

热钱推动的流动性充沛可以持续多久？

基本结论

- 全球流动性充沛正成为中期问题；在 2011 年 2 季度源头国美国与中国开始具备收缩消灭货币条件之前，这种趋势可能都不会得到改变。2011 年 2 季度美国再度 QE 的概率不大。当前发达经济体只是增长减缓，如果中国在 1 季度经济回升，从滞后关系看 2011 年 2 季度，全球经济体比较好的共振时机又将到来。
- 国内的热钱流入也成为短期内无法拒之门外的中期问题。预计 11 月份热钱流入的增长速度将转缓，但是流动性数量的转折至少要到 2011 年 2 季度才能看到。
- 地产调控、升值预期的明确以及美元趋势、热钱的监管加强使得热钱流入速度在 10 月达到高峰后趋于缓和。由于利差与汇差的存在，只要全球不再担忧经济探底，热钱流入以及升值是将是长期过程。
- 美元指数方面，在 76 左右具备支撑，预计年内美元指数至多下探至 74-76 一线；随着 11 月中期选举的进行，美元大幅贬值的内在推动力量与外界抵抗力量将会发生变化，美元贬值带动的大宗商品价格上升对包括美国在内的非资源国均产生不利影响。
- 货币政策方面，依然是数量型工具调控，不影响市场利率的定向调整工具有可能再度出现。预计人民币汇率年内升值的空间不超过 5%。
- 7.5 万亿信贷额度保持不变。我们估计 4 季度每月 4000 亿左右的贷款额度会被月度调剂，10 月信贷季节性萎缩使额度被突破的可能性变小，最后一个月的贷款需求将转移至 2011 年。

李治平 联系人
 (8621)61038205
 lizhip@gjzq.com.cn
付雷 分析师 SAC 执业编号: S1130210080005
 (8621)61038324
 ful@gjzq.com.cn
曹阳 联系人
 (8621)61038299
 caoyang@gjzq.com.cn
刘茜华 联系人
 (8621)61038205
 liuqh@gjzq.com.cn
刘刚 分析师 SAC 执业编号: S1130209030282

内容目录

一、近期国际国内宏观经济的大背景	3
1、今年 2 季度中国的主动收缩造成的影响已经显现.....	3
2、政治手段主导 3 季度汇率战升级.....	3
3、中国经济 3 季度的数据基本符合预期。	3
4、中国货币政策的紧缩被迫变得非常温和	4
5、热钱加速，9 月较 8 月提升了一倍	4
二、主导流动性与预期变化的根源何在？	6
1、美元、美国、国内经济增长三个基本要素	6
2、两点基本判断.....	6
三、什么时候热钱的趋势逆转？	7
1、在房地产调控背景下，热钱流入不会长持保持目前的水平。	7
2、人民币升值幅度的预期进一步明确，这也是有利于防止热钱的。	7
3、美元贬值的走势在 11 月后将会有一些变化。	7
4、国内对热钱的监管势必加强	7
5、热钱流入成为中期问题	7
四、货币政策以及流动性的判断.....	8
1、国内 4 季度的经济走势不会变坏.....	8
2、流动性判断	8
3、我国的货币政策前瞻.....	9

图表目录

图表 1: 3 季度出口环比下行、但 4 季度下降空间不大	4
图表 2: 9 月热钱流入加速，10 月或达到高峰.....	5
图表 3: 中国 PMI 指数表现全球最优	6

一、近期国际国内宏观经济的大背景

摆在我们面前可供分析的几个基本情况是：

1、今年 2 季度中国的主动收缩造成的影响已经显现

- 从增量上看，中国的经济增长占据了世界的 50%以上；欧洲 2 季度经济超预期的根源离不开中国。目前中国的主动性收缩已经在 2 季度后期、3 季度的国内发挥了作用。
- 对国际上，3 季度影响已经传导出去。受到中国拉动，总体上看欧洲、资源国、东盟等地的经济表现相对美国受益更多。今年 2 季度后期，美国的汇率政策已经变得强硬。
- 简言之：2 季度国内调控，3 季度全球集体减速。当然经济减速、需求下滑也是各国经济刺激政策逐步弱化的后果。

