



流动性锦标赛：大经济体货币政策前瞻

报告摘要：

➤ 在后危机时代，随着实体经济的恢复速度差别和 2011 年接踵而来的冲击，各国的货币政策方向开始分化——如果说 2010 年我们看到的是新兴经济体和发达经济体分道扬镳的话，那么发达经济体在 2011 年也将开始各自为政。

➤ 我们判断 ECB 后续连续加息的概率较高；由于短期内 ECB 加息导致的资金成本上升不会对欧元区问题国家的财政状况造成显著影响，我们仍然保持对 2011 年对欧洲主权债务问题的乐观态度。但是，如果累计加息超过一定幅度，那么将提高未来欧元区财政整固的难度。

➤ 二季度美元流动性仍趋于宽松，QE2 不会提前退出，FED 更不会跟进欧洲央行加息；而 FED 在今年下半年最有可能的选择是数量型政策由松转稳，但利率政策仍然不会跟进；从政策搭配的角度，我们也看不到美国货币政策由松转紧的可能；而随着持有资产逐步到期，美联储会缓慢而自然地回收一部分之前放出的美元流动性。

➤ 日本是个异数，日本央行在大地震后恢复交易的短短 3 天内向市场的总注资规模达到了 18 万亿日元；在 3 月 24 日货币投放达到峰值后，日本央行开始回收部分流动性，并对公开市场操作的结构进行调整；截止 4 月 22 日，日本央行累计向市场提供流动性达 16.2 万亿日元；按照目前日本央行的计划，未来一年内注资规模累计将达 40 万亿日元；在时间上，相信日本央行能接过美联储的接力棒，将全球流动性保持在相对稳定而较高的水平上。

➤ 总体上看，2011 年新兴经济体的货币政策无疑是偏紧的；在跨境资金流动方面，2010 年底部分新兴经济体实施的一些诸如资本流入税，间接资本管制等措施不会取消。

➤ 我们对今年全球流动性水平比较乐观：一方面，货币政策的分化将成为全球经济“双速恢复”逐步收敛的主要驱动力之一；另一方面，2011 年的国际流动性环境依然复杂，这与同样复杂的各类事件冲击的余波混合在一起，将导致国际资金和大宗商品的价格波动幅度加大。

宏观研究团队

联系人

邵宇

电话：(8621) 5175 2239

Email: Shaoyu@hysec.com

秦培景

电话：(8621) 5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

李伟杰

电话：(8610) 8808 5267

Email: Liwei jie@hysec.com

相关研究

《消费的新支点：个税改革与保障房建设》.....2011-04-06

《日本大地震的经济余波与风险提示》.....2011-03-13

《全球宏观大图景中东篇：油与血》.....2011-03-13

《2011 年宏观经济十大预测：从危机后到后危机》.....2011-01-11

《全球宏观经济大图景：三次失衡、三个世界、三足鼎立》.....2010-11-23

《日本：高收入水平陷阱》.....2010-09-27

《欧元本纪系列》.....2010-04-2010-09

《亚洲升腾：贸易分工，货币锚定和地缘博弈》.....2010-08-09

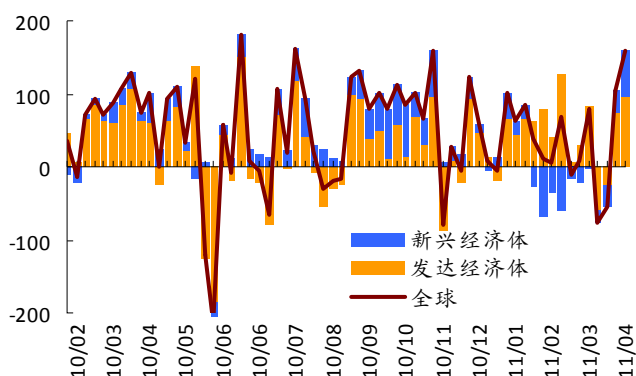
《全球宏观大图景：危机纪年表 2010-01-07

图表目录

图 1: 全球资金流动情况 (周数据; 亿美元)	3
图 2: 私人资本流入主要驱动因素 (%)	3
图 3: 欧元区及美国基准利率 (%)	3
图 4: 欧元区通胀情况 (2005=100, %)	3
图 5: 欧元区货币供应量指数 (2006/12=100)	4
图 6: 欧盟及德法实际 GDP 季度同比及预测 (%)	4
图 7: 欧元区政策利率与通胀 (%)	5
图 8: 2011 年 5 年期主权债务 CDS 报价 (BP)	5
图 9: 美国季度 GDP 历史同比及预测数据 (%)	5
图 10: FED 持有的美国国债规模 (十亿美元)	5
图 11: 美国消费者信心指数 (%)	7
图 12: 美国私人消费情况 (十亿美元, %)	7
图 13: 美国 Case-Shiller20 个城市综合房价指数 (%)	7
图 14: 美国通胀情况 (%)	7
图 15: 美国失业率 (季节调整后, %)	8
图 16: 美国新增就业与失业人数 (千人)	8
图 17: 主要发达经济体的公共财政压力 (%)	8
图 18: 2011 年日本央行的经常账户余额 (万亿日元)	8
图 19: 2011 年日元汇率 (日数据, JPY/USD)	9
图 21: 全球 2010 年 1 至 3 季度资本流入与 2004 至 2007 年同期之比	10
图 20: 新兴经济体工业增加值和 CPI 同比 (%)	10
图 22: “金砖四国”近期政策利率调整 (%)	11
图 23: “金砖四国”CPI 同比 (%)	11
表 1: 2010 年以来的 FOMC 对经济目标的评述 (同比, %)	6
表 2: 日本央行注资计划 (万亿)	9
表 3: 实际 GDP 预测 (% , 日本为季环比折年, 其它为同比)	10
表 4: IMF 对全球经济体部分预测汇总 (同比, %)	12

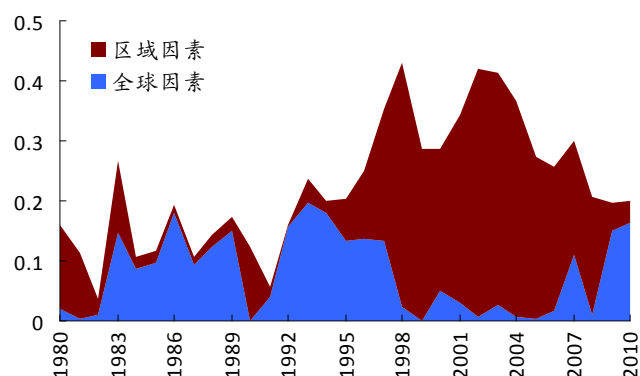
在危机前的 1999 至 2007 年，各经济体的资本收益率差异，经济增长预期等区域因素是驱动全球私人资本流动的主要力量；但是，在 2008 年次贷危机后，全球因素成为驱动全球私人资本跨境流动的主要动力，这些因素主要来自国际货币流动性的宽松（图 2）。而从 2010 年以来，除了欧洲债务危机严重恶化的时期，新兴经济体和发达经济体都在接受长期的流动性灌溉（图 1），这些大经济体们的货币超发导致的低利率货币“大缓和”还能持续多久，美国、日本和欧盟的货币政策在 2011 年将如何进展，特别是在欧洲央行加息以后，全球货币政策是否“分久必合，合久必分”。本报告希望通过对各经济体的货币政策分析来对今年全球国际货币流动性进行简单研判。

