

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

专题报告

2009 年上半年流动性研究

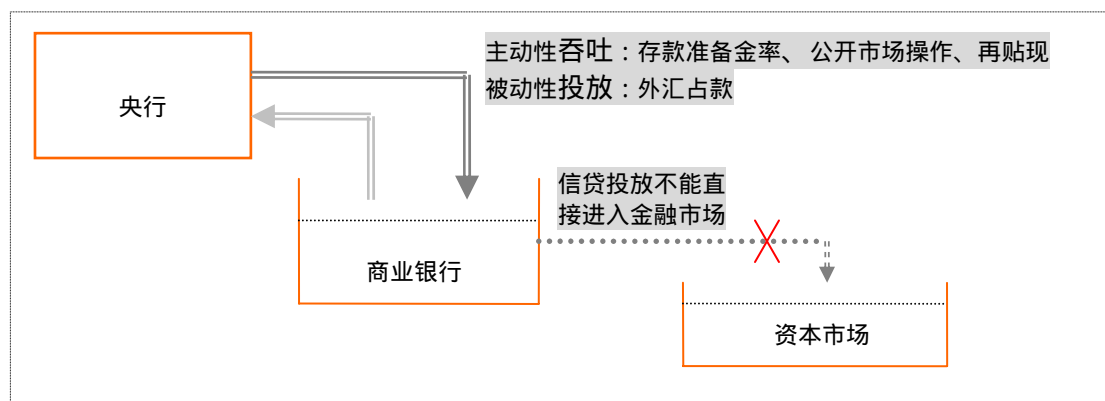
2009 年 02 月 4 日	李虹蓉 宏观政策高级研究员	86-755-22626170	Lihr@pasc.com.cn
	孙方红 宏观政策首席研究员	86-755-22626432	Sunfh@pasc.com.cn

国务院办公厅 2008 年底下发的《关于当前金融促进经济发展的若干意见》要求，要落实适度宽松的货币政策，促进货币信贷稳定增长；设定 2009 年货币供应总量目标，争取全年广义货币供应量增长 17% 左右。央行官员也表示 2009 年的新增银行贷款目标为 4.6 万亿元。应该说，在预期通货膨胀率较低的情况下，这样的货币供应增长目标是相当宽松的。

那么在适度宽松的货币环境下，流动性的放大会不会传导到资本市场呢？

对于流动性的传导渠道，我们认为可以从三个自上而下的层面理解：一是央行的货币吞吐，二是商业银行头寸，三资本市场流动性。

图表 1 流动性示意图



资料来源：平安证券综合研究所

■ 央行可释放的流动性充裕，适度宽松的货币政策也决定了流动性释放的主基调

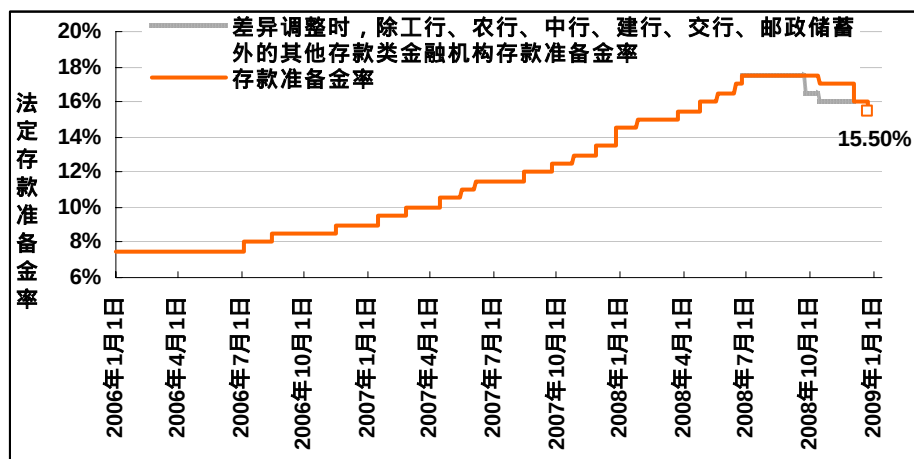
适度宽松的货币政策，意味着央行会通过数量型工具实施货币净投放操作。

存款准备金、公开市场业务和再贴现是央行三大货币政策操作工具。其中公开市场操作和存款准备金，是近年来央行数量型货币政策主要工具。

-- 公开市场操作可为市场提供的潜在流动性规模大：截至 08 年底统计，09 到期央票和正回购规模约 2.5 万亿元，如果央行不进行对冲，这些资金将成为市场流动性的重要来源。

-- 存款准备金率处于历史高位区，存在可下调空间：目前存款准备金率为 15.5%，04 年的低点为 7%，按目前的人民币存款额计算，存款准备金率每下调 1 个百分点，就释放约 4600 亿元的流动性。