2、政治手段主导 3 季度汇率战升级

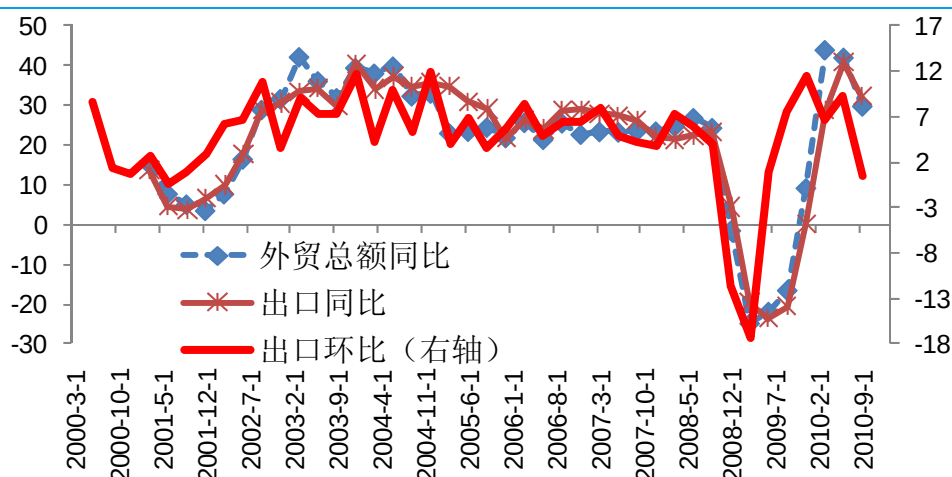
- 发达经济体、新兴市场国家的经济增长差异以及美国国内复苏缓慢导致了 QE 升级货币贬值，美国采用的政策主要是通过政治压力、辅以经济手段。
- 三季度美国继续利用政治压力干预币值，日元升值、人民币短暂休息；日元干预，人民币加速升值，与此同时越南等国也开始竞相贬值，而欧元亦出现相当幅度升值。随着日元干预的效果弱化，日本进一步量化宽松，美国再度 QE 强化了这一目的。
- “损人不利己”的做法可以持久吗？这要视何时既损人亦损己而定。对于 QE 到底能起多少作用，还是需要打一个问号。出口问题还和国内的经济结构相关，近期美国 PPI 超预期，环比 0.4%，基本上与中国没有什么差别，而逆差继续超预期充分说明了这一点，持续汇率战略不但外部的抵御力量在上升，内部的推动力量也在减弱。

国内出最近出现的一些情况是：

3、中国经济 3 季度的数据基本符合预期。

- 今年对内需的担忧基本释放，而外需的冲击缓慢体现并充分预期。这点我们在《PMI 数据评论》、《外贸数据评论》中已经描述。9 月份，工业生产最后一周已经恢复，表明节能减排的压力高峰逐渐过去，我们本周钢铁行业的报告详细证明了这一点；在季度内，工业 7 月弱、8、9 月强。年内，3 季度的数据偏弱，尽管从月度数据观测出口似乎一直在超预期，但是从汇总的季度出口数据看，汇率与外需的影响已经在 3 季度体现。

图表1: 3 季度出口环比下行, 但 4 季度下降空间不大



来源: 国金证券研究所

- 整体上, 我们判断 3 季度就是经济环比底部的判断符合实际情况。预计 4 季度将出现稳定增长的格局, 外需回落更多的体现在增速上, 而从季度角度看, 这种增速的回落并没有多大空间, 这是全球经济总体状况决定的。(从历史角度看, 2001 年 3 季度、2008 年危机之时的外需情景对应着今年 4 季度的外需滑落空间较大, 而我们对国际主要经济体经济增长的判断并没有那么糟糕)。
- 国内宏观调控角度看, 二次地产调控延长了本轮经济的上行周期, 明年下半年的经济支撑因素也更加多了起来。地产销售放量领先新开工与投资, 本轮地产调控将后者的上行节奏往 2011 年下半年延迟。

