

宏观经济季报

热钱重新回流了吗？

发展研究中心宏观研究小组（余晓宜，崔永）

电话：020-87555888-648

电话：010-68058790

eMail: yxy2@gf.com.cn

eMail: cy30@gf.com.cn

本期要点：

- ◆ 从“量”的方面来看，尽管GDP同比增速、出口同比增速等要等到明年上半年才会见底回升，但今年10月份之后，GDP环比增速、投资累计同比增速、工业增加值同比增速等越来越多的经济指标会见底回升。具体来看，工业增加值环比增速会继续延续8月份的反弹态势，而工业增加值同比增速在9月份会再次下滑，但10月份之后也将逐步触底回升。投资当月同比增速还将上行，但投资累计增速还将下降，不过受到保障性住房等民生支出增加以及私人投资逐步活跃的影响，11月份前后投资累计增速也有望转而上行。除了11月份技术性回调之外，零售环比较好增长将贯穿整个四季度直至明年一季度，考虑到零售环比中包含的趋势性因素，零售同比增速也可能继续提高。出口还将继续回落，并可能会延续到今年年底，不过明年一季度之后，出口有望重新恢复增长。
- ◆ 从“价”的方面来看，尽管CPI、PPI等各类价格指数环比上涨的态势大体会延续到今年年底，但PPI、PPIRM等同比增速继续回落的态势也会延续到今年年底，CPI同比增速则可能在9月份达到高点之后，也将趋势性回落。一方面，CPI食品价格涨幅将随着秋粮的上市逐步趋缓的同时，随着PPI等上游产品价格的下行，CPI非食品也将逐步下行；另一方面，CPI翘尾因素趋于下降的同时，CPI新涨价因素也将随着总需求的萎缩而逐步下行。展望到明年上半年，随着总需求的逐步触底回升，各类价格指数也将先后触底回升。初步预计，PPI和PPIRM等同比增速明年一季度会见底回升，而CPI同比增速则要等到明年一季度之后才会见底回升。
- ◆ 从“流动性”方面来看，8月份新增贷款的意外增长着实出乎市场预料，更加出乎市场预料的是，在贸易顺差急剧下降的情况之下，外汇占款却大幅增长，这意味着短期资本在经历了连续三个月的净流出之后再次转为净流入。当然，在贸易顺差缩减的态势得到逆转之前，外部渠道投放流动性难以好转，而在贷款规模控制明确取消之前，内部渠道投放流动性也很难指望好转。不过，“量”和“价”等方面的经济指标从10月份开始会逐步好转起来，最起码越来越多的投资者的预期会乐观起来，这种乐观情绪会带来流动性环境的逐步改善。随着10月份之后投资者对经济前景由悲观转为乐观，关于经济增长和通货膨胀的风险补偿减少了，进而降低风险溢价，提高投资者的信心，致使市场交投就比较活跃，金融创新产品不断涌现，经济杠杆率提高，进而增强市场流动性，这反映到宏观层面表现为M1、M2和信贷等环比增速在四季度逐步触底回升。而且，随着政府货币信贷调控目标的逐步实现以及经济增速的急剧下滑，市场也有理由期待政府会逐步放松货币信贷规模控制。
- ◆ 综合“量-价-流动性”三个方面的因素来看，市场行将结束之前“滞胀无牛市”的主基调，随着“量”、“价”和“流动性”的逐步改善，股市也将逐步走强。从租金收益率、国债收益率、加权贷款利率等经济指标来测算，当前市场的估值中枢为2700点左右。不过随着“量”的见底上行，股市估值中枢会逐步上移。退一步来讲，即便股市估值中枢维持2700点左右的位置，考虑到投资者预期的流动性环境的逐步改善，上证在今年四季度突破2700点的估值中枢并进一步上行也将是轻而易举的事情。股市即将告别单纯由“价”驱动的阶段，迎来由“量”和“流动性”共同驱动的阶段。尽管新一轮房地产调控的重启会给市场带来一定不确定性，但并不会改变股市在未来一两个季度趋势性向上的走势。

目 录

一、越来越多“量”的经济指标见底回升	5
二、各类“价”的经济指标涨幅相继缩小	8
三、各类“流动性”的指标也将逐渐改善	11

图 表

图 1: VAI 环比增速将延续 8 月份的反弹态势	6
图 2: VAI 同比增速四季度将总体保持上行态势	6
图 3: 发电量增速与工业增加值增速基本一致	6
图 4: 发电量环比增速在 10 月份之后恢复增长	6
图 5: 投资当月增速已经出现较为明显的反弹	7
图 6: 如同贷款一样投资存在较为明显的季末现象	7
图 7: 保障性住房建设的突击推进会阻止投资的下滑	7
图 8: 私人部门投资也即将迎来反弹的时刻	7
图 9: 下半年名义消费零售环比增速会明显加快	7
图 10: 实际消费同比增速保持基本稳定	7
图 11: 名义消费随着消费物价的涨落而波动	7
图 12: 消费者信心指数似乎显示未来消费仍较旺盛	7
图 13: 美国经济增长情况对中国的出口事关重大	8
图 14: 进出口环比增速变动情况	8
图 15: GDP 环比增速有可能在今年四季度见底	8
图 16: GDP 同比增速则将在明年上半年见底	8
图 17: 今年年内 CPI 环比涨幅还有望扩大	10
图 18: 但 10 月份之后 CPI 同比涨幅有望趋于回落	10
图 19: 近期商务部生产资料价格环比增速已经下降	10
图 20: 近期商务部农产品价格环比增幅大幅放缓	10
图 21: 今年 8 月 25 日以来农产品价格明显回落	10
图 22: 猪粮比已经连续两月维持在盈亏平衡点之上	10
图 23: 除了 CPI 之外的主要价格指数已经冲高回落	10
图 24: PPI 环比尽管还会上涨, 但同比会回落	10
图 25: 食品价格很难再出现 2007 年下半年的涨幅	11
图 26: 随着 PPI 的下行, CPI 非食品会逐步回落	11
图 27: CPI 的翘尾因素已经趋于下行	11
图 28: CPI 新涨价因素年内也将趋于回落	11
图 29: 9 月 3 日当周央行净投放 700 亿元流动性	13
图 30: 今年 8 月份全月央行净回笼流动性 1090 亿元	13
图 31: 短端利率的急剧上行迫使央行净投放流动性	13
图 32: 票据贴现利率依旧保持较为平稳的态势	13
图 33: 财政渠道逐步开始净投放流动性	13
图 34: 财政收入顺周期而财政支出逆周期	13

图 35: 今年 10 月份贸易逆差缩小的态势会得到逆转.....	14
图 36: 实际利用外资情况基本保持稳定.....	14
图 37: 美国政府的施压使得近期升值预期增强.....	14
图 38: 楼市和股市降温后的热钱外流提前逆转.....	14
图 39: 新增外汇占款下降态势在 10 月份之后有望逆转.....	14
图 40: 新增贷款年内很难再超预期.....	14
图 41: 货币乘数将随着总需求的缩胀而缩胀.....	14
图 42: 预计年内 M1 的降速将比 M2 更快	14

