

宏观研究

报告原因： 数据点评

2010 年 1 月 18 日

宏观研究小组

执笔人：伊磊

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

金融数据

项目	08 年	09 年	10 年 E
M0%	12.65	11.77	9.80
M1%	9.06	32.35	10.20
M2%	17.82	27.68	20.00
存款余额%	19.73	28.21	16.72
贷款余额%	18.76	31.74	17.50
新增贷款(万亿)	4.91	9.59	7.00

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

货币供应增速年底现拐点，未来或继续下行

——2009 年度宏观金融数据分析

宏观研究/中国经济

● 货币供应增速出现拐点，CPI 或于二季度末到达峰值。我们认为 M1 已经出现拐点，考虑到上次在波谷阶段 M1 领先 CPI 六个月，上次峰值也领先六个月，我们预计 CPI 在 2010 年二季度末将出现峰值。

● 货币活化趋势有所减缓，货币剩余出现拐点。反映货币活化程度的 M1-M2 增速差也在 12 月份出现了拐点迹象，虽然该趋势还需要进一步确认，但考虑到 2010 年上半年经济继续向好的惯性，货币活化指标仍有望维持高位，但再创新高可能性较小。货币剩余如期下降，反映实体经济流动性将出现拐点，我们认为 2010 年 M2 增速受信贷下降的影响或大幅度回归至 20% 左右水平，一方面经济增速上升，另一方面货币供应增速下降，有利于减少通胀压力和资产泡沫。

● 信贷投放回归均衡，与固定资产投资同步回落。09 年新增贷款前高后低特征明显，总额创历史新高，我们认为信贷在 2010 年将明显下降，主要在于投资增速的预期降低，货币政策方面或前紧后松。

● 信贷结构呈现差异化，储蓄存款拐点影响市场未来资金流入。09 年中长期贷款占比呈现前低后高的走势，而中长期贷款占比最高的时期往往是房地产等资本市场最火热时期，主要原因在于大量中长期贷款需求（如居民按揭贷款等）往往在经济处于较好阶段才会投资于房地产等资本品，而随着宏观调控的进行，企业和居民会逐渐调整对未来投资收益的预期，中长期贷款占比或持续回落。企业活期存款增速最能反映 M1 的变动，影响企业活期存款拐点的主要因素就是信贷政策是否宽松，而金融机构定期储蓄存款对于经济预期最为敏感，往往共同反映了居民户和企业户对于未来经济的判断预期，我们认为企业活期存款增速或在高位盘整，10 年下半年逐步回落。

● 利率水平稳步上升，存款准备金率逐步上调。10 年存款准备金率或存在 3-4 次上调频率，大型存款类金融机构或至 17.5%，本轮上调周期主要是对冲 09 年过量信贷，以及降低金融机构信贷冲动和风险。

● 存贷款利率或跟随美国加息步伐，人民币汇率缓慢升值。实际利率逐步进入负值区间，推动加息步伐。出口和热钱推动人民币补涨升值。

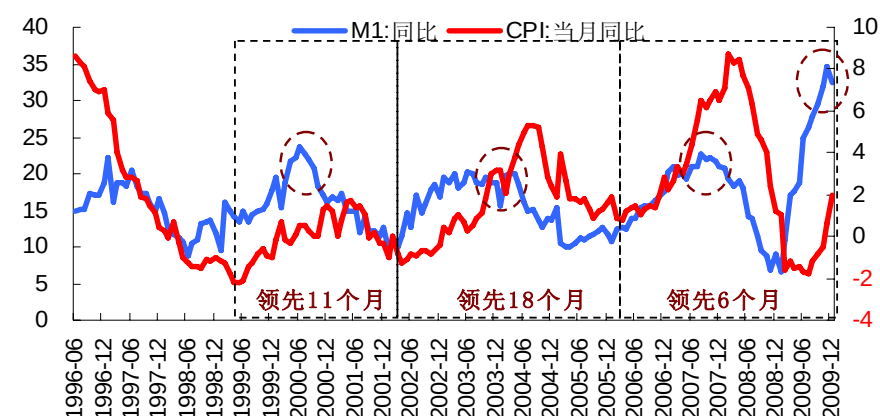
● 公开市场操作力度加大，数量化调控逐步频繁。主要为对冲 09 年过渡宽松信贷，10 年市场利率逐步上升，幅度上呈现前高后低。

