

宏观专题分析报告

宏观策略专题报告

本报告的主要看点：

1. 对宏观流动性的研究框架与重点分析领域进行了梳理
2. 从年度货币信贷增长情况对季度流动性变化加以研判
3. 2010年3、4季度与2011年1季度是流动性较为宽松的连续时期

货币信贷增长孕育中期流动性宽松格局

基本结论

- 我们提出**资产持有视角、外部资金需求视角以及预期视角**的宏观流动性分析框架，在我国目前的经济金融环境下，这三个视角缺一不可。

在资产持有视角分析框架下，着重分析三个方面的内容：流动性周期、货币资产、信贷资产的配置；资金可得性视角下，我们以重要的市场利率为核心展开分析预判；预期视角分析框架下，我们重视对流动性与经济趋势进行判断。

- 对流动性的短期与中期的预判

1、**2010年3、4季度流动性较为充沛，银行间市场3季度最宽松；实体经济4季度最宽松**；全年的M2增速大约在18-19%之间；下半年货币供应出现与上半年不同的增长趋势。按照18%的M2增速，M2-GDP-CPI大约在5-6个百分点（3.3万亿），与2005年4季度、2006年上半年大体相当。

2、在假设2011年的货币供应目标M2 16%、信贷目标7万亿的前提下，**2011年全年的流动性适度宽松；2011年全年货币与信贷大体协调增长**；

3、目前情况看，极有可能出现连续三个季度的较为宽松时期；2011年的流动性节奏大体前松、后紧。但是必须指出从大趋势上看，货币信贷处于缓慢的收缩过程中，3个季度的流动性充沛是置身于年度格局中的连续节奏。

- 分析中我们涉及了一些既往的经验结论，比如商业银行资金运用对经济的领先意义。在经济对信贷依赖较强时期，连续3个季度（2010年Q3Q4、2011年Q1）5.4万亿信贷进入实体经济的作用值得重视。

- 对经济强弱的预期

1、7月经济数据有可能强于预期，通胀略高。

2、如3季度的GDP增长同比处于9.2-9.4%左右，对应的环比折年率处于6.9-7.3%左右，意义在于如果经济运行按照3季度的下滑趋势连续运行4个季度，将出现硬着陆；这种趋势是不可持续的。

3、环比上看：2010年4季度、2011年上半年经济将出现3个季度的环比上行期。

4、同比上看：2011年经济增长的同比增速或出现前低后高的情形。可能产生的变化是2010年3季度下滑非常缓慢（同比增速高于9.5%），环比底部略微后延至4季度，2011年上半年的经济回升势头总体不变，2010年上半年依然迎来经济同比增速的触底。

李治平 联系人
(8621)61038205
lizhip@gjzq.com.cn

付雷 联系人
(8621)61038324
ful@gjzq.com.cn

曹阳 联系人
(8621)61038299
caoyang@gjzq.com.cn

刘刚 分析师 SAC 执业编号：S1130209030282

内容目录

一、引言	4
二、审视宏观流动性的三个视角框架	5
1、资产持有视角	5
2、外部资金需求视角	5
3、心理层面视角	6
三、指标观测体系的梳理	6
四、货币：年度决定半年度格局	9
1、流动性紧缩是个周期过程，阶段性紧张与宽松交替	9
2、年度基调中存在季度波动	10
3、外部货币扰动属于可控范围	10
4、对下半年货币供应的预判：18-19%左右	12
五、信贷：迎来 3 个季度的稳定扩张期	15
1、信贷均衡投放产生连续 3 个季度信贷扩张	15
2、商业银行资金运用对经济的领先意义	15
3、信贷周期对资金与资产的影响依然存在	16
4、信贷周期下的资产价格变化	16
六、市场利率：过快回升的节奏逆转	18
1、货币市场利率回升节奏过快	18
2、存贷款利率浮动显示上半年已经处于加息状态	18
3、票据市场利率同样揭示资金的变动趋势	19
4、公开市场利率的导向作用与意图	20
七、流动性与经济增长预期	20