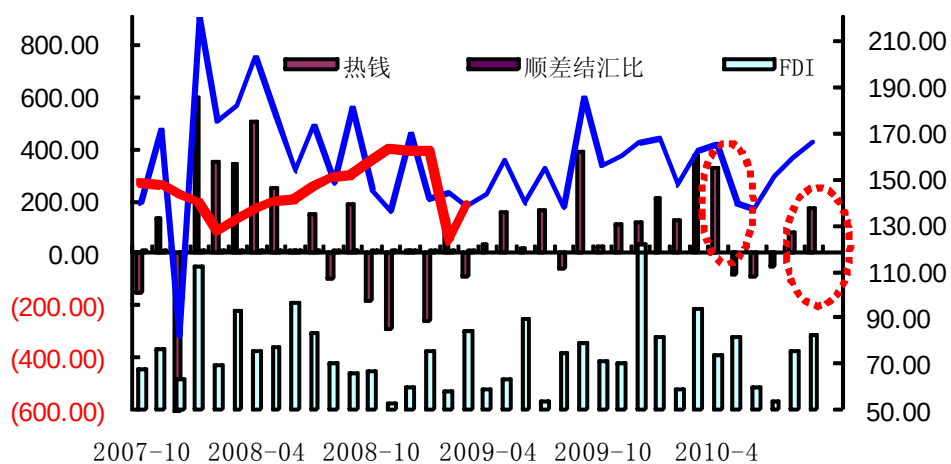
4、中国货币政策的紧缩被迫变得非常温和

- 我们在《为什么采用这种方式紧缩?》中较为详细的探讨了这种做法, 本次数量型工具的使用是选取锁定期最短、最不影响利率的方式。这表明了在目前的经济环境下, 我们的调控需要考虑的问题太多, 只能以比较温和的方式进行。

5、热钱加速, 9 月较 8 月提升了一倍

- 近期数据显示热钱加速。美元贬值和人民币升值预期下的背景下, 投机性热钱进入中国的速度加快。央行数据显示, 9 月份中国新增外汇占款 2895.65 亿元, 较 8 月增加 19.19%, 创下年内新高。
- 在 9 月份外汇占款创新高的同时, 中国 9 月贸易大幅收窄, 创 5 个月来的最低水平。央行表示从外汇占款和贸易顺差“一高一低”的表现来看, 9 月热钱净流入的压力较大。
- 回顾今年外汇占款的变动: 1-4 月, 外汇占款持续高位, 4 月份, 新增外汇占款突破 2800 亿元, 随后 5、6 月份新增外汇占款出现锐减, 两个月合计仅增加 2487 亿元, 7、8、9 月则逐步走高 (预计 10 月份有可能还会创出更高的水平。)

图表2: 9月热钱流入加速, 10月或达到高峰



来源: 国金证券研究所

正是在上述背景下, 流动性的预期乃至实际状况都变非常充沛。从外汇占款的变动情况可以看出, 升值预期、地产销售放量与价格调控的时点与热钱流动均比较匹配。

二、主导流动性与预期变化的根源何在？

1、美元、美国、国内经济增长三个基本要素

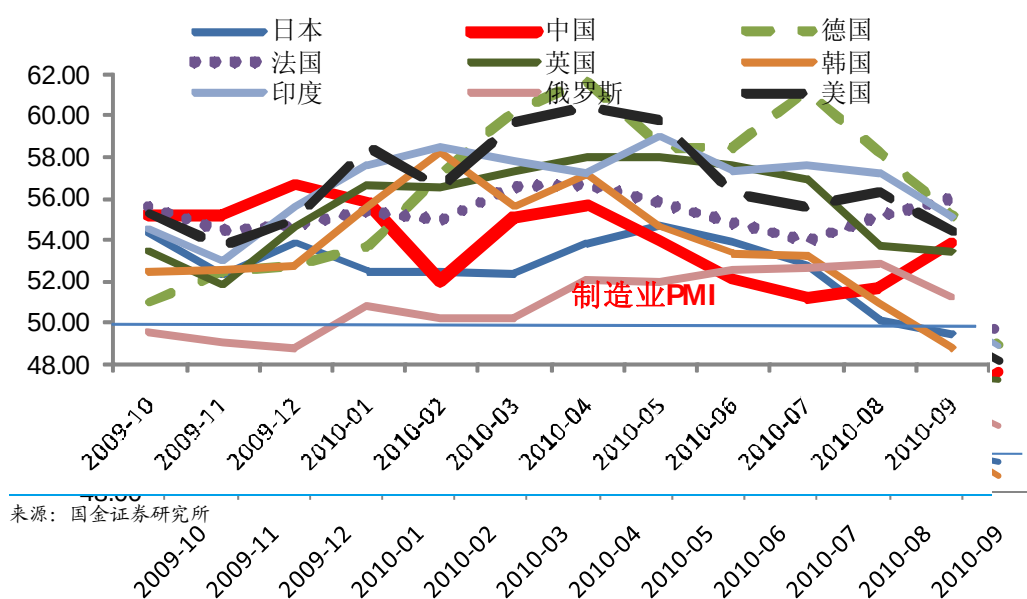
- 一是美元。如果美元的下行趋势出现转折，不论是反弹、走平、还是反转，都具有一定的参考意义。
- 二是美国的经济增长，如果美国经济能够加速复苏，贸易战、汇率战弱化，QE 不再升级。
- 三是我国的经济增长，如果 4 季度、1 季度、2 季度走的很稳健，相应全球需求也会提升，货币政策正常化的路径也会再次出现在我们面前。

