

日期: 2009 年 4 月 2 日

2009 钱流何方？

——流动性膨胀的经济和市场影响分析



首席宏观分析师 胡月晓
021-53519888-1917
huyuexiao@sigchina.com

报告编号: HYX09-HGZT03

相关报告:

《中国离流动性陷阱有多远》

■ 主要观点:

一步到位的货币增长和停滞不前的货币需求

在“保增长”的政治动机下，中国货币增长目标是一步到位的。当前货币（信贷）数量的增长，并不是利率下降致的货币需求增加结果，而是货币供给增长的体现。

中国流动性分布：囤积于信贷市场并将向上延伸

中国此番流动性的增加，主要集中在信贷领域。中国流动性分布向上移动的表现，就是准货币中的其它存款和金融性公司存款不断增多。

美国流动性分布：集中于金融中上层体系

流动性越是集中于金融上层体系，流动性分布中广义流动性的增长速度越快。金融救助方向转变，金融体系的正常功能得以复苏，这才导致了流动性相应增长。

欧元区流动性分布：开始转向实体领域

欧元区经济体增加的流动性大部分流向了金融领域，广义货币增量大大高于流通货币的增长。未来欧元持续扩张的流动性，将越来越多的流向实体经济领域。

摇摇欲坠的房地产泡沫

首先，现有土地购置面积，完全消化至少需要 4 年，超出正常开发周期 2 年以上。其次，从现有开工建设规模情况看，严重供过于求现象即将发生。第三，交易量跟随竣工量。最后，从行业积累情况看，行业整体难以抵抗此轮需求下降冲击。

正在吹起的信贷泡沫

一步到位的货币增长带来了流动性充裕的局面，导致银行间市场利差倒挂，银行经营中财务平衡的压力增大，直接导致了银行放贷的冲动。

蓄势待发的黄金泡沫

对于已经基本脱离商品属性，货币属性成为其主要属性的黄金而言，当前的流动性总体泛滥和分布结构，对黄金价格上涨造成了极大的推动力。

投资建议

对于行业供求过剩趋势的房地产行业，流动性充裕对其价格和交易量的提升作用有限，建议减配房地产。建议长线增配稀缺的资源类资产和黄金相关资产。

目 录

一、2009 年流动性过剩已成定局	1
1. 一步到位的货币增长	1
2. 停步不前的货币需求	2
二、货币剩余对宏观经济的影响	5
1. 形成流动性陷阱局面	5
2. 加大资本外流压力	7
3. 恶化国际收支形势	8
三、流动性的分布结构	9
1. 流动性的分布结构划分	9
2. 流动性结构变动带来的“跷跷板”效应	10
3. 未来的流动性分布	12
四、下一个泡泡是谁?	17
1. 相续破裂的股市泡沫和商品泡沫	17
2. 摇摇欲坠的房地产泡沫	18
3. 正在吹起的信贷泡沫	21
4. 蓄势待发的黄金泡沫	23
投资建议	25

表

表 1 日本泡沫前后的宏观经济表现（名义值，%）	11
表 2 台湾泡沫前后的宏观经济表现（名义值，%）	11

图

图 1 我国货币供应变动	1
图 2 中国货币缺口和货币剩余	2
图 3 快速降低的投资利率	3
图 4 货币需求下降导致货币利率和数量双降	4
图 5 货币供给增加导致利率下降和数量上升	4
图 6 短期同业拆借利率先后低于同期存款利率 (%)	6
图 7 中国银行间市场回购利率和拆借利率利差变动情况(频率:周; 单位:%)	6
图 8 缩小的银行间同业拆借和同业拆放利差(频率:周;单位:%)	7
图 9 持续减少的利用外资数量 (%)	8
图 10 货币缺口和顺差变动 (%)	9
图 11 黄金价格波动和需求变化	10
图 12 扩大的 M1 和 M2 增长速度差距	12
图 13 其它存款和金融性公司存款增长 (%)	13
图 14 非储蓄存款的变动(亿元)	13
图 15 美国不同层次流动性的变化 (%)	14
图 16 美国货币基金的变化 (%)	15
图 17 美国重趋紧张的流动性状况	15
图 18 欧元不同层次货币流动性变化 (%)	16
图 19 EURO Libor vs Swap	16
图 20 全球主要股指泡沫破裂	17
图 21 国际金属价格走势(CU)	17
图 22 国际金属价格走势(AL)	17
图 23 NYMEX 原油价格走势	18
图 24 CBOT 大豆价格走势	18
图 25 土地购置与开发变动(亿平方米)	19
图 26 未开发土地规模变动(亿平方米)	19
图 27 不断扩张的房地产工程规模(亿平方米)	20
图 28 房地产行业收入和支出变动(亿元)	21
图 29 黄金价格波动和需求变化	21
图 30 信贷和名义 GDP 增速比较	22
图 31 黄金供求变化	23
图 32 黄金价格波动和需求变化	23
图 33 98 年美元购买力黄金价格(美元/盎司)变化	24
图 34 美元构成的变动和金价走势	24

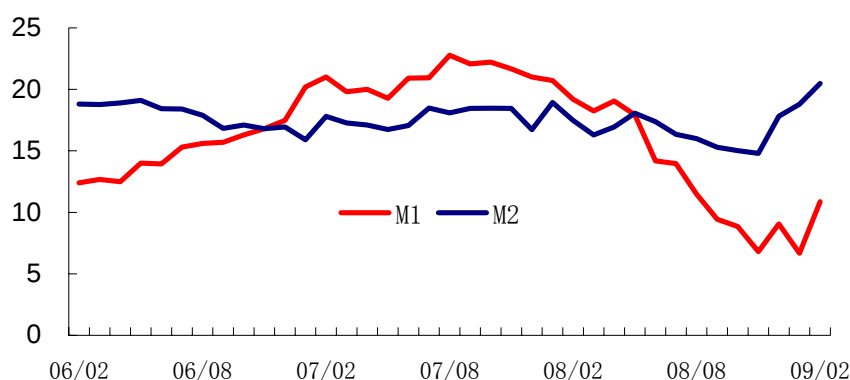
一、2009 年流动性过剩已成定局

1. 一步到位的货币增长

中国于 2008 年 12 月首次明示了货币主义的货币政策，第一次明确表示了与 GDP 挂钩的货币供应增长目标，意味着货币主义固定货币增长的政策主张在中国首次得到公开确认，“适度放松”的政策主张第一次在数量上得到清晰阐述。中国确定的 2009 年货币增长的数量目标是：以高于 GDP 增长和物价上涨之和约 3 至 4 个百分点的增长幅度，作为 2009 年货币供应总量目标，争取全年广义货币供应量增长 17% 左右。

在“保增长”的政治动机下，中国货币增长目标是一步到位的。2009 年 1 月和 2 月，我国货币供应量(M2)余额分别为 49.61 和 50.71 万亿元，同比增长率分别为 18.79% 和 20.48%，如图 1 “我国货币供应变动”所示。

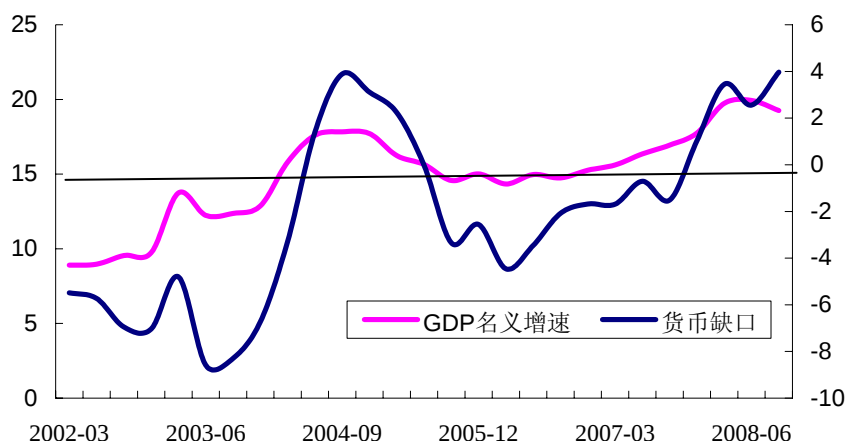
图 1 我国货币供应变动



数据来源：Wind、上海证券研究所

一步到位的货币增长，使货币市场迅速由货币缺口状态转向了货币剩余。货币缺口（剩余）表示的是名义 GDP 增速和货币增速（M2）之间的差距。当名义经济增速超过货币增速时，为货币缺口；反之为货币剩余。货币数量增长目标，实际上也向市场宣布了 2009 年货币市场将由货币缺口转化为货币剩余。从经济增长的角度，2009 名义 GDP 增速将有所下降。经济运行态势和流动性变动的趋势，在扩张性的财政政策和适度放松的货币政策综合作用下，将使未来货币缺口将转为货币剩余。我们预计，在适度宽松的货币政策支持下，银行将加大信贷投放力度，信贷市场将恢复活跃；届时为治理通货紧缩货币投放也会加速进行。2009 年货币剩余将贯穿全年，并有可能达到 6%-9% 的水平，如图 2 “中国货币缺口和货币剩余”所示。经济下行导致了货币需求的下降，2009 年货币缺口消失，货币剩余状态重又出现。

图 2 中国货币缺口和货币剩余



数据来源: Wind、上海证券研究所

2. 停步不前的货币需求

货币需求是指某一时点上,在当时的价格水平下,经济系统中居民和企业愿意持有货币的总和。对于货币需求的动机,经济学理论有系统阐述,一般认为货币需求主要出于以下三个原因:交易动机、投机动机和预防动机。其中,交易性货币需求和预防性货币需求通常较为稳定,短期内引起货币需求重大变化的是投机性的货币需求。从货币需求的动机看,影响货币需求的因素主要有:

1) 物价水平。物价主要影响了货币的交易性需求大小。物价水平通常可用通货膨胀率表示,物价水平变动和货币需求之间并不具有简单的线性关系:物价水平稳定的情况下,即温和通货膨胀时期,物价和货币需求间或许是线性变动的,物价上升带来名义货币需求的同步增加;但在恶性通胀时期,货币流通速度增加,名义货币需求增加大大减少,甚至可能反而下降。可以肯定的是,价格变化不改变实际货币需求的情况,仅在物价温和变动的情况下成立。这就是高通胀导致当期消费高增长的货币原因。

