

[2009. 3. 13]

M1 见底，通缩无虞

——点评 2 月货币信贷数据

✍ 姜超

☎ 021-38676430

✉ jiangchao6164@gtjas.com

本报告导读：

➤ 对 2 月货币信贷数据展开点评。

摘要：

在央行宽松货币政策和积极信贷政策指导下，M1 见底对于物价未来的走势有着非同寻常的意义：按照过去 10 年屡试不爽的经验，物价在年内见底将是大概率事件。

09 年前两月的新增票据融资规模与新增企业定存基本相当。如果企业通过票据融资和定存来套利且得到监管层的默许，那么票据融资持续高规模的时间也有可能超出市场预期。

在经济方面，出口减速对经济的负面影响遵循边际效应递减的规律，而消费在过去 1 年的减速期表现出了相对较强的韧性，加之政府 4 万亿投资的不断推进，我们认为未来经济虽难好转，但也不必过分悲观。

值得一提的是花旗银行在 09 年首季盈利的消息，与 08 年雷曼倒闭的传闻一样，对全球金融市场具有非常积极的意义。如果传闻属实，那么意味着美国银行业的坏账调整或许能在年内结束，而美国经济的见底也多了一分希望。

对于年内的债市走势，我们认为短期是牛皮市，10 年期国债收益率会在 3%至 3.3%间窄幅振荡，而长期则偏负面。

对于债市投资，建议久期保持在 3 年以内，对于长债的投资只有把握跌出来的机会，而不建议在当前的利率水平加仓。但目前也不必过分缩短久期，因为短端低利率格局还将继续维系。

我们目前保持看好的是中高等级信用债，一切 5 年期以内国企背景 AA 级以上的中票、企业债、公司债、城投债均在我们的推荐范围。

本报告正文 7 页，图 12 幅。

相关报告

维持 2 月 cpi 见底判断——点评 2 月物价数据

(08.3.11)

降息预期基本消除——点评 08 年 4 季度货币政策报告

(09.2.24)

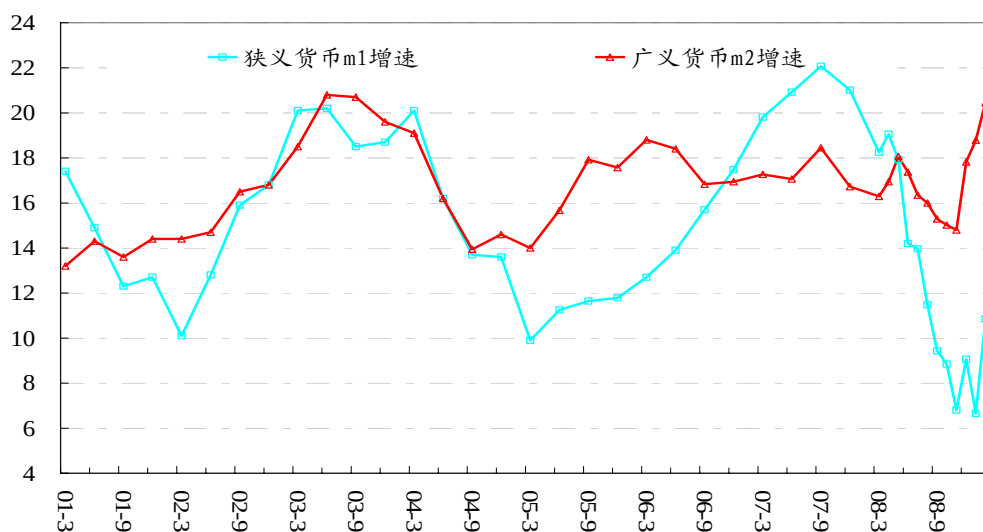
M1 再次探底，M2 洪峰未过——点评 1 月货币信贷数据

(08.2.13)

一、M1、M2 强劲反弹

09 年 2 月，M1 增速大幅反弹至 10.9%，印证了我们对于 M1 在 1 月份见底的判断。而 M2 增速则继续攀升至 20.5%，连续 3 月保持快速增长势头。

