



2009 年 4 月 2 日

宏观经济

中金公司研究部

联系人: 哈继铭 hajiming@cicc.com.cn

刘奥林 liuolin@cicc.com.cn

沈建光 shenjg@cicc.com.cn

邢自强 xingzq@cicc.com.cn

范尚祯 fankelvin@cicc.com.cn

徐 剑 xujian2@cicc.com.cn

## 宏观新动向

### —1 季度经济回顾与展望

#### 要点:

**国内外基本面向好转迹象:** 近期中国实体经济的领先指标出现多个“第一次”: 发电量、房地产与汽车销售量、新开工项目计划投资、制造业 PMI 均呈现反弹, CPI 也将止跌回升。我们的中金综合领先指标也 13 个月来首次止住下滑企稳, 预示实体经济有好转迹象。与此同时外部环境也有所改善, 美国房市新屋开工数、房屋销售大幅上涨; 美国消费市场改善, 核心零售连续好于预期, 消费者预期指数回升; 费城制造业指数和耐用品订单回升; CPI 和 PPI 止跌回升; 德国 IFO 及 ZEW 预期指数回升, 汽车销量强劲反弹; 欧洲制造业与非制造业 PMI 趋稳。这些信号预示 2 季度中国经济环比将显著反弹。

**国内外资金面充裕:** 国内近期信贷爆发性增长, 我们估算信贷扩张带来的“准财政刺激”至少能额外带动今年 GDP 增速 1.2 个百分点。信贷扩张带动下, M2 增速高于名义 GDP 增速达创纪录的 15 个百分点, 我们编制的“中金货币条件指数”也显示中国货币条件达到历史最宽松水平。国际上, 美联储直接买债后市场流动性增加, 抵押贷款利率降至 03 年以来最低, M2 增幅明显上升; 英国等国纷纷步美国后尘采取近似零利率和数量型放松货币政策; 欧洲银行间流动性有所改善, 隔夜拆借平均指数降低; 近期资金显著流入香港市场。这些都显示国内外流动性充裕。我们的实证分析显示, 经济环比反弹与流动性充裕都有利于国内股市表现。

**在此轮危机中, 中国的基本面优于其他新兴经济体:** 主要得益于巨额的银行存款, 健康的财政状况, 较低的内外债务, 以及大量的外汇储备。大规模的财政刺激、产业振兴计划和政府对银行业的强大影响力也进一步强化了中国的优势。考虑到近期领先指标的复苏, 以及准财政刺激的力度超过预期, 我们上调今年 GDP 增速预期至 7.6~8%。

**人民币国际化进程加快和中国在国际金融体系中的地位上升:** 3 月 23 日周小川行长发文提议改革国际货币体系, 创造超主权国际储备货币, 在许多国家政府官员和投资者当中得到正面回应。尽管改革难以一蹴而就, 但可以肯定, 中国在国际货币和金融事务中的地位将得到提高, 人民币国际化的进程将加快, 人民币汇率长期看升。这些将对中国经济和资本市场产生深远的意义。我们的研究显示, 从经济规模、国际需求、币值稳定性来衡量, 人民币已初步具备了国际化的可能性, 中国可从中享受包括国际铸币税、提高货币政策独立性、为外贸和对外投资活动提供便利、为本国金融机构带来新业务收入、推动国际金融中心建设等好处。历史经验也显示, 本币国际化过程中一国资产对于国际的吸引力上升, 资产价格受益上扬。

**投资启示:** 力度较强的刺激政策使得中国短期内能够确保经济相对较高的增长, 再加上人民币国际化进程, 都将使人民币资产受到国际投资者更多青睐, 同时有利于中国发展国际金融中心。中长期来看, 全球的宽松货币政策和高债务将抬高未来通胀压力, 推升大宗商品和资源价格。

## 目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一：近期领先指标显示中国经济企稳迹象 .....           | 5  |
| 二：外围环境有所好转 .....                   | 10 |
| 1. 美国救市方案相继出台成效渐现 .....            | 10 |
| 2. 欧洲银行间市场和实体经济亦有所改善 .....         | 15 |
| 三、中国在新兴市场中具备相对优势 .....             | 18 |
| 四、人民币国际化进程加快有利于资产价格 .....          | 21 |
| 1：人民币初步具备了国际化的可能性 .....            | 21 |
| 2：人民币国际化的好处 .....                  | 24 |
| 3：货币国际化对于资产价格的深远意义 .....           | 25 |
| 附录一：对周小川行长《关于改革国际货币体系的思考》的评论 ..... | 31 |
| 附录二：近期香港资金流入明显 .....               | 34 |

## 插图

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图 1：发电量有望 6 个月来首次止跌回升 .....                    | 5  |
| 图 2：1-2 月新开工项目计划总投资增速创有史以来最高 .....             | 5  |
| 图 3：房地产成交量回暖 .....                             | 6  |
| 图 4：汽车销量回暖 .....                               | 6  |
| 图 5：采购经理人指数 PMI 有望重回 50 以上 .....               | 6  |
| 图 6：中金经济综合领先指标 13 个月以来首次企稳 .....               | 7  |
| 图 7：中国货币条件达到历史最宽松水平 .....                      | 7  |
| 图 8：信贷扩张带来“准财政刺激” .....                        | 8  |
| 图 9：调整后的 09 年经济指标预测 .....                      | 8  |
| 图 10：股市表现与货币供应量和经济环比增速正相关，与其前期股指水平负相关 .....    | 9  |
| 图 11：2 季度股市表现的敏感性分析 .....                      | 9  |
| 图 12：市场流动性增加，通缩威胁逐渐减少 .....                    | 10 |
| 图 13：金融市场情绪回稳 .....                            | 11 |
| 图 14：抵押贷款利率下降，购房抵押贷款申请数量上升 .....               | 12 |
| 图 15：美国房屋价格回升，新屋开工数显著反弹 .....                  | 12 |
| 图 16：住房销售显著高于市场预期 .....                        | 12 |
| 图 17：购房者负担能力显著上升 .....                         | 13 |
| 图 18：私人收入和消费上升，核心零售额上升 .....                   | 14 |
| 图 19：费城制造业指数和耐用品订单上升 .....                     | 14 |
| 图 20：银行间市场企稳 .....                             | 15 |
| 图 21：Ifo 与 ZEW 预期指数持续反弹 .....                  | 16 |
| 图 22：德国汽车销售反弹 .....                            | 16 |
| 图 23：制造业与非制造业 PMI 企稳 .....                     | 17 |
| 图 24：中国是新兴市场国内银行存款占比最高之一 .....                 | 18 |
| 图 25：中国是新兴市场公共债务占比最低之一 .....                   | 19 |
| 图 26：中国的经常账户顺差和外汇储备对外债覆盖率均属最高之列 .....          | 19 |
| 图 27：近年来中国不良贷款率大幅下降，资本与资产比率上升，但依然相对较低 .....    | 20 |
| 图 28：然而，近年来投资和消费之间的不平衡将在这轮危机中引起严重的产能过剩问题 ..... | 20 |

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 29: 日本占全球 GDP 的比重上升推动日元国际化 .....           | 21 |
| 图 30: 中国货币地位与经济实力不符 .....                    | 22 |
| 图 31: 中国在国际金融机构中的地位与经济实力不符 .....             | 23 |
| 图 32: 周小川行长发文后, 国际市场上人民币贬值预期消失, 升值预期再起 ..... | 25 |
| 图 33: 近期港股大幅上扬 .....                         | 25 |
| 图 34: 1980 年代日元国际化: 日本贸易结算中日元计值比率上升 .....    | 26 |
| 图 35: 日元国际化期间日本资产价格涨幅高于其他国家 .....            | 26 |
| 图 36: 日元国际化期间日本股市市值大幅增长 7 倍 .....            | 27 |
| 图 37: 美元 1920 年代国际化: 占主要国家外汇储备的比重上升 .....    | 27 |
| 图 38: 美元国际化期间, 资产价格涨幅高于其他主要国家 .....          | 28 |
| 图 39: 美元国际化期间, 美国股市市值大幅上升 .....              | 28 |
| 图 40: 发达国家已纷纷步入零利率和数量型宽松政策 .....             | 29 |
| 图 41: 美国基础货币供应量暴涨, 但货币乘数萎缩抑制了广义货币 .....      | 29 |
| 图 42: 高负债对经济增长产生负面影响 .....                   | 30 |
| 图 43: 经济增长与劳动年龄人口比率正相关 .....                 | 30 |
| 图 44: 未来主要发达国家老龄化, 影响经济增速和偿债能力 .....         | 30 |
| 图 46: 中国外汇储备 1-2 月可能缩水 .....                 | 33 |
| 图 47: 中国外汇储备 1-2 月可能缩水 .....                 | 33 |
| 图 48: 资金流入使香港流动性保持充裕, 并推高港元汇率 .....          | 34 |
| 图 49: 香港银行间流动性充裕使利率处于低水平, 并持续低于美元利率 .....    | 34 |
| 图 50: 香港银行间流动性与股指的变化呈正相关 .....               | 35 |
| 图 51: 注资前: 金管局、银行和客户的资产负债表 .....             | 35 |
| 图 52: 注资后: 金管局、银行和客户的资产负债表 .....             | 36 |

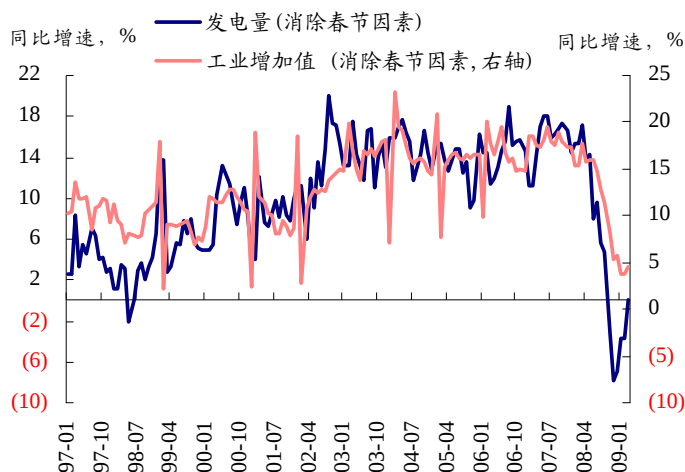
我们于去年 9 月曾提出“半年不炒股，两年不买房。眼前现金为王，短期买债券，长期买资源”。目前半年时间已过，国内外宏观均出现新动向：中国经济一些领先指标显现企稳迹象，外围环境也有所好转；中国基本面相对于其他西方国家以及新兴市场明显占优；国内外资金面也转趋充裕。另外，中国在 G20 会议前对于改革国际货币体系的倡议显示，中国在国际货币和金融事务中的地位将得到提高，人民币国际化的进程将加快，这将对中国经济和资本市场产生深远的意义。且全球的宽松货币政策和高债务将抬高未来通胀压力，推升大宗商品和资源价格。因此，我们认为目前现金过剩难为王，债券已过顶部，资产价格和资源更具吸引力。

## 一：近期领先指标显示中国经济企稳迹象

1-2 月份中国主要经济指标呈现较大背离，滞后或同步指标大多数恶化，包括工业增加值、外贸、社会零售、企业利润等，但固定资产投资高企（即使扣除低基数原因也有所反弹），部分抵消了出口与消费放慢的影响。而更为重要的是，众多领先指标均有所好转，创出多个“第一次”：

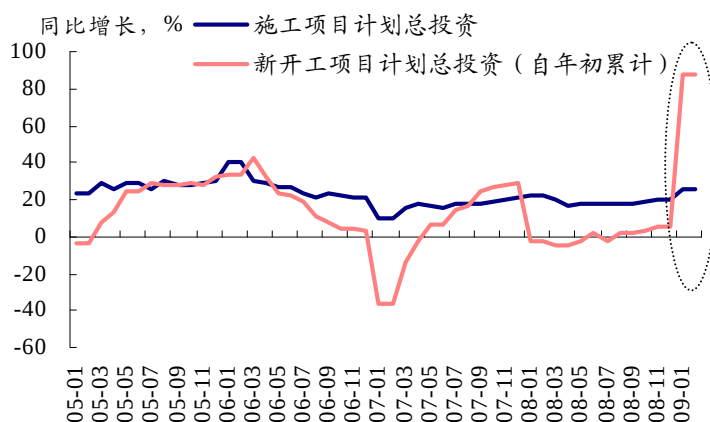
1. **工业生产的领先指标——发电量有望首次止跌回升**：自去年 10 月开始连续 5 个月发电量同比下降（今年前两月发电量同比下滑 3.7%），自 3 月份起这一局面有望改变，重回正增长（图 1）。此外，1-2 月新开工项目计划总投资同比大幅上升 88%，为有史以来最高，也预示着 2~3 季度基础设施投资的发力将更为明显（图 2）。

图 1：发电量有望 6 个月来首次止跌回升



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 2：1-2 月新开工项目计划总投资增速创有史以来最高



资料来源：CEIC、中金公司研究部

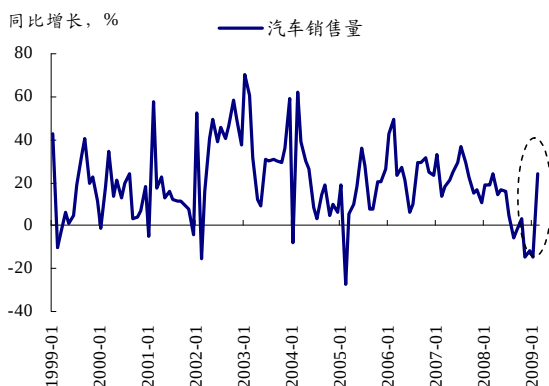
2. 消费的领先指标——房地产销售量与汽车销售量有所回暖：全国商品房销售面积一改去年 2 月份以来的下滑势头，今年 1-2 月同比已重回正增长（图 3）。汽车销量增速也一改自去年 6 月以来的不断下滑趋势，1-2 月强劲反弹至正增长（图 4）。

图 3：房地产成交量回暖



资料来源：CEIC、中金公司研究部

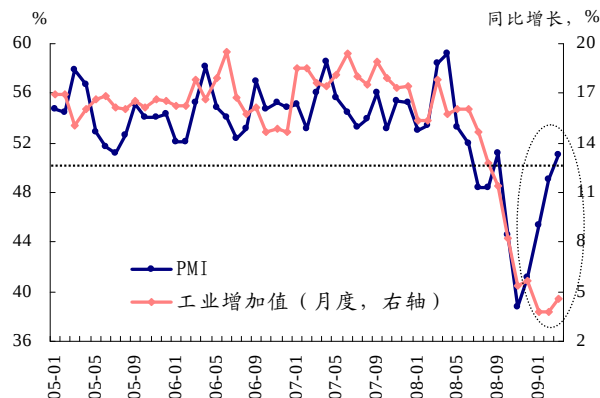
图 4：汽车销量回暖



资料来源：CEIC、中金公司研究部

3. 制造业 PMI 有望首次重回 50 收缩线之上：伴随刺激政策效果渐显，预计 2 季度开始，中国制造业采购经理人指数（PMI）有望 6 个月来首次回到 50% 收缩线以上，工业增加值增速也将从前两个月的 3.8% 有所回弹（图 5）；

