

流动性：反弹还是反转

宏观经济分析 2009 年 01 月 12 日

石磊 010-66045557

要点：

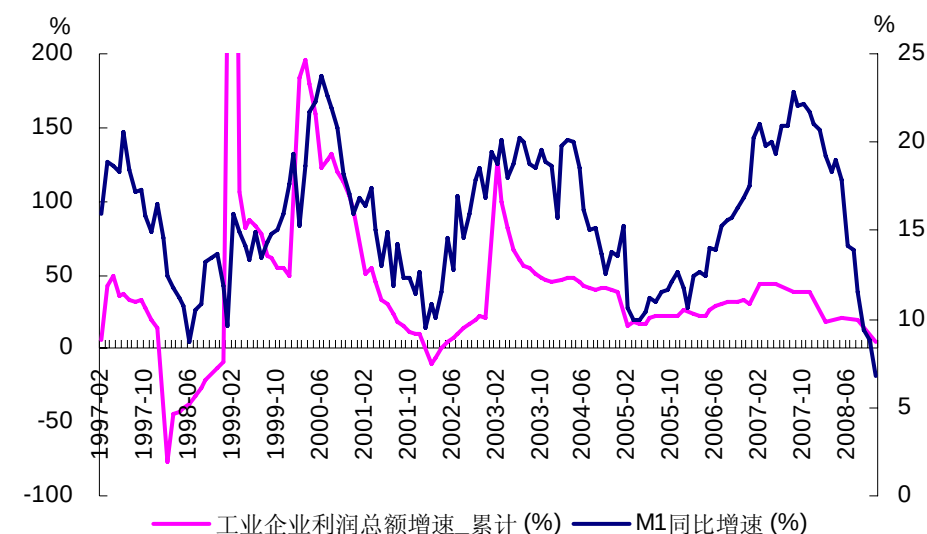
- 1、根据《上海证券报》和《证券时报》报道，2008 年 12 月新增人民币贷款约 7400 亿元，全年新增贷款达到 4.9 万亿元，结合工业企业利润下降幅度有望见底，我们估计 2008 年 12 月份 M1 和 M2 的增速相比 11 月份将分别反弹 2-3 个百分点。流动性的复苏是反弹还是反转，值得我们密切关注。
- 2、我们认为，流动性的复苏和经济刺激计划以及去库存化在部分行业见到效果有关。根据我们的了解，在经济刺激计划下，2008 年底以前，许多在建的工程加快施工，也相应获得信贷资金支持。同时，以钢铁行业为代表，行业库存出现明显回落，部分企业开始复产，并在宽松信贷环境下能够获得相应信贷支持，由此也带来了货币供应量增速的回升。
- 3、我们认为目前流动性的充裕会带来两方面的影响，一是银行流动性会流向相对安全，但是收益率高于债券的信贷项目，比如个人住房按揭贷款；二是央行进一步下调基准利率的时间和空间可能会晚于和低于预期。
- 4、天相投资顾问有限公司董事长林义相先生在 2007 年 12 月珠海策略会上就指出流动性是不同的，指出在全社会流动性不足的时候很多中小企业的资金是紧张的，资本是不足的。在 2008 年 6 月天相策略会上他更明确把流动性划为两类，一类是财务性的、金融性的、投资性的，甚至是投机性的流动性，另一类是工商企业的流动性。
- 5、我们认为财务性的流动性充裕将是持续的，但对于工业企业的流动性，比如 M1 增速的反弹是否可持续，还需要观察，也就是说，工业企业的流动性可以确认是见底回升，但是目前还只能当作反弹而不是反转来看待。首先，我们关注目前经济刺激计划和 1998 年的不同；另外，中小企业的资本金不足也制约了他们获得贷款。
- 6、综上，我们建议，在目前流动性复苏的良好氛围下，政府应继续采取相应措施，使得企业的流动性复苏能持续而不致于反复，需要加大通过资本市场为中小企业筹集资本金的力度，考虑加大财政担保甚至是贴息力度，保证中小企业能够获得贷款，从而稳定住就业和经济增长。

事件描述:

根据《上海证券报》和《证券时报》报道, 2008 年 12 月新增人民币贷款约 7400 亿元, 全年新增贷款达到 4.9 万亿元。

评论: 根据上述数据, 结合工业企业利润下降幅度有望见底, 我们估计 2008 年 12 月份 M1 和 M2 的增速相比 11 月份将分别反弹 2-3 个百分点。流动性的复苏是反弹还是反转, 值得我们密切关注。

图 1: 工业企业利润累计增速与M1 同比增速相关性较高



数据来源: 中国国家统计局, 中国人民银行。

1、流动性复苏的原因:

