



宏源证券
HONGYUAN SECURITIES

宏观系列（44）

2009 年中国，流动性问题探讨

公司首席经济学家兼首席金融工程师：Sihai Fang；宏源证券研究所，翟建业（见实习生）

Email:fangsihai@gmail.com;联系电话：13358380667（助手）

公开发表日期：2009 年 2 月 8 日

Sihai Fang 之前的相关报告：

资产负债表修复效应与二月伏击？ 2009 年 2 月 1 日

宏观拐点与大类资产轮动理论修正 - 再谈全球再平衡之观察变量，2009 年 1 月 19 日

全球大宗商品已经见底 - 兼谈中美供需结构，2009 年 1 月 3 日

2009 中美股市，熊牛转换期待之宏观基础—兼谈宏观校准与宏观择时，2008 年 12 月 22 日

也许，最坏的时刻（季度）就在眼前，2009 年 12 月 13 日

中美股票处于“世纪大底”，2008 年 11 月 22 日

金融危机下半场，汇率巨幅波动引发双重风险 - 全球“去杠杆化”加速，再次威胁经济与股市，2008 年 10 月 28 日

金融危机下半场与全球金融经济周期，2008 年 10 月 19 日

全球不平衡，终以股市崩盘形式表述—展望“新宏观金融稳定框架”，2008 年 10 月 12 日

金融危机，并不是货币危机，2008 年 9 月 21 日

报告摘要

➤ 几个关键时间点

2008 年 6 月，中国经济处于崩溃的临界点；2008 年 10 月外汇储备出现了多年未遇的环比负增长，中国**金融体系流动性“猝死”**（当时**总体流动性也充裕**）；我们以前报告揭示：2009 年 1-2 月 M1 与 M2 死亡交叉喇叭口收敛是个 100%概率事件，中国**金融体系（含股市）流动性充裕**，而中国宏观经济第一季度环比拐点显现（也可能是同比拐点）。

➤ 中国外汇储备负增长之谜

有人怀疑是游资在大规模撤离。我们分析后认为，更可能的原因有二，其一：外汇储备构成中的欧元等非美元资产贬值。08 年 3 季度欧元对美元贬值 9.3%，据估算我国因持有欧元等非美元资产造成外汇储备缩水约 417 亿美元，2008 年第四季度至 2009 年 1 月欧元贬值导致外汇储备缩水约 400 亿美元。其二，2008 年第四季度至 2009 年 1 月，我国把美元外汇资产中的部分长期债券调整成了短期债券。长债与短债的调仓，导致了部分美元投资损失。2008 年 10 月，**全球总体流动性**告急，外资是走了一点，但最近又回来了。

➤ 贸易顺差对总体流动性的影响非同小可

新增流动性的一个很重要的来源，是央行发行新货币以对出口企业换汇。2008 年贸易顺差 2008 年同比增幅高达 12.7%。考虑到金融危机后中国出口的相对竞争力提升、大宗商品价格处于低位、人口红利等因素对贸易顺差的利好作用，我们预期 09 年我国出口形势并不悲观，贸易顺差会进一步增长（至少）30%，09 年**中国总体流动性**会相当充裕。

