

[2009. 2. 13]

# M1 再次探底，M2 洪峰未过

## ——点评 1 月货币信贷数据

✍ 姜超

陈岚

☎ 021-38676430

021-38676055

✉ jiangchao6164@gtjas.com chenlan7474@gtjas.com

### 本报告导读：

➤ 对1月货币信贷数据展开点评。

### 摘要：

09 年 1 月，M1 增速降为 6.68%，再次创下本轮增速的新低。与 M1 下降形成鲜明对照的是，M2 增速继攀升至 18.8%，已经接近最近 3 年的峰值水平。

信贷和外汇占款为流动性的两大源泉。从新增额可以看出，最近 3 个月 M2 的增长主要归功于信贷创造，在月度新增信贷由 5000 亿上升至 1.6 万亿的同时，M2 也从 5000 亿上升至 2 万亿以上，而期间的新增外汇占款一直稳定在 3000 亿左右的规模。

信贷和外汇占款创造出流动性，流动性的体现形式是各类存款。令人吃惊的是，09 年 1 月 1.62 万亿信贷所创造的巨额流动性几乎全部流入了居民部门，当月居民新增储蓄存款达到 1.53 万亿，而非居民存款反而下降了 900 亿，形成鲜明反差。

我们知道，M1 的主要成份是非居民活期存款。因此，09 年 1 月份 M1 增速大幅下滑的原因是信贷创造的流动性从企业部门转移到了居民部门。其背景是春节期间员工奖金等的集中发放。

同样是源于 08 年 2 月份春节的低基数效应，09 年 2 月的 M1 将会显著回升，并再次确立 M1 的底部。

由于 08 年年初的信贷管制，08 年 2、3 月的新增贷款均不到 3000 亿。由于低基数效应，09 年 2、3 月的信贷很可能继续保持同比多增的势头。

但我们相信信贷的超增很难长期持续，理由是从 1 月份信贷增长的结构来看，多增的 8000 亿贷款中有 6000 亿都是票据融资，剩余 2000 亿是企业中长期贷款，而这显然是由 4 万亿投资所带动的政府项目贷款，真正企业自发的投资贷款需求依然不足。

由于信贷前高后低的特点，1 月极有可能是年内单月信贷增量的最高峰。但未来即便信贷数据回落，债市也难以重演 08 年末的暴涨行情，核心因素是通缩预期的修正，未来更值得关注的是物价数据，尤其是物价环比的趋势。

本报告正文 5 页，图 8 幅。

### 相关报告

2 月 cpi 或为年内谷底——点评 1 月物价数据

(08.2.11)

长债均衡利率与短期趋势

(08.2.9)

浅谈 09 年 GDP 季度预测——点评 08 年经济数据

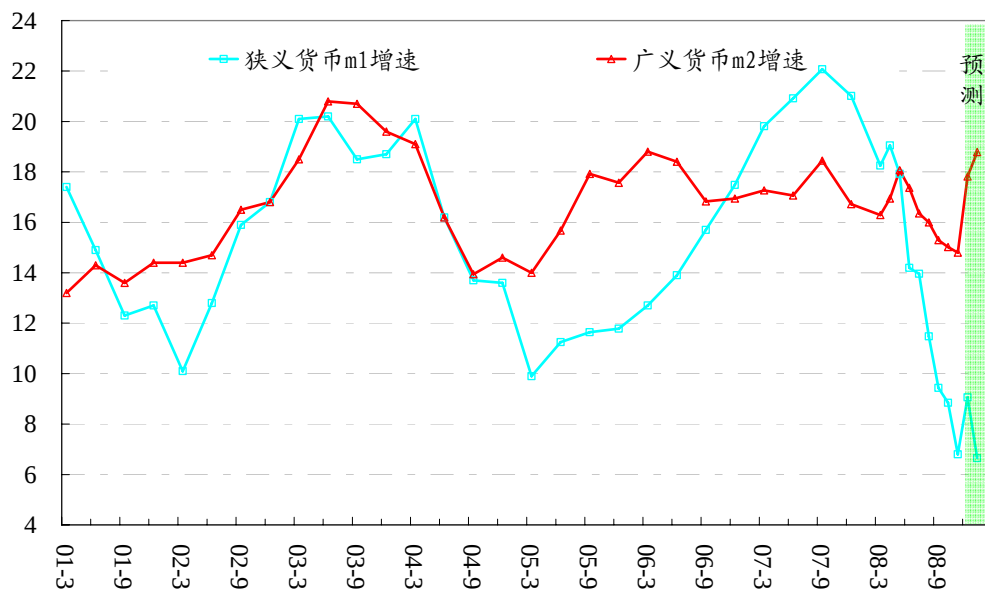
(09.1.22)