2) 利率。利率对货币的三种需求动机都有影响,且其影响方向一致。引起投机性货币需求变化的利率主要是指投资利率,而非货币利率。投资利率越高,获得投资高回报的机会也就越大,货币的投机性需求也越大。货币利率是货币供给市场的利率,它对货币需求没有直接影响。利率变动对货币需求的影响基本上是同向的。

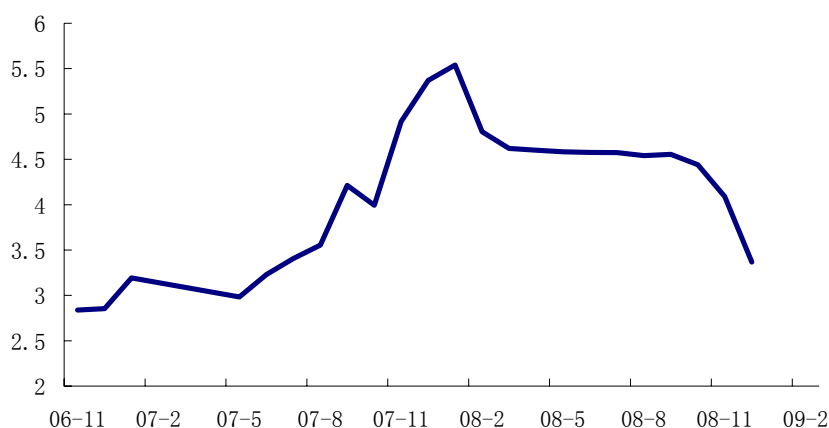
3) 收入水平。通常认为收入水平和 GDP 增长密切相关,是一个基本取决于实际 GDP 的变量。收入水平总体上随着实际 GDP 一起变动,从收入预算约束的角度,由于实际 GDP 中包含折旧,因此收入水平增加引致的货币需求在比例上小于实际 GDP 的增长。实际 GDP 变动

主要影响的也是货币的交易性需求。

从货币需求的结构看，随着收入水平的提高，交易性货币需求和预防性货币需求比重会逐渐降低。中国经济发展到今天，交易性货币需求和预防性货币需求的比重已大为降低。投机性货币需求的变化，主要受利率影响。因此，利率变动基本上决定了当前我国货币需求的变化。

投资利率下降直接导致了货币需求的降低。进入 2008 年后，我国以 6 个月银行间同业拆借利率衡量的投资利率快速下降，说明我国早在 2008 年 1 季度就已经开始了货币需求的下降，如图 3 “快速降低的投资利率” 所示。现实生活中，货币需求主要表现为信贷需求。由于经济规模变化，货币需求大小的衡量通常用价格（投资利率）来表示；同样，信贷需求的强弱，并不体现在信贷规模增减变化上，而是反映在供求差距上。信贷市场上的供求差距主要表现为银行超额授信的数量变动、信贷利率变化等数量和价格形式指标上。

图 3 快速降低的投资利率



数据来源：Wind、上海证券研究所

从影响货币需求的因素物价、收入和利率看，三者对货币需求的影响都是同向的。在当前的经济下行时期，通货紧缩和收入下降形成了强烈的预期，投资利率由于扩张性的货币政策也不断下滑，经济体系中的货币需求必然趋向减少。

2008 年 12 月起，我国信贷投放快速增加。但是信贷高增长主要是银行主动扩张规模的结果，信贷高增长动力来自银行。在经济下行时期，一般来说，信贷的需求会减弱，政府主导性投资增加引致的信贷需求上升，不足以弥补民间自发性投资下降导致的信贷需求减少，否则经济增速也不会降低了。

新增贷款转化为企业存款，说明企业信贷真实需求并不存在。数据显示，2 月非金融性公司及其他部门贷款增加 1.03 万亿元，非金融性公司存款增加 1.09 万亿元，同比多增 9633 亿元。而同期居民户存款增

加 4562 亿元，同比少增 5150 亿元。2 月货币增长主要来源于企业存款，储蓄存款增加不多，这种情况说明，信贷基本上还停留在银行系统内部，没有进入实体经济领域。也说明，企业经营对信贷的需求并没有增加。

超额授信增加，说明企业信贷相对需求不足。银行实际贷款和授信规模之间，通常由于风险变动和发放滞后等原因，存在一定差距，表示这一差距的超额授信通常很小，且稳定。2009 年以来，超额授信有扩大的趋势。宏观经济年内难以走出低迷状态，决定了未来信贷需求不可能有持续增长。在市场不好的情况下，优质客户资源减少，信贷市场竞争激烈程度增加，优质客户资源有集中的趋势。银行为了争抢优质客户资源，必然会加大对优质客户的营销力度，超额授信的现象开始出现。而银行对客户的增夺，扩大授信额度是最重要手段。2008 年 4 季度以来，银行和很多具有政府背景的企业、大型项目一签合作协议，动辄就给数百亿甚至数千亿的授信额度。

可见，当前的信贷增长并不是货币需求扩张的结果，而是货币供给增加的结果。货币需求下降通常导致利率和货币数量的双下降现象，如图 4 “货币需求下降导致货币利率和数量双降” 所示。但是，这种标准的通货紧缩行为（价格和货币的双下降）只有在凯恩斯时代前会出现。在政府经济调控职能日益被强化的今天，央行扩张货币的行为通常导致现实经济中利率降低、货币数量增加，如图 5 “货币供给增加导致利率下降和数量上升” 所示。但此时货币量增加，并非是沿着货币需求曲线利率下降导致的结果。因此，当前货币（信贷）数量的增长，并不是利率下降导致的货币需求增加结果，而是货币供给增长的体现。

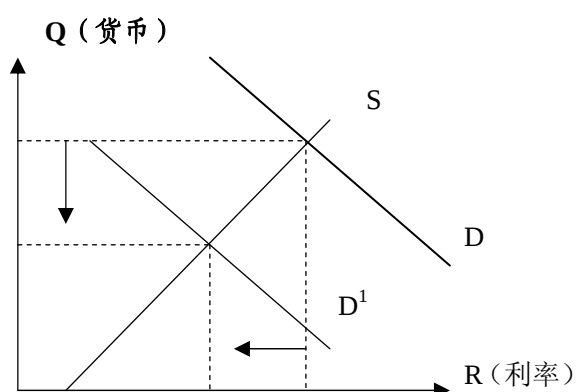


图 4 货币需求下降导致货币利率和数量双降

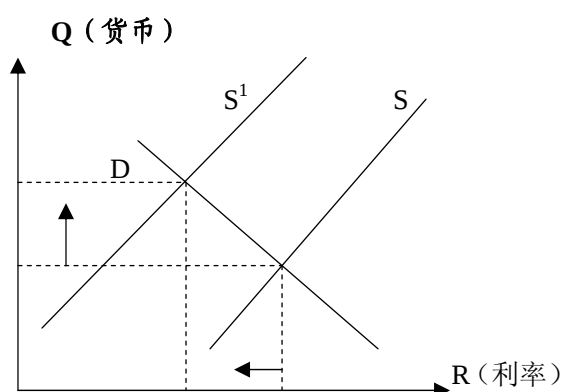


图 5 货币供给增加导致利率下降和数量上升

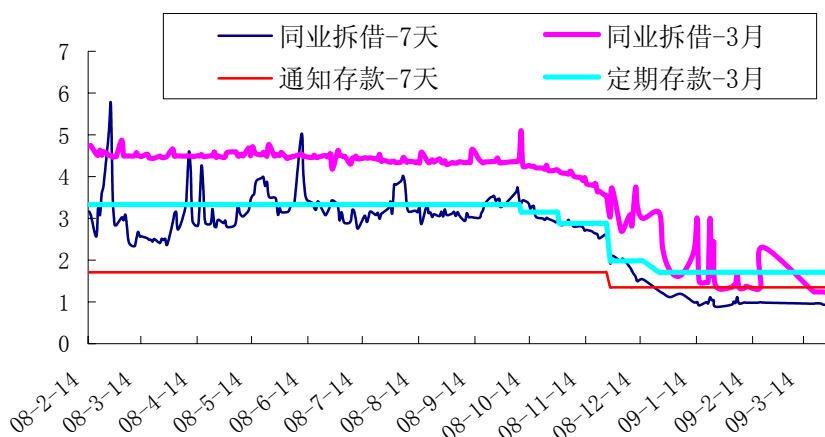
二、货币剩余对宏观经济的影响

1. 形成流动性陷阱局面

流动性陷阱的学术定义是货币增加不能降低利率的现象，其经济学上的意义是货币增加不能有效提高需求水平，需求不能提高的原因是利率不能降低。同样，在后凯恩斯时代，在金融危机导致主要资本主义国家纷纷反思自由主义经济思想的今天，政府调控经济职能空前得到强化。在政府的强力干预下，货币利率可以降低到零，从各国金融市场运行状态看，政府维持零利率也不是不可行。因此，在现实生活中，流动性陷阱更常见的表现，是指利率降低不能增加需求和产出的一种经济现象；具体表现为在利率下降或货币供应增加的货币政策下，需求并没有得到扩张，从而产出和一般物价水平并无相应增加和上升。在现实世界中，造成流动性陷阱的直接原因是货币利率和投资利率的偏离。投资利率和货币利率间的利差，是用于警示一国货币政策是否陷入流动性陷阱的重要判断指标。该利差的大小虽然会随各国经济发展阶段和运行情况差异，因时因地而异；但除非宏观经济发生重大转变，在较长时期内用于警示流动性陷阱的投资利率和货币利率间利差大小保持相对稳定。由于金融市场的多样性，表示货币利率和投资利率的指标通常众多。在欧美等国际金融市场上，伦敦银行间拆借利率 (LIBOR)/ 隔夜指数掉期利率 (OIS) 利差是最常用的判断一国流动性状况的指标；该指标表明：由于金融体系创造货币的能力受到削弱，金融危机爆发后，即使美联储加大了货币投放，美国金融流动性紧张状态一直没有得到解除，2月下旬以来，受金融危机第二波危险临近的影响，流动性紧张程度又有所上升。

