

研究员：郭艳红 刘顺琦 周东海

Tel: 010-59370855

Email: guoyanhong@hczq.com

流动性有近忧无远虑

简评央票发行利率提升

主要观点

连续持稳近5个月之后，央票发行利率终于在1月7日迎来上行，当日发行的3月期央票参考收益率较前期上涨4.04个基点。受此影响，亚洲市场大宗商品和A股市场出现大幅下挫。

我们认为，此次央票利率的提升，是在国内通胀压力加大背景下，政府意在管理通胀预期的系列政策措施之一。最能体现国内通胀预期的是大宗商品市场、房地产市场以及证券市场。之前出台的抑制房价的系列举措，以及加大证券市场新股发行节奏等一系列措施是明确的紧缩政策信号。而此次央票利率提升是通胀预期管理的进一步措施之一，意在熨平经济增速，延长经济持续增长的区间。政策对流动性的紧缩将主要迎来经济自发孳生流动的挑战，流动性问题很可能仅为近忧，但并无远虑。

对于流动性，根据费雪方程式可以简单的表示为 MV ，即影响市场流动性的主要因素为货币投放量乘以货币流通速度。显然，**今年的货币投放量 M 对流动性或为负贡献**，但**货币流通速度 V 的正贡献可能超预期**，主要原因是当前市场上通胀预期不断攀升，在名义利率不变的前提下，必然导致预期的实际利率为负，民间投资不断增加，货币流通速度上升。因此，即使在货币供应量增量为0的情况下，由于通胀预期触发民间投资，从而推动货币流通速度上升，仍可以保证市场上充足的流动性。

与此同时，外部流动性贡献正作用。虽然外部资本对中国经济的信心曾经在08年动摇过，但这种动摇持续时间相当短暂，外部资本将再次充当国内流动性的一分子。02年以来，外部资本对国内流动性的贡献，即剔除贸易因素后外资的变化。从中我们发现，02年以来，仅08年6个月左右、07年2个月左右、06年3个月左右以及03年2个月左右，共13个月，外部资本对中国经济有所担忧，其他时间处于追逐国内资产的过程，从而对国内流动性形成正贡献，这种情形在09年1季度之后再次呈现，并有可能达到新的高度。

相关研究报告

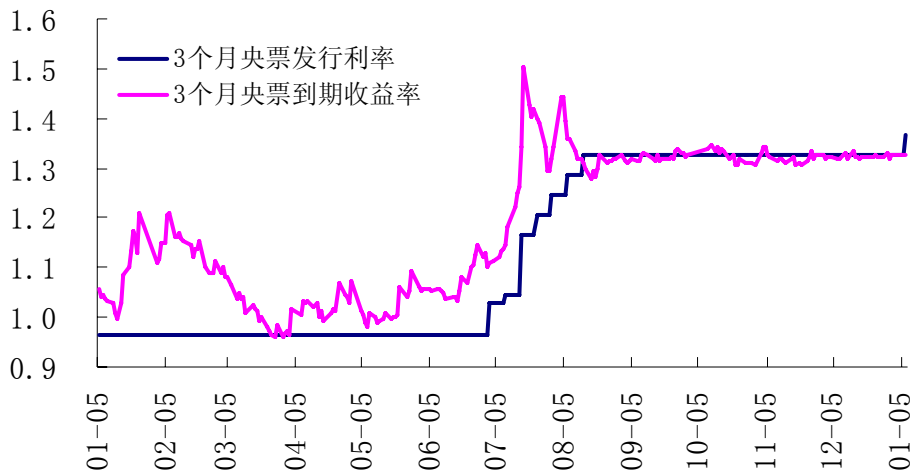
《二次下跌将再次提供交易性机会》
2009-11-27

《继续下跌将带来交易性机会》
2009-11-25

一、意在管理通胀预期

央行昨日发行的 3 个月期央票利率忽然提升 4 个基点，市场将此理解为紧缩的明确信号，担忧出现更大范围的政策紧缩。该现象曾在去年的 7 月 2 号出现，如图 1，7 月初以来央票发行利率小幅抬升直至 8 月初，作为一种收紧流动性的信号，此时也伴随着信贷的指导性限制。

