



2010.03.26

货币供应增速变化预示 A 股面临估值压力

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com



李迅雷

38676523

lexunlei@gtjas.com

S0880200010261

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

S0880109054285

本报告导读：

摘要：

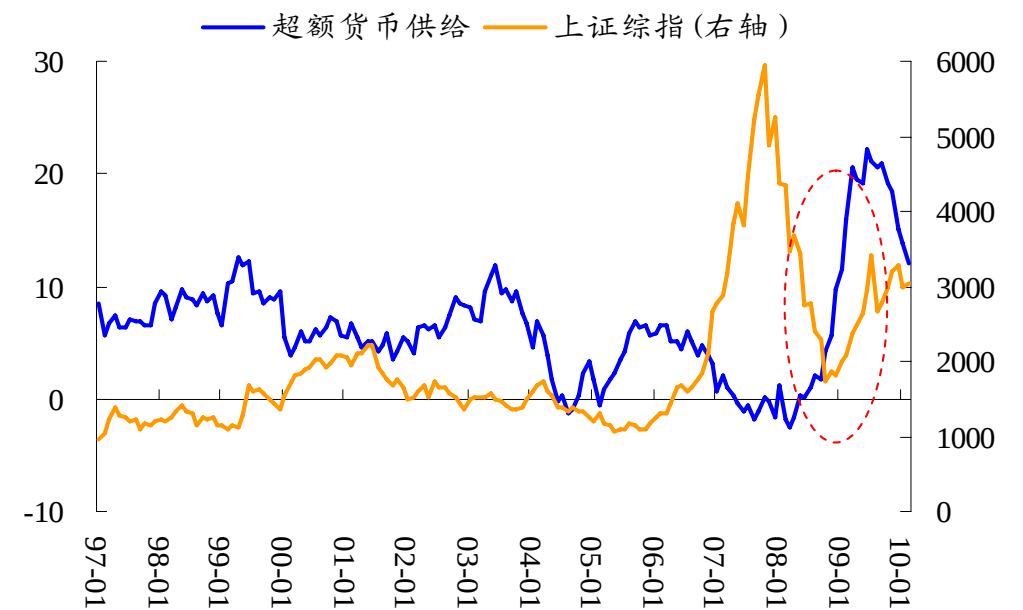
- M1 增速减去 M2 增速（用 $\Delta M1$ 增速来表示）反映了定期存款活期化的速度，与 A 股的估值水平相关性较 M1 和 M2 更大。
- 我们预计 M1 增速回落将快于 M2，因此 $\Delta M1$ 增速会持续缩小，使得 A 股估值水平存在下降压力，但回落幅度将较为有限，原因在于 $\Delta M1$ 下探的低点高于前一次低点。
- 本次 A 股估值水平若向下调整，应该是以小市值股的较大幅度下跌、大市值股票估值相对稳定为特征。
- 货币力量不仅会对估值水平产生影响，而且，还与成交量有更为明显的相关性。在 $\Delta M1$ 增速回落的背景下，期望融资融券与股指期货马上带动 A 股成交活跃并不现实。
- 因此，在交易量的萎缩下，2010 年的股市或许相对 08 年和 09 年的股市，表现为波动幅度收敛的特征。

股票的估值水平，如果简单地用市盈率（PE）来衡量，就好比债券的估值是用收益率一样，收益率的上升意味着估值水平的下降，债券价格走低。在上市公司盈利水平不变的前提下，股票平均 PE 水平如果降低，则股价整体将下跌。导致估值水平下降的原因很多，如从供求关系的角度看，股票供给（IPO、再融资和大小非解禁）的增加会导致 PE 的下降，而流入股市资金的减少同样也会导致 PE 的下降。从心理层面看，对经济的悲观预期或对宏观经济政策的收紧预期，同样会导致估值水平的下降。而本文主要是从货币供应量增长速度在未来一段时间内可能发生的变化来讨论 A 股的估值水平问题。

