

[2009. 4. 13]

长贷激增，储蓄分流

——点评 3 月货币信贷数据

✍ 姜超

☎ 021-38676430

✉ jiangchao6164@gtjas.com

本报告导读：

➤ 对3月货币信贷数据展开点评。

摘要：

在 09 年 2 季度策略报告《房市见底，通胀重燃》中，我们研究了众多国家近百年的数据，发现货币供应量是影响物价的决定性因素，而在中国 M1 对于物价走势的预测在近 10 年都非常准确。

从 3 月份的数据看，09 年 1 月份的 M1 已经确认是周期底部，预示物价也即将见底，而我们认为 2 月份的物价即为年内最低点。

3 月份的信贷结构中，票据融资占比已经恢复正常，从资金流向来看，一方面是企业短期资金的极大充裕，与此同时企业和居民的中长期贷款均大幅同比多增，意味着投资及地产市场的现状已经得到极大改善。

1 季度信贷的天量显然难以持续，然而我们认为即便 2、3 季度月均信贷增量降至 5000 亿甚至以下，也能维持信贷增速高位直至 3 季度末。而根据我们 09 年年度报告《信贷决定论》，信贷的高增长将保证 09 年的第二产业增速逐季回升，从而确立 08 年 4 季度为本轮周期的底部。

对于国内股市，值得注意的是居民的定期储蓄增速连续两月下降，而从历史经验看，一旦居民储蓄出现持续分流，则对股市有显著的正面影响。

对于 2 季度的债市走势，我们认为短期是牛皮市，并提升 10 年期国债收益率波动区间从 3%至 3.3%到 3.1 至 3.4%。

由于我们认为经济最坏的时期已经过去，物价最低点也已出现，加之股市回升对大类资产配置的趋势影响，因而债市的长期走势不容乐观。

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大跌出来的机会。

我们目前保持看好的是中高等级短期信用债，因为可以对冲经济反弹的风险。一切 3 年期左右国企背景 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

房市见底，通胀重燃——09 年 2 季度
债券策略报告

(08.4.10)

2 月 cpi 底部愈发清晰——点评 3 月成
品油价上调

(09.3.24)

美国房市或已见底——点评 2 月成屋
销量

(08.3.24)

目 录

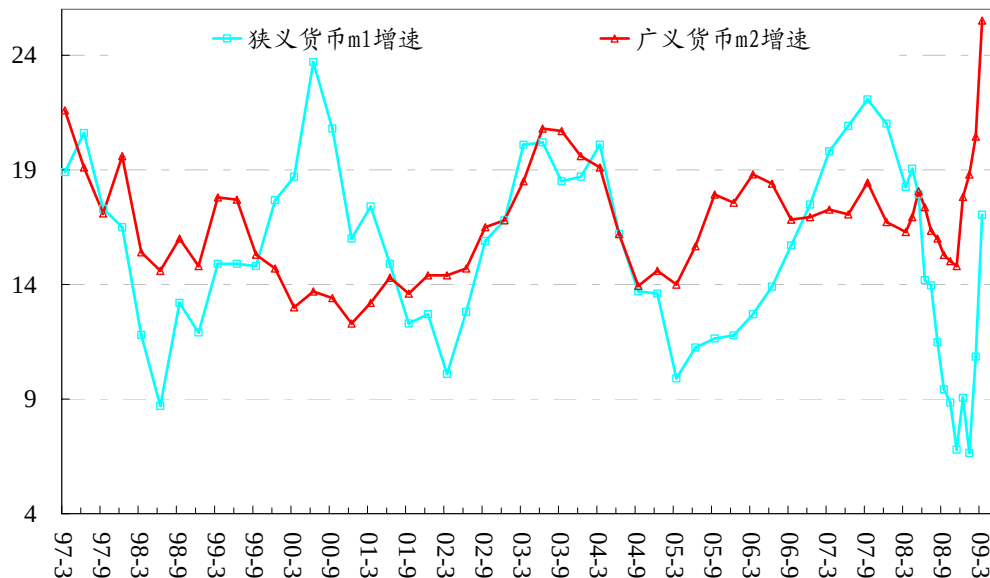
一、M1 确认底部	3
二、预示物价见底.....	3
三、企业活存激增.....	4
四、信贷大力投放.....	5
五、流动性大改善.....	5
六、票据融资下降.....	6
七、企业长贷激增.....	6
八、居民长贷多增.....	7
九、贷款增速预测.....	7
十、经济或已见底.....	8
十一、资本市场意义.....	8
十二、债市投资建议.....	9