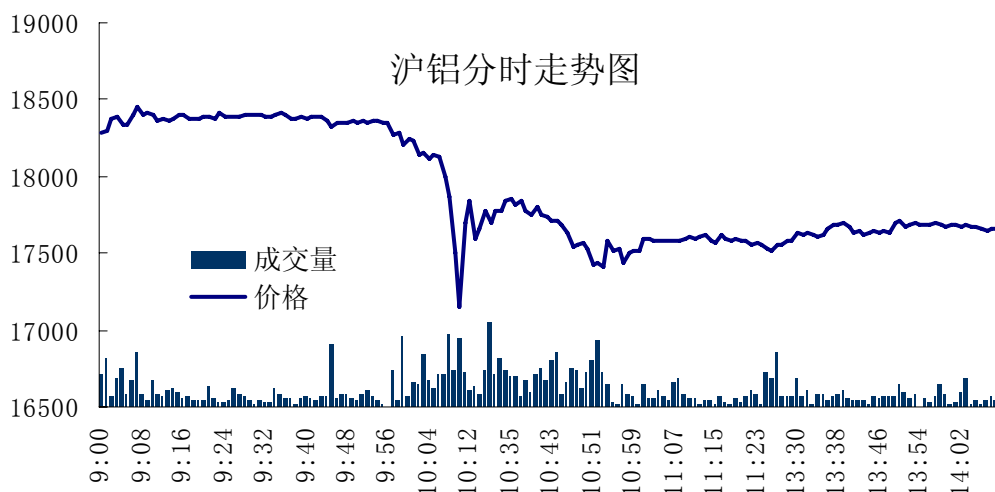
图表 1 央票利率提升明确势放通胀预期管理信号



资料来源: Wind

因此，央行再次出乎预料的提高央票发行利率时，市场尤其是大宗商品市场对此反应剧烈，如图 2 所示，沪铝在午盘交易时间突然大幅跳水，由上涨 3% 左右至下跌 3%，同时彭博资讯和路透播报了中国央行 19 周以来首次票据升息的信息，由于此轮大宗商品上扬行情有强劲的中国经济带动，中国央行的举动使得全球大宗商品市场一度出现剧烈波动。

图表 2 大宗商品市场反应剧烈

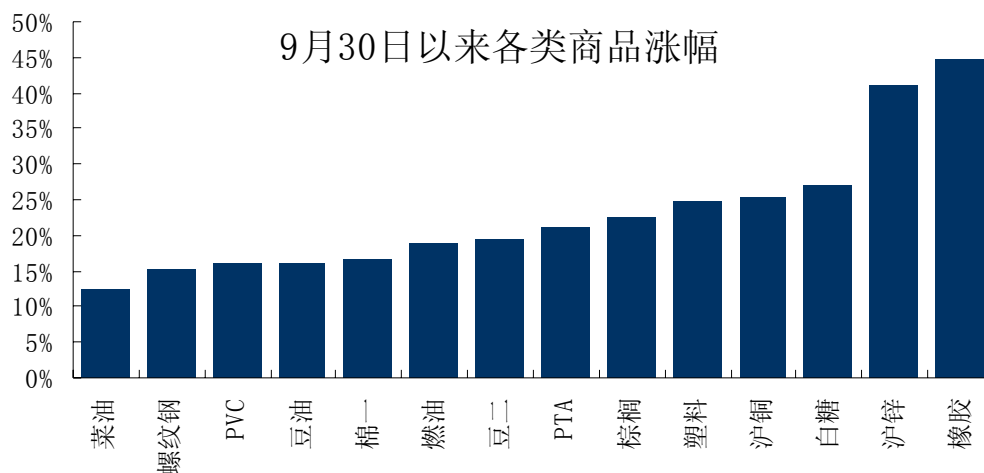


资料来源: Wind

央行的做法是管理通胀预期体现。如图 3 所示，自 9 月末以来，国内主要商品期货价格均出现了大幅上行，其中大宗商品沪铜、塑料涨幅超过 20%，沪锌和沪橡胶涨幅更是超过 40%，虽然寄予厚望的粮食价格目前仍没有看到价格大幅上涨的现象，但如此多品种的商品价格出现大幅上涨，无疑强化了通胀预期。尤其是最近一段时期，东南亚部分国家宣布出现严重通

胀后，作为背景类似的中国，在通胀预期不断增强的情况下，采取措施释放信号是应时之举。因此，此次央行提高票据发行利率是管理通胀预期的一部分，后续仍将出台类似措施，以保证经济平稳复苏。