1. 货币供应增速出现拐点

2009 年 12 月末，广义货币供应量(M2)余额为 60.62 万亿元，同比增长 27.68%，增幅比上年末高 9.86 个百分点，比上月末低 2.06 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为 22.00 万亿元，同比增长 32.35%，增幅比上年末高 23.29 个百分点，比上月末低 2.28 个百分点。

1.1 狭义货币供应增速 M1 领先 CPI

图 1: M1 出现拐点，六个月后 CPI 或出现峰值



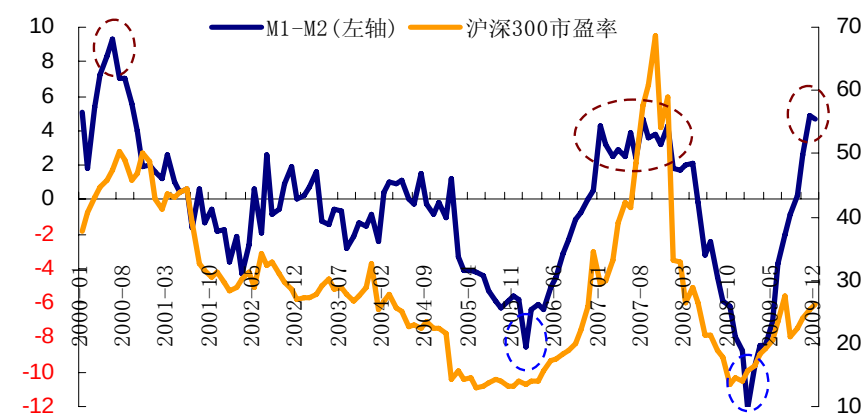
数据来源: WIND 山西证券研究所

最近一轮通胀周期中，M1 峰值和波谷领先 CPI 六个月左右

M1 增速在 09 年最后一个月下降，我们认为 M1 已经出现拐点，考虑到上次在波谷阶段 M1 领先 CPI 六个月，上次峰值也领先六个月，我们预计 CPI 在六个月之后，即 2010 年二季度末左右将出现峰值拐点。

1.2 货币活化 M1-M2 增速差领先 A 股市盈率

图 2: 货币活化程度首现拐点，影响估值水平



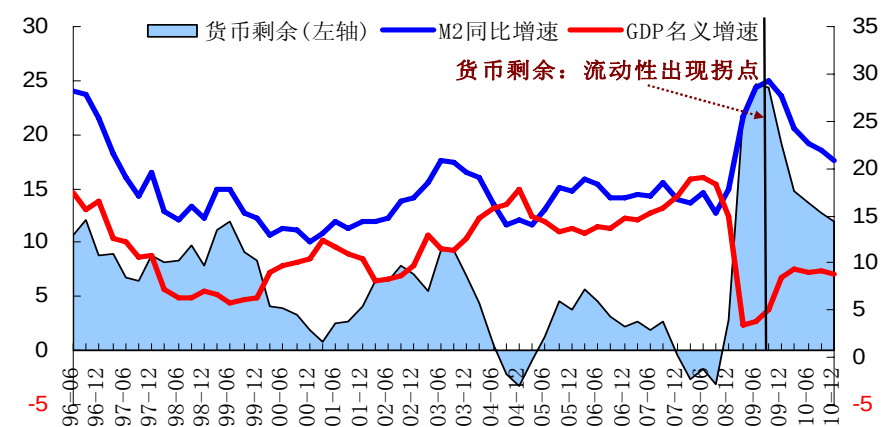
数据来源: WIND 山西证券研究所

货币活化程度=M1-M2 增速差，可以反映企业活期存款增速意愿

反映货币活化程度的 M1-M2 增速差也在 12 月份出现了拐点迹象，虽然该趋势还需要进一步确认，但考虑到 2010 年上半年经济继续向好的惯性，货币活化指标仍有望维持高位，但再创新高可能性较小。

