



飞雪迎春到

--09年宏观策略报告

联合证券 王晓东

by wallcnn.com

主要内容

- ⇒ 货币乘数：美联储能有多大作为？
- ⇒ 货币速度：信贷增长能保八吗？
- ⇒ 外需内需：东方不亮西方亮吗？
- ⇒ 企业利润：U型还是L型？

主要观点

- 因于信贷大跃进，经济基本面有改善预期，进而股市应会有积极表现。
- 但基本面最终难以仅因货币信贷增长而有明显改观，是由于货币流通速度可能因于通缩背景而显著减缓。可以援引的先例是98年间，日本等其它国家也提供了有力佐证。
- 美国经济面临的考验则是货币乘数难以扩张，美联储的降息努力难有成效，正如前几年收缩流动性的努力一样。这两番反差的背景是金融监管的失控和新监管框架的诉求。
- 因于外需和内需（投资、消费）日益深切的关联，内需难以独善其身于仍将极其疲弱的外需增长。
- 考虑到价格和结构因素，近几个月可能并不是中国经济最差阶段，全方位的经济收缩可能才刚刚开始。

美联储积极作为

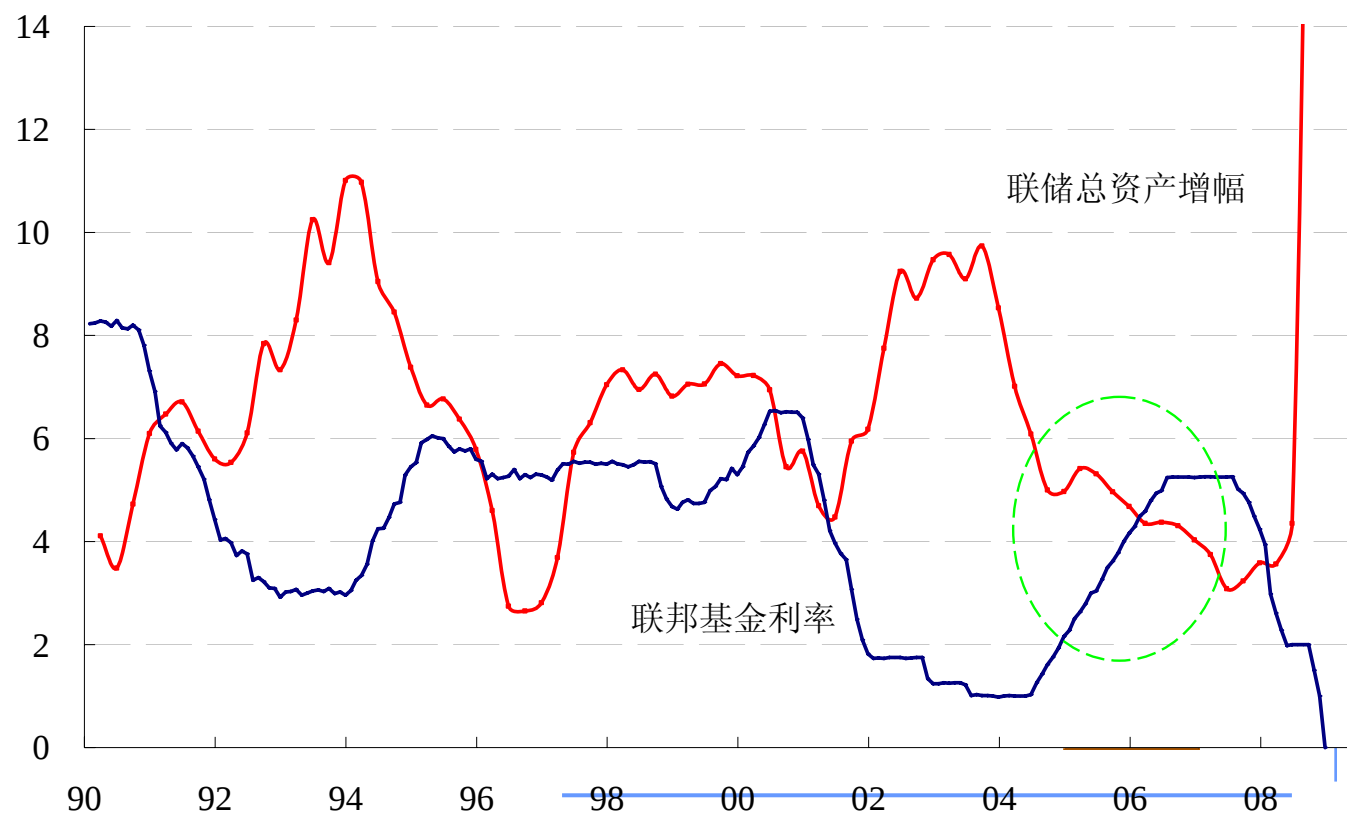
联邦基金利率与联储金融资产增幅
(90年1季—08年3季)

单位: %

注: 增幅为四个季度移动平均

04-06年间联储曾将流动性大力回收

流动性泛滥——房地产泡沫?



联储、金融部门扩张并不同步

联储金融资产增幅与金融部门信贷资产增幅
(90年1季—08年3季)

单位: %

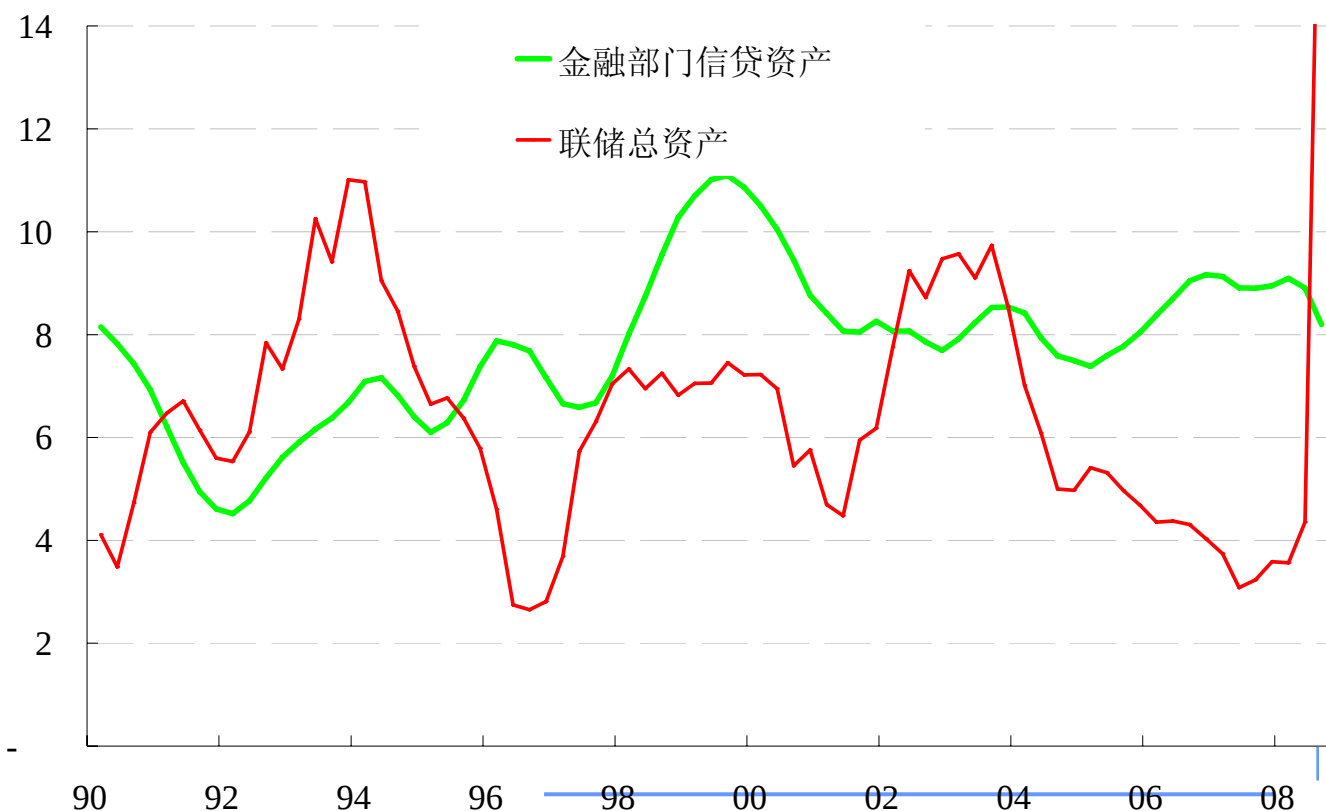
注:

信贷工具系指债券、商业票据、贷款、按揭贷款等, 不含存款、股权、回购等;

金融部门含银行、保险、基金、投行、GSE、ABS发行、抵押贷款池等

联储亦含于金融部门, 但资产占比微不足道

意味深长的两段反差



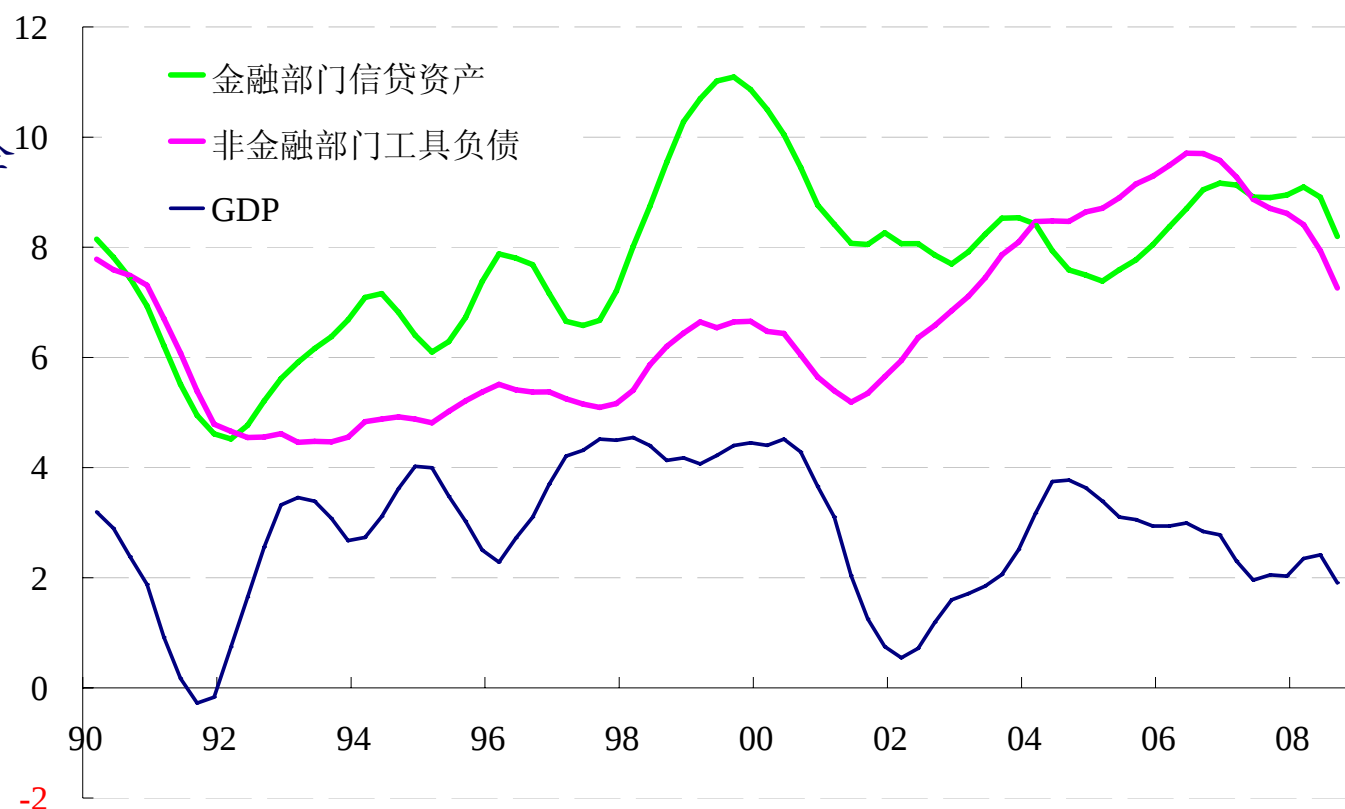
信贷扩张与经济增长

金融部门信贷资产增幅、
非金融部门信贷工具负
债增幅、GDP增幅
(90年1季—08年3季)

单位: %

注:

GDP增幅亦为四个季度均值
非金融部门含居民、公司企
业、政府等



居民消费、负债的过度扩张

居民投资、负债与储蓄率

(90年1季—08年3季)

单位: %

注: 投资=

金融资产+固定资产净投资

储蓄率=

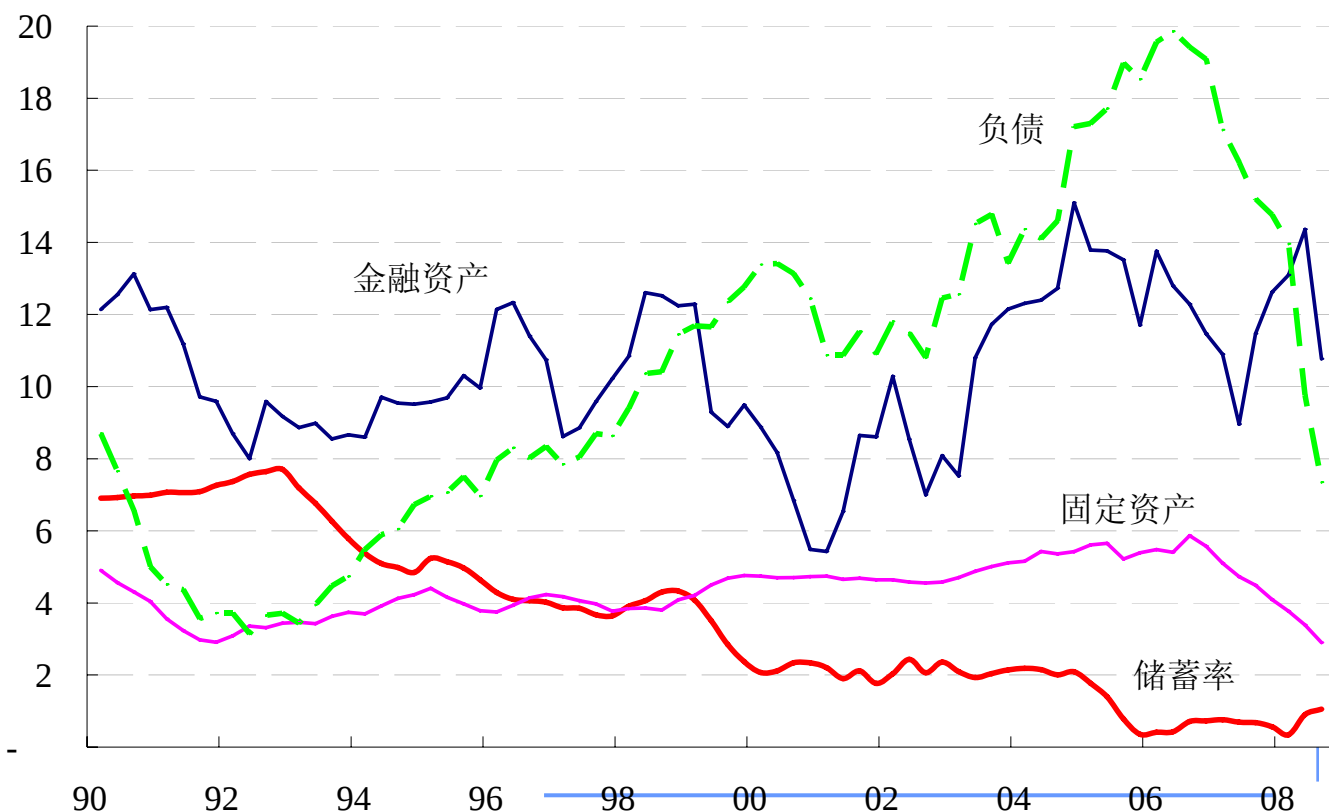
可支配收入—消费开支

储蓄率=

投资—负债

数据原因, 两者结果有差异,

此处为NIPA口径



负债全面扩张

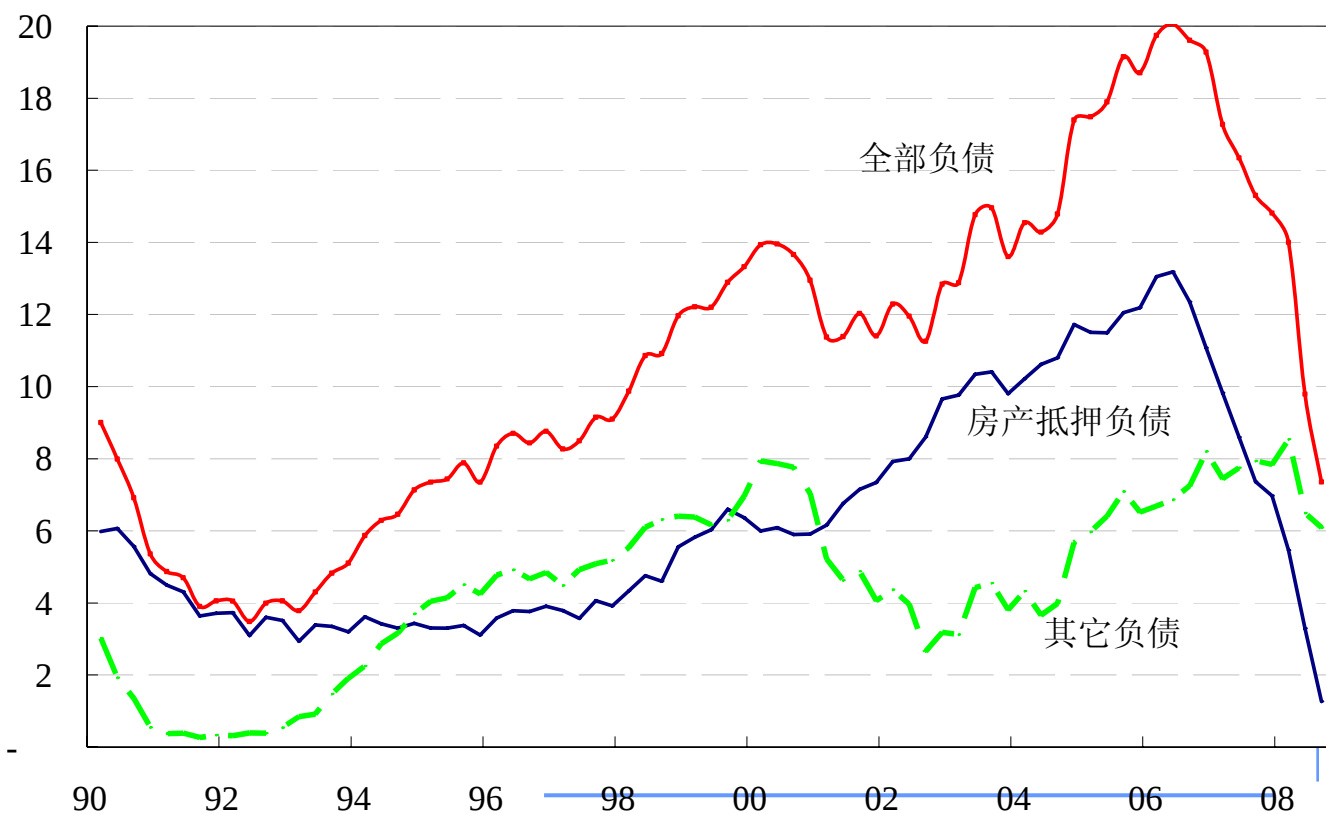
居民负债结构

(90年1季—08年3季) 单位: %

注:

- 1、相对于当期可支配收入
- 2、四个季度移动均值

是金融监管失控而并非仅非房地产



商业银行的杠杆扩张

商业银行：信贷资产扩张与金融资产杠杆

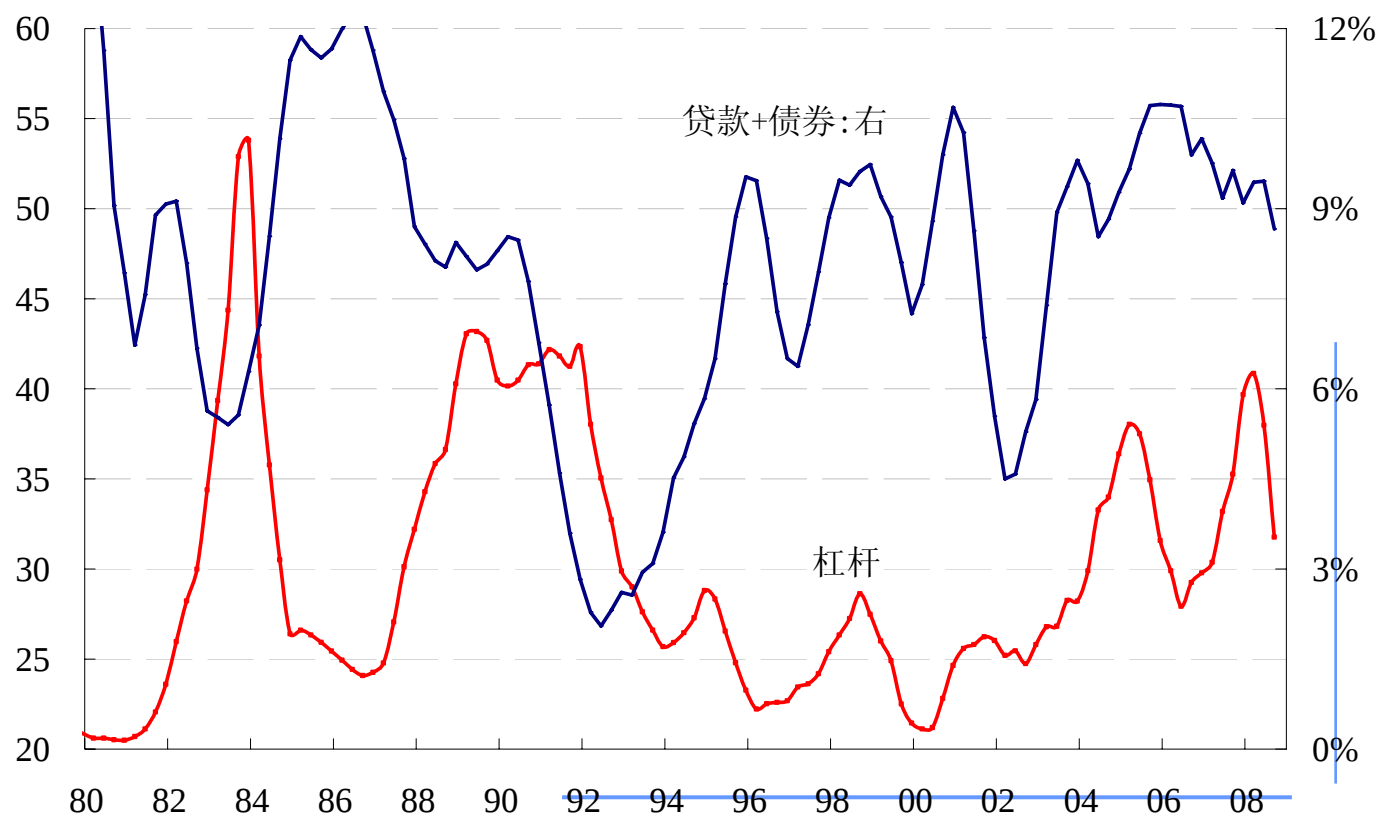
(80年1季—08年3季) 单位：%

注：1、四季度均值2、杠杆=金融资产/
(金融资产—金融负债)

3、信贷资产不含联储票据及国债

巴塞尔协议：金融监管框架

为何有反差？



信贷扩张与经济增长

金融部门信贷资产增
幅与GDP

(70年1季—08年3季)

单位: %

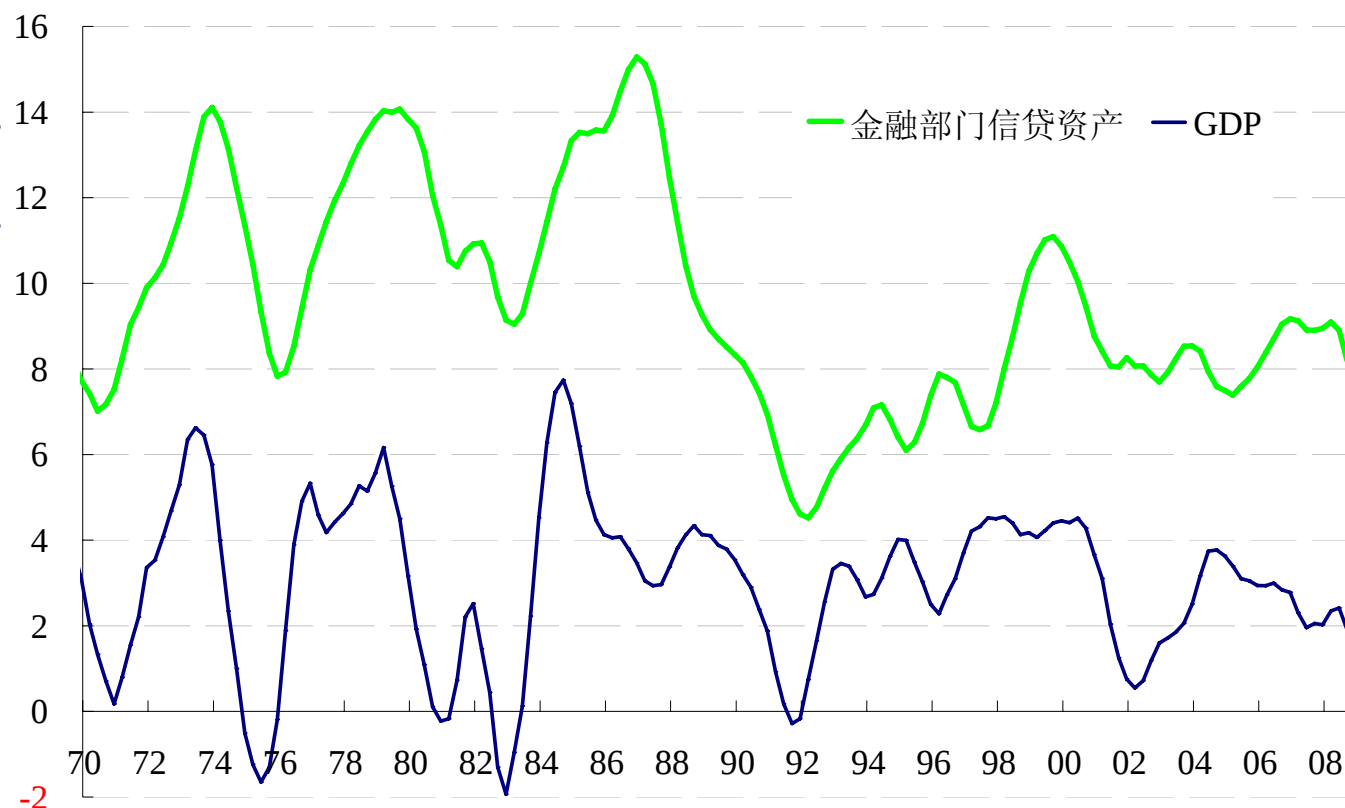
注:

信贷工具系指债券、商
业票据、贷款、按揭贷
款等, 不含存款、股权、
回购等;

金融部门含银行、保险、
基金、投行、GSE、ABS
发行、抵押贷款池等

稳定可靠的完美关联?

艰苦卓绝并非耸人听闻: 零利率也无力回天



降杠杆率：日本案例

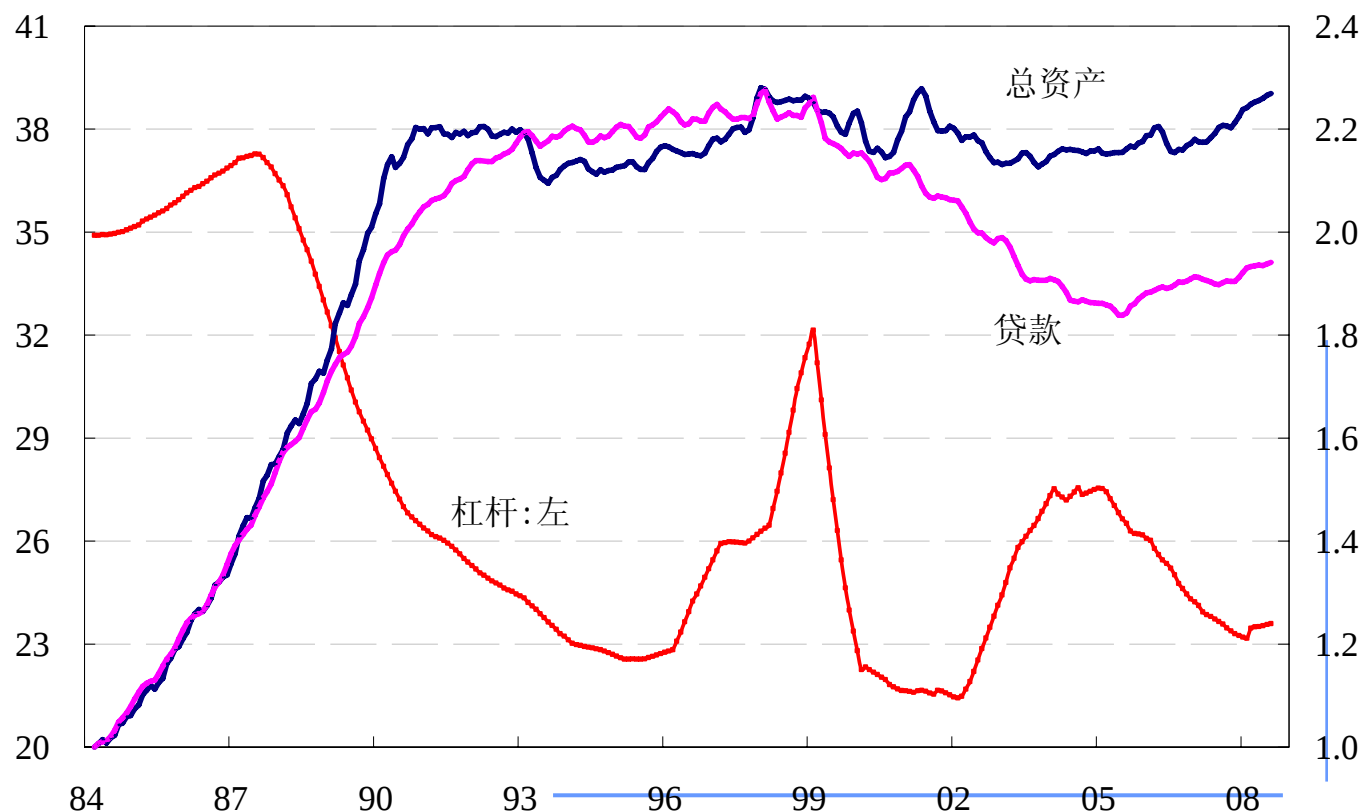
日本商业银行的总资产、贷款额及杠杆率
(84年1月—08年8月)

90年代末杠杆激增源于资本金冲销

注：

杠杆率=总资产÷权益，12个月移动平均

总资产、贷款以84年1季度为基准1.0，3个月移动平均



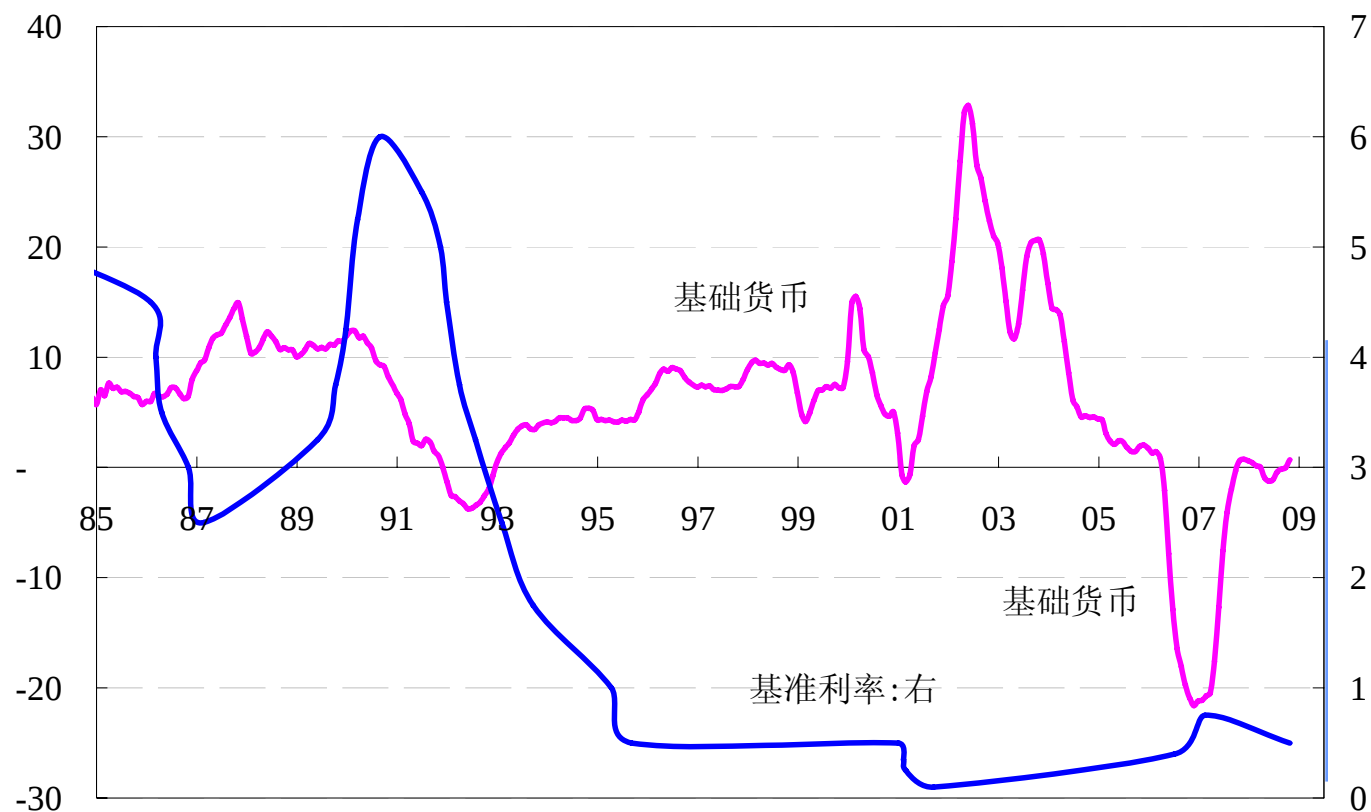
央行也在激进作为

央行基准利率与基础
货币扩张

(85年1月—08年9月)