一、 M1-M2 增速与 A 股的估值水平相关性更大

如何来理解货币供给的变化会影响到股票估值水平的变化呢？我们曾在 2009 年初，当货币供给增加，社会对通胀预期普遍上升的时，发表《股价上涨也成为货币现象》一文，提出中国长期存在超额货币供给（M2 增速减去名义 GDP 增长率大于零）现象，虽然 M2 增速大幅上升，但当商品出现供过于求时，资本品价格的上涨速度要大大快于 CPI 的上涨速度，通胀未必会出现。这种现象被称为“中国之谜”。2009 年 M2 增速超过 27%，GDP 增长率为 8.7%，而 CPI 却是负的，股价则上涨了 50%以上，也印证了我们在该文中提出的结论（见图 1）。

图 1:
超额货币供给与上证综指
 (1997-2010)
 左轴单位: %; 右轴单位: 1



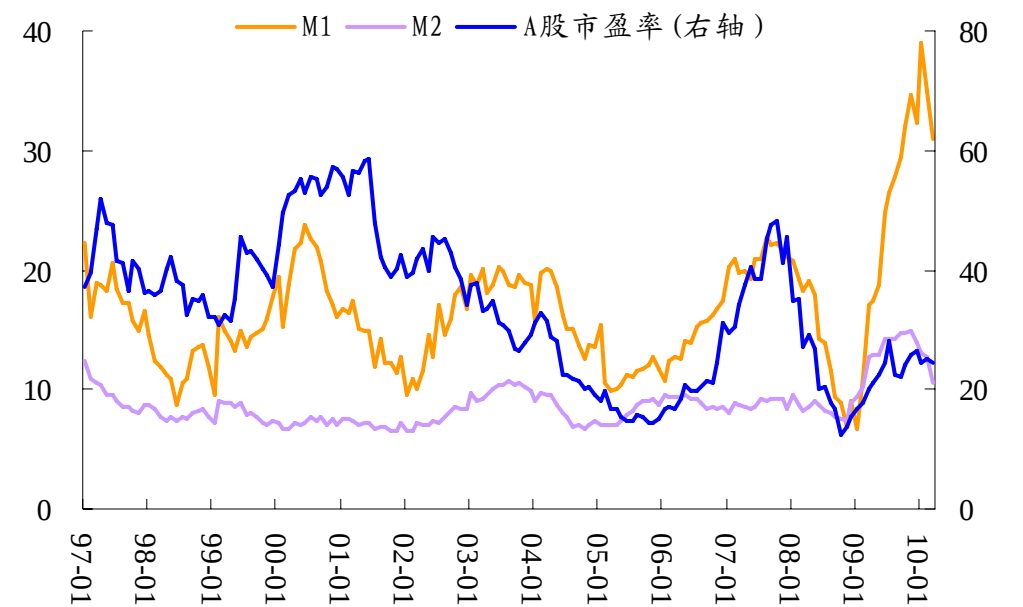
数据来源: WIND、国泰君安证券研究

货币理论或许更多是从货币、资本和商品可以自由流动或其他假定环境下来论证货币供给与 CPI 之间的关系。但在全球化的今天，中国具有一般国家所不具有的三大特征：1、金融管制下资本市场的相对封闭，人民币不能自由兑换，本土居民不能买卖境外证券等资本品。2、商品市场较为开放，中国成为出口第一大国和世界工厂。3、基尼系数达到 0.47，成为全球贫富差距较大的国家。正因为具有这三个特征，可以来解释为何资产价格容易偏高而物价涨幅有限的原因，因为第一个特征表明国内居民难以投资估值相对合理的境外资本品，第二个特征表明中国商品的供给能力非常大，第三个特征表明我国居民的边际消费倾向不高，即对商品的有效需求不足，

而高收入群体更倾向于投资，导致国内资本品的估值水平偏高。

虽然中国这一与众不同的经济特征使得货币供给对资本品价格的影响更大，但要量化货币供给对股价的影响度，却有一定难度。不少学者都对货币供给与 A 股估值水平的相关性做过研究，如 M1、M2 的增速与股票 PE 之间的关系，但发现 M1 增速与 PE 相关性比 M2 更大（见图 2）。

