



2009:从通缩、“流动性陷阱”到股市复苏

核心观点:

- I **通货紧缩的定义、特征与衡量方法。** 通货紧缩是一个与通货膨胀相对的经济概念，其主要特征是物价水平持续下降。衡量通货紧缩，可以综合考察通货膨胀率、经济增长率和货币供应增长率等指标，最常用的是考察物价水平是否负增长。
- I **2009年我国物价水平负增长。** 受食品价格特别是肉禽及其制品价格大幅回落影响，2009年我国CPI将负增长1.1%左右。受大宗商品价格暴跌和总需求增速快速回落影响，2009年我国PPI将负增长3.5%左右。
- I **2009年上半年我国可能发生“流动性陷阱”。**2008年下半年我国货币政策转为适度宽松，2009年过剩流动性约为4.3万亿元。过多的流动性难以释放到消费领域和投资领域，我国可能发生“流动性陷阱”。
- I **2009年，资金面临资产配置困境。** 银行存款收益下降、债券投资风险增大、商品市场波动加剧和房地产价格继续下跌风险，制约货币的投机需求。而股票市场能否好转，取决于风险收益预期逆转与供求关系变化。风险收益预期逆转与供求关系相互强化，将逆转股市运行趋势。
- I **2009年股市风险收益预期出现逆转有三种情形：** 一是经济增长与企业盈利改善；二是国家出台强有力的稳定股市运行政策；三是系统风险释放后，股市自身运行规律逆转市场运行趋势。
- I **触发风险收益预期逆转的标志：** M1增速与M2增速之差开始上扬是触发股市风险收益预期改变的标志，预计2009年下半年将会出现。
- I **“大小非”依然是2009年制约市场上行的主要因素。**

分析师

滕泰 所长 董事总经理

* : tengtai@chinastock.com.cn

(: (8610)6656 8885

郝大明 宏观分析师

* : haodaming@chinastock.com.cn

(: (8610)6656 8472

李锋 策略分析师 执行总经理

* : lifeng@chinastock.com.cn

(: (8610)6656 8783

张琢 策略分析师

* : zhangzhuo_yj@chinastock.com.cn

(: (8610)6656 8477

相关研究

1. 经济进入下行周期 增长步入“中等收入陷阱”，2008.11.08
2. L型增长下的2009年A股市场八大投资机遇，2008.11.08



滕 泰 研究所所长 董事总经理

毕业于复旦大学，经济学博士，曾在美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院做访问学者，任中国证券业协会分析师委员会副主任委员，中国科学院管理学院 MBA 导师。本年度



李 锋 策略与行业研究主管 执行总经理

毕业于中国人民大学，经济学硕士。1985-1998 年先后在国家经委、物资部、
中国贸易部工作。1998 年加入中国信达信托投资公司任证券总部北京行业公司研



郝大明 宏观经济分析师

毕业于首都经济贸易大学，经济学博士。代表性报告有《当前不宜加息的五大理由》、《五因素共振，上调对美出口增速预期下降》、《上半年经济增速超预期企稳》



张 琢 策略分析师

毕业于中国工商银行研究生部，经济学硕士。2007 年加入中国银河证券

目 录

一、通货紧缩的定义及其衡量方法	1
(一) 通货紧缩的定义与特征	1
(二) 通货紧缩的衡量方法	1
(三) 通货紧缩三个指标走向常常不一致	1
(四) 本文判断通货紧缩的单一指标方法	2
二、2009 年我国物价走势预测	3
(一) 2009 年我国 CPI 走势预测	3
(二) 2009 年我国 PPI 走势预测	8
(三) 2009 年我国物价符合典型通货紧缩的特征	11
三、2009 年上半年可能发生“流动性陷阱”	12
(一) “流动性陷阱”的概念	12
(二) 2009 年我国货币流动性预测	13
(三) 逐渐增加的流动性不会释放到消费领域	14
(四) 逐渐增加的流动性不会释放到实体投资领域	16
(五) 2009 年上半年可能发生“流动性陷阱”	19
四、2009 年下半年：“流动性陷阱”逆转与股票市场的投资机会	23
(一) “流动性陷阱”下的资产配置困境	23
(二) 引发货币流向资本市场的可能性及触发因素	25
(三) 供求关系依然制约 2009 年的股市运行	36
插图目录	38
表格目录	39

一、通货紧缩的定义及其衡量方法

(一) 通货紧缩的定义与特征

通货紧缩是与通货膨胀相对的一种比较普遍的经济现象。诺贝尔经济学奖得主萨缪尔森将通货紧缩定义为价格和成本的普遍下降。

通货紧缩的典型特征是，总需求大幅收缩，产能相对过剩，价格普遍下降，投资机会稀少，经济活动低迷。

最具代表性的通货紧缩，当属美国 1929-1933 年大萧条期间的通货紧缩，日本 20 世纪 90 年代的通货紧缩，以及中国 1998-1999 年的通货紧缩。以 1929-1933 年美国通货紧缩为例，居民消费价格指数 (CPI) 1929 年 8 月至 1933 年 4 月下降 28%；1929-1933 年，美国 GDP 下降近 24%，平均每年有接近 8.3% 的负增长；消费萎缩，投资低迷，股市暴跌，1929-1933 年，美国企业投资额由 1929 年的 560.2 亿美元下降到 1933 年的 84.4 亿美元，道琼斯 30 种工业股票指数下跌 89.2%。

(二) 通货紧缩的衡量方法

判断一个经济体是否进入通货紧缩，有单一指标、双指标和三指标三种考察角度。单一指标论，将通货紧缩定义为价格水平普遍的、持续的下降；双指标论，认为通货紧缩包括价格水平的持续下降和货币供应量的持续下降；三指标论，认为通货紧缩是物价水平、货币供应量和经济增长率三者同时持续下降的经济现象。物价水平下降是其最基本、最显著的特征。

(三) 通货紧缩三个指标走向常常不一致

通货紧缩时期，一般是物价水平、货币供应量和经济增长率三者同时持续下降，三项指标

存在互相促进的关系。

通货紧缩时期，由于总需求减少、物价水平下降，投资机会稀少，经济活动低迷，经济增长速度下降。而经济增长下降，居民收入增速下降，加剧了总需求下降，物价水平更加低迷。

内生性经济增长对货币和信用的需求扩大，金融体系不断提供货币和信用是经济增长的重要条件。但货币供给、经济增长和通货紧缩并不存在一一对应的关系，还要看货币乘数的变化。在通货膨胀、经济高速增长后期，央行的基础货币供应量往往是收紧的，但货币乘数不断提高，实际货币供给还是在增加的。在通货紧缩前期，经济增长速度下滑，央行的基础货币供应量往往是在增加的，但货币乘数是在下降的，实际货币供给往往是收缩的。

弗里德曼(货币主义)认为，在短期内，货币供给量的变化主要影响产量，部分影响物价，但在长期内，产出量完全是由非货币因素(如劳动力和资本的数量、资源和技术状况等)决定的，货币供给只决定物价水平。但决定物价水平的因素还有：资源供给情况，物价上涨是全面性的还是结构性的，货币流向资本市场还是实体经济等。正是由于这些因素的作用，货币供给增减与物价水平的变化也不是一一对应的。

(四) 本文判断通货紧缩的单一指标方法

由于经济增长率、物价上涨率和货币供应增长率之间并不存在绝对的一一对应关系，因此，多种指标考察通货紧缩往往比较困难。在经济实践中，往往采用单一指标法，即考察物价是否持续下降并下降到零增长以下。

判断某个时期的物价下跌是否通货紧缩，大致有两种方法，一是比较静态方法，看通货膨胀率是否由正转变为负，和这种下降的持续是否超过了一定时间，这是公众普遍认为已经进入

通货紧缩的事后判断方法。二是动态方法，当消费者物价指数 CPI 连跌两季，即表示已出现为通货紧缩，通货紧缩就是物价、工资、利率、粮价、能源等价格不停顿的持续下跌，而且全部处于供过于求的状况。

本文以比较静态方法，按相对保守的观点，只有通货膨胀率变为负值，才认定为通货紧缩。

二、2009 年我国物价走势预测

(一) 2009 年我国 CPI 走势预测

1、我国 CPI 和食品价格指数函数

我国 CPI 与其分类价格指数之间存在着极为显著的线性关系。在其他价格不变情况下，食品价格指数每变化 1%，CPI 变化 0.323%。食品价格指数的标准化回归系数为 0.849，娱乐教育文化用品及服务为 0.153，居住项目为 0.145，烟酒及用品、衣着、家庭设备及服务、医疗保健、交通通信都低于 0.1，这说明，CPI 变化主要取决于回归系数大、波动大的食品价格指数变化，其次是娱乐教育文化用品及服务，第三是居住项目价格。

表 1：我国 CPI 函数

	非标准化系数		标准化回归系数	T 检验值	显著性水平 Sig.
	回归系数	标准差	Beta		
(Constant)	-4.355	1.269		-3.431	0.001
食品	0.323	0.001	0.849	216.212	0.000
烟酒及用品	0.123	0.011	0.051	10.928	0.000
衣着	0.070	0.010	0.021	6.989	0.000
家庭设备及服务	0.015	0.008	0.012	1.926	0.057
医疗保健及个人用品	0.107	0.006	0.063	19.167	0.000
交通通信及服务	0.108	0.010	0.035	10.436	0.000
娱乐教育文化用品及服务	0.140	0.002	0.153	59.819	0.000
居住	0.156	0.004	0.145	43.339	0.000

资料来源：中国银河证券研究所

我国食品价格指数与其分类价格指数存在极为显著的线性关系，在其他价格不变情况下，肉禽及其制品价格每变化 1%，食品价格变化 0.327%。肉禽及其制品价格指数的标准化回归系数为 0.836，水产品为 0.257，鲜菜为 0.186，鲜果为 0.162，蛋为 -0.037，这说明，食品价格指数变化主要取决于弹性系数大、波动大的肉禽及其制品价格变化。

表 2：我国食品价格指数函数

	非标准化系数		标准化回归系数	T 检验值	显著性水平 Sig.
	回归系数	标准差	Beta		
(Constant)	19.167	3.178		6.032	0.000
粮食	0.061	0.018	0.094	3.336	0.001
肉禽及其制品	0.327	0.010	0.836	31.846	0.000
蛋	-0.018	0.017	-0.037	-1.083	0.283
水产品	0.267	0.027	0.257	10.049	0.000
鲜菜	0.083	0.009	0.186	9.310	0.000
鲜果	0.088	0.012	0.162	7.230	0.000

