

过剩流动性将继续支撑股市牛市行情

□刘勤

近日,央行公布了10月份的金融运行数据,截至今年10月末,广义货币(M2)余额为33.27万亿元,同比增长17.1%,增幅较上月增加0.3个百分点,比去年同期低0.9个百分点,继续超过全年16%的调控指标;10月份当月新增人民币贷款骤然下降为170亿元,同比少增94亿元。其中,新增中长期贷款838亿元(同比多增319亿元),短期贷款及票据融资减少705亿元(同比多减少436亿元)。今年1月至10月份人民币贷款已增加了2.78万亿元,较全年2.5万亿元的调控目标已超出2780亿元。



华林证券研究所副所长

尽管人民币新增贷款增长势头在10月份有所下降,但今年以来人民币新增贷款规模已达2.777万亿元,且超过了全年2.5万亿元的预定目标,并有望创出2003年以来新高,达到3万亿元左右水平。由此也显示,在今年剩下的两个月内控制货币信贷任务依然较为艰巨。

让我们再来观察一下流通中现金和狭义货币供应量情况。截至10月末,10月末流通中现金(M0)余额为2.5万亿元,同比增长14%,增幅比去年同期高5个百分

点,10月份现金净回笼723亿元,同比多回笼343亿元。另外,狭义货币供应量(M1)余额为11.84万亿元,同比增长16.3%,增幅比上月高0.6个百分点,比去年同期高4.2个百分点,比上年末高3.94个百分点。从结构上看,导致M1快速增长的主要原因是当月活期存款持续增长。其中,10月末企业人民币存款余额为10.7万亿元,同比增长15.6%,增幅比去年同期高出0.2个百分点。今年以来,企业活期存款增加较多,1月至10月份企业活期存款累计增加了7046亿元,同比多增6015亿元。

此外,截至10月末,人民币储蓄存款余额为15.8万亿元,同

由10月份金融数据显示,M2与M1两者之间的“喇叭口”已降至今年以来最低点,表明当前流动性过剩并没有降低反而在不断加大。如果大量过剩资金不能顺利地流向实体经济领域,短期性资金增多将必然会导致过剩资金只能流向包括股票市场在内的虚拟经济市场。从这个角度看,股市将继续成为吸纳和疏导当前我国过剩流动性的最佳通道之一,由此也将继续助推年末和明年初股票市场行情。

比增长15.5%,增幅比上月低0.5个百分点,是2005年4月份以来的最低点。与9月份比较,10月末储蓄存款减少了76亿元,是2001年6月以来首次出现下降。其中,活期储蓄存款同比减少21.6亿元,定期储蓄存款同比少增了607.9亿元。对此,央行的分析认为,随着股票市场交易持续活跃,储蓄存款一部分被分流到股票市场。10月份证券公司客户保证金余额为6042亿元,比上月增加2161亿元,同比增长182.9%,反映出股票市场已成为疏导目前流动性过剩的有效渠道之一。

通过10月份M2、M1和M0这组数据分析不难发现,M2增长

速度下降较快,M1增幅逐步回升,M2与M1增速之间的差距正在逐渐缩小。也就是说,M2与M1两者之间的“喇叭口”增幅已逐渐收窄到0.8。从今年以来M2与M1之间月度增幅差数据看,1月至10月两者之间的月度增幅差分别为:8.6、6.4、6.1、6.4、5.1、4.5、4.5、3.1、2.37、1.13和0.8。这组数据表明,当前流动性过剩问题可能还会在无形中不断加大。由于中长期存款结构转为短期和活期化的趋势在加深,活期存款增长较快,这意味着短期内企业对未来经济发展前景的预期还比较乐观,企业的

投资冲动有趋强迹象,由此可能会导致生产要素价格及市场中商品和劳务价格的普遍上涨。这无疑也向股票市场发出一个信号:股市、债市和楼市等资本品价格将会继续上升。

货币信贷作为央行前期首要的调控对象,近几个月信贷增长情况显示了政策调控的效果还是比较明显的。央行表示,在实行稳健的货币政策和综合运用多种货币政策工具的基础上,适时和适度地调节货币信贷,导致了一些重要金融指标增速的回落。由此可见,贷款增长趋缓是导致10月份M2增速回落的主要原因,10月份M2增幅比上月环比高出0.3个百分点,