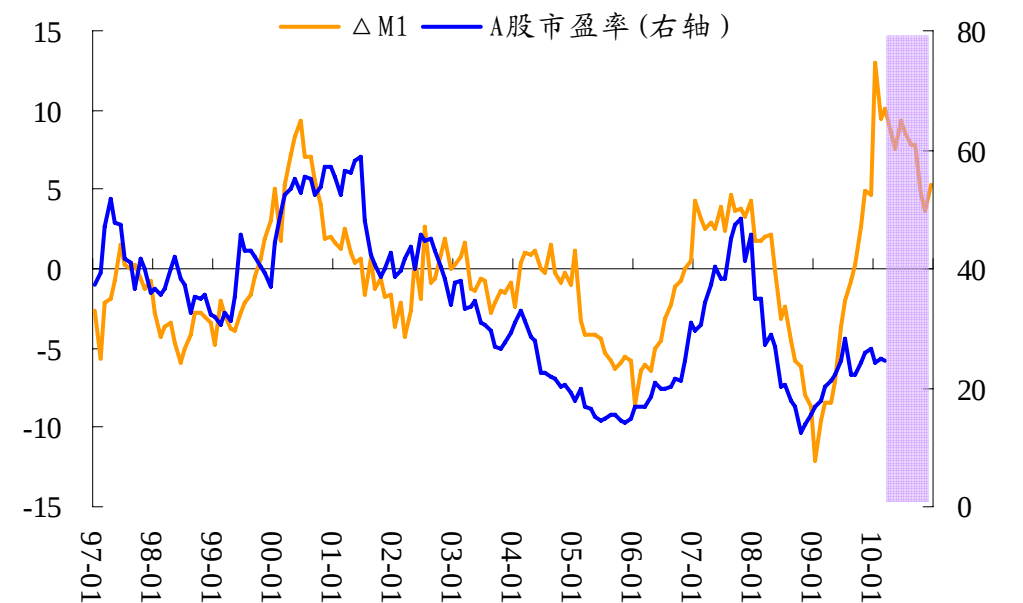
图 2:
M1、M2 增速与 A 股市盈率
率水平变化
 （1997-2010）
 左轴单位：%；右轴单位：1



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

但如果进一步研究 M1 增速减去 M2 增速与 PE 之间的关系，会发现相关性似乎比 M1 增速更高（见图 3）。M2-M1 是准货币，那么 **M1 增速减去 M2 增速**（用 $\Delta M1$ 增速来表示）实际上是反映了定期存款活期化的速度，当这一速度加快时，既表明企业经营活动趋于活跃，也表明货币流动性的增加，经济的热度也随之提升。因此， $\Delta M1$ 增速与 M1 增速相比，更能反映货币扩张或收缩过程中的货币结构变化情况。

图 3:
 $\Delta M1$ 增速与 A 股市盈率
水平变化
 （1997-2010）
 左轴单位：%；右轴单位：1
 注：本图中 A 股市盈率是指剔除亏损公司后的 TTM 市盈率；2010.3 之后 $\Delta M1$ 数据值为预测值。