图表目录

图表 1：资产视角下的流动性动态改变	5
图表 2：2010 年上半年的资产配置状况	5
图表 8：货币乘数的收缩 2 季度逆转	10
图表 9：基础货币收缩趋势 3 季度逆转	10
图表 10：人民币资金大规模流出不具备可持续的基础	11
图表 13：上半年紧缩的货币特征	13
图表 14：M2 的同比下滑趋势改变，逼近年度目标	13
图表 15：m2 环比出现上行	13
图表 17：资金运用领先经济增长 2 个季度	16
图表 18：信贷周期下的债券资产	17
图表 27：货币目标与实际	22

图表 28：均衡的信贷增速	22
图表 29：货币信贷目标情景分析	22
图表 30：2011 年货币信贷的协调情况较好	22
图表 31：GDP 同比走势预期	24
图表 32：GDP 环比走势预期	24

一、引言

本文根据 2010 年 6 月底的座谈会发言材料、2010 年 7 月初南方路演材料综合而成，并加入了最新判断。

■ 流动性定义太多、分歧也较大

流动性是一个高度复杂的概念和现象，学术界与业界在流动性方面的研究也非常丰富，定义太多的原因是，不同的角度和层次进行研究与观察，便可以得到不同的定义。

中国人民银行 2006 年的货币执行报告认为流动性是“不同统计口径的货币信贷总量”；而按照国际货币基金组织定义，流动性指“金融资产在多大程度上能够在短时间内以全部或接近市场的价格出售”；学术界、业界的其他定义方式也非常多。

■ 研究宏观流动性的三个视角框架

随着经济发展、金融深化，金融资产乃至国内总资产日益进入我们的视野，对宏观流动性的考察，必须建立一套比较完善的研究框架，从而将定性判断与定量测算相结合，静态的评价与趋势相结合。

资产持有角度、外部资金需求角度以及预期视角的宏观流动性分析框架，在我国目前的经济金融环境下，这三个视角缺一不可，共同构成了资本市场的流动性基础。当然，如果宏观流动性与具体市场层面的流动性相结合则能达到更加准确的分析结论。

■ 研究框架下的指标体系

针对上述三个视角框架，梳理了 6 类研究领域或者观测指标；这 6 类指标与上述三个视角的研究框架具有良好的对应关系；通过对指标体系的梳理，我们分析问题目标与手段将更加明确。有时候，我们可以按照重点选择性的进行研究。

■ 三个视角框架下的研究方法以及对未来的判断

在资产持有视角分析框架下，我们着重分析三个方面的内容：分析为流动性周期分析、货币资产供需分析、信贷资产配置分析。

资金可得性视角下，我们以重要的市场利率为核心展开分析预判。

预期视角分析框架下，我们重视对经济趋势进行判断，对市场的预期变动进行分析。

二、审视宏观流动性的三个视角框架

1、资产持有视角

- 将货币、信贷、固定收益、资本市场、大小宗商品、房产等均视为资产考查。

在这种视角下，货币供应成为推手，金融机构成为中介，资产成为表现。货币发行本身是配置一切宏观资产的源头，货币的发行依赖经济变量；信贷资产受到货币与监管层双重约束，大部分固定收益资产与信贷资产产生互补。

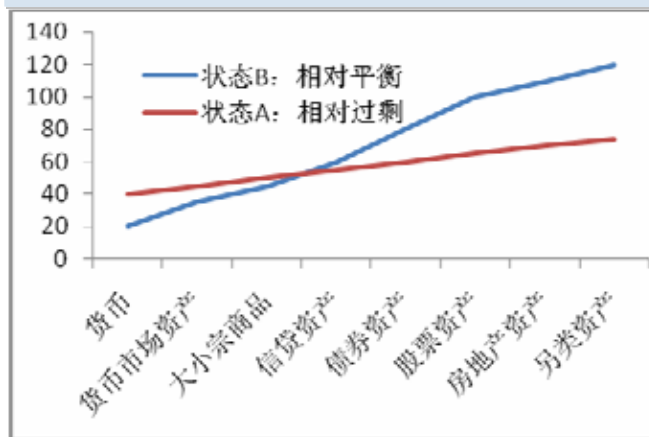
图表 1、图表 2 中的资产大致按照到期日排序，当持有的短期资产超过了合意的均衡水平，而长期资产不足，则出现流动性过剩；流动性对资产的动态改变为过程为：调整资产持有的期限结构，将更多的短期资产转换为长期资产；