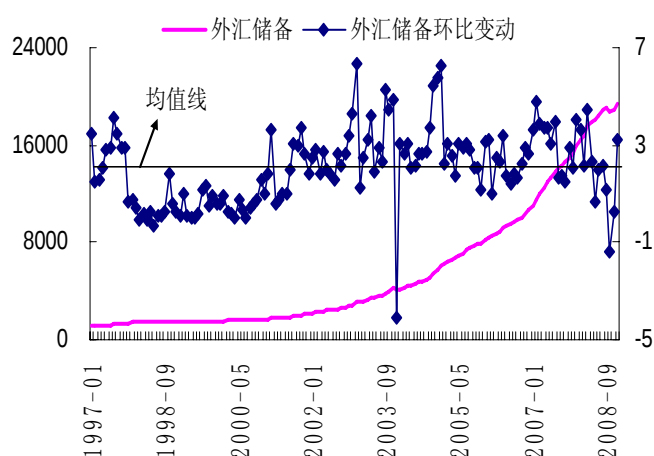
正文如下

从 08 年 7 月起人民币对美元升值的步伐明显放缓，依此套利的游资开始获利了结。我国外汇储备在 10 月也出现了环比负增长，有人开始怀疑游资正在撤离国内市场，更有一些深谋远虑者开始考虑游资撤离后国内资本市场的流动性会不会显现拐点，**中国长达六年之久的总体流动性周期即将结束？**

外资没有大规模流出

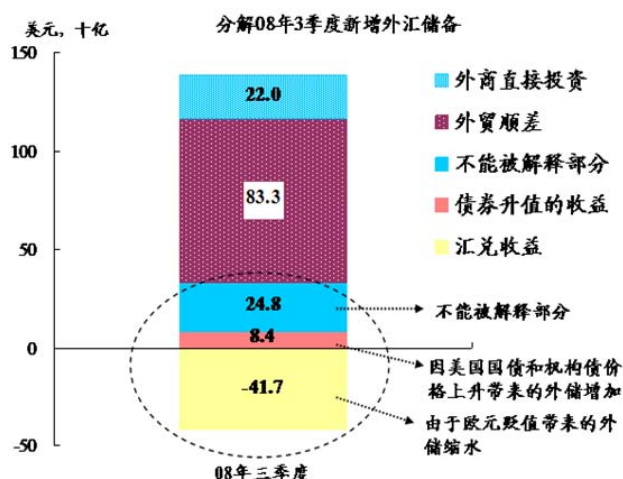
08 年后半年，我国实际利用外资额度有所回落，外汇储备增幅也开始减缓，10 月份外汇储备环比增幅出现了多年未遇的负增长（到了 12 月份增幅就恢复到了 12 年均值以上），这些现象是由游资撤离引起的吗？我们认为造成外汇储备增幅减缓的原因有二：其一，外汇储备构成中的欧元等非美元资产贬值。我国外汇储备是以美元计价的，外汇市场实行的是每日结算的盯市制度（mark-to-market），非美元资产价格的波动会迅速反映到外汇储备的变动中。08 年 3 季度欧元对美元贬值 9.3%，据估算我国因持有欧元等非美元资产造成外汇储备缩水约 417 亿美元；2008 年第四季度至 2009 年 1 月，由于欧元贬值导致中国外汇储备缩水，估算为 400 亿美元。。其二，去年第四季度，我国把美元外汇资产中的部分长期债券调整成了短期债券。长短债收益率是有差别的，美国短债的收益率接近于零，有段时间其收益率甚至为负值。长债与短债的调仓，导致了部分美元投资损失。我们并没观测到大规模的游资撤离，甚至仍有流入。如，08 年 3 季度新增外汇储备中“不能被解释部分”有 248 亿美元，其为游资流入中国，但其流入的速度在放缓。

外汇储备及其变动



资料来源：Wind，作者

估计：因持欧元资产中国外储缩水约 417 亿美元



资料来源：作者

即使有资本外流，也不会威胁到中国总体流动性

金融体系（含股市）**狭义流动性度量指标**是 M1，或 M1-M2。计量分析的结果显示，股

市与 M1 之间互为因果，M1 增加了，能提供更多的流动性，股市资金充足，带动股市上涨；股市有了起色，会吸引更多的国际资金，M1 也会相应增加，股市好转能带动 M1 好转。

贸易顺差对国内的流动性有非同小可的影响。国内市场新增流动性的一个很重要的来源，是企业出口换汇，央行要发行新货币来对冲，增加了市场中的流动性。08 年第三季度以来，出口形势的恶化，导致了出口数量下滑，但进口物价指数下行更为严重，贸易顺差全年同比增幅高达 12.7%。分析 09 年宏观经济，我们认为我国出口形势并不是很悲观，贸易顺差会进一步提高，09 年中国**总体流动性**会不降反增。