图 1：全球资金流动情况（周数据；亿美元）



数据来源：EPFR；宏源证券研究所

图 2：私人资本流入主要驱动因素（%）



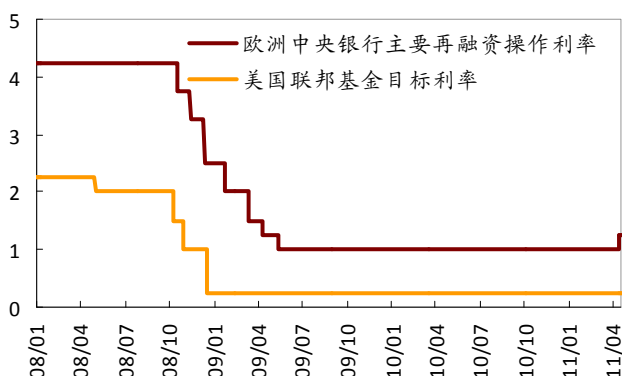
数据来源：IMF，私人资本净流入占 GDP 之比，根据国际收支账户数据测算；GDP2010 年为前三季数据；宏源证券研究所

总体而言，我们认为，与 2008 年底危机爆发后全球宏观政策的集体“大缓和”不同，在后危机时代，随着实体经济的恢复速度差别和 2011 年接踵而来的各类冲击，各国的货币政策方向开始分化——如果说 2010 年我们看到的是新兴经济体和发达经济体分道扬镳的话，那么发达经济体在 2011 年也将开始各自为政。

一、欧元区：非常规政策退出

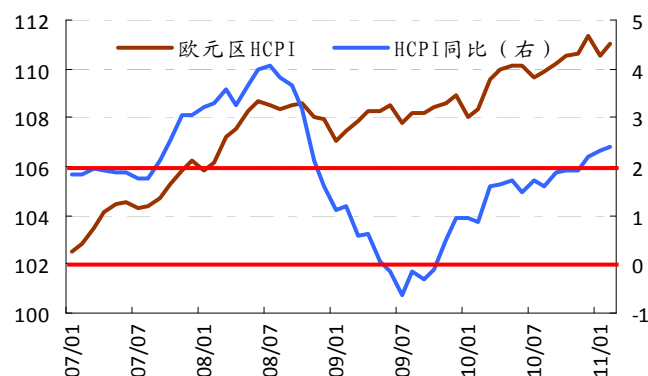
欧洲中央银行（以下简称 ECB）4 月 7 日宣布，从 4 月 13 日起上调欧元区政策利率 0.25 个百分点，其中主要再融资利率由 1% 调至 1.25%。这是欧洲央行自 2008 年 7 月以来首次加息，也是自 2009 年 5 月起利息维持在 1% 后的首次调整（图 3）。2008 年全球金融危机以来，这也是首个主要国际货币发行当局采取的加息措施，标志着欧元区的非常规货币政策时期结束。

图 3：欧元区及美国基准利率（%）



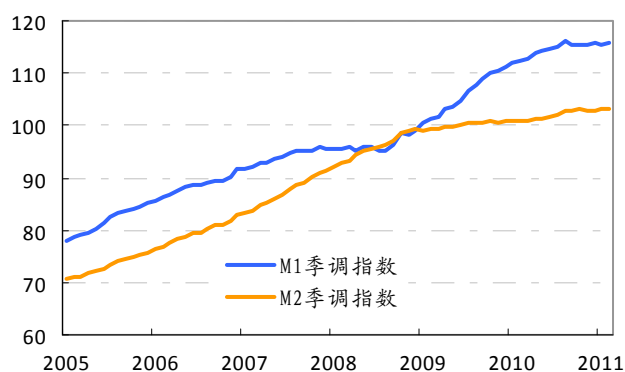
数据来源：ECB，FED，宏源证券研究所

图 4：欧元区通胀情况（2005=100，%）

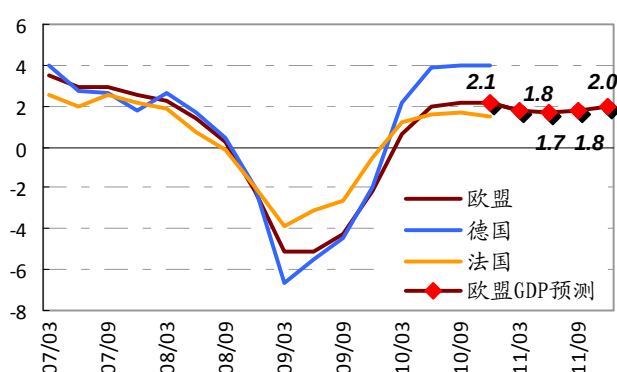


数据来源：ECB，红线为 ECB 的目标区间，宏源证券研究所

在最近的 4 个月中，由于石油和粮食等大宗商品价格上涨，欧元区输入型的通胀压力越来越大，并在 2010 年 12 月第一次超过了 ECB 的通胀目标区间。3 月份欧元区的 HCPI 同比达到了 2.6%，远高于 ECB 设定的 0~2% 目标区间的上限。奉行德式风格的 ECB 非常重视通货膨胀的风险，正如其行长特里谢在宣布加息后召开的记者招待会上所言，**欧洲央行做任何货币决策都将控制通胀为中心目标，这也是欧元作为超主权货币存在的根基**。本次加息说明了 ECB 认为整体通货膨胀、核心通胀以及财政收紧背景下市场的未来通货膨胀的预期均已形成同样的上升趋势（图 4）。同时，实体经济方面，欧洲央行更加关注实际产出的增长，而减少了对闲置产能和产出缺口的关注。