资料来源：中国银河证券研究所

2、2009 年我国 CPI 走势分析

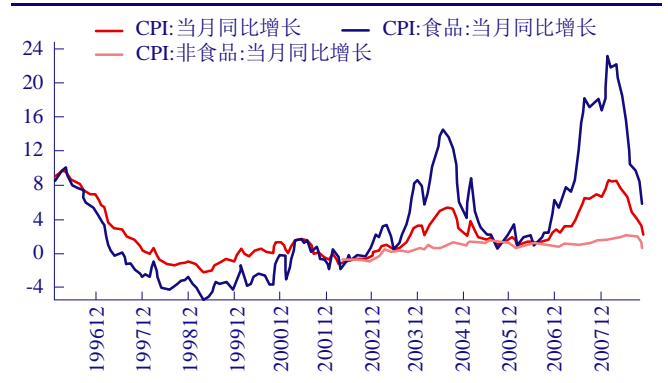
食品价格变化主要取决于肉禽及其制品价格的变化，而肉禽及其制品价格的变化主要取决于猪肉价格的变化。今年下半年以来，我国生猪价格和猪肉价格呈现直线下跌之势，目前生猪价格已降到成本附近，由于经济下滑居民收入增速放缓、大量农民工返乡、2008 年粮食丰收和养殖周期等因素影响，生猪供给相对过剩短期难以逆转。由于 2008 年上半年猪肉价格处于历史高位，2009 年上半年猪肉价格将会同比大幅下跌，下半年仍会继续低迷。

图 1：1996 年以来我国食品价格指数和肉禽及其制品价格指数



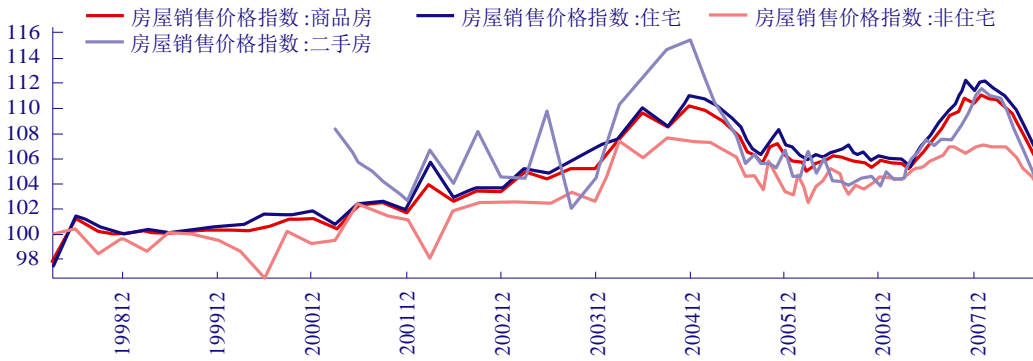
资料来源：中国银河证券研究所 Wind

图 2：1996 年以来我国 CPI 和食品价格指数



2009 年 CPI 主要取决于食品价格和居住项目价格的变化。2009 年居住项目价格下跌的可能性更大。一方面，居民收入增长放缓将影响未来居民购买力水平。前三季度，城镇居民人均可支配收入增长 7.5%，同比回落 5.7 个百分点，农民人均现金收入实际增长 11.0%，同比回落 2.8 个百分点。随着经济增长进一步放缓，2009 年企业效益和就业形势将比较严峻，居民收入增长更不乐观。由于股市暴跌，居民财富严重缩水，居民财产性收入锐减。另一方面，房价经过连续多年的上涨，特别是 2003-2007 年的大幅上涨，已显著超过大多数居民的承受能力。2008 年我国商品房价格涨幅逐月放缓，成交量快速萎缩，但房地产价格并未出现实质性下跌，2009 年房价和居住项目价格将逐步回落。

图 3：我国房价涨幅回落但仍在上涨

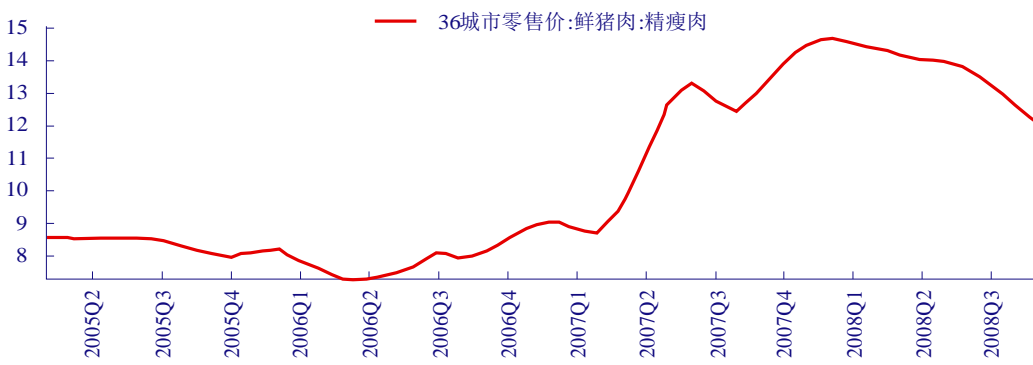


资料来源：中国银河证券研究所 Wind

3、2009 年我国 CPI 增长约 - 1.1%

今年 11 月底，国内主要农产品市场猪肉价格已下跌到每斤 8 元左右，而 5 月初在 12 元左右，年初在 15 元左右，预计 2009 年猪肉价格将稳定在 9 元左右的价格水平上，较今年平均水平下跌 30%左右。36 个大中城市 11 月精瘦肉零售价格降到 12.06 元（平均价），较上半年的平均水平低 17%左右。考虑到猪肉在肉禽及其制品价格指数的权数，2009 年肉禽及其制品价格指数下降 5%-20%。

图 4：36 个大中城市精瘦肉零售价格



资料来源：中国银河证券研究所 Wind

我们以 2009 年肉禽及其制品价格指数低值 80%、高值 95%、中间值 90%、水产品价格指数 105%，其他价格指数按照 2008 年 10 月计算，2009 年食品价格指数高值约为 101.5%，低

值约为 96.6%，中间值约为 99.9%，增长 - 0.1%。

表 3：对 2009 年食品价格指数的估计

	回归系数	2008-10 (%)			2009 年 (%)				
		分类指数	对食品 PI 贡献	分类指数 低值	对食品 PI 贡献	分类指数 高值	对食品 PI 贡献	分类指数 中间值	对食品 PI 贡献
(Constant)	19.167								
粮食	0.061	106.9	6.5	122.9	7.53	122.9	7.53	122.9	7.5
肉禽及其制品	0.327	106.7	34.9	80.0	26.2	95.0	31.1	90.0	29.5
蛋	-0.018	104.0	-1.9	104.0	-1.90	104.0	-1.90	104.0	-1.9
水产品	0.267	112.7	30.1	105.0	28.04	105.0	28.04	105.0	28.0
鲜菜	0.083	100.2	8.3	100.2	8.29	100.2	8.29	100.2	8.3
鲜果	0.088	105.5	9.3	105.5	9.30	105.5	9.30	105.5	9.3
合计			106.43		96.61		101.52		99.89

资料来源：中国银河证券研究所

我们以 2009 年食品价格指数高值约 101.5%，低值约 96.6%，中间值约 99.9%，居住项目价格指数高值约为 95.0%，低值约为 85.0%，中间值为 90.0% 计算，其他价格指数按照 2008 年 10 月计算，2009 年我国 CPI 高值约为 100.2%，低值约为 97.05%，中间值约为 98.9%，增长 - 1.1%。

表 4：对 2009 年 CPI 的估计

	回归系数	2008 年 10 月 (%)			2009 年 (%)				
		分类指数	对 CPI 贡献	低值	对 CPI 贡献	高值	对 CPI 贡献	中间值	对 CPI 贡献
(Constant)	-4.355								
食品	0.323	108.5	35.0	96.6	31.2	101.5	32.8	99.9	32.3
烟酒及用品	0.123	103.4	12.7	103.4	12.7	103.4	12.7	103.4	12.7

衣着	0.070	98.7	6.9	98.7	6.9	98.7	6.9	98.7	6.9
家庭设备及服务	0.015	103.4	1.6	103.4	1.6	103.4	1.6	103.4	1.6
医疗保健及个人用品	0.107	102.4	11.0	102.4	11.0	102.4	11.0	102.4	11.0
交通通信及服务	0.108	100.0	10.8	100.0	10.8	100.0	10.8	100.0	10.8
娱乐教育文化用品及服务	0.140	99.7	14.0	99.7	14.0	99.7	14.0	99.7	14.0
居住	0.156	104.6	16.3	85.0	13.3	95.0	14.8	90.0	14.1
合计			104.0		97.05		100.19		98.89

资料来源：中国银河证券研究所

(二) 2009 年我国 PPI 走势预测

1、我国 PPI 和生产资料、生活资料价格指数函数

我国 PPI 与其分类价格指数存在着极为显著的线性关系。PPI 波动主要取决于生产资料价格指数的变化。生产资料价格每变化 1%，PPI 变化 0.851%，生活资料价格每变化 1%，PPI 变化 0.197%。生产资料价格指数的变化主要取决于原料工业和加工工业价格指数的变化，原料工业价格每变化 1%，生产资料价格指数变化 0.524%，加工工业价格每变化 1%，生产资料价格变化 0.316%。生活资料价格指数的变化主要取决于食品工业产品价格指数的变化，食品工业产品价格每变化 1%，生活资料价格指数变化 0.591%。

表 5：生产资料、生活资料价格指数的回归系数

	非标准化系数		标准化回归系数	T 检验值	显著性水平 Sig.
	回归系数	标准差	Beta		
(Constant)	.048	.017		2.879	.005
PPI:生产资料	.712	.004	.851	191.435	.000
PPI:生活资料	.315	.007	.197	44.264	.000

a Dependent Variable: 中国 PPI:按大类分:同比(月)PPI:全部工业品:当月同比增长率M00012271996-10:2008-11

资料来源：中国银河证券研究所

表 6：生产资料价格指数的分类价格指数的的回归系数

	非标准化系数		标准化回归系数	T 检验值	显著性水平 Sig.
	回归系数	标准差	Beta		
(Constant)	-.180	.040		-4.487	.000