图表 2 法定存款准备金率调整

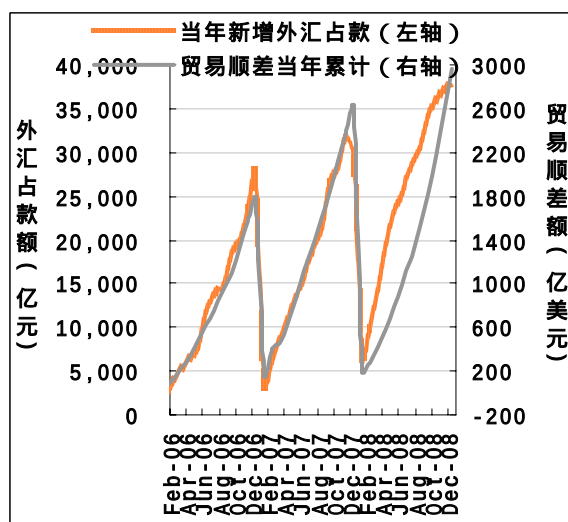


数据来源：中国人民银行

对 09 年贸易顺差规模的估算，09 年新增外汇占款规模也不小。

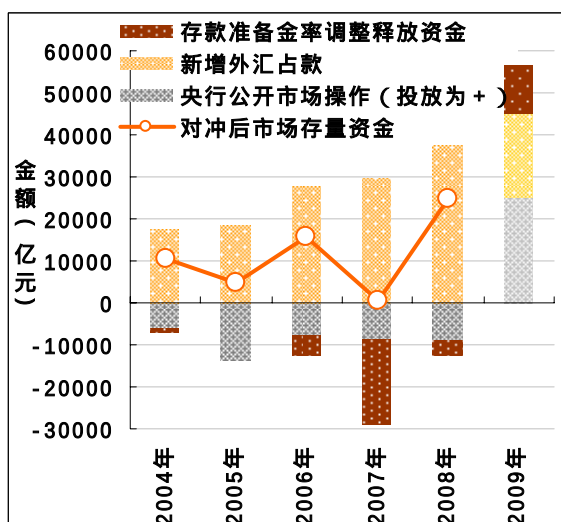
平安证券《2009 年宏观经济分析报告》预计，尽管 09 年我们的贸易进出口增幅会放缓，但贸易顺差规模仍会达到 2500 亿美元以上。结合过去几年数据看，外汇占款的增加是毋庸置疑的，非常保守地估计，09 年新增外汇占款规模也至少在 2 万亿元以上。前 2 年央行多通过上调存款准备金率和公开市场操作进行对冲，因此央行一旦缩小对冲规模也就意味着被动性的流动性释放。

图表 3 新增外汇占款与贸易顺差



数据来源：平安证券研究所整理

图表 4 历年流动性存量及 09 年可释放流动性示意



数据来源：平安证券研究所整理 (注：09 年为示意数据)

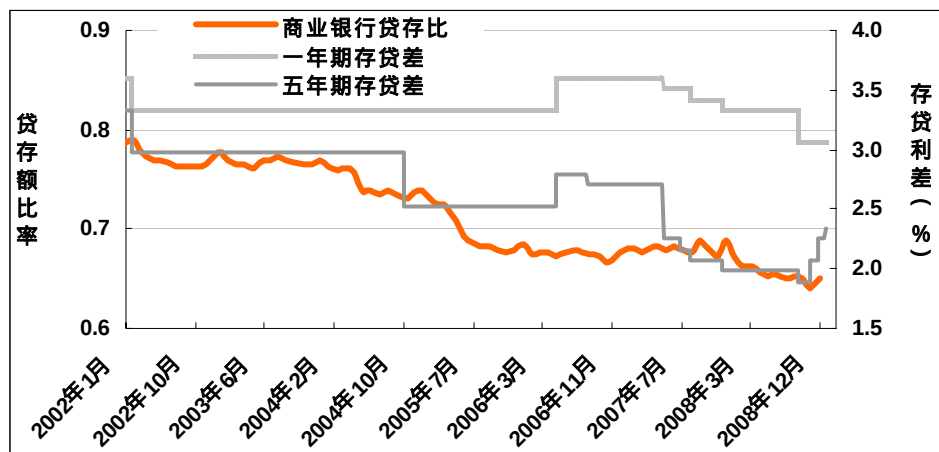
总体来说，09 年央行可释放的流动性充裕，适度宽松的货币政策也决定了流动性释放的主基调。

