

正在出现的流动性短期拐点

◎平安证券首席经济学家 巴曙松博士

伴随着本币升值而引发的流动性充裕是赶超型发展中国家普遍出现的一个特征,国内当前资产价格上涨也与之有关。但通过新近的数据分析,我们似乎看到流动性可能面临短期拐点,央行的货币政策操作也面临更新的金融市场环境。

一、各个层面的流动性短期分析都可能出现短期拐点

流动性这个概念的界定并没有严格一致的认识,依据立场与环境的不同,流动性指代的对象也不尽相同。目前可以认为,流动性大致体现在商业银行头寸、央行货币发行和金融市场流动性等三个层面。这三个层面的流动性短期来看可能并不像市场普遍认为的那样充裕。

首先,从商业银行流动性头寸来看,经过准备金率上调和央票发行,商业银行特别是中小商业银行的流动性已经偏紧。

2006年以来7次调整存款准备金率,目前已经提高到10.5%,距离历史最高水平13%仅有一步之遥。而以金融机构在央行存款储备比例估算的平均超额准备率大约为1%,调整空间几乎已经不大,可以说处于历史低点。无论是与2006年中的6%左右的水平还是年底4%左右的水平相比,2007年以来超额准备金比例不仅水平较低,而且一直呈现明显的下降趋势(见图一)。另一方面,今年以来央票发行的对冲规模持续上升,目前今年累计的净回笼额为7300亿元,中小银行流动性头寸并不充裕。近期央行面对宏观经济数据偏热而迟迟未能动用利息或者准备金政策,央票回笼力度近期也有趋弱迹象,表明商业银行层面的流动性可操作空间已较小(见图二)。

其次,货币供应层次的流动性相对实体经济趋于偏紧。

当前普遍认为,高企不下的贸易顺差和外资流入造成外汇储备快速增长,从而导致央行被动发行大量对冲性货币并引起流动性泛滥,而事实上这一推断可能并不全面。一是相对于GDP增长,M2的相对增速在放缓,1997年以来金融深化趋势下,我国M2的投放速度一直在GDP增长的2倍左右,最高达到3倍之多,但目前这一数字已经基本下降至1倍多一点。即新增M2速度基本与GDP增速差不多,货币供应的增量对流动性贡献并不大(见图三);二是央行进行外汇储备占款的冲销力度已经相当大,这部分流动性贡献有限。2007年一季度外汇储备增长规模为1356.9亿美元,预计半年增长大约为2700亿美元左右,但今年以来央票发行的净对冲规模在7300亿元,再加上存款准备金提升后带来的净冲销规模大约4000亿元,这已经抵消了很大一部分外汇储备增

加带来的流动性影响;三是M1和M2差值开始有所缩小,5月份公布的金融数据中M1和M2同比增速分别为19.3%和16.7%,两者自去年11月以来出现交叉后在今年1月达到高点,但此后不断回落,显示出从储蓄流向投资市场的M1已经逐渐趋缓。总的来看,从货币供应层次考察的流动性并不特别充裕,相对实体经济而言还略有偏紧趋势。

再次,从股票市场来看,依靠储蓄转换推动市值上升的动能在减弱。今年以来证券保证金规模上涨大约超过300%,今年以来A股市场开户数截至目前达到1308.9万户,已经比去年增长5倍多,这导致很多观点认为存量储蓄转向投资市场将维持市场上涨动力。尽管居民投资者的介入的确是推动前一段市场上涨的重要动力,但这一逻辑的极限在何处,总市值、居民储蓄之间的制衡关系可能提供一个考察视角。

我们看到,日本和我国台湾在本币升值期间引起股市大幅上涨,总市值也迅速扩张,但在上世纪90年代初泡沫到达顶峰时,总市值均接近或略超过总储蓄,其比值分别为0.90和1.18,之后总市值开始下降并偏离总储蓄。在总市值接近总储蓄后股票开始下滑,这其中有一个可以判断的因素是在总市值不断扩大后依靠存量资金入场推动总市值上扬需要更大的资金,边际动量在逐步减小。因而如果一个市场缺乏足够的总储蓄规模支撑,可能总市值的大幅增加将是泡沫形成的表征。目前我国A股市场最高总市值达到18万亿,而总储蓄在3月份达到最高的17.2万亿,该总市值/总储蓄之比为1.22左右。尽管这其中有流动性杠杆撬动的因素,但可能也显示储蓄资金推动不足的境况。一个明显的例证是A股市场在4300点时总市值为18万亿,与总储蓄相当,但平

