



过剩流动性:泛滥到治理

2009 年过度流动性释放后, 廉价货币的恶果继房地产泡沫在通胀爆发。2011 年是货币政策转向实质紧缩, 着手处理廉价货币后果的关键年, 也是探寻过剩流动性终结方案的起始年。

过渡期是减杠杆过程, $M2/GDP$ 在 2012 年至近 1.95 的峰顶后缓降。经济的自发紧缩来自天量信贷之后的自然回落, 和外汇占款中长期增速趋缓, 特别是后者带来银行体系流动性来源的根本改观, 中国的货币运行体系重建, 货币政策独立性增强。

流动性的释放已创新高, 冲击力从量上将逐步减弱, 而结构性流动性过剩凸显: 外汇占款提供的流动性由企业向居民再配置, 进而在资本市场和房地产市场再配置; 伴随财富集中的居民流动性集中, 高收入者运用了更高的杠杆实现集中, 存量流动性的逐利性提高, 稳定性削弱。

2011 年, 政策收紧强于和先于流动性的自发收紧。上半年压力尤大, 数量和价格工具或交替使用。监管层与银行的冲突加剧, 在信贷规模和节奏、其他信用创造和运用渠道、信贷风险等方面的博弈贯穿全年。

热钱流入为标志的外部冲击不能对冲国内流动性收紧, $M2$ 增速回落到 16.5% 左右。人民币升值幅度或加快到 5%, 但大幅升值绝无可能。热钱流入增多概率大, 但不会决定政策和市场的方向。资金外流风险尚小。

增量收紧, 存量过剩依旧。回收居民流动性通过房地产、股市和实体经济三渠道。2011 年, 房地产角色从创造流动性向回收流动性转变, 投机功能继续走弱; 资本市场回收流动性增强, 一级市场融资增长; 实体经济回收流动性需要制度变革, 见效较慢, 而以通胀成常态“被回收”。宏观和货币政策开始重视各市场的“互补”或“替代”关系, 对流动性的吸收速度及吸收能力。

流动性源头在银行体系, 银行期待二次改革。2011 年或是银行业集体谈判的一年。启动金融改革, 而不是低估值才能真正启动大盘蓝筹。银行业去除病灶, 强健筋骨, 才能为中周期的繁荣做好准备。

在过渡期, 一个妥协性的制度安排是新的二元体制: 居民收入分化通过房地产的二元结构实现流动性再配置; 金融市场的二元结构, 以解决流动性配给和结构性过剩并存的悖论。

宏观经济

魏凤春

weifengchun@csc.com.cn

010-85130308

执业证书编号: S0640207100074

王洋

wangyangbj@csc.com.cn

010-85130386

执业证书编号: S1440210080015

胡艳妮

huyanni@csc.com.cn

010-85130973

执业证书编号: S1440206070030

刘之意

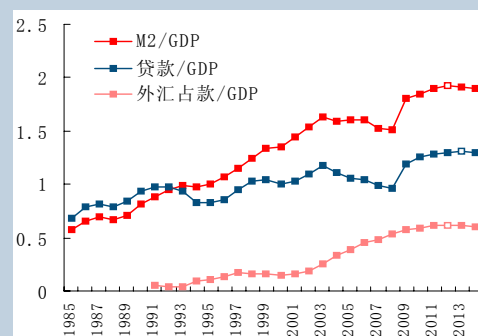
liuzhiyi@csc.com.cn

010-85130273

执业证书编号: S1440110040077

发布日期: 2010 年 12 月 10 日

图: 中国 $M2/GDP$ 将至高点



相关研究报告

2010.12.9 新起点: 嬗变与冲击

2010.11.2 繁荣之路中的货币紧缩和制度变革

2010.9.27 房地产调控: 从量价博弈到利益让渡

2010.8.24 银行让利的前世今生

2010.7.15 2012: 廉价货币的经济后果

2010.7.15 从增长到分配

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



目 录

引言：不可依样画葫芦	4
一、整体判断：过渡期是减杠杆过程	7
1.1 M2/GDP 将至高位	7
1.2 流动性来源面临改变	7
1.3 不同层次流动性的不同含义	8
二、内部冲击：衰减和分化	9
2.1 2011 年内部流动性冲击	9
2.2 结构过剩流动性	10
2.2.1 流动性由企业向居民转移	10
2.2.2 存款的部门结构：流动性的再配置	10
2.2.3 存款的期限结构变化与资本市场	11
2.2.4 贷款结构：信贷不足和信贷过剩并存	12
2.2.5 收入分配结构：流动性集中与财富集中同行	14
三、外部冲击：从属于内部冲击	15
3.1 有限升值和递减顺差	15
3.2 外源流动性反弹，M2 降幅趋缓	16
3.3 热钱不决定市场方向	17
3.4 资金外流风险尚小	19
四、紧缩	20
4.1 自发收缩	20
4.2 政策收紧	20
4.2.1 政策收紧是否有意义？	20
4.2.2 如何紧缩：政策目标和机制	20
4.2.3 如何紧缩：工具选择和政策取向	22
五、回收	23
5.1 房地产	23
5.2 资本市场	26
5.2.1 一级市场回收	26
5.2.2 二级市场吸纳	26
5.3 实体经济	27
六、终结：金融改革	28



图表目录

图 1: 流动性: 从创造到终结	6
图 2: M2/GDP 的中期趋势.....	7
图 3: 商业银行准备金与外汇占款 (亿元)	8
图 4: 外汇占款和贷款在创造流动性中的作用.....	9
图 5: 2011 年贷款的季度增长率估测 (%)	9
图 6: 居民与企业的存贷差 (亿元)	10
图 7: 企业、居民和政府的存款比重.....	11
图 8: 居民和企业的存款期限结构	12
图 9: 居民活期与定期储蓄的比例和差额 (亿元)	12
图 10: 2008-2010 年份企业类型的投资增速 (%)	13
图 11: 2003-2010 年分企业类型累计投资与内资企业投资比例.....	14
图 12: 按收入等级分城镇居民家庭平均每人可支配收入-消费性支出 (元)	14
图 13: 人民币美元汇率: 从一次汇改到二次汇改.....	15
图 14: 外贸顺差增速 (%) 和外贸顺差/GDP (%): 已入缓降阶段	16
图 15: 2011 年的外汇占款季度同比增长率预测 (%)	17
图 16: 2011 年的 M2 增速预测 (%)	17
图 17: 热钱的估算: 从外汇占款角度 (亿人民币)	18
图 18: 热钱的估算: 从国际收支平衡表角度 (亿美元)	19
图 19: 中国的资产收益率: 房地产和企业的比较 (%)	21
图 20: 通胀 (%)、股指 (%) 和房地产价格指数	21
图 21: 法定准备金率、超额准备金率和外汇占款/M2(%).....	22
图 22: 房地产对流动性的创造 (亿元)	23
图 23: 房地产对流动性的回收 (亿元)	24
图 24: 房地产对流动性的净回收 (亿元)	24
图 25: 上海二手房成交额与商品房销售额 (亿元) 及比例.....	25
图 26: 高端和普通住宅的价格指数的分歧 (%)	26
图 27: 境内上市公司流通市值和股票成交额 (亿元)	27
图 28: 私募股权投资和风险投资的投资额 (百万美元) 和案例数.....	27
表 1: 2008 年按收入等级城镇居民家庭现金购房和还房贷支出相对水平和在可支配收入中的比重	15
表 2: 境内上市公司流通市值和股票成交额 (亿元)	26



引言：不可依样画葫芦

2011 年，中国经济将在嬗变与冲击的交织中前行，前途是光明的，道路是曲折的。之所以这样，是因为我们开始了一个新的起点，一切从创新开始。

自 2010 年二季度开始，中国经济进入过渡期。三季度后政策刺激的惯性效应消失殆尽，二次刺激终被证明是黄粱一梦，外生性增长就此结束。10 月的十七届五中全会决议不仅对此盖棺定论，而且指明了未来宏观研究关注的核心。当最高决策层在保增长与调结构二者是一对矛盾方面达成共识时，中国经济未来的繁荣只能来自于市场自身，内生性增长已然开始，宏观经济进入过渡期的新起点。这意味着 2011 年投资的宏观背景与 2010 年相比已经发生了质的变化，经济复苏的主力已经从政府悄然转向了企业。据此可以认为，宏观分析的微观基础应该加强，依样画葫芦将是投资的大忌。

人到中年的中国，过渡刺激后因疾致病，在药物依赖性并未真正消除之际，被动停药必然面临着种种反复。这预示新起点的中国经济首先要面对的是不确定性的冲击，因而创新之路是曲折的。只要市场成为经济复苏的主力，如小草一般坚韧的力量将会让我们看到未来。于是，纷乱便变成了嬗变。嬗变者，一种相对稳定的有步骤的状态也。于是投资也便变得有路可寻，柳暗花明。

但是，必须明确，山重水复不是创新，新陈代谢也非触动利益不可。在从增长到分配的宏观背景下，在新的政治周期到来的转折期，利益的让渡直接决定着创新的成败。不仅如此，创新收益分配与创新成本分担机制的不稳定造成了经济复苏的不确定。与这种不稳定相比，通货膨胀与资产泡沫的冲击显然在外，而不在内。即使如此，整个上半年，嬗变的周期也可能因此而偏离了轨道。

整个 2011 年的宏观经济是嬗变的，创新是明确的投资标的，其路径的曲折也是明确的。投资思维需要创新，研究同样需要创新。基于此，我们完善了通胀、周期与冲击的研究框架，并通过一个政治周期、紧缩周期、变革周期与资本支出周期渐次到来的逻辑来解释前述的复杂。

显然，这种复杂的形态通过简约的方式是无法表达清楚的。基于此，我们的年度宏观报告依然通过“沉重”的、多样化的形式来完成。

2011 年年度投资策略报告宏观篇由以下内容组成：

总报告：1) 《新起点：嬗变与冲击——中周期复苏的逻辑》

分报告：2) 《繁荣之野望——从库存周期到中周期》

3) 《2011:通胀冲击——中周期复苏的冲击》

4) 《过剩流动性：泛滥到治理》

5) 《滞涨冲击、内生增长与制度红利——2011-2013 年的大消费》

6) 《大泡沫来临前的日本经济》

7) 《从“熊市走平”到“牛市走平”：2011 年债券投资策略报告》



正文：

在《2012：廉价货币的经济后果》中，我们用 M2/GDP 及其分解来表示过剩流动性，把廉价货币的经济后果总结为不良贷款，货币贬值，财富集中，并着重分析了银行的信用风险；在《房地产调控：从量价博弈到利益让渡》中对货币贬值的后果之一——2009 年的房地产价格暴涨和之后的调控做了探讨；本报告写作之时，正值货币贬值的后果之二——通货膨胀超预期，10 月的 CPI 达到了 4.4%，虽然本轮通胀被认为是成本推动引起，但其背后的资产价格上涨和劳动力价格上升都受到廉价货币的直接影响。廉价货币泛滥和货币贬值的过程，是一个财富集中和社会矛盾加重的过程，因为财富膨胀的过程，低收入者无法分享；物价上涨的福利损失，则更多有工资收入者承担了。

本报告力图分析 2011 年的内外流动性冲击和可能的政策调整。这就需要区分政策调控和市场自发变动的不同影响，需要区分价值判断和技术分析。政策将把流动性引向何处？这取决于政府的各种目标和目标之间的权衡。政府的目标需要在增长、就业、通胀、资产泡沫等因素间寻求平衡。2011 年是治理流动性的一年。流动性变动不居，给政策的节奏和力度带来很多变数。但是政策的制定应该有个规则，政策的总体目标也相对稳定，这正是我们分析的基础。

流动性冲击，政策的不确定性，和各市场主体对政策的不确定性的预期的嬗变，使得短期行为盛行，这对资本市场带来的可能是反复的震荡。

政策要面对的不仅是 2011 年新的冲击，这是增量的，更要处置的是存量流动性的异动。对于前者，需要分析流动性冲击的规模和时点；对于后者，需要考察流动性对通胀、资产价格的不同作用，特别是，前者即增量流动性往往对存量流动性起到引导和推动作用。