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

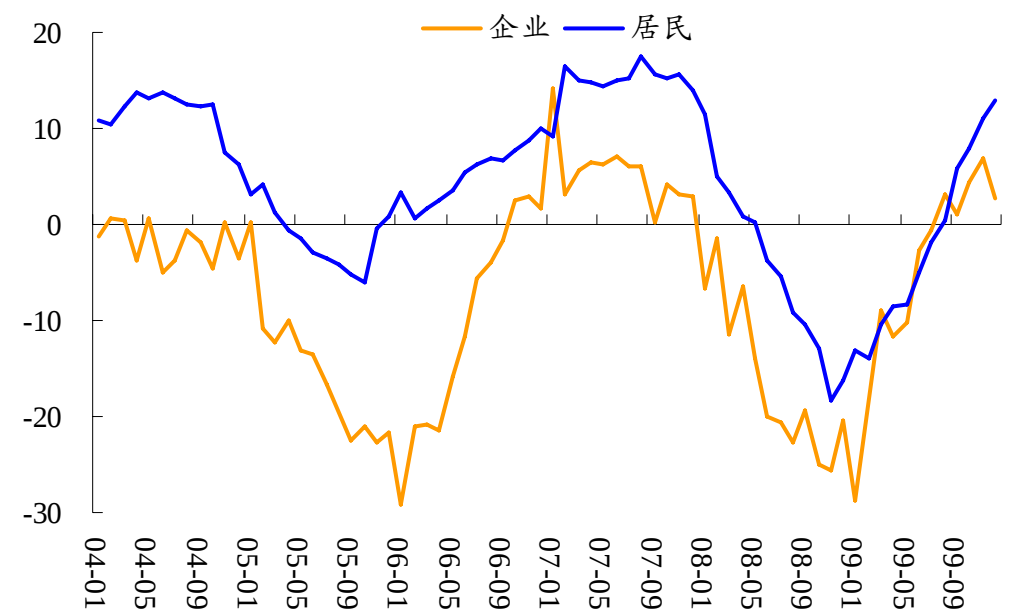
那么，如何来解释 $\Delta M1$ 增速变化对 A 股估值变化的影响呢？从表面上看， $\Delta M1$ 是指企业定期存款的活期化，并不表明这部分活期化的货币会有多少流入股市；由于央行统计分类中，无论是居民定期、活期储蓄还是证券公司股票交易保证金，都算作 M2，因此， $\Delta M1$ 也不能反映居民储蓄活期化的情况。但通过对过去企业定期存款活期化和居民储蓄活期化的变化情况来，发现两者具有较强的一致性，如在 08 年末 09 年初，企业与居民活期定期存款增速差都触底回升（见图 4）。因此，当 $\Delta M1$ 增速上升时，也意味着居民储蓄搬家的速度也在增加，其中搬入股市的资金应该也会有相应的增加。

图 4：
企业和居民活期定期存款
增速差

（2004-2009）

左轴单位：%

注：本图中使用的存款数据为本外币总额，与人民币存款方向一致，但数据较长



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

再进一步探讨 $\Delta M1$ 增速的上升是否间接有利于估值水平的提升，答案也是肯定的，因为这表明企业经营活动的日趋活跃，经济前景趋于乐观，上市公司的盈利增长率上升会拉动 PE 的提高。那么， $\Delta M1$ 增速上升是否也直接有利于估值水平提升呢？也就是企业资金流入股市的现象是否存在？应该是存在的，因为在 09 年上半年，新增贷款大约是 7.3 万亿，但全国发电量却是负增长，说明当时企业闲置的流动资金量非常大，不会不流入到股市。因此， $\Delta M1$ 增速变化比 M1 增速变化与股票估值水平的相关性更大是可以获得部分解释的。

