



研究员：张炎 电话：0411-39673391

2009 年 2 月 16 日星期一

(市场有风险·投资须谨慎)

M1增速之辩

事件

2009 年 2 月 12 日央行公布数据显示，在当月人民币贷款增加 1.62 万亿元、同比增长 21.33% 情况下，狭义货币供应量(M1)余额为 16.52 万亿元, 同比增长仅为 6.68%，增幅比上年末还低 2.38 个百分点，成为有史以来增幅最低的 M1 数据，

点评

央行数据公布后，众多分析师认为这只是由于春节扰动因素所致，春节之后M1同比增幅将继续攀升。我们则认为应持谨慎态度。

一、M1意义：与股市正相关性较强

统计数据显示，从1996年到2002年，M1与股市的涨跌相关系数在0.6附近，2004年以来更是超过了0.7。

我们看到M1在1996年以来的几个低点出来之后，往往伴随着股指也会出现低点，如M1下行的1995年、1998年、2002年、2005年等。而在每次M1出现拐点、然后上行的过程中，证券市场的估值水平也随之走高，也就是股指不断走高。这在1996年大牛市、1999年的大反弹、2003年（B股和H股大反弹）以及2006年大牛市都能够看到这一景象。

二、银行信贷与货币供应量关系：信贷创造货币

1. 影响货币供应量的两个决定因素

货币供应量的决定因素有两个：一个是基础货币（用B表示），又称高能货币或强力货币，由现金与银行存款准备金组成，它是货币供应量（用Ms表示）变动的基础；另一个就是货币乘数（用m表示），即基础货币扩张或收缩的倍数。货币乘数表明，中央银行发行的基础现金，只占货币M1的一部分，除现金之外的货币是通过银行体系创造存款派生存款得以实现的。

在狭义的货币定义下（即M1，现金加活期存款），货币供应量的基本公式可以表示为： $M_s = Bm$

2. 信贷创造货币过程

我们通过复杂乘数模型两类来进一步阐述信贷创造货币过程。

在简单乘数模型中有两个假定，即假定商业银行不保留超额准备金和假定原始存款不漏出存款领域。而在现实生活中，这两个假定是不切实际的。也就是说，实际上商业银行一般都因各种原因而保留一定的超额准备金，原始存款也在不断地漏出存款领域。这两部分金额如同法定存款准备金一样因退出了存款货币的派生过程，也影响着存款货币的扩张效果。因此这里进一步运用符合实际情况的复杂货币乘数模型。

如果用 e 表示超额准备金率，用 c 表示现金漏损率，货币乘数公式则变为：

$$m = 1 / (r + e + c)$$

其中规定以“超额准备金率”来衡量商业银行超额准备的大小，用“现金漏损率”来衡量原始存款漏出存款领域的多少。超额准备金率是商业银行保留的超过法定准备金的准备金与存款货币的比率；现金漏损率是顾客在整个存款派生过程中所提取的现金总额与存款货币的比率。

三、究竟如何看待今年1月份M1增速：增速偏低

了解信贷创造货币的关系后，我们就可以以此原理来分析1月份M1增速问题。

（一）1月份M1增速偏低

09年1月，M1同比增速降为6.68%，再次创下本轮增速的新低；而从环比来看春节当月M1绝对额下降1017.13亿元。对此，一种颇为流行的观点认为，这主要是春节扰动因素造成的，历年如此。2009年春节及节前工资奖金发放都在1月份，从而导致部分活期存款变为流通中现金和居民储

蓄存款。前者造成现金漏损，降低货币扩张倍数；后者则从绝对数量上减少 M1，因为居民储蓄存款属于 M2 范围。

2005年以来春节所在月份相关数据的统计表明，春节的确是影响M1环比增速与增量的重要因素。

表1 05年以来春节所在月份M1及人民币贷款新增额情况 [单位] 亿元

日期	M1 余额	M2 余额	人民币贷款余额	当月新增贷款	春节当月 M1 新增额
2009-01 (春节 1.26)	165200	496100	319900	16200	-1017.13
2008-12	166217.13	475166.6	303467.77	7718	8390.5
2008-02 (春节 2.7)	150177.88	421037.84	272165.99	2434	-4694.71
2008-01	154872.59	417846.17	269695.58	8036	2353.42
2007-02 (春节 2.18)	126258.08	358659.25	235168.74	4138	-2225.98
2007-01	128484.06	351498.77	231031.18	5676	2456.01
2006-02 (春节 1.29)	104357.08	304516.27	201020.25	1491	-2893.6
2006-01	107250.68	303571.65	199492.05	5658	-27.89
2005-02 (春节 2.9)	92815	259356.1	182042.3	959	-4264.03
2005-01	97079.03	257752.83	181082.96	2809	1108.23

数据来源：wind资讯；大通证券研发中心

08 年2 月份M1 余额下降4694.71亿元；07年2 月份下降2225.98亿元；06 年2 月份下降2893.6 亿元，05 年2 月份下降4264.03亿元。