PPI:生产资料:采掘工业	.085	.004	.247	20.577	.000
PPI:生产资料:原料工业	.402	.012	.524	32.252	.000
PPI:生产资料:加工工业	.440	.014	.316	31.061	.000

a Dependent Variable: 中国 PPI:按大类分:同比(月)PPI:生产资料:当月同比增长月%M00012281996-10:2008-11

资料来源:银河证券研究所。

表 7:生活资料价格指数的分类价格指数的的回归系数

	非标准化系数		标准化回归系数	T 检验值	显著性水平 Sig.
	回归系数	标准差	Beta		
(Constant)	-.060	.070		-.858	.393
PPI:生活资料:食品类	.354	.009	.591	38.630	.000
PPI:生活资料:衣着类	.319	.014	.321	23.087	.000
PPI:生活资料:一般日用品类	.094	.021	.093	4.422	.000
PPI:生活资料:耐用消费品类	.216	.018	.176	12.166	.000

a Dependent Variable: 中国 PPI:按大类分:同比(月)PPI:生活资料:当月同比增长月%M00012321996-10:2008-11

资料来源:中国银河证券研究所。

2、2009 年我国 PPI 走势分析

大宗商品价格自今年 7 月中旬见顶暴跌以来,到 12 月 11 日,CRB 现货指数已跌回 2005 年底的水平。随着全球经济衰退和国内经济降温,2009 年大宗商品价格将陷入低迷。煤炭占我国能源消费的 70%左右,2008 年我国煤炭(秦皇岛大同优混煤)平均价格在 720-750 元/吨之间,12 月 1 日已跌至 580 元/吨,相当于 1 月下旬的价格,2009 年煤炭价格会低于 2008 年 20%以上。由于 PPI 主要取决于生产资料特别是原料工业价格指数的变化,煤炭是工业的粮食,石油是工业的血液,煤炭和石油价格的大幅下跌,将使 2009 年我国 PPI 大幅下滑。

图 5：PPI 及生产资料、生活资料价格指数的变化

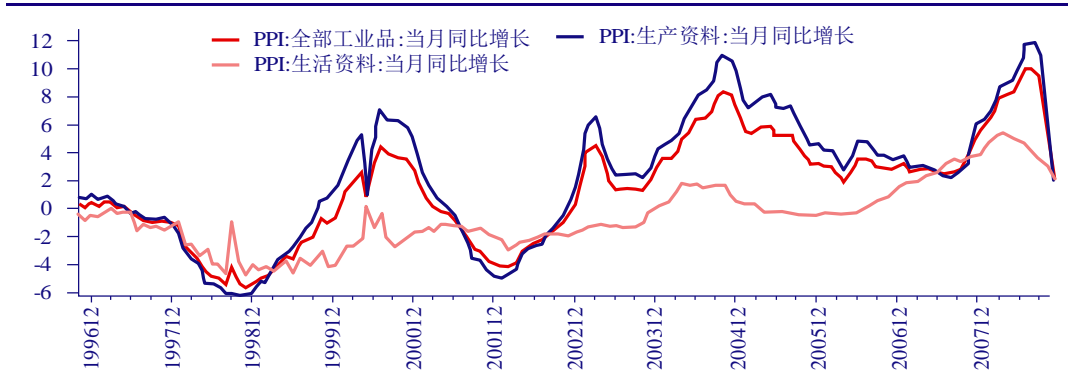


图 6：生产资料价格指数及其分类价格指数的变化

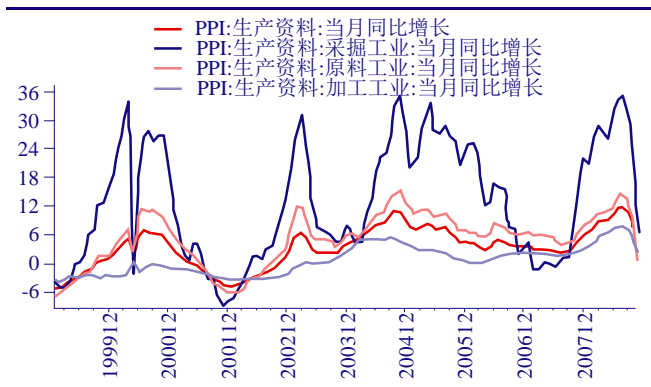


图 7：生活资料价格指数及其分类价格指数的变化

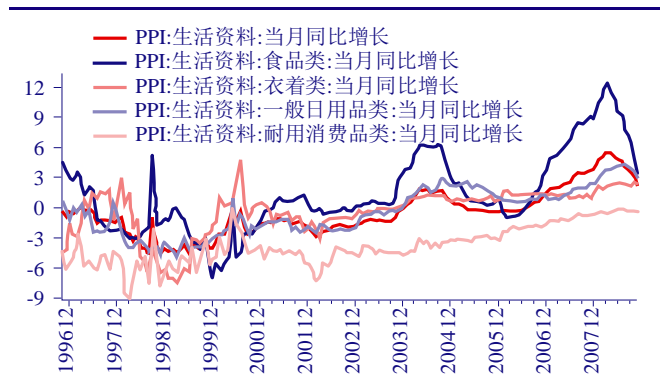


图 8：CRB 现货指数已跌到 2005 年底的水平



图 9：2009 年煤价和油价将低于 2008 年



资料来源：中国银河证券研究所 Wind

3、2009 年我国 PPI 增长约 - 3.5%

乐观估计，在采掘工业和加工工业价格指数与 2008 年 11 月份持平的情况下，在 2009 年

原料工业价格指数高值 100%、低值 90%、中值 95% 三种情况下，生产资料价格指数的波动区间为〔90%,94%〕，中值为 92%；在 2009 年衣着类、一般日用品类、耐用消费品类生活资料价格指数维持 2008 年 11 月份水平的情况下，食品类生活资料价格指数在高值 100%、低值 95%、中值 97.5% 计算，生活资料价格指数的高值、低值和中值分别是 99.2%、97.4% 和 98.3%；这样，预测到的 2009 年我国 PPI 高值为 98.2%、低值为 94.8%，中值为 96.5%，负增长约 3.5%。

表 8：2009 年我国 PPI 预测表

		回归系数	低值		高值		中值	
			价格指数%	贡献值%	价格指数%	贡献值%	价格指数%	贡献值%
PPI	(Constant)	0.048						
	生产资料	0.712	90.0	64.1	94.0	67.0	92.0	65.5
	生活资料	0.315	97.4	30.6	99.2	31.2	98.3	30.9
	合计			94.8		98.2		96.5
生产资料 价格指数	(Constant)	-0.180						
	生产资料:采掘工业	0.085	106.6	9.1	106.6	9.1	106.6	9.1
	生产资料:原料工业	0.402	90.0	36.2	100.0	40.2	95.0	38.2
	生产资料:加工工业	0.440	102.1	44.9	102.1	44.9	102.1	44.9
	合计			90.0		94.0		92.0
生活资料 价格指数	(Constant)	-0.060						
	生活资料:食品类	0.354	95.0	33.6	100.0	35.4	97.5	34.5
	生活资料:衣着类	0.319	102.3	32.6	102.3	32.6	102.3	32.6
	生活资料:一般日用品类	0.094	102.9	9.7	102.9	9.7	102.9	9.7
	生活资料:耐用消费品类	0.216	99.5	21.5	99.5	21.5	99.5	21.5
合计			97.4		99.2		98.3	

资料来源：中国银河证券研究所

(三) 2009 年我国物价符合典型通货紧缩的特征

乐观估计 2009 年我国 PPI 高值为 98.2%、低值为 94.8%，中值为 96.5%，总体负增长 3.5%；2009 年我国 CPI 高值约为 100.2%，低值约为 97.05%，中间值约为 98.9%，总体负增长 1.1%。由于四季度我国经济陷入低迷，并且仍处于下行周期中，由于 2008 年我国物价前高后低，2009 年我国物价走势会前低后高，但难以从根本上扭转负增长，全年物价负增长，符合典型通货紧

缩的特征。

三、2009 年上半年可能发生“流动性陷阱”

(一) “流动性陷阱”的概念

根据凯恩斯的流动性偏好理论，人们的货币需求是出自于以下三种动机：交易动机、预防动机和投机动机。交易动机，是指人们（企业和个人）为了应付日常的商品交易而需要持有货币的动机，预防动机，是指人们为了应付不测之需而持有货币的动机，包括生活中经常会出现的未曾预料的、不确定的支出和购物机会。投机动机，是指人们根据对市场利率变化的预测，需要持有货币以便满足从中投机获利的动机，因为货币是最灵活的流动性资产，具有周转灵活性，持有它可以根据市场行情的变化随时进行金融投机。

“流动性陷阱”是凯恩斯提出的一种假说，指经济活动陷入“通缩”状态时，预防性货币需求变得无限大，投机性货币需求变得无限小，即无论增加多少货币，都会被人们储存起来，这就是“流动性陷阱”。发生“流动性陷阱”时，尽管利率会降到极低，人们也不会增加投资和消费，单靠货币政策已达不到刺激经济的目的，意味着货币政策无效。

从宏观上看，一个国家陷入“流动性陷阱”主要有三个特点，一是经济活动低迷，需求相对不足，自发性投资和消费大为减少，单凭市场的调节显得力不从心。二是利率降到非常低，甚至为零或负利率，但由于投资者对经济前景预期不佳，消费者对未来持悲观态度，这使得利率刺激投资和消费的杠杆作用失效。三是货币需求利率弹性趋向无限大。

发生“流动性陷阱”的原因是需求相对不足、产能过剩、价格下降、获利机会稀少、经济活动低迷，由于价格下降，实际利率为正，居民宁可将货币储蓄起来，也不愿投资和消费。

(二) 2009 年我国货币流动性预测

2008 年我国货币政策已经转为适度宽松的货币政策，金融体系流动性将从紧张向宽松逆转。一是存款准备金率降低，可以大幅度增加基础货币供应；二是降低利率与放开贷款规模，逆转货币创造收缩趋势；三是利率下调改变存款定期化趋势，活跃市场资金供应。

1、基准利率还会下调 81-108 个基点

2009 年利率下调空间和结构主要取决于以下几个方面：一是经济下行风险，若政府不及时采取反周期的货币政策加以应对，如果任由经济惯性下行，则明年的 GDP 增速很可能跌落至 7% 甚至更低，势必导致“硬着陆”；二是通胀水平将持续回落，预计未来一年 CPI 将维持负增长；三是各经济体央行纷纷降息，中国与世界主要经济体的利率政策一同步入向下调整通道；四是降息结构受制于商业银行的息差收益，贷、存款利差需稳定 3 个百分点左右，至少 2.5 个百分点。