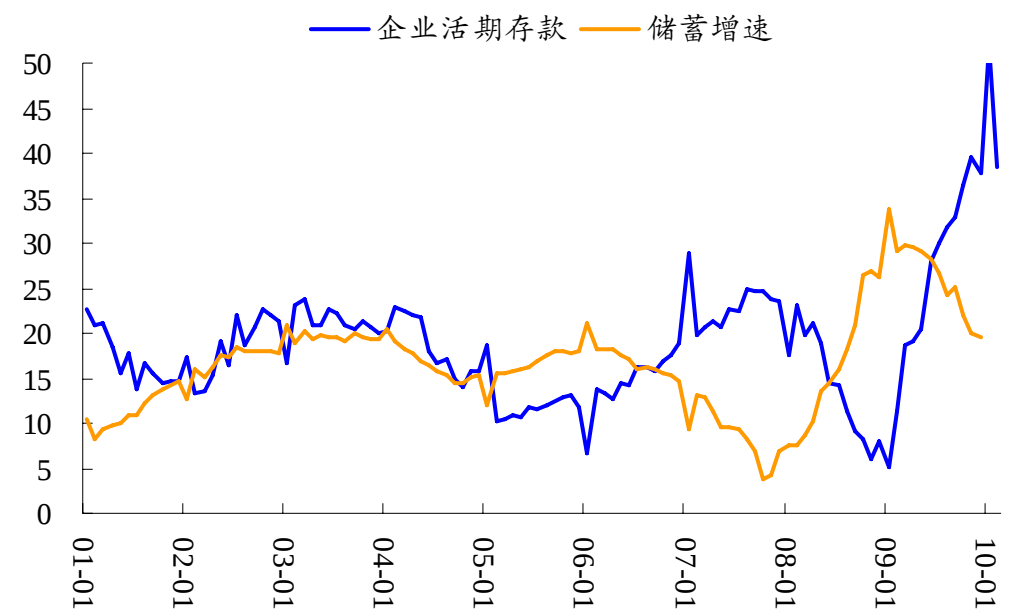
二、 货币供给增速见顶回落对 A 股估值影响负面

今年 1 月份和 2 月份公布的 M1 和 M2 增速分别 38.96%和 25.98%、35%和 25.5%， 我们预计 10 年 3 月的 M1 增速为 31%、M2 增速为 21.5%，M1 和 M2 增速的头部均将形成。

虽然 M2 和 M1 增速均出现了回落，但二者回落的时间和速度还是有差别的，从数据上看，M2 增速见顶的时间是去年 11 月，而 M1 增速的见顶时间是 1 月份。差异的主要原因是企业存储变化与居民储蓄变化的不一致性。因居民储蓄（计入 M2），其增速已经持续下降了近 1 年。而企业存款的活期计入 M1，定期计入 M2，从今年一月份的数据看，企业活期存款规模约

是其定期存款的两倍，而企业存款增速 1 月份刚刚见顶，年内将出现回落趋势（见图 5），这就意味着一方面左右 M1 总规模的企业活期存款增幅将出现下降，企业存款活期化趋势或终结；而另一方面，在 M2 中举足轻重的居民储蓄增幅又可能止跌。鉴于此，M1 增速的回落速度将快于 M2。 Δ M1 增速从 1 月份创出 12.98% 的历史新高后，已经回落到 2 月份的 9.47%。

图 5：
企业活期存款增速与居民
储蓄增速将再度背离
(2001-2010)
左轴单位：%



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

从历史上看， Δ M1 增速变化与 PE 的走势还是非常相似的。但后者会超前几个月。但这并不影响判断的时效性，只要能够对未来 Δ M1 增速做比较准确的预测。从本轮经济的最低迷（ Δ M1 增速最低达到 -12.11%）到高涨， Δ M1 增速的波动超过 25%，也是历史罕见的，在货币供给增速上升过程中，M1 的波动幅度要超过 M2。随着货币当局通过两次上调存款准备金率、信贷规模受控的效应逐步显现出来，货币供给增速的下滑将难以避免，在货币供给增速的下降过程中，M1 增速的降幅如同其前期色升幅一样，理应大于 M2。因为 M2 增速自 09 年 11 月达到 29.74% 顶部后，已经连续三个月回落，而 M1 则是一月份才见顶回落，故可能将持续快速回落。

