

流动性充裕能否持续？

陈勇(021) 5010 6011
chenyongsz@lhqz.com**刘湘宁**(0755) 8249 2026
liuxn@lhqz.com

报告要解决的问题和看点

在货币供给扩大和人民币升值预期下，有投资者似乎看到了 2007 年的流动性繁荣再现，近期的一年期央票重启动作和公开市场操作招标利率连续攀升，增加了分析流动性问题的紧迫性。我们从三个方面分析：总量（政策）、结构（活化）和外部因素。

报告主要有三个看点：第一，央行没有用准备金率工具和信贷指导，而只是启动一年期央票发行，说明政策微调非常谨慎；第二，CPI 可以成为判断货币结构活化的一个良好指标，未来货币活化的速度将是缓慢的；第三，跨境贸易结算试点正式开启了人民币国际化进程，未来人民币将被部分分流到境外，2007 年的“顺差增加—升值预期—境外资本流入—流动性过剩”的情形难再现。

谨慎的政策微调

即便没有鼓励信贷的政策，信贷快速扩张的势头仍将维持。背后的力量主要有二：商业银行自身扩张冲动、地方政府的投资冲动。

央行恢复了暂停半年的一年期央票发行，此举的政策意图是，央行将使用更多的工具回收流动性。但管理层没有采取直接的信贷紧缩措施，而是采取公开市场操作的手段，表明政策微调非常谨慎。

货币活化可延续

CPI 则是影响结构性活化的关键因素。如果 CPI 未来在低位缓慢爬升，则货币的结构性活化仍将延续。

资本跨境流动生变

在美元预期贬值、中国经济“一枝独秀”的情况下，我们认为人民币兑美元面临升值压力。考虑到人民币国际化进程正式开始，人民币的稳中有升可能是一个长期趋势，这是马克和日元的国际化进程中的经验。

如果人民币跨境贸易结算试点进展顺利，由贸易顺差增加导致的外储压力将减小，人民币贸易结算功能的扩大将分流部分的货币供给，未来境外资本对流动性的影响将不会重现 2007 年的情况。

目 录

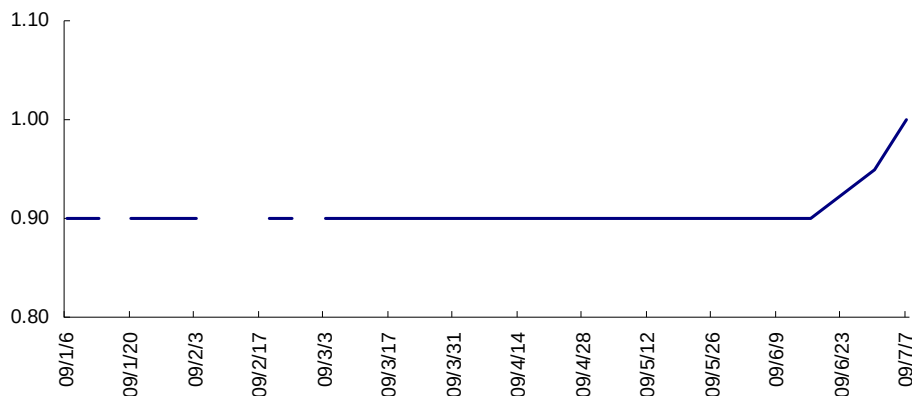
1、两个数据“左右”市场神经.....	3
2、谨慎的政策微调.....	4
3、货币活化可延续.....	5
4、资本跨境流动生变.....	6
5、小结	7

（本报告包括 5 个图表，2 张表格）

1、两个数据“左右”市场神经

近期，与流动性有关的两个数据左右着市场神经。一个是央行公开市场操作工具招投标利率连续两周攀升，维持了半年的利率水平被打破。我们的债券分析师认为，尽管抬高资金成本有对冲 6、7 月份央票的大量到期之嫌，但在今年 3 月份，到期票据同样很多，央行却没有使用价格工具，而是用数量方法进行对冲。因此市场倾向认为是央行有意引导资金成本上升。