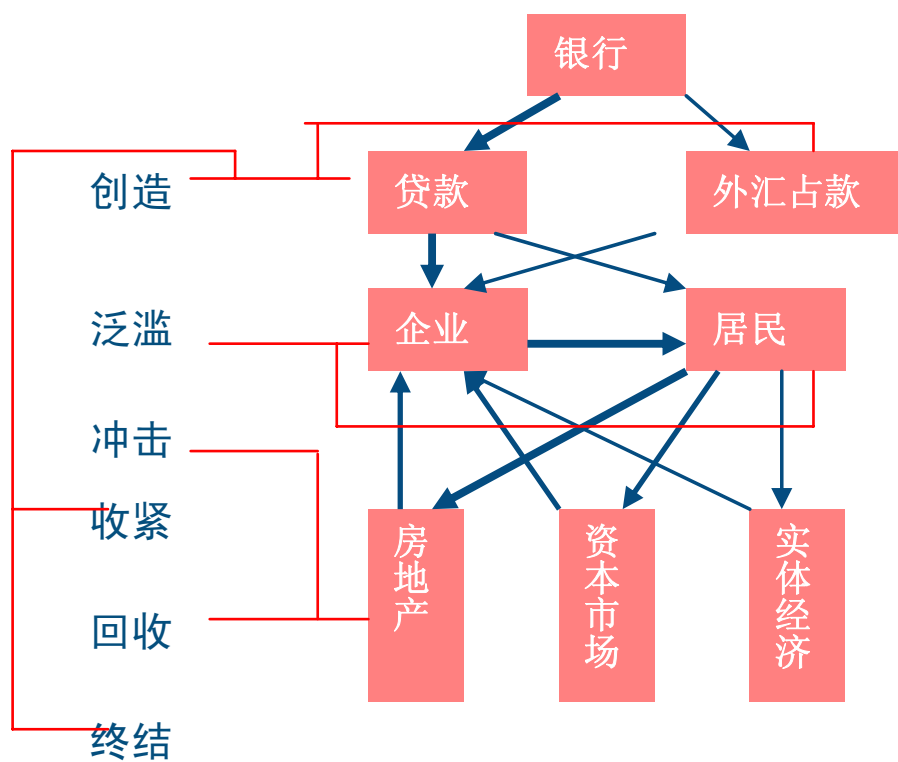
不仅要考虑内部流动性，政策同样要考虑外部流动性。最关心的流动性，是热钱流入。热钱有多少？究竟在中国的资本市场和房地产市场中发挥了多大的作用，扮演了何种角色？恐怕过去和未来都是难解之迷。热钱流入，与利率有关，与外围释放流动性有关，与中国的资产价格预期有关，以及贸易顺差，FDI 与中国的投资机会。人民币不升值，也有流入预期。因为货币泛滥，无利可图。加息促进流入，但不是充分的。害怕热钱，但热钱可能并不是最主要的冲击。

分析流动性，应该有一个完整的分析框架，这是得出一个逻辑一致的推论的前提。我们将从银行、企业、居民、政府四部门和实体经济、资本市场、房地产等多个市场的角度，研究中国的流动性从创造、配置、调控和回收的过程，从其自身规律和对各个政府目标的影响，去判断其趋势和波动。

对于中国而言，过剩流动性是一个长期问题，在短期的国内外经济形势下，再度成为焦点。解决只能在长期，但短期已经是改变的开始。从长期着眼，从短期着手，或许可以给我们理解和判断过剩流动性的演变及其对各市场的冲击提供帮助。



图 1：流动性：从创造到终结



资料来源：wind，中信建投研发部



一、整体判断：过渡期是减杠杆过程

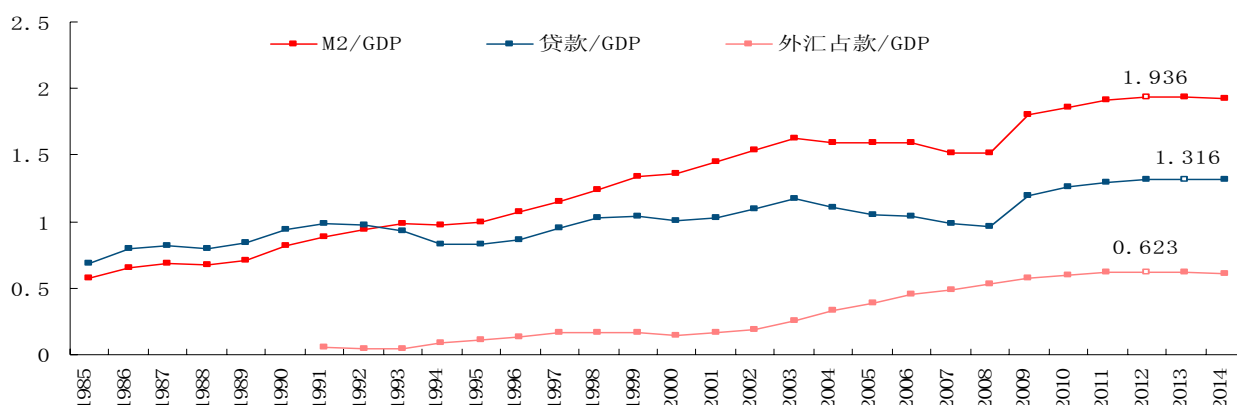
1.1 M2/GDP 将至高位

过剩流动性泛滥，M2/GDP 引起了广泛的关注。未来 M2/GDP 如何变化？

我们依然按照在《2012：廉价货币的经济后果》中所做的分解：从贷款和外汇占款来预测 M2。名义 GDP 仍然保持在 13-14% 较高的增速，在不发生大量的资金外流或内流的风险情况下，外贸顺差趋于缩小，外汇占款增速快速下降，贷款增速也趋于下降。M2/GDP 在 2012 年达到 1.936 的峰值，然后缓慢下降。贷款/GDP 在 2013 年达到峰值。外汇占款/GDP 则在 2012 年达到峰值，这还是在考虑到 2011 年有仍然保持较多顺差和热钱流入较多的情况下。

展望一个更长的时期，外汇占款/GDP 持续下降，而 M2 的增长主要依赖于贷款，投资-贷款继续成为催动 M2/GDP 高位运行的主导力量。

图 2：M2/GDP 的中期趋势



资料来源：wind，中信建投研发部

注：贷款，从 2011 年起四年，预计各年分别增加 7.5 万亿，7.5 万亿，8 万亿，9 万亿，10 万亿；外汇占款，从 2011 年起五年，预计每年增长 16%，17%，14%，13%，12%，经济增长率，从 2011 年起，五年分别为 9%，9%，9%，10%，10%；CPI，从 2011 年都在 4%。

M2 增速与名义 GDP 增速之间不再差额。这意味着不再有所谓的“超发货币”。但是过剩流动性已经产生，尚未消化，如不加妥善处置，对资产泡沫、通货膨胀甚至金融安全，都会造成巨大的冲击。治理过剩流动性是过渡期的核心任务，2011 年是治理流动性的开局之年。

1.2 流动性来源面临改变

内源流动性创造，央行发行货币 M0 只占 M2 的 6%，主要是银行体系的贷款创造。但是银行体系创造流动性受到准备金率的约束。银行放一笔贷款，就有等量的一笔存款，相应的需要缴纳的准备金也增加。长期以来，外汇占款提供了银行体系的准备金的来源，特别是从 2004 年之后，随着双顺差的快速增长，外汇占款提供给银行体系的流动性远远超过实际需要，从 2006 年起，外汇占款大致是储备货币的 2 倍。央行发行了大量的央票来回收流动性。截至 2010 年 11 月 12 日，央票余额达到 3.88 万亿。



顺差趋于减少，FDI 增长也难以对冲，外汇占款/GDP 的下降将是一个长期趋势，那么流动性从何而来？

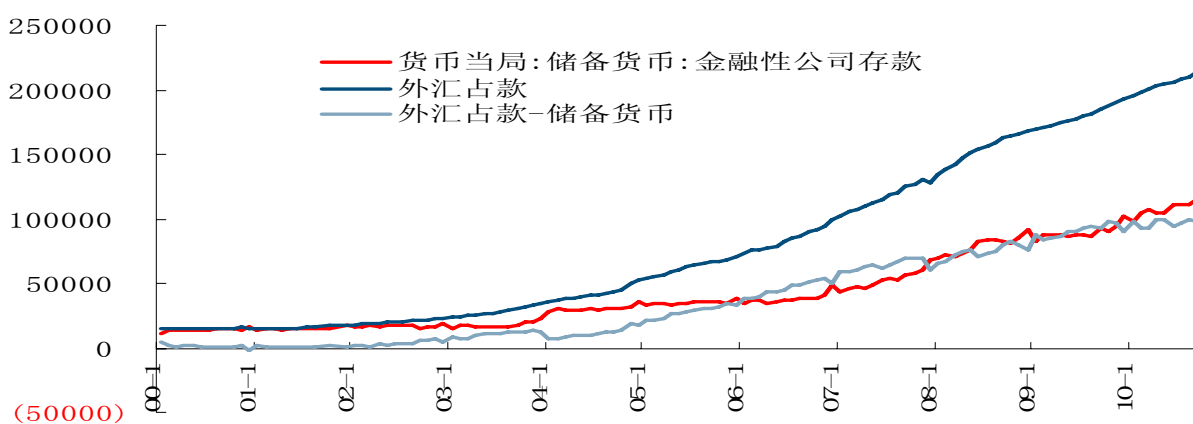
中期：一条路径是通过现有央票到期释放，另一条路径，是通过商业银行在资本市场融资补充。

长期：发展国债和金融债市场，通过债券市场，给银行体系提供流动性。

外生的流动性供给对中国自身流动性创造的影响削弱，货币政策独立性增强，中央银行对流动性的控制能力增强。

在流动性依然泛滥之时，应该居安思危，未雨绸缪，预判依靠外源提供银行体系流动性来源的模式改变后，中国的货币运行体系的重建和完善。

图 3：商业银行准备金与外汇占款（亿元）



资料来源: wind, 中信建投研发部

1.3 不同层次流动性的不同含义

整体的过剩流动性以 M2/GDP 表示，由贷款引起的过剩流动性和由外汇占款引起的过剩流动性对资本市场具有不同的含义。

贷款主要配置给居民和企业，一般不会直接进入股市。因此，我们认为，新增贷款对通胀、资产价格的冲击有限，但是贷款创造的流动性在成为收入，并以收入形式持有的流动性才是通胀和资产泡沫的主要推动因素。

第一，贷款对流动性的影响有时滞；

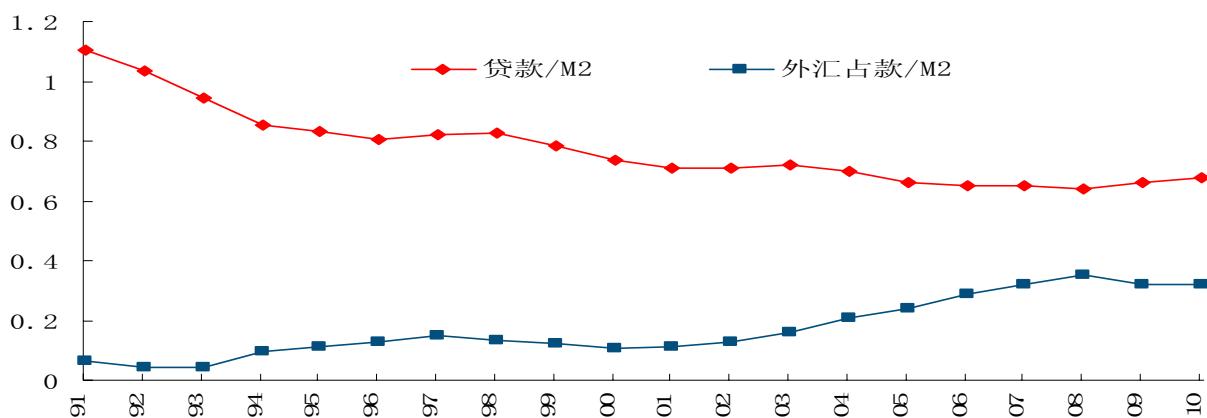
第二，关注贷款不如关注存款；

第三，关注存款，既要关注外汇占款带来的存款，外汇占款直接形成基础货币，直接增强了银行的流动性创造能力，和市场中的流动性；又要关注存款中期限结构的变化，观察居民的资产选择行为。

2001-2008 是外汇占款在 M2 中的比重快速增长时期，而贷款在 M2 中的比重于 1998 年以来一直在下降。但是 2008 年开始，贷款在 M2 中的比重开始回升，而外汇占款在 M2 中的比重下降。



图 4：外汇占款和贷款在创造流动性中的作用



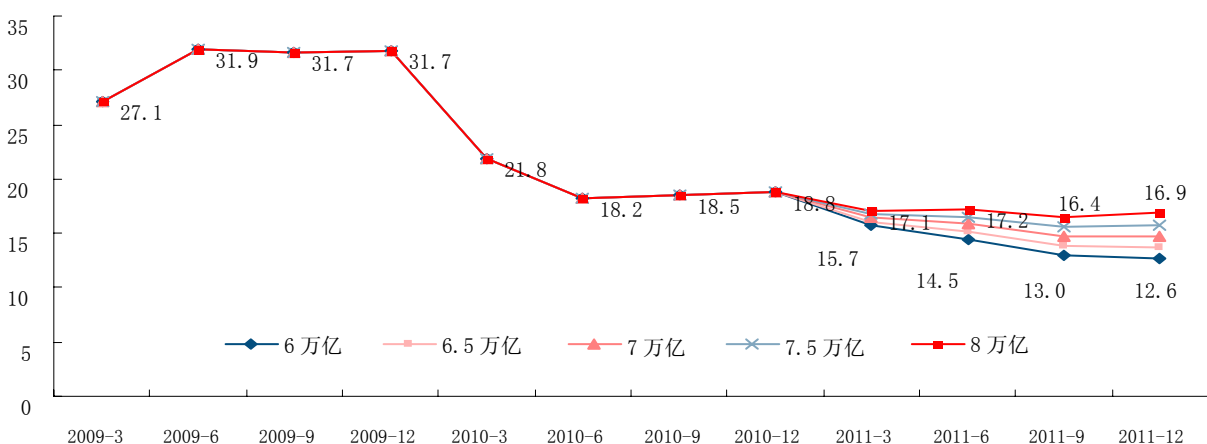
资料来源：wind，中信建投研发部

二、内部冲击：衰减和分化

2.1 2011 年内部流动性冲击

内部的流动性冲击主要来自信贷。12 月初的中央经济会议将制定 2011 年的信贷规模。我们预计信贷将收紧，但不会太紧，应在 7 万亿元左右，这是剔除 2009 年新增信贷的异常值后，按正常的需求增长 2011 年也应达到的规模；前期的过度信贷并不能成为缩减当期信贷的依据。新增人民币信贷按照 6 万亿-8 万亿分五种情况，并按照 3-3-2 的季度投放节奏，估算出 2011 年的季度贷款增长率。在乐观的情况下，按照 7-8 万亿的投放规模，贷款增速在 3 季度达到低值，四季度开始反弹；在 6-6.5 万亿情况下，贷款增速会逐级回落。2011 年贷款增速乐观估计 16.9%（8 万亿），悲观估计 12.6%（6 万亿），中性估计 14.7%（7 万亿），较之 2010 年预计贷款增速 18.8%，都在下降。信贷紧缩是无疑的。