这个过程如果从收益率的角度看，总体资产结构中短端收益率上行较大、中长端收益率上行幅度较小或者稳定。流动性从短端释放到长端的过程中资产价格大幅上涨、收益率曲线平坦化。

如果我们观测到前几类资产（例如货币、信贷、债券）的价格与量并没有显著变化，在预期没有变化的情况下，从宏观上而言，供应给 A 股市场或者其他长期资产市场的流动性是相对稳定的。

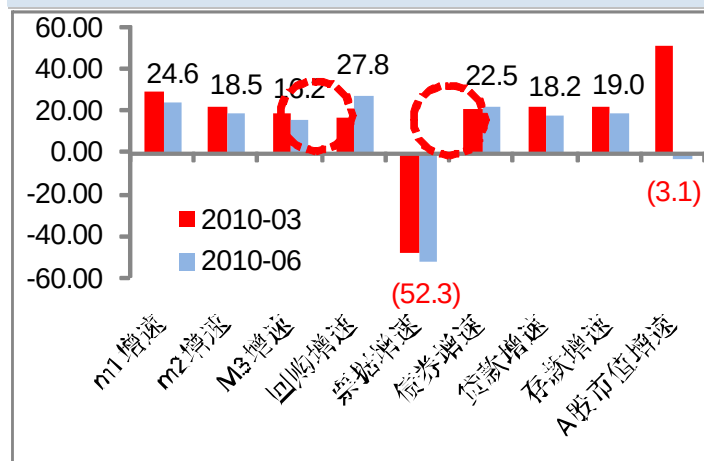
- 回到现实中来，2010 年上半年，货币层面的资产，M3、M2、M1 在货币政策约束下大幅下滑，与此同时，信贷资产受到约束出现均衡下滑，票据资产的下滑是信贷资产约束下的产物，由于货币紧缩，信贷资产约束力度加大，回购资产、债券资产出现了超配现象。

图表1：资产视角下的流动性动态改变



来源：国金证券研究所

图表2：2010 年上半年的资产配置状况

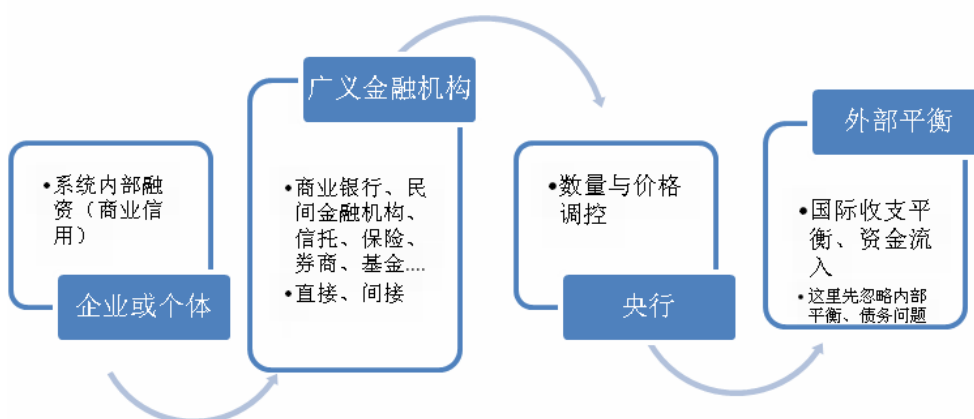


2、外部资金需求视角

- 如果将流动性理解为外部资金的可得性，即一个经济主体内部流动性不足时，从另一家主体获得，也可以解释很多现象。这个视角下，企业—其他企业—金融机构—商业银行—央行—国际收支平衡形成一连串的逻辑关系；如果具体到金融市场：则需要多考虑供给与需求。