既反映了目前实体经济中一些产业产能过剩现象,同时也反映了资金过剩现象。而银行信贷速度放缓,实体经济中工商企业等“活期存款”增加,意味着狭义货币(M1)同比增速自然会小幅回升。与储蓄存款和其他存款增加额增速直接相对应的是广义货币(M2)增速在减速。由此,形成了当前“宽货币、紧信贷”的局面,并导致银行存贷差进一步扩大。这种狭义货币(M1)与广义货币(M2)之间增长速度呈现喇叭状的“剪刀差”,足以说明实体经济中货币流动性正在降低,货币资产的储蓄功能得到了强化。在这种市场环境条件下,实体经济中的“宽货币、紧信贷”现状在客观上必然会造成货币资金的过剩局面。

特别值得注意的是,今年1月至9月份净投放现金1656亿元,同比多投放851亿元。其中,9月份净投放现金1502亿元,同比多投放580亿元,可见9月份净投放现金量呈急剧放大特征。但是,10月份现金净回笼723亿元,同比多回笼343亿元。由于当前增长趋缓是导致10月份M2增速回落的主要原因,10月份M2增幅比上月环比高出0.3个百分点,

亿元规模。如此庞大的过剩资金流,必然会寻找新的投资领域,其中部分资金自然会自发地流向虚拟经济领域,由此也将继续助推年末和明年初股票市场行情。

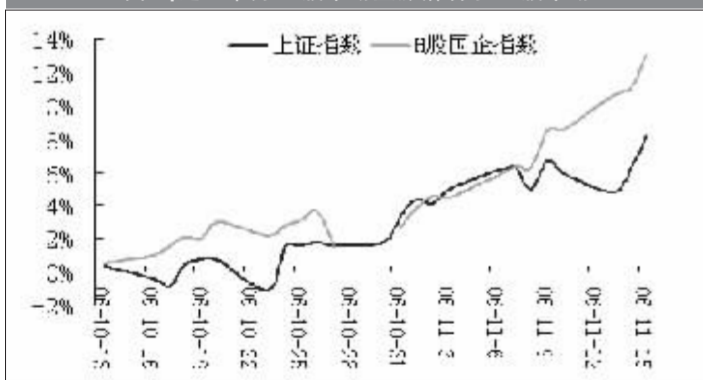
从今年央行调控的人民币新增贷款规模看,今年1月至10月人民币新增贷款已达到2.78万亿元,同比多增8004亿元,较全年调控目标2.5万亿元已超出2780亿元,这意味着央行在今年剩余两个月的时间内仍会继续严格控制人民币贷款增长。但是,由于当前我国的双顺差趋势还在扩大,外汇储备占款规模依然难以下降,而M2增速可能继续回落,人民币贷款增长将可能会继续放缓。这样的话,在M2增速持续回落的同时,M1增速会逐渐继续回升,这预示着M2与M1之间增幅差所形成的喇叭口仍会维持收窄趋势。在这种情况下,如果大量过剩资金不能顺利地流向实体经济领域,短期性资金增多将导致过剩资金只能流向包括股票市场在内的虚拟经济市场。从这个角度看,在未来一段时间内,股市双向扩容的步伐可能还会继续加快,股市将继续成为吸纳和疏导当前我国过剩流动性的最佳通道。

多重因素相互作用推动市场跨上新高度

□兴业证券研发中心 张忆东

- 目前市场牛市格局的基础没有改变:人民币升值、流动性过剩。
- 中国证券化率偏低,2006年中国银行、工商银行等超级大盘股连续上市,证券化率仍有30%,依然远低于发达国家100%以上的水平,甚至低于全球平均水平。
- 从估值水平上,目前沪深两市21倍的市盈率水平依然处于历史低位。
- 人民币升值将带来中国金融业的飞速成长,不可低估金融股在升值时期的牛市领袖地位。

图1:近一个月A股市场上涨落后于H股市场



数据来源:天相、兴业证券研发中心

一、H股市场的强势再次带动了A股市场

当上周五至本周二上午,A股大盘冲高1900点关后,并进行快速回调时,市场对于大盘蓝筹股产生了审美疲劳,除银行股、地产股保持强势之外,其他股票几乎全线下挫。A股市场上金融股和地产股对于大盘的支撑作用,以及大盘的快速反弹并创新高,某种程度上和同一交易时间H股市场的强势表现是分不开的,H股市场再次成为A股的领先指标(见图1)。