## 一、M1、M2 走势迥异

09 年 1 月，M1 增速降为 6.68%，再次创下本轮增速的新低。由于之前市场普遍预期 M1 已经在 08 年 11 月见底，因而 M1 增速的降幅之大超出市场预期。

与 M1 下降形成鲜明对照的是，M2 增速继攀升至 18.8%，已经接近最近 3 年的峰值水平。

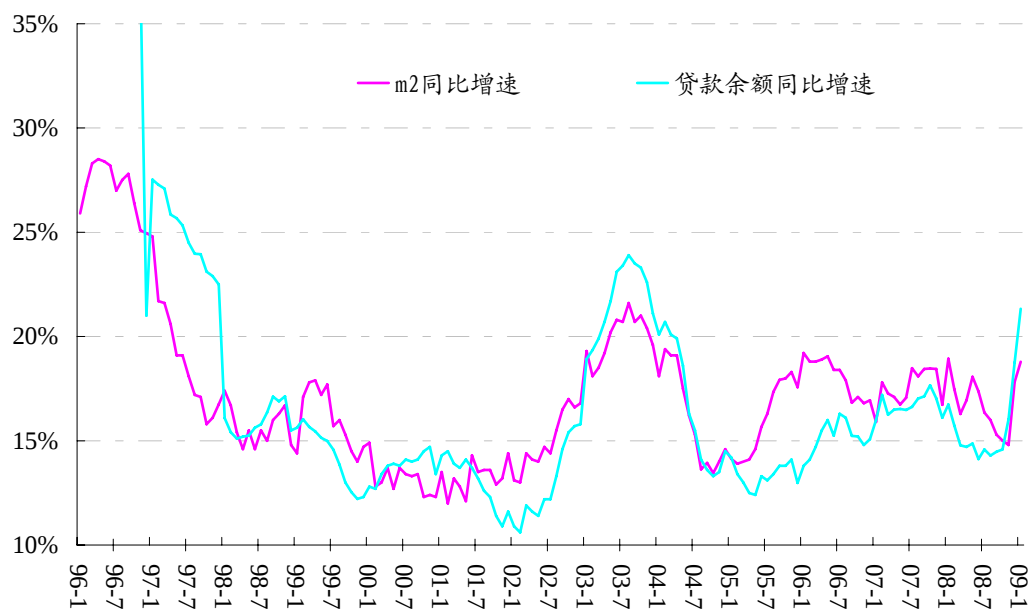
图 1：  
M1、M2 增速  
(00 年-09 年)  
左轴单位：%



## 二、M2 的信贷创造

信贷的持续飚升为 M2 攀升的主要动力。在最近的 3 个月内，M2 增速由 15% 升至 18.8%，同期信贷增速则由 14.6% 升至 21.3%。

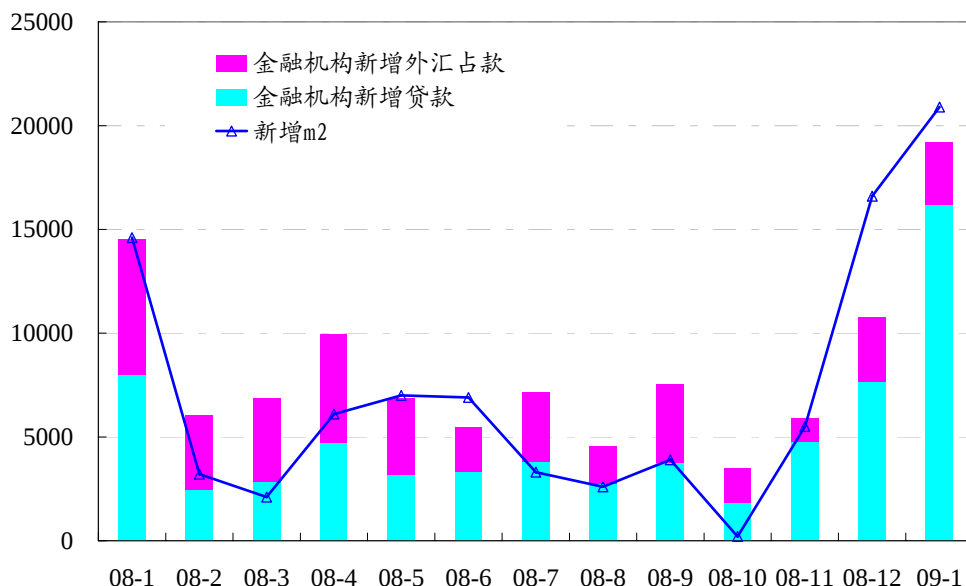
图 2：  
M2 增速、人民币贷款  
增速  