- 在这种视角下，资金的数量（现金流）、价格（利率）成为分析与预判的核心。同时也链接了：信贷行为、民间融资行为、货币市场、央行公开市场、国际收支等问题。
- 在这种视角下，我们可以理解，为什么在 6 月份的时候，就应该可以看到资金最紧张的时候即将过去，阶段性的紧缩已经基本完成。

图表 3：资金获取链条



来源：国金证券研究所

3、心理层面视角

- 心理层面的流动性，或者说预期、风险偏好的改变，是最接近资本资产市场的一环，其直接决定了投资人的行为。预期包括对经济走势的预期、对资本资产的收益与风险的预期，市场的一致预期与投资者的个别预期。
- 长期资产预期收益低、风险高，则减持长期资产、增持短期资产、风险资产；心理层面包括市场的亢奋情绪、也包括了曾经出现过的商业银行的信贷行为。而近 3 年以来，市场的避险情绪贯穿股票、债券市场、外汇市场、黄金市场，检索这一段时期以来用以刻画金融危机的系列指标，其核心思路是不同风险状态资产的价格差异与资金流动。
- 从这个层面上看，宏观流动性只是提供了一个货币资金基础，预期指引流动性的最终去向，并会引发其他资产的反应。
- 在这种视角下，对于预期以及预期的修正成为推断波动的轴心。在上个经济周期中，尽管外部货币的流入加大，但是经过对冲过后，我们看到流动性节奏的变化大体是在箱体波动的，外部货币与 M2 的比例，也被调控到相对平稳的状态；从对债券的观察我们没有看到趋势性的资产重估；对于股市的推动力量，实质应该归功于各项因素导致的预期推动。直观的表现 2002-2004 年，货币与信贷资产高速上升，但是对长期资产依然厌恶；2005-2007 年股市与债市表现的分歧；金融危机以来流动性充沛达到了高点，但是美元资产的吸引力上升等等。

三、指标观测体系的梳理

根据前期的实践经验积累、以及广泛吸收前人研究成果的基础上，我们认为以下六类指标的研究是有益于我们判断决策的：

■ 第一类指标：货币自身的趋势判断。

货币与经济增长类指标重点分析在经济金融环境下，货币与经济的关系，评估货币自身的变动趋势。

货币类指标的考察，有助于我们建立一个最基本的概念：在一定的经济环境下，货币供给的短期、中期、长期变化趋势是什么。

比如，我们预期目前处于收缩货币、适度宽松、配合经济着陆的大趋势下，那么就可以理解，从年度上看，从 2009 年、2010 年、2011 年、2012 的货币供应目标（2009 年为实际数）依次可能为 28%、17%、16%、16%。

当然，年度节奏中孕育着季度节奏级别的变动，更加细微的流动性判断需要结合对经济状态、金融市场以及各项政策充分了解的基础上进行。

■ 第二类指标：信用扩张类指标。

重点分析商业银行的资金运用以及趋势、商业银行的资产配置行为。商业银行的信贷资产受到多重约束，基本约束为经济环境、货币约束、额度约束、风险约束等等。

对信用扩张的研究既有益于判断了实体经济的状况，也度量了商业银行的资产配置行为以及可用资金状况。信贷资金为实体经济（包括房地产市场）注入流动性，非信贷资产配置在固定收益资产中。

我们有时分析流动性时，会忽略商业银行的固定收益类资产，商业银行的非信贷资产，有很大一部分具备高度流动性，或者本身就是流动性输出工具；另一方面，这部分资产的年度新增量相对较小，并不直接影响 A 股市场。