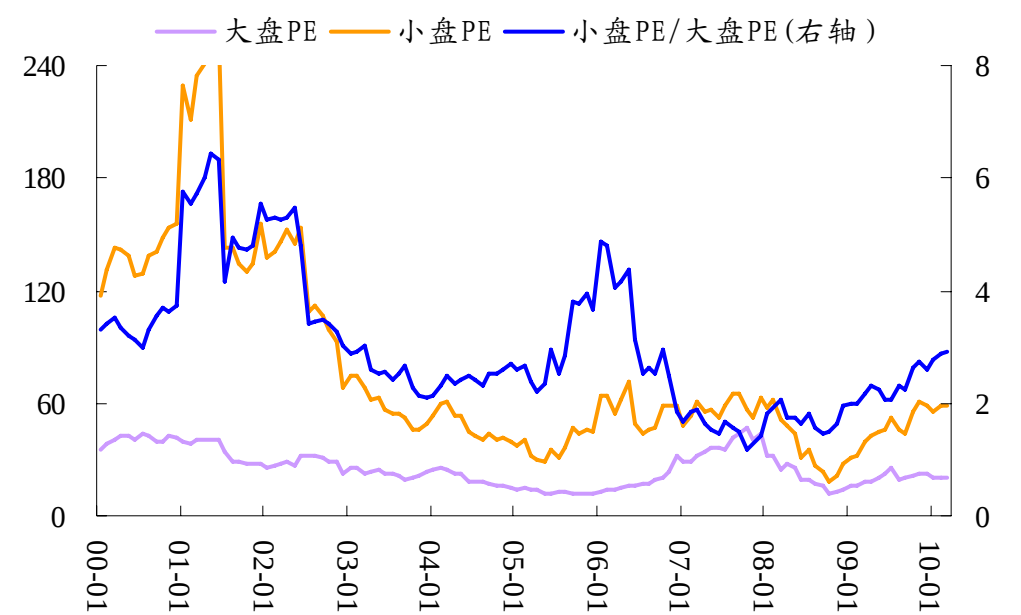
我们估计，M2 增速的回落将持续到 6 月底，原因在于居民储蓄增速可能出现回升，同时，新增信贷规模的同比增速也可能在 6 月份后企稳。假设全年新增贷款 8 万亿（超出计划 0.5 万亿，我认为这一数值仍属保守），则四个季度的新增信贷规模分别为 2.6、2.4、1.6 和 1.4 万亿，则全年 M2 增速大约为 19%，而 M1 则可能回落到 24%，故 Δ M1 增速为 5%。鉴于本轮 A 股估值水平提升的幅度不大，虽然 Δ M1 增速创出历史新高，且 Δ M1 增速的回落低点也要可能明显高于前一轮经济低迷时的低点，那么，这是否意味着这轮 A 股估值水平回落的空间也不大呢？

前两轮股市波动中的 PE 的低点分别为 16 倍和 13 倍，高点分别为 61 倍和 69 倍（见图 2）。而目前 A 股的 PE 为 24 倍（按过去 12 个月的盈利水平计），会回落 20 倍以下吗？在加息的预期下，似乎有可能，但从图 2 中可见其上升幅度不大，故回落幅度也应该有限，且今年经济增长呈现前高后不低的走势，在 GDP 增速强劲、绝对估值水平不高的情况下，股价大幅下跌的动能应该不足。但不管如何，估值水平下降的压力是明显的。

三、 货币力量仍胜过价值驱动

定期存款活期化与 A 股估值有如此高的相关性，这在其他国家的股市中并不多见。原因是什么呢？恐怕还是与投资者的交易性偏好相关，因为 A 股的换手率远远高过我们所熟知的成熟股市。随着股票供给不断增加，总换手率或会有所下降，但交易性偏好依然存在，不过是从全面投机转向局部投机而已。如果把小盘股的估值水平和大盘股的估值水平相比，在 08 年下半年市场最低迷的时候，大约是 1.5 倍左右，如今，已经上升到 3 倍，但这并不是算最高，历史上最高超过 6 倍（见图 6）。而大盘股的相对估值水平目前则处于历史的低位，因为不少大市值股票都已经与对应的 H 股有不同程度的折价了。

图 6:
大小盘股市盈率比较
(20090-2010)
左右轴单位: 1



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

小盘股被高估，大盘股被折价，与成熟市场的估值理念恰好相反。原因还是在于交易性偏好主导市场，虽然基金等机构所持有的市值占比在过去 10 年中有所上升，但相比 06-07 年还是下降了。故基金的影响力不如上一轮牛市，基金要获得市场的超额收益，还是得迎合市场的交易性偏好。而在 09 年上半年股票供给相对较少，在货币供给大增的情况下，A 股出现了较大涨幅，其中大盘股在 $\Delta M1$ 增速攀升的情况下，也不弱于市场。但随着 09 年下半年信贷的收紧，流入 A 股的增量资金减少，很大一部分资金流入房地产市场，导致房价出现较大涨幅。同时，股票供给却大幅增加，如单就大小非解禁而言，2010 年估计将有 3800 亿股可以流通，市值达 6 万亿元，当然实际将卖出量没有那么大，此外，在信贷收紧和股权融资不受限制的情况下，A 股市场的融资需求也依然很强。