一、M1 确认底部

09 年 3 月，M1 增速大幅反弹至 17%，比上月上升了 6.1%，比 09 年 1 月的最低点上升 10.3%，再次确认 09 年 1 月为本轮 M1 的最低点。

与此同时，M2 增速也大幅反弹至 25.5%，创下 97 年以来的新高。

图 1：
M1、M2 增速
(97 年-09 年)
左轴单位：%

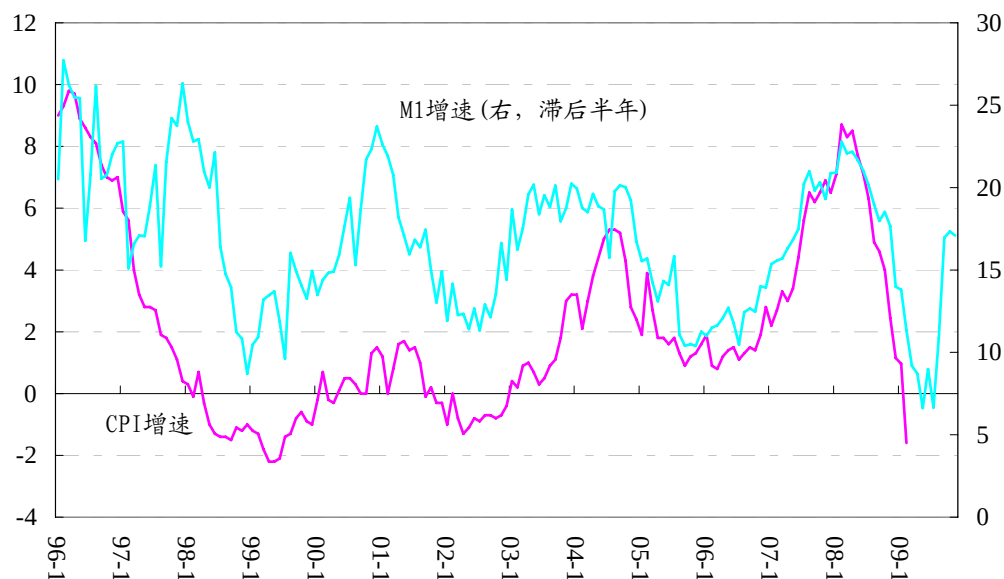


二、预示物价见底

而 M1 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。

由于 M1 已经见底，预示着物价也即将见底，而我们认为 2 月份的物价就是年内的最低点。

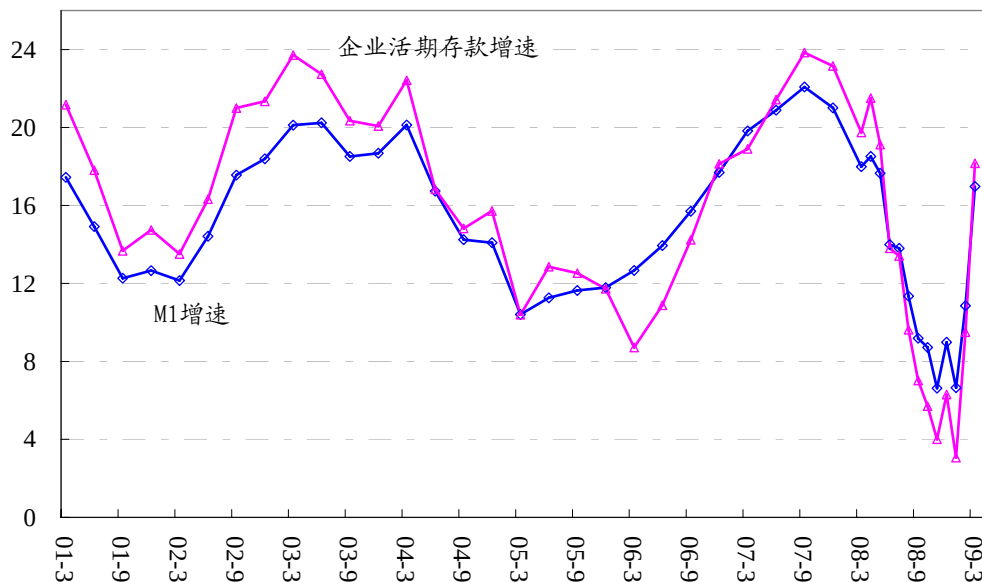
图 2：
M1 增速、cpi
(96 年-09 年)
左轴单位：%
右轴单位：%