均市盈率达到55倍,明显高于周边市场,偏离基本价值区域。受近期市场调整影响,A股日均开户数已一度回落至20万以下,监测市场推动力的资金流量指标也随指数回调而出现减弱,储蓄资金维持市场流动性的动力在逐步减弱。

二、当前政策挑战和中期流动性管理

可以看到,央行层面的流动性治理已经获得很大成效,商业银行与货币发行层面的增量流动性在趋紧,而证券市场中由资产结构转化而来的存量流动性缺乏足够的空间,那么短期内原本认为流动性泛滥的局面可能面临拐点。特别是对于目前的A股市场而言,考虑到大小非解禁、新股加速发行和H股回归加快等因素,当前市值所要支撑的流动性并不乐观。

如果上述判断得以成立,则当前宏观政策操作不得不面对这样的尴尬,即实体经济数据有过热倾向,通胀受食品价格影响逐步走高,资本市场面临方向选择。一旦存量储蓄再次出现虹吸效应仍可能继续推动资产价格上涨,但央行所能采取的紧缩性货币政策空间有限,并且可能无法做到对症下药。短期来看,这种两难冲突确实给央行操作带来难度,而从更长远时间看,劳动生产率的提高带来升值压力、技术进步带来实际利率环境的宽松以及巨大的存量储蓄规模都会继续造成流动性长期充裕的局面。货币政策操作的挑战在于如何平衡短期和长期流动性管理之间的矛盾,我们认为当前应当重视以下几个关系的平衡:

首先,平衡好实体经济调整和银行体系流动性的关系

尽管央行曾经表明货币政策应当关注资产价格,但主要还是针对实体经济,其手段就是调节银行体

系的流动性,通过利息、准备金率和公开市场操作等手段收紧或放宽银行头寸。总体上看,固定资产投资较高,新开工项目也出现反转,CPI达到3.4%是这1-2年内的新高,特别是贸易顺差高达224.5亿美元,是今年以来贸易顺差达到月度次高,前5个月总额也接近去年总额的一半。种种迹象表明当前经济增长速度不低,同时也显示出实体经济运行中内需的相对不足,特别是对贸易顺差的波动趋势,更可以清晰地看出这一点。此时,如果过于紧缩流动性,更可能导致商业银行出现流动性风险,反而伤害实体经济的增长。因此,可能更需要采取结构性手段,例如适当放松对投资的管制,重点在于加紧高耗能、高污染项目控制;针对外贸顺差压力则主要着眼于扩大内需,降低对外需的过分依赖,适当提高生产要素价格,反映资源品的合理价格。