单位: %

注: 三个月均值



货币乘数持续下行

基础货币、信贷及货币乘数

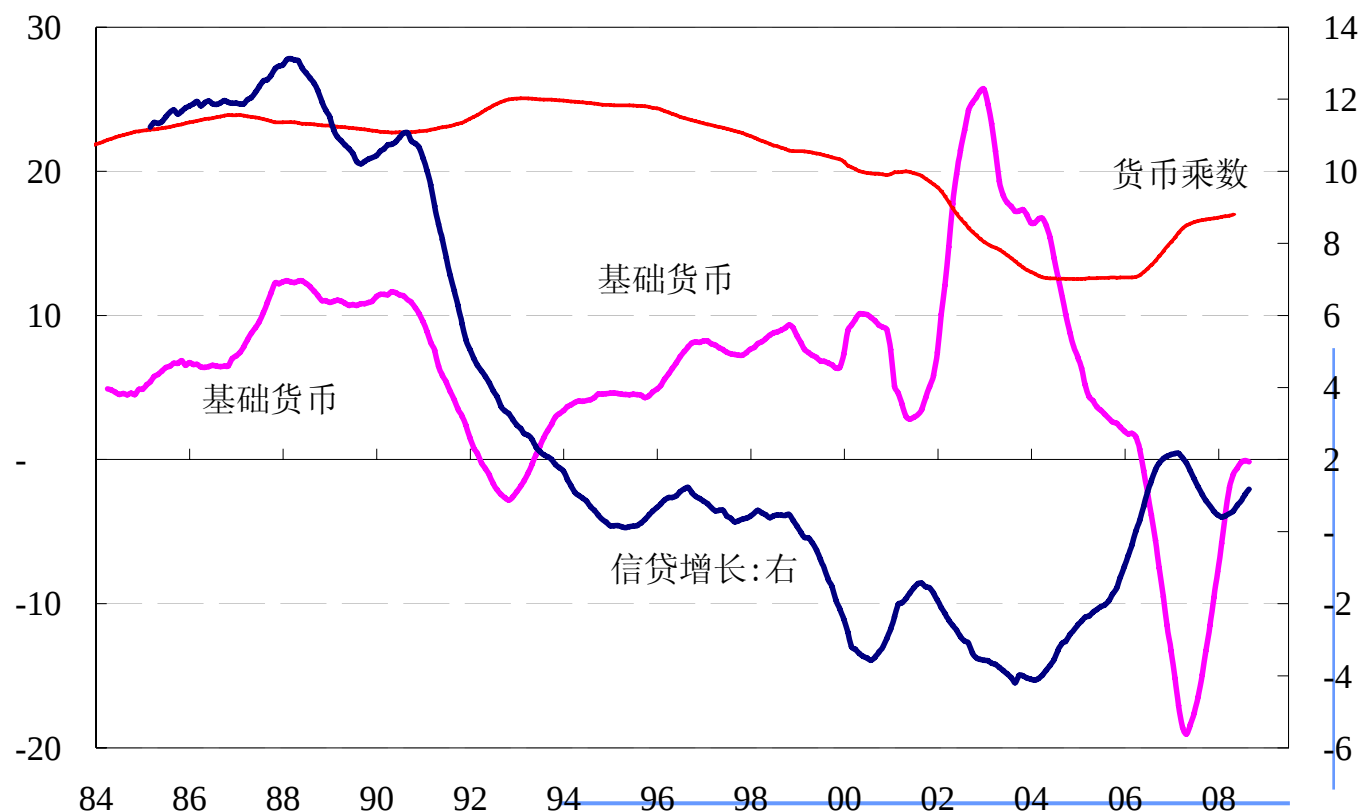
(85年1月—08年9月) 单位: %

注:

1、12个月均值

2、货币乘数=广义流动性/基础货币

贷款不能增长并非源于没有资金、
而是没有足够资本金



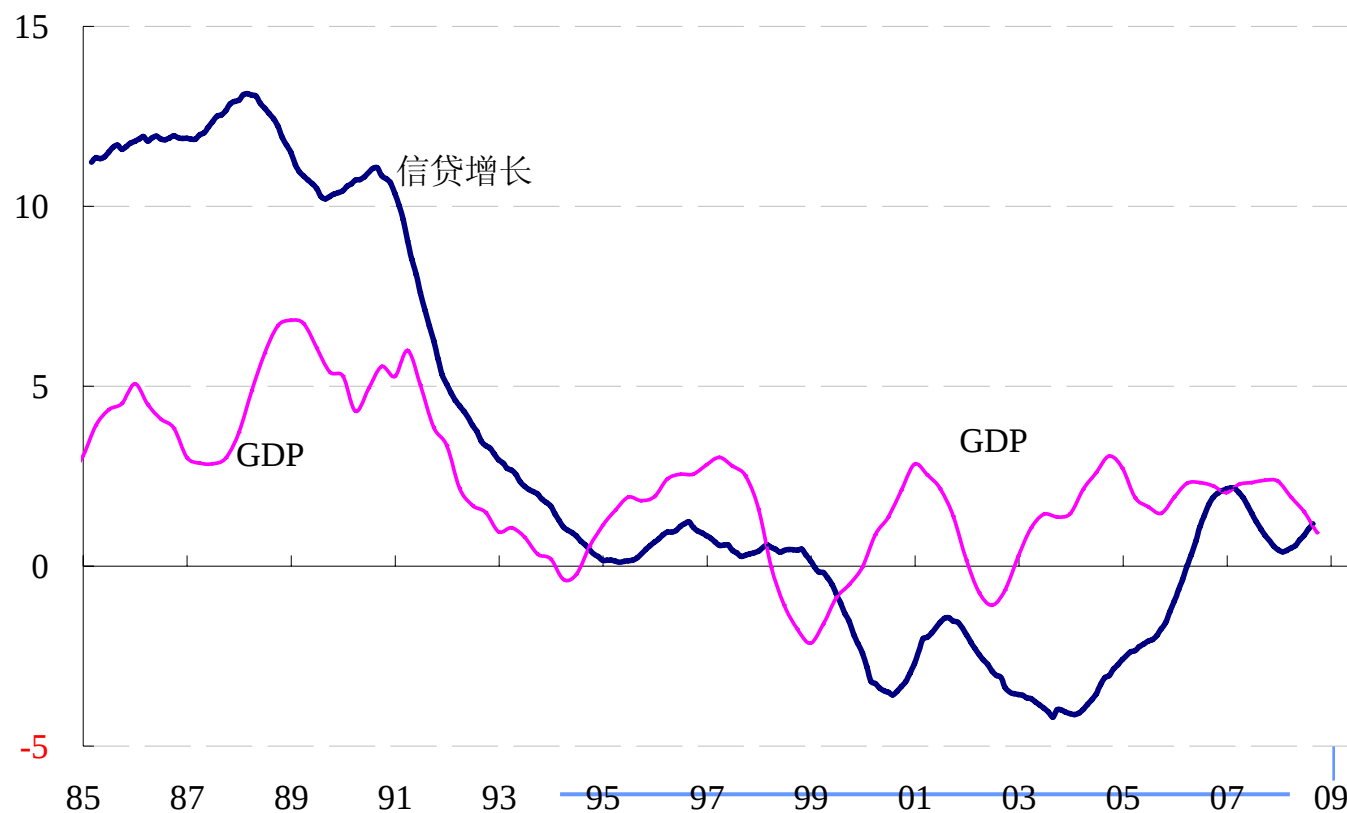
信贷不振、经济低迷

银行信贷增长与经济增长

(85年1月—08年9月)

单位: %

注: GDP四个季度同比均值、
信贷增长12个月均值



主要内容

- ⇒ 货币乘数：美联储能有多大作为？
- ⇒ 货币速度：信贷增长能保八吗？
- ⇒ 外需内需：东方不亮西方亮吗？
- ⇒ 企业利润：U型还是L型？

重新审视：信贷与增长

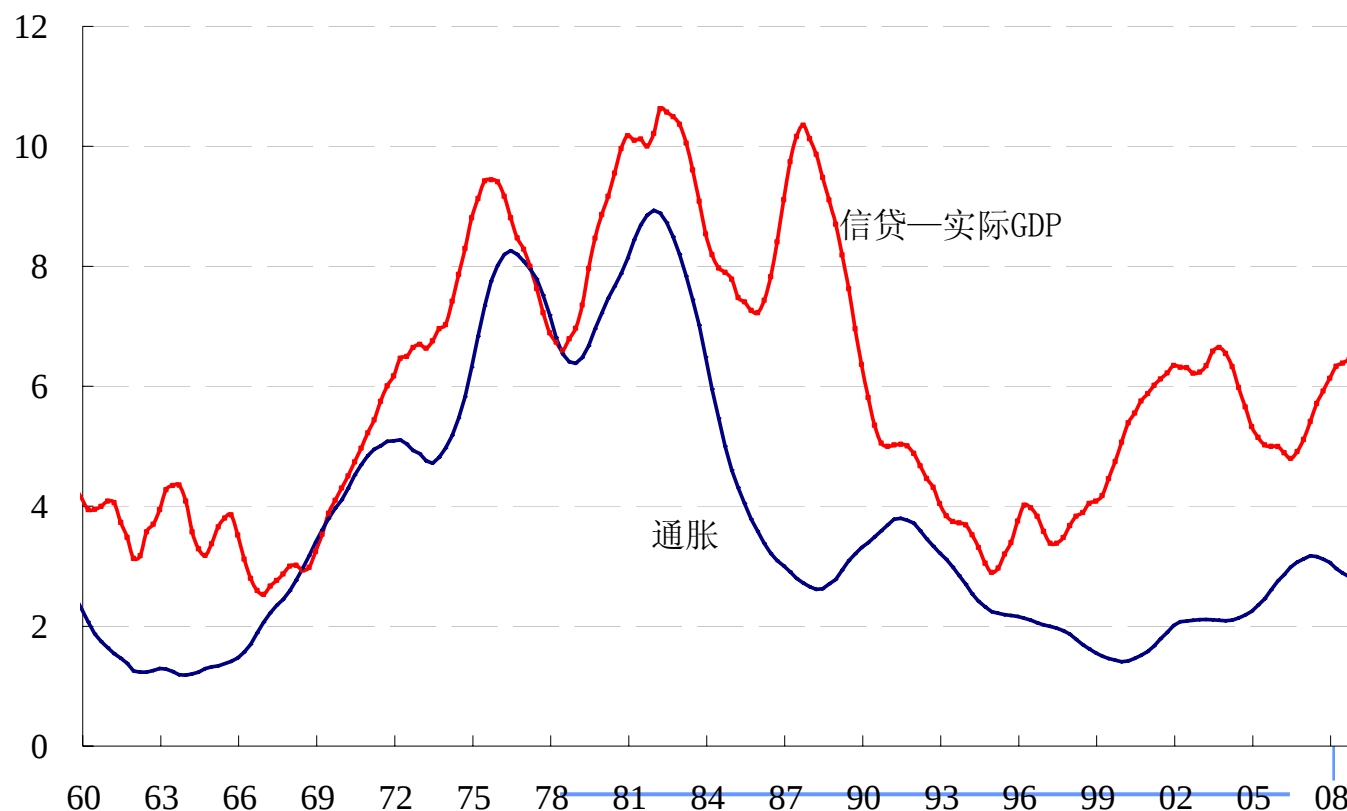
金融部门信贷资产扩张、实际
GDP、通胀

(60年1季—08年3季) 单位: %

注:

- 1、三年移动均值
- 2、通胀系GDP平减口径

通胀来源：超量的货币



货币流通速度：波动极大

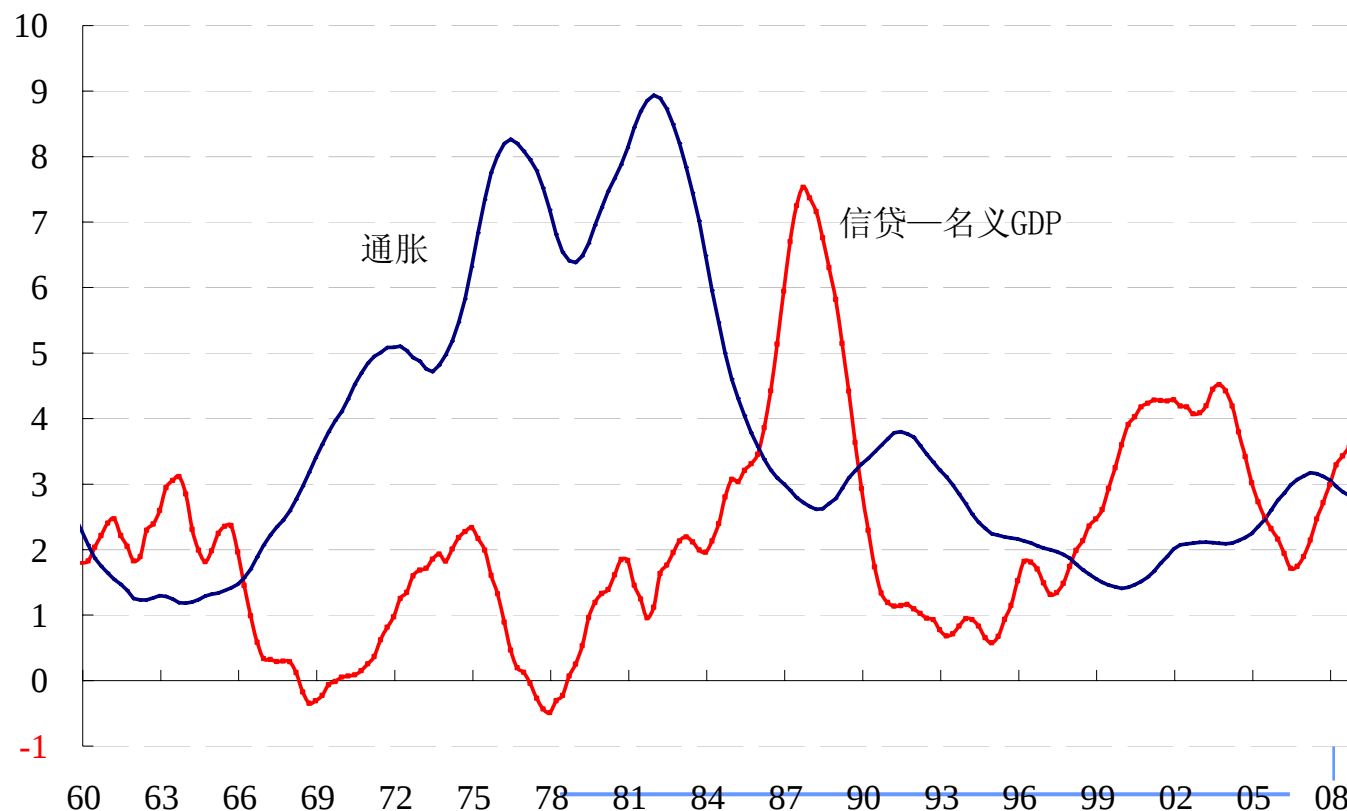
金融部门信贷资产扩张、名义
GDP、通胀

(60年1季—08年3季) 单位：%

$$MV=PQ$$

注：

- 1、三年移动均值
- 2、通胀系GDP平减口径



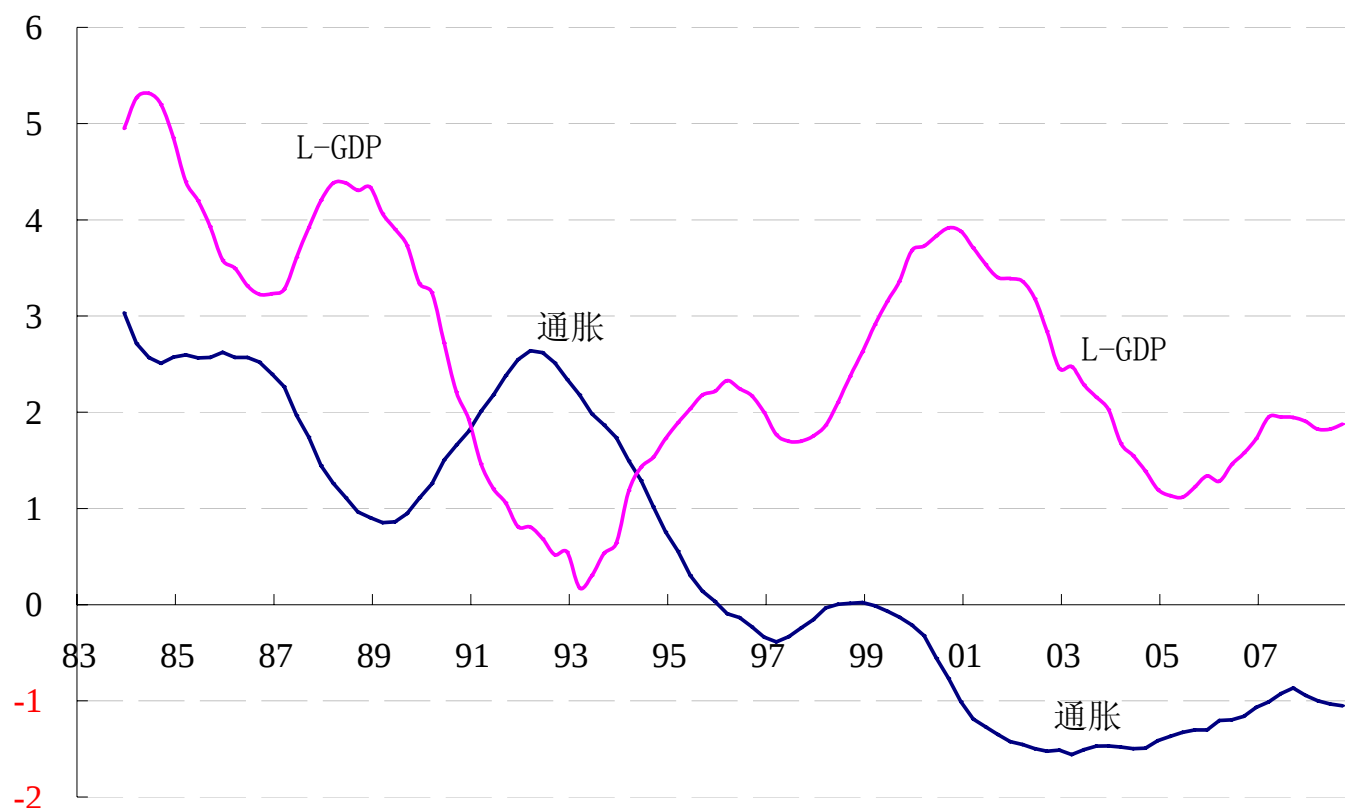
货币流通速度：日本案例

日本：广义流动性、名义GDP与
通胀

(83年1季—08年3季) 单位：%

注：

- 1、三年移动均值
- 2、通胀系GDP平减口径



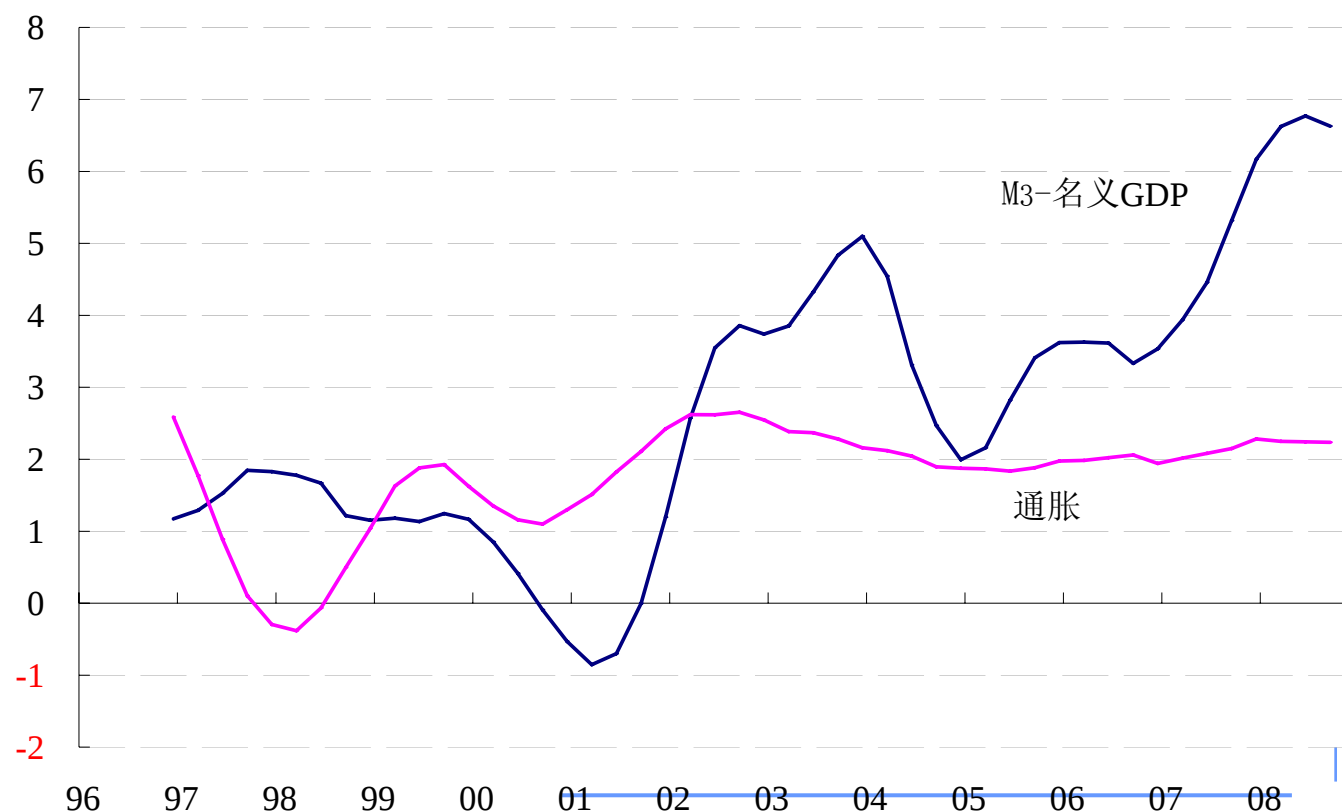
货币流通速度：欧元区

欧元区：M3、名义GDP与通胀

(97年1季—08年3季) 单位：%

注：四个季度移动均值

通胀（预期）与货币流通速度



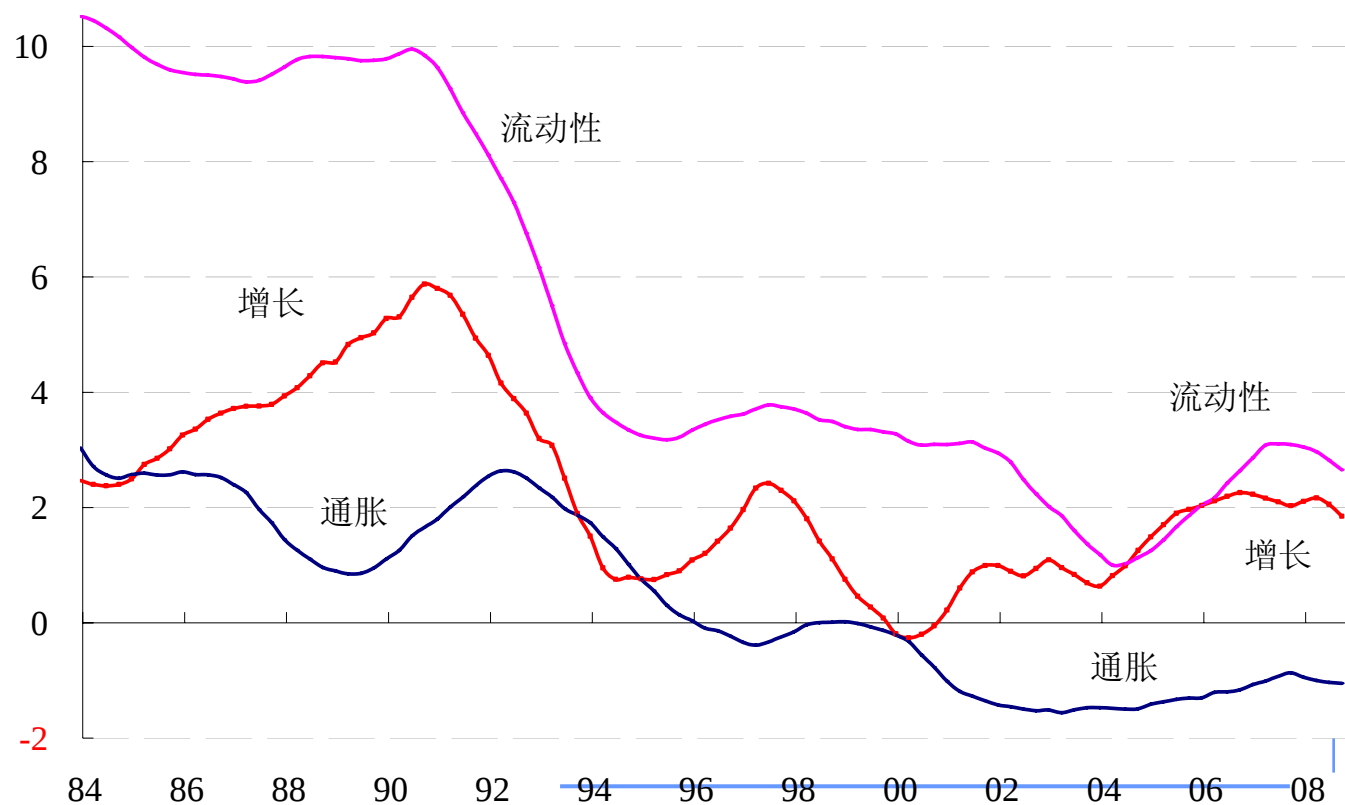
增长与通胀：日本

日本：流动性、实际
增长与通胀

(84年1季—08年3季)

单位：%

注：三年移动均值



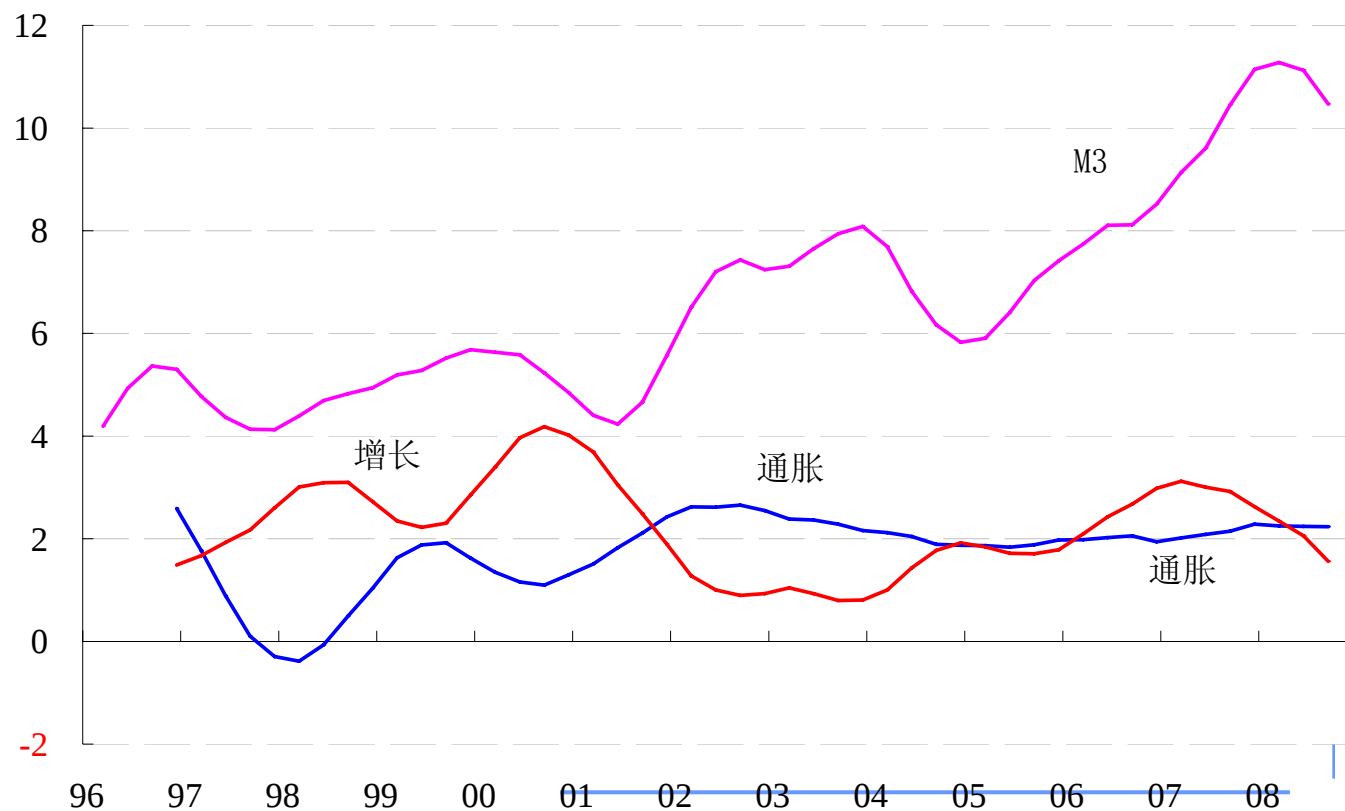
增长与通胀：欧元区

欧元区：M3、实际
增长与通胀

(97年1季—08年3季)

单位：%

注：四个季度移动均值



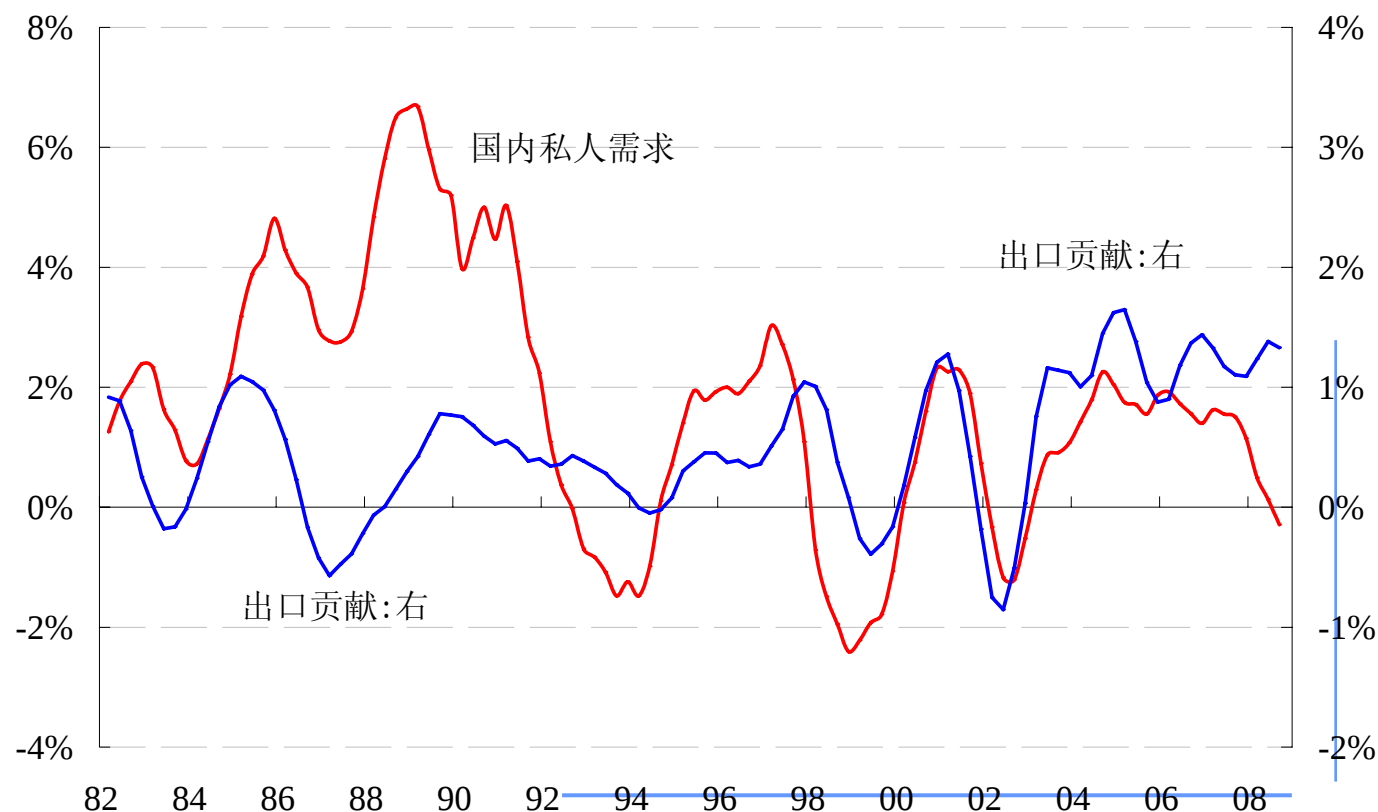
日本：增长的出口贡献

日本：GDP增长贡献
国内私人部门+出口
(82年1季—08年3季)