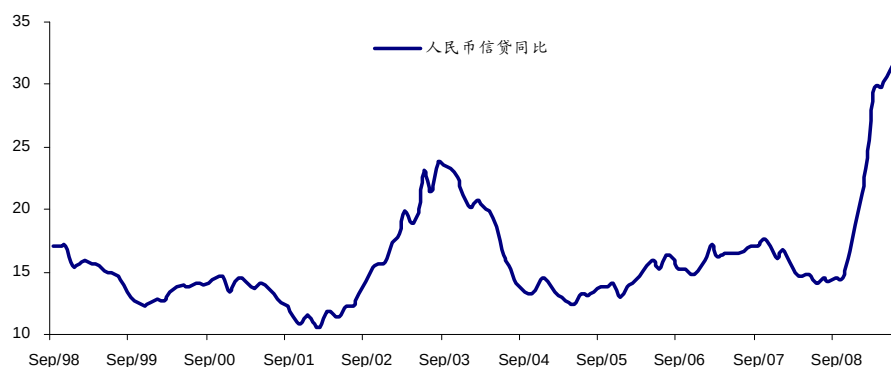
图 1 央行正回购利率连续两周攀升（%）



数据来源：CEIC, 联合证券研究所

另一个数据是 6 月份新增贷款 1.53 万亿，创本年来的月度次高，上半年新增贷款累计 7.36 万亿。按照这样推算，6 月份信贷同比增长 31.8%，再创历史新高。

图 2 信贷增速继续创新高（%）



数据来源：CEIC, 联合证券研究所

一松一紧之间，吸引了市场对未来流动性状况的关注。我们从三个层面分析未来的流动性问题：第一，政策操作层面在多大程度上支持流动性扩张或收紧？第二，在政策变量给定的情况下，经济基本面决定的内生性货币创造将是何种趋势？这一过程与“货币活化”或“货币流通加速”有关；第三，在内部因素给定的情况下，外部因素将在多大程度上影响未来流动性，比如，人民币升值预期下的资本流入？

2、谨慎的政策微调

如果将流动性状况看成是一系列事件的结果，那么其中的关键事件是公开市场操作（基础货币供给）和信贷创造（货币乘数），两者都是重要的货币政策工具。

信贷方面，六月份新增信贷继续创出天量。虽然有季度末冲规模的因素，但我们认为，信贷扩张的力量正发生转移，即从中央政府转向地方政府，从大型国有商业银行转向中小商业银行和地方金融机构。从公开数据来看，6月份四大行新增贷款仅占全部贷款的三分之一左右。

我们的银行业分析师指出，给定现有的监管框架，商业银行的资本充足率水平意味着信贷扩张仍有较大空间。也就是说，即便没有鼓励信贷的政策，信贷快速扩张的势头仍将维持。背后的力量主要有二：商业银行自身扩张冲动、地方政府的投资冲动。

但如此巨大的信贷扩张规模终归引起了一些方面的警惕，银监会最近的一系列动作和表态是一个代表（表1）。鉴于银监会的职责，我们无需对其每一个监管动作都过分解读，但我们预计，信贷扩张越快，银监会在未来的政策博弈中将越主动，货币扩张将变得越谨慎。

表 1： 银监会近来信贷政策方面的动作和表态

时 间	事 件	针对问题
2009. 6. 24	《关于进一步加强信贷管理的通知》（紧急）	季末冲信贷规模
2009. 7. 7	王华庆纪委书记在中国银行业银团贷款业务表彰大会上的讲话	信贷高速扩张可能引起系统性风险
2009. 7. 8	关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知	商业银行理财资金不得投资于股票和基金

数据来源：联合证券研究所整理

联合证券首席经济学家陆磊教授也前瞻性地指出信贷快速扩张的风险：从逻辑上，信贷扩张也可能导致通货紧缩，这一逻辑过程的导火索是信用风险集中爆发和资产泡沫的滋生和破灭。