三、企业活存激增

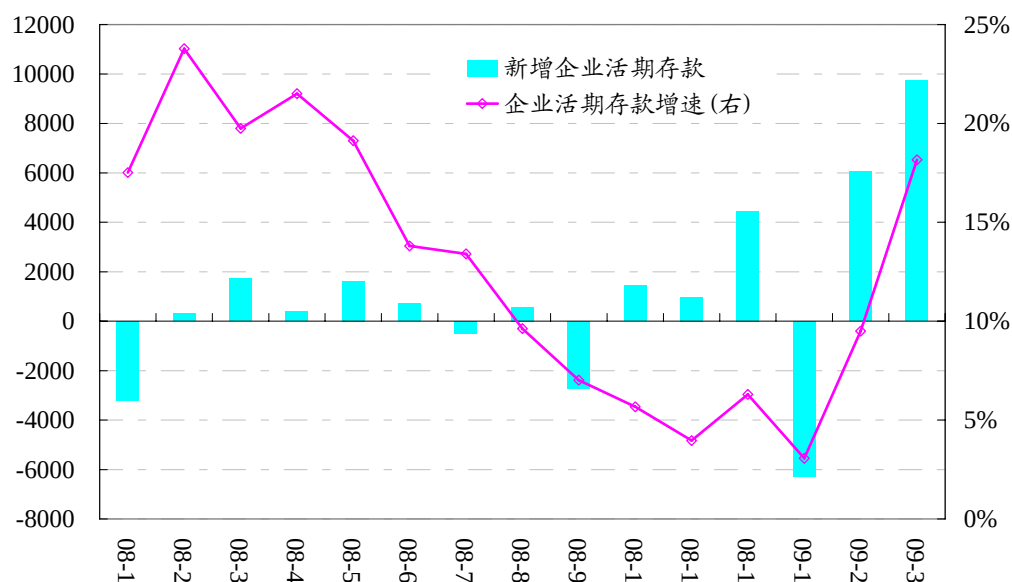
M1 增速的反弹归功于企业活期存款增速的急剧上升，因为 M1 的构成中一半以上都是企业活期存款。

图 3:
企业活期存款增速、M1
增速
(01 年-09 年)
左轴单位: %



09 年 3 月,企业新增活期存款近 1 万亿,而在 09 年 2 月已经新增 6000 亿, 09 年 2、3 两月的单月新增数均超过 08 年全年企业活期存款 5800 亿的总增量,极大地改善了企业的流动资金。

