

全球宏观与全球金融市场内部培训资料（宏观TALKS之8）

2009年中美宏观经济与金融市场 ——最近中美宏观与金融数据观点简述

Sihai Fang（共139页）

2008年12月22日晚成稿（星期一）

更新时间：2009年1月7日（星期三）



宏源证券

HONGYUAN SECURITIES

引言：近期金融市场描述（2009年1月7日）

- 无论是垃圾债券、外汇还是按揭贷款、股票或大宗商品，这些在2008年下半年受打击最惨重的市场纷纷开始反弹，有些市场较低点上升了10%甚至更多
- 新年伊始，全球股市均走出强劲行情，从巴西到德国、日本，多个股市基准指数都处于11月初以来的最高点。英国富时100指数过去6个交易日上涨了10%，印度Sensex指数近4个交易日共上涨了7%；虽然各主要股指迄今较11月低点的涨幅符合有关牛市的传统定义（即上涨20%），但市场人士并不这样认为，市场近期的回升是眼下所处的普遍熊市之下的短期反弹

引言：近期金融市场描述（2009年1月7日）

- 在外汇市场，一项判断风险承受能力的主要指标也显示情况出现了好转。近日来，美元兑日圆走强，使其今年以来的涨幅达到了3.44%。纽约汇市美元最新报93.85日圆，为11月28日以来的最高水平
- 日圆是判断风险偏好程度的重要指标，因为前几年盛行的一种做法是在日本以极低的利率获得贷款，然后将这笔资金投到其它地区，以获取更高的收益。如果投资者像去年那样感到恐慌，日圆就会走强，因为投资者会解除此类头寸，买回日圆。反之，当投资者愿意承受更大风险时，日圆走势就会趋弱。除了对日圆走高之外，美元兑欧元也出现了反弹。这反映出对欧洲央行可能减息的预期，从而打击了持有欧元的吸引力
- 所有这一切并不是说信贷危机已经结束；属于二阶拐点意义上的“超跌反弹”

引言：做空美国中长期国债ETF（TBT ETF）两周内涨幅达到15%



引言：美国垃圾债的ETF自12月以来反弹幅度超过30%



培训教案逻辑前提

- 宏观波动（周期）由四种因素叠加而成：
 - 1，基于外生的真实冲击（如，地震等自然灾害）
 - 2，基于内生的金融加速器冲击（金融经济周期）
 - 3，基于人口结构与家庭结构之社会（生命）周期
 - 4，基于凯恩斯主义与结构主义之政策波动周期（如，非对称的货币政策）
- 关于拐点的定义，本报告，有时采用一阶导数意义上的拐点，简称一阶拐点；有时采用二阶导数意义上的拐点，简称二阶拐点；“见底”与“见顶”，既不是一阶拐点，也不是二阶拐点，是简单的数字比较概念

逻辑前提

- 我们观察到的宏观波动周期是大自然，政府，企业，家庭，国际外交（国际政策协调）等五种力量互动的结果，宏观预测只能做到大概率预测（故，不能保证100%概率）
- 1973年以来，“货币面纱论”破产，我们无法用简单的“二分法”区分所谓的实体经济变量与金融市场变量
- 基于全球经济互相依存以及信息传播加快，宏观周期产生变频（急速而悲壮）



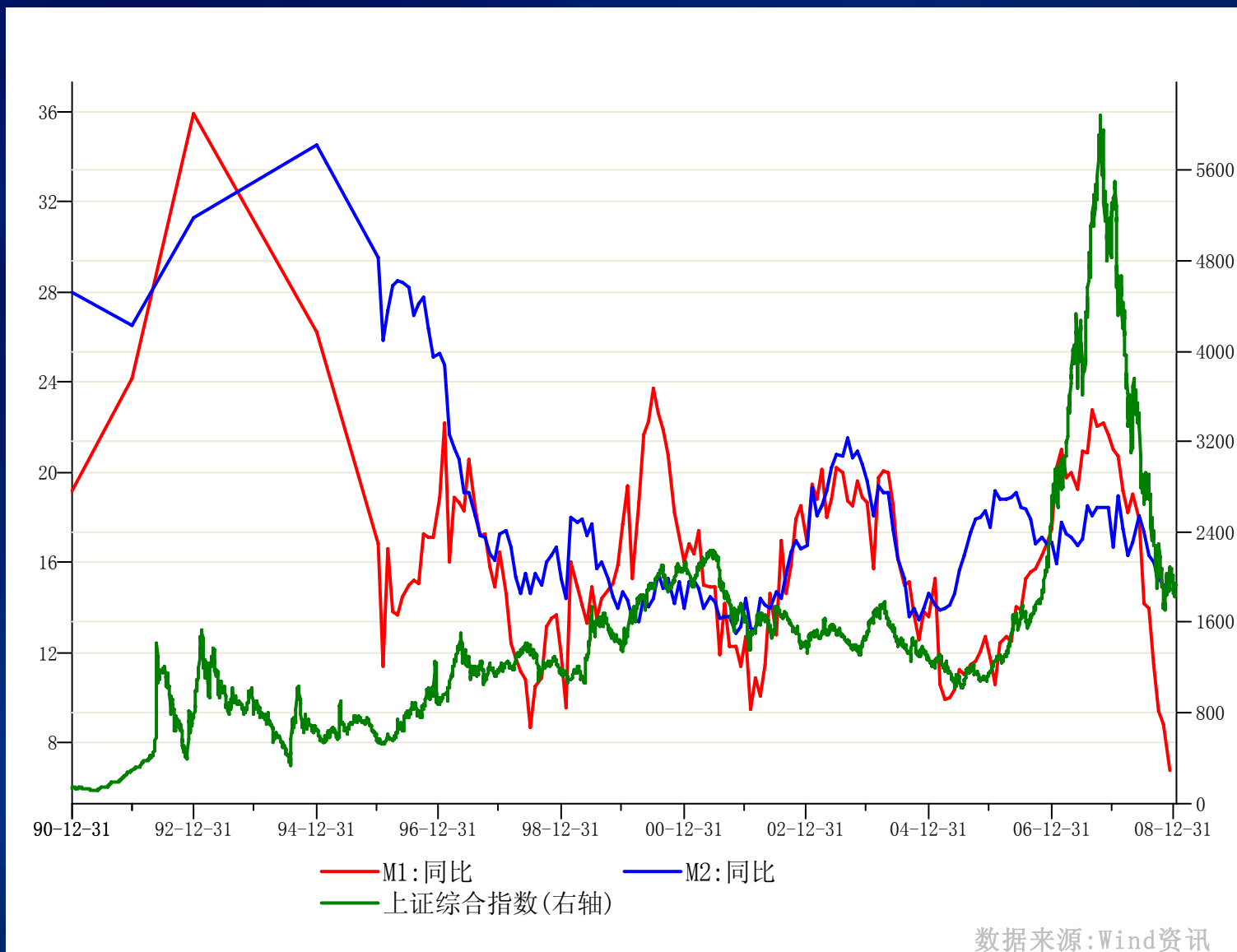
逻辑前提

- 尽管宏观变量之间经常无法真实归因，但在某一时间窗口其统计相关性与经济逻辑自洽性之显著交集，置信概率大
- 经济结构变化的环境下，目前经济计量学其实是无法预测未来，宏观预测其底层逻辑：社会永续假设，其隐含社会学（含社会心理学），政治学（含地缘政治学）等多种学科
- 环境与技术双重约束下，地球资源支撑不了2003-2007年全球“亢奋的增长”（4%不变增长率），这是本轮危机的真实本质所在（属于“与天为敌”）

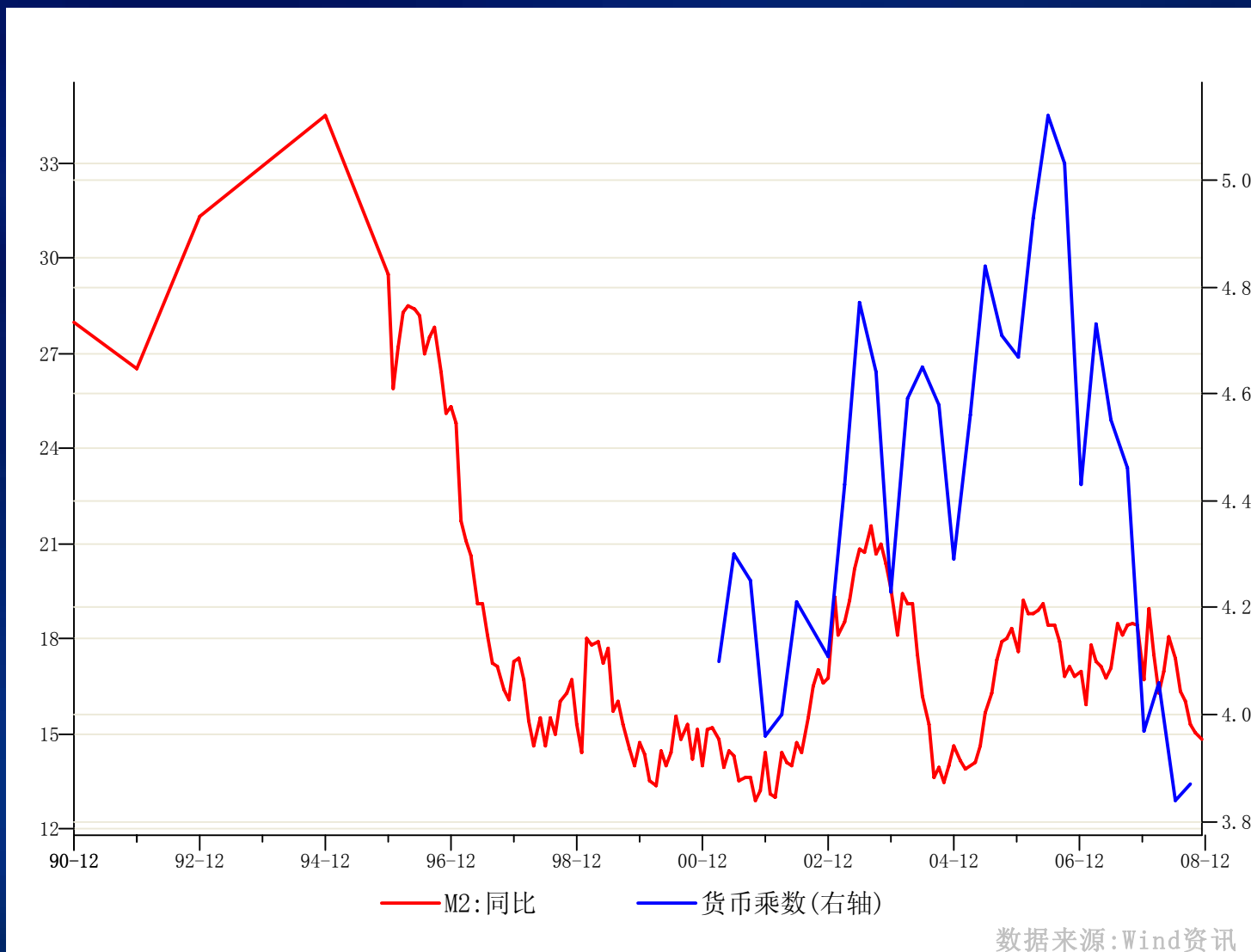
2008年以来的本人宏观与金融分析五大基本框架

- 本人2008年7月底8月初宏观系列报告（中美PPI拐点预测，短周期or中周期，第三季度宏观预测，再谈美元原油A股，等四篇报告）：做多美元，做多澳洲债券，做空大宗商品；证据表明：全球宏观周期变频加速
- 元逻辑之一：全球化背景下，“货币面纱论”与“证券中性论”至少在短周期和中周期中无效（金融投资，没有必要讨论长周期；产业投资，要关注长周期）
- 元逻辑之二：全球化背景下，二阶拐点，比一阶拐点有效
- 元逻辑之三：全球宏观波动周期，会产生变频
- 元逻辑之四：全球政府与市场互动，政府行为可预测
- 元逻辑之五：全球经济与金融是一个有机体，宏观经济与全球金融市场各项指标是可以校准并互相验证的

实证提示：A股与货币M1增速高度相关



中国货币乘数2008年9月第一次降息后改观



内容提纲：三部分外加附件

- 一，中美GDPG拐点与见底之预判与证据链
- 二，大宗商品市场（含利率）与外汇市场之证据链
- 三，展望：估值扩张，盈利拐点，人口结构，制度创新
- 附件，2009年最大的风险提示
- 申明：本报告内容，一些证明过程和结论直接取自本人以前报告，不一一指出资料来源，仅给出关键结论



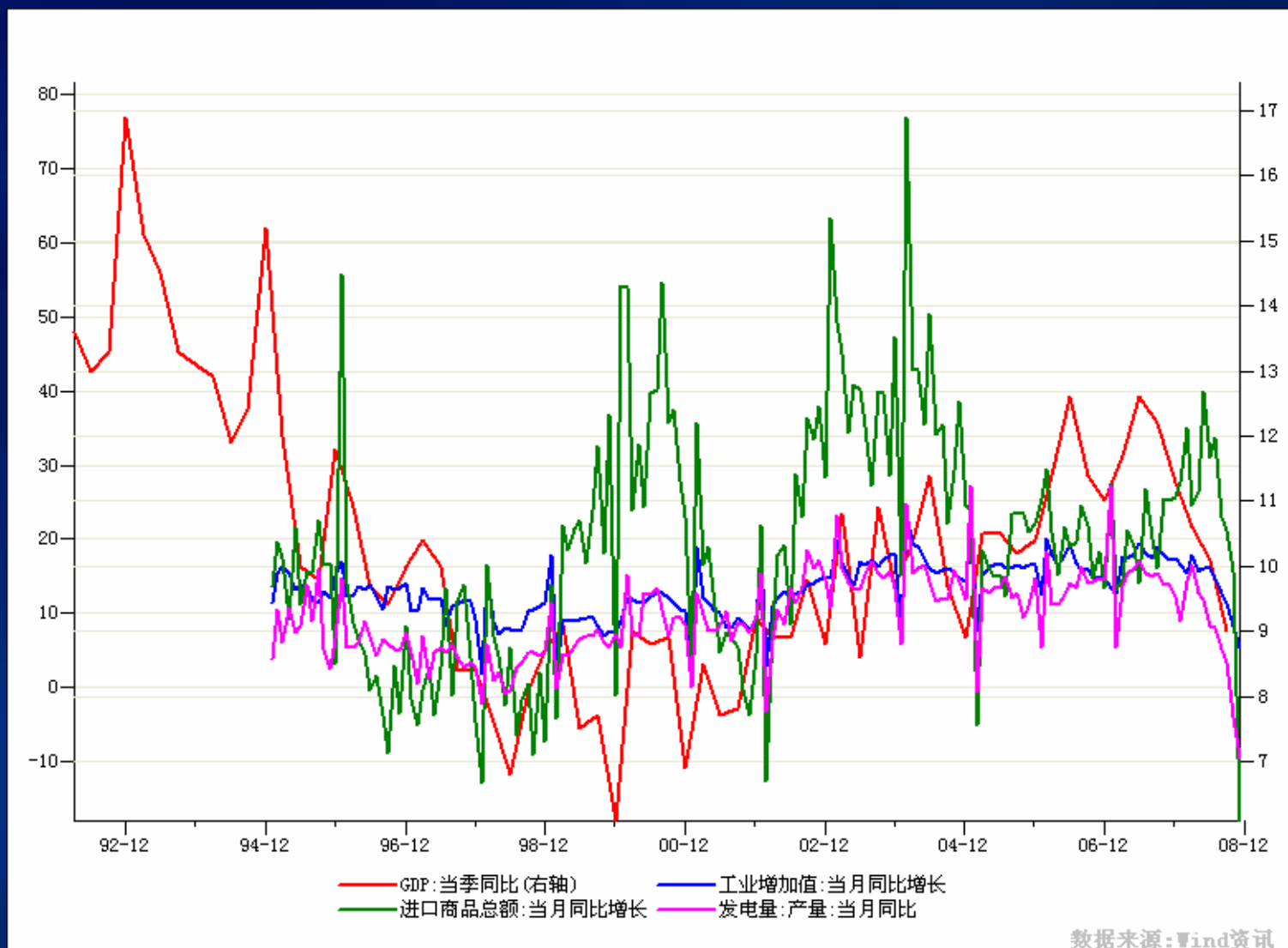
一，中美GDPG拐点与见底之预判与证据链

- 中国GDPG:2009年第一季度同比显现二阶拐点并见底，2009年第二季度同比显现一阶拐点并出现小“v”型反转（严格意义上为反弹）；回到计量上之潜在增长率下限同比9.55%，应该在2010年；再回到2003-2007年同比亢奋状态，不可能，更没有必要，不符合科学发展观，未来更注重NI至少是GNP而不是GDP（回归1984年诺奖国民经济统计学鼻祖--斯通之SNA）
- 美国GDPG:2009年第一季度环比显现二阶拐点，2009年第二季度环比显现一阶拐点并见“局部底”，美国GDPG同比拐点大概在2009年第四季度
- 本轮波动周期，中国将领先见底，眼前就是二阶拐点

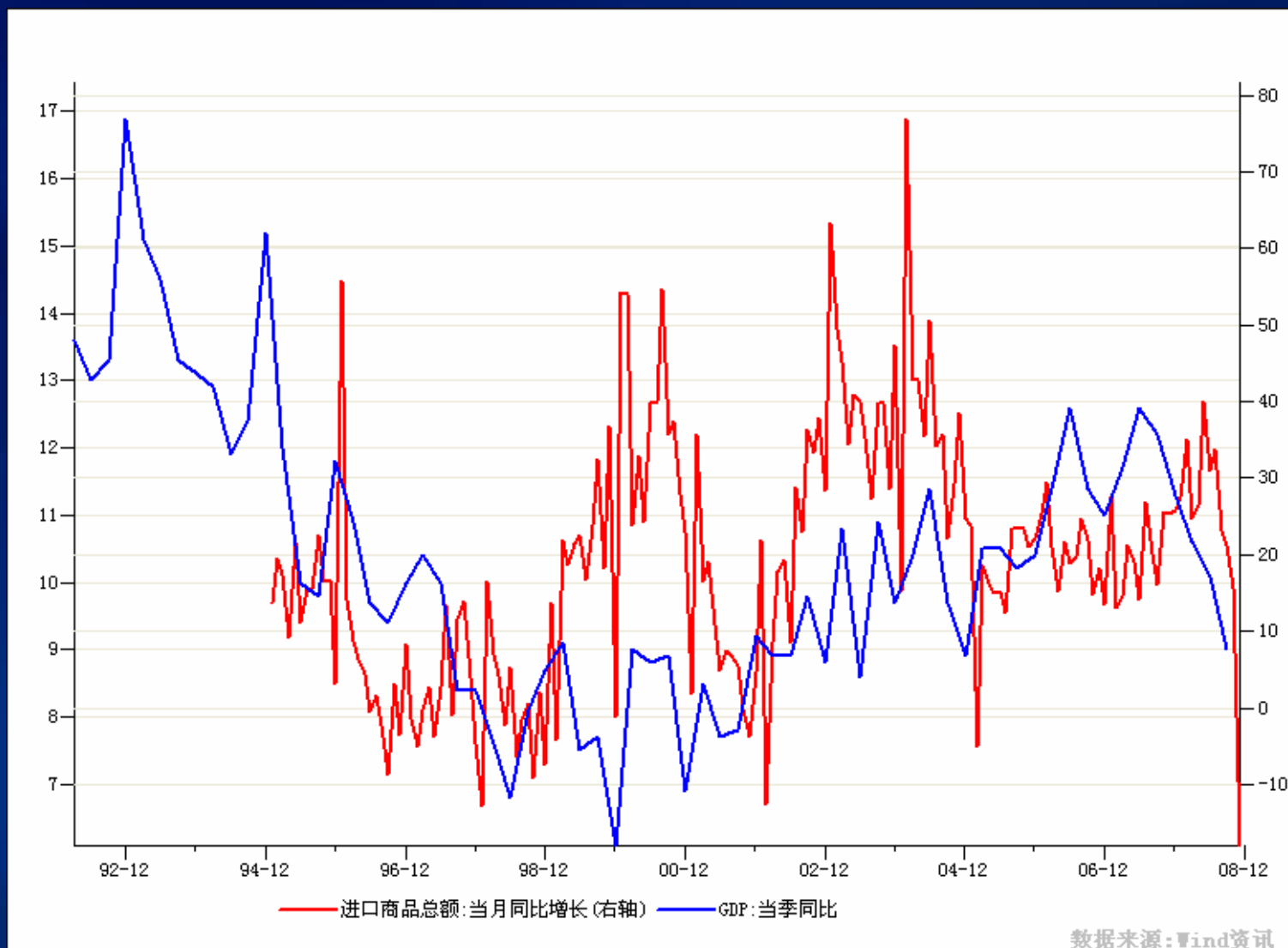
一，中美GDPG拐点与见底之预判与证据链

- 校准测算：中国2008年第四季度同比GDPG大概在6.5-7.0%，预计2009年第一季度同比GDPG大概在6.0-6.5%
- 综合测算：美国2008年第四季度GDPG环比折年率为（-5%至-7%），2009年第一季度GDPG环比折年率为（-3%至-5%）
- 综合考量，2008年第四季度（特别是11月份）是全球经济最坏的时刻（短暂的经济休克）
- 大宗商品期货已经一次见底，符合大宗商品期货一贯规律（为宏观二阶拐点概念），见第三部分

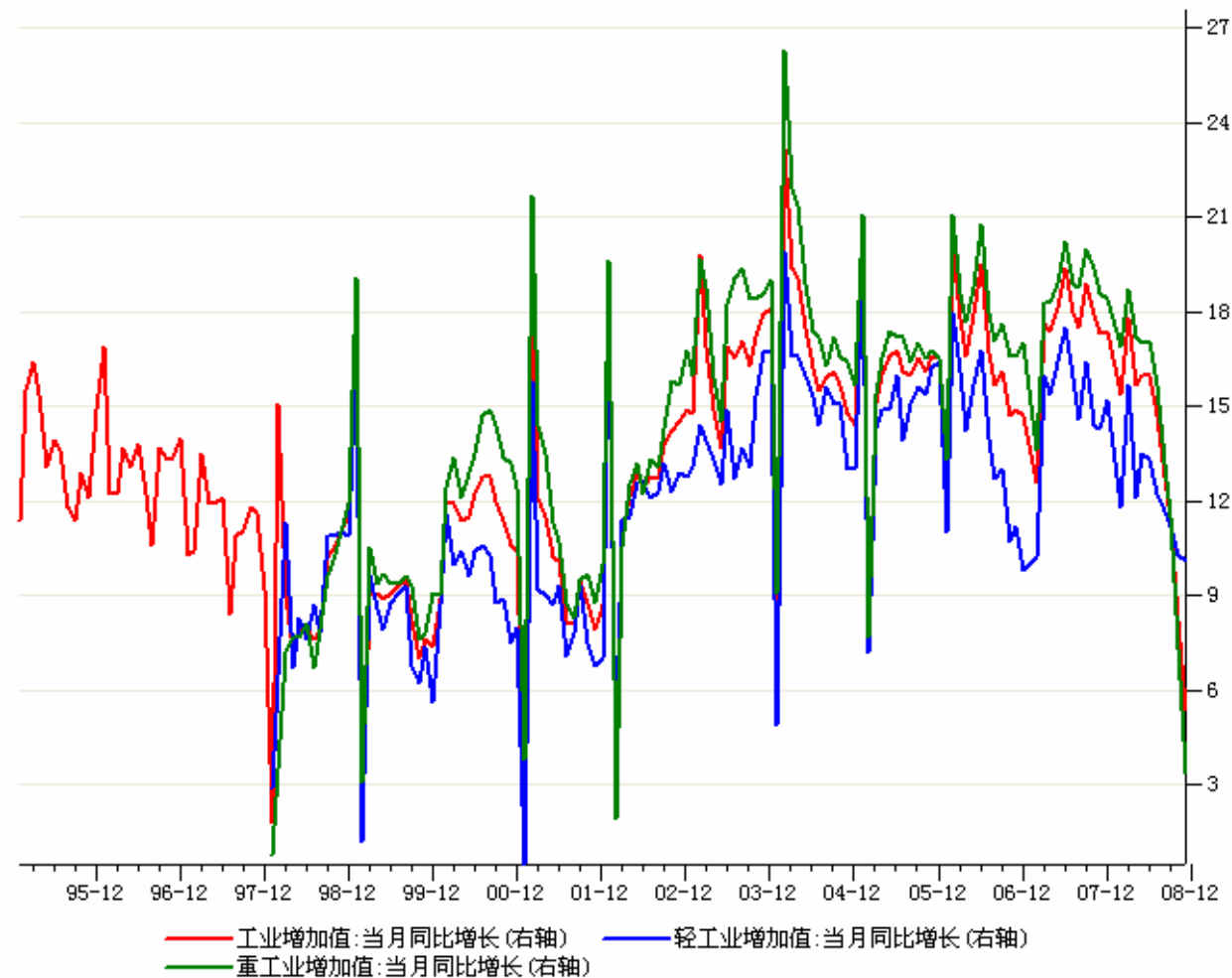
综合校准，中国10-11月GDPG已经下行破7%，工业增加值10月8.2，11月5.4，而9月为11.4；发电量10月负增长4.0，11月负增长9.6，而9月为正的3.4



进口与中国GDPG相关性更强：10月15.6，11月负增长17.9，可以定义为11月经济休克，与本人田野研究一致



中国重工业更为悲烈，10月7.3,11月3.4,而9月为11.5

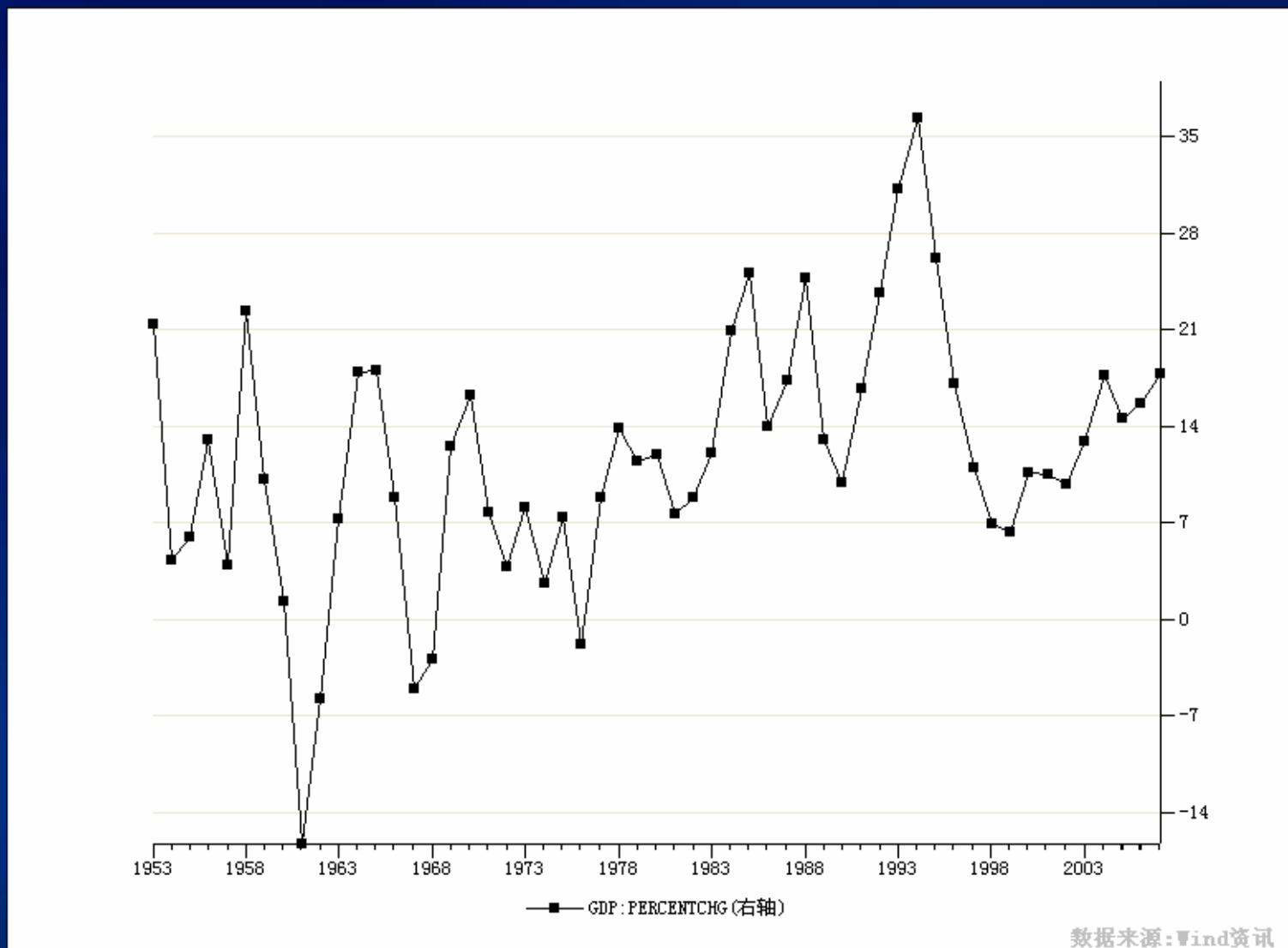


数据来源:Wind资讯

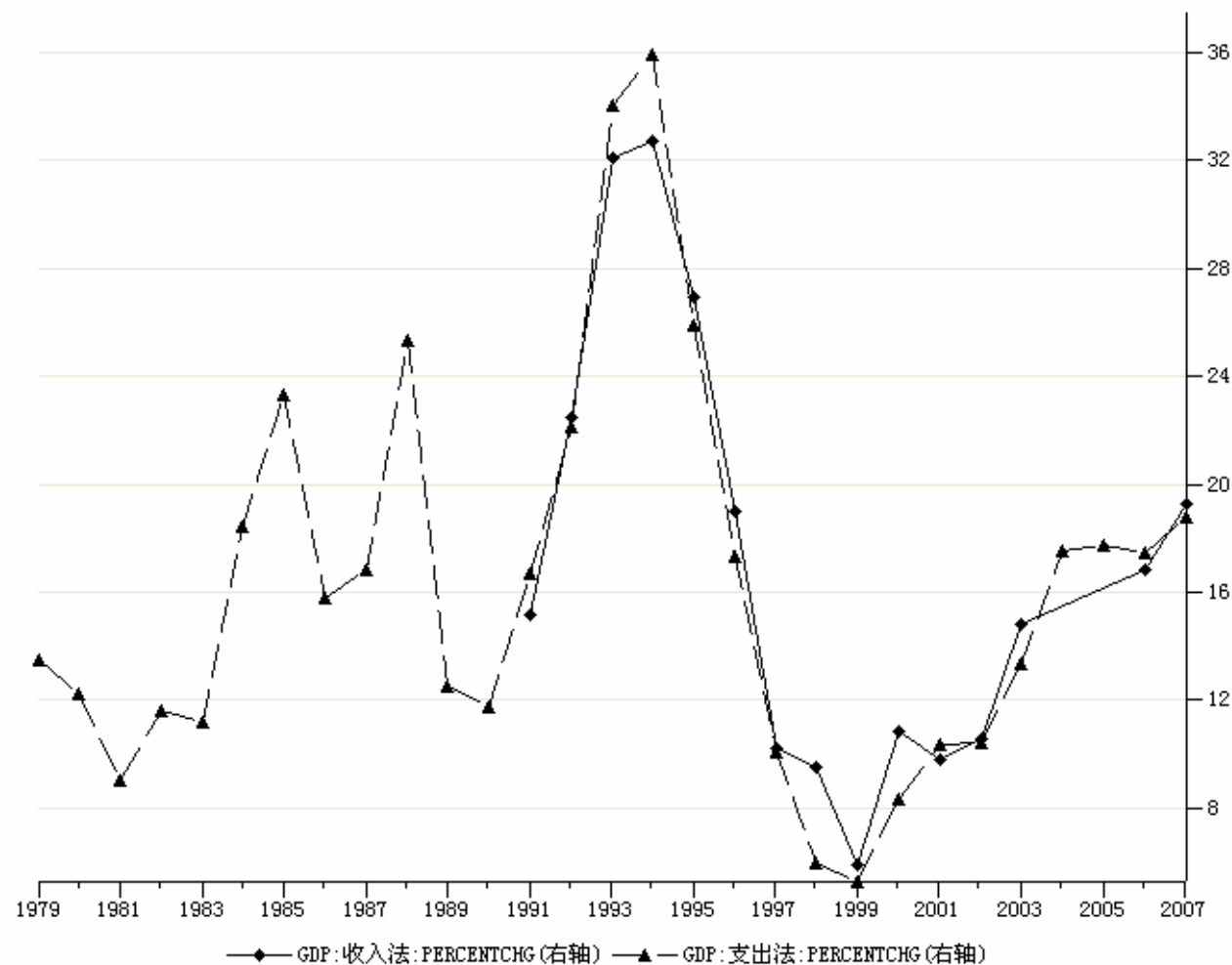
铁道部官员:中国将投5万亿再建4万公里铁路

- 一，京沪高速铁路，北石、石武、武广、哈大、津秦、杭甬厦深、南京至上海等客运专线和城际铁路。快速客运网总规模达5万公里以上，较原规划增加了2万公里。届时，北京、上海、郑州、武汉、广州、西安、成都等中心城市，与邻近省会城市将形成一至两小时交通圈、与周边城市形成半小时至一小时交通圈。上述项目建成后，我国铁路主要通道将实现客货分线运输，大幅度提升客货运输能力，实现客流、货流的大进大出
- 二，包头至西安、太原至中卫(银川)、准格尔至朔州等煤运通道项目。其中，南北过江通道货运能力达到6.7亿吨，进出关通道货运能力达到2.5亿吨，西北地区东、南通道货运能力分别达到2.5亿吨和1.2亿吨，西南地区东、南、北通道货运能力分别达到2亿吨、1.7亿吨和1.2亿吨。这些通道建成后，将大幅度提高西煤东运、新疆煤外运、“三西”煤炭直达华中的运输能力，从根本上缓解煤炭运输尤其是电煤运输紧张的状况
- 三，贵州至广州、南宁至广州、兰州至重庆、喀什至和田等西部干线和资源开发性铁路项目。到2010年建设规模将达到1.5万公里。通过实施这些项目，加上对中西部、东北等地区既有铁路的技术改造，将进一步扩大铁路对国土的覆盖，强化中西部交通基础设施
- 四，现有线技术改造、电气化以及重要客货运中心站建设。为适应我国对外贸易和沿海港口发展需要，结合全国港口发展和功能布局，将规划建设1000公里以上沿海港口集疏运铁路支线及多个物流中心站，形成路港紧密衔接的运输系统，大力发展集装箱运输和多式联运

1953年以来中国经济名义增长率（产品法，供给方）

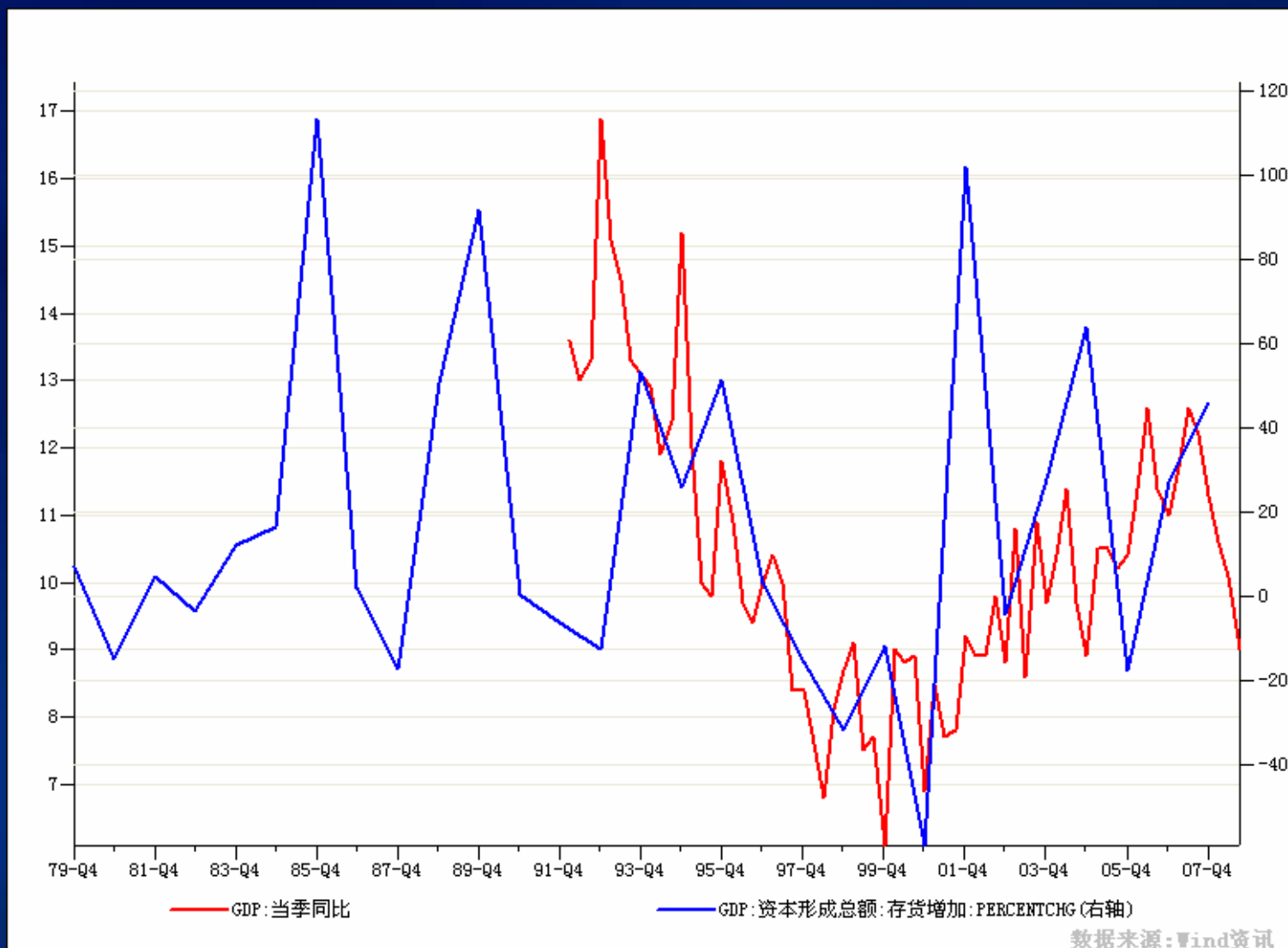


1991年以来，支出法（不包括存货，需求方） 与收入法核算中国名义GDPG



数据来源:Wind资讯

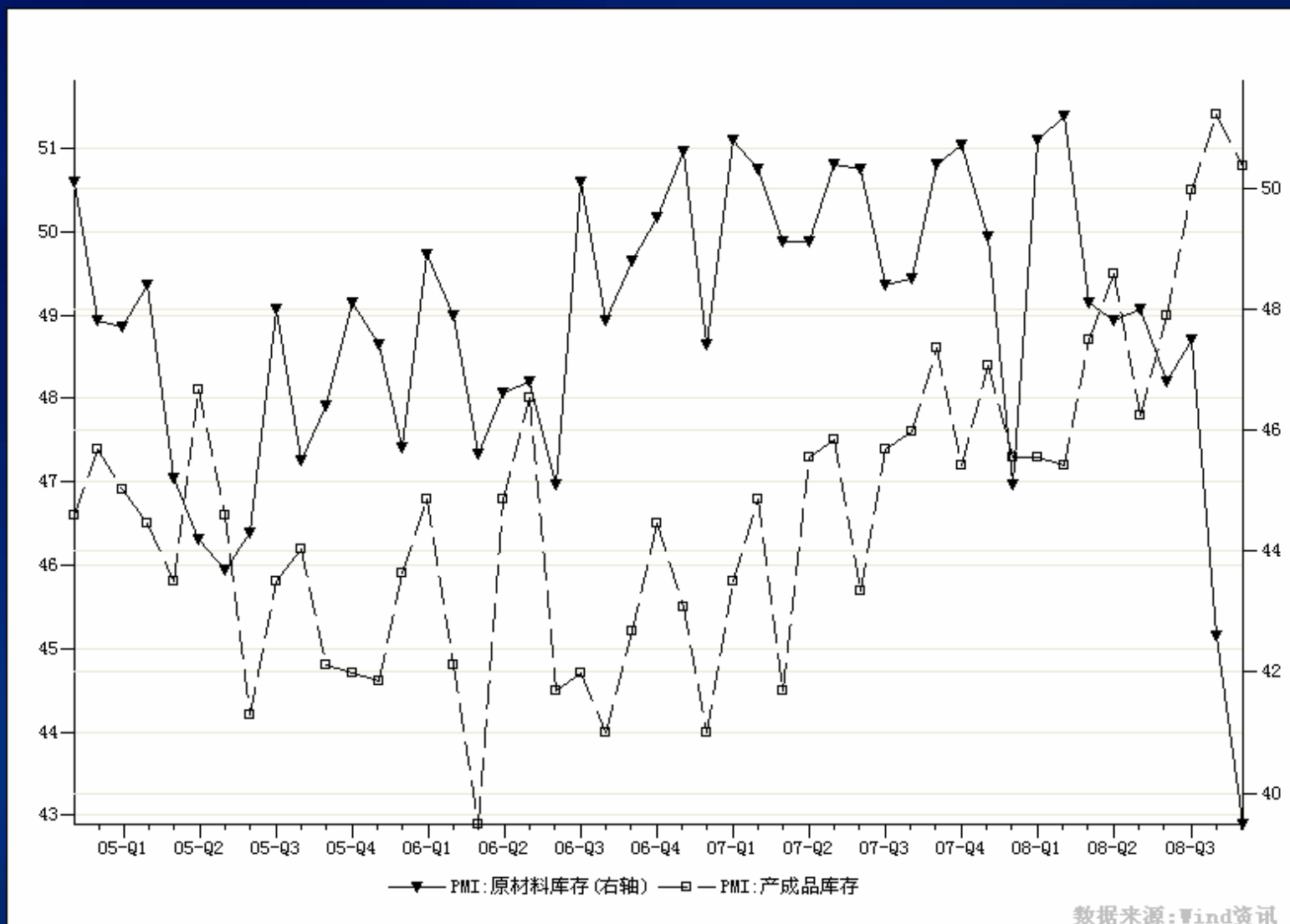
存货环比增加:2006Q1已经开始



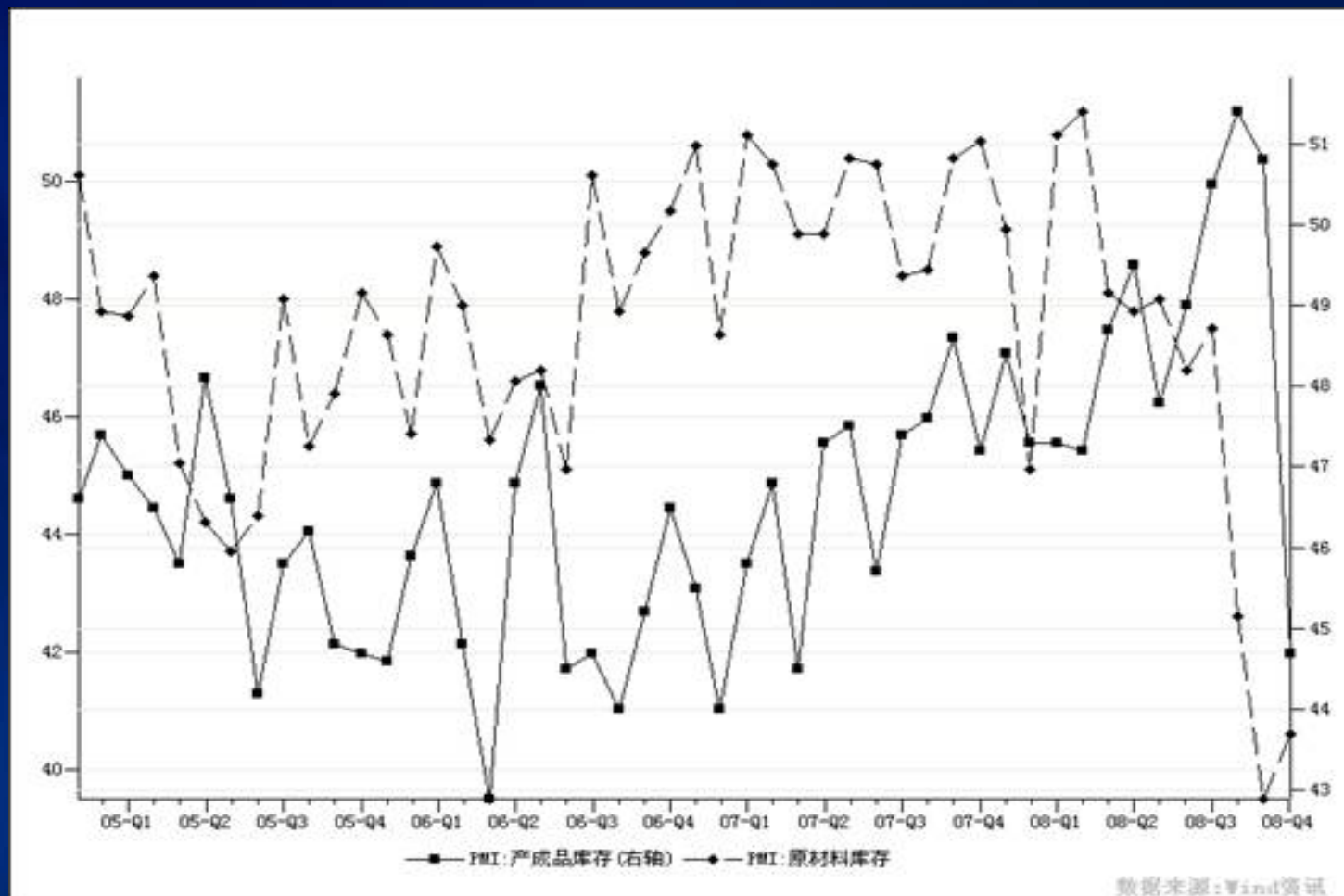
证据链校准：2007Q1-2008Q2,存货增加；2008Q3--,存货转移

- 2002Q3到2006Q4，按产品法与支出法等两种方法计算的中国GDPG相当接近
- 2007Q1到2008Q2，按照生产法计算GDPG一直大大高出按支出法计算的GDPG；国内的生产供应一直远远大于经济中的最终需求，其差额反映了存货的积累
- 中国制造业采购经理指数中，原材料存货分项，自2007年初以来一直高位徘徊，在2008年雪灾后的3-4月份则达到历史的最高点，其后逐渐回落，而最近2个月则出现了暴跌；与此同时，这一指数中的产成品存货分项，最近几个月则是节节攀升，与原材料存货分项背道而驰，在一定程度上反映了存货的转移过程

