

流动性反弹、经济见底与投资策略——基于一季度金融数据的分析

报告日期：2009年4月13日

相关报告：

《服务业将是未来政府投资的重点领域》

2009年3月12日

《促增长与经济回落的较量》

2008年11月27日

《把握行业利润增长的“拐点”——基于三季报的分析》

2008年11月3日

《在保增长的政策取向向下寻找增长》

2008年10月30日

《行业周期与宏观经济关系研究》

2008年10月21日

《力保经济增长，提升股市信心——利率下调周期下的投资策略》

2008年10月9日

《救市行情能走多远——基于历史与现实的分析》

2008年10月6日

天相宏观及策略组

分析师：朱礼旭（执笔）

首席策略分析师：仇彦英

021-58824282-816

021-58824282-869

qiuyy@txsec.com

服务热线

010-66045555

服务邮箱

service@txsec.com

本报告关注点：

- 我们观点：信贷高增长有合理性；信贷结构改善有助经济见底和复苏；
- 建议关注券商、银行和大宗商品类等上市公司的投资机会

投资要点：

- **从总量看，一季度信贷大幅增长有合理性**。首先，国内外经济特别是国内经济的大幅下滑需要强有力的货币信贷政策支持；其次，金融机构为应对净息差减少对盈利的不利影响有释放信贷规模对冲的动力；最后，信贷规模额度限制的取消为大规模的信贷释放创造了条件。
- **信贷高增长持续性有限**。首先，根据温家宝的政府工作报告，今年信贷总量目标是5万亿以上，而一季度新增信贷就已经达到了4.58万亿元，占到全年信贷目标总量的92%。从这一角度，未来几个季度，新增信贷规模有望逐渐缩小。其次，从风险角度考量，持续的大规模的信贷释放有增加金融机构不良贷款的风险，信贷的质量和使用效率也很难保证。
- **从结构来看，一季度信贷结构优化有助经济复苏**。从结构上来看，一季度信贷结构趋于优化，主要体现在票据融资占比有所降低，居民户中长期贷款和非金融性企业中长期贷款的增加。票据融资占比缩小意味着银行信贷资金正逐步流入实体经济。信贷资金流入实体经济有利于实体经济扩大生产，进而增加社会需求，促进经济逐渐恢复。3月份居民户中长期贷款为1145亿元，环比二月份增长7.56倍，有助提振房地产景气。
- **流动性反弹显示经济见底**。首先，一季度新增贷款大规模释放和信贷结构的优化显示经济见底。其次，从M2实际增速与GDP增速的关系来看，广义货币供给M2实际增速通常是经济逐渐复苏的先行指标。从这一角度，这也是我们认为流动性反弹是经济见底的重要信号，尽管未来M2和M1增速会出现反复与徘徊。
- **投资机会**。在流动性充裕的背景下，这不仅改善实体经济的流动性，而且也会大幅改善市场的流动性状况。更重要的是，流动性的大幅释放在通缩背景下有助于增强社会通胀预期，有助于增加企业生产和居民消费的预期，增加即期支出。在投资策略上，一是建议关注券商、创投类上市公司的投资机会。二是基于未来经济复苏的预期，建议关注银行、房地产、大宗商品类等上市公司的投资机会。

中国人民银行 11 日公布的货币供应量与信贷数据显示，一季度货币供应量与信贷数据保持大幅增长的态势。一季度，广义货币供应量 (M2) 余额为 53.06 万亿元, 同比增长 25.51%，增幅比上年末高 7.69 个百分点，比上月末高 5.11 个百分点；狭义货币供应量 (M1) 余额为 17.65 万亿元, 同比增长 17.04%，增幅比上年末高 7.98 个百分点，比上月末高 6.41 个百分点；一季度人民币贷款增加 4.58 万亿元，同比多增 3.25 万亿元。