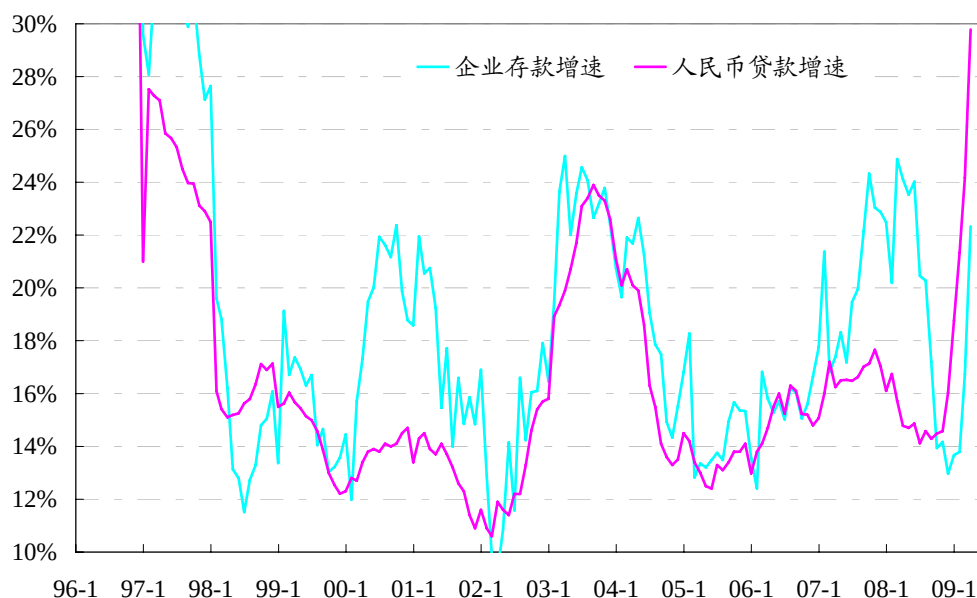
图 4:
企业活期存款增速、新
增量
(08 年-09 年)
左轴单位: 亿元
右轴单位: %



四、信贷大力投放

企业流动性的改善归功于信贷的巨量投放。09 年 3 月，新增人民币贷款达到 1.89 万亿，创下有史以来的新高，而接近 30% 的贷款增速也是 97 年以来的最高值。

图 5：
企业存款增速、人民币
贷款增速
(96 年-09 年)
左轴单位：1

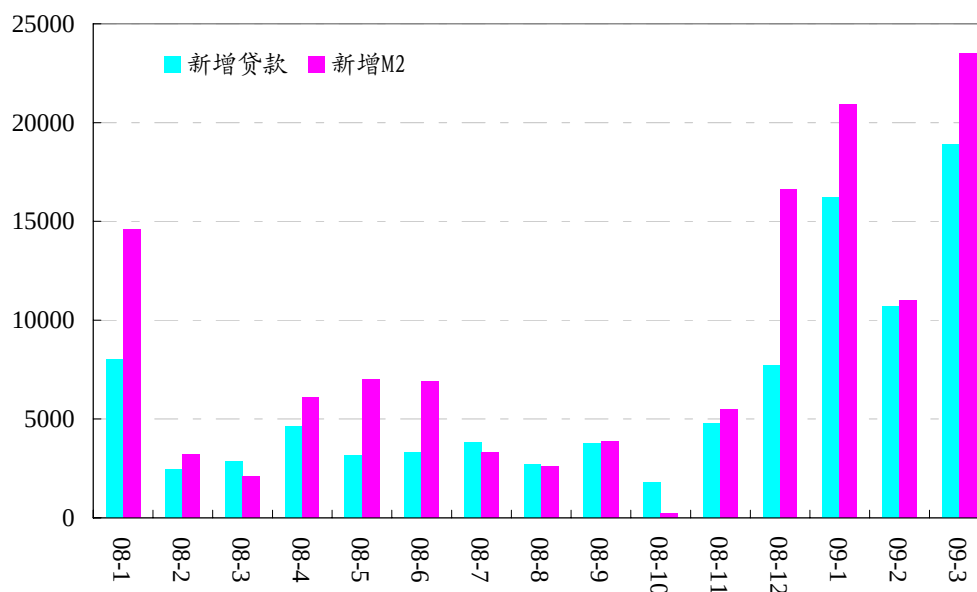


五、流动性大改善

而流动性得到大幅改善的不仅是企业部门，全社会的流动性均得到显著提升。

09 年 3 月份，1.89 万亿的新增贷款几乎贡献了 2.35 万亿新增 M2 的 80%，使得 M2 增速创出近 10 年的新高。而在 09 年 1 季度，新增 M2 达到 5.5 万亿，其中信贷同样贡献了超过 80% 的份额。