上述三个问题构成了判断时间节奏的支撑。

2、两点基本判断

- 一是当前世界各国的转型都是缓慢过程，从短期经济刺激政策的效果弱化之后，经济自身有减速的需求，第二轮刺激方案，效果实际上大打折扣。这决定了 QE 的开展不会是短期的。
- 二是中国的经济增长为货币政策正常化提供条件。2009 年下半年以来货币政策正常化路径曾经展开，但是事实上只进行了一半：发达国家基本没有收缩，国内增速收缩了，但是由于基数原因，存量还是很大；资源国、新兴市场国家由于通胀和资产价格因素，加过息。上一轮的货币正常化，实际上是中国主导的（之前有一些挪威、智利等微小经济体），下一轮的数量收缩目前看还是要等到中国经济基本面比较好的时候开展。

图表3：中国 PMI 指数表现全球最优



三、什么时候热钱的趋势逆转？

分解开来看趋势有 2 个，一个是增长速度上的，一个是存量数量上的。从本文第二部份的推动因素看，10 月份有可能还会创出更高的水平。我们初步判断，热钱的流入速度可能 10 月份就是高点，但是数量上的拐点还要滞后，时间上看大约是 2011 年 2 季度。

1、在房地产调控背景下，热钱流入不会长持保持目前的水平。

- 目前房地产调控将有效地减少热钱的进入。在现阶段下，中国房地产的投资属性在消退，限购使得热钱流入楼市的空间受到压缩。

2、人民币升值幅度的预期进一步明确，这也是有利于防止热钱的。

- 中国人民银行行长周小川 10 月 8 日在华盛顿表示，中国不会让人民币快速升值，人民币升值会循序渐进，中国货币改革将按照自己的步伐前进。在此情况下，人民币升值对热钱的吸引力将减弱。我们估计近两年每年至多升值 5% 左右。

3、美元贬值的走势在 11 月后将会有一些变化。

- 11 月美国中期选举成为了如今影响经济的一个重要节点，但随着这个节点过去，美元大幅贬值的内在推动力量与外界抵抗力量将会发生变化，美元贬值带动的大宗商品价格上升对包括美国在内的非资源国都是不利的。
- 换言之，再进行弱美元政策，对美国国内内而，将从损人不利己到开始害己。其进口消费能力将受到损伤；外界抵抗力量也会发生作用，致使美元下行空间受限。我们上周五的会议判断美元指数在 76 处出现支撑，年内至多下探至 76-74 区域。

4、国内对热钱的监管势必加强

- 目前，外管局、商业银行对热钱的监控已处于严密监控的状态，尽管没有太好的办法全面监控热钱，但是全面从紧，逐步杜绝了正规商业银行的热钱流入渠道使得热钱的流动越来越困难。

- 因此我们判断，10 月份基本上是热钱流入的高峰，7、8、9、10 月份的趋势见顶，之后可能会趋于缓和。近期的正面推动因素十分集中，热钱的进入也是十分快速的；但是从推动力量减弱的情况看，持续提高增长速度是不合逻辑的。

5、热钱流入成为中期问题

- 但是中期看，由于利差与汇差的存在，只要全球不再担忧经济探底，热钱流入国内是个长期过程，升值也是长期过程；因此说，数量上的拐点很难判断，这就引发了下一个问题，流动性的增长源头何时逆转？国际国内什么时候改变流动性的趋势？

四、货币政策以及流动性的判断

- 上一轮货币政策正常化的典型路径是：经济刺激、预期向上、流动性充沛、经济复苏、流动性回收。QE 是因为美国经济相对其经济体表现不佳；假如 2010 年 3 季度美国经济增长趋势比较稳定，则全球流动性反而不会这么宽松，这是个基本源头。