■ 商业银行流动性过剩，商业银行的资金有寻找出路的压力

2008 年底以来，商业银行已经陷入流动性管理困境。

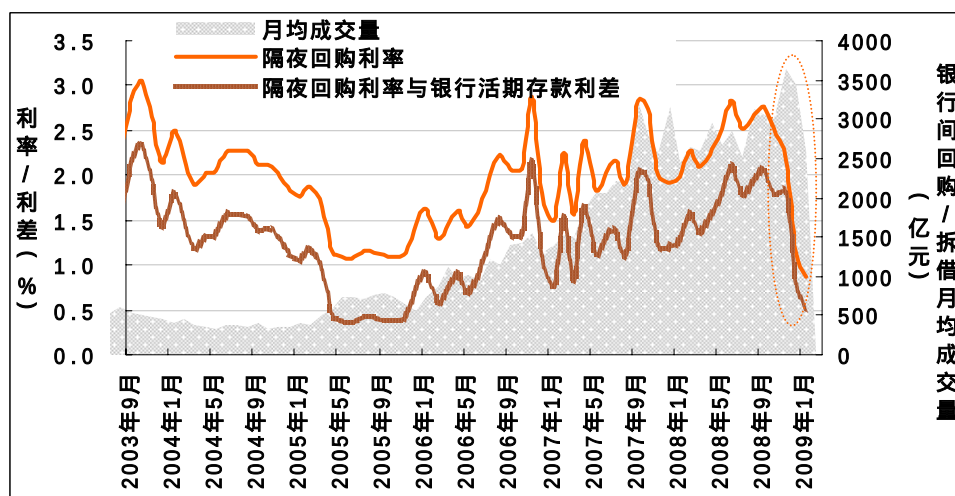
08 年 9 月至当年底，央行共下调商业银行法定存款准备金率 2 个百分点，并分别下调存、贷款利率合计 1.89% 和 2.16%（一年期数据，其他年限略有差异），存贷利差收窄。这样调整的结果，再加上商业银行贷存比的不断下降，使得商业银行流动性明显出现过剩。我们可以看到银行间回购和拆借市场月均成交量近两月来创下新高，而回购利率却急速下降。隔夜回购利率不断逼近商业银行吸收活期存款的资金成本。因此商业银行的资金有寻找出路的压力。

图表 5 金融机构人民币贷存比下降，存贷差也趋收窄



数据来源：中国人民银行

图表 6 银行间回购/拆借利率创新低



数据来源：中国人民银行，CHINAMONEY

从货币供应量的角度看，资金以准货币的形态滞留商业银行帐上。

从货币供应量的统计口径看：

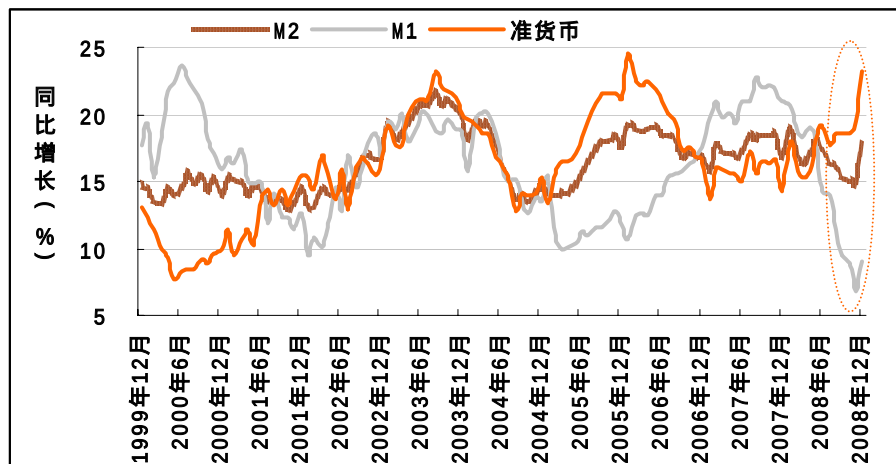
$M1 = \text{流通中的现金} + \text{活期存款}$

$M2 = M1 + \text{准货币} (\text{储蓄存款} + \text{定期存款} + \text{其他存款})$

08 年下半年以来，M1 增速急降，而准货币增速迅速爬升（图表 7），在准货币的构成中（图表 8），储蓄存款占比达到 70%，定期存款占比接近 20%。从 2000 年以来的增长情况看，定期存款基本上是维持了周期性波动，而储蓄存款增速则是 05 年下半年至 07 年明显下滑后显著攀升（图表 9），显示出资金的活跃度不断降低，资金以准货币的形态滞