其次,平衡好总市值和流通市值的关系

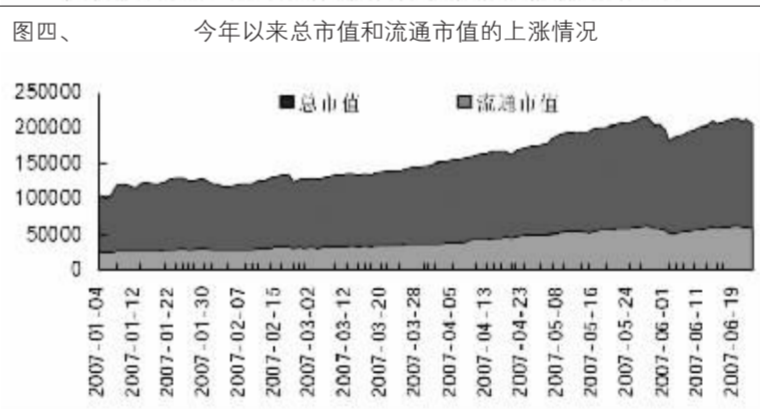
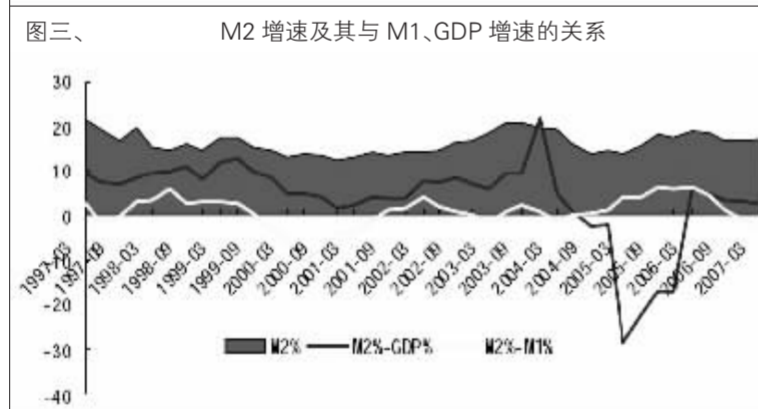
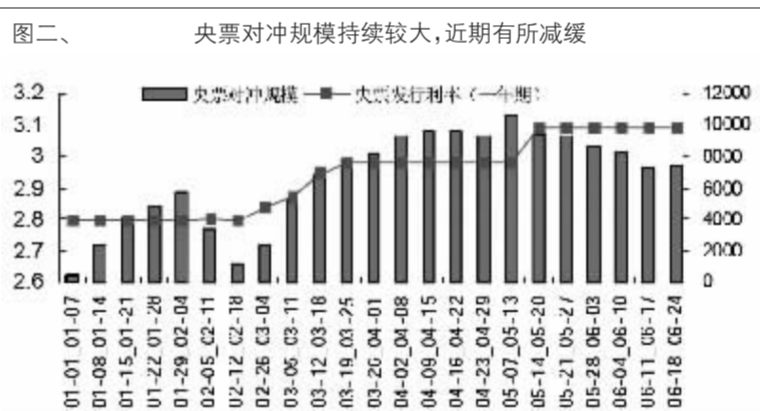
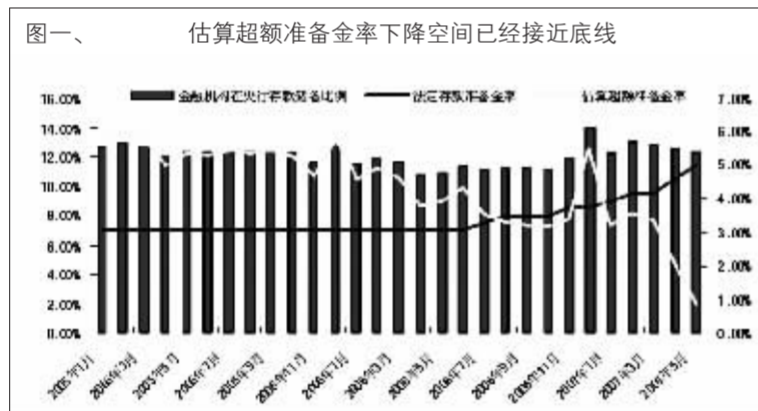
A股市场的特殊性是在于目前没有全流通环境下,流通股只占总股本的22.9%,特别是一些大盘指标的流通股本/总股本的比例较低,中国银行、工商银行、中国人寿、中国石化的比值分别仅为2.1%、2.7%、3.2%和4.1%,过高的杠杆率可能会造成流通市值与总市值的过度偏离。如果按照日本和我国台湾的经验,一定规模总市值需要一定规模总储蓄来支撑的话,我国储蓄规模换算成流通市值将造成总市值大大偏离价值区域,这种泡沫如果真形成将是无法估量的。2007年以来流通市值从23838.9亿上升到58218.4亿元,而总市值则从104274.6亿元上升到了204600.52亿元,也即用34399.5亿元资金推动了100325.92亿元市值,相当于3倍的杠杆率,显然这种趋势的进一步发展将会带来A股市场特

定的泡沫(见图四)。当前的金融政策,应当从宏观上,从金融结构上注重这种平衡。例如当前要积极采取措施有步骤提高部分绩优大盘蓝筹股的流通股本/总股本比例,释放出部分冻结的或非流通股本,从而让投资者更多持有这些具有成长价值的蓝筹股,同时也降低了流通股本杠杆率过高的风险。

第三,平衡好居民储蓄和金融市场产品的关系

2006年以来,一轮波澜壮阔的大行情吸引了大量存量储蓄资金进入股市,我国居民户存款继4月份减少1674亿元,创历史月度最大降幅后,5月份减少数额再度刷新历史记录至2784亿元,这其中大部分被用于购买股票和基金。我国目前17万亿的储蓄存款和接近负利率的环境促使居民将储蓄转化为投资品是合理取向,资产结构的转换同样有利于我国直接融资和间接融资结构的调整。但是一方面,储蓄资产向投资品转化需要一定的空间,A股市场在2005年底市盈率不到15倍,处于低估水平,股改后一系列综合效应吸引居民投资是正常的。但在市盈率超过50倍后吸引力已经大为有限,此时储蓄资金盲目进入只能进一步增加风险,因此居民资产结构转换必须有可吸引的价值空间;另一方面,目前过多的资金追逐较少的可投资品将无疑隐含局部的结构性泡沫风险。尽管提高存款利率、取消利息税有助于改善负利率环境,能改变股票市场和储蓄市场的相对收益比,但政策的核心还在于提供更多投资标的,特别是多样化的金融产品,结合短期市场情况有步骤地实现市场扩容,这样才能平稳有序地推动居民储蓄的资产结构转换。