1.3 广义货币供应增速 M2 揭示货币剩余拐点

图 3: M2 如期呈现拐点, 货币剩余逐步减少



数据来源: WIND 山西证券研究所

货币剩余=M2 与 GDP 名义增速之差, 可以反映实体经济流动性趋势

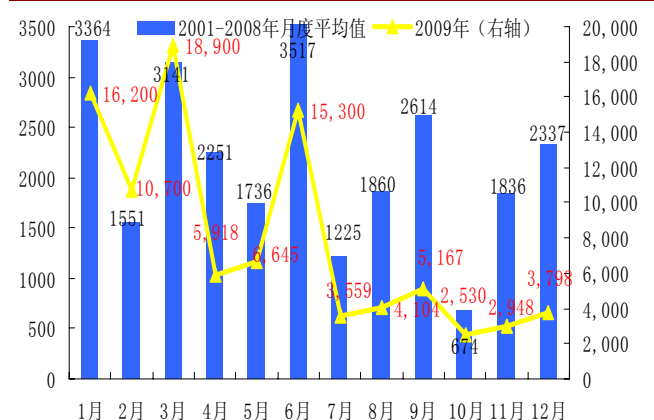
货币剩余如期下降, 反映实体经济流动性将出现拐点, 我们认为 2010 年 M2 增速受信贷下降的影响或大幅度回归至 20% 左右水平, 一方面经济增速上升, 另一方面货币供应增速下降, 有利于减少通胀压力和资产泡沫。

2. 信贷投放回归均衡

12 月末, 金融机构人民币各项贷款余额 39.97 万亿元, 同比增长 31.74%, 增幅比上年末高 13.01 个百分点, 比上月末低 2.05 个百分点。全年人民币各项贷款增加 9.59 万亿元, 同比多增 4.69 万亿元。当月人民币各项贷款增加 3798 亿元。12 月末, 金融机构人民币各项存款余额为 59.77 万亿元, 同比增长 28.21%, 增幅比上年末高 8.48 个百分点, 比上月末高 0.02 个百分点。全年人民币各项存款增加 13.13 万亿元, 同比多增 5.44 万亿元。