据此，未来 12 个月，我国基准贷款利率将会下调 81-108 个基点至 4.77-5.04%，存款利率下调 81-108 个基点至 1.17-1.44%。

2、存款准备金率将会下调 350-550 个基点

我国目前存款准备金率仍然很高，具有较大的下调空间，整体判断，在未来 12 个月内，存款准备金率有可能下调 350-550 个基点至 9.5-11.5%，大约释放流动性 12600—15600 亿元。

3、2009 年货币流动性预测

2009 年货币供应总量目标是 GDP 增长加上物价涨幅再增加 3-4 个百分点，全年广义货币供应量增长 17% 左右。到 2008 年 11 月，我国 M2 是 45.86 万亿元，2008 年年底 M2 总量会超

过 46 万亿元。如果 2009 年 M2 增幅 17%，也就是要达到 53.8 万亿元以上，比 2008 年底增加约 7.8 万亿元。2009 年，物价变动按照 -1.1%，GDP 实际增速按照 8.6% 计算，M2 增速会高于名义 GDP 增速约 9.5 个百分点，多余的流动性约 4.3 万亿元，2009 年的流动性将相当充裕。

(三) 逐渐增加的流动性不会释放到消费领域

1、我国居民消费反应模式

消费主要取决于现期收入和存量财富。诺贝尔经济学奖获得者、美国经济学家莫迪利安尼 (F.Modigliani) 认为，消费函数的基本形式可以写为

$$C = a \cdot WR + c \cdot YL$$

莫迪利安尼得出美国的消费函数统计估计式为 $C_t = 0.721Y_t + 0.06A_t$ ，其中， Y_t 不仅代表现期收入，而且也代表未来预期平均收入， A_t 代表现期平均财产。

我国消费函数统计估计式为

$$C_t = 0.856I_t + 0.160A_{t-1}$$

$$(26.888) \quad (1.009) \quad R^2 = 0.997$$

居民消费支出 C_t 为 GDP 核算中的居民消费水平与全体居民的乘积，居民收入 I_t 为城镇居民人均可支配收入乘以城镇居民人口数加上农民人均纯收入乘以乡村人口数，财富增加 A_{t-1} 为每年的居民储蓄增加额滞后一年。从我国居民消费反应模式看，我国居民消费主要取决于当期收入和存量财富，与利率无关。

从我国居民消费模式看。消费首先取决于城乡居民家庭收入的增长。我国农村居民人均纯收入 2007 年比 1978 年增长近 30 倍，年均增长 12.6%，扣除价格因素，实际年均增长 7.1%；

城镇居民人均可支配收入比 1978 年增长 39.1 倍，年均增长 13.6%，扣除价格因素，实际年均增长 7.2%。这是支持过去 30 年消费高增长的重要条件。

财产性收入持续增长，是居民消费高增长的另一个重要条件。2007 年，城镇居民人均财产性收入 348.5 元，比 1990 年增长 21.3 倍；财产性收入的增长使其占家庭总收入的比重也开始提高，由 1990 年的 1.0% 提高到 2007 年的 2.3%。2007 年股市和房地产市场大涨，居民财产性收入大幅增长，是 2008 年我国消费高增长的一个重要因素。

2、宽松货币政策对居民消费的影响微小

从以上我国居民消费反应模式看，居民消费主要取决于收入和存量财富，与利率无关。从实际情况看，2006-2007 年，我国不断加息，居民消费仍保持高增长，1998-1999 年，我国不断降息，但消费持续低迷。利率难以起到刺激消费的作用。

2009 年，我国居民消费主要受以下因素影响，一是经济下行，企业效益下降，居民收入难以保持高增长，消费自然会受到影响。短期内降低利率对经济刺激作用有限，对企业效益的影响很小。

二是银行存款利率下调，银行存款利息减少，而居民储蓄在居民财富中占有较大比重，这会减少居民财产性收入。

三是股市低迷，房产价格下跌，预期 2009 年我国居民财产性收入仍旧下滑。

四是利率降低，但物价下降得更快，实际利率为正，这意味着，即使再度下调利率和存款准备金率，居民还会将相当的收入储蓄起来而不是增加消费支出，增加的流动性也不会释放到消费领域。

因此，2009 年，宽松货币政策难以直接增加居民收入，因而对消费直接影响微小，逐渐增加的流动性难以释放到消费领域。

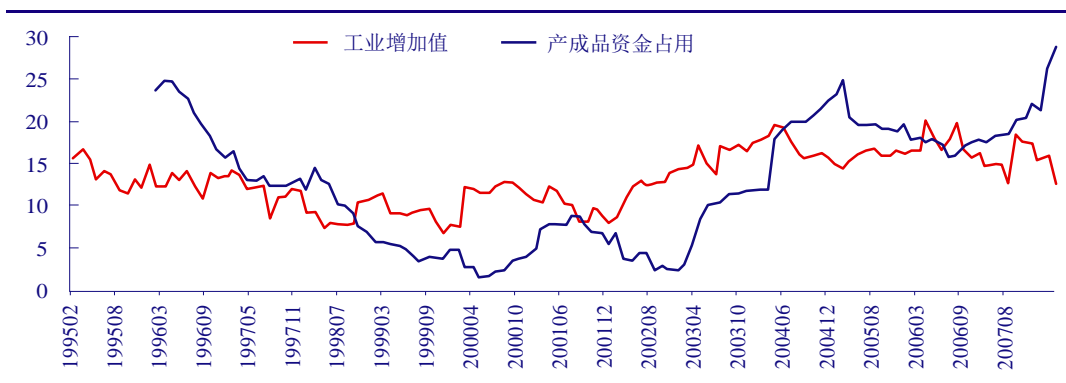
(四) 逐渐增加的流动性不会释放到实体投资领域

传统经济学一般将投资定义为预期利润率与利率的函数。投资因为利率低、资金成本低而增加，因为利率高、资金成本高而减少。但实际上，在经济下行周期中，利率下调总是滞后于物价的下降，于是实际利率不降反升，甚至是由负转正。这样，投资对利率下调实际上并不敏感，投资真正敏感的还是产品价格与利润率的变化。

1、2009 年企业投资活动依旧低迷

存货是衡量企业产品供给是否过剩的重要标志之一，每当企业的存货增长达到一个相对高点的时候，经济将进入下行周期。20 年来，中国企业的存货增长率出现过三个高点。第一个高点是 1996 年，产成品资金占用增速达 26%，之后是一轮经济增速下滑；第二个高点是 2004 年，存货增长率超过 25%，伴随着工业增加值的下滑；今年三季度，工业产成品资金占用增速上升到 28.5%，证明本次经济下滑要比以前两次更严重。观察存货周期是否结束的一个重要先行指标是工业企业用电量是否开始回升，这恐怕是一年以后的事情。

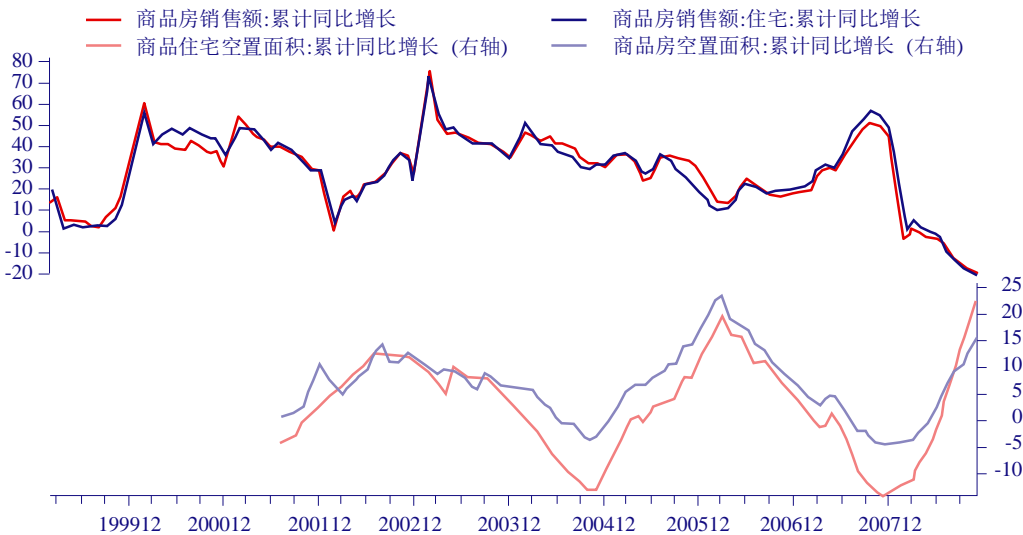
图 10：工业增加值增长速度与存货增长速度



资料来源：中国银河证券研究所

城市居民的财产构建周期，即房地产周期也处于调整阶段。2008 年前 9 个月商品房和住宅销售同比下降 15% 以上，商品房空置面积今年前 9 个月增长 10.2%。根据现有的存量房与月销售速度推测，存量房消化需要 2~3 年以上。

图 11：我国商品房销售下降，库存增加



资料来源：中国银河证券研究所 Wind

企业设备投资既是决定未来产能的标志，同时也是拉动投资需求的重要因素。2005-2008年，中国的工业企业设备投资总额在全社会固定资产投资总额中的比重始终保持在41%以上，远高于2005年以前30%和40%之间的水平。连续4年的设备投资高速增长，已经造成中国企业产能的大量增加。受工业利润增速下滑影响，2009年工业投资增速下滑速度会更快。在全球经济低迷的背景下，中国这一轮产能过剩的调整时间应该在3年以上。

2、产能过剩的具体表现

2005年，国家发改委公布了11个产能过剩行业，分别是钢铁、电解铝、铁合金、焦炭、电石、汽车、铜冶炼、水泥、纺织品和发电。2006-2007年，这些行业产能又有所扩大。2008年，这些行业的产量均低于产能，产能过剩更加突出，其中，钢铁产能过剩超亿吨，中国铝业公司闲置氧化铝产能超4成，铁合金产能过剩超过1000万吨。其他许多行业产能过剩也比较严重。