(中信证券研究部陈华良先生参与了本文的写作)



券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:5月28日-6月27日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	报告类型	发布时间	2007报告预期		2008报告预期		2007一致预期		2008一致预期		目标价	6.26收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
601919	中国远洋	中金公司	推荐	深度报告	6-26	0.27	60.667	0.38	43.105	0.332	--	0.455	--	16.38	
600825	新华传媒	中金公司	审慎推荐	深度报告	6-25	0.64	56.859	0.7	51.986	0.595	57.986	0.741	46.564	36.39	
600271	航天信息	中金公司	审慎推荐	深度报告	6-20	1.173	42.617	1.402	35.656	1.279	39.08	1.493	33.492	49.99	
000836	鑫茂科技	天相投顾	买入	深度报告	6-14	0.41	44.707	0.71	25.817	0.486	34.294	0.757	22.002	18.33	
002137	实益达	中信证券	无	新股研究	6-11	0.539	81.429	0.839	52.312	0.542	73.561	0.778	51.266	43.89	
600897	厦门空港	兴业证券	推荐	一般报告	6-8	0.513	35.127	0.605	29.785	0.517	32.261	0.628	26.553	18.02	
600048	保利地产	中金公司	审慎推荐	深度报告	6-1	0.96	48.021	1.61	28.634	1.17	40.036	1.72	27.235	46.1	
601628	中国人寿	海通证券	中性	一般报告	6-1	--	--	--	--	0.989	45.012	1.247	35.706	43.41	
600583	海油工程	华泰证券	推荐	一般报告	5-31	1.05	37.295	1.38	28.377	0.991	37.331	1.212	30.545	39.16	
601328	交通银行	中金公司	回避	一般报告	5-31	0.34	33.471	0.47	24.213	0.346	32.716	0.468	24.149	11.38	
601328	交通银行	海通证券	中性	点评报告	5-31	0.37	30.757	0.56	20.321	0.346	32.716	0.468	24.149	12.4	
002083	孚日股份	国信证券	谨慎推荐	深度报告	5-31	0.329	45.532	0.473	31.67	0.352	40.879	0.467	30.795	14.98	
601318	中国平安	安信证券	买入	点评报告	5-30	2.18	33.573	1.99	36.779	1.817	40.863	2.31	32.144	73.19	
601628	中国人寿	安信证券	买入	点评报告	5-30	1	43.41	0.92	47.185	0.989	45.012	1.247	35.706	45.84	
600325	华发股份	中金公司	推荐	深度报告	5-29	1.1	29.027	2.13	14.991	1.074	28.704	1.829	16.866	31.93	
000701	厦门信达	东北证券	中性	点评报告	5-29	--	--	--	--	0.1	80.083	0.1	80.083	8.36	
600003	东北高速	银河证券	无	点评报告	5-29	--	--	--	--	0.215	28.804	0.246	25.204	6.5	
600600	青岛啤酒	联合证券	增持	深度报告	5-28	0.392	69.923	0.504	54.385	0.42	63.233	0.537	49.524	27.41	

说明:“首次关注”品种由于市场认知度不高往往非对称信息体现得较为

明显,在知情者交易向公众化交易过渡过程中黑马频出。我们从两个角度追踪机构的动向,一是利用机

构研究报告明示出具的“首次关注”为筛选逻辑,但应注意到的是某机构出具的首次关注品种可能已是其他

机构早已纳入关注范畴的品种;二是从全部卖方机构的研究成果中筛选出一个周期内第一次被机构纳入研

究关注范畴的品种(即首篇报告)。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-go.com)

信息评述

胡晓炼:抑制短期投机资金流入

中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长胡晓炼近日强调,重点监督短期投机性资本流入,强化对跨境资本尤其是短期资本流动的监控和管理,依法对没有实际交易背景和虚报出口交易额的外汇流入进行查处,是近期外汇管理工作的重点任务之一。

齐鲁证券:

我们看到,重点监督短期投机性资本流入,强化对跨境资本尤其是短期资本流动的监控和管理,依法对没有实际交易背景和虚报出口交易额的外汇流入进行查处,是近期外汇管理工作的重点任务之一。境外投机资本通过各类隐性渠道大举进入国内,增加了流动性管理难度,冲击了市场的稳定,管理层加大这方面监管,将有助于市场的持续稳定健康,在一系列监管措施相继推行的前提下,我们认为,投资者的投资行为将日趋理性。

海通证券:

这是国家外汇管理机关第一次以权威方式提出抑制“热钱”流入。由于没有真实投资和贸易等真实的经济交易为基础,“热钱”(即外汇投机资本)的流动性很大,一定规模的“热钱”进出将对目标市场具有颠覆性的影响。国家外管局少有地走到台前强调对“热钱”的监督,表明当前流动性管理的艰巨性和复杂性。在基本没有发生实质性改变的情况下,我们只能对管理流动性过剩的前景表示谨慎乐观。

利息税政策或将调整

十届全国人大常委会第二十八次会议于6月24日至29日举行,此次会议的议程之一是讨论授予国务院减免利息税方面的权力,这意味着从1999年实施至今的利息税政策或将调整。

申银万国:

有专家建议利息税政策可分步调整,先将税率从20%降至10%,以改善目前税后居民存款实际利率为负的局面。取消或降低利息税是对个人储户的补偿,有利于缓解负利率的局面。如果是针对居民储蓄分流而出台的对策,那政策的效果就值得商榷。调整利息税不可能从根本上改变居民理财的方向性变化,中国居民资产的存量结构调整才刚刚开始。利息税减半相当于加息一次,从以前的实际情况看,居民并没有把资金回流到银行,二级市场资金受到的冲击很小。从央行政策的脉络看,调整利息税可以形成对加息的替代,减缓加息步伐。而且商务部市场运行司最新的监测数据显示,鸡蛋和食用油的价格都出现回落态势,6月份的物价指数再创新高

国内首只结构化分级基金获批

证监会周二正式核准了国投瑞银瑞福分级股票型基金的发行申请,该基金成为国内首只创新型结构化分级基金。

申银万国:

这是基金的首只结构化产品,丰富了基金的品种和投资者的选择,适合不同风险偏好的投资者。该基金份额分成预期收益与风险不同的两个级别,其中瑞福进取在发行期结束后,采取类似封闭式基金的方式上市交易,瑞福优先在场外定期开放申购赎回。从产品的说明来看,瑞福进取相当于一份普通的封闭式基金加上享有超额分配权的看涨期权。由于目前处于牛市,看涨期权的存在容易出现收益增长的放大效应,适合激进型的投资者。瑞福优先则给投资者一个明确的预期收益,即“一年期定期存款收益率+3%”,另外还可以获得超额收益中10%的回报,比较适合稳健型的投资者。

建立农村最低生活保障制度会议召开

6月26日,国务院召开全国建立农村最低生活保障制度工作会议,研究部署农村最低生活保障工作。

海通证券:

在会上国务院副总理回良玉要求各级政府和有关部门要充分认识建立这项制度的重大意义,准确把握这项工作的目标原则和关键环节,逐步将符合条件的农村贫困人口全部纳入保障范围,切实把这项惠民政策的德政办好办实。作为新农村建设的步骤,在全国范围内建立农村最低生活保障制度,是继全面取消农业税等重大惠农政策之后的又一项具有历史意义的重大决策,有利于解除农村贫困群众的衣食之忧,改善他们的生存条件,缩小贫富差距。我们有理由预期,在国内消费增速抬头情况下,已经和即将出台的改善收入分配的相关措施将进一步促进国内消费,与国内消费相关的行业值得关注,而面向农村消费的行业有望成为新的亮点。

行业评析

发改委:将大幅提高排污收费标准

发改委副主任毕井泉6月26日说中国可能会大幅度提高污水处理费、垃圾处理费及二氧化碳排放收费标准。

齐鲁证券:

运用经济手段,提高排污收费标准进而增加企业运行成本,从而鼓励企业加强保护环境投入,我们认为,此举或将是更为有效的。单就现行我国的污水处理费标准来看,现在的标准为每吨0.67元,征收的污水处理费平均每吨0.67元,仅相当于处理成本的67%,显然这不足以调动企业环境保护的积极性。今后污水处理费及二氧化碳排放收费可能需要提高至少一倍来鼓励企业保护环境,以遏制目前环境恶化趋势。在加大环境保护力度,节能减排的方针政策背景下,投资者应关注类似政策动向对相关行业的影响。