今年 8 月份的数据着实给大投资者带来许多惊喜,不仅工业增加值同比增速出乎意料回升,而且新增贷款也意外增加。尽管投资累计增速还在下滑,但投资当月增速开始大幅反弹。零售环比更是大幅增长,且涨幅明显高于历史同期水平。只是出口还在大幅下滑,且贸易顺差明显下降。针对这些数据,我们在《加息预期何时了》(2010 年 9 月 13 日)报告中指出 8 月份“量”和“流动性”指标的反弹是否可持续还有待观察,最起码投资者还不急于认可这种反弹的可持续性。但是如果展望未来一两个季度,经济运行的阶段性低点正在逐步形成,反弹之势也在酝酿。央行 9 月 19 日最新公布数据表明,在贸易顺差大幅下降的情况下,今年 8 月外汇占款增加 2430 亿元,这意味着短期资本在经历 3 个月的净流出之后,再次转为净流入。我们曾经在《强势美元归来兮》(2010 年 9 月 6 日)中指出,尽管有足够的理由长期看好美元,但是短期之内美元存在回调的压力,美元的这种回调将有利阻止短期资本的进一步外流。目前来看,美元短期回调的速度超过市场预期,这有可能会进一步阻止短期资本的进一步外流。不过,在 11 月份奥巴马政府中期选举之后,美国政府是否还会继续对人民币汇率施加如此大的压力,投资者是心存疑问的。而且,贸易顺差的继续下降能否抵消这种短期资本外流态势还有待观察。因此,在贸易顺差缩减的态势得到逆转之前,外部渠道投放流动性难以好转,而在贷款规模控制明确取消之前,内部渠道投放流动性也很难指望好转。不过,“量”和“价”等方面的经济指标从 10 月份开始会逐步好转起来,最起码越来越多的投资者的预期会乐观起来,这种乐观情绪会带来流动性环境的逐步改善。而且,随着越来越多的“量”的经济指标见底回升,有理由期待这种乐观情绪会逐渐蔓延开来。一言蔽之,对于今年四季度,无论是从“量”和“价”的角度,还是从“流动性”的角度,都将支撑股市逐步走强。9 月份和四季度主要数据预测情况见下表:

经济变量	2010 年 8 月实际值	2010 年 9 月预测值	2010 年三季度预测值	2010 年四季度预测值
GDP (当季同比)			9.4%	8.5%
VAI (同比增速)	13.9%	13.0%	13.5%	13.8%
投资 (同比增速)	23.9%	24.2%	23.8%	25.2%
消费 (同比增速)	18.4%	18.8%	18.5%	19.2%
出口 (同比增速)	34.4%	30.8%	32.8%	26.0%
进口 (同比增速)	35.2%	30.2%	33.5%	35.5%
CPI (同比增速)	3.5%	3.7%	3.5%	3.2%
PPI (同比增速)	4.3%	4.0%	4.4%	3.6%
M2 (同比增速)	19.2%	17.9%	17.9%※	17.2%※
M1 (同比增速)	21.9%	20.7%	20.7%※	16.8%※
新增贷款 (亿元)	5452	5600	16380	13500
贸易顺差 (亿美元)	200	173	660	490
一年期存款利率	2.25%	2.25%	2.25%※	2.25%※
人民币兑美元汇率	6.81	6.68	6.68※	6.61※

注:本表中所有相对数据均为当月或者当季同比增速,而所有的绝对数据均为当月或者当季实际增量。需要说明的是,带星号的※的 M2、M1、一年期存款利率、人民币兑美元汇率等季度数据为季末数据。

一、越来越多“量”的经济指标见底回升

从“量”的方面来看，一些迹象已经表明，GDP 环比将在四季度见底，尽管 GDP 同比增速还要等到明年上半年才会见底。毫无疑问，随着消费环比、投资当月同比、VAI 环比等越来越多的经济指标发出见底信号，越来越多的投资者也会预感到经济即将迎来阶段性见底之后的反弹。

首先，工业增加值环比增速在 9 月份还将延续 8 月份的反弹态势，而且这种反弹态势会延续下去，尽管工业增加值同比增速将在 9 月份会再次下滑，但 10 月份之后工业增加值同比也将逐步触底回升（图 1、图 2）。考虑到基数效应，今年 9 月份和 10 月份工业增加值同比增速还会降低，不过 10 月份之后工业增加值同比增速预计会快速上升。从发电量环比增速情况也会看到这一点，每年的 9 月份和 10 月份发电量环比增速一般是降低的，而 10 月份之后发电量环比增速则出现明显的增长（图 3、图 4）。这种情况反映到工业增加值上则意味着，工业增加值环比在 10 月份之后也会出现较为明显的增长。因此，有理由期待四季度工业增加值同比增速也将见底回升。

其次，考虑到中国投资的季节性现象，逢季末投资增速往往较快（尤其是一季度末），所以 9 月份投资环比增速有望由负转正，且投资当月增速将再次超过累计增速，从而逐步带动投资累计增速上行（图 5、图 6）。尽管 9 月份投资累计增速还将下降，但随着时间的推移，11 月份前后投资累计增速也有望转而上行。这一方面是受到保障性住房等民生支出增加的影响，另一方面也受到私人投资逐步活跃的影响，因为随着盈利预期由向下转为向上，私人投资在追逐利润的驱动之下有望重新焕发活力（图 7、图 8）。且非公“新三十六条”的逐步贯彻落实也将有力促进私人投资的增长。

第三，除了 11 月份技术性回调之外，零售环比较好增长将贯穿整个四季度直至明年一季度，考虑到零售环比中包含的趋势性因素，零售同比增速也可能继续提高。今年 8 月份，零售环比上涨 2.6%，而历史同期则大大低于这一水平（图 9、图 10）。从这种情形来判断，今年 8 月份零售的较好表现，不仅是季节性因素的影响，而且在某种程度上还包含了趋势性因素。未来随着消费者信心的提高以及食品价格的攀升，零售环比增长中的趋势性因素有望持续下去，而且考虑到中秋国庆两节的来临，元旦春节两节的临近，未来零售同比增速有望再创新高（图 11、图 12）。

第四，出口还将继续回落，并可能会延续到今年年底，不过明年一季度之后，出口有望重新恢复增长。今年四季度，出口还将继续下滑，一方面外围经济复苏受挫必然制约中国出口的增长，另一方面中国政府也在积极推进贸易转型政策，考虑到 1-8 月份贸易顺差已经突破 1000 亿元，同时也突破了商务部年初制定的目标，商务部势必要进一步加大鼓励进口、限制出口的政策力度。不过，考虑到美国经济长期以来较高的弹性，美国经济在明年一二季度明显复苏是完全可以期待的，这与我们之前判断出口将在明年一二季度见底是紧密相连的（图 13、图 14）。

第五，GDP 环比增速将在今年四季度达到本轮调整的阶段性低点，而同比增速则要在明年一季度或二季度才达到低点。之前我们在《本轮经济调整何时见底》（2010 年 8 月 23 日）中已指出，由于投资、出口和消费的大幅增长，今年上

半年 GDP 环比达到 3% 左右的高位，因此要确保明年上半年 GDP 同比增速达到 8% 以上，那时的 GDP 环比增速就必须达到 2.5% 的以上（图 15）。尽管目前我们尚不能排除这种可能性，但是考虑到投资同比增速已经降到 25% 左右的平均水平，并且还在回落。按照政府年初制定的调控计划，预计出口也将快速回落到平均增速之下，这意味着未来一段时期之内 GDP 环比增速上升到平均水平之上的可能性较小。如果是这样的话，那么明年一、二季度 GDP 同比增速回落到 8% 左右甚至以下的可能性就非常地大了（图 16）。由于统计方面的原因使得环比增速要领先于同比增速一至二个季度，因此 GDP 环比在今年四季度见底的可能性较大。路演过程中，投资者对上述判断基本上不怀疑，但有投资者担心明年经济见底后趴着起不来，对此我们并不否认其可能性，但在尚不清楚明年政府投资力度大小、宏观调控方向及力度、外围经济复苏进程等情况之下，仅就凡人智力所及，也无法否认明年下半年经济大幅反弹的可能性。不过，我们倾向于认为，投资者无需过于担心老龄化或者说人口红利消失对中国经济的负面影响。在没有看到确定性的证据表明劳动生产率的提高覆盖不了人力成本上升之前，大可不必像马尔萨斯一样杞人忧天。更何况，我们有证据表明，当前中国的劳动生产率有超越劳动力成本的趋势。仅就目前情形来看，今年全年实现 9.5% 的经济增速问题不大，而明年实现 8.5% 的经济增长也轻而易举。