图 5：2011 年贷款的季度增长率估测（%）



资料来源：wind，中信建投研发部



2.2 结构过剩流动性

存量流动性过剩之下，更重要的是结构性的流动性过剩。

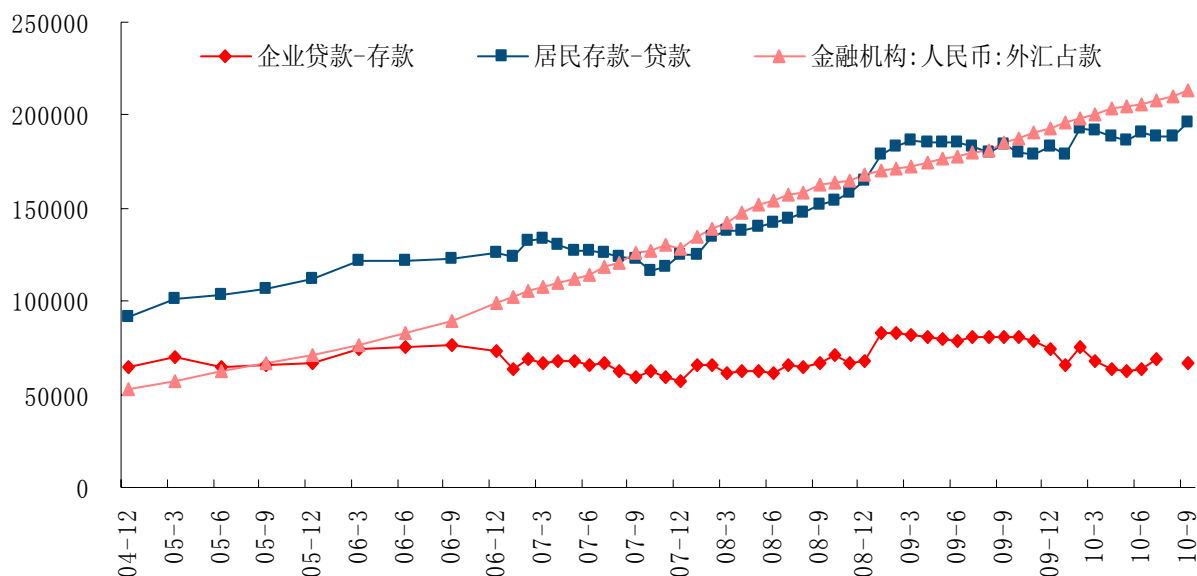
2.2.1 流动性由企业向居民转移

流动性首先主要是配置给居民。特别是在房地产业兴起，个人住房贷款快速增长后，企业是获得流动性的主体，并通过支付工资、分配利润、上缴税收等方式转移给居民和政府部门。

企业贷款与企业存款的差额，从 2004 年以来，基本保持在 6.5-8 万亿的差额，这是通过贷款由企业向居民实现的流动性转移；但这无疑大大低估了，因为外汇占款的绝大多数也是先配置给企业。居民的存差一直远高于企业的贷差，并且呈持续上升的趋势。从 2007 年 4 季度，外汇占款开始超过居民存差，并与其基本一致，即持续增长的外汇占款被企业“几乎全部”的配置给居民，导致了居民的流动性的持续增加。

企业贷差和居民存差的变动有相似处。企业的贷差在 2009 年 1 月达到高点，在此前后居民存差逐步上扬；2010 年 1 月，企业贷差达到低点，而居民的存差也是同期达到低点。2009 年上半年，居民的存差一度超过了外汇占款，显示出同期贷款过快投放，转化为居民流动性的也较多。

图 6：居民与企业的存贷差（亿元）



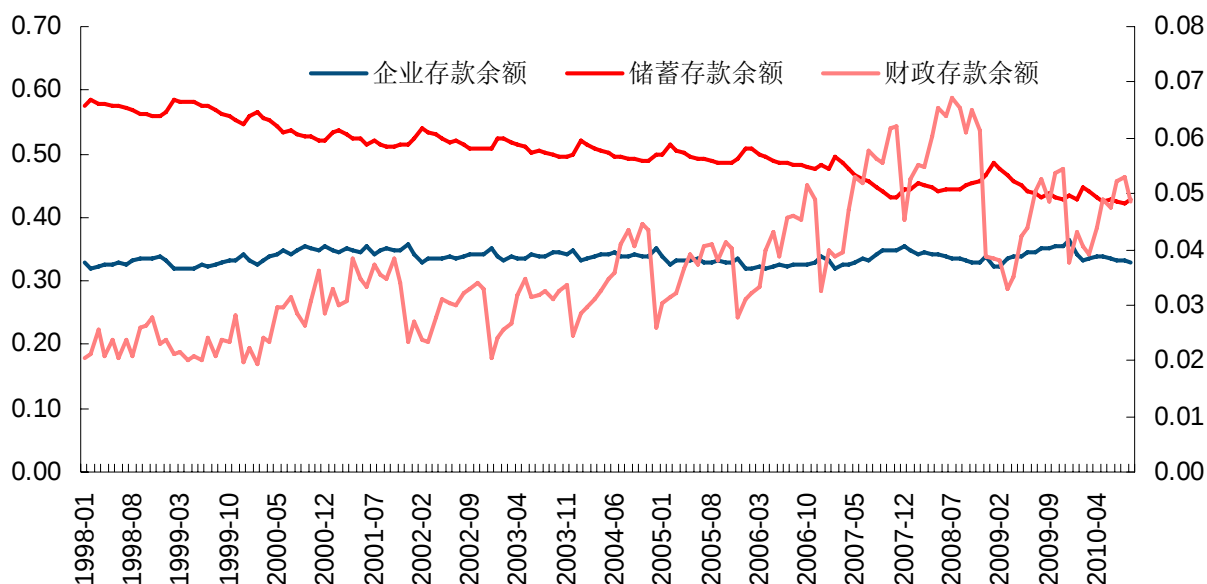
资料来源：wind，中信建投研发部

2.2.2 存款的部门结构：流动性的再配置

在流动性的部门配置中，1998 年以来，企业存款余额在存款总额中的比重基本稳定在三分之一。



图 7：企业、居民和政府的存款比重



资料来源：wind，中信建投研发部

政府的财政存款比重有大幅度的提升，这是伴随着政府财政收入的过快增长。财政存款有季节性的因素，但是在 2009 年 7 月达到峰值后，在下半年快速下降，无疑反映了应对国际金融危机冲击包括四万亿投资在内的大规模支出。

储蓄存款的比重持续下降，从 1998 年初的 58%，下降到 2010 年 10 月的 43%，降幅达到 15 个百分点。这部分流动性去哪了？其他类别如团体存款、农业存款、信托存款等均不能解释。我们注意到，在 2007 年 3 月到 10 月，有一个快速下降的过程，此时正是上证指数从 3000 点到 6000 点翻倍的过程；此后到 2009 年 1 月，持续回升至阶段性高点，正是股指不断下挫至低谷。居民储蓄同样有季节性因素，年前集中发放工资和奖金较多。

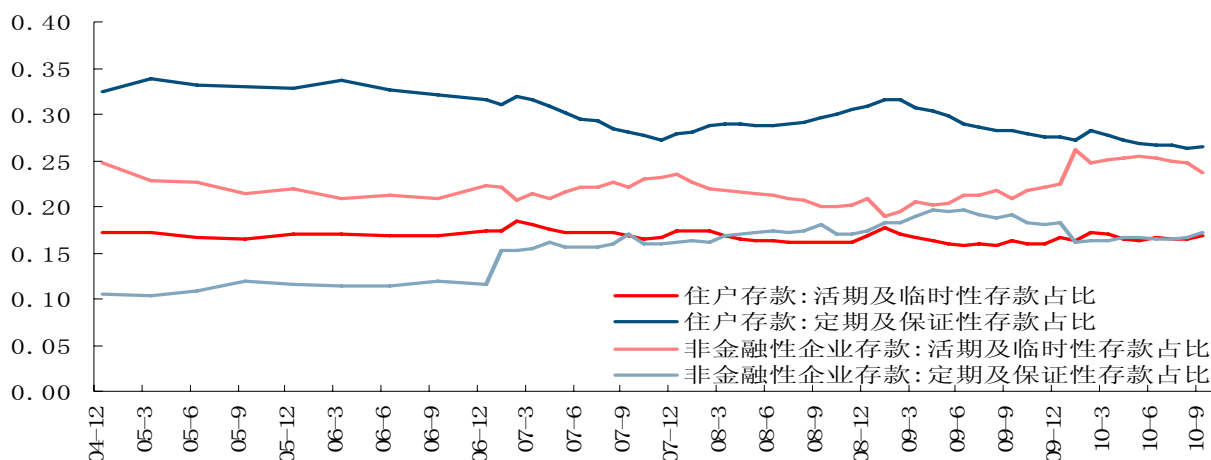
2.2.3 存款的期限结构变化与资本市场

考察对住户和企业的存款结构，2005 年以来，住户的定期存款和保证性存款趋势是下降的，在 2007 年底到 2009 年初有回升，之后一路向下；而住户的活期和临时性存款占比稳定在六分之一。

企业的活期存款在 2009 年一反常态快速上升，在 2010 年依然保持高位，我们认为这是因为 2009 年的廉价货币政策给企业带来很多不必要的资金流，这成为股市的潜在参与者。企业定期及保证金存款占比在增加，在 2009 年上半年过度宽松货币政策的顶峰达到高点，之后与其活期存款占比的变化相背离，或反映了资本市场的资金分流。



图 8：居民和企业的存款期限结构

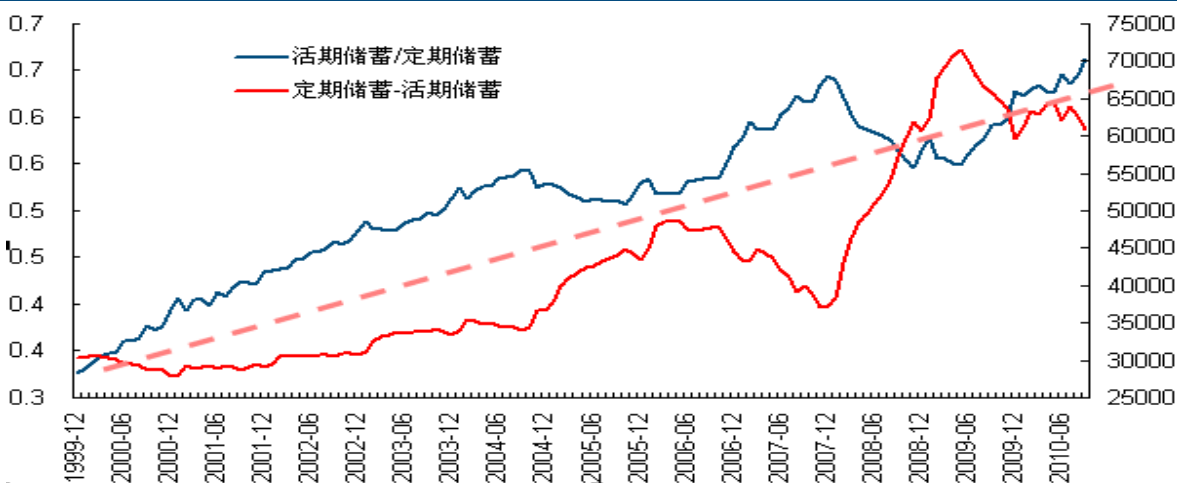


资料来源：wind，中信建投研发部

结合上文，外汇占款提供了居民的超额流动性，进一步提供了居民的流动性在资本市场的配置。

单就居民的储蓄而言，活期储蓄与定期储蓄的比例在 2000 年以来一路上扬，居民储蓄的活期化在加深，除了 2008 年股市的持续下跌期间有一个下降过程。而定期储蓄和活期储蓄的差额的趋势是上升的，与活期储蓄比定期储蓄成对称关系。按图中的缺口，按照一个正常路径推测，在 2006-2007 年的股市牛市中，有超过 2 万亿的居民储蓄流入股市；而在 2008 年的大跌中，流出股市的居民储蓄则有近 3.5 万亿。前后沪指基本一致，显然流出多过流入。为何？一种解释是，流入的货币只是股市的增量资金。

