

## 趋势向好，拐点已现 ——流动性平衡分析与前瞻

莫倩<sup>1</sup> 高伟栋<sup>2</sup>

2010年9月3日

总的看来，目前流动性状况趋势向好，拐点已现。

从流动性供应角度来看，5月份以来，贸易盈余持续上升（见图1）。这与内需的放缓、实体经济投资意愿的减弱有关。同期信贷投放较为平衡。流动性的供应较前期有一定改善。

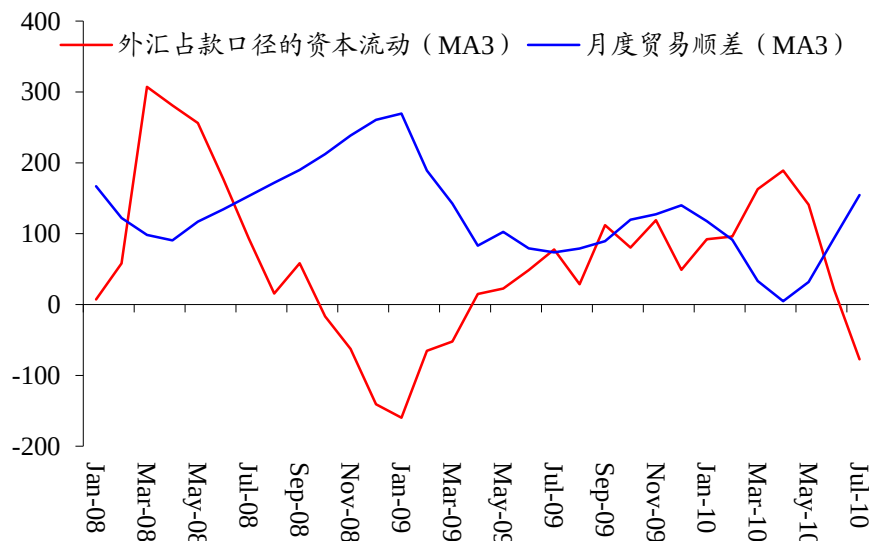
近期热钱流出中国的现象也引发了一些讨论，对此我们倾向性的看法是，最近几个月热钱流向变化主要反应了实体经济部门的资产配置过程，是一个结果，其对市场的影响是从属性的，不影响既有趋势。

---

<sup>1</sup> S1450210010312

<sup>2</sup> S1450109092625

图 1: 贸易顺差与热钱流动 (十亿人民币)



数据来源: CEIC, 安信证券

注: 外汇占款口径的资本流动定义为月度新增外汇占款, 减去贸易顺差, 减去月度新增 FDI; 所有数据均采用期间平均人民币兑美元汇率折算为人民币后, 再进行计算。为消除二者的月度波动性, 我们在此对两个序列均进行了 3 个月度的等权重移动平均。

从流动性需求角度来看, 我们可以先对名义 GDP 增速对于流动性平衡的影响进行理论上的准备:

观察一个企业的资产负债表, 资产项可以分为流动资产和固定资产; 负债项可以分为权益和债务。

企业为什么要持有流动资产? 是为了应对未来一段时间交易的需要。未来一段时间的交易量从整个宏观经济的角度来看, 是 GDP 的增长加上通货膨胀率, 即名义经济总量。假设因为某些原因, 企业预期未来一段时间交易总量上升, 那么企业的合意的流动资产需求上升。企业必须相应的调整资产负债表, 这一过程可以通过三种办法实现: 1、削减在建工程, 此时固定资产投资下降; 2、信贷市场