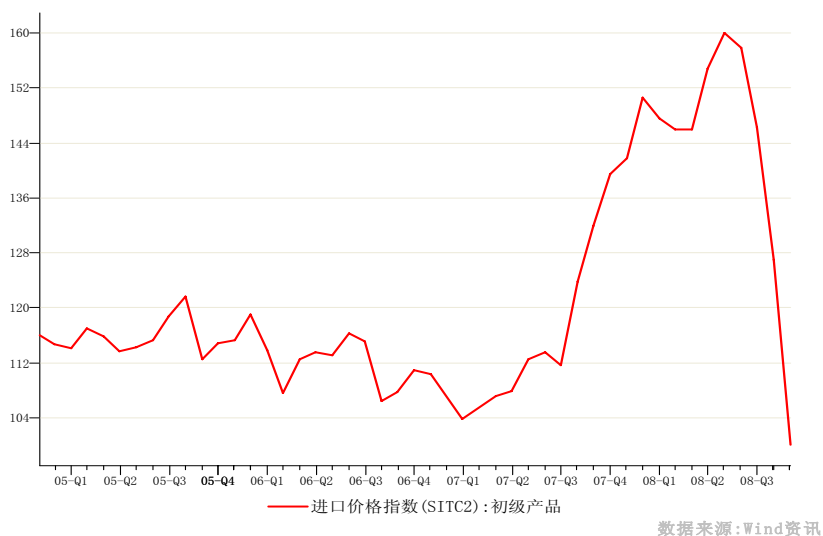
我国出口形势“危”中有“机”

目前我国仍没改变进口原材料，做简单加工后再出口的贸易模式。08 年 7 月以后，国际大宗商品价格大跌，对降低中国产品的生产成本尤为有利。在 08 年上半年物价高企时，我国企业出口形势还能向好，目前生产成本下滑，对 09 年及以后几年我国的出口会更为有利。此次金融危机冲击了中国的进出口，但对中国也有一些隐含的好处。危机下中国经济的基本面并没有改变，国内企业生产得到我国不断积累的贸易顺差与强大的财政实力做支撑，对比陷入泥潭的其他发展中国家，中国出口竞争力会有一些提高。中国不与高端产品出口国相竞争。在亚洲，除日本外，基本没有哪个国家的产品能与中国产品能相竞争。危机之后，各国居民财产缩水，会有更多的人来消费低端产品，中国货以其低廉的价格会赢得更多的市场份额，发达国家中产阶级也会偏爱物美价廉的中国货；同时，中国对亚非拉出口形势好转。

我国出口的竞争力，还建立在人口红利的基礎上。从人口年龄结构图可以明显看出，我国的人口红利在 2015 年以前不会消失。每年有几百万大学毕业生和近千万新增进城务工人员，为企业提供了强大的生产能力。目前企业中工人工资并没提高，没有对出口产品的成本构成压力；相反，当下物价下行工作岗位稀缺，比起去年高通胀时，更多人接受了低工资的工作。同时，大学教育普及化与制度创新带动 TFP（全要素生产率）提高，更加有利于中国产品的竞争优势。