- 1、四个季度移动均值
- 2、GDP贡献=国内私人+政府+出口-进口

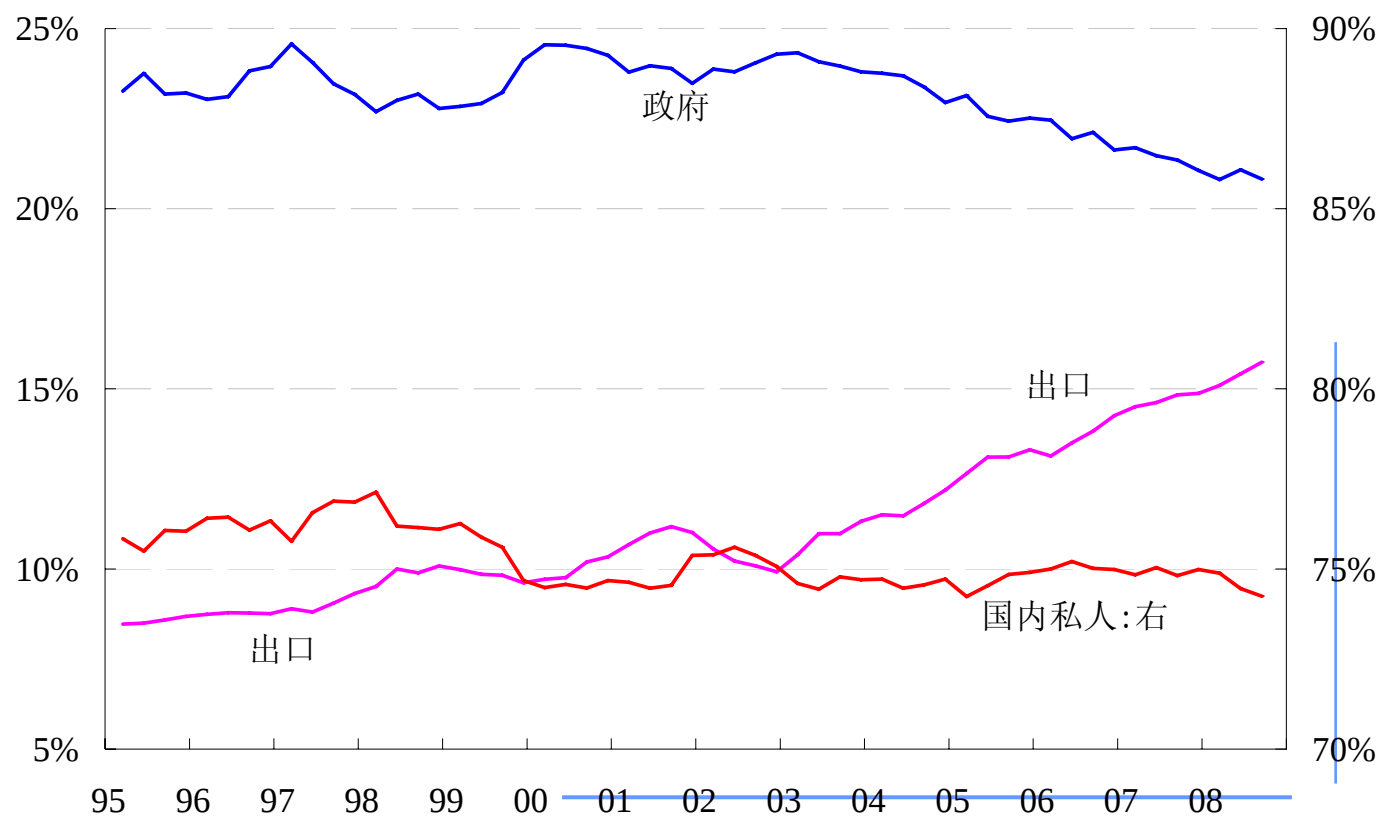
80年代末或为例外

滞后关系颇为醒目



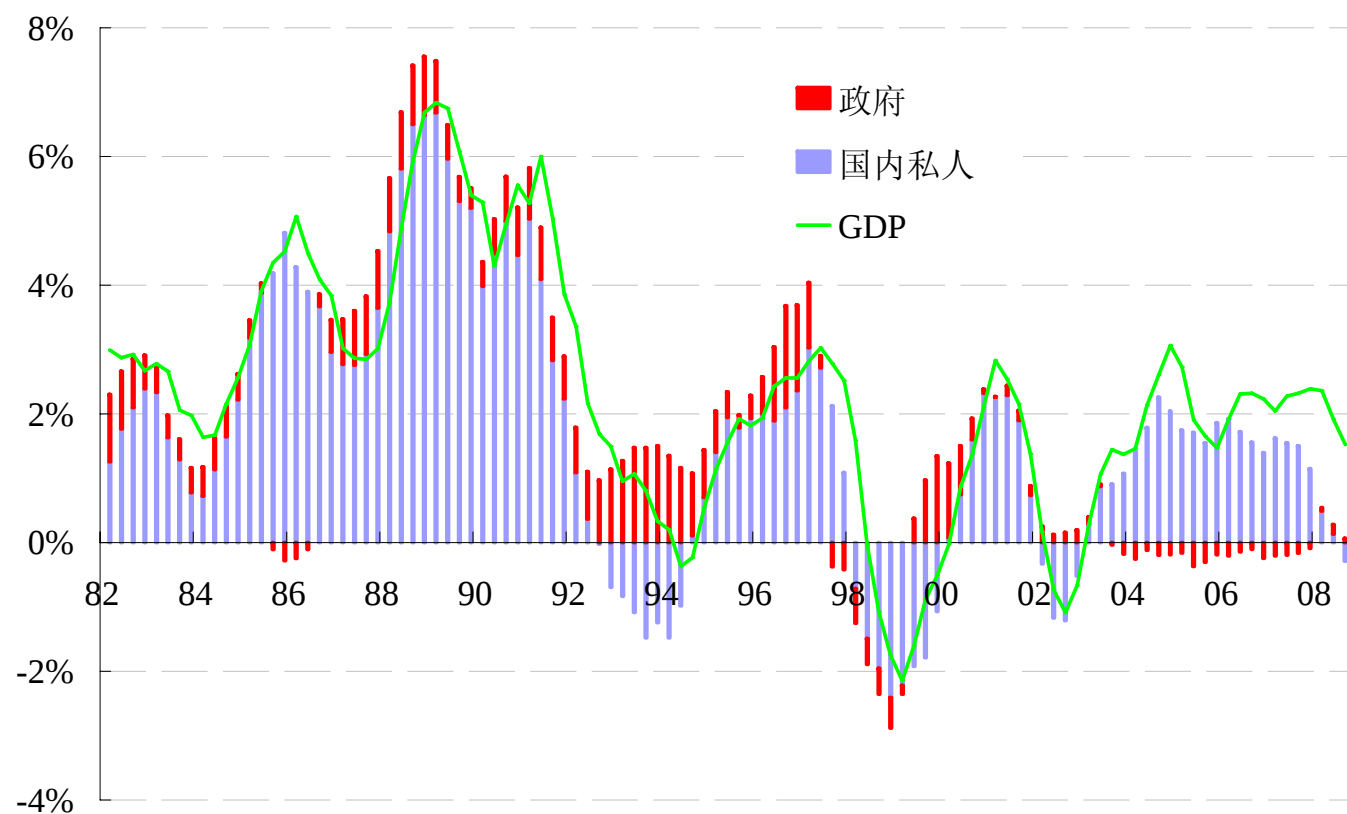
日本：经济结构

日本：GDP结构
国内私人、政府、出口
(95年1季—08年3季)
注：实际GDP占比



日本：增长历史

日本：GDP增长贡献
国内私人部门+政府
(82年1季—08年3季)
注：四个季度移动均值



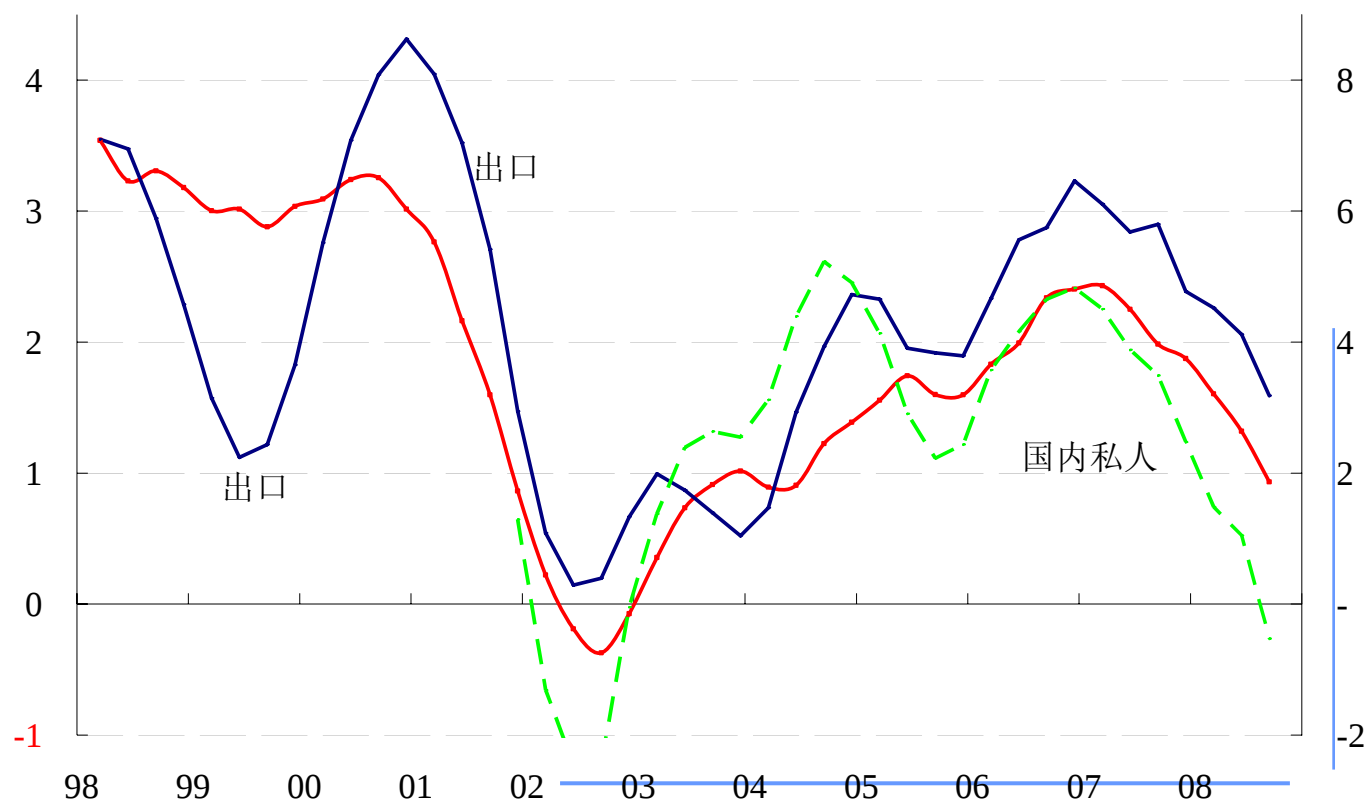
欧元区：增长的出口贡献

欧元区：GDP增长贡献

国内私人部门、出口

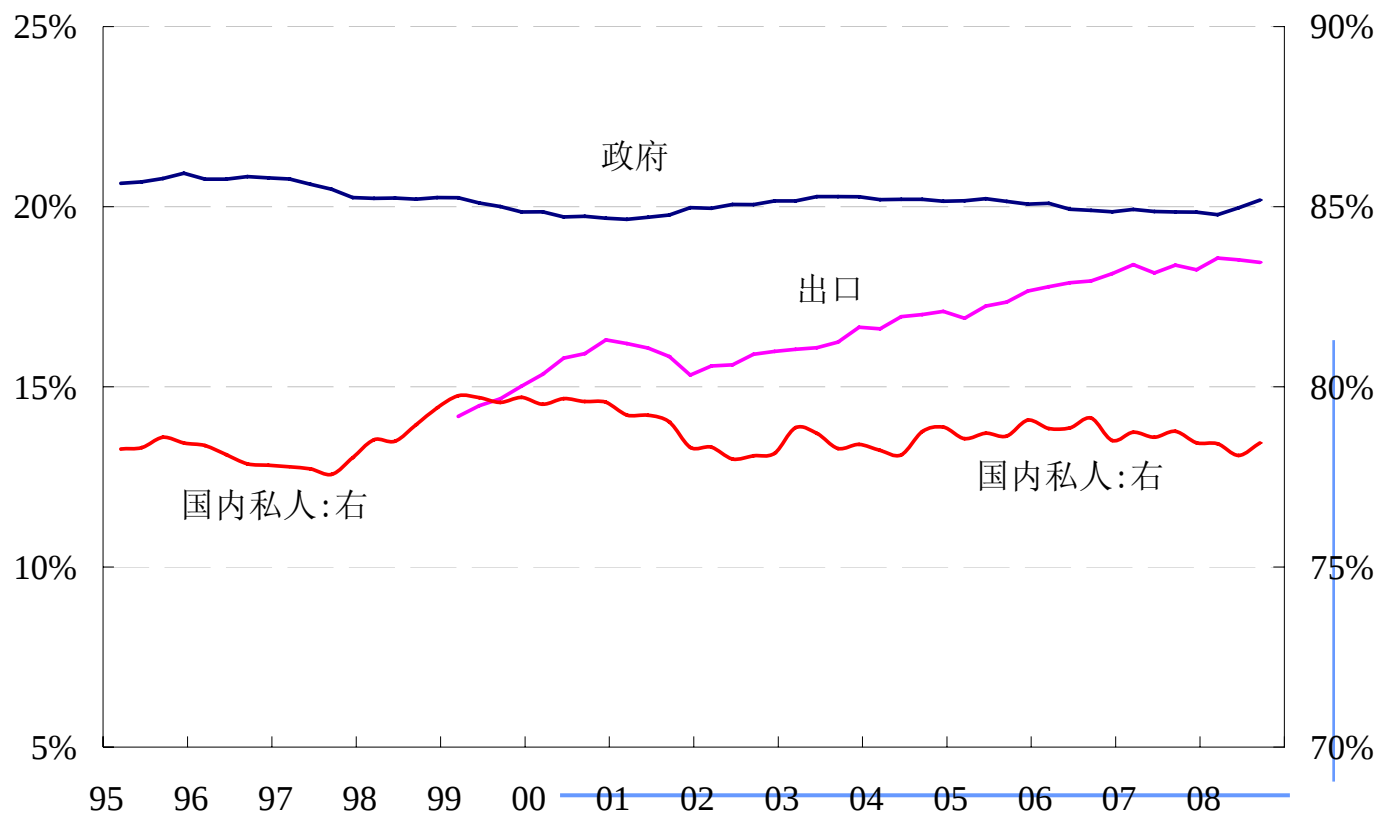
(98年1季—08年3季) 单位：%

- 1、四个季度移动均值
- 2、绿色间断线为出口实际增幅



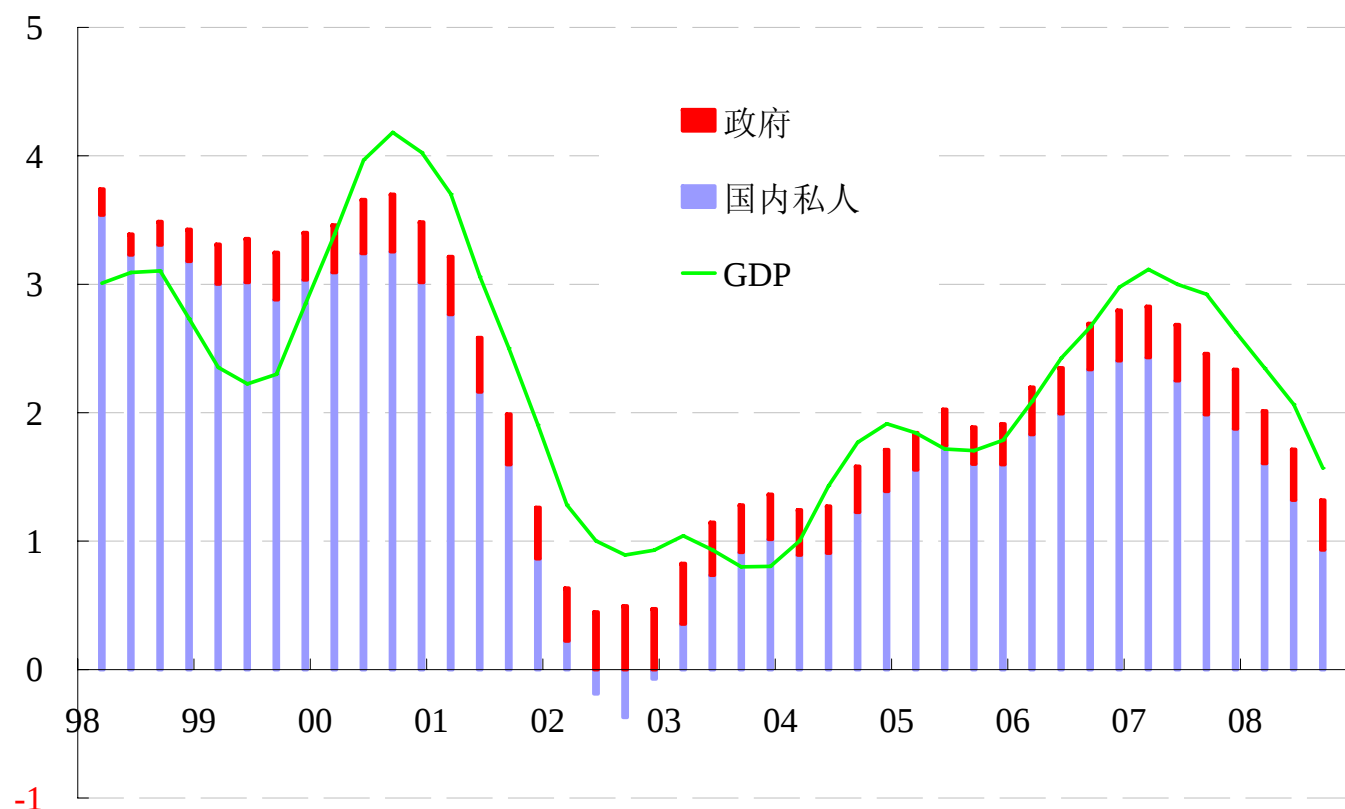
欧元区：经济结构

欧元区：GDP结构
国内私人、政府、出口
(95年1季—08年3季)
注：实际GDP占比



欧元区：增长历史

欧元区：GDP增长贡献
国内私人部门+政府
(98年1季—08年3季) 单位：%
注：四个季度移动均值



美国：增长与通胀

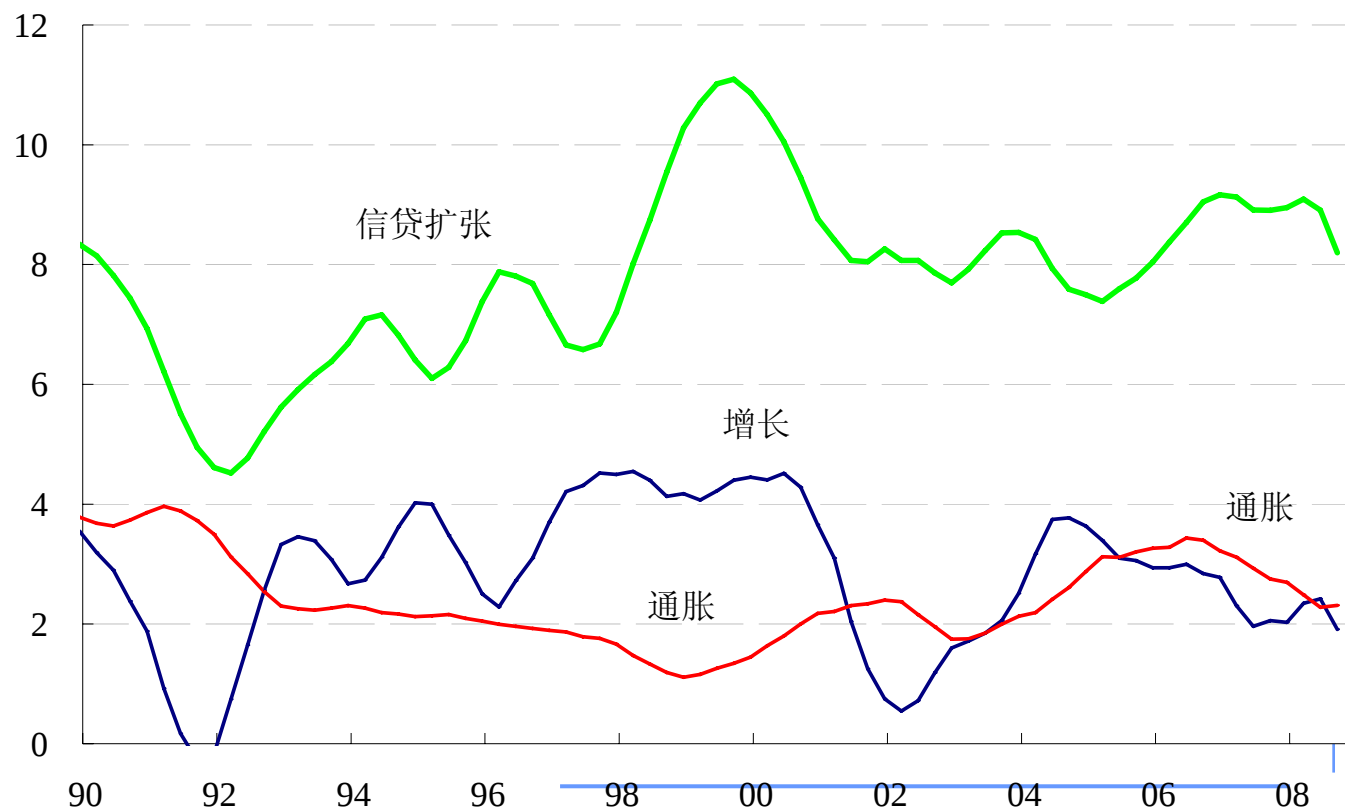
美国：信贷、实际增长与通胀

(90年1季—08年3季) 单位：%

注：

1、四个季度移动均值

2、通胀系GDP平减口径



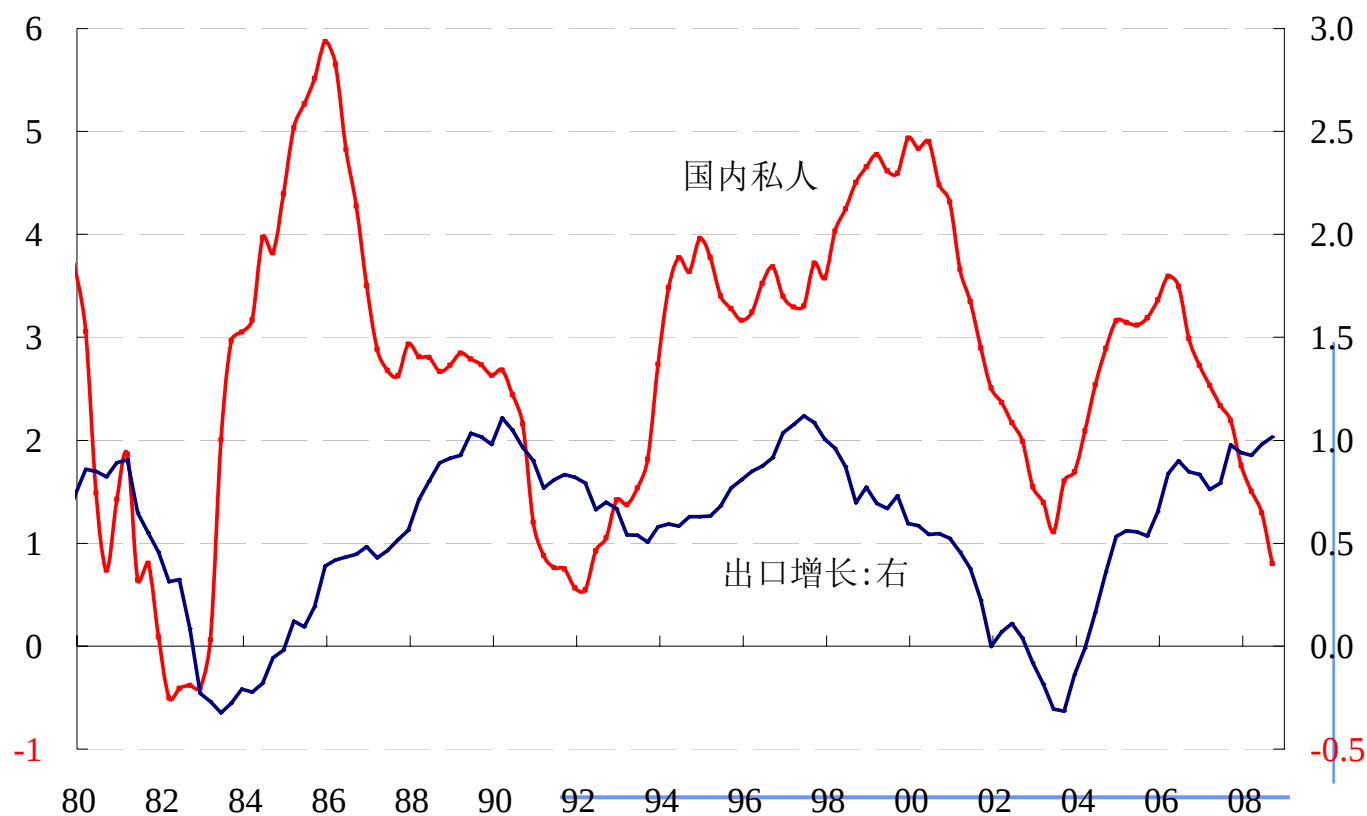
美国：增长的出口贡献

美国：GDP增长贡献
国内私人部门、出口
(80年1季—08年3季)

单位：%

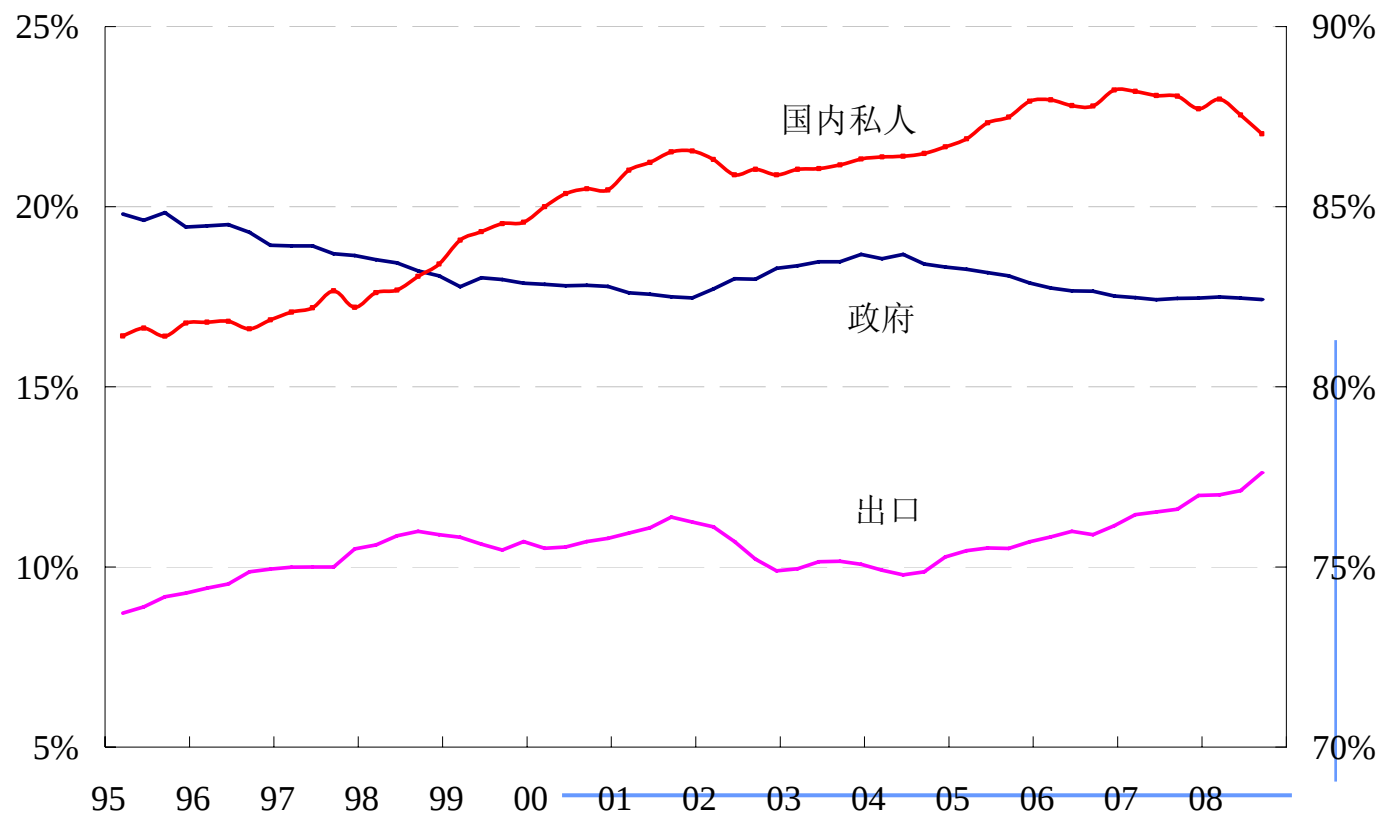
注：四个季度移动均值

滞后关系耐人寻味



美国：经济结构

美国：GDP结构
国内私人、政府、出口
(95年1季—08年3季)
注：实际GDP占比

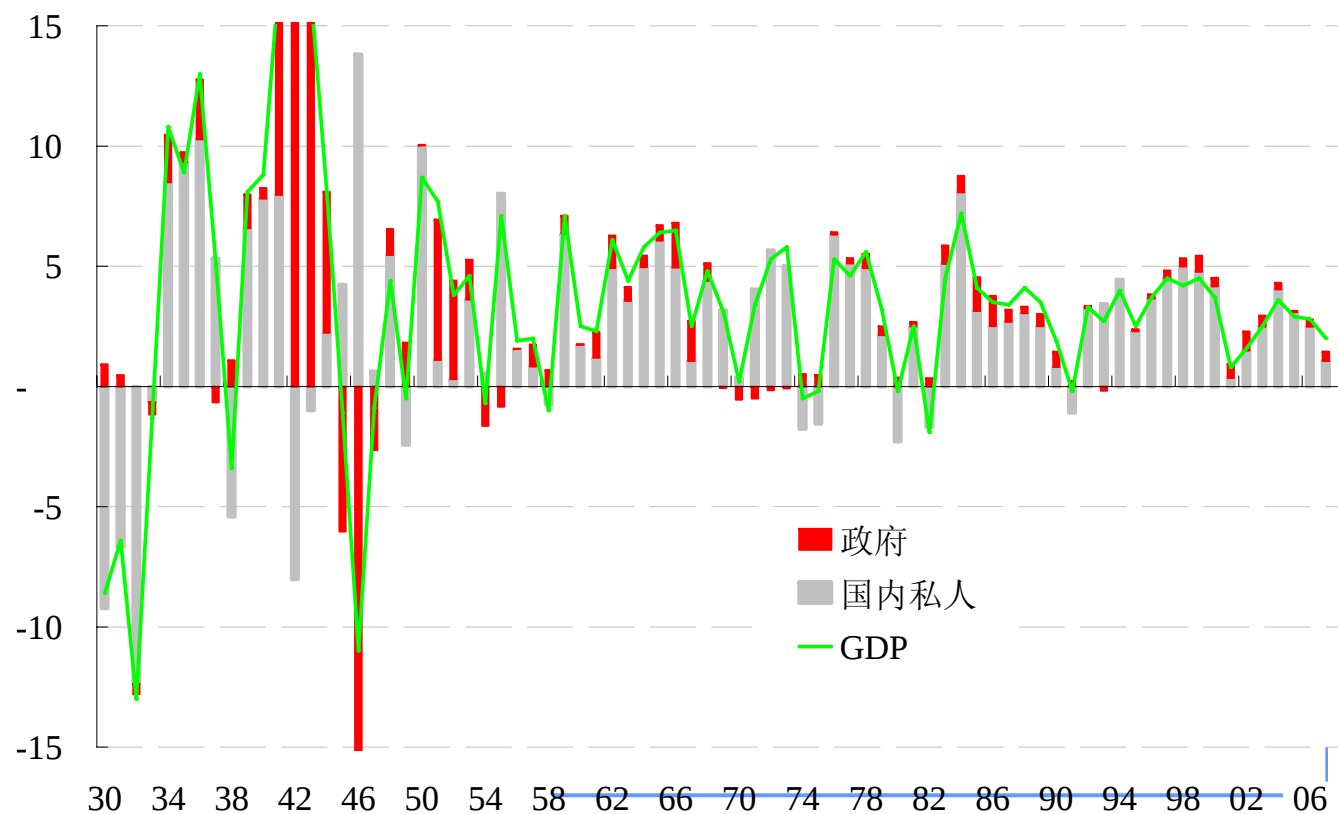


美国：增长历史

美国：GDP增长贡献
国内私人部门+政府
(30年—07年)