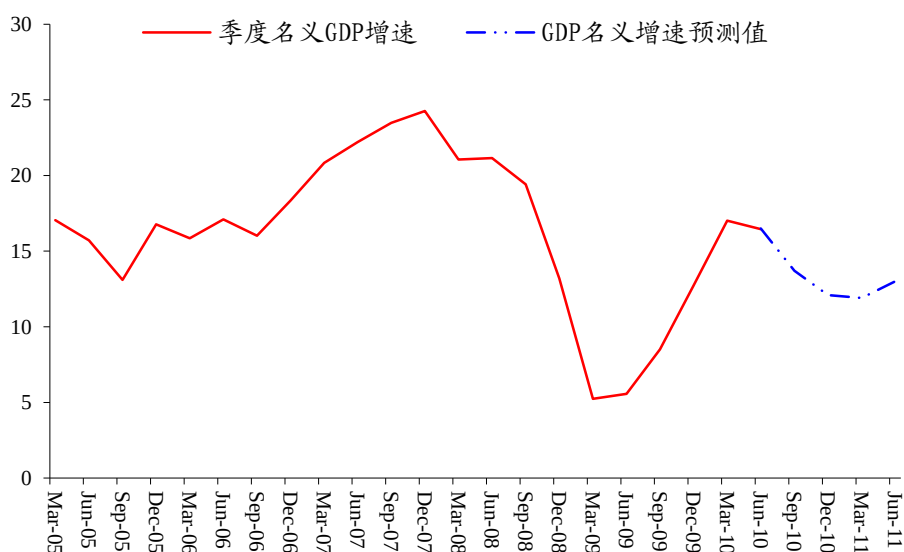
融资，会带来各种利率上升；3、增加股市融资，此时股市估值中枢不断下沉。

企业为什么要持有固定资产？固定资产可以维持生产过程，产生利润。企业合意的固定资产数量取决于项目的预期回报率。企业如果想增持固定资产，那么会怎样调整资产负债表？1、削减流动资产，此时流动比率恶化；2、信贷融资；3、权益融资。事实上，在2002年-2004年，企业增持固定资产，信贷融资上升，市场估值下降。

那么今年下半年，企业的资产负债表如何调整？我们倾向于认为流动资产需求对应的名义GDP增速在今年下半年将持续下降。固定资产的持有意愿层面，今年1季度投资意愿很热，在2、3季度之后，这一项相对较低。

为了说明名义GDP增速在今年下半年将继续下降，我们根据CPI和PPI前景展望对名义增速进行了预测。预测结果如图：

图 2：名义 GDP 增速预测值（%）



数据来源：CEIC，安信证券

因此,综合来看,进入 2010 年下半年以来,流动性供应已经出现了一定改善,流动性需求在今年下半年可能将继续降低。

从现有的信贷投放节奏来看,考虑到名义 GDP 增速的回落趋势,今年下半年的信贷也是相对宽裕的。

那么,接下来需要回答的问题是:如果这种格局发生逆转,将出现哪些信号? 第一,也许在明年年初,经济会恢复一些上升动量。这一过程会带来存货的累积,进而强化经济上升的动量。第二,物价上升,房价没有比较顺利的下降。第三,加息,或者以加息为代表的紧缩。第四,投资意愿阶段性的加强。

对这一趋势的逆转,比较可靠的先行指标是进口重新恢复上升,贸易盈余大幅下降。事实上,近期资本市场上涨的先行指标就是贸易盈余在 5 月份以来的上升。

如果回顾过去 15 年,今年下半年股市最像 2005 年 3、4 季度和 2006 年 1 季度:企业盈利在下降,但从资金面来看,贸易盈余在上升,经济名义增速和投资都在下降。

以下是具体的流动性指标的走势回顾:

5 月份以来,民间利率指标出现了较为明显的下降,从 5 月上旬的 74 下降到 8 月上旬的 62 左右。票据贴现利率则从 6 月下旬以来下降并维持在较低水平上(3% 左右)。具有一定滞后性的彩金币市场近日止跌回升。

8月上旬，民间利率指标略有上升，从7月末的59上升至62；票据贴现利率保持平稳。彩金币市场上代表性金币品种价格与上一报告期持平。

## （一）民间利率调查结果摘要

表 1：基于银行信贷员的调查结果

|               | 对客户贷款利率的浮动 | 对企业质量和担保物的关注度 | 企业借款项目数 |
|---------------|------------|---------------|---------|
| 2009 年 12 月   | 45         | 63            | 51      |
| 2010 年 1 月    | 44         | 68            | 57      |
| 2010 年 2 月第一次 | 27         | 73            | 54      |
| 2010 年 2 月第二次 | 33         | 54            | 65      |
| 2010 年 3 月第一次 | 40         | 66            | 53      |
| 2010 年 3 月第二次 | 31         | 72            | 54      |
| 2010 年 4 月第一次 | 27         | 72            | 56      |
| 2010 年 4 月第二次 | 35         | 65            | 52      |
| 2010 年 5 月第一次 | 37         | 69            | 54      |
| 2010 年 5 月第二次 | 38         | 69            | 49      |
| 2010 年 6 月第一次 | 43         | 62            | 52      |
| 2010 年 6 月第二次 | 39         | 64            | 57      |
| 2010 年 7 月第一次 | 41         | 67            | 53      |
| 2010 年 7 月第二次 | 39         | 64            | 60      |
| 2010 年 8 月第一次 | 43         | 59            | 49      |