图 1：
M1、M2 增速
(00 年-09 年)
左轴单位：%



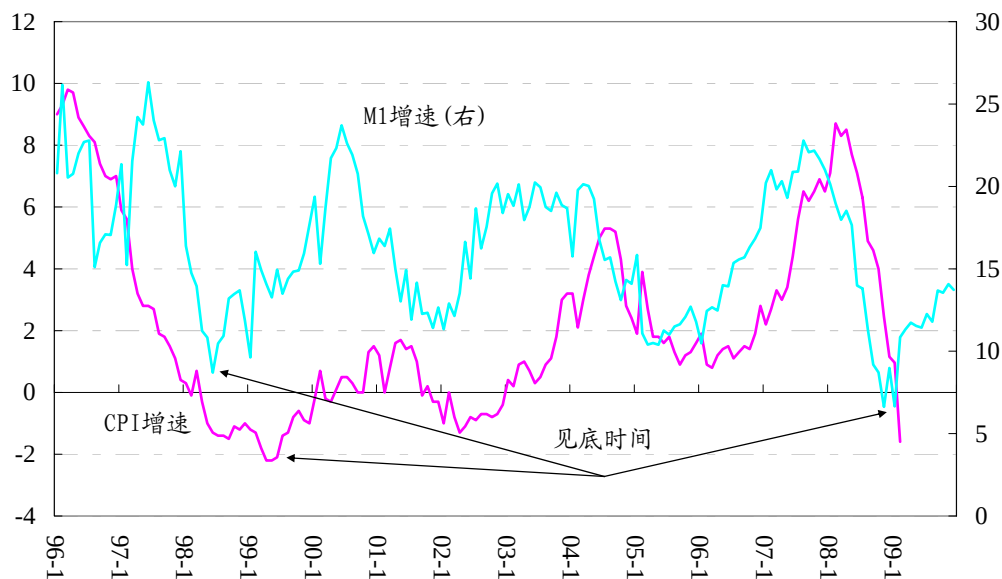
二、M1 见底通缩无虞

我们预计，M1 在 09 年 3 月份以后会逐月攀升，直至 09 年年末。而这一点可以从 98 年的经验中得出：当时在央行的宽松货币政策引导下，M1 增速从 98 年 6 月起开始回升，且持续了接近两年时间。

而 M1 见底对于我国物价有着非同寻常的象征意义：在近 10 年物价的三次波动周期中，M1 均为有效的先导指标，领先时间为半年至 1 年左右，即便在经济为保 8 挣扎的 98 年也不例外。

如果 09 年 1 月的 M1 为周期底部，那么物价在 09 年下半年见底将是大概率事件。

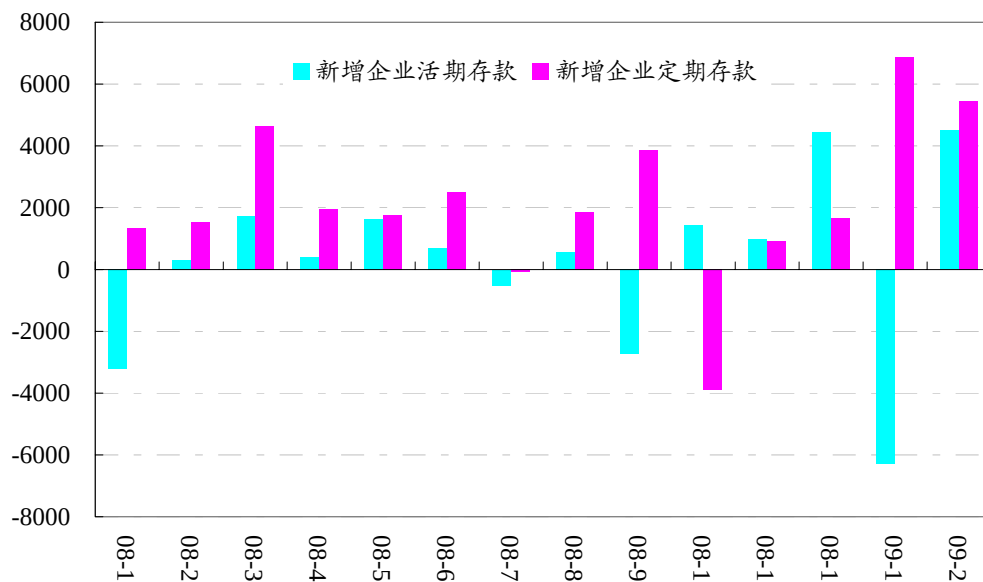
图 2：
M1 增速、cpi
(96 年-09 年)
左轴单位：%
右轴单位：%