我们认为, 流动性的复苏和经济刺激计划以及去库存化在部分行业见到效果有关。根据我们的了解, 在经济刺激计划下, 2008 年底以前, 许多在建的工程获得加快施工, 也相应获得信贷资金支持。同时, 以钢铁行业为代表, 行业库存出现明显回落, 部分企业开始复产, 并在宽松信贷环境下能够获得相应信贷支持, 由此也带来了货币供应量增速的回升。

2、流动性复苏带来的影响

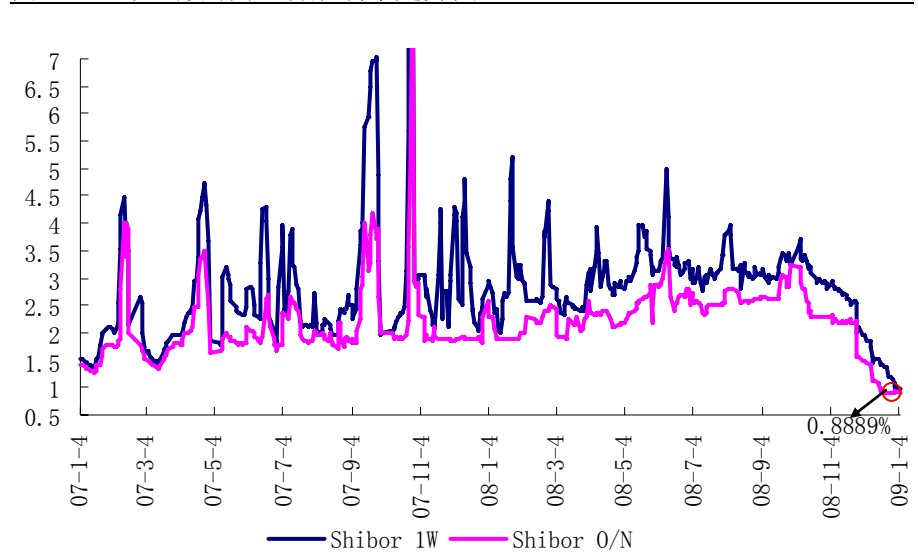
我们认为目前流动性的充裕会带来两方面的影响, 一是银行流动性会流向相对安全, 但是收益率高于债券的品种。

1 月 9 日, 机构资金充裕再度将银行间 7 天回购利率 (R007) 拉低至 0.9% 的低位, 较上一交易日下行 8bp。我们预计今日 R007 将微幅上移。二级市场上, 1 月 9 日, 因绝对收益率水平较低, 央票到期收益率曲线较上一交易日有升有降, 其中剩余期限为 1 年期和 3 年期的央票到期收益率较上一交易日分别下行 1.6bp 和 2.3bp, 而剩余期限为 2 年期的央票到期收益率较上一交易日上行

2. 17bp。

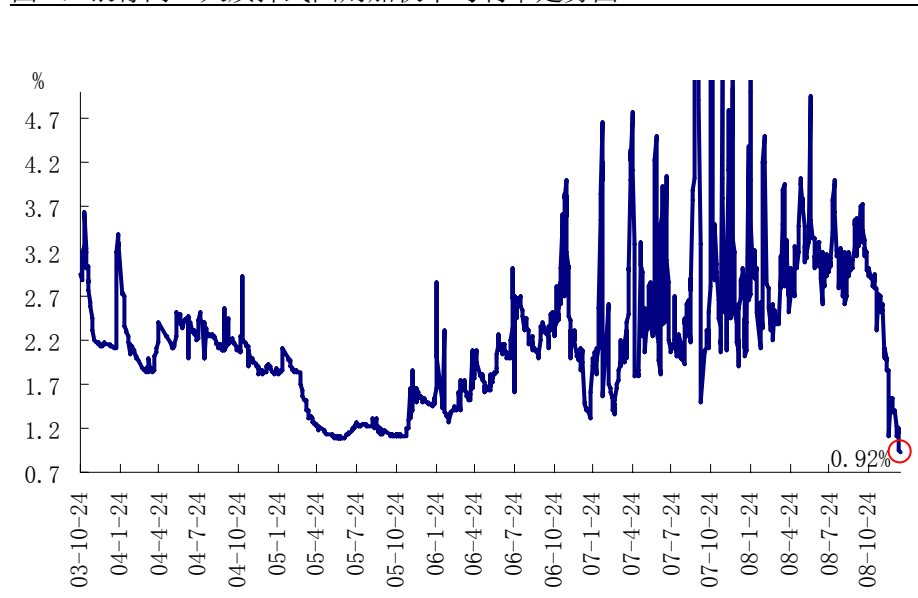
从货币市场利率走势来看，近期虽然央行已连续三周向市场净回笼货币 1140 亿元，但是上海银行间同业隔夜拆放利率仍不断向下寻底，并于 2008 年 12 月 29 日创下自 2007 年 1 月 1 日 Shibor 运行以来的历史低位——冲破 0.9% 下探 0.89%。并且，上海银行间同业 1 周拆放利率和银行间 7 天质押式回购加权平均利率也不断下探，均突破历史低位。