从全社会角度看，如果能将货币、信贷资产配置进行趋势判断，便可以大体判断出资金的充裕程度。

■ 第三类指标：广泛的市场利率观测，以反映流动性的变动。

图表4：指标梳理归纳（一）

(一) 货币与经济增长 关键词:央行	(二) 流动性创造,关键词: 商业银行	(三)资金市场, 关键词: 市场利率
•经济金融化指标: M2/GDP、M2-GDP-CPI •货币供应量的指标: M1 M2 M3、基础货币、货币创造等 •活化问题: M1/M2结构问题, 衍生出货币与通胀的关系问题 •央行行为: 数量型/价格性货币政策工具的运用 •资产负债表分析 •外部货币扰动问题等	•信贷总量与结构 •节奏问题 •信贷周期、 •资金运用对经济领先 •GDP对信贷的依赖问题 •可用资金问题	•货币市场利率及其结构 •央行票据利率及其结构 •存贷款利率浮动 •票据市场利率 •民间借贷利率

来源：国金证券研究所

- 第四类指标，辅助观察市场容易忽略的另类资产市场。但是由于艺术品市场、理财产品市场目前来说，基本上属于场外市场，对其的判断更多的是辅助性质的定性考量。
- 第五类指标，对国际市场的流动性情况考察。
- 第六类指标：综合反映各种预期、并形成最终的判断。

图表5：指标梳理归纳（二）

(四) 另类资产市场， 关键词：补充论证	(五) 国际市场，关 键词：风险偏好	(六) 预期类指标的 分析，关键词 预期
• 艺术品市场 • 银行理财产品	• 美元指数 • 黄金市场 • 股市 • 债市 • 危机指标CDS、各种利差	• 经济走势预期、政策预期 • 对流动性的预判

来源：国金证券研究所

四、货币：年度决定半年度格局

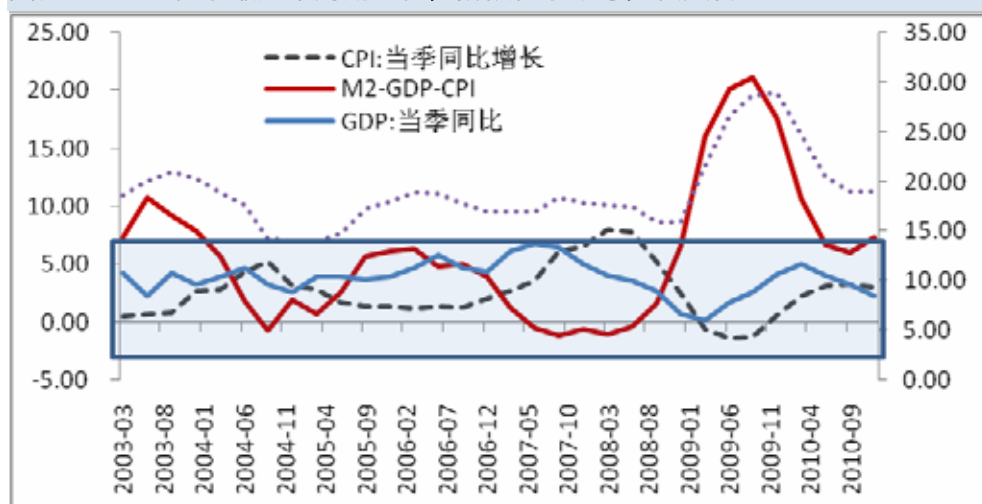
1、流动性紧缩是个周期过程，阶段性紧张与宽松交替

M2-GDP-CPI 的衰减需要一定过程。3 季度，宏观流动性指标即将重返个位数，尽管较危机期间的 20% 以上出现大幅缩减，但依然位于正常年度区间（-2%-10%）的高位。

宏观流动性的波动范围与周期看，持续紧缩并不应该未到来。

M2/GDP 指标分析可以得到类似的结果；更细致的度量可以考察货币需求函数的均衡与偏差。

图表 6：流动性紧缩是个周期过程，阶段性紧张与宽松交替



来源：国金证券研究所

■ 流动性周期依赖经济趋势的持续性

我们选取如下的对比区间：

- 1、2002—2007 年，逐步走出通货紧缩状态，GDP 加速上升；
2002—2007 年包含了货币政策扩张、稳健、从紧三个时期的经济上行周期。（2004-2006 稳健 2007-2008 从紧，2008 年比较特殊）
- 2、1998—2003 年，通货紧缩期以及紧缩末期的过渡期；
- 3、1999 年，东南亚金融危机后二年，央行正式承认通货紧缩；
- 4、1998 年，东南亚金融危机后一年，宏观经济软着陆，