图表 3 通胀预期近期显著强化



资料来源: Wind

二、通胀预期管理使流动性存近忧

流动性因管理通胀预期有近忧。在管理层首提通胀预期管理时，我们便判定是明确的紧缩政策开始信号，一系列措施可能将出现，从目前情况看，最能体现全国性通胀预期的无非是大宗商品市场、房地产市场以及证券市场。

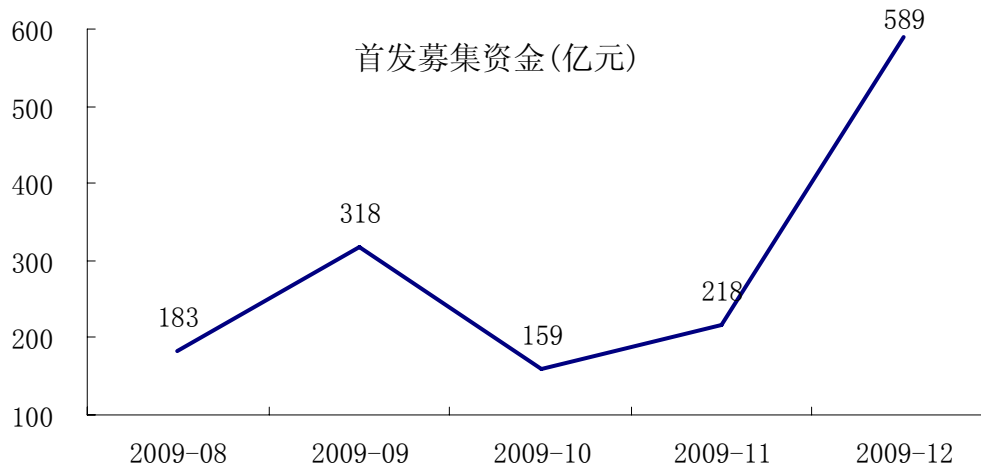
此三类市场都是最易受流动性影响部分，从商品市场看，由于投资需求为商品市场的一大刺激因素，因此投资增速逐渐受到关注，一系列淘汰产能等抑制投资的措施不断出台，银行信贷受到实质性限制。同时，作为对流动性吸收能力较强的另一市场，证券市场迎来了少见的融资规模，如图 5 所示，2009 年 8 月份以来，证券市场融资额持续攀升，2009 年 12 月更是达到少见的近 600 亿元，管理层试图增加股票供给稀释流动性的意图比较明显，尤其是近期出台的个人限售股征税措施，更是为后续融资铺路；与此类似，房地产市场自去年 12 月初以来，受到政策层持续关注，管理层试图打破房价过快上涨预期的意图比较确定。此种背景下，整体流动性有近忧，这种担忧主要来自人为的政策干扰，是预期管理的结果。