图 9：居民活期与定期储蓄的比例和差额（亿元）



资料来源：wind，中信建投研发部

2.2.4 贷款结构：信贷不足和信贷过剩并存

贷款对流动性的影响，在于贷款的分布。在 2008 年底的四万亿投资中，多数都由中央和地方政府下达项目，因此在信贷过度宽松的时候，国有企业得到了多余的资金，而在 2008 年前段的紧缩时期，中小和民营企业受到



了信贷的歧视；而在 2010 年信贷开始收紧后，国有企业依然得到偏爱，这既是出于后续配套资金的落实，也是出于国企和银行的同源，以及银行的放贷偏好。

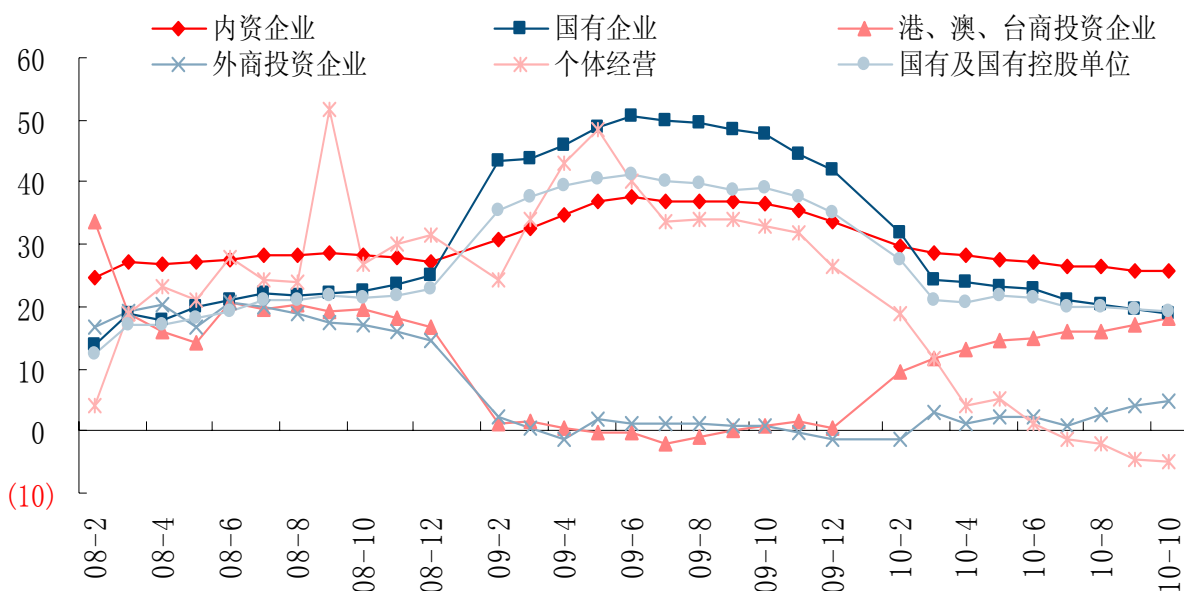
信贷资源配置效率低，使得部分资金没有用于生产经营，而以一种“高流动性”的方式存在，并通过各种方式进入股市和房市，打乱既有的市场之间的平衡。一个例子就是 2010 年初，大量的央企进军房地产。这种结构性的流动性过剩，在货币宽松期加剧，在货币紧缩期收敛；但对民营和中小企业的信贷配给在货币宽松期缓和，在货币紧缩期恶化。

以分企业类型的工业企业固定资产投资同比增速为例，在 2009 年的过度信贷中，国有企业的投资增速最快，如果是国有和国有控股则稍慢，个体经营在 2008 年的基期还高于国有，在 2009 年就大幅降低，在 2010 年的降幅更快。外商和港澳台投资企业在 2009 年遭遇金融危机投资锐减，在 2010 年有恢复性上涨。

以内资企业和国有及国有控股企业比较而言，非国有企业的比重是持续往下走的，只在 2009 年略有下降，2008 年国有企业比重有所上升，而国有及国有控股在 2009 年都是下降的。在 2009 年外商和港澳台企业快速下降之时，虽然国有企业投资发挥了关键的作用，但并不是最快的，最快的是非国有企业。但无疑，国有企业和地方政府（包括地方政府的融资平台）得到的资金却是绝对的多数。

国有企业，特别是大型国有企业，央企，在货币宽松阶段低成本取得并占有大量资金，通过自身的财务公司等多种渠道进入资本市场，或通过子公司进入房地产市场，包括一级市场和二级市场，这部分资金规模难以准确估计，但可以从整体信用的松紧环境来判断。

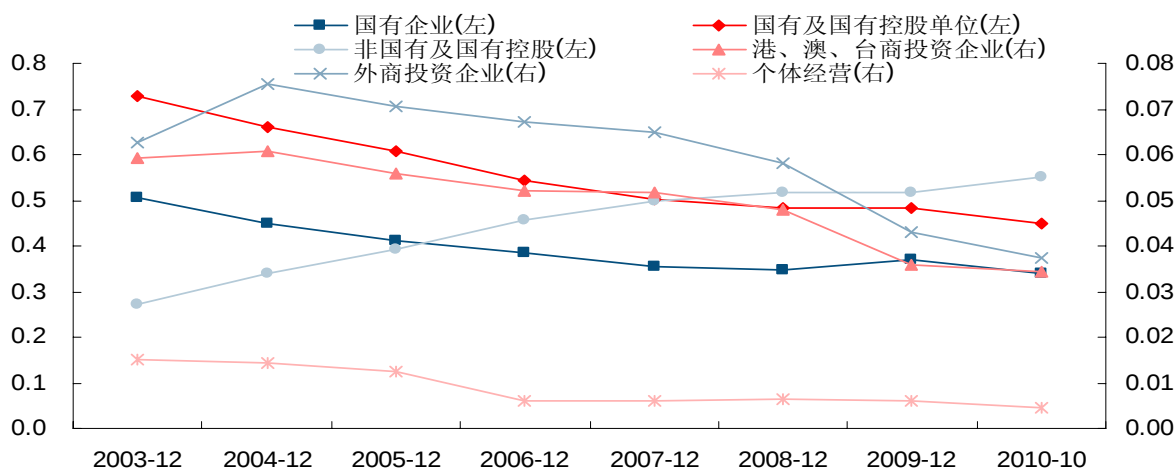
图 10：2008-2010 年份企业类型的投资增速（%）



资料来源：wind，中信建投研发部



图 11：2003-2010 年分企业类型累计投资与内资企业投资比例

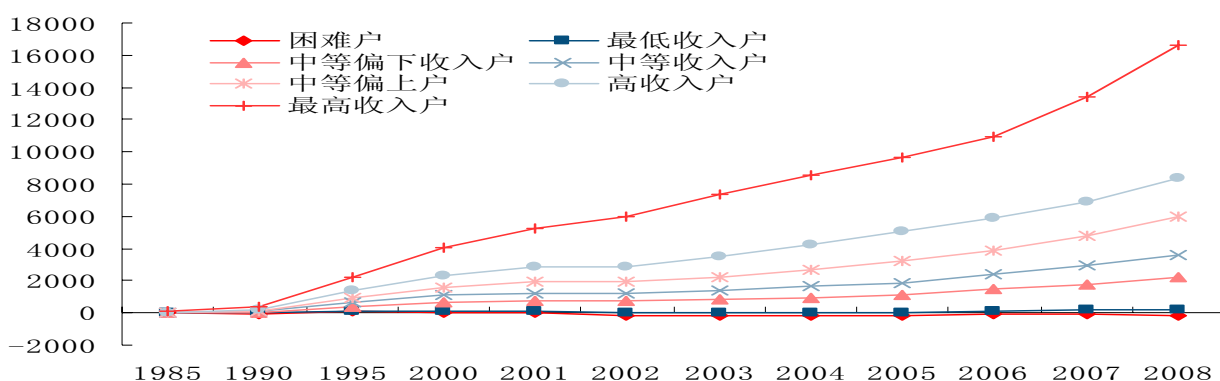


资料来源: wind, 中信建投研发部

2.2.5 收入分配结构：流动性集中与财富集中同行

居民流动性最主要的流动性，廉价货币的后果之一是财富集中，而收入分配的结构和流动性分配的结构相适应。按收入等级划分城镇居民家庭，以可支配收入与消费支出的差作为现金增加指标，在 1985 年起点时各等级户差不多，而到了 2008 年，最高收入户是最低收入户的 75 倍，是高收入户的近 2 倍，是中等收入户的 4.8 倍，而在十年之前的 2000 年，最高收入户分别只是最低收入户和高收入户的 6 倍和 1.74 倍。

图 12：按收入等级分城镇居民家庭平均每人可支配收入-消费性支出（元）



资料来源: 中国城市（镇）生活与价格年鉴 2009, 中信建投研发部

不仅是就取得新创造的流动性而言，也包括了以流动性作为财富的一种保有形式。房地产是一个案例，以低利率的贷款补贴有产阶级，高收入者更多的利用了信贷杠杆。表 1 显示，城镇居民中 10% 的最高收入户购房支出占到其可支配收入的 7%，而中等收入户以下的这一比例都不到 3%；最高收入户用于购房的现金支出是平均水平的 5 倍，即其对房地产销售额的贡献超过其他所有居民之和。同时，收入越高，使用的杠杆率越高，最高收入者的还贷支出占到其可支配收入的 4%，而支出绝对额超过了其他居民之和。



表 1：2008 年按收入等级城镇居民家庭现金购房和还房贷支出相对水平和在可支配收入中的比重

	最低收入户	低收入户	中等偏下户	中等收入户	中等偏上户	高收入户	最高收入户
户数占比 (%)	9.82	10.03	20.07	20.09	20.1	9.96	9.92
购房支出在可支配收入中的比重	0.01	0.02	0.01	0.03	0.04	0.04	0.07
购房支出相对于平均水平的比例	0.11	0.23	0.24	0.6	1.21	1.75	5.11
还房贷支出在可支配收入中的比重	0.00	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.04
还房贷支出相对于平均水平的比例	0.04	0.17	0.33	0.59	1.15	1.94	5.00

数据来源：中国城市（镇）生活与价格年鉴 2009，中信建投研究部

特别是新富阶层，在经济模式转换、经济结构调整从而投资方向需要转变的时刻，持有大量现金。如山西的煤矿整合，沿海的外向型经济转型，都增加了“持币待投”的行为。与收入分配差距扩大和贫富分化加剧伴随的流动性分化，使得货币的资本属性增强。但我们认为，无论是国有企业的过剩资金，还是民营企业的闲置资金，对资本市场的冲击不是决定性的，但如何解决则需要一个回收的过程。

三、外部冲击：从属于内部冲击

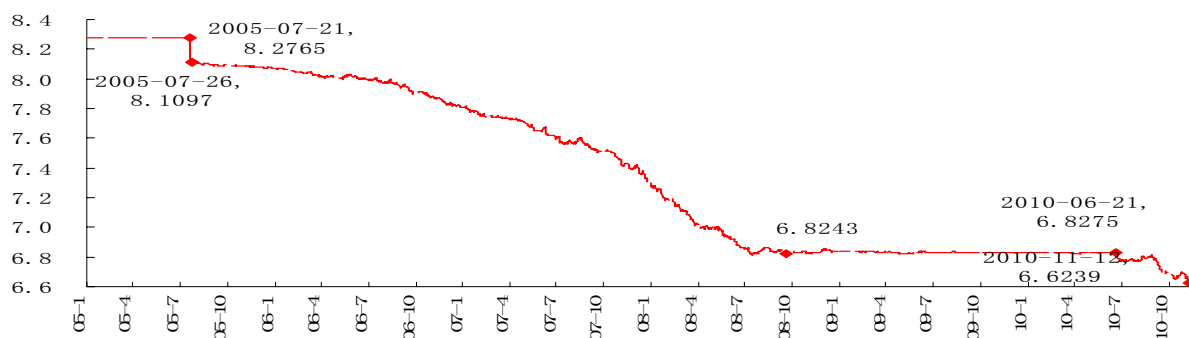
外部的流动性冲击主要通过外汇占款。外汇占款主要包括了外贸顺差、FDI 和热钱，而热钱又多以贸易顺差和 FDI 的形式流入。美国经济复苏缓慢和第二轮量化宽松政策的出台，二次汇改之后人民币渐进升值的预期基本成为共识，这使得热钱流入成为市场对 2011 年的资本市场最为关心的问题。相对应的另一个问题是，如果资本市场无法成为过剩流动性的出口，那么是否会发生大规模的资金外流？不仅是热钱退出，是否也包含了国内流动性大量外流？