原材料库存：2008年4月峰值51.2；
产成品库存：2008年10月峰值51.4



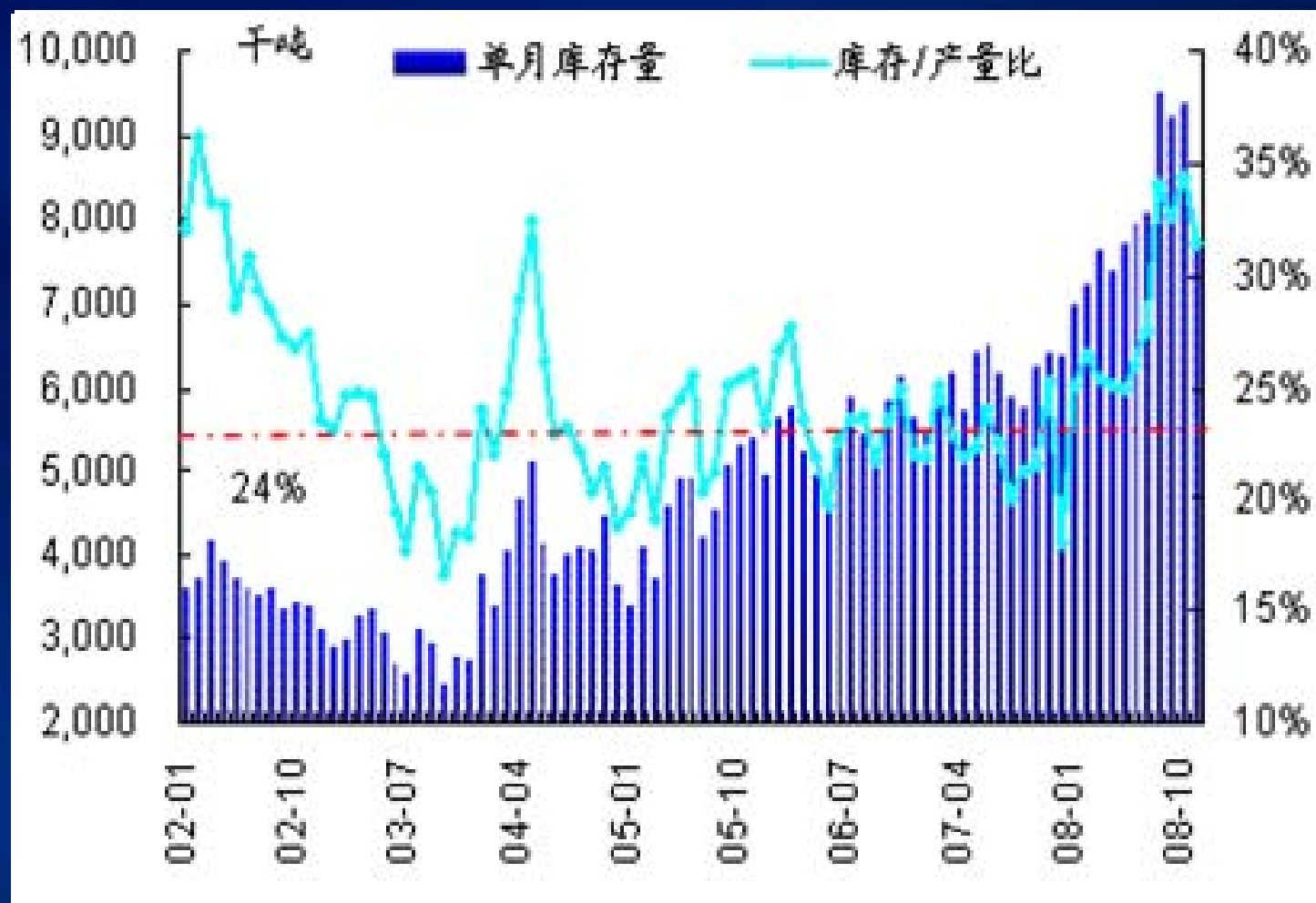
产成品去库存12月猛烈（负6.1）；原材料库存购进12月增加（正1.1）



去库存化导致钢材市场也有所反映



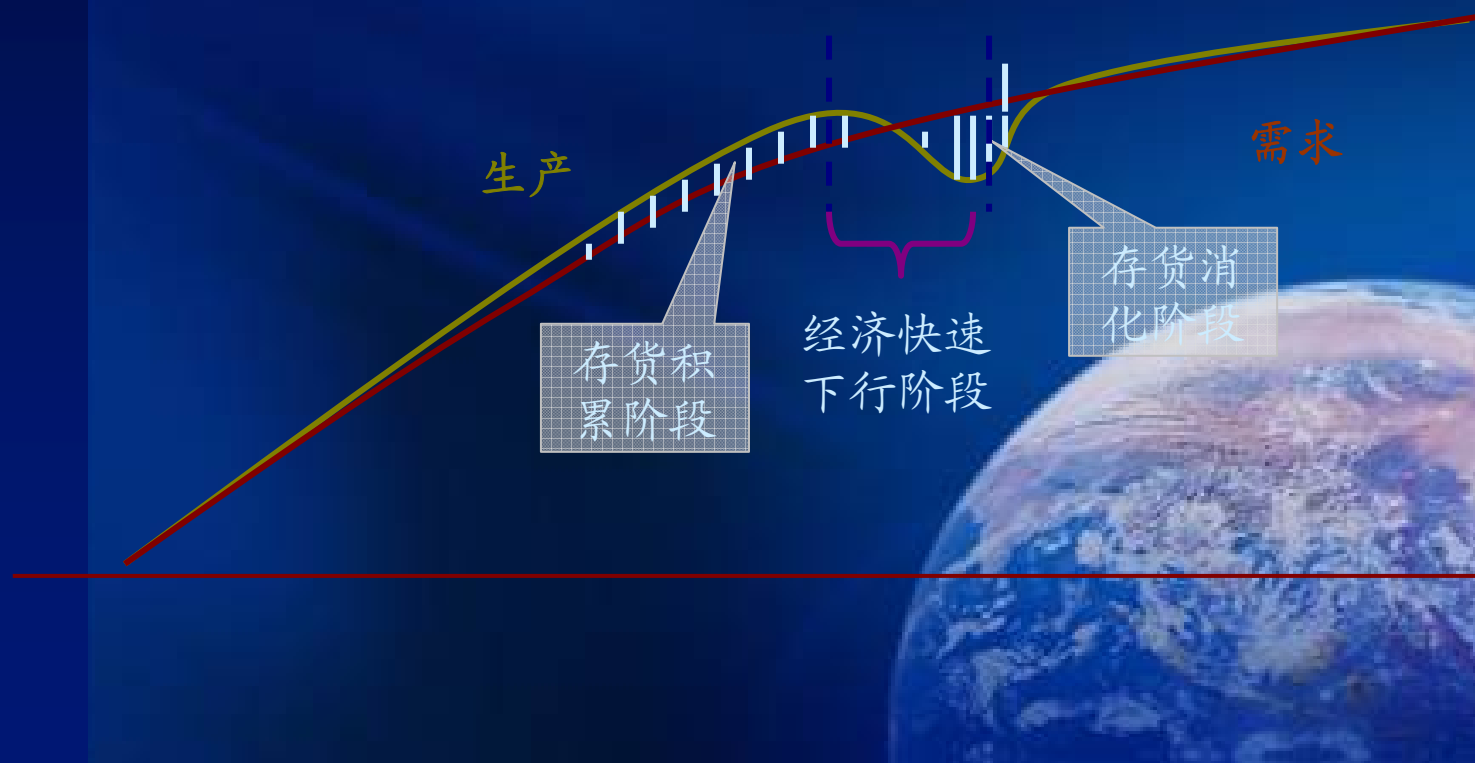
钢铁行业库存环比持续下降；最近环比下降18%，库存产量比为31%



中国2008年第三季度开始：去库存化剧烈

- 2008年2月份，雪灾之后企业都纷纷积累库存，那次雪灾不仅将通胀推高至年同比8.7%的十年最高，还几乎在全国各地都引发了食品、煤炭、电力、金属和很多其它大宗商品的普遍短缺
- 2008上半年通胀预期高企、全球大宗商品价格暴涨、交通瓶颈问题严重以及投入原材料短缺，这一切促使企业提前下订单并囤积原材料；这种行为，不仅加剧了供应短缺，推高了PPI 通胀，也让工业生产呈现出虚假的强劲增长
- 库存积累活动在奥运会之后开始减少，这一因素夸大了实体经济的疲态；库存减少帮助解释了为什么我们看到代表供应面的工业生产增长急剧下滑，而反映需求面的零售和固定资产增长仍然非常强

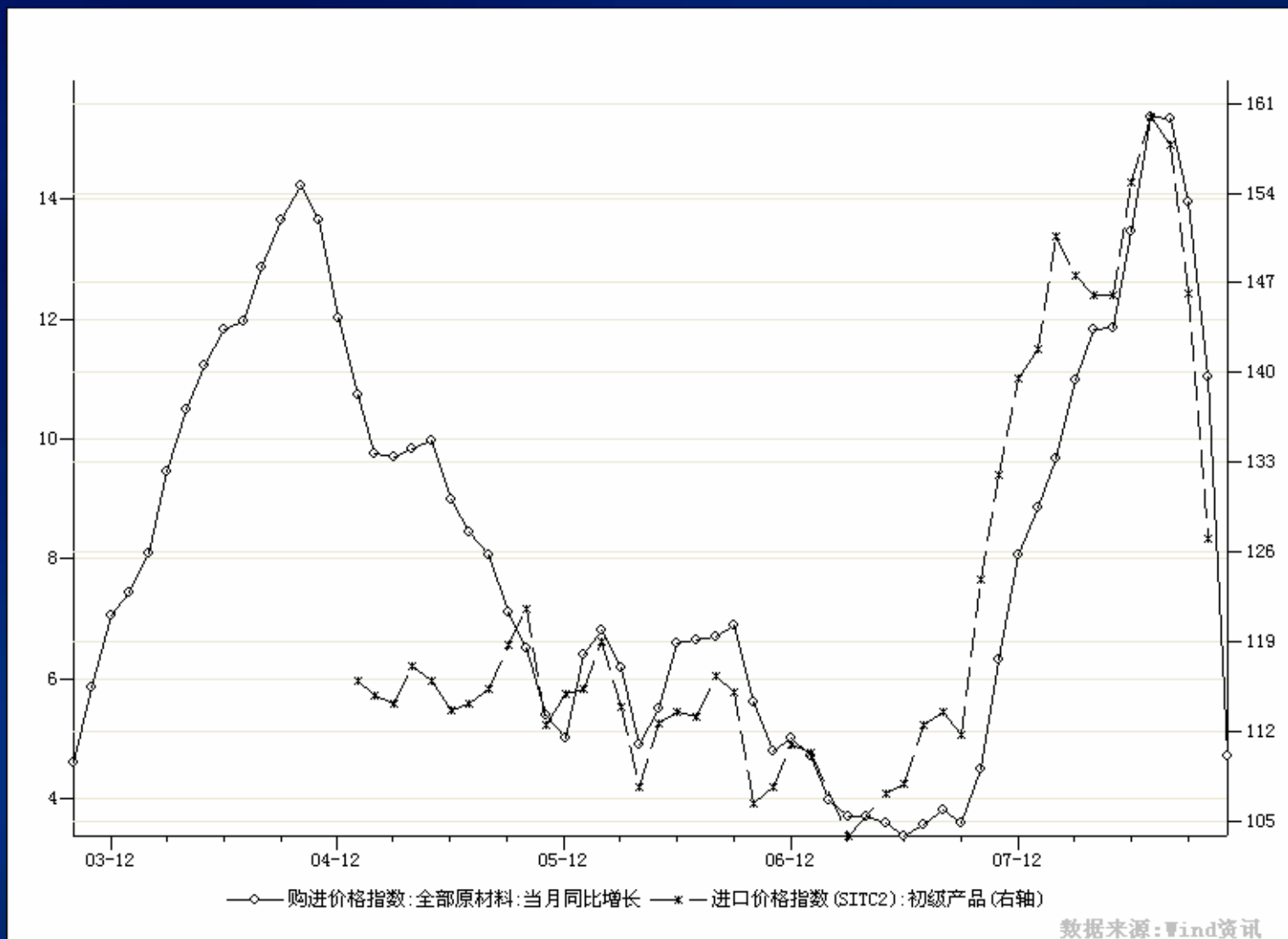
金融经济周期中加速器之短周期因素：存货调整剧烈



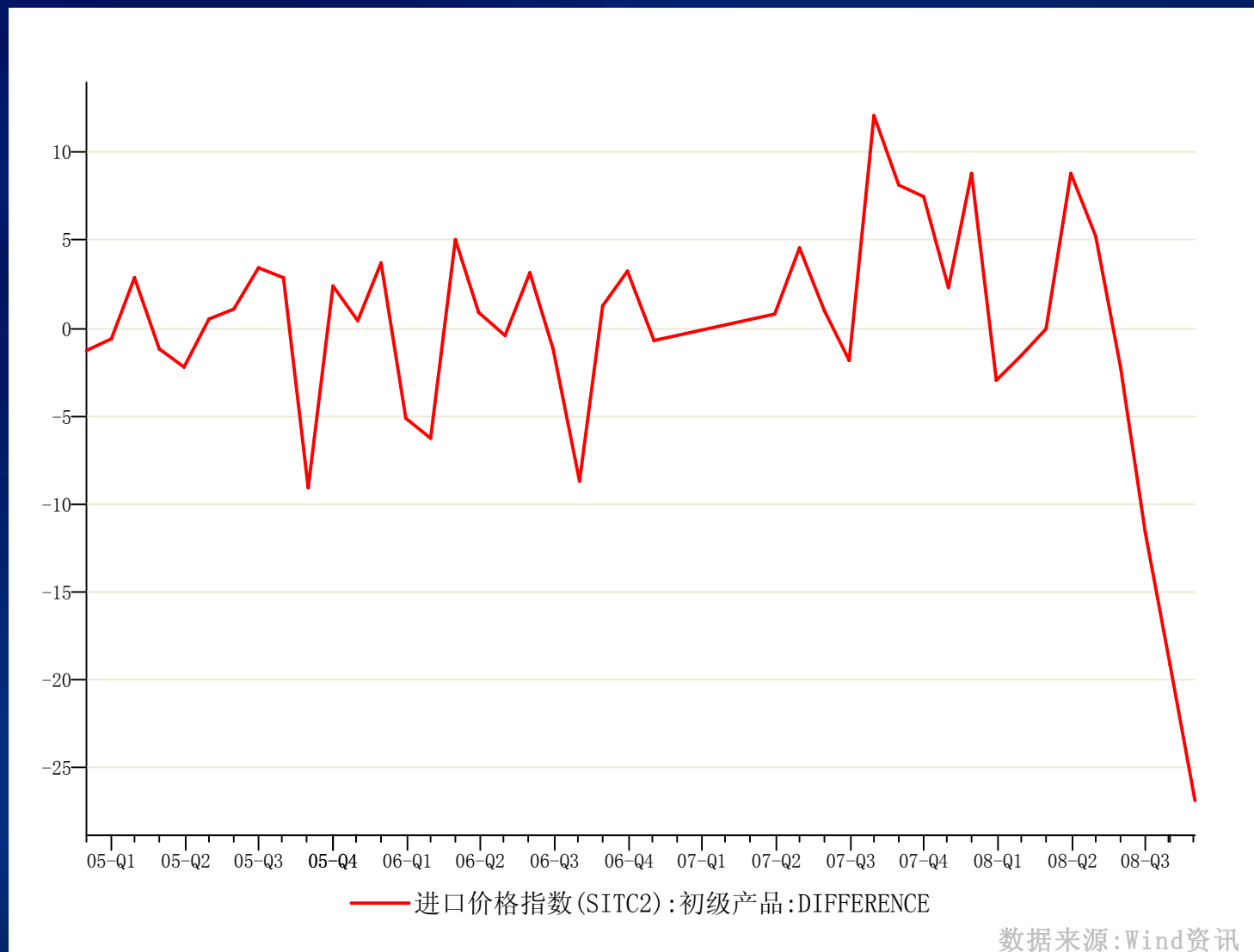
中国目前存货消化只需要两个季度：比1998年情形好

- 中国的产业结构决定了我们GDP中间存货比例会比较高，目前正处于一个消化存货的阶段，在厂商预期未来产品价格会下降的背景下，厂商会减少生产优先卖存货，结果是总需求很大程度上被存货抵消掉
- 历史上通缩调整周期较长的主要驱动因素一般都是消化存货，1998年时中国的存货与GDP比例1:1，这必然造成通缩/调整周期非常长（新的需求都在消化存货）
- 目前中国存货占GDP比重40%，这意味着2个季度后存货才可以基本被消化干净，那时候总需求就可以带动投资使经济步入正轨（保8）

国际大宗商品期货7月11日以来急剧回落，中国进口价格指数（初级产品）：9月跌11.6%，10月跌19.2%



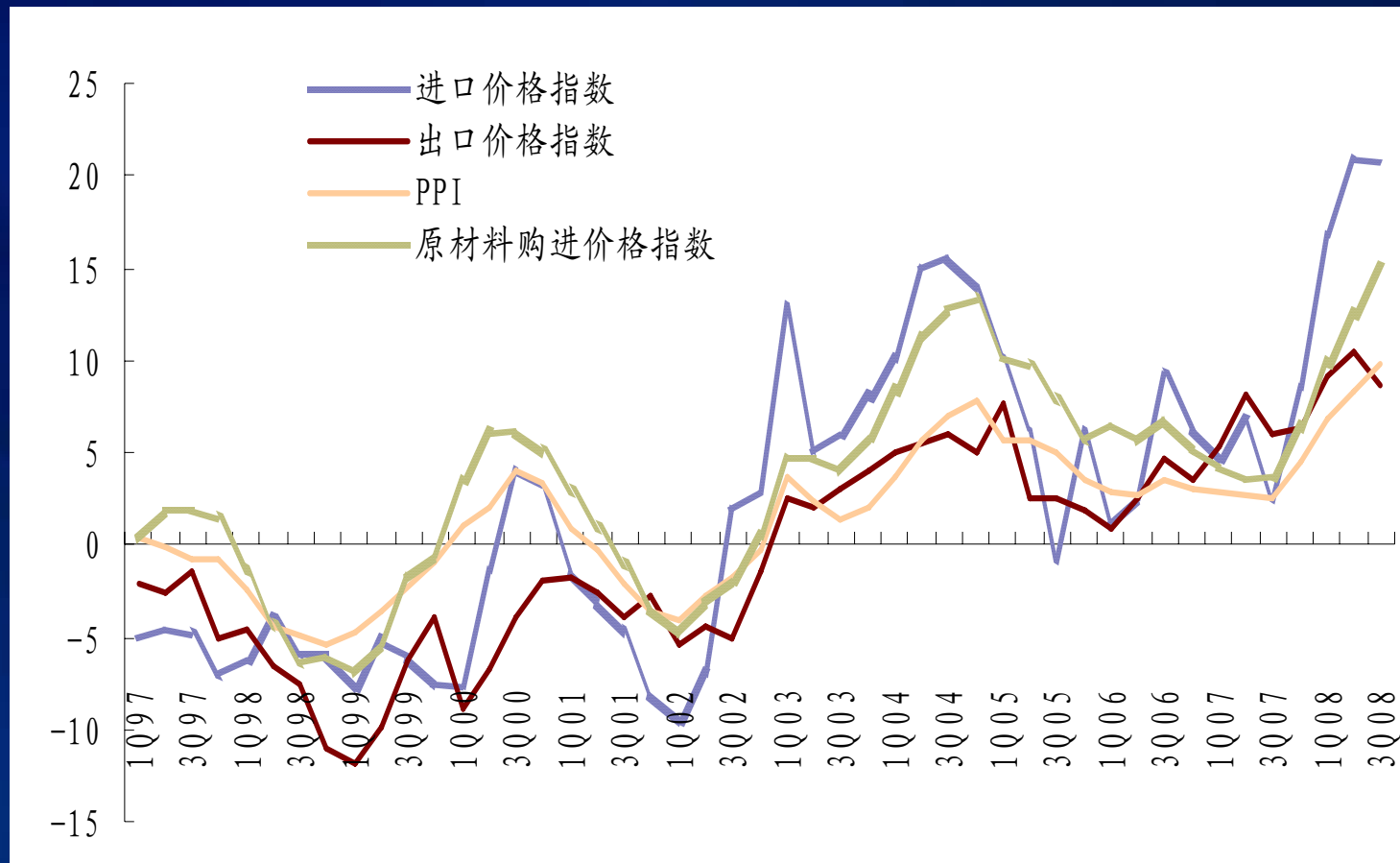
中国进口价格指数初级产品2008年11月下跌26.9%



大宗商品急剧下跌，隐含好处还未计入中国预期

- 中国进口价格指数已经跌了近30%，这可以把未来经济不景气产生的国民收入损失赚回来（所有资源进口国都会受益），以往几年的GDP高增长是给他人做嫁妆为前提，钱最终到石油输出国与商品货币国家
- 预期全球通缩而导致进口价格大跌，这相当于外汇储备升值（官方目前外汇储备1.9万亿，但是加上国有商业银行代持的美元储备，实际外汇储备可达2万亿）
- 2009年中国贸易环境可以得到改善，贸易顺差增长与外汇收入增长，并不是量而是进口价格回落导致

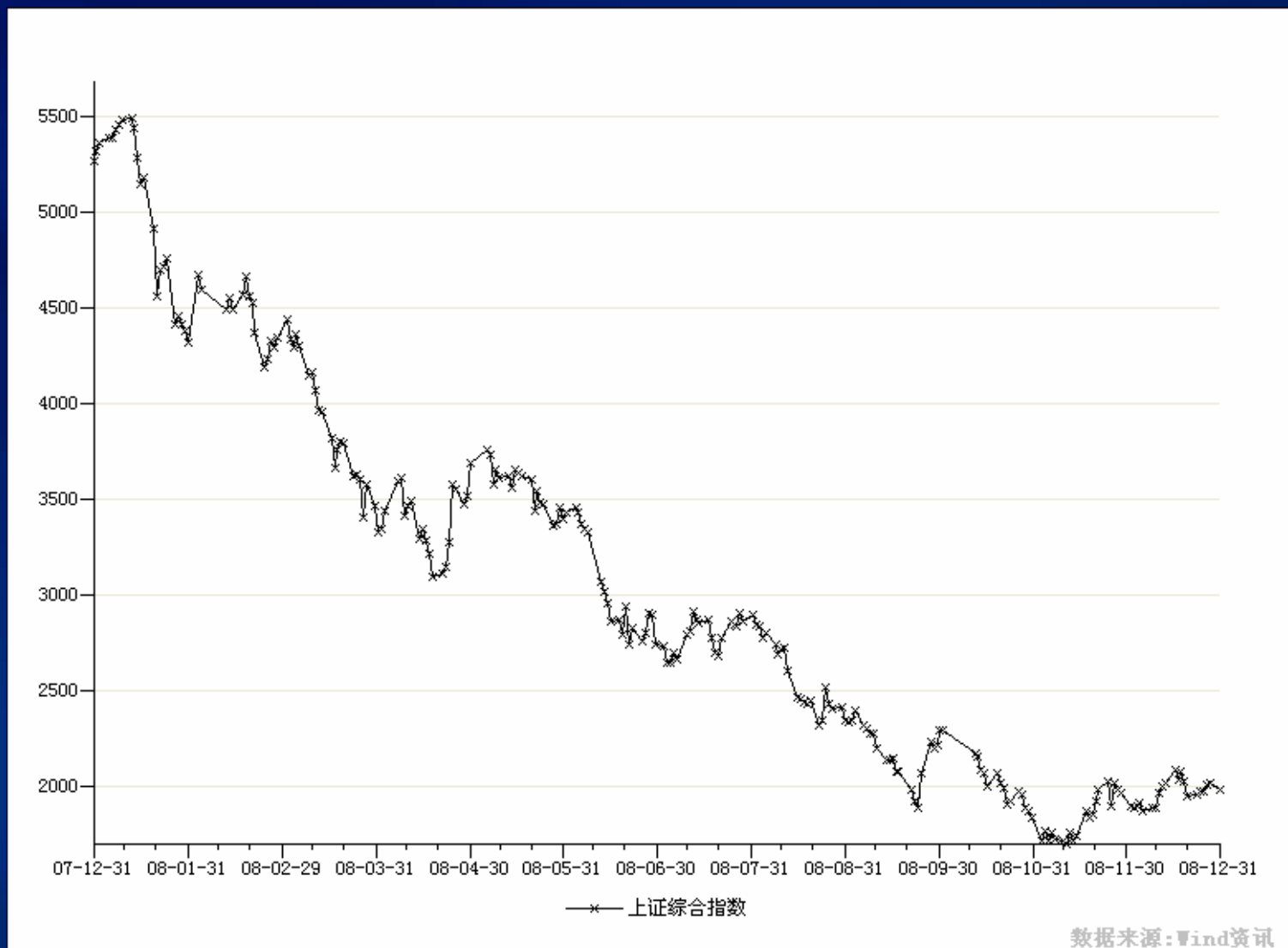
中国处于较为有利的贸易位置



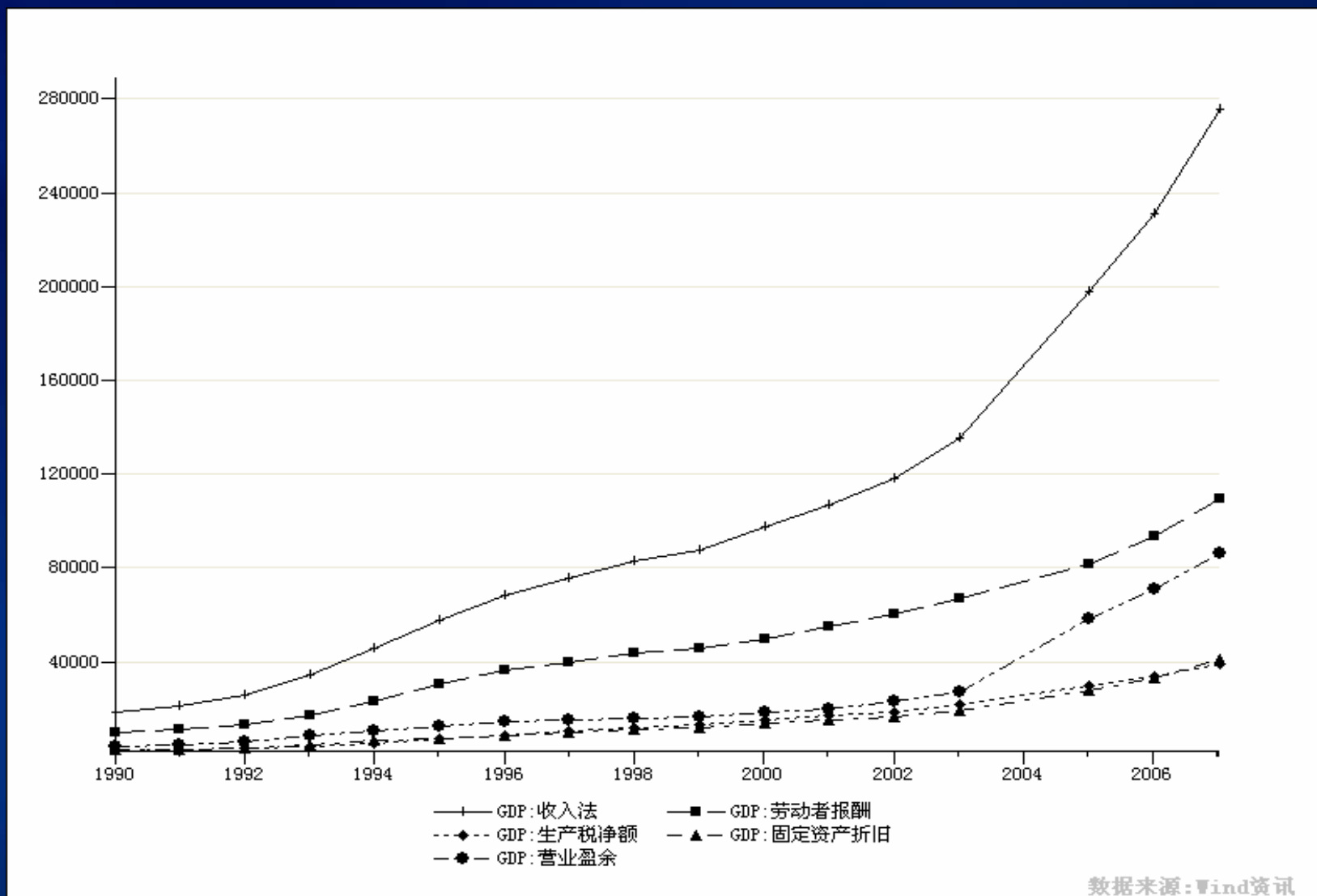
隐含好处：2009年中国NI可能好过2008年中国NI

- 世界经济越差，中国的贸易环境就越好，与中国竞争的几个经济体都倒下去了
- 中国的经济发展模式仍然是大量进口原材料，深加工后出口制成品，这种经济模式下中国积累了大量的外汇储备，其价值与世界大宗商品价格负相关
- 2008年前三季度，中国由于进口和出口价格的改变损失了近1.9%的GDP，从9.9%的GDP增长中减去1.9%，意味着因贸易环境调整后的实际国民总收入增长仅为7.8%
- 同理，2009年GDPG能保住8%，在改善后的贸易环境中，实际国民总收入可能高于2008年

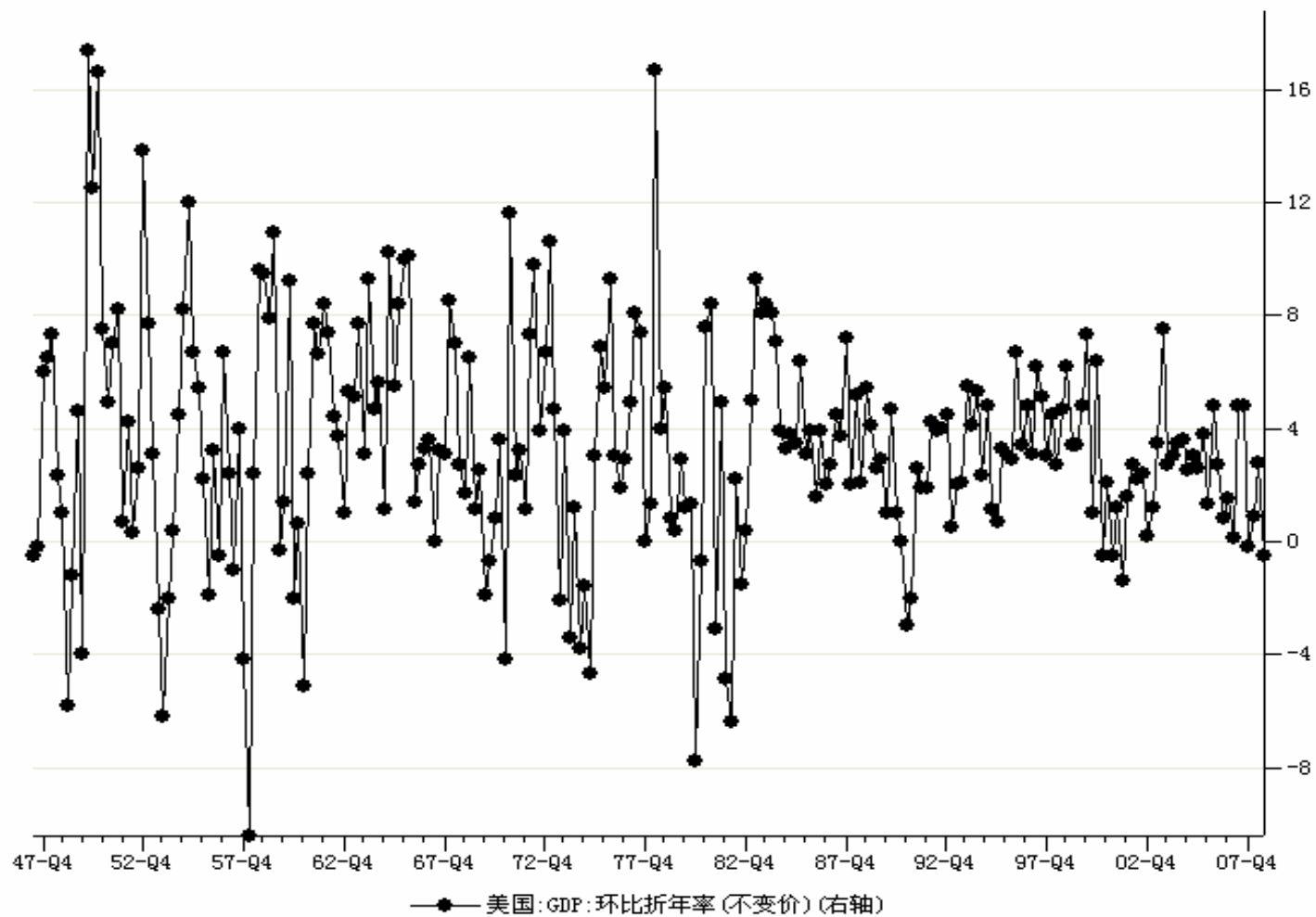
NI国民总收入变化趋势视角： 2009年上海综指可以到达3600



宏观会计视角：所谓企业盈余只是NI中的一个游戏，
其实都在一个大锅里；收入分配政策，可以改变格局

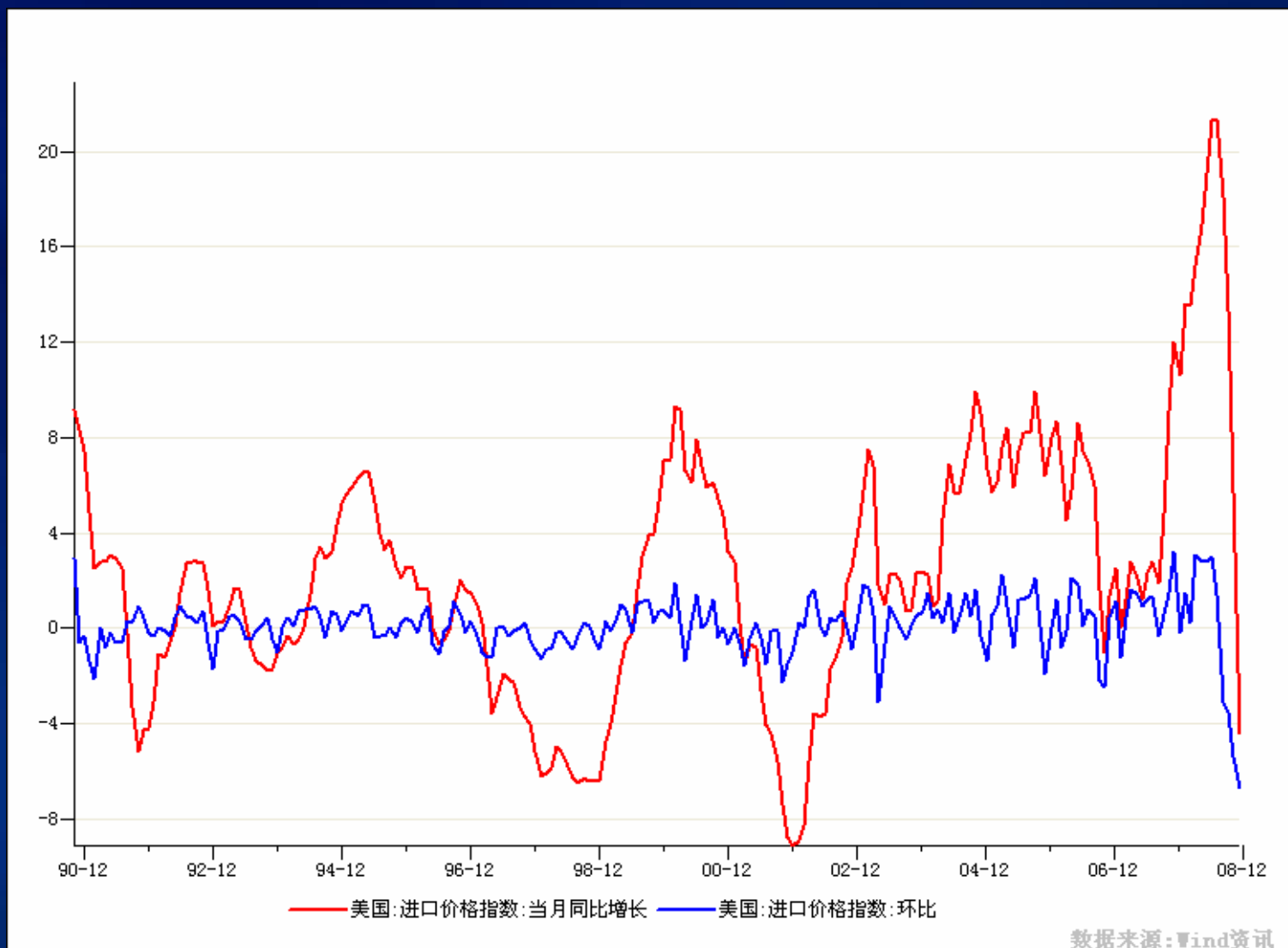


美国1948年以来GDPG环比折现率（不变价）

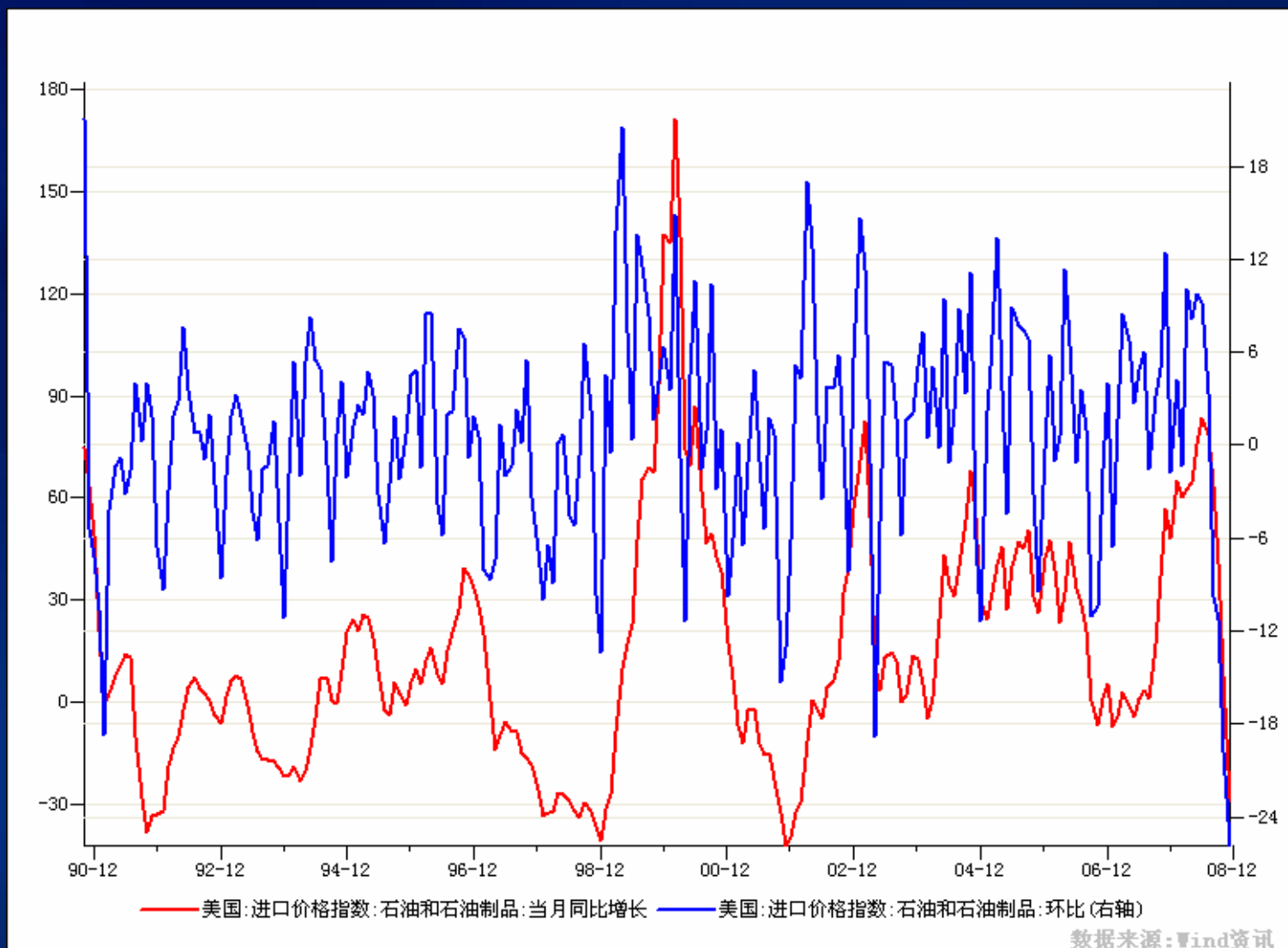


数据来源:Wind资讯

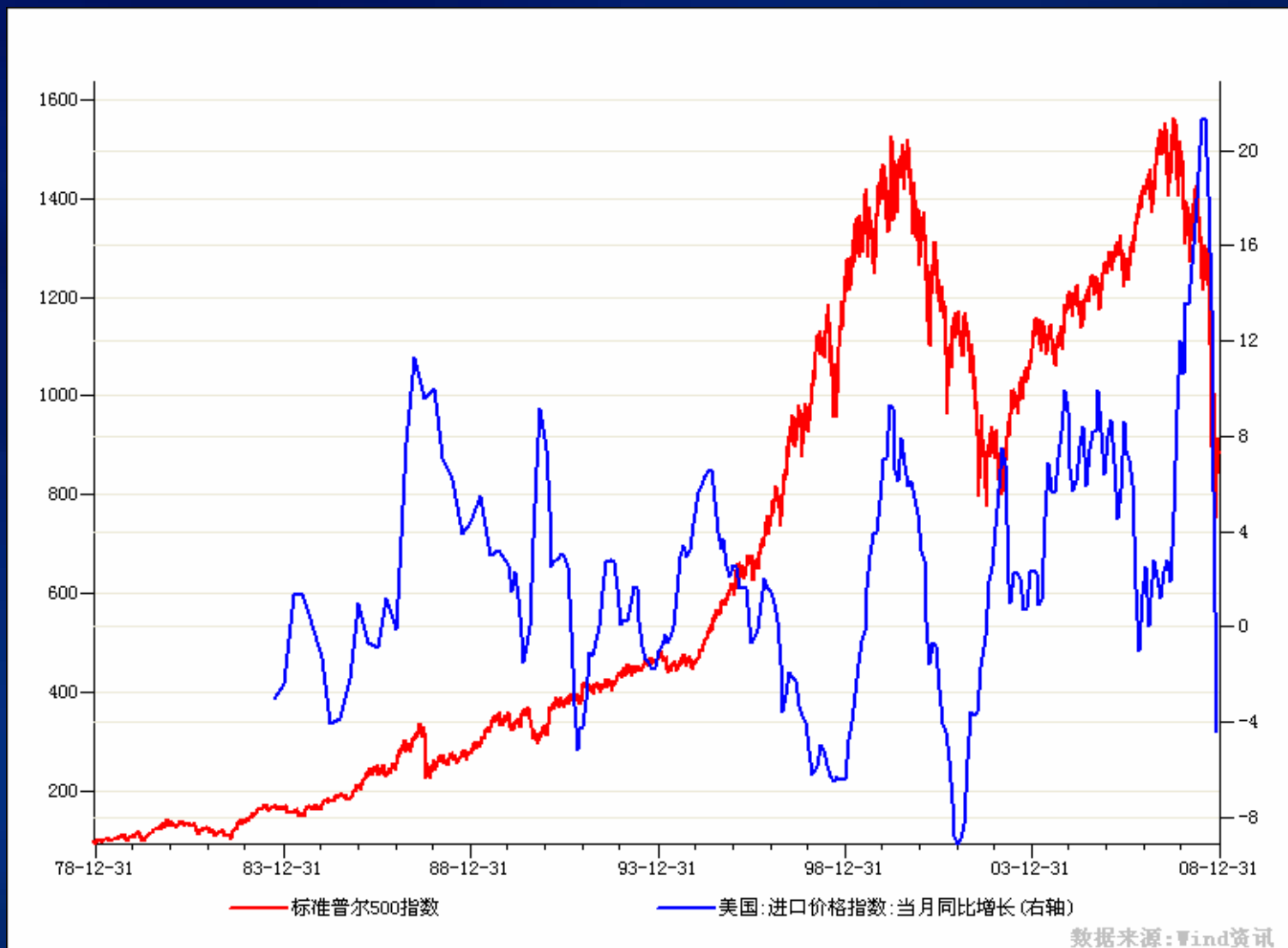
美国进口价格指数：11月同比下降4.4%，环比已经连续四个月下降11月下降6.7%