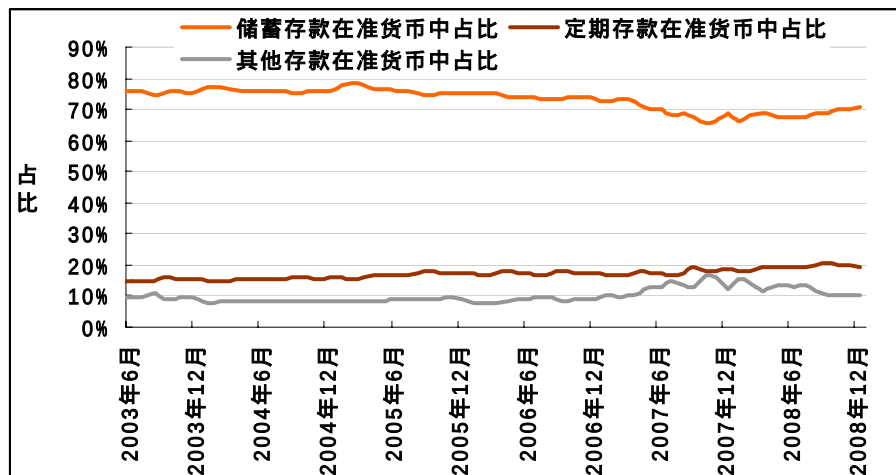
留商业银行帐上。

图表 7 货币供应量增速出现拐点



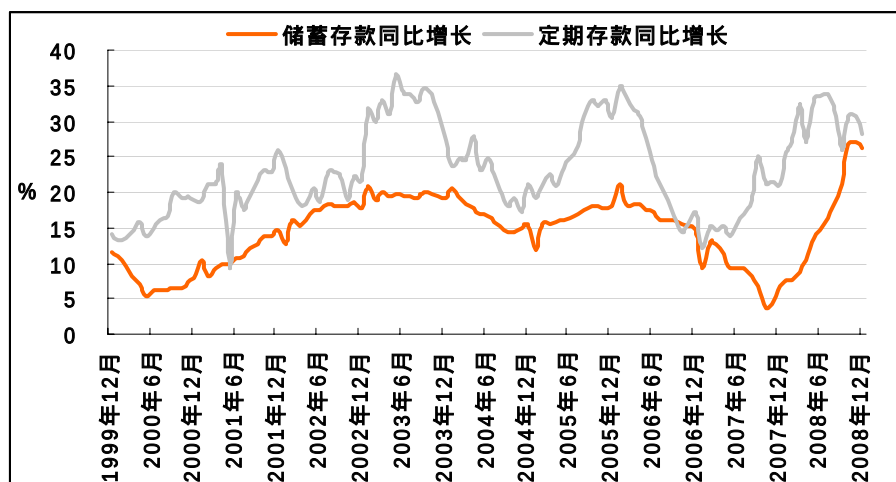
数据来源：CEIC

图表 8 储蓄存款在准货币中占比最大



数据来源：CEIC

图表 9 准货币中储蓄存款和定期存款同比增长



数据来源：CEIC

2008 年 11 月以来，新增贷款开始提速，但商业银行资金仍充裕。

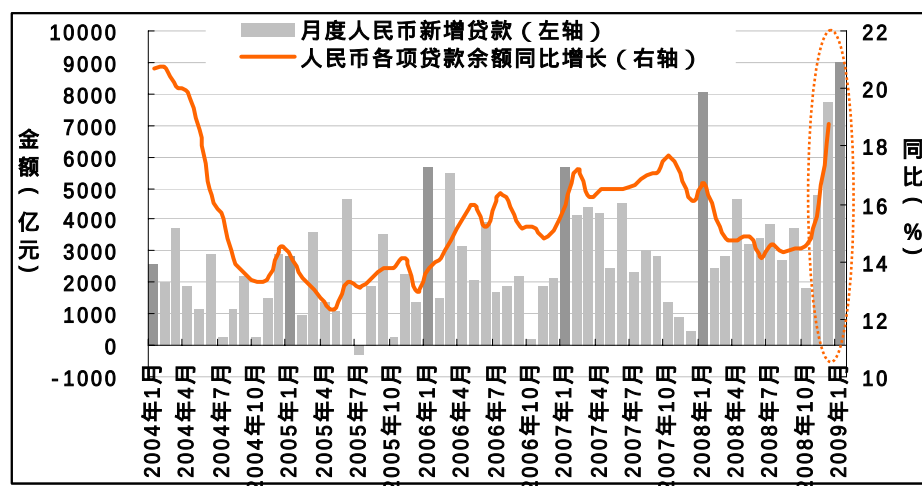
贷款是商业银行主要的资金流出渠道，在央行适度宽松货币政策促进下，08 年 11 月以来，

