



货币点评：从流动性底部到市场底部

要点：

- 最新公布的12月份货币数据显示，在扩张财政和宽松货币政策的驱动之下，07年以来流动性单边下滑的局面得到了改善。贷款增速从11月份的16.03%继续攀升至18.76%，存款增速19.73%，与11月基本持平，12月份狭义货币(M1)和广义货币(M2)增速开始掉头向上，分别达到了9.06%和17.82%，标志着09年流动性拐点的到来。流动性增量首先释放到了银行体系内部，从一年定期存款基准利率和一年央票到期收益率之差来看(图1)，尽管减息预期在很大程度上促成了利率-收益率的差额，但10月初央行减息108基点之后利率-收益率差额陡降之后的急剧回升，也充分反映了银行体系内部开始出现资金充盈的现状。
- 流动性在银行体系内部充盈之后，货币势必将通过信贷扩张进一步向实体经济扩散，实体经济流动性的改善有助于从两个途径来推高资本市场的相对估值水平：一个是流动性增量在带来新增投资需求的同时，也缓解了微观主体抛售资产套现的压力；另一个是固定收益产品收益率压低之后资本市场的估值优势往往开始凸现，有助于推动资金流入股市。观察A股市场的历史走势，可以发现股票市场(上证综指)的走势与M1增速及M1-M2增速差都有着较强的相关关系(图2、图3)，前者代表了实体经济内部高能、高流动性货币的活跃程度，后者表征了经济主体在高能货币和低流动性货币之间的转化方向，自90年代以来，在股市的历次底部附近，都伴随着M1和M1-M2差的周期性底部。
- 在流动性单边下滑局面出现根本改观之后，A股市场自07年10月单边下跌的趋势也有望获得改观。但值得指出的是，流动性从银行体系到实体经济再到资本市场的传导扩散过程往往需要一定的时间，根据M1提前于股指三个月左右见底的历史经验(图2)，A股结束单边下跌的时间窗指向了2、3月份之间。另一个方面，M1-M2增速差的数据也支持股指可能延后于M1见底的推论，12月份M1-M2增速差并没有伴随M1、M2出现拐点，而是创出了-8.76%的新低(图3)，该指标仍处于下滑探底的趋势当中，一定程度上反映了活期储蓄定期化的趋势仍在进行。从当前市场环境来看，08年四季度的经济数据和年报风险需要在近期获得消化，境外市场仍面临着金融机构大规模去杠杆化抛售资产的压力。综合以上分析，我们的结论是：09年一季度末很可能是真正流动性行情出现的时候，耐心等待近期市场悲观情绪释放后再介入股票资产有望在09年获得不菲的正收益。

策略分析师

吴士金

☎86-755-83516212

✉ wt.j@cgws.com

图1、一年期存款利率与央票到期收益率之差

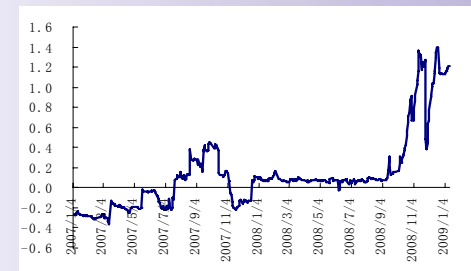


图2、上证综指同比增速、M1增速

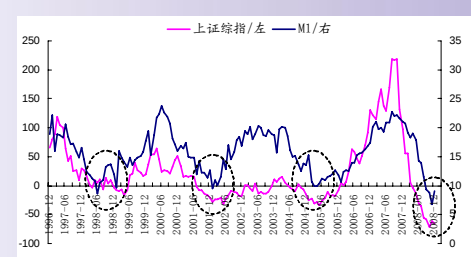
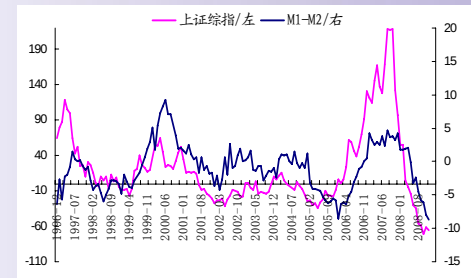


图3、上证综指同比增速、M1-M2增速差



相关报告

2008年12月19日

《周策略：春寒犹存暖意、静待流动性复苏》

2008年10月09日

《央行减息点评》

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



研究员介绍

吴土金：男，2006年毕业于北京大学地理信息系统（本科），北京大学中国经济研究中心（经济学双学位），2008年毕业于香港中文大学经济系（硕士），同年加入长城证券金融研究所，任策略分析师。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>