然而，我们认为09年1月份M1环比绝对额下降并不能简单地归结为春节因素。

从银行体系创造货币的复杂乘数模型可以看出，在企业经营活动活跃、贷款需求强劲情况下，贷款的急剧增长将导致货币乘数正常发挥作用，理应导致以活期存款为主要成份的M1快速增长。

06 年春节当月新增贷款为 1491 亿元，当月 M1 环比下降 2893.6 亿元，07 年春节当月新增贷款为 2434 亿元，当月 M1 环比下降 4694.71 亿元。从比值来看，这两个春节所在月份新增贷款与 M1 降

幅两者相差并不大，分别为 1.86 和 0.52，基本上可以用现金漏损降低货币扩张倍数、存款形式转换从绝对数量上减少 M1 这两个原因来解释。

然而 09 年 1 月份，贷款放出巨量，高达 16200 亿元，同比增幅也创出新高，为 21.3%，在此情况下，M1 依然创出新低，新增贷款与 M1 降幅两者比值竟然高达 15.93。这显示当前企业经营活动并不活跃，即使获取贷款，其所获资金依然停留在开户银行的账面上，导致派生倍数下降，最终使得货币供应量增长缓慢。

四、M1增速走出底部了吗？

我们认为，目前断言M1增速走出底部为时尚早。

诚然，由于 M1 指标本身的统计特点以及春节基数原因，即使环比绝对额没有增长，09 年 2 月份 M1 同比增速也将为 10.00%，肯定超过 1 月份。然而如果就此断言 M1 增速将走出底部则为时尚早。只有 3 月份及以后 M1 月环比绝对额有较大幅度增加，才能保证月份同比增速高于 2 月份。我们认为此点目前仍有较大不确定性。

第一，我们相信未来几个月信贷增速将放缓。

首先，从银行体系贷款发放计划来看，此前已有多家银行表示，今年一季度将完成全年信贷增长目标的45%—50%。再进一步考虑到，当前信贷需求主要来自短期资金周转和政府基建投资项目，项目资源的贷款需求数额有限，而且商业银行近年一向提早放贷。因此我们预计09年各季以及1季度各月贷款发放额及增速可能梯度下降。

我们测算，09 年全年人民币贷款余额可能在 5.7 万亿元左右，据此我们认为 2 月份新增信贷将在 0.48~0.86 万亿元左右，绝对额度低于或略等于 08 年 12 月份的 7718.22 亿元；3 月份新增信贷将在 0.31~ 0.38 万亿元左右。毫无疑问，09 年 2、3 月份贷款同比增速将大幅放缓。

表2 09年1季度新增贷款预测

	1m	2m	3m	1q
占比 1q (1q 占比全年 45%)	67.30%	20.00%	12.70%	
新增额度 (万亿)	1.62	0.48	0.31	2.41
占比 1q (1q 占比全年 50%)	56.84%	30.00%	13.16%	
新增额度 (万亿)	1.62	0.86	0.38	2.85

数据来源：大通证券研发中心

其次，从09年1月份新增信贷投向结构来看，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。

综合以上两方面因素分析，我们相信未来几个月信贷增速将放缓。

第二，考虑到1 月份新增贷款 1.62 万亿元情况下，M1 同比增速、环比增额却均下降情况，我们判断存款派生倍数仍将较低。

基于以上两个理由，我们参照08年2~4月份M1环比增加额，测算出09年2~4月份M1同比增速可能分别为10.46%，10.50%，9.90%，即在09年4月份M1同比增速将再次调头向下。鉴于股价等资产价格变化与M1紧密的关系，这将打压资产价格。

当然，上述测算仅是静态意义上的假设，与此同样重要的是对财政政策下一步举措的动态预期。一方面，我国目前执行积极的财政政策具有巨大的空间，08 年财政赤字占GDP 仅有0.4 个百分点；另一方面在经济增速“保8”的背景下，政策的积极性不容置疑。我们相信，一旦决策层通过加大发债力度来实现包括发放消费券等措施刺激消费，并通过减税刺激投资与消费，企业经营活跃程度将有所，其自主贷款需求将进一步提升，从而对狭义货币供应量的增长起到积极推动作用。基于这个动态预期，我们强调，我们对未来货币供应量及股市走势持有谨慎而非悲观的态度。

五. 投资建议

我们仍坚持此前的观点，从长期来看，银行板块的投资价值已经显现。

从中期来看，我们仍认为短期内银行业运营环境难以转好，继续维持银行业的中性评级。

从短期来看，我们仍不排除银行板块中个股交易性机会的产生，但认为与此前相比，机会概率将下降，期限将缩短。一旦机会出现，则建议短线交易者择机获利了结。

六. 行业风险

银行业及公司经营环境恶化程度超出预期；盈利不及预期。

— 正文完毕 —

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为：

公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司