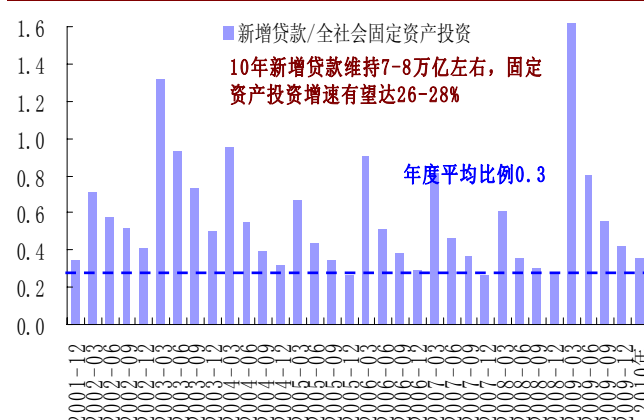
2.1 新增贷款与固定资产投资同步下降

图 4: 09 年月度新增贷款前高后低



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 5: 新增贷款随固定资产投资增速下降而下滑



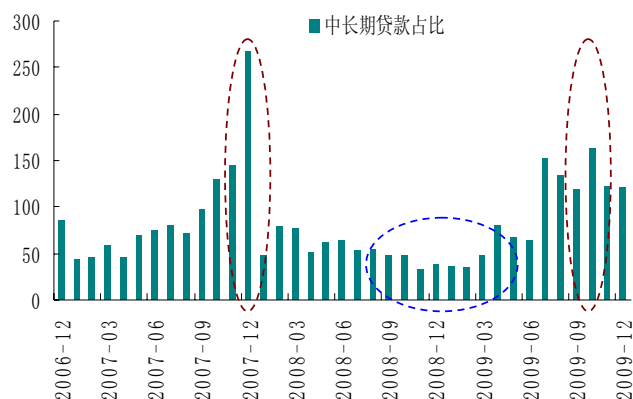
数据来源: WIND 山西证券研究所

2009 年新增贷款前高后低特征明显, 总额创历史新高, 我们认为信贷

在 2010 年将明显下降，主要在于投资增速的预期降低，但前高后低特征仍将延续，货币政策方面或前紧后松。

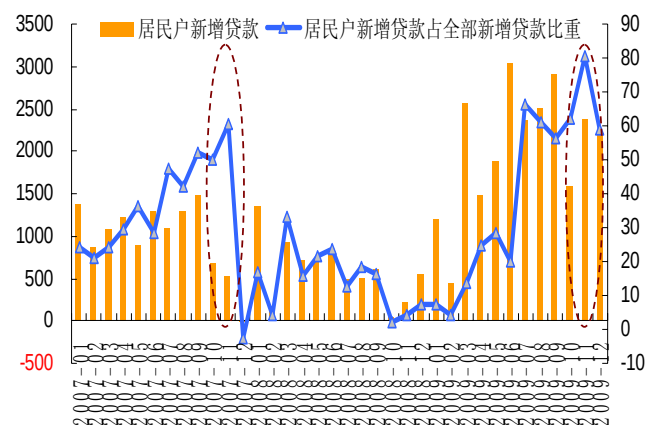
2.2 贷款结构呈现差异化

图 6：中长期贷款占比前低后高，未来或继续回落



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 7：居民户新增贷款占比反映房地产按揭、消费信贷需求

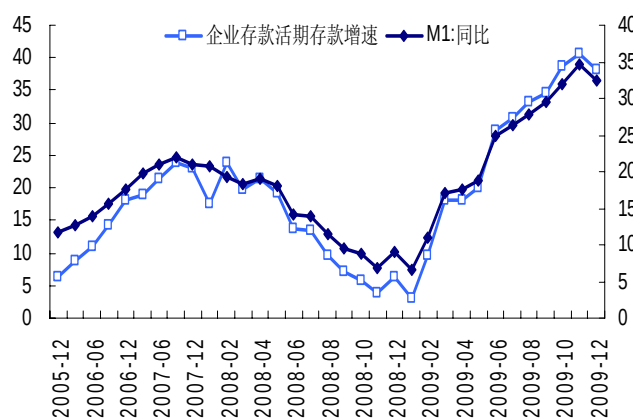


数据来源：WIND 山西证券研究所

2009 年中长期贷款占比呈现前低后高的走势，主要在于短期票据融资在年初大幅度增加，一部分直接套利，一部分流入资本市场，而中长期贷款占比最高的时期往往是房地产等资本市场最火热时期，主要原因在于大量中长期贷款需求（如居民按揭贷款等）往往在经济处于较好阶段才会投资于房地产等资本品，而随着宏观调控的进行，企业和居民会逐渐调整对未来投资收益的预期，贷款需求持谨慎态度，中长期贷款占比或持续回落。

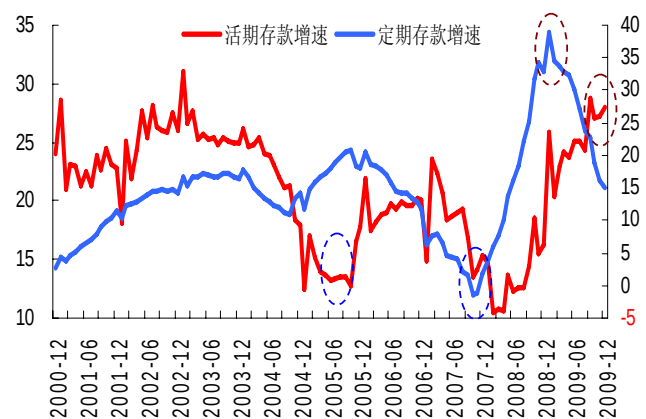
2.3 储蓄存款拐点影响市场未来资金流入

图 8：企业活期存款增速与 M1 增速高度同步



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 9：金融机构储蓄存款活期和定期增速



数据来源：WIND 山西证券研究所

企业活期存款增速最能反映 M1 的变动，影响企业活期存款拐点的主要因素就是信贷政策是否宽松，而金融机构定期储蓄存款对于经济预期最为敏感，往往共同反映了居民户和企业户对于未来经济的判断预期，我们认为企业活期存款增速或在高位盘整，2010 年下半年逐步回落。

