

全球宏观大图景：

美国式退出 PK 中国式退出？

研究员

邵宇

电话：86-23-6382-2812

邮箱：syu@swsc.com.cn

前期研究

《全球宏观大图景：G2 政治经济学》..... 2010/2/22

《中国的 PPI 轨迹：流动性过剩的角度》..... 2010/2/12

《全球宏观大图景：反全球化潮流：rangers lead the way!》..... 2010/2/11

《固定收益及利率衍生产品周报 (2.1-2.5)》..... 2010/2/8

《全球宏观大图景：RMB 之路 (1949-2009)：中国汇率演变的内在逻辑》..... 2010/2/5

《债券及利率产品周报：货币博弈推动利率产品分化》..... 2010/2/2

《全球宏观大图景：退出信号还是季节平滑？》.....2010/1/14

《全球宏观大图景：危机纪年表-美元霸权、中国因素和资本理想》.....2010/1/7

《交银施罗德上证 180 公司治理 ETF (510010) 事件点评》.....2010/1/4

《全球宏观大图景：调结构是同自己的过去和解》证券时报.....2009/12/25

《全球宏观大图景：迪拜蝴蝶振动翅膀》..... 2009/12/5

事件简述：

1) 2月12日，中国人民银行决定，从2010年2月25日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。为加大对“三农”和县域经济的支持力度，农村信用社等小型金融机构暂不上调。以金融机构人民币存款余额为基数计算，此次准备金率上调将冻结银行超过3000亿元资金。这次调整后，存款准备金率为16.5%。(wind新闻)

2) 2月18日股市收盘后，美联储宣布将联邦贴现率从0.5%上调至0.75%。从2月19日起正式生效，这是美联储三年多以来首次上调贴现率，此举使得贴现率与联邦基金利率上限的差距扩大至50个基点，后者目前的目标区间为0到0.25%。(wind新闻)

主要观点：

1) 这个春节长假，中国和美国的货币当局的同行们都没闲着，正在制定合适的退出时刻表，这张时刻表包括退出的前提条件、节奏力度、时点和工具的选择几项内容。前提当然是实体经济数据(GDP)的复苏，通货膨胀(CPI)的加速以及虚拟经济泡沫的(P/E与房价/收入比)积累程度。市场关心的是退出的节奏力度是小步舞曲还是激情伦巴？是平滑缓释还是痛下杀手？在工具选择上是数量优先还是价格优先，还是玩潮流混搭(crossover)。

尽管大家其实都想趁好就收，但在表达退出政策意愿方面，两边的货币当局都是羞答答的，美联储圣路易斯联储主席 James Bullard 和纽约联储行长 William Dudley 在2月19日的公开讲话中均表示，市场对紧缩政策即将到来的想象并不准确。Bullard 认为，至少就目前而言，美联储年内上调基准利率的可能性已被过分夸大。Dudley 则称，(目前)美国通货膨胀几乎为零，这意味着美联储仍能继续实施支持增长的货币政策。即“基准利率将维持在0至0.25%区间不变，并在较长时间内保持这一较低水平”。

但市场难免在猜测美式退出的第二步是什么，是直接加息吗？实际上，目前看来伯南克的反危机举措成功之处在于，一方面他绕开了传统的格林斯潘式的价格指标(利率)，另一方面绕开了失灵的经典货币乘数发生作用的商业银行体系，通过量化宽松工具，直接向经济体输血，这在当商业银行体系忙于修复资产负债表，放贷愿望萎缩造成流动性急剧收缩，使得金融市场停顿和实体经济萎缩的危机时刻，显得特别有效。但他要留名货币史，而不是象格林斯潘那样“杯具”收场，这些天文量级的数量宽松如何退出才是看点。

现在回头来看，传统价格指标怎么用都容易矫枉过正，特别是在全球流动性充沛且变化莫测的今天，例如在经济上行时升息标志着戳破泡沫，在经济危机时降息又会遭遇流动性陷阱。所以一方面在有那么好用、低调且讨巧的数量手段用光之前（基本都是伯南克的创新），估计他不想回到格氏的**老套路上，并重蹈覆辙**。尽管这会使他在国会作证时，得去解释美国特色资本主义与中国特色社会主义的区别时，颇费口舌。而且即使他想回到过去，在真正触及关键的价格工具——联邦基金这个批发利率前，让商业银行体系正常发挥作用是前提，而银行的资产负债表修补到什么程度了，还不好说，所以这次行动可以视为一次火力侦察或者更准确些说，是中风病人抢救完成后的第一次下地走路。可以视为一个初步的尝试，标志着贴现工具（大致可以认为 G2 的货币工具存在对应关系，中国的央票利率类似美国贴现利率）正在恢复正常化。