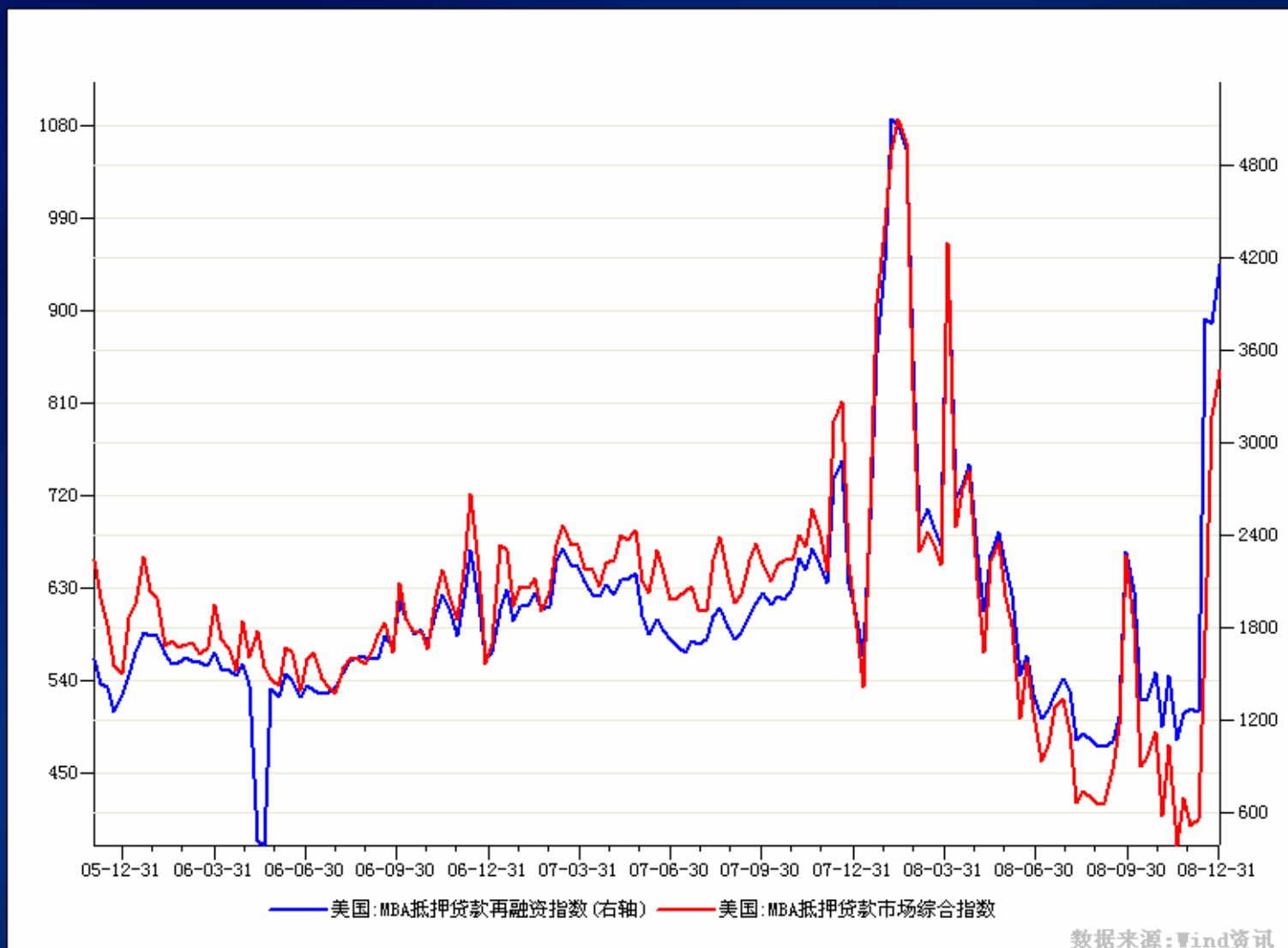
美国进口价格指数：石油类制品同比11月下降29%，环比已经连续4个月下降11月下降25.8%



美国进口价格指数下行周期中： 美股可以提前大宗商品见底



11月下旬以来上行拐点：美国周抵押贷款指数

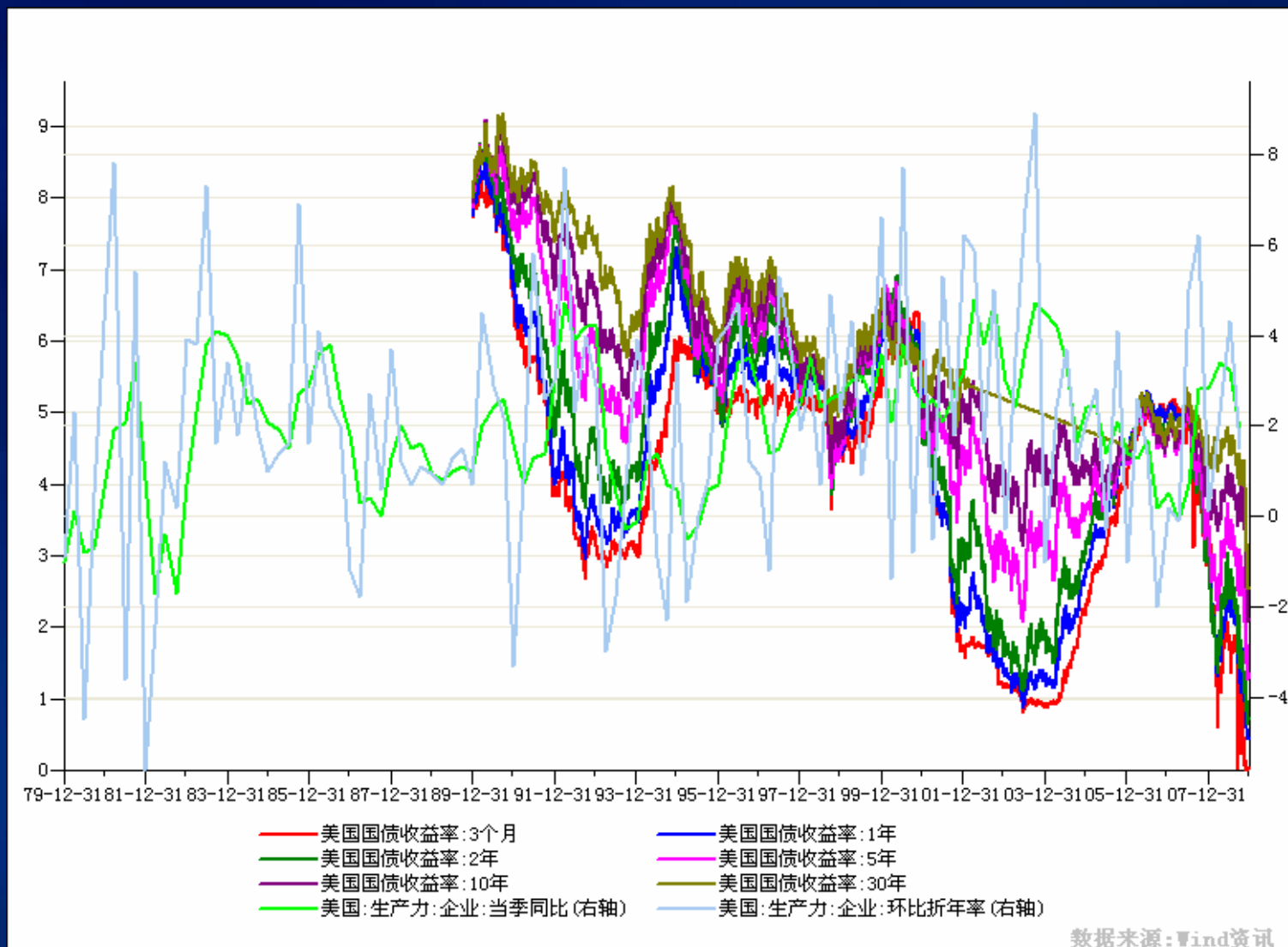


美国：与1980年初比较

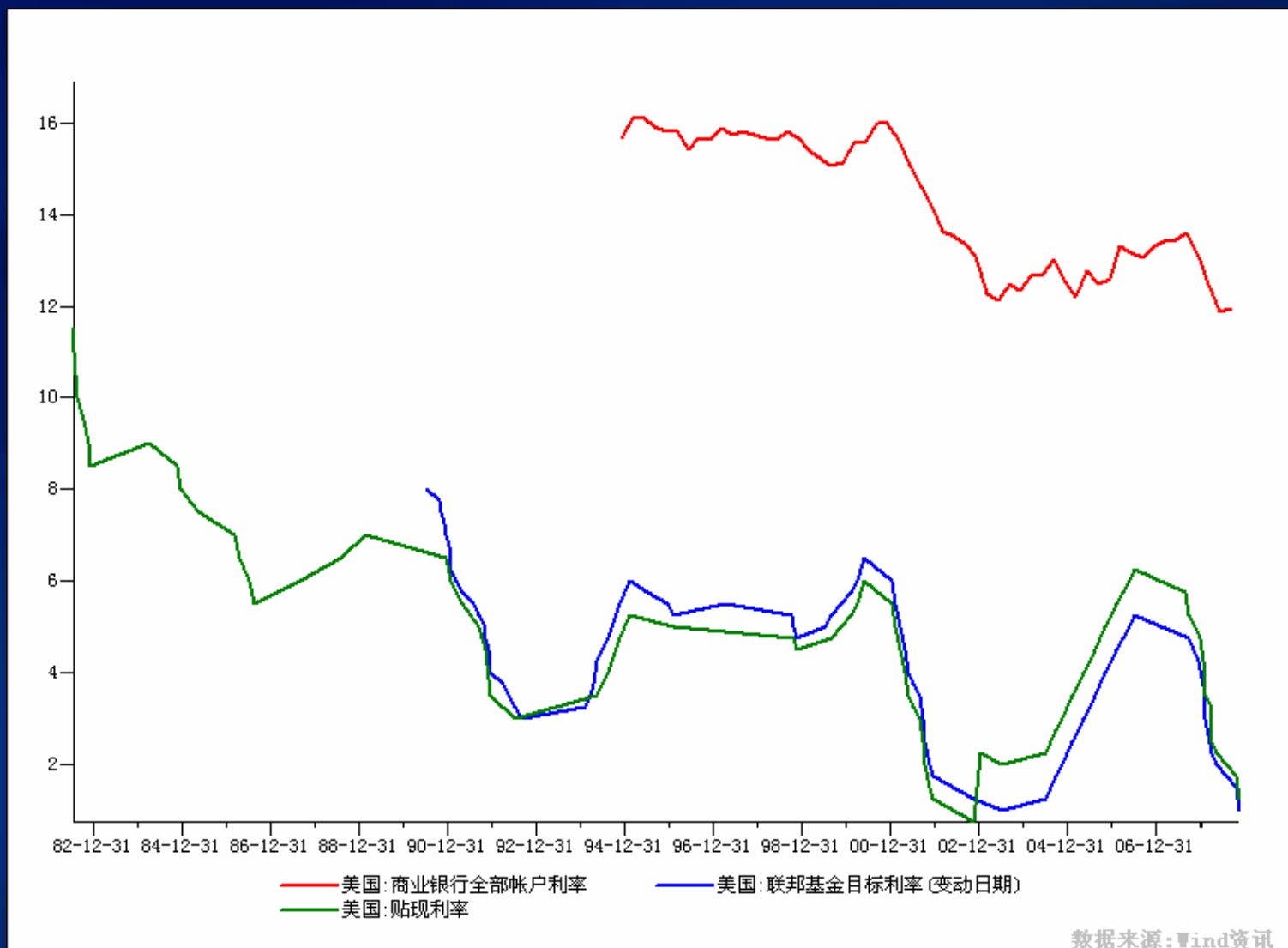
- 从经济增长的角度，2009年的美国经济要比1980、1982年更糟糕
- 2009年发达国家GDP同比衰退0.6%，而1980年和1982年发达国家GDP分别增长了0.9%和0.2%
- 从全球经济增长来看，预计2009年增长率为1.0-1.5%，而1980年为2.2%，1982年为1.1%
- 从经济增长的角度，2009年发达国家经济衰退的程度比上世纪80年代早期糟糕



但美国目前：劳动生产率远远高于80年代初，
而长短利率远远低于80年代初



美国短期利率也远远低于80年代初；上周二美国降息一步到位，大幅打压长债利率（见第三部分）



与日本90年比较

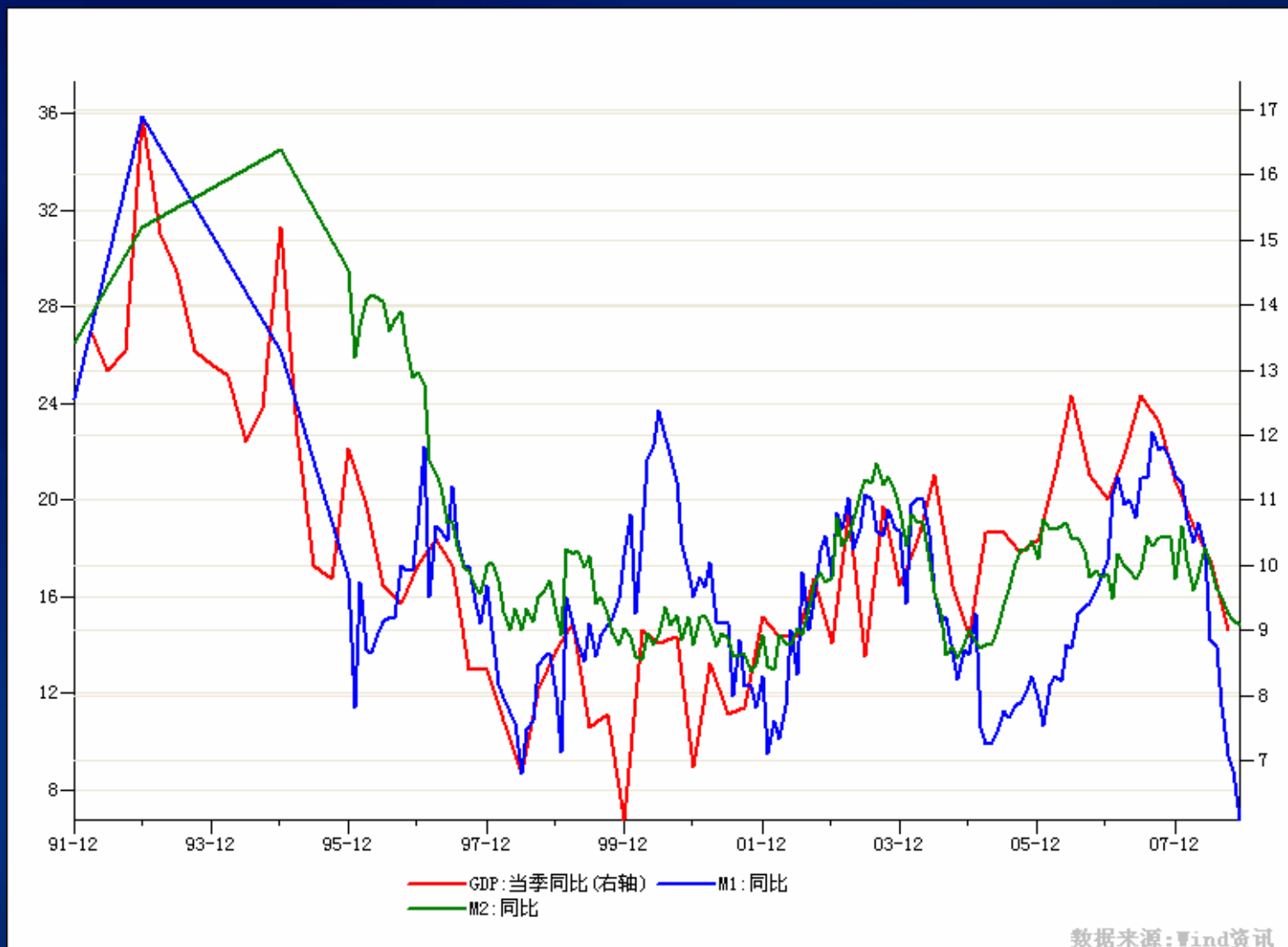
- 比较当前美国市场和**90**年代的日本，主要区别在于，
1) 当前美国信用息差明显高于**90**年代的日本； 2) 美国的核心通胀水平高于日本，实际负利率的刺激作用应强于**90**年代的日本； 3) 国债收益率曲线比日本陡峭
- 这些差别，意味着如果非寻常政策，能起到降信用息差、降国债远端收益率的作用，那么对美国经济私营部门的刺激作用会强于**90**年代中后期的日本，美国经济长期陷入流动性陷阱的可能性很小
- 全球央行联动降息，美元不会成为低息携带交易货币



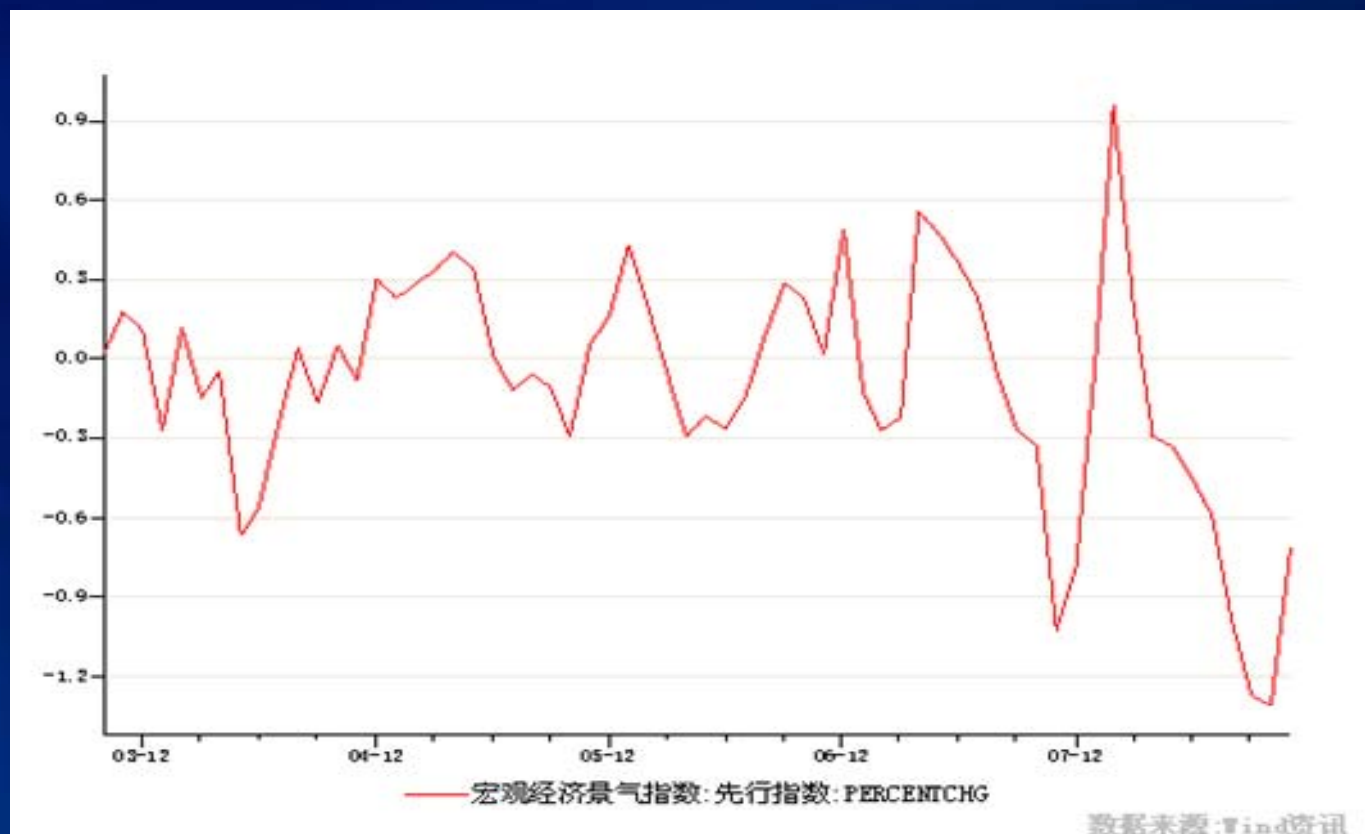
主流媒体对日本的误读：回到GNP(或NI)

- 日本学术界一直认为，其实日本从未真正意义上出现过所谓的流动性陷阱，日本的经济衰退也没大家想象中那么严重，日本的财政刺激/货币创造由于Yen Carry trade 的存在都跑到了国外（资本逐利性决定的，当时日本汇率过度升值+利率过低）
- 日本人都知道实际上日本国外有一个所谓的“影子日本”，如果你用GNP而非GDP来衡量日本的经济衰退，其实日本经济衰退幅度没有想象中那么严重
- 举例自己说日本经济衰退了10几年，日本人比其他大部分国家的人还是富有，生活质量还是很高，为什么？
- 那就是不可忽视“影子日本”的资产升值效应，当时的货币创造其实流到了影子日本中去推动资产价格上涨