三、企业存款与票据融资

M1 反弹的主要贡献是企业活期存款的增加。在 09 年 2 月，企业新增活期存款超过 4500 亿。与此同时，企业新增定期存款也再次超过 5000 亿。

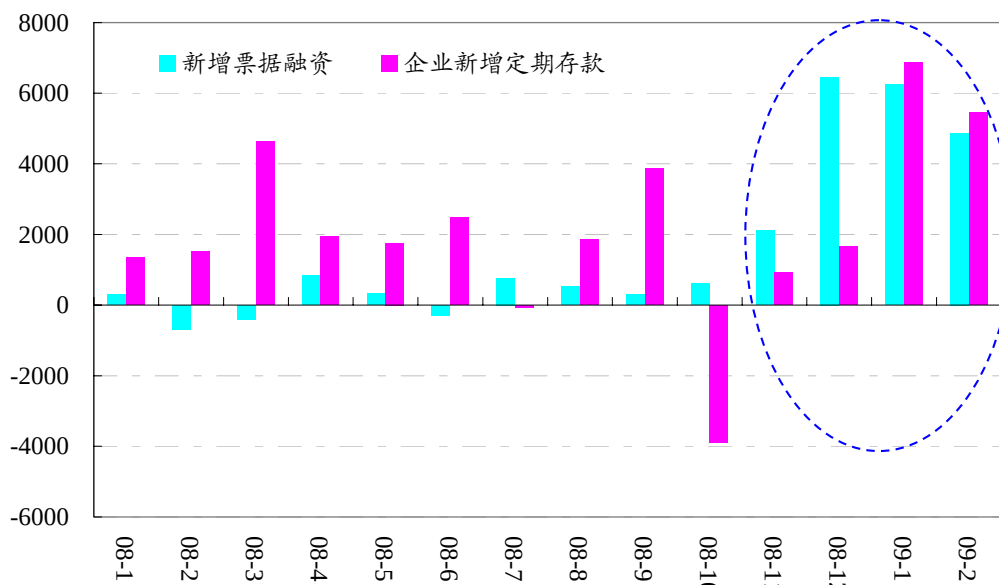
图 3:
新增企业活期存款、定期存款
(08 年-09 年)
左轴单位: 亿元



其中企业定期存款的持续多增或与票据融资有关。目前 6 个月期存款利率在 1.6% 左右，而票据直贴利率在 1.3% 左右，两者间存在 30bp 左右利差，使得企业存在套利的动力。