图 1：VAI 环比增速将延续 8 月份的反弹态势

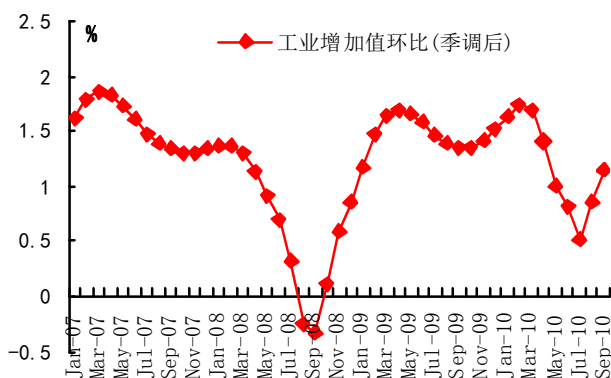
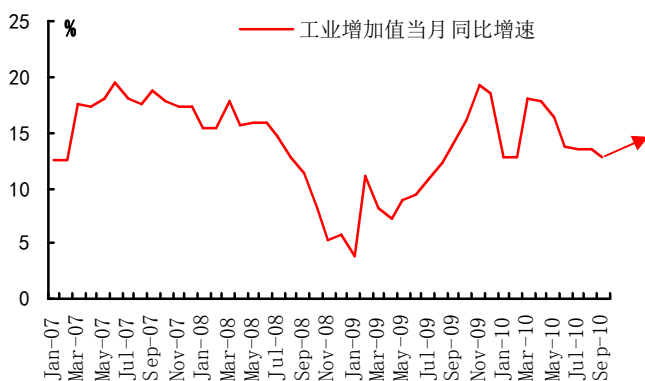


图 2：VAI 同比增速四季度将总体保持上行态势



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、广发证券研发中心

图 3：发电量增速与工业增加值增速基本一致

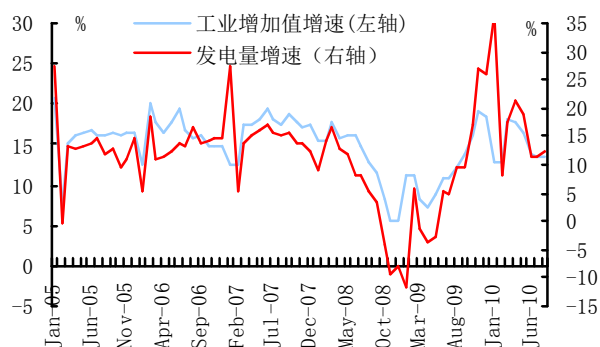
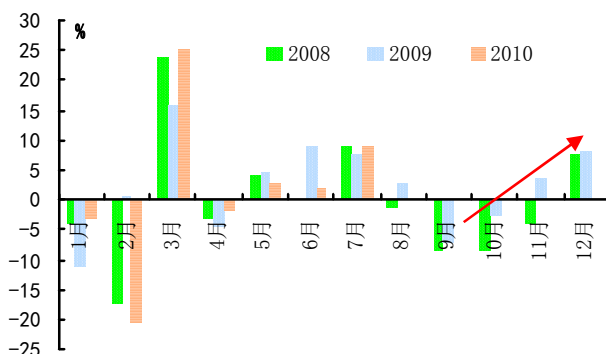