2) 全球市场对此反应不一，但均有超调现象（中国消化的时间最长），后危机的世界似乎有了新的三个世界的划分标准——中国、美国和其它国。其中最有意义的观察窗口正是资本市场开放的中国香港——2 月 1 日，香港金管局总裁陈德霖接受媒体采访时指出，2008 年第四季至去年底，共有 6400 亿元资金流入中国香港，当中估计涉及香港股市及集资活动而流入的资金高达 3500 亿元，令香港出现一定程度的资产泡沫，这笔至少有 3000 亿元的资金可能随时流出香港。上周市场表现似乎预示流动性开始考虑脱亚返美，押注美国经济复苏，近期很多大行屡发报告看淡中国以配合，索罗斯亦对中国经济过热表示忧虑，而在去年 10 月，他一度唱多中国经济。央行和商务部 1 月公布的数据显示，2009 年 12 月，热钱就出现了外流的迹象。这对 A 股短期来看不是一件好事，但从中长期来看，有助资本市场估值重新回到基本面上。主流分析师们早已经习惯用实体经济来说事，但归根到底流动性横扫一切，必须密切关注热钱进出数据。但我们预期新兴市场的资金压力只是短期的，特别是对正阿尔法突出的国家而言。更有趣的问题是解释美元指数和商品价格之间也许短暂的正相关性。

3) 如何解构中国的货币政策呢？我认为其实就是一一温水煮青蛙，货币当局政策貌似相机抉择，但时间点选择上却反应其真实意图，货币官员深知，总量货币政策对实体经济作用慢而见效缓，而对资本市场作用快且明显（常常伴随 overshooting），所以这个时点的选择充分反应了货币当局对于资本市场情绪的重视，乐观派可以解读为对股市的呵护，尽管央行怎么也不承认 CPI 以外，资产价格作为货币政策目标的重要性。信号是明显的——此举并非针对股市、切莫反应过度。也留给市场充分的时间领悟、消化……以减少对于股市的冲击。似乎也可以理解为货币当局认为目前的 P/E 下，中国的资本市场泡沫不大，基本健康。

但中国货币当局回收流动性的决心也是坚定不移的，关键就在于退出时刻表，大家都心知肚明，毕竟去年非常时期中，一年内放出的流动性，无论如何不可能在几个月内收回，而又不引发经济的剧烈波动。唯一的选择其实就是“温水煮青蛙”，把流动性逐渐消融在 3-5 年长度的时间窗口中——实际经济增长消化一部分（最重要的应该是新房供应，包括来自政府的保障房和来自民间投资的商品房），资本市场新股和债券发行消耗一部分，股指期货等无害衍生品牵制一部分，CPI 上升到 3-5% 消耗一部分，人民币升值 5-6% 再消耗一部分。在一个最求中庸之道的国度中，软着陆是政策当局矢志不渝的目标。

现在的困难在于这么多内外流动性环境下，要平息中国这个相对封闭的新兴经济体中的资产泡沫和通货膨胀预期的合理货币政策组合应该是什么，显然价格型政策工具对于抑制过热和通胀压力不会有立竿见影的效果，在美国老师那里不好用，在中国亦然，在目前双盯住情况下，美国不动，中国没有动力去折腾。

所以货币当局不会不明白中国最需要的是单一规则的总量货币政策，配合精确制导的外汇管理政策，差别化信贷政策，以及汇率管理政策（人民币汇率问题其实也是美元计价的资产价格问题），打退外部热钱，冷却内部热钱。这就意味对于本来政策时滞就长的总量货币政策来说，大起大落是货币当局所力图尽量避免的。在市场停顿的非敏感时点（特别是大型节假日）释放总量或者结构货币政策，会成为今年政策的一个特点，这使得回收流动性的时刻表，类似狐步舞曲，在每一个资本市场停滞时刻，都准备这样的小步，因此尽管看似半夜鸡叫，都本质确是单一规则，频率可能会加快，但步幅会更小。考虑到中国信贷投放的季节性，无非两种菜单选择——早收早好型，根据信贷投放的节奏 5-3-1-1 来，简单平均型，2-2-2-2 来，其实都是单一规则，无非一个是季节平滑，一个是简单平均，其实后者更好。

免责声明

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。在任何情况下, 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询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 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。本报告版权归西南证券所有, 未经书面许可, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编: 100140

电话: (010) 88092288-3507、3217

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>