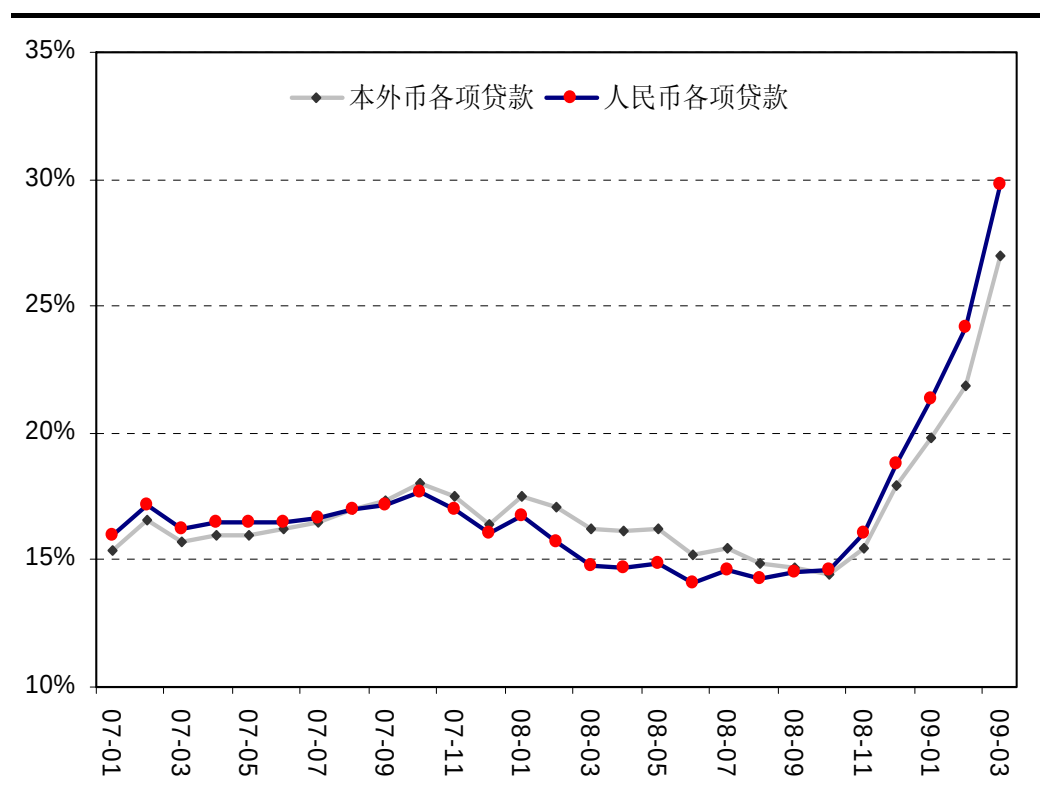
图表 1：09 年一季度主要金融数据与 2008 年对比

指标	2009 年一季度	2008 年
广义货币供应 M2 增长	25.51%	17.82%
狭义货币供应 M1 增长	17.04%	9.06%
人民币新增贷款 (万亿)	4.58	4.91
居民户中长期贷款 (亿元)	4223	7010
非金融公司中长期贷款(万亿)	1.68	2.11

数据来源：中国人民银行；天相投资顾问有限公司

1. 从总量看，一季度信贷大幅增长，但持续性有限

图表 2：一季度人民币各项贷款增速大幅增长 (%)



数据来源：中国人民银行；天相投资顾问有限公司

一季度人民币各项贷款高速增长有一定的合理性。央行公布的数据显示，09 年一季度金融机构人民币各项贷款同比增长 29.78%，增幅比上年末高 11.05 个百分点，比

上月末高 5.6 个百分点。人民币新增贷款达到了 4.58 万亿元，占到 2008 年全年新增人民币贷款的 93.2%，是 2007 年全年新增人民币贷款的 1.26 倍。应该说，人民币信贷的高速增长是有一定合理性的，主要表现在：

首先，国内外经济特别是国内经济的大幅下滑需要强有力的货币信贷政策支持。在金融危机波及全球的背景下，我国高度依赖出口的经济增长模式受到严重冲击，进出口增速以 20% 以上的速度下滑，2008 年第四季度我国经济增长仅位 6.8%，创亚洲金融危机以来单季经济增长的最低。在经济增长大幅下滑的背景下，强有力的货币信贷释放有助于稳定企业正常经营所需的资金需求和社会预期，进而稳定经济经济增长和就业。

其次，金融机构为应对净息差减少对盈利的不利影响有释放信贷规模对冲的动力。自去年 9 月以来，央行实行宽松的货币政策 5 次降低贷款基准利率 216 个基点，金融机构盈利依赖的净息差大幅收窄。为应对净息差收窄的不利影响，金融机构在客观上也有通过大规模信贷释放来对冲的动力。