单位：%

大危机之后的增长结构值得关注



货币信贷与增长

中国：货币信贷、GDP

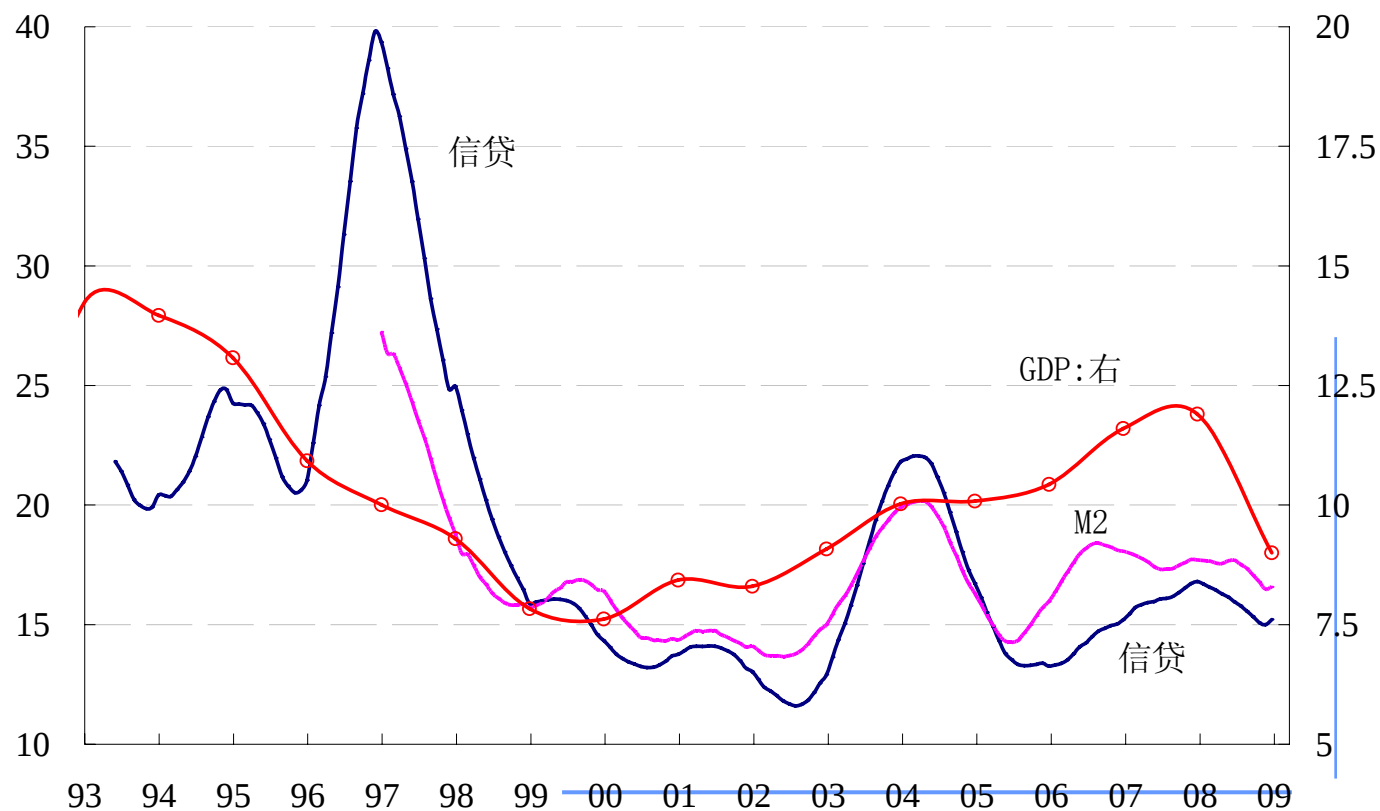
(93年1月——08年12月)

单位：%

1、GDP年度数据、实际增幅

2、货币信贷12月移动均值

货币信贷与实际增长关联并不稳定



信贷与名义增长

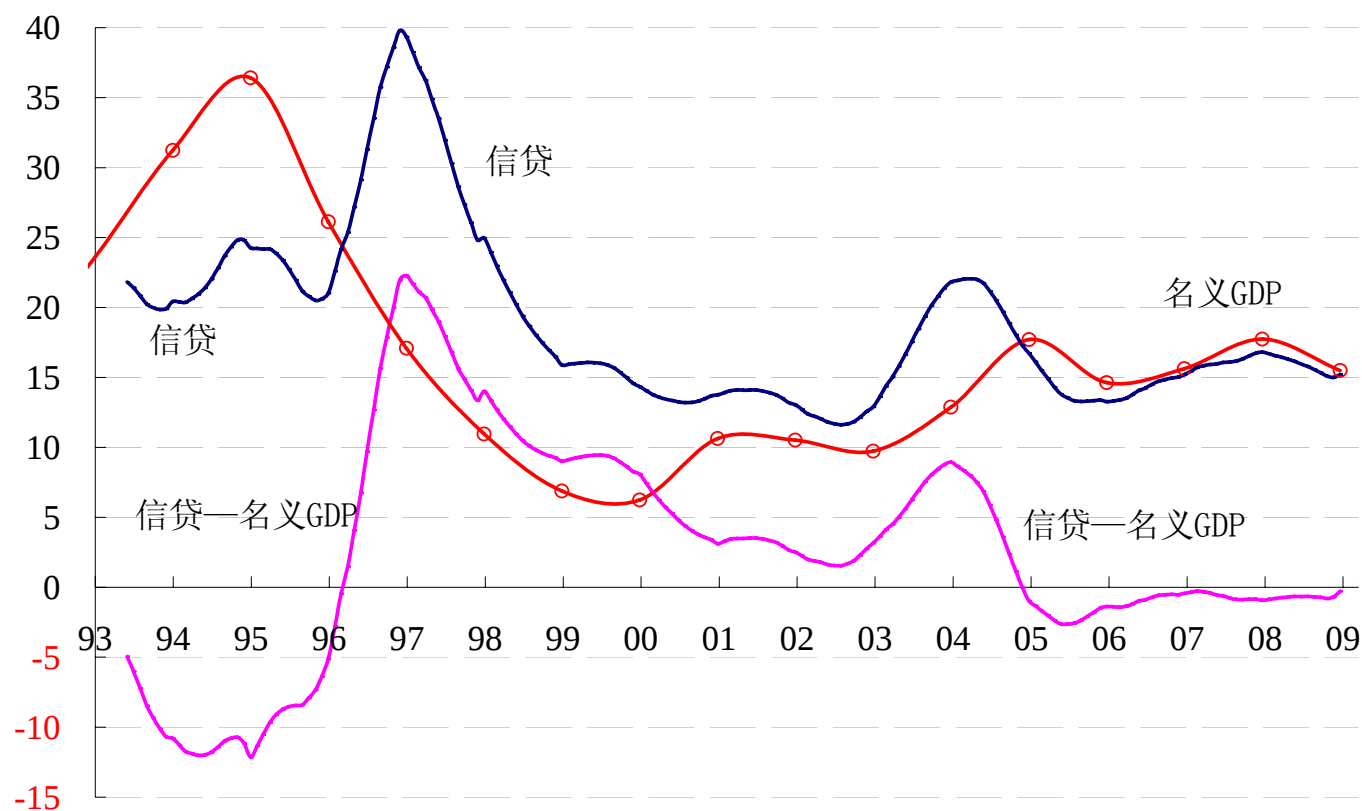
信贷、名义GDP

(93年1月——08年12月)

单位: %

注: 12个月移动均值

关联亦不稳定



流通速度与通胀

M2、名义GDP与通胀

(97年—08年) 单位: %

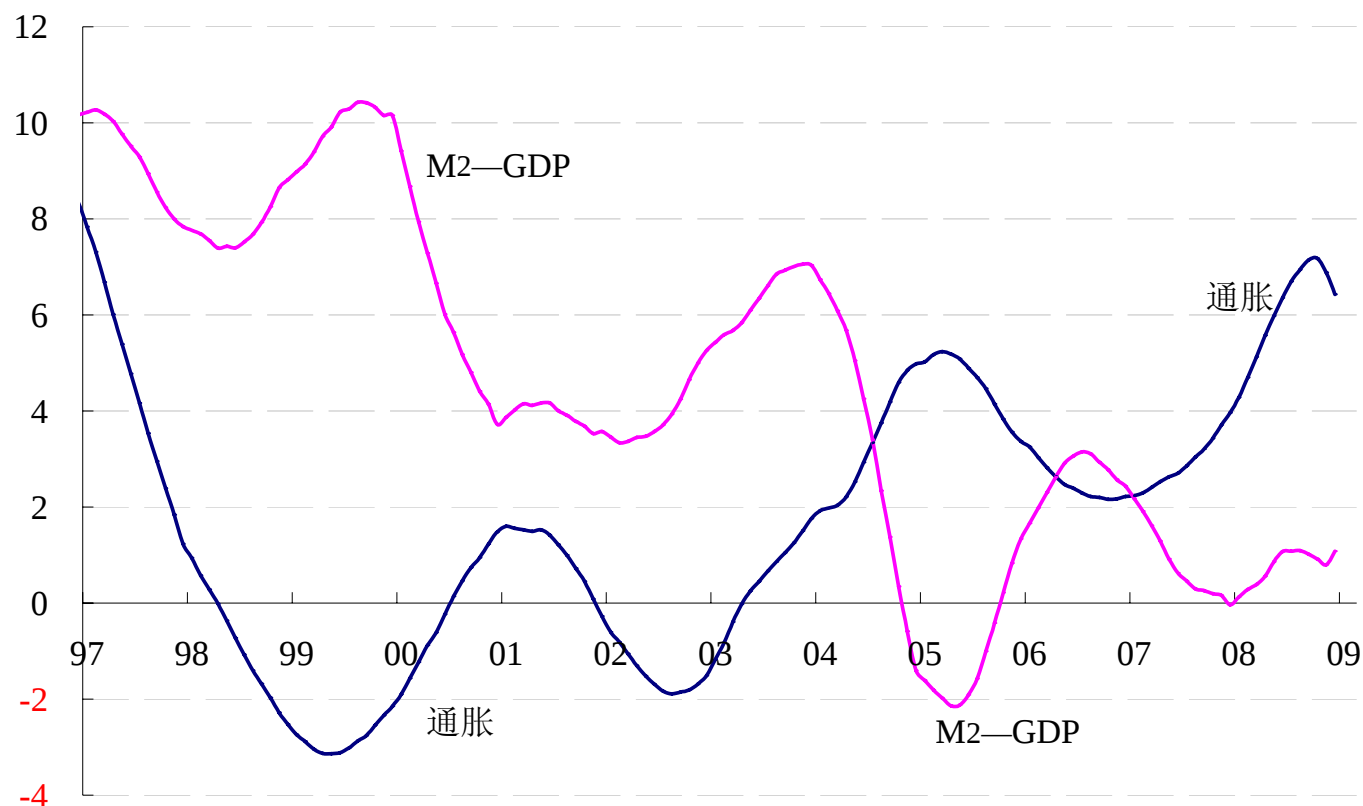
注:

1、12个月移动均值

2、通胀系CPI、PPI的均值

通胀水平或为关键

资本市场的含义



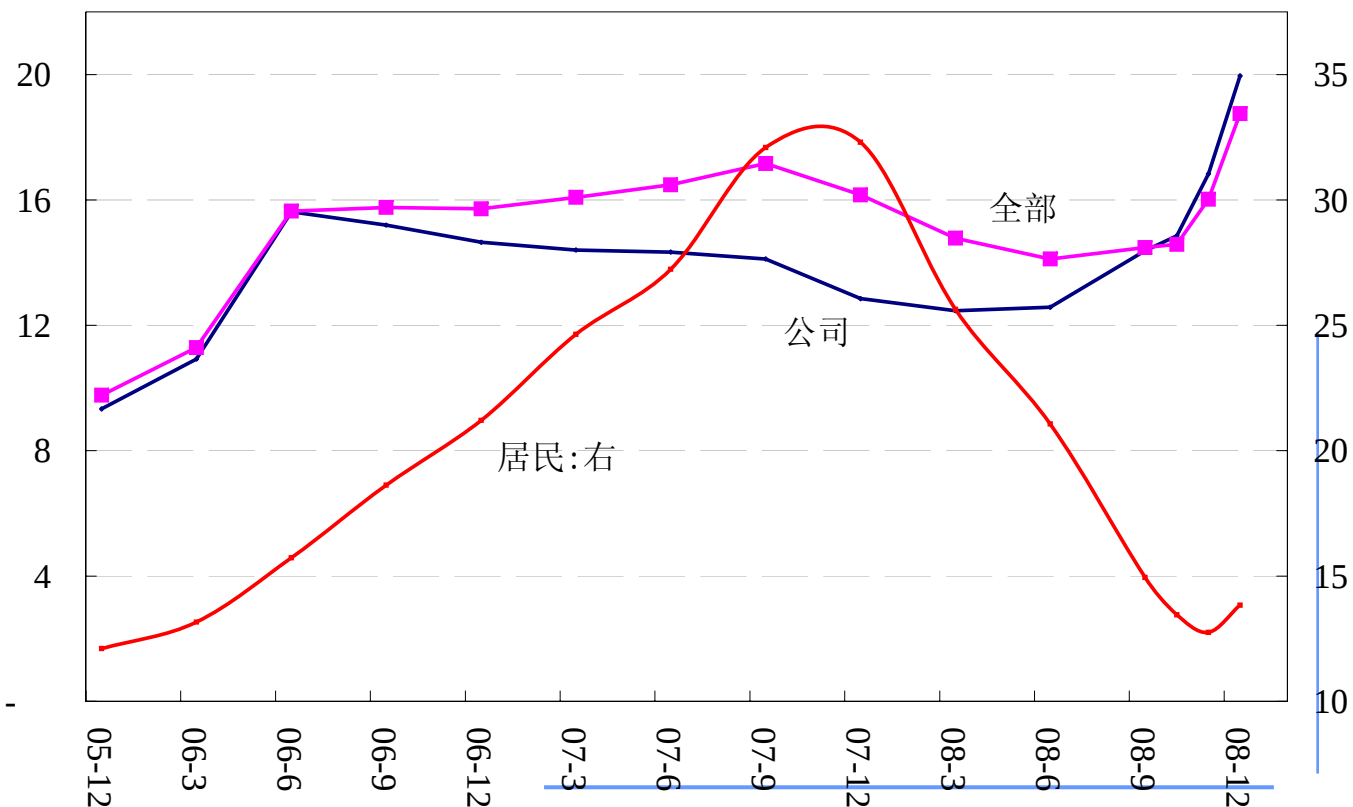
信贷大跃进：部门结构

贷款的部门结构：居民+公司
(05年4季—08年12月) 单位：%
注：10月后为月度数据

理性行为人假设前提并不成立：

基本面改善预期、市场信心提振

居民贷款止跌企稳——房地产的寓意



信贷大跃进：期限结构

贷款的期限结构：中长期+其它

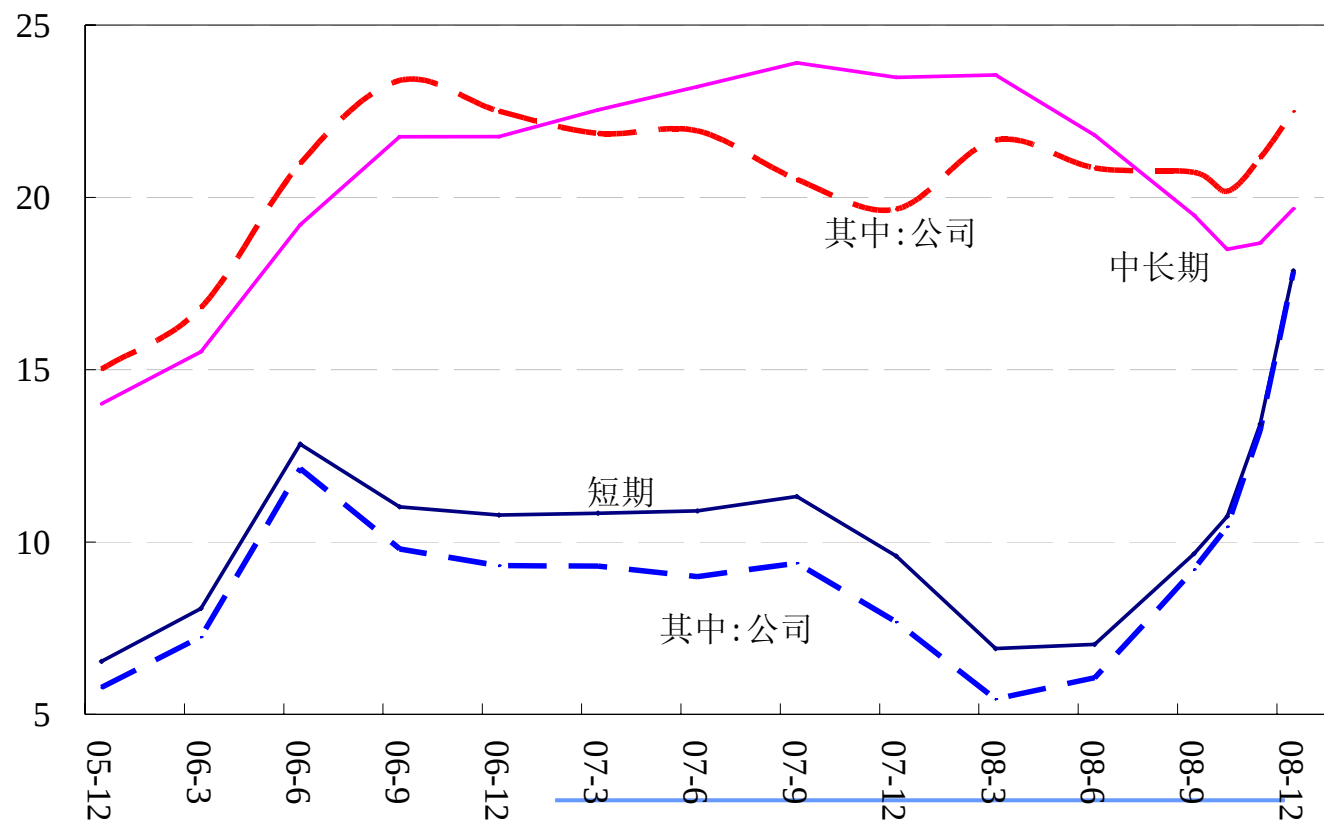
（05年4季—08年12月）单位：%

10月后为月度数据

间断线表示公司部门

近2个月增量：信贷11700亿，中长期和票据各为4000亿

可持续性问题的



热钱仍在流出

外汇热钱的流入：外汇占款口径

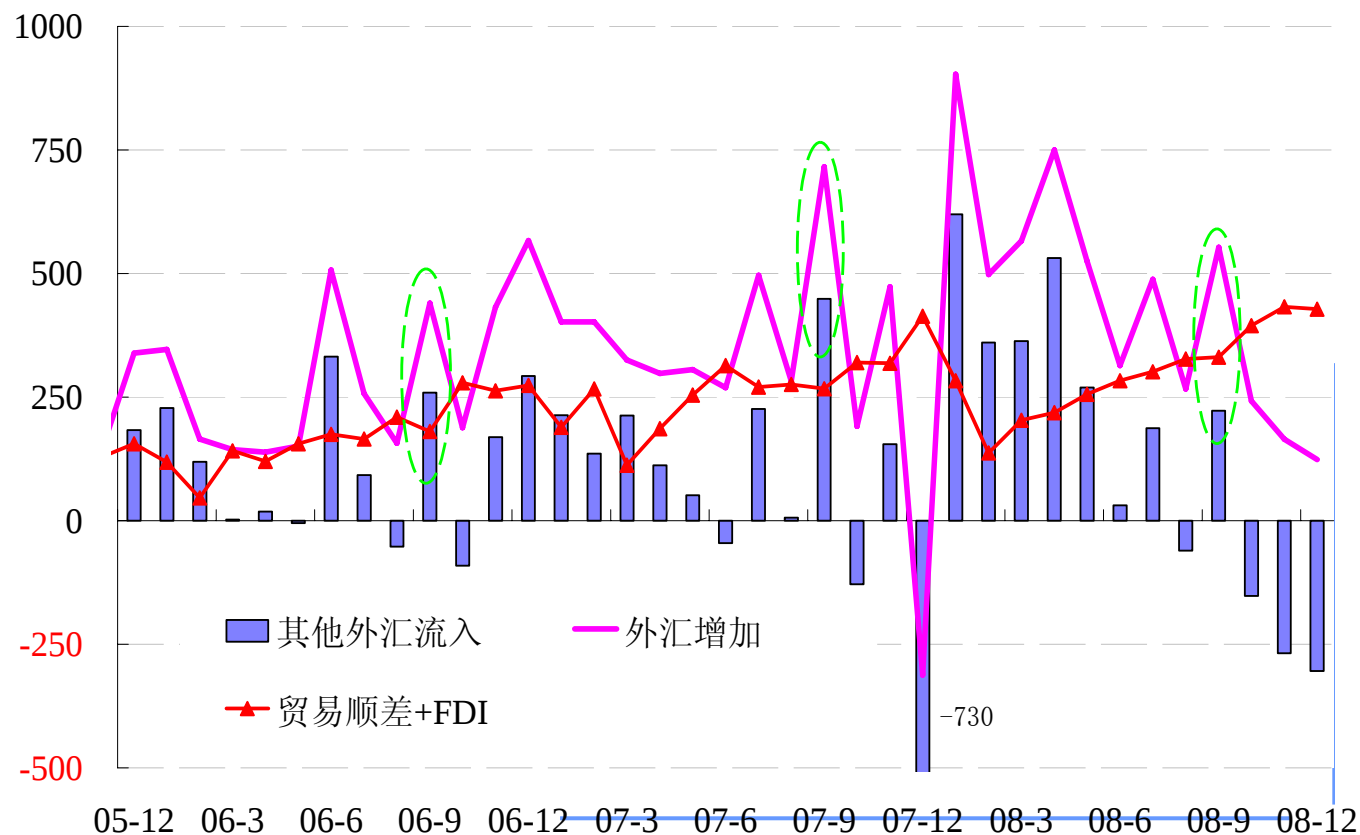
(05年12月— 08年12月)

单位：亿美元

注：外汇占款取自金融机构人民币信贷

收支表，按当月均价折算为美元口径

储备变动并不关键



货币与信贷、占款

M2、信贷、外汇占款

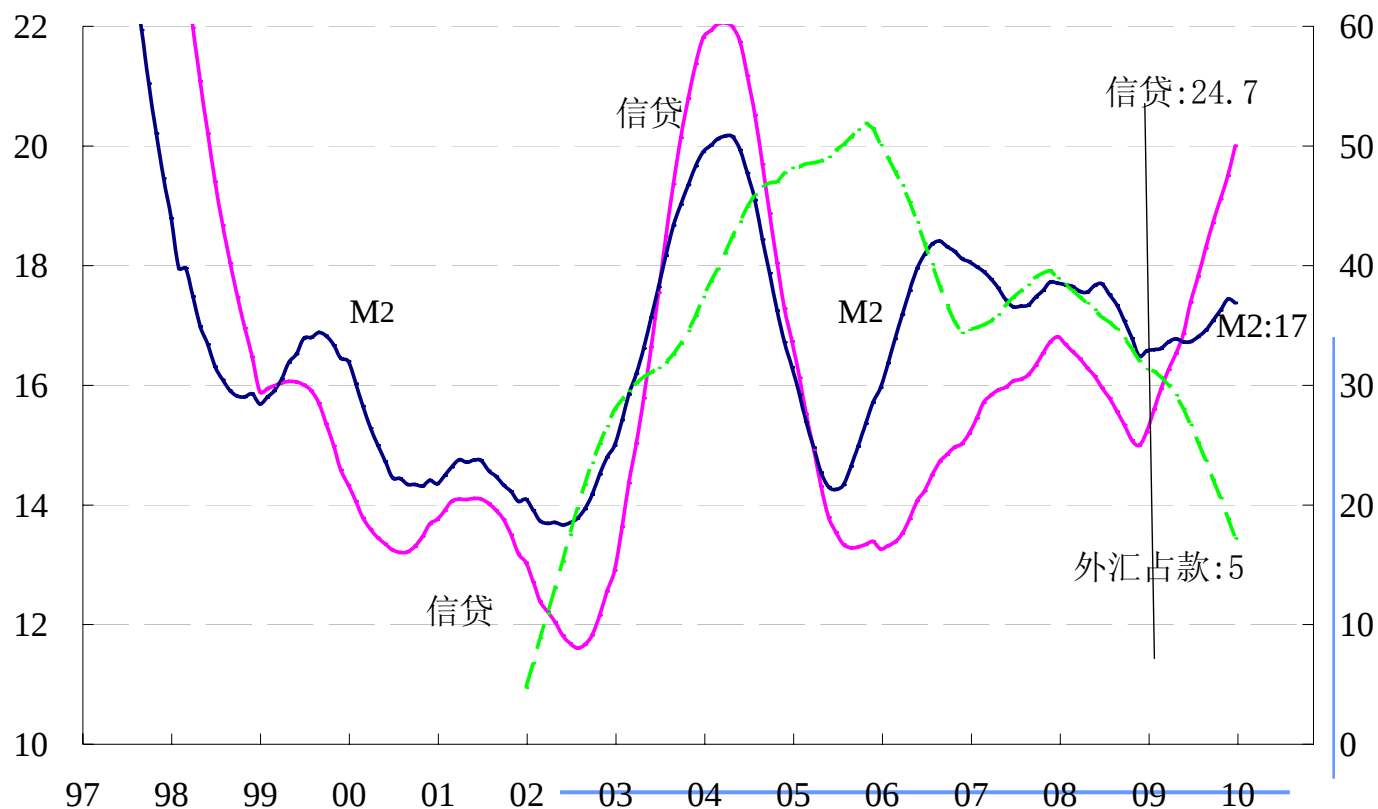
(97年1月—09年12月) 单位: %

注:

- 1、12月移动平均
- 2、标示数据为09年末水平

12月份增量: 信贷7700亿, 外汇占款850亿,
而其它项则为8000亿——可持续性?

对应的09年贷款增加额为7.5万亿



货币结构

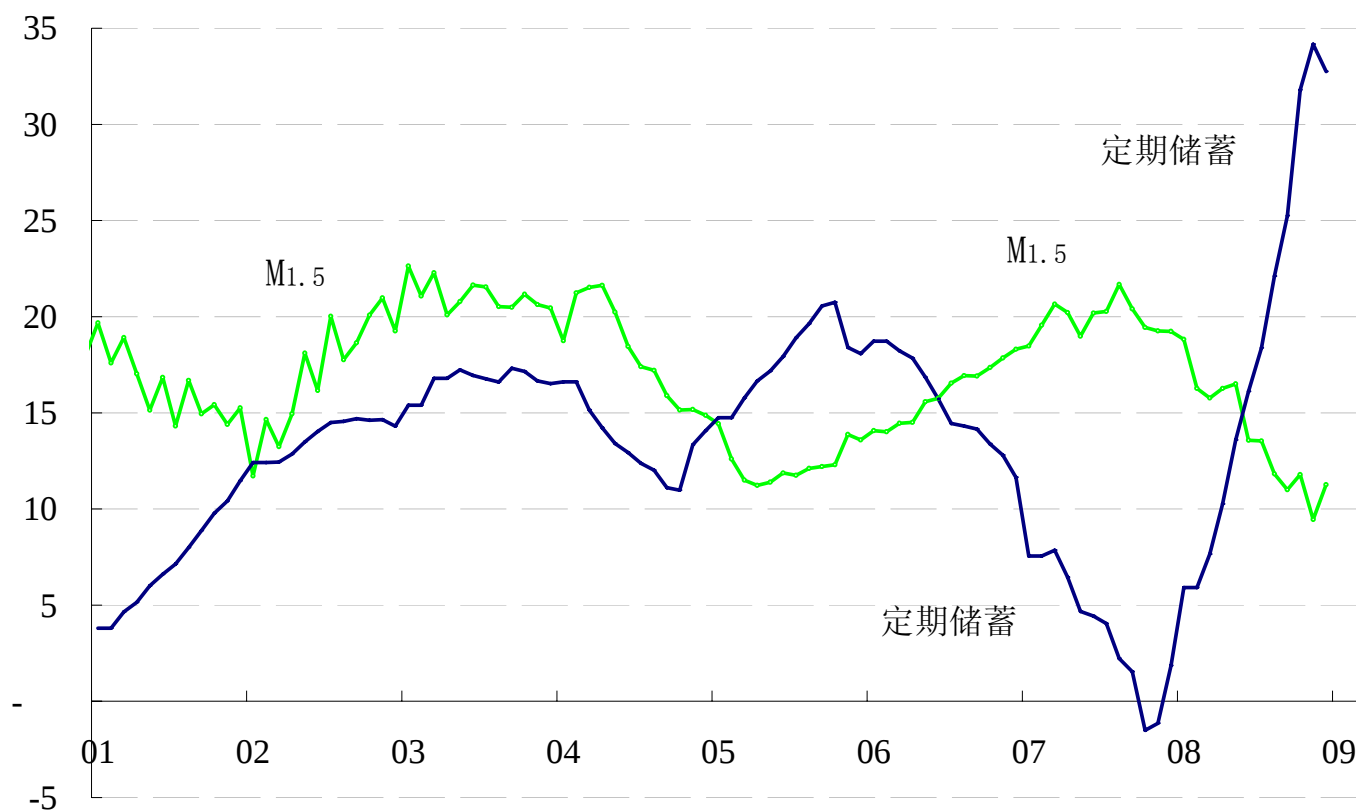
M1.5、定期储蓄

(01年1月—08年12月) 单位: %

注: $M1.5 = M1 + \text{活期储蓄}$

基金发行的井喷

M1 股市的确定性指标?