3.利率水平稳步上升

2009 年存贷款利率保持不变，而央票发行利率在 8 月份有所提高，利率水平整体呈现前低后高的“U 型”走势。

3.1 存款准备金率逐步上调

图 10：存款准备金率有继续上升的空间

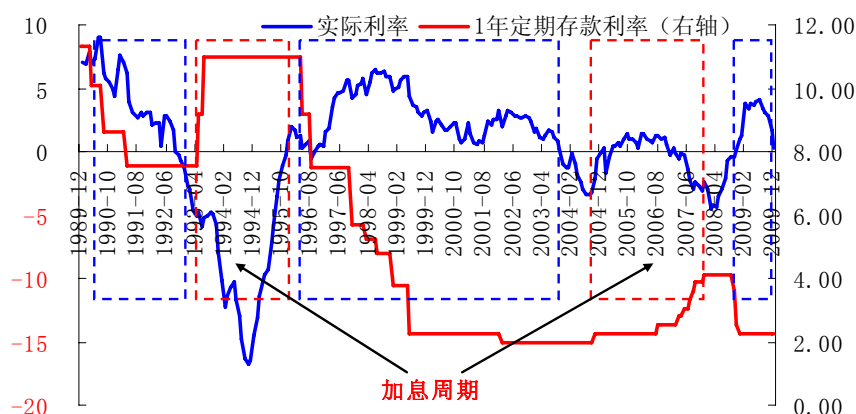


数据来源：WIND 山西证券研究所

2006 年以来的存款准备金率上调周期主要是为对冲外汇占款，而在 2008 年之后的下调主要是为增加货币供应，但我们预计 2010 年存款准备金率或存在 3-4 次的上调频率，大型存款类金融机构或至 17.5% 左右，而本轮上调周期主要是对冲 2009 年过量信贷，以及降低金融机构信贷冲动。我们认为本次上调还要根据外汇占款的整体情况，不排除在时机选择上超预期。

3.2 存贷款利率或跟随美国加息步伐

图 11：实际利率或步入负值区间，加息预期强烈



数据来源：WIND 山西证券研究所

实际利率=1 年期存款利率-CPI 同比增速；红色虚框为加息周期，蓝色虚框为减息周期

我们预计 2010 年上半年 CPI 或超过 2.5% 的水平，峰值可能达到 3.5%，因此实际利率可能在 1 月份就步入负值区间，历史上来看，当发生负利率的情况时往往会进入加息周期，反之近几次的降息周期实际利率均为正，我们认为加息步伐可能随美国之后，但如果通胀超预期不排除提前加息。

图 12：存贷款增速和利率

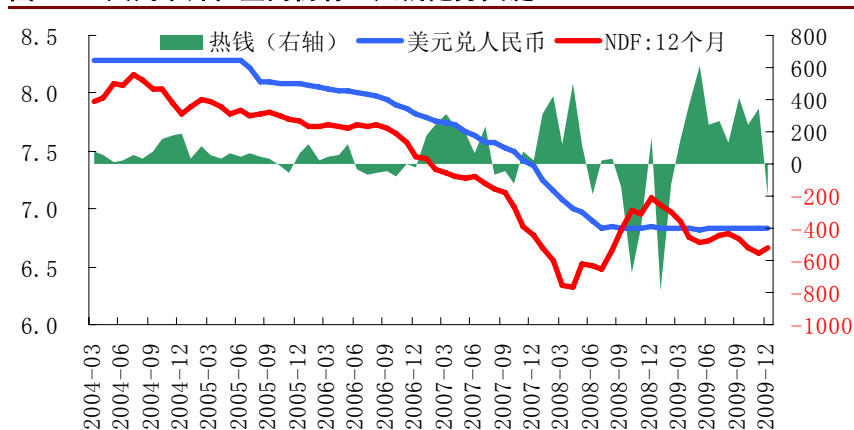


数据来源：WIND 山西证券研究所

2009 年存贷款增速双双上行，尽管贷款增速超过存款增速，但新增存款额却超新增贷款额 3.54 万亿元，存贷比继续下降。从历史数据来看，存贷款增速双双上升而后贷款增速预期下降，甚至低于存款增速时，往往存在加息的可能，主要原因就在于通过加息（包括非对称加息）手段，可以控制贷款需求，而存款增速往往落后于贷款增速的变化。我们认为加息周期可能最迟不超过二季度，那时贷款增速明显下降，而存款增速保持平稳。