图 5：欧元区货币供应量指数（2006/12=100）


数据来源：ECB，宏源证券研究所

图 6：欧盟及德法实际 GDP 季度同比及预测（%）


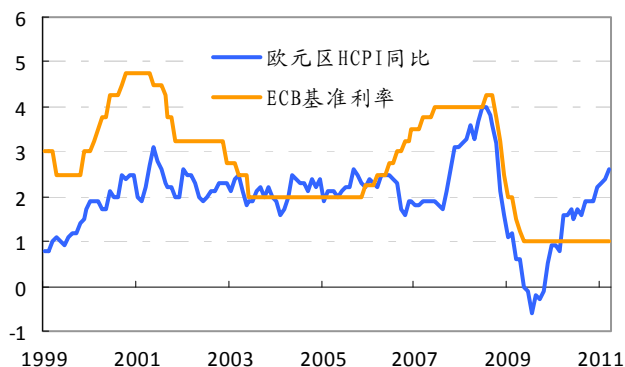
数据来源：CEIC，宏源证券研究所

显然，今年欧盟和欧元区经济复苏和稳定增长是比较确定的（图 6），主权债务这个风险因素仍然在 7500 亿欧元防火墙保护的范围之内（图 8）。这些都是欧洲央行敢于加息的前提，在流动性扩张的传统渠道尚未修复的情况下（图 5），与往常一样，加息仍然是 ECB 应对通胀的首选。

我们判断 ECB 后续连续加息的概率较高。首先，从历史上看，欧洲央行的每次加息都是有连续性的（图 7）；其次，有意思的是，通胀超出目标区间并不是 ECB 调息的充分条件，就如这次一样，ECB 选择加息的一个重要前提是实际产出的增长在可接受的范围内。欧元区的状况是，一方面，其 GDP 在过去 6 个季度中持续反弹（图 6），熬过了 2010 年的主权债务危机后，财政整固的大背景下 2011 年欧元区的经济增长不温不火；另一方面，近期区内通胀压力来源于由中东局势导致的原油价格高涨。虽然欧元区区内经济体的增长水平“南北分化”比较严重，但只要 GDP 增长是可以持续，则基准利率应当还会在通胀没有改善的情况下继续上调。需要特别提示的是，本次通胀的原因主要是商品价格上涨，即主要是成本面的；工资、其他物价以至房地产价格均未有明显上涨，即通胀上行也有结构性的特征。面对这种通胀，加息的作用是有限的，并且需要连续加息才能调整通胀预期。

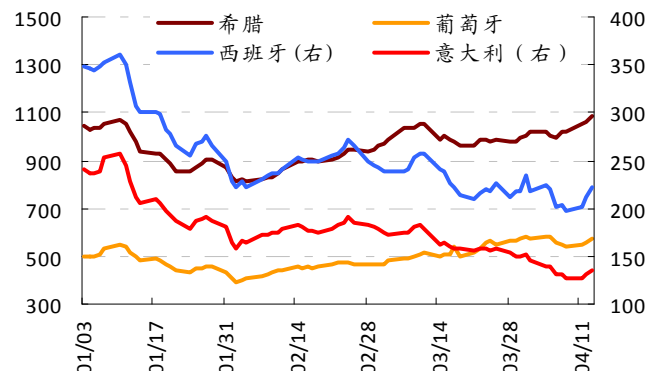
加息对欧元区各国影响不尽相同。德国经济表现良好，2010 年实际 GDP 增长高达 3.5%，2011 年预期增长也不低（参考本报告最后的表 4），且其经济总量在欧元区占比接近 30%，无疑是欧元区经济复苏的领头羊。对奉行德式货币政策风格的 ECB 来说，加息是顺理成章的；但对于以国债筹集资金补充财政流动性的“PIGS”来说，加息无疑是雪上加霜。对于一些房地产泡沫严重的国家如西班牙，加息会影响房产所有者及按揭银行，西班牙家庭拥有物业比例高达 83%，为德国的两倍，而其中 40% 为按揭贷款。同时，一些国家住房按揭贷款中浮动利率贷款占比很多，爱尔兰高达 85%，葡萄牙和西班牙新增按揭贷款 80% 以上为浮动利率，加息对这类国家金融体系的流动性压力较大。

图 7：欧元区政策利率与通胀（%）



数据来源：CEIC，基准利率为月平均数据；宏源证券研究所

图 8：2011 年 5 年期主权债务 CDS 报价（BP）



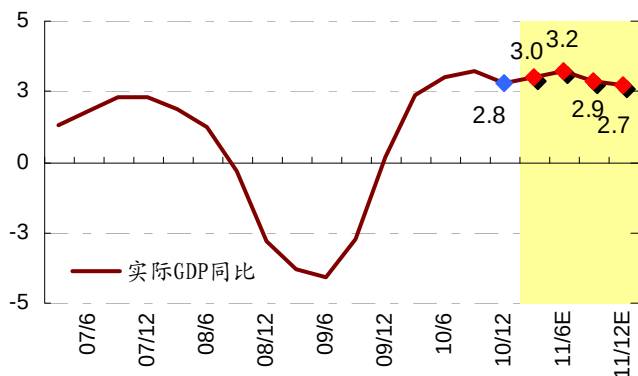
数据来源：CEIC，Bloomberg，宏源证券研究所

与房地产领域对利率的高敏感性不同，主权债务方面，由于“PIGS”目前仍然在 7500 亿欧元的防火墙保护范围内，特别是得到了中国的明确支持以后，25 个基点的加息并不会影响其主权债务的展期和明显提高新债务发行的成本。但是，如果累计加息超过一定幅度，那么将提高未来欧元区财政整固的难度。由于短期内 ECB 加息导致的资金成本上升不会对欧元区问题国家的财政状况造成显著影响，我们仍然保持对 2011 年对欧洲主权债务问题的乐观态度。

二、美国：前松后稳

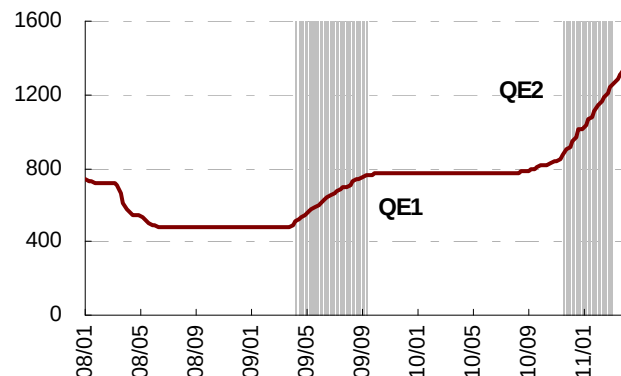
美国的复苏和权益市场的繁荣高度依赖量化宽松政策的流动性注入（图 10）。伯南克最近表示，近期美国通胀上升主要是受国际粮油价格涨势带动的。我们认为，与 ECB 关注 HCPI 同比类似，FED 更关注美国自身的核心通胀，背后的逻辑是显而易见的，ECB 必须维护欧元这个超主权货币的基础，而拥有全球核心货币美元发行权的美国则把国内目标置于其全球责任之上——即使在其实体经济复苏比较稳固的情况下也是如此（图 7）。美联储副主席珍妮特·耶伦在 4 月 11 日也表示：“粮食和燃料价格的上涨仅仅会对通货膨胀和消费者支出造成暂时性的影响，不足以使美联储有正当理由退出创记录的货币刺激性措施”。