近一个月在工商银行上市效应和人民币加速升值的预期刺激下,海外资金涌入H股市场的趋势明显,推动H股市场不断创新高,H股市场中的第一大权重金融股成为领涨板块,走势格外强势,明显强于A股的金股。自工商银行10月底上市以来,交通银行已经有30%左右的涨幅,而中国人寿和建设银行作为H股恒生国企指数的第二权重股和第三权重股,也有10%以上的涨幅。比较“A+H”股的价格,我们更加清楚地看到招商银行、中国银行和工商银行的H股明显对A股有溢价。

二、立足基本面分析,我们看好A股市场的发展

1、目前市场牛市格局的基

础没有改变——就是人民币升值、流动性过剩。从同样受益于人民币升值因素的A股、H股的强弱差异,可以看到外资比中国资金更重视人民币升值因素。近期人民币升值步伐已经有所加快,自上周三以来已经连续4个交易日创出汇改以来的新高,人民币对美元汇率突破7.87后,逐步向7.86这一新的关口挺进。我们认为,未来几年人民币大幅升值将逐渐成为一致预期,这是因为,(1)中国对外贸易顺差的格局在一定时间内很难扭转,人民币的小幅度渐进式的升值无法阻挡中国出口的高增长。年初至今人民币升值幅度落后于亚洲其他新兴市场地区市种的升值幅度(见图2),依然享受出口价格的竞争优势。(2)由于崇尚贸易保护主义的民主党人赢得美国中期选举,促使人民币升值将成为美国对外政治的焦点。(3)美联储FED加息预期和人民币升值预期上升,会吸引更多的热钱流入中国,所以,人民币将继续面临升值压力,随之而来的是流动性过剩的局面更加明显。

其次,从证券化率水平看,中国股市依然有很长的发展之旅。股市是宏观经济的晴雨表,而这个晴雨表的灵敏度则取决于股市在一个国家国民经济中的地位。证券化率就是这样一个反映指标,是指一国各类证券总市值与该国民生产总值的比率。近20年来,中国社会长期稳定、经济保持8%-11%的年增长,根据IMF统计,2005年中国经济规模已经仅次于美国、日本、德国之后,位居世界第四。但是,中国证券化率偏低(见图4),2006年中国银行、工商银行等超级大盘股连续上市后,证券化率仍有30%,依然远低于发达国家100%以上的水平,甚至低于全球平均水平。作为中国经济的晴雨表,A股市场有着强大的内在发展需求。

第三,从估值水平上,目前沪深两市21倍的市盈率水平依然处于历史低位。我们统计了1996年至今沪深两市市盈率(PE)和市净率(PB)的变动,发现2001年6月是估值的高位,市盈率高达80多倍,市净率高达6倍多;而2005年中期是历史低位,市盈率仅14倍多,市净率仅仅1倍多。但是,目前21倍作用的市盈率和不足3倍的市净率依然处于历史低位(见图5)。

其次,从市场面看,升值造就金融股的传奇。近期“A+H”银行股的H股股价对A股股价溢价越来越大,H股市场的主导资金是全球性的资金,他们比A股市场的资金更看好金融股,很大的原因是经验。在升值期间,日本、韩国、甚至德国,其金融服务业、消费服务业都有盈利高速增长记录。1989年年底日经225种股价指数创历史新高38915.87点时,在总市

值排名前10名中,银行股独占六席。中国台湾1985年至1990年升值期间的股王——国泰人寿的股价从200元不到上涨到将近2000元。因此,我们可以断言,人民币升值将会带来中国金融股的传奇。

第三,流动性过剩的背景下,金融股可以通过并购和增发来提升价值。我们应该以欢迎的态度对待银行股增发,目前市场对于银行股增发过于谨慎,周一浦发银行大跌的重要因素就是增发。仔细分析浦发银行此次增发,此次增发7亿股A股,增发价为13.64元/股,该行2006年中期每股净资产为4.36元/股,增发后每股净资产将达到5.45元/股,按目前股价14.42元/股计算,市净率从3.31倍的偏高水平降为2.64倍的合理水平。增发成功能提高银行上市公司的资本充足率,为公司今后业务拓展奠定基础。