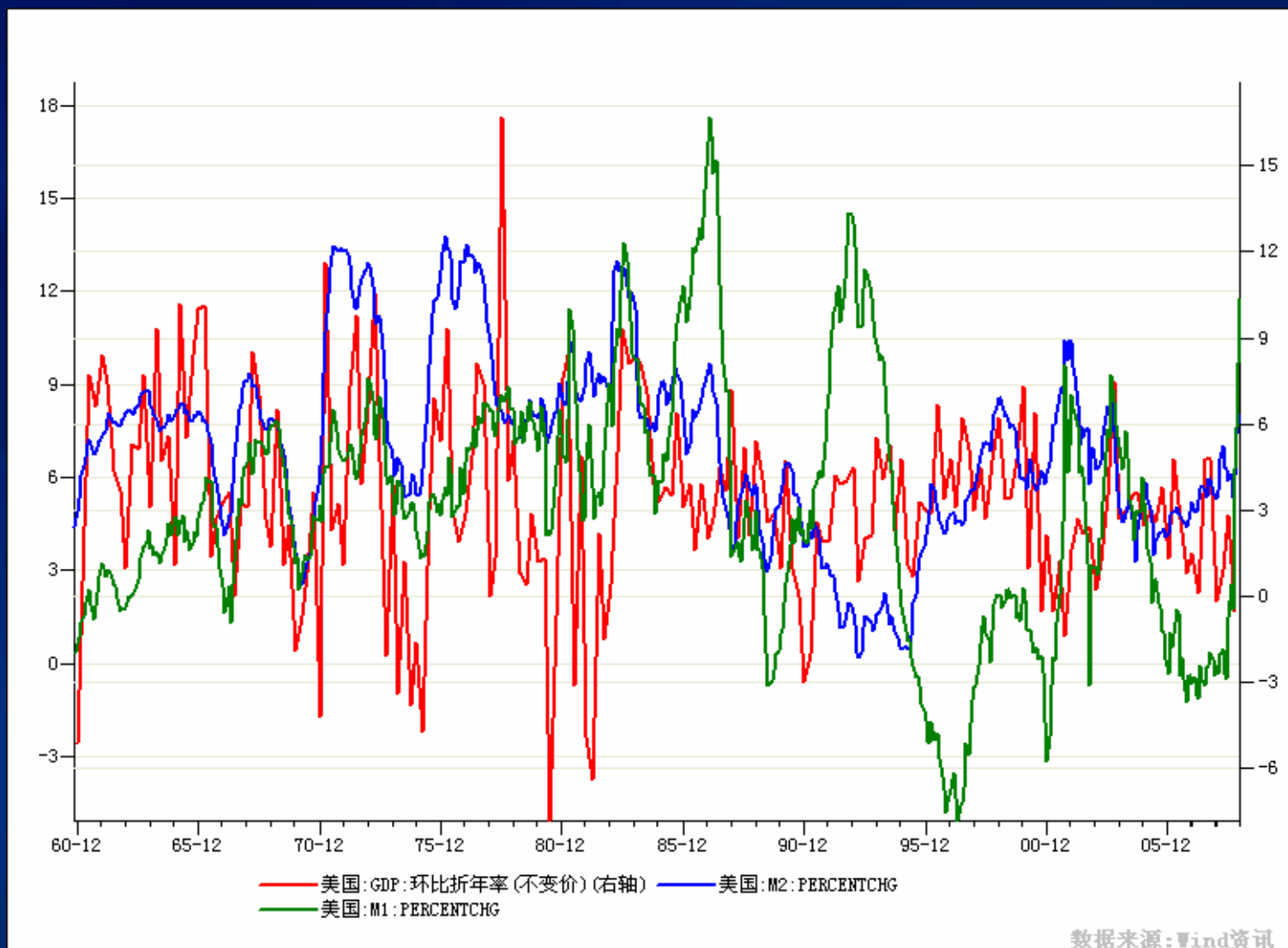
中国M1:上行周期领先



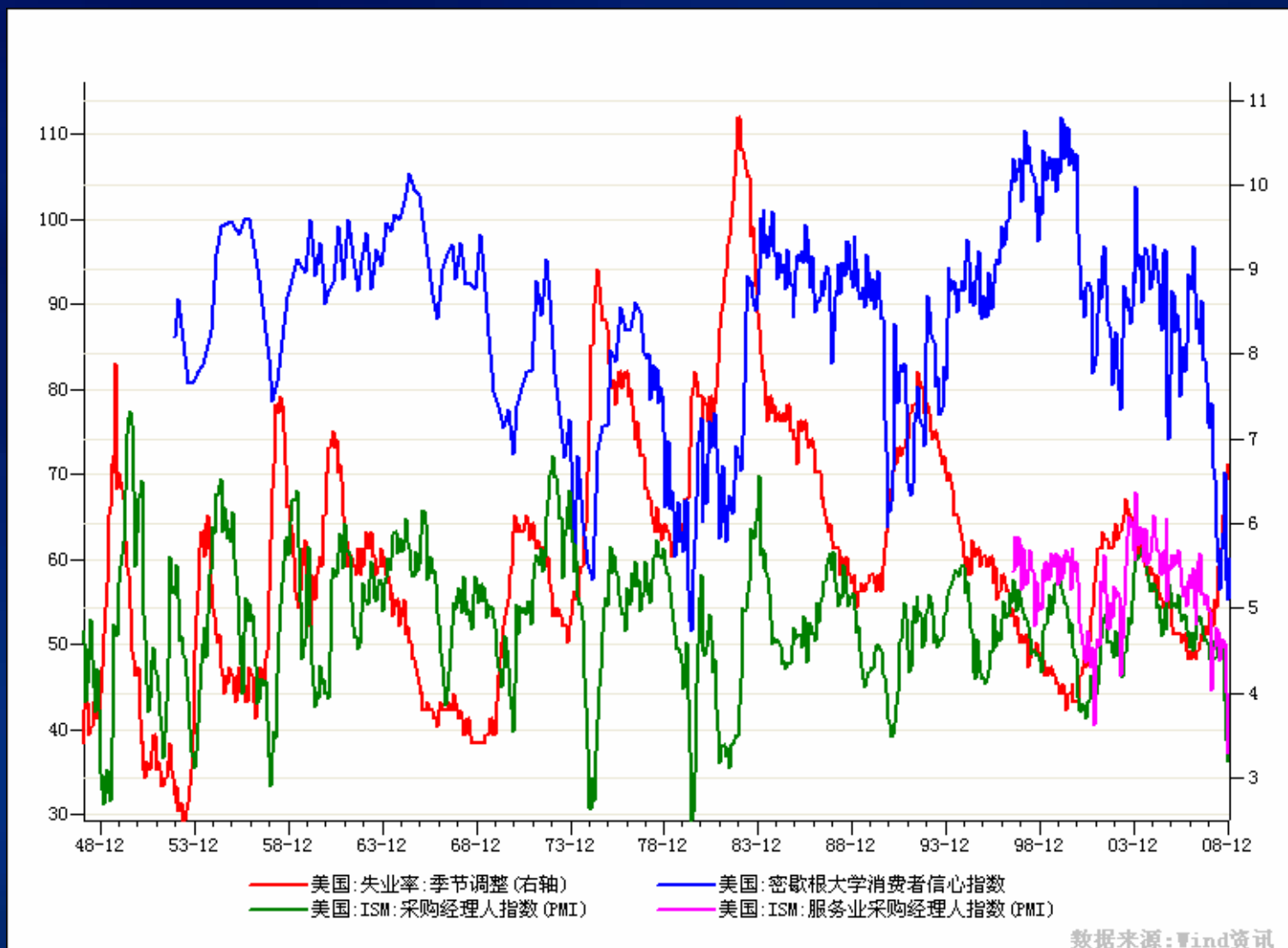
校准后的中国宏观经济先行指数（2008年11月）



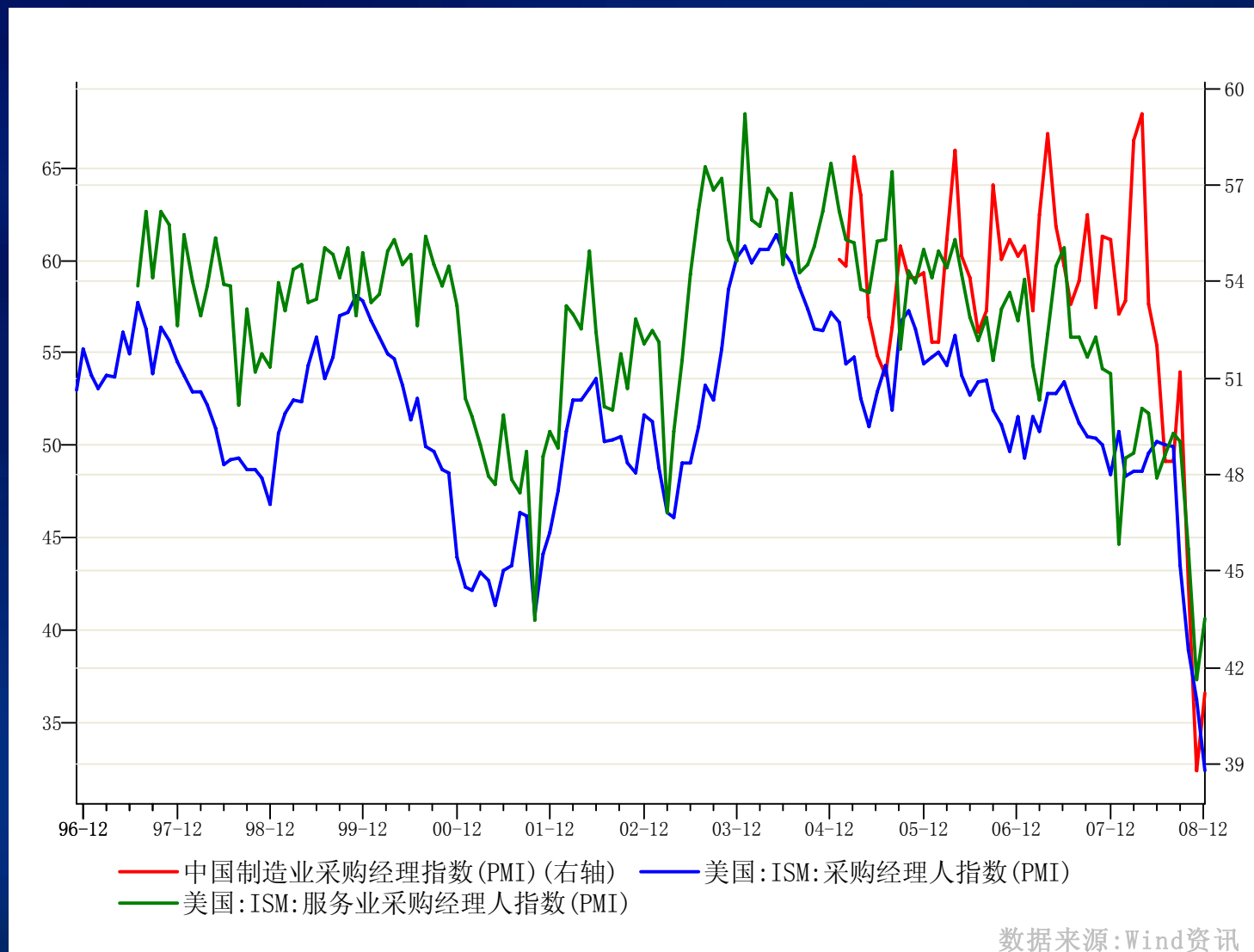
美国M1:并没有中国显著



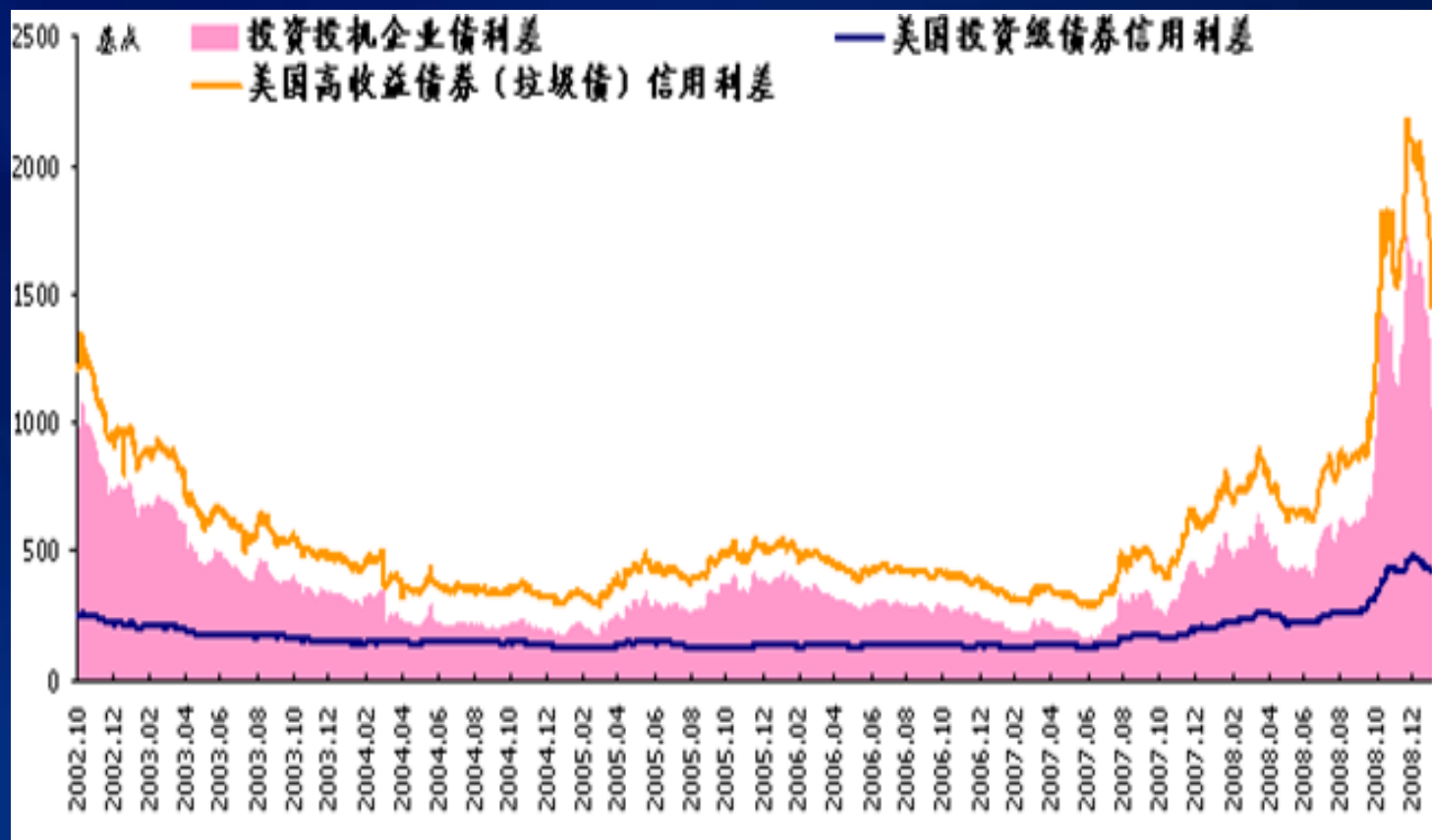
美国2008年12月关键指标在缓和：比如失业率，尚需进一步观察



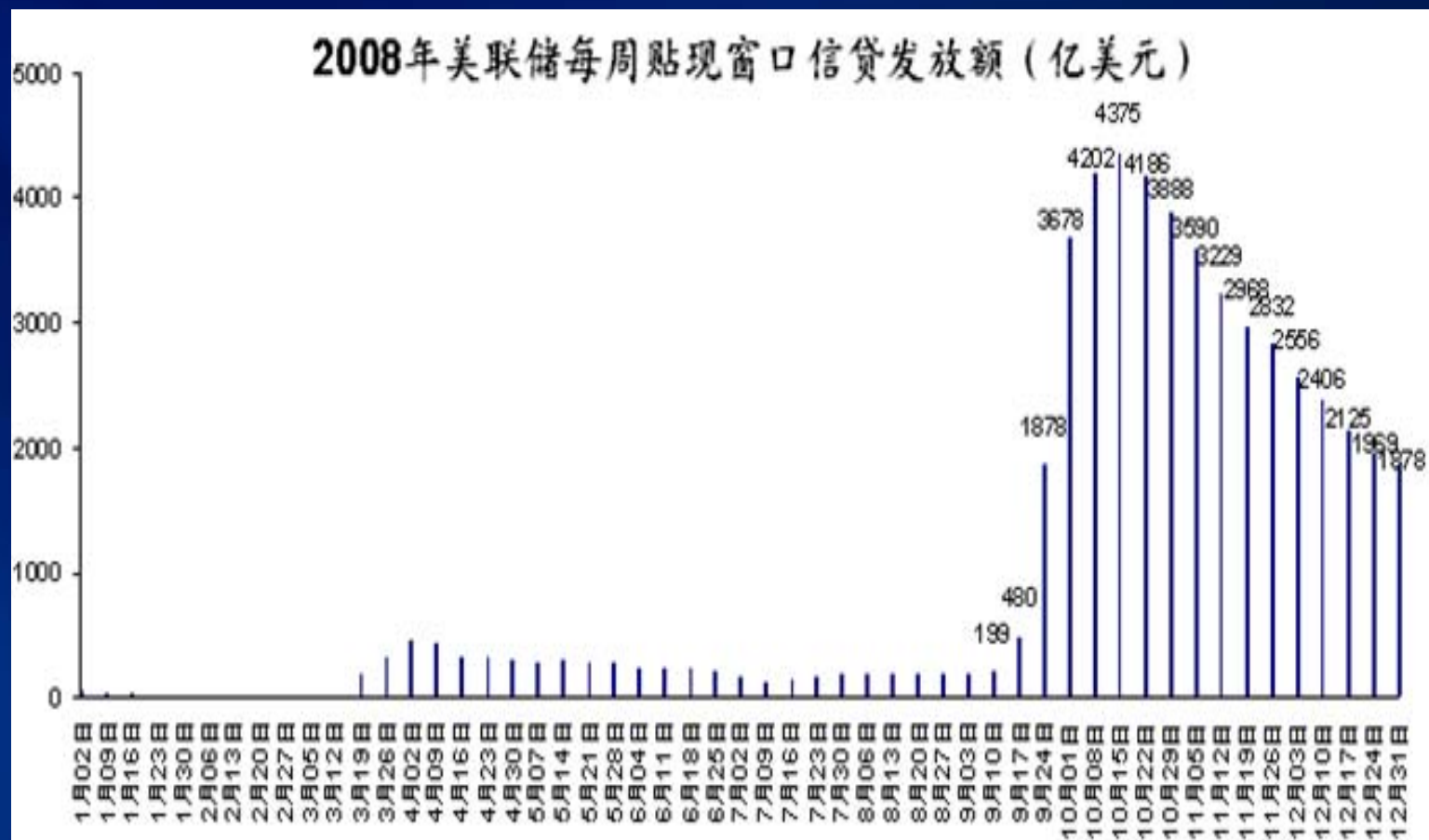
中国制造业/美国服务业采购经理人指数2008年12月反弹



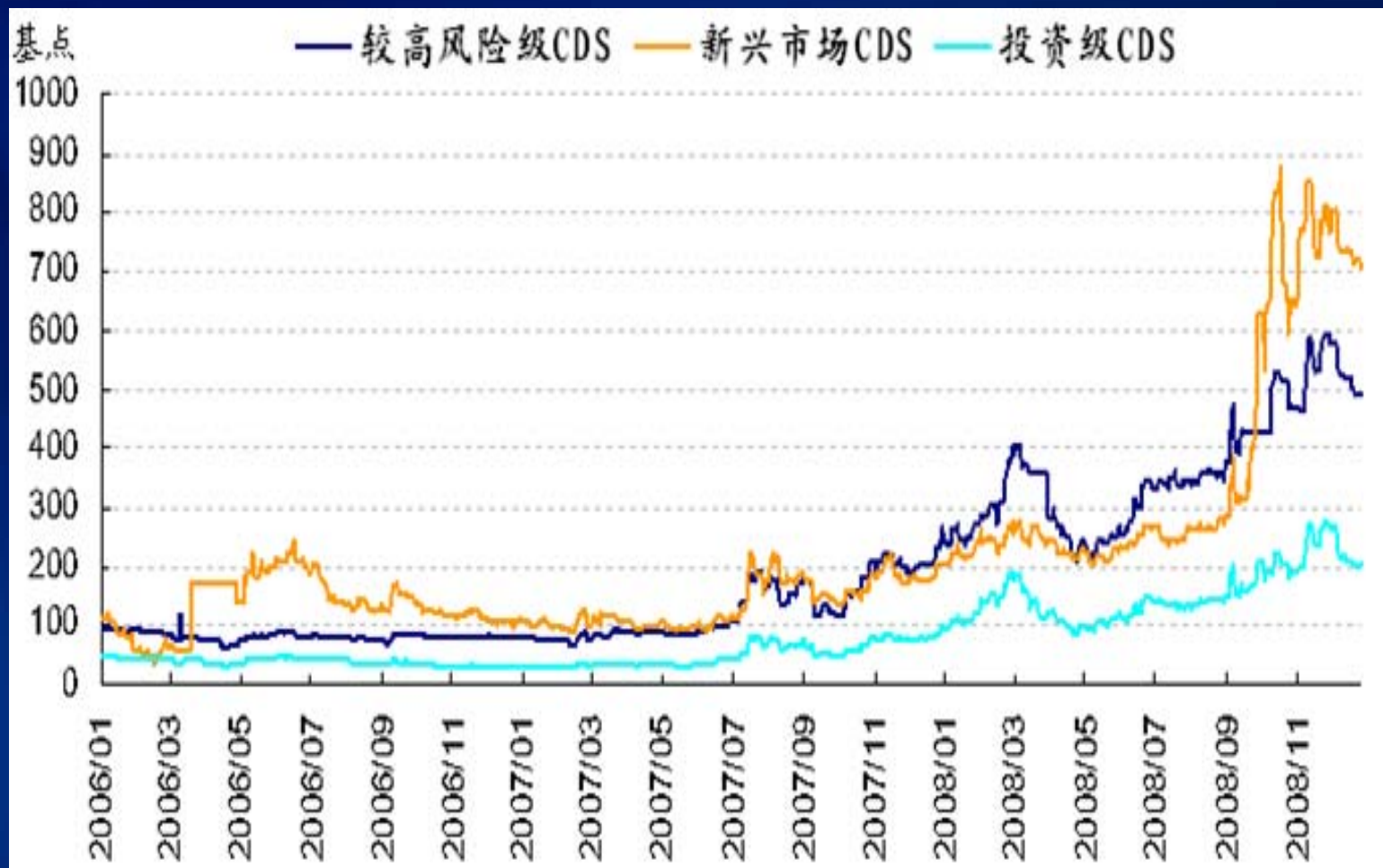
最近，美国企业债信用利差显著下滑



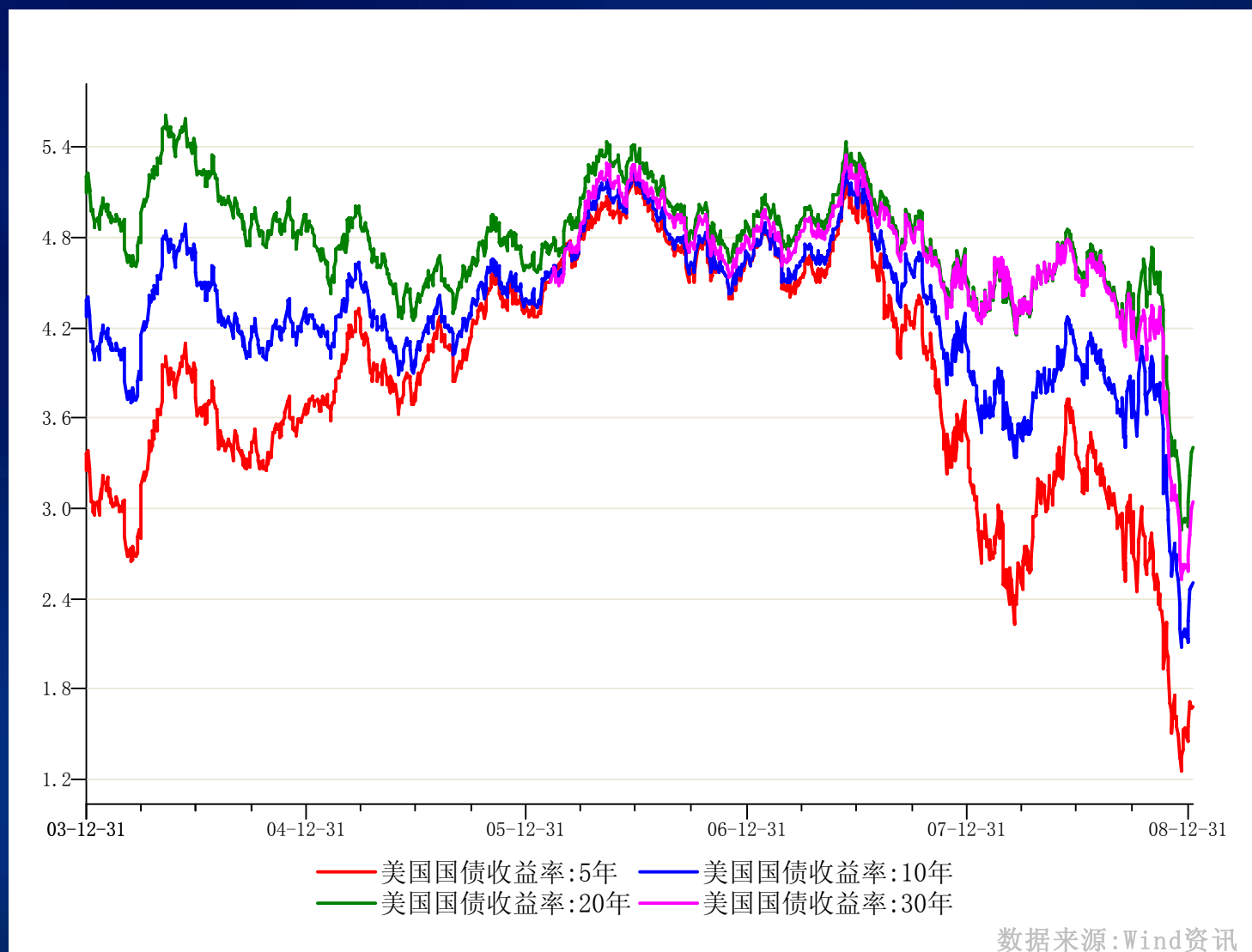
美联储贴现窗口的拆借量大幅下滑



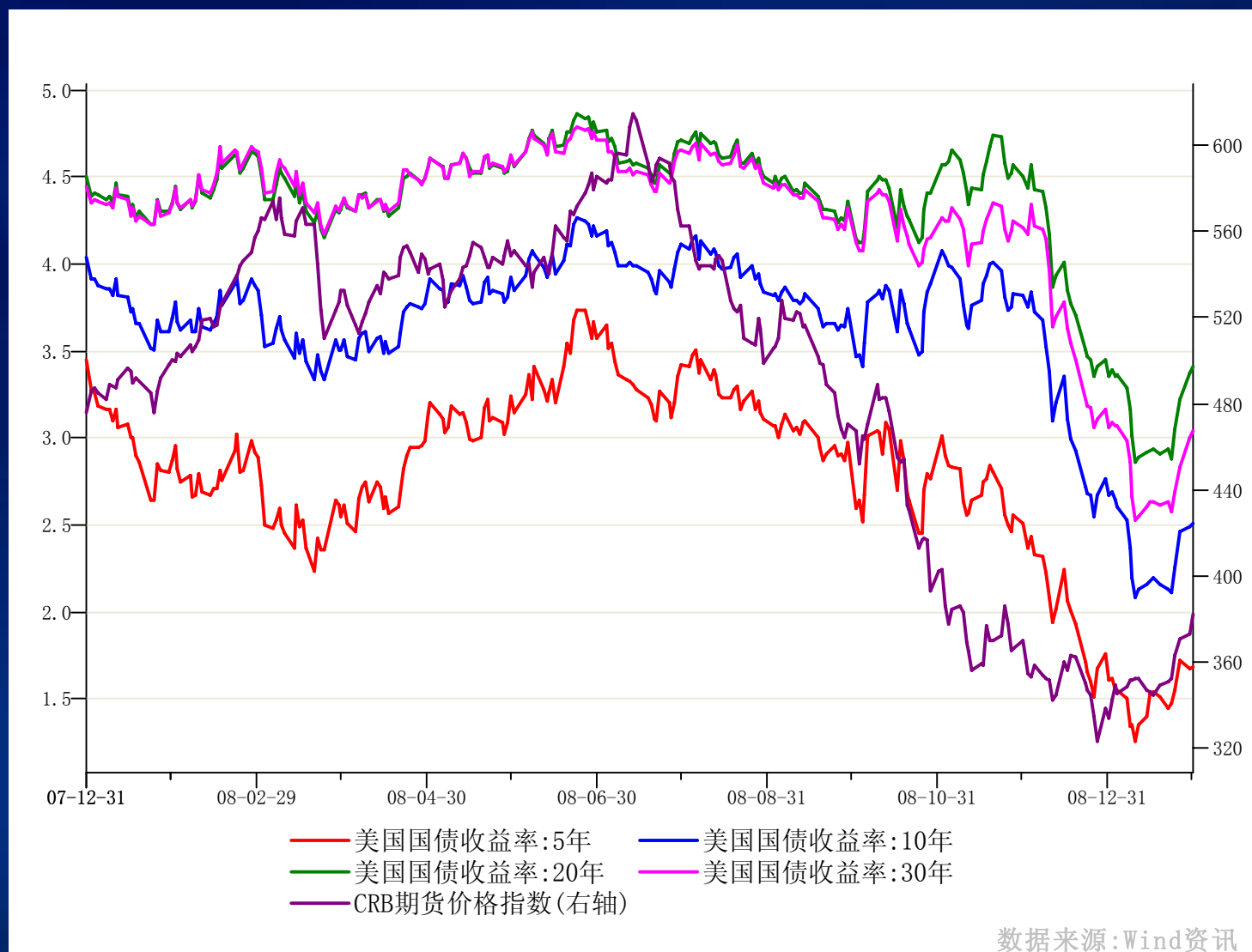
CDS水平有所下滑



美国长期国债收益率回升，长期国债价格下跌



我们2009年新年开市前报告中推荐的宏观对冲策略： 做大大宗商品，做空美国长债（不含5年期）



金融危机最危险时刻已经在10月15日过去，但不意味着太平盛事
(金融危机下半场，全球实体经济短暂休克后之缓慢复苏)

- 关于全球62万亿美元CDS隐含损失，四种算法（IMF,美国财政部，高盛，本人2008年9月21日报告“金融业危机，并不是货币危机”第8页）：
- 2008年3月4日报告，“次贷危机-第三冲击波”中已经有预估
- 次贷实际损失大约4000亿； CDS大约62万亿美元
- CDS大约62万亿美元，按照最悲观预计，最大损失
 $62 \times 8\% \times 20\% = 0.992$ 万亿
- 全球总共不到1.5万亿美元最大潜在损失，已经暴露的损失大约5600亿，与全球金融资产100多万亿美元相比，完全可以承受；为啥，全球金融市场人心惶惶？
- 主要原因，在于场外衍生品市场制度缺陷，甚至银行高管们都不知道本公司损失情形，全球风险溢价急剧上行
- 直接结果，形成全球金融窖藏，社会流动性一夜消失，这可以解析次贷危机以来全球央行多次集体注资行动

金融危机最危险时刻已经在10月15日过去，但不意味着太平盛事
(金融危机下半场，全球实体经济短暂休克后之缓慢复苏)

- 事实上，CDS市场的参与者大部分为投行/商行、保险公司等专业金融机构，他们买入一份CDS产品往往设计出来一个CDS衍生品再卖给别人或者是赌不同的公司倒闭（每个参与者买protection，同时卖protection），现在的CDS参与者许多赚的是中间的差价力图保本，所以62万亿看似庞大的CDS交易总量市场其实净总头寸可能只有几十分之一，某一笔CDS可能背后有多个金融机构之间在互相做对冲交易
- CDS市场中存在的distributed risk典型就是AIG这样的机构，AIG是少数几家能大量卖ungedged protection产品的机构，原因是AIG有AAA评级以及激进的交易策略，但CDS市场参与者中大多数银行、保险公司是不能这么做（即使允许也不会这么做），CDS市场的风险是存在的，但由于我们无法验证CDS市场中净头寸风险比例（估计只有 1/20-1/30），但整体来讲CDS市场风险被过分夸大。美国未来金融体系中最大一块的*unhedged*损失风险，仍会主要来自于Mortgages这块
- 备注：经常看见中央电视台一些嘉宾的常识错误，CDS是不能按照名义面值计算损失的，见本人《广义投资学与宏观金融研究》，人民出版社，2007

美国联邦部门已经在行动

- 1, SEC已经批准成立CDS清算所, 以监管风险
- 2, 美国央行披挂上阵 (定量放松), 购买抵押贷款 (次贷), 而在未来经济复苏时间窗口内有足够的时间 (2年左右恢复到美国潜在增长率) 回笼货币而不至于引发美国货币体系崩溃 (恶性通胀)
- 3, 简单描述, 美国法律上已经通过的7000+8000=15000万亿美元是对付金融危机, 而预计1月20日奥巴马宣布的1万亿美元, 将决定美国经济复苏的时间和路径
- 4, 前瞻的看, 全球宏观对冲基金, 在未来三个月之内, 随时可能: 做空长期国债, 做多大宗商品; 事实上, 有关证据表明: 宏观对冲基金, 已经在行动

附件：五大资产负债表看中国与美国（省略）

- 居民、企业和政府是构成宏观经济的三大主体，这三大主体需求的变动，决定了供需平衡状态
- 随着经济全球化与贸易一体化趋势的加深，经济发展不可避免地会受到外部冲击，特别是中国，经济发展对外需的依存度已经相当高，外围经济的不景气势必会拖累中国经济增长
- 考虑到金融对经济发展举足轻重，金融系统的稳定，是经济复苏的一个前提；经济刺激方案，需要金融系统提供资金支持
- 通过对比中美两国以上五个体系资产负债表，发现中国明显占有优势，在这轮经济复苏中有能力率先突围，我们在较早（2008年8月6日）报告中提出中国在2009年出现小v型反转，在以前报告中多次具体谈到中国经济小v型反转的时间窗口（2009年第二季度），而美国同比小拐点要到2009年第四季度

二，大宗商品市场（含利率）与外汇市场之证据链

- 各指标校准及逻辑上互相验证，大宗商品期货已经一次见底
- 近期，美元指数将上扬；六个月后，美元指数将会走弱（不会创新低70），而商品货币（如澳元）期货已经提前反应
- 先前报告预测，PPI校准后中国11月M1与M2显现金叉（M1与M2真实金叉将在2009Q1显现）；先前报告提示，2009年第二季度中国经济显现小v型反转（证据很多，见以前报告）



二，大宗商品市场（含利率）与外汇市场之证据链

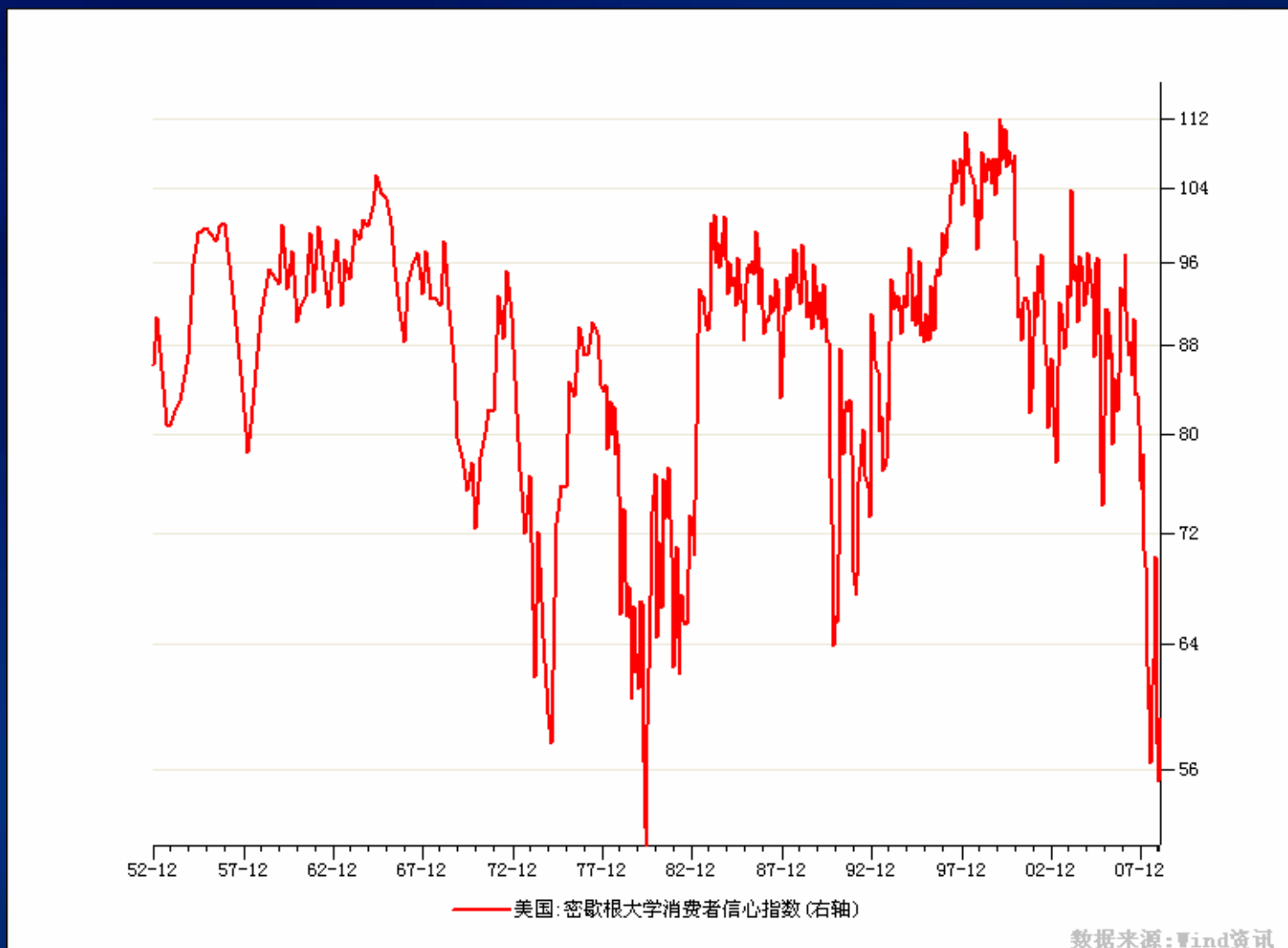
- 先前报告已经测算，美国10月末M1与M2金叉显现，11月其金叉喇叭口扩大了3.67；美国经济（环比）也可以在2009年第二季度见底
- 美元指数校准之大宗商品指数走势滞后于股票指数，股票指数最低点已经过去，成为历史
- 人民币及港币与美元挂钩是事实；中美经济2009年第二季度同时好转（大概率事件），其正向共振效应将可能使2009年成为股市熊牛转换年



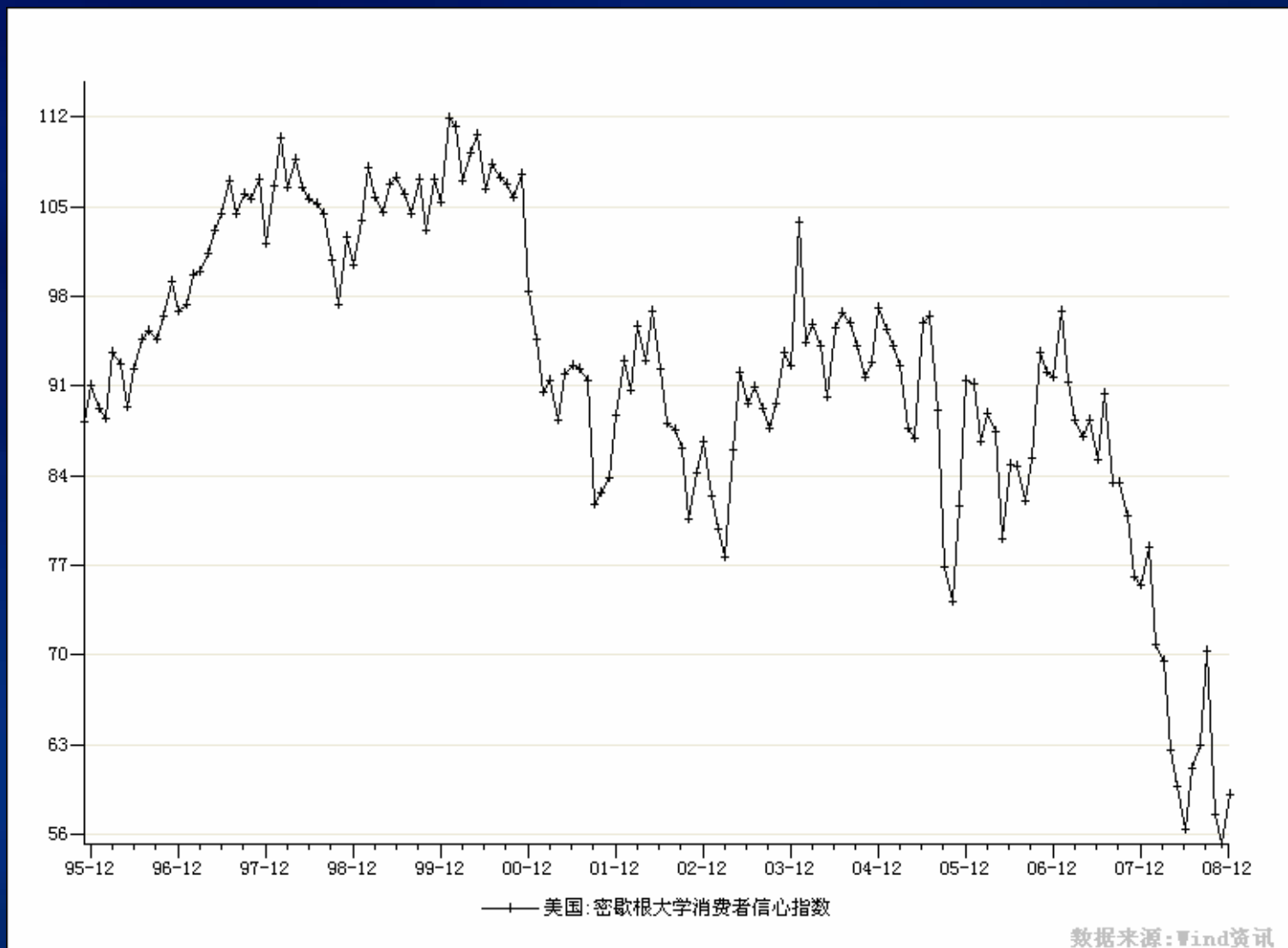
备注

- 备注1: 全球宏观分析, 逻辑自洽性最为关键, 事实上宏观变量之间属于弱因果联系; 所谓因果关系是事后演绎的, 就像《三国演义》一样, 是历史的演绎, 并不是真的历史; 全球宏观分析中, 真的因果, 也许上帝才知道
- 备注2: 先前报告(宏观系列以及金融工程系列), 反复强调大贝塔驱动(大类资产配置)的重要性, 正如宏观调控中的宏观是汇率政策, 汇率是大贝塔的大贝塔, 但是汇率决定理论到目前为止共有19种流派, 比丐帮降龙18掌还多一招

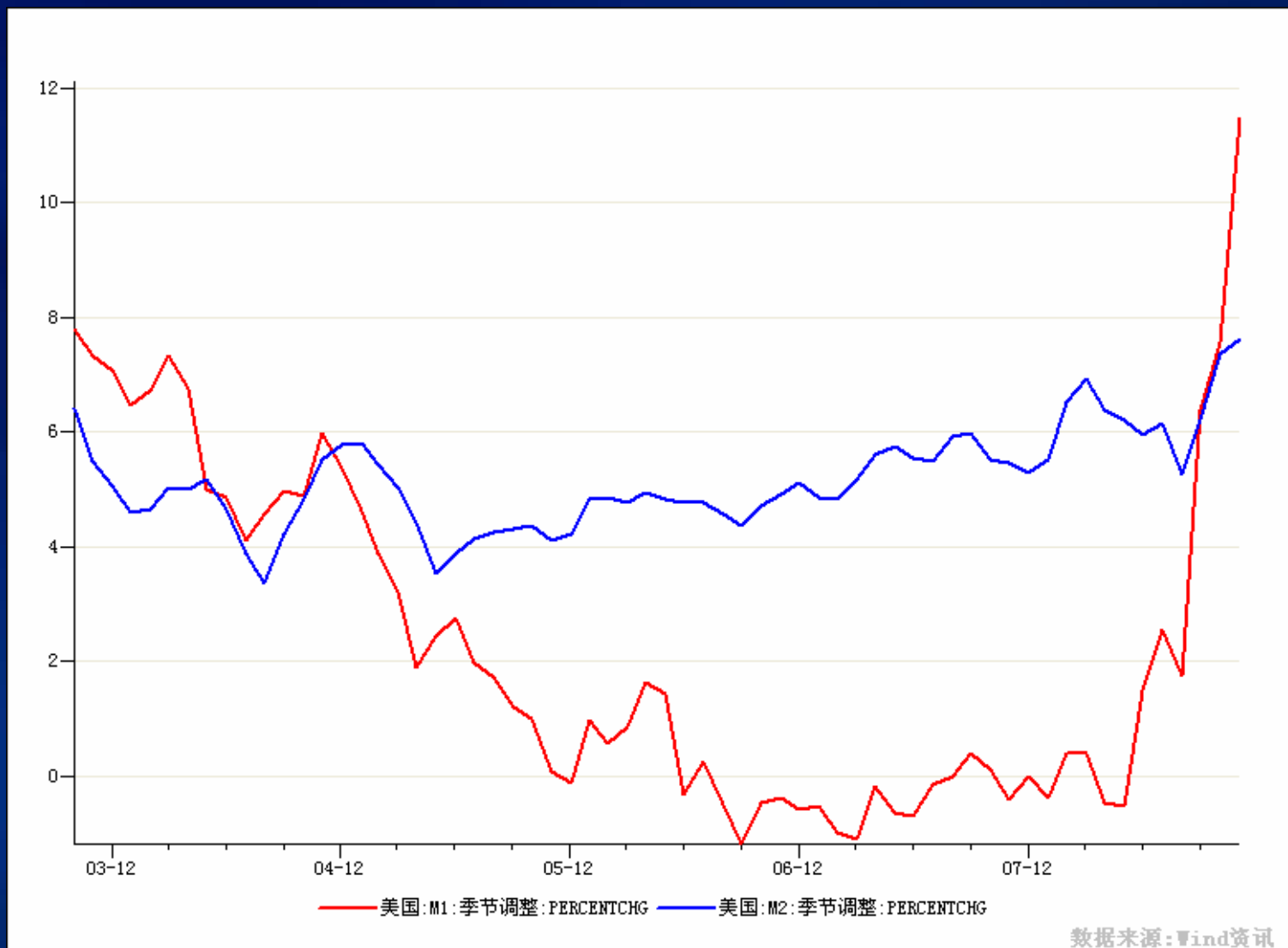
本轮全球金融危机，美国消费者信心指数并没有创历史新高低（远高于70-80年代水平）



本轮危机以来，美国密西根大学消费者信心指数二次探底，12月已经大幅反弹（11月55.3，12月59.1）



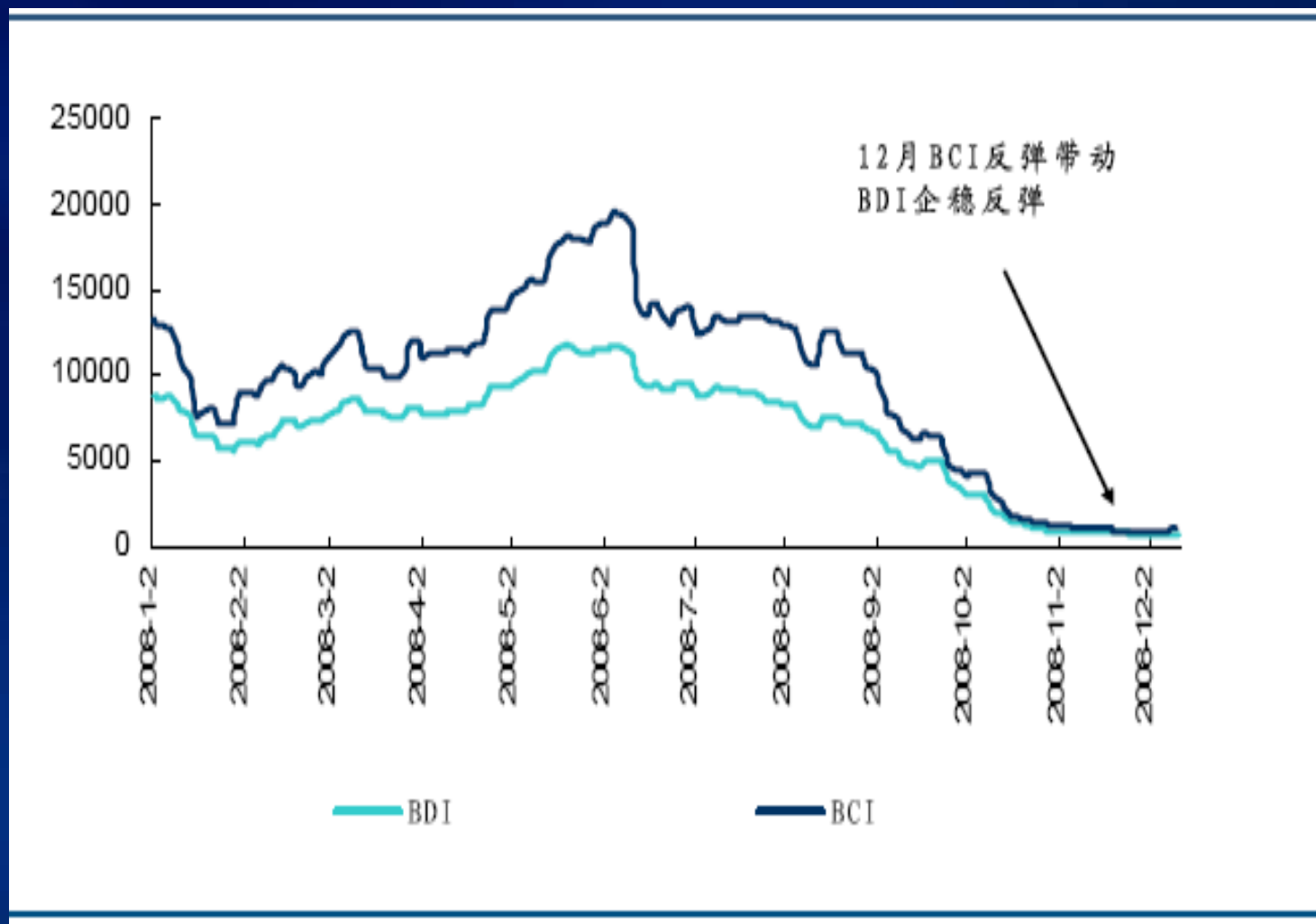
先前报告：美国货币M1与M2黄金交叉喇叭口急剧放大：
10月0.2；11月3.87



BDI指数，“领先”见底回稳



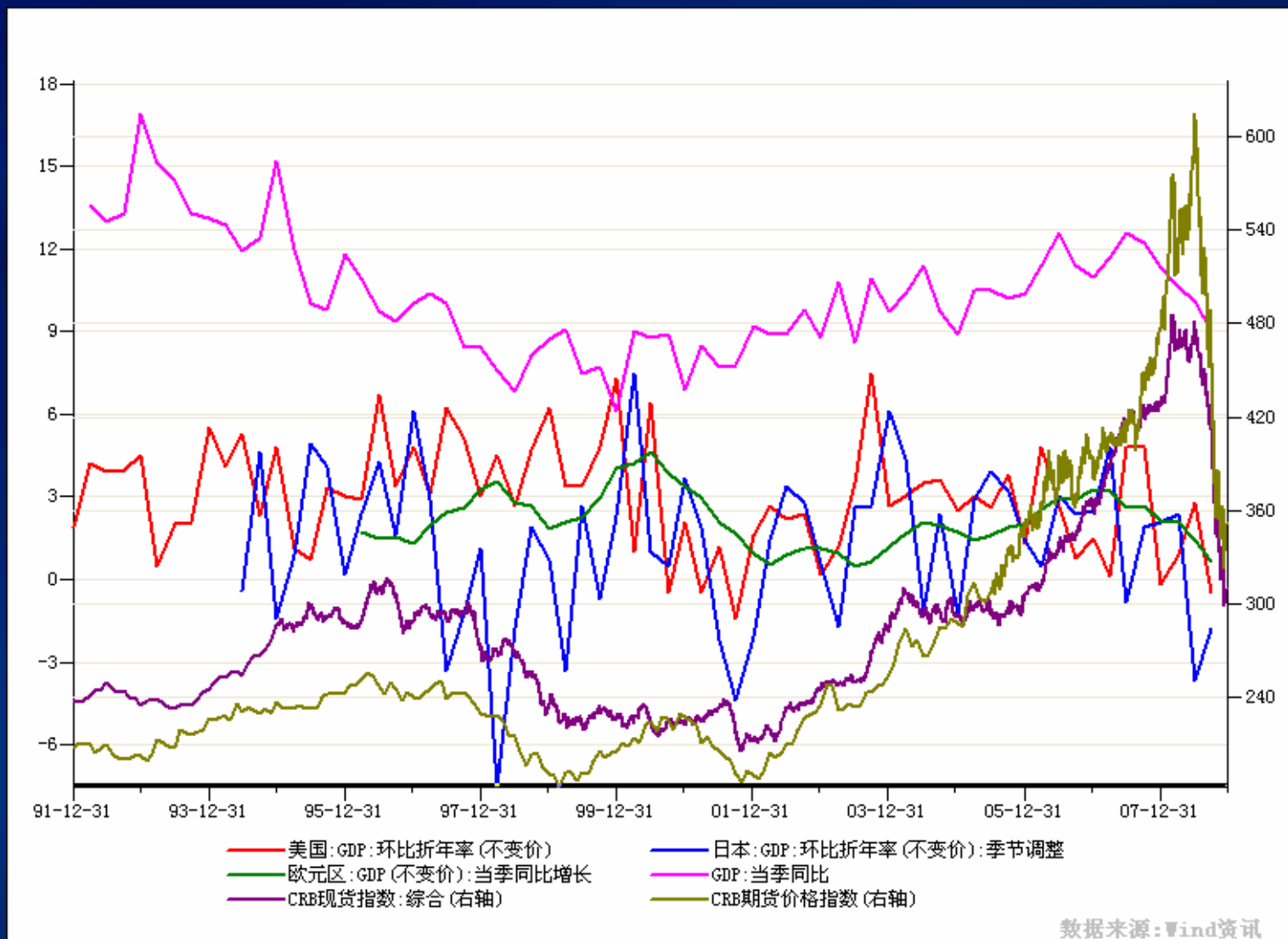
全球干散货市场运输指数BCI: 12月反弹



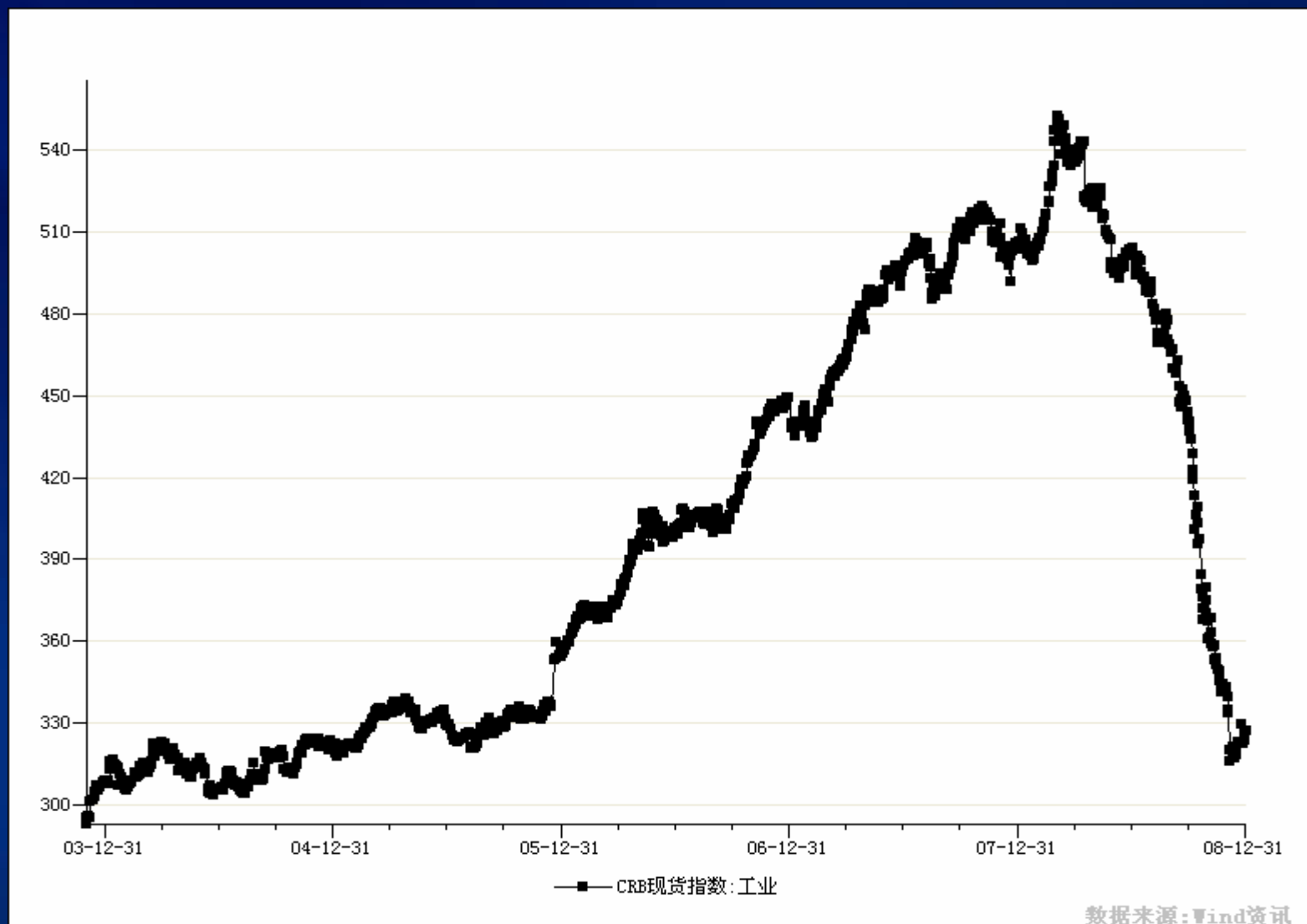
CRB工业现货指数，“领先”回稳



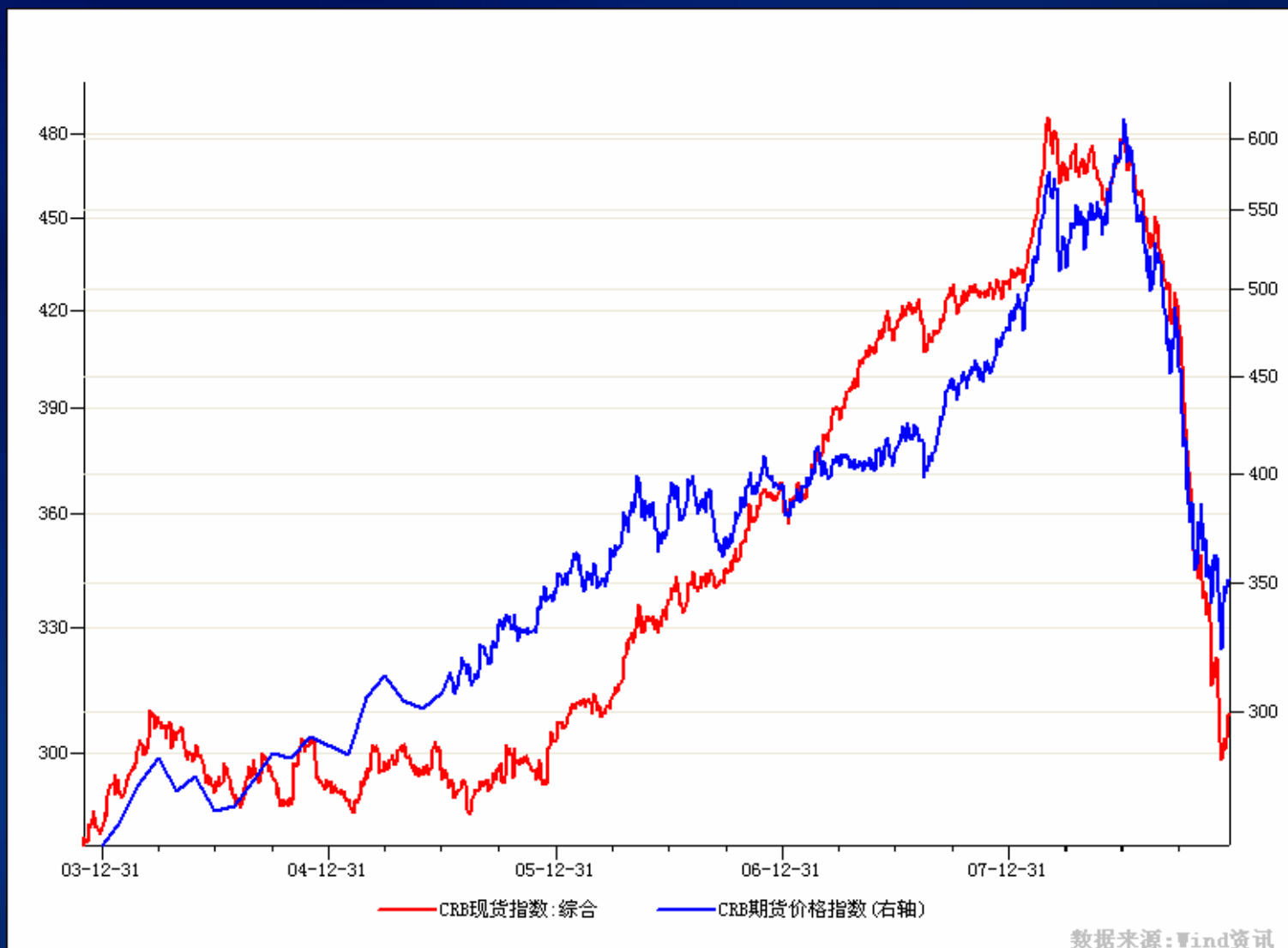
历史上看，商品类指数滞后主要经济体（美欧日中） GDPG,上述指数“领先”属于超调回稳



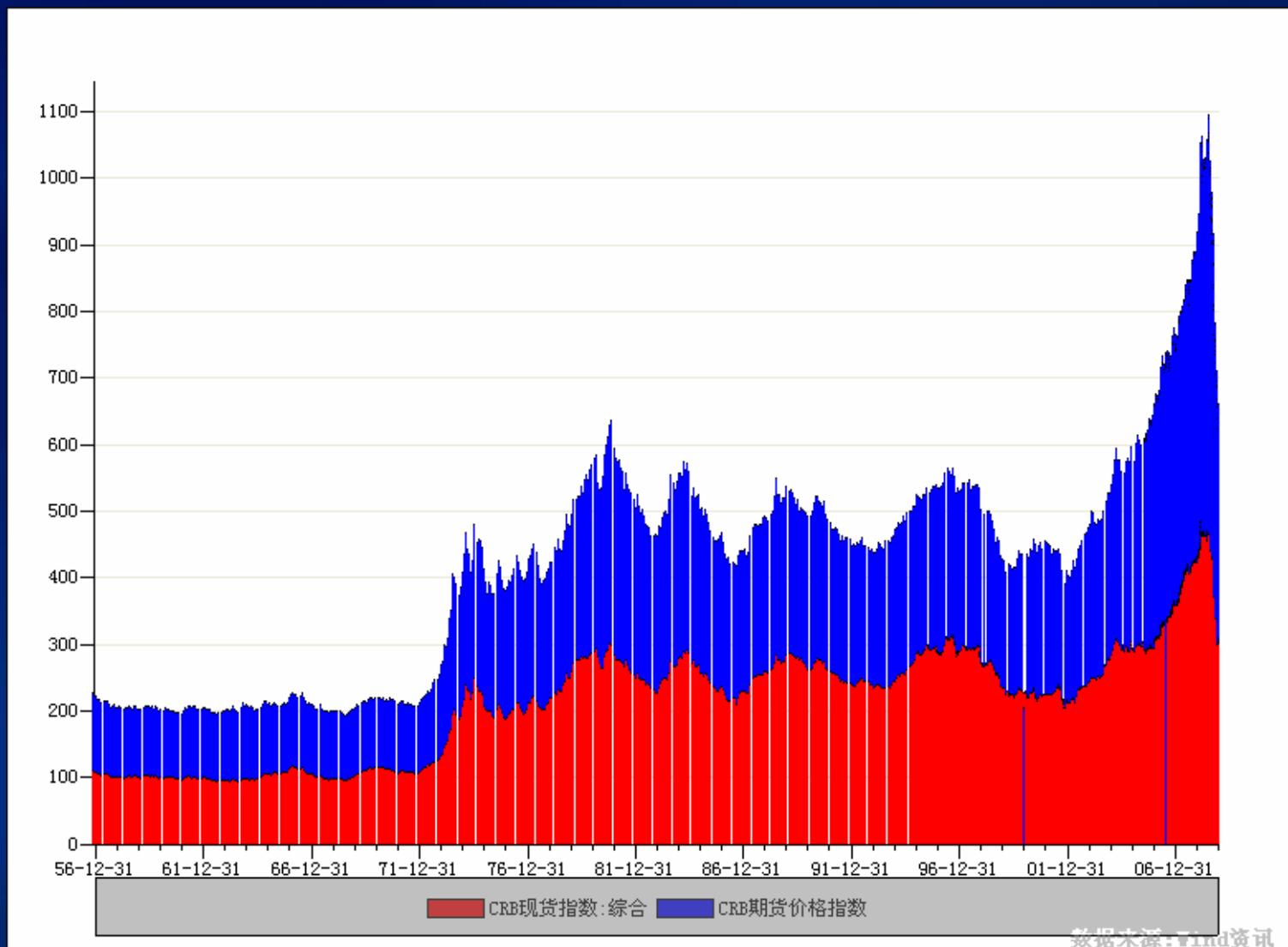
CRB工业现货指数12月16日以来回稳（以前报告），反证2008年11月定性为“全球经济休克而非全球经济危机”（以前报告）