货币增长一步到位的状况导致了我国流动性的泛滥。货币数量快速扩张的结果，是导致银行体系流动性空前膨胀，几乎达到了泛滥的程度：2009年新年交替前后，我国银行间市场货币利率持续下降，各种期限拆借利率由短到长先后低于同期存款利率，银行间市场竟然连续出现了无风险套利的交易机会。自2008年12月24日起，银行间市场同业拆借加权利率开始少于同期存款利率；2009年后的首个银行间市场交易日，3个月同业拆借利率也落于同期存款利率下方，期后虽有反复，但同业拆借利率低于同期存款利率时间要大大多于同业拆借利率高于同期存款利率时间。7天短期拆借利率低于同期存款利率成为常态说明，银行间市场短期资金充裕度已相当高，随后发生的3个月拆借利率也跟随低于同期存款利率现象说明，资金充裕程度在增加。银行间拆借利率低于同期银行同业存款利率，表明我国当前的流动性充裕状况为历史罕见，实际上已进入了流动性陷阱状态，如图6所示。

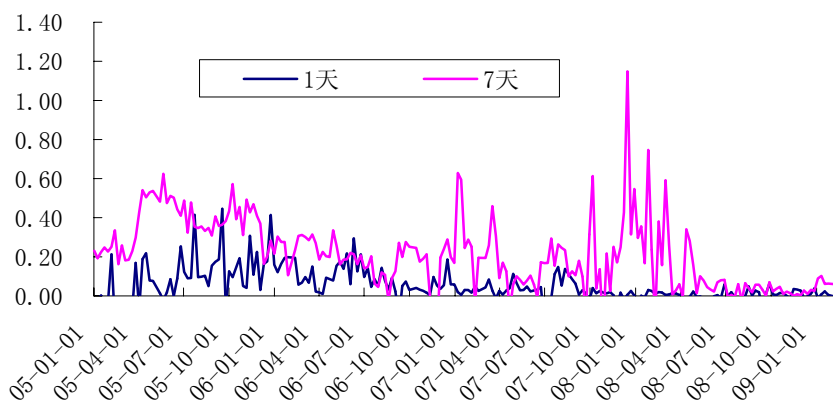
图 6 短期同业拆借利率先后低于同期存款利率 (%)



数据来源: Wind、上海证券研究所

与国际金融市场上用货币市场上掉期利率代表货币利率、用同业拆放利率代表投资利率类似,中国银行间同业回购利率(货币利率)和银行间同业拆借利率(投资利率)的利差也预示了我国是否已经接近流动性陷阱。中国货币市场上的利差变化说明,自2005年我国初步建立了相对完善货币市场体系以来,当前中国货币市场上流动性最为充裕,如下图所示。

图 7 中国银行间市场回购利率和拆借利率利差变动情况(频率:周;单位:%)

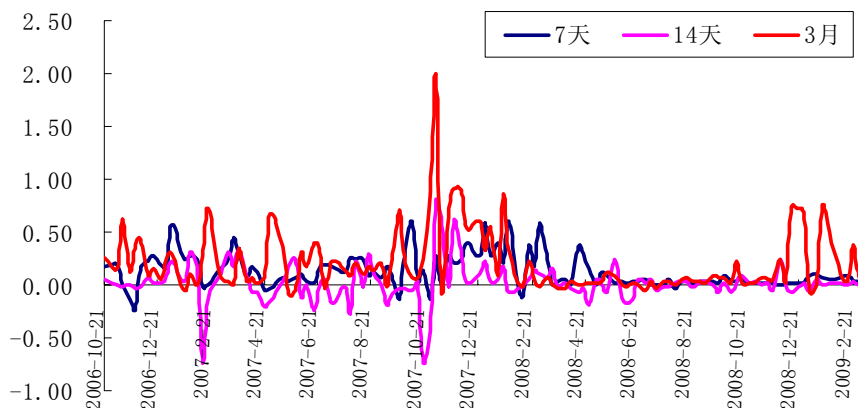


数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

由于我国金融市场体系不及美国发达,因而我国货币市场上的利差表现也没有美国市场上的稳定结构,但在波动中也可以看出趋势。银行间市场同业拆借利率和上海同业拆放利率间利差的变动历程,同样也反映了我国流动性陷阱来临的情况,如图8“缩小的银行间同业拆借和同业拆放利差(频率:周;单位:%)”所示。3个月利差重又上升,反映了我国货币市场上货币需求结构的变化,即中长期(3个月以上)货币需求上升。货币需求的这种变化,原因在于4万亿财政投资对信

贷需求结构发生的影响。

图 8 缩小的银行间同业拆借和同业拆放利差（频率：周；单位：%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

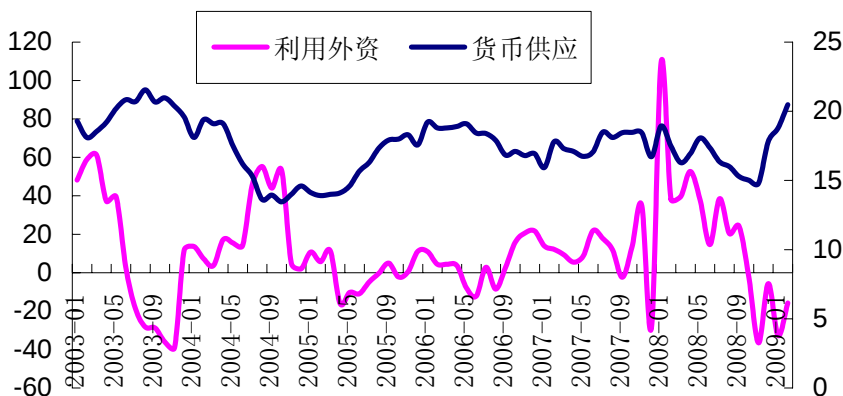
2. 加大资本外流压力

货币供给的增加，压低了金融市场上的投资利率，导致货币需求下降。货币需求下降，会进一步导致国内资本的过剩，从而加大国内资本外流的压力。对中国现阶段而言，货币增加导致的资本对外使用，主要表现为逆势增持美国国债和利用外资数量的持续下降。

2001-2008 年，我国外汇储备余额分别为 2,121 亿美元、2,864 亿美元、4,032 亿美元、6,099 亿美元、8,188 亿美元、10,663 亿美元、15,282 亿美元、19,460 亿美元，同期持有美国国债数量分别为 786 亿美元、1,184 亿美元、1,590 亿美元、2,229 亿美元、3,109 亿美元、3,969 亿美元、4,776 亿美元、7,274 亿美元。可见，中国每年新增外汇储备用于持有美国国债增量的比例，2001 年至 2008 年分别为 39.2%、53.6%、34.8%、30.9%、42.1%、35.2%、17.4%、59.8%。2008 年在外汇储备增加量减少的情况下，当年持有美国国债增加量出现高达 3 倍的增长。

我国货币供给和利用外资数量变化间也表现出了较为稳定的逆向变动关系，如图 9 “持续减少的利用外资数量（%）” 所示。从利用外资和货币供应间变动历程可知，除了少数异动时期外，在趋势上，货币供应增加，基本上导致了利用外资增速的下降，利用外资和货币供应两者间在趋势上表现为反向变动关系。

图 9 持续减少的利用外资数量 (%)



数据来源: Wind、上海证券研究所

3. 恶化国际收支形势

国际收支本质上是一种货币现象,因此货币需求和供给之间的关系也决定和影响着国际收支的变动。理论和实践均表明,一国信贷扩张和货币供应量变化,与一国的国际收支状况密切相关,各国不同程度的货币扩张将导致相应程度的国际收支变化:货币扩张带来的资金溢出意味着国际收支逆差。货币扩张导致国际收支逆差压力的理论推导如下:

首先,货币供应与货币需求相等。 MS 表示名义货币的供应量, MD 表示名义货币的需求量,那么有:

$$(1) MS = MD$$

其次,货币供给取决于央行的资产构成所决定的货币供应基数:

$$(2) MS = m(D+R)$$

其中, D 指国内提供的货币供应基数,即中央银行的国内信贷或支持货币供给的国内资产; R 是来自国外的货币供应基数,它通过国际收支盈余获得,以国际储备作为代表; m 为货币乘数。短期内货币乘数变化不大,可将 m 忽略,从而可得:

$$(3) MS = D + R$$

$$(4) MD = D + R$$

$$(5) R = MD - D$$

按照货币需求取决与经济发展、物价和利率,货币需求可表示为下式:

$$(6) MD = pf(y \cdot i)$$

其中, P 为本国价格水平, y 为国民收入, i 为利率(投资利率), $pf(y \cdot i)$ 表示对名义货币的需求, $f(y \cdot i)$ 表示对实际货币存量(余额)的需求,按照我们前面货币需求影响因素的分析, f 函数关系表示货币需求和国民收入、投资利率之间存在的正向关系。

除非在经济扩张时期,价格上涨或产量上升,扩张的货币可以找到出

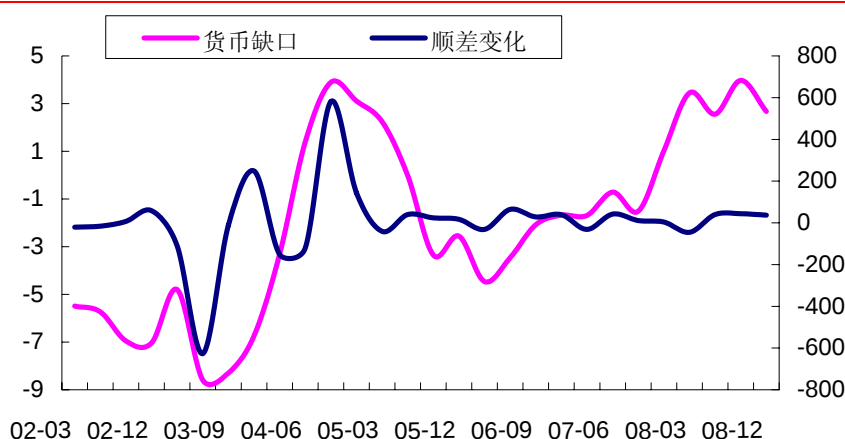
路，在价格不变尤其是当前价格下行的趋势下，多余的货币就要寻找出路。对个人和企业来讲，消化多余货币就是增加货币支出；对整个国家来讲，货币余额调整便表现为货币外流，即国际收支逆差。反之，当一国国内的名义货币供应量小于名义货币需求时，在价格不变的情况下，货币供应的缺口就要寻找来源。对个人和企业来讲，就要减少货币支出，以使实际货币余额维持在所希望的水平；对整个国家来说，减少支出维持实际货币余额的过程，便表现为货币内流，国际收支盈余。国际收支问题，实际上反映的是实际货币余额（货币存量）对名义货币供应量的调整过程。