图 6：
新增 M2、新增贷款
(08 年-09 年)
左轴单位：亿元

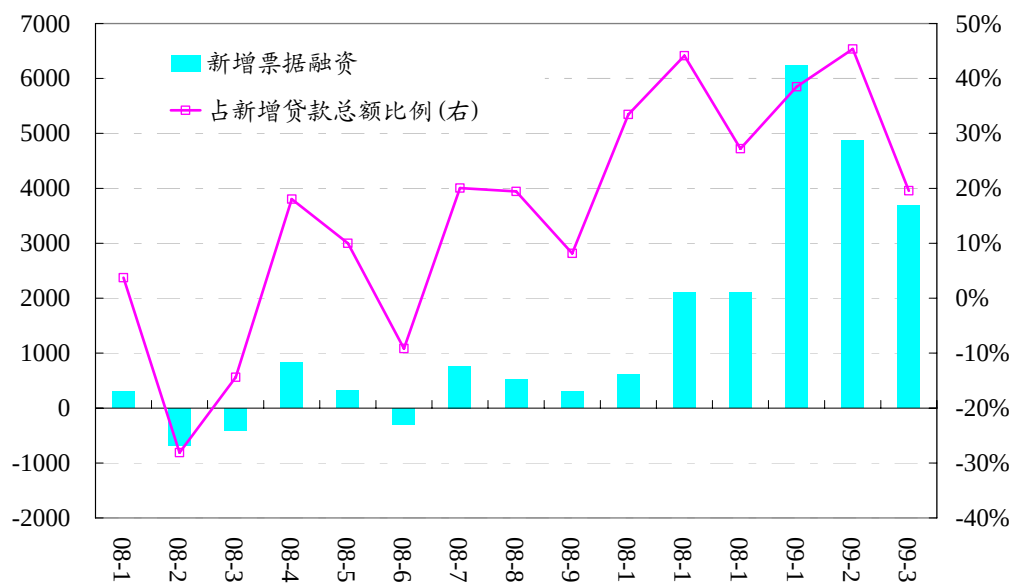


六、票据融资下降

在 09 年 3 月份，新增票据融资下降至 3700 亿，延续了 2 月份以来的下降趋势。其占贷款总额的比例下降到 19.6%，比 2 月份缩小了一半以上。

此前市场普遍担心新增贷款中票据融资过多而难以持续，而 3 月份的票据融资占比已经恢复 08 年 10 月份以前的正常水平，意味着市场对票据融资过多造成贷款虚增的疑虑可以暂时消除。