(96 年-09 年)  
左轴单位：1



信贷和外汇占款为流动性的两大源泉。

从新增额也可以看出，最近 3 个月 M2 的增长主要归功于信贷创造，在月度新增信贷由 5000 亿上升至 1.6 万亿的同时，M2 也从 5000 亿上升至 2 万亿以上，而期间的新增外汇占款一直稳定在 3000 亿左右的规模。

图 3:  
金融机构新增外汇占款、新增贷款、新增 M2  
(08 年-09 年)  
左轴单位: 亿元

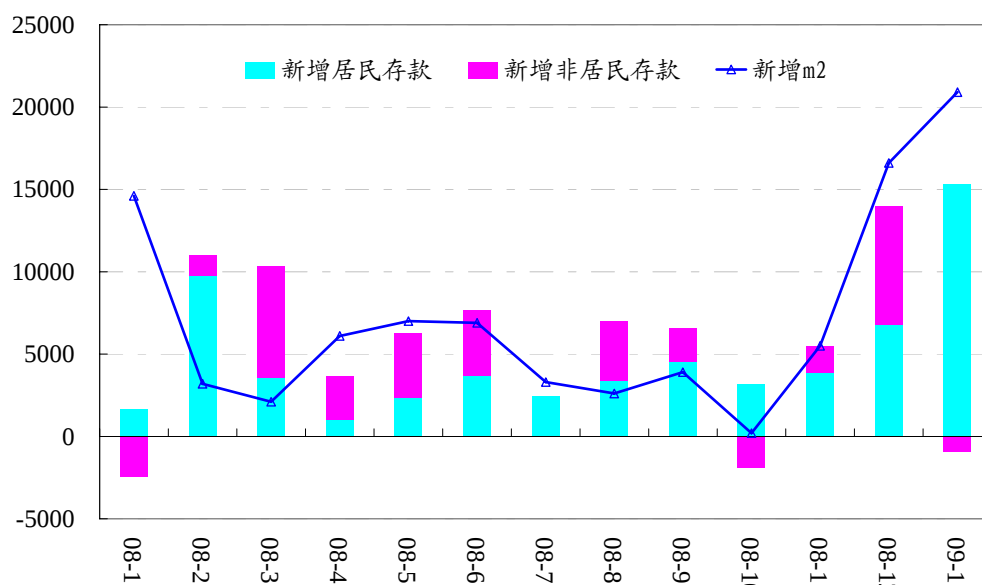


### 三、M1 的春节因素

信贷和外汇占款创造出流动性，流动性的体现形式是各类存款。

令人吃惊的是，09 年 1 月 1.62 万亿信贷所创造的巨额流动性几乎全部流入了居民部门，当月居民新增储蓄存款达到 1.53 万亿，而非居民存款反而下降了 900 亿，形成鲜明反差。