数据来源：安信证券

所有指标均为扩散指标

指标说明：对客户贷款利率的浮动：数值大于 50 表示利率下浮的比例提升

对企业质量和担保物的关注度：数值大于 50 表示关注度提高

企业借款项目数：数值大于 50 表示借款项目数提升

表 2：民间利率和中小企业调查结果

|               | 民间利率指数 | 订货数量指数 | 扩大产能的意愿指数 |
|---------------|--------|--------|-----------|
| 2009 年 12 月   | 57     | 62     | 60        |
| 2010 年 1 月    | 69     | 72     | 67        |
| 2010 年 2 月第一次 | 80     | 67     | 55        |
| 2010 年 2 月第二次 | 74     | 82     | 63        |
| 2010 年 3 月第一次 | 73     | 63     | 57        |
| 2010 年 3 月第二次 | 73     | 74     | 63        |
| 2010 年 4 月第一次 | 70     | 66     | 58        |
| 2010 年 4 月第二次 | 78     | 66     | 56        |
| 2010 年 5 月第一次 | 74     | 61     | 55        |
| 2010 年 5 月第二次 | 70     | 63     | 66        |

|               |    |    |    |
|---------------|----|----|----|
| 2010 年 6 月第一次 | 69 | 61 | 63 |
| 2010 年 6 月第二次 | 64 | 57 | 63 |
| 2010 年 7 月第一次 | 60 | 56 | 53 |
| 2010 年 7 月第二次 | 59 | 61 | 58 |
| 2010 年 8 月第一次 | 62 | 63 | 54 |