四、不可低估金融股在升值时期的领袖地位

金融股不仅仅在本次跨年行情中担当主力军,还将是这轮人民币升值大牛市的最大受益者。目前A股投资者对于银行股的分析更多以静态分析为主,忽视了金融业(包括银行、保险、证券等)是最能分享经济成长的行业,忽略了金融业在将来几年潜在的巨大增长(比如,受益于税制改革、混业经营、跨国收购、财富管理等等)。海外经验告诉我们,在牛市中金融股必定作为龙头股领涨。具体而言:

首先,人民币升值将带来中国金融业的飞速成长。目前,中国金融业已达到爆发式增长的起飞点,伴随着人民币升值,财富效应将越来越显著,人们对金融服务业有更大的需求,金融股的估值水平将被提升。一个地区或人均GDP如果超过2000美元,居民在金融服务方面的开支将显著提高。目前中国的人均GDP已达1800美元,其中东部沿海发达省份的人均GDP已经接近富裕国家的水平。到2020年中国金融服务业收入占GDP的比重将达到8%-9%,这意味着在目前不足5%的基础上将实现飞跃增长。

其次,从市场面看,升值造就金融股的传奇。近期“A+H”银行股的H股股价对A股股价溢价越来越大,H股市场的主导资金是全球性的资金,他们比A股市场的资金更看好金融股,很大的原因是经验。在升值期间,日本、韩国、甚至德国,其金融服务业、消费服务业都有盈利高速增长记录。1989年年底日经225种股价指数创历史新高38915.87点时,在总市

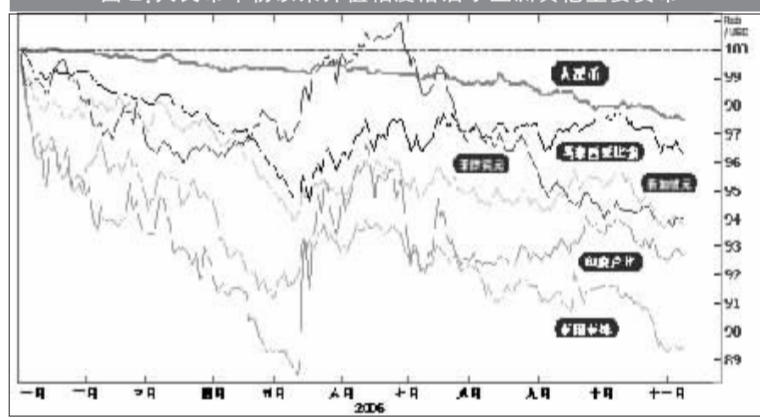
值排名前10名中,银行股独占六席。中国台湾1985年至1990年升值期间的股王——国泰人寿的股价从200元不到上涨到将近2000元。因此,我们可以断言,人民币升值将会带来中国金融股的传奇。

第三,流动性过剩的背景下,金融股可以通过并购和增发来提升价值。我们应该以欢迎的态度对待银行股增发,目前市场对于银行股增发过于谨慎,周一浦发银行大跌的重要因素就是增发。仔细分析浦发银行此次增发,此次增发7亿股A股,增发价为13.64元/股,该行2006年中期每股净资产为4.36元/股,增发后每股净资产将达到5.45元/股,按目前股价14.42元/股计算,市净率从3.31倍的偏高水平降为2.64倍的合理水平。增发成功能提高银行上市公司的资本充足率,为公司今后业务拓展奠定基础。