中国：经济结构

GDP结构

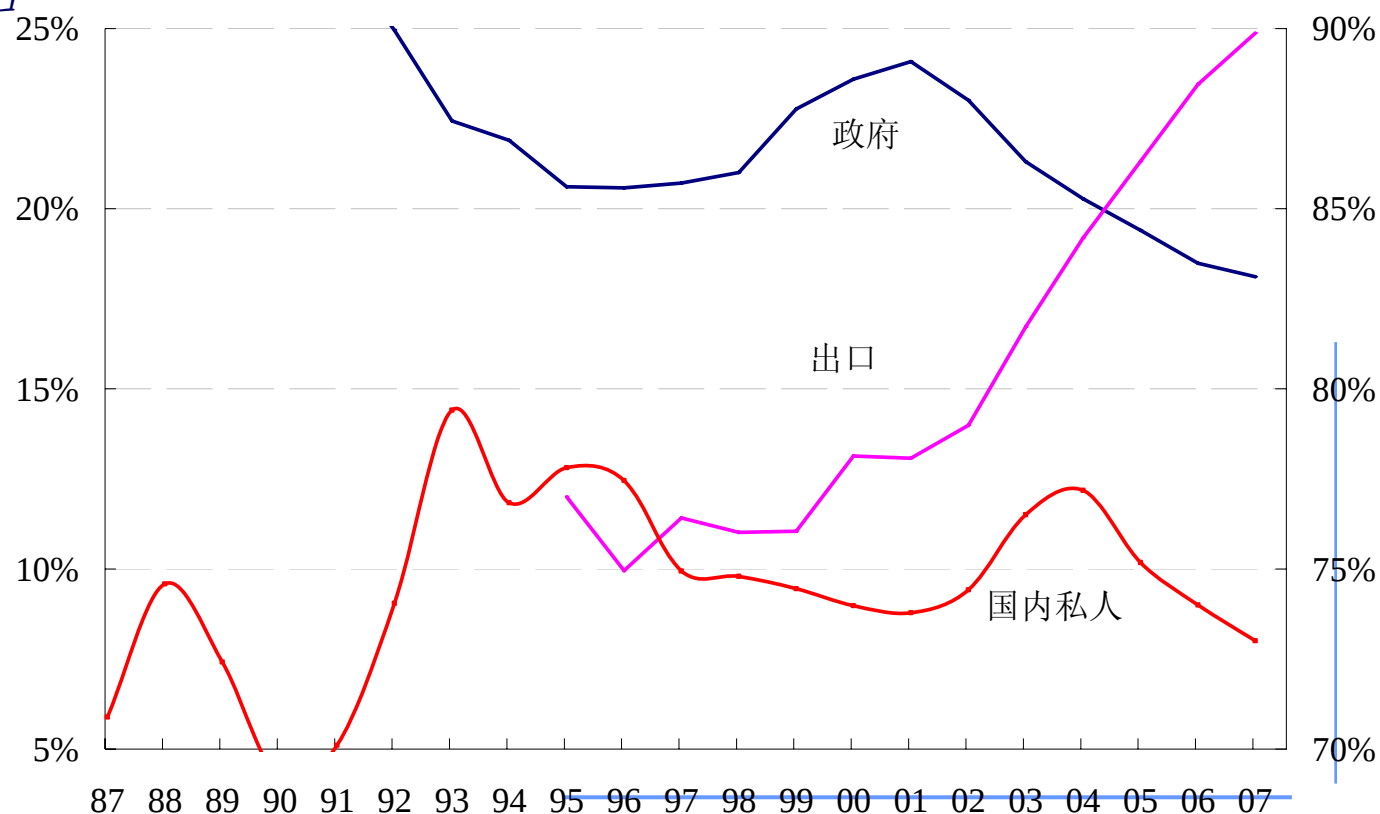
国内私人+政府+出口

(87年—07年)

- 1、名义GDP占比
- 2、政府=政府基建投资+政府消费
- 3、出口剔除加工贸易进口

政府支出可能明显低估

07年13%的GDP：出口有所下降，房地产景气



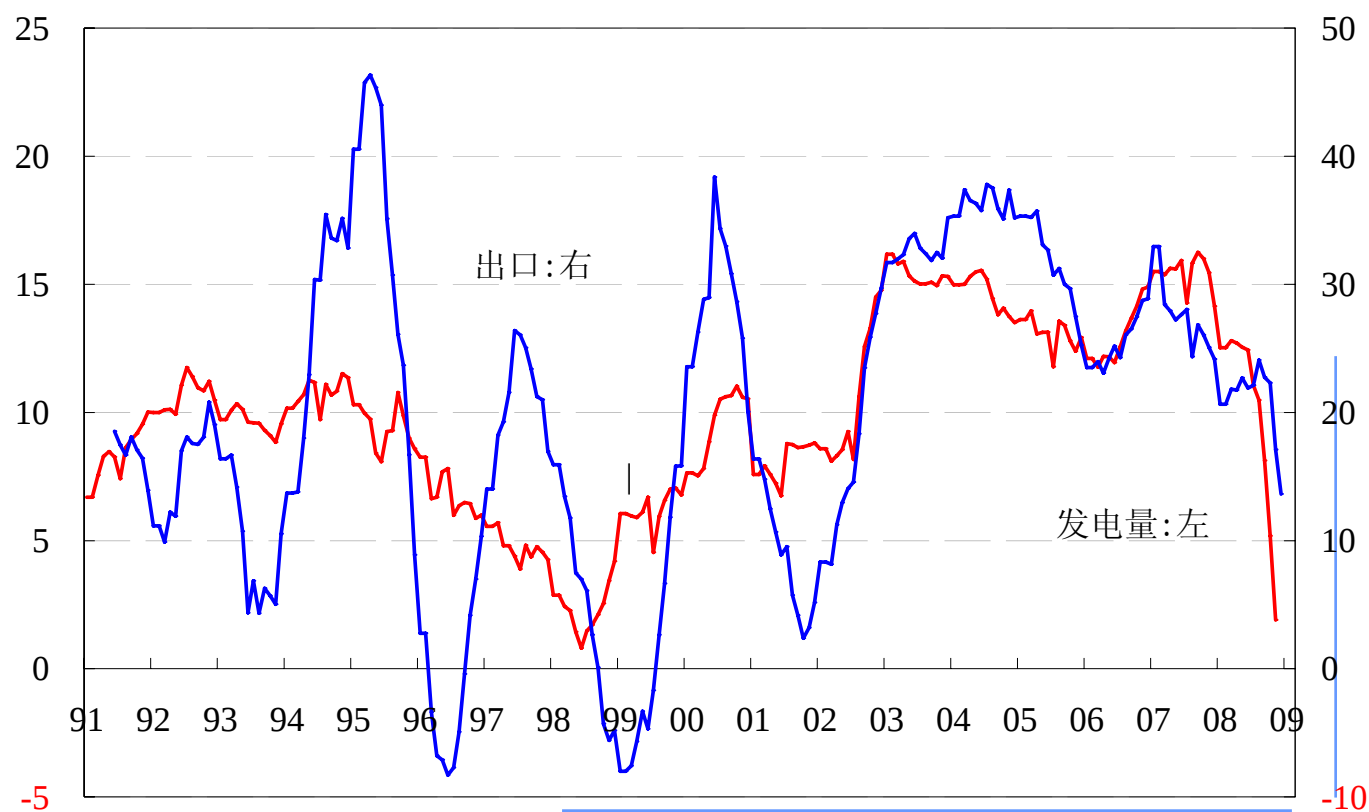
出口与增长

出口增幅与发电量增幅

(91年1月—08年12月)

单位: %

注: 6个月移动均值



增长与通胀

M2、发电量、通胀

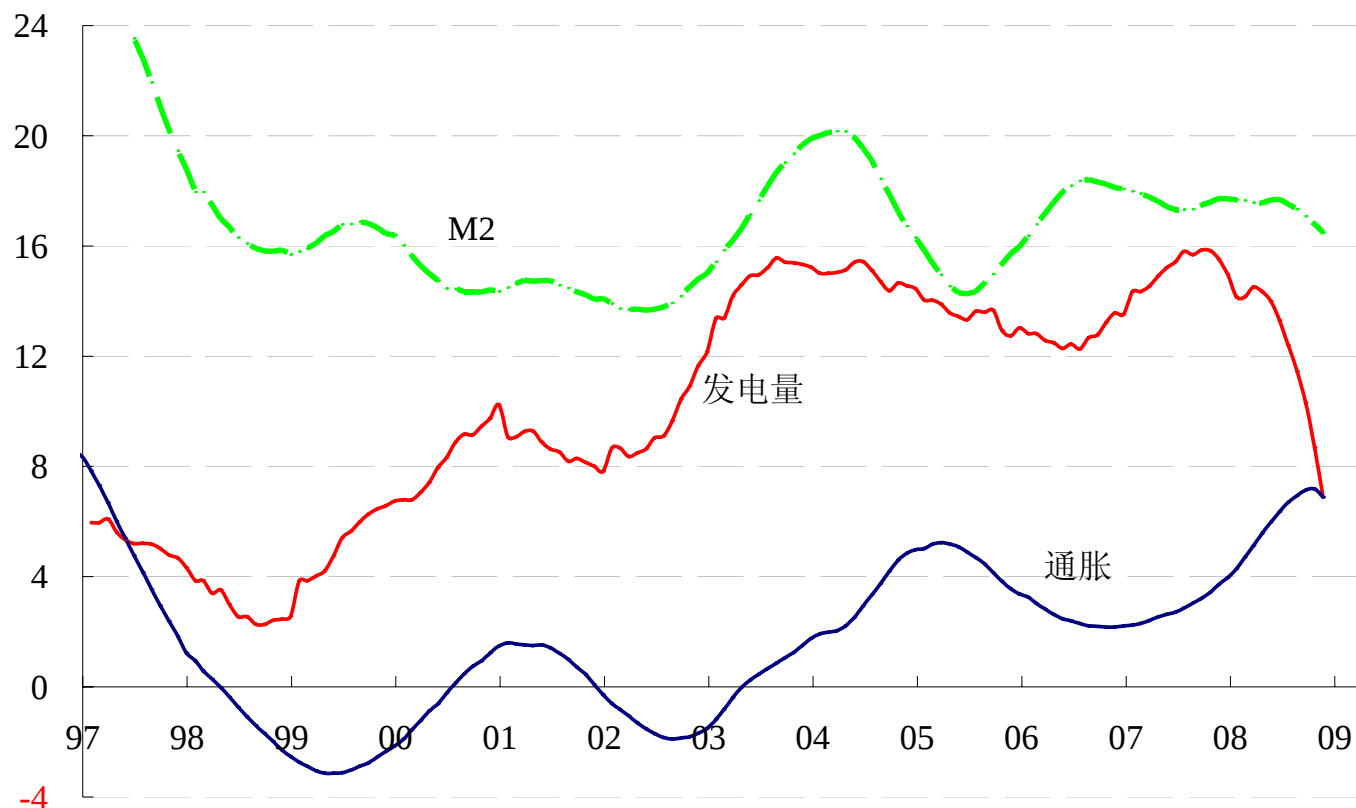
(97年1月—08年11月) 单位: %

产业结构与资源消耗

注:

1、12个月移动均值

2、通胀系CPI、PPI的均值

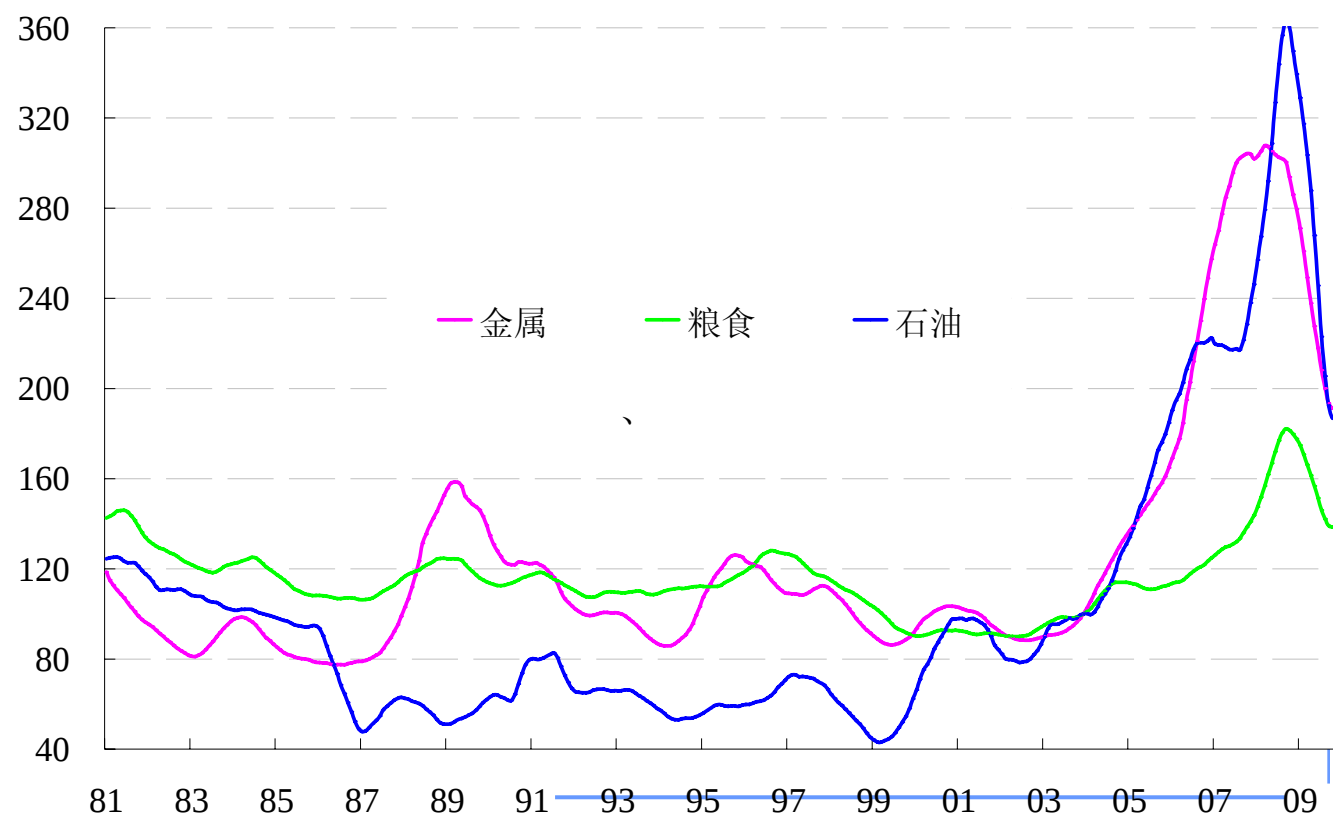


通胀前景：初级产品

全球初级商品（金属、食品、石油）价格指数
（81年1月—08年11月）

来源：IMF

注：12个月移动均值，以03年月度均值为100



需求决定价格

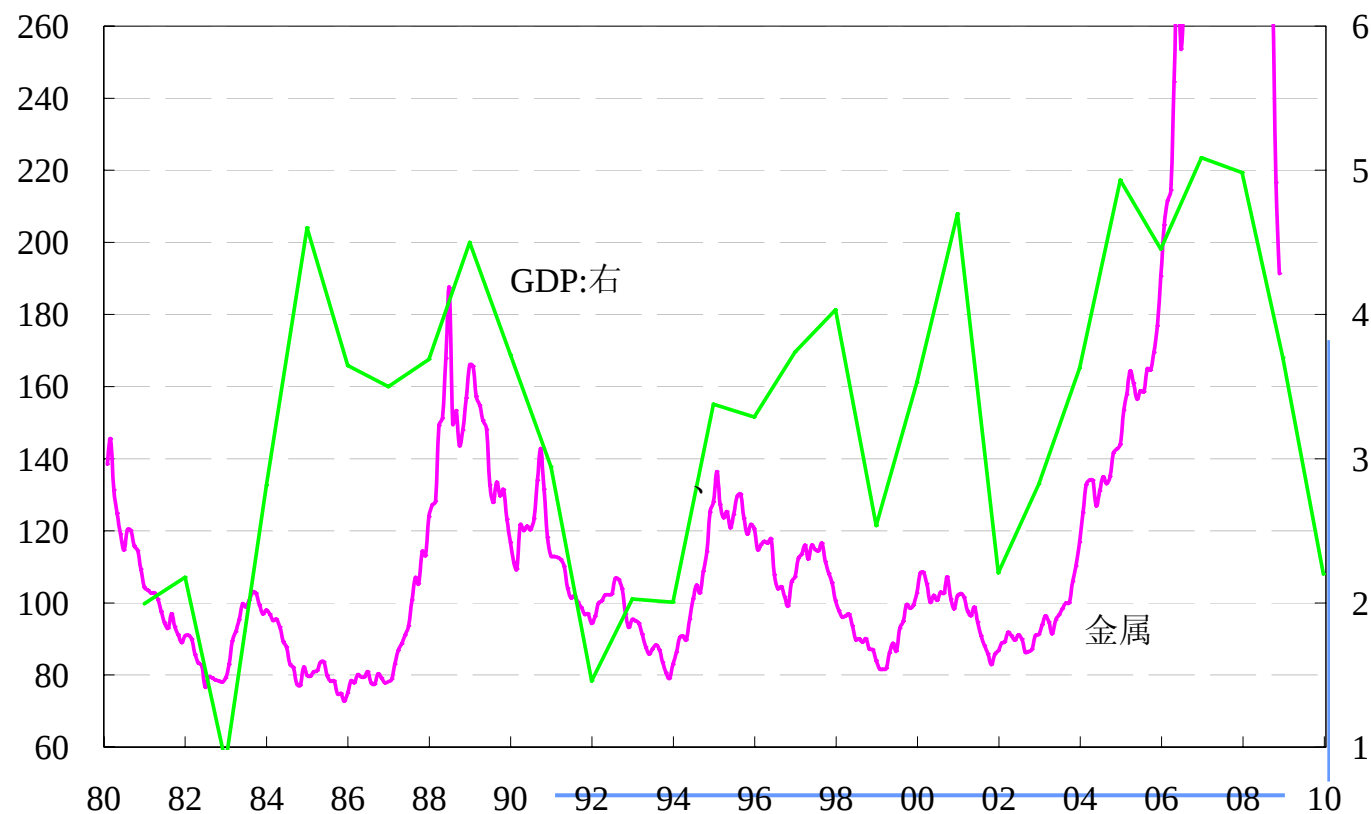
全球经济增长与初级商品（金属）

价格指数

（80年1月—08年11月）增长单位：%

来源：IMF

注：以03年月度均值为100

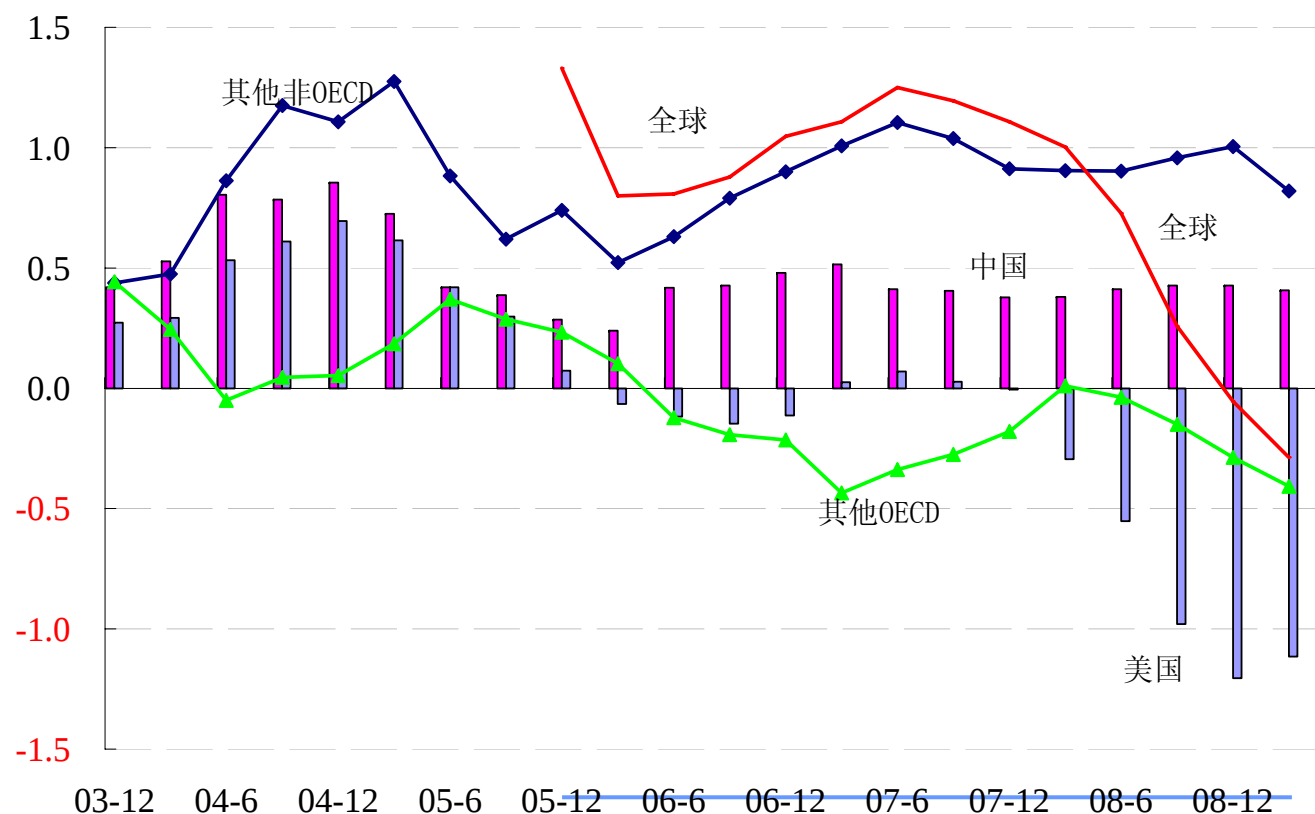


原油：需求结构

全球日均原油需求之增量结构：（美国+其他OECD）+（中国+其它非OECD）

（03年4季 — 09年1季）单位：百万桶

注：四个季度移动平均



美元只是推波助澜

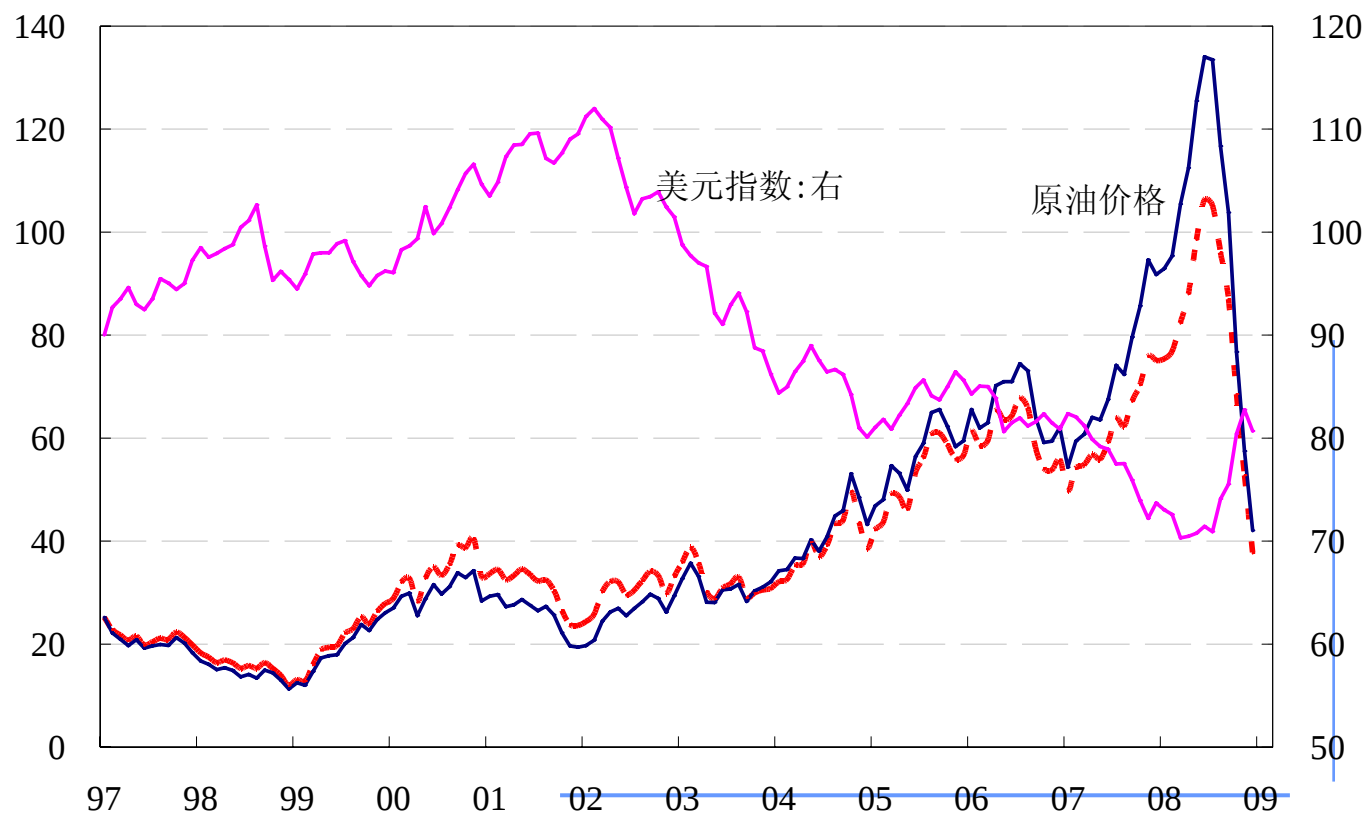
原油价格与美元指数

(97年1月—08年12月)

单位: %

注: 间断线为经美元指数

调整的油价



国内油价亦步亦趋

国际原油价格与原油进口价格涨幅

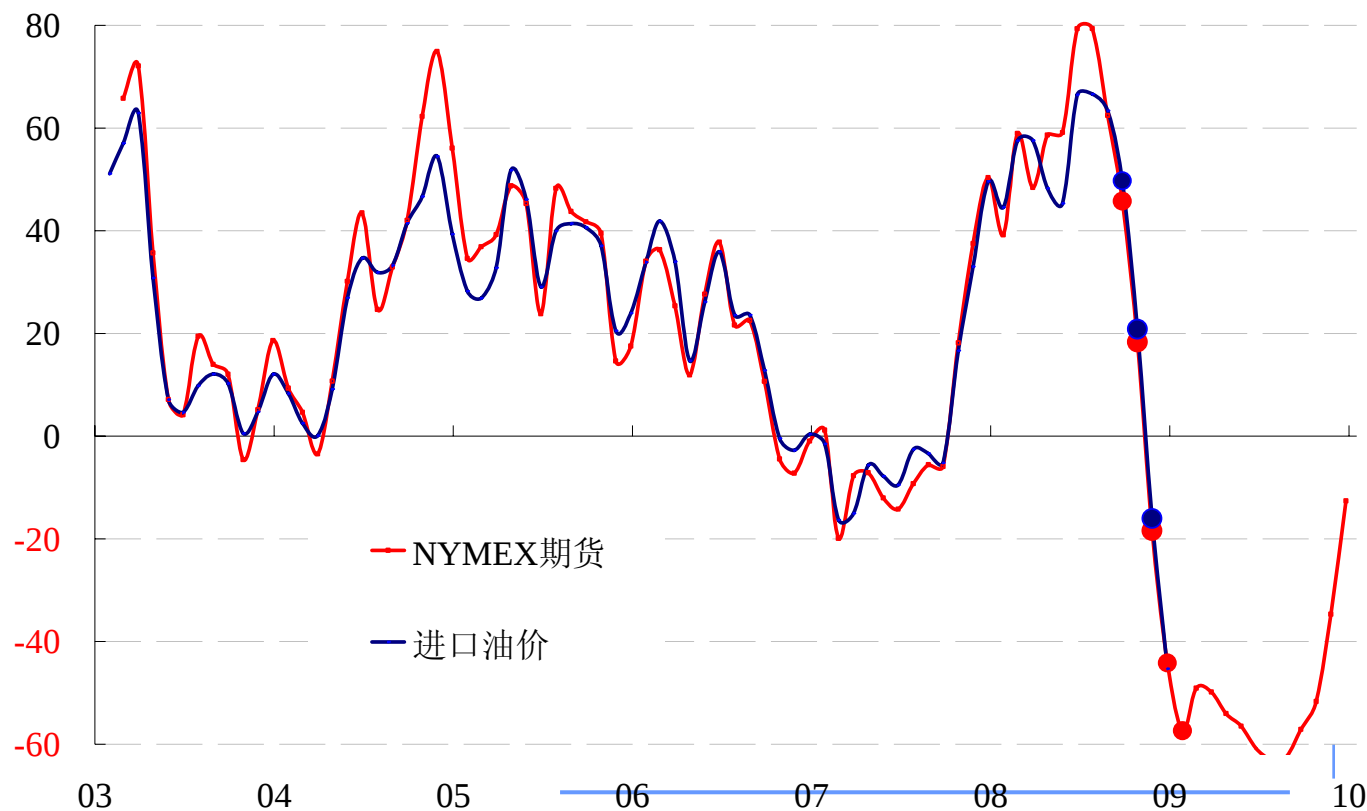
(03年1月 — 09年12月) 单位: %

进口油价=当月进口额÷当月进口量

假定油价09年为50美元, 人民币汇率为6.85

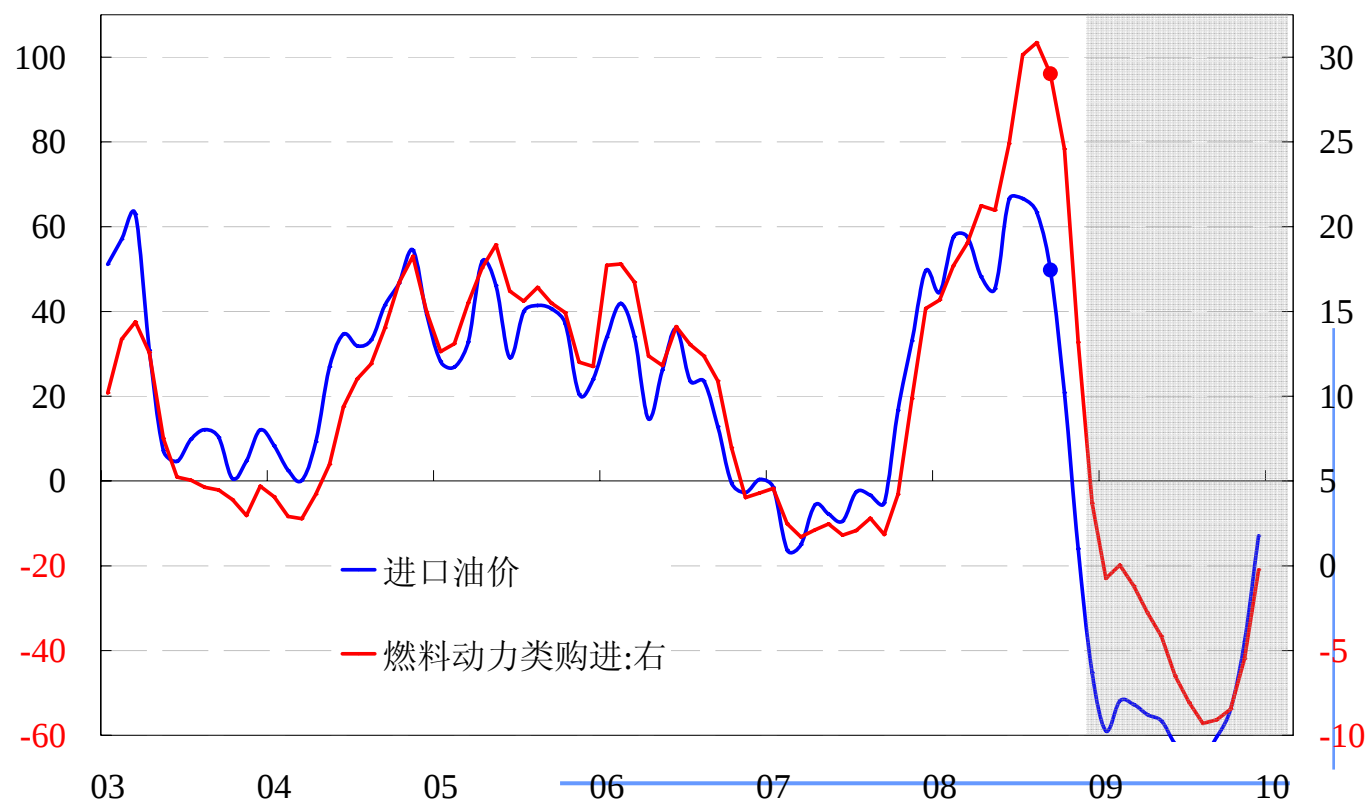
进口油价滞后一期

PPI雪崩 (6.6到2) 的预见



燃动购进随之回落

原油进口价格涨幅与燃料
动力类购进价格
(03年1月 — 09年12月)
单位: %

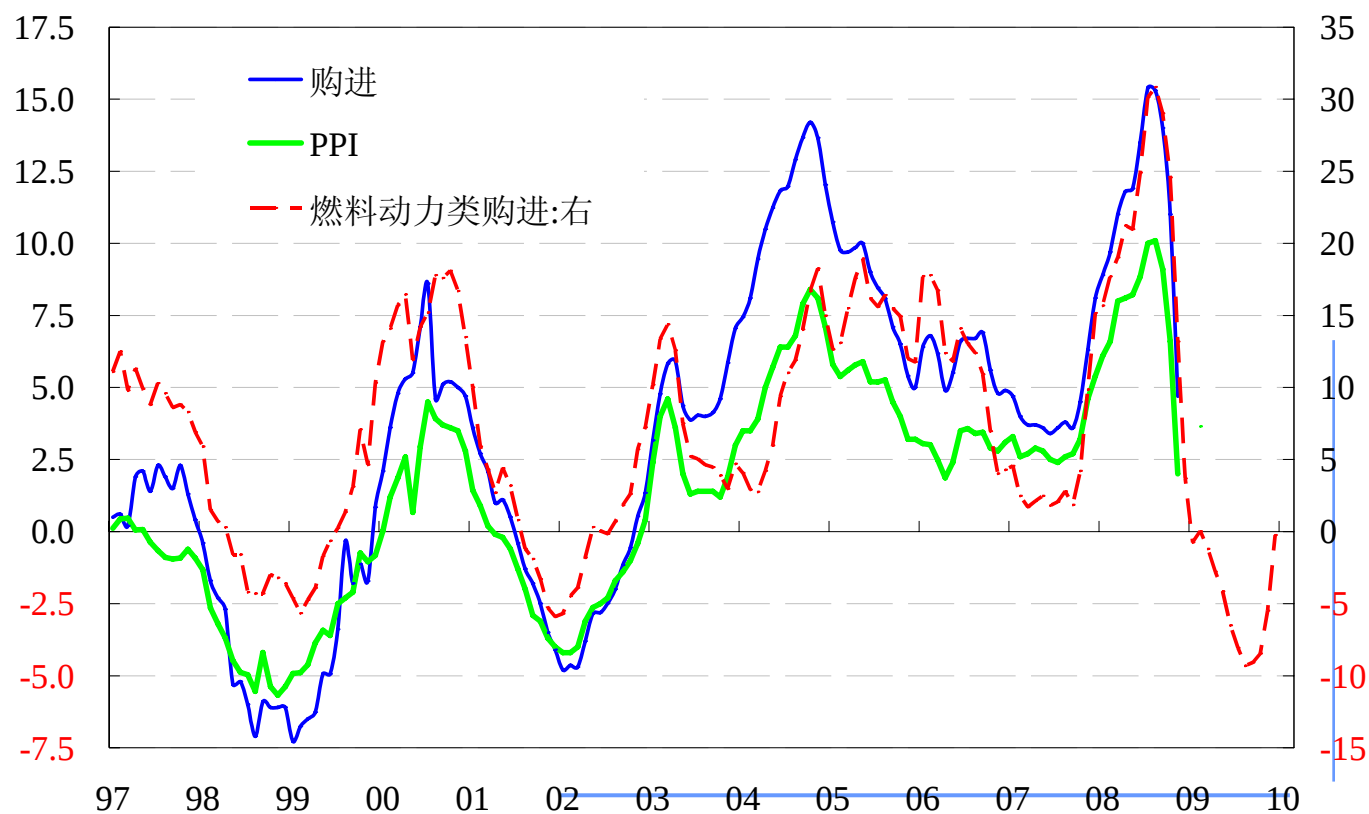


PPI 自然通缩

燃料动力类购进、总购进及PPI

(03年1月 — 09年12月)