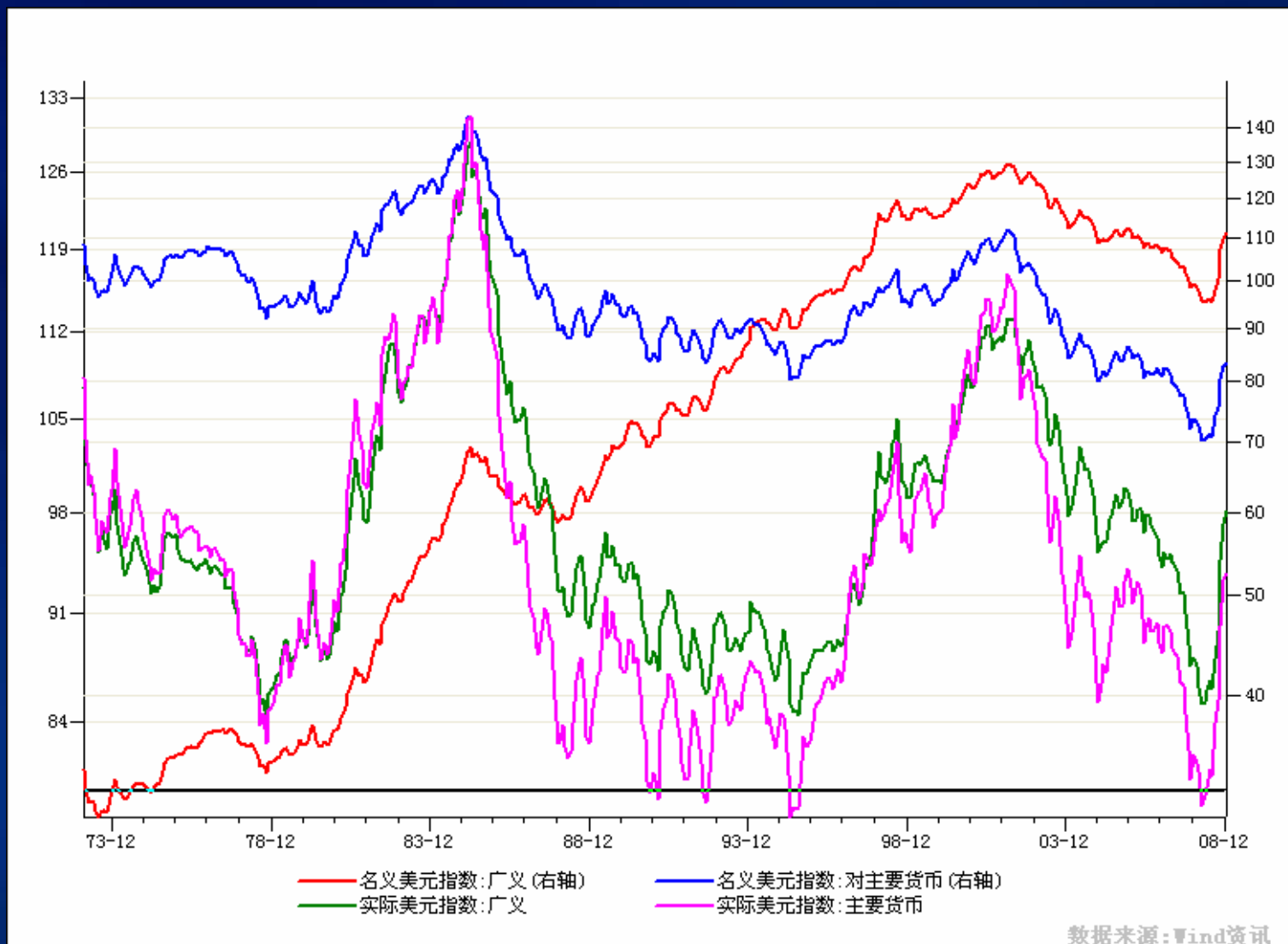
最近几年，CRB期货走势滞后于现货，
与教科书“商品期货价格发现功能”完全相反



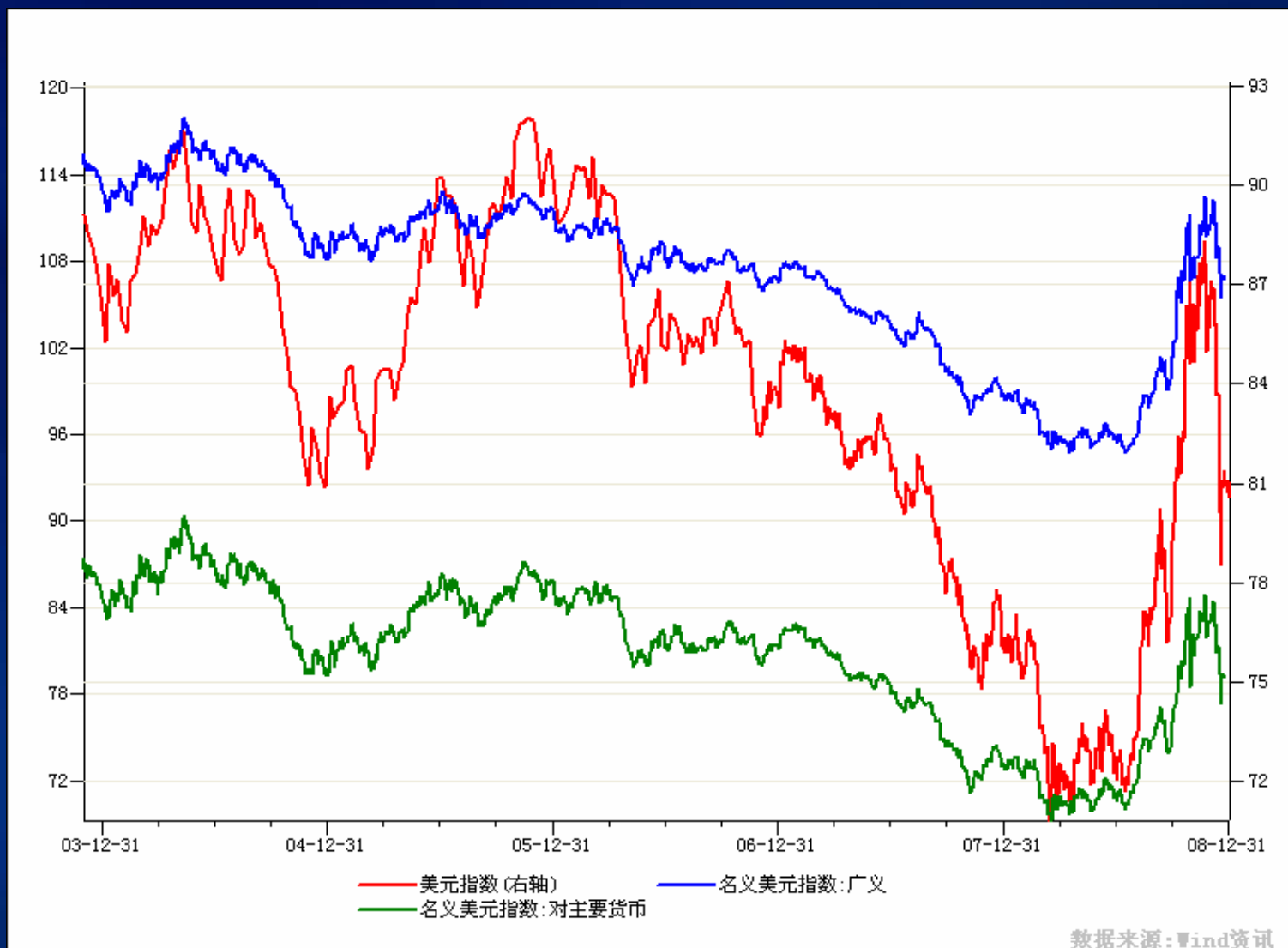
1973年以来，商品期货其金融属性不断加强，
不仅走势滞后于现货，波动率也远远大于现货
(与教科书也完全相反，商品期货早已经异化)



美元指数至少未来三个月将走强（利率平价理论引领）



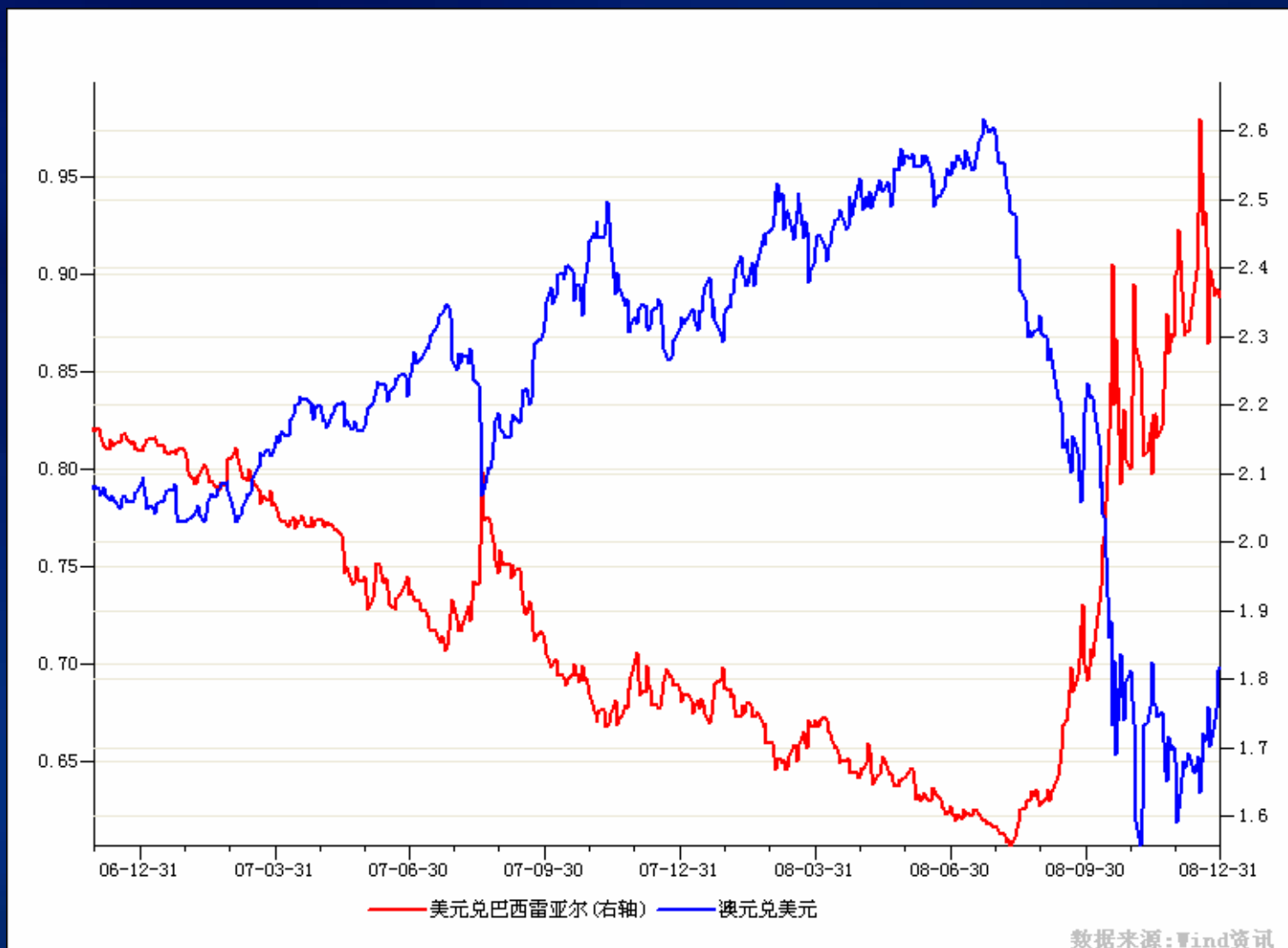
综合汇率决定理论19种流派中的五种：利率平价说，蒙代尔-弗莱明模型，弹性价格货币分析方法，资产组合平衡分析方法，巴拉萨—萨谬尔森效应以及1973-2004三十年计量实证，美元指数2009年不会创新低70



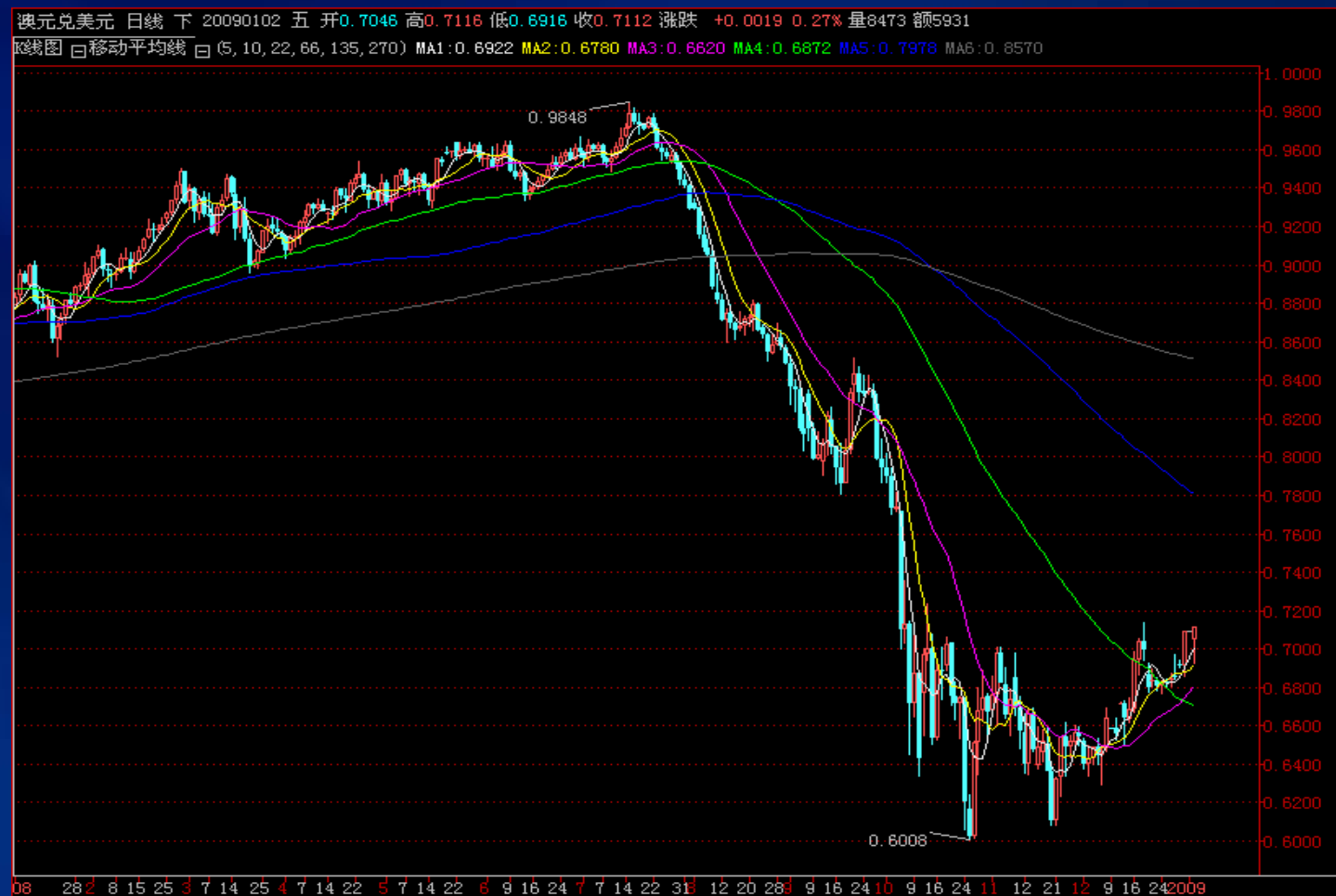
除非大规模战争，黄金不会创2008年3月17日新高1032



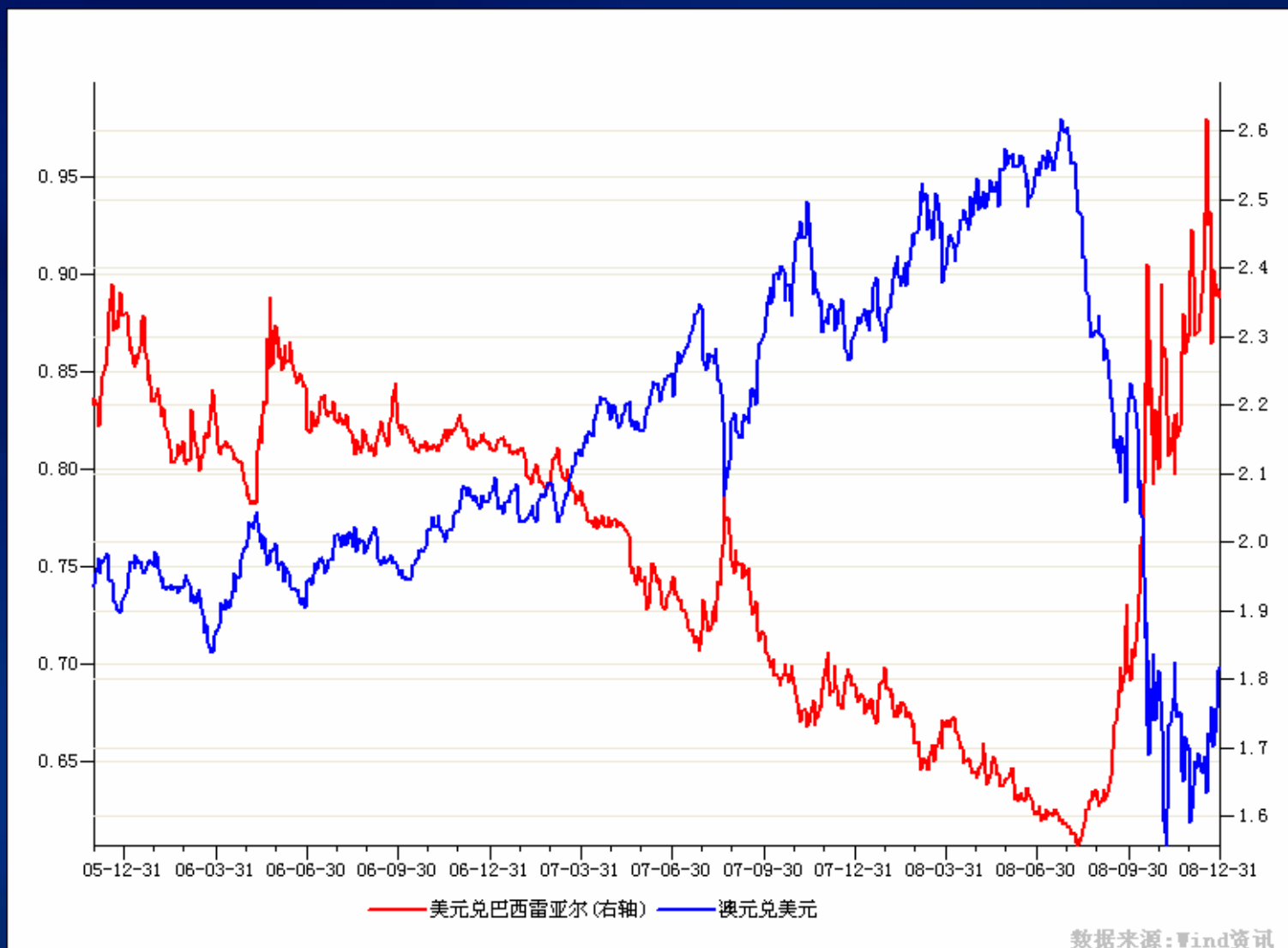
本次危机最危险四个月（2008年7-10月），
商品货币(巴西雷亚尔，澳元)大幅贬值40%



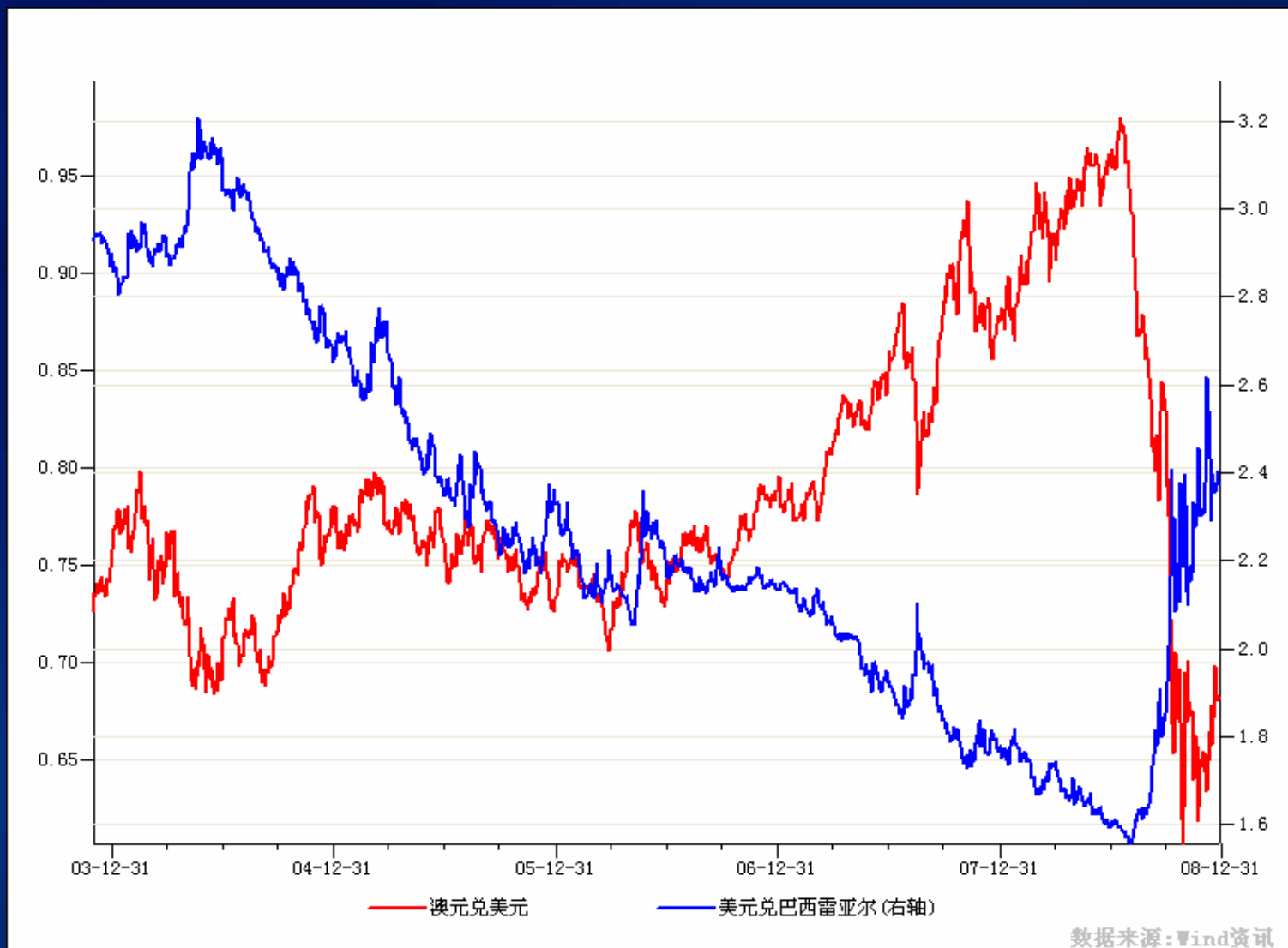
商品货币（澳元）已经二次探底成功：比预期坚挺



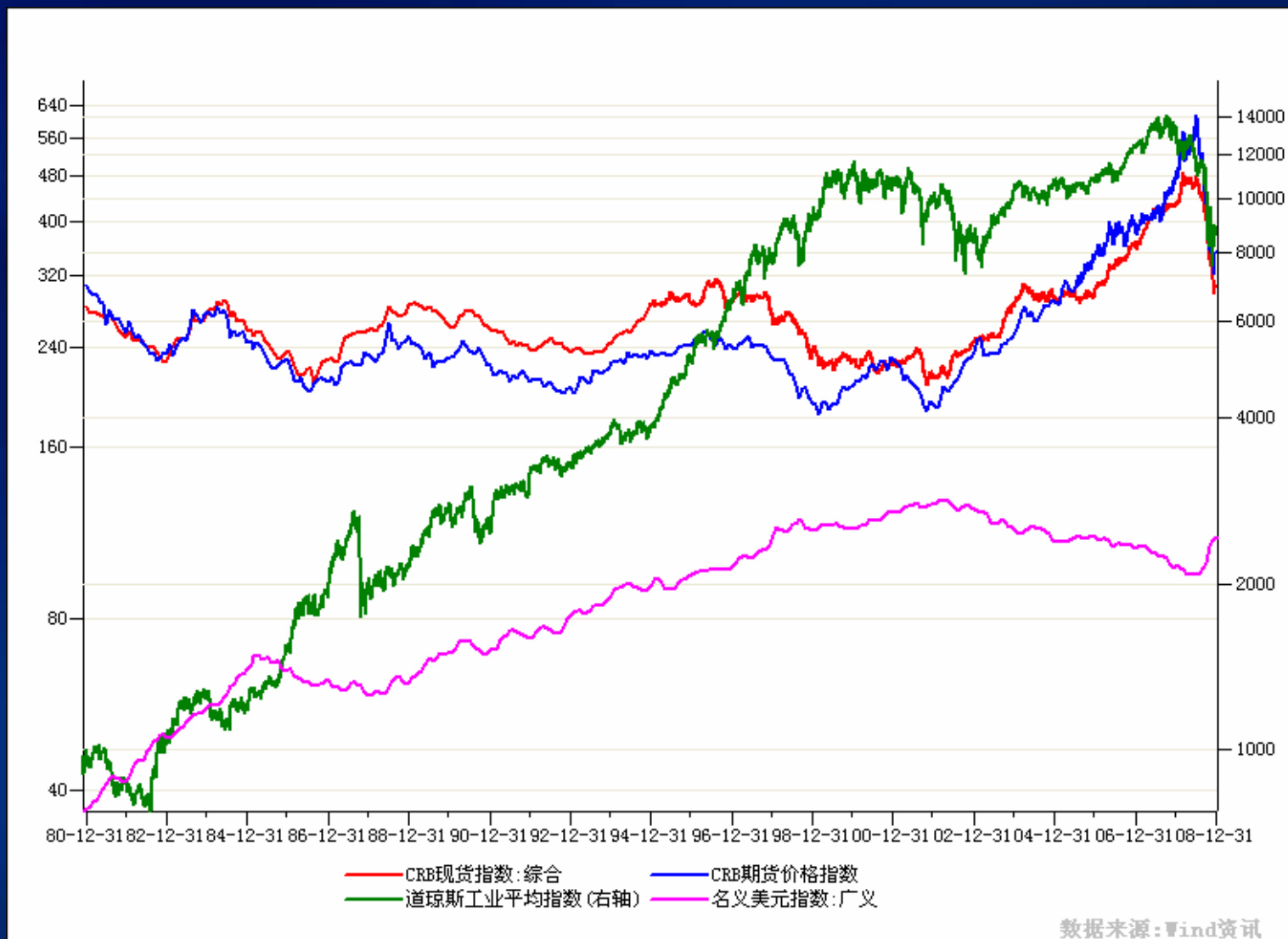
商品货币（巴西雷亚尔，澳元）未来不会创新低



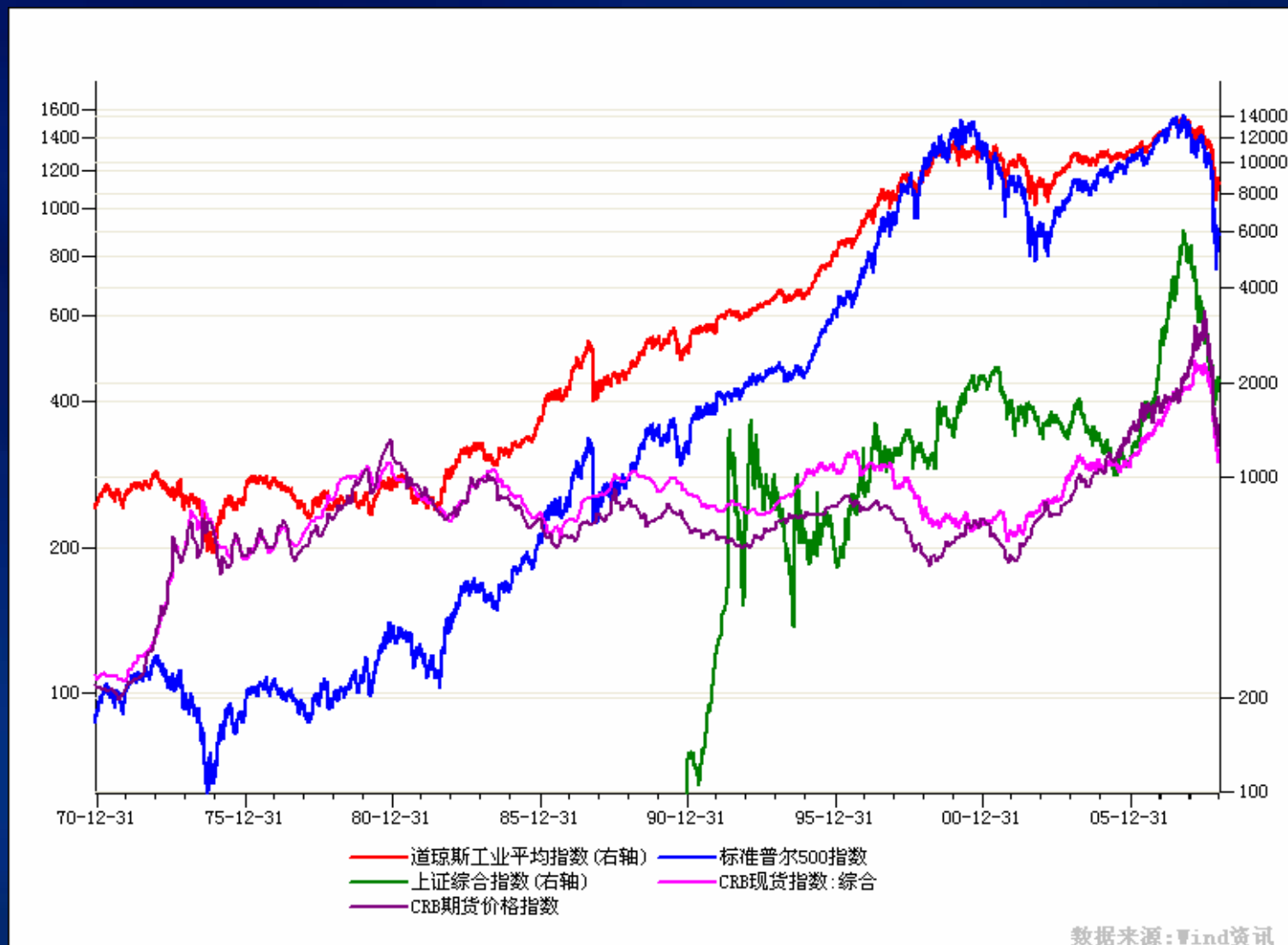
两大商品货币同时稳住：货币投资人预期2009年凯恩斯主义有效



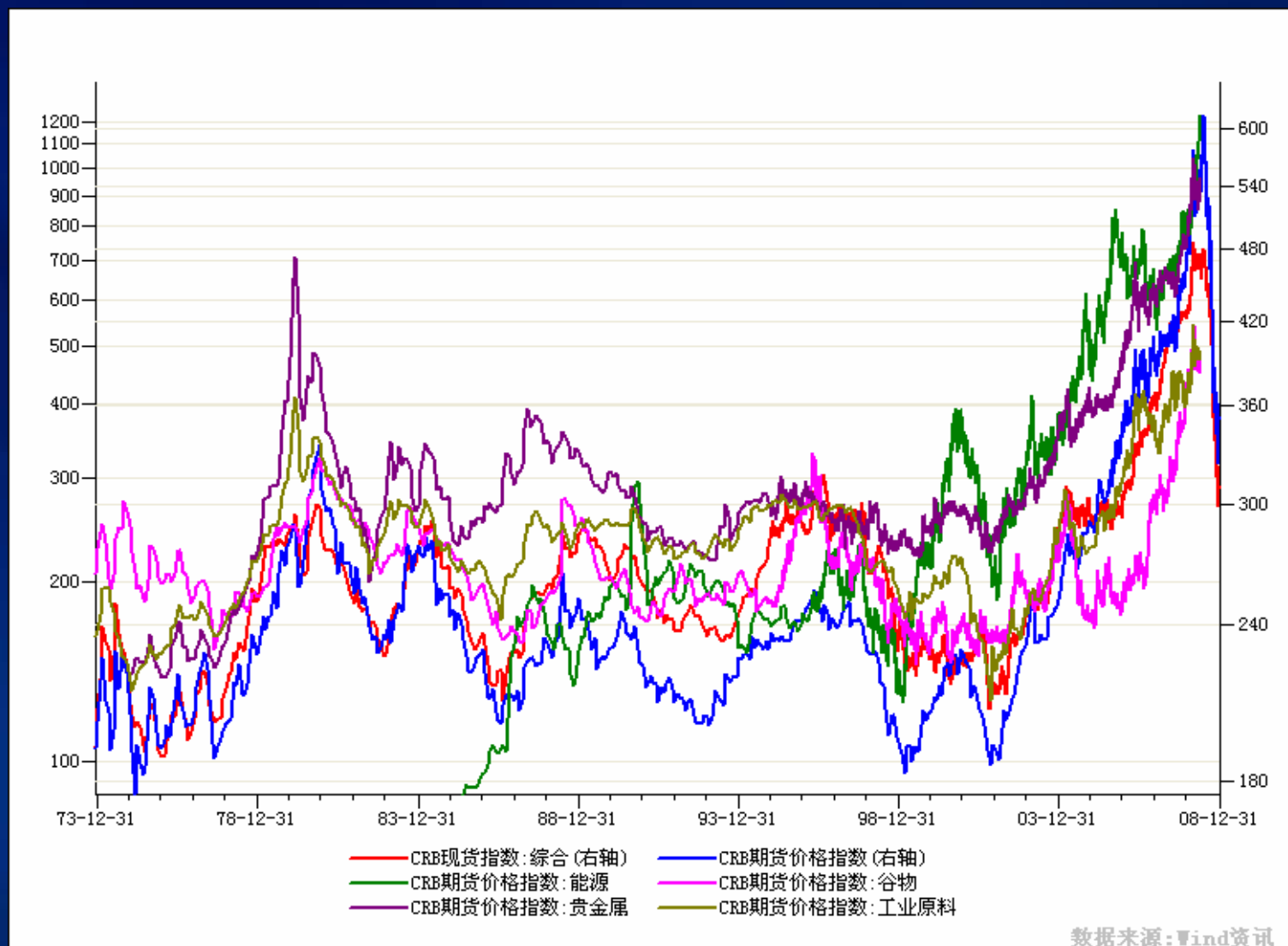
美元指数校准之CRB指数，滞后于美股指数见底



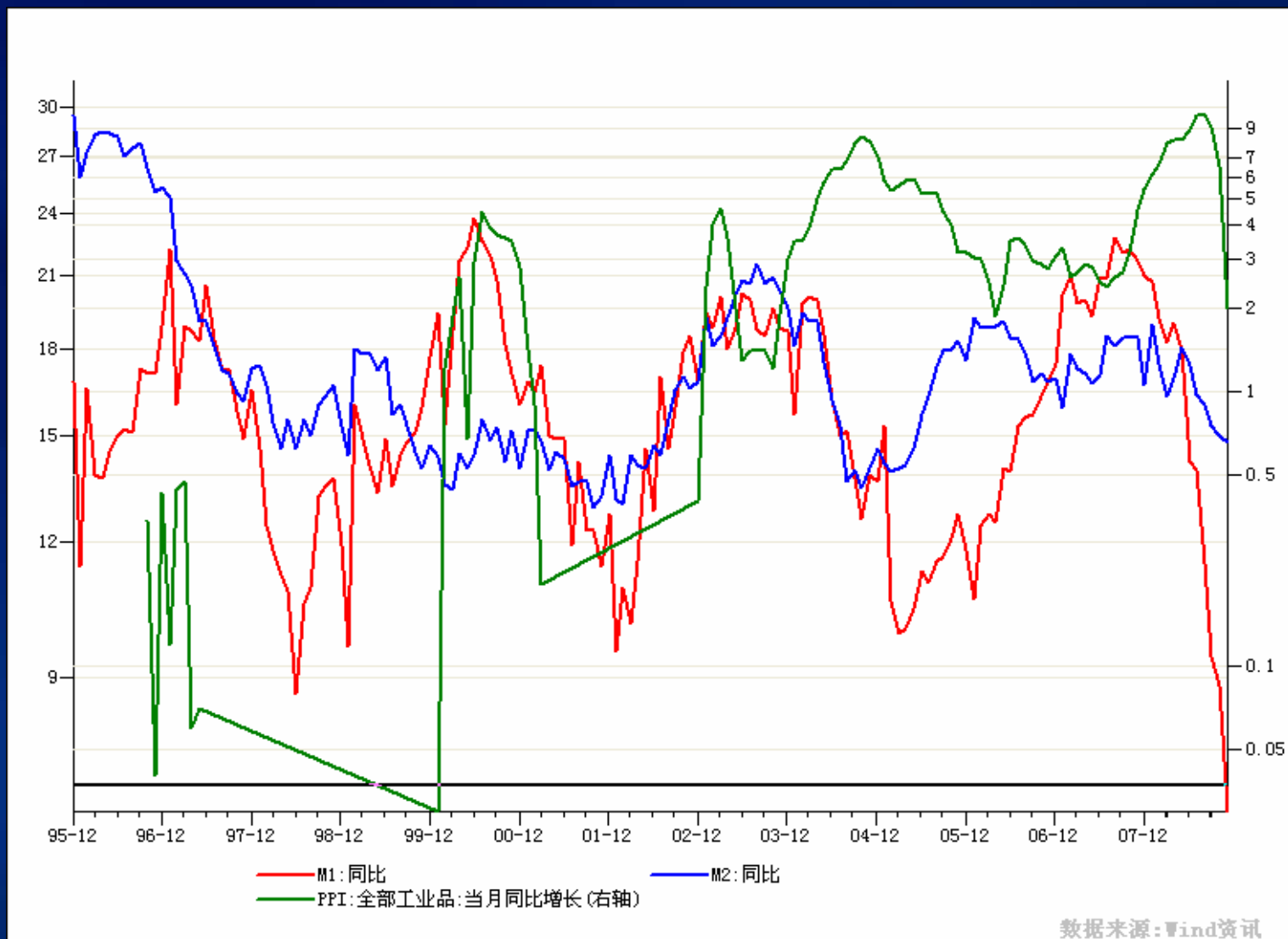
上述美股与CRB指数之关系，上海综指不适合（中国股民期民基民学习全球宏观经济学，也是最近的事）