保持货币对经济增长 3—4 个百分点的拉动，从这个角度、以及与 2002—2007 年的平均流动性水平看，2010 年依然是宽松的，5、6 月份的过紧是阶段性的。

图表7：流动性周期依赖经济趋势的持续性

期间/指标, %	M2 平均增速	GDP 平均增速	CPI 平均水平	M2 -GDP-CPI	存款 平均增速	贷款 平均增速	存款 -贷款
2002年—2007年	17.15	10.53	2.06	4.56	18.28	15.34	2.94
1998年—2003年	15.96	8.53	-0.12	7.55	16.94	15.13	1.8
1999年	16.38	7.6	-1.4	10.18	16.23	15.37	0.85
1998年	15.33	7.8	-0.78	8.3	16.28	15.23	1.05
2009年	27.6	8.7	-0.7	19.6	28.21	31.74	3.53
2010年年底的下限	17-19	9-10	3	5-6			

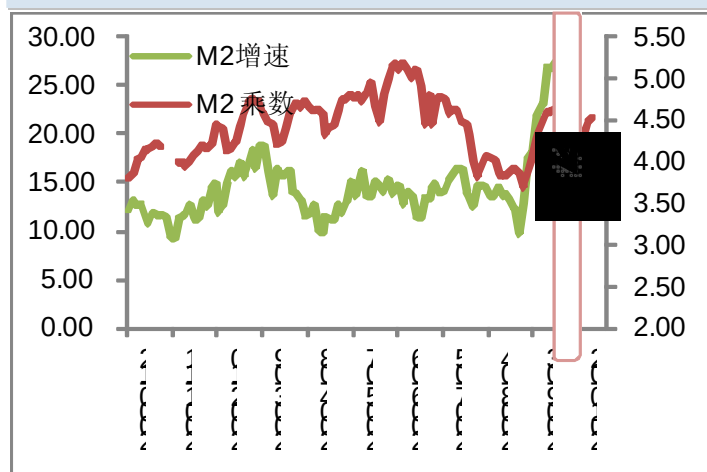
来源：国金证券研究所

2、年度基调中存在季度波动

显然，年度级别的货币供应判断奠定了全年的流动性基调，其中季度的波动则体现出在年度约束之内的短期趋势变动。回顾以 2009 年下半年与 2010 年上半年的货币紧缩过程：

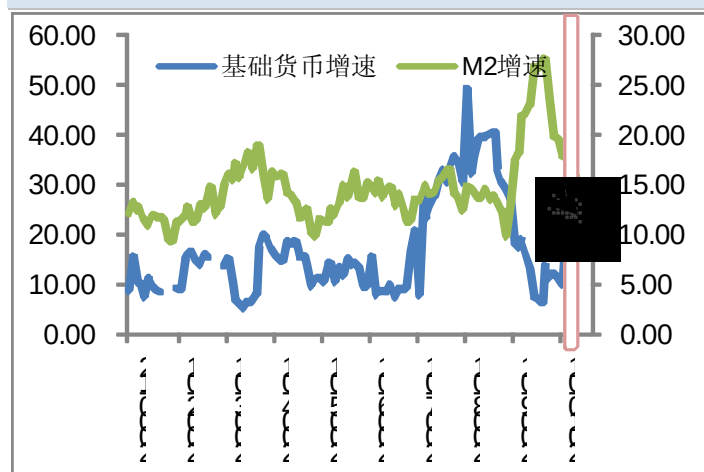
- 第一阶段的货币收缩以收缩货币乘数为主，限制信贷扩张，2009 年 3 季度—2010 年年初表现比较明显。当然也辅以收缩基础货币，例如 2009 年 3 季度央票重后。在 2010 年均衡投放节奏下，1 季度信贷资金与需求的矛盾最突出、2 季度略好，3 季度基本均衡、4 季度宽松。从边际角度上看，这一个过程已经停止。

