

2009年2月8日

宏观策略部

## “春天”已经来临

### ◆开放度的提高，使我们与世界更加融合

从08年11月份至今年1月份，信贷的快速持续增长，使我们有理由相信，08年4季度就是此轮经济调整最糟糕的时候。由于信贷的攀升，货币供应量在08年11月份探出低点之后，已出现趋势性的逐步回升。货币供应量的变化是经济增长的先行指标，预计在这一轮调整中，我国货币供应量会先于经济增长3-6个月。因此，我们预测：实体经济的趋势性回暖在今年1季度就会显现出来，此轮经济调整最糟糕的时候已经开始离去。

从基础货币和货币乘数的走势来看，目前货币供应量的回升是趋势性的回升。由于此轮货币供应量的回升是政府拉动投资和放松信贷导致基础货币的放大所引起，因此，就货币供应量的结构而言，M2会率先快速回升，而货币供应量的回升对经济增长的拉动存在一定的滞后期，在这滞后期内M2与M0、M1之间剪刀差会出现扩大。随着经济的逐步回升，企业的盈利状况会发生改变，这时会导致M1（ $M1=M0+\text{企业活期存款等}$ ）出现逐步回升，M1的回升将导致企业的投资预期重新恢复。与此同时，经济活动的逐步恢复，人们持有通货寻找投资机会的动能会增强，也即货币乘数出现回升，表现出来就是M0出现回升，M2与M0、M1之间的剪刀差逐步缩小。

因此，尽管目前一些经济指标还在低位徘徊或者将进一步恶化，但就整个经济体而言，随着08年11月份以来货币供应量的持续回升，经济已经告别最为糟糕的“冬天”，迎来了GDP增速回归至8-9%左右的“春天”。

首席经济分析师

潘向东

(8610)68561122-1788

Panxiangdong@ebcn.com

相关报告：

## “春天”已经来临

从08年11月份至今年1月份，信贷的快速持续增长，使我们有理由相信，08年4季度就是此轮经济调整最糟糕的时候。由于信贷的攀升，货币供应量在08年11月份探出低点之后，已出现趋势性的逐步回升。货币供应量的变化是经济增长的先行指标，依据货币学派祖师爷弗里德曼的测算，货币供应量会先于经济增长6个月至9个月表现出来（当然我们认为中国经济的特殊性，这一周期会缩短至3-6个月）。因此，我们预测：实体经济的趋势性回暖在今年1季度就会显现出来，此轮经济调整最糟糕的时候已经开始离去。。

国家在08年11月份实行货币政策转向，由从紧的货币政策改为适度宽松的货币政策，不再规定商业银行的贷款上限，即商业银行放贷不再受贷款规模的限制，同时国家鼓励商业银行进行放贷，这必然会导致贷款规模出现放大。基础货币投放的放大必然会导致货币供应量同比增速的快速回升，但这种回升能否持续，不能仅考虑基础货币的放大，还需要考虑影响货币供应量的其它因素。在当前的银行制度下，货币供应量是基础货币与货币乘数的乘积，因此，要分析09年货币供应总量的走势，需从基础货币和货币乘数两方面入手。

影响货币乘数的主要因素有通货比率、法定准备金、超额准备率等。这几个因素的变化其实质是与金融机构和居民对未来经济增长的信心相关，也即：未来经济逐步回升，货币乘数也将同步回升。因此，货币乘数能否回升关键在于信贷增速的放大能否拉动经济的回升，从指标上来看就是信贷增速的回升能否持续。

基础货币的投放的渠道主要有外汇占款、财政占款和金融机构的再贷款。影响外汇占款的变化主要是贸易顺差和资本项目下的顺差。从贸易顺差来看，尽管我国09年的出口增速会出现大幅下降，但与此同时进口增速也会出现大幅下降，这会导致高额贸易顺差在09年仍将持续。从资本项目下的顺差来看，09年上半年，由于全球金融萎缩衍生的发达国家金融市场“去杠杆化”，会导致国际资本流出国内市场，但随着下半年国际金融市场的企稳、中国经济在政府投资的拉动下步入复苏以及中国持续的贸易顺差，会导致国际主力资本重新流入国内市场，因此就全年而言，09年的资本项目并不会出现恶化。财政占款在09年会有较好的表现，为了应对全球衰退的冲击，国家决策当局已经明确未来两年将增加1.18万亿的财政支出，确保经济的平稳发展，这将促使财政占款出现快速增加。

在经济高涨的时候，商业银行放贷会集中在第一季度，信奉早放贷早获得收益。但目前面临的问题是在经济衰退时，面对企业利润的快速下滑，考虑到自身的风险，在一季度经济和企业利润没有企稳的情况下，除了国家投资项目相关的配套被动贷款会快速投放（这方面贷款投放也要随着2季度政府投资项目的启动才会开始投放），涉及到民间投资的贷款会变得较为谨慎，同时由于企业经营环境的恶化，企业获取贷款的动能会大大减弱，这样的结果就是民间投资贷款增速会出现快速下滑。因此，尽管1月份信贷增速已经快速回升，但由于经济快速下滑的影响，**目前市场最为担心的是：金融机构再贷款回升的持续性**，担心1月份信贷出现的回升（其中很大一部分还是由于短期票据的贴现所产生），只是一个短暂的反弹，并不代表趋势，09年货币供应量和信贷的同比增速走势很可能会呈现前高后低。

