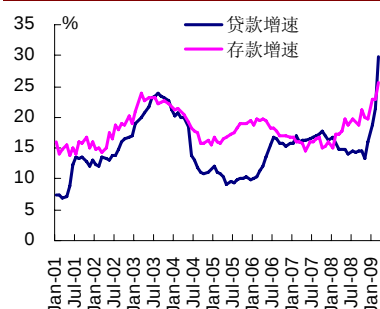


陈文招、苏舟
 86-21-68407567
 chenwz@cmschina.com.cn

2009年4月23日

流动性释放的阶段及其对市场演进的影响

如果在存款增速下降之前信贷增速收缩可能会导致市场调整



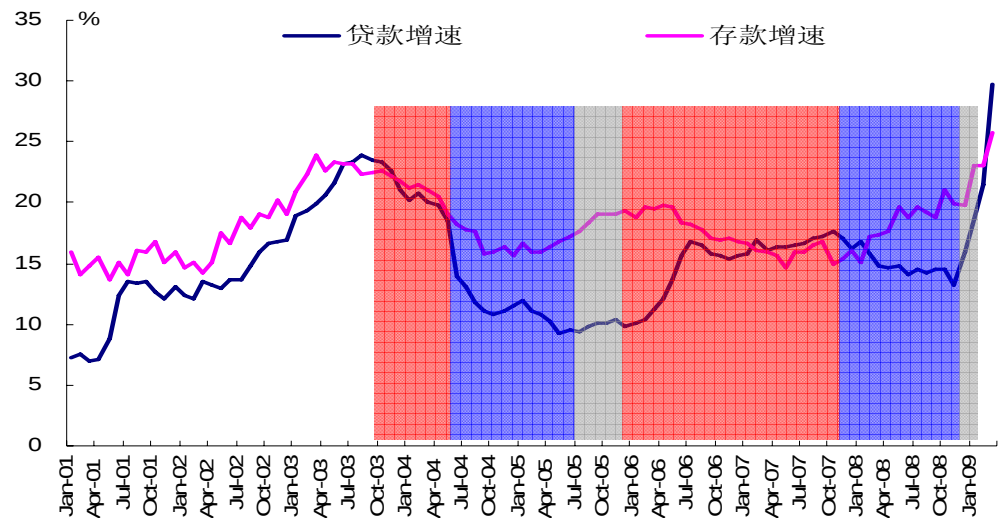
市场大幅调整，市场传言信贷管理政策会有所变化，从而担心会影响市场流动性。我们简单分析流动性释放的两个阶段、必要条件、观察指标及其对市场演进过程的可能影响。

- **流动性释放处于第一阶段。**我们认为可持续的流动性释放需要经历两个过程：贷款增速提升和存款增速下降。目前还只是处于第一阶段，即贷款增速提升导致流动性释放；流动性释放的第二阶段是物价指数见底回升后存款增速下降即金融脱媒促成的，这一阶段到来的必要条件是走出通缩以及物价指数能够趋于温和回升。
- **基本面好转处于第三环节。**自去年底以来，经济基本面的好转经历了去库存、固定资产投资反弹即内需启动两个阶段，第三个阶段即贸易解冻在三月份看到了一点曙光。未来经济基本面改善的第四环节是企业盈利恢复，但其必要条件和重要观察指标同样是经济走出通缩以及物价指数趋于回升，原因在于盈利周期和物价周期大体同步。
- **市场调整的契机在于流动性释放两阶段的过渡期。**从逻辑上讲，市场调整的契机会发生在流动性第一阶段向第二阶段过渡的环节，如果在物价回升、存款增速下降出现之前，信贷增长出现回落的话，市场便有可能出现调整，但需要强调的是不能将其界定为恶性调整，流动性释放向第二阶段过渡是值得期待的。从指标上看，存款增速和贷款增速以及二者之间的差额变化是未来非常值得关注的的数据（参考图1）。

相关报告

1. 从流动性推动到基本面支持的依据和路径——A股2009年2季度投资策略报告, 2009年3月26日
2. 对当前投资策略和行业配置的看法, 2009年3月5日
3. 从流动性推动到基本面支持的可能性、风险和演变路径, 2009年2月9日
4. 透过货币缺口看经济周期和股市波动, 2008年8月20日
5. 财政刺激和内生调节: 经济筑底过程的产业景气轮动, 2008年11月