连续 3 个月人民币新增贷款数据反映出商业银行信贷投放开始提速(其中 09 年 1 月新增贷款 9000 亿元为 1 月份的前 20 天银行业金融机构新增贷款数据)。从图表 10 我们可以看到,往年 1 月份贷款增长很多,一方面是从利润考虑,都愿意在 1 月份突击放贷,另一方面是把年底挤压的贷款需求在年初集中释放。而今年的不同之处主要在于,上年 11 和 12 月大幅上升的新增贷款额,可以说已经释放了前期受限于“信贷紧缩”而压抑的信贷需求,在这种情况下,1 月份依旧保持高增长,其累积的贷款增长效应不容小觑。

这里要特别提到的是,由于农行处置不良资产的缘故,08 年 11 月起央行公布的人民币贷款余额比前月大致出现了 7320 亿元的坏帐冲销(根据央行公布数据推算),但是由于无法获取各项贷款总额下各明细的冲销情况,因此,自 08 年 11 月以来,我们无法得到可比口径的分类贷款增长情况。因此,也无从更进一步的分类贷款进行分析。

但总体来看,在新增贷款额和各项贷款余额同比增长快速上升(图表 10)的同时,货币市场利率仍不断走低(图表 6),反映出贷款提速并未影响到商业银行当前充裕的流动性。

图表 10 月度人民币新增贷款额——08 年 11 月以来快速增长



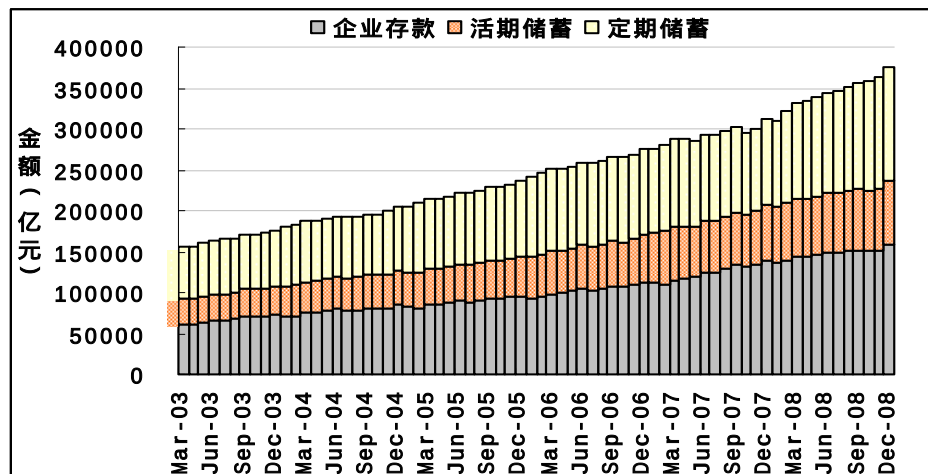
数据来源:中国人民银行

■ 信贷资金直接流向金融市场的路径是受政策阻隔的,但信贷投放与资本市场流动性间接相关

贷款增加使企业和居民自有资金的运用灵活度提高。

为了银行体系的金融安全,政府从政策上切断了信贷资金流向资本市场的路径,因此直接地看,企业和居民庞大的存款余额才可能是资本市场的资金供给者(图表 11)。但由于贷款增加对企业和居民自有资金具有替代作用,使得他们对资金运用的灵活度提高,从而有可能间接带来资本市场的增量资金。

图表 11 企业和居民存款余额

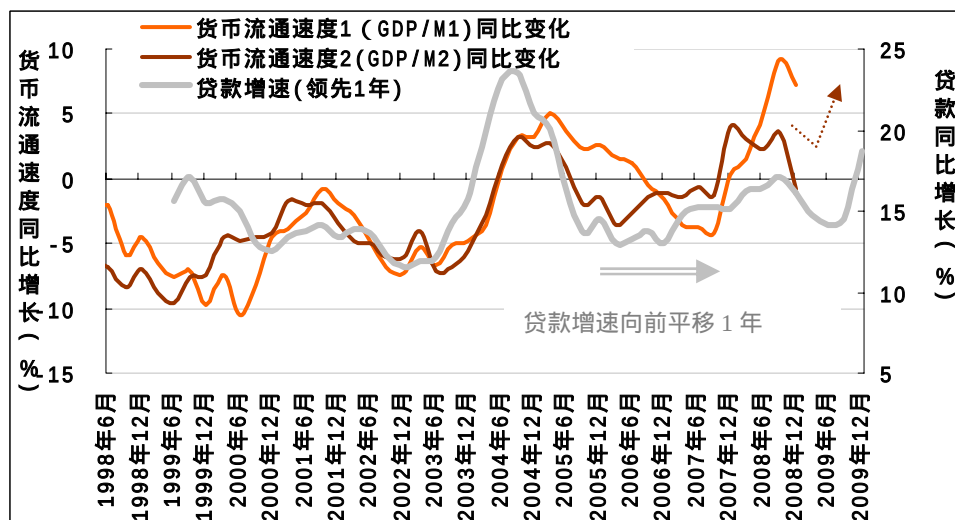


数据来源：中国人民银行

进一步看，贷款增速变化会滞后影响货币流通速度的变化。

货币流通速度是单位货币在一年内的平均使用次数，是名义总收入与货币存量之比。货币流通速度 1 = 名义 GDP/M1；货币流通速度 2 = 名义 GDP/M2。图表 12 中，我们将季度 GDP 数据进行年化处理，并计算出货币流通速度 1 和 2 的同比变化，将之与贷款同比增速进行比较，会发现，在贷款增速提速后大约一年时间，货币流通速度会出现提速。因此，我们可以预期在 09 年下半年货币流通速度将会出现明显上升。