这种看法显然忽视了对货币供应量持续回升产生决定影响的两个方面：其一，这一看法没有考虑到基础货币投放加大所带动的货币供应量回升会导致实体经济的回暖，从而引起货币乘数回升，货币乘数的回升又会对信贷产生正反馈，引发后续与民间投资相关的信贷增速回升。其二，尽管各商业银行进行了股份制改革，但仍

属于国有银行，“保增长”将同样成为他们 09 年工作任务的第一要务，可以预计 09 年金融机构的再贷款并不会出现大家所担心的惜贷现象，但也不会回归到 2005 年至 2007 年那样主动扩张式放贷，09 年的前三季度更多的是一种与政府投资相关的被动放贷。只要这些被动放贷的规模足以推动投资增速维持较高增长（从 08 年 11 月份以来这三个月的信贷增速和从 08 年 12 月份的实际投资增速来看，这一条件已经具备），那么随着政府投资对经济增长的拉动逐步显现，一些行业的企业盈利状况将逐步改善，这时一些行业的投资机会将逐步呈现出来，企业投资的动能将会增强。与此同时，由于国家货币政策的放松，央行将不再对商业银行全年的贷款规模设限，商业银行的信贷会伴随着企业资产负债的改变而出现逐步回升。因此，信贷增速的回升是持续的。

从基础货币和货币乘数的走势来看，目前货币供应量的回升是趋势性的回升。由于此轮货币供应量的回升是政府拉动投资和放松信贷导致基础货币的放大所引起，因此，就货币供应量的结构而言，M2 会率先快速回升，而货币供应量的回升对经济增长的拉动存在一定的滞后期，在这滞后期内 M2 与 M0、M1 之间剪刀差会出现扩大。随着经济的逐步回升，企业的盈利状况会发生改变，这时会导致 M1（ $M1=M0+\text{企业活期存款等}$ ）出现逐步回升，M1 的回升将导致企业的投资预期重新恢复。与此同时，经济活动的逐步恢复，人们持有通货寻找投资机会的动能会增强，也即货币乘数出现回升，表现出来就是 M0 出现回升，M2 与 M0、M1 之间的剪刀差逐步缩小。

因此，尽管目前一些经济指标还在低位徘徊或者将进一步恶化，但就整个经济体而言，随着 08 年 11 月份以来货币供应量的持续回升，经济已经告别最为糟糕的“冬天”，迎来了 GDP 增速回归至 8-9%左右的“春天”。

## 光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F. 邮编：200120  
电话：021-68816000 传真：021-68818550

## 光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座  
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

| 销售小组        | 姓名  | 办公电话              | 手机          | 电子邮件                   |
|-------------|-----|-------------------|-------------|------------------------|
| <b>北京</b>   |     |                   |             |                        |
|             | 贺燕萍 | 010-68561522      | 13911760013 | heyp@ebsecn.com        |
|             | 郝辉  | 010-68561722      | 13511017986 | haohui@ebsecn.com      |
|             | 李大志 | 010-68561122-1717 | 13810794466 | lidz@ebsecn.com        |
|             | 孙威  | 010-68561122-1779 | 13701026120 | sunwei@ebsecn.com      |
|             | 王汗青 | 010-68561122-1777 | 13501136670 | wanghq@ebsecn.com      |
|             | 吴江  | 010-68561122-1732 | 13718402651 | wujiang@ebsecn.com     |
| <b>上海</b>   |     |                   |             |                        |
|             | 戴茂戎 | 021-50818887-296  | 13585757755 | daimr@ebsecn.com       |
|             | 王莉本 | 021-50818887-233  | 13641659577 | wanglb@ebsecn.com      |
|             | 杨日昕 | 021-50818887-235  | 13817003122 | yangrx@ebsecn.com      |
| <b>深圳</b>   |     |                   |             |                        |
|             | 陈扬  | 021-50818887-275  | 13916187675 | chenyang@ebsecn.com    |
|             | 高峰  | 021-50818887-276  | 13585940280 | gaozheng@ebsecn.com    |
|             | 凌洁  | 021-50818887-294  | 15921780908 | lingjie@ebsecn.com     |
| <b>专题</b>   |     |                   |             |                        |
|             | 陈扬  | 021-50818887-275  | 13916187675 | chenyang@ebsecn.com    |
|             | 凌洁  | 021-50818887-294  | 15921780908 | lingjie@ebsecn.com     |
| <b>QFII</b> |     |                   |             |                        |
|             | 满国强 | 021-68816000-1725 | 15821755866 | manguoqiang@ebsecn.com |

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。