图 4：发电量环比增速在 10 月份之后恢复增长



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、中电联、广发证券研发中心

图 5：投资当月增速已经出现较为明显的反弹

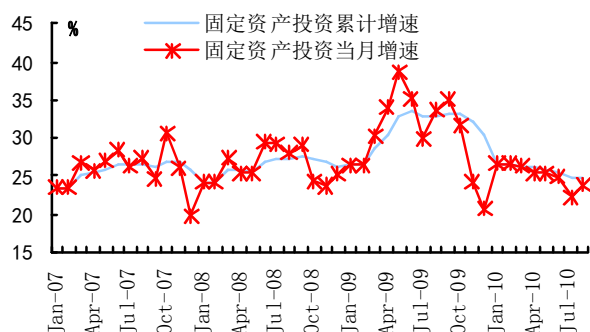


图 6：如同贷款一样投资存在较为明显的季末现象

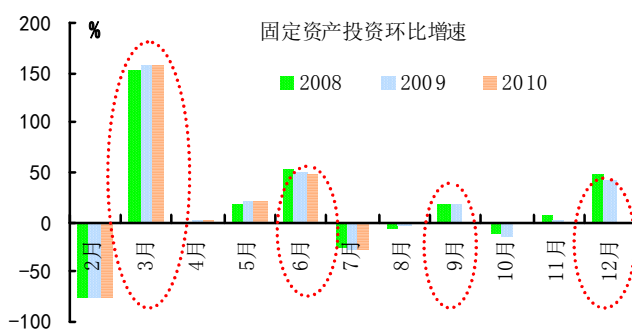


图 7：保障性住房建设的突击推进会阻止投资的下滑

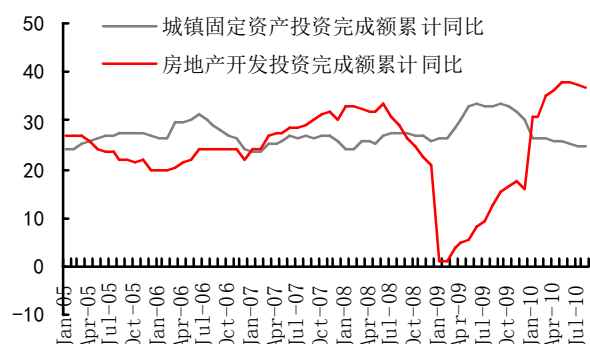


图 8：私人部门投资也即将迎来反弹的时刻

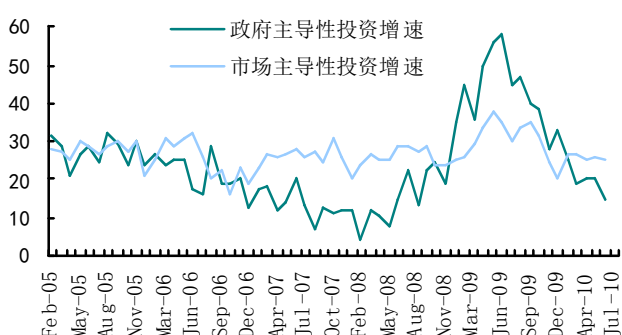


图 9：下半年名义消费零售环比增速会明显加快

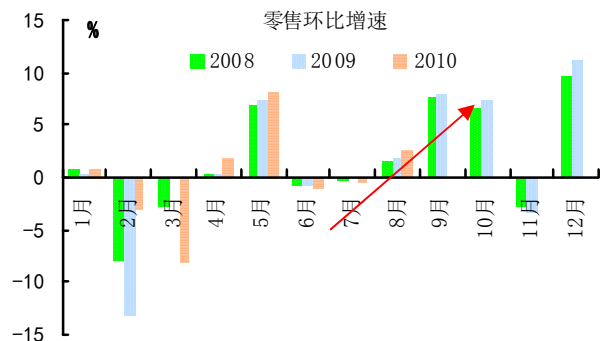


图 10：实际消费同比增速保持基本稳定

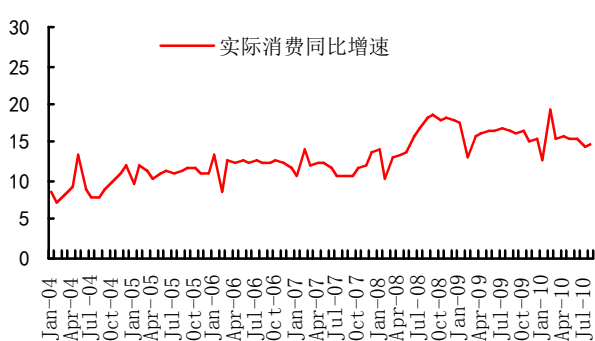


图 11：名义消费随着消费物价的涨落而波动

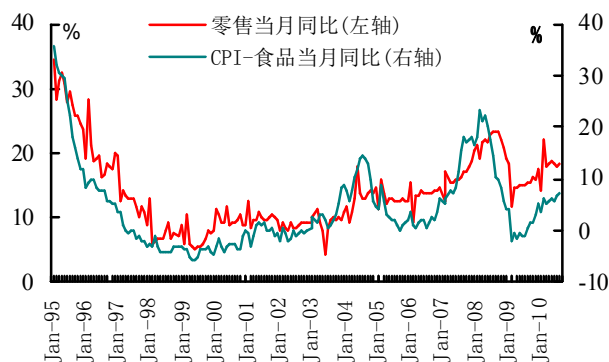
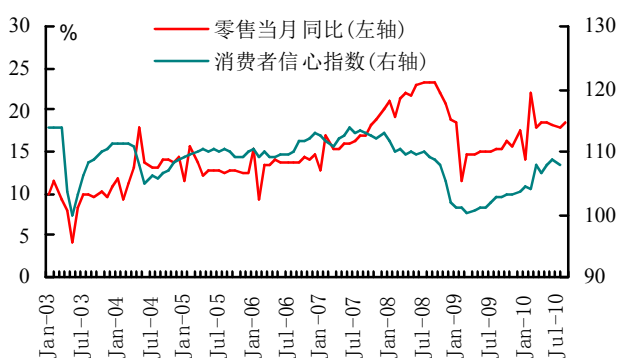


图 12：消费者信心指数似乎显示未来消费仍较旺盛



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、人民银行、国家外管局、广发证券研发中心

图 13：美国经济增长情况对中国的出口事关重大

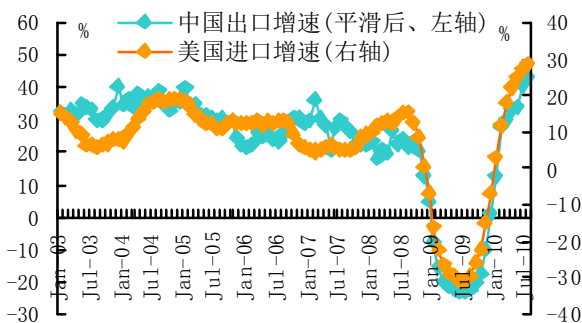
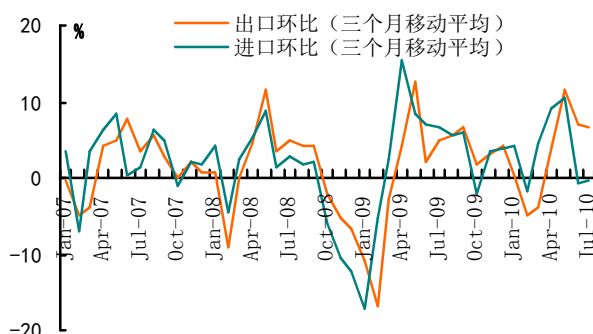


图 14：进出口环比增速变动情况



数据来源：CEIC、WIND、人民银行、国家外管局、广发证券研发中心

图 15：GDP 环比增速有可能在今年四季度见底

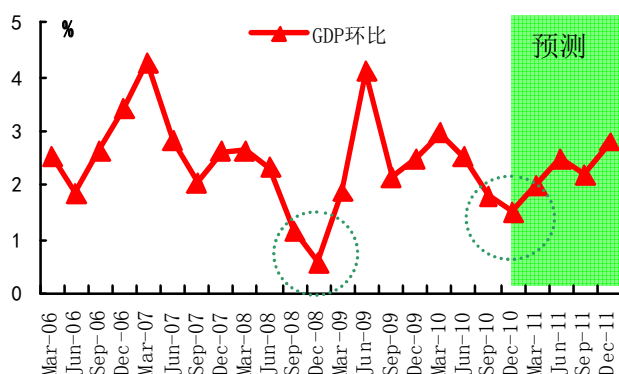
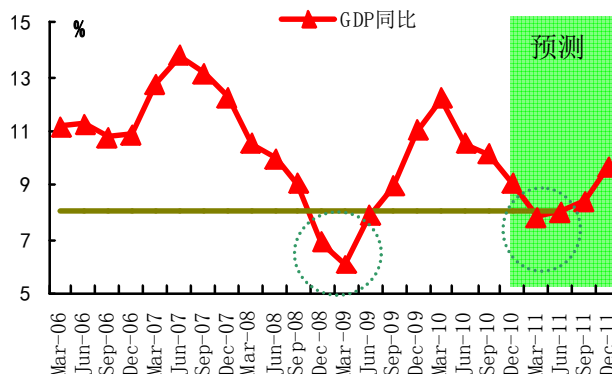


图 16：GDP 同比增速则将在明年上半年见底



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、商务部、广发证券研发中心

二、各类“价”的经济指标涨幅相继缩小

从“价”的方面来看，尽管 CPI、PPI 等各类价格指数环比上涨的态势大体会延续到今年年底，但 PPI、PPIRM 等同比增速继续回落的态势也会延续到今年年底，CPI 同比增速则可能在 9 月份达到高点之后，也将趋势性回落（图 17、图 18）。不过，预计 PPI 和 PPIRM 等同比增速明年一季度就会见底回升，而 CPI 同比增速则要等到明年一季度之后才会见底回升。对于 PPI 和 PPIRM 的判断市场基本趋于一致，而 CPI 数据是当前市场最为关心的物价数据，这也是当前市场争议最大且与市场波动关系最为密切的数据。因此，着重讨论一下 CPI 数据。

根据目前情形判断，未来 CPI 环比还将继续保持上涨的态势，而且这种上涨态势会延续到明年 2 月份之前，不过考虑到去年 9 月份之后 CPI 环比开始大幅上涨，今年 CPI 同比涨幅 10 月份之后会趋于回落，直至明年 2 月份。最近两周商务部公布的周度价格数据显示，无论是生产资料价格还是食用农产品价格都出现较为明显的攀升，尽管如此这种攀升的速度明显要低于 7 月下半月和 8 月上半月（图 19、图 20）。如果从频率较高的日度数据来看，截至 9 月 28 日农业部农产品价格指数和菜篮子价格指数明显要比 8 月份低（图 21）。据此来看，9 月份 CPI 食品同比再创新高的可能性较小，不过考虑到今年 9 月份教育、医

疗等服务品价格提升明显，预计9月CPI同比为3.6%，并有望成为年内高点。

我们在路演的过程之中，许多投资者从猪肉价格上涨、粮食价格上涨以及劳动力成本上涨等角度来否定我们关于10月份之后CPI同比涨幅会回落的判断。因此我们在此稍作说明（部分已经在《加息预期何时了》（2010年9月13日）中作了说明，在此重申）。

首先看看猪肉价格，尽管有理由认为猪肉的上涨会持续到明年春节前夕，但是今年4月份生猪开始补栏，考虑到6个月左右的补栏周期，今年十一之后，猪肉涨幅预计会趋缓。进一步来看，目前猪粮比已经连续2个多月维持在迎归平衡点之上，生猪补栏进程还将进一步加快（图22）。截至9月28日，全国22个省市生猪出厂价格在13.1元/公斤，全国批发市场猪肉平均价格为19.2元/公斤，历史上生猪出厂最高价格也不过17.5元/公斤，猪肉批发价格不过26元/公斤。这意味着即便猪肉涨到最高价，新涨价不过40%，对CPI的直接影响也就1.1个百分点。更何况2009年1月份之后，国家建立起冻肉收购机制，猪肉再次象2007年下半年至2008年上半年那样疯长已经几乎不可能。今年4月中旬以后，商务部先后五批公开竞价收储中央储备冻猪肉，令猪肉价格持续回升，猪粮比价在7月下旬回到象征养殖户盈亏平衡点的6:1大关上方，并且在此后逐渐走稳，进而带动生猪补栏，猪肉价格起落幅度不会太大。