判断外部冲击的时候，常常有一种误区，把不确定的外围因素，作为一个主要矛盾。我们的一个基本判断是，外部冲击从属于内部冲击。外部冲击不会改变宏观政策和资本市场的方向。

3.1 有限升值和递减顺差

关于二次汇改后人民币升值的幅度和速度存在争论。2005 年汇改之后，人民币大幅升值近 20%，依然伴随着顺差的高速增长，外向型经济在汇改后依然保持了五年，直至遇到国际金融危机。二次汇改后人民币一度快速升值近 3%，那么 2011 年是升值幅度多少？是否有可能再次大幅升值的同时维持高顺差和出口产业的大量就业？

图 13：人民币美元汇率：从一次汇改到二次汇改

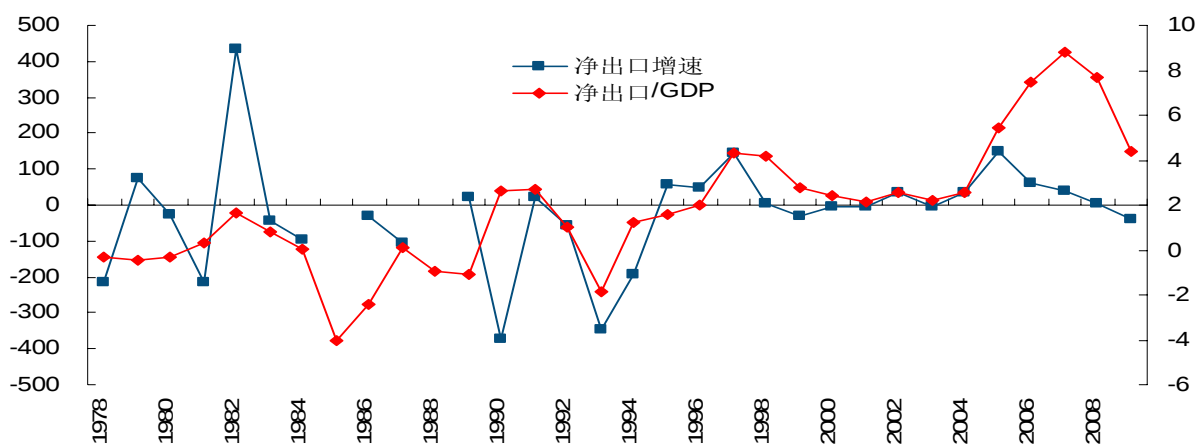


资料来源：wind，中信建投研发部



我们认为，二次汇改是整个经济结构面临一个内外压力的必然调整。二次汇改的提出有试探的意味，对于短期的表现应该说是符合预期效果的。这样，人民币升值的幅度在 2011 年可能有所加快，全年或达 5%，但不可能再复制一次汇改的局面。在过渡期不可能硬性调结构的情况下，短期需要维持外贸的稳定，外贸企业的成本包括固定成本和可变成本，固定成本短期尚且难以消化，可变成本在“刘易斯拐点”来临的大背景下，控制同样有限，外贸企业在盈利空间已在趋降的条件下，难以承受大幅度的汇率调整。还要防止外部冲击转换为内部冲击，产业调整加剧使部分实体经济的流动性挤出的风险。净出口增速已经先于净出口/GDP 在 2005 年开始回落。这种回落即使有短期的回调可能（比如在 2010 年），中长期来看，仍是一种趋势。

图 14：外贸顺差增速（%）和外贸顺差/GDP（%）：已入缓降阶段



资料来源：wind，中信建投研发部

3.2 外源流动性反弹，M2 降幅趋缓

2011 年的国际经济环境将是复杂的一年，国际经济如何演进，中国的对外政策如何变化，都是不确定的，但是我们能够并且应该探究一些确定性的结论，特别是对外部流动性对中国经济的冲击做出定性的判断。

2002 年以来，外汇占款的增速从持续上升，在 2003 年底到 2005 年，在 50% 以上，在 2006-2008 年，也在 30% 以上。但在 2009 年快速下滑，2009 和 2010 年稳定在 15% 的地位。我们判断 2011 年增速已经难达 2009 年之前的高速，但比 2010 年高，主要有以下依据：

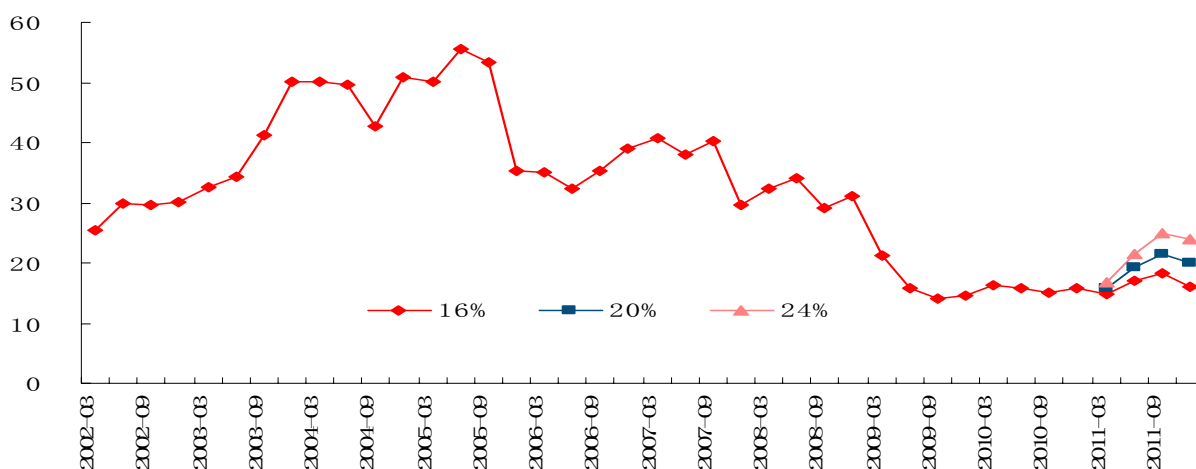
1、顺差高增长、房地产泡沫快速膨胀以及由此推动的经济高速增长已经告一段落，面临增长模式的转变，外汇占款高速增长的时代已经过去。

2、2011 年美国第二轮量化宽松的实施，或带来一轮全球性的流动性过量释放，热钱流入中国预计将增加，同时中国贸易顺差即使希望减速，也不会很快缩减，外汇占款增速预计比 2010 年略高。

截止 2010 年 10 月末，外汇占款同比增速 16.4%，我们预计到年底外汇占款同比增速可达 16.58%。2011 年增速分别给出 16%、20% 和 24% 的三种情况。而对于外汇占款的节奏，我们初步判断美元走高维持到 1 季度末，人民币 2-3 季度升值压力较大，因此外汇占款 2、3 季度较多，1、4 季度较少，给出 2-3-3-2 的比例，由此计算，外汇占款增速在 2011 年的三季度末达到 18.2%-24.9% 的高点。



图 15：2011 年的外汇占款季度同比增长率预测（%）

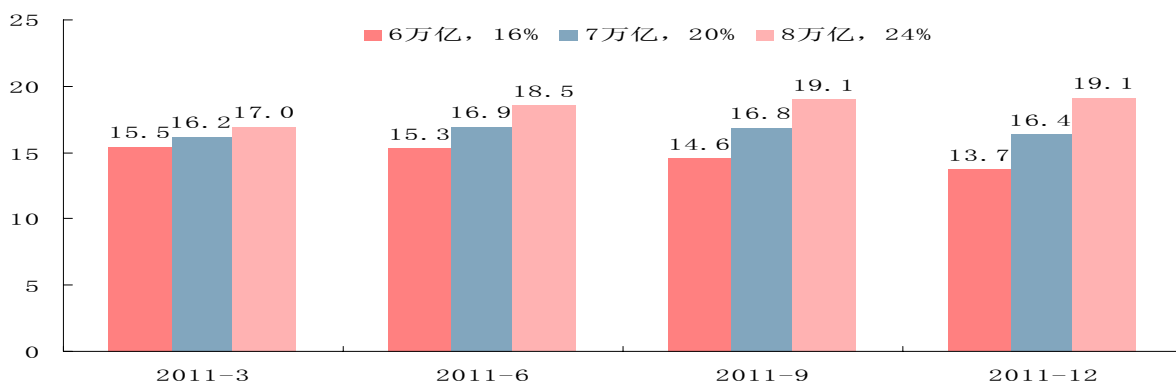


注：假定 2011 年外汇占款同比分别增长 16%，20% 和 24% 三种情况。

资料来源：wind，中信建投研发部

在判断了 2011 年外汇占款的基础上，结合图 4，我们判断 2011 年 M2 的增速。分三种情况：新增贷款 6-8 万亿，外汇占款增速 16%-24%，M2 增速在 14%-20% 之间，中性判断是 16.4%，高点在 2、3 季度。三种情况，M2 增速都从 2009 年 27.68%，到 2010 年 10 月末的 19.3% 逐步回落。但 2011 年收紧的速度明显放慢。

图 16：2011 年的 M2 增速预测（%）



注：三种情况分别为新增人民币贷款 6、7、8 万亿元，和外汇占款增速，16%，20% 和 24%。

资料来源：wind，中信建投研发部

3.3 热钱不决定市场方向

来自沿海口岸和银行的迹象显示，热钱正在疯狂流入我国。10 月份的外汇占款新增 5190 亿元，创下 30 个月以来的新高。热钱再次引起广泛的关注。但热钱很难明确的定义和监测，何谈准确的估算。通常采用的方法有两种，一种是利用国际收支平衡表采用直接法计算热钱，常用的方法是利用外汇储备的增加量减去 FDI 和贸易顺差来计算。这种算法的不合理之处在于假定贸易顺差和 FDI 中没有热钱，而事实上，热钱很多通过这两项

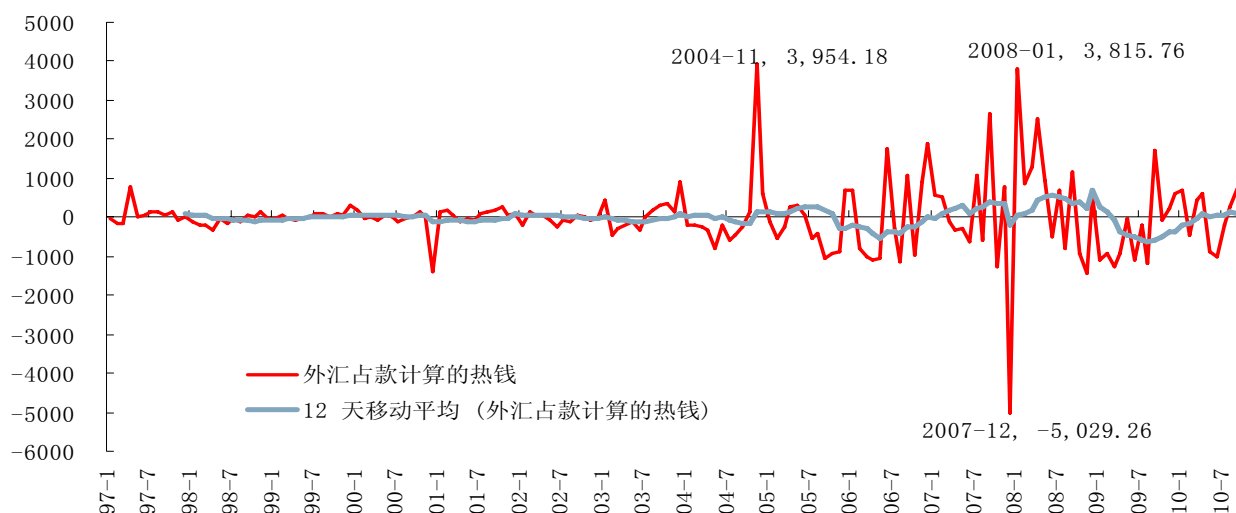


进入。另一种试图在“不正常”的贸易顺差中寻找热钱，假定贸易顺差和 FDI 中按照某种趋势变动，而脱离趋势的部分归为热钱。

需要强调的是，由于外币资产进入我国需要结汇才能成为可投资的热钱，所以热钱已经大部分包含在外汇占款之中（当然也有少量通过与居民和企业的人民币存款直接交易而没有体现在新增的外汇占款中）。如果新增外汇占款异常波动的量级不足以对资本市场构成足够的冲击，则就可以说明热钱不是资本市场的主要推动因素；如果外汇占款的异常波动，与资本市场的“向下”或“向上”的拐点有一致之处，则热钱就有可能是资本市场的诱发因素。

经过新增对外占款做 HP 滤波计算差值作为热钱，显示出热钱并没有去股市的趋势一致。热钱在 2004 年是个流入的态势，而在 2005-2007 年是净流出，2008 年是最大量的净流入超过 8000 亿元（集中在前五个月，之后逆转为流出），而 2009 年就是大量的净流出超过 4000 亿元，2010 年至 9 月是少量净流入，在 5-7 月流出，8、9 月流入。一种可能是，通过这种方法计算的热钱不准确。另一种可能的解释是，热钱从量上和方向上都不足以改变市场。