数据来源：安信证券

所有指标均为扩散指标

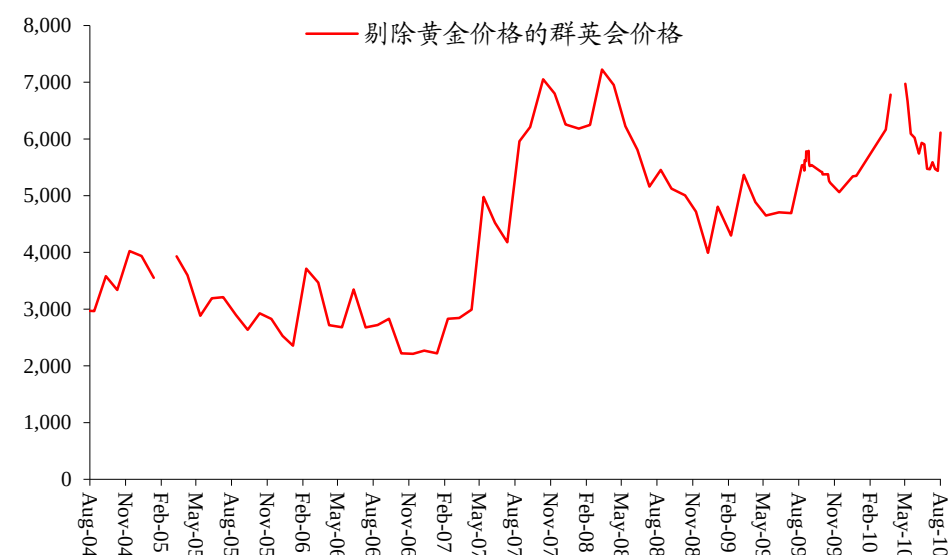
指标说明：民间利率：数值大于 50 表示利率有上升压力

订货数量：数值大于 50 表示订货数量在上升

扩大产能的意愿：数值大于 50 表示扩大产能的意愿在增强

## （二）彩金币价格小幅上涨

图 3：彩金币“群英会”价格（，元）



数据来源：CEIC, Bloomberg, 上海卢工邮市, 安信证券

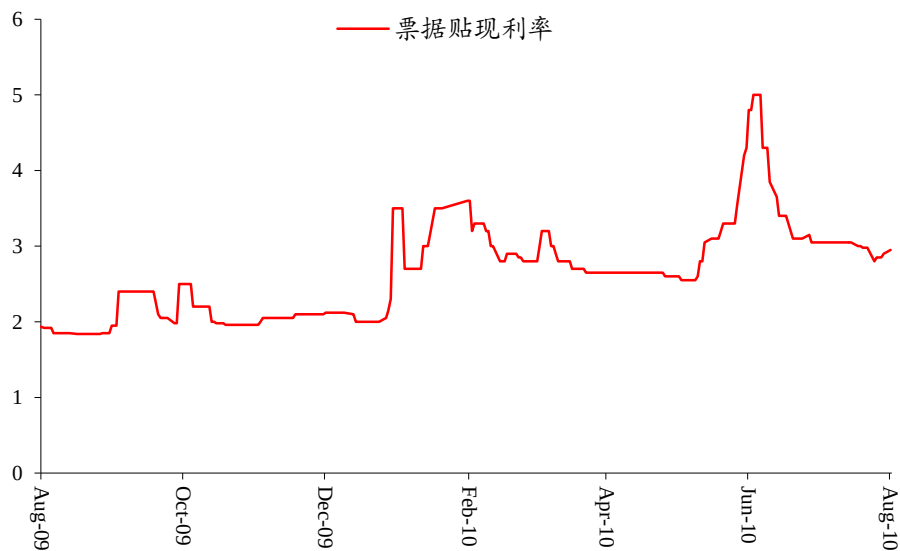
图 4: 彩金币“贵妃醉酒”价格(元)



数据来源: CEIC, Bloomberg, 上海卢工邮市, 安信证券

### (三) 票据贴现利率小幅下降

图 5: 票据贴现利率 (%)



数据来源: Wind, 安信证券

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司宏观研究团队撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司宏观研究团队所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券宏观研究团队，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司宏观研究团队对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 销售联系人

|               |                                                                        |               |                                                                      |
|---------------|------------------------------------------------------------------------|---------------|----------------------------------------------------------------------|
| 朱贤            | 上海联系人                                                                  | 凌洁            | 上海联系人                                                                |
| 021-67865293  | <a href="mailto:zhuxian@essence.com.cn">zhuxian@essence.com.cn</a>     | 021-68765237  | <a href="mailto:lingjie@essence.com.cn">lingjie@essence.com.cn</a>   |
| 梁涛            | 上海联系人                                                                  | 张勤            | 上海联系人                                                                |
| 021-68766067  | <a href="mailto:liangtao@essences.com.cn">liangtao@essences.com.cn</a> | 021-68763879  | <a href="mailto:zhangqin@essence.com.cn">zhangqin@essence.com.cn</a> |
| 南方            | 上海联系人                                                                  | 周蓉            | 北京联系人                                                                |
| 021-68765206  | <a href="mailto:nanfang@essence.com.cn">nanfang@essence.com.cn</a>     | 010-59113563  | <a href="mailto:zhourong@essence.com.cn">zhourong@essence.com.cn</a> |
| 李昕            | 北京联系人                                                                  | 马正南           | 北京联系人                                                                |
| 010-59113565  | <a href="mailto:lixin@essence.com.cn">lixin@essence.com.cn</a>         | 010-59113593  | <a href="mailto:mazn@essence.com.cn">mazn@essence.com.cn</a>         |
| 潘琳            | 深圳联系人                                                                  | 黄方禅           | 上海联系人                                                                |
| 0755-82558268 | <a href="mailto:panlin@essence.com.cn">panlin@essence.com.cn</a>       | 021-68765913  | <a href="mailto:huangfc@essence.com.cn">huangfc@essence.com.cn</a>   |
| 李国瑞           | 深圳联系人                                                                  | 潘艳            | 上海联系人                                                                |
| 0755-82558084 | <a href="mailto:ligr@essence.com.cn">ligr@essence.com.cn</a>           | 021-68766516  | <a href="mailto:panyan@essence.com.cn">panyan@essence.com.cn</a>     |
| 潘冬亮           | 北京联系人                                                                  | 胡珍            | 深圳联系人                                                                |
| 010-59113590  | <a href="mailto:pandl@essence.com.cn">pandl@essence.com.cn</a>         | 0755-82558073 | <a href="mailto:huzhen@essence.com.cn">huzhen@essence.com.cn</a>     |
| 曹加            | 深圳联系人                                                                  | 律烨            | 深圳联系人                                                                |
| 0755-82558045 | <a href="mailto:caojia@essence.com.cn">caojia@essence.com.cn</a>       | 0755-82558076 | <a href="mailto:lvye@essence.com.cn">lvye@essence.com.cn</a>         |