其次看看粮食价格，尽管受到俄罗斯、加拿大、泰国等各地干旱因素影响，全球粮价近期飞速上涨。但中国粮食自足率较高，只有大豆、玉米等进口依存度较大的农产品会受到波及。近年来，经过受到连续多年农业新政的刺激，中国的粮食屡获丰收，与2007年国家粮库空虚相比，如今国家粮食库存较为充足。发改委日前就表示，近年来，我国粮食连年丰收，库存充裕，库存消费比达40%以上，大大超过国际公认的17-18%的安全线水平，国家有能力平抑可能出现的粮价飞涨。再者来讲，近期大豆、玉米、绿豆、大蒜等受到国内外灾情的影响，已经出现历史上罕见的暴涨，继续上涨空间已经有限。

最后，再来看劳动力成本上升的问题，毫无疑问近期劳动力成本是在不断上升，尤其是全国各省市纷纷提高最低工资标准也促使投资者进一步担心劳动力成本上升所可能导致的通胀问题。这种分析逻辑的前提是总需求也在同时膨胀以至于企业可以通过成本加成定价方式转移成本。然而，在总需求萎缩的情形之下，劳动力成本的上升并不会带来物价的上涨，相反可能会使得企业缩减劳动力雇佣或者削减奖金等方式来应对，而不是通过提升最终产品价格的方式来应对。毫无疑问，我们在本报告以及之前报告中已经多次论及GDP环比增速要到今年四季度才会见底回升，而GDP环比增速要到明年上半年才会见底回升。在这种情形之下，劳动力成本的上升并不会带来成本推进型通货膨胀。

综合“量”和“价”两方面经济指标，预计10月份之后市场估值中枢将逐渐上行。尽管CPI同比在9月份还可能创年内新高，但10月份之后将趋于回落，PPI和PPIRM同比也会延续当前的回落态势，直到明年一季度前后各类价格指数同比增速重拾升势。因为随着“量”的上行，“价”最后也会上行。尽管实际的“量”和“价”还将下行一段时期，但市场预期到的“量”和“价”齐升势必推升股市逐步走强。

图 17：今年年内 CPI 环比涨幅有望扩大

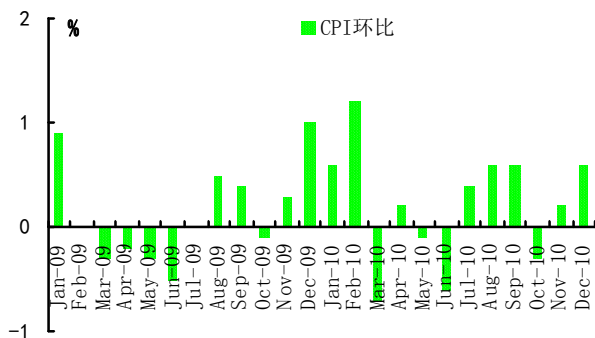


图 18：但 10 月份之后 CPI 同比涨幅有望趋于回落

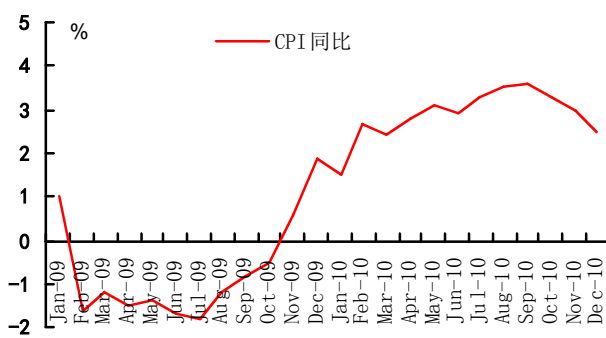


图 19：近期商务部生产资料价格环比增速已经下降

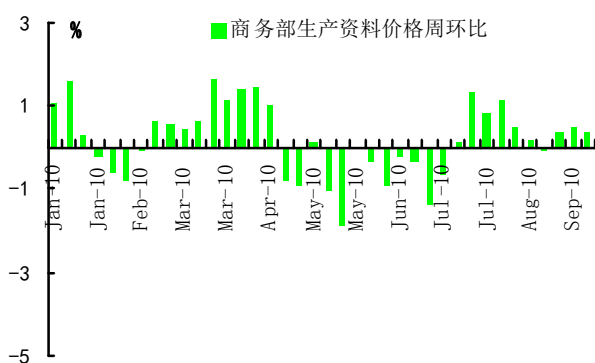


图 20：近期商务部农产品价格环比增幅大幅放缓

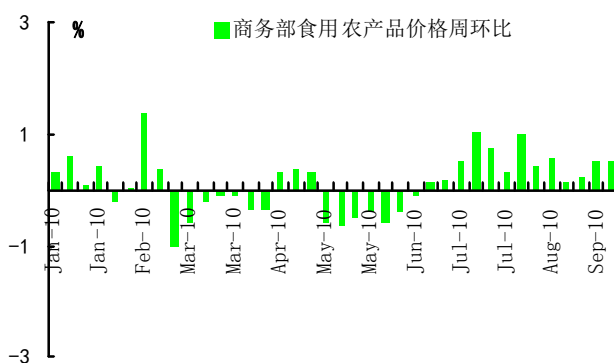


图 21：今年 8 月 25 日以来农产品价格明显回落

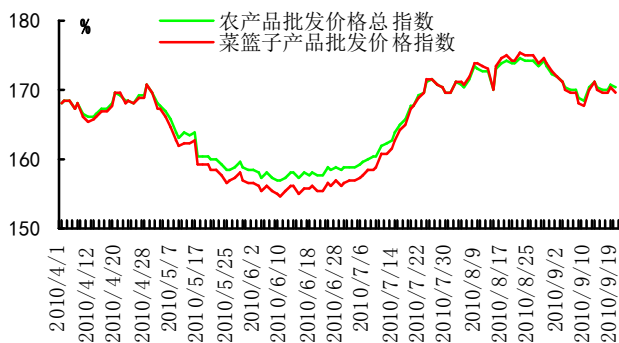


图 22：猪粮比已经连续两月维持在盈亏平衡点之上

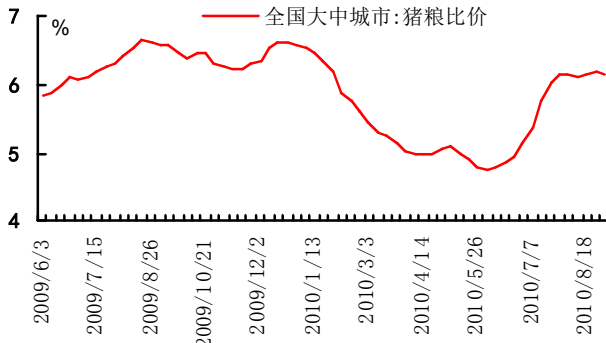


图 23：除了 CPI 之外的主要价格指数已经冲高回落

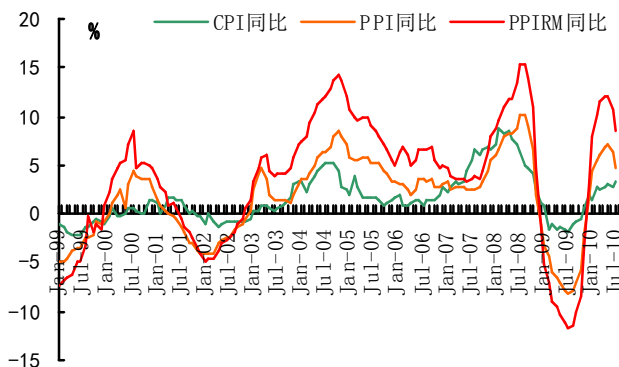
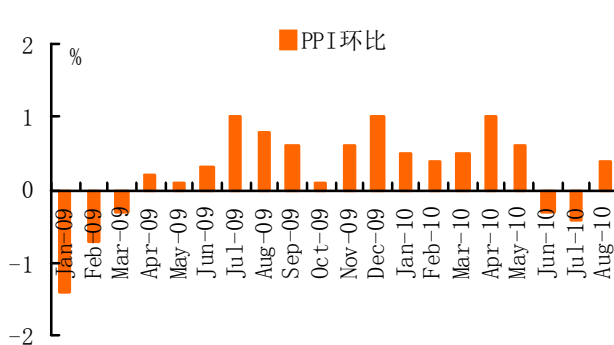