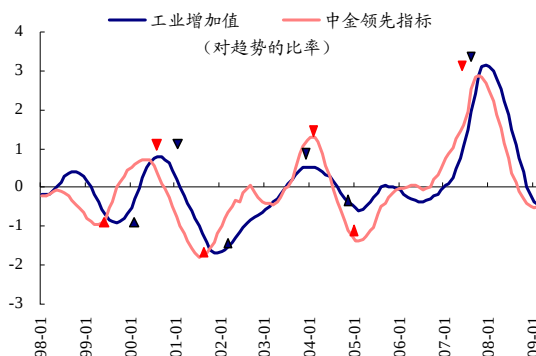
图 5：采购经理人指数 PMI 有望重回 50 以上



资料来源：CEIC、中金公司研究部

4. 我们编制的“中金综合领先指标”13个月以来首次走稳：这一指标由去除了季节性和趋势因素的发电量、水泥产量、商品房销售量、汽车销量、OECD 领先指标等构成，在过去历次周期中领先工业生产 2~3 个月。目前这一指标中的发电量、房地产销量逐渐走稳，水泥产量、汽车销量则开始反弹，总体综合领先指标也已走稳（图 6）。

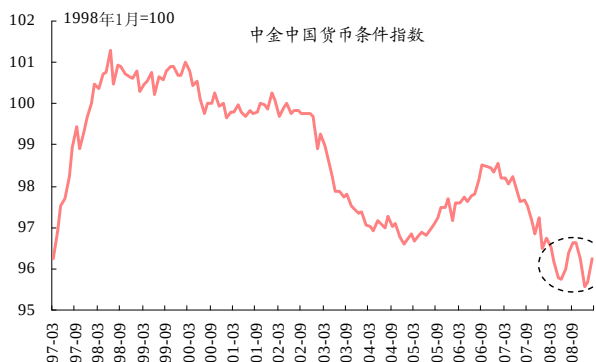
图 6：中金经济综合领先指标 13 个月以来首次企稳



资料来源：CEIC、中金公司研究部

5. 中国货币条件达到历史最宽松水平：我们编制的“中金中国货币条件指数”是实际有效汇率、实际利率、货币供应量的变化的加权平均，以全面衡量货币条件。这一指数显示，近期信贷爆发性增长使得 M2 货币供应量增速高企，尽管实际有效汇率有所攀升，但综合而言目前中国的货币条件已处于历史上最为宽松的水平（图 7）。1 季度 M2 与名义 GDP 增速之差达到创历史纪录的 15 个百分点，彰显流动性极其充裕。

图 7：中国货币条件达到历史最宽松水平

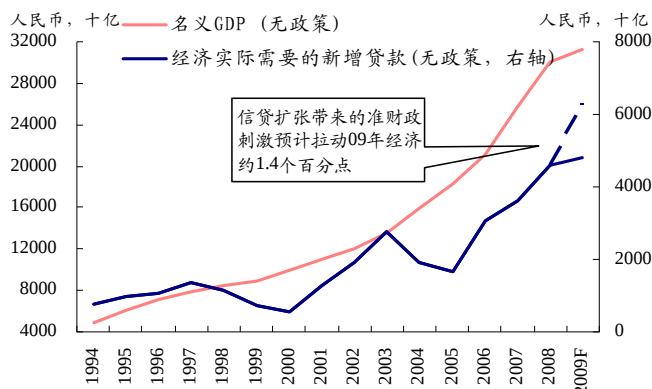


资料来源：CEIC、中金公司研究部

考虑到信贷扩张带来的准财政刺激，以及近期先行指标的复苏，我们上调今年 GDP 增长预期至 7.6~8%：除了 9500 亿的预算赤字将对今年经济增长带来约 2.2 个百分点的财政激励作用外，政府推动的信贷扩张带来的“准财政刺激”也将为今年经济“保八”添砖加瓦。中国老百姓的高储蓄率为银行放贷提供了基本资金保障（中国银行存款占 GDP 的比例在 160%，为全球最高之一），中国银行业不存在去杠杆化需求，且政府对于银行的影响力较大，这些都使得中国使用信贷投放来进行“准财政刺激”远较其他国家容易。预计今年 1 季度贷款投放可能达 3.5 万亿，相当于 2007 年全年的贷款规模，今年全年贷款投放预计不低于 6 万亿。而我们的估算显示，如不考虑政策，今年实体经济原本需要的信贷投放仅为 4.8 万亿，超出的贷款部分可被视为“准财政刺激”（图 8），大约能额外带动今年 GDP 增速 1.4 个百分点（根据贷款对于经济增长的短期弹性估算）。财政与准财政刺激共能至少拉动今年经济增长 3.6 个百分点，再考虑到近期领先指标的复苏，我们上调今年 GDP 增速预期至 7.6~8%（资本形成总额增速由 11.2%上调至 11.9%，图 9）。预计 2 季度季

节调整后的 GDP 环比增长达 3% 以上（1 季度约为 1.7%），同比增速也将从 1 季度的历史低点回升。

图 8：信贷扩张带来“准财政刺激”



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 9：调整后的 09 年经济指标预测

| 实际同比增速 %<br>(除非额外注明)    | 2006        | 2007        | 2008        | 2009F<br>(考虑政策)* | 2009上半年<br>(考虑政策) | 2009下半年<br>(考虑政策) |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|------------------|-------------------|-------------------|
| <b>GDP</b>              | <b>11.6</b> | <b>13.0</b> | <b>9.0</b>  | <b>7.6~8*</b>    | <b>6.7</b>        | <b>8.4</b>        |
| <b>最终消费支出</b>           | <b>10.4</b> | <b>10.9</b> | <b>10.1</b> | <b>9.3</b>       | <b>7.9</b>        | <b>9.7</b>        |
| 城镇居民                    | 11.5        | 11.6        | 8.6         | 6.5              | 6.3               | 6.7               |
| 农村居民                    | 7.2         | 8.2         | 9.0         | 6.4              | 6.3               | 6.5               |
| <b>政府</b>               | <b>10.5</b> | <b>11.4</b> | <b>13.0</b> | <b>15.0</b>      | <b>14.5</b>       | <b>15.5</b>       |
| <b>资本形成总额</b>           | <b>14.1</b> | <b>13.7</b> | <b>10.1</b> | <b>11.9</b>      | <b>10.2</b>       | <b>13.6</b>       |
| 私人                      | 14.3        | 14.1        | 10.0        | 5.7              | 5.3               | 6.1               |
| 政府                      | 12.0        | 10.8        | 11.1        | 60.0             | 45.0              | 75.0              |
| <b>出口</b>               | <b>23.9</b> | <b>19.8</b> | <b>8.0</b>  | <b>-12.0</b>     | <b>-13.0</b>      | <b>-11.0</b>      |
| <b>进口</b>               | <b>16.0</b> | <b>13.9</b> | <b>6.5</b>  | <b>-12.0</b>     | <b>-13.0</b>      | <b>-11.0</b>      |
| <b>净出口（对 GDP 增速的贡献）</b> | <b>2.2</b>  | <b>2.3</b>  | <b>1.1</b>  | <b>-1.0</b>      | <b>-1.1</b>       | <b>-0.9</b>       |
| <b>参考项目</b>             |             |             |             |                  |                   |                   |
| 社会消费品零售总额               | 12.5        | 12.5        | 14.8        | 11.6             | 11.2              | 12.0              |
| 城镇固定资产投资                | 22.7        | 21.5        | 15.8        | 19.0             | 20.0              | 18.0              |
| <b>CPI</b>              | <b>1.5</b>  | <b>4.8</b>  | <b>5.9</b>  | <b>-0.3</b>      | <b>-0.9</b>       | <b>0.2</b>        |
| 非食品                     | 1.0         | 1.1         | 1.7         | -0.5             | -0.8              | -0.3              |
| 食品                      | 2.3         | 12.3        | 14.3        | 0.1              | -1                | 1.2               |
| <b>PPI</b>              | <b>3.0</b>  | <b>3.1</b>  | <b>6.9</b>  | <b>-5</b>        | <b>-6</b>         | <b>-4</b>         |
| 电力消费                    | 13.7        | 15.3        | 5.2         | 2.4              | 2.0               | 2.8               |
| 人民币名义有效汇率（升值幅度，%）       | -1.5        | 1.7         | 12.9        | 0                | 0                 | 0                 |
| 1 年期贷款利率（%）             | 6.12        | 7.47        | 5.31        | 4.77             | 5.04              | 4.77              |

注：\*各成分预测是基于 7.6% 的 GDP 增速

资料来源：CEIC、中金公司研究部

货币条件宽松和经济环比反弹，以及前期股市跌入低位，均有利于接下来股市表现：我们的实证分析显示，股市表现与货币供应量和经济的环比增速呈正相关，与其前期股指水平呈反相关（图 10）。这意味着近期信贷爆发性增长从而推高 M2，以及政府刺激带动经济 2-3 季度环比反弹，将对股市表现形成有力支撑；而股市前期的持续疲弱也对于反弹力度形成支撑。我们的敏感性分析显示，GDP 环比增速反弹对股市的推动作用最大，M2 次之（图 11）。

图 10: 股市表现与货币供应量和经济环比增速正相关, 与其前期股指水平负相关

| 样本区间              | 1992Q1-2008Q4 |      |
|-------------------|---------------|------|
| 因变量               | ΔLOG (上证综指)   |      |
| 统计回归结果:           |               |      |
| 自变量               | 回归参数估计        | p值   |
| LOG (货币供应量)       | <b>0.168</b>  | 0.00 |
|                   | 4.17          |      |
| ΔLOG (GDP (季节调整)) | <b>1.574</b>  | 0.09 |
|                   | 1.71          |      |
| LOG (上证综指 (前一期))  | <b>-0.315</b> | 0.00 |
|                   | -5.07         |      |
| ΔLOG (上证综指 (前一期)) | <b>0.294</b>  | 0.00 |
|                   | 2.93          |      |
| ΔLOG (上证综指 (前三期)) | <b>0.476</b>  | 0.00 |
|                   | 4.72          |      |
| 常数项               | <b>0.601</b>  | 0.05 |
|                   | 2.03          |      |

资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 11: 2 季度股市表现的敏感性分析

| GDP和M2对上证综指的敏感性分析 |       |       |
|-------------------|-------|-------|
|                   | GDP   | M2    |
| 09年2季度同比预测        | 6.6%  | 22.0% |
| 相应的季度环比           | 3.5%  | 4.8%  |
| 对上证综指的弹性          | 1.6   | 0.2   |
| 对2季度上证综指的影响       | +5.6% | +1.0% |

资料来源: CEIC、中金公司研究部

## 二：外围环境有所好转

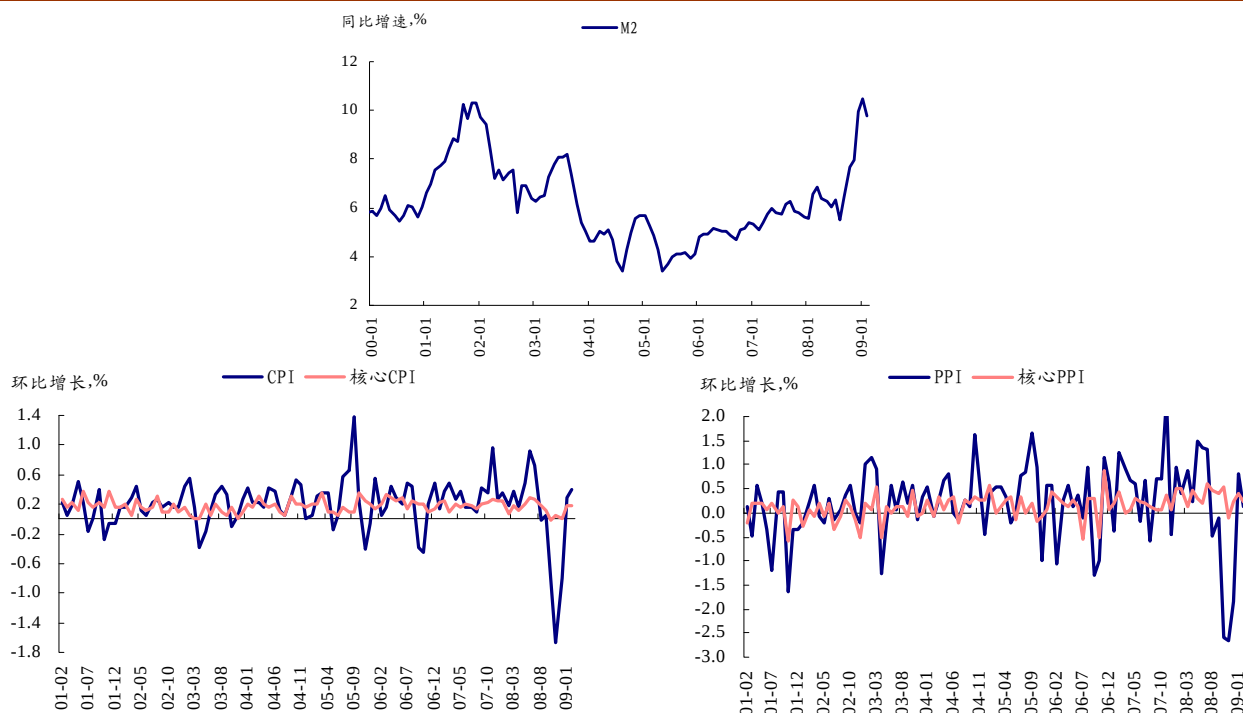
### 1. 美国救市方案相继出台成效渐现

**财政刺激措施将显著拉动经济。**奥巴马上台后便迅速通过了总计高达 7870 亿美元的“美国复兴和再投资计划”，相当于 GDP 5.5% 的经济刺激计划包括大幅增加政府支出和大规模减税。其中，政府支出总额占整个方案 2/3 的成本，而减税计划占 1/3 的成本。我们在报告《财政刺激能否挽救世界经济？》中已指出，在金融机构贷款标准持续收紧的情况下，货币政策在金融危机中对实体经济产生效果的时滞较长，而财政刺激则能较迅速对经济产生显著的拉动作用。我们认为美国此轮财政刺激措施将显著拉动经济，原因有三：1) 历史经验表明，美国 2001 及 2008 年的退税计划均对拉动经济起到了可观的作用；2) 本次财政刺激方案规模大，且美国财政乘数高；3) 美国仍有基建空间，不会重演日本 90 年代资源浪费的现象。IMF 在最新发表的报告中指出，美国政府的财政刺激计划能于 2009 和 2010 年分别拉动 GDP 1.3 和 1.4 个百分点。