当前货币需求下降和货币供给增加的局面，给我国的国际收支带来了逆转的压力：

$$\downarrow R = \downarrow MD - \uparrow D$$

货币缺口（GDP-M2）上升，通常伴随有顺差的增加。这种现象说明，经济体系中货币不足以吸收多余产品时，这些产品就会在国际市场上寻找出路；货币缺口转变为货币剩余，多余的货币会溢出国外，从而导致进口增加，顺差减少。现实中，货币缺口和国际收支间表现如图 10 “货币缺口和顺差变动（%）” 所示。2008 年我国货币缺口上升，对顺差拉升力度减少，原因在于海外市场受金融危机冲击而导致的需求下降。

图 10 货币缺口和顺差变动（%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

三、流动性的分布结构

1. 流动性的分布结构划分

流动性在宏观经济上的含义，是指在金融交易和实体经济领域商业交易等经济活动中，交易所需货币的稳定可得性。实体部门和金融部门共同构成了完整的宏观经济体系，因此宏观经济领域中的货币流动性是分别分布在实体部门和金融部门中的。按流动性的分布，货币流动

性分金融流动性和实体流动性。按照货币流动性的通常划分，M1 基本对应着实体部门的流动性，而准货币则对应着金融领域的流动性。

将金融体系按与实体经济体系联结的直接程度分，金融部门的流动性分布可进一步划分为下层的信贷体系（直接与实体经济联结）、与信贷体系联结的中层体系（资本市场），以及建立中下层体系之上的各类衍生品交易市场（上层体系），如图“流动性在宏观经济领域的分布”所示。

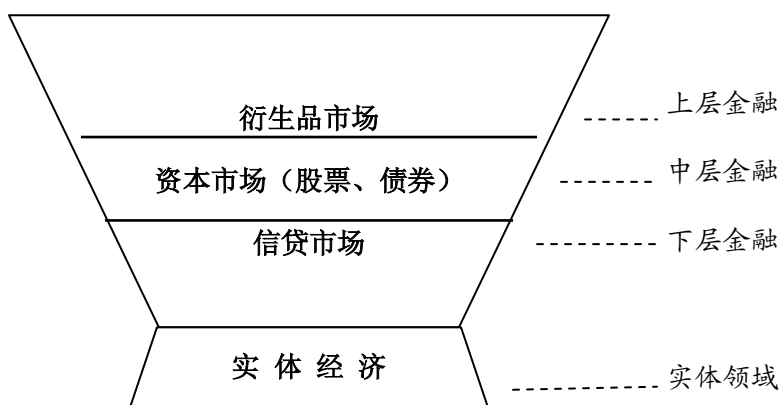


图 11 黄金价格波动和需求变化

在货币流动性的统计中，金融领域中上层体系的流动性。金融领域中上层体系的流动性，主要表现为准货币中的其它存款和不纳入广义货币的存款，未纳入广义流动性统计范围的金融性公司存款，主要是指存款性金融公司的资产。

2. 流动性结构变动带来的“跷跷板”效应

两个部门中的流动性分布结构并不是均匀分布和一成不变的，经常因宏观经济环境的变化发生变动。

流动性在宏观经济体系内部两大部门间的移动，经常造成各种矛盾的宏观经济表现：当流动性集中于金融领域时，金融市场的泡沫和实体部门的通货紧缩（价格稳定）可以共存；资本市场泡沫破裂时，金融部门流动性会向实体部门发生转移，反而导致商品价格的上升。资产价格和商品价格升降不同步甚至反向的现象，我们称之为流动性分布变动的“跷跷板”效应。

不同市场泡沫的演变，决定着流动性分布结构的变化和流动。泡沫的不同阶段对流动性在金融市场和实体经济间分布的结构变化产生着不同影响：泡沫发展期从实体领域吸收流动性，泡沫破裂后向实体领域释放流动性。结合泡沫对经济的影响分析可知，泡沫破裂时对价格可能产生跷跷板效应，货币从金融市场向实体经济领域流动，通货膨胀压力上升，加上政府为维护金融系统稳定通常采取增加流动性政

策，因此泡沫破裂时，通常带来一般价格水平的上升。“通胀无牛市”现象因此而产生。只有在泡沫破裂后，经济收缩作用显现，价格水平才会下降。

资本市场泡沫的形成、破裂等发展变化，通常导致金融流动性的重大变化。随着资本市场发展变化，影响着金融流动性膨胀、消失和移动。同样的资本市场变动，金融流动性的不同表现，通过对实体流动性的影响，使宏观经济表现了不同的表现形式：1990 年，日本和台湾同时开始了泡沫破裂进程，两地泡沫破裂前后的宏观经济表现分别如表 1、表 2 所示。

当金融部门从实体部门吸收流动性时，宏观经济表现为低通胀下的资本市场繁荣景象。流动性移动将会导致这一理想经济状态很快结束，经济不是陷入通胀，就是资本市场泡沫最终破裂后一片狼籍。

日本经济在泡沫形成时经济增长率较高，通货膨胀率却一直比较低。可以说，日本经济在泡沫破裂前经历了“高增长、低通胀”的黄金时期。货币增长稳定，唯一不好的指标是信贷增长稍微有所放缓。泡沫破裂时，面临着高通胀（资本市场资金涌入实体领域）。泡沫破裂后，经济发展放缓，信贷收缩明显，通胀率也有所下降。

表 1 日本泡沫前后的宏观经济表现（名义值，%）

	GDP 增长率	信贷增长率	货币增长率	通货膨胀率	指数涨跌率
前(3-5)年平均	5.71	16.94	10.48	0.61	28.93
前(1-2)年平均	7.94	11.73	11.7	1.81	40.23
泡沫破裂当年（1990）	7.73	8.57	7.43	3.82	-38.61
后 2 年平均	4.58	4	10.4	1.89	-14.58

数据来源：CEIC，上海证券研究所

台湾在泡沫破裂前经济增长就开始放缓，说明泡沫破裂前的负作用超过了对经济的正面作用；信贷增长率暴涨（主要由“热钱”流入引起）；长时间内保持着低的通货膨胀率，货币增长率也得到控制。与日本相同，泡沫破裂对价格同样有跷跷板效应：资产价格下降、通货膨胀率上升。泡沫破裂时，经济发展受到较大冲击，信贷和货币收缩明显。泡沫破裂后经济开始恢复正常运行，很快步入正常发展轨迹。

表 2 台湾泡沫前后的宏观经济表现（名义值，%）

	GDP 增长率	信贷增长率	货币增长率	通货膨胀率	指数涨跌率
前(3-5)年平均	10.63	13.06	28.66	1.07	59.77
前(1-2)年平均	8.58	40.09	21.19	2.13	155.55
泡沫破裂当年（1990）	5.69	11.95	10.95	4.56	-52.93
后 2 年平均	8.01	28.24	21.05	3.71	-12.73

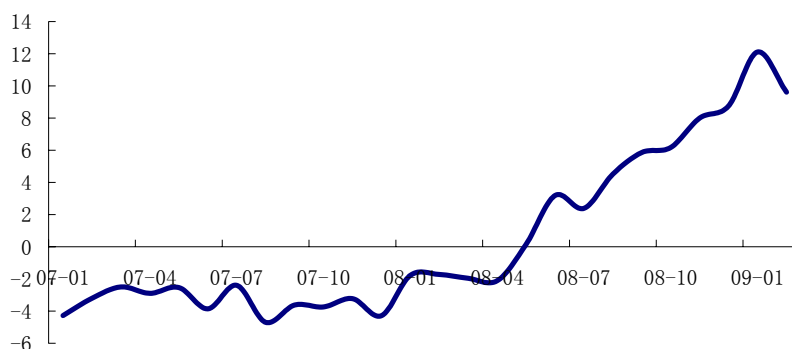
数据来源：CEIC，上海证券研究所

3. 未来的流动性分布

1) 中国：囤积于信贷市场并向上延伸

中国此番流动性的增加，主要集中在信贷领域。2008年10月以来的信贷高速增长，快速提升了货币流动性的增加速度。信贷投放增加，意味着商业银行体系创造的货币增加，从而进一步带来了经济体系中流动性的增加。但是，信贷投放增加的流动性基本上停留在了银行系统内部，没有进入实体经济领域。增加流动性集中与信贷市场，直接导致了M1和M2剪刀差的扩大，M2增长大大快于M1增长，如图12“扩大的M1和M2增长速度差距”所示。

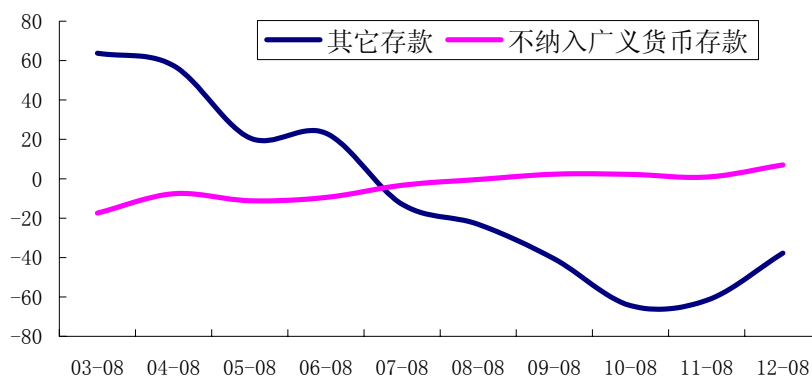
图 12 扩大的 M1 和 M2 增长速度差距



数据来源：Wind、上海证券研究所

准货币中的其它存款由于受资本市场的价格波动的影响，波动很大。因此，资本市场泡沫的破裂，直接导致了其他存款的下降。在经济下行时期，实体经济领域对流动性的需求降低。中国流动性的增加是通过信贷投放实现的。由于实体领域流动性需求不旺，直接导致了流动性囤积在信贷市场领域。在流动性不断增加的情况下，流动性的分布结构必定会有向金融上层体系流动的趋势。在中国上层金融体系不发达、吸纳流动性能力有限的情况下，增加的流动性会在很大程度上涌向金融中间层体系，导致资本市场波动性增加，债券市场行情继续。中国流动性分布向上移动的表现，就是准货币中的其它存款和金融性公司存款不断增多，如图13“其它存款和金融性公司存款增长(%)”所示。