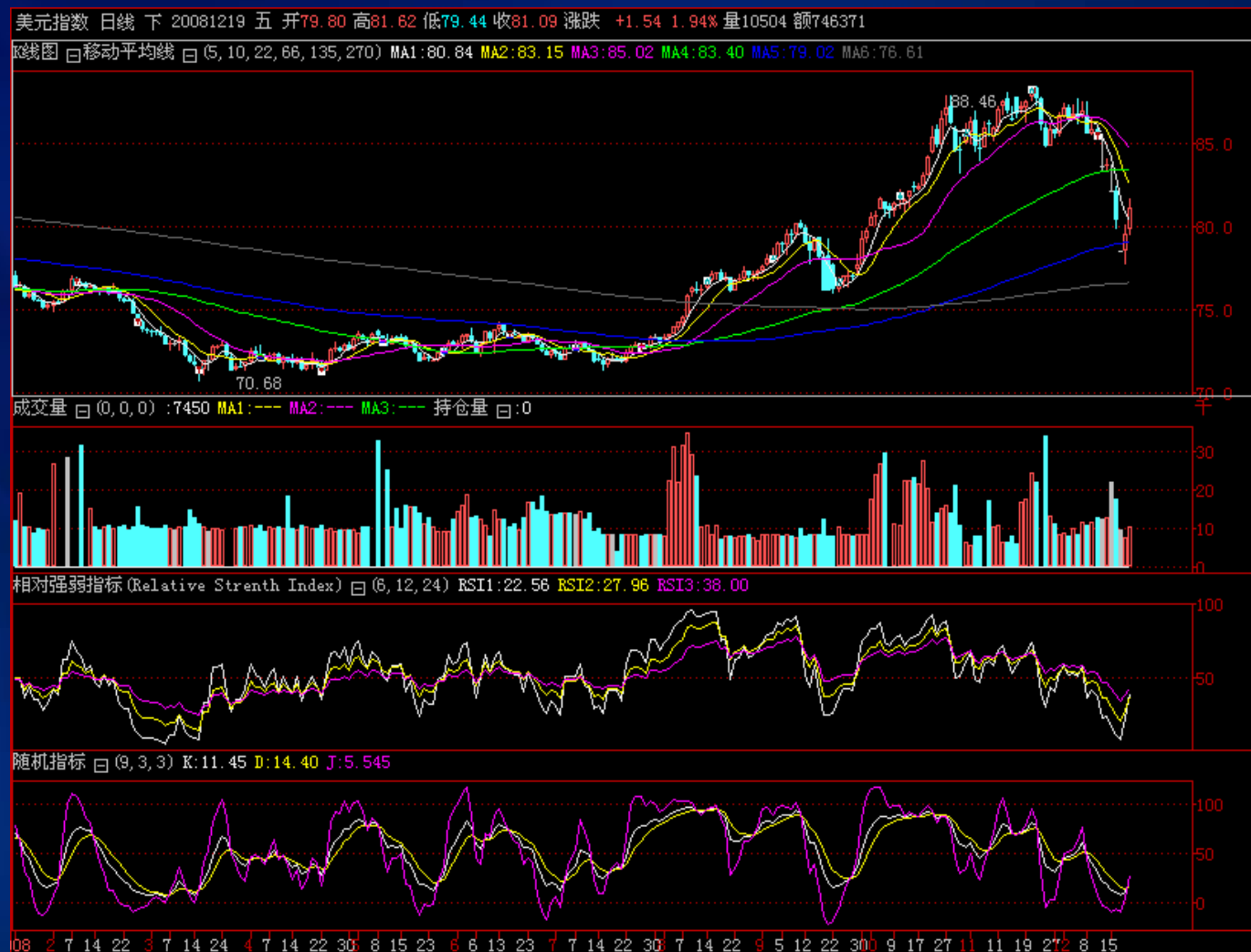
大宗商品四大板块（细分板块更多）走势，时间上不一致（与宏观景气相关性不一致）



先前报告预测：PPI校准之中国11月M1与M2, 金叉显现（校准后，M1:10月2.26,11月4.80;M2:10月8.43,11月12.80）



本周美国大幅降息到位，美元指数在78短期回调到位， 符合利率平价理论

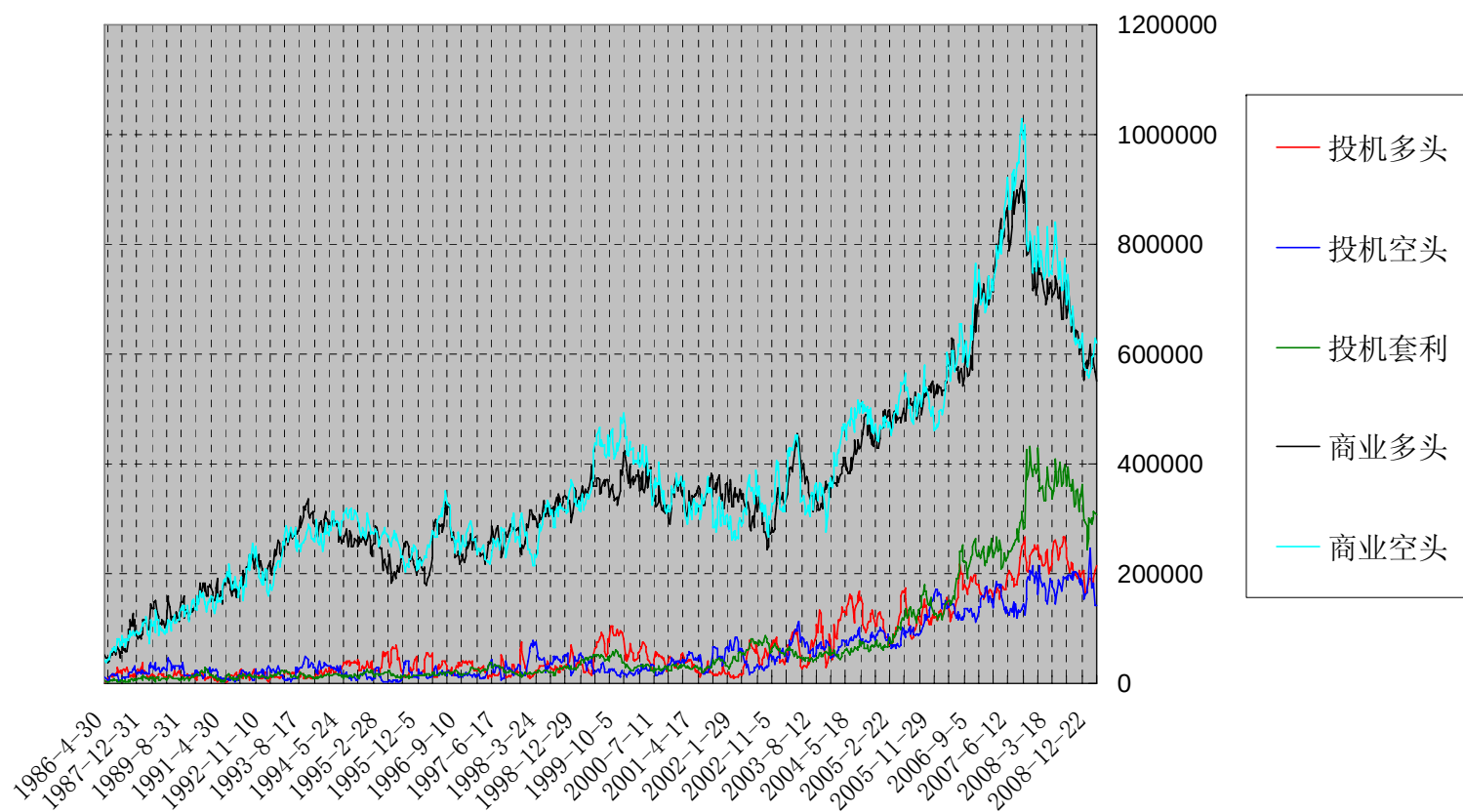


全球经济牛鼻子“国际原油”一次成功探底35，
2009年1月20日我们再观察其仓位分布图（每周动态追踪）



1986-2008年国际原油仓位分布图：金融属性增强， 2004年以来商业参与激增

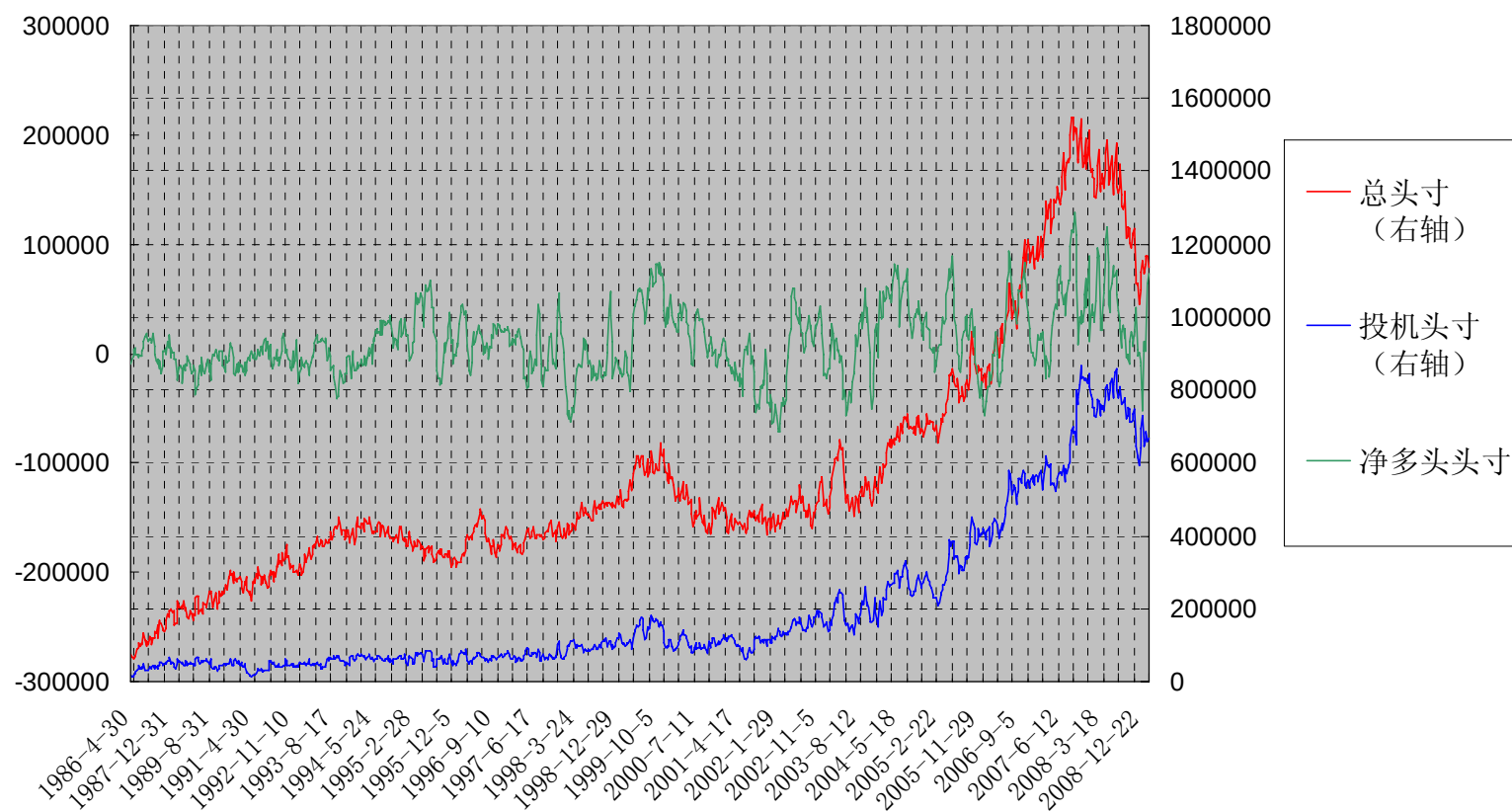
原油期货五大仓位分布图（1986-2008）



数据来源：CFTC

1986-2008年国际原油三大头寸变化图：2008年12月以来回稳

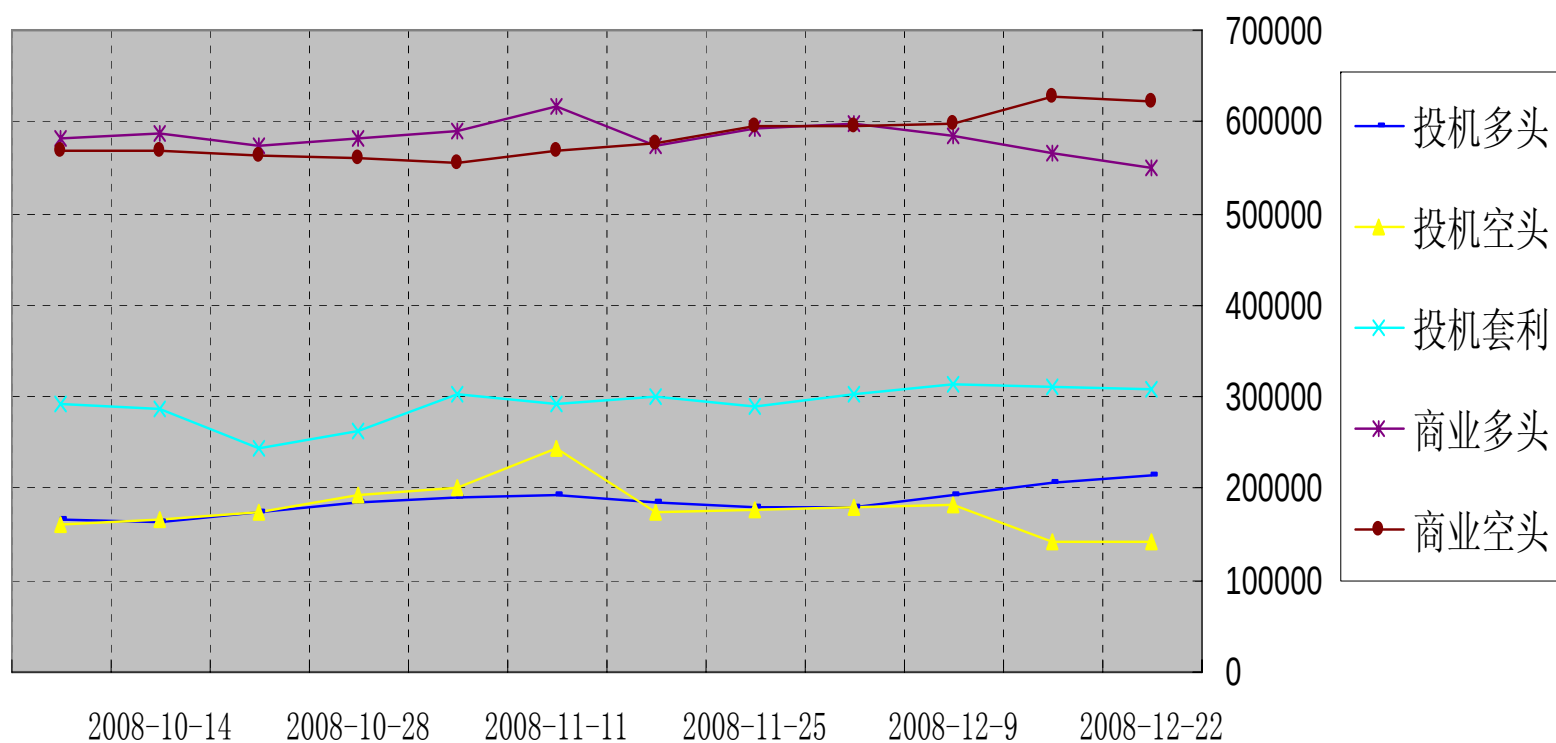
原油期货三大仓位分布图（1986-2008）



数据来源：CFTC

2008年圣诞节前国际原油期货市场： 投机多头增仓，投机空头减仓

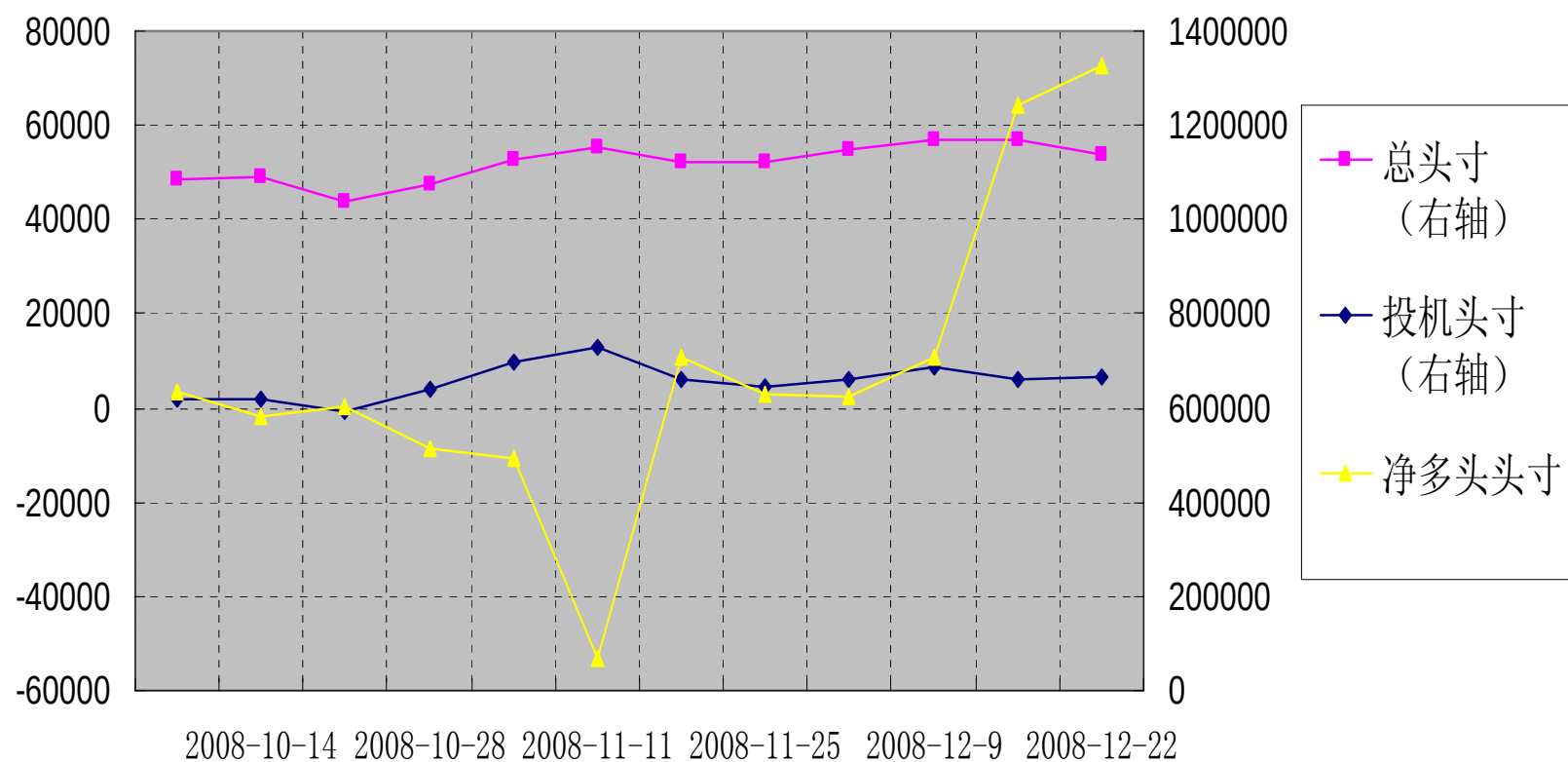
圣诞节前原油期货仓位分布



数据来源: CFTC

2008年圣诞节前国际原油期货市场：
净多头头寸急剧放大，不符合节前常规效应

原油期货三大仓位分布

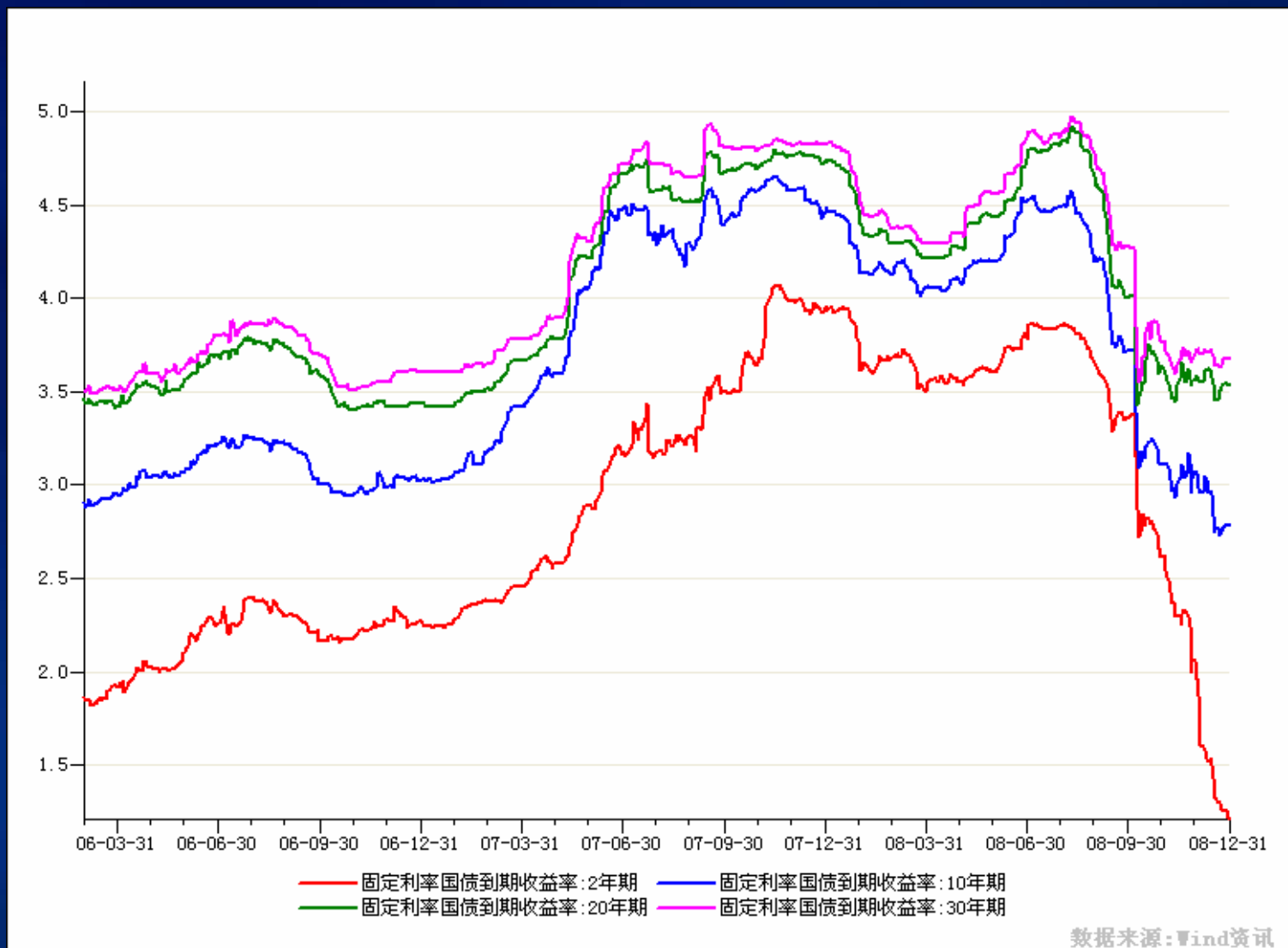


数据来源: CFTC

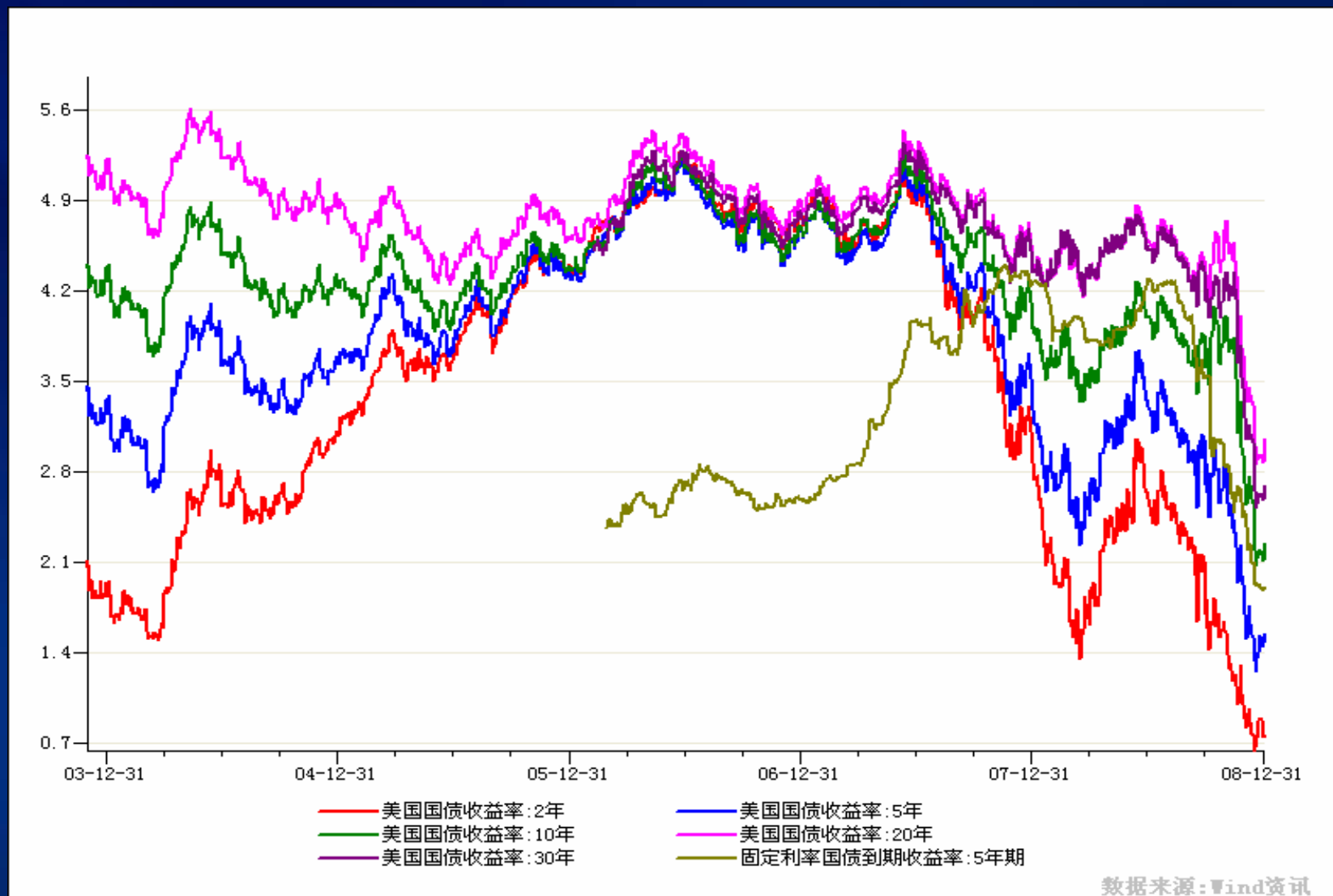
尽管美元指数近期还会上扬，6个月后会走弱（下行破80）；预示：美国中国经济2009年第二季度好转



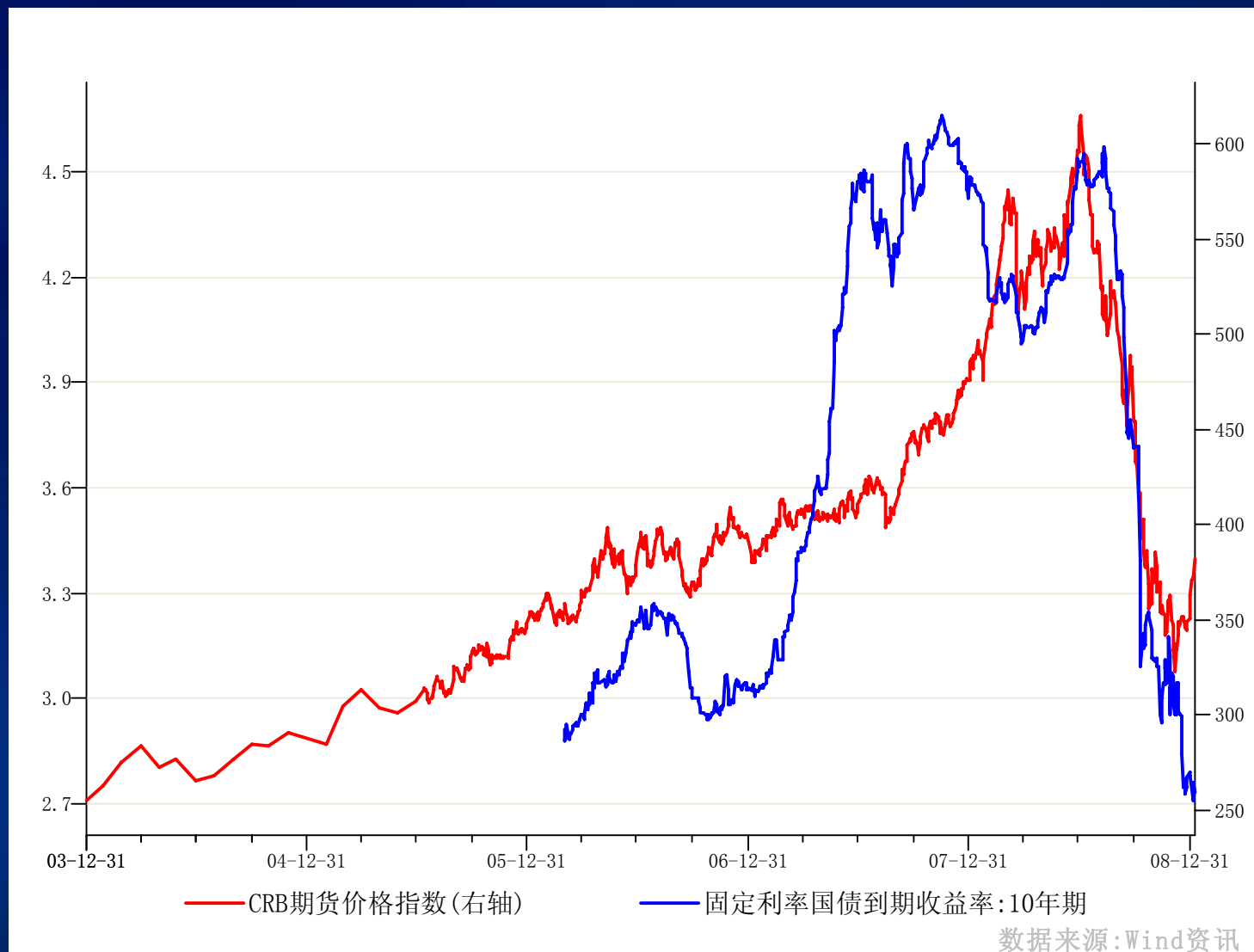
中国10年以上长债收益率：2008年12月中旬以来稳住



美国五年期以上国债收益率12月中旬以来稳住；
中国五年期国债收益率还有下行空间（减息尚未到位）



次贷危机以来，中国政府长债与CRB期货指数相关性
增强（最近有点背离，降息还没有到位）



备注：19种汇率决定理论

- 历史上，经典的16种流派：铸币平价理论，购买力平价说，利率平价说，汇兑心理学，蒙代尔-弗莱明模型，弹性价格货币分析方法，粘性价格货币分析方法，货币替代分析方法，资产组合平衡分析方法，‘新闻’分析方法，投机泡沫理论，混沌分析方法，新开放经济宏观经济学，实际汇率决定的跨时分析方法，重组最优化分析方法，汇率目标区理论
- “巴拉萨—萨缪尔森效应”（劳动生产率决定汇率），BB-NN模型（人力成本决定汇率）
- 零息货币的携带交易或反向携带交易（如，日元）

三，展望：估值扩张，盈利拐点，人口结构，制度创新

- 估值PE (t)驱动，在一定条件下，是成立的；在大类资产配置中，2009年股票最有价值
- 中国工业企业盈利向上小拐点，也会在2009年Q3显现
- 中国人口结构不同于发达国家，也不同于欠发达国家；中国人口红利仍在；事实上，所谓的“刘易斯拐点”是一个时间区间概念，并不是一个时间点；更何况中国大额外汇底层，可构成未来之“第二代人口红利”
- 技术创新本质上也是制度创新，制度创新所产生的TFP，构成资产价格特别是本币和本国股票上行的根本动力
- 中国社保体系改革，是启动中国居民内需的关键，也是判断下一个牛市到来时间点的關鍵

关于股票估值

- 股票估值 $PE(t)$, 是大类资产配置参考指标
- 股票, 其 $PE(t)$ 是一个时间序列, 其驱动变量为GDPG, 长债收益率, 短债收益率, 国家风险因子 (可以用主权CDS来刻画); 比如, 国债收益率曲线向下变平, 也可以提高该地区股票估值; 比如评级机构提高中国国家主权评级, 也可以提高A股估值 PE
- 在同一时间窗口, 在不同国家配置股票, PE 没有任何意义; 在宏观上行周期和下行周期, 股票定价适用不同的估值模型; 市场中所谓的动态市盈率和静态市盈率, 其实对资产配置没有意义

“合理”PE之计量模型，来源：张新教授，
《中国的经济增长与价值创造》，上海三联书店

- 发达国家：

市盈率=41.85-0.2*短期利率-3.44*长期利率+3.21*GDP增长率

- 发展中国家：

市盈率=33.52-103.5*利率+103.58*名义GDP增长率-0.143*国家风险

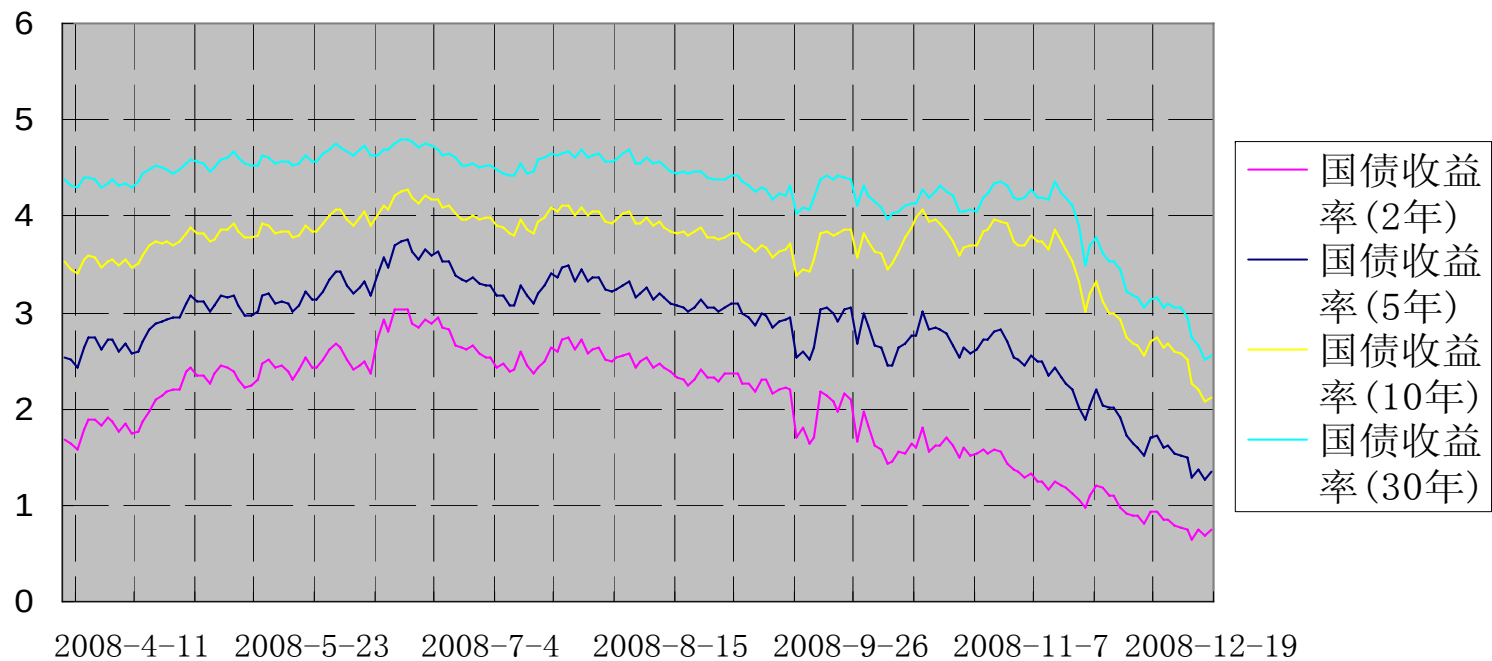
- 标准普尔评级机构7月31日宣布提高中国的主权评级，将中国的长期信用评级由“A”提高至“A+”，以反映中国强大的外汇储备等为经济下滑和抵御外围风险提供了支撑

- 中国主权评级的提高，亦连带香港特别行政区的长期债信评级从“AA”级提高至“AA+”级。短期债信评级仍保持在最高级别“A-1+”。对香港政府的“优先支付的无担保债务（senior unsecured debt）”评级也从“AA”调高至“AA+”