**货币政策渐显成效，市场流动性增加，通缩威胁逐渐减少。**美联储从去年年底开始已把基准利率下调至 0-0.25% 目标区间内，最近更表示将开始购买总额 3000 亿美元的长期国债，以降低国债收益率带动各类消费和商业贷款利率走低，以及较快的控制通缩，提高通胀预期。而美联储此前相继出台的工具已成功为银行间市场提高流动性，其资产负债表规模从 08 年 9 月的 8000 多亿上升至目前的 2,0000 亿美元。最近市场流动性亦终于有所增长：

- 2 月份 M2 同比增幅已从去年雷曼倒闭后的 7% 水平上升至 10% 的水平；
- 2 月份 CPI 环比上升 0.4%，连续第二个月上升，而此前已有三个月连续下降；2 月份 PPI 环比上涨 0.1%，亦是连续第二个月上升，而此前已有五个月连续下降。

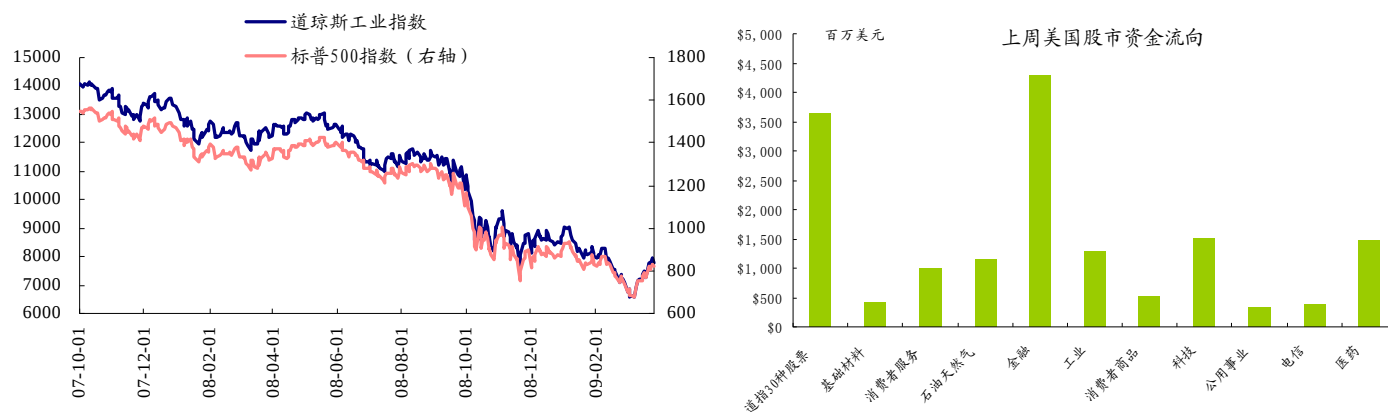
图 12：市场流动性增加，通缩威胁逐渐减少



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

**金融市场情绪回稳。**核心内容为拯救深陷困境的银行的“金融稳定计划”在 2 月推出，其中如何处理金融机构问题资产的方案详情更于早前公布。为了把问题资产剥离以杜绝金融机构的病根，且在成效及风险间取得较佳的平衡，财政部将从 7000 亿美元问题资产救助方案（TARP）中拨出 750 亿美元至 1000 亿美元成立“公私联合投资项目”（Public-Private Investment Program），通过与美联储及美国联邦存款保险公司（FDIC）合作为私人投资者提供融资帮助，从而使更多私有资本参与到银行业问题资产的收购活动中。经过新政府的一番努力，市场情绪有所回稳，不但金融市场已没有再出现像去年雷曼倒闭后的大幅波动，资金更开始重新流入股票市场，主要股指最近录得显著升幅，此前被大幅抛售的金融类股份亦录得较显著的反弹。

图 13：金融市场情绪回稳

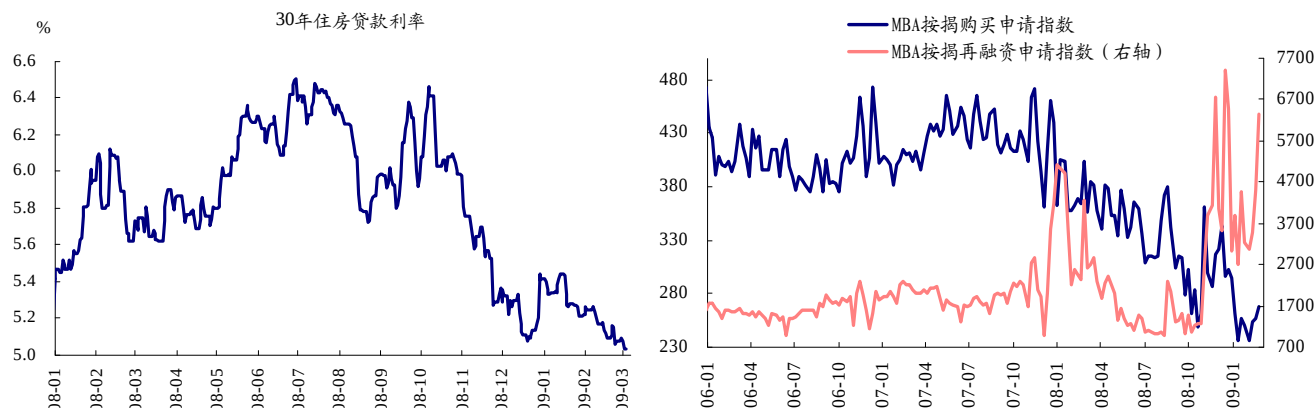


资料来源：华尔街日报，中金公司研究部

**房市出现好转迹象。**救助房市政策相继出台，如较早前推出的“购房者偿付能力与稳定计划”，主要内容包括提升房主偿债能力，放宽抵押再融资限制，以及加大对“两房”的注资，旨在帮助至多 900 万人对抵押贷款进行修改和再融资，稳定住房市场。最近美联储还把当前购买两房债证和抵押贷款融资机构证券计划的规模扩大至 1.45 万亿美元，以给住房市场更大的支持。因此，最近房市出现好转迹象：

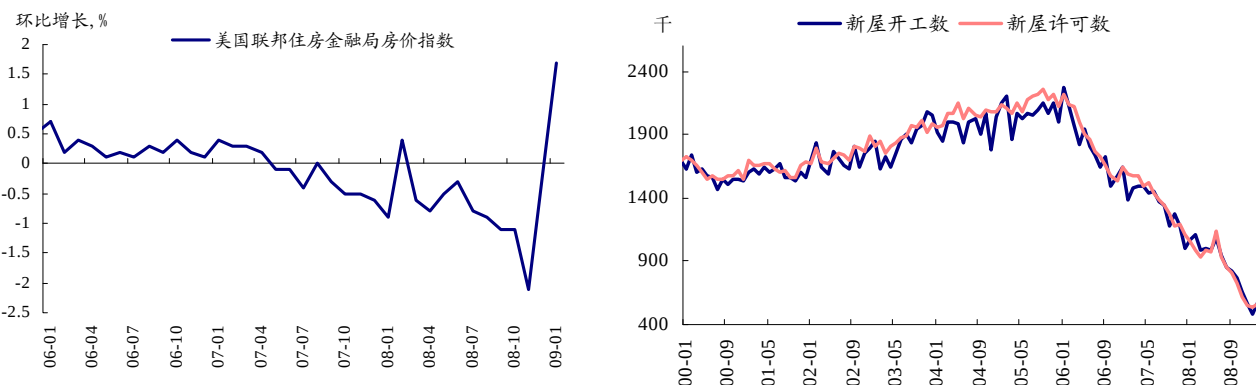
- 美联储宣布进一步扩大购买 MBS 计划规模后，成功进一步压低抵押贷款利率至 5%，为 03 年 6 月以来最低水平；购房抵押贷款申请数量于计划公布后录得 32.2% 增长（图 14）。
- 1 月份美国联邦住房金融局房价购买指数环比上涨 1.7%，自 08 年 2 月以来首次录得增长（图 14）；
- 2 月份新屋开工数从 1 月份的年化 47.7 万套上升至年化 58.3 万套，环比大幅上升 22.2%（图 15）；
- 2 月份新屋销售量环比上升 4.7%，为 33.7 万套。待售新屋库存下跌至 33 万套，按照当前的销售速度，存货出清时间从 1 月份的 12.9 个月降至 12.2 个月（图 16）；
- 2 月份成屋销售量环比上升 5.1%，为 472 万套；独栋房屋和连排房屋销售量分别上升 4.4% 和 11.4%。成屋存货出清时间为 9.7 个月，与上月持平（图 16）；

图 14: 抵押贷款利率下降, 购房抵押贷款申请数量上升



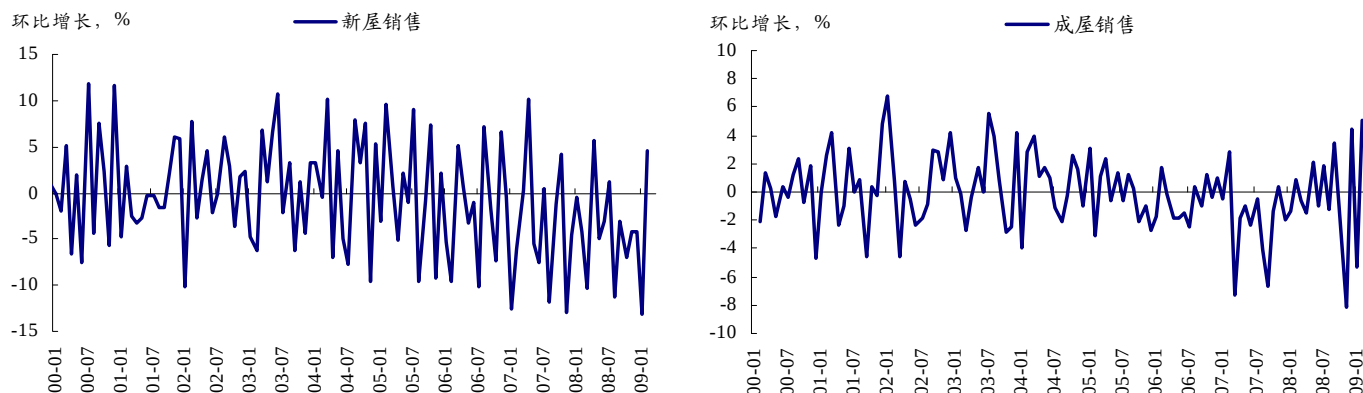
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图 15: 美国房屋价格回升, 新屋开工数显著反弹



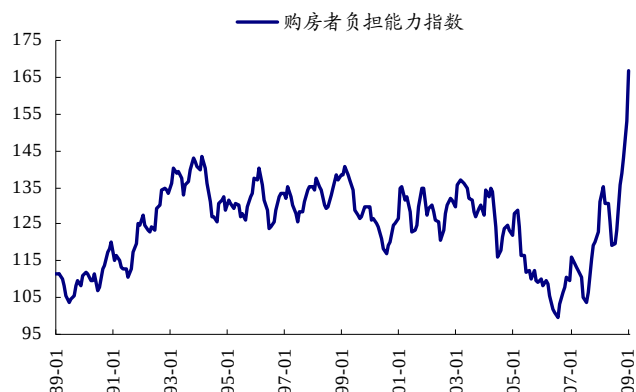
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图 16: 住房销售显著高于市场预期



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图 17: 购房者负担能力显著上升

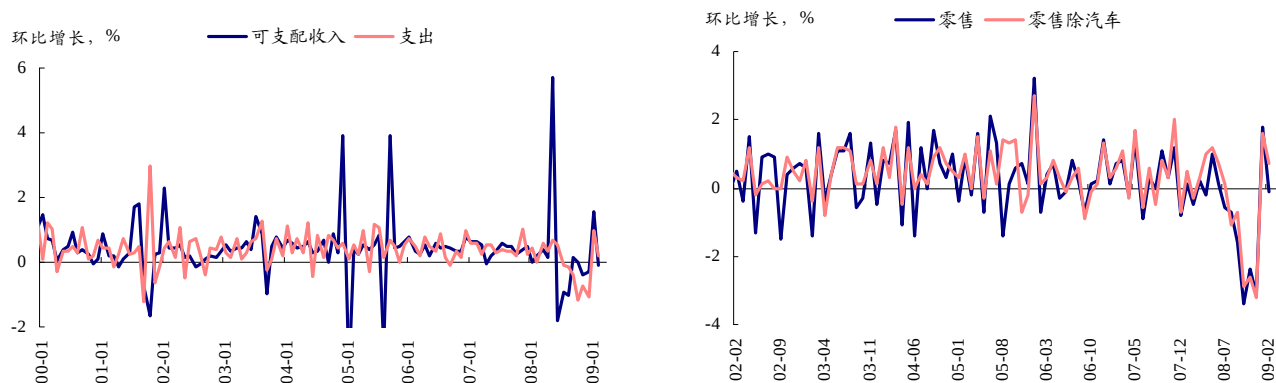


资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

**消费市场逐渐改善。**美联储于去年年底成立定期资产抵押证券贷款工具(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF),向那些持有“AAA”评级资产抵押证券(Asset-Backed Securities, ABS)的金融机构提供无追索权贷款,有关当局更于早前提高了贷款上限及扩大了担保品范围。即便有关方案于3月才正式启动,但消费市场于1、2月时已开始有改善的迹象:

- 除去汽车销售,2月份零售额环比上升0.7%,连续两个月录得好于市场预期的增长;3月份密歇根大学消费者预期指数由2月份的50.5升至53.5。
- 1月份实际个人消费环比上升0.7%,2月份降0.2%,意味着如果3月份实际个人消费不出现大幅下降,1季度私人消费将录得增长,为1季度GDP带来明显贡献;1月份个人收入较去年12月上升0.4%,个人可支配收入上升1.7%;