单位: %

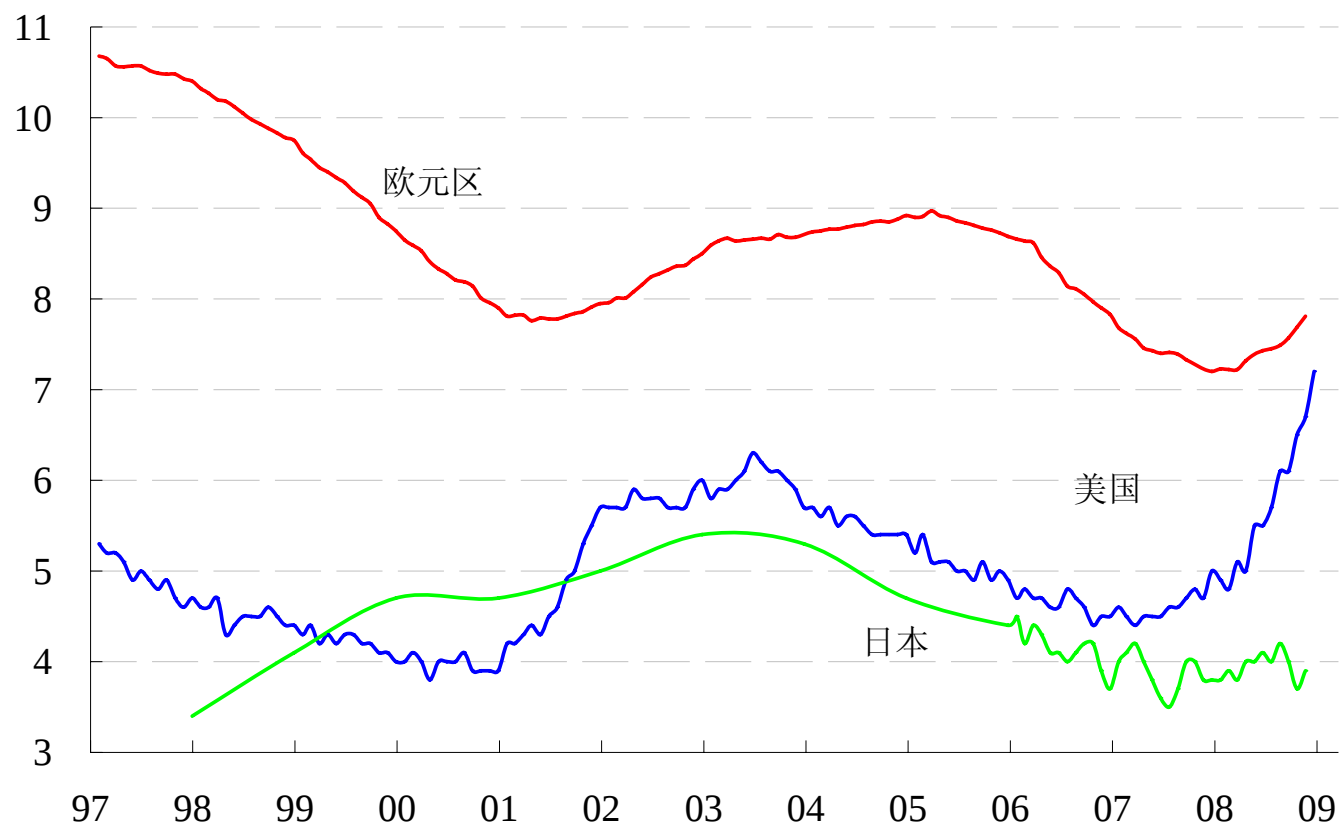


美欧日经济：谁更差

美、欧、日的失业率
(97年1月—08年11月)

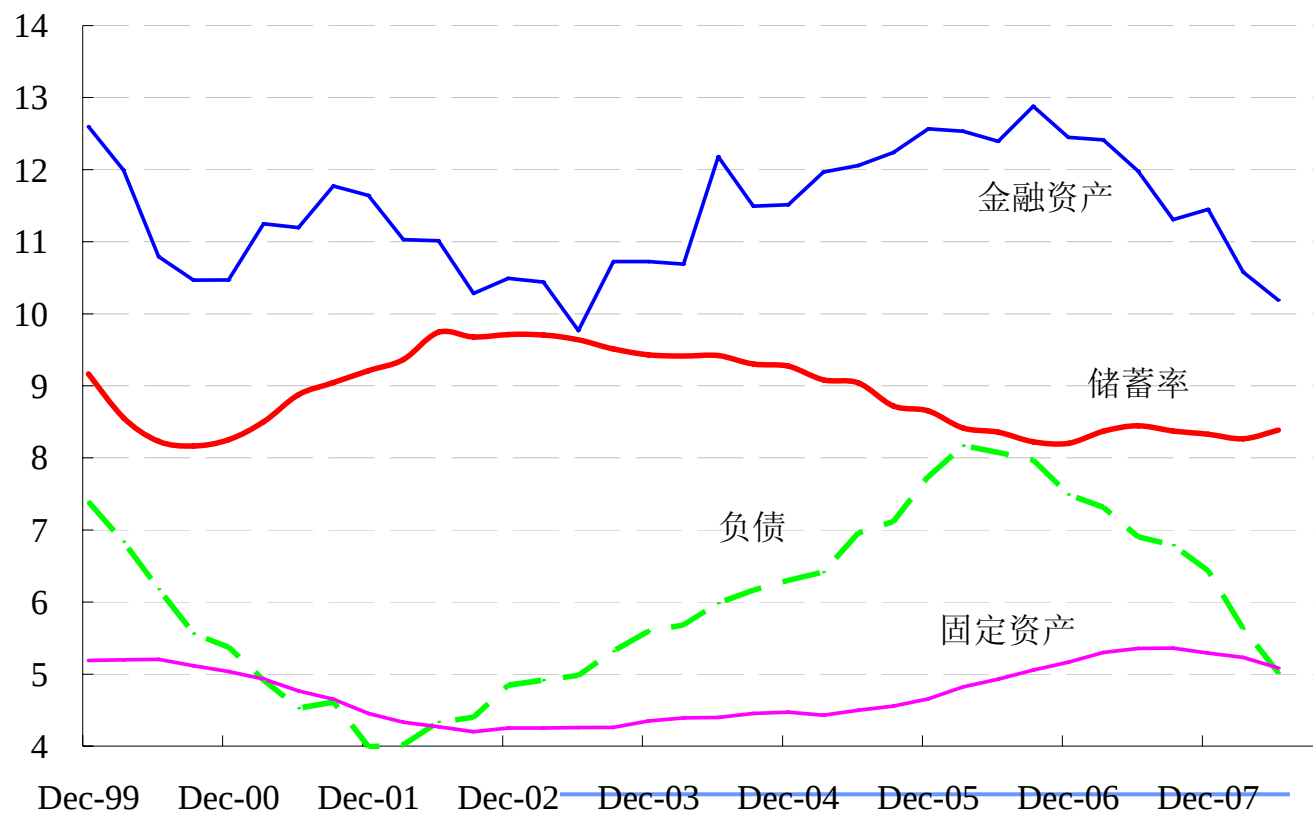
单位：%

注：日本06年前为年度数据



欧元区的居民负债扩张

欧元区居民投资、负债与储蓄率
(99年4季—08年2季) 单位: %



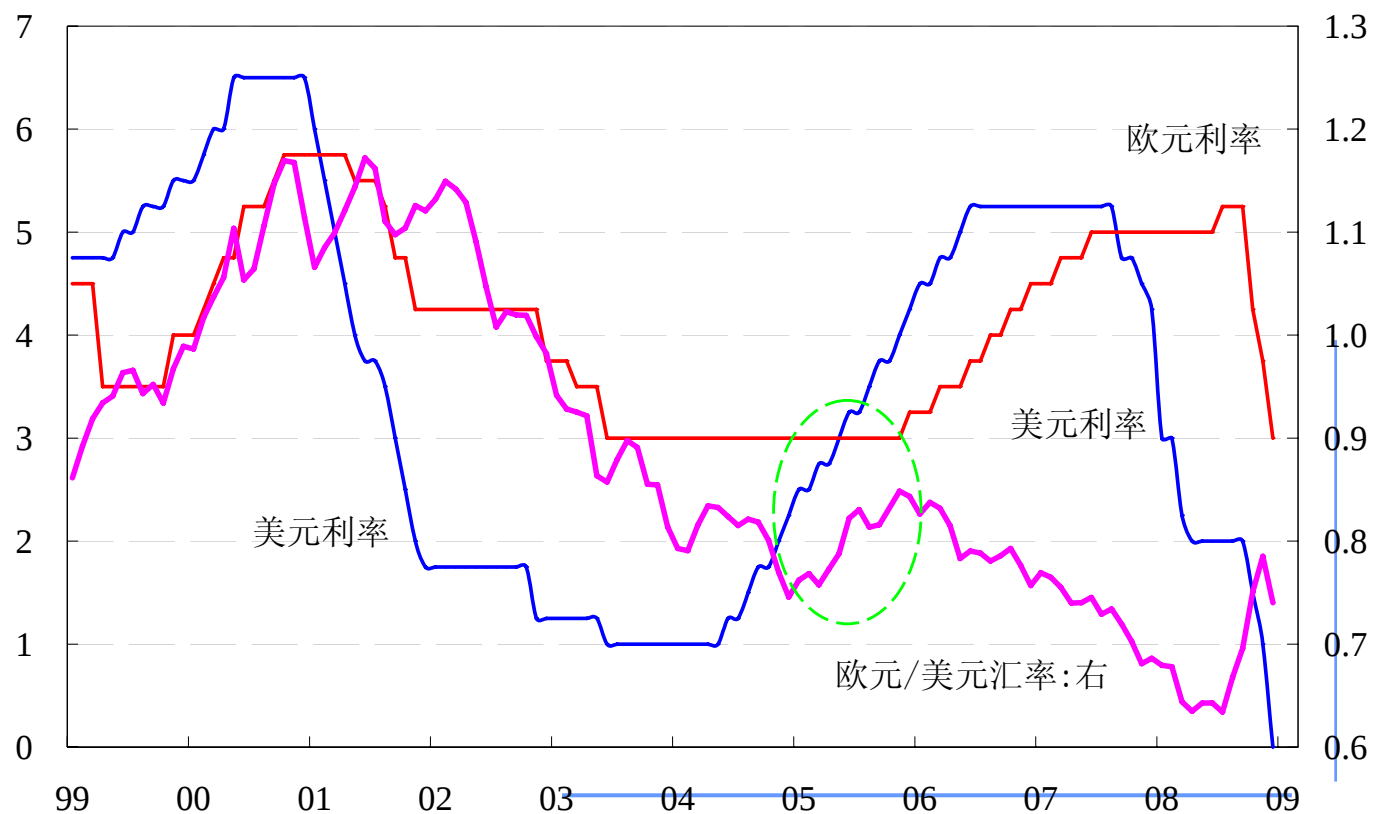
欧美利差vs欧元走势

欧元兑美元及基准利率

(99年1月—08年12月)

利率单位: %

注: 欧元汇率反向显示



主要内容

- ⇒ 货币乘数：美联储能有多大作为？
- ⇒ 货币速度：信贷增长能保八吗？
- ⇒ 外需内需：东方不亮西方亮吗？
- ⇒ 企业利润：U型还是L型？

出口结构：其它市场更不可靠

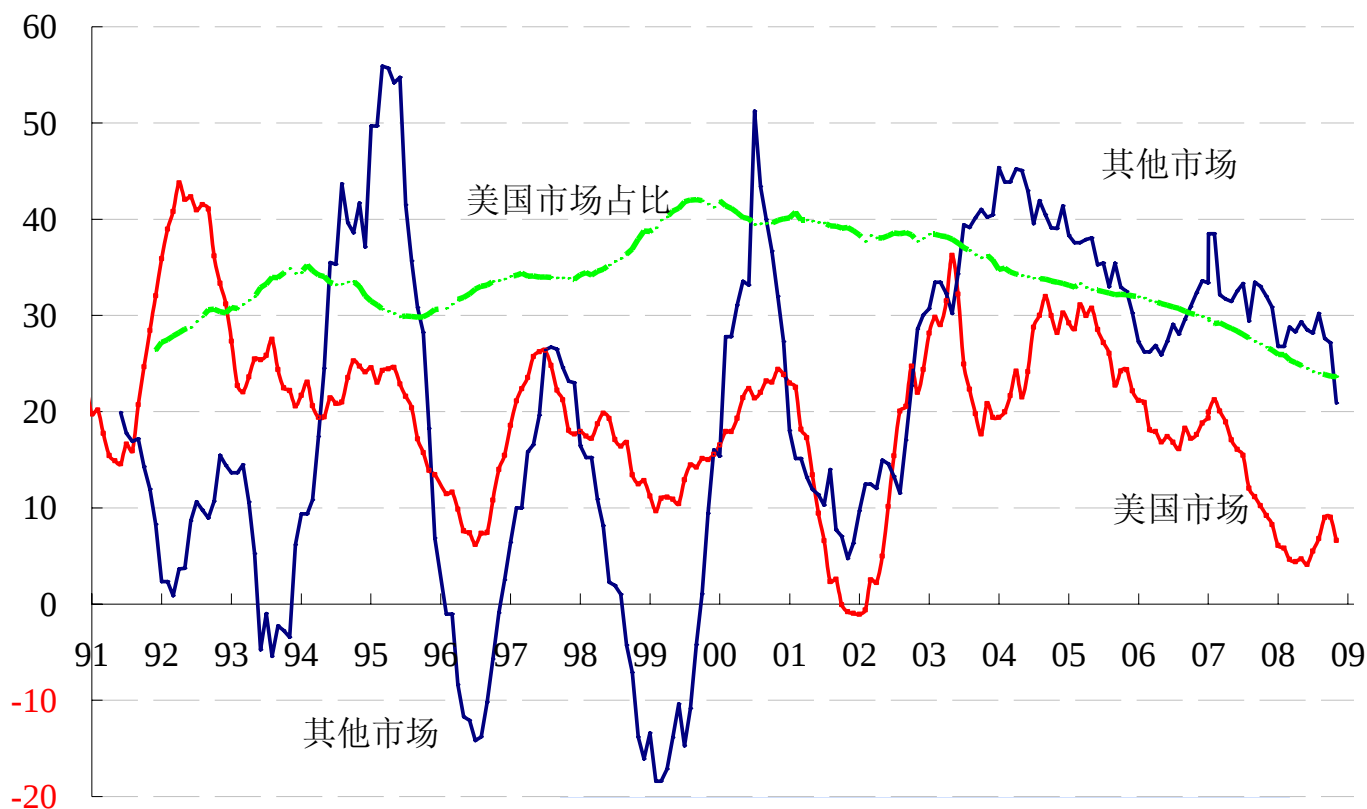
中国出口增长的市场结构
美国+其它国家

(91年1月—08年11月)

单位：%

注：6个月均值

11月份的出口增速为-2.2%，较之10月份急降了21个百分点，但对美国的出口增幅仅回落了12.5个百分点，对其它国家市场则暴跌了25个百分点，且已转为负增长，而10月的水平还高达24%。

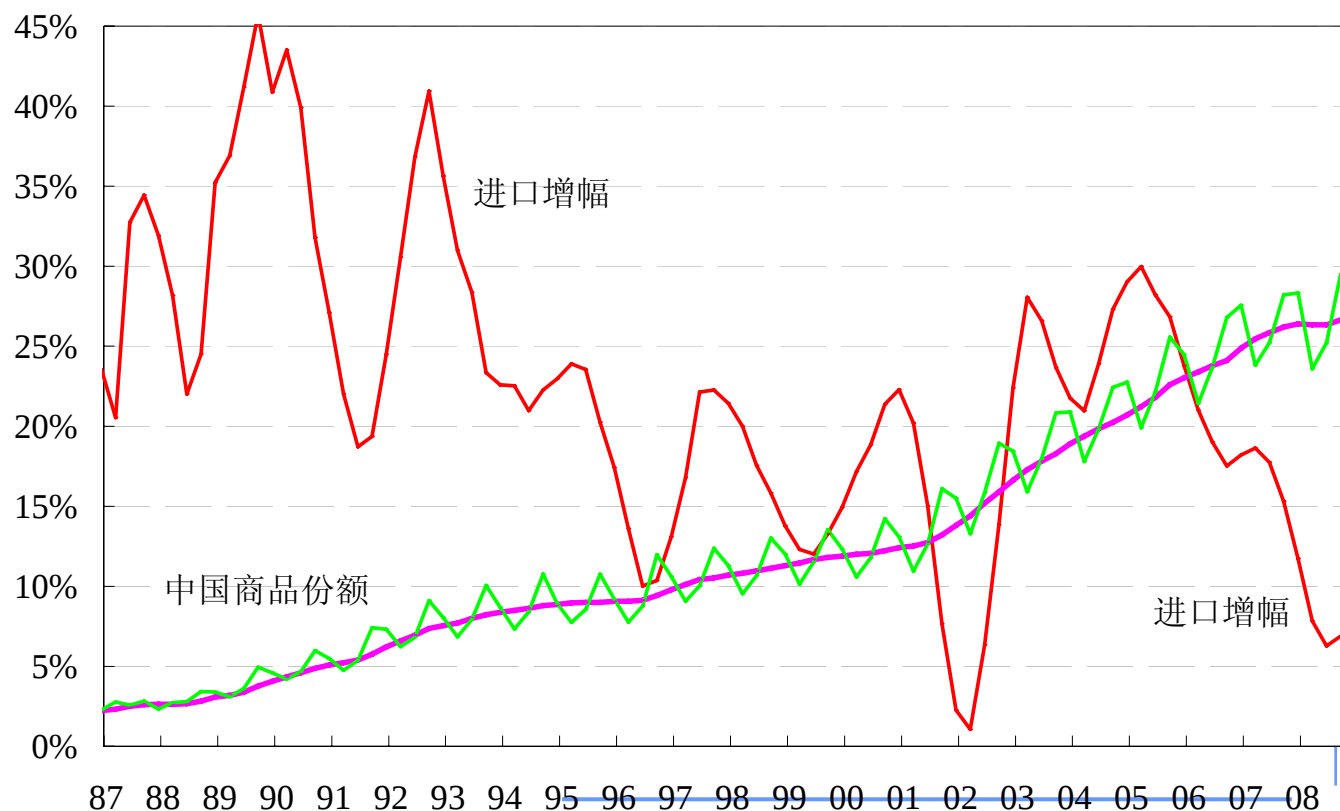


对美出口：份额持续增加

美国商品进口额里中国商品份额及增幅

(87年1季 — 08年3季)

- 1、四个季度移动平均，绿色线为当季水平
- 2、中国商品份额系非“食品、汽车、能源”商品进口额占比



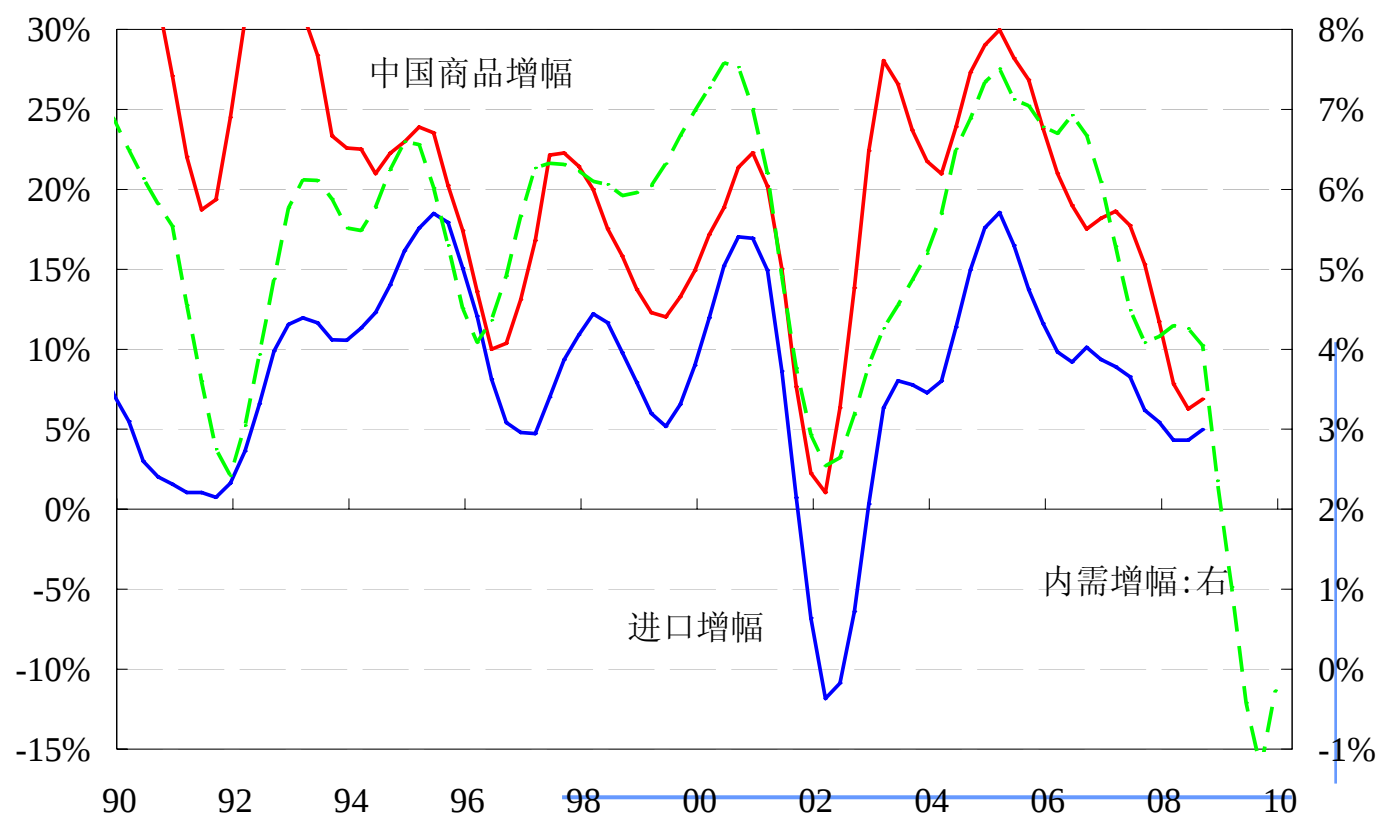
对美出口：底部尚早

美国内需增长与进口增幅，中国商品进口增幅

(92年1季—08年3季，08年4季—09年4季)

- 1、四个季度移动均值，名义值同比
- 2、08年4季度起为预测值

内需水平保守估计再回落4个百分点
5倍关系

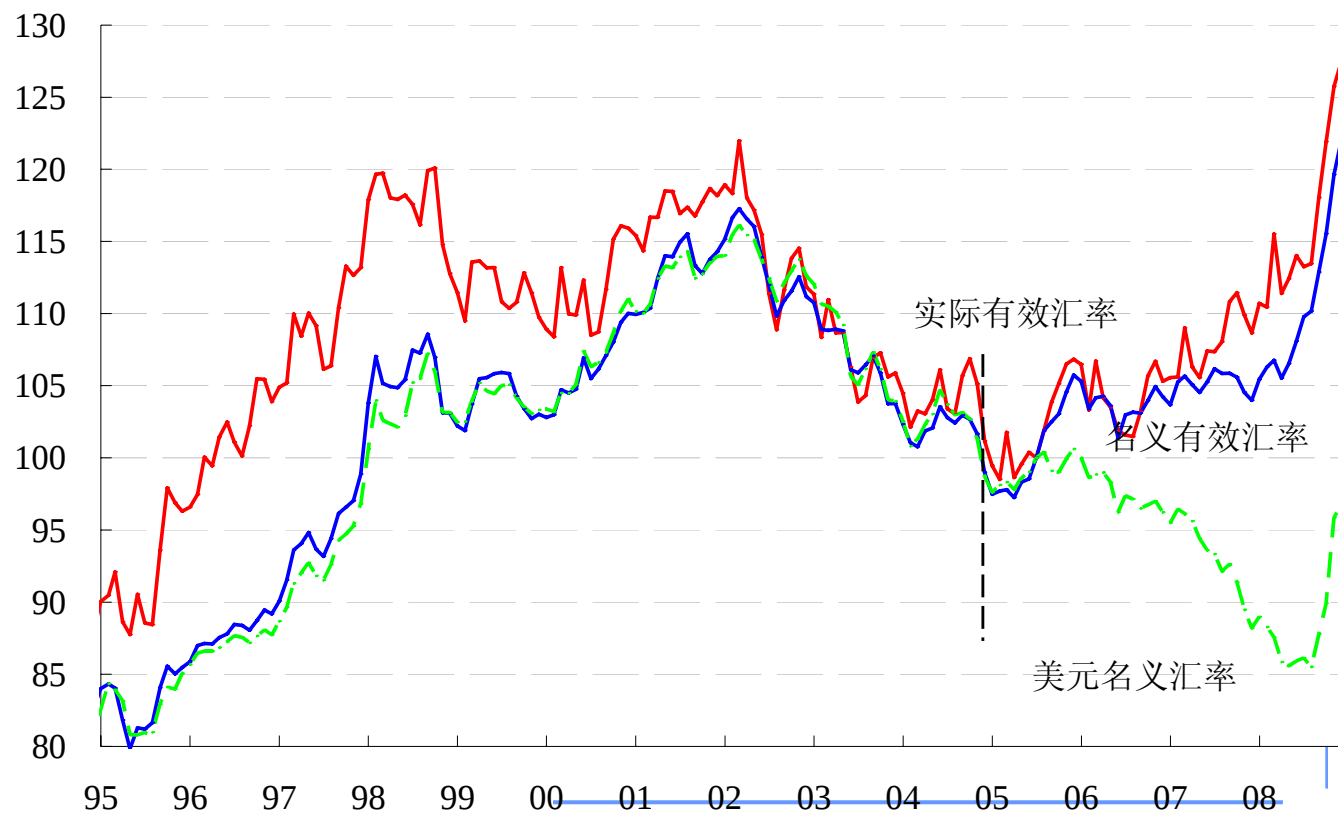


人民币汇率雪上加霜

美元汇率与人民币汇率：

(95年1月—08年11月)

来源：BIS



汇率自然影响出口

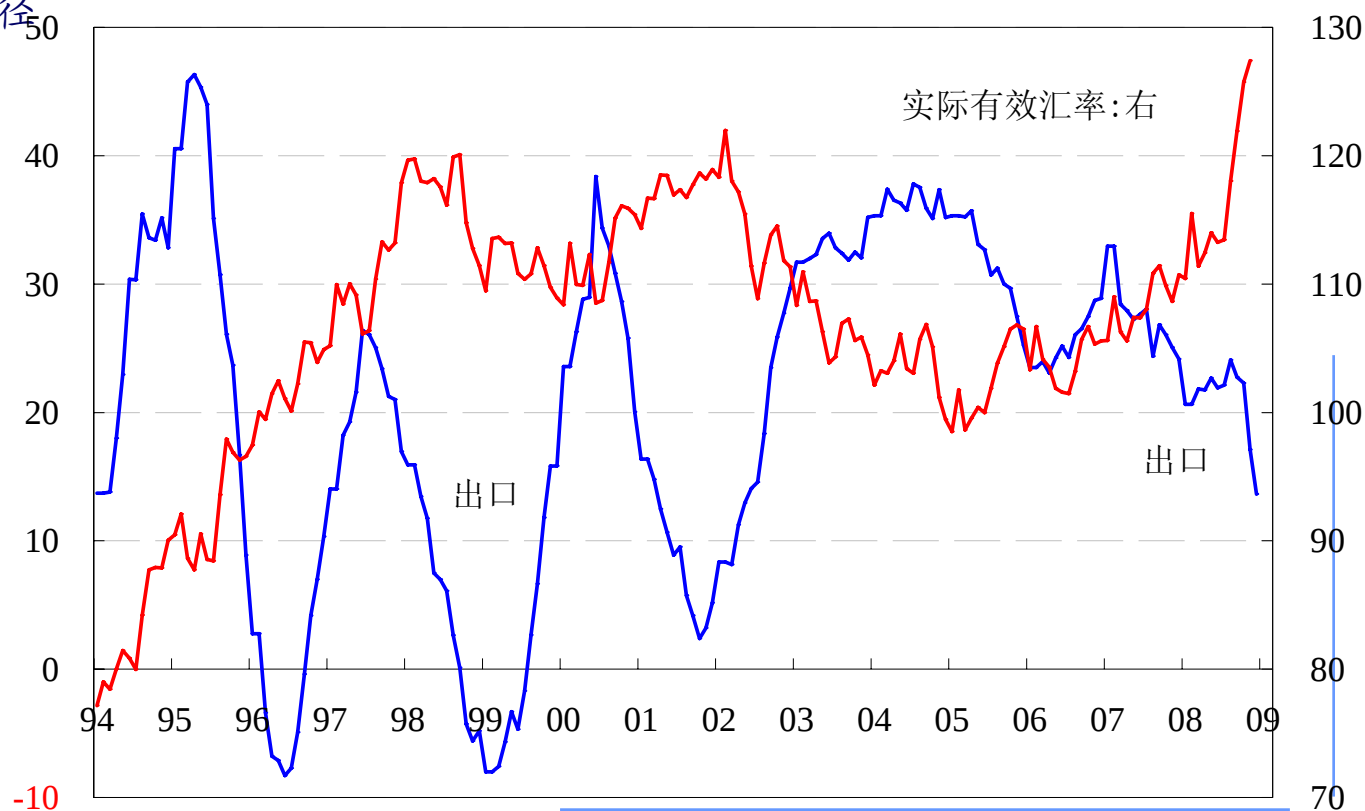
出口增幅与人民币汇率:

(94年1月—08年12月)

增幅单位: %

注:

- 1、出口增幅6个月移动均值
- 2、汇率为实际有效汇率口径



需求更为关键

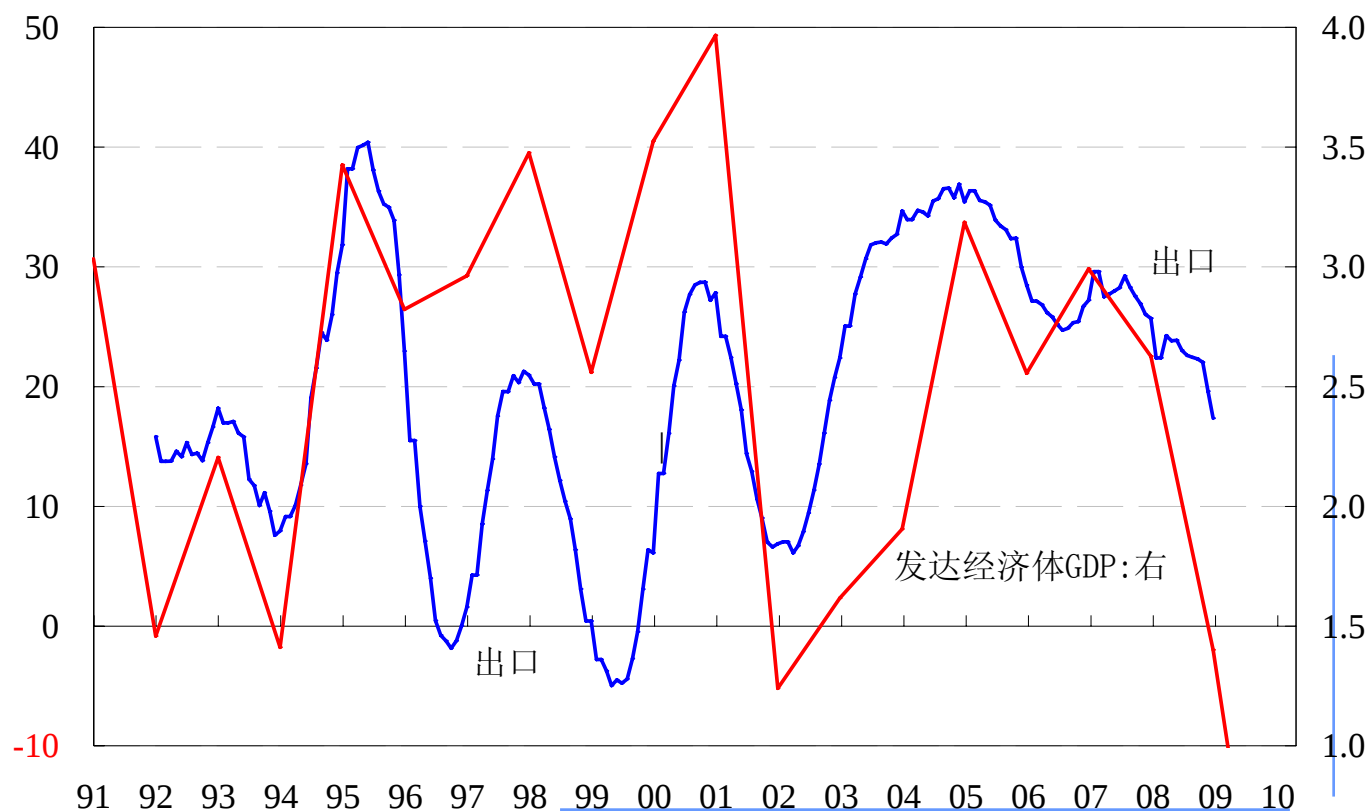
出口增幅与发达经济体经济增长

(92年1月—08年12月, 91年—09年)