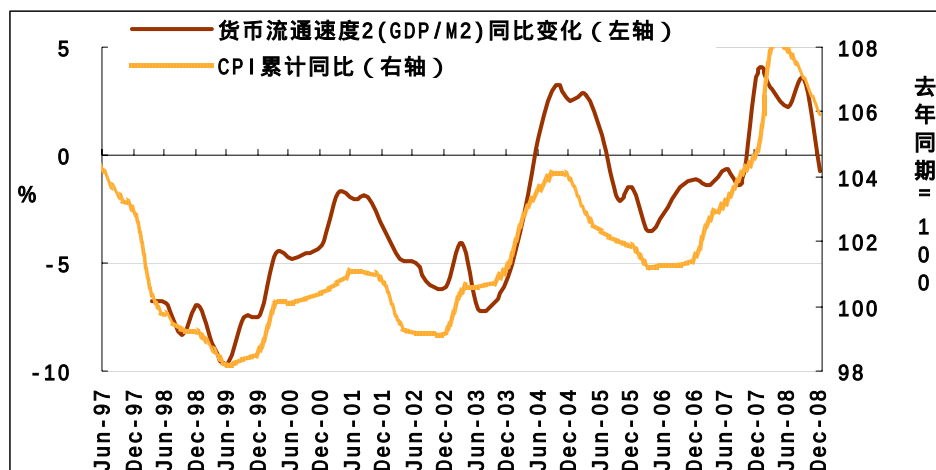
图表 12 贷款增速领先货币流通速度变化一年



数据来源：平安证券根据 CEIC 数据计算

进一步看，货币流通速度 2 与通胀是具有同向性的，在我们预期 09 年下半年货币流通速度会上升的情况下，我们也预期通胀率会有所抬头。

图表 13 货币流通速度 2 与 CPI 同比变化同步

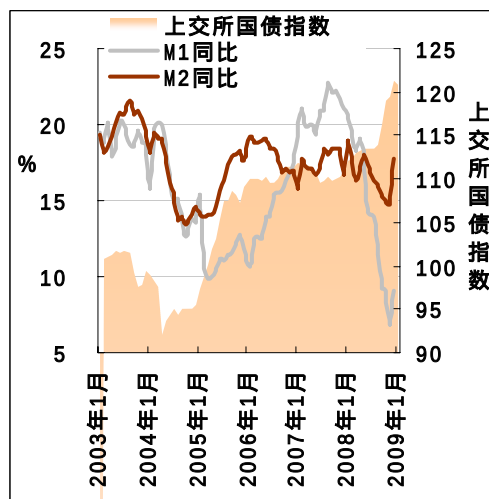


数据来源：平安证券根据 CEIC 数据计算

M1 和 M2 在不同程度上影响资本市场。

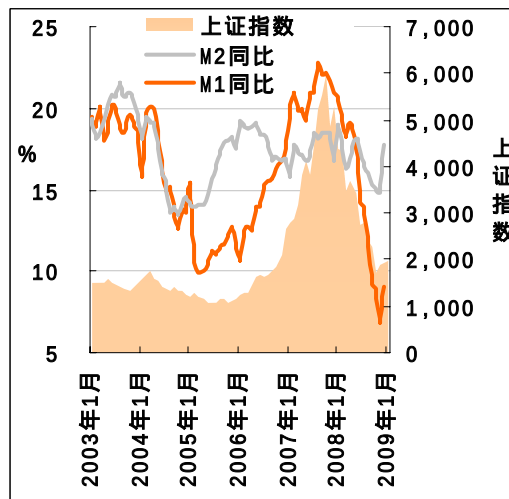
而进一步观察货币供应量与资本市场的关系，我们看到，债券市场的表现与 M2 的增长更相关（图表 14），而股票市场的表现，与 M1 的增长更相关（图表 15）。由于 M1 与 M2 统计口径上的差异主要在于储蓄存款和定期存款，因此我们可以得出这样的推论：当资金以存款的方式滞留银行体系时，可能会给债券市场带来资金推动型行情，而资金活跃度提高的时候，则可能会有资金流向股市。货币供应量提速将提高资金的活跃度，亦会在一定程度上提高股市的活跃程度。