1、国内 4 季度的经济走势稳定增长

- （1）从各国 PMI 指数上看，中国的形态保持的也是最好的。（2）从外贸数据看，外需并非十分弱。基本上今年前三个季度的外需还是超预期的。国内再度依赖内需的时点，正好是 4 季度开始，这对应着 4 季度可以承受一些外需的继续下滑。（3）消费增长稳步。（4）投资方面也不会差。2010 年 4 季度，保守估计（按照信贷 7 万亿）每月贷款额在 4000 亿左右，保障房 30% 的完工率距离政府目标还有很大差距。（5）9 月份的数据显示工业受到节能减排影响数据不是十分强劲，这个是主动抑制产能的因素，并且从 9 月最后一周钢铁产量上看已经有所恢复。（6）二次地产调控延长了本论经济的上行周期，明年下半年的经济支撑因素也更加多了起来。地产销售放量领先新开工与投资，本论地产次调控将后者的节奏往 2011 年下半年延迟。

2、流动性判断

- （1）中期宽松没有改变。目前为止经济的走势基本符合我们预期。如果说 2011 年 1 季度，中国经济已经开始比较明显、稳定的回升，从国内而言，初步具备了收缩货币的基础；这个过程最早是在 2011 年 2 季度展开，这也是我们看流动性三个季度中期宽松的基本判断，没有改变。
- （2）国内的货币正常化需要 2 年时间。我们对货币的趋势预期一直为：今年上半年收缩较快，接下来 3 个季度较宽松，如果经济情况允许明年 2 季度后期到下半年再度收缩，经过 2 年时间（2010-2011），货币的增速与实际存量基本恢复正常。
- （3）短期波动变得更加温和。对于短期，我们曾经提出《波动不改趋势的提法》；意思是由于通胀走高和节后货币的回收，会导致预期紧缩的波动；但是只要通胀不超过我们的预期值，都只是波动。目前来看，通胀比较符合我们预期，最近调查下来由于预测远近的关系，有些机构短期甚至看的更高，导致 9 月 CPI 低于他们预期。

但是近期的紧缩力度非常温和；国内为什么温和调控？趋势上看 10 月份还是逐步收缩的格局，但是给央行带来麻烦的是美国 QE、全球流动性预期的变化：如果收缩的过快，货币更硬，反而是推动升值与热钱的因素，虽然没有加息直接。国际大背景下，受到热钱与升值制约，国内不但价格型工具谨慎，甚至数量型工具的货币收缩也不敢轻易促使利率上升，这点节后表现的非常明显。

- **总结流动性的特点，就是宏观流动性呈现中期充沛、短期调控温和的基调。**4 季度的货币紧缩已经体现出比想象要轻的迹象，但我们认为还会进行，也还会存在一些影响，这个时点依然是 10 月最后一周、11 月第一周；接下来 3 周货币收缩的力度要要达到 2 次定向准备金数量以上的级别。但是从波动本身而言，比如从下周（10 月 17 日后）开始，3 周的净回笼量达到 4-5000 亿左右级别，才能比较明显。从目前来看，10 月份的

信贷扩张应该下行，货币收缩的节奏达不到非常显著的程度，所以应该动不了商业银行的资金底线，换言之，不会对宏观流动性产生大的波折。

■ 从外部经济体看：

全球流动性充沛还将持续。全球货币数量变多，许多新兴市场国家开始对外国投资收取税收，这也是对流动性的流入的应对措施。在 2011 年 2 季度源头国美国与中国开始具备收缩货币条件之前，这种趋势可能都不会得到改变。

2011 年 2 季度再度 QE 的概率不大。当前发达经济体只是增长减缓，如果中国在 1 季度经济回升，从滞后关系看，2011 年 2 季度，全球经济体比较好的共振时机又将到来。距离现在有 2 个季度多的时间。因此届时再度新增 QE 的概率不大。

3、我国的货币政策前瞻

- 4 季度来看，货币政策方面，我们判断主要是通过信贷调控与定向的方式调控货币。价格型工具谨慎使用的观点目前已经被大多数机构所接受，周小川行长的讲话也使公众更加了解当前为什么不能加息。
- 7.5 万亿信贷额度保持不变。即便被突破，也应该是受到政府主导项目的需要被突破，而不是自身的利益驱动造成。我们估计 4 季度每月 4000 亿左右的贷款额度会被月度调剂，10 月季节性萎缩使额度被突破的可能性变小，最后一个月的贷款需求将转移到 2011 年。
- 数量型工具方面，定向的方式还会被使用。前期我们流动性报告提出一些额外的数量型工具会被使用，当时说的是“比如 6 个月央票”，这次节后使用定向准备金本质上是“不改变市场利率的 2 个月央票”；这样避免了系统性提高存款准备金、造成机构资金分布不均衡的结构性差异。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室