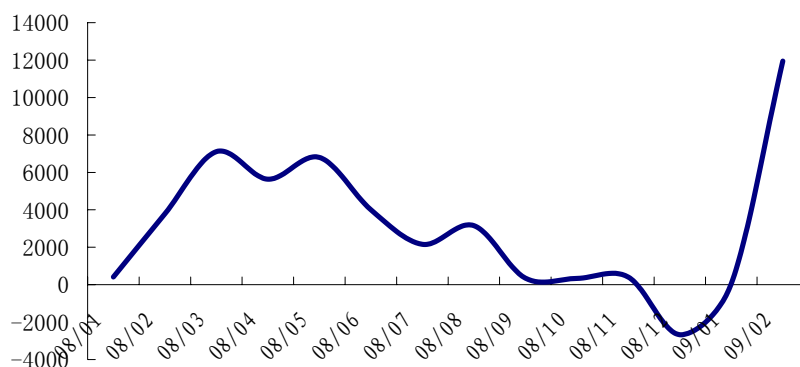
图 13 其它存款和金融性公司存款增长 (%)



数据来源: Wind、上海证券研究所

流动性分布结构囤积于信贷市场并向上延伸,除了表现为 M2 快于 M1 增长之外,还表现为银行存款中非储蓄存款的暴涨,如图 14 “非储蓄存款的变动 (亿元)” 所示。

图 14 非储蓄存款的变动 (亿元)



数据来源: Wind、上海证券研究所

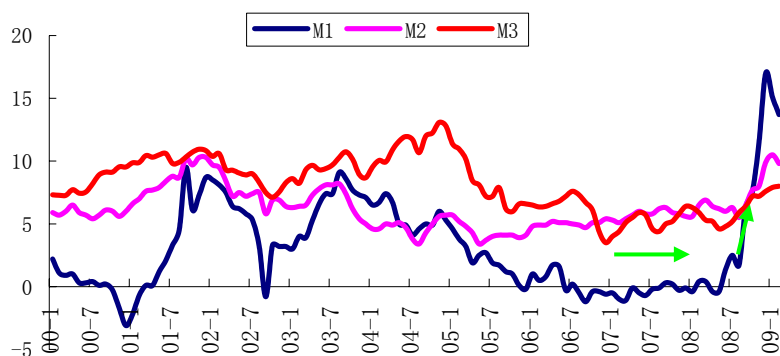
2) 美国: 集中于金融中上层体系

流动性越是集中于金融上层体系,流动性分布中广义流动性的增长速度越快。显然流动性向上延伸,意味着有 $M3 > M2 > M1$ 的趋势。在美国的流动性划分中, $M2 = M1 + \text{零售货币基金}$, $M3 = M2 + \text{机构货币基金} + \text{大额存单 (CD)}$ 。在美国金融市场,货币基金通常也是可以填开支票的。由美国金融体系的运行特征可以推出, M1 基本上代表了实体经济领域的流动性, M2 则反映了实体经济和信贷市场的流动性, M3 则包含了金融领域中上层体系的流动性。

由于金融危机严重损害了美国金融体系,金融危机爆发后,即使美联储的不断扩张流动性,美国 M1、M2 和 M3 均基本保持了稳定增长的态势。2008 年 10 月后,欧美各国的金融救助开始大转向,前期以增

加市场流动性为主的救助方向将逐渐终结，取而代之的将是以机构救助、注资、金融担保等多元并举保证金融机构、维护金融系统稳定的系统性方案。2008 年 10 月初，美国国会通过了 7000 亿美元的救市方案，该方案旨在通过购买银行不良资产以使信贷市场恢复正常运转。随着市场情况发生改变，美国财政部宣布，将对救市方案进行修改，计划拿出其中的 2500 亿美元直接购买银行的股份，以此向银行注资，目前这一计划已部分得到实施。2008 年 10 月起，欧美各国明显减少了对流动性的关注，转而向拯救金融机构方向开展大规模行动。金融救助方向转变，金融体系的正常功能得以复苏，这才导致了流动性相应增长，如图 15 “美国不同层次流动性的变化(%)”所示。

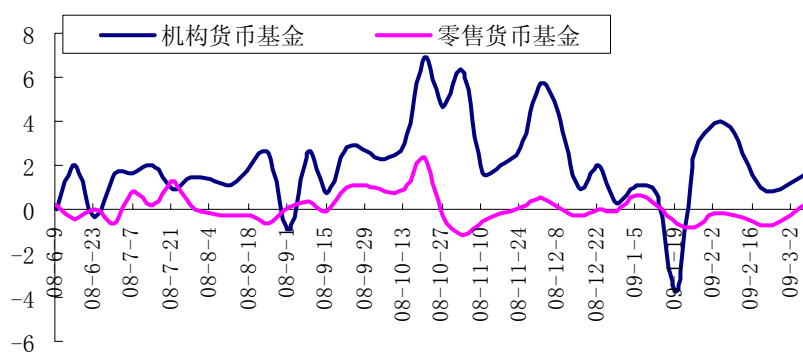
图 15 美国不同层次流动性的变化(%)



数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

次贷危机对金融体系功能的最大打击在于对金融市场流动性的打击。金融危机使金融体系本身的流动性受到限制，而金融体系本身流动性的充裕是金融体系其它功能得以正常发挥的基础。金融是经济的核心，金融体系流动性则是核心的核心。金融体系流动性的降低，直接阻碍了金融体系正常运转。此次金融危机以次贷危机引起资本市场的泡沫破裂为表现形式。泡沫破裂损害了金融机构的资产负债表，为使信贷体系的正常运行不致受到太大冲击，救市措施主要通过增强金融机构资产负债表的形式往金融体系注入流动性，如给金融机构注资、购买其资产等。因此，为治理金融危机扩张的流动性基本流向了金融的中上层体系，构成货币 M3 的机构货币基金增长一直快于构成 M2 的零售货币基金的增长。

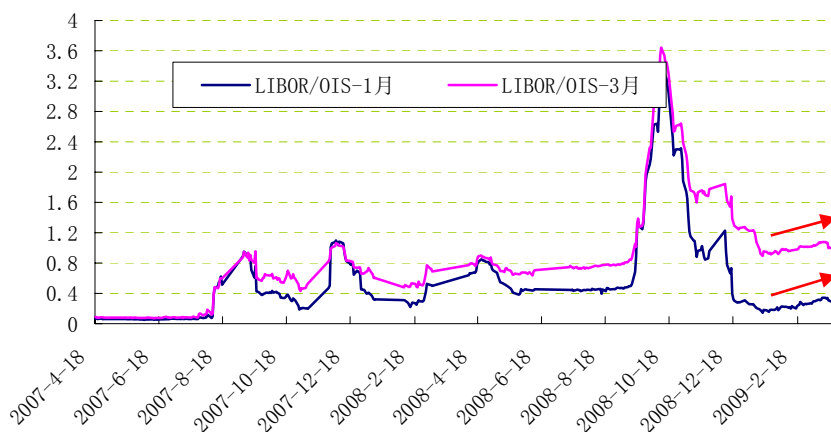
图 16 美国货币基金的变化 (%)



数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

恢复金融部门内中上层体系的流动性,显然有助于维护信贷体系的流动性,使金融危机不至于扩展到实体经济领域,对整个宏观经济运行造成太大冲击。此次金融危机发生在金融部门内中上层领域的现象,使得金融机构因受金融危机冲击而产生的融资需求,不仅是用于管理流动性,而且更多的要用于修复资产负债表。金融危机不仅造成了金融市场上流动性的下降,而且还挫伤了市场信心。金融机构应对危机的融资需求,更多地来自于因市场信心缺失而提高资产负债表质量的需要。但是,由于金融体系对流动性的需求仍然很旺盛,金融流域流动性不足局面并没有改变,反而有逐渐增加之势。如图 17 “美国重趋紧张的流动性状况”所示。

图 17 美国重趋紧张的流动性状况



数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

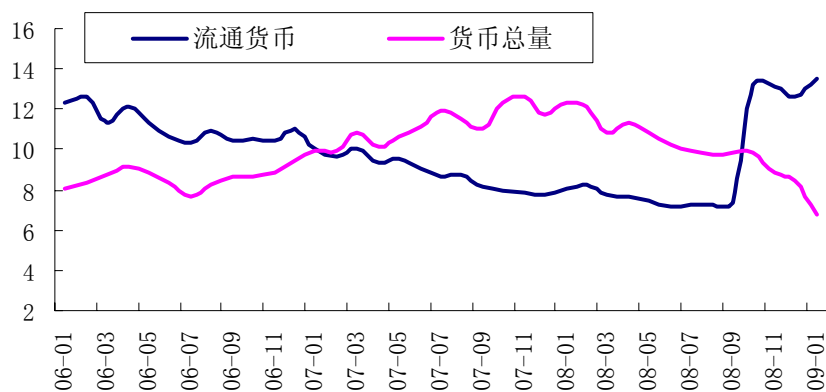
金融危机爆发前的很长时期内,美元 LIBOR/OIS 间利差平均为 8 个基点,金融危机爆发后两者间利差快速上升,2007 年 7 月上升到 80 个基点,2008 年 3 月急升到 400 个基点。金融危机发生后美元 LIBOR/OIS 间利差上升,反映了美国金融市场上流动性的紧张,作为流动性消失的第一反应,美国自然采取了针对性地注入流动性措施。经过美

国政府一系列努力后，美国金融市场流动性紧张局面有所缓和，但在2008年9月后，这一利差又有所扩大。因此，判断美国金融流动性分布会逐渐向下流向实体经济领域还为时过早。