图表 4 信贷控制将为 10 年主题之一



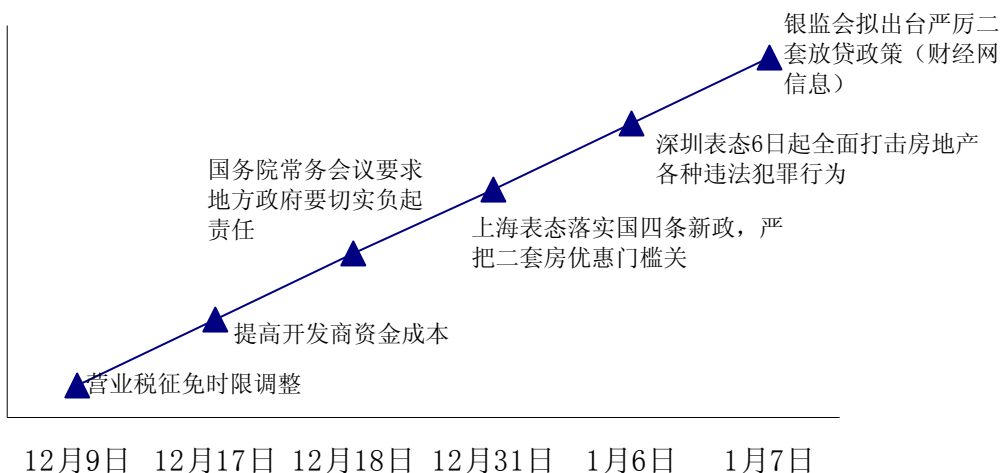
资料来源: Wind

图表 5 证券市场担当吸收流动性重任



资料来源: Wind

图表 6 挤压房地产市场流动性, 遏制过快上涨预期



资料来源: Wind

三、流动性无远虑

流动性虽有近忧，但无远虑。因为对于流动性，实质为整个经济体系中的广义货币和流动性总量，是不同种类的金融资产按各自规模数量与其执行交易手段的系数的乘积加总的综合体，是动态的流动性总量。根据费雪方程式可以简单的表示为 MV ，即影响市场流动性的重要因素为货币投放量和货币流通速度。

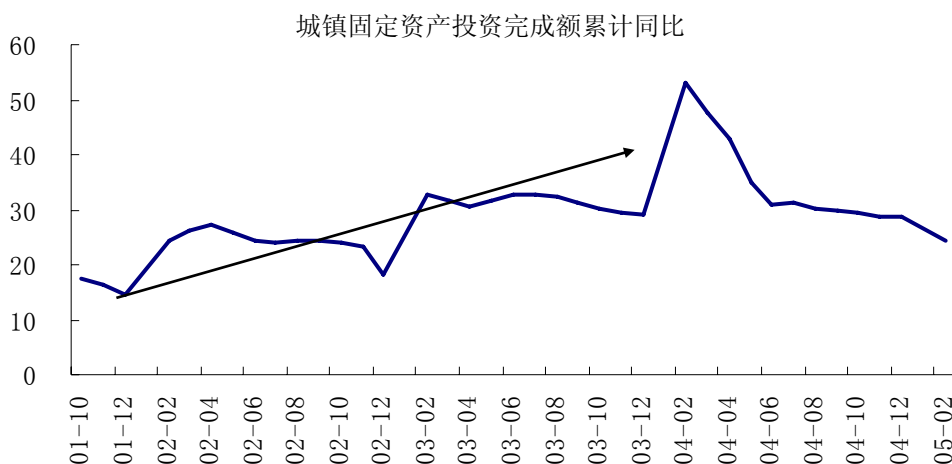
今年 M 对流动性或为负贡献。虽然 1 月 6 日落幕的中国人民银行年度工作会议指出,2010 年央行将坚持实施适度宽松的货币政策,保持货币信贷总量适度增长。然而在经过 2009 年井喷式的信贷投放后，去年前 11 个月金融机构新增贷款规模高达 9.21 万亿元，可以预见今年的货币投放增长空间有限。

V 的正贡献可能超预期。随着经济的逐渐好转，货币流通速度 V 必然表现为不断上升的过程，以反应经济活跃度增加，从中国目前实际看，今年 V 的上升将是与民间投资同步的过程，而民间投资决策的关键所在在于资金成本，这个成本在市场上表现真实利率，即名义利率减去通货膨胀率。当前市场上通胀预期不断攀升，在名义利率不变的前提下，必然导致预期的实际利率为负，民间投资不断增加，货币流通速度上升。

因此，即使在货币供应量增量为 0 的情况下，由于通胀预期触发民间投资，从而推动货币流通速度上升，仍可以保证市场上充足的流动性。

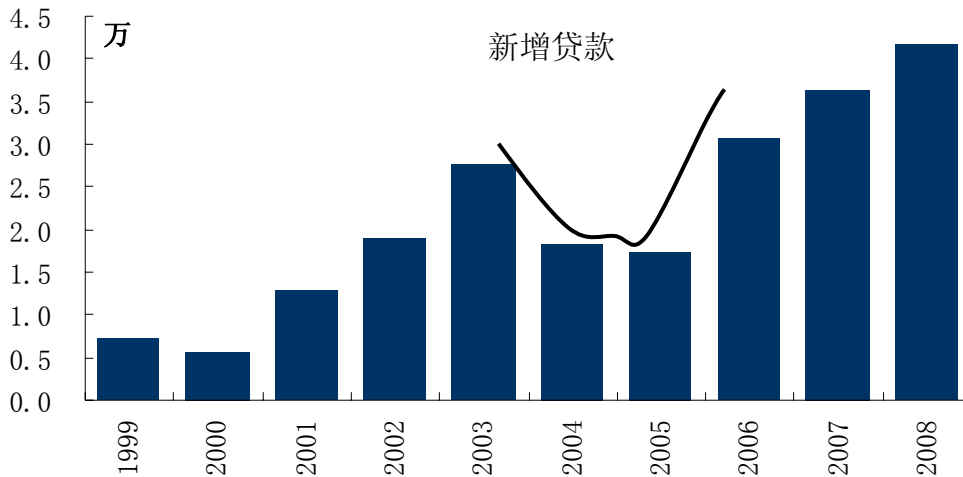
2004 年中国流动性变化对此形成支撑。2004 年是中国经济确定性摆脱通缩风险进入通胀风险的年份，在此之前中国经历了连续三年的大规模投资，在中国经济出现过热苗头时，通胀管理逐渐开始出现。政策层面的举措为贷款增速受到限制，试图从银行信贷的角度对 M 和 V 形成限制，如图 8 所示，2004 年新增贷款由 2.8 万亿锐减至 1.8 万亿，不足 03 年的 70%。