图表3：货币乘数的收缩 2 季度逆转



来源：国金证券研究所

图表4：基础货币收缩趋势 3 季度逆转



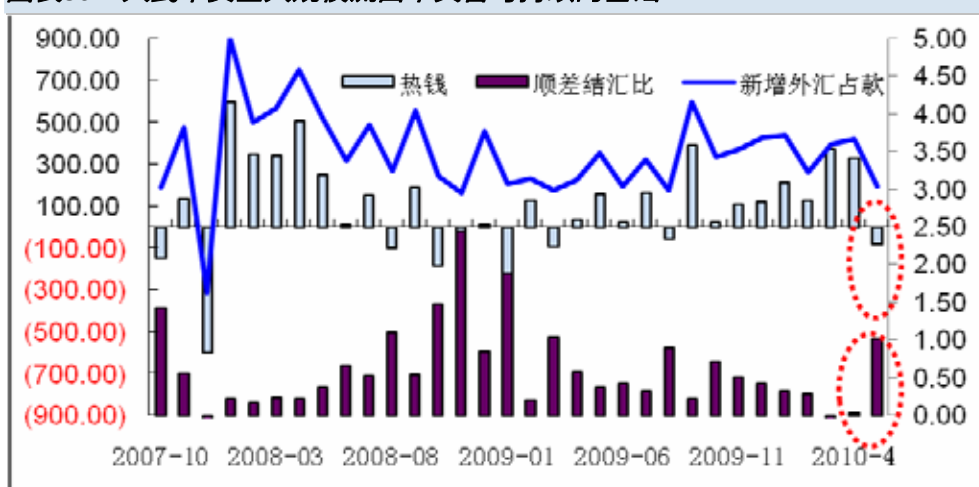
- 第二阶段的紧缩，以收缩基础货币为主，存款准备金率、公开市场回笼交替进行（2010 年 1—5 月）。当然同时还叠加了第一阶段的调控方式（强调均衡投放节奏）。从增速上看，基础货币的紧缩 6 月正是底部。2010 年 6 月份，货币收缩已经引起商业银行主动收缩资产负债表压缩信贷资产、压缩票据资产。

3、外部货币扰动属于可控范围

- 2010 年 2 季度，资金外流问题引起了广泛关注。外需的放缓会不会对流动性造成大规模的影响？
- 从短期因素看：人民币资金大规模流出不具备可持续的基础。5 月出现的外汇占款波动，是在人民币升值预期弱化、结汇意愿下降、欧债危机情况下，导致资金流向美国（美元）。目前短期的推动因素均逐步弱化。2010 年 6 月，人民币汇改重启；7 月美元逐步走弱，资金重新流出美元货币。

- 从中期的贸易顺差角度看，贸易顺差依然将保持一定幅度。人民币脱钩之后，小幅升值、并且伴随着市场化的双边波动，从而对贸易的影响较小，出口产品结构差异、J 曲线效应等因素存在，贸易顺差依然将保持一定幅度。
- 从热钱流动角度看，近期的一些迹象或许表明，热钱的变动方向已经出现转折。尽管 7 月份的相关数据还没有公布，但是从监控 **（广东社科院热钱流动监控课题组组长黎友焕博士表示，根据其对资金的监测，目前，境外热钱已率先布局进入股市。在 6 月中旬上证指数跌至 2500 点左右时，热钱便已进入股市。）** 情况看，7 月的资金流入规模大于 6 月份。此外，近期美元与非美的货币走势、B 股对 A 股出现领先状况，也从侧面证实了这种可能。