单位: %

1、出口增幅12个月移动均值

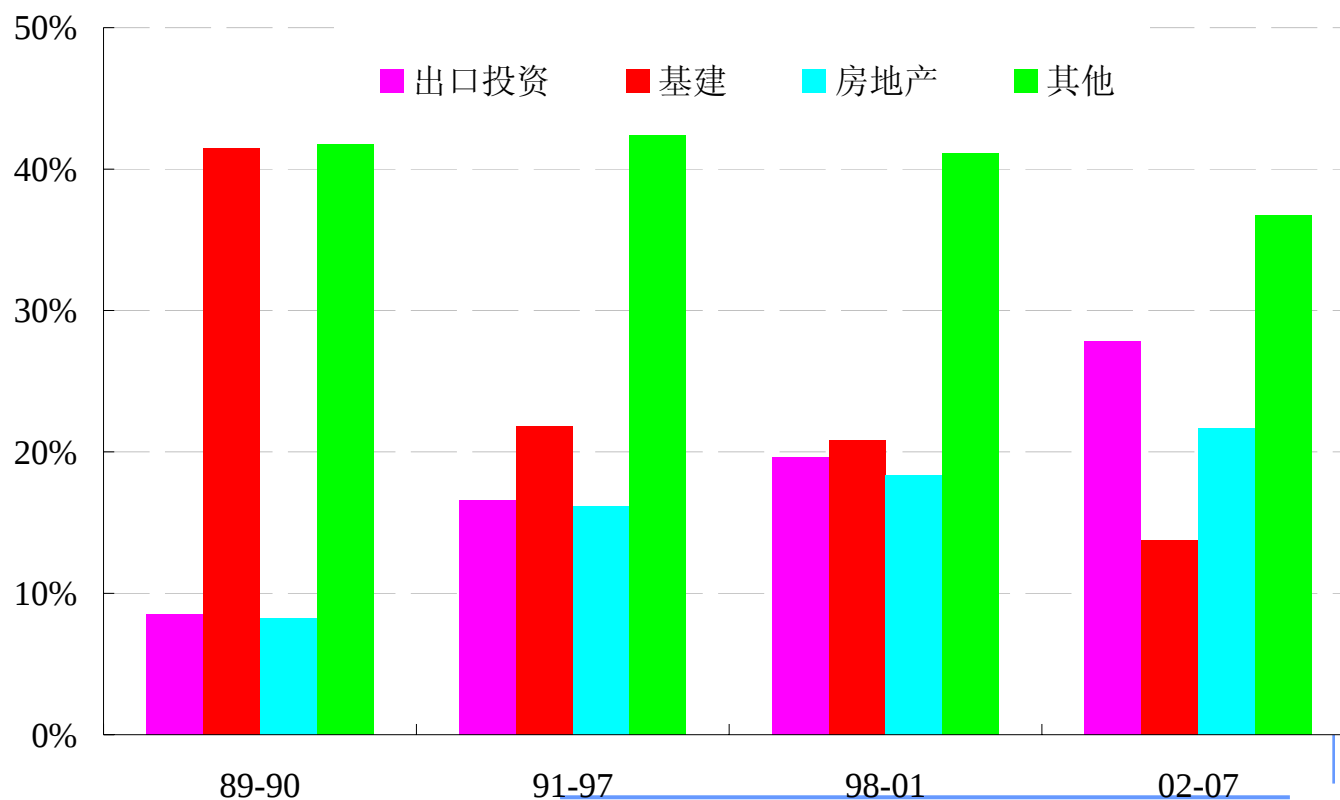
2、09年发达经济体增速-0.3%



出口依赖加深、基建大不如前

构成：出口相关 + 政府基建 + 房地产 + 其他
(89年 — 07 年) 单位：%
依次为89-90年、91-97年、98-01年和02-07年，
大致以中国的经济周期为划分依据

对外依存度大幅提高，投资更依赖出口
市场化进程，政府基建占比显著下降



出口关联的投资

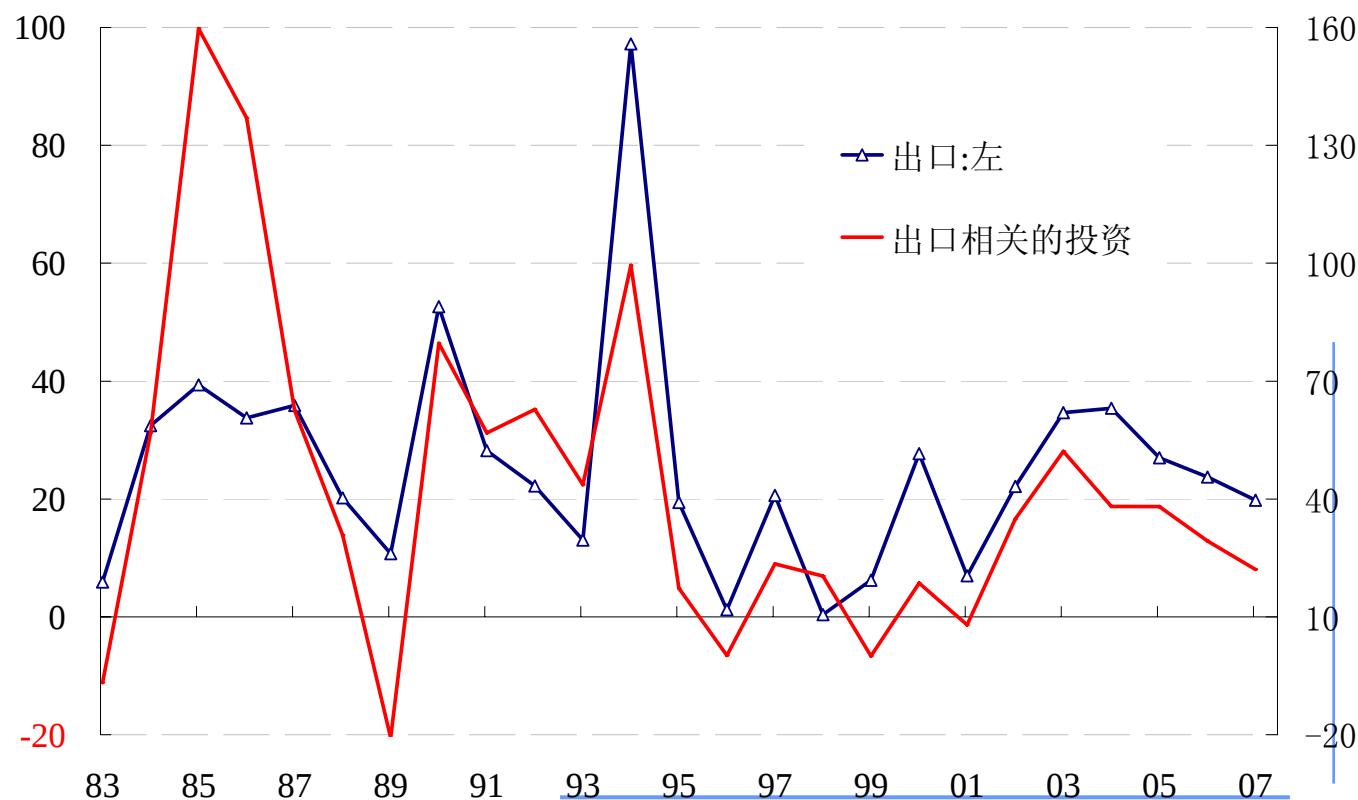
出口相关的投资与出口增长率

(83年 — 07 年) 单位: %

涉及出口投资 = (城镇固定资产投资 - 房地产投资 - 政府建设投资) * (制成品出口 / 工业加权产出);

工业加权产出为工业总产值与工业增加值的平均

通过制造业渠道，出口影响相关投资



房地产事关重大

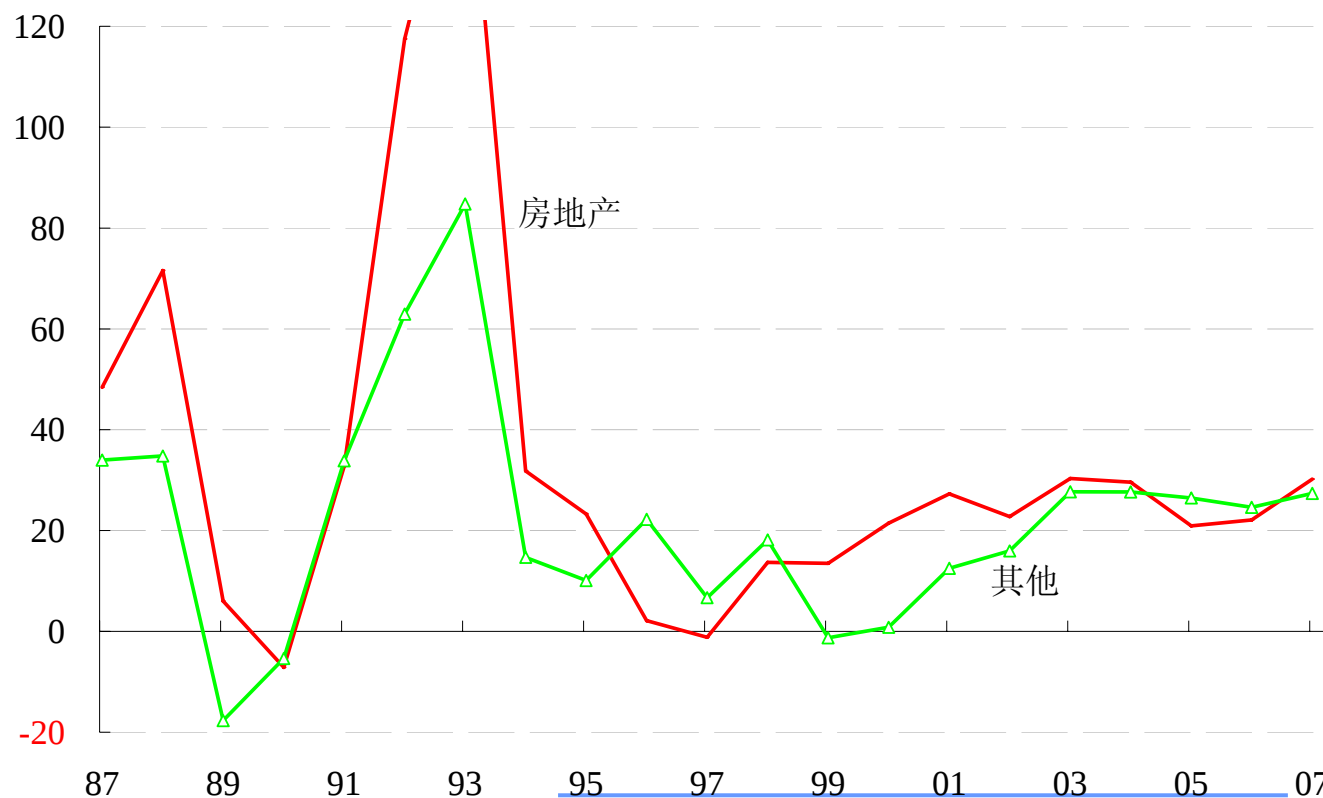
投资增幅： 房地产+其它

(87年 — 07 年) 单位： %

房地产与其他并非对应口径，其他投资的计算同上图

通过上下游的关联，房地产投资影响其他投资

人民币升值预期逆转——房地产形势



政府投资独木难支

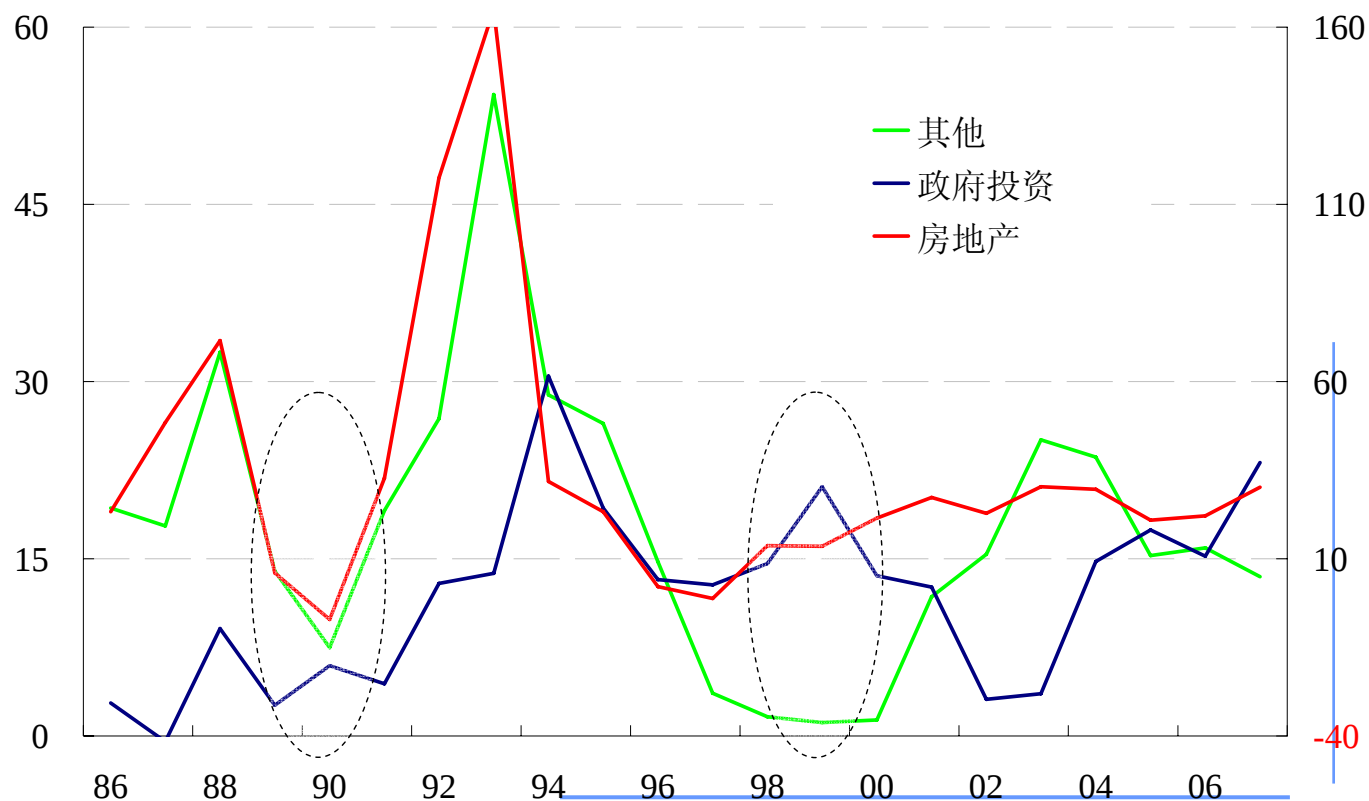
投资增长：房地产 + 政府 + 其他

(86年 — 07 年) 单位：%

1、限于数据可得性，以经济建设支出替代
政府投资

2、三年移动复合平均

经济不景气时，私人投资显著收缩



就业与出口关系更紧

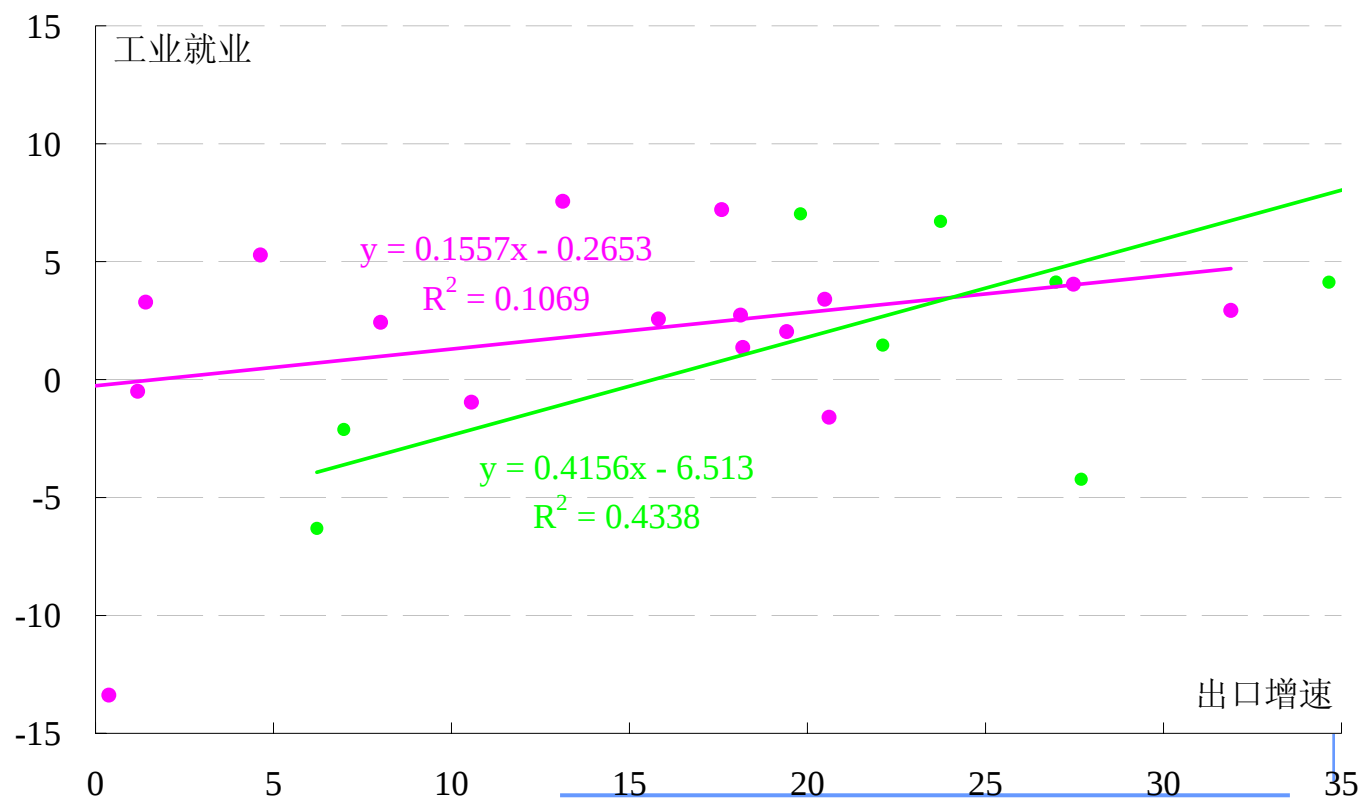
出口与工业就业增长率

(81年 — 07 年) 单位: %

1、限于数据可得性, 81-98年的工业就业为分行业加总口径;

2、紫线为81-98年, 绿线为99-07年

出口部门吸纳工业就业能力增强

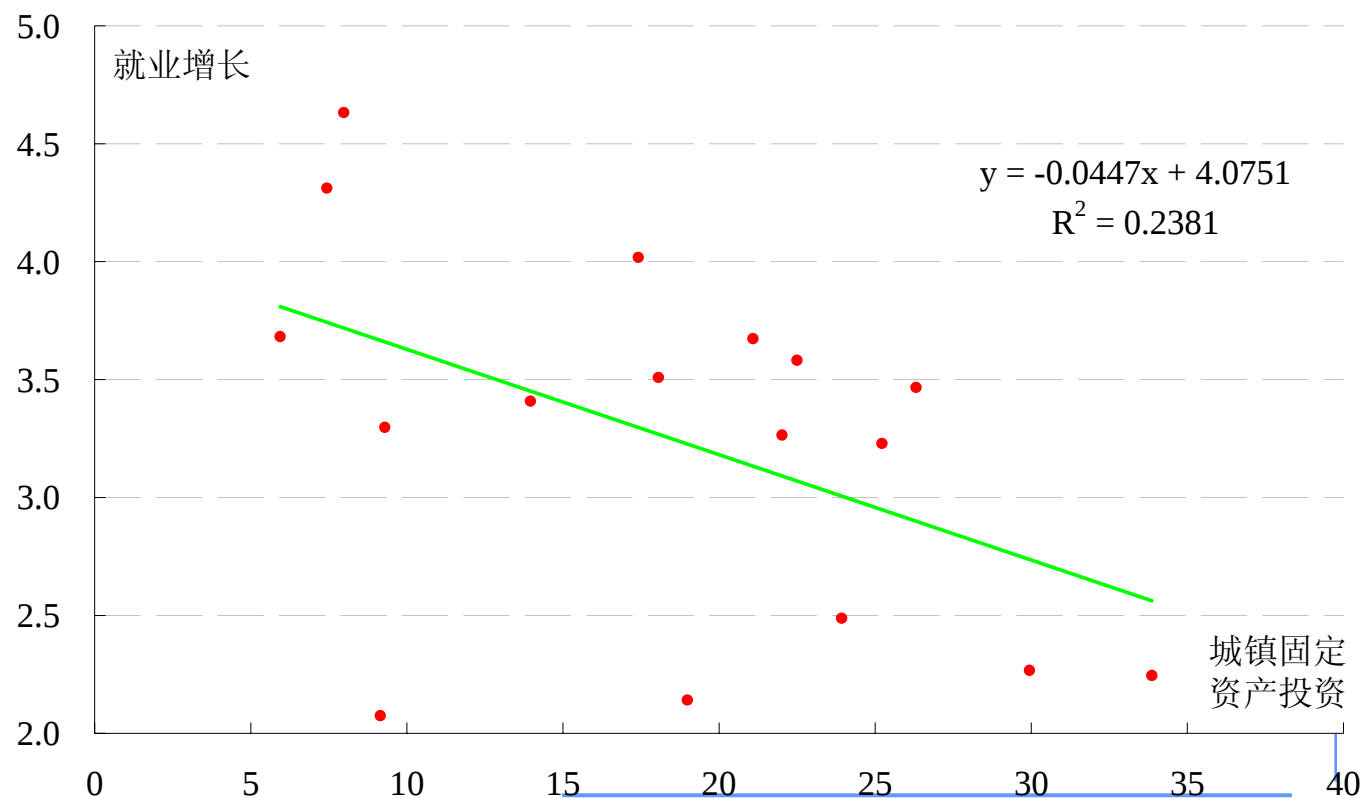


而投资的收效不大

城镇固定资产投资和城镇就业增长
(91年 — 07 年)

城镇固定资产投资增速为固定资产投资
指数平减后的实际值

投资增长的结果或是“资本替代劳动”



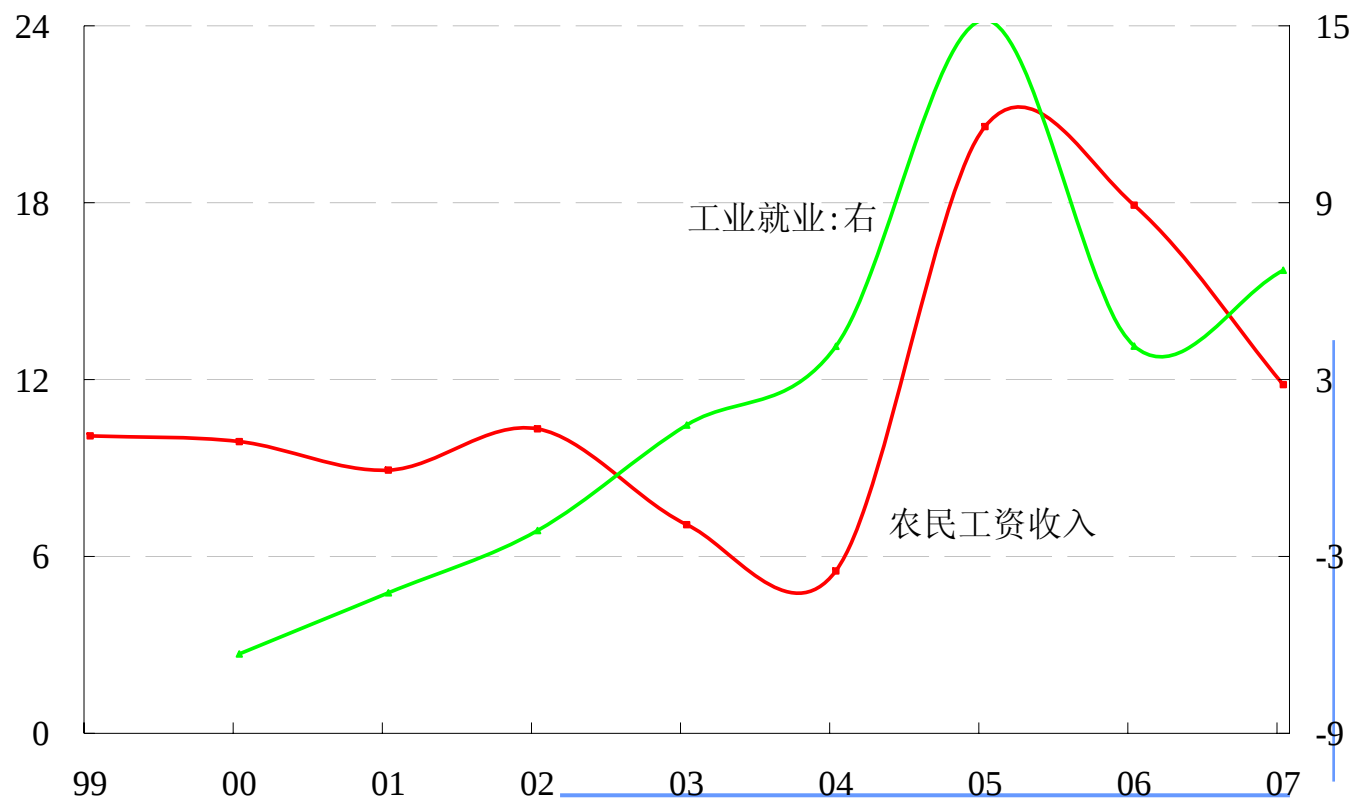
就业与工资收入

工业就业与农民工工资收入

(99年 — 07年) 单位: %

- 1、工业就业滞后一期
- 2、农民工工资收入为CPI调整后的实际值

就业形势影响农民工工资收入

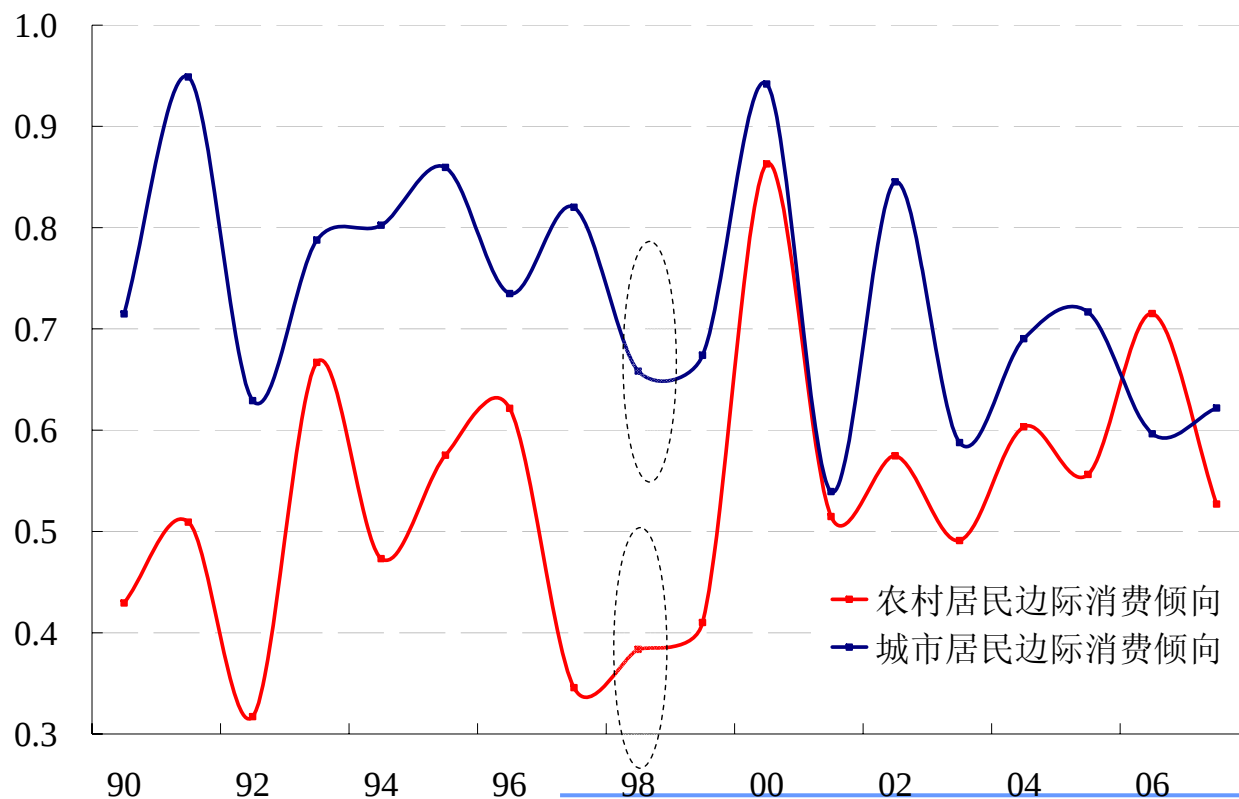


消费倾向更为脆弱

居民边际消费倾向： 农村 + 城市
(90年 — 07 年)

- 1、消费倾向为消费增量与收入增量的比值；
- 2、均为实际值，城市居民为消费性支出与可支配收入，农村居民为消费性支出与现金收入

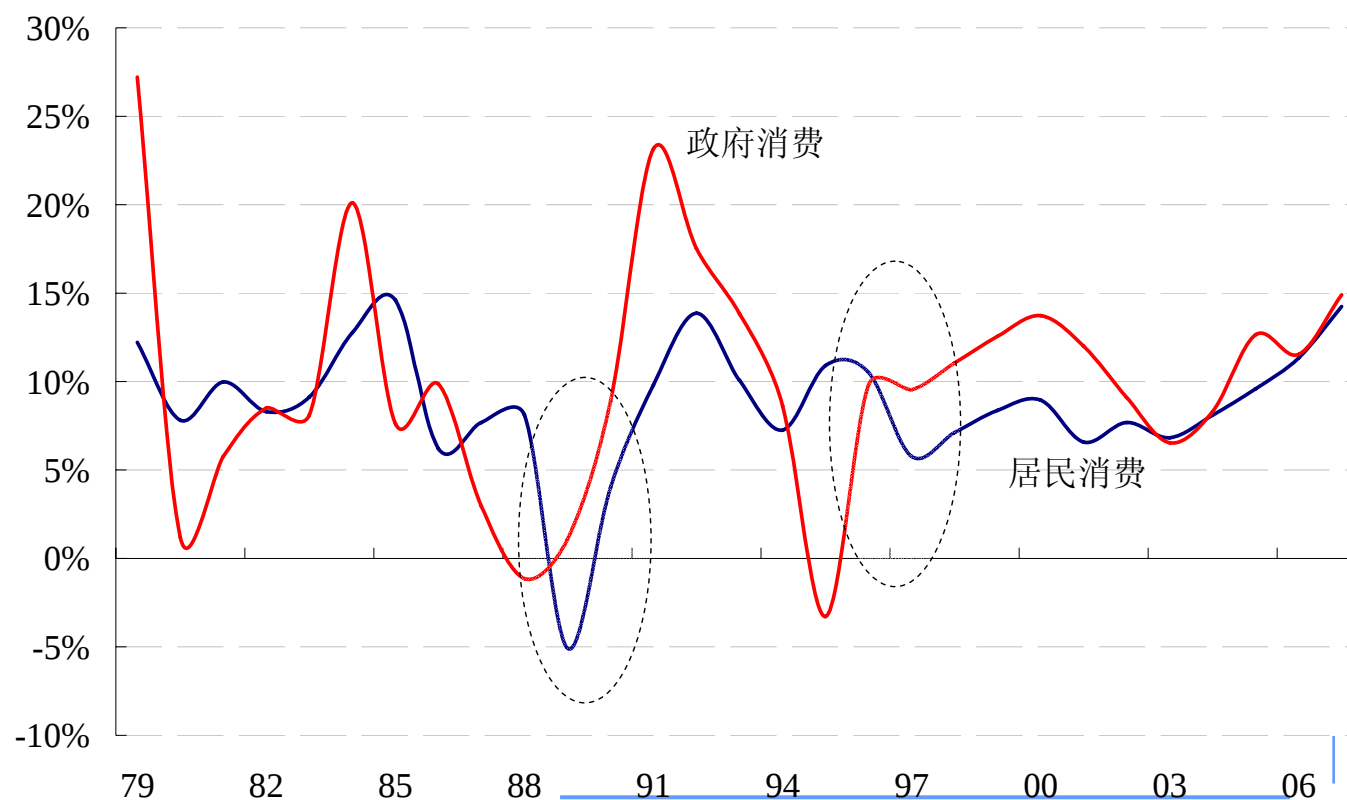
就业收入前景黯淡，居民边际消费倾向显著下降



居民消费顺周期

实际消费增长率：私人+政府
(79年 — 07 年) 单位：%
经CPI平减

尽管政府消费或是“逆周期”，但居民消费将显著收缩



主要内容

- ⇒ 货币乘数：美联储能有多大作为？
- ⇒ 货币速度：信贷增长能保八吗？
- ⇒ 外需内需：东方不亮西方亮吗？
- ⇒ 企业利润：U型还是L型？

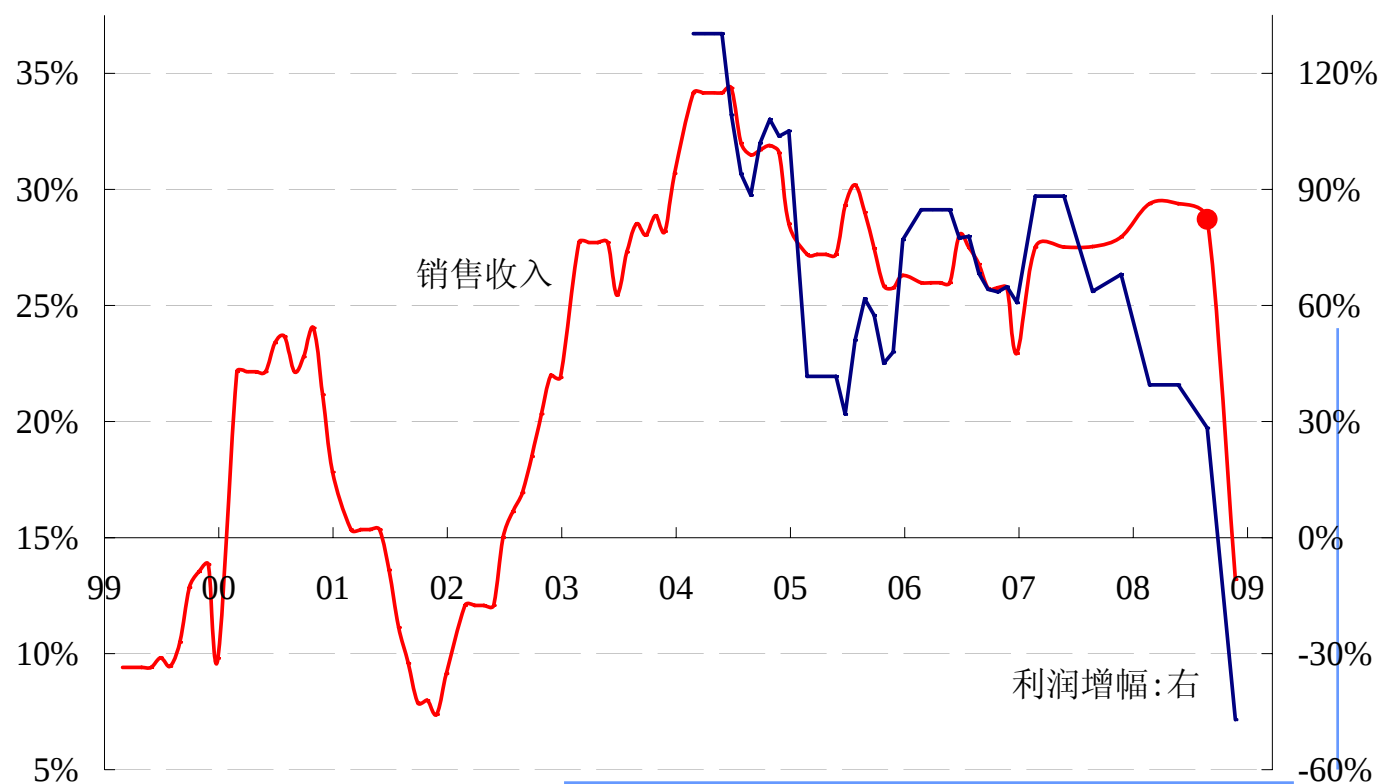
经济还可能更差吗？

工业企业销售收入与利润增幅
(99年2月—08年11月)