图 9：美国季度 GDP 历史同比及预测数据（%）



数据来源：CEIC；宏源证券研究所

图 10：FED 持有的美国国债规模（十亿美元）



数据来源：CEIC，QE1 的主要购买计划中国债占比要明显低于 QE2；宏源证券研究所

根据我们对 2010 年以来所有美联储 FOMC 对经济目标的描述的汇总可以发现（表 1），其对各大经济目标的侧重点是不一样的。从历次会议主题与会议后对应的货币政策操作来看，失业率调整和通胀控制一直是这一年多以来的核心问题，而 FED 对实体经济请务必阅读正文之后的免责条款部分

的恢复还是相对满意的。QE2 的推出的目的，其一是保证实体经济恢复的宽松货币环境，其二在防止美国陷入通货紧缩的困境。在核心目标通胀方面，FED 更关心的是核心通胀率以及大众对整体通货膨胀水平的预期；在失业率上，目前失业率改善的明显趋势也让 FED 比较宽心。

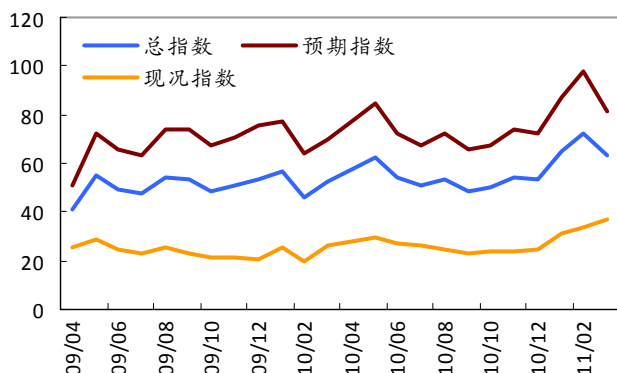
表 1：2010 年以来的 FOMC 对经济目标的评述（同比，%）

会议日期	失业率	通货膨胀	GDP	房地产	会议主题
2010-1-26/27	失业率持续上升 就业市场恶化减弱	通胀将在一段时间内保持低位，长期通胀预期稳定	工业生产显著增加，产能过剩，消费逐步趋稳但仍受压于就业市场疲软、收入增长缓慢、房产财富减少和信贷紧缩等，投资显著上升	房市复苏减慢 非住宅消费持续下滑	基准利率将在较长时间内维持异常低的水平，退出大多数危机中采用的临时流动性工具
2010-03-16	就业市场企稳 但依然不景气	能源股价格上升推高广义 CPI，核心 CPI 走低	生产部门产量持续上升，企业设备及软件投资大幅增长，消费低迷	房市交易清淡 非住宅消费继续走弱	继续维持 0-0.25%的低利率，按计划回收临时流动性工具
2010-4-27/28	就业开始改善	CPI 走低	消费强劲，投资显著上升，生产部门产量继续上升	住宅建设持续低迷 非住宅继续增速下滑	就业市场改善，继续维持 0-0.25%的低利率
2010-6-22/23	失业率持续上升	通胀受到抑制，通胀预期稳定	个人收入增长缓慢，个人消费继续增长但 5 月回落，工业生产保持强劲，投资快速增加	房市五月份开始下滑 非住宅建设持续低迷	继续维持 0-0.25%的低利率
2010-08-10	就业上升缓慢 失业率高企	通胀压力趋弱，通缩风险隐现	GDP 显著低于预期，家庭财富下降，私人部门需求疲弱，软件及设备投资继续增长	房市继续下降 非住宅建设持续低迷	经济复苏前景悲观，联储重启量化宽松，维持低利率
2010-09-21	就业略微增 失业长期居高不下	通胀低于就业最大化和价格稳定双重目标相一致的水平	经济增长太低而不能降低失业率，消费增长缓慢，投资增长速度减缓	住宅建设和房屋销售持续低迷，止赎房屋增加房价下行压力	经济增长太低而不能降低失业率，通胀率低于目标水平，提供额外的宽松货币政策是合适的
2010-10-15	失业率居高不下	通胀低于就业最大化和价格稳定双重目标相一致的水平，对通缩的担忧	拟采取量化宽松政策扭转经济颓势	房市持续低迷	讨论是否尽快推出 QE2
2010-11-2/3	失业率继续上升	通胀率偏低	工业生产显著减慢	住宅和非住宅建设持续走弱	大幅下调增长和就业预测，需要通过量化宽松推动经济复苏
2010-12-14	失业率高企	尽管长期通胀预期保持稳定，核心通胀率依然走低	生产稳定增长，消费加速增长，投资持续恢复，出口快速增长	住宅和非住宅建设持续低迷	经济缓慢复苏，就业率和通胀率依然令人失望，将继续执行 QE2
2011-1-25/26	失业率继续上升	核心通胀处于低位，通胀预期保持稳定	工业生产稳定增长，消费强劲，投资继续保持扩张	住宅和非住宅建设持续疲软	上调 2011 年和 2012 年经济增长预期
2011-03-15	失业率显著下降	能源及食品价格大幅上涨推高广义通胀率，但基础通胀率得到控制，长期通胀预期保持稳定	一月份工业生产总值变化很小，消费温和增长，但三月份的消费者情绪指数开始下降	房地产市场持续低迷	经济持续温和复苏，维持其常规和非常规货币政策

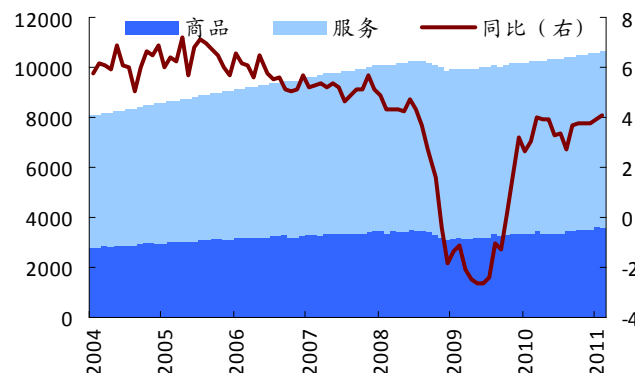
数据来源：美联储官方网站，根据每次会议后的总结内容和其它公开信息汇总得到；宏源证券研究所整理