公开市场操作的变化反映了央行方面对流动性状况的关注。7月9日，央行恢复了暂停半年的一年期央票发行，此举的政策意图是，央行将使用更多的工具回收流动性。

显然，货币政策微调已经开始。但一个问题：为什么管理层没有采取直接的信贷紧缩措施，而是采取公开市场操作的手段？

直接的信贷紧缩比公开市场操作更为直接有效，我们认为，当前的政策动向显示管理层依然谨慎。权威的表述是，“经济基本面已经企稳，但反弹的基础仍不牢固”。

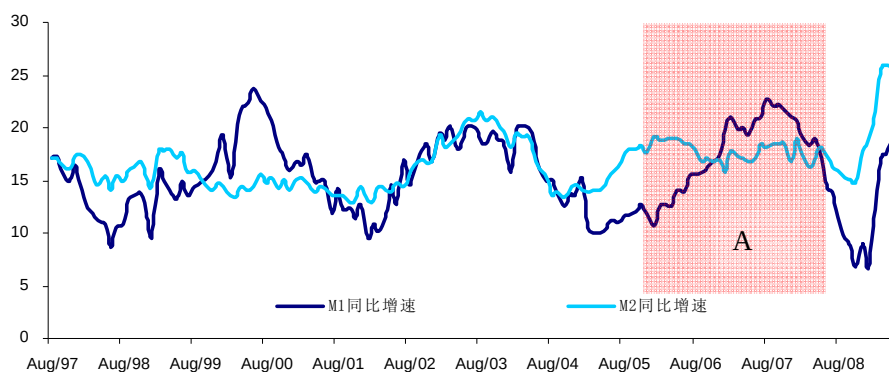
因此，我们基本可以形成这样的结论：**政策开始微调，不支持流动性的继续扩张，但管理层动作谨慎，决定了流动性充裕的状况将继续维持。其中的风险是信贷快速扩张招致了直接的信贷干预。**

3、货币活化可延续

接着的问题是：如果信贷和货币（M2）扩张的斜率将变平缓，活货币（M1）是否将扩张到什么程度？因为 M1 增速对市场估值更具先导作用。

货币总量（M2）对活货币（M1）的影响显然存在，这就是所谓“水涨船高”的道理。历史数据表明（图 3），当总货币增速出现显著拐点时，活货币增长也将发生同向变化。

图 3 货币总量对活货币的影响是存在的



数据来源：CEIC, 联合证券研究所

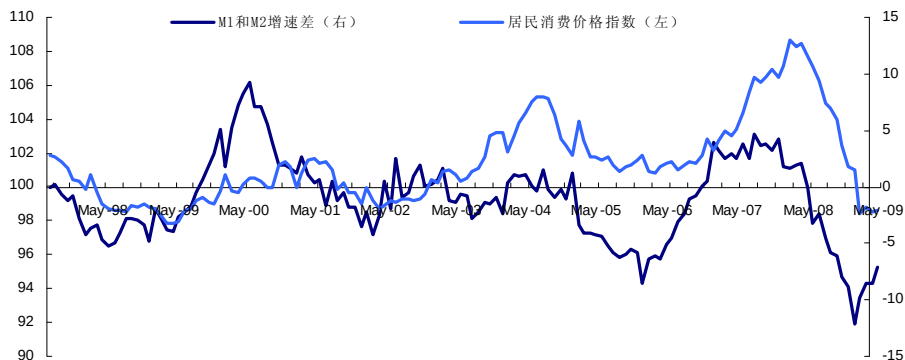
图 3 还是不能告诉我们 M1 增长将如何。因为虽然我们预期 M2 增长趋势的斜率变小，但毕竟没有逆转（斜率为负）。直观地说，如果未来 M2 的增长趋势（不是增速水平）如图 3 中的 A 区域，如何判断 M1 走势？

在 2001 年以前，股市波动是影响 M1 走势的一个重要因素。01 年 6 月以后，证券保证金计入 M2，捕捉 M1 走势变化变得更困难。我们需要找到这样的线索：既能反映货币总量对活货币的影响，也能对货币的结构性活化有解释作用。

CPI。CPI 对 M2 和 M1 增速差有很好的先导作用，图 4 反映了两者的关系。如果说 M2 和 M1 增速差可以说明货币结构性活化的情况，那么 CPI 则是影响结构性活化的关键因素。

这在逻辑上可以得到解释，因为 CPI 是需求状况的综合反映，而需求回升意味着消费和投资的活跃，这一过程就是货币活化的过程。

图 4 货币的结构性活化受 CPI 影响



数据来源：CEIC, 联合证券研究所

这是否有循环论证之嫌，即，货币影响 CPI，CPI 又反过来影响货币？我们曾在此前的报告中用历史数据说明：中短期内，货币并不是 CPI 的唯一决定因素，另外一个重要因素就是需求（《回归本土周期》，2009/06/24）。因此，只要 CPI 能反映需求的变化（至少在某种程度上如此），这一逻辑就有实际意义。