单位：%

注：33个大类行业

发电量近10%的负增长，
近几个月的休克

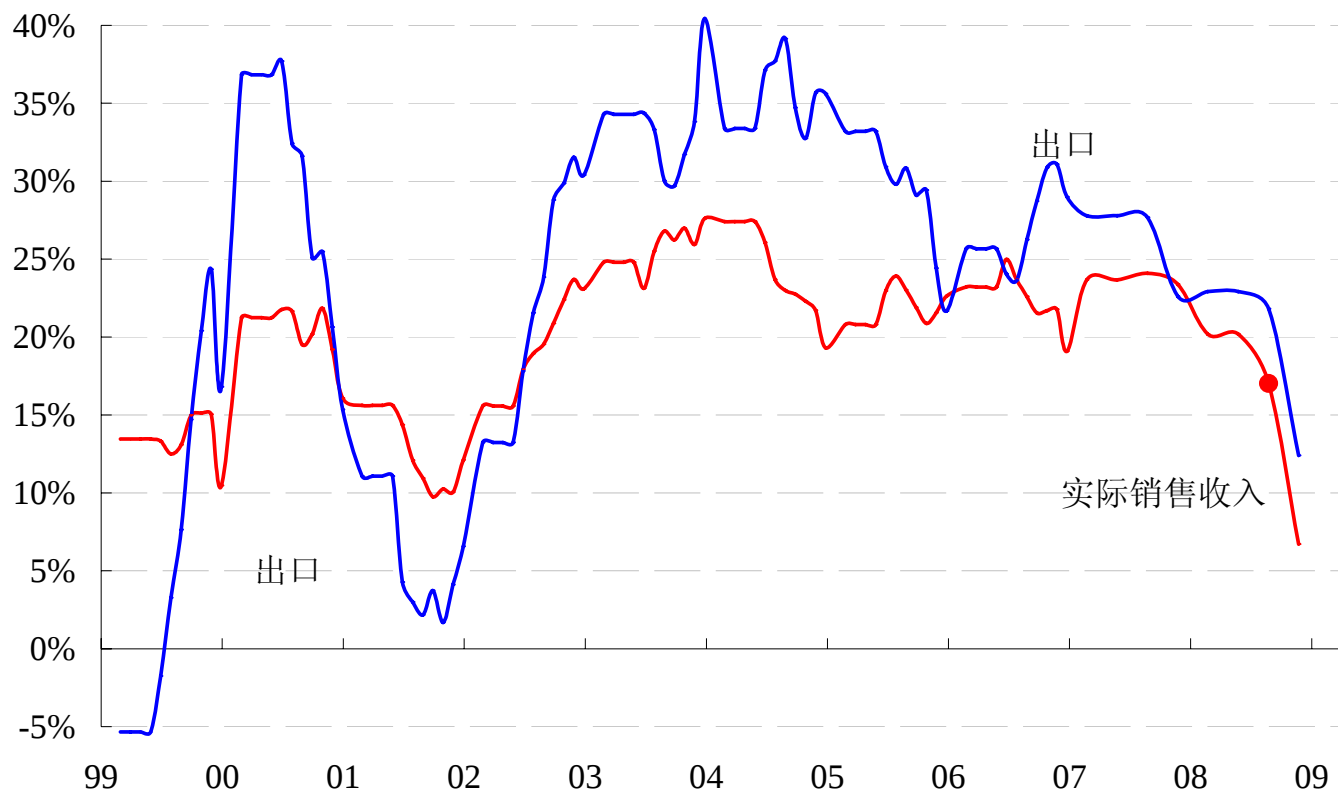


其实有价格因素

工业销售收入实际增幅与出口增幅

(99年2月—08年11月) 单位: %

- 1、收入实际增幅系各行业PPI调整汇总
- 2、因出口商品美元标价的波动较小，美元口径的出口增幅更接近实际变动水平

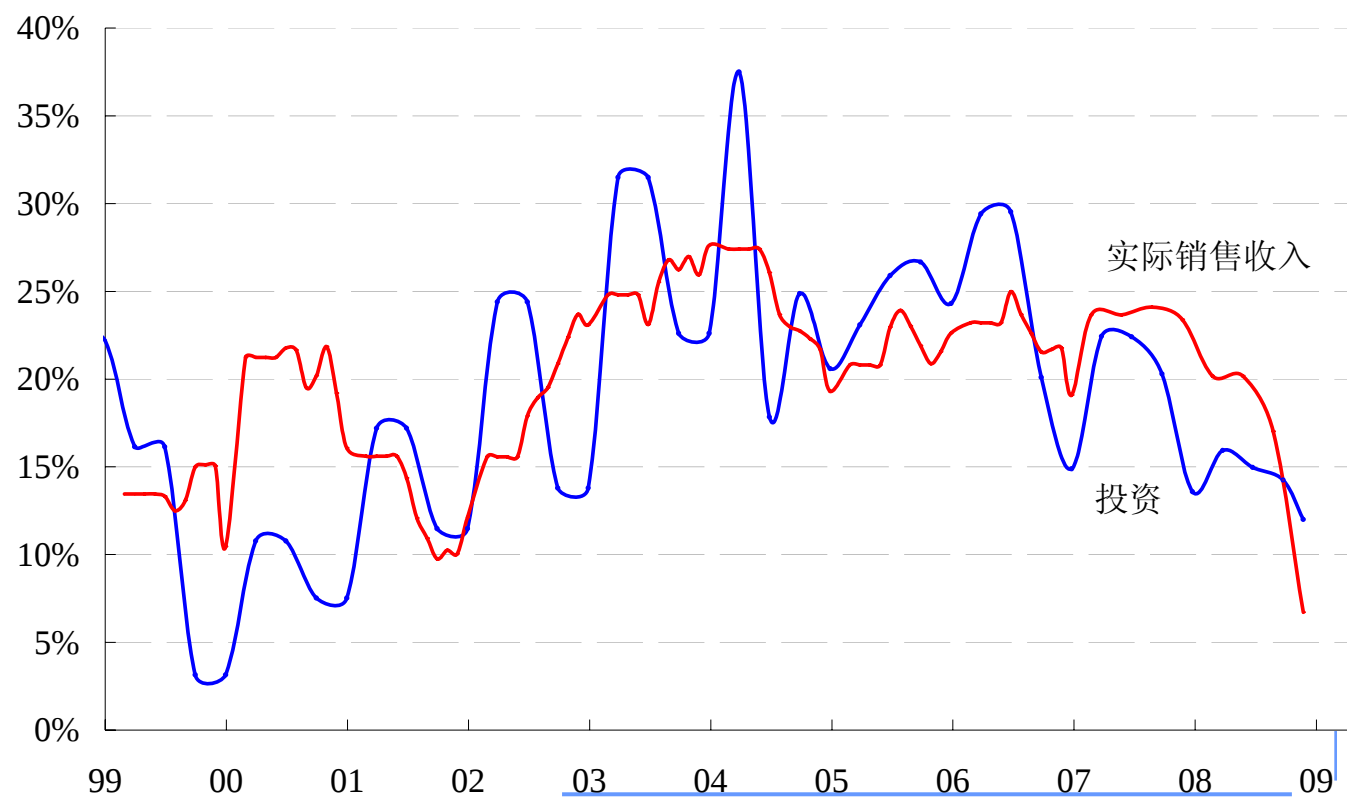


出口、投资的背景

工业销售收入实际增幅与投资实际
增幅

(99年2月—08年11月) 单位: %

投资实际增幅系经投资价格指数调整



亦有结构因素

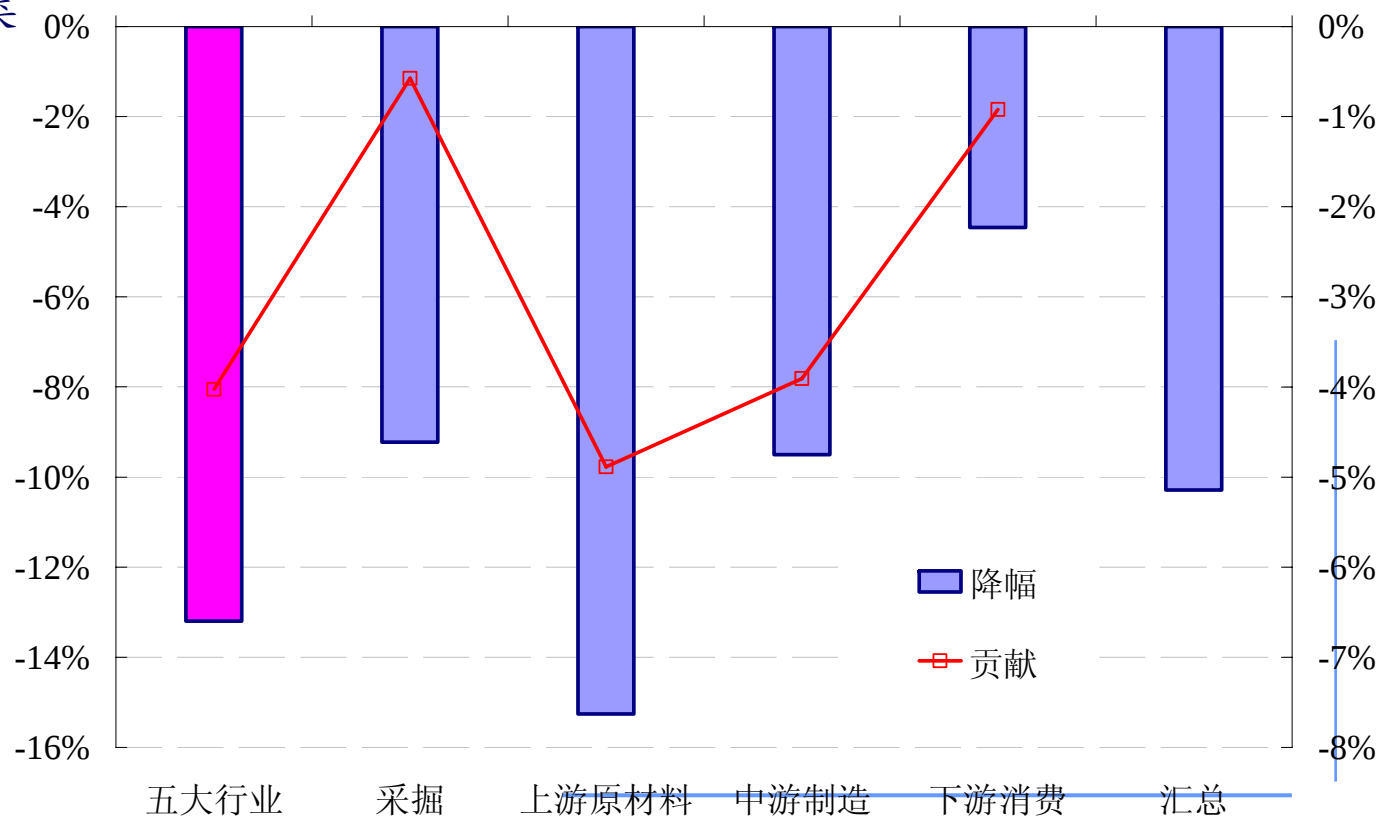
实际收入增幅的变动结构

(83年1季—08年2季) 单位: %

本期(9月至11月)相对于上期

(6月至8月) 增幅

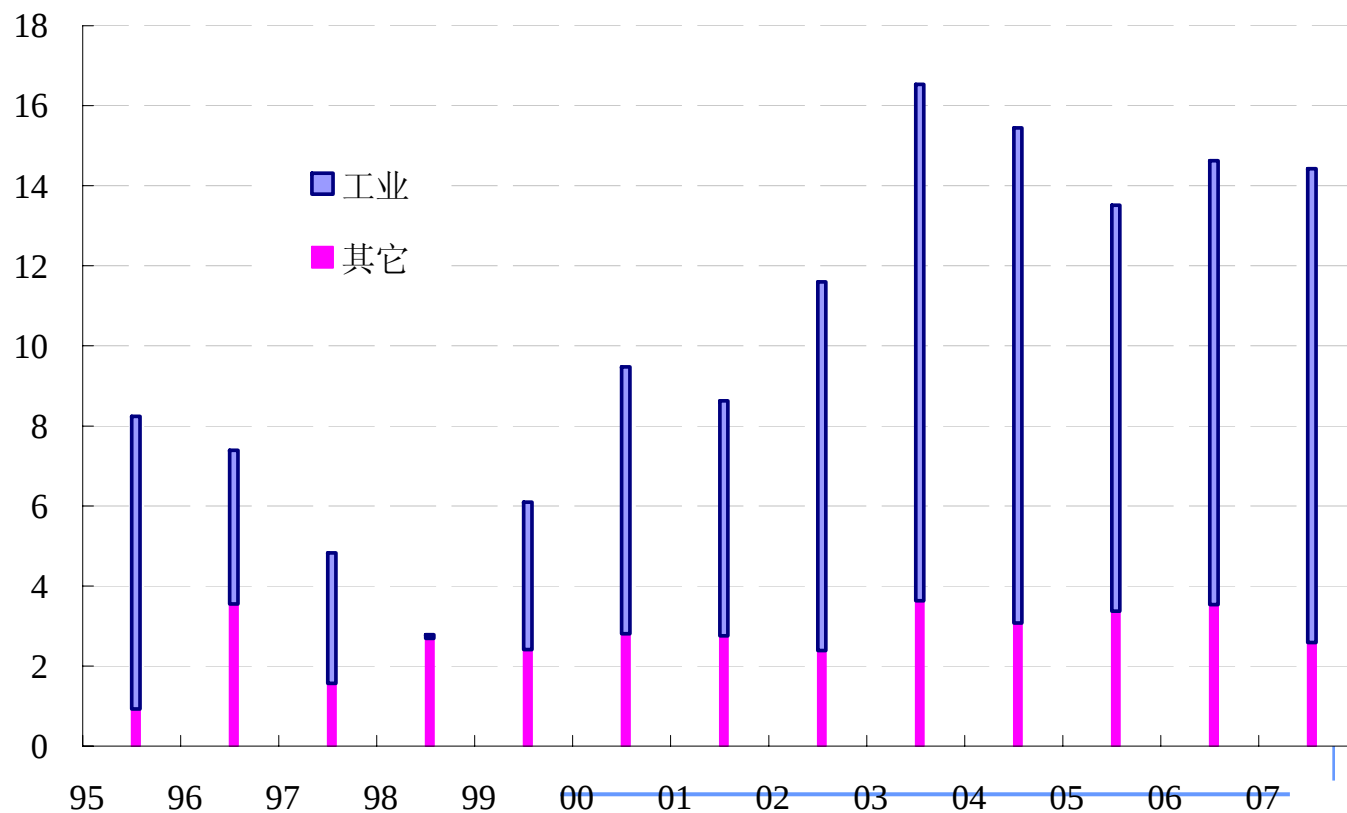
五大行业指化工、建材、钢铁、有色、电力, 非并列分类



用电结构：工业

用电量的增幅结构：工业+其它
(95年—07年) 单位：%

03-07年5年间，用电量增长了100%，
工业用电贡献了80%



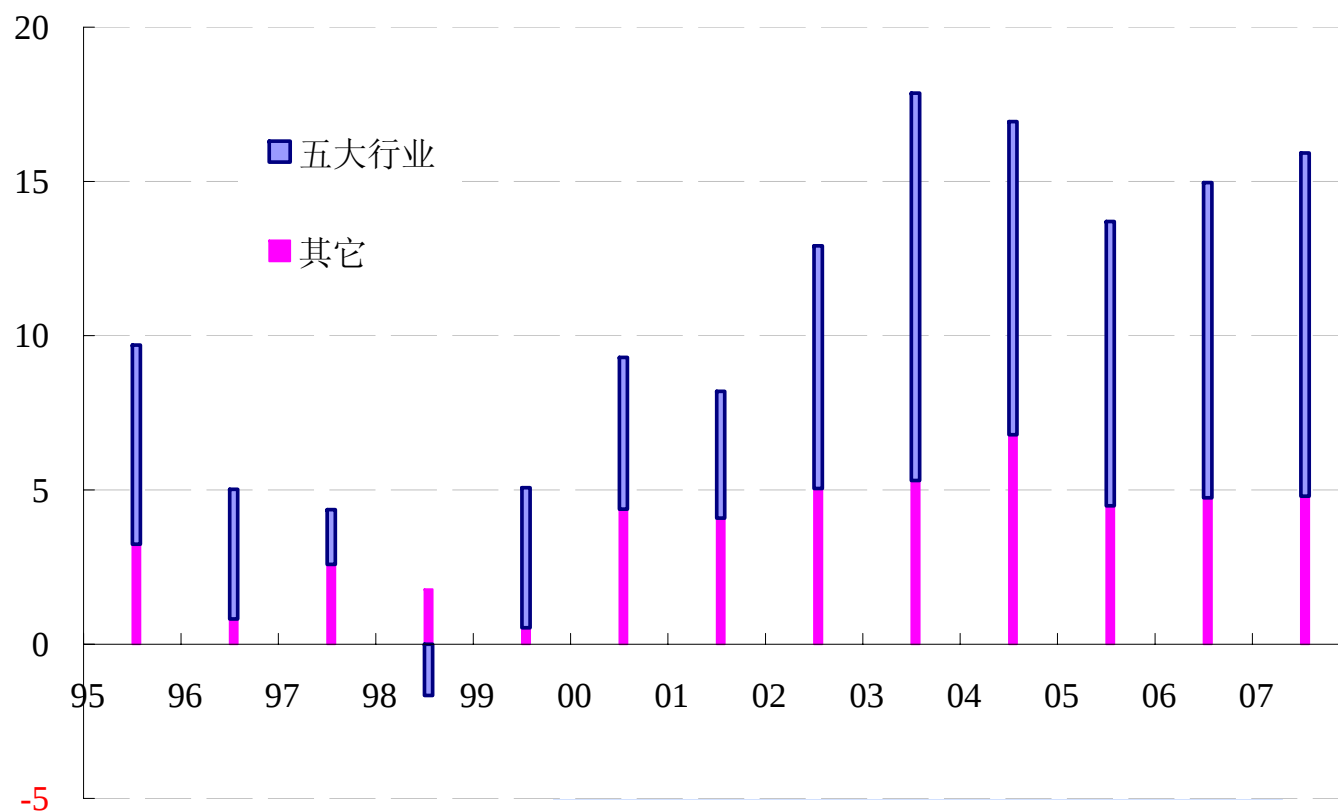
工业用电结构：五大行业

工业用电量的增幅结构：
五大行业+其它

(95年—07年)

单位：%

其中，五大行业的用电量贡献超过了
50%



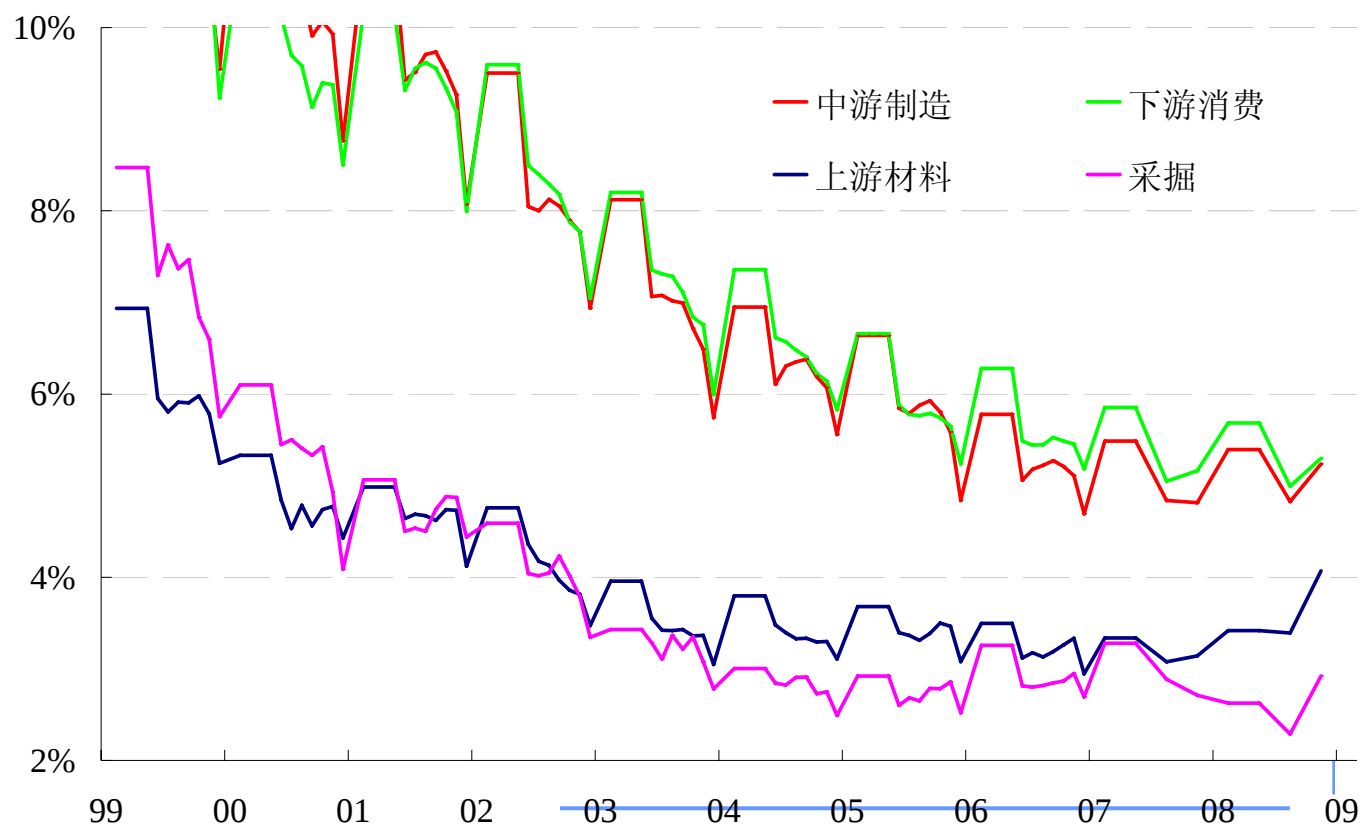
存货水平：不足为虑

产成品资金占用水平

(99年2月—08年11月)

注：相对于当期年化销售额

产成品5%，20天的水平



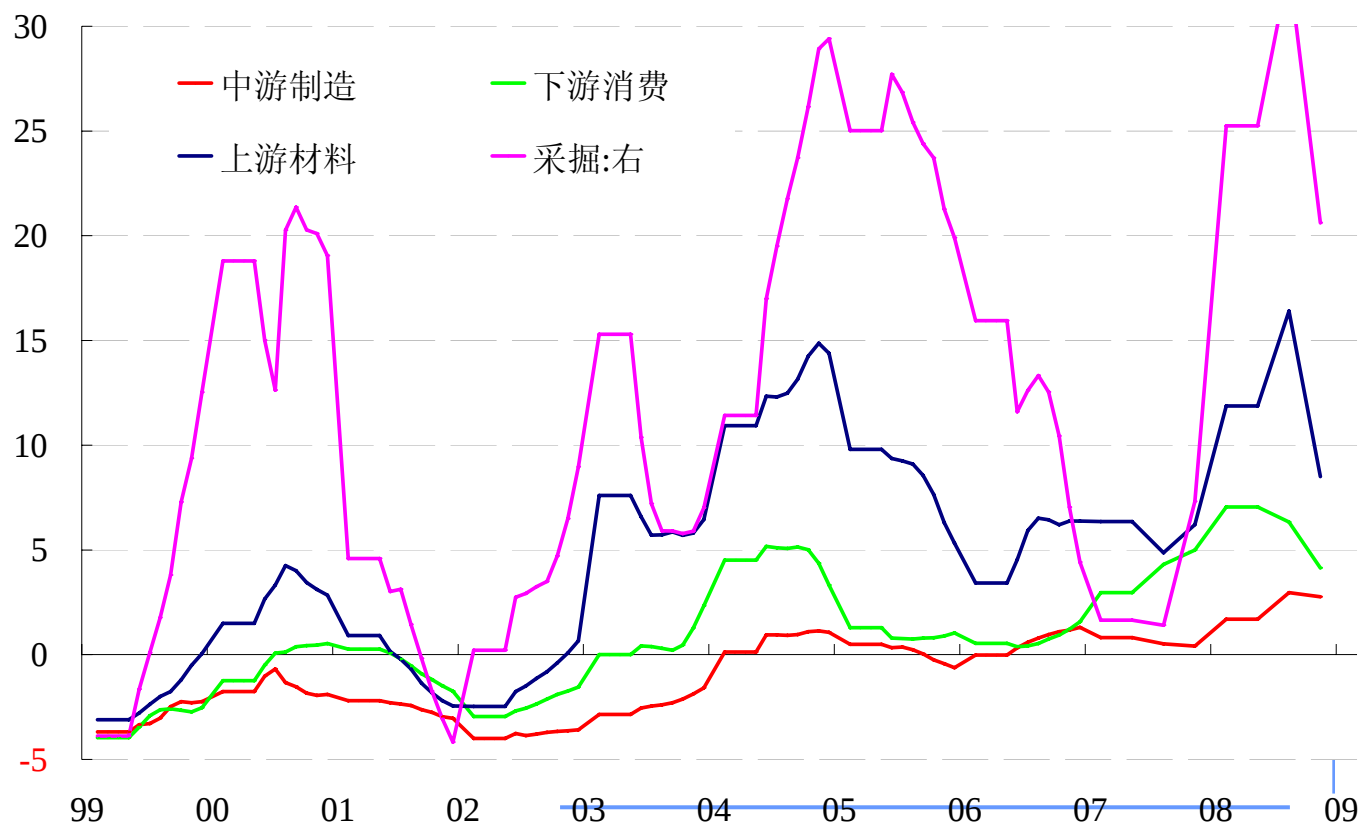
产能利用率：价格角度

各大类行业的价格涨幅

(99年2月—08年11月)

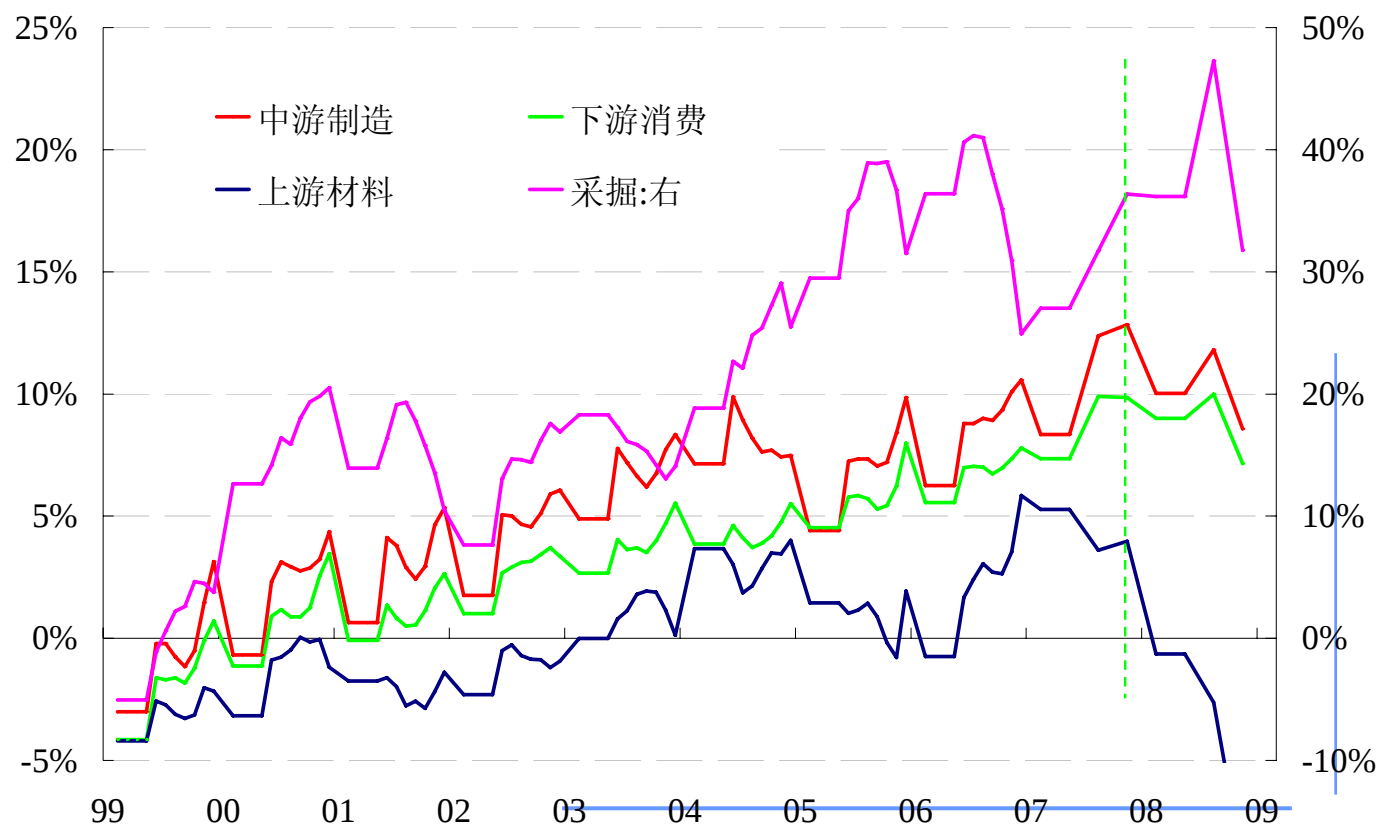
单位：%

注：按分类行业的销售额加权



各行业盈利能力

各大类行业的ROE
 (99年2月—08年11月)



盈利能力的回归

工业企业的 EBIT、
ROE及贷款利率
(99年2月—08年11月)

两位数的增长已成往事
利润负增长为期不远