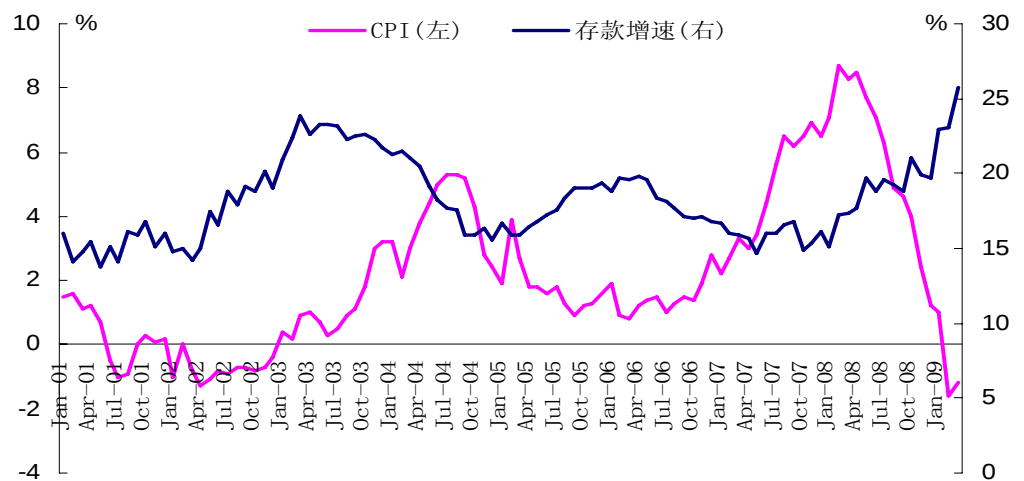
图 1：如果在存款增速下降趋势出现之前信贷增速收缩可能会导致市场调整



数据来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

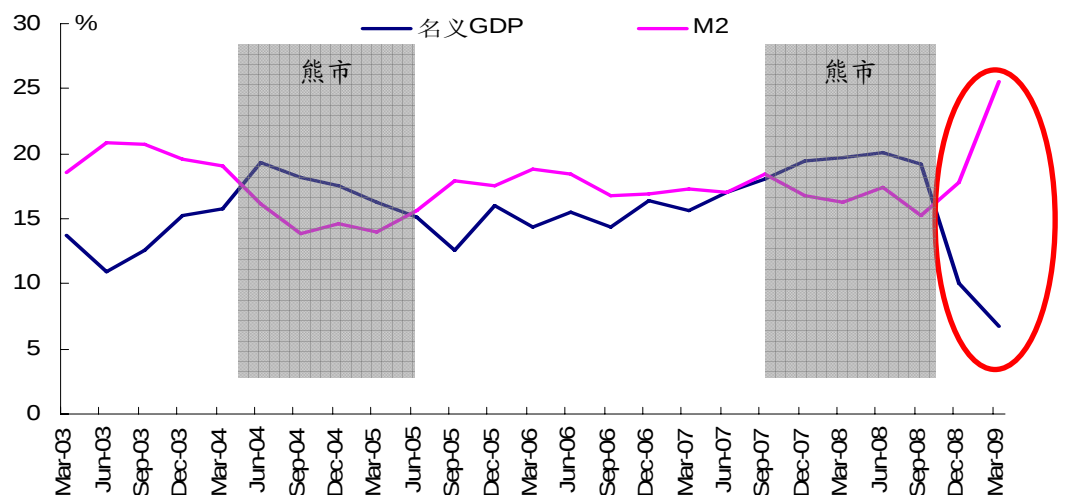
(注：红色区域表示股牛债熊；蓝色区域表示债牛股熊；灰色区域表示债股大体均衡)

图 2：存款增速下降即金融脱媒有待于通胀指数见底回升即实际利率下降



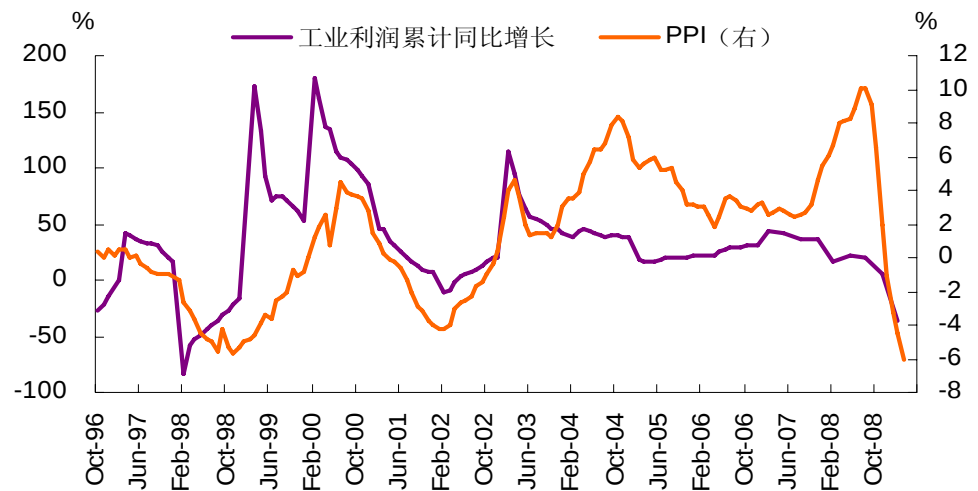
数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 3：货币缺口自去年四季度转正以来仍然非常宽余



数据来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心

图 4：利润增速周期和物价指数周期大体同步



数据来源：WIND，招商证券研发中心

分析师简介

陈文招：南开大学经济学硕士，2004 年来在长江证券等公司负责宏观经济、产业比较和选择、投资策略等方面的研究。曾工作于国家发改委经济运行局。2007 年 9 月以来供职于招商证券研发中心。

苏舟：上海交通大学经济学硕士，2008 年 4 月加盟招商证券研发中心，从事策略研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。