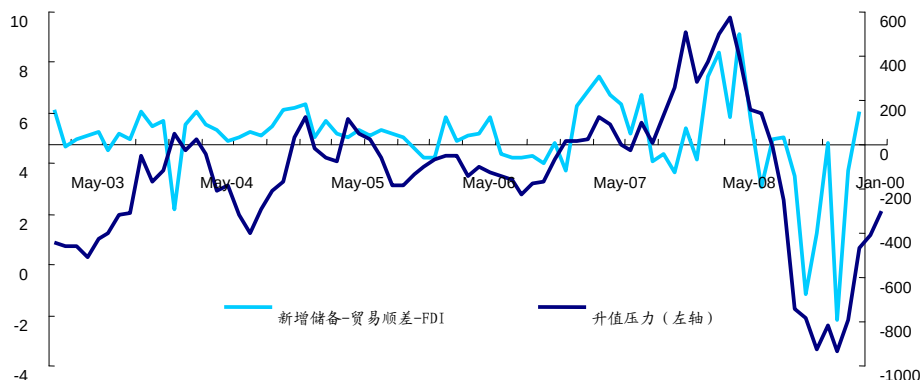
按照这个逻辑，如果 CPI 未来在低位缓慢爬升，则货币的结构性活化仍将延续。

4、资本跨境流动生变

政策问题，总量和结构，都属于内部因素，资本的跨境流动则是影响流动性的外部因素。

常规思路是，人民币升值压力增加将吸引境外资本流入，导致外汇占款增加，从而增加流动性，这是导致 2007 年流动性过剩的一个主要因素（图 5）。

图 5 人民币的升值压力将导致境外资本流入



数据来源：CEIC, 联合证券研究所

在美元预期贬值、中国经济“一枝独秀”的情况下，我们认为人民币兑美元面临升值压力。考虑到人民币国际化进程正式开始，人民币的稳中有升可能是一个长期趋势，这是马克和日元的国际化进程中的经验。

但正因为人民币开始国际化进程，未来“顺差增加—升值预期—流动性增加”的机制将出现变化。这个标志性的事件就是人民币在跨境贸易结算中的试点。

如何评估这一事件对未来流动性的影响？我们从两个方面考虑：结算渠道和顺差渠道。

从贸易结算方面，仅仅从试点区域东南亚和香港的情况，我们预期境外对人民币的需求将增加，这将分流国内的流动性。

粗略估算，假设 2010 年中国对外贸易总量增长 5%，达到 22857 亿美元。其中，5 个阶段试点城市贸易总量占比 31%，而东盟和香港的贸易总量占比 17.1%¹，取其交集，则 2010 年试点城市与东盟香港地区的贸易总量为 1212 亿美元。结算过程中，会有一部分人民币留存在境外贸易主体，用于平时的贸易结算，取其一半，规模为 606 亿美元。

¹ 2009 年 1-5 月数据。

顺差的渠道也将减少外汇需求，从而减少外汇占款，因为人民币开始成为贸易结算货币以后，一部分贸易顺差将以人民币、而不是以美元的形式存在。假设其他条件不变，保守估计 2010 年我国实现贸易顺差 2000 亿美元，按照 2009 年 1-5 月，五个城市贸易顺差所占份额为 38.7%，中国与香港和东盟贸易顺差占比 98.7%，则其交集为 764 亿美元。假设其中一半以人民币的形势持有，则 2010 年中国外汇储备因此少增加 382 亿美元。

表 2： 2009 年 5 月主要贸易伙伴的贸易结算量和贸易余额（亿美元）

	贸易顺差	各地区占比（%）	贸易总额	各地区占比（%）
美国	109.7	81.9	224.5	13.7
欧盟	77.1	57.6	268.4	16.4
东盟+香港	116.0	86.7	285.7	17.4
日本	-20.2		158.8	9.7
其他	-148.7		704.0	42.9
总和	133.9		1641.3	

数据来源：CEIC, 联合证券研究所

贸易结算渠道和贸易顺差渠道两者合计，2010 年将分流 988 亿美元的等值人民币。

总的来说，如果人民币跨境贸易结算试点进展顺利，由贸易顺差增加导致的外储压力将减小，人民币贸易结算功能的扩大将分流部分的货币供给，未来境外资本对流动性的影响将不会重现 2007 年的情况。

一个不确定的因素是，境外留存的人民币将多大程度上回流国内？我们认为，其中的关键是人民币计价的投资工具能否满足境外人民币持有者的需要。我们注意到，香港的多个银行(如汇丰、东亚和国开行)已经获准发行人民币债券，短期内这种态势有助于香港成为人民币的离岸金融中心。但无论怎么样，出于日常结算需要，人民币逐渐向境外分流将成为一种趋势。

5、小结

我们从政策、总量、结构和外部因素分析了未来流动性的可能变化。总的结论是，政策因素决定了未来流动性扩张的斜率将趋缓，货币活化的趋势有望随 CPI 的回升而缓慢延续。但是，人民币国际化进程的开始，决定了未来即使有升值预期，2007 年由境外资本流入导致的流动性过剩的局面不大可能再现。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。