图 2：上海银行间同业拆放利率走势图



数据来源：www.shibor.org

图 3：银行间 7 天质押式回购加权平均利率走势图

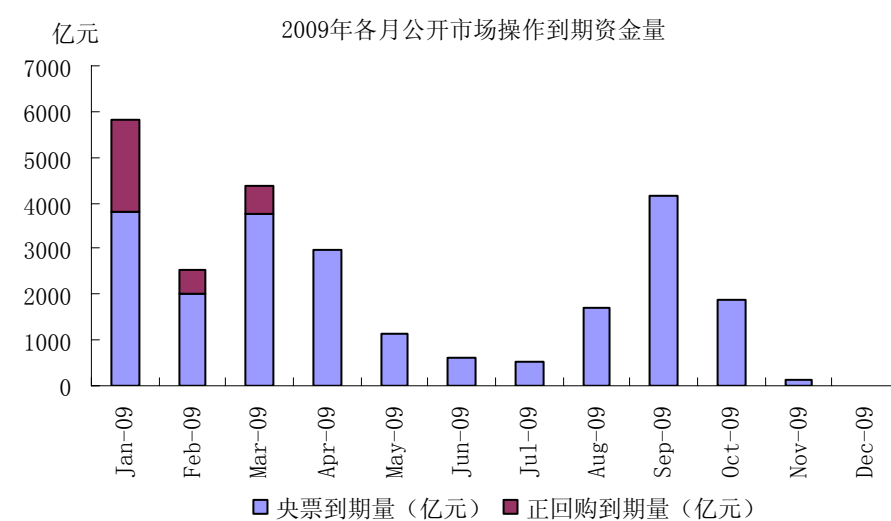


数据来源：中国货币网。

与此同时，从央行公开市场操作的角度来看，2009 年 1 月有 3790 亿元的央行票据到期，再加上 2020 亿元的正回购到期，1 月份共有 5810 亿元的资金到期；并且，截至 2009 年 1 月 6 日，2009 年一季度将有约 1.27 万亿元的资金

到期，由此释放的流动性将进一步支撑市场资金面宽松的局面。

图 4：2009 年各月公开市场操作到期资金量分布



数据来源：中国人民银行。

由于前期债券市场涨幅可观，债券收益率已经被压到相当低的水平，因此银行在寻找信贷投向中相对安全，而且收益率也较高的品种，比如目前正在进行的如火如荼的个人按揭房贷利率打七折上的争夺战就是一个明显的例证。

根据我们的调研，中小银行和国有大银行之间正展开激烈的转按揭争夺战，利率打七折的条件也越来越宽松。同时，随着信贷资金的迅速投入，以及监管部门对重组贷款的政策放宽，以及一些企业去库存化初步告一段落带来的资金面缓解，可能都会使得银行不良贷款爆发的预期强度低于预期。

虽然由于一些行业和企业产能过剩依然会成为银行资产质量的不稳定因素，但是市场对银行的关注点更多将转向利差收窄带来的盈利能力下降，而这显然会更加具有可预测性，也会带来市场对银行股分红收益率是否出现吸引力的关注。

流动性充裕的影响之二是央行进一步下调基准利率的时间和空间可能会晚于和低于预期。由于 12 月份企业和银行之间借贷两旺，央行自然有理由进一步观察信贷市场的走势，而放缓降息的节奏。我们注意到，央行副行长易纲在日前召开的“中国经济动荡及环境挑战背景下的中国”会议上指出，中美基准利率不具可比性，中国基准利率是一年期存款利率，美联储基准利率是隔夜拆解利率。当前，美国一年期大额定期存单利率为 2% 左右，和我国一年期存款利率 2.25% 相差不多。他还认为，去年 11 月和 12 月信贷规模非常大，说明我国目前没有发生流动性枯竭和惜贷。虽然可比的基准利率是一个重要的观察指标，但是信贷市场的火爆是导致央行可能放缓降息节奏的更重要原因。

3、流动性复苏是否可持续

天相投资顾问有限公司董事长林义相先生在 2007 年 12 月珠海策略会上就指出流动性是不同的，指出在全社会流动性不足的时候很多中小企业的资金是

紧张的，资本是不足的。在 2008 年 6 月天相策略会上他更明确把流动性划为两类，一类是财务性的、金融性的、投资性的，甚至是投机性的流动性，另一类是工商企业的流动性。