3) 欧元：开始转向实体领域

受金融危机影响，欧元区经济体的流动性分布也表现出来类似美国的变化：增加的流动性大部分流向了金融领域，广义货币增量大大高于流通货币的增长。同样由于政府金融救助重心的转变，流动性分布发生了改变，2008年4季度起，实体领域流动性快速增加，表现为流通货币增长超越货币总量增长，如图18“欧元不同层次货币流动性变化(%)”所示。

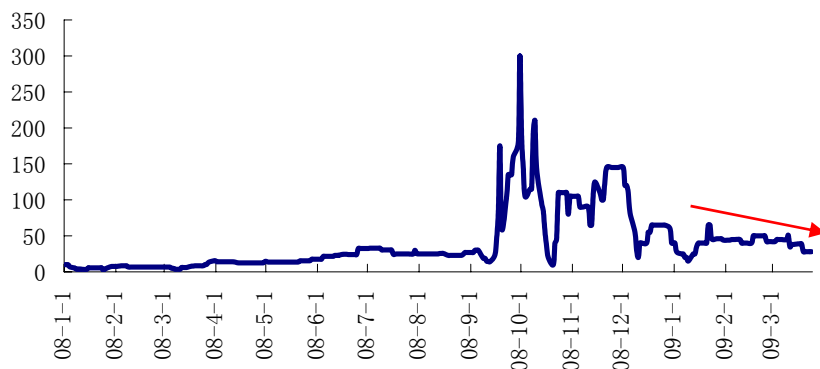
图 18 欧元不同层次货币流动性变化(%)



数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

但是，与美国不同，2008年10月后欧元区金融体系并没有持续恶化。这种情况表明，欧元不是金融危机的发源地，在顶过美国金融危机的传染冲击后，欧元区金融体系开始企稳，表示金融体系流动性状况的Libor/Swap间利差开始收窄，如图19“EURO Libor vs Swap”所示。未来欧元持续扩张的流动性，将越来越多的流向实体经济领域。

图 19 EURO Libor vs Swap



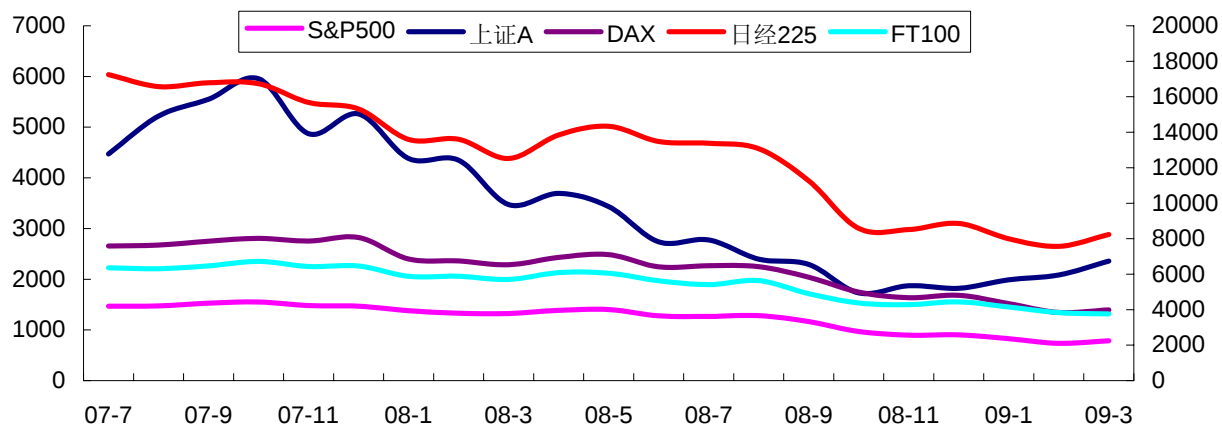
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

四、下一个泡泡是谁？

1. 相续破裂的股市泡沫和商品泡沫

2008 年以来，全球资本市场泡沫和大宗交易商品价格泡沫相续破灭。首先是股票市场泡沫率先破灭，2007 年 4 季度起，全球主要股市相续开始进入下降通道，如图 20 “全球主要股指泡沫破裂” 所示。

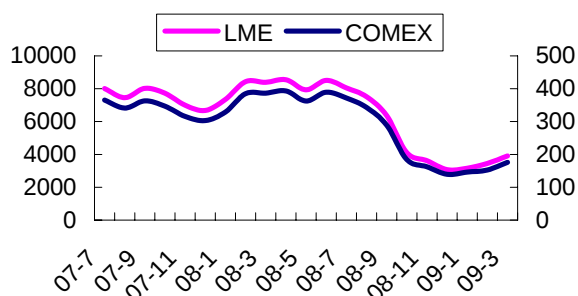
图 20 全球主要股指泡沫破裂



数据来源：Wind、上海证券研究所

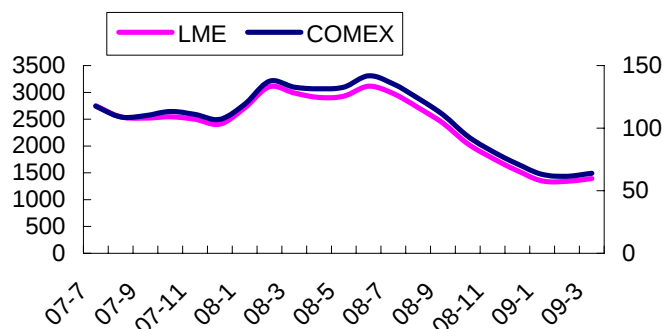
股市泡沫破裂后，从金融中层领域资本市场中涌出的流动性纷纷冲向了实体经济中的大宗商品市场（金融上层衍生品交易市场泡沫已先于股市破裂）。2008 年下半年后，商品价格也跟着快速回落，各种商品市场泡沫基本同时破裂，如图 21-24 所示。次贷危机→股市下跌→商品价格暴涨→商品价格回落，流动性依次从上往下流动正是导致资产价格和商品价格依次演变的背后根源。不同领域间价格升降不同步甚至反向的现象，正是我们称之为流动性分布变动的“跷跷板”效应。

图 21 国际金属价格走势（CU）



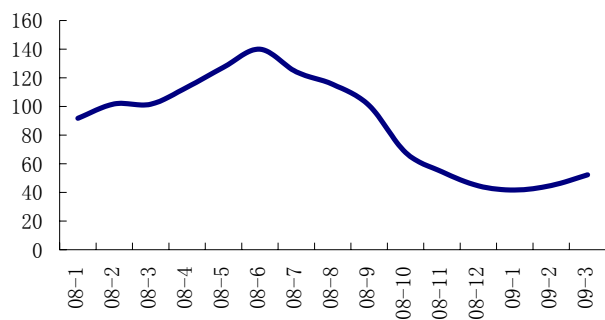
数据来源：Wind、上海证券研究所

图 22 国际金属价格走势（AL）



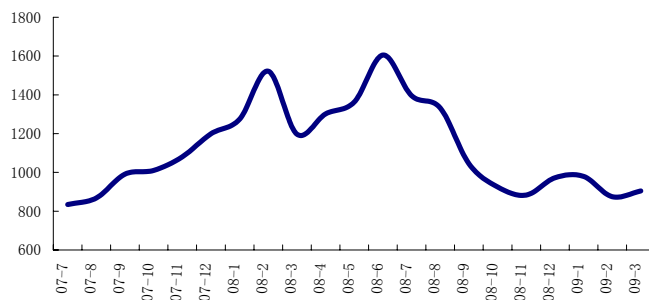
数据来源：Wind、上海证券研究所

图 23 NYMEX 原油价格走势



数据来源: Wind、上海证券研究所

图 24 CBOT 大豆价格走势



数据来源: Wind、上海证券研究所

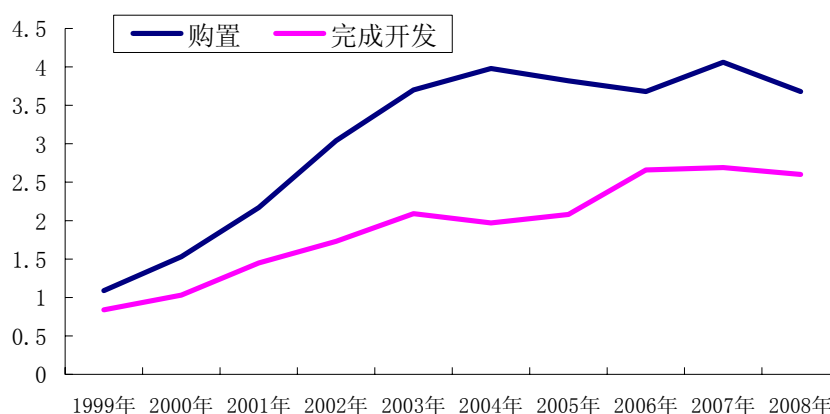
2. 摇摇欲坠的房地产泡沫

刺破房价泡沫破裂的“针”并不是土地价格的下降和自住需求的减少，而是投机需求的是衰退。住房商品经自住需求购买之后即推出了市场，因此自住需求无论变化与否对房地产价格的冲击都比较小。由于土地一级市场政府操控和不同地块、时期土地属性的差异，地价波动对住房价格冲击也有限。自住需求无论需求量和需求能力都比较稳定，除非收入水平和城市化进程发生重大变化。

受金融危机的影响，国内外的资本市场泡沫和商品泡沫相继破灭。与国外楼市泡沫率先破灭，并引发随后的资本泡沫和商品泡沫相继破裂不同，国内同样处于风口浪尖上的楼市，却表现了另外一番风景：虽然交易量大幅萎缩，价格却依然高居不下，或下降甚少。经济学的常识告诉我们，作为投资品，价格变动和成交量变动之间存在着多种对应关系。量价齐跌是市场调整到较高阶段、调整基本到位的表现。从量价关系上看，价格由上涨转为下跌一般要经历价稳量缩、价跌量缩的过度阶段，然后才会进入价格快速下跌而成交量稀少的普跌速降阶段。当前房价“握牢”不动，但交易量明显下降的现象，说明当前楼市已处于价稳量缩的阶段，一轮逐渐加速的调整过程即将展开。2009年1季度的价稳量升，只是楼市下跌开始的一个前兆。