表 9：当前我国 11 个行业产能过剩情况

过剩行业	2005 年过剩情况	2007 年产量	2008 年前 10 月产量
钢铁	2005 年总产能 4.7 亿吨，只生产了 3.7 亿吨，产能过剩 1 亿吨。目前还有在建能力 7000 万吨，拟建能力 8000 万吨。	钢材 5.65 亿吨，22.7%	钢材 4.88 亿吨，5.9%
电解铝	2005 年电解铝行业总产能 1030 万吨，内需只有 602 万吨，外需 102 万吨，闲置产能达 326 万吨。目前还有 11 个在建项目、14 个拟建项目。	铝材 1241 万吨，48.1%	铝材 1236 万吨，28.2%
铁合金	到 2005 年 9 月底产能 2213 万吨，在建、拟建项目投产后，总产能将达到 2497 万吨，然而 2005 年内需仅 1200 万吨，目前开工率只有 40%。	1747 万吨，22.1%	1592 万吨，12.1%
焦炭	2005 年全国焦炭产量 2.43 亿吨，内需和外需共计 2.32 亿吨，产能超出需求 0.11 亿吨。目前还有新建和扩建项目 240 个，焦炉 390 座，生产能力将增加 1 亿吨左右。	32894 万吨，16.3%	27930 万吨，4.9%
电石	2005 年全国电石产量 1042.6 万吨，国内电石生产厂家生产装置平均开工率维持在 60% 左右。目前在建、拟建项目还有 1200 万吨到 2200 万吨产能。		
汽车	2005 年汽车产量近 800 万辆，而销量只有 570 万辆。目前已过剩两百多万辆，如果不对投资进行限制，“十一五”期末汽车产能可达 2000 万辆，比实际需求高出一倍多。	904 万辆，22.9%	822 万辆，12.4%
铜冶炼	到 2005 年底建设总能力达 205 万吨，是 2004 年底的 1.3 倍。预计 2007 年底，产能将达 370 万吨，远远超过全国铜精矿保障能力和国际市场可能提供的铜精矿量。		
水泥	2005 年水泥产能 12.87 亿吨，产量 10.38 亿吨，剩余产能 2.49 亿吨。	13.54 亿吨，13.5%	11.38 万吨，6.4%
纺织	在商务部监测的 84 种纺织品服装中，86.9% 的商品供过于求。到 2005 年底，纺织综合加工能力过剩 15%-20%。	布 486 亿米，12.1%	布 466 亿米，5.6%
电力	2005 年底全国发电装机容量 5.1 亿千瓦。目前在建项目 2 亿千瓦左右。预计到 2006 年底，总装机容量将达近 6 亿千瓦，部分地区将出现电力富余；2007 年底装机容量将富余 10%。		2645 亿度，下降 4.0%

资料来源：中国银河证券研究所。

3、流动性不会释放到实体投资领域

2009 年我国经济还处于下行周期中，存货消化还需要约一年时间，地产业恢复还需要 2-3 年时间，企业设备投资恢复还需要 3 年左右，由于居民购买力下降、产能过剩、企业效益下降等原因，自主投资会明显下滑。政府推出的 4 万亿元投资计划只能减少投资下滑的幅度，难以促进投资的大幅增长。2009 年尽管货币充裕，利率降低，银行信贷额度取消，但是货币流动性难以释放到投资领域。

(五) 2009 年上半年可能发生“流动性陷阱”

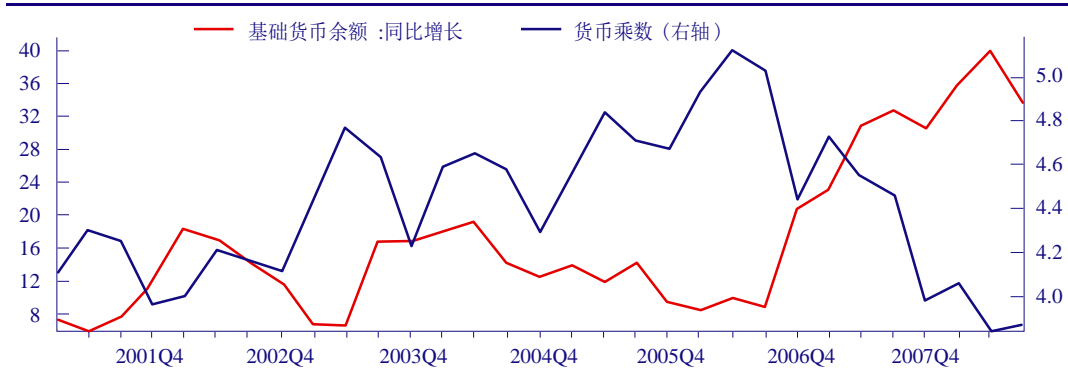
1、最近三个月初现“流动性陷阱”特征

最近三个月以来，“流动性陷阱”在我国表现越来越明显。投资已连续两个月大幅回落，10月份，城镇固定资产投资 13318 亿元，同比增长 24.4%，比 9 月份回落 4.6 个百分点，比去年同期回落 6.3 个百分点。11 月份，城镇固定资产投资 14425 亿元，同比增长 23.8%，比 10 月份回落 0.6 个百分点，比去年同期回落 2.3 个百分点。由于商品房成交量大幅萎缩，价格环比下降，房地产投资回落尤其突出。10 月份，城镇房地产固定资产投资 2460 亿元，同比增长 11.0%，比 9 月份回落 1.2 个百分点，比去年同月回落 29.2 个百分点。11 月份，城镇房地产固定资产投资 2628 亿元，同比增长 7.7%，比 10 月份回落 3.3 个百分点，比去年同月回落 27.4 个百分点。

“流动性陷阱”同样表现在消费上。2003 年 1 月至 2008 年 11 月，我国新增储蓄存款占新增各项存款的比重平均为 43%，2008 年 9、10、11 月，我国各项存款余额新增 4769、3390、4038 亿元，其中储蓄存款余额新增 4420、3056、3635 亿元，新增储蓄占新增存款的比重达到了 92.7%、90.2%、90.0%，这意味着企业效益下降，流动资金匮乏，存款增长几乎为零，居民把收入中的大部分储蓄起来，存款大大增加，消费支出减少。

“流动性陷阱”还表现货币乘数上。今年二季度我国货币乘数降至 3.84，三季度降至 3.87，创 2003 年以来的最低水平。

图 12：我国基础货币余额增长与货币乘数



资料来源：中国银河证券研究所 Wind

2、对比 1998 年分析 2009 年发生“流动性陷阱”的可能性

我国 1998 年和 1999 年发生过典型的通货紧缩。物价方面。1998 年除 1 月和 3 月外，其余 10 个月 CPI 均为负增长，全年 CPI 涨幅为 - 0.78%。1999 年 12 个月 CPI 均为负增长，全年 - 1.40%。2009 年我国 CPI 约为 - 1.1%，明显低于 1998 年。

从流动性对比上看。自 1997 年 10 月到 1999 年 9 月，我国 M1 增长率低于 M2 增长率，两者最大差距发生在 1998 年 6 月，为 5.9 个百分点；今年 11 月，M1 增长率低于 M2 增长率 8 个百分点，高于 1998 年。1998 年，尽管存款利率大幅度下调，并实行利息税，但居民储蓄存款仍从 1997 年底的 46280 亿元增加到 1998 年底的 53408 亿元，增长 15.4%，企业存款增加 3830 亿元，增长 13.4%。预计 2009 年与 1998 年相似，尽管利率大幅下调，但难以刺激投资和消费，储蓄存款会大幅增长。

3、欧美已发生“流动性陷阱”

12 月 17 日，美国联邦基金利率降低 0.75 个百分点至 0-0.25% 区间，降至历史最低点。12 月 14 日，欧元区、英国、瑞典、新西兰和印尼五家央行都宣布了多年罕见甚至创纪录的大幅

降息，英国央行和欧洲央行最终宣布的降息幅度分别达到 100 基点和 75 基点。英国的利率降至 2% 的 57 年最低水平，欧元区则刷新了欧洲央行成立近十年来的单次最高降息纪录。自下半年以来，欧美主要发达国家“流动性陷阱”日益明显：劳动力市场形势恶化，消费开支、企业投资和工业生产都在下降，金融市场局势依然严峻，信贷条件仍在收紧，经济前景进一步看淡。同时，通货膨胀压力明显减少，能源以及其他商品价格都在下降。

综上所述，2009 年上半年，我国经济受自身下行周期和国际金融危机的双重冲击，会继续下行。尽管央行实行适度宽松的货币政策，继续下调利率，但企业由于经济效益继续恶化，会减少投资支出，而将多余的资金储蓄起来以备正常运转；居民会因为各种金融资产的估值趋于下降而减少投资，会因为收入增长放缓而减少消费，尽可能地将剩余收入储蓄起来以备不时之需。这样，储蓄存款会大幅增加，贷款增加相对较少，银行体系货币流动性充裕，形成“流动性陷阱”。

四、2009 年下半年“流动性陷阱”逆转与股票市场的投资机会

“流动性陷阱”意味着货币的投机性需求几乎为零。事实上，尽管流动性逐步释放，但是资金的投机需求面临着选择困境。

（一）“流动性陷阱”下的资产配置困境

广义货币静态分布于三个层次的市场上：一是银行存款，收益稳定，风险非常小；二是大宗商品市场、债券市场、股票市场等资本市场；三是房地产市场。在“流动性陷阱”下，用于日常交易的交易需求和货币的投机需求会明显萎缩，大量的流动性将体现在人们的预防需求上，用于应付不测之需，资产配置将面临困境。

1、利率下行使存款收益率大幅下降

银行存款是我国居民最重要的投资渠道，我国的储蓄比例远远高于其他国家。但是，随着货币政策由“从紧”转向“适度宽松”，我国的利率也将大幅下降。预计 2009 年存贷款降息的空间将进一步加大，基准贷款利率将会至 4.77-5.04%，存款利率下调 1.17-1.44%，并在 09 年上半年之前降息到位，居民储蓄存款的收益明显降低，存款定期化趋势将明显减弱。

2、债券投资收益率下降，风险增加

2009 年国债收益率曲线只有 20-30 个基点的下降空间。根据银河证券研究所债券分析师的预测，2009 年债券新增供给约 18700 亿元，新增债券需求 25100 亿元，需求超过供给有助于债市保持强势。但是，由于 2008 年下半年以来债券收益率曲线已大幅下移，一定程度上透支了未来的降息预期，尽管预期 2009 年会降息近 100 个基点，但国债收益率曲线只有 25-30