最后，信贷规模额度限制的取消为大规模的信贷释放创造了条件。2008 年上半年之前，为应对经济过热和通胀急剧，央行对商业银行实行季度信贷额度控制。但随着去年以来经济的大幅下滑，央行货币政策导向转向积极保增长，实行宽松的货币政策，并取消商业银行信贷规模限制。大规模的信贷释放是宽松货币政策的主要体现。

虽然一季度的信贷高速增长，我们认为这种大规模释放的态势很难持续，主要原因是：

首先，根据温家宝的政府工作报告，今年信贷总量目标是 5 万亿以上，而一季度新增信贷就已经达到了 4.58 万亿元，占到全年信贷目标总量的 92%。从这一季度，未来几个季度，央行或将控制信贷规模释放的节奏，新增信贷规模有望逐渐缩小。

其次，从风险角度考量，持续的大规模的信贷释放有增加金融机构不良贷款的风险，信贷的质量和使用效率也很难保证。从控制银行系统风险的角度，大规模信贷释放的节奏应该有所控制。

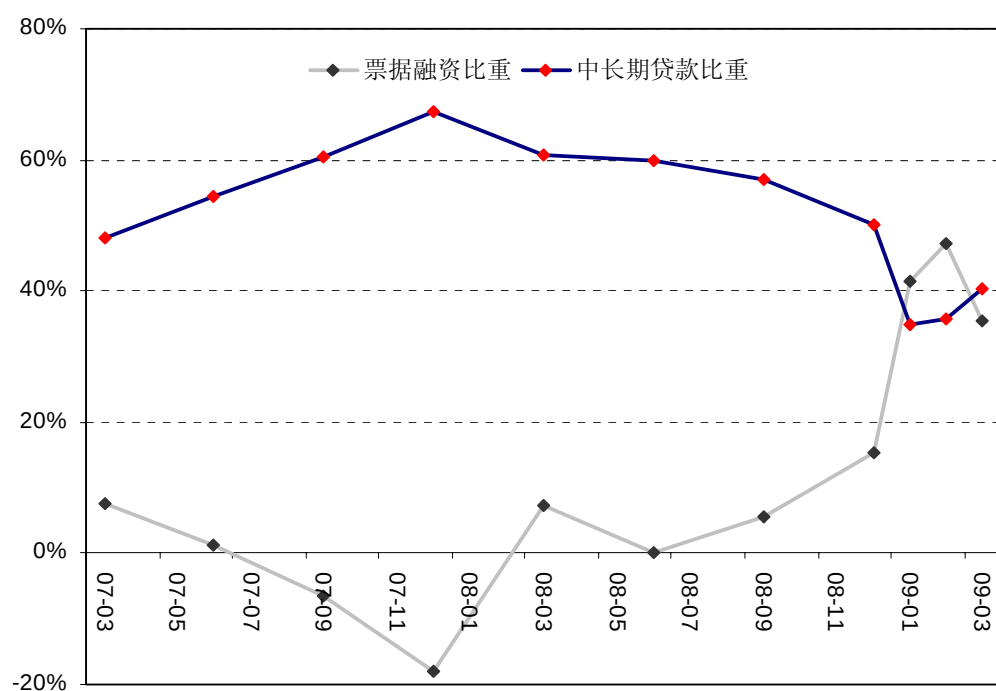
2. 从结构来看，一季度信贷结构优化有助经济复苏

从结构上来看，一季度信贷结构趋于优化，主要体现在票据融资占比有所降低，居民户中长期贷款和非金融性企业中长期贷款的增加。信贷结构优化主要体现在以下三个方面：

2.1 票据融资占比缩小显示流动性正流入实体经济

从非金融性公司的信贷结构来看，票据融资占比下降和非金融公司中长期贷款占比上升是一季度信贷结构优化的重要特点。自去年第四季度经济大幅下滑以来，由于实体经济景气大幅下降，银行对信贷扩张态度谨慎。银行贷款谨慎主要体现在银行热衷收益率较低的票据融资，票据融资占比急剧升高，二月份票据融资占比一度达到了 48% 的比重。随着经济刺激计划的实施，银行对信贷谨慎的态度有所放缓，使得票据