图 24：PPI 环比尽管还会上涨，但同比会回落



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、广发证券研发中心

图 25: 食品价格很难再出现 2007 年下半年的涨幅

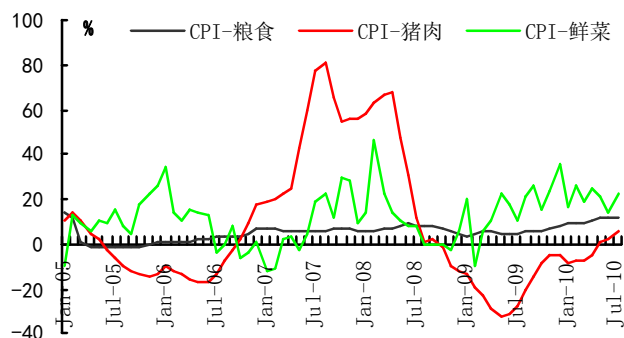


图 26: 随着 PPI 的下行, CPI 非食品会逐步回落

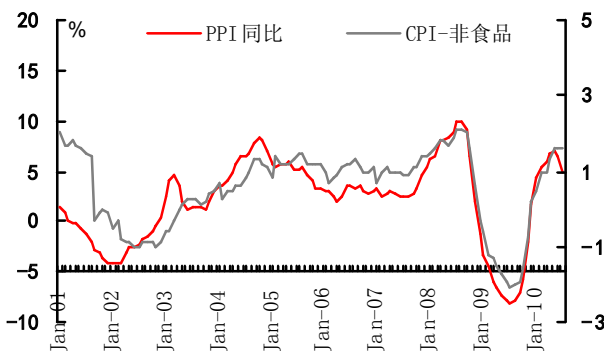


图 27: CPI 的翘尾因素已经趋于下行

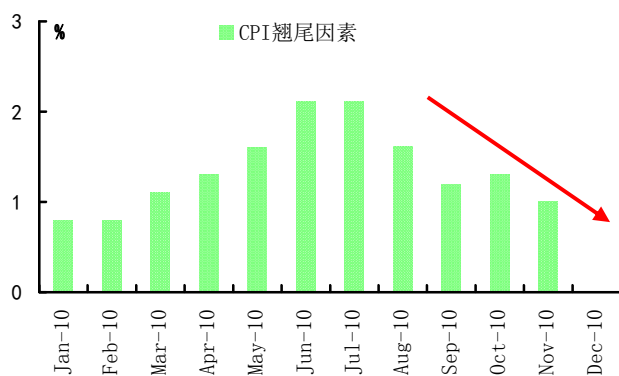
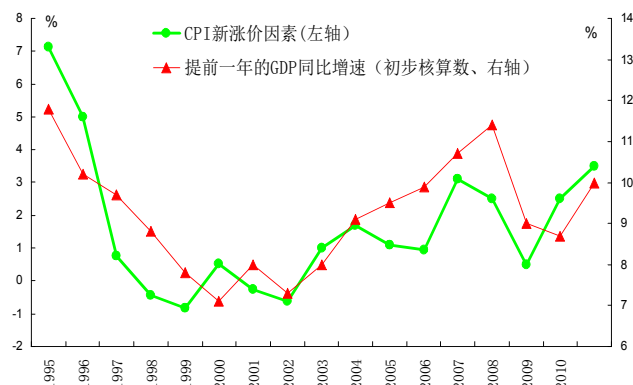


图 28: CPI 新涨价因素年内也将趋于回落



数据来源: CEIC、WIND、国家统计局、广发证券研发中心

三、各类“流动性”指标也将逐渐改善

从“流动性”方面来看, 8 月份新增贷款的意外增长着实出乎市场预期, 更加出乎市场预期的是, 在贸易顺差急剧下降的情况之下, 外汇占款却大幅增长, 这意味着短期资本在经历了连续三个月的净流出之后再次转为净流入。考虑到政府并没有表态要放松信贷管制, 新增贷款的意外增加并不能够让投资者据此来认为流动性已经发生改善。不过, 短期外汇资本的增加却会让投资者感到流动性环境正在发生改善, 最起码这反映了海外资金开始看好中国市场, 无形中会增加国内投资者的信心, 而作为信心反映的流动性环境无疑也会增加。而且 10 月份之后随着投资者对经济前景由悲观转为乐观, 关于经济增长和通货膨胀的风险补偿减少了, 进而降低风险溢价, 提高投资者的信心, 致使市场交投就比较活跃, 金融创新产品不断涌现, 经济杠杆率提高, 进而增强市场流动性。细分流动性项目来看:

首先, 在公开市场操作方面, 之前的报告我们已指出央行公开市场操作目的在于维护市场利率的基本稳定, 前期受到 8 月 31 日工行可转债发行的影响, 货币市场短端利率大幅跳升, 加之中秋国庆两节之前, 市场流动资金需求旺盛, 因此为了维护货币市场利率的稳定, 9 月份以来央行总体上保持净投放流动性的态势 (图 29、图 30)。不过, 考虑到目前利率已经基本上恢复到工行可转债发行前的水平, 预计随着货币市场短端利率的逐步平稳, 央行还会按照既定的方式继续保持合理的流动性对冲力度, 四季度继续加码或者减码的可能性均较小 (图 31、图 32)。

其次，在财政渠道方面，预计随着保障性住房等政府项目财政支出的突击推进，未来几个月财政支出压力依然较大，尤其是12月份存在的年末突击花钱现象今年估计依然很难得到根治。因此，十一之后，通过财政渠道投放流动性有进一步改善的可能（图33、图34）。8月份财政赤字约800亿元，而上月财政盈余1792亿元，由此使得新增财政存款由上月的3282亿元大幅下降到本月的1006亿元。尽管无法期望今后几个月财政渠道净投放流动性，但是12月份财政渠道净投放流动性是比较确定的。

第三，在贸易和FDI渠道方面，受到全球经济复苏放缓以及国内贸易转型政策贯彻落实等因素的影响，贸易顺差估计还会下降。尽管8月份出口同比增速并没有明显放缓，但进口同比增速却大幅增长，从环比增速来看，8月份，出口环比下降2%，进口环比上涨4%，由此导致8月份的贸易顺差大幅缩减到200亿美元（图35、图36）。进一步来看，考虑到进口领先于出口三个月左右的时间，进出口环比的这一升一降，意味着未来贸易顺差会进一步缩小，甚至不排除贸易逆差的可能。关于FDI估计依然会保持60亿美元左右的规模，且不会有太大出入。