图 7：
新增票据融资、占比新
增总贷款
(08 年-09 年)
左轴单位：亿元
右轴单位：1

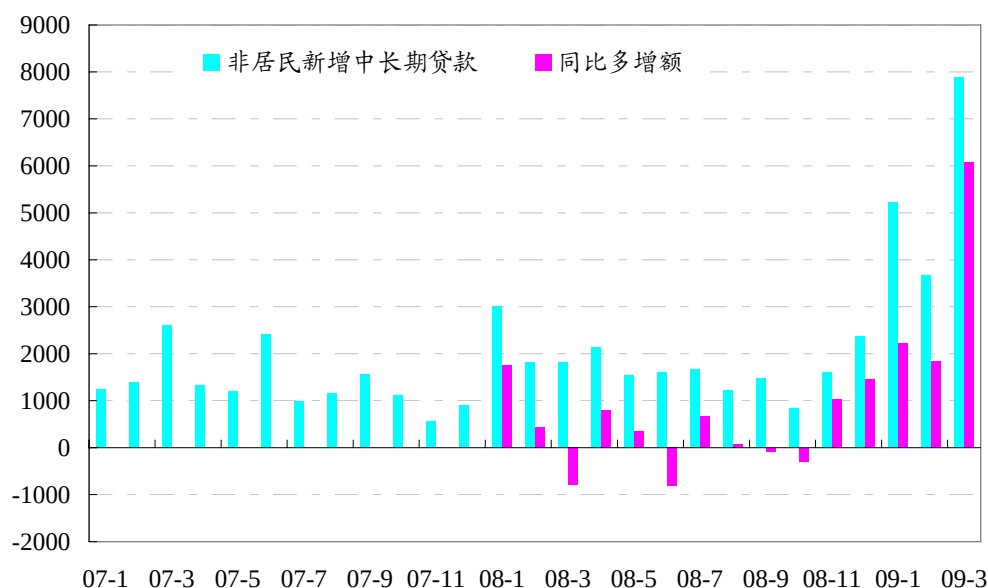


七、企业长贷激增

在 09 年 3 月份的新增贷款中，除了票据融资的下降之外，中长期贷款的大幅多增同样值得关注。

其中企业新增中长期近 8000 亿，同比多增 6000 亿。企业中长期贷款的巨额多增表明 4 万亿政府投资项目已经密集开工。

图 8：
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



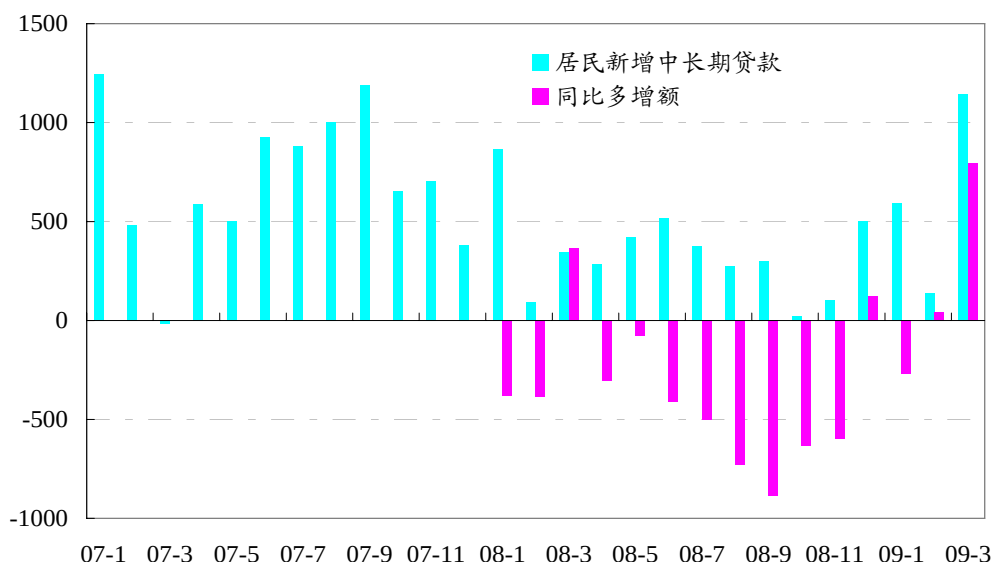
八、居民长贷多增

而3月份的居民新增中长期贷款为1100亿，接近07年的峰值水平，同比多增近800亿。

由于居民中长期贷款基本是住房贷款，其大幅多增反映了住房成交大幅放量的事实，表明房贷利率的大幅下降、购房优惠政策的密集推出、以及房价下跌等各项因素已经对地产市场产生积极效果。