但是，与实际产出稳健恢复有所差别，美国消费数据和消费预期在历经半年多的乐观上行后，出现了转折：虽然私人名义消费同比增长比较稳固，基本保持在 4% 左右的水平，但考虑到日渐增长的 CPI（图 14），美国私人实际消费水平增长并不乐观；另外，

美国经济咨商局的消费者信心指数从2月份的72.0下挫至3月份的63.4（图11），这是金融危机以来最大的单月降幅。而同期美国Case-Shiller20个城市综合房价指数同比下降3.1%，这已经是连续第四个月下滑（图12）。最起码，从美国经济最直接的推动部分，消费，我们可以发现其增长非常依赖量化宽松的货币投放。

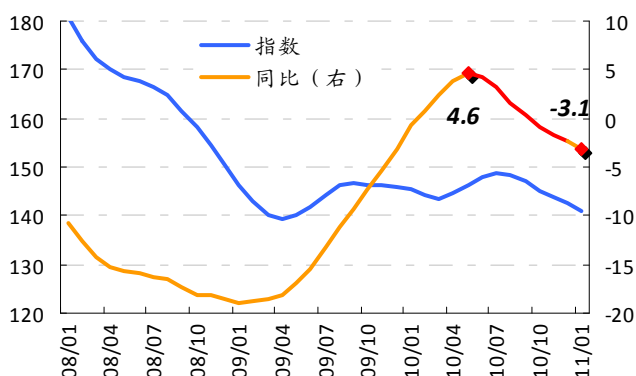
图 11：美国消费者信心指数（%）


数据来源：CEIC；宏源证券研究所

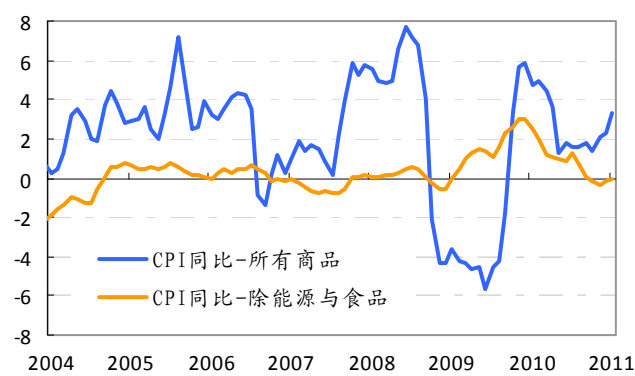
图 12：美国私人消费情况（十亿美元，%）


数据来源：CEIC，Bloomberg；宏源证券研究所

从政策进度来看，QE2 开始以来美联储新购买的美国国债规模约为 4300 亿美元，离 6000 亿美元的目标尚有一定距离（图 10），我们预测二季度美元流动性仍趋于宽松，QE2 不会提前退出，更不会跟进欧洲央行加息。乐观的是，在增长水平比较令人满意，通缩无忧的情况下，QE3 推出的概率已经大大降低，FED 在 3 月 15 日的 FOMC 上甚至还表明了对大宗商品价格上涨（主要是石油）导致的输入性通胀的担忧。

图 13：美国 Case-Shiller20 个城市综合房价指数（%）


数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

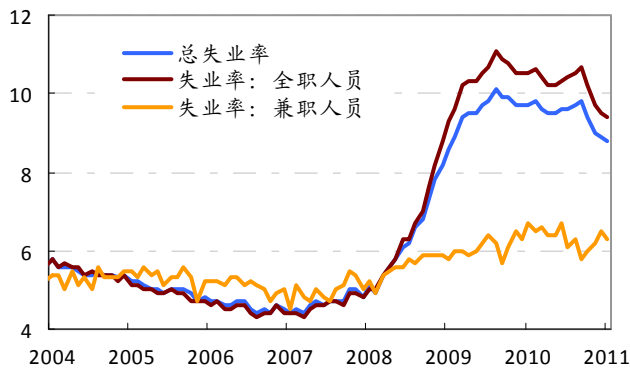
图 14：美国通胀情况（%）


数据来源：CEIC；宏源证券研究所

另一个需要密切关注的指标是失业率，类似地，与中国政策当局调高了通胀容忍程度类似，美国的民选政府也在慢慢提高其对失业容忍程度，并且，美国失业率走势和新增就业岗位仍然处于比较乐观的轨道上（图 15，图 16）。

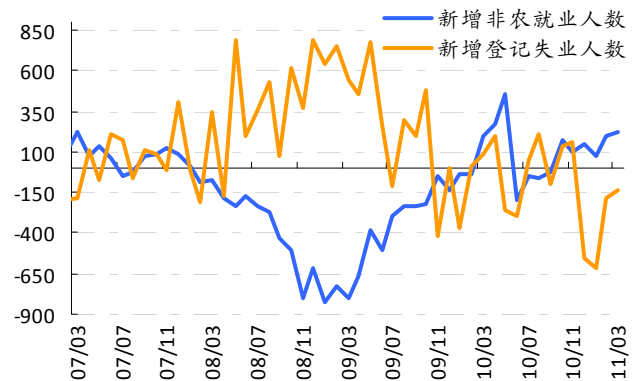
从政策搭配的角度，我们也看不到美国货币政策由松转紧的可能。美国财政紧缩的时间表已经排好了：在奥巴马 4 月 13 日发布的一项长期削减政府财政赤字的方案中，美国将在 12 年内削减 4 万亿美元的赤字。紧随欧洲，美国开始按照之前 G20 会议的承诺，打开了财政整固的大门。这次财政整固的力度非常大，一切顺利的话，具体的措施将从今年的第四季度开始实施。财政政策向紧的大趋势下，FED 的货币政策至少不会在 QE2 结束后由松转紧——短期内，我们应该很难看到 FED 的央行独立性了。

图 15: 美国失业率 (季节调整后, %)



数据来源: CEIC; 宏源证券研究所

图 16: 美国新增就业与失业人数 (千人)