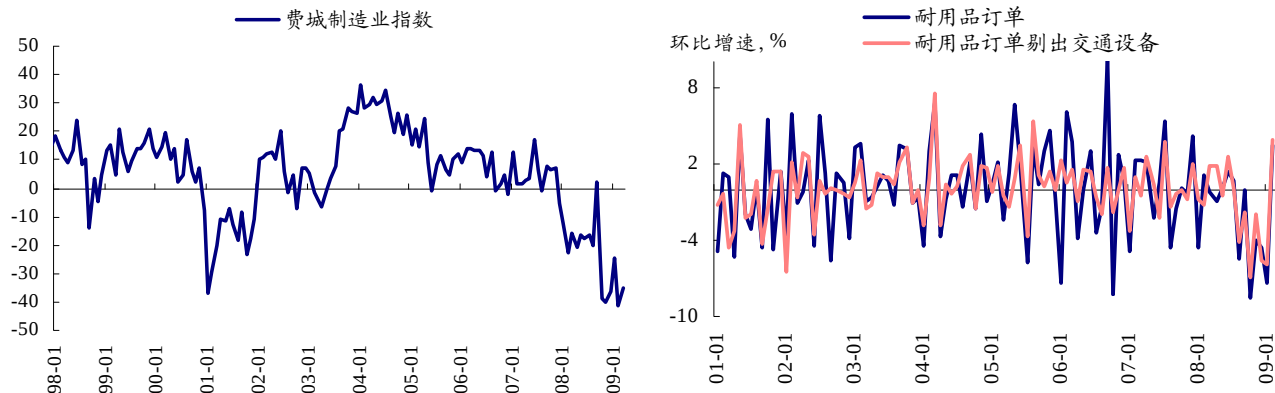
图 18: 私人收入和消费上升, 核心零售额上升



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

- 费城制造业指数回升, 耐用品订单录得显著升幅。其它经济数据亦显示美国实体经济有所好转:
- 3 月份费城联储局制造业指数从上月的-41.3 上升至-35, 装船指数从上月的-32.4 上升至-26.5;
- 2 月份耐用品订单环比上升 3.4%, 非国防和扣除飞机及零件耐用品订单数字上升 6.6%。

图 19: 费城制造业指数和耐用品订单上升



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

### 美国数据出现好转一览:

#### ➤ 房市出现好转迹象

- ◇ 1 月份美国联邦住房金融局房价购买指数自 08 年 2 月以来首次录得增长;
- ◇ 1 月份新屋开工数大幅上涨, 是连续下跌 7 个月后首次录得单月环比增长;
- ◇ 2 月份新屋销售和成屋销售分别录得 08 年 4 月和 03 年 7 月以来最大单月环比升幅;
- ◇ 抵押贷款利率降至 03 年 6 月以来最低水平。

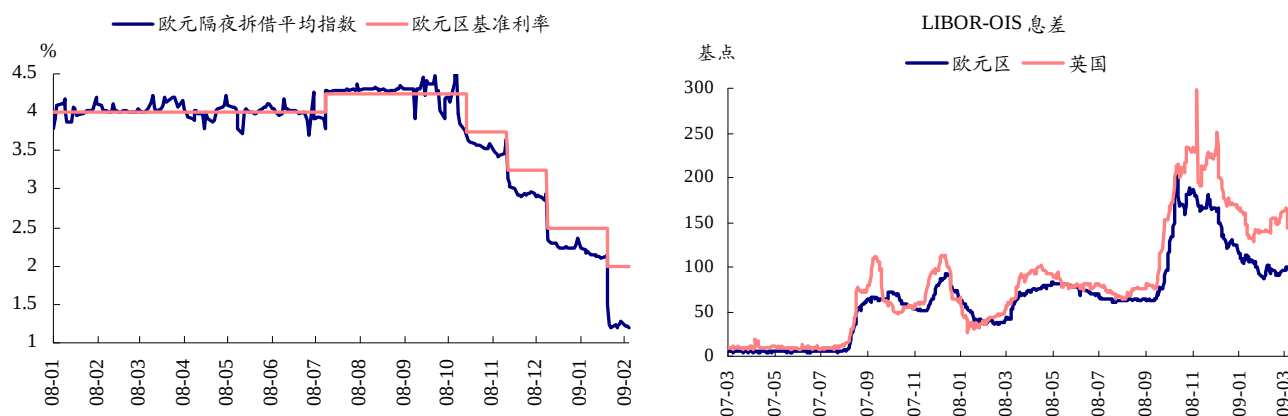
- 消费市场逐渐改善
- ✧ 核心零售额连续两个月录得好于市场预期的增长，1 月份更录得 07 年 11 月以来最大单月环比升幅；
- ✧ 个人消费增长显著，而 1 月份个人可支配收入录得自 08 年 5 月以来最大单月环比升幅；
- ✧ 3 月份密歇根大学消费者预期指数回升。
- 3 月份费城制造业指数小幅回升；
- 2 月份耐用品订单录得 07 年 12 月以来最大单月环比升幅；
- 市场流动性增加，通缩威胁逐渐减少
- ✧ M2 同比增幅已较去年雷曼倒闭后明显上升；
- ✧ 连续数月录得负增长后，CPI 和 PPI 终于在今年 1 月及 2 月连续两个月上升。
- 金融市场情绪有所回稳，资金开始重新流入股票市场。

## 2. 欧洲银行间市场和实体经济亦有所改善

欧洲央行与英格兰央行大幅减息，英格兰银行成为首个采取数量型放松货币政策的国家。欧洲央行和英格兰银行自 08 年 10 月以来均采取了大幅降息的货币政策。目前已累计减息 275 及 450 个基点，基准利率分别降至 1.5% 及 0.5% 水平，英格兰银行离零利率只有一步之遥。此外，英格兰银行已于 3 月 6 日宣布 750 亿英镑的国债和公司债购买计划，成为继日本央行和美联储之后，第一个采取数量型宽松货币政策的欧洲央行。

欧洲银行间流动性目前已有所改善。欧洲央行前期释放了大量的基础货币，欧洲银行间市场已有所改善。欧元区隔夜拆借平均指数 EONIA 已降至接近 1% 的水平。尽管 LIBOR-OIS 息差仍处于高位，但目前趋于稳定。

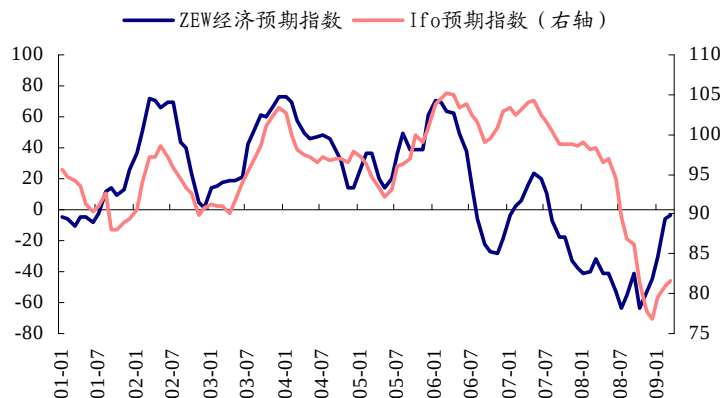
图 20：银行间市场企稳



资料来源：彭博、中金公司研究部

**IFO 与 ZEW 预期指数持续改善。**德国 3 月份 Ifo 及 ZEW 预期指数均持续反弹。尽管现状指数持续下滑，但 Ifo 预期指数上升 0.7 点至 81.6，为连续第 3 个月上升，ZEW 预期指数略微上升 2.3 点至 -3.5，为连续第 5 个月上升。显示欧洲央行大幅减息、以及生产和消费者价格增速放缓使受访者对德国未来 6 个月的经济发展前景寄予希望，悲观情绪已有所减缓。

图 21: Ifo 与 ZEW 预期指数持续反弹



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

**德国汽车零售反弹。**尽管零售额表现仍疲软，然而由于德国较高的储蓄率水平，其零售指数表现相对于英美等过度消费的国家仍算稳定。而 1 月份汽车销量更强劲反弹，在连续 4 个月大幅萎缩之后，1 月份增长了 4.1%。

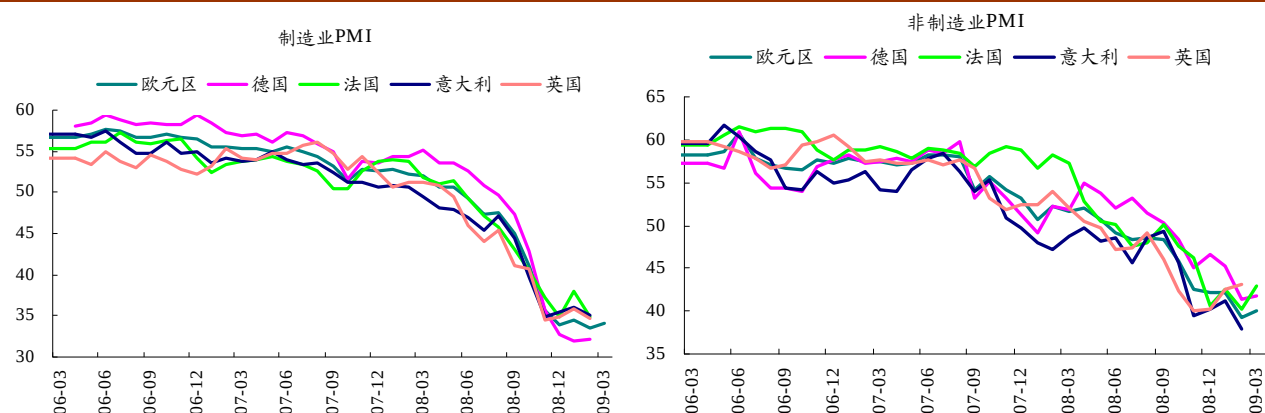
图 22: 德国汽车销售反弹



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

**制造业与非制造业 PMI 趋稳。**09 年年初以来，PMI 指数趋稳，制造业指数在 1 季度与去年 12 月份指数持平，而服务业指数亦仅下滑 2 点。英国服务业 PMI 趋于回暖。

图 23: 制造业与非制造业 PMI 企稳



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

**欧洲数据出现好转一览:**

- 德国 3 月份 Ifo 及 ZEW 预期指数连续第 3 个月及第 5 个月上升;
- 在连续 4 个月大幅萎缩之后, 1 月份德国汽车销量强劲反弹;
- 欧洲国家制造业与非制造业 PMI 趋稳。

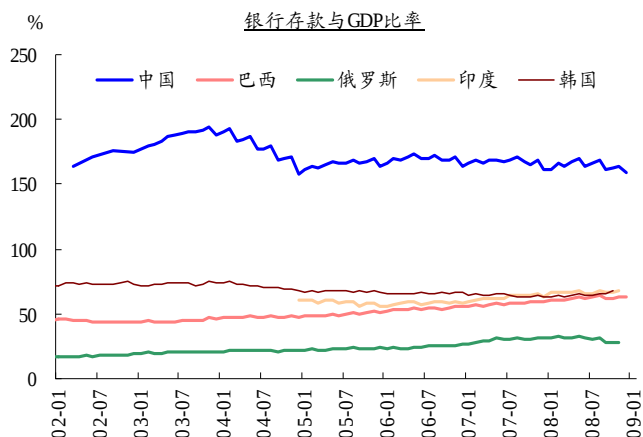
### 三、中国在新兴市场中具备相对优势

在此轮危机中，中国的基本面优于其他新兴经济体

中国的基本面主要得益于巨额的银行存款，健康的财政状况，较低的内外债务，以及大量的外汇储备。此外，中国还提供多种与高杠杆化发达经济体的资产类别不太关联的实质经济回报。大规模的财政刺激、产业振兴计划和对较弱银行的注资措施也进一步强化了中国的优势。

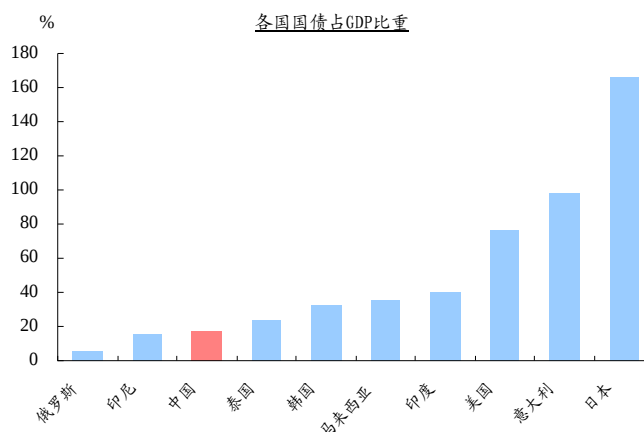
- **经济增长：**中国一直是 GDP 增长率最高的新兴市场国家之一，加上其货币政策以往较为审慎，因此如今具备了通过大幅放松来缓解通缩和经济放缓的空间。
- **银行存款：**自 2005 年以来，中国银行存款占 GDP 的比例保持在 160% 左右。这一比例为全球最高之一，为银行放贷和财政刺激计划提供了运行上的基本资金保障，也是支持经济持续增长所必需的条件（图 24）。
- **公共债务：**经过数年稳健的财政管理，中国成为公共债务最少的新兴市场国家之一。因此，由短期财政刺激计划所带来的赤字给财政可持续性带来的风险将较为有限（图 25）。
- **外部头寸：**以经常账户顺差和外汇储备对进口和外债覆盖率来衡量，中国是外部头寸最强的国家之一。部分由于中国的资本账户仍封闭和汇率相对较强劲，其资本外流情况在的新兴市场国家中为最低之一（图 26）。
- **银行健康指标：**过去几年，中国银行业健康指标大幅改善，但截止 2007 年底，其中一些指标（银行资本与风险加权资产比率、银行资本与资产比率和银行资产回报率）依然弱于其他大多数新兴市场国家（图 27）。
- **出口依赖度：**但是，从 2003 年开始，与“金砖四国”的其他成员和韩国相比，中国在出口依赖度增加的同时还出现过度投资和消费不足（图 28）。