首先，现有土地购置面积，完全消化至少需要4年，超出正常开发周期2年以上。1998年，国发23号文终止了中国的福利分房制度，房地产市场开始形成。1999-2008年，房地产市场共购置土地30.75亿平方米，实际完成开发19.14亿平方米。即使按照2005-2008年间的告诉开发速度（2.5亿平方米/年），当前存量土地需要开发4.6年。未开发存量规模，等于最近3年的土地购置量，2006-2008年间高价拿的土地，等于全部没开发。土地购置和完成开发情况如图25“土地购置与开发变动（亿平方米）”所示。

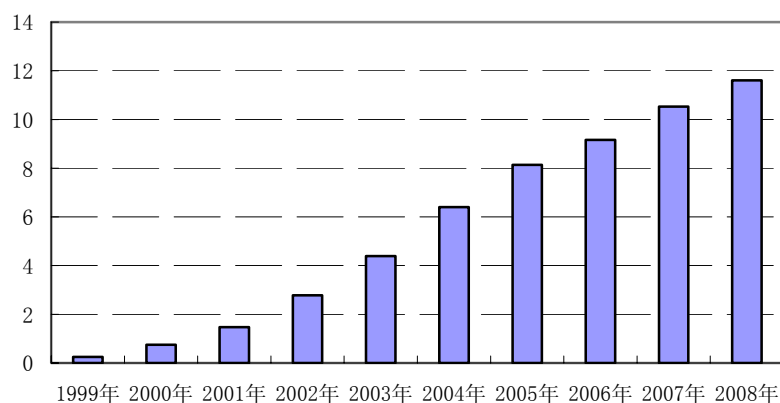
图 25 土地购置与开发变动（亿平方米）



数据来源：Wind、上海证券研究所

按照我国房地产市场现有的开发速度，我国土地存量规模在 2004 年就开始超越了 2 年开发时间的一般开发周期标准，正是在 2004 年，中国房地产市场开始显现过热征兆，政府也开始了宏观调控，但在各级地方政府出于财政收入考虑而阴奉阳违的对抗下，中央的调控政策效果被大打折扣，未开发土地存量逐渐积累，如图 26 “未开发土地规模变动（亿平方米）”所示。

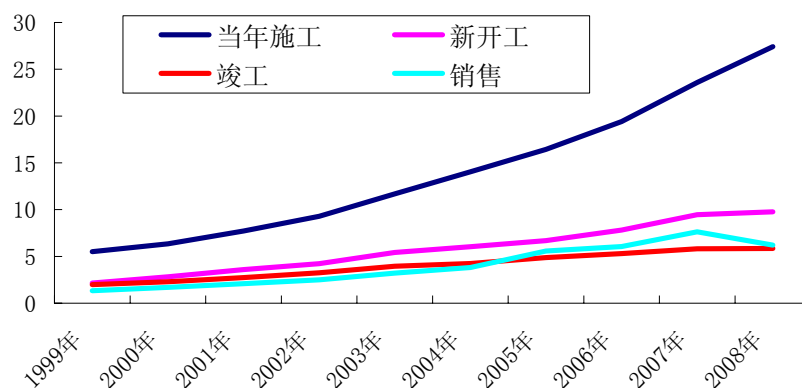
图 26 未开发土地规模变动（亿平方米）



数据来源：Wind、上海证券研究所

其次，从现有开工建设规模情况看，严重供过于求现象即将发生。1999-2008 年，我国总共施工规模达 61.36 亿平方米，已竣工 40.31 亿平方米，已销售 40.13 亿平方米。按照住房建设周期 1-2 年的通常情况，即使没有新开工项目，2009-2010 年至少要完成竣工面积 20 亿平方米以上。2005-2008 年是我国住房销售的旺盛时期，销量稳定且规模较大，平均每年销售 6.4 亿平方米。即使按照这个销售速度，现有在建项目建成后完成销售至少需要 3 年。我国房地产市场的工程建设情况如图 27 “不断扩张的房地产工程规模（亿平方米）”所示。

图 27 不断扩张的房地产工程规模（亿平方米）

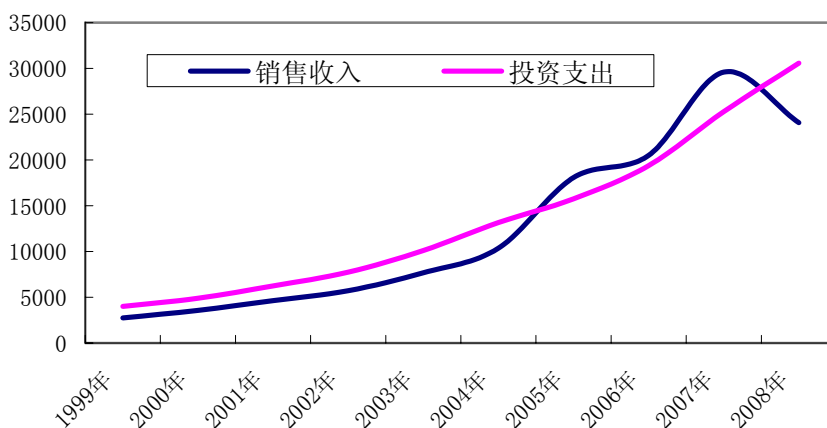


数据来源：Wind、上海证券研究所

第三，交易量跟随竣工量。从房地产的销售情况看，房地产市场的交易量基本上是跟随竣工量变化的，其中发挥调整机制的变化量是价格。从竣工和销售的对比情况看，我国已竣工面积完成销售率为99.55%。可见，开发商秉承“没有卖不掉的商品，只有卖不掉的价格”理念，对价格一般随行就市，从而保证了销售进展的顺利。房地产项目由于资金占用量大，杠杆比例高，开发商一般很少发生“捂盘”行为。快速回笼资金是开发经营成功的关键。2009年1-2月，房地产竣工面积0.565亿平方米，累计同比增长29%，竣工面积增长直接导致了市场销量的重新上升，导致房地产市场“小阳春”现象的出现。按照未来的施工和竣工进展情况，未来房地产市场的演变会经历一个价格由缓慢下降到快速下降的过程。

最后，从行业积累情况看，行业整体难以抵抗此轮需求下降冲击。房地产行业近几年的繁荣吸引了大量资金进入，虽然从企业个体上看，许多公司取得了丰厚的收益，但从行业整体上看，全行业到现在为止还是投入大于产出，尤其是最近3年在土地上的高额投入，导致了全行业产出剩余积累为负的局面，如图28“房地产行业收入和支出变动（亿元）”所示。1999-2008年，全行业累计投资支出137159.4亿元，同期销售收入累计126976.35亿元，收支相抵，即使不考虑税收流出，全行业共发生净投入1万亿元。加上行业内企业分配的不均，个别企业财务回报压力可想而知，行业抗此轮需求下降冲击能力相当脆弱。

图 28 房地产行业收入和支出变动（亿元）



数据来源：Wind、上海证券研究所

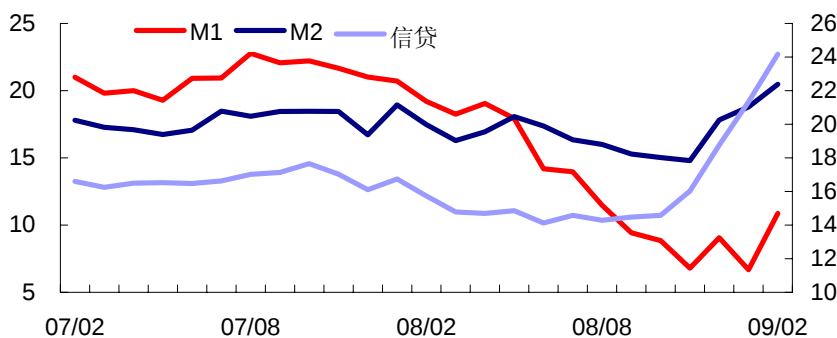
面对即将爆发式增长的 2009-2010 年竣工面积，一轮价格大战不可避免。从现有施工面积看，面对市场需求能力不足的状况，市场发展只有 2 种选择：一种是延期或停止开发，从而不可避免造成“半吊子”工程和烂尾楼的重新出现；另一种情况就是大规模降价。一般来说，2 种情况会兼而有之的出现。价格大幅下降和非正常停建工程现象出现，是未来楼市泡沫破裂的表现形式。

总而言之，未来房市未来供应会高速增长，需求会大幅下降（投机需求减少），供求强制平衡调整的结果，是价格下降，市场表现就是放量下跌！

3. 正在吹起的信贷泡沫

2008 年 4 季度后，我国人民币信贷开始出现加速上升趋势，如图 29 “信贷和货币走势（同比：%）”所示。信贷激增推高了货币增长。贷款投放增加，预示着商业银行体系创造货币的能力重新增加，央行同样货币投放创造的货币存量增多。伴随信贷的继续高增长态势，货币也保持了相应的高增长趋势。

图 29 黄金价格波动和需求变化

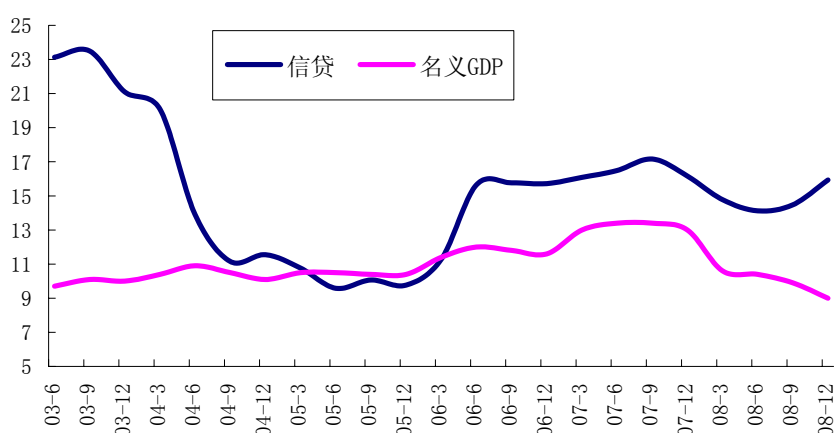


数据来源：人民银行、上海证券研究所

信贷高增长并非由信贷需求的上升引起，而是银行主动扩张的结果。虽然信贷快速增长，但银行信贷授信额度的增长更快，显示银行急于放贷的冲动。这种冲动一方面缘于政治响应，更大程度上还在与货币充裕导致流动性陷阱的情况下，银行不得以在经营上，以规模增长减弱利差下降给银行业绩带来的影响。一步到位的货币增长带来了流动性充裕的局面，导致银行间市场利差倒挂，银行经营中财务平衡的压力增大，直接导致了银行放贷的冲动。信贷投放的高增长，主要是银行方面主动推动的结果。银行积极扩张信贷的动力，主要来源于流动性过剩带来的利差减小所导致的财务平衡压力。在经济下行时期信贷资产质量必然有下降压力，银行为了保持资产负债表的稳健性，必然有增加信贷扩大资产规模以稀释不良资产的冲动。