而从数据来看，09 年 1、2 两月的新增票据融资规模分别为 6000 亿与 4900 亿，和同期 6900 亿及 5400 亿的新增企业定期存款基本相当。

图 4:
新增企业定期存款、票据融资
(08 年-09 年)
左轴单位: 亿元

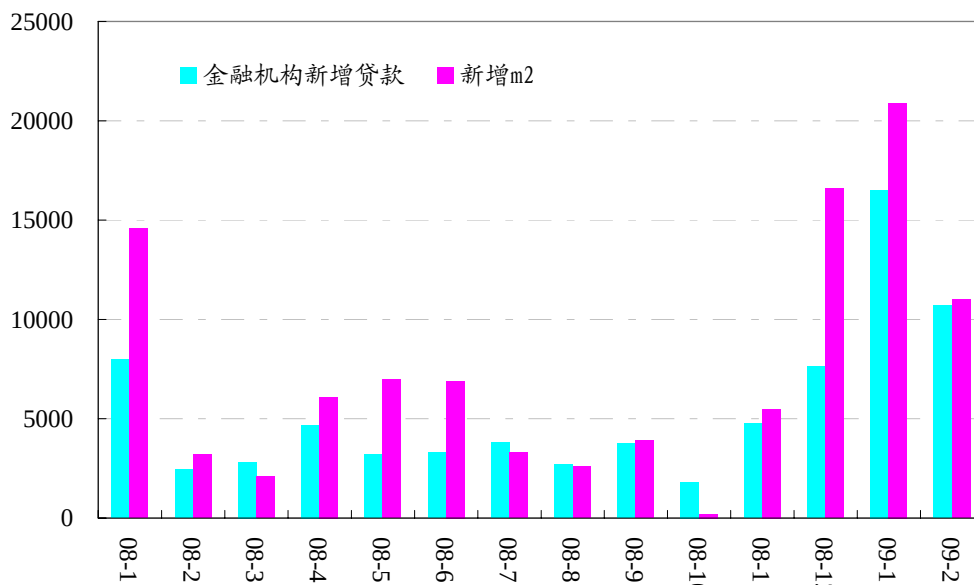


四、广义流动性与信贷

新增票据融资形成企业定存，而新增贷款则直接扩张了广义流动性。

从 08 年以来的数据看，新增贷款为 M2 的主要来源。09 年 2 月的新增 M2 为 1.1 万亿，与当月新增 1.07 万亿元贷款基本相当。

图 5:
新增 M2、新增贷款
(08 年-09 年)
左轴单位: 亿元



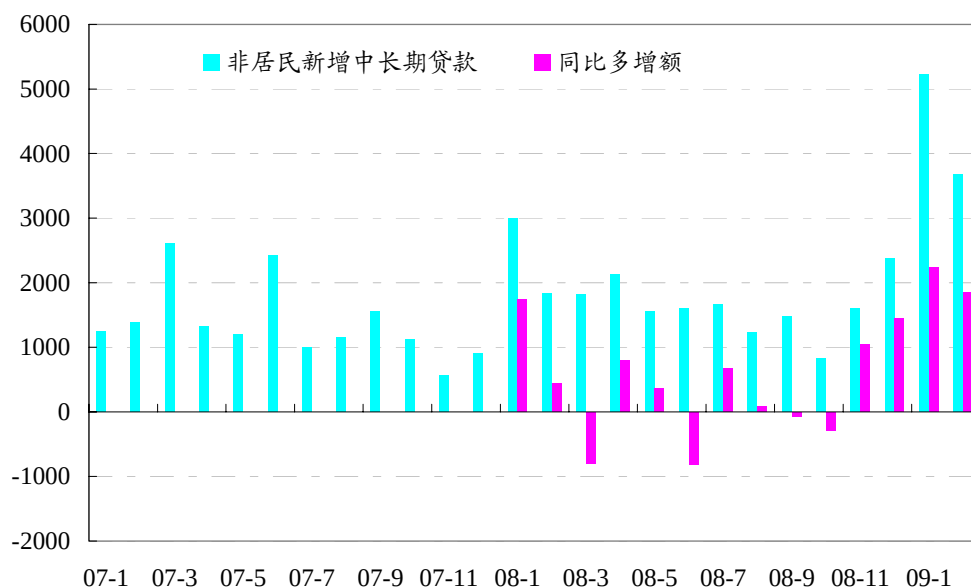