图 17：热钱的估算：从外汇占款角度（亿人民币）



资料来源：wind，中信建投研发部

从国际收支平衡表，通过对贸易顺差和 FDI 做移动平均取得趋势，得到相对准确的估算。

不能解释项作为热钱的指标，比贸易顺差和 FDI 中的热钱规模大的多，比从外汇占款计算的异常值略大，最大年份 1400 亿美元左右，约 1 万亿人民币；

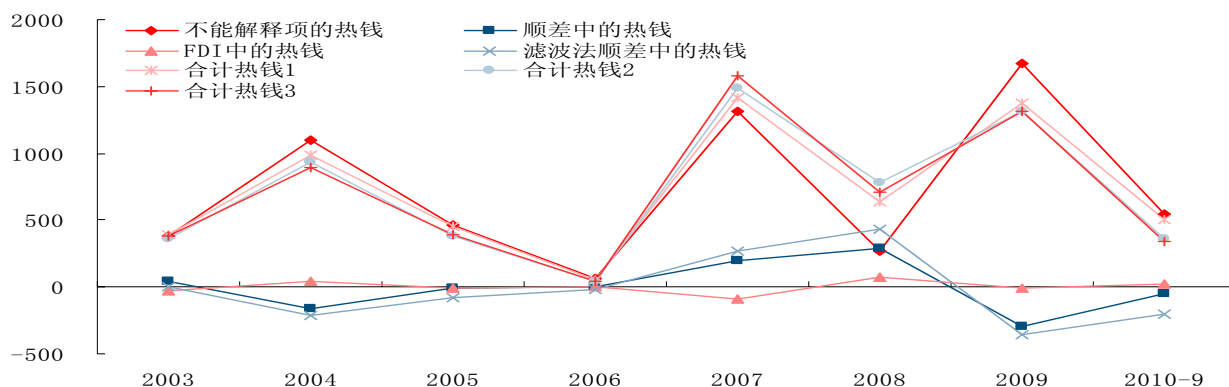
热钱在 2006 年并未流入，而在 2007 年和 2009 年大量流入，在 2008 年和 2010 年少量流入，热钱即使多，也没有对市场方向产生一致性的影响；

贸易顺差中的热钱和不能解释项不完全一致，在 2007 和 2008 年是流入的，在 2009 年流出；

没有足够证据显示，在资本市场转向的时刻或稍早，总是有大量的热钱流入或流出。



图 18：热钱的估算：从国际收支平衡表角度（亿美元）



注：合计热钱1=不能解释项热钱+顺差中的热钱+顺差中的热钱+FDI 中的热钱

合计热钱2=不能解释项热钱+滤波法顺差中的热钱+FDI 中的热钱

合计热钱3=不能解释项热钱+顺差中的热钱

资料来源：wind，中信建投研发部

2011 年热钱的冲击不会是系统性的，而依然是脉冲式的，在资本管制的情况下，即使总量可能会增加，仍然不会对货币政策和资本市场的方向构成关键性的影响。

3.4 资金外流风险尚小

中国以货币为流动性主要载体，但又缺乏货币形式流动性的消灭渠道。资金外流是中国的流动性可能的一种消灭方式。

中国是否会发生大规模的资金外流？似乎目前还看不到，但应该预先提示风险：

- 1、政治改革和制度变革突然提速，对利益集团的打击；
- 2、经济滑坡；
- 3、对房地产泡沫的打击力度加大和泡沫的突然破裂；
- 4、海外尤其是美国经济好转，美国加息，甚至美元强势确立，海外资金回流。

在上述因素下，就不仅是热钱流出，甚至有资本外逃的风险。但以上因素的影响程度依次减小，可能性依次上升。加之中国的资本项目管制，经常项目也可以临时管制，所以发生大规模资本外逃可能性并不大。特别是，中国过剩的流动性和庞大的外汇储备，外汇占款/M2 与准备金率的巨大缺口以及高法定准备金率，使得即使发生资金和资本外流，对中国经济和金融的负面冲击也相对较小。但值得警惕的是，结构性的资金外流可能是长期的，比如富人资金和腐败资金的外流，构成了对国民财富的损失，而这一外流被总量的资金流入所掩盖从而被忽视。



四、紧缩

过剩流动性的后果在逐步显现，继 2009 年资产价格飙升，通胀压力骤然来临，在流动性的内外冲击之下，10 月的加息表明货币紧缩周期到来。10 月 CPI 超预期，成为货币政策加快收紧的催化因素。

4.1 自发收缩

中国经济本身存在流动性自发收紧的机制，如前文论述的，在 2009 年的信贷高潮后，伴随经济增长模式的转型，必然是一个贷款余额、外汇占款和 M2 增速递减的过程。

4.2 政策收紧

4.2.1 政策收紧是否有意义？

货币政策收紧能否起到作用？要看政策收紧的目标和工具是什么：

对于通胀，一方面从政策收紧到见效有时滞，另一方面，实际上通胀是前期流动性过度释放的滞后反应，

对于资产泡沫，资产价格对利率的敏感性不高，受杠杆率影响更大，也不会通过加息周期使资产泡沫破灭。

提高准备金率只是把银行体系的过剩资金冻结，影响的是银行的放贷能力，并没有回收已经存在于企业和居民资产帐户中的流动性。加息的短期影响也相对较小。

政策紧缩不会对过剩流动性及已经显现的后果起到立竿见影的效果，但是紧缩是一种必要的态度宣示，特别是对于流动性而言，扭转预期、稳定信心非常关键。

紧缩周期必须启动的必要性在于：

1、通胀短期来势凶猛，且中长期中枢将上移，重要的是未来需要通过通胀来理顺相对价格，调整利益分配格局，提高名义利率才能与通胀相匹配，虽然不可避免的涉及利益让渡，最有可能最初做出牺牲的是银行业；

2、“十二五”开局之年，地方政府投资冲动非常强烈，尽管此时的投资效率已在降低，四万亿投资已经消耗了很多储备项目。对于地方融资平台、房地产调控困境、过量流动性释放等种种廉价货币的后果而言，需要一个货币紧缩周期进行制度改革和调整，之后再行扩张，这是最理想的策略，但是倒逼机制往往使得政策提早和加快收紧。不进则退。

3、参照日本和德国的经验，对内紧缩是在升值背景下争取主动。人民币持续的对内贬值和对外升值使得内外币值的差距扩大，直接体现在房地产、物价上，宏观金融风险值得担忧。

4.2.2 如何紧缩：政策目标和机制

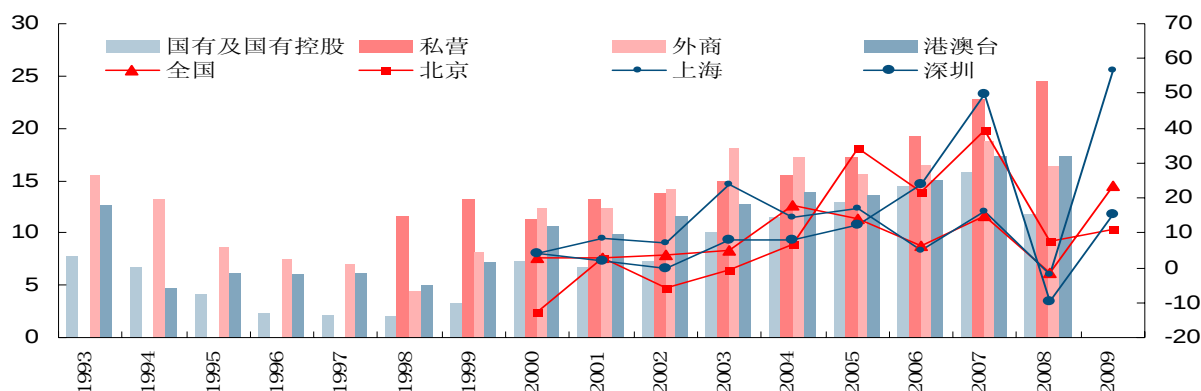
过剩流动性的流动看似“无序”，实则有序，因为资金都是逐利而流，没有根本的差别。政策的目标不是消灭流动性，而是短期使得流动性在各种现有市场之间合理的流动，中长期进行流动性的再配置（回收居民的流动性）。在我国，不同的市场直接存在巨大的收益率差异，但是不同市场存在“藩篱”并不是资金可以自由进出的，而不同市场的预期不同，隐含的收益率模式不同，不同资金主体的流动性偏好不同、受制约不同，都使得



流动性的调控是一个复杂的过程。

以中国企业的资产收益率和房地产收益率（以房价上涨的资本收益率计算）进行比较，可以发现后者的回报率远远高于前者，特别是在北京、上海和深圳这样的一线更是更高。中国居民可选择资产主要有三种：存款、股票和房地产。资产中最大比重的存款，其收益率几乎不能抵补通货膨胀率，负利率在通胀加剧的情况下日益扩大。股市是零和博弈，风险很大，虽有 2007 年的大牛市，但亦有 2008 年的大熊市。只有房地产，是可以投资、使得资产保值增值、并且到目前为止稳赚不赔的资产。

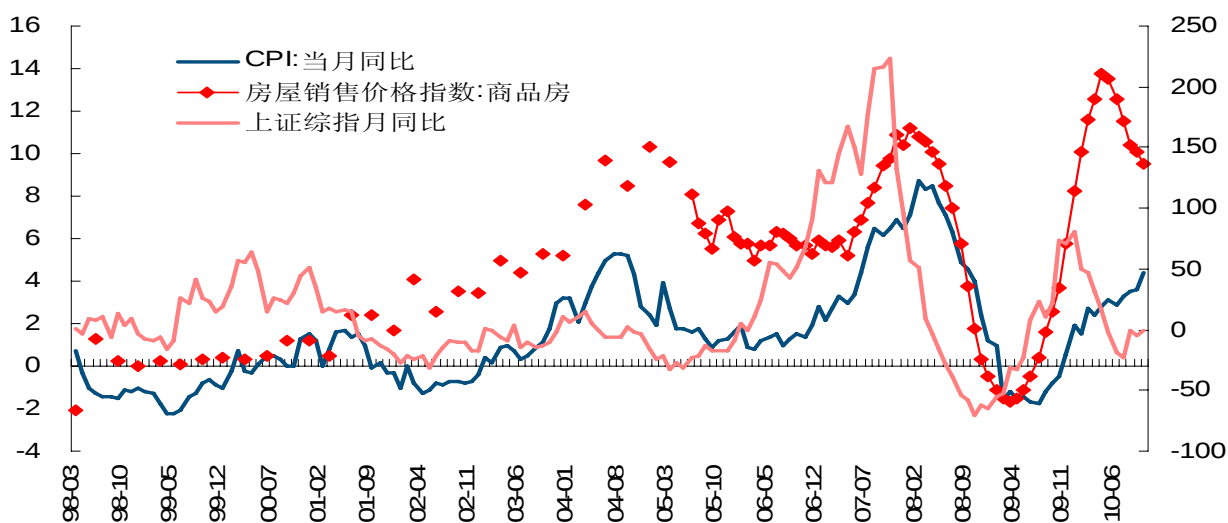
图 19：中国的资产收益率：房地产和企业的比较（%）



资料来源：wind，中信建投研发部

政策要考虑到市场之间的互补和替代关系。CPI，股指和房地产价格多数时期变动一致，但也有时是反向波动。特别是房地产和股市，居民的财富效应使其在 2009 年上半年相互助长，而在下半年则房价加速上涨，股市资金流入房市。

图 20：通胀（%）、股指（%）和房地产价格指数



资料来源：wind，中信建投研发部



2011 年，对于政府而言，通胀、房价和股价，重要性递减，所以政策的重心在前两者，而且都会使用货币政策之外的手段，对通胀是价格管制，对房价是更为艰难的利益关系调整；股价居于次要，但不会有特别的希望房市资金流入股市意图，不会使股市膨胀到对房价起到推波助澜的作用。

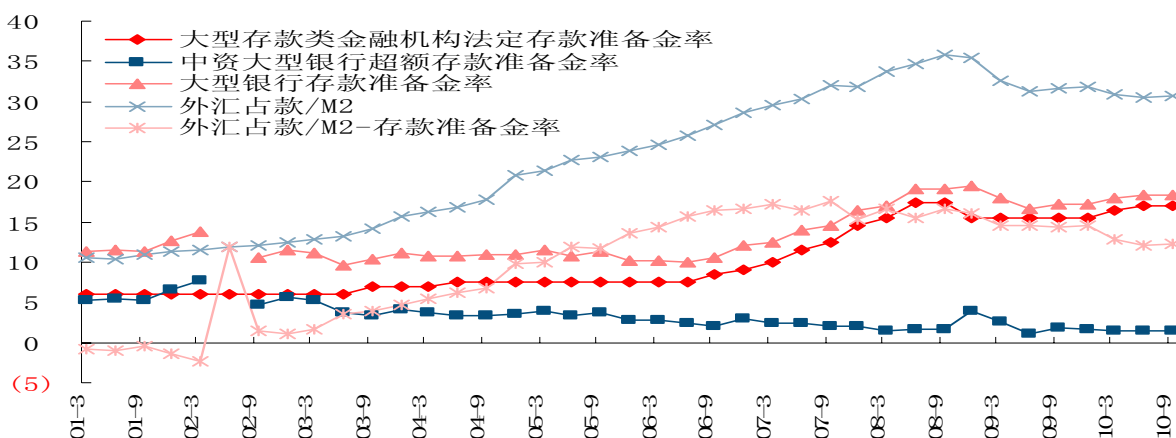
4.2.3 如何紧缩：工具选择和政策取向

加息周期已经到来。货币之所以成为流动性的问题，实质是资金价格不合理。加息是恢复资金正常成本的必然选择，也是应对通胀上移的必然要求。节奏和幅度的选择上，在 12 月加息可能性依然较大，由于通胀在 2011 年上半年压力大，而房地产调控届时已近一年，需要见到效果而不是反复，因此上半年或加息 2-3 次，一年期存款利率达到 3.5%，不超过 3.75% 的水平。加息将是非对称加息，开始，一年期贷款利率和存款利率等幅，而期限长的存款利率上调幅度更大；越往后，则贷款利率提高幅度小于存款利率。避免对经济的冲击，银行的让利显化。

