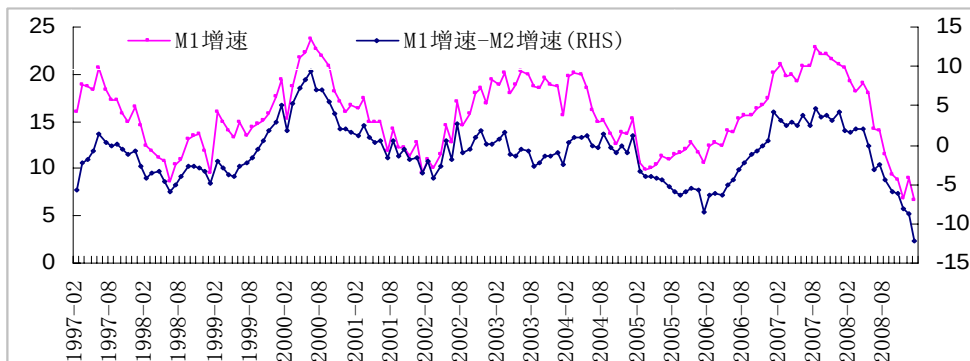


图表 4: 外汇占款增速高位回落



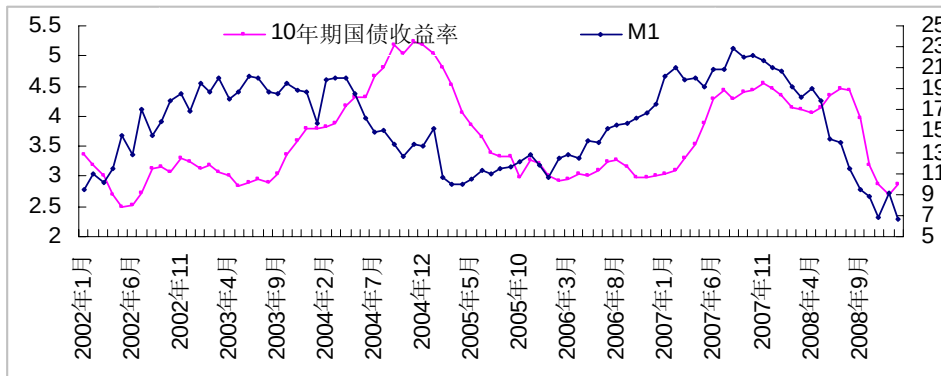
数据来源: WIND 资讯

图表 5: M1 增速回落, M1 和 M2 剪刀差扩大



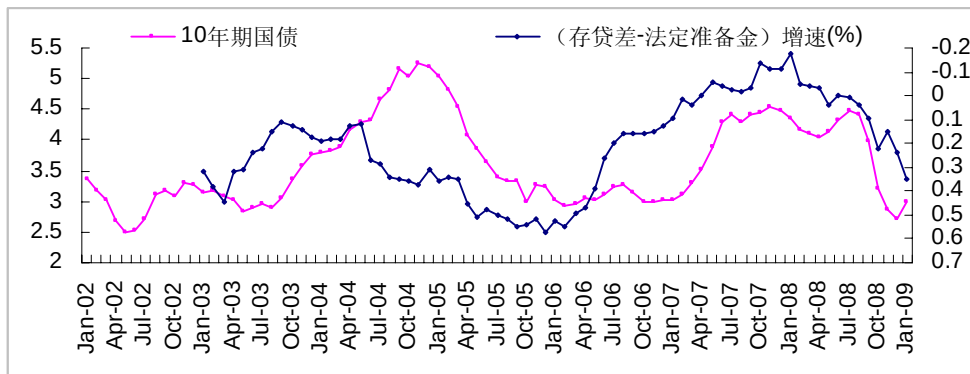
数据来源: WIND 资讯

图表 6: M1 领先 10 年期国债收益率



数据来源: WIND 资讯

图表 7: 尽管信贷反弹, 债市的资金面仍然充裕



数据来源: 广发证券发展研究中心

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。