图 24：中国是新兴市场国内银行存款占比最高之一



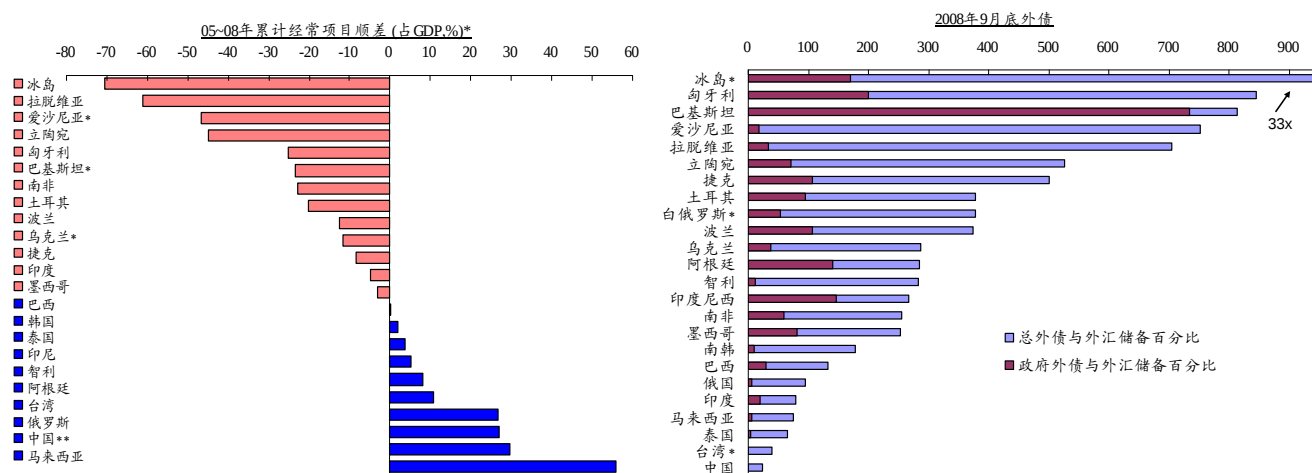
资料来源：彭博、CEIC、中金公司研究部

图 25: 中国是新兴市场公共债务占比最低之一



资料来源: 彭博、CEIC、中金公司研究部

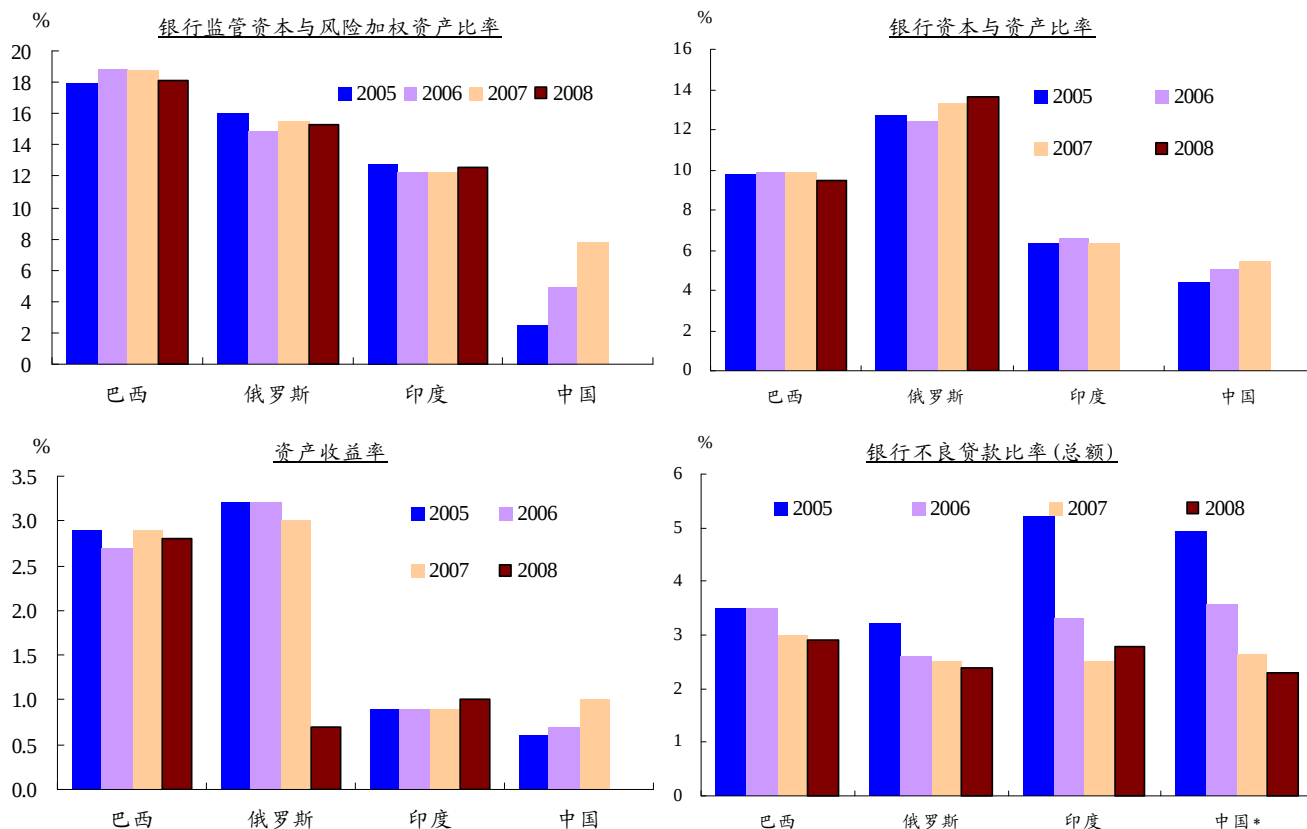
图 26: 中国的经常账户顺差和外汇储备对外债覆盖率均属最高之列



资料来源: CEIC、国际货币基金组织、世界银行、彭博、中金公司研究部;

左图: \* 经常项目顺差为截至 2008 年 3 季度数字; \*\* 2008 年 2 季度; GDP 为 2007 年数字; 右图: \* 2008 年 6 月底数字; 外汇储备为 08 年 9 月数字。

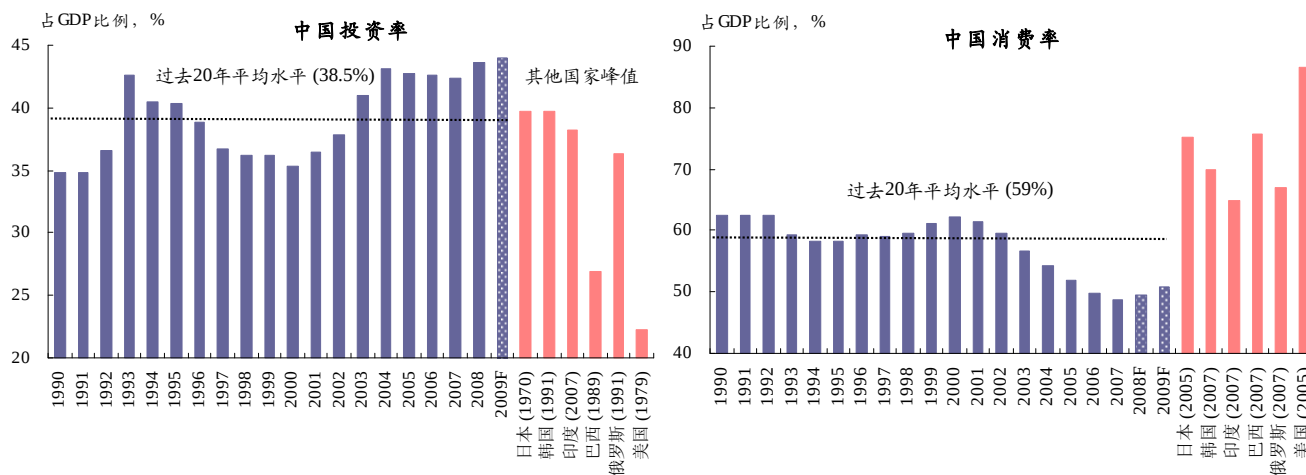
图 27：近年来中国不良贷款率大幅下降，资本与资产比率上升，但依然相对较低



资料来源：国际货币基金组织、中金公司研究部；

\* 剔除中国农业银行后的中国不良贷款。中国农业银行截止 2007 年底的不良贷款余额为 8,160 亿元。2008 年 11 月，农行剥离了 7,670 亿元不良贷款，同时中央汇金投资有限责任公司向农行注资 1,300 亿元，持有农行 50% 的股份。

图 28：中国投资和消费之间的不平衡易引起严重产能过剩



资料来源：CEIC、世界银行、中金公司研究部

## 四、人民币国际化进程加快有利于资产价格

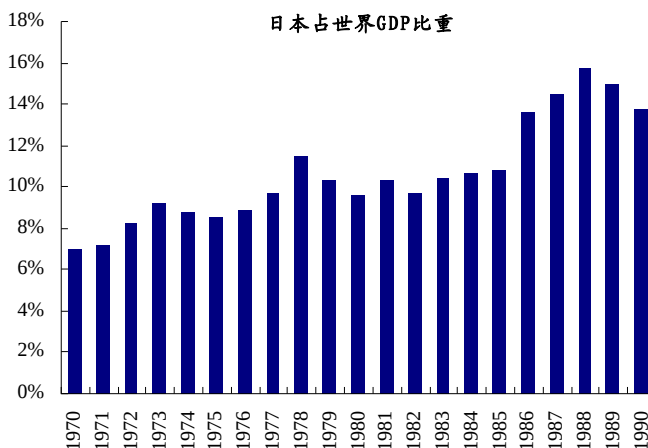
3月23日周小川行长发文提议改革国际货币体系，创造超主权国际储备货币，在许多国家政府官员和投资者当中得到正面回应。尽管改革难以一蹴而就，但可以肯定，中国在国际货币和金融事务中的地位将得到提高，人民币国际化的进程将加快，人民币汇率长期看升。这些将对中国经济和资本市场产生深远的意义。我们的研究显示，从经济规模、国际需求、币值稳定性来衡量，人民币已初步具备了国际化的可能性，中国可从中享受包括国际铸币税、提高货币政策独立性、增强在国际金融体系中的话语权、为外贸和对外投资活动提供便利、为本国金融机构带来新业务收入、推动国际金融中心建设等好处。历史经验也显示，本币国际化过程中一国资产对于国际的吸引力上升，资产价格受益上扬。

### 1: 人民币初步具备了国际化的可能性

货币国际化是受市场需求和政府推动双重力量决定的。影响一国货币国际需求的因素主要包括以下几个方面：本国经济规模、通货膨胀率、汇率波动性、以及本国金融市场的规模（是否具有大量逆差则不重要）。

1. 经济规模。一国货币的国际化，从本质上说是经济国际化的产物，是该国总体经济实力在货币形态上的反映，因此经济规模决定了该国货币在国际市场的潜在使用情况，美国的情况尤其显著，其占全球GDP的比重由20世纪初的10%上升至一战结束后的20%，带动美元地位于1920年代超过英镑。日本占全球GDP的比重从1970年的7%上升至1988年的16%（图29），也带动日元于1980年代成为储备货币之一。Chinn and Frankel 2005的研究表明，主要货币发行国在世界总产值中所占比例每上升1%，短期来看会相应地造成该货币在各中央银行的外汇储备中所占比例上升约0.1%，长期则会上升2.2%。

图 29: 日本占全球 GDP 的比重上升推动日元国际化



资料来源：Global insight、CEIC、中国财政部

2. 贸易规模。国际贸易是货币国际化的基础，货币国际化是国际贸易发展的客观要求。主要衡量指标就是进出口量占世界贸易规模的比重。除了贸易总量，在进出口贸易中对计价货币的选择和使用也会直接影响到一国货币的需求量。按照国际惯例，在发达国家之间，大部分贸易都是以出口方货币计价；发达国家和发展中国家之间的贸易更多地采用发达国家的货币或者是美元这样的世界货币。

3. 通货膨胀率、汇率波动程度：良好的国际货币体系必须具备三个特性：调整性、流动性、可信性（参见附录 1）。可信性指的是国际储备货币的保值，而能够衡量货币可信性的指标主要包括货币发行国的通货膨胀率（通胀越高，则该货币的实际购买力损失越大），以及其名义有效汇率波动程度（波动性越大，则持有该货币的风险也越大）。

4. 金融结构的完善和货币的可兑换性。要取得国际货币地位，一国的资本市场与外汇市场必须开放且高度发展。以日本为例，其政府为提升日元地位而采取的措施中，放开欧洲日元市场和建立东京离岸金融市场（如降低准入限制，实行永久性租税政策）是至关重要的步骤。为了适应日元国际化的需要，日本政府先后放开了政府短期债券市场和贴现短期国债市场。日本于 1986 年建成东京离岸金融市场，到 1990 年，非居民的日元交易量就从 192 亿美元飞速增加到 2150 亿美元，占非居民货币交易量的比重也从 21.6% 上升到 43.4%。

对比来看（图 30），我国的经济发展迅速（经济总量占世界比重已从 1978 年的 1.8% 上升到 2008 年的 7%），贸易规模日益扩大（贸易额占世界贸易额的比重已从 1978 年的 0.8% 上升到 2008 年的 10%），这两项均达到世界第三位，超过了德国、英国。中国已成为亚洲区内多数国家的首要贸易伙伴，因此从经济规模角度来看，国际对人民币的需求已存在。此外，中国的宏观经济政策稳定，汇率保持了稳定和强势，使得国内通胀率与汇率波动性在主要国家中都处于低位，增强了人民币的可信性。金融改革也不断深化，人民币已初步具备了成为国际货币的可能性。此外，中国在国际金融体系中的地位也理应得到提高，包括提升中国在国际货币基金组织、世界银行等国际金融机构的份额和投票权，以拥有更大的规则制定权。目前中国在国际货币基金组织投票权中占比仅有 3.66%，远低于经济规模相仿的日本、德国（各占 6%），以及经济规模小于中国的法国、英国（各占 5%），只略高于荷兰和比利时等小国（图 10），与自身的经济实力严重不相匹配。

图 30：中国货币地位与经济实力不符

| 储备货币地位与相关决定因素     |      |         |         |        |         |        |
|-------------------|------|---------|---------|--------|---------|--------|
|                   |      | 美国      | 欧元区     | 英国     | 日本      | 中国大陆   |
| 该货币占全球外汇储备比重      | %    | 64.6    | 25.5    | 4.6    | 3.1     | N.A    |
| 经济与金融市场规模 (2008)  |      |         |         |        |         |        |
| GDP               | 十亿美元 | 14264.6 | 13552.3 | 2646.7 | 4934.6  | 4326.3 |
| GDP (购买力平价)       | 十亿美元 | 14264.6 | 10765.2 | 2411.9 | 4348.7  | 8045.0 |
| 外贸总额              | 十亿美元 | 3403.8  | 4653.1  | 1622.0 | 1544.1  | 2563.0 |
| 政府债余额             | 十亿美元 | 10723.2 | 8619.0  | 652.9  | 11094.5 | 768.2  |
| 股票市场市值            | 十亿美元 | 10606.3 | 3110.5  | 1995.7 | 3264.8  | 1775.6 |
| 货币稳定性 (1998-2008) |      |         |         |        |         |        |
| 10年平均通胀率          | %    | 2.70    | 2.08    | 1.75   | -0.12   | 1.56   |
| 汇率波动性             |      | 0.15    | 0.18    | 0.17   | 0.29    | 0.14   |

资料来源：Global insight、CEIC、中国财政部

图 31: 中国在国际金融机构中的地位与经济实力不符

| 成员国   | IMF投票权<br>占比, % | 特别提款权 (SDR)<br>占比, % |
|-------|-----------------|----------------------|
| 美国    | 16.77           | 17.09                |
| 日本    | 6.02            | 6.13                 |
| 德国    | 5.88            | 5.99                 |
| 法国    | 4.86            | 4.94                 |
| 英国    | 4.86            | 4.94                 |
| 中国    | 3.66            | 3.72                 |
| 意大利   | 3.19            | 3.25                 |
| 沙特阿拉伯 | 3.16            | 3.21                 |
| 加拿大   | 2.89            | 2.93                 |
| 俄罗斯   | 2.69            | 2.74                 |
| 荷兰    | 2.34            | 2.38                 |
| 比利时   | 2.09            | 2.12                 |
| 印度    | 1.89            | 1.91                 |
| 瑞士    | 1.57            | 1.59                 |
| 澳大利亚  | 1.47            | 1.49                 |
| 墨西哥   | 1.43            | 1.45                 |
| 西班牙   | 1.39            | 1.4                  |
| 巴西    | 1.38            | 1.4                  |
| 韩国    | 1.33            | 1.35                 |
| 委内瑞拉  | 1.21            | 1.22                 |
| 瑞典    | 1.09            | 1.1                  |