因此，大盘股受到冷落是货币流入量减少情况下这个市场特征所决定的，但随着 $\Delta M1$ 增速的回落，小盘股的下跌恐怕难以避免。如在 2007 年 8 月至 2009 年 1 月 $\Delta M1$ 增速大幅回落并达到最低点 -12% 期间，大盘股的跌幅为 41% 左右，而中小盘股的跌幅则超过 100%。那么，本次 A 股估值水平若向下调整，应该也是以小盘股的较大幅度下跌为特征，虽然大盘股的下跌也难以避免。如果从 2005 年以来看 A 股市场的波动性，可以发现，大

盘股的平均方差是 166%，中盘股是 325%，而小盘股则达到 378%（见表 1）。可见，从历史数据分析，当货币供给 $\Delta M1$ 增速见底回升时，投资小盘股的收益率要远远高于大盘股，反之，当 $\Delta M1$ 增速见顶回落时，投资小盘股的风险也大大高于大盘股。而目前当 $\Delta M1$ 增速再度见底回落时，货币的撤退的力量也将和其进攻的力量一样，会对压低小盘股的估值水平。

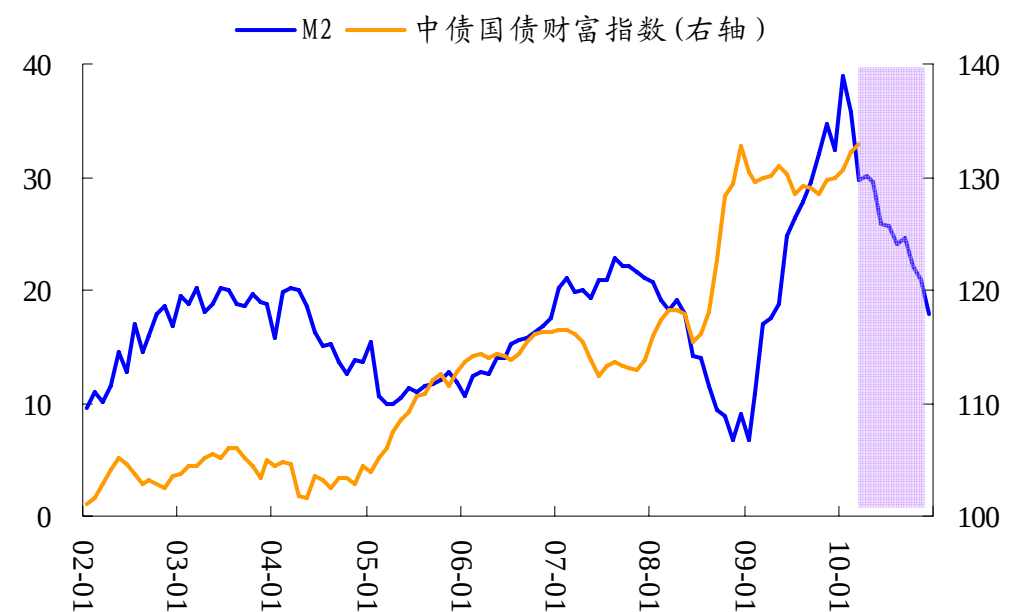
表 1：
大中小盘股市盈率方差

	大盘	中盘	小盘
1998.1 至今	110.01	239.26	2964.69
2005.1 至今	166.51	324.72	378.30

数据来源：WIND、国泰君安证券研究

今年以来，虽然货币已收紧，通胀和加息预期都十分强烈，但前两个月的国债价格却不跌反涨（见图 7），原因在于信贷收紧的同时，银行体系内的货币显得相对宽松，购买国债成为几大商业银行取代房贷的手段。所以，货币的力量不仅主导股市，对债市也有超出常理的影响。