图 4:  
新增 M2、新增居民存款、非居民存款  
(08 年-09 年)  
左轴单位: 亿元

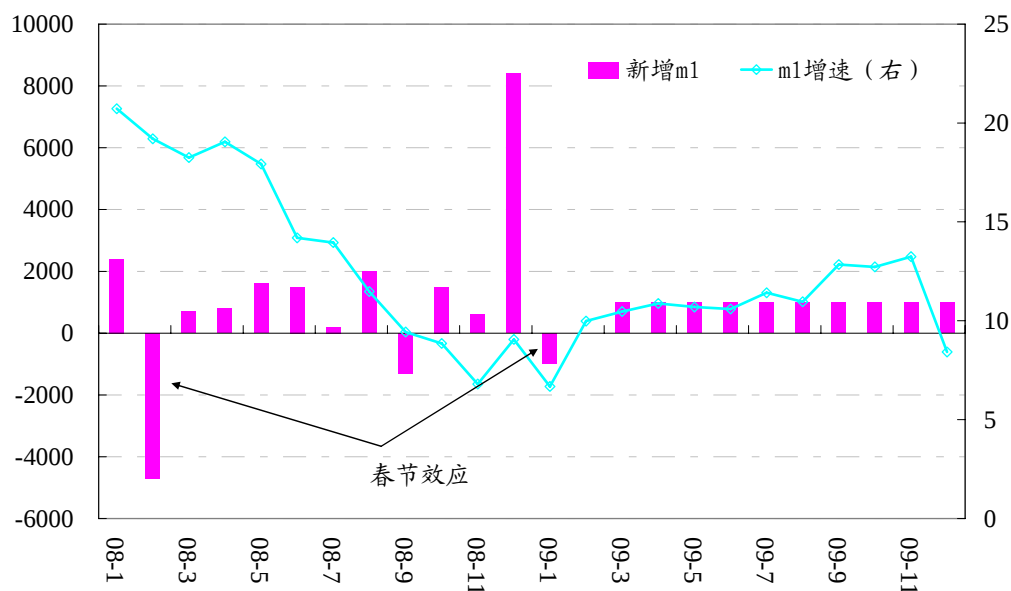


我们知道，M1 的主要成份是非居民活期存款。而 M1 在 09 年 1 月份下降了 1000 亿，与非居民存款的下降额大致相当。而且 09 年 1 月属农历春节，以往每年在春节期间均会观察到 M1 的减少。

因此，09 年 1 月份 M1 增速大幅下滑的原因是信贷创造的流动性从企业部门转移到了居民部门。其背景是春节期间员工奖金等的集中发放，例如 08 年 2 月春节期间的居民存款同样达到了近 10000 亿。