第四，在短期资本渠道方面，前期我们判断随着美元的短期回调，短期资本外流的态势只会减轻，但“十一”之前逆转却很难。目前来看，由于美国政府对人民币实施前所未有的压力，外部资金急剧涌向中国套利。不过，在11月份奥巴马政府中期选举之后，美国政府是否还会继续对人民币汇率施加如此大的压力，投资者是心存疑问的。而且，贸易顺差的继续下降可能会抵消这种短期资本外流态势。因此，在贸易顺差缩减的态势得到逆转之前，外部渠道投放流动性难以好转。不过，随着贸易顺差缩减的态势在10月份之后开始逆转，投资者有理由期待外部渠道注入流动性逐步好转（图37、图38、图39）。

第五，在贷款渠道方面，按照年初制定的7.5万亿元的新增贷款目标，今后平均每月新增贷款不会超过5000亿元，边际上也是趋降的，尽管8月份新增贷款达到5452亿元，但年内是否还会保持5000亿元以上的规模尚难确定。今年9月份为季末，商业银行有做大信贷规模的冲动，有理由期待9月份新增贷款还在5000亿元以上。不过考虑到监管层上没有明确要放松货币信贷控制。在这种情况下，投资者并不会对新增贷款超预期在抱有太多期望。展望未来，M2增速的提高估计只是基数过低造成的短暂现象，9月份还会下降，而M1则由于基数的不断提高会更大幅度地下降，而且M1和M2同比的这种下降趋势会延续到年底，不过M1和M2环比增速则在今年10月份之后就会逆转（图41、图42）。

综合“量-价-流动性”三个方面因素来看，市场将结束之前“滞胀无牛市”的主基调，随着“量”、和“流动性”的逐步改善，股市也将逐步走强。从租金收益率、国债收益率、加权贷款利率等经济指标来测算，当前市场的估值中枢为2700点左右。不过随着“量”的见底上行，股市估值中枢会逐步上移。退一步来讲，即便股市估值中枢维持2700点左右的位置，考虑到投资者预期的流动性环境的逐步改善，上证在今年四季度突破2700点的估值中枢并进一步上行也将是轻而易举的事情。股市即将告别单纯由“价”驱动的阶段，迎来由“量”和“流动性”共同驱动的阶段，而且这种“量”和“流动性”驱动的股市反弹具有一定的可持续性。尽管新一轮房地产调控的重启会给市场带来一定不确定性，但并不会改变股市在未来一两个季度趋势性向上的走势。

图 29：9 月 26 日当周央行净投放 900 亿元流动性

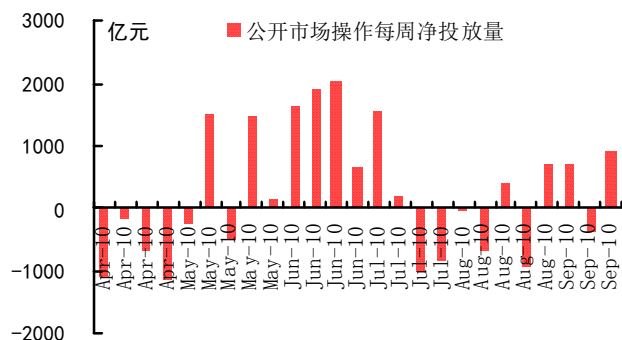


图 30：截至 9 月 28 日本月净投放流动性 1400 亿元

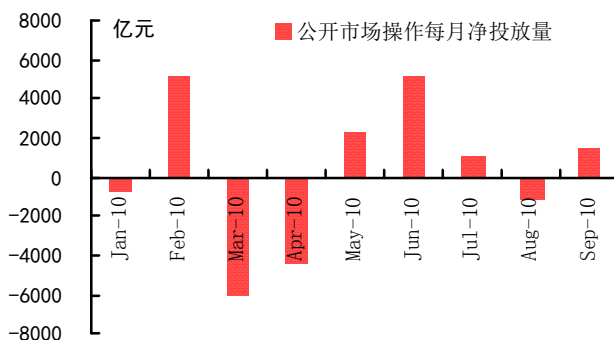


图 31：短端利率的急剧上行迫使央行净投放流动性

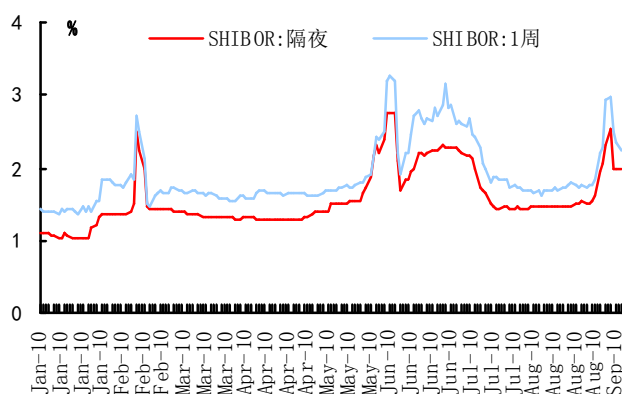


图 32：票据贴现利率依旧保持较为平稳的态势

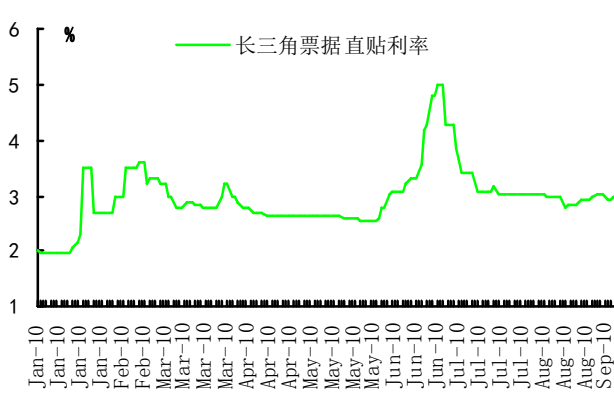


图 33：财政渠道逐步开始净投放流动性

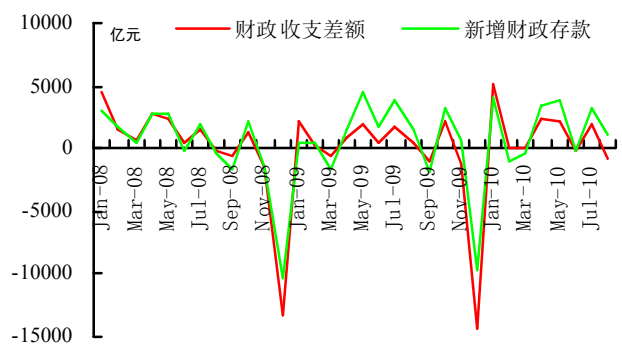
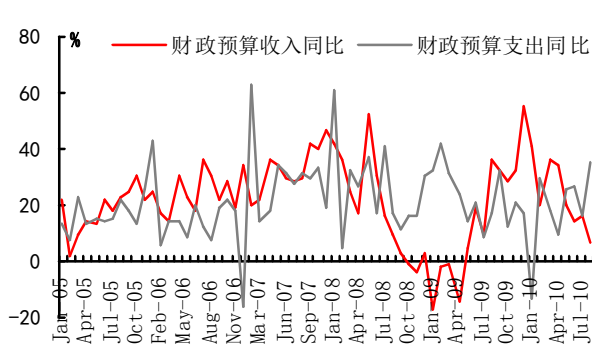


图 34：财政收入顺周期而财政支出逆周期



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、人民银行、海关总署、财政部、国家外管局、广发证券研发中心