- 标准普尔对大陆和香港未来的评级展望均为“稳定”。表明在未来一段时间内，大陆和香港的财政状况，能够抵御经济条件或基础商业环境的不利变化

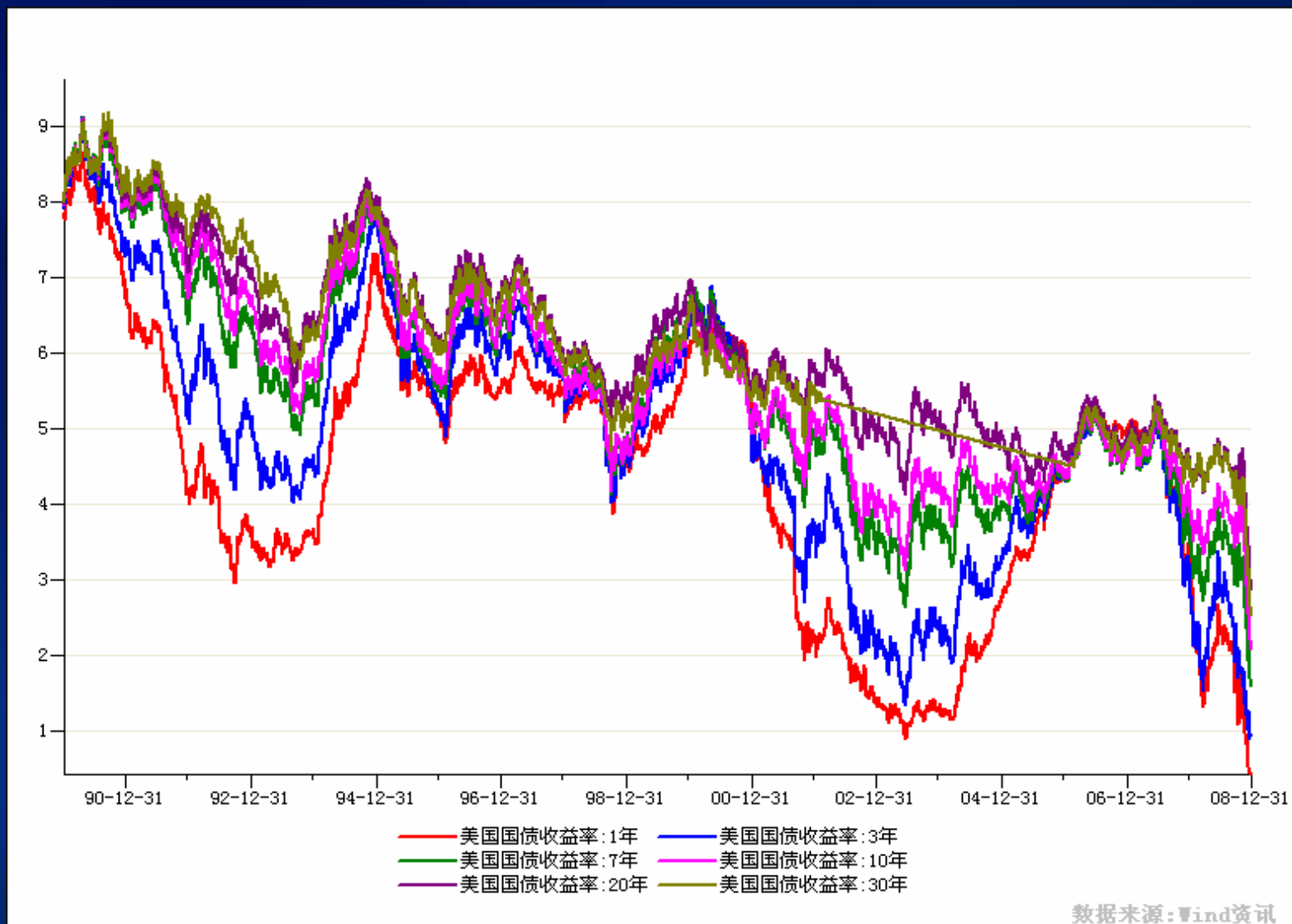
美国降息至0.25-0.50，大幅压低美国长债收益；以提高美股估值

美国长债走势



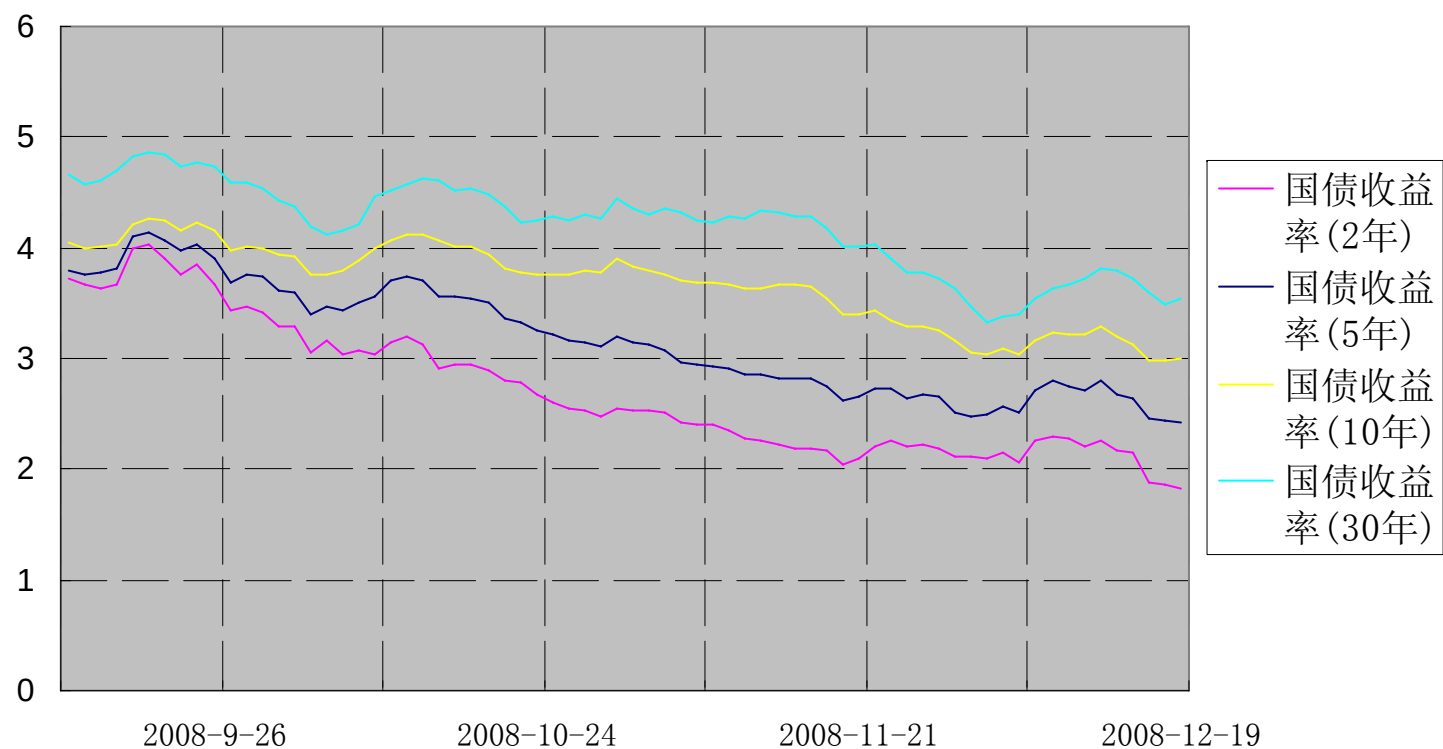
数据来源: Bloomberg

1990年以来美国国债收益率曲线走势



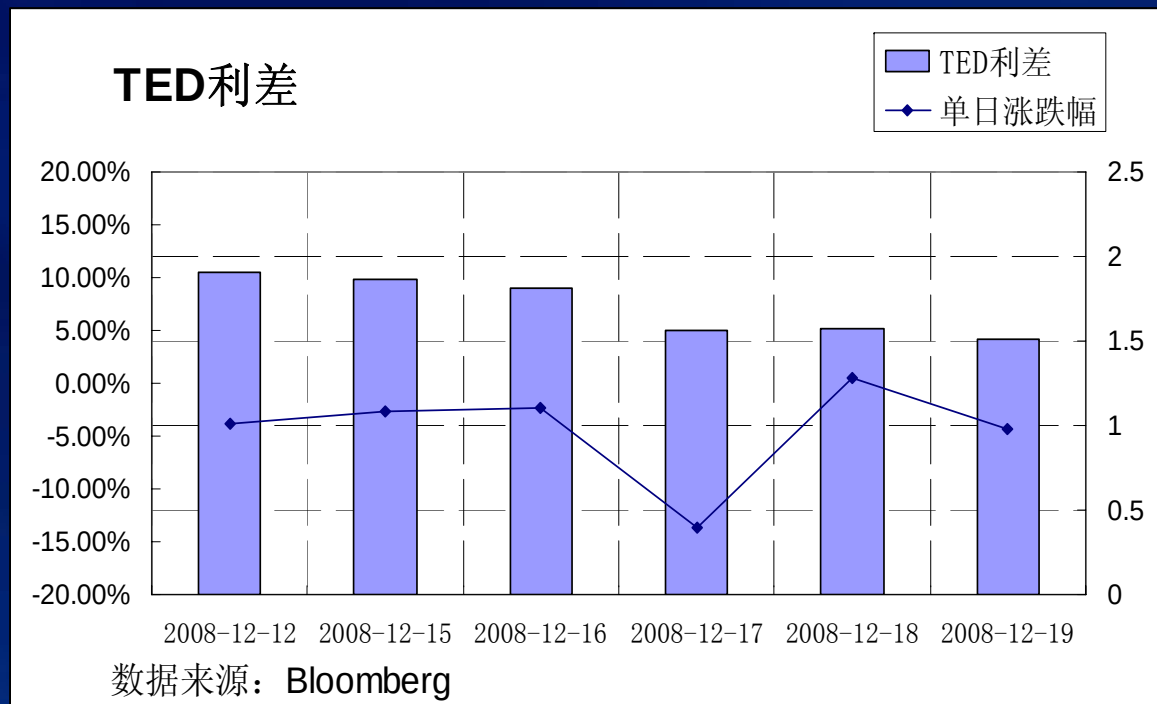
不仅如此，同时压低欧洲长债收益率

欧元区长债走势



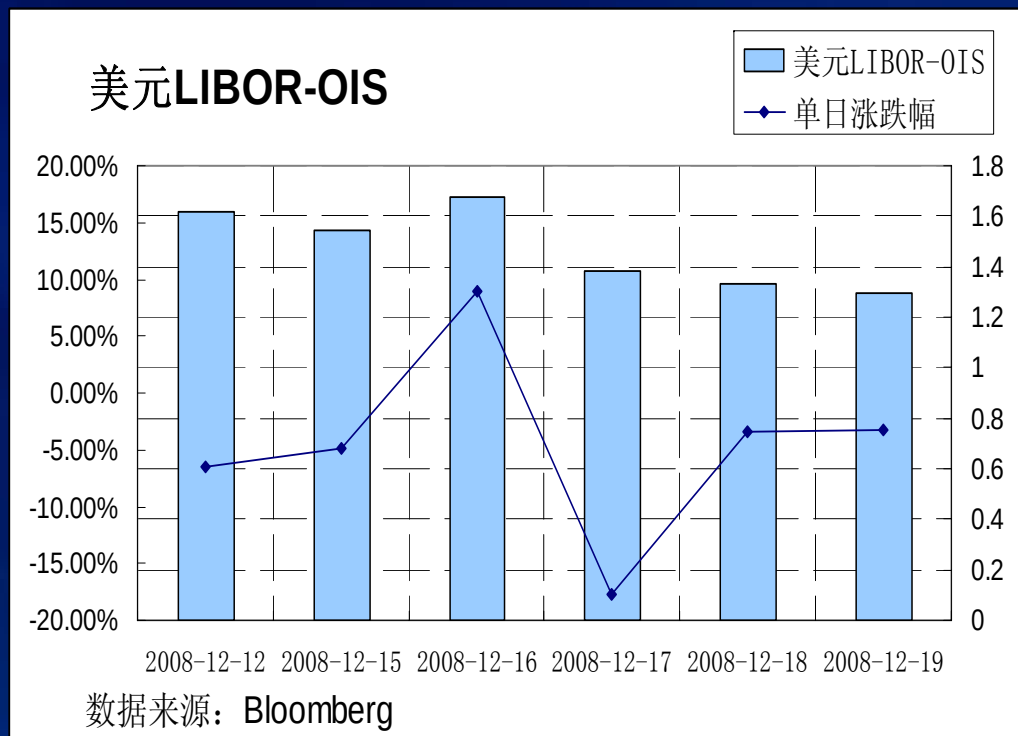
数据来源: Bloomberg

美国降息到位，大幅压低TED



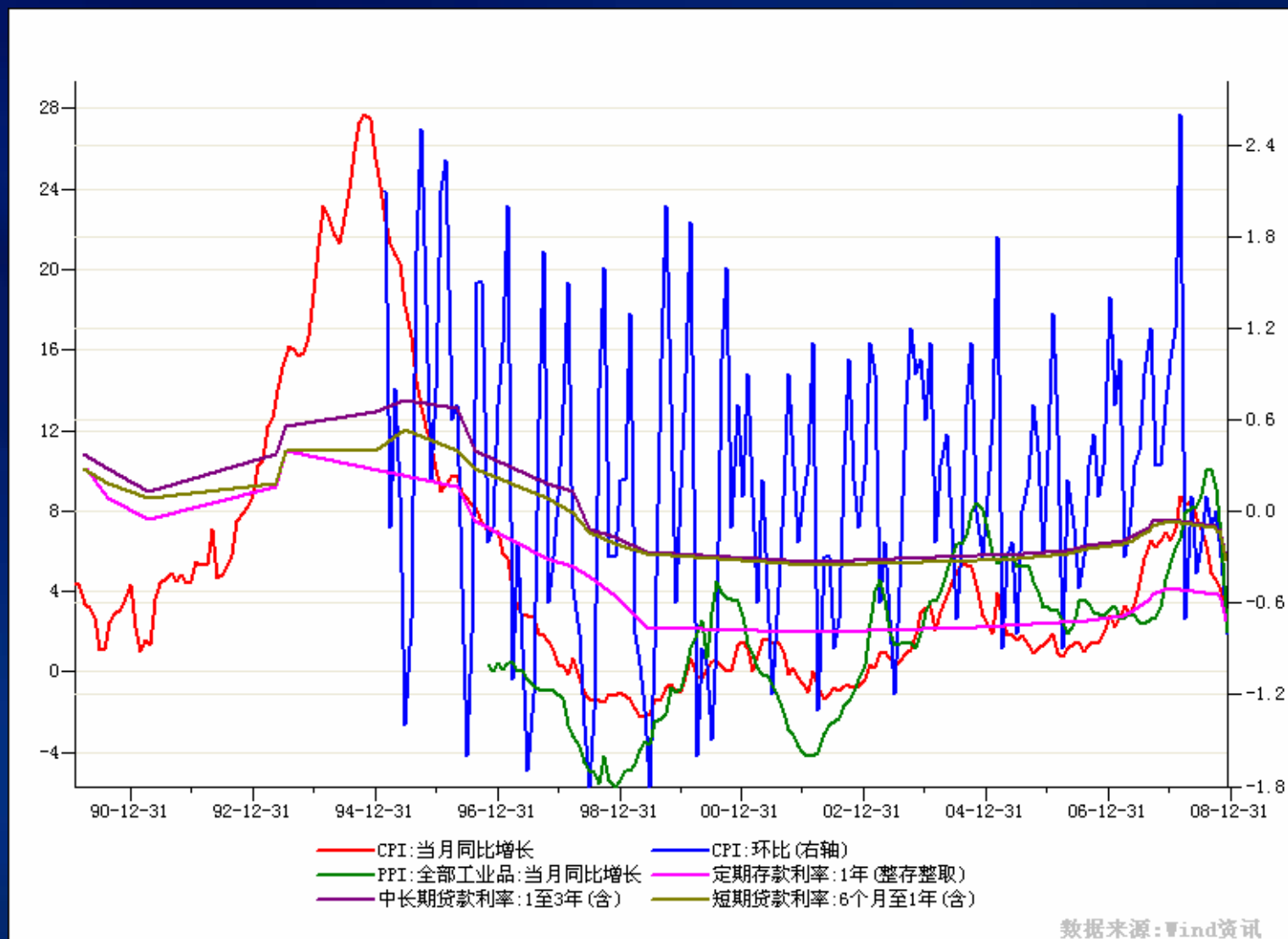
TED利差	周涨跌量	周涨跌幅
	-0.4045	-21.17%

美国降息到位，大幅压低美元LIBOR-OIS



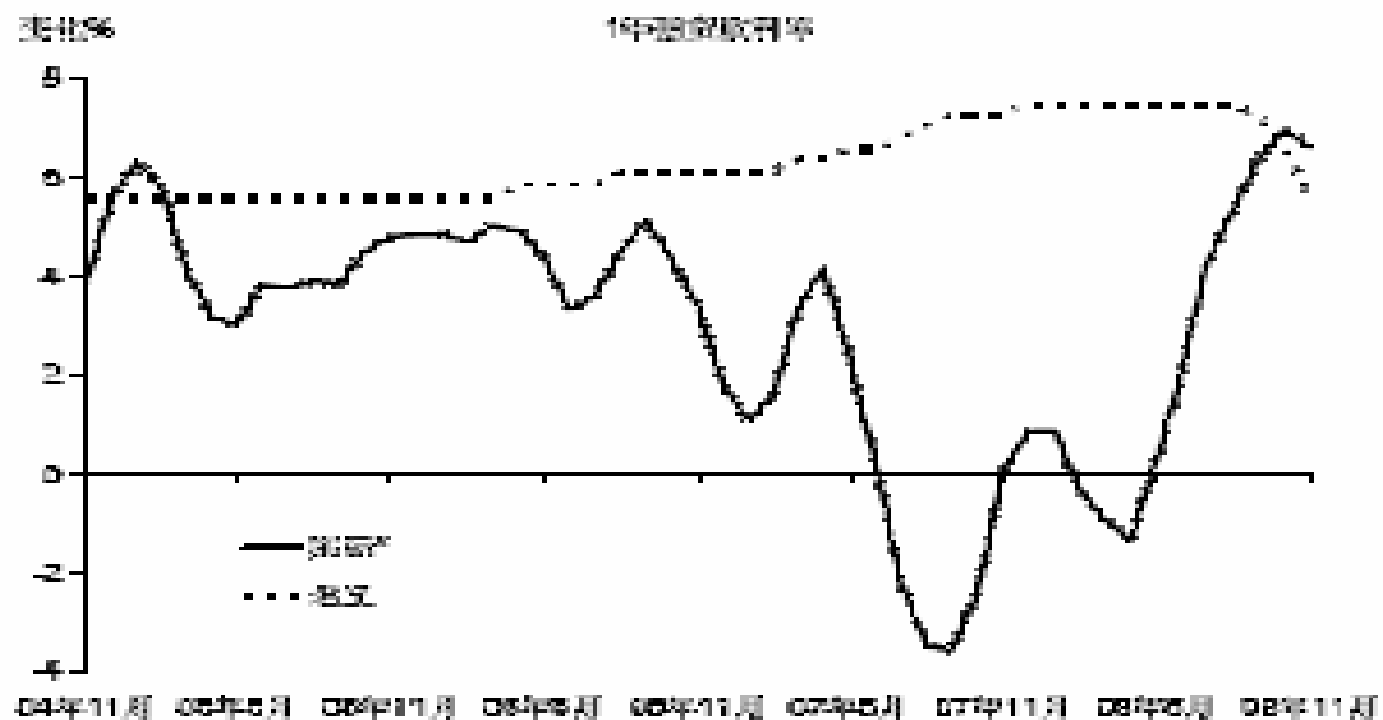
美元LIBOR-OIS	周涨跌量	周涨跌幅
	-0.32875	-20.29%

2008年8月以来已经通缩，至少尚有108基点降息空间



实际利率加大，也预示未来降息空间：至少81（22日晚降了27）

图表 2：实际利率（1 年期名义贷款利率减去 CPI 年环比通胀率）



* 假设 11 月份 CPI 月环比通胀率没有固化

国家资本结构与国家资产负债表评估：十四大类指标

Table 1: Indicators of Exposure to Financial Markets Volatility*

%	1) N. BOP / GDP	2) CA / GDP	3) NEA / GDP	4) NEA / GDP	5) St. Cred / GDP	6) St. Cred / Reg.	7) F. Ast. / J. Liab.	8) St. Cred / GDP	9) Cap. / Assets	10) Reg. / Cap. BETA	11) Lqd. res. / St. Ast.	12) NPLs / Total Lns	13) Chg in PrL / Crd / GDP	14) Chg in Est. Cred / GDP
Brazil	8.6	-1.3	-44	-23	4.2	26	61	19	9.4	16	7.6	4.0	21	22
Chile	2.2	-4.2	-1.0	34	12	48	77	34	6.8	12	3.8	0.8	0.2	3.4
China	16	11	31	4.0	4.2	8.2	283	12	6.1	7.7	21	7.0	-5.6	-4.3
Czech Rep.	6.1	-4.4	-30	1.4	12	55	177	48	8.3	12	2.3	4.1	17	10
Hungary	-0.4	-0.5	-87	-30	22	111	49	118	6.7	11	3.3	2.0	16	17
India	-1.6	-2.9	-4.6	-13	12	26	-	20	6.9	13	-	3.5	11	3.8
Indonesia	-0.6	-1.3	-18	4.2	7.0	63	108	33	11	21	18	14	-1.0	-9.1
Korea	-0.8	6.6	-24	-22	18	61	41	42	10	13	3.0	0.8	16	6.6
Malaysia	21	22	-3.8	-48	15	22	31	30	7.5	13	3.5	8.3	-22	-33
Mexico	1.3	-0.5	-44	-10	3.1	28	33	22	13	16	4.8	2.2	8.3	7.8
Philippines	2.0	2.4	-15	6.0	8.5	37	100	47	12	18	17	18	-10	-17
Poland	-1.7	-0.3	-48	-8.1	7.3	38	81	84	7.9	12	3.8	8.4	12	8.2
Romania	-7.2	-13	-43	-82	21	66	65	47	6.9	14	43	6.4	28	18
Russia	6.7	6.0	-10	-28	7.5	17	68	37	13	17	11	2.4	14	0.0
S. Africa	-8.8	-7.3	-18	-10	6.5	60	128	28	7.8	12	2.8	1.1	-48	-23
Singapore	34	24	23	33	38	30	107	-	10	14	2.4	2.5	-4.7	2.2
Turkey	-2.7	-0.7	-38	-12	8.4	73	31	40	11	20	8.3	3.2	11	6.8
Ukraine	-3.4	-10	-12	-23	10	42	23	80	13	14	0.7	18	34	30
EM Average	2.8	8.5	-21	-10	14	51	96	42	9.3	14	10	6.1	5.2	-0.3
G10 Average	-5.7	8.8	-4.6	-8.3	42	1481	44	104	6.8	12	1.2	9.6	16	15
Cross-sectional Correlations of Each Variable With ^b :														
6y CDS Spreads	-45%	-44%	-26%	-44%	-21%	-3%	-37%	17%	84%	43%	22%	62%	31%	18%
% Returns on T-bills 10Sep to 7Oct	42%	41%	39%	24%	21%	-9%	52%	13%	-24%	-26%	33%	37%	-24%	-20%

* Definitions for each variable in the section 2. ^b In bold: correlations with correct signs. Sources: IMF, BIS, WPB, B3.

14大类指标综合打分，新兴市场经济体中，
综合抗御金融危机能力排名：中国大陆名列第一

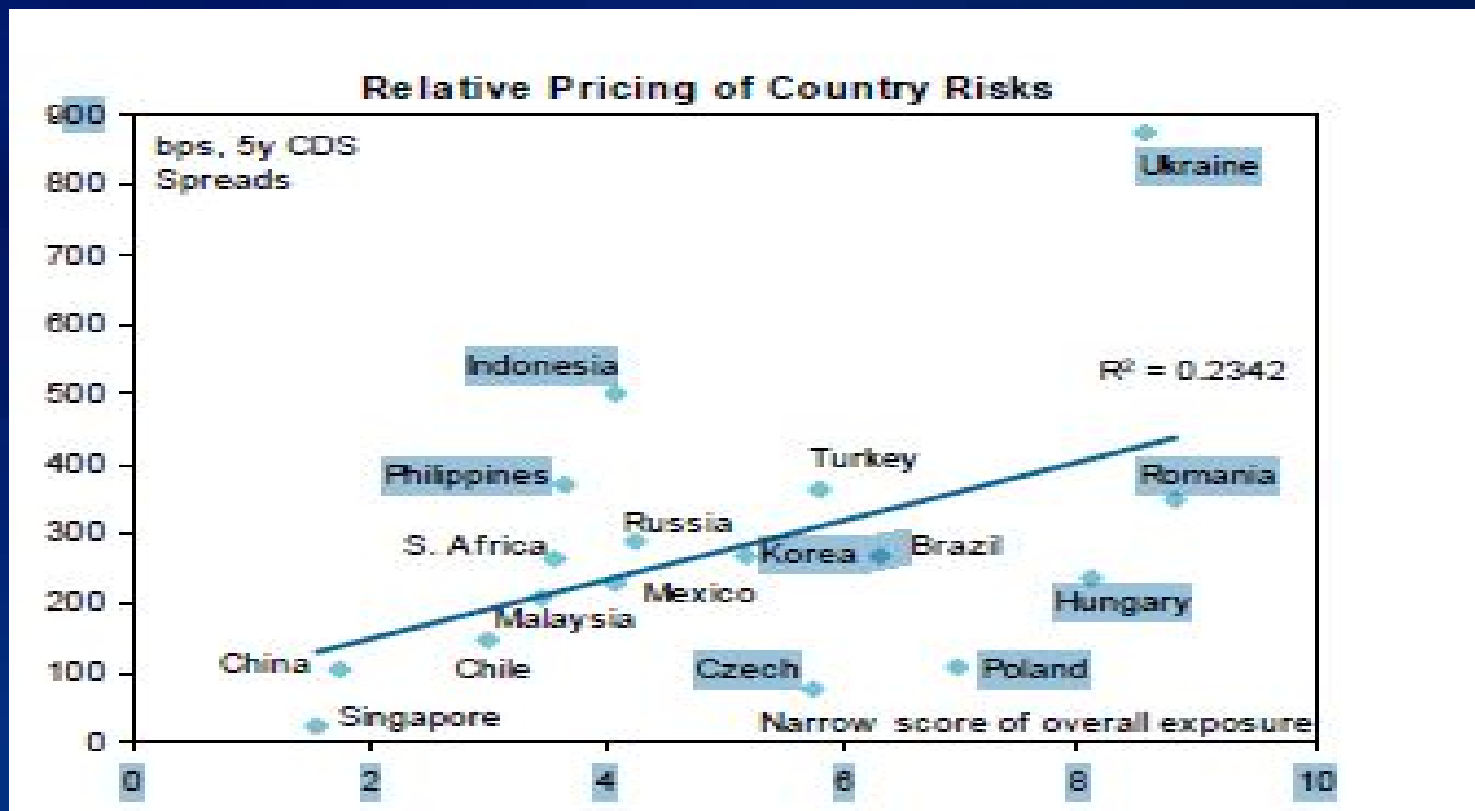
Scores of Relative Exposure to Financial TurbulenceTM

Score	Overall Score	Narrow Score
Singapore	3.7	1.8
China	3.7	1.3
Chile	4.7	3.0
Malaysia	4.3	2.5
S. Africa	4.4	3.0
Philippines	3.3	2.7
Mexico	3.4	4.1
Indonesia	3.5	4.1
Russia	3.5	4.3
India	4.7	4.6
Korea	5.7	5.2
Czech Rep.	6.0	5.7
Turkey	5.1	5.9
Brazil	5.0	6.3
Poland	6.5	7.0
Hungary	6.2	6.1
Ukraine	6.9	6.5
Romania	7.6	6.6

TMCOUNTRIES ARE RANKED ACCORDING TO EACH VARIABLE. A SCORE NEAR 0 OR 10 IS associated with 10 reflecting the score for the most exposed country.

Source: Goldman Sachs

新兴经济体国家风险，相对定价：中国仅小于新加坡



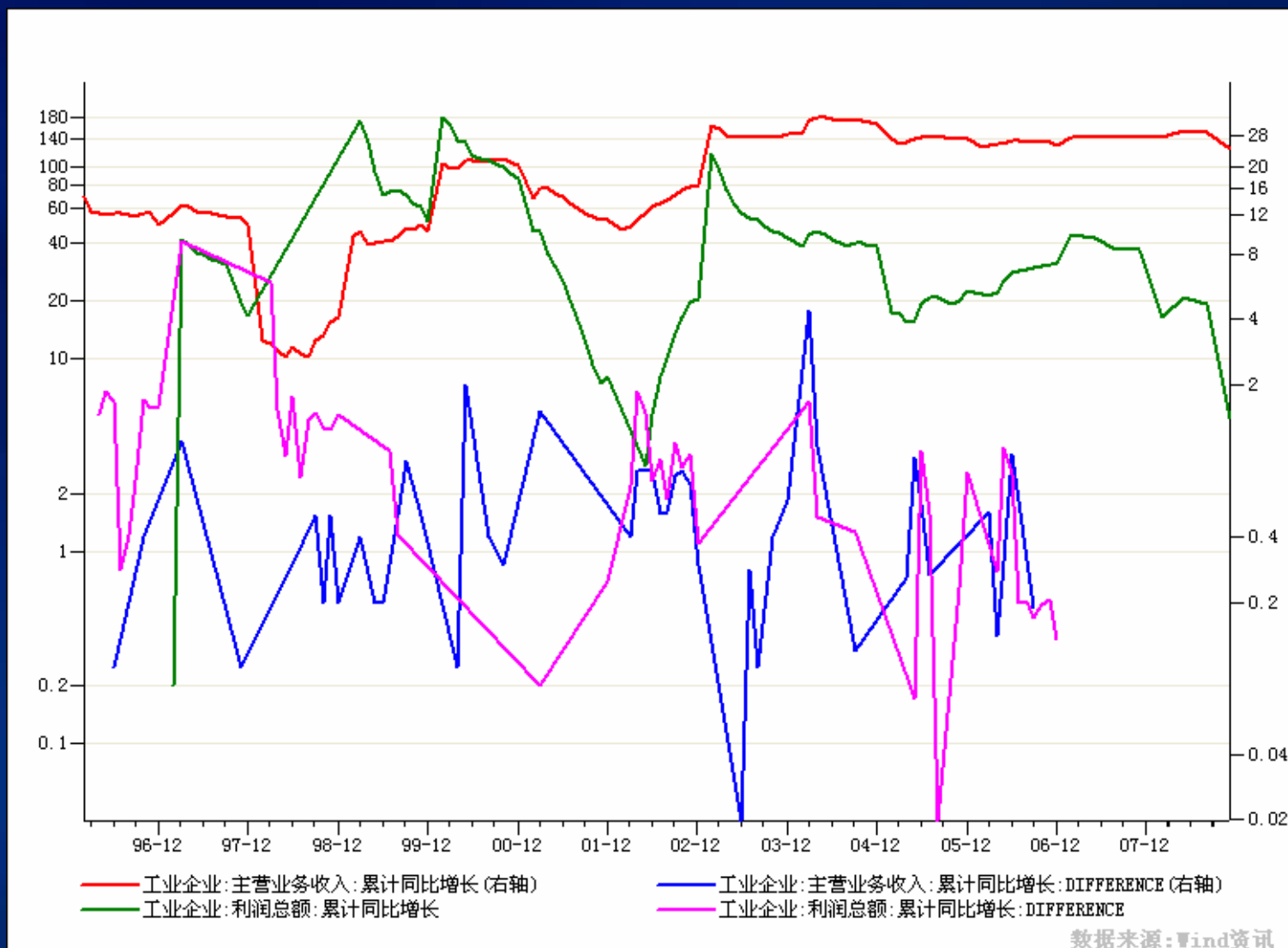
中国不会出现货币危机，不会出现银行危机：但股市危机急需政府高度重视（股市财富效应，将影响中国刺激内需消费之既定国策）

	欧美	中国
非金融企业融资渠道	直接融资比重较高，企业债是重要组成部分，金融动荡直接波及企业融资	以商业银行贷款等间接融资为主，企业债尚在起步阶段
商业银行资产	持有较高比重的金融衍生品，资产大规模减值导致资本充足率下降	主要是商业贷款和本国债券，资产相对安全
商业银行负债	金融票据占相当比重，发行困难后导致资金紧张，扩张能力下降	居民与企业存款为主，银行负债较为稳定
股权结构	私有上市公司为主，存款保险存在限额	银行系统国有，存款背后隐含国家担保
资本账户管理模式	资本项目开放导致金融动荡互相传播	仍然处于管制状态，资本流动相对温和

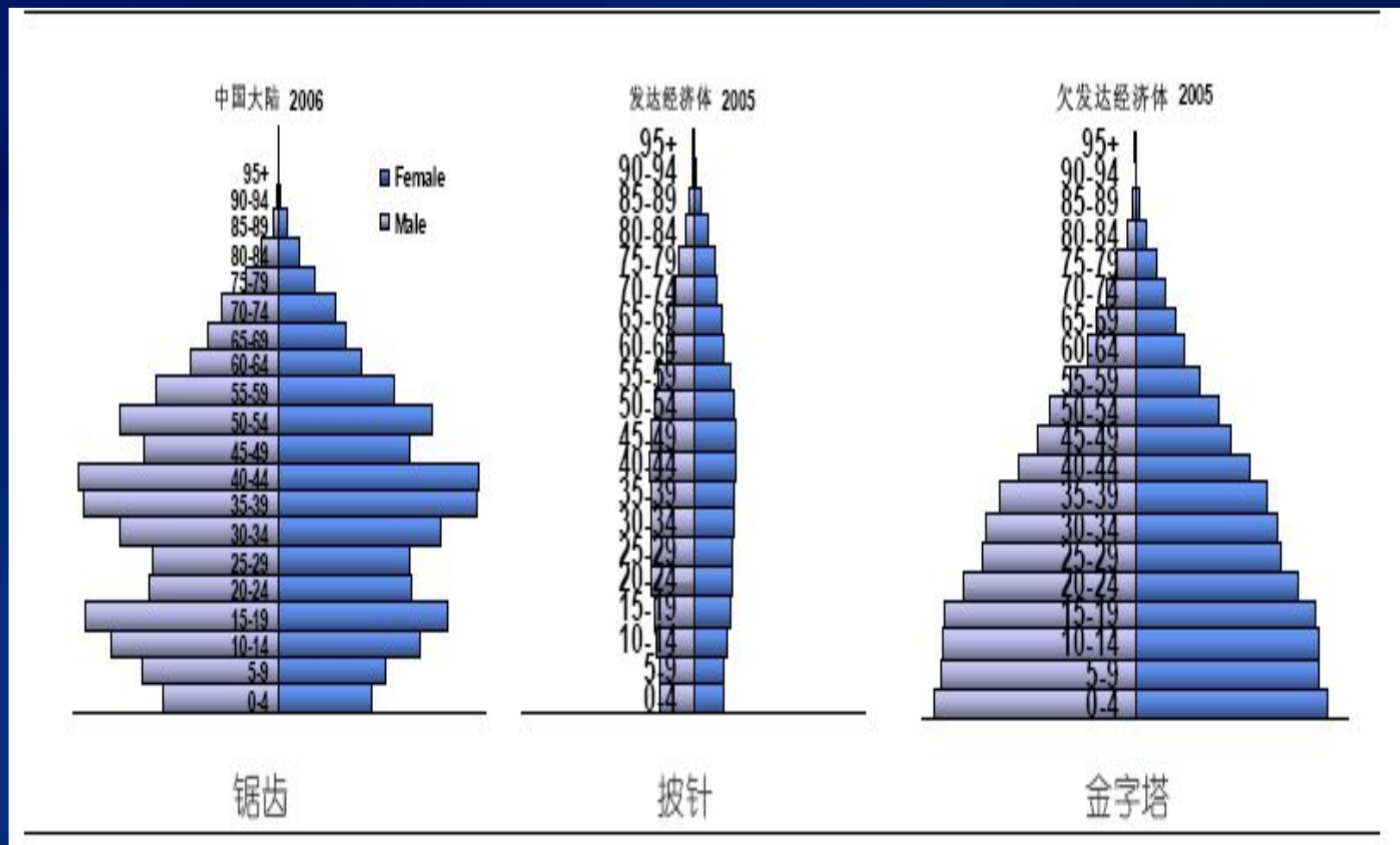
A股财富效应之计量实证：较显著（有最新的计量进展）

- 上证综指代表了A股的基本走势，若股市回暖，居民的财产收入增加，人均可支配收入就会提高，相应地消费性支出也会增加。消费的增长，能直接推动经济增长，另外由于乘数效应，经济增长变化要大于居民消费性支出额变化。我们利用这几个变量之间的统计关系，选取从2002年第二季度到2008年第二季度的季度数据做回归，得到以下三个回归方程。
- 回归方程（1）：
 - 人均可支配收入增长率 = $9.597\% + 0.079 \times \text{上证综指变化百分率}$
 - 可决系数 (19.18) (3.07)
 - $=0.31$ D-W=1.96
- 回归方程（2）：
 - 人均消费性支出增长率 = $0.134\% + 0.81 \times \text{人均可支配收入增长率}$
 - 可决系数 (0.21) (12.91)
 - $=0.92$ D-W=1.22
- 回归方程（3）：
 - GDP增长率 = $9.55\% + 0.1746 \times \text{人均消费性支出增长率}$
 - 可决系数 (16.72) (2.57)
 - $=0.32$ D-W=0.65

中国工业企业利润拐点2007年11月显现，2008年2月以来急剧下行，预计2009年第三季度重现向上拐点



中国人口红利仍在（1964-1973，1987-1991两次婴儿潮）：人口结构锯齿型，；来源：南开大学人口所



奥巴马新政：第四次科技革命？

小结：

号	政策	时间度	重要度	可信度	影响的行业
1	短期能源救助	上任开始	★	100%	石油、天然气
2	总量管制与交易制度	上任后推广	★★★	100%	清洁能源
3	绿色退伍制度	上任后推广	★	100%	清洁能源、石油
4	提高节能标准	上任~2020 年	★	90%	节能设备、建筑
5	推广混合动力汽车	上任~2015 年	★★	100%	节能汽车、配件
6	开发国内石油	上任后	★	80%	石油、天然气
7	混合可再生资源标准 (RPS)		★	100%	
8	清洁煤炭技术	上任~2020 年	★	90%	电力、煤炭、核能
9	可靠的核能		★	80%	
0	重修联邦节能标准	上任后推广	★	100%	节能设施、设备
1	设定国家建筑能效目标	上任后推广	★★	80%	建筑建材、房地产
2	能源公共设施进行反转激励	上任后推广	★	80%	公用
3	智能电网进行投资	上任后~2020 年	★★	100%	电网
4	对 100 万个家庭进行御寒性改造	上任后~2020 年	★★	100%	建筑建材、房地产
5	改革整个联邦政府的交通	上任后开始	★★	100%	公路、铁路、桥梁、公共交通

奥巴马新政之解读

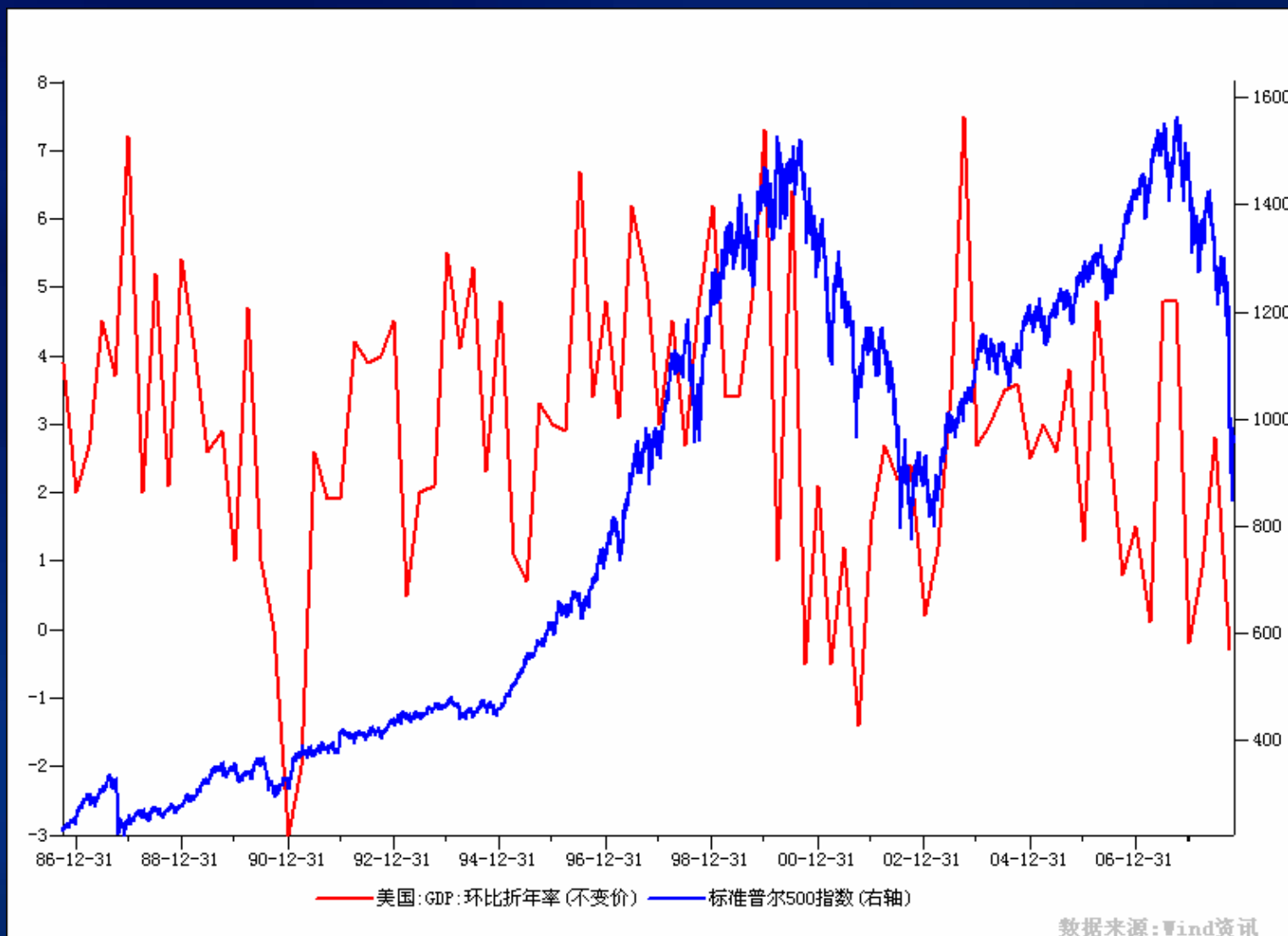
- 奥巴马新政中的“新能源规划”，不能简单理解为替代石油的新能源类技术突破，通读全文，可以理解未来的第四次科技革命，应该是对前三次科技革命所固化的工业标准和生活方式进行革命，即改变现有的技术标准，构造一个节能减排型社会，这一目标的实现，足以支撑美国经济未来12年（至2020年）增长（新的经济增长点）
- 第四次科技革命，本质上是制度创新；因为技术标准，其本身就是制度
- 前三次科技革命的后果：地球资源开采过度，第四次科技革命将对其进行纠偏
- 2009年开始的第四次科技革命：对现有技术标准（前三次科技革命成果）进行梳理和纠偏，以美国为首建设一个节能环保型社会

理论上，未来国际油价均衡点在50-60左右（新能源成本减去欧洲CO2交易所碳排放权隐含价值），来源：本人金融工程系列报告

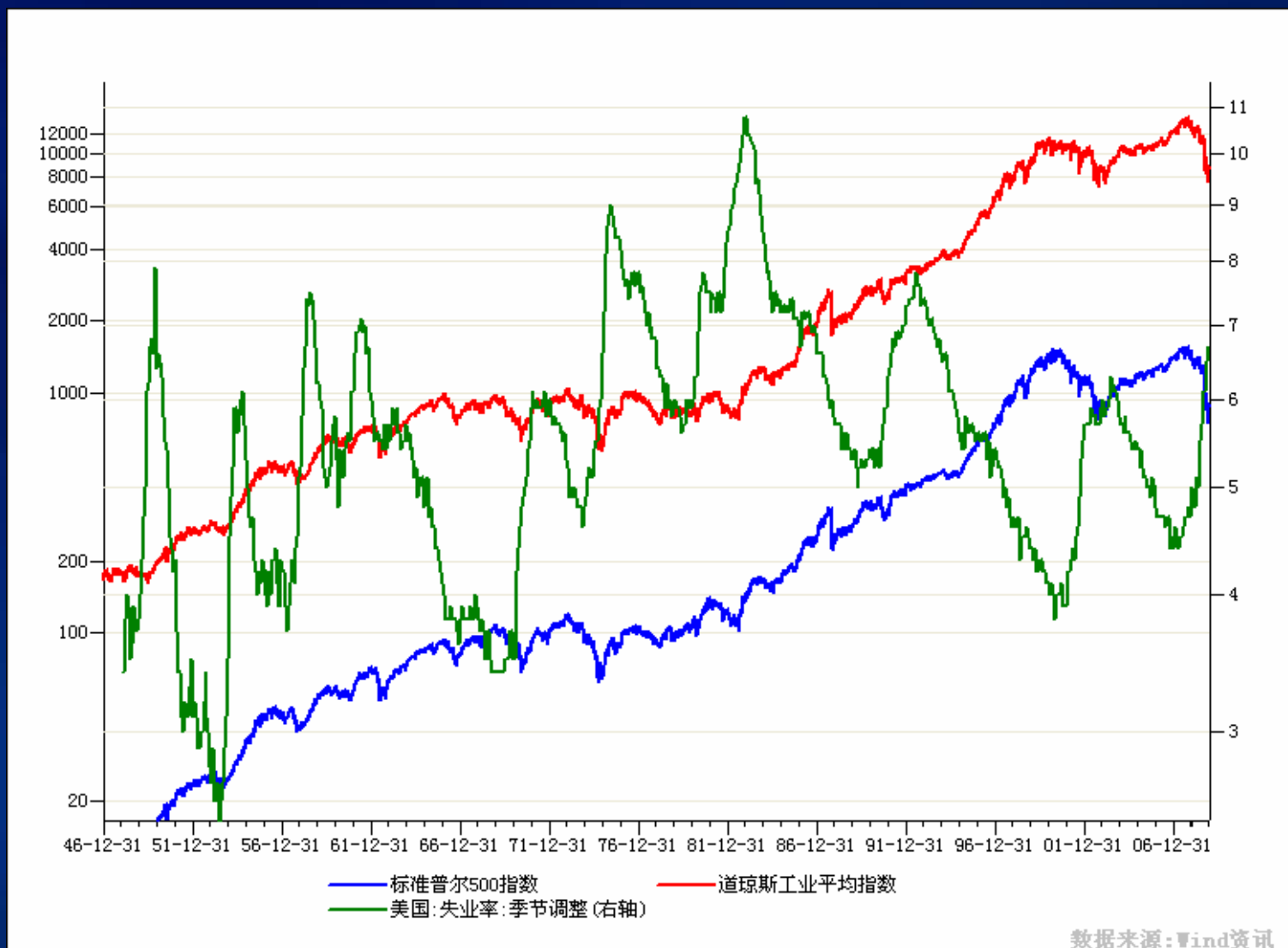
CER 期货：价格和交易量



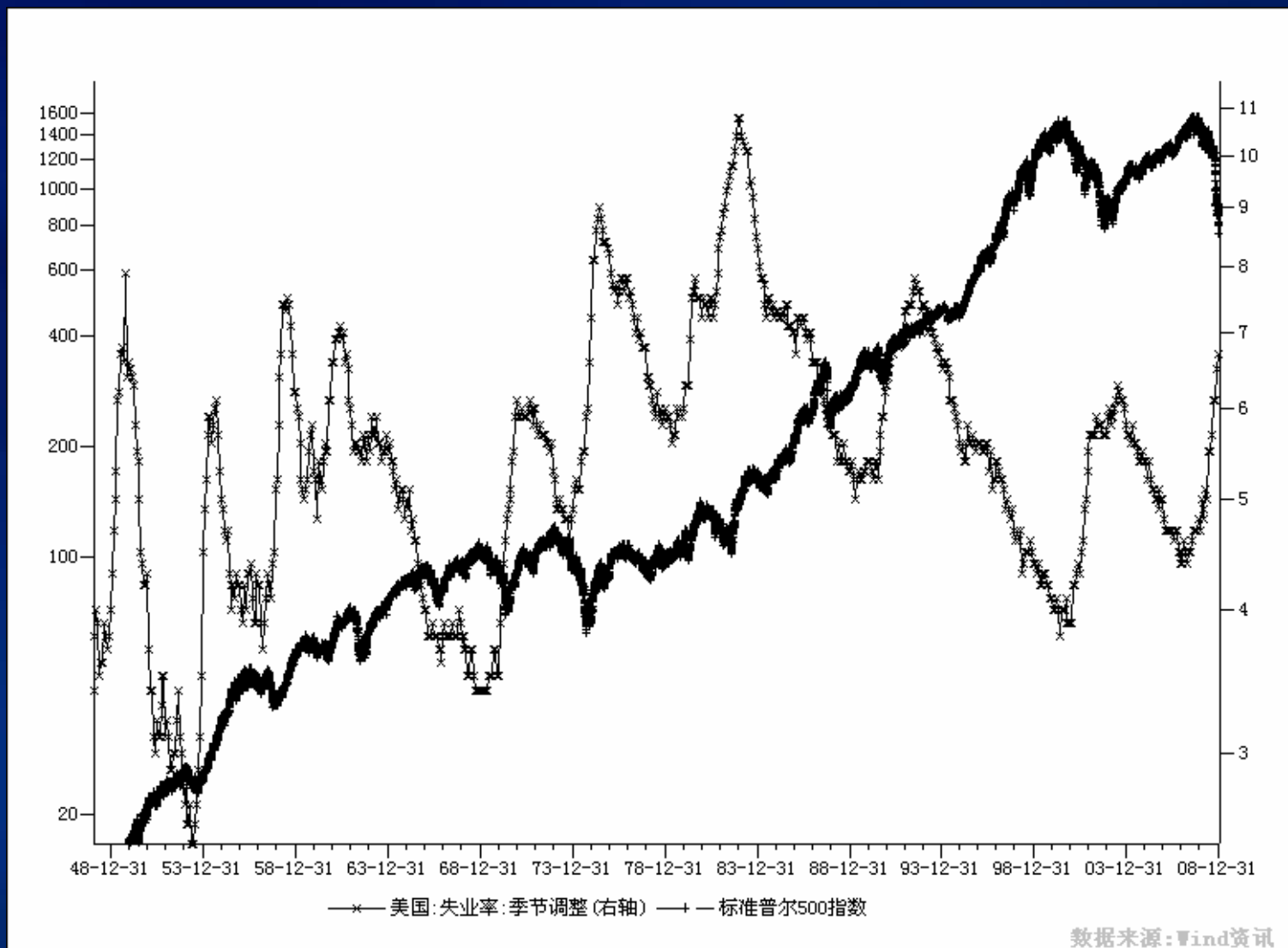
1987年股灾后，美股提前实体经济GDPG走牛：
打了30个月提前量； 80年代衰退拖垮了竞争对手