在经济下行时期，企业信贷需求下降。信贷逆势扩张，还是政策驱动的结果。2008 年 4 季度，短短 3 个月时间内，央行 5 次下调贷款基准利率。其中，信贷市场上占最大份额的 6-12 月信贷基准利率由年初的 7.47% 直降到 5.31%，降幅达 28.9%。利率下降对银行经营的更大影响还在于息差的下降。由于央行对存贷款利率的下降是不同步、不对称的，2008 年 4 季度央行只下调了 4 次存款基准利率。1 年期存贷款利差由 3.36% 缩小为 3.06%。幅度接近 10%。利差缩小客观上增加了银行放贷的冲动。货币充裕导致流动性陷阱的情况下，银行不得以在经营上，以规模增长减弱利差下降给银行业绩带来的影响。信贷的快速扩张又加重了流动性充裕局面，导致银行利差压力更大，银行经营和流动性局面陷入了互为促进的恶性循环状态。因此，经济下降背景下，信贷的逆势扩张，很可能埋下未来银行资产质量降低的风险。信贷增长还大大超越了名义 GDP 增长速度，如图 30 “信贷和名义 GDP 增速比较” 所示。

图 30 信贷和名义 GDP 增速比较



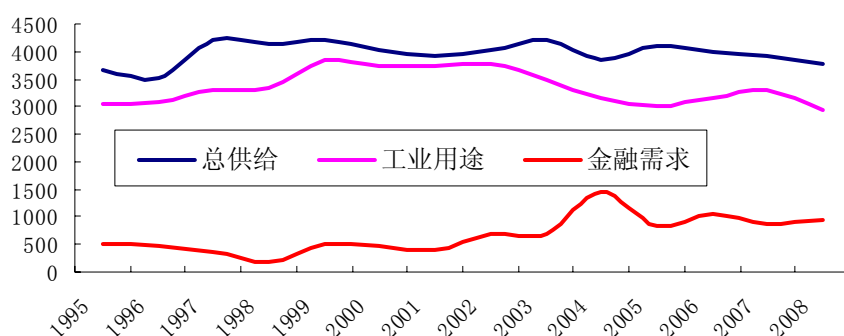
数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

4. 蓄势待发的黄金泡沫

流动性增加并集中于金融中上层领域，直接造成了资产价格波动性的增加，但并不一定会推高资产价格。在经济下行时期，实体经济领域需求不足，决定了大部分资产和商品价格的下行趋势。但对并由真实供求关系决定的特殊商品和少数供不应求的资源类商品，在流动性的泛滥的条件下，很可能会暴涨。换言之，只有没有真实商品交易领域的价格“锚”定位的商品，流动性充裕才会推动其价格上涨。对于磷、钾等少数稀缺性的资源品而言，原本供不应求的态势对逐利的货币有着极大的吸引力。对于已经基本脱离商品属性，货币属性成为其主要属性的黄金而言，当前的流动性总体泛滥和分布结构，对黄金价格上涨造成了极大的推动力。

首先，黄金供求稳定，价格变化不会导致实际供求状况的变化。黄金供给和工业用途需求都较为稳定，如图 31 “黄金供求变化”所示。

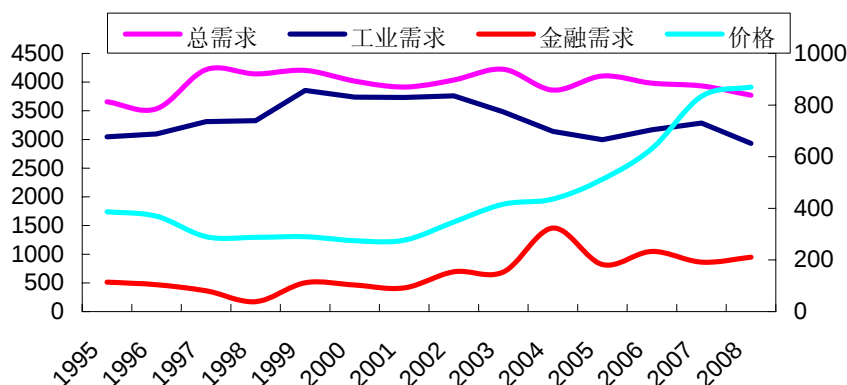
图 31 黄金供求变化



数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

其次，黄金价格波动主要受金融需求影响，如图 32 “黄金价格波动和需求变化”所示。由图可见，在 2005 年前，黄金价格和金融需求显示了较强的相关性，同时和工业用途和总需求明显不相关。

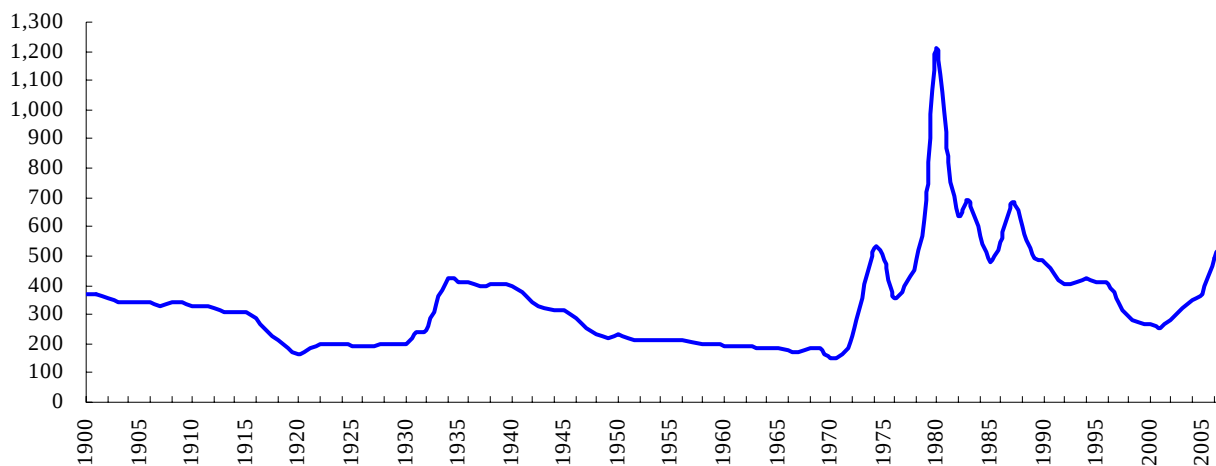
图 32 黄金价格波动和需求变化



数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

黄金的金融需求是黄金货币属性的必然产物，其变化基本取决于货币金融流动性的变化。2005年后，黄金价格开始走出单独的背离趋势，表面看是黄金真实价格上升的结果（图 33），其背后因素正是黄金标价货币美元流动性加速上升的结果。

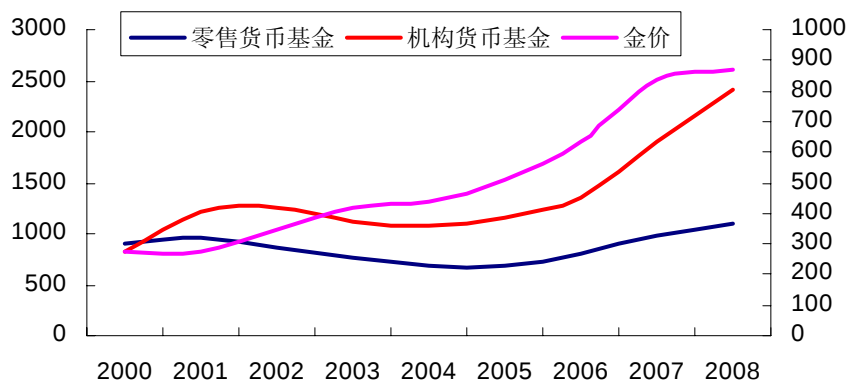
图 33 98 年美元购买力黄金价格（美元/盎司）变化



数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

金融上层体系流动性的多寡，直接决定了对黄金的金融需求旺盛程度。因此，金融流动性增加越快，越是集中于上层，对黄金金融需求就越强烈，黄金价格就越是具有上涨压力。由于金融领域的需求是直接“出清”的，不存在真实交易领域的价格“粘性”现象，也由于黄金供给中可用于满足金融需求的数量变化不大，故美元金融流动性增多，会直接推动价格上涨，如图 34“美元构成的变动和金价走势”所示。

图 34 美元构成的变动和金价走势



数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

美元流动性扩张并在分布上朝金融上层体系流动的趋势，势必造成对黄金避险需求等投资需求的增加，黄金金融需求的上升，可能会造成

金价的暴涨。

投资建议

我们认为流动性充裕局面至少将持续 1-2 年；基于我们对此轮经济调整是新一轮 10 年期经济周期开始的判断，我们认为此轮流动性膨胀主要集中于金融中上层领域，并随未来经济复苏会逐渐转入实体经济领域；当前流动性的分布集中态势，直接造成了资产价格波动性的增加，但并不一定会推高资产价格。对没有真实商品交易领域的价格“锚”定位的商品，流动性充裕状况会很快推动其价格上涨。

对于行业供求过剩趋势的房地产行业，流动性充裕对其价格和交易量的提升作用有限，建议减配房地产。

建议长线增配稀缺的资源类资产和黄金相关资产。

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。