五、企业长贷继续多增

而贷款中除了票据融资以外，值得关注的是两类长期贷款：

首先是企业中长期贷款，2 月的新增量为 3700 亿，同比多增 1900 亿，连续 4 月的多增额都在 1000 亿以上。

企业中长期贷款的多增意味着政府投资项目在稳步推进。

图 6:
企业中长期贷款新增
额、同比多增额
(07 年-09 年)
左轴单位: 亿元

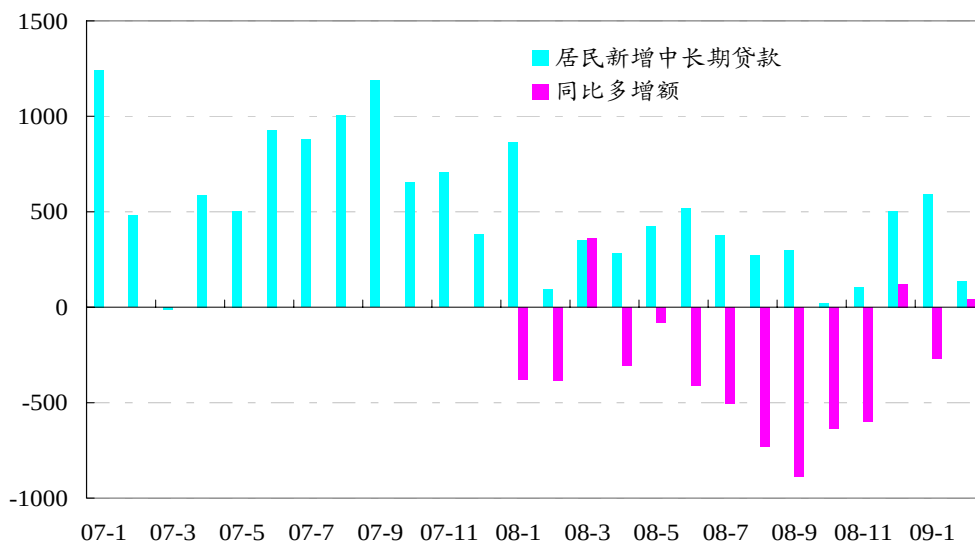


六、居民长贷短期下降

而2月份的居民中长期贷款仅为137亿，虽比前两月的平均500亿有显著下降，但略好于去年同期。

从房产成交来看，09年2月份以来各大城市均显著回暖，因而预计3月份居民中长贷将有明显反弹。

图7：
居民新增中长期贷款、
同比多增额
(07至09年)
左轴单位：亿元