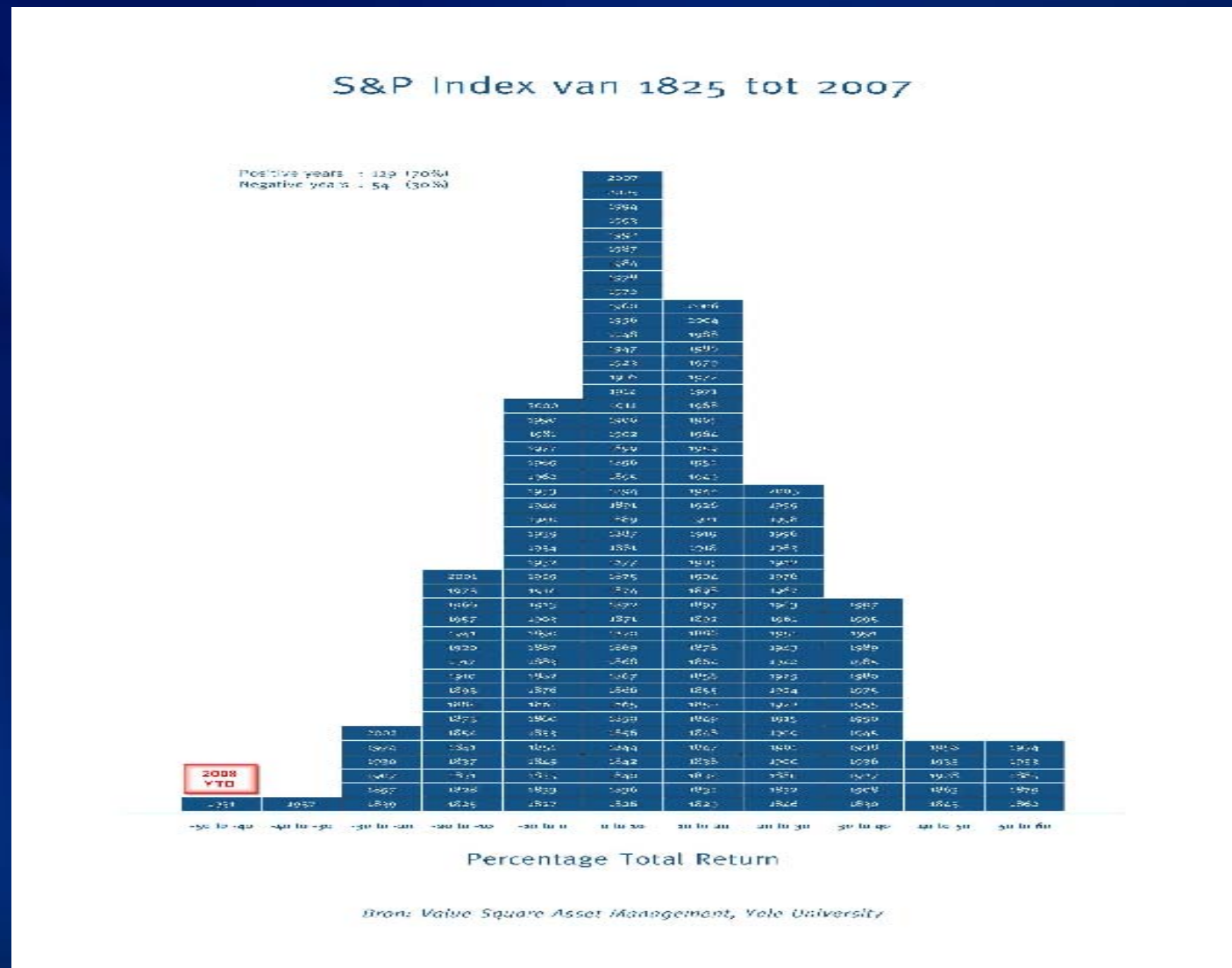
1947年以来，美国失业率/股票指数：失业率指标时常滞后



60年时间序列美国失业率与S&P500:计量关系不稳定

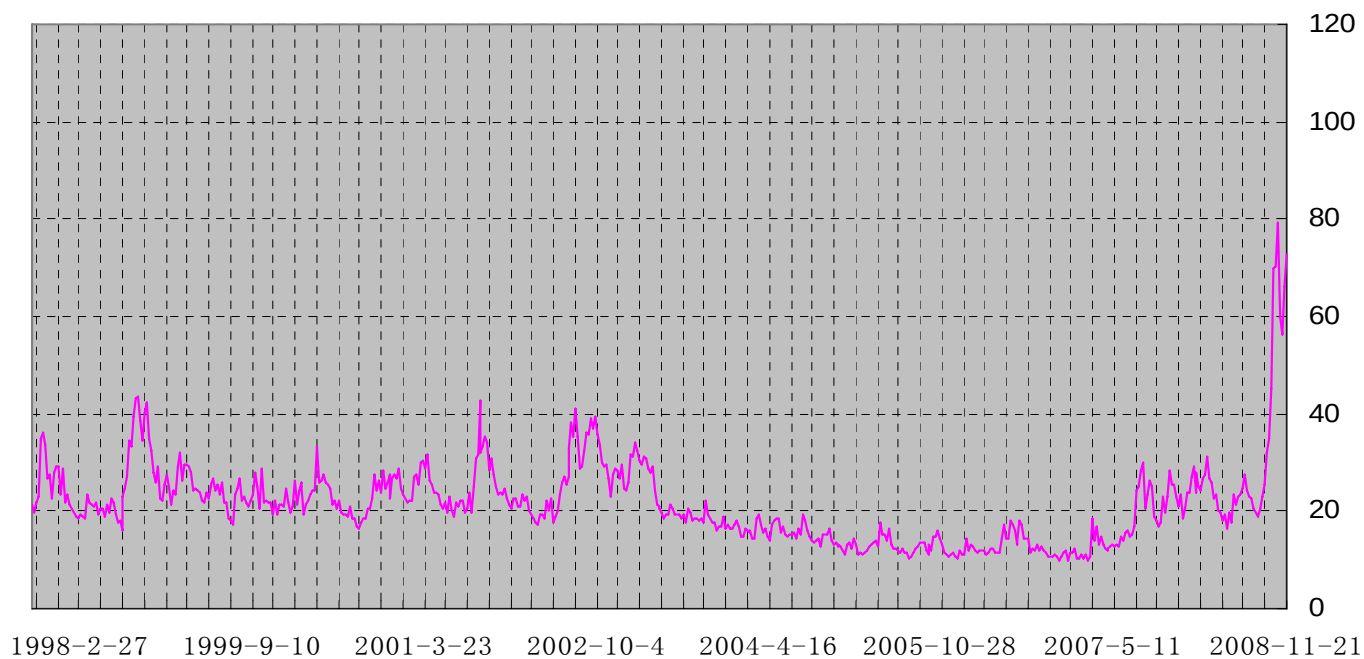


1825-2008: 正收益年份占70%; 到11月中旬为止,
美股收益相当于1931年(最差的年份); 来源: 耶鲁大学



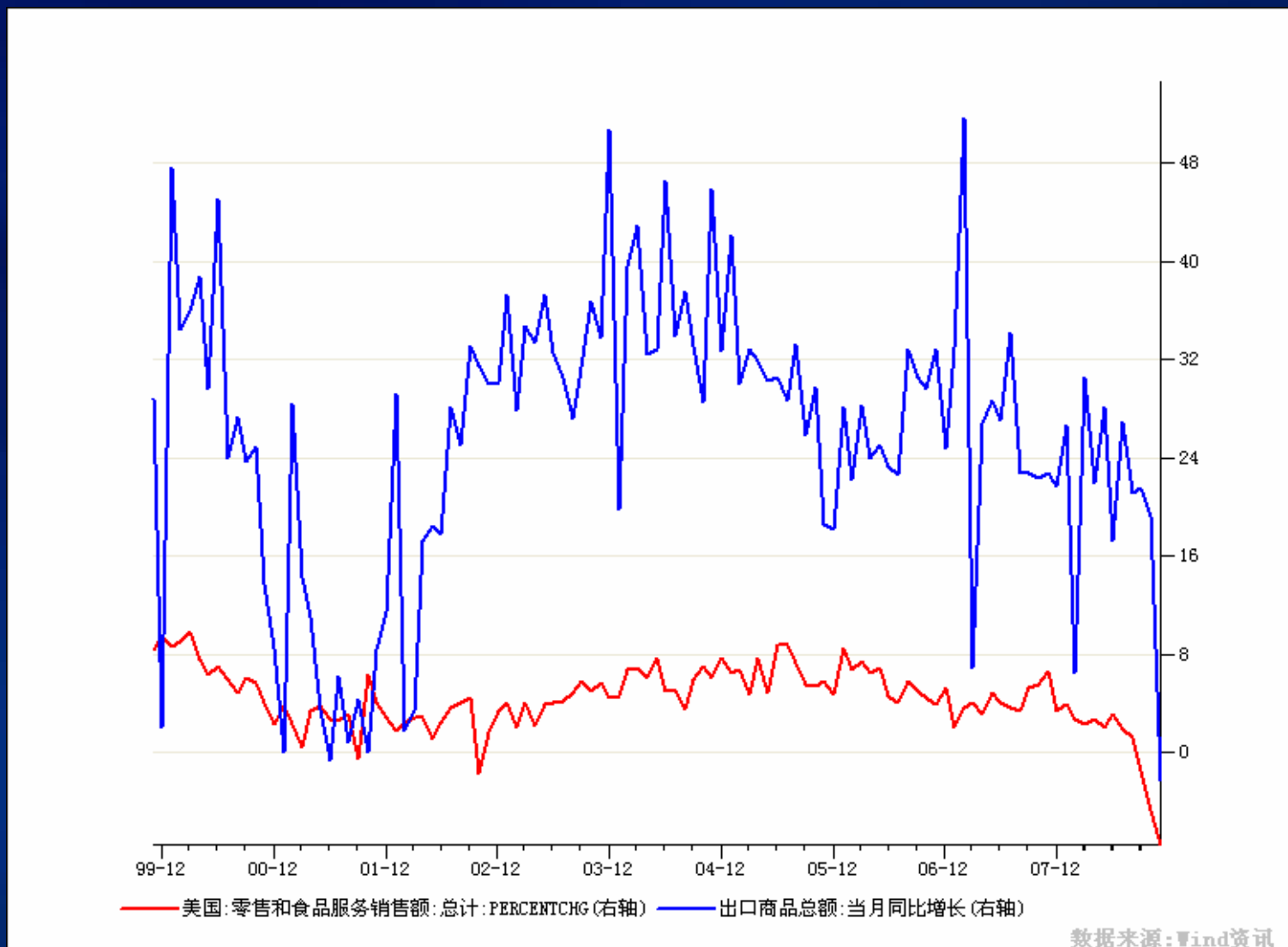
实证表明：S&P500之波动率指数，为美股反向指标

VIX指数



数据来源：Bloomberg

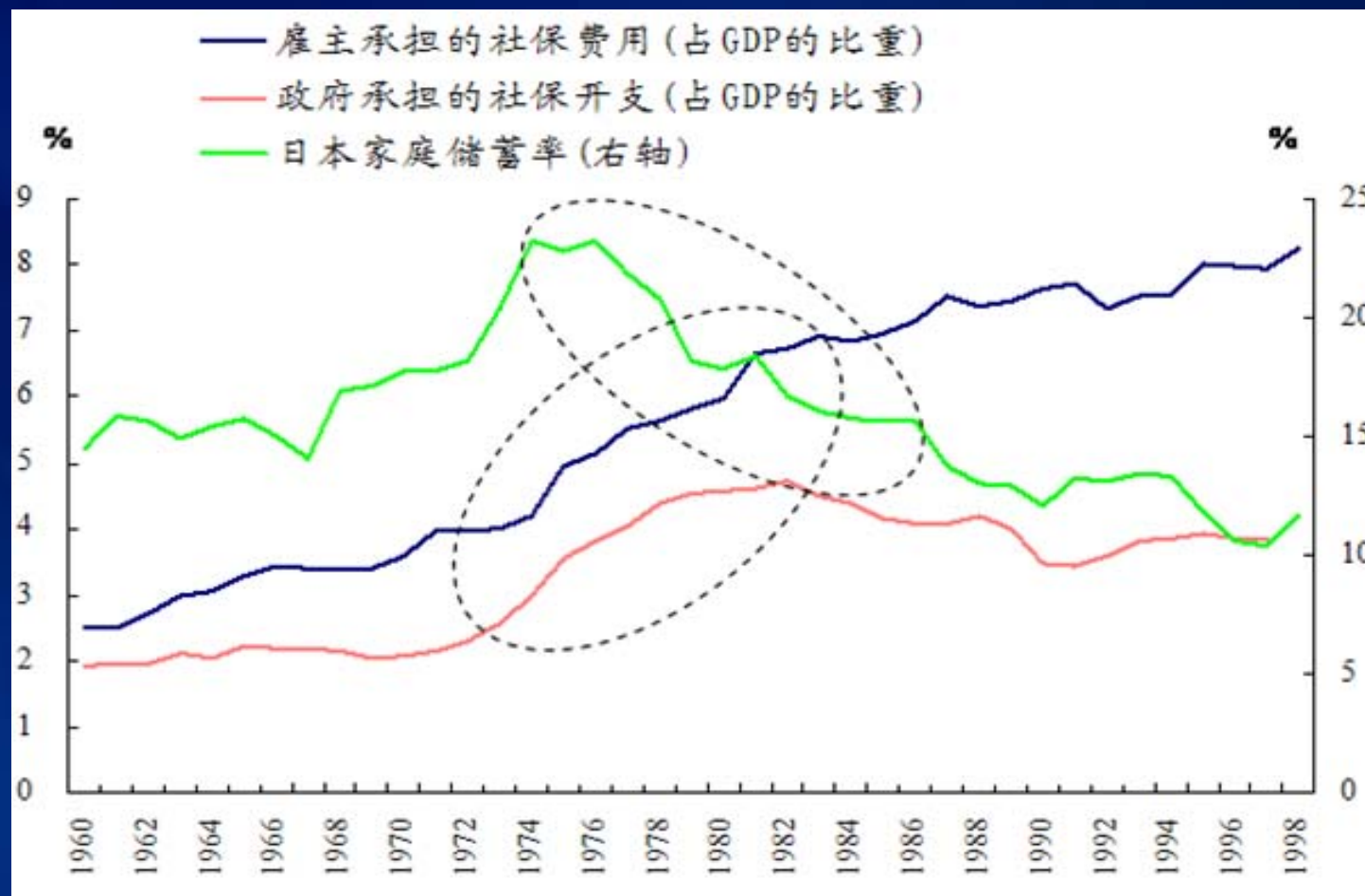
中国出口与美国内需走势趋势一致：2009年真的需要
完善中国社保体系，提高中国居民内需，执政为民



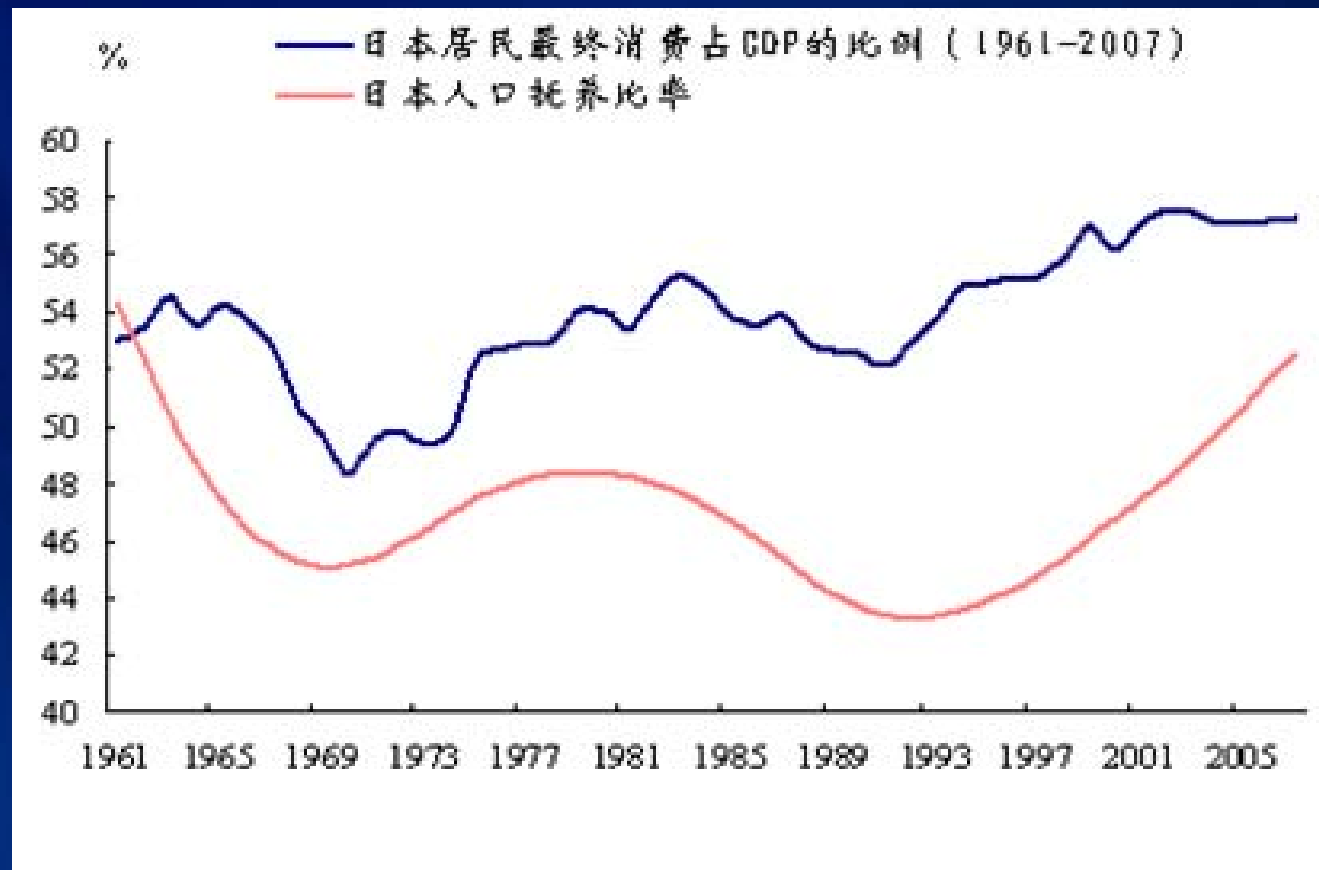
中美两国共同的问题，对穷人友好点，可解决问题

- 普林斯顿大学历史和国际关系教授Harold James在《中国模式的崛起》一文中认为，发展中国家在目睹了西方金融市场的动荡后，很可能会认为中国那种中央控制的资本主义模式比美国的自由资本主义模式更有吸引力
- 麻省理工学院的黄亚生教授却在《中国经济增长的南柯一梦》中指出，中国的农村家庭收入和GDP增长率之间的鸿沟持续存在这一事实表明，中国的经济增长模式是不可持续的，根本不值得效仿
- 这似乎并不足以反证美国的经济模式就更好，美国经济学家Thomas Piketty和Emmanuel Saez分析美国国税局的统计数据后发现，经通货膨胀因素调整后，美国收入最高的那1%人口其年收入增幅在2002至2006年期间达到11%。而其余99%的美国人这期间的年收入增幅不足1%。2002年至2005年期间美国的年均经济增长率为3.48%，中国的年均经济增长率则约为10%，如果按照黄教授所说——中国农村家庭收入增幅只有中国GDP增幅的一半，那么中国农民在此期间的年收入增幅应在5%左右
- 这样看来，美国家庭收入增长率和GDP增长率之间的“鸿沟”比中国还大，难怪美国经济要先于中国出问题了；但这同样不能反证中国模式要优于美国模式（两国，都要改革收入分配格局）

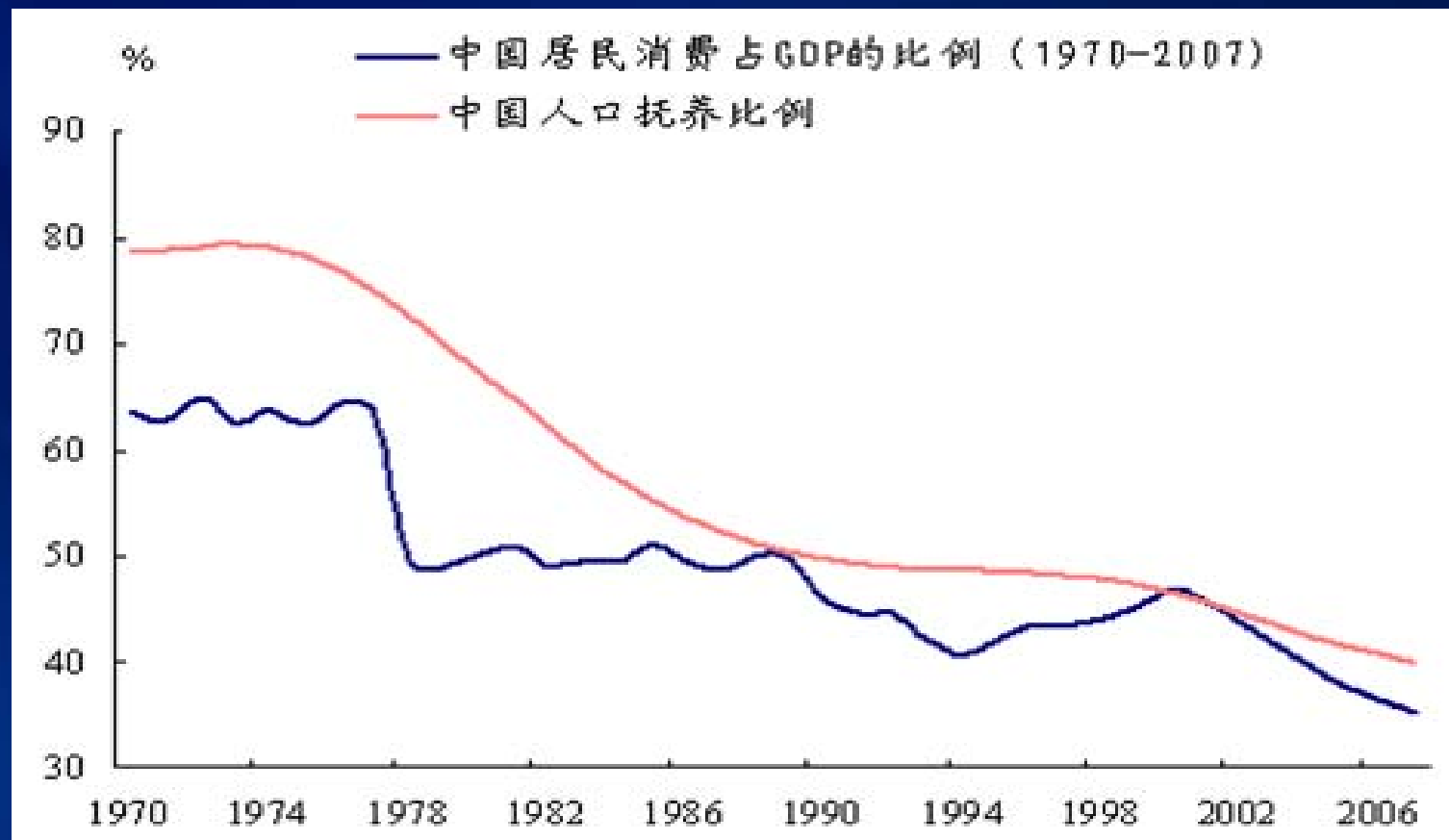
日本社会保障体制的健全降低了居民储蓄率



日本居民消费占GDP的比例与人口抚养比率 (人口抚养率低, 代表人口结构年轻)



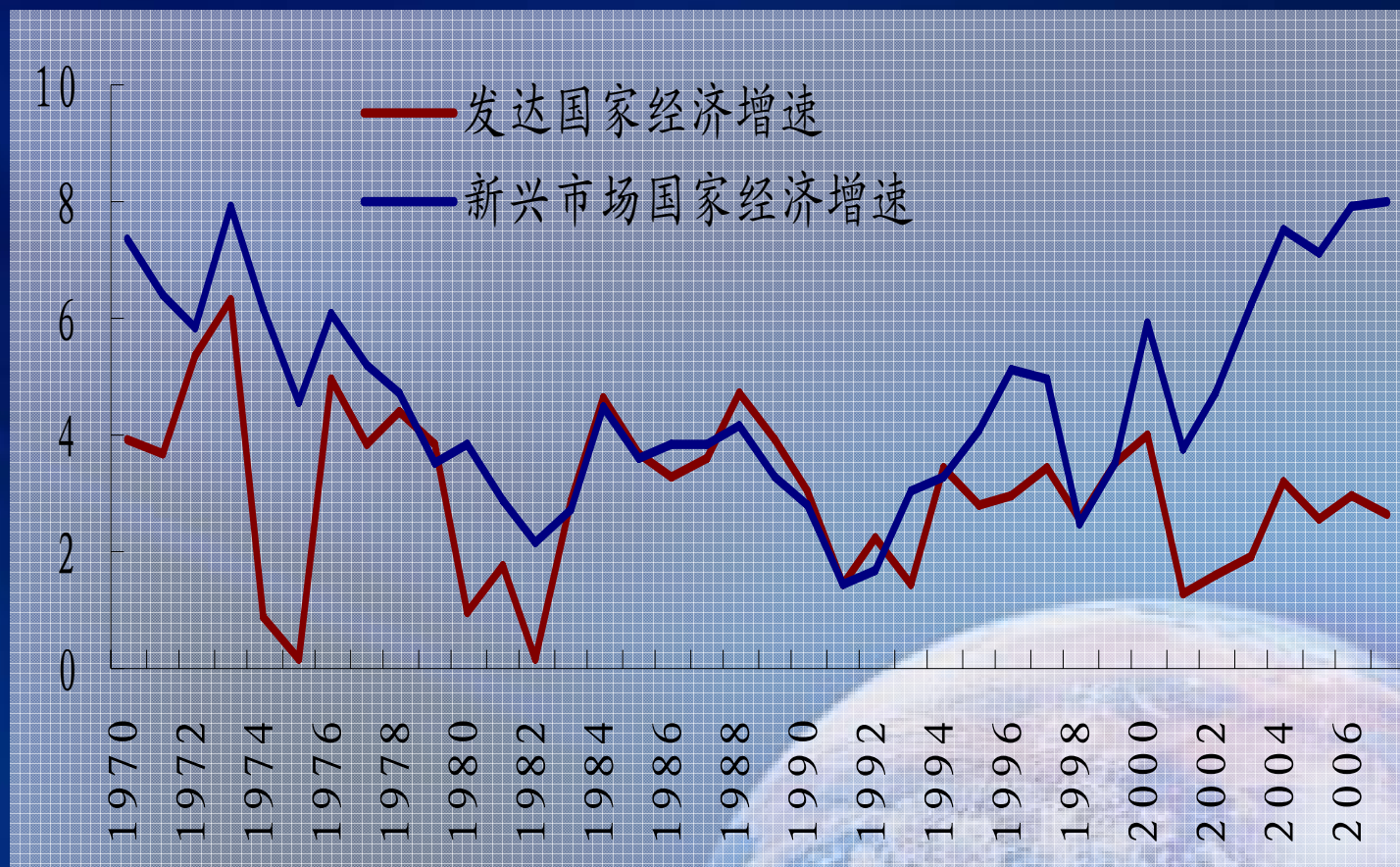
中国居民消费占GDP的比例与人口抚养比率 (人口抚养率低, 代表人口结构年轻)



如果放松社会管制，中国第三产业发展空间大

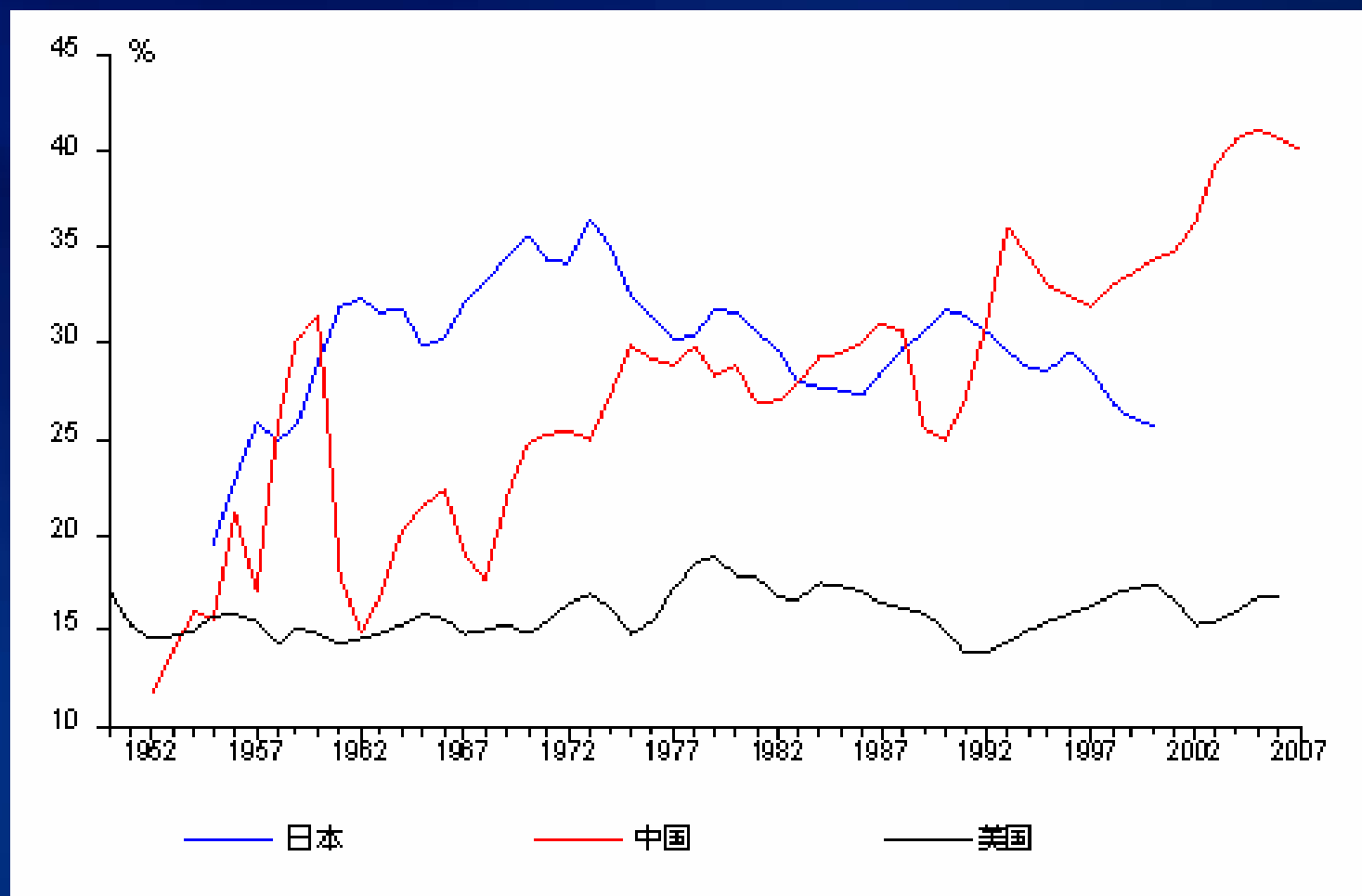


发达国家和发展中国家经济增速：长期可以脱钩



中国资本形成/GDP（三国比较）比重可能到了历史性拐点：

放松第三产业社会管制很有必要，可缓解就业压力



再谈社保体系：未来中国的关键制度创新

- 社会保障体制的健全可以刺激消费，这一经验在日本更为明显：日本60-70年代经济起飞阶段，居民储蓄率不断提升，消费意愿不足，国家面临出口依赖度过高、内需不足的境地
- 日本政府自1970年代起大举提高政府对于社保的投入（同时指导企业加大社保投入），10年间，政府社保投入从占GDP的2%上升至5%，雇主承担的社保投入从GDP的3.5%上升至7%；社保制度逐渐健全帮助日本居民储蓄率自1977年开始出现拐点不断下降，消费率不断提升
- 中国目前政府对于社保的投入占GDP不足2%，远低于日本

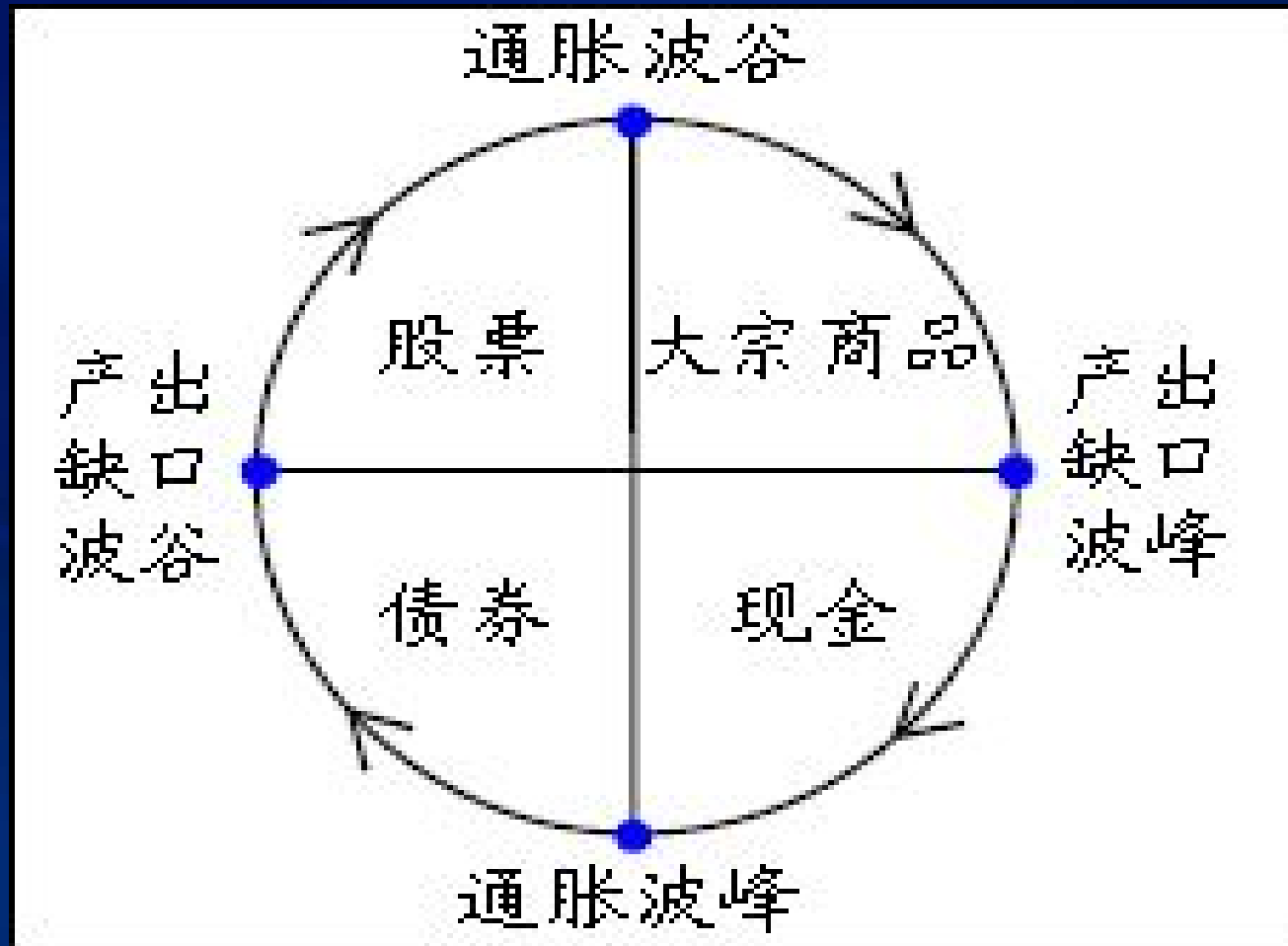
再谈社保体系：英国德国的经验

- 英国在二战结束以后，国库全空了，当时丘吉尔采取的措施不是让一部分人先富起来，先富带后富。相反，他认为英国人是上等人，在世界上是有身份的，每个英国人都应当有尊严地生活，所以英国人即便没有工作，政府也应当保障他们的最低生活水准，即每个月1000英镑，这样的英国人才称得上是上等人。当时英国的几千万人口，每个人都拥有了基本的社会保障以后，需求带动供给，英国经济很快得以恢复
- 无独有偶，西德在二战以后也是靠建立全民的社会保障制度恢复起来的
- 让最底层的人也享受到改革开放的成果，就需要建立基本的社会保障制度，只有这样，内需才能被启动起来。所以，我们应当学习英国二战以后拯救经济的做法，内需就起来了

回到商业主题：2009年，大类资产配置建议

- 股票（中国与美国股票）：2009年最好的资产类
- 大宗商品，能源类已经一次见底，原因有二：需求破坏带来的价格下跌转为由供给破坏带来的价格支撑，中（同比）美（环比）GDPG二阶拐点2009年第一季度显现（2008年第四季度是最坏的时刻）；贵金属类（黄金），美元指数6个月后将走弱（不会创新低70），黄金将获支撑（不会创新高）；农产品需求比较刚性
- 总之，2009年最好的投资品：股票，大宗商品能源和农产品（相对收益）

大类资产配置之投资钟理论：
中美股市投资机会显现（2009年缺口1.7万亿美元）



附件：2009年中国最大的风险

- 从宏观经济学视角，汇率为宏观中的宏观：政府的财政政策，央行的货币政策，国家的汇率政策
- 从资产配置（金融工程学）视角，汇率为大贝塔（大类资产配置）的贝塔
- 从金融危机视角，1973年以来，发展中国家最大的金融风险（共发生五次金融危机，不含本次危机），是本币急剧贬值，金融危机从而演化为严重经济危机，国家发展夭折（罗斯托六阶段夭折陷阱，悲惨的增长）



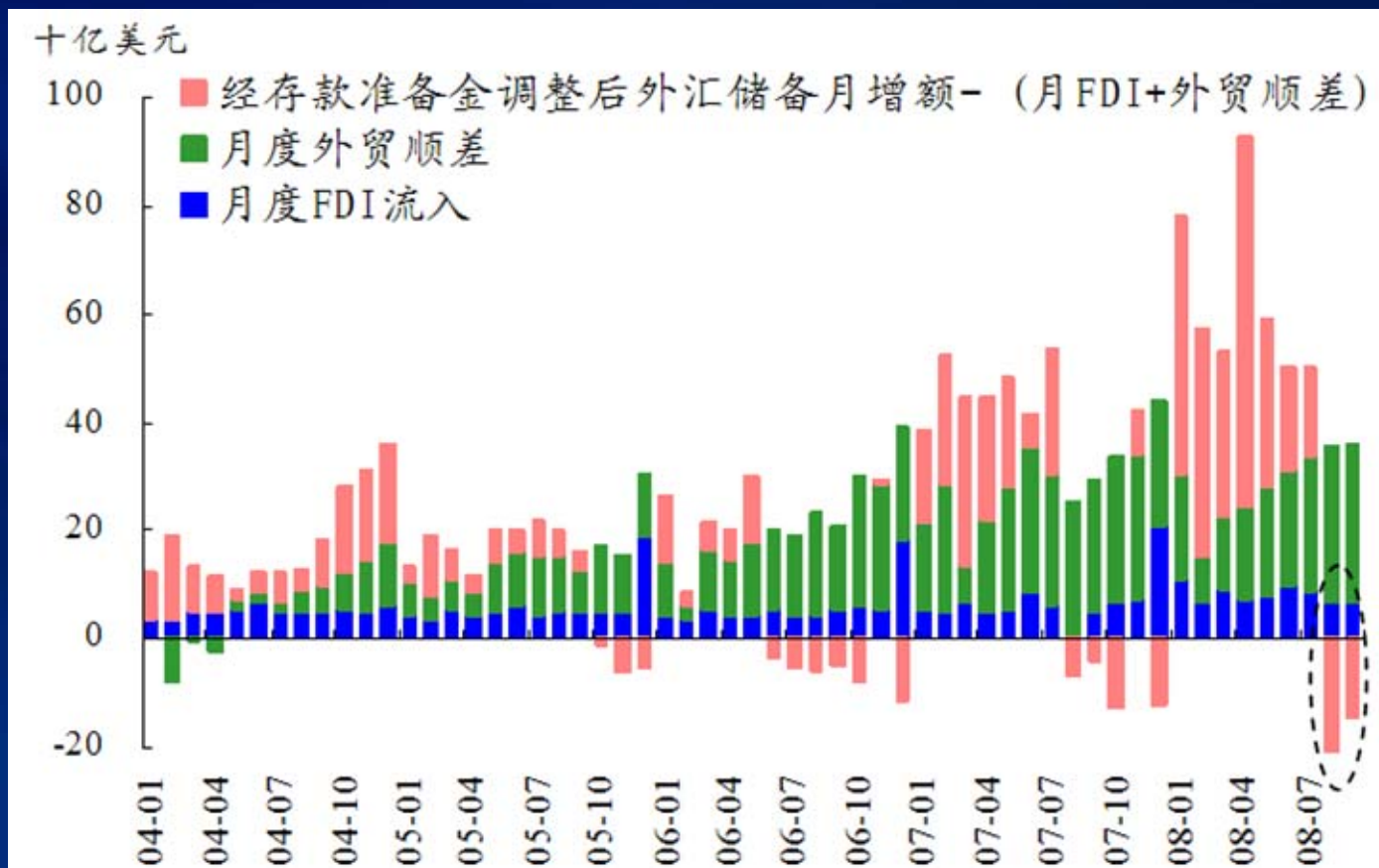
附件：2009年中国最大的风险

- 如果本币严重贬值，资本严重外逃，资金收紧，不仅给中国摇摇欲坠的资产价格带来严重打击，也会给香港金融市场带来空前挑战
- 本币长期缓慢升值，对发展中国家是一件好事，在时机成熟时，本币成为国际货币，就像日本当年发展路径一样，享受国际铸币税；同时，至少在经济上可以成为世界一流国家，而不会出现拉美化陷阱（货币危机导致这些国家几十年成果，付之东流）
- 人民币的未来低位，将决定2009年整个宏观经济与资产价格的牛鼻子，也决定中国未来在世界国家序列之定位，甚至与中国国防战略相关

附件：2009年中国最大的风险

- 中国出口下滑，是随着世界经济衰退所带来的需求减少处于经济链条下端的发展中国家所经历的一个必然的经济现象，在经济萎缩需求减少的情况下，单边货币的贬值并不会给出口带来很大的改观
- 保证稳定，不轻易改变现有的汇率机制，是目前事关中国和世界经济的大前提，在此基础上坚持推进人民币国际化以及国际金融监管体系改革
- 各国已经认识到了：要协调一致的在货币政策宽松的背景下采取财政政策以扩大内部需求，而不是前几个月的简单地救助个别机构，这才是宏观政策的要点

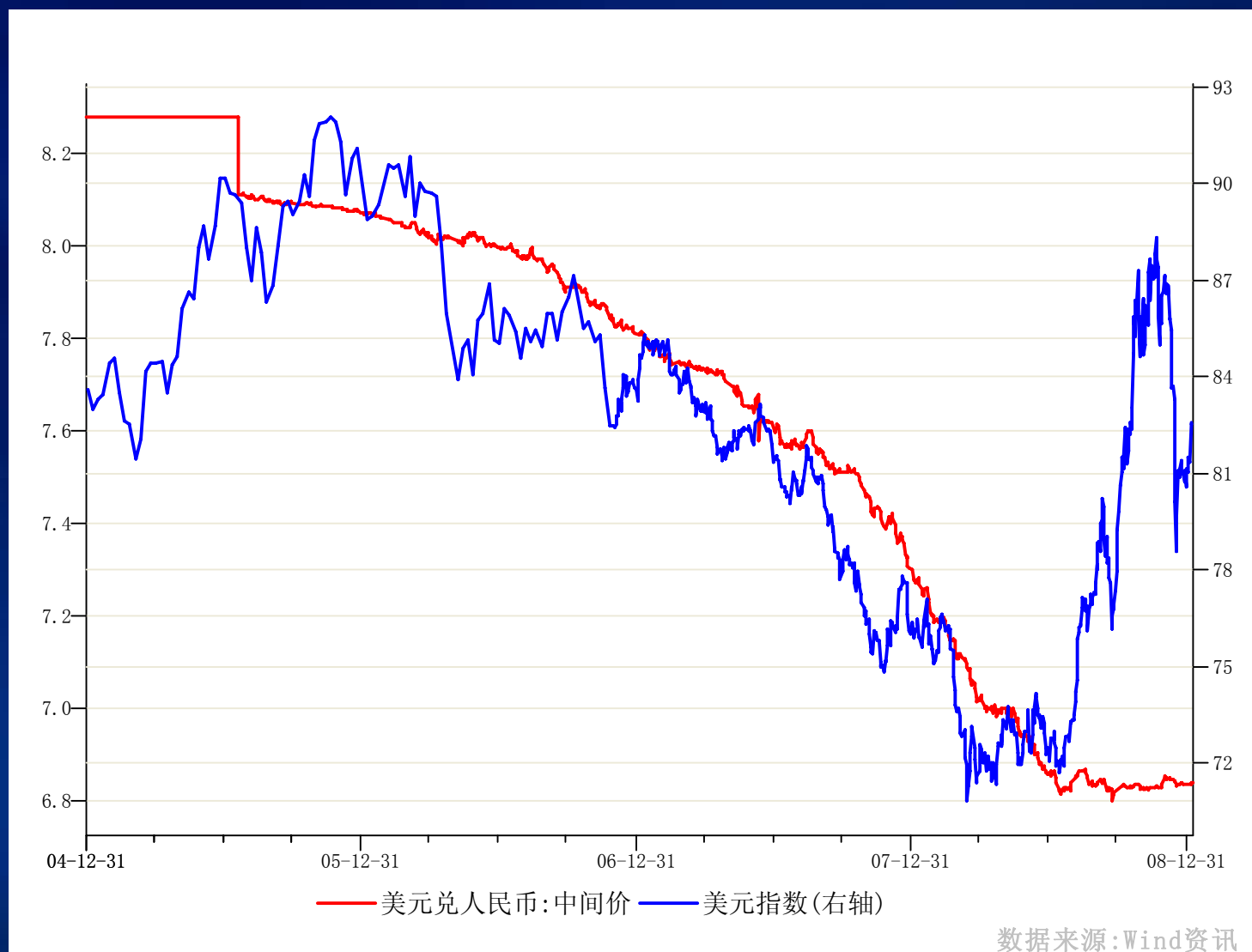
3季度“不能被解释部分”仍有248亿美元游资，
流入我国：速度放缓，二阶拐点显现



NDF市场人民币贬值预期浓烈，建议国家外汇主管部门果断干预：
避免人民币贬值预期形成



尽管近期美元指数上扬，人民币基本稳定（2009年1月7日）



作者简介

- Sihai Fang, 经济学与金融学教授, 金融工程博士生导师。曾经游学世界主要国家。学术研究方向: 大类资产配置 (含另类资产配置; 还继续招收博士研究生); 研究方法: 大样本计量+田野研究; 曾在美国/澳洲/英国/中国香港等国际学术期刊和国际主流学术会议发表英文论文10多篇, 并执笔宏观经济EDP教材, 合作译著一部 (商品期货中的价值投资), 个人专著两部 (分别为金融工程领域和宏观金融领域)。英文学术论文, 多次名列美国社会科学研究SSRN之TOP 10 LIST
- 商业研究: 发表宏观经济报告40多篇 (宏观分析系列, 宏观TALKS系列), 金融工程与资产配置系列报告近30篇 (金融工程系列, 金融工程TALKS系列, VC与PE系列等三个系列合并)
- 商业研究, 试图将近年来给博士生课程讲义 (宏观经济学与金融经济学前沿研究18讲, 成稿于澳洲墨尔本) 有机结合, 试图采用全新的分析框架和思维模式来把握全球宏观与金融市场波动规律, 不保证完全有效; 如果有效, 未来将写成学术论文, 与读者共享; 谢谢