个基点的下降空间，债券的投资收益率比较有限。据测算，2009 年债券投资收益率将会在 5% 左右，远远低于 2008 年的收益率水平。

与收益率下降相对应的，是 2009 年债券投资的风险逐渐增加，尤其是长期品种的风险更大。预计 2009 年的降息时间主要集中在上半年，因此，随着价格不断上升而降息停滞使 2009 年下半年的债券投资风险增加。此外，根据对收益率曲线的预测，短期品种的收益率下降比较显著，而长期品种的收益率下降空间很小，使得长期品种的风险较高。因此，2009 年固定收益产品对投资者的吸引力将下降。

3、大宗商品价格暴跌后波动风险增加，投资风险较大

供求关系变化使大宗商品的牛市基础不再。美国金融危机导致美欧经济陷入衰退与新兴经济体经济调整，全球大宗商品供求关系出现变化。以石油为例：2007 年全球每天石油供应少于需求 35.1 万桶，2008 年则是每天供应大于需求 51.6 万桶，虽然相对于巨大的消费量而言这个数量并不多，但是随着需求下降、原油库存增加，全球原油已经改变了原先供不应求的状况。很小的需求与供给弹性使大宗商品一旦有较小的供给过剩，就可能产生较大的价格下跌。此外，美元走强助推大宗商品价格回落，资金流出商品市场使其价格雪上加霜。

2009 年，世界各国将实施或出台经济振兴计划，有助于刺激国际大宗商品价格反弹，但是全球经济低迷不会在短时期内结束，大宗商品供过于求的基本格局并不会根本改变，因此，2009 年投资大宗商品将面临较大的波动风险。

4、房地产价格将下降，投资面临有风险无收益的尴尬

开发商的资金压力和库存压力促使房价趋于下降。截至 2008 年 9 月的全国在建未售面积

按照当前的月均销售速度将需要 44 个月才能消化，供给调整严重滞后于销售，将给 2008 年最后 1 季度和 2009 年带来巨大的销售压力。

近几个月来，在库存高企的压力下，价格下降的城市正在增多，出现最早也是最显著价格调整的城市发生在广州、深圳，但是我们看到这种价格调整有从一线城市向二线、三线城市传导，从珠三角向长三角、环渤海传导的趋势。全国房地产市场调整正在由局部向整体并有向纵深方向不断发展的风险（见表 10）。

表 10：几个主要城市自 2007 年房价见顶以来的房价变动幅度

一手房市场	最新数据时间	自 07 年见顶以来的变动	自 07 年 12 月以来的变动
北京	2008 年 8 月	-9%	-9%
深圳	2008 年 9 月	-40%	-28%
重庆	2008 年 9 月	-4%	-4%
天津	2008 年 9 月	-3%	-3%
沈阳	2008 年 7 月	-26%	-9%
武汉	2008 年 9 月	-17%	-15%
杭州	2008 年 9 月	21%	27%

资料来源：中国指数研究院

因此，从全国范围看，2009 年房价下降的压力非常大，房地产投资将面临只有风险、没有收益的尴尬。

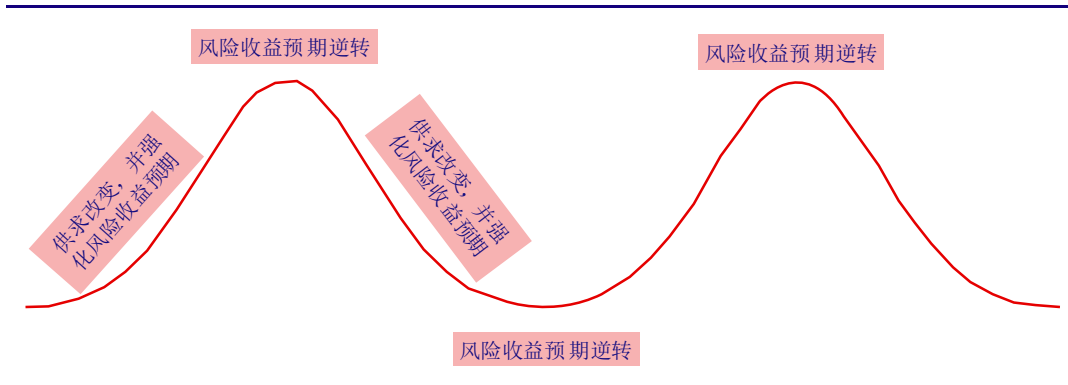
（二）引发货币流向资本市场的可能性及触发因素

银行存款、债券、大宗商品和房地产市场的收益与风险状况表明，流动性不能被存款、债券、商品、房地产吸纳。股票能不能成为主要的资产选择？从目前看，资金还没有出现流向股市的迹象，也没有流入股市的意愿。未来能否逐步流向股市，决于股票市场的风险收益预期以及股市供求关系变化。

1、风险收益预期和供求关系决定 A 股市场的运行轨迹

中国股市的运行规律表明，风险收益预期与市场供求关系决定了市场运行轨迹。风险收益预期决定市场运行方向，供求关系强化市场运行趋势。

图 13：风险收益预期与供求关系的相互影响



资料来源：中国银河证券研究所

一般而言，中国投资者习惯于计算金融市场的供求关系。比如在判断股市行情的趋势时，经常看到证券研究机构计算未来一段时期可能上市的新股供给量和可能进来的增量资金，并以此为依据判断未来行情。然而，无论是潜在的购买者，还是计划发行新股的融资者，其投融资计划都是根据金融市场收益和风险预期变化而确定的。比如说，一旦行情看涨，大量社会资本就会蜂拥而入；一旦行情低迷、交易量萎缩，原本的新股流通计划也不得不做出调整。

不过，完全否定供求关系也不对。因为一旦金融市场的风险收益预期发生变化，供求关系就会发生相应的调整，并进一步加速这种风险收益的预期。比如，2006年，由于中国股市的“赚钱效应”，几乎每个月都有大约1000亿元人民币的新资金进入市场，不断推高股指；而2007年四季度以后，由于风险加大、预期收益减少，连续几个月都有大量资金从资本市场净流出。与此同时，“股权分置改革”中支付了“对价”的非流通股东却逐渐获得流通权，几乎每个月都有上千亿元的股票在资本市场上减持——持续的供求失衡，造成资本市场长期低迷不振。

市场的趋势性变化既受到供求变化的影响，也受到风险收益预期的影响，两个因素不是完全对立的，而是相互强化的。一般而言，从时间上首先是风险收益预期的变化，然后才是供求

关系的变化。一旦供求关系逆转，又会强化已经初步形成的风险收益预期，二者一旦形成一致的推动力，就会形成一个趋势性的机会或者风险。

2、股市系统性风险进一步释放，风险收益预期存在转变的可能

(1) 系统风险正在消除，投资价值有所显现

经过 2008 年大幅下跌，A 股系统风险基本得以释放。全部 A 股市盈率从年初的 35 倍下降至 15 倍，市净率下降至 2 倍，大量优质公司价格跌破净资产，无论从国际对比看还是 A 股自身的历史对比来看，估值水平都是较低的，市场系统风险得到较大程度的释放，A 股投资价值正在显现，预计 2009 年 A 股市场股息率将达到 2.8%（对应上证指数 1800 点），远高于一年期定期存款利率。由于 2009 年上半年实体经济与上市公司盈利仍会继续下降，国际经济恶化也会在明年上半年体现出来，因此，市场存在继续下行的可能，系统性风险会进一步释放。

表 11：当前值与历史平均值的偏离程度

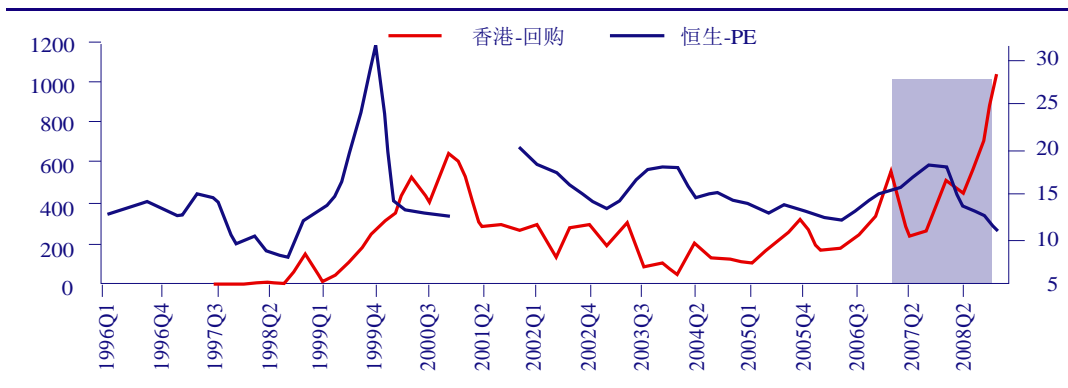
指数	纳斯达克	标普 500	富时 100	法国 CAC	日经 225	恒生指数	台湾加权指数	韩国 KOSPI	沪深 300
PE	48%	26%	73%	52%	78%	53%	54%	56%	57%
PB	36%	51%	57%	49%	55%	47%	44%	36%	50%

资料来源：中国银河证券研究所 Bloomberg

(2) 产业资本对市场价值呈现矛盾看法，市场预期有所转变

产业资本对当前价格的态度也表明，市场预期在发生变化。2008 年二、三季度，香港市场公布回购的上市公司数量呈直线上升趋势，公告回购的公司分别是 669 家和 1055 家，创出历史新高，2007 年二、三季度分别是 242 家和 271 家，同比增长 176% 和 289%，这显示出香港市场上产业资本对市场估值的高度认可，这一时期市场的平均市盈率是 12 倍。

图 14：1996 年以来香港上市公司回购数量与恒生指数估值



资料来源：中国银河证券研究所 Bloomberg

对于国内市场，由于各种政策和法规限制，股票发行和兼并收购受到严格的监管，上市公司回购和大股东增持的政策刚刚松动，历史数据有限，纵向不可比。目前的情况是，产业资本对市场的看法存在矛盾之处，一方面大小非减持还在继续，另一方面增持、回购现象不断出现，国内的产业资本已经出手，如铃锐股份被马应龙举牌，天音控股、海马股份等上市公司都因价值低估而大规模地回购本公司股票，这表明产业资本对市场的预期已经开始变化。参照香港市场，如果