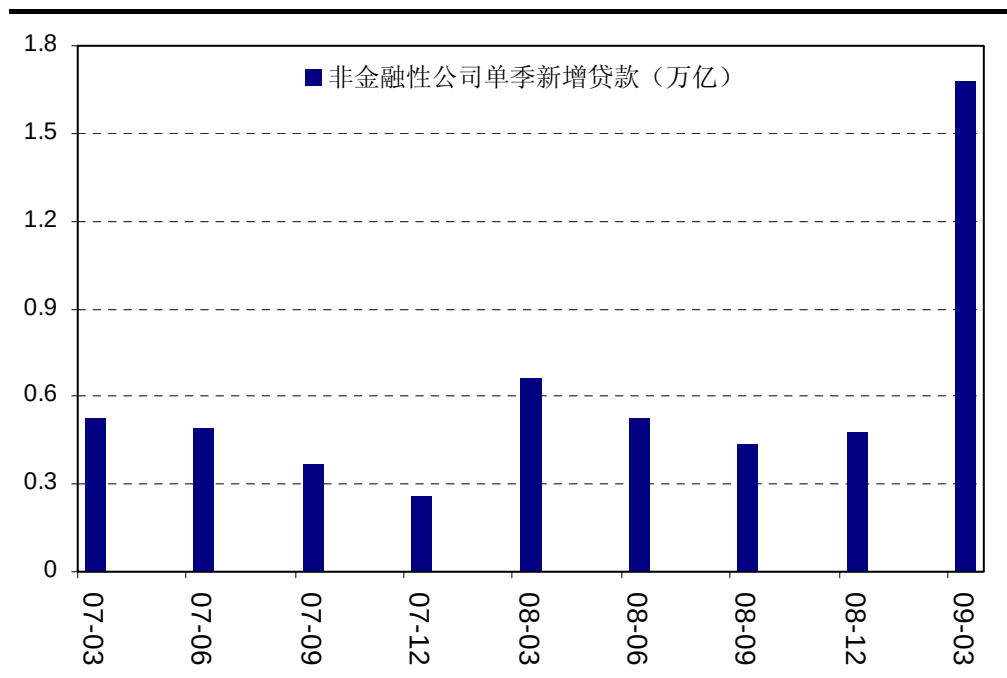
图表 3：非金融公司贷款结构（%）



数据来源：中国人民银行；天相投资顾问有限公司

融资占比有所下降，而中长期贷款逐渐增加。第一季度，非金融性公司新增贷款 4.16 万亿元，其中中长期贷款为 1.68 万亿，占比为 40.4%，比二月提高了将近 5 个百分点。这些说明银行信贷资金正逐步流入实体经济。信贷资金流入实体经济有利于实体经济扩大生产，进而增加社会需求，促进经济逐渐恢复。