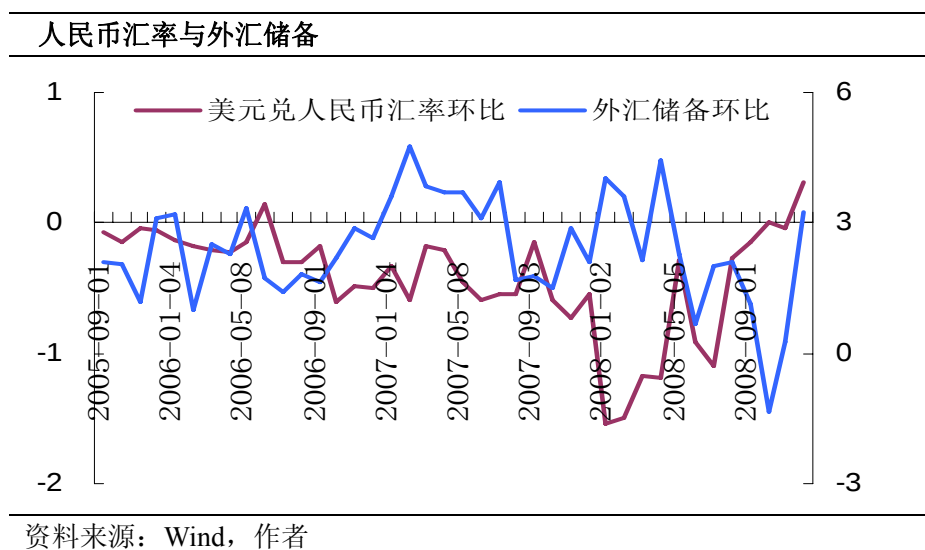
外资之所以愿意留在中国，归根结底是因为资本在这能获得一个安全与高额的投资收益率。中国实体经济基础良好，目前各项经济稳健性指标的排名都处于各国前列。中国 GDP 增长率，虽然低于潜在值之下，但更多的人关注的是 GDPG 绝对值(这与资产定价模型一致)，而不是相对经济增长潜力率的真实水平（该缺口与失业率挂钩）。资本在此获得丰厚稳定的收益，更多的人选择在中国投资。

中国处于一个体制变革时期，不论是经济体制还是社会体制都在优化，此为流动性不会发生逆转的另外一个隐含条件。我国出口优势不断提高，稳健的经济增长为外资提供了一个安全且收益良好的环境，09 年外资不会大规模撤离，**总体流动性**拐点也不会出现。



人民币不能贬值

人民币兑美元汇率月环比与中国外汇储备月环比变动数据之间的相关系数为-0.327，说明人民币升值与外汇储备增长是相一致的（见图 3）。说明人民币稳中有升，对中国总体流动性是正面的。