以 A 股当前价格与香港三季度的价格进行对比,两者的估值水平已经很接近,二季度香港市场的市盈率在 12-14 倍,三季度在 10-12 倍,目前 A 股估值已经接近产业资本的认可区域。

(3) 刺激性政策和宽松货币环境有望改善风险收益预期

从对未来的预期收益看,根据经典的绝对估值模型,股票的预期收益由两方面因素决定,

未来每年的回报和资金要求的回报率：
$$P = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots$$
其中, D 是预期未来发放的股利或者产生的自由现金流,这由企业的经营运行状况决定;资金要求的回报率也即折现率 $k = r_f + \text{risk premium}$,包括无风险利率和风险溢价,由整个市场的货币供应情况和央行的货币政策决定。

随着我国前所未有的经济振兴计划出台并迅速实施,投资者对未来经济下降的担忧有所减缓,并普遍预期明年下半年经济会好转,企业的盈利会逐步改善。同时,在 09 年宽松的货币政策环境下,经济中的货币供应量增加、资金充裕,市场的无风险利率和风险溢价与货币供应量呈负相关关系,这也意味着资金要求的回报率下降,即折现率下降。根据绝对估值方法,股票的整体估值中枢会上移。

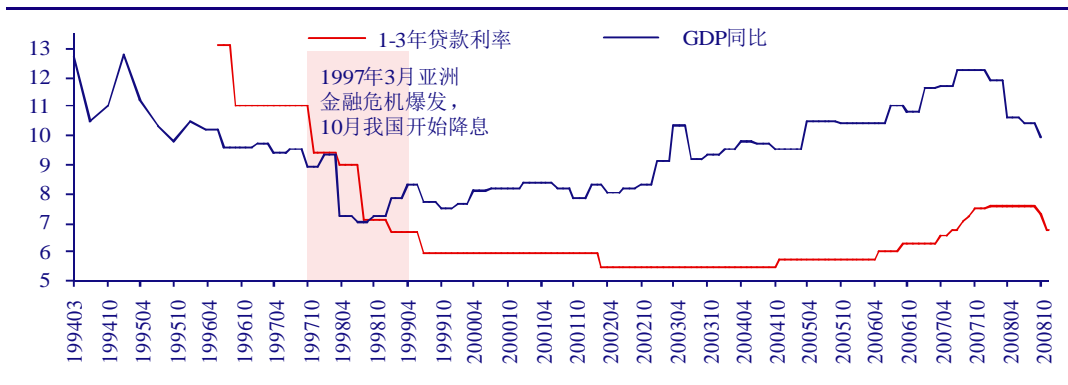
3、股市风险收益预期改变的三种触发情形

市场趋势性变化既受供求变化的影响,也受风险收益预期的影响。从时间顺序上看,风险收益预期变化在前,供求关系变化影响在后,只有风险收益预期发生变化,股市运行趋势才能发生逆转。从目前情况看,存在三种改变风险收益预期变化的可能情形:

一是经济增速回升和上市公司业绩改善改变风险收益预期。作为一国经济的晴雨表,股市

走势与经济走势相辅相成。大型央企纷纷上市和市场规模迅速扩大使得 A 股对我国经济的代表性明显增强。对我国经济和上市公司业绩的预期是影响市场的关键因素。在刺激性的宏观调控政策下，预计 2009 年下半年经济会见底回升，上市公司业绩也将逐渐改善。

图 15：1997 年亚洲金融危机表明，我国宏观政策发挥作用需要经过 6-9 个月

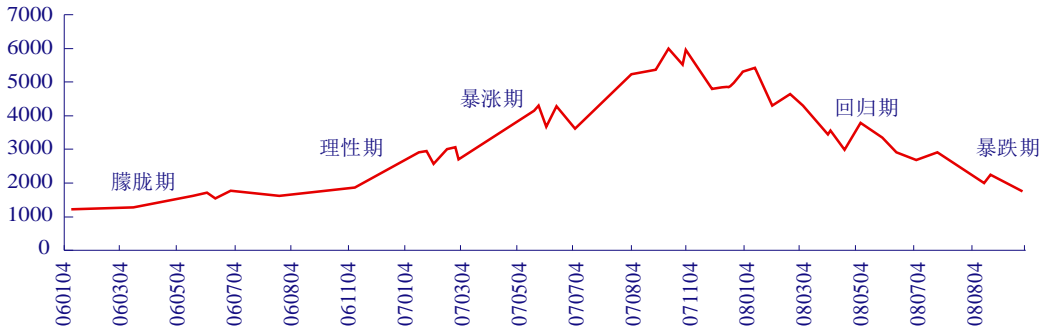


资料来源：中国银河证券研究所 Bloomberg

二是政府推出强有力的稳定股市运行政策改变风险收益预期。经过 08 年的大跌，A 股的系统性风险已经明显释放，现在市场缺的是信心，如果政府推出较为强劲的股市政策明确救市态度如平准基金等，有可能逆转整个市场的信心。

三是股市自身运行规律有可能扭转市场风险收益预期。由于行为人知识不完全且相互影响，A 股总是呈现出“暴涨暴跌”格局，参与者受到某种错误理解的影响，对市场的反应出现偏差，不仅背离均衡水平，而且在背离之后进行自我强化，进而导致暴涨（或暴跌）；泡沫（或负泡沫）破裂后将逐渐进入回归期，市场估值水平趋于正常状态。目前，A 股市场已经处于暴涨暴跌模型的暴跌后期，市场存在进入价值回归期的可能。

图 16：2006-2008 年上证指数走势图



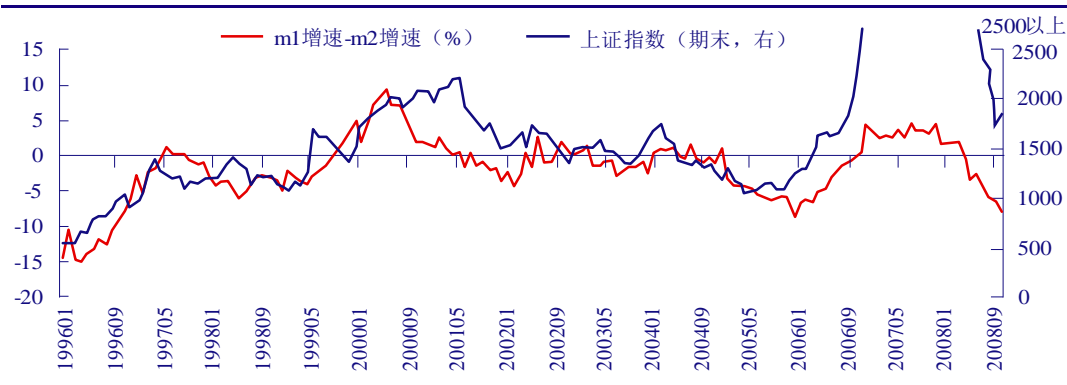
资料来源：中国银河证券研究所

4、风险收益预期改变的触发标志：M1 增速逐步快于 M2 增速

尽管引发风险收益预期变化的因素在于经济增长和上市公司业绩改善,但是由于指标的滞后性,股市表现往往领先于经济基本面。实证经验表明,货币供应增速的变化,往往引发市场走势的变化,两者具有很高的相关性。

货币供应与股市之间的实证关系表明,M1 增速与 M2 增速之差与上证指数呈现明显的正向关系。我们分别对比了 M1、M2 等几个货币供应变量与指数走势之间的关系,结论是 M1 增速与 M2 增速之差,与上证指数走势的相关性最高,在两者增速之差达到高点时(2000 年、2007 年),上证指数到达阶段性高点。在增速之差到达低点时(1999 年、2005 年),指数也处于阶段低点。

图 17：我国 M1 增速、M2 增速与上证指数之间关系



资料来源：中国银河证券研究所，Wind

对于这一现象，我们认为是因为 M1 增速-M2 增速更能反映出经济的运行变化，这一指标和股市一样都会对经济的变化提前做出反映：

1、在货币供应的各个层次中，狭义货币供应量 M1 是流通中的现金加上各单位在银行的活期存款；广义货币供应量 M2，是指 M1 加上各单位在银行的定期存款、居民在银行的储蓄存款、证券客户保证金。

2、在一般情况下，M1 和 M2 增速应当保持平衡，也就是在收入增加、货币供应量扩大的环境下，企业的活期存款和定期存款是同步增加的，这也符合凯恩斯流动性偏好理论中对三大动机的解释。

3、如果 M1 增速大于 M2，意味着企业的活期存款增速大于定期存款增速，企业和居民交易活跃，微观主体盈利能力较强，经济景气度上升。如果 M1 增速小于 M2，表明企业和居民选择将资金以定期的形式存在银行，微观个体盈利能力下降，未来可选择的投资机会有限，多余的资金开始从实体经济中沉淀下来，经济运行回落。

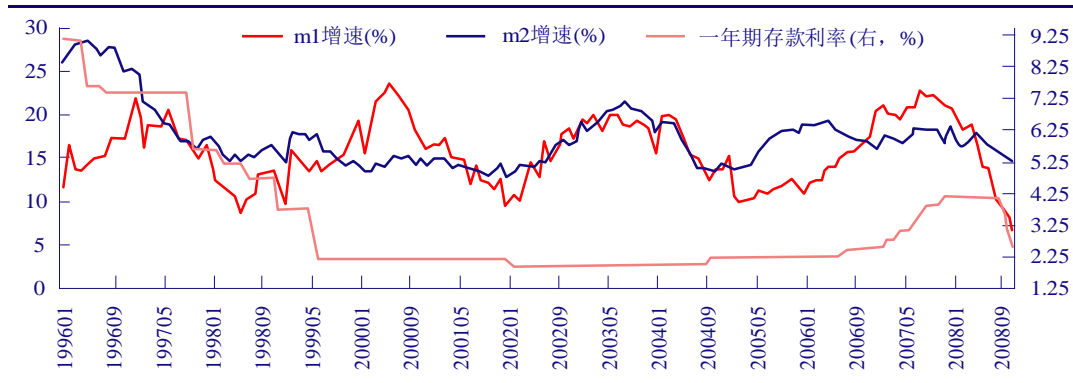
4、货币供应和股市都是经济的先行指标，都会先于经济做出反映。

从货币当局采取政策行动到政策部分乃至全部发挥效力有一定的时间间隔，即货币政策时

滞。理论上讲，货币政策时滞在 6 至 12 个月。从历史上看，1997 年亚洲金融危机爆发后，央行大幅降低了存款准备金率和存贷款利率，向市场释放流动性。1998 年 6 月，在降息后的第八个月，M1、M2 增速触底反弹（见图 18）。