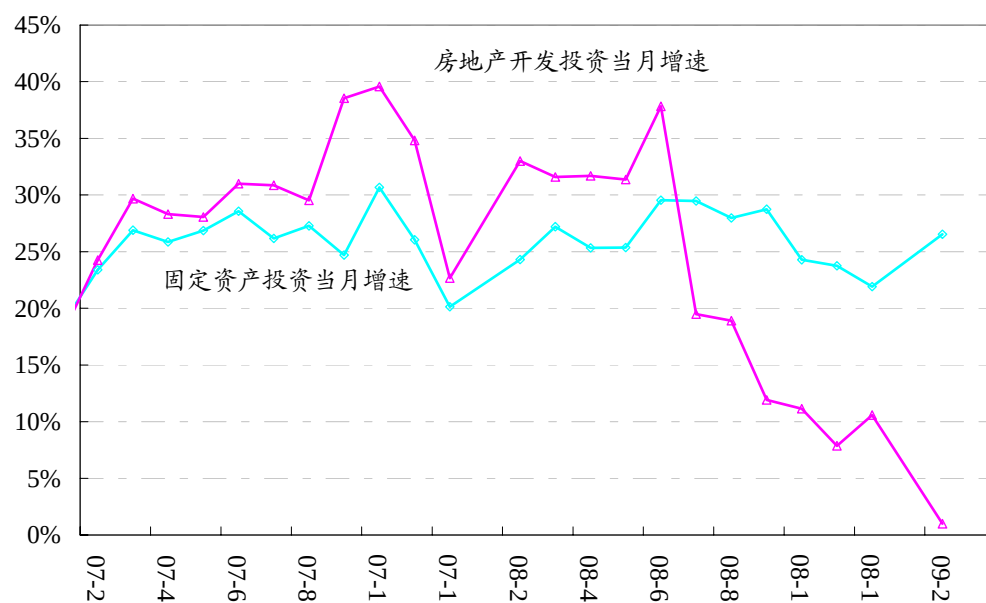


七、投资的积极因素

虽然房产成交回暖，但09年前两月的地产投资仍在继续下滑，表明地产市场仍处于去库存阶段，没有增加开工，对经济的拉动也难以体现。

投资的亮点在于前两月的总增速达到26.5%，超出市场预期，联系到中长期贷款的多增，再次印证了政府落实4万亿投资计划的积极意义。

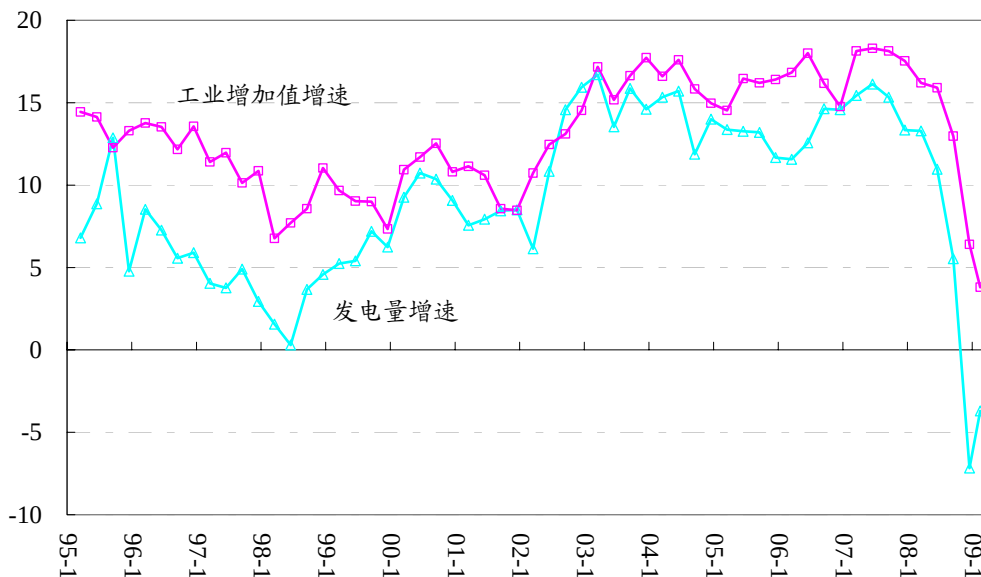
图8：
房地产开发投资增速、
固定资产投资当月增速
(07至09年)
左轴单位：1



八、工业或已见底

前两月的工业增加值增速仅为 3.8%，比 08 年 4 季度仍有下滑，低于市场预期。但是考虑到 09 年工作日相对减少的影响，工业增加值或许已经见底，作为印证的是发电增速的显著回升。