图表 14 国债指数与货币供应量



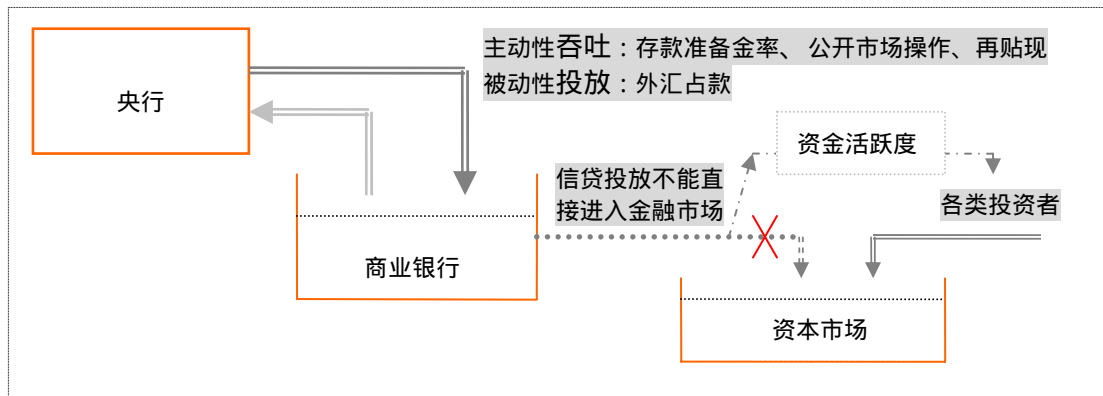
数据来源：中国人民银行&上交所

图表 15 股票指数与货币供应量



数据来源：中国人民银行&上交所

图表 16 流动性示意图

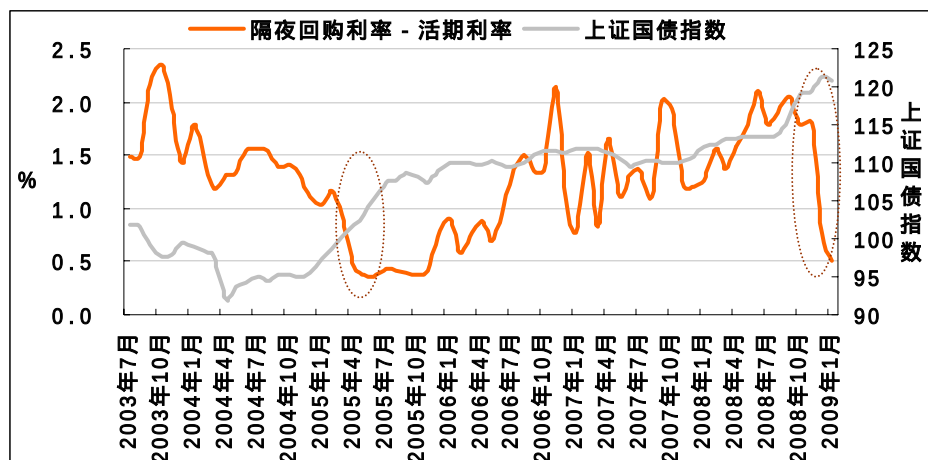


资料来源：平安证券综合研究所

■ 货币供应量充裕是资本市场出现行情的必要但不充分条件，还必须比较各类投资的收益率情况

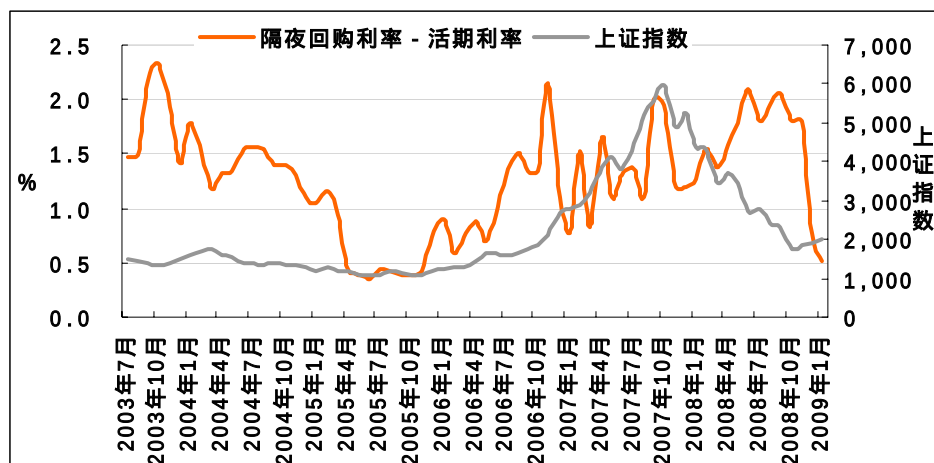
隔夜回购利率与活期利率之间的利差，反映了商业银行体系滞留货币市场那部分资金的收益情况，隔夜回购利率与活期利率之间的利差越大，表明资金剔除成本后的收益越高，05 年上半年和 08 年四季度货币市场利差不断收窄，推动了债券市场的上涨，而隔夜回购利率不断逼近资金成本（即利差不断收窄）之后，也意味着债券市场上涨趋势接近尾声。因此当前债券市场获取资本利得的机会已经非常有限了。