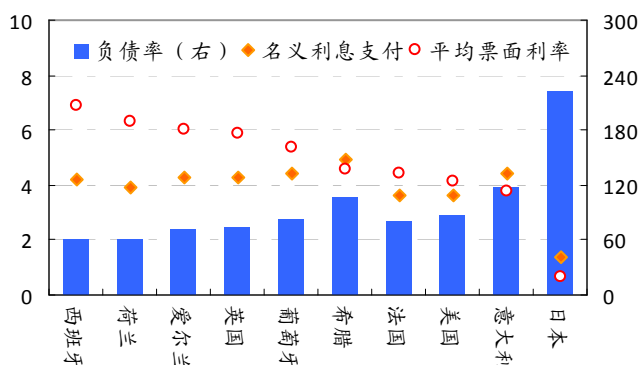
数据来源: CEIC; 宏源证券研究所

美国在今年剩下的时间中, 最有可能的情况是数量型政策由松转稳, 但利率政策不会同时跟进。如果 ECB 在二季度继续加息以调整通胀预期的话, 最快的情况下, 美联储会在 6 月 21 日开始的 FOMC 上发布货币政策由松转稳的消息, 但美联储货币政策的转向更多应该是数量上的而不是价格 (也就是利率) 上的。我们对 FED 的货币政策稳态定义为不再进行新的量化宽松。但是, 全球的美元流动性仍然会处于高位, 从 FED 资产负债表分析, 美国数量型货币政策的退出是一个自然的过程。首先, QE2 结束后, FED 是美国最大的 MBS, ABS 和国债的持有者; 三季度开始, 无论是 ABS 还是 MBS 到期, FED 都不会将这些资金用于购买国债。在这种选择下, 随着持有资产逐步到期, 美联储会缓慢而自然地回收一部分之前放出的美元流动性。

三、日本: 接过美国的接力棒

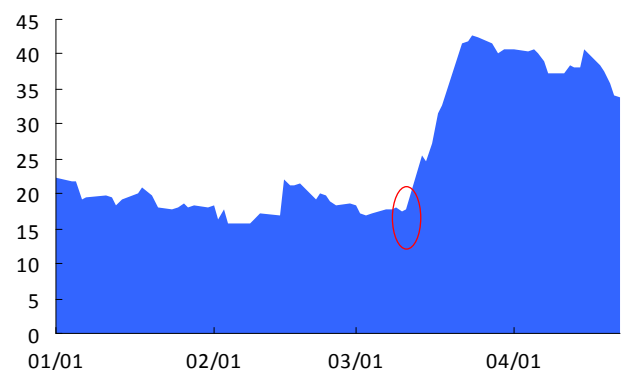
日本大地震的冲击与核危机造成了大量的人员伤亡和环境、设施破坏, 日本的实体经济就像被掏了个窟窿。地震和由其引致的旷日持久不断升级的核事故直接影响了日本经济的正常运行, 电力不足和供应链断裂短期内难以彻底修复——毫无疑问, 一、二季度日本经济增长非常悲观 (表 3, 具体的分析可以参考我们震后专题《日本大地震的市场余波与风险提示》, 2011-3-13)。二季度是日本的灾后恢复期, 相信富裕而勤劳的日本人民能够走出危机; 我们预计日本将在今年第三季度开始恢复生产, 第四季度开始灾后重建, 相信届时会一定程度上拉动全球需求和大宗产品价格。

图 17: 主要发达经济体的公共财政压力 (%)



数据来源: IMF, 2010 年年底值, 负债率为公共债务总额占 GDP 之比; 宏源证券研究所

图 18: 2011 年日本央行的经常账户余额 (万亿日元)



数据来源: CEIC, 红圈为 3 月 11 日日本大地震, 日本央行资产负债表的经常账户可以反映其流动性操作的整体状况; 宏源证券研究所

由于日本在灾后向市场注入了大量的流动性，短期资金市场上的利率未发生大波动。由于境内日元需求突然增多，与日元相关的套息交易（Carry Trade）平仓在灾后一度技术上导致日元大幅升值，但这一趋势被其后 G7 集团的联合干预扭转了（图 19）。

货币政策方面，3 月 11 日大地震发生后的 3 月 14 日，日本央行宣布将通过公开市场操作向短期货币市场注入 7 万亿日元（约合 857 亿美元）的资金，以确保市场信心。这是自 2010 年 5 月欧元区主权债务危机造成金融市场动荡以来日本央行首次向短期金融市场提供紧急融资。7 万亿日元的资金注入也是日本央行有史以来最大规模的单日操作。但在宣布后不久，日本央行即宣布将注入的资金提高至 12 万亿日元（约合 1470 亿美元）。再不久，日本央行再度宣布将向市场提供的资金规模提高至 15 万亿日元。并且，日本央行决定，在 14 日当天立即注资 15 万亿日元后，3 月 16 日再注资 3 万亿日元。这样，日本央行在大地震后恢复交易短短的三天内向市场的总共注资规模达到了 18 万亿日元（约合 2200 亿美元）。

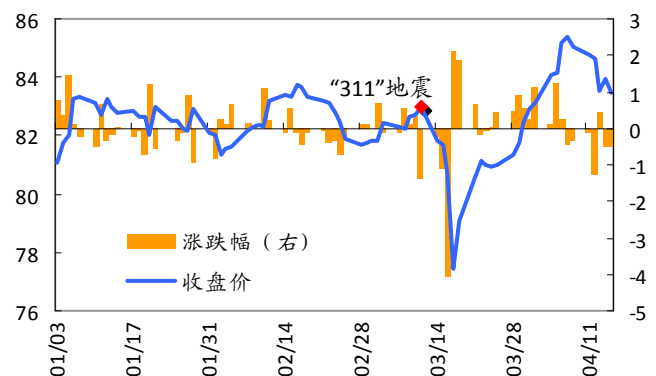
另外，为了支持未来的复工和重建。在 3 月 14 日举行的货币政策会议上，日本央行决定将原先的注资计划的规模扩大 5 万亿日元，达到 40 万亿日元的规模，折合美元约 4650 亿（按本报告截稿日的汇率折算）。该计划的有效期也从原来的 2011 年底推迟到了 2012 年 6 月底，资产购买类别也进行了适当扩大（表 2），具体包括政府债券、国库券、商业票据、企业债券及授权范围内的交易所交易基金（ETFs）和日本房地产投资信托基金。