图表 7 同样是投资过快



资料来源: Wind

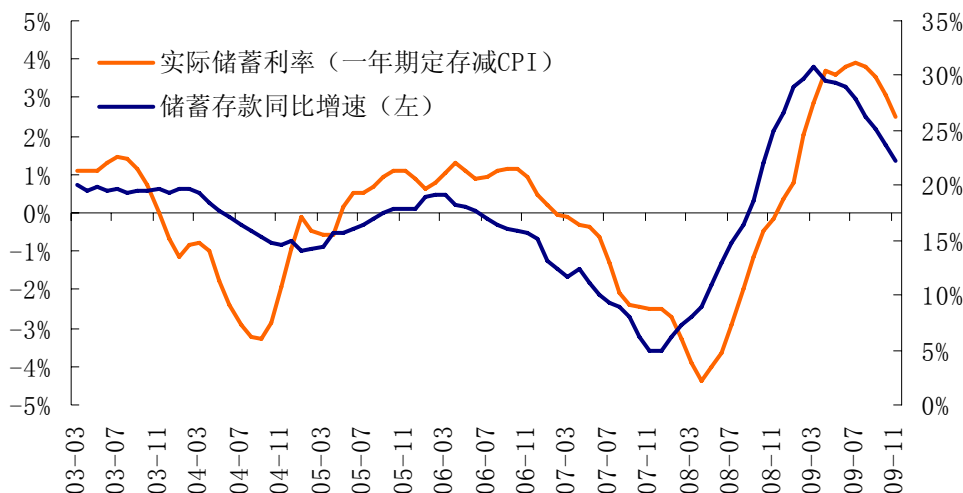
图表 8 上一轮对信贷的限制



资料来源: Wind

经济自然增长产生的流动性难以打消。由于中国经济自 2003 年开始已经确定走出通缩，后来延续前期政策使得经济活跃度持续扩张，宏观经济在 03 年增长 9.1% 的基础上，进一步跃升至 10%，由此产生的经济活动活跃度大大增加，导致货币流通速度产生的流动性远远超出政策收缩的流动性。在提高利息前或者利率提升幅度未达合适目标前，这种经济自身孳生的流动性将使得整体流动性环境十分宽松。图 9 为这种背景下，流动性溢出银行系统的过程和逻辑。其中实际储蓄利率为一年期定期存款利率减去 CPI 同比，并经过 3 个月平滑，可以看出，随着实际储蓄率转负，即通胀预期逐渐兑现，大量流动性从银行系统流出，该情形在 03 年末和 06 年初两次出现，目前再次出现了此种迹象，随着经济的逐步好转，通胀预期逐渐兑现，实际储蓄率进一步下降，流动性流出银行系统的趋势将更趋明显。