图 9：
工业增加值增速、发电量增速
(95 至 09 年)
左轴单位：%

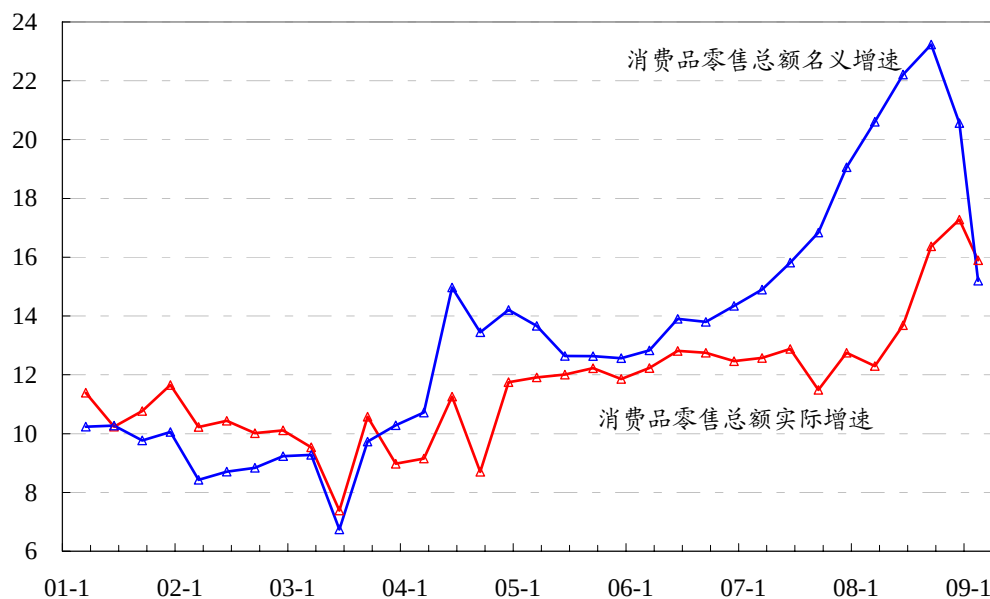


九、消费基本企稳

前两月的消费品零售总额名义增速为 15.2%，比 08 年底大幅下滑了约 4%。不过考虑到物价的大幅下降，实际消费增速大约下滑了 1.5%。

不过我们在 08 年以来的报告中就认为，总消费增速存在失真，因为在经济大幅减速的 08 年消费增速反而不断创新高。

图 10：
消费品零售总额名义增速、实际增速
(01 至 09 年)
左轴单位：%



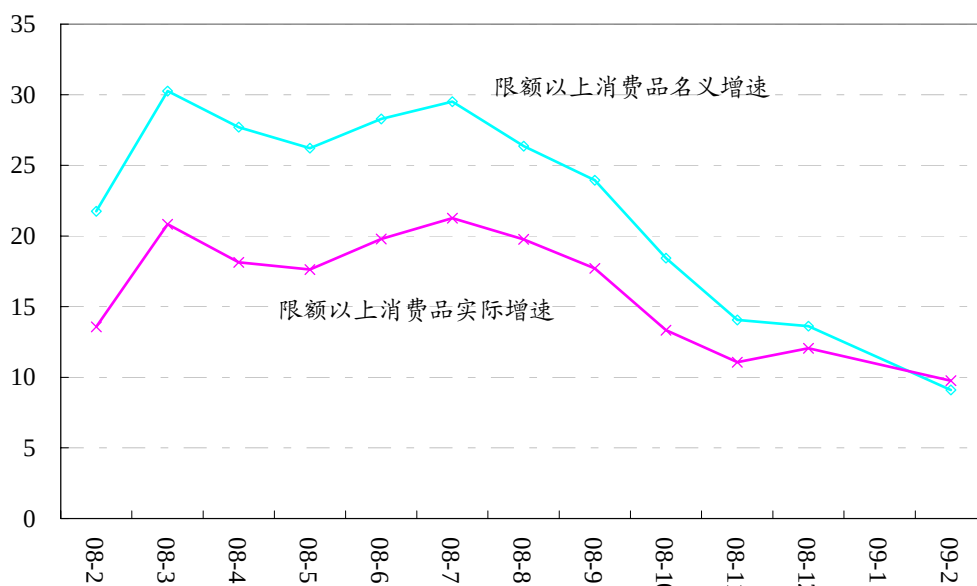
而限额以上消费品增速则要比消费总增速真实的多，其名义增速和实际增速均在 08 年下半年持续下降，与经济的减速相呼应。