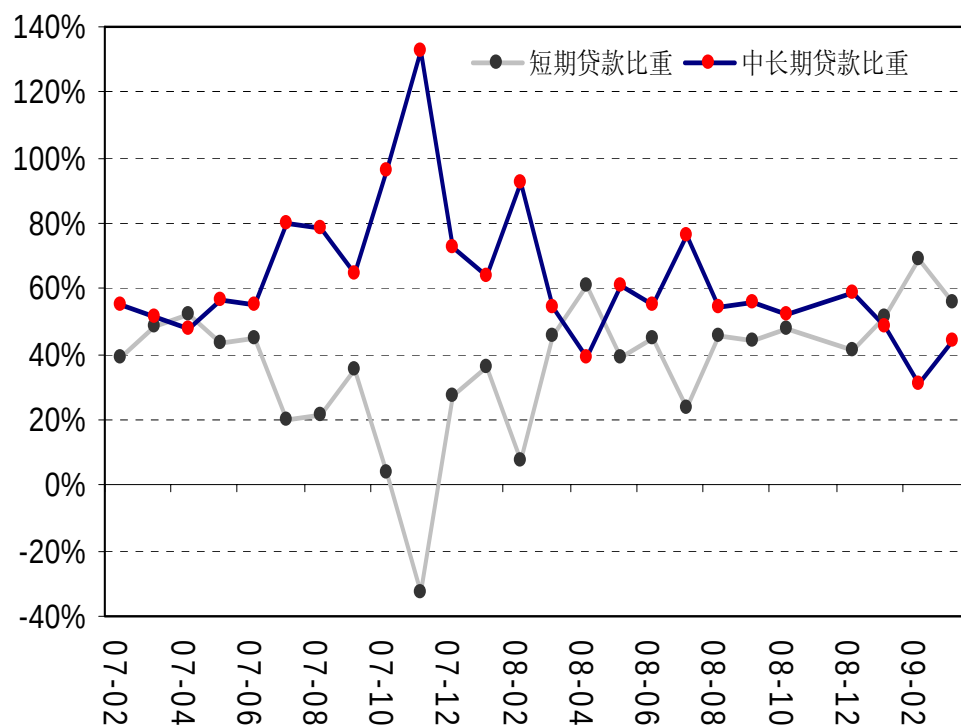
图表 4：非金融性公司单季新增贷款大幅增加



数据来源：中国人民银行；天相投资顾问有限公司

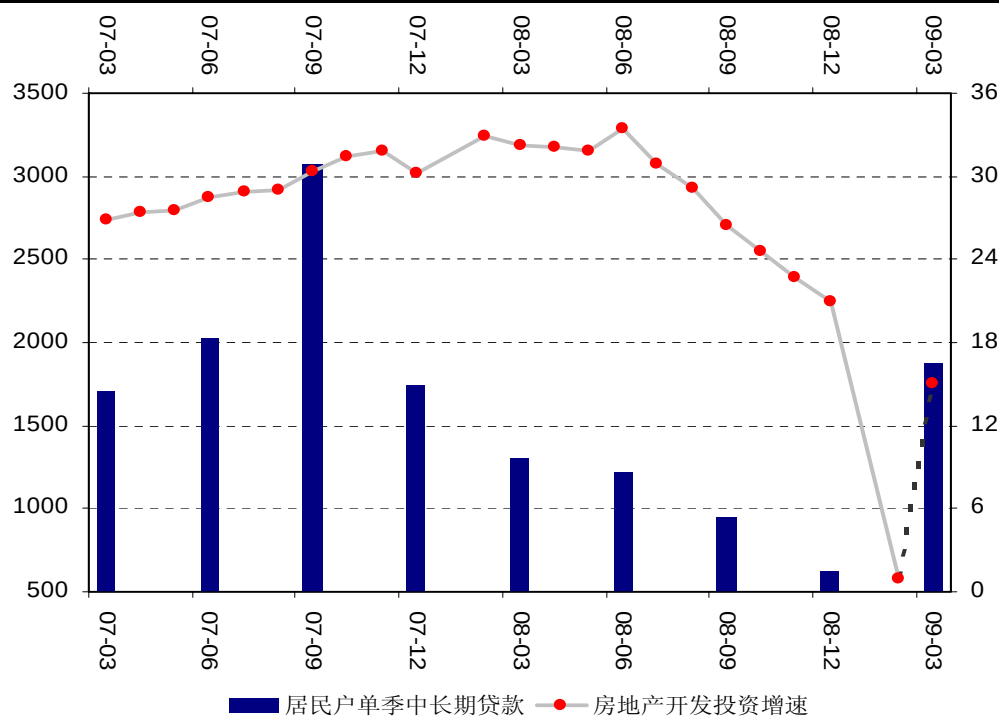
2.2 居民户中长期贷款反弹有助提振房地产

图表 5：居民户贷款结构中中长期贷款反弹



数据来源：中国人民银行；天相投资顾问有限公司

图表 6：居民户单季中长期贷款与房地产开发投资增速（亿元，%）

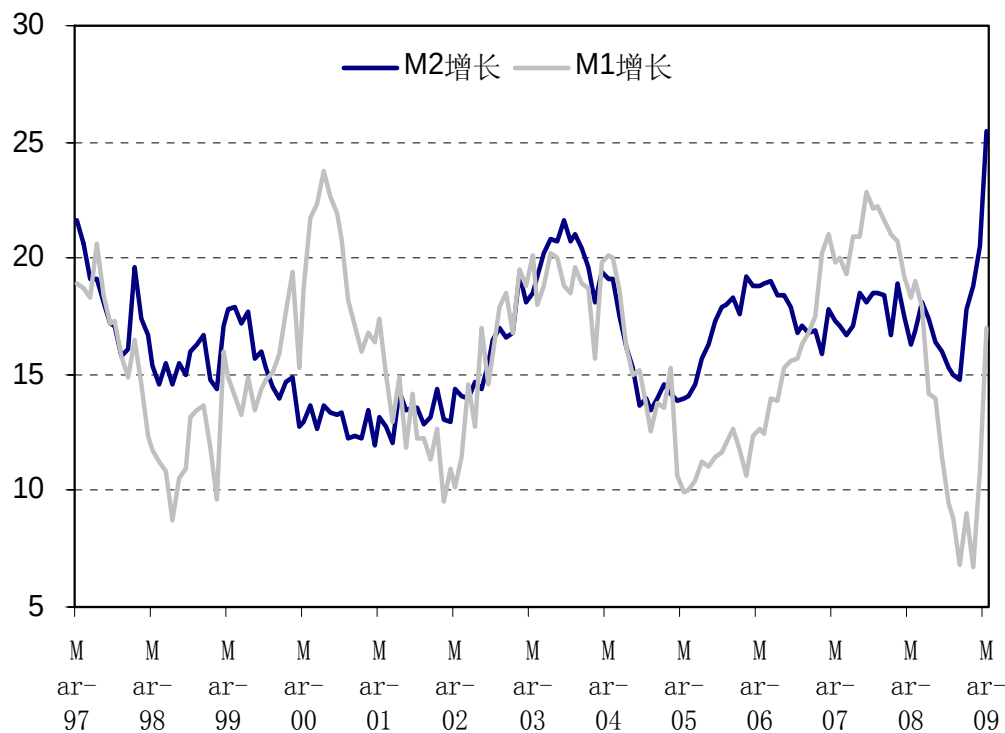


数据来源：中国人民银行；国家统计局；天相投资顾问有限公司

从居民户来看，居民户贷款特别是中长期贷款大幅反弹，说明最终需求有望趋于稳定。今年三月份居民户中长期贷款为 1145 亿元，环比二月份增长 7.56 倍。居民户中长期贷款的反弹，意味着未来房地产景气有望得到稳定，因为居民户中长期贷款与住房投资密切相关。从今年一季度来看，随着房地产价格的下跌及部分地区出台购房入户、利率下降和房地产税负等因素的影响，房地产刚性需求催动了房地产交易量的上升。但房地产的持续复苏从根本上依赖于房地产价格有弹性的调整、库存的消化和经济基本面的好转。