由于房地产是本轮经济下滑的源头之一，如果地产市场回暖能够持续，那么经济的复苏将得到有力保障。

图9：
居民新增中长期贷款、
同比多增额
(07至09年)
左轴单位：亿元

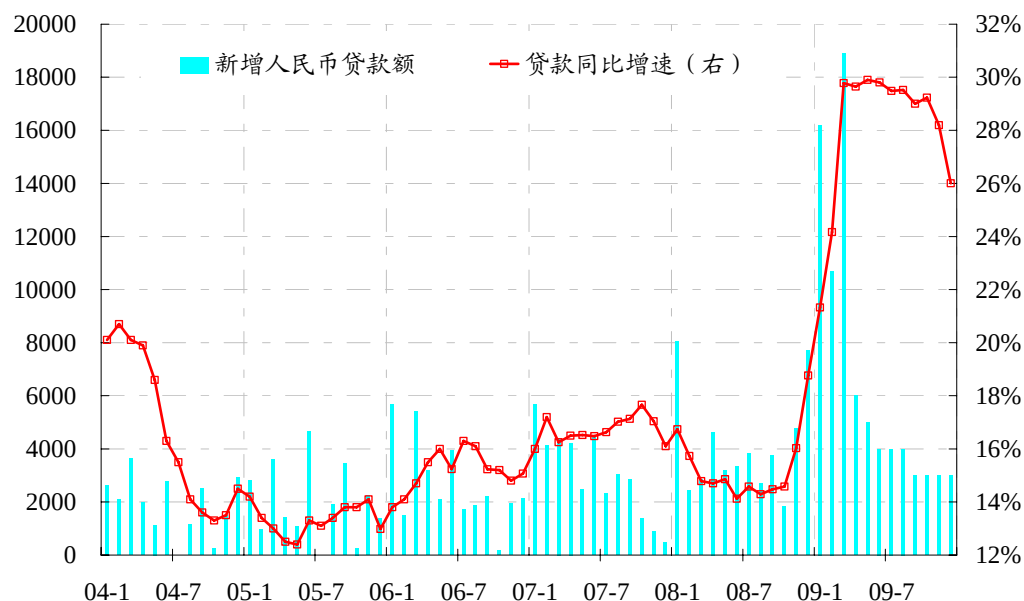


九、贷款增速预测

1季度的天量贷款是特定历史环境下的产物，显然不具备可持续性。然而只要2季度的月均贷款额保持在5000亿，3季度保持在4000亿，贷款增速就会稳步高位而不会大幅下降。

而在经济回暖尚不稳固的背景下，我们认为管理层有能力保持月均4000亿的贷款规模，全年贷款总额有望达到8万亿。

图10：
新增人民币贷款、贷款
同比增速
(04至09年)
左轴单位：亿元
右轴单位：1

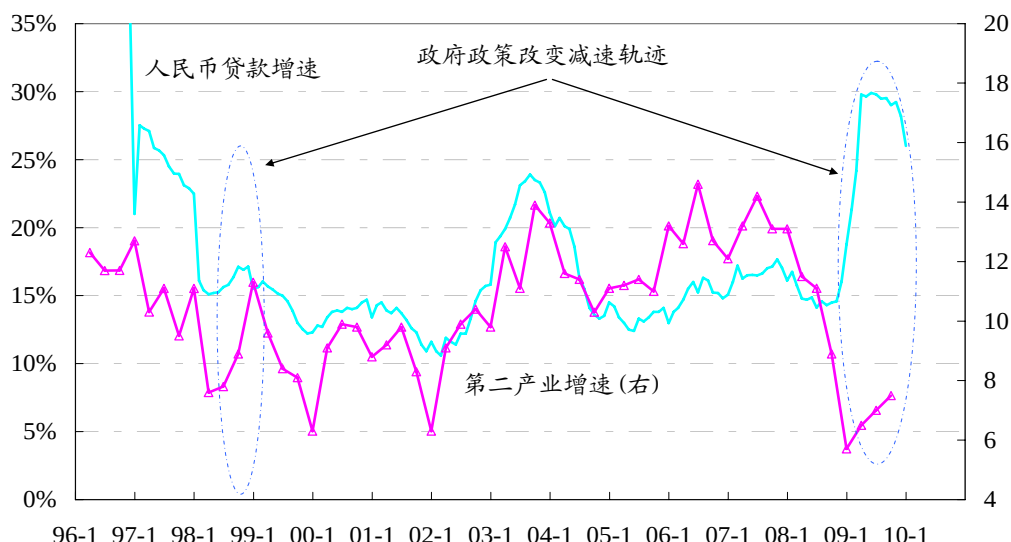


十、经济或已见底

我们在 09 年策略报告《信贷决定论》中，指出信贷是经济波动的决定因素。按照我国过去 10 年的经验，信贷增速领先经济增长 1 个季度左右。因而基于过去两个季度的信贷增速回升，我们认为 09 年 1 季度和 2 季度的第二产业增速反弹为大概率事件。

而假定我们对信贷增速的推测属实，即 09 年 3 季度以前信贷增速都能稳步高位，那么 09 年全年的第二产业增速有可能持续回升，亦即 08 年 4 季度为本轮经济的最低点。