09 年 2 月的限额以上消费品名义增速为 9.1%，比 08 年底下降了 4.5%。考虑物价的下降，实际增速下降了约 2%。

而自 08 年 11 月以来，限额以上消费实际增速已经基本企稳。

图 11:
限额以上消费品零售
总额名义增速、实际增
速

(01 至 09 年)
左轴单位: %



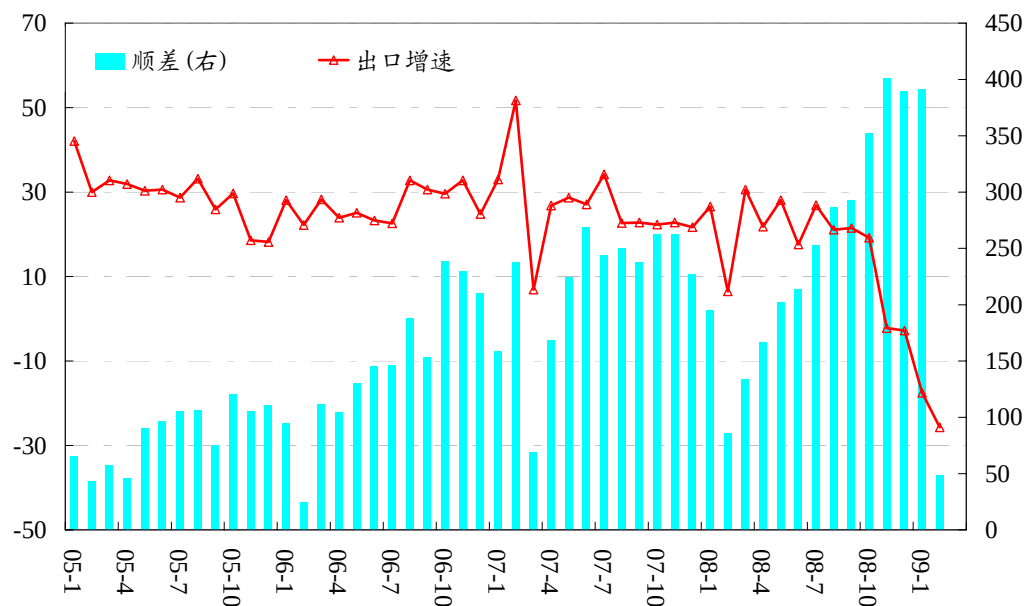
十、出口的正反两面

在所有经济数据中最令人失望的是出口数据，增速下滑至-26%，而且考虑到 08 年 2 月的春节与雪灾造成的低基数效应，出口增速的下滑远超-26% 的表面数字。

出口的急剧下滑对当前经济肯定是负面拖累，但从长远来看则未必不是好事。08 年我国的对外贸易依存度为 58%，出口依存度为 32%。而当前我国对外贸易依存度已经降至 43%，出口依存度降至 24%。

而对外贸易依存度的下降是我国经济转型的必经之路，有利于我国经济的长远发展。

图 12:
出口增速、顺差增速
(05 至 09 年)
左轴单位: %
右轴单位: 亿美元



十一、债市投资建议

如果企业通过票据融资和定存来套利且得到监管层的默许，那么票据融资持续高规模的时间也有可能超出市场预期。

在央行宽松货币政策和积极信贷政策指导下，M1 见底对于物价未来的走势有着非同寻常的意义，虽然 2 月份物价正式进入负值区间，但是其年内见底将是大概率事件。

在经济方面，出口减速对经济的负面影响遵循边际效应递减的规律，而消费在过去 1 年的减速期表现出了相对较强的韧性，加之政府 4 万亿投资的不断推进，我们认为未来经济虽难好转，但也不必过分悲观。

值得一提的是花旗银行在 09 年首季盈利的消息，与 08 年雷曼倒闭的传闻一样，对全球金融市场具有非常积极的意义。如果传闻属实，那么意味着美国银行业的坏账调整或许能在 09 年结束，而美国经济的见底也多了一分希望。

对于年内的债市走势，我们认为短期是牛皮市，10 年期国债收益率会在 3% 至 3.3% 间窄幅振荡，而长期则偏负面。

对于债市投资，建议久期保持在 3 年以内，对于长债的投资只有把握跌出来的机会，而不建议在当前的利率水平加仓。但目前也不必过分缩短久期，因为短端低利率格局还将继续维系。

我们目前保持看好的是中高等级信用债，一切 5 年期以内国企背景 AA 级以上的中票、企业债、公司债、城投债均在我们的推荐范围。

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

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

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.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com