3. 流动性反弹显示经济见底

图表 7：广义和狭义货币供给大幅反弹（%）



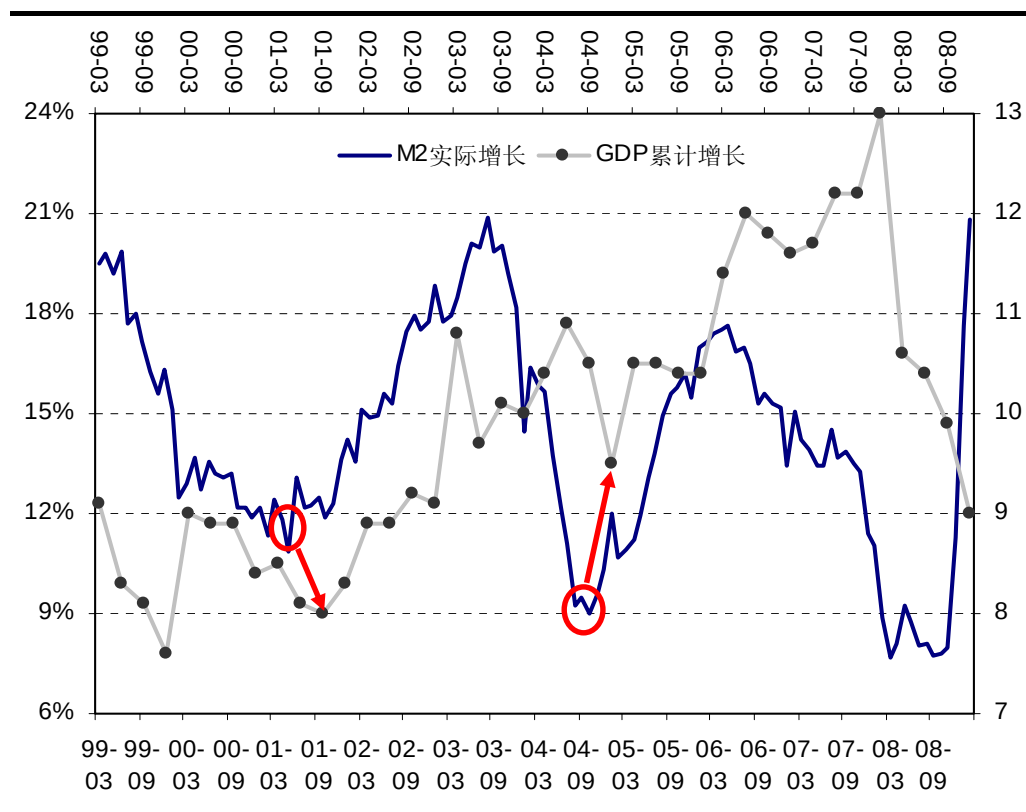
数据来源：中国人民银行；天相投资顾问有限公司

首先，一季度新增贷款大规模释放和信贷结构的优化显示经济见底。经济底部的一个主要特征就是数据的反弹，因为只有经济到底之后才会有反弹，就像自由落体的物体，只有遇到地面之后才会反弹，尽管反弹的次数和持续时间让人备受煎熬。而新增贷款大规模的释放和信贷结构逐渐优化的数据就显示了经济已经见底。

在一季度信贷大规模释放的情况下，广义和狭义货币供给大幅增长。一季度广义货币供给 M2 和狭义货币供给 M1 大幅增长，2009 年 3 月末，广义货币供应量(M2)余额为 53.06 万亿元，同比增长 25.51%，增幅比上年末高 7.69 个百分点，比上月末高 5.11 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为 17.65 万亿元，同比增长 17.04%，增幅比上年末高 7.98 个百分点，比上月末高 6.41 个百分点。狭义货币供给的大幅反弹，说明企

业的资金流动性紧张的局面大幅缓解,企业流动性逐渐宽裕有助企业恢复生产和扩大社会需求。尽管如此,但我们仍担忧中小企业现金流状况,在目前的经济背景下,中小企业获得信贷资金的能力比较艰难。只有中小企业逐渐恢复生产,才说明我们正逐渐走出“经济的冬天”。另外,由于未来我国新增贷款有下降的可能,广义和狭义货币供给增速可能出现一定的回调和反复。