表 2：日本央行注资计划（万亿）

贷款	30	
购买资产	政府债券	2
	国库券	3
	商业票据	2
	企业债券	2
	授权范围内 ETFs	0.9
	房地产投资信托基金	0.1
共计	40	

数据来源：日本央行网站；宏源证券研究所

图 19：2011 年日元汇率（日数据，JPY/USD）



数据来源：CEIC；宏源证券研究所

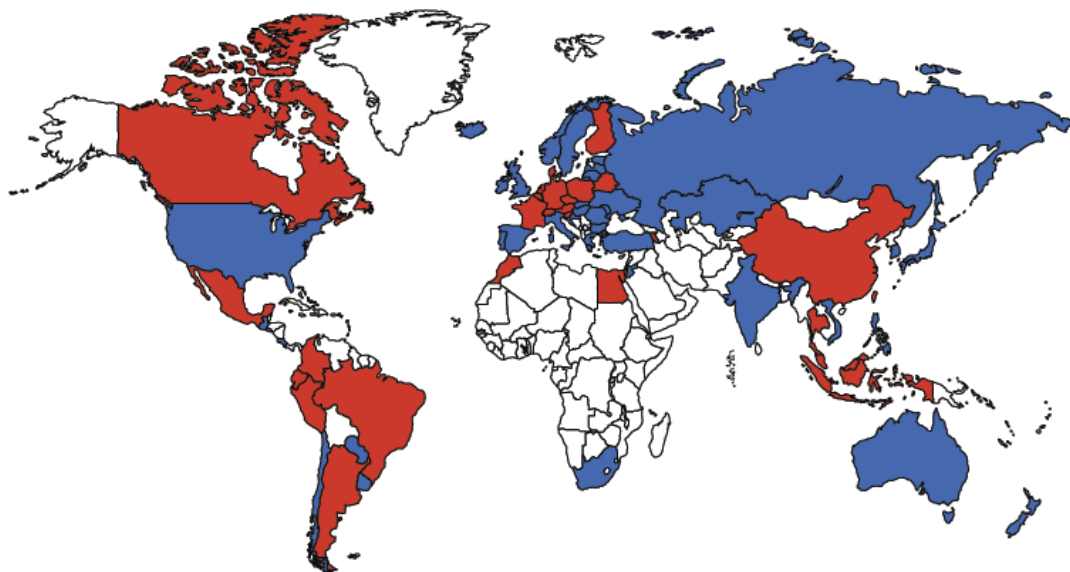
从日本银行的资产负债操作判断，从 3 月 11 日至 3 月 25 日，灾后日本央行累计向市场提供流动性 24.9 万亿日元（图 18）。为了方便操作，让资金投入更有针对性，日本央行的主要选择是通过公开市场操作向货币市场注入资金，以满足灾后恢复的短期资金需求。但是，考虑到由于日本央行巨量的流动性供给以及其灾后重建的长期性，随着资产购买计划逐步实施，相信日元的流动性将非常宽裕，资金投入的方式也将以注资计划中的贷款为主。在 3 月 24 日日本央行震后对市场的流动性注入达到创纪录的 24.9 万亿日元后，开始逐步回收部分流动性，并对公开市场操作进行结构调整，主要是降低对短期资金市场的流动性支持，支持的重心转向为经济恢复和基础设施重建提供资金的中长期资金市场。

截至 4 月 22 日，日本央行对金融市场的流动性注入累计为 16.2 万亿日元。值得欣慰的是，这次注资计划投入的资金有相当大的现实需求基础，其海外漏损应该会显著地低于 FED 的 QE2。但是，由于二季度是日本经济在后的恢复期，目前已经注入短期资金市场的大量流动性暂时还没有大规模的实际用途，被民间实体暂时窖藏了起来。

总体上，我们认为日本央行能接过美联储的接力棒，将全球流动性保持在相对稳定而较高的水平上；特别是二季度，日本央行过度反应后，在欧洲从紧，美国向稳的大环境下，日元仍然是最廉价的国际流动性来源。但是，现在的投资者在任何市场上都难以找到明确的方向，而且这些空余的资金三、四个月后又必须转入实体经济，所以目前看似风平浪静。

四、新兴经济体：紧缩依旧

图 20：全球 2010 年 1 至 3 季度资本流入与 2004 至 2007 年同期之比



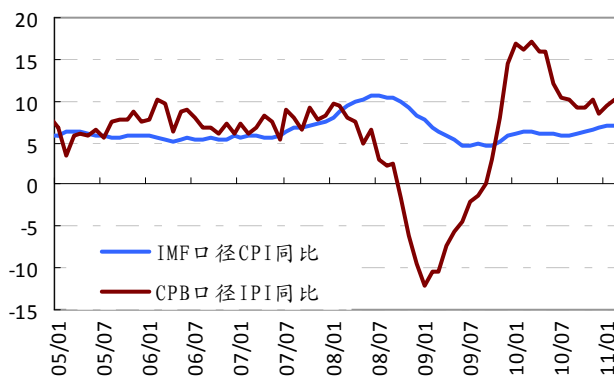
数据来源：IMF,《世界经济展望》，2011 年 4 月；以资本流入占 GDP 之比衡量，红色标识的经济体表明 2010 年前 3 个季度的资本流入占 GDP 之比较 2004 至 07 年的平均值高，蓝色标识的表明较低，白色为无数据；宏源证券研究所

表 3：实际 GDP 预测（%，日本为季环比折年，其它为同比）

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
美国	1.4	3.0	2.7	2.6
日本	-1.0	-2.5	3.5	5.9
欧盟	1.8	1.7	1.8	2.0
新兴经济体	6.6	6.4	6.2	6.7

数据来源：关于地震对日本经济增长的影响参考了野村证券 2011 年 4 月 19 日的预测，欧盟的预测参考了欧洲统计局；新兴经济体的预测参考了 IMF2011 年 4 月 11 日公布的 WEO 数据库；宏源证券研究所

图 21：新兴经济体工业增加值和 CPI 同比（%）



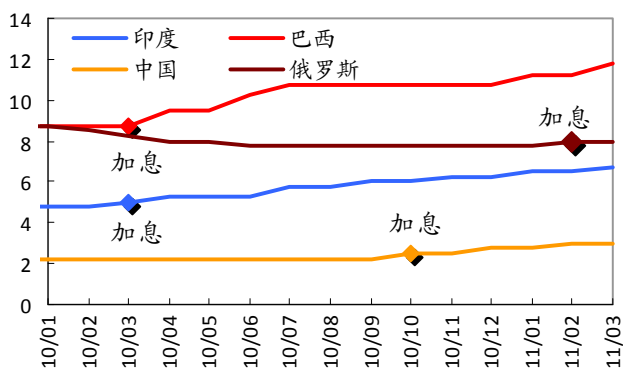
数据来源：CEIC；宏源证券研究所

在全球流动性水位难降的情况下，最尴尬的还是新兴经济体们。实体经济方面，从供给面来看，新兴经济体在 2011 年头两个月的工业增加值同比仍然维持了较高的水

平，甚至高于 2005 至 2008 年的平均水平（图 20），但通胀就不这么乐观了。从 2010 年初开始，在国际货币低利率的大环境下，基本面相对较好的东南亚、中北欧和南美吸收了大量的资本流入（图 21），这与旺盛的国内需求和没有受到多打击的国内生产一起，推高了新兴经济体的通胀水平（图 20）。