同样是源于 08 年 2 月份春节的低基数效应，09 年 2 月的 M1 将会显著回升，并再次确立 M1 的底部。

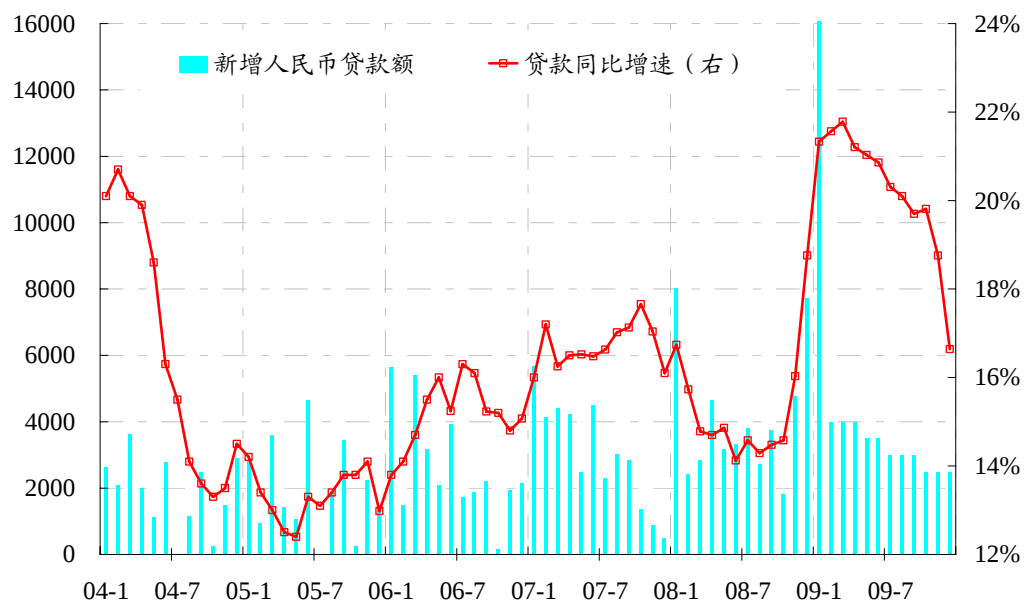
图 5:  
新增 M1、M1 增速  
(08 年-09 年)  
左轴单位: 亿元  
右轴单位: %



#### 四、信贷洪峰未过

由于 08 年年初的信贷管制，08 年 2、3 月的新增贷款均不到 3000 亿。由于低基数效应，09 年 2、3 月的信贷很可能继续保持同比多增的势头，贷款增速也会持续上升，直至 09 年 2 季度方有可能掉头。

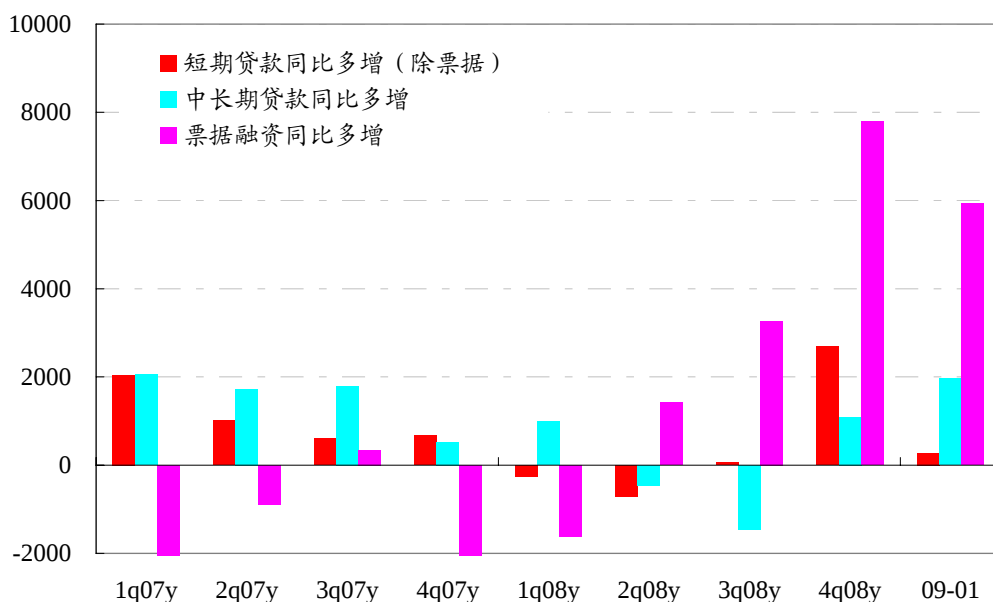
图 6:  
贷款同比增速、新增人民币贷款额  
(04 至 08 年)  
左轴单位: 亿元  
右轴单位: %



## 五、难以长期持续

但我们相信信贷的超增很难长期持续，理由是从1月份信贷增长的结构来看，多增的8000亿贷款中有6000亿都是票据融资，剩余2000亿是企业中长期贷款，而这显然是由4万亿投资所带动的政府项目贷款，真正企业自发的投资贷款需求依然不足。