数量工具，准备金率的使用比央票更多，因为准备金率更直接有效。数量工具的使用将视外汇占款流入的速度和银行的放贷节奏而定。2010 年银行基本完成了融资和再融资，解除了 2009 年过度信贷带来的资本约束，放贷冲动强烈，另一方面，预计 2011 年信贷将紧缩，规模和需求之间的矛盾，使得监管和被监管者的矛盾在 2011 年会非常激烈，尤其体现在 2010 年的四季度和 2011 年的上半年，因此与加息的时期重合，但数量工具和价格工具会交错使用，而不是同时使用。在下半年，若热钱在内的外汇占款流入较多，而且对于三季度后的再次放贷冲动，准备金率依然具有空间。可以说，数量工具是 2011 年的全天候工具，也更具灵活性。

准备金率的频繁使用并不是一个好现象。随着外汇占款的持续增长，已经远远超过准备金率所冻结的范围，2005 年 6 月末以来，外汇占款/M2 与存款准备金率的差额一直在 10% 以上，最高达到 17.52%。而准备金率本身也持续上升，2008 年 6 月以来一直接近 20% 的高位。其中法定存款准备金率自 2009 年 6 月到 2010 年 9 月末，一直在 1.5% 以下的低位。高准备金率反映了货币当局的无奈，而低超额准备金率反映了监管者和银行的矛盾。银行和监管层在信贷规模和节奏、其他流动性创造和运用渠道、信贷风险等方面的博弈将贯穿 2011 年全年。

图 21：法定准备金率、超额准备金率和外汇占款/M2(%)



资料来源：wind，中信建投研发部



五、回收

回收流动性是个伪命题。货币是金融资产。之所以需要回收，是因为流动性在创造出来后，对经济产生了种种不利的冲击，而远远超出其初始创造出来的预料。中国的长期依赖廉价货币补贴银行和国有企业，动员金融资源推动粗放经济增长的方式，极大的扭曲了市场的资源配置。结构性的流动性危害，大大超过了总量流动性带来的风险。如何回收流动性，成为一个长期问题。

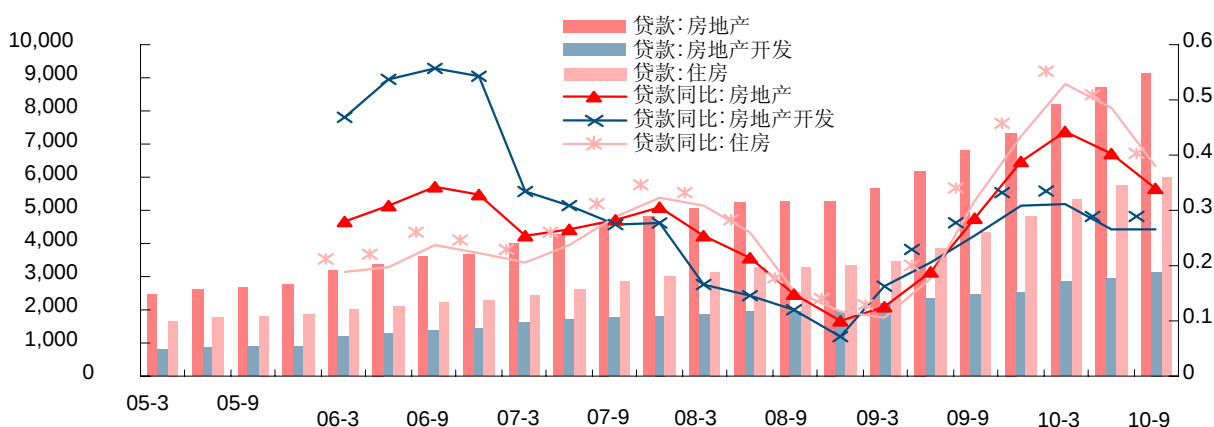
回收流动性可以分为两个层次：第一个是银行层面，把流动性的“水龙头”控制好，这需要对银行进行常规化流动性调节，甚至有时候是行政化的管制，这必然伴随效率的降低，这就是货币和信贷政策；第二个层面是主体层面，即把企业、居民、政府等经济主体的流动性收回。回收流动性，主要是回收居民，特别是富人的流动性。实质是把货币形式的流动性固化，削弱过剩流动性的威力，最后或通过资产价格周期消灭过快累积的货币财富和贫富分化。而第一层面的货币政策乃至宏观政策的制定和实施，也开始充分考虑各市场主体之间的联动和对流动性的吸收速度和吸收能力。

对于我们分析的主要的对象居民而言，则主要是三种方式：1、实体经济。2、房地产。3、资本市场。

5.1 房地产

1998 年住房商品化改革以来，特别是 2005 年以来，伴随房价的快速上涨，房地产创造了大量的流动性，在 2009 年 1 年，开发贷款和住房贷款合计超过 2 万亿元，2010 年 9 月末，房地产贷款余额已经超过 9 万亿元，占到金融机构贷款余额的 19.73%，其中开发贷款 6.76%，住房贷款 12.97%。2010 年由于调控，房地产贷款增速在二季度开始回落，但新增量依然巨大，前 9 余额新增贷款近 1.8 万亿元。

图 22：房地产对流动性的创造（亿元）

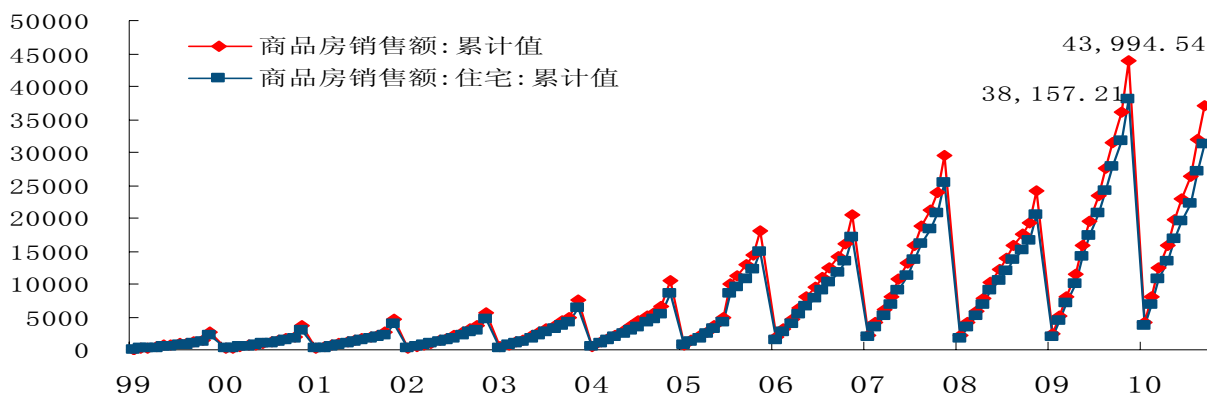


资料来源：wind，中信建投研发部

但同时，房地产也是居民流动性的一个日益重要的回收渠道。2009 年，商品房销售额达到了 4.4 万亿元，2010 年虽然经历了最严厉和最持久的调控，但预计销售额还将超过 2009 年。通过售房，政府的房地产财政、开发商、建筑业等相关产业得到了相应的流动性。



图 23：房地产对流动性的回收（亿元）

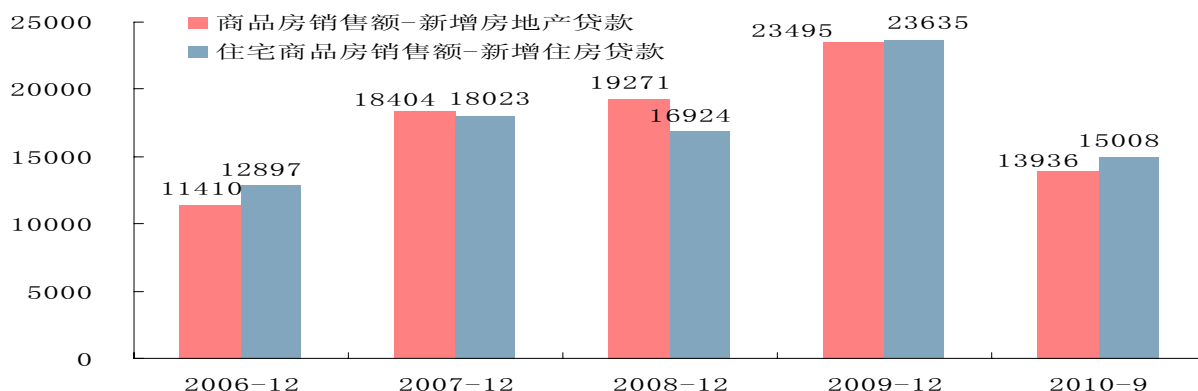


资料来源: wind, 中信建投研发部

通过房地产的销售额和新增房地产贷款的差额，可以计算出房地产对居民流动性的净回收。从 2006 年起，这一差额开始快速上升，从 1 万亿元到 2009 年增长到 2.3 万亿元，占到当年支出法 GDP 的 7%，在 GDP 中劳动者报酬占比逐渐下降的情况下，按照最近的数据 2007 年该占比 39.7% 计算，大约相当于劳动者报酬的六分之一强。2006 年到 2010 年 9 月，累计净回收流动性 8.65 万亿，是无疑议的最重要的回收流动性的市场。

2010 年截止 9 月销售增速慢于放贷速度，截止 9 月余额回收流动性只有 1.5 万元，2010 年难以达到 2009 年的水平。这也反映出，总体上，房地产市场是个流动性的回收市场，但如果贷款增速过快，房地产市场就更近似一个流动性创造的市场，杠杆率的运用决定了房地产市场的功能，而房地产泡沫的膨胀的自然趋势是使市场的创造流动性功能更强。

图 24：房地产对流动性的净回收（亿元）

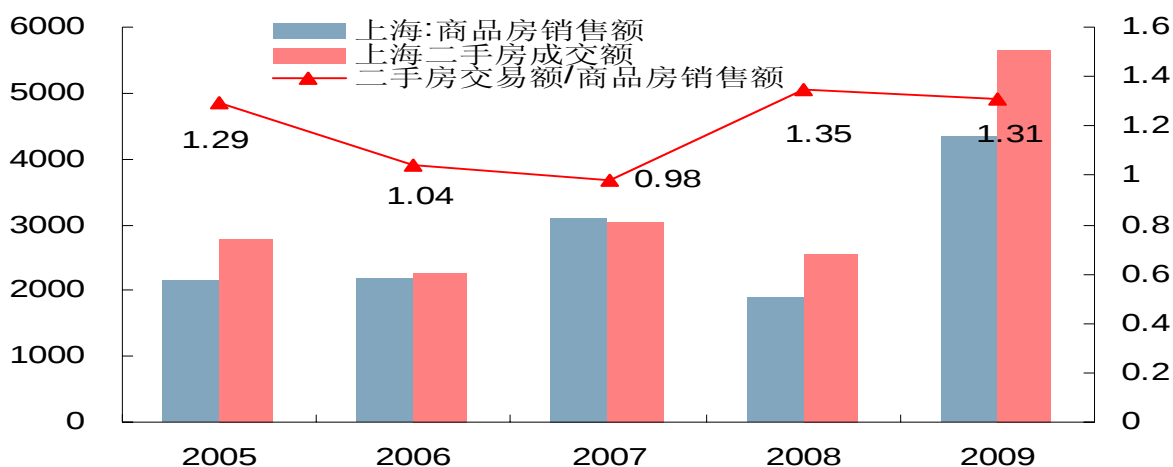


资料来源: wind, 中信建投研发部

上述估算低估了对流动性的回收，因为在计算中，已经把二手房创造的流动性计算在内。二手房的成交对流动性的回收有所不同。主要是一个流动性再配置的过程，回收以城市白领阶层特别是外来者的中等收入群体的流动性，增加城市原住民为主的流动性。在城区面积有限而宝贵的大城市，二手房的交易日趋高涨。2009 年，在上海，二手房交易额与商品房销售额的比例达到了近 1.31，在深圳和杭州，这一比例也超过 50%（分别是 55% 和 54%）。