图表 8: M2 实际增速反弹通常是经济走出底部的先行指标



数据来源: 中国人民银行; 天相投资顾问有限公司

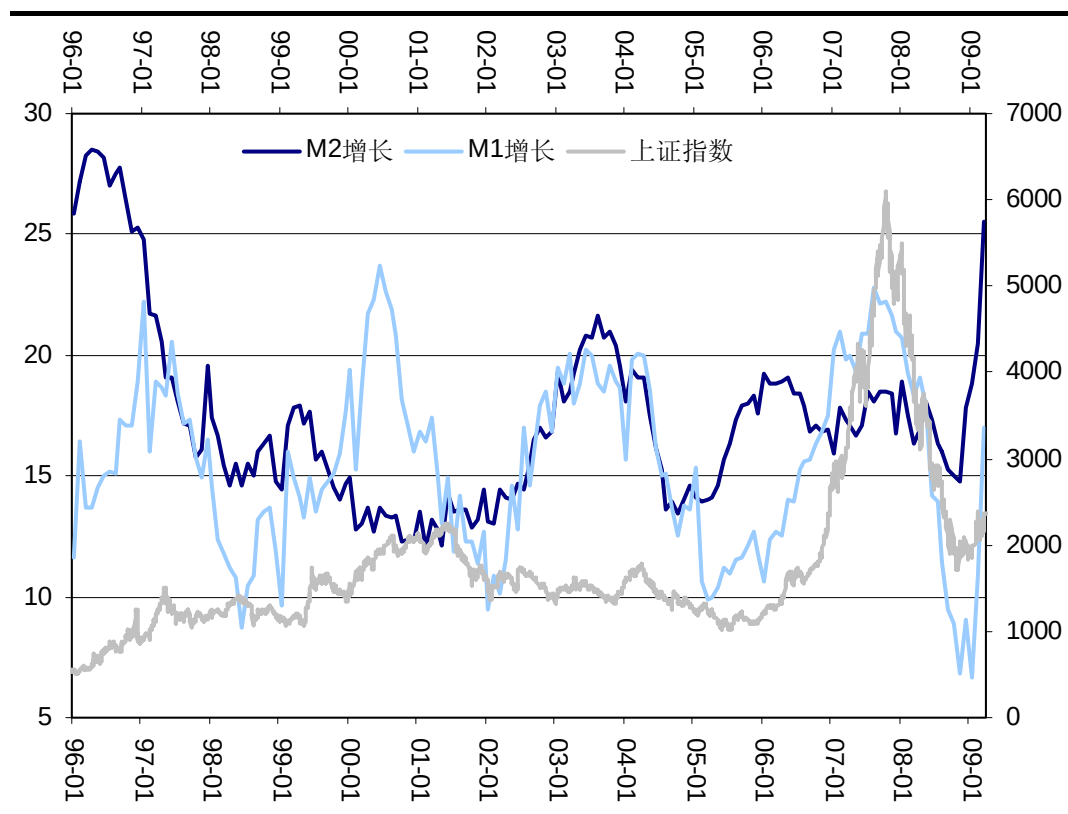
其次,从 M2 实际增速与 GDP 增速的关系来看,广义货币供给 M2 实际增速通常是经济逐渐复苏的先行指标。从这一角度,这也是我们认为流动性反弹是经济见底的重要信号。尽管未来 M2 和 M1 增速会出现反复与徘徊,但重要的是流动性出现反弹的信号。

4. 投资策略

在流动性充裕的背景下,流动性的充裕不仅改善实体经济的流动性,而且也会大幅改善市场的流动性状况。更重要的是,流动性的大幅释放在通缩背景下有助于改善社会通胀预期,通胀预期的增强有助于增加企业生产和居民消费的预期,进而增加即期支出。因为在通缩背景下,通缩会提高现在财富在未来的购买力,从而使得企业和居民实现跨期支出,即减少即期支出以待在未来支出。在宏观经济和上市公司盈利见底的情况下,股票市场的投资吸引力正逐渐增强。虽然宏观经济和上市公司盈利已经见底,但这并不意味着经济会立刻翻转,会需要较长的路途要走,有可能要经过多次的反复才可能进入经济的上升周期。但重要的是,我们已经看见了经济复苏的曙光。

在投资策略上，我们给出两条投资思路，一是建议关注券商、创投类上市公司的投资机会。理由如下：首先，在信贷大规模释放的背景下，M2 和 M1 大幅增长，作为市场流动性指标的 M2-M1 今年以来逐步缩小，这将对市场流动性形成支撑，进而对市场行情的形成支撑。随着市场流动性的改善，有望增加市场的活跃度和成交量，券商类上市公司直接受益。

图表 9：M2、M1 差距缩小有助增强市场流动性



数据来源：中国人民银行；天相投资顾问有限公司

其次，随着市场人气和信心的恢复以及流动性的改善，大盘股 IPO 有望开闸，这将直接使券商的投行业务受益。

二是基于未来经济复苏的预期，建议关注银行、房地产、大宗商品类等上市公司的投资机会。主要的理由如下：

首先，银行尽管面临净息差大幅收窄和不良贷款率反弹的风险，但我们认为现在降息空间已经非常有限，而且随着国内乃至全球流动性的充裕及经济逐渐复苏，中长期通胀压力较大，未来加息压力将逐渐增加。

其次，银行板块估值存在相对优势，目前 2009 年 A 股板块估值大约为 20 倍 PE，而银行板块仅为 13 倍左右，银行估值的“洼地”将提高银行的投资吸引力。

最后，在流动性泛滥的情况下，房地产和大宗商品类等资产及资源类股票吸引力将逐渐提高，同时房地产税负和利率的下降也有望提高房地产的景气。同时，中长期我国城镇化的推进也是房地产景气的重要动力。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100