资料来源: IMF

**事实上, 人民币的国际使用已初具雏形:**

- 人民银行副行长苏宁最近表示: “现在人民币在周边一些国家很有信用, 周边国家及港澳地区都愿意使用人民币和我们进行贸易结算。” 东南亚很多旅游国家的商店已逐渐接受人民币作为付款方式。
- 去年底, 国务院正式提出, 对广东和长江三角地区与港澳地区、广西和云南与东盟的货物贸易进行人民币结算试点 (1980 年代日元的国际化正是从贸易结算使用日元开始的, 菊地悠二 2002)。
- 为了推动人民币国际结算, 央行不断推动双边货币互换, 截至目前, 已先后与韩国、中国香港、马来西亚、白俄罗斯、印尼、阿根廷等央行及货币当局签署了总计 7200 亿元人民币的本币互换协议。互换资金可用于贸易融资, 其运作机制是, 央行通过互换将得到的对方货币注入本国金融体系, 使得本国商业机构可以借到对方货币, 用于支付从对方的进口商品, 这样, 在双边贸易中出口企业可收到本币计值的货款, 可以有效规避汇率风险、降低汇兑费用。
- 离岸的人民币债券市场也已在香港设立, 自 2007 年 6 月开始内地多家银行在香港发行人民币债券, 总额超过 200 亿元人民币。
- 参考美国、日本等国货币国际化的经验, 我们可以断言, 人民币国际化的潜力较大, 目前刚刚开始。

## 2: 人民币国际化的好处

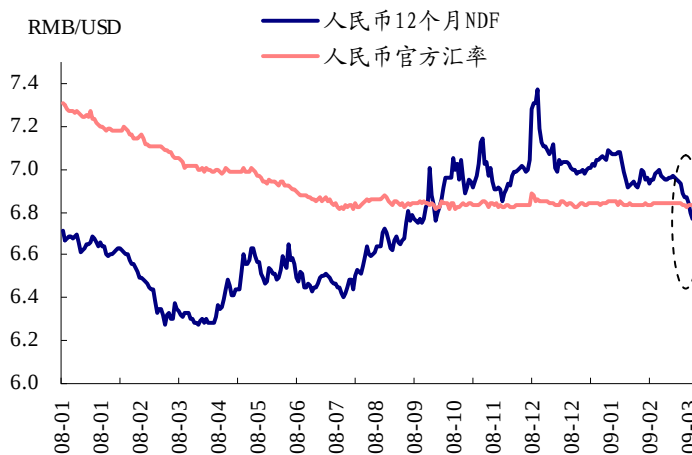
1. 享受国际铸币税: 每一个发行法币的政府都可以不需任何补偿的用纸币制货币向自己的居民换取实际经济资源, 从中攫取发行货币所产生的特定收益。这部分由货币发行主体垄断性地享受“通货币面价值超出生产成本”的收益, 就被定义为铸币税。而当一种货币成为国际储备货币以后, 货币当局所获得的铸币税收益不仅来自于居民的货币持有额, 也包括非居民货币持有部分。货币发行国的通胀越高, 这一国际铸币税的收益就越高 (Kannan 2006)。人民币成为国际化货币, 就意味着中国可以从国外储备国获得无息贷款。
2. 拥有了国际货币发行权, 可提高本国货币政策的独立性, 甚至利用发行权来影响储备国的金融经济, 并提升发行国自身抵御金融冲击的能力。最重要的是, 国际货币发行国在国际金融体系中具有较大的话语权。这种话语权意味着制定或修改国际事务处理规则方面巨大的经济利益和政治利益。
3. 为外贸和对外投资活动提供便利: 当本币成为国际货币以后, 对外经济贸易活动受汇率风险的影响就将大大减少, 国际资本流动也会因交易成本降低而更加顺畅和便捷, 因此货币国际化也将给发行国居民和企业的对外交往创造方便条件, 使得实体经济和金融经济的运作效率都将不同程度地有所提高。
4. 改善贸易条件: IMF 的研究曾指出 (Kannan 2006), 当越来越多的外国人接受某一国际货币, 每一单位的该货币能购买的商品数量也随之上升, 使得国际货币发行国的贸易条件得到实质改善。
5. 为本国金融机构带来新业务收入: 国际货币所执行的交易媒介等职能, 必然通过发行国银行体系所提供的结算和支付服务来完成, 这也为本国相关金融机构带来了佣金收入 (菊地悠二, 2002)。
6. 为该国建设国际金融中心起到推动作用: 无论是 19 世纪的伦敦, 20 世纪 20 年代的纽约, 还是 20 世纪 80 年代的东京, 在其货币国际化的过程中, 本国股票等金融产品市场规模迅速扩大, 进而树立了该城市作为国际金融中心的地位。人民币国际化的推进, 将极大推动上海建设国际金融中心的努力, 也巩固香港的国际金融中心地位。

### 3: 货币国际化对于资产价格的深远意义

一国货币逐渐实现国际化、地位上升为全球储备货币一员，就好像一家公司的股票正式被加入蓝筹股的阵营，这一过程中其本国资产对于外国投资者的吸引力势必上升，因此包括股票、房地产在内的资产价格有望受益：

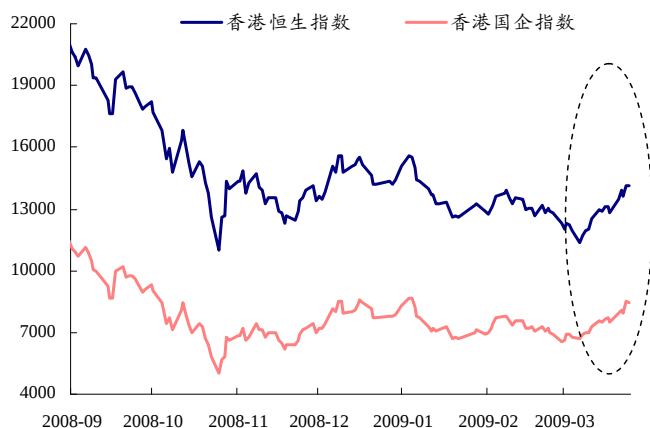
**1. 从短期来看，人民币国际化的预期给中国资产创造了良好的投资环境：**周小川行长的提议发表之后，国际市场对于人民币的预期立即改观，从此前的看贬转为看升（图 32），而作为海外投资中国的窗口——香港，近期资金显著流入（见附录 2），导致港股近期也大幅上扬（图 33）。

图 32: 周小川行长发文后，国际市场上人民币贬值预期消失，升值预期再起



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 33: 近期港股大幅上扬



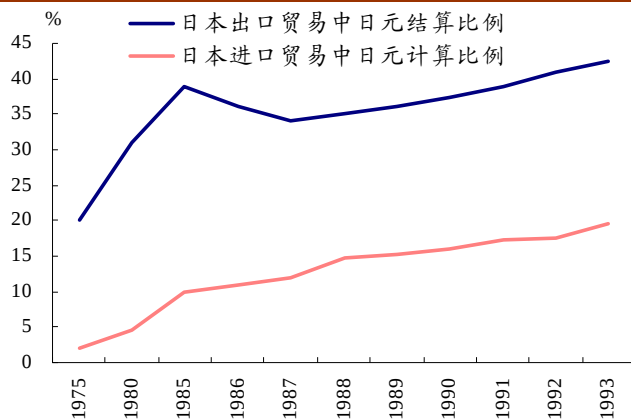
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

#### 2. 历史上其他国家货币国际化对资产价格的推动经验：

**1980 年代日元国际化使日本资产价格受益：**1980 年 12 月，日本政府修改《外汇法》，推动使用日元进行贸易结算，日元经常项目基本上实现了可兑换，对资本项目可兑换也过渡为原则上放开管制，这是日元国际化的一个阶段性标志。《外汇法》修改后，日元计值交易机会增加，日本的出

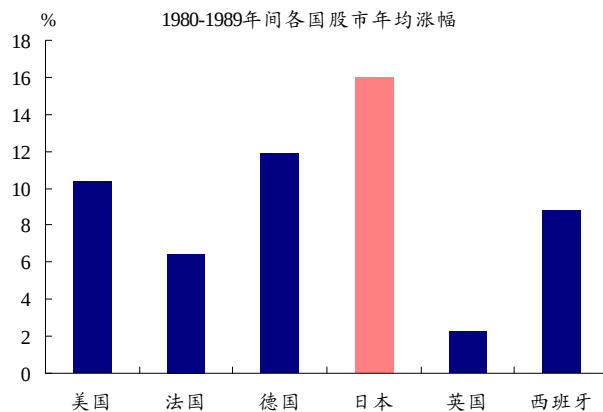
口结算中日元计值比率从 1970 年的不到 0.9% 大幅上升至 1988 年的 34.3% (图 34), 减少了汇率波动对出口数量和金额的影响, 增强了日本企业抗御风险的能力。1984 年日元国际化加速: 1984 年 5 月, 日本和美国政府就日本金融、资本市场自由化、日元国际化以及外国金融机构进入日本金融、资本市场等问题达成了一致意见, 发表了《日元-美元委员会报告书》, 同时日本大藏省也发表了《关于金融自由化、日元国际化的现状与展望》的公告, 以上两份政府报告进一步整理并完善了日元国际化的具体措施, 形成了体系化的政策方案, 被视为日元国际化的里程碑。日本大藏省外汇审议会于 1985 年 3 月提交了具体方案, 主要包括三方面的内容: (1) 金融自由化 (特别是进一步实行利率的自由化、进一步完善并扩大公开短期金融市场); (2) 实现欧洲日元市场自由化, 方便非居民使用日元; (3) 为在东京交易欧洲日元, 建立东京离岸市场。这使得国际对于日元的需求增强, 日元逐步成为国际储备货币一员, 其在全球外汇储备币种中的权重由 1976 年的 2.5% 上升至 1990 年的 7.7% (菊地悠二 2002)。在此期间, 国际对于日元资产的需求也显著增强, 大量证券投资流入日本 (流入规模从 1970 年代年均 15 亿美元大幅上升至 1980 年代年均 190 亿美元, 其中 1989 年达到创记录的 1000 亿美元), 日本股市、楼市受益大幅上涨, 1980-1989 年日本股市年均涨幅达 16%, 远超过同期其他主要国家, 图 35)。同期日本股市市值大幅增长了 7 倍 (图 36), 占全球股票市值的比重上升至 30%, 使得东京一举成为世界主要国际金融中心之一。

图 34: 1980 年代日元国际化: 日本贸易结算中日元计值比率上升



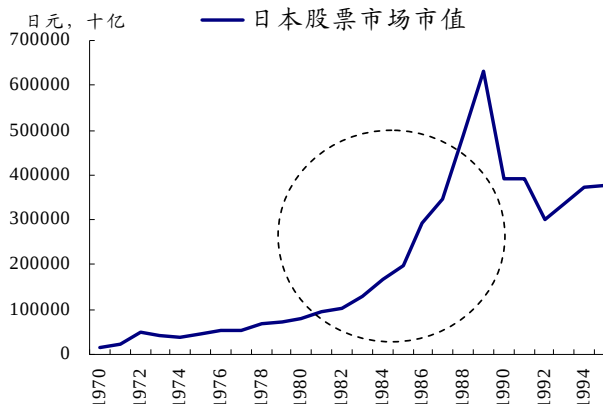
资料来源: IMF、日本通产省、中金公司研究部

图 35: 日元国际化期间日本资产价格涨幅高于其他国家



资料来源: CEIC、Bloomberg、中金公司研究部

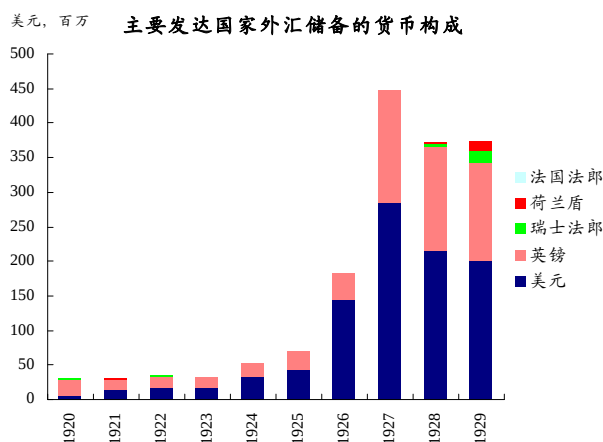
图 36: 日元国际化期间日本股市市值大幅增长 7 倍



资料来源: CEIC、中金公司研究部

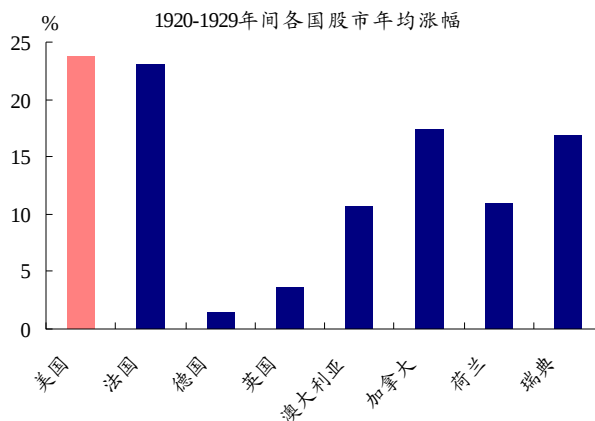
**1920 年代美元国际化使美国资产价格受益:** 1920 年代起, 美国经济地位的提高、进出口贸易的发展都逐步超越英国, 使得美元地位逐步提高, 挤压英镑的全球货币地位, 体现为国际贸易中美元使用比例提高, 以及美元逐步替代英镑成为全球储备货币。主要国家的外汇储备中美元币种的比重, 从 1920 年的不到 20% 上升至 1928 年的近 60% (图 37)。国际对于美元资产的需求显著增强, 美国资产价格因此而受益, 1923-1929 年间美国道琼斯指数年均涨幅达 24%, 高于同期其他的主要国家股市 (图 38)。同期美国股市市值大幅增加了 5 倍 (图 39), 纽约也一举成为世界主要国际金融中心之一。