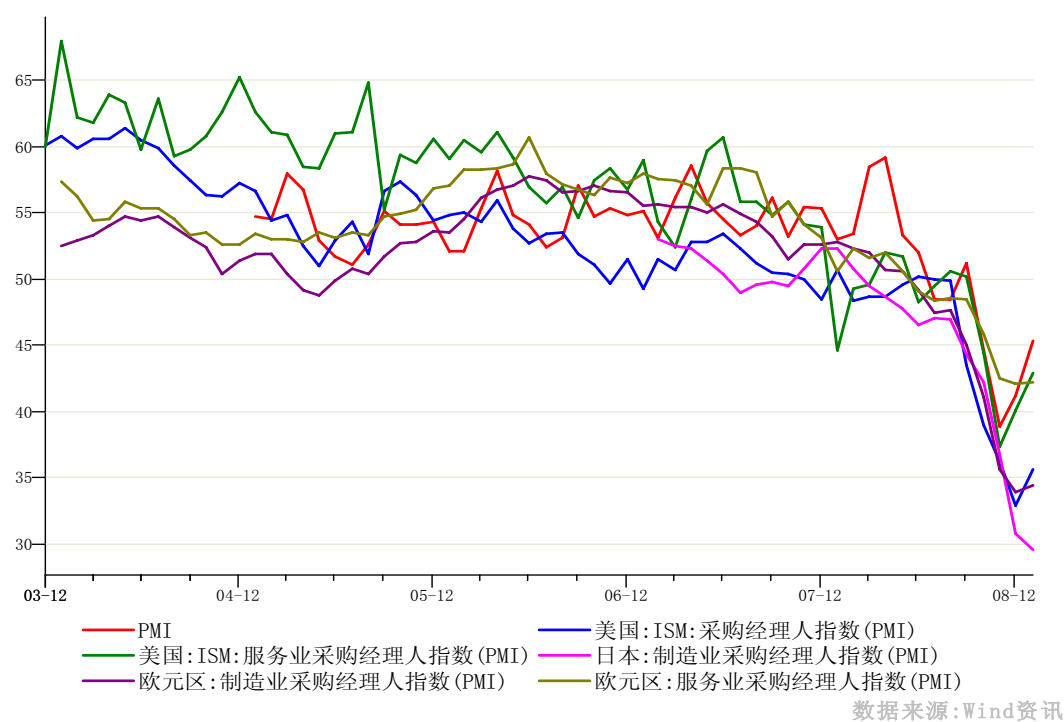
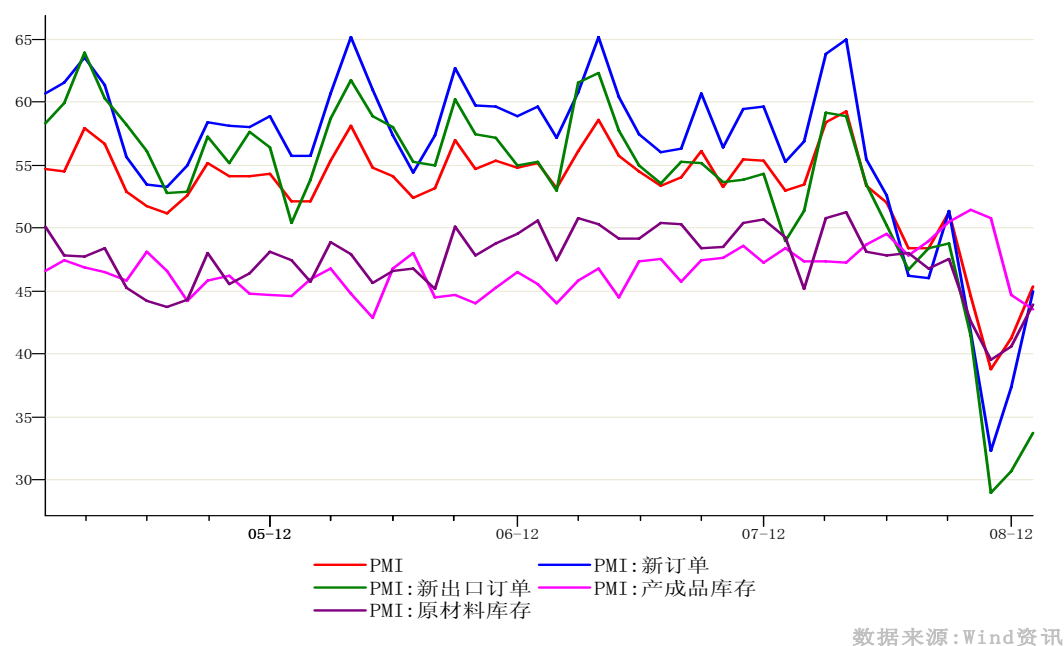


误差修正模型的结果显示，人民币汇率升值对外汇储备的增长的解释在统计上是显著的，两者是正向关系。

$$D(\text{外汇储备环比}) = 0.04 + 1.08 * D(\text{人民币兑美元汇率}) + 0.64 + \text{残差}$$

P 值: (0.81) (0.04) (0.00)