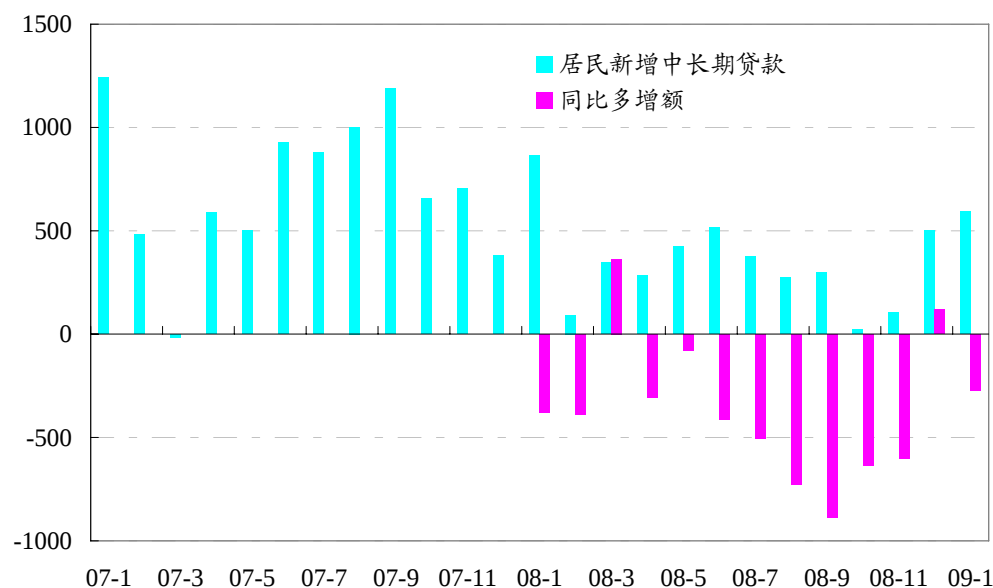
图 7:  
中长期贷款、短期贷款、票据融资的同比多增额  
(06 至 09 年)  
左轴单位: 亿元



## 六、居民长贷回升

另一值得关注的现象是居民长期贷款的回升，目前已经连续两个月稳定在 500 亿左右水平，如果未来能够保持这一规模，那么居民长期贷款将在时隔 1 年以后再次恢复同比多增的势头，进而对房市构成支撑。

图 8:  
居民中长期贷款的新增额、同比多增额  
(07 至 08 年)  
左轴单位: 亿元



## 七、债市投资建议

1 月份 1.62 万亿的信贷终于浮出水面，而由于信贷前高后低的特点，这极有可能是年内单月信贷增量的最高峰。

我们在 08 年 12 月信贷数据出台之时，曾经提示长债的调整风险。那么如果信贷增速在未来的某个月如期下降，是否债市就能重演 08 年末的暴涨行情呢？

从全球来看，信贷数据并非前期债市调整的唯一理由，否则就解释不了欧美国家在信贷持续下降期间的债市普跌。

真正能够解释全球长债走势的核心因素是通胀预期的变化。

在 08 年 8 月至年底，全球长债普涨，美国的 10 年期国债甚至创出 2% 的历史新低，一个重要背景是油价暴跌、以及各类商品价格的普遍暴跌，进而产生了持续通缩的预期。

而在进入 09 年以后，大宗商品价格出现企稳迹象，化工、钢铁、有色金属等生产资料价格开始见底反弹，这意味着通缩很可能只是短期现象，因而需要对通缩预期进行修正，进而引发了全球长债的调整。

因此，对于未来的债市而言，更为关键的是通胀的走势，尤其是物价环比的趋势。

**作者简介:**

姜超: 清华大学经济学学士/数量经济学博士;  
08 年新财富债券最佳分析师第三名。

**免责声明**

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券研究所**

上海

上海市延平路 121 号 17 楼

邮政编码: 200042

电话: (021) 62580818

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 9 层

邮政编码: 100032

电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)