2008 年 9 月份以来，央行已经连续 5 次降息 189 基点。我们认为，在明年二季度末，M1 增速-M2 增速会达到阶段性底部，并推动市场上扬。我国货币政策对 M1 的影响要大于 M2，从下图中可以看出，在经济下滑过程中，M1 往往呈快速下降的趋势，在宽松的货币政策实施并经过一定滞后，M1 反弹的速度也是明显大于 M2，M1 对经济的反映更加敏感。我们认为，在明年二季度后期 M1 增速会探底回升，M1 增速-M2 增速会达到阶段性底部，并在股市上有所表现。

图 18：1996 年以来我国的利率和货币供应增速



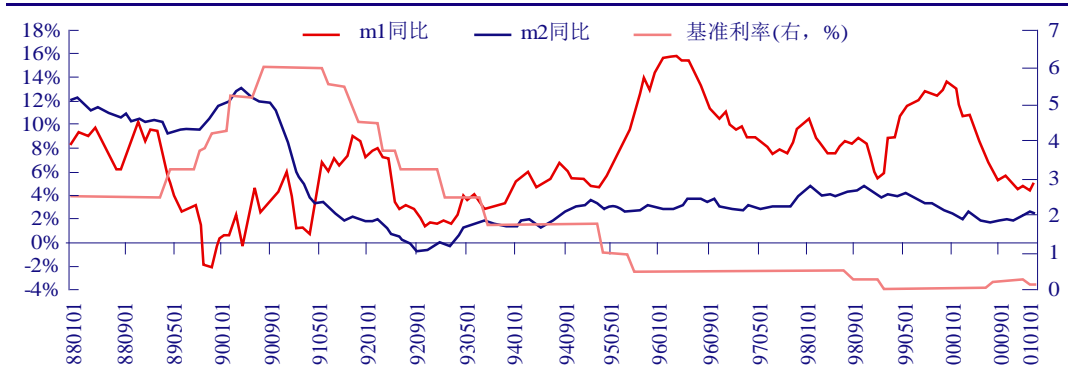
资料来源：Wind，中国银河证券研究所

我们也研究了日本的流动性和股指的关系，结论与前文的分析基本一致。在 1993 年以前，日本 M1 增速与 M2 增速之差与股指并无明显的关系，但是在 93 年以后呈现出较强的正相关关系。我们认为这主要因为 1993 年之前市场的特殊情况所致，90 年代资产泡沫破裂严重恶化了银行的资产负债表，在信贷的大幅收缩下，M2 下降的速度过快，明显超过了 M1 的下滑势头，甚至在 1992 年出现了负增长，在这种特殊情况下，M1 增速与 M2 增速之差上扬并不意

味着经济开始活跃。1993年之后，在央行的连续宽松性货币政策下，M1略有反弹，我们看到

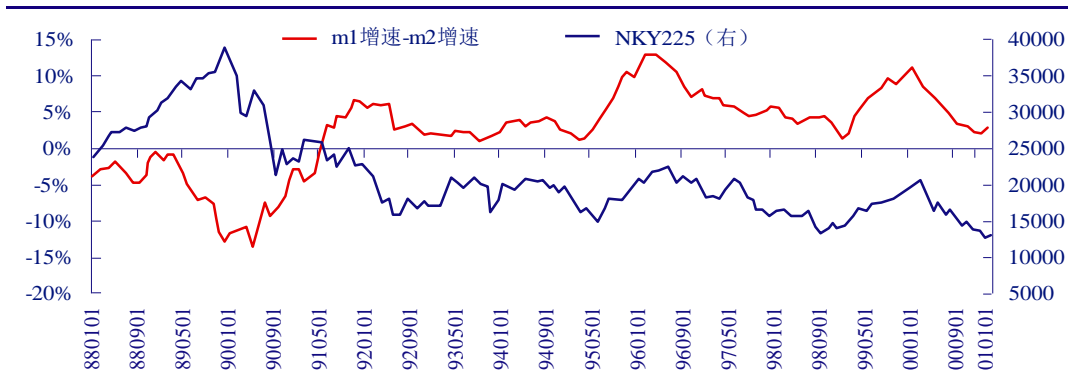
1996年和2000年M1大幅的上扬伴随着股指的明显上升。

图 19：日本的货币供应与基准利率变动



资料来源：中国银河证券研究所，彭博

图 20：日本的货币供应与股指变动



资料来源：中国银河证券研究所，彭博

因此，应密切关注货币供应变化，将货币供应增长的状况作为判断未来股市运行轨迹变化的重要领先指标。

(三) 供求关系依然制约 2009 年的股市运行

风险收益预期与市场供求关系始终是互相影响的。从市场供应量来看，2009 年仍然是限售股解禁的高峰期，全年新增实际减持压力超过 4700 亿元。较大的供应压力将制约市场的反弹高度。

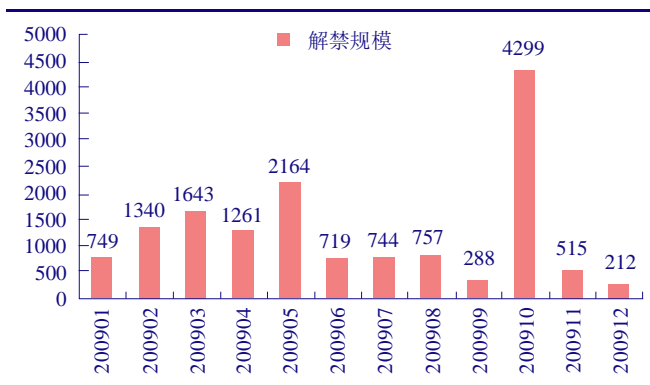
2009 年全部限售股解禁规模为 3.26 万亿元，主要以国有控股股东所持股份解禁为主，新

增限售股解禁压力 4718 亿元 (按照 2008 年 12 月 24 日价格计算)。其中，一季度是全年解禁的高潮，其中 2 月单月解禁规模为 583 亿元。

2009 年是股改限售股解禁的高潮期，以非国有控股股东为主的大非解禁超过 2900 亿元，占比超过 60%。

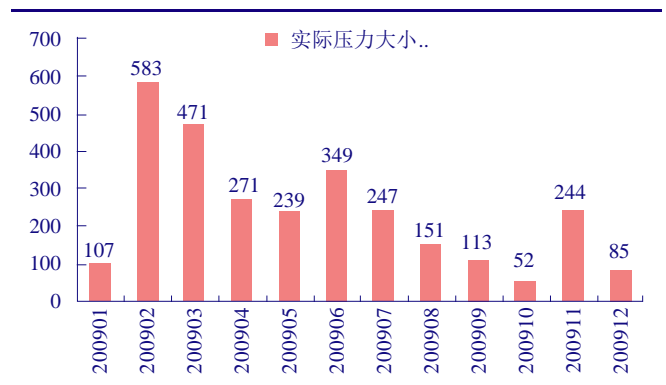
2009 年原股东限售股的实际压力为 1017 亿元。原股东限售股的整体解禁规模高达 1.7 万亿，其中 94% 是国有控股股东，实际的压力不大。但是值得我们注意的是，部分股票的解禁规模比较大，在百亿以上，如 4 月份紫金矿业上市满一年，很多小股东解禁；10 月上港集团的非国有大股东进入解禁期，这些个股压力较大。原股东限售解禁股将在 2010 年进入高潮。

图 21：2009 年限售股解禁规模



资料来源：中国银河证券研究所 wind

图 22：2009 年限售股解禁实际抛售压力



资料来源：中国银河证券研究所 wind

由于风险收益预期的改善仍然需要时间，供求关系在风险收益预期改变初期还不能发挥其强化作用，相反，其制约作用仍然偏大，因此，在 2009 年限售股解禁高峰之年，股票供给过大仍将制约市场预期变化带来的股市上涨幅度。

插图目录

图 1：1996 年以来我国食品价格指数和肉禽及其制品价格指数.....	5
图 2：1996 年以来我国 CPI 和食品价格指数.....	5
图 3：我国房价涨幅回落但仍在上涨.....	5
图 4：36 个大中城市精瘦肉零售价格.....	6
图 5：PPI 及生产资料、生活资料价格指数的变化.....	10
图 6：生产资料价格指数及其分类价格指数的变化.....	10
图 7：生活资料价格指数及其分类价格指数的变化.....	10
图 8：CRB 现货指数已跌到 2005 年底的水平.....	10
图 9：2009 年煤价和油价将低于 2008 年.....	10
图 10：工业增加值增长速度与存货增长速度.....	16
图 11：我国商品房销售下降，库存增加.....	18
图 12：我国基础货币余额增长与货币乘数.....	21
图 13：风险收益预期与供求关系的相互影响.....	27
图 14：1996 年以来香港上市公司回购数量与恒生指数估值.....	29
图 15：1997 年亚洲金融危机表明，我国宏观政策发挥作用需要经过 6-9 个月.....	31
图 16：2006-2008 年上证指数走势图.....	32
图 17：我国 M1 增速、M2 增速与上证指数之间关系.....	32
图 18：1996 年以来我国的利率和货币供应增速.....	34
图 19：日本的货币供应与基准利率变动.....	36

图 20：日本的货币供应与股指变动..... 36

图 21：2009 年限售股解禁规模..... 37

图 22：2009 年限售股解禁实际抛售压力..... 37

表格目录

表 1：我国 CPI 函数..... 3

表 2：我国食品价格指数函数..... 4

表 3：对 2009 年食品价格指数的估计..... 7

表 4：对 2009 年 CPI 的估计..... 7

表 5：生产资料、生活资料价格指数的回归系数..... 8

表 6：生产资料价格指数的分类价格指数的的回归系数..... 8

表 7：生活资料价格指数的分类价格指数的的回归系数..... 9

表 8：2009 年我国 PPI 预测表..... 11

表 9：当前我国 11 个行业产能过剩情况..... 19

表 10：几个主要城市自 2007 年房价见顶以来的房价变动幅度..... 25

表 11：当前值与历史平均值的偏离程度..... 29

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6 - 12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6 - 12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报

10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客

户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河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。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908