图 7：
M2 增速与国债价格
（2002-2010）
左轴单位：%；右轴单位：1
注：2010.3 之后 M2 数据值为预
测值。

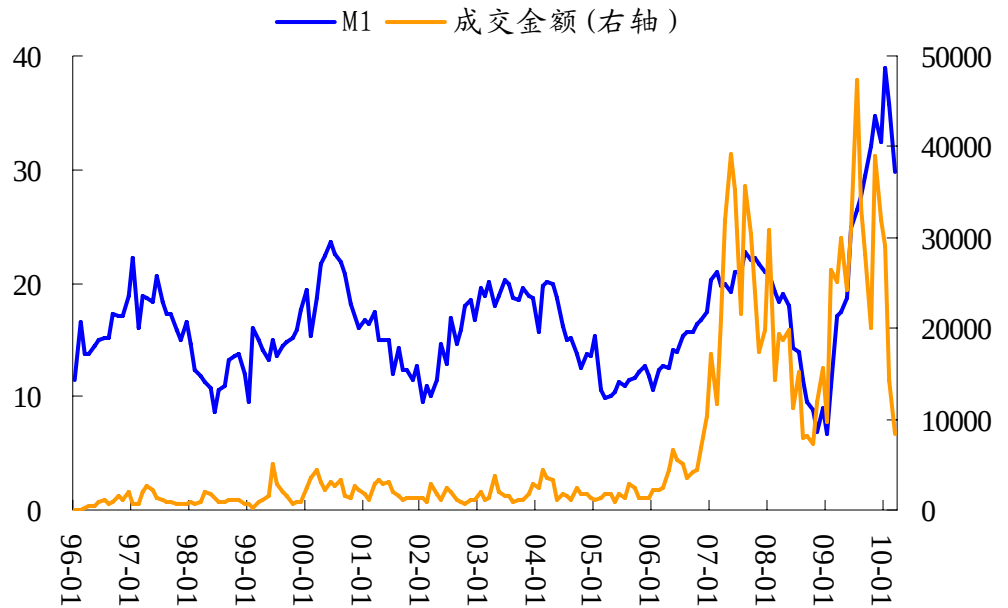


数据来源：WIND、国泰君安证券研究

四、成交量萎缩阶段，A 股波动幅度或将收敛

货币力量不仅会对估值水平产生影响，而且，还与成交量有更为明显的相关性，如 $\Delta M1$ 增速在创出历史新高后，A 股交易金额也创出历史新高（见图 8），虽然这轮行情的最高股价指数还只是最高时期的一半多一点。人们通常认为成交量或许会与股票总市值的关联度更大些，但事实却并非如此。在中国这样一个资本市场和货币市场的开放度依然比较低的时期，货币对资本品价格的影响要胜过内在价值的驱动力，虽然这不应该是长期现象，但也已经伴随股市经历了 20 年。

图 8:
M1 增速与 A 股成交金额
(1995-2005)
左轴单位: %; 右轴单位: 万
亿元



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

我们再来看货币供给变化与客户保证金之间的关系。客户保证金反映了投资者对股市的预期,但是与成交量一样,它和货币供应的关系更为密切,如在 09 年中期,客户保证金创下历史新高(见图 9)。

图 9:
M1 增速与客户保证金
(2000-2010)
左轴单位: %; 右轴单位: 亿元



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

尽管融资融券和股指期货这两个创新品种的推出,应该有利于市场的活跃,但由于融资融券属于试点,规模有限,试点券商不具有向银行贷款来开展融资业务,也不能向其他机构借券来扩大融券规模,故不能期望融资融券对市场交易量提升的贡献有多大。而股指期货由于个人投资者入市门槛需要达到 50 万的保证金,且对机构入市的限制也非常多,其原因主要是恰逢上海举办世博,按照保证世博安全举办的要求,各个系统、各个行业实际上都要承担相应责任,金融系统也要确保金融安全,因此要期望股指期货业务在开设后马上带动 A 股市场成交的活跃,也不太现实。

因此，在交易量的萎缩下，2010 年的股市或许相对 08 年和 09 年的股市，表现为波动幅度收敛的特征。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		