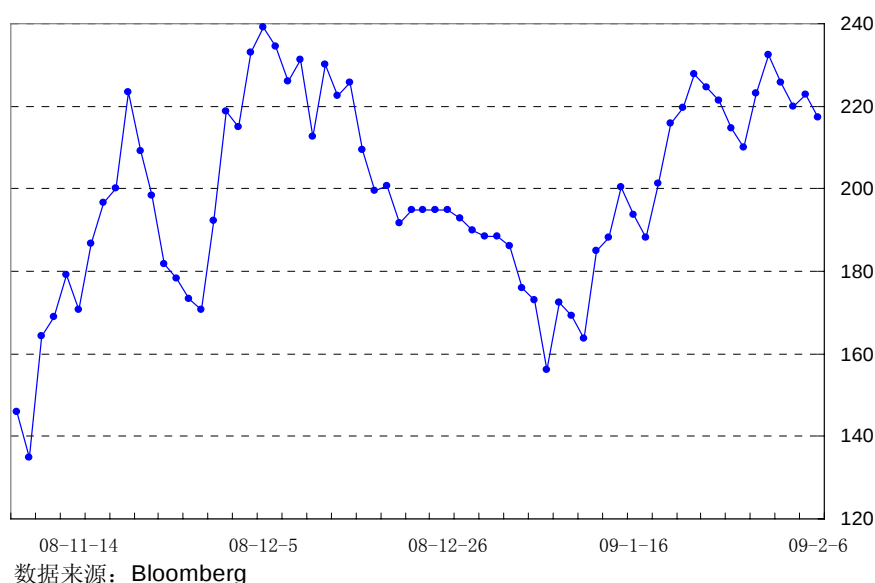
PMI 指数校准，中国经济已经复苏



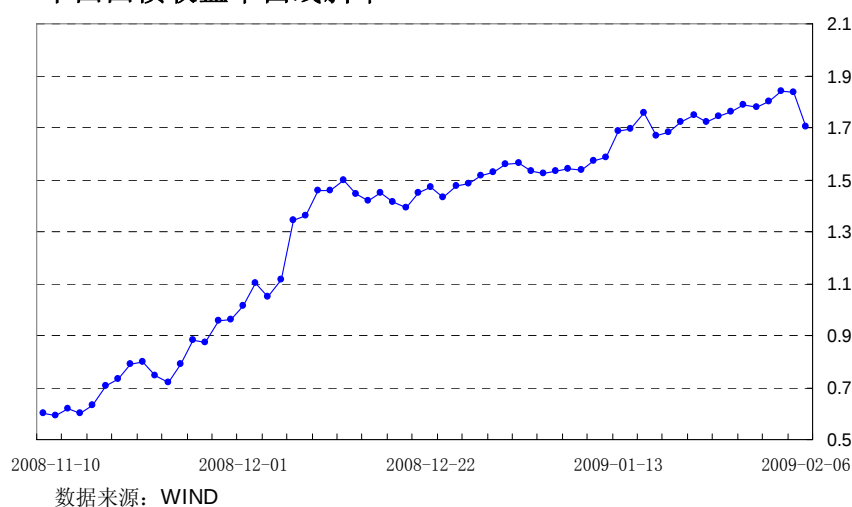
从上图可以看出，中国情况目前最好，美国其次；考量中国春节因素校准，中国 2009 年 1 月 PMI 指数其实已经上行破 50，显示经济已经步入复苏通道。

中国国债 CDS 与收益率曲线斜率观察

中国国债CDS



中国国债收益率曲线斜率



中国主权 CDS 显示，中国国家主权风险已经下行；中国国债收益率斜率观察，并依据大论资产轮动理论倒推，中国 CPI 表述的通缩将很快结束，考量旱灾因素，食品价格（占 CPI 权重 1/3）不仅不会下行，会有上行空间。

结论：

宽松的货币政策和积极的财政政策之前提，是积极的股市政策和稳健的汇率政策，关于这一点，中央有关领导比我们看得更清晰。此外，中国主权 CDS 发展中国家最好（仅次于新加坡），2009 年全世界游资都要来中国觅食，到时候恐怕中国国家外汇管理局忙不过来，要招聘新员工监控外国游资大规模进入中国。

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 52 篇 (宏观系列 44 篇, 宏观 TALKS 系列 8 篇), 金融工程与资产配置系列报告 33 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; Sihai Fang 教授关于宏观经济以及金融工程之新基础理论: 周期变频及多阶拐点理论。
- **翟建业**, 金融学硕士, 宏源证券研究所见习生, 从本科高年级起, 在 Sihai Fang 教授指导下发表学术论文 2 篇, 宏观分析报告 12 篇。