图 35: 今年 10 月份贸易逆差缩小的态势会得到逆转

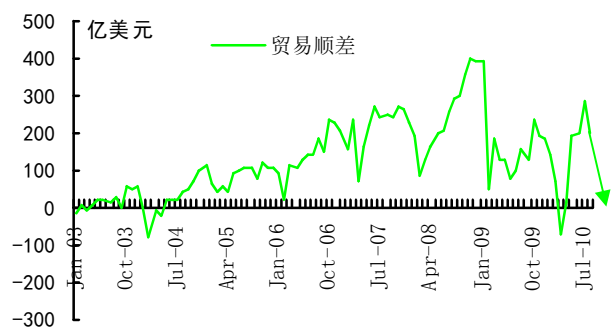


图 36: 实际利用外资情况基本保持稳定

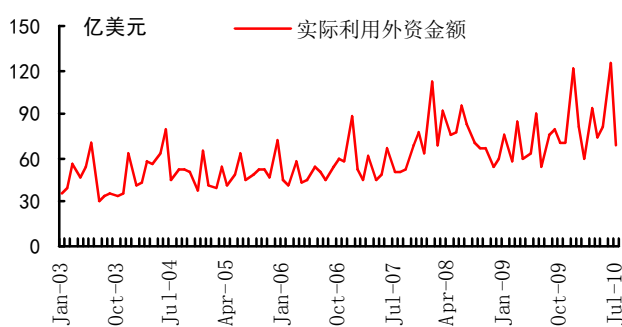


图 37: 美国政府的施压使得近期升值预期增强

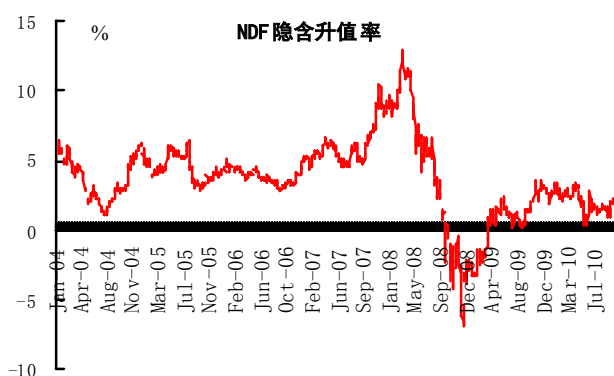


图 38: 楼市和股市降温后的热钱外流提前逆转

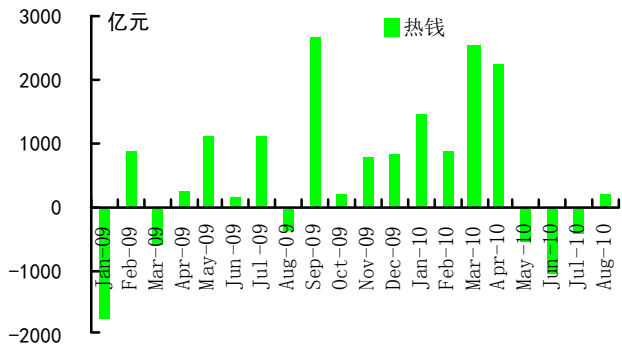


图 39: 新增外汇占款下降态势在 10 月份之后有望逆转

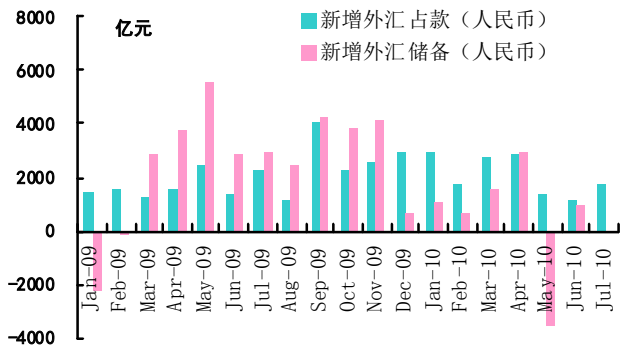


图 40: 新增贷款年内很难再超预期

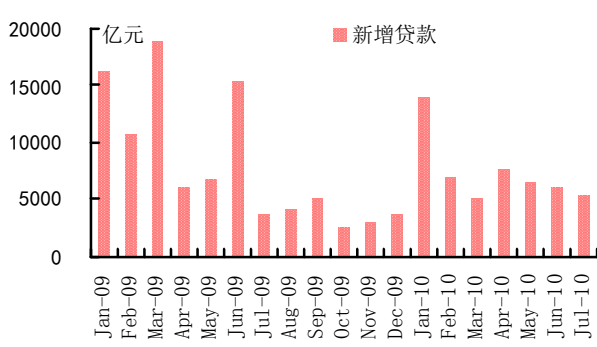


图 41: 货币乘数将随着总需求的缩胀而缩胀

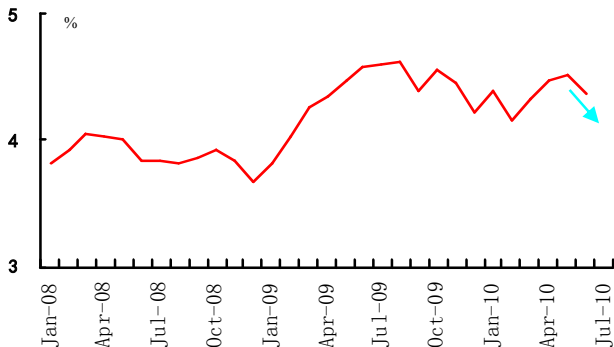
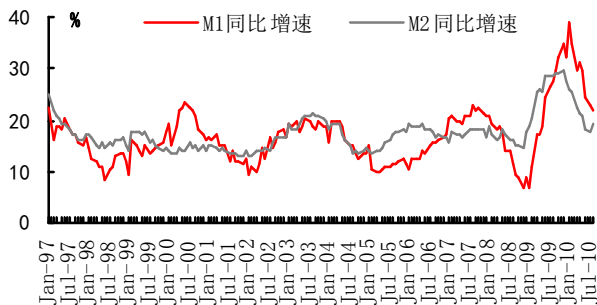
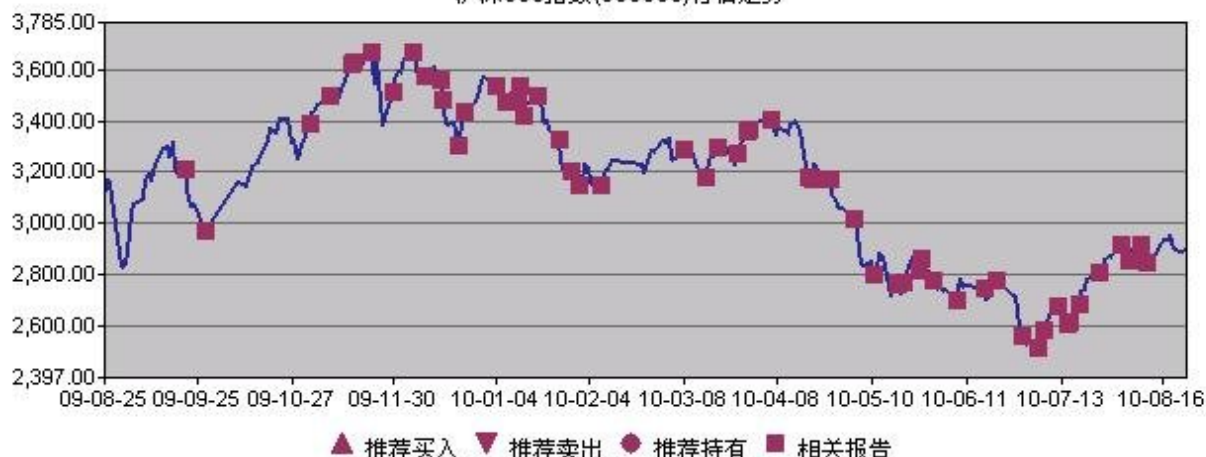


图 42: 预计年内 M1 的降速将比 M2 更快



数据来源: CEIC、WIND、国家统计局、商务部、人民银行、国家外管局、广发证券研发中心

沪深300指数(399300)行情走势



相关研究报告

本轮经济调整何时见底

余晓宜、崔永 2010-08-23

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路183号 大都会广场36楼	深圳市民田路华融大厦 2501室	北京市月坛北街2号月坛 大厦18层1808室	上海市浦东南路528 号证券大厦北塔17楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。