图 11:
人民币贷款同比增速、
第二产业增速
(96 至 09 年)
左轴单位: 1
右轴单位: %

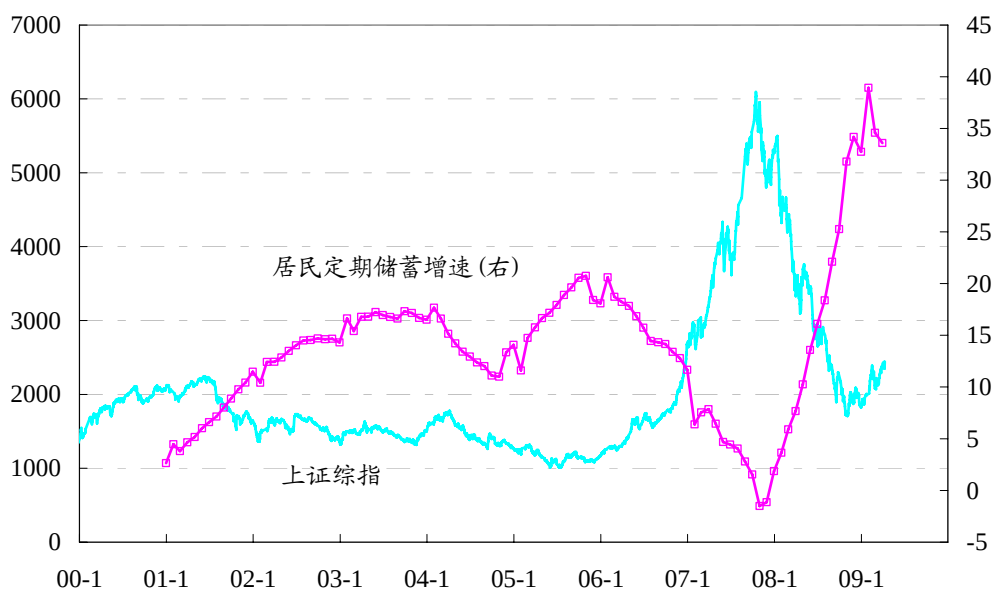


十一、资本市场意义

对于股市而言，3 月份货币信贷数据中值得关注的是居民定期储蓄增速已连续两月下降。

从过去的经验来看，居民定期储蓄增速与上证综指间有着显著的反向关系。如果居民定期储蓄增速的下降成为趋势，那么对股市的意义不容忽视。

图 12:
居民定期储蓄增速、上
证综指
(00 至 09 年)
左轴单位: 1
右轴单位: %



十二、债市投资建议

在 09 年 2 季度策略报告《房市见底，通胀重燃》中，我们研究了众多国家近百年的数据，发现货币供应量是影响物价的决定性因素，而在中国 M1 对于物价走势的预测在近 10 年都非常准确。

从 3 月份的数据看，09 年 1 月份的 M1 已经确认是周期底部，预示物价也即将见底，而我们认为 2 月份的物价即为年内最低点。

3 月份的信贷结构中，票据融资占比已经恢复正常，从资金流向来看，一方面是企业短期资金的极大充裕，与此同时企业和居民的中长期贷款均大幅同比多增，意味着投资及地产市场的现状已经得到极大改善。

1 季度信贷的天量显然难以持续，然而我们认为即便 2、3 季度月均信贷增量降至 5000 亿甚至以下，也能维持信贷增速高位直至 3 季度末。而根据我们 09 年年度报告《信贷决定论》，信贷的高增长将保证 09 年的第二产业增速逐季回升，从而确立 08 年 4 季度为本轮周期的底部。

对于国内股市，值得注意的是居民的定期储蓄增速出现下降趋势，而从历史经验看，一旦居民储蓄出现持续分流，则对股市有显著的正面影响。

对于 2 季度的债市走势，我们认为短期是牛皮市，并提升 10 年期国债收益率波动区间从 3%至 3.3%到 3.1 至 3.4%。

由于我们认为经济最坏的时期已经过去，物价最低点也已出现，加之股市回升对大类资产配置的趋势影响，因而债市的长期走势不容乐观。

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大跌出来的机会。

我们目前保持看好的是中高等级短期信用债，因为可以对冲经济反弹的风险。一切 3 年期左右国企背景 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 号新世界中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

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

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com