对上述两种流动性的区分，使我们认识到在货币政策收紧的时候，通过提高存款准备金率和发行央票回收流动性，不仅回收不了那些财务性的、投机性的资金，因为这类资金大都表现为银行存款，而且还限制了银行的放贷能力，使得工商企业（尤其是中小企业）的流动性资金贷款供给严重不足；同样，在货币政策宽松的时候，仅仅通过降低存款准备金率和释放央票到期资金释放流动性，而不从根本上考虑如何缓解银行的惜贷行为，实际上工商企业资金面紧张的状况未必得到实质性缓解。

当财务性的、投机性的流动性被释放的时候，我们更需要关注这些流动性对资产价格，包括股票价格可能产生的推动作用，比如我们前面讲到银行开始关注债券之外的风险相对低，但是收益率高于债券的信贷项目，比如个人住房按揭贷款，那么股票市场上的高分红股票可能也会得到市场关注。

我们认为财务性的流动性充裕将是持续的，但对于工业企业的流动性，比如 M1 增速的反弹是否可持续，还需要观察，也就是说，工业企业的流动性可以确认是见底回升，但是目前还只能当作反弹而不是反转来看待。

首先，我们关注目前经济刺激计划和 1998 年的不同。根据我们此前对近百名经济学家的跟踪，他们普遍建议财政支出应降低直接经济建设支出，而增加社会性支出。排在第一位的政策重点是增加对老百姓的社会保障、教育、医疗等开支。而这些开支短期内是无法带来经济效益的，也是地方政府和民间不愿意投入的，这些投入对经济和生产的带动效应更多体现在创造一个良好的基础设施环境后吸引民间资金投入到相关的有经济效益的项目中去。因此，在现有在建项目逐步结束后，在部分行业去库存化初步告一段落，部分行业和企业恢复生产后，工业企业的流动性反弹就开始面临压力，压力来自行业的产能过剩，来自于地产的去库存化还在进行中等问题。

另外，中小的资本金不足也制约了他们获得贷款。在工商企业中，大型企业大都为国家控股、参股的企业，因此，当这些企业的流动性出现问题时，他们很容易获得银行贷款的支持。但是对于中小企业，由于他们的资本金严重不足，根据我们的统计，在 2004-2008 年期间，中小板上市公司通过首发募集的资金额占整个市场的首发融资额的比重仅为 12.87%，并且中小板上市公司股权融资占整个股市融资总额的比重更低，仅为 8.27%。这些企业一次融资只有几亿元或者十几亿元，而中国石油一家就融资 668 亿元，再加上中小企业自身经营的高风险性，再加上他们大都为非国企，因此中小企业一般很难获得银行贷款的支持。目前的企业流动性复苏，很有可能主要集中在国有大中型企业，而资本金的不足，资本市场为中小企业设置的门槛，制约的不仅是这些企业获得融资的机会，也制约企业流动性的复苏空间和时间，制约着经济的复苏时间和空间。

表格 1：中小企业板股票筹资占比情况（单位：亿元，次）

年份	市场						中小板股票 筹资占比	中小板股票 首发筹资占比
	首发	配股	增发	扩募	合计	次数		
2004年	353.46	101.68	193.70		648.84	133		
2005年	57.63	2.62	269.80		330.05	21		
2006年	1,642.56	11.69	1,041.18		2,695.43	132		
2007年	4,469.96	232.55	3,034.17		7,736.68	301		
2008年	1,040.05	139.50	1,891.78		3,071.33	211		
04-08年累计	7,563.66	488.04	6,430.63		14,482.33	798		
年份	中小板						中小板股票 筹资占比	中小板股票 首发筹资占比
	首发	配股	增发	扩募	合计	次数		
2004年	91.08				91.08	38	14.04%	25.77%
2005年	29.09				29.09	12	8.81%	50.48%
2006年	179.13		17.81		196.94	59	7.31%	10.91%
2007年	373.24		93.91		467.15	111	6.04%	8.35%
2008年	300.84		111.98		412.82	86	13.44%	28.93%
04-08年累计	973.38		223.70		1,197.08	306	8.27%	12.87%

数据来源：天相投资分析系统。

综上，我们建议，在目前流动性复苏的良好氛围下，政府应继续采取相应措施，使得企业的流动性复苏能持续而不致于反复，需要加大通过资本市场为中小企业筹集资本金的力度，考虑加大财政担保甚至是贴息的力度，保证中小企业能够获得贷款，从而稳定住就业和经济增长。

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据的主观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦 2801 室 电话：0755-83234800	传真：0755-82709089	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014