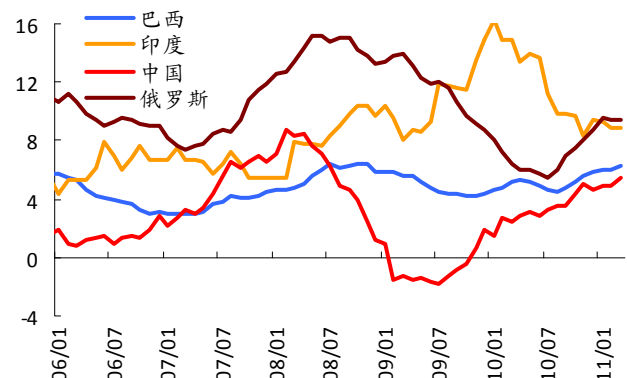
特别是其中的“金砖四国”，他们之中资本账户开放程度越高，通胀就越难以控制（图 19，图 20）。其 CPI 指标在针对性的先后加息后，并没有出现下降的趋势，只不过仍然保持在相对高位而已（图 20）。总体上看，**2011 年新兴经济体的货币政策无疑是偏紧的；在跨境资金流动方面，2010 年底部分新兴经济体实施的一些诸如资本流入税，间接资本管制等措施不会取消。**

图 22：“金砖四国”近期政策利率调整（%）



数据来源：CEIC，“加息”标识的是该经济体第一次加息的日期；宏源证券研究所

图 23：“金砖四国”CPI 同比（%）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

五、小结

在 2008 年金融海啸爆发之初，全球各主要经济体均能协调合作，响应华盛顿 G20 峰会的号召，同步采取扩张的财政政策和货币政策。从危机后阶段过渡到后危机时代后，由于各国复苏情况不同，宏观调控政策早已渐行渐远。如果说 2010 年国际商品和资金市场主要都是由发达经济体的流动性驱动的，那么 2011 年日本地震、中东地缘风波和石油市场动荡等一系列因素将使得这类驱动的作用更为复杂化。

由于通胀难以控制，已经迈入财政整固路径的欧元区率先选择了加息，结束了长达两年多的非常规货币政策时期。美国在实体经济风险尚存和未来财政整固的预期下，今年内难以采取紧缩的措施，预计美元的货币数量环境从下半年开始由松转稳，但利率政策短期内难以调整。受到大地震冲击的日本在灾后投入了大量的流动性，随着下半年灾后生产恢复和重建先后展开，以及逐步实施的注资计划，低利率的日元会接过美国 QE2 的接力棒，将全球的流动性继续维持在较高的水位。而最尴尬的还是新兴经济体集团，没有国际铸币权的他们不仅要忍受资本流入的不良影响，还要忍受大宗商品价格波动的风险，货币政策不得不继续保持稳健或紧缩。总体而言，我们对今年全球流动性水平比较乐观，特别是二季度全球资金还是十分充裕的：一方面，货币政策的分化将成为全球经济“双速恢复”逐步收敛的主要驱动力之一；另一方面，2011 年的国际流动性环境依然复杂，这与同样复杂的各类事件冲击的余波混合在一起，将导致国际资金和大宗商品的价格波动幅度加大。

表 4: IMF 对全球经济体部分预测汇总 (同比, %)

	历史值		预测		相对 1 月调整	
	2009	2010	2011	2012	2011	2012
世界产出¹	-0.5	5.0	4.4	4.5	0.0	0.0
发达经济体	-3.4	3.0	2.4	2.6	-0.1	0.1
美国	-2.6	2.8	2.8	2.9	-0.2	0.2
欧元区 ²	-4.1	1.7	1.6	1.8	0.1	0.1
德国	-4.7	3.5	2.5	2.1	0.3	0.1
法国	-2.5	1.5	1.6	1.8	0.0	0.0
意大利	-5.2	1.3	1.1	1.3	0.1	0.0
西班牙	-3.7	-0.1	0.8	1.6	0.2	0.1
日本	-6.3	3.9	1.4	2.1	-0.2	0.3
英国	-4.9	1.3	1.7	2.3	-0.3	0.0
加拿大	-2.5	3.1	2.8	2.6	0.5	-0.1
其他发达经济体 ³	-1.2	5.7	3.9	3.8	0.1	0.1
亚洲新兴工业经济体	-0.8	8.4	4.9	4.5	0.2	0.2
新兴与发展中经济体⁴	2.7	7.3	6.5	6.5	0.0	0.0
中东欧	-3.6	4.2	3.7	4.0	0.1	0.0
独联体	-6.4	4.6	5.0	4.7	0.3	0.1
俄罗斯	-7.8	4.0	4.8	4.5	0.3	0.1
俄罗斯之外	-3.1	6.0	5.5	5.1	0.4	-0.1
亚洲发展中国家	7.2	9.5	8.4	8.4	0.0	0.0
中国	9.2	10.3	9.6	9.5	0.0	0.0
印度	6.8	10.4	8.2	7.8	-0.2	-0.2
东盟 5 国 ⁵	1.7	6.9	5.4	5.7	-0.1	0.0
拉丁美洲与加勒比	-1.7	6.1	4.7	4.2	0.4	0.1
巴西	-0.6	7.5	4.5	4.1	0.0	0.0
墨西哥	-6.1	5.5	4.6	4.0	0.4	-0.8
中东北非	1.8	3.8	4.1	4.2	-0.5	-0.5
撒哈拉以南非洲	2.8	5.0	5.5	5.9	0.0	0.1
备注项						
欧盟	-4.1	1.8	1.8	2.1	0.1	0.1
按市场汇率折算的全球增长	-2.1	3.9	3.5	3.7	0.0	0.1
世界贸易量 (商品和服务)	-10.9	12.4	7.4	6.9	0.3	0.1
进口						
发达经济体	-12.6	11.2	5.8	5.5	0.3	0.3
新兴与发展中经济体	-8.3	13.5	10.2	9.4	0.9	0.2
出口						
发达经济体	-12.2	12.0	6.8	5.9	0.6	0.1
新兴与发展中经济体	-7.5	14.5	8.8	8.7	-0.4	-0.1
商品价格 (美元)						
石油 ⁶	-36.3	27.9	35.6	0.8	22.2	0.5
非燃料 (基于商品出口权重)	-15.8	26.3	25.1	-4.3	14.1	1.3
消费价格指数						
发达经济体	0.1	1.6	2.2	1.7	0.6	0.1
新兴与发展中经济体	5.2	6.2	6.9	5.3	0.9	0.5

数据来源: 来自 IMF2011 年 4 月《世界经济展望》的表 1.1, 选取了部分内容; 注 1: 季度估计和预测占世界购买力平价权重的 90%; 注 2: 不包括爱沙尼亚; 注 3: 不包含美国, 欧元区和日本; 注 4: 季度估计和预测约占新兴发展中经济体的 79%; 注 5: 印尼、马来西亚、菲律宾、泰国和越南; 注 6: Brent、迪拜和 WTI 原油价格的简单平均; 宏源证券研究所

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglilie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jjahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。