图表 9 国内储蓄释放的流动性将加强

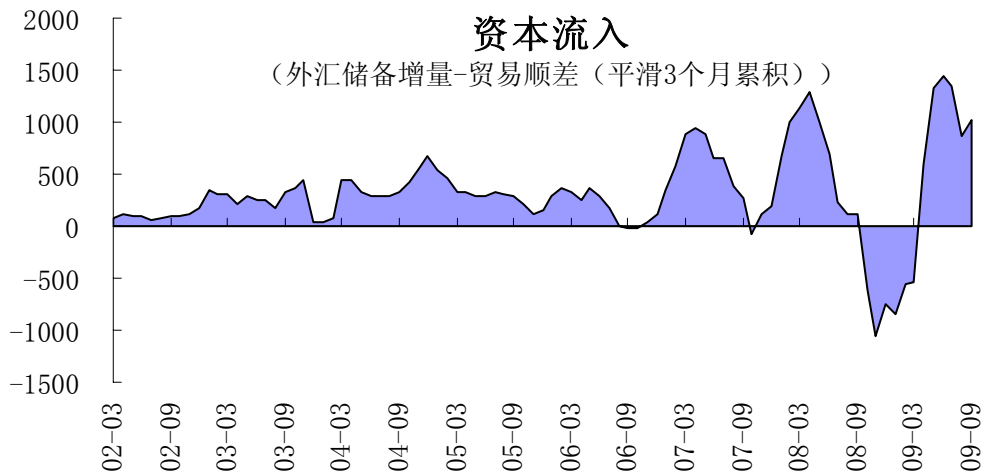


资料来源: Wind

与此同时，外部流动性贡献正作用。虽然外部资本对中国经济的信心曾经在 08 年动摇过，但这种动摇持续时间相当短暂，外部资本将再次充当国内流动性的一分子。图 10 为 02 年以来，外部资本对国内流动性的贡献，即剔除贸易因素后外资的变化。从中我们发现，02 年以来，仅 08 年 6 个月左右、07 年 2 个月左右、06 年 3 个月左右以及 03 年 2 个月左右，共

13 个月，外部资本对中国经济担忧过，其他时间处于追逐国内资产的过程，从而对国内流动性形成正贡献，这种情形在 09 年 1 季度之后再次呈现，并有可能达到新的高度。

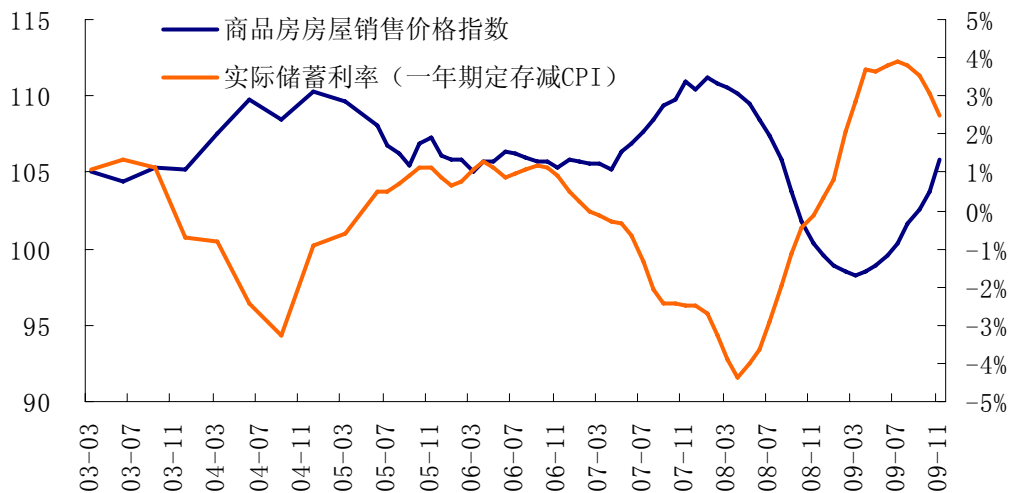
图表 10 国外资本流入对流动性正面作用将加强



资料来源: Wind

作为结果，通胀管理收紧的流动性恐难敌经济自身孳生的流动性，表现在资产价格形式上，虽然 2003 年以来中国证券市场表现平平，仅仅在 03 年 3 季度末至 04 年 1 季度末出现 30% 左右的上涨，但并不能说明流动性更强无法得到验证，因为从地产市场看，03 年开始商品销售价格指数进入了快速上涨期，在信贷限制十分严厉的 2004 年依然保持最快的上涨速度。

图表 11 流动性充裕推升房价



资料来源: Wind

综合而言，此次央票提息是通胀预期管理的措施之一，意在熨平经济增速，延长经济持续增长的区间，政策对流动性的紧缩将主要迎来经济自发孳生流动的挑战，流动性问题很可能仅为近忧，并无远虑。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801