图 37: 美元 1920 年代国际化: 占主要国家外汇储备的比重上升



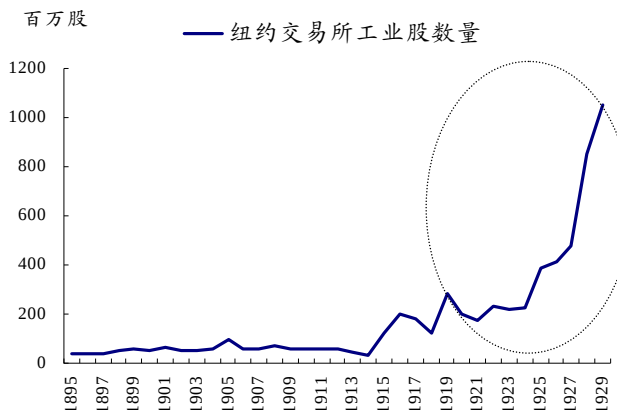
资料来源: IMF、Eichengreen &amp; Flandreau 2008、Bloomberg、中金公司研究部

图 38：美元国际化期间，资产价格涨幅高于其他主要国家



资料来源：CEIC、Bloomberg、中金公司研究部

图 39：美元国际化期间，美国股市市值大幅上升

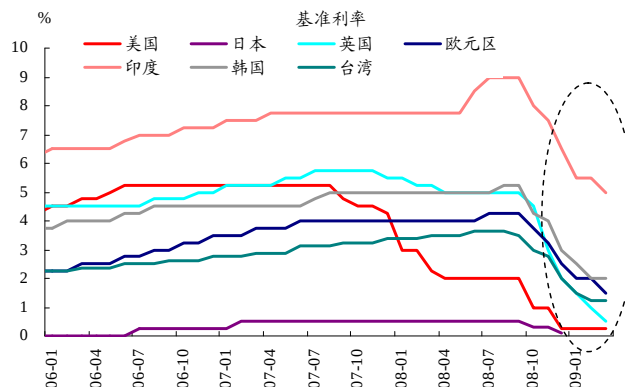


资料来源：O'Sullivan 2007、中金公司研究部

**中国经济面临的中长期挑战依然严峻：全球未来高通胀，低增长：**日本 1980-90 年代的经验教训已证明，本币国际化带来的资产价格推动，如果后期没有实体经济的持续发展作为支撑，只能沦为泡沫并最终破灭。尽管短期内中国经济有回暖迹象，但中长期的挑战尤为严峻，全球经济将面临高通胀，低增长的局面。

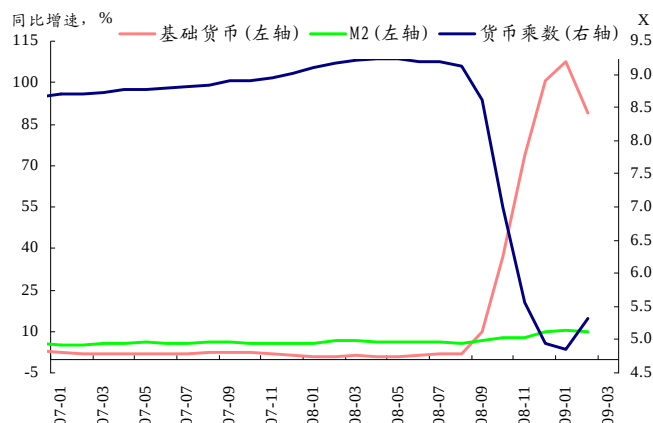
**主要国家的宽松货币政策抬升未来通胀压力：**为刺激经济，发达国家已纷纷步入零利率和数量型宽松政策（图 40），以美国为例，其基础货币供应量在短时间内暴涨，截至 2 月份已同比上涨 89%。然而，由于各金融机构的去杠杆化和惜贷行为，美国货币乘数同期大幅萎缩，从此前的 9 倍下降至 5.5 倍，因此抑制了其广义货币数量（图 41）。其他发达国家情形也较为类似。然而将来一旦去杠杆化逐渐完成带来货币乘数反弹，必然引发广义货币供给大幅上升。最近美联储直接出手印钞买债，致使流动性进一步激增，美国 M2 增速也已经重新回到 10% 以上。这都显示，未来通胀压力巨大，“现金过剩难为王”。

图 40: 发达国家已纷纷步入零利率和数量型宽松政策



资料来源：CEIC、Bloomberg、中金公司研究部

图 41: 美国基础货币供应量暴涨，但货币乘数萎缩抑制了广义货币

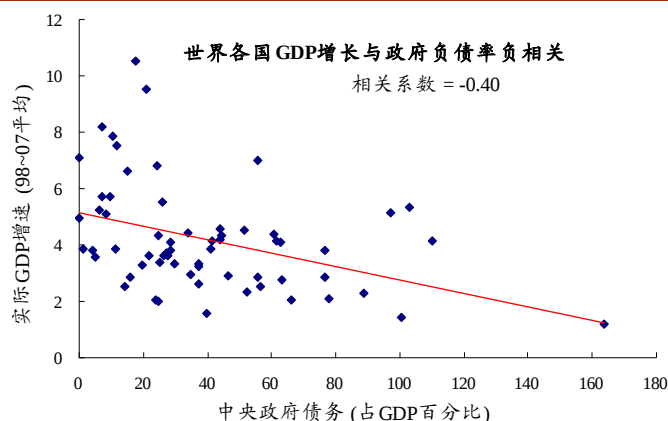


资料来源：CEIC、中金公司研究部

**“父债子还”影响经济增长和偿债能力，推高通货膨胀：**与此同时，全球金融危机加剧以来许多经济体已采取了各种救市和经济刺激措施，在大部分国家，这些措施需要增加发债来提供资金，从而导致政府债务上升。“父债子还”意味着这些国家的政府未来可能需要提高税率以偿还债务负担，对经济增长产生负面影响（图 42）；况且多数发达国家 2010 年起进入老龄化阶段，也将对经济增长和偿债能力产生制约（图 43，图 44），可谓“父债子还子难还”，不得不走上通过通胀来稀释债务的道路。因此，中长期来看，全球经济势必进入一个有别于过去十年“高增长、低通胀”的“低增长，高通胀”阶段，预料到以上两点，大宗商品和资源价格必然会被推高，因此中国抓住目前的价格处于低位的良机对外投资资源、能源极为重要。

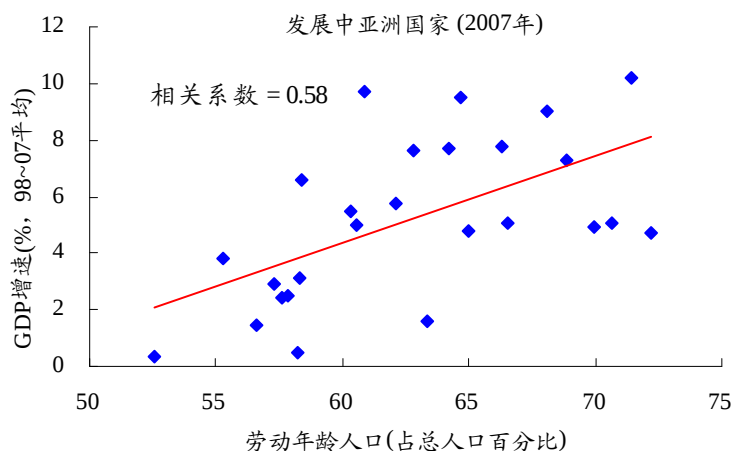
其次，中国本身也将于 2015 年前后迎来人口红利衰竭，届时劳动力成本将上升、城市化进程也将放慢。因此，中国应当大力推进实体经济和金融体系的改革，推动产业结构的升级和内需拉动的经济增长方式，降低中长期风险，实现经济的可持续发展，夯实人民币国际化的基础。

图 42：高负债对经济增长产生负面影响



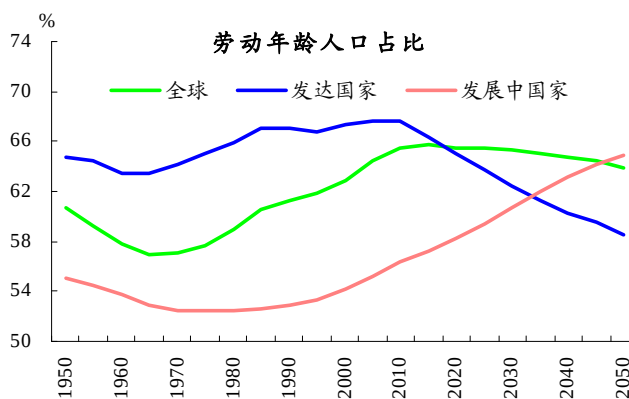
资料来源：CEIC、联合国、WDI、中金公司研究部

图 43：经济增长与劳动年龄人口比率正相关



资料来源：CEIC、联合国、WDI、中金公司研究部

图 44：未来主要发达国家老龄化，影响经济增速和偿债能力



资料来源：CEIC、联合国、WDI、中金公司研究部

## 附录一：对周小川行长《关于改革国际货币体系的思考》的评论

### 事件：

3月23日，中国人民银行行长周小川发表了题为《关于改革国际货币体系的思考》，指出“此次金融危机的爆发并在全球范围内迅速蔓延，反映出当前国际货币体系的内在缺陷和系统性风险”，他强调，创造一种与主权国家脱钩、并能保持币值长期稳定的国际储备货币，从而避免主权信用货币作为储备货币的内在缺陷，是国际货币体系改革的理想目标。

周小川行长的建议在许多国家政府官员和投资者当中引发激烈讨论。3月26日美国财长盖特纳表示：“对这个问题，我们持非常开放的态度。”国际货币基金组织（IMF）总裁斯特劳斯卡恩在巴黎表示，“我认为关于新型国际储备货币的讨论是完全合理的，也许有关讨论将在未来几个月内进行。”联合国金融、经济改革咨询团26日向联合国大会提交报告，敦促世界领导人同意构建替代美元的新的国际储备货币体系。俄罗斯、巴西等国领导人也表态认为这一建议值得充分讨论。

### 评论：

周行长的倡议和外界的正面回应显示了改革国际货币体系的可能性，中国在国际货币和金融事务中的重要性，加快人民币国际化进程的迫切性，以及近期人民币汇率保持稳定的必要性。这将对中国经济和资本市场产生深远的意义。同时我们也注意到，创建和壮大新的国际货币体系和储备货币将是一个渐进的过程，所需得国际共识、具体的机制设计和制度安排难以一蹴而就。

国际货币体系指的是影响国际收支的规则、工具、融资手段和机构安排。国际货币体系可以按照汇率的形成机制或国际储备资产的形式来分类。按照汇率形成机制划分，可以有带有一定波动区间的固定汇率体系，可调整的盯住体系，爬行盯住体系，有管理的浮动体系，或完全自由浮动体系。按照储备资产形式划分，可以有金本位制度（黄金为唯一国际储备资产），信用货币制度（例如美元），或黄金与信用货币组合制度（以上两者制度之结合）。现实中的国际货币体系往往是上述两种分类方法的不同组合。例如，金本位制度是固定汇率体系，布雷顿森林体系是固定汇率以及与黄金挂钩的美元储备体系的组合，当今的国际货币体系则是有管理的浮动汇率加上与黄金脱钩的美元储备体系。当然，在完全自由浮动汇率下，储备资产就失去了存在的必要性，因为国际收支的失衡可以通过汇率的调整自动加以纠正。换言之，汇率灵活性越强，对储备的要求越小。

一个好的国际货币体系应该有利于促进国际贸易和投资并在各国间公平分配经济全球化的红利。可以从三个方面评判国际货币体系的优劣：调整性、流动性、可信性。调整性指的是国际收支失衡的纠正机制。一个好的国际货币体系应该能够以最低的成本和最快的速度纠正失衡。流动性指的是国际储备资产的数量是否足以结算短期国际收支失衡。一个好的国际货币体系应当能够提供适量的储备资产使得国际收支失衡的纠正不至于导致全球通缩或通胀。可信性指的是失衡纠正机制有效性以及国际储备资产的保值。

有管理的浮动汇率是当今最为可行的汇率安排。全球不可能实现完全自由浮动的汇率制度。第一，汇率的过度波动伤及国际贸易并导致过度投机。第二，难以避免各国以邻为壑的竞争性贬值和贸易保护主义政策的盛行。两次大战期间对浮动汇率制的短暂尝试以失败告终。另一方面，严格的固定汇率制度将令各国丧失货币政策的独立性，而且迫使国际收支失衡的纠正通过价格和实体经济的波动来实现，成本过大。

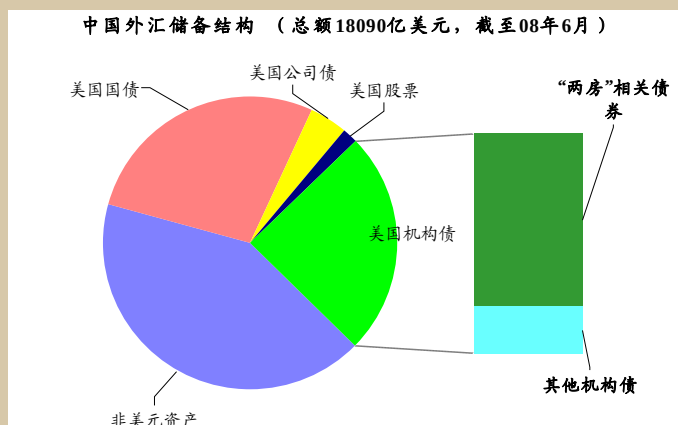
有管理的浮动汇率制度对当今国际储备资产提出了新的要求。金本位制度的一个致命弱点是其流动性的不足（而布雷顿森林体系下的黄金与美元组合制度具有同样的缺陷），而当今与黄金脱钩的美元储备体系的可信性正在受到全球的置疑。美国宽松的财政和货币政策使得美元储备的保值性每况愈下。如果说金本位制的弱点是流动性不足，那么美元储备制的问题是流动性过剩。前者在纠正国际收支失衡时导致全球通缩，后者增大了全球长期通胀的风险。

由重要国家货币组成的“超级”货币是国际储备资产的最佳选择。早在上世纪四十年代，凯恩斯曾经提出建立国际清算联盟“Clearing Union”并创建一种独立于一国主权货币之外的新货币（bancor）为全球提供流动性（但是二战后布雷顿会议在建立国际货币基金组织时没有采纳凯恩斯的建议，而采纳了当时美国财长怀特的计划，建立了“美元盯黄金，各国盯美元”的汇率安排，于是美元成了主要国际储备资产）。七十年代初美元与黄金脱钩之后，国际储备货币的特殊地位使得美国享受了巨大的铸币税利益，但同时，作为“第N个”货币——即各国货币盯住美元——美国也将自己置于不利的处境：美国难以通过货币贬值来调整国际收支失衡。而通过国内价格变化和实体经济的波动来调整外部失衡成本过大。因此，建立“超级”货币取代美元的国际储备货币地位既可以增强国际储备货币的保值性和可信性，也是对美国的一种解脱。最近中国人民银行行长周小川提出的在特别提款权（Special Drawing Rights 或 SDRs）基础上建立新国际储备货币的倡议，与凯恩斯当年的思路同出一辙，是当前建立一个具有较高可信性的国际货币体系的重要内容。