图表 17 货币市场收益显示债券市场涨势接近尾声



数据来源：chinamoney&上交所

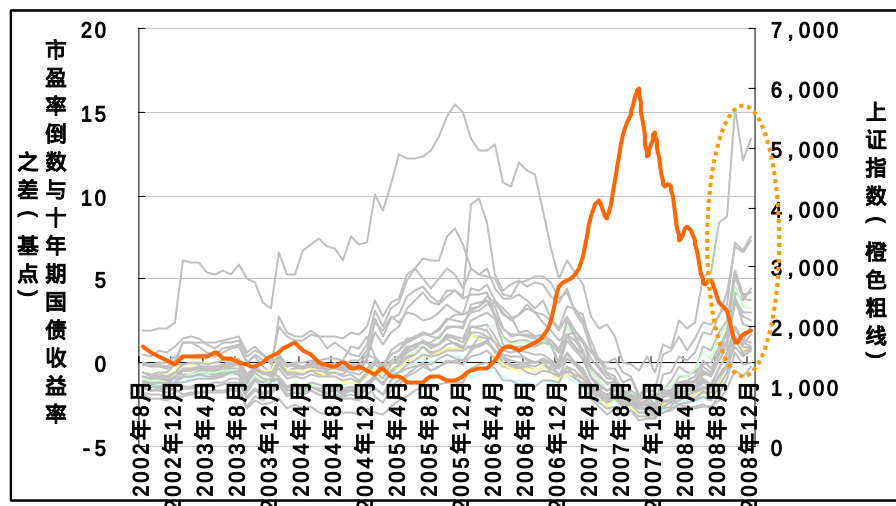
图表 18 货币市场收益与股票市场表现不同步



数据来源：chinamoney&上交所

但货币市场收益与股票市场的表现不同步。进一步分析股票市场各行业市盈率数据，我们把市盈率的倒数视为股票投资的收益率水平，将它与十年期国债进行比较，可以发现，当前几乎所有行业的股票投资收益率都会高过国债收益率。我们这里所用的市盈率数据是根据 08 年前三季度推算的，所以可能导致对不少行业的收益率存在一定的高估，但政府大力度刺激经济的措施对相关行业产生的积极影响和可以预期的盈利状况，决定了当前股票市场对资金存在结构性吸引力。而在股票市场相对吸引力提高和当前实体投资回报率下降、房地产市场暂难有效吸收大量资金的情况下，充裕的流动性流向股票市场的可能性大大提高，是近期市场出现较强反弹行情的重要原因之一。

图表 19 各行业市盈率倒数与十年期国债收益率之差及上证指数

注 1：市盈率为当年三季 $\times 4/3$ （剔除负值）

注 2：上面图表中行业包括申万行业分类的 23 个行业——农林牧渔、采掘、化工、黑色金属、建筑建材、有色金属、机械设备、电子元器件、交运设备、信息设备、家用电器、食品饮料、纺织服装、轻工制造、医药生物、公用事业、交通运输、房地产、金融服务、商业贸易、餐饮旅游、信息服务、综合

数据来源：CEIC&WIND

■ 结论

- (1) 债券市场上涨趋势接近尾声，债券市场获取资本利得的机会已非常有限；股票市场从收益率角度看，对资金存在结构性吸引力，而货币供应量增速提高会激发市场资金的活跃度，因此也会在一定程度上提高股市的活跃程度。

- (2) 08 年四季度开始的信贷提速，在 09 年下半年后会加快货币流通速度的增长，并会带来通胀率有所抬头。
- (3) 政府接连出台中央投资计划和产业振兴计划，对信贷投放具有方向指导意义，而当前增长较快的新增贷款额，可望更快的为相关行业带来发展机会。
- (4) 尽管新增贷款增长较快，但由于机制原因，中小企业能获得的贷款还是很有限的，而扶持创新、增加就业等等政府意图的贯彻是离不开中小企业，特别是有创新特质的中小企业的发展。因此，信贷增长推高市场资金活跃度的契机，可能就是利用市场机制解决中小企业融资的好的机会，换句话说，从资金面角度看，创业板推出的时机越来越临近了。

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257