图 25：上海二手房成交额与商品房销售额（亿元）及比例



资料来源：wind，中信建投研发部

在《房地产调控：从量价博弈到利益让渡》中，我们曾经对房地产调控和市场的前景做出展望，有可能形成一个二元结构：

供给层面，保障性住房占据越来越大的比重，覆盖比例越来越大的人群；

需求层面，消费和投资、投机分化，打击投机，保障低端消费，提高投资的成本和杠杆；

价格层面，高端住房和低端住房，不同经济发展水平地区之间的房地产价格，还可能进一步扩大，特别是二线城市会接力成为调控焦点的一线大城市成为房地产新的增长点，回收上个繁荣周期中财富膨胀起来的二线城市居民的流动性；

功能方面，实现由流动性创造到流动性回收的转变；

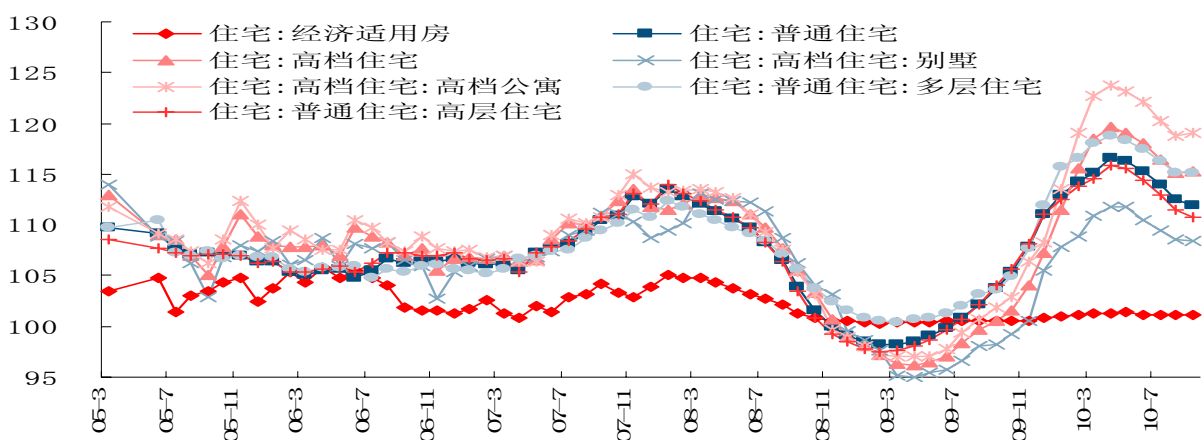
市场层面，集中度进一步提高；

利益分配层面，中央的控制力有望增加，而民营的控制力或最先削弱。

2005 年以来，各种类型住宅的价格波动除经济适用房外，趋于一致，高档住宅比普通住宅的波动幅度大，但二者的价格上涨幅度的差距并没有明显拉开，特别是高档住宅中的别墅上涨幅度还更慢一些。预计今后，保障性住房的价格会如图中的经济适用房价格一样维持稳定低速增长，而不同档次住宅之间的价格涨幅会拉开，保障性住房供给面的增大，也会对商品房价格构成直接的上涨压力。



图 26：高端和普通住宅的价格指数的分歧（%）



资料来源：wind，中信建投研发部

房地产在中长期都是最重要的回收流动性的渠道。2011 年将起到更大的作用。过渡期不是资产泡沫破裂的时期。价格稳定应是市场各利益集团平衡之后的共识。房地产的短期调控高压在 1 季度有可能开始释放，与调控的方向相反，二三线城市和高端房地产或最先反弹。

5.2 资本市场

5.2.1 一级市场回收

资本市场对居民流动性的回收主要体现在一级市场。1992 年以来，股票市场累计筹资金额 4.57 万亿元，而其中 A 股筹资金额 3.32 万亿元。相对于近 70 万亿的 M2 而言，比例非常低。

表 2：境内上市公司流通市值和股票成交额（亿元）

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
筹资金额合计:当月值	16.56	84.71	170.37	81.72	356.05	1,176.29	888.87	944.08	2,089.21	1,251.63
A 股筹资金额	0.00	0.00	49.61	22.66	224.38	739.61	824.67	893.26	1,513.29	1,181.58
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010-9	合计
筹资金额合计:当月值	961.38	1,383.74	1,525.81	2,022.83	5,493.68	8,858.72	3,852.22	6,857.69	7,708.58	45,724.14
A 股筹资金额	779.63	846.30	847.57	339.03	2,379.09	7,898.04	3,534.94	5,003.90	6,147.93	33,225.49

数据来源：WIND，中信建投研究部

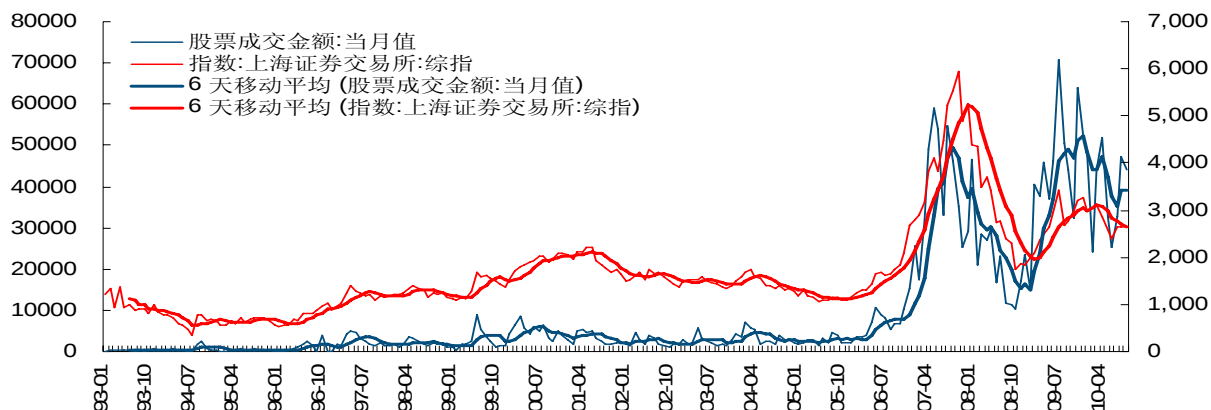
2006 年才开始大规模的筹资，随着股市的上涨，2007 年达到顶峰，2008 年在一路下行的情形下，A 股依然筹资 3500 亿元以上，2009、2010 年筹资额继续上升。作为回收流动性，和资产证券化的必然要求，预计未来一级市场的融资金额还会持续增大。对于股市也是一种持续的压力。股市的温和上涨而不是过快上涨或是政府所期望的。

5.2.2 二级市场吸纳

二级市场对居民流动性具有吸纳功能。需要强调的是，二级市场，也包括一级市场，并不创造货币形式的流动性。股市成交金额与股指上涨多数时期同步。在股市上涨时，除成交额外，也有大量的资金积蓄在股市中，下跌时，则大量的资金流出。二级市场对流动性的吸纳成为货币政策等经济政策的考虑因素。



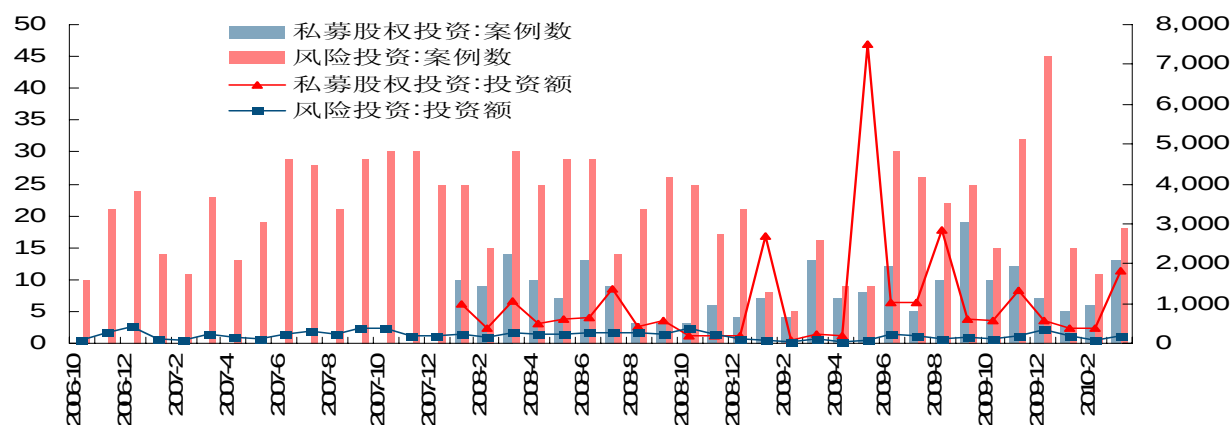
图 27：境内上市公司流通市值和股票成交额（亿元）



资料来源：wind，中信建投研发部

多层次资本市场体系的建设，在吸收流动性，特别是某些类特定的流动性过剩方面发挥的作用在增强。目前有统计的私募股权投资和风险投资从投资额和案例数都还较小。2008 年至 2010 年 3 月末，私募股权投资和风险投资累计投资额达到了 332.5 亿美元。

图 28：私募股权投资和风险投资的投资额（百万美元）和案例数



资料来源：wind，中信建投研发部

我们对未来的一个基本判断是，以资本市场代表的虚拟经济还会持续扩大。

5.3 实体经济

过剩流动性的最初产生是来自实体经济，但经过交易和分配之后，就难以回流实体经济。如何让实体经济吸收存量流动性，而不是靠增量的流动性创造带动实体经济，是金融体系所决定的，更受到制度的约束。

在过去的十年，中国的经济总量膨胀和贫富分化加快，富人积累了大量的以流动性为主要载体的财富，但是缺乏制度的保障。这使得过剩流动性的潜在危害和影响增加，制度变革亟待加快。在政治交替的过渡期，正是制度变革周期的来临。短期要关注非公 36 条细则的出台，及其后续影响。中长期，应跟踪和观察在金融、房



地产等利益集团领域的制度变革进程。

把过剩流动性引入实体经济，除了对产出之外，也包括价格。通胀是居民的被迫消费，可能带来消费率的上升，通胀成为常态能够吸收部分的居民过剩流动性。

六、终结：金融改革

2011 年是货币政策转向实质紧缩，着手处理廉价货币后果的关键年，也是探寻过剩流动性终结方案的起始年。需要在回收居民流动性的基础上，改变过剩流动性的生成机制，扩展流动性的存在形式，改变货币在流动性中的绝对地位，建立过剩流动性的回流乃至消灭机制。毫无疑问，过剩流动性的终结和流动性体制的重建，是个中长期问题，应该有足够的耐心和积极的行动。

货币紧缩只是为制度变革提供了条件，也只有制度变革才能终结过剩流动性。金融体系的稳健性和弹性关系到经济增长模式的成功转换，制度变革金融先行，银行需要二次改革。

2010 年银行业的亮丽业绩和其在资本市场的沉闷表现形成鲜明对比。银行业需要整体的信心提振。对银行业而言，比紧缩周期带来的负面冲击更重要的是，一次改革留下的许多制度性缺陷需要消弭：长期资本补充机制，信贷风险的化解和解决方案，规模竞争模式的转变，利率市场化的推进，与主管和监管部门之间的机制理顺，等等，涉及微观银行个体，也涉及经济增长和结构调整，宏观调控、货币政策和银行监管，宏观金融体制和金融风险，归根到底，是银行的角色定位、机制改革和市场规划。

2011 年或是银行业开始集体谈判的一年。启动金融改革而不是单纯依靠低估值才能真正启动大盘蓝筹。金融改革是复杂艰辛的，但改革的启动应当是乐观的。银行业的消肿，去除病灶，强健筋骨，才能为中周期的繁荣做好准备。而过渡期后，资本市场或取代银行成为创造财富的主渠道，而银行之前创造的过剩流动性提供了膨胀的条件。

第四次中央金融工作会议的召开年内无望，反而给 2011 年，特别是下半年的市场预留了想象的空间。

关注制度和金融变革。我们判断，在过渡期，一个妥协性的制度安排是新的二元体制：居民收入分化通过房地产的二元结构实现流动性再配置；而金融市场的二元结构，对国有大型银行保持垄断力和稳定性，同时适度放开中小金融机构，“招安”和规范民间金融，以解决流动性配给和结构性过剩并存的窘境。



分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。2009“远见杯”宏观预测第二名，2010年《新财富》宏观组入围。

王 洋：南开大学经济学博士，宏观经济分析师。金融从业3年，主要研究领域货币和流动性，致力于从经济主体间的收益-风险博弈和货币资金流动考察经济运行和政策走向。2010年《新财富》宏观组入围。

胡艳妮：湖南大学经济学硕士，宏观经济分析师。证券从业9年，从经济体系所蕴含的内在发展规律出发，立足于中国特色经济发展阶段，结合国家政策导向，研判中国宏观经济走势。2006年《新财富》宏观组最佳分析师第三名。2010年《新财富》宏观组入围。

刘之意：南开大学经济学硕士，宏观经济分析师。证券从业2年，立足于产业演进、库存变动等中微观观察，为宏观判断提供来自实体领域的支持。2010年《新财富》宏观组入围。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街188号4楼

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。