如何实现一个良好的国际货币体系的另外两个重要属性，即流动性和调整性？我们认为，首先，这是一种新的特别提款权（New Special Drawing Rights 或 NSDRs），除了现有 SDRs 的四种主要货币（美元、欧元、日元和英镑）之外，它还将包括人民币在内的其他主要国家的货币。其次，国际货币基金组织应当大量发行并向成员国分配 NSDRs，使之成为国际收支结算货币以及各成员国货币和汇率政策的基础。各国可以通过向国际货币基金组织借贷 NSDRs 来为其暂时的国际收支失衡提供结算，即顺差国通过国际货币基金组织将 NSDRs 借给逆差国，利率由供求关系决定或参照 NSDRs 构成国的同期平均利率水平。逆（顺）差国 NSDRs 的减少（增加）将使其汇率贬（升）值或采取紧缩性（扩张性）货币政策以纠正失衡。国际货币基金组织可以定期对 NSDRs 总量作出调整以维持适量的全球流动性。

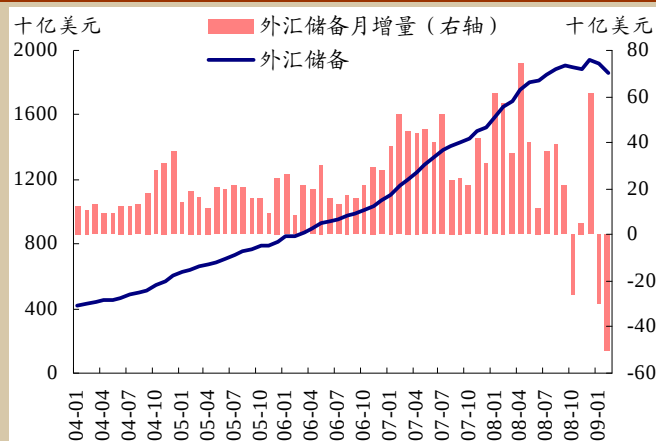
但是，这项重要改革难以一蹴而就。美国是否愿意放弃国际储备货币的特殊地位，新储备货币的设计及其规模的扩大和份额的分配等问题都涉及到各国的利益和责任取舍和技术上的细节。但是可以肯定的是，中国在国际货币和金融事务中的地位将得到提高，人民币国际化的进程将加快，人民币汇率长期看升。这些将对中国经济和资本市场产生深远的意义。

图 45: 中国外汇储备中美元资产占主导地位



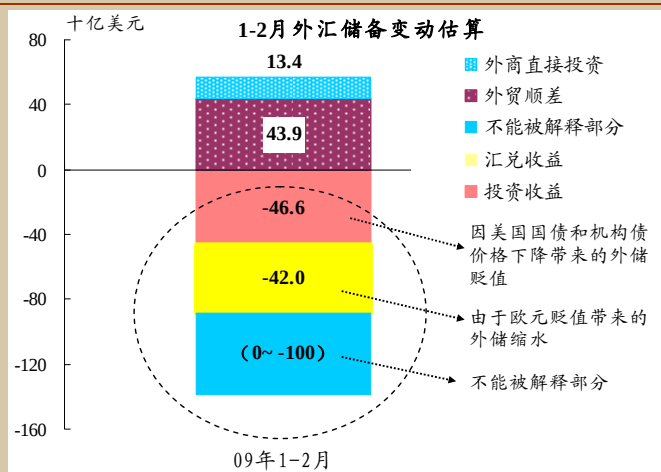
资料来源: 美国财政部, CEIC, 中金公司研究部

图 46: 中国外汇储备 1-2 月可能缩水



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 47: 中国外汇储备 1-2 月可能缩水



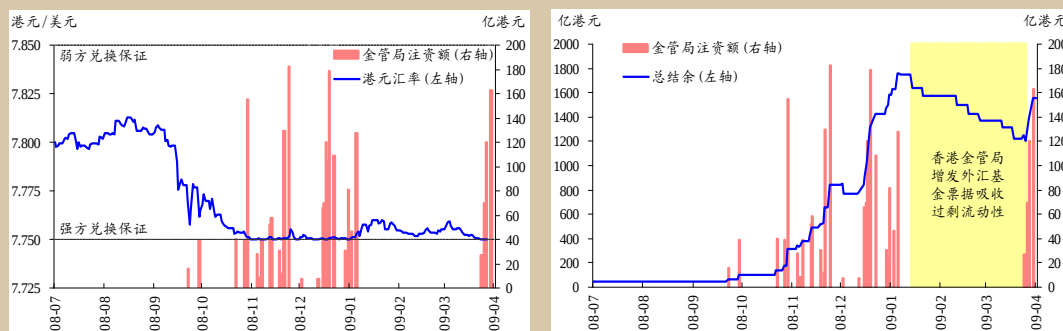
资料来源: CEIC、中金公司研究部

## 附录二：近期香港资金流入明显

资金重新流入香港，使其汇率及股市走高。

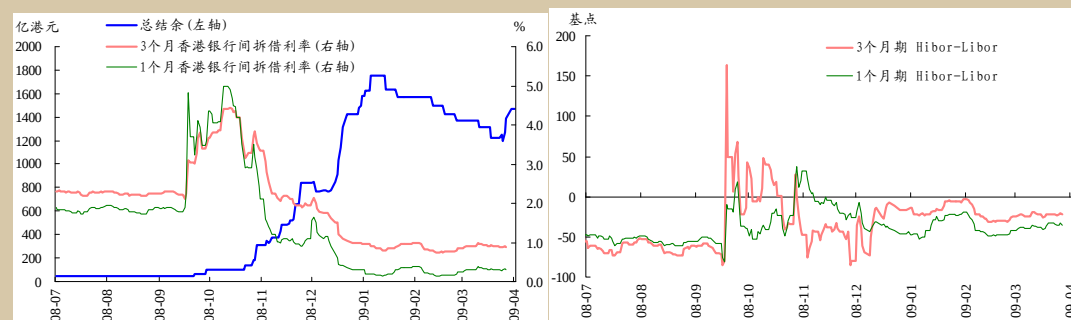
近日资金持续流入香港，令港元汇率走高，迫使香港金管局向市场注入港元资金以压抑港元强势。在联系汇率制度下，资金持续流入会提升港元需求，推高港元汇率，进而可能推动商业银行向香港金管局购买港元。基础货币因而得以扩大，对利率构成下行压力。因此，汇率走高和利率回落是反映资金流入的迹象。近日市场对港元需求增加推高了港元汇率，使其多次触及1美元对7.75港元的强方兑换保证水平（图48左）。香港金管局自3月20日以来，总共向市场沽售相当于53亿美元的港元，以压抑港元强势。总结余（反映银行间流动性的指标）自去年底始终维持高位，而香港金管局最近的注资令总结余从1225亿港元增加至1553亿港元（图48右）。由于银行间流动性自去年11月份以来保持充裕，使1月和3月期香港银行间拆借利率近月持续维持于低于美元利率20~40个基点。（图49）。

图 48：资金流入使香港流动性保持充裕，并推高港元汇率



资料来源：彭博、CEIC、中金公司研究部

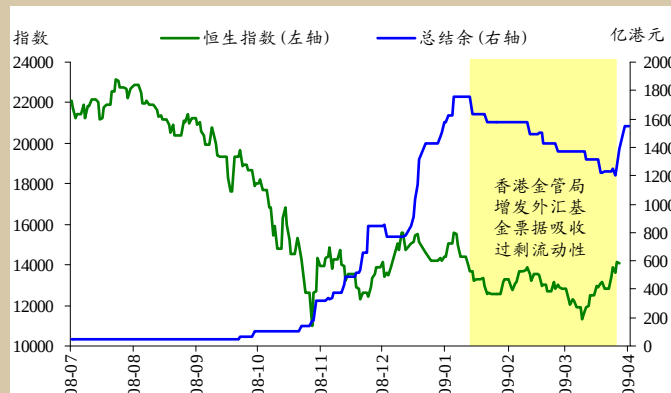
图 49：香港银行间流动性充裕使利率处于低水平，并持续低于美元利率



资料来源：彭博、CEIC、中金公司研究部

去年 10 月以来，香港银行间流动性与股市的变化呈现出正相关性。举例来说，当去年 10 月资金开始流入香港使得流动性显著增加，股市亦从低位明显反弹（图 50）。另一方面，今年 1 月中至 3 月初期间，随着香港金管局增发外汇基金票据吸收过剩流动性，股市亦反复走低。然而，资金流动与股票价格短期变化可能并非一致。例如，去年 11 月资金持续流入导致流动性继续增加，但当月股市却显著下跌。这主要是因为海外资金可以投资于货币和债券等其它市场，还可以进行实业投资，因此资金流入未必一定推高股市。此外，去年 10~11 月部分资金流入香港亦可能是由于香港流动性趋紧以及本地企业削减海外投资，而将资金汇回香港。

图 50：香港银行间流动性与股指的变化呈正相关



资料来源：彭博、CEIC、中金公司研究部

### 香港金管局向市场注资是什么一回事？

- ◆ 香港金管局向市场注资是指该局向银行购买美元并出售港元，从而增加货币市场的港元供应量。这可以由金管局主动向银行出售港元或是金管局被动地回应市场对港元的需求。然而，两者在运作上大致是相同的。在这一个例子，我们假设金管局的注资是因应市场需求。为了简明起见，我们假设注资行动只涉及金管局、A 银行和客户 X 三方。
- ◆ 假设海外客户 X 汇了 10 亿美元进香港（代表资金流入），并把它存放在 A 银行。因此，A 银行的美元存款负债增加了 10 亿美元，但同时它也增加了 10 亿美元现金。这时候，总港元货币量为零。各方的资产负债表如下。

图 51：注资前：金管局、银行和客户的资产负债表

| 客户 X      |      | A 银行      |           | 香港金管局 |       |
|-----------|------|-----------|-----------|-------|-------|
| 资产        | 负债   | 资产        | 负债        | 资产    | 负债    |
| 港币存款      | 借款   | 在金管局的结算账户 | 港币存款      | 港元资产  | 总结余   |
| 美元存款 10.0 |      | 美元资产 10.0 | 美元存款 10.0 | 美元资产  | 负债证明书 |
| 其他资产      | 其他负债 | 其他资产      | 其他负债      | 其他资产  | 其他负债  |

资料来源：中金公司研究部

- ◆ 后来，客户 X 有港元资金需求，并打算把他的美元存款换成港元存款。但由于 A 银行没有足够的港币，它于是以 1 美元兑 7.75 港元的汇价出售其美元现金给金管局，并把客户的美元存款换成港元存款。这样，金管局会把 A 银行在其开设的港元结算账户增加 77.5 亿港元，而金管局的总结余（金管局的负债）也增加了同样的金额。在 A 银行的资产负债表中，其在金管局的港元结算账户余额增加了 77.5 亿港元，而它的港币存款负债亦增加了 77.5 亿港元。另一方面，客户的美元存款已换成港币存款。因此，总港元货币量因而增加了 77.5 亿港元。金管局注资后各方的资产负债表如下。

图 52：注资后：金管局、银行和客户的资产负债表

| 客户 X |      |      | A 银行          |      |      | 香港金管局 |      |      |       |
|------|------|------|---------------|------|------|-------|------|------|-------|
| 资产   |      | 负债   | 资产            |      | 负债   | 资产    |      | 负债   |       |
| 港币存款 | 77.5 | 借款   | 在金管局的<br>结算账户 | 77.5 | 港币存款 | 77.5  | 港元资产 | 总结余  | 77.5  |
| 美元存款 | 0.0  |      | 美元资产          | 0.0  | 美元存款 | 0.0   | 美元资产 | 10.0 | 负债证明书 |
| 其他资产 |      | 其他负债 | 其他资产          |      | 其他负债 |       | 其他资产 |      | 其他负债  |

资料来源：中金公司研究部

- ◆ 在这个例子中，港元存款通过扩大总结余得以增加（总结余是货币基础的组成部分），而这货币创造过程并不涉及印刷钞票。此外，新增的港元货币量亦有相应增加的美元资金配合，这是完全符合货币发行局制度所规定。由于银行在金管局的港元结算账户余额是无息的，A 银行倾向于把过剩余额贷给其他银行。因此，总结余增加相当于银行间市场的港币供应增加。由于货币市场流动性有所改善，银行同业拆息因而下降。低港元利率有助于阻止资本流入，从而减少港元升值压力。总而言之，金管局向市场注资通常会导致三个后果：1) 增加港元货币量；2) 降低港元利率；以及 3) 减少港元升值压力。

## 参考文献

1. Chen, Hongyi, and Peng, Wensheng, etl. 2007, “*The Potential of the Renminbi as an International Currency*,” HKMA Working Paper No. 7/07
2. Chinn, Menzie and Jeffrey Frankel, 2005, “*Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?*” NBER Working Paper, No. 11510
3. Dooley, Michael, Jose Saul Lizondo, and Mathieson, Donald, 1988, “*The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves*,” IMF Working Paper wp/88/61
4. Eichengreen, Barry, 2005, “*Sterling’s Past, Dollar’s Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition*,” NBER Working Paper No. 11336.
5. Eichengreen, Barry, and Donald Mathieson, 2000, “*The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect*,” IMF Working Paper wp/00/131 Washington DC.
6. Eichengreen, Barry, and Flandreau, Marc, 2008, “*The Rise and Fall of the Dollar, or When did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency?*” NBER Working Paper, No. 14154
7. Kannan, Prakash, 2006, “*On the Welfare Benefits of an International Currency*,” Working Paper
8. Papaioannou, Elias, and Porte, Richard, 2008, “*Costs and benefits of running an international currency*,” EMU Economic Papers 348
9. Triffin, Robert, 1960, *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press, New Haven.
10. 菊地悠二, 2002, 《日元国际化——进程与展望》, 陈健译, 中国人民大学出版社 北京

## 北京

中国国际金融有限公司  
中国 北京 100004  
建国门外大街 1 号  
国贸大厦 2 座 28 层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100022  
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号  
SK 大厦 1 层  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9169

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海淮海中路证券营业部  
中国 上海 200020  
淮海中路 398 号  
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1196

## 香港

中国国际金融香港证券有限公司  
国际金融中心第一期 29 楼  
中环港景街 1 号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司  
国际金融中心第一期 29 楼  
中环港景街 1 号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳福华一路证券营业部  
中国 深圳 518048  
福田区福华一路 6 号  
免税商务大厦裙楼 107、201  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。