五、蓝筹股行情将是未来几年的常态

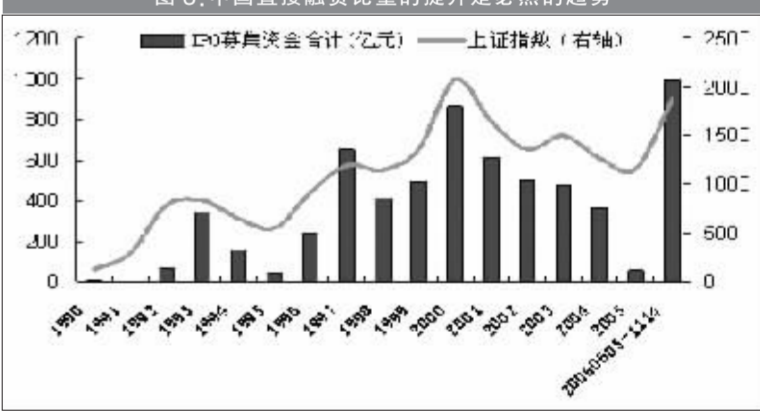
股权分置改革之后,伴随着A股融资能力恢复,特别是中国银行、工商银行等超级大盘蓝筹股的上市,中国A股市场的深度和广度大大增强。这使得投资者长期以来形成的偏好小盘股、题材股的投资风格变得落伍,而蓝筹公司、价值投资逐渐成为市场的主流。蓝筹股具有短线、长线的双重投资价值,短线而言,优质大型企业从市场资源来讲是“稀缺性资源”,股指期货和融资融券业务有望进一步提升蓝筹股的筹码稀缺性价值。另外,近几年A股市场中以基金、QFII等为代表的机构投资者持续扩容,A股市场中长线资金的比重不断提升。大盘蓝筹股具有良好的流动性,有利于大额资金随时进出,因此,场内场外资金将进一步向大盘蓝筹股倾斜。长线而言,大盘蓝筹股业绩稳定,根据我们对于沪深两市大中小型股票2001年10月至今的统计分析,我们发现大盘股的表现明显强于中小盘的股票。此外,股权激励、新的大盘蓝筹股上市、优质资产注入和整体上市等因素是促使大盘蓝筹股价值持续提升的神奇动力。因此,我们认为,A股市场将重现香港市场的分化格局,即大盘蓝筹股始终被追捧,而部分没有业绩支撑的小盘股、亏损股将被边缘化。

图2:人民币年初以来升值幅度落后于亚洲其他主要货币



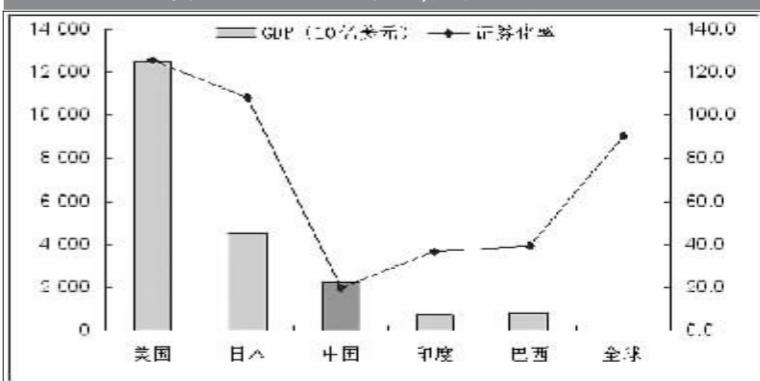
数据来源:兴业证券研发中心

图3:中国直接融资比重的提升是必然的趋势



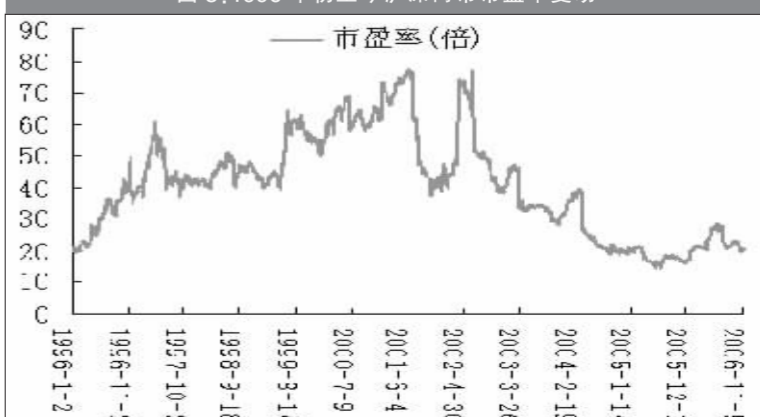
数据来源:路透、兴业证券研发中心

图4:中国证券化率依然偏低,资本市场发展空间大



数据来源:路透、WIND、兴业证券研发中心

图5:1996年初至今沪深两市市盈率变动



数据来源:兴业证券研发中心