3.3 人民币汇率缓慢升值

图 13：人民币升值空间仍有，热钱走势关键



数据来源：WIND 山西证券研究所

热钱=△外汇储备-贸易顺差-FDI，12 月份热钱为流出 202 亿美元。

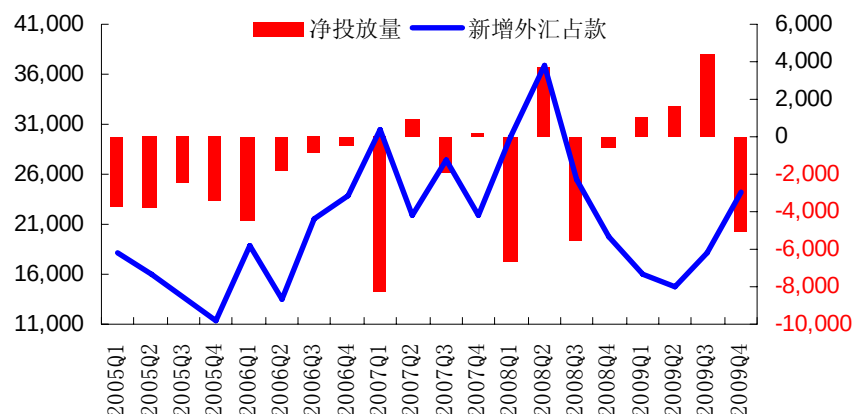
09 年美元兑人民币汇率基本没有发生变化，而其他如澳大利亚、巴西等经济也同样相对于美国好转的国家货币汇率纷纷大幅度上升，幅度在 20%以上，尽管在 09 年期间 NDF 经历了先贬后生的预期走势，但最终都没有撼动实际汇率走势，人民币存在升值补涨的压力。之所以人民币兑美元停止了汇改以来的升值步伐，我们认为主要是出口增速的大幅度回落，随着出口增速的连续转正，10 年几乎确定性正增长 15%左右，人民币才存在升值的内在动力。而升值空间有多大，还取决于美元走势和热钱预期。

4.公开市场操作力度加大

在没有进行存贷款利率调整的 2009 年，央行更多的是通过公开市场操作来量化控制资金变动。

4.1 央票和回购操作空间较大

图 14: 季度央行公开市场操作对冲新增外汇占款



数据来源: WIND 山西证券研究所

从季度变化上来看，由于 09 年外汇占款压力在前三季度较小，因此为净投放，而在四季度之后外汇占款明显增加，央行加大了对冲力度，我们认为 2010 年出口确定好转，外商直接投资或加速，加之升值预期导致热钱流入，新增外汇占款将明显增加，央行或加大央票和回购的对冲操作力度。

4.2 市场利率预期上行

图 15: 中外利差逐步扩大，增加升值压力



数据来源: WIND 山西证券研究所

市场利率 09 年呈现前低后高的走势，在 8 月份出现过一波高斜率的上扬随后逐步平稳，但在 10 年 1 月初又再次上扬，特别是中美货币利差逐渐拉大，又增加了升值套息的压力。我们认为由于经济好转和流动性充裕，管理层意欲通过公开市场调整 09 年过于宽松的信贷和流动性，10 年市场利率或逐步上行，整体上升幅度呈现前高后低的走势。

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所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、复印件或复制品，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。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

	总部	北京部
地址：	中国 太原 030002 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层	中国 北京 100081 北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 8 层 808
电话：	(0351)8686986	(010)82190395
传真：	(0351)8686992	(010)82190384
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	