图表50：人民币资金大规模流出不具备可持续的基础



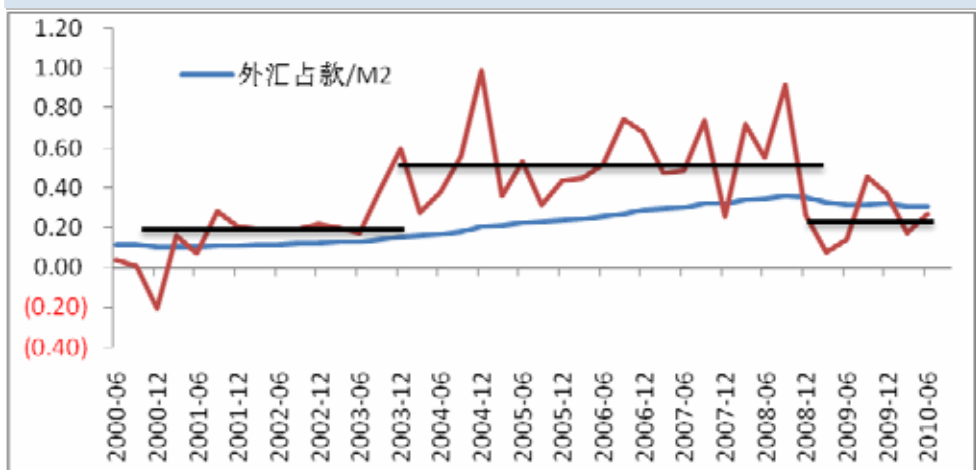
来源：国金证券研究所

- 货币政策调节的可行性
- 公开市场完全有能力应对变化。

从历史上看，我国的外汇占款对货币的贡献比例呈现出 3 阶段的趋势性特征，从前 2001 年-2003 年的 20%、到 2004 年-2008 年的 60%、下滑危机后的 20%左右；

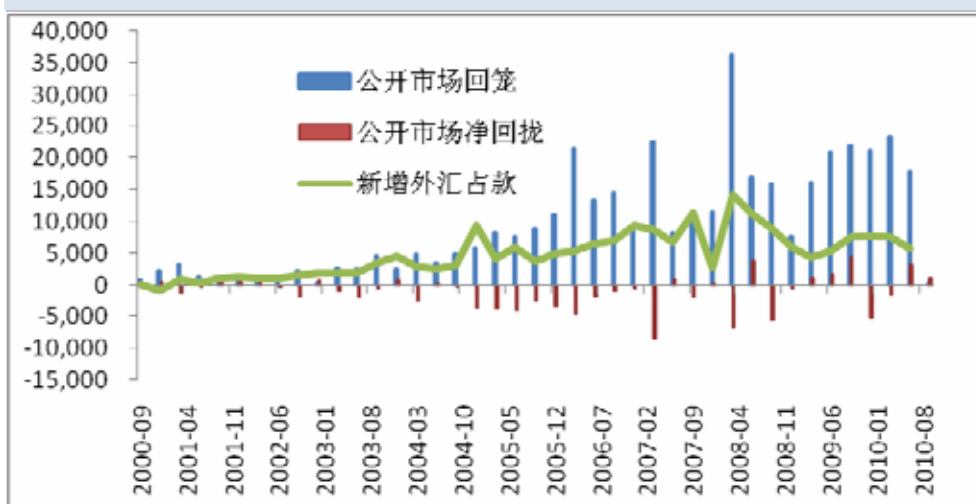
经过对冲之后外汇占款的上限比例基本稳定。在目前央票的存量超过了 4 万亿、外汇储备资产达到了 2.45 万亿、存款准备金比率 17%的情况下，具有相当大的操作空间。

图表 11：外汇占款与增量 M2 的比例趋势



来源：国金证券研究所

图表 12：公开市场对完全有能力应对变化



来源：国金证券研究所

4、对下半年货币供应的预判：18-19%左右

■ 上半年已经紧缩到位

我们观察到，2010 年上半年的货币紧缩，M3 下滑的比较迅猛，货币持有向短端聚集效应很明显（M3、M2、M1 下滑的程度不同）；2010 年上半年总体流动性收缩的过程中，资产往短端集中，长短资产持有下降，这种现象也在 6 月达到前期低点。

考虑到年度的货币供应目标（17%）以及对信贷的约束（7.5 万亿）情况，6 月份货币供应目标已经完成了 2010 年的调控任务。信贷对应的货币增速大约在 18-19%左右，下半年货币供应必须逆转上半年的收缩趋势。