

每周酷图与思考

国际热钱出入追踪

国泰君安策略团队

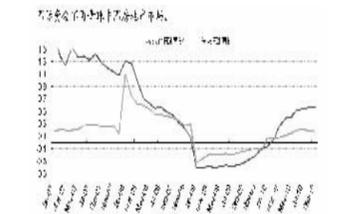
热钱是成为推动股市本轮上涨的主要动力之一,我们通过定期公布的美国投资者在海外投资规模的数据,来观察国际资金流动的规律。总的来看,美国投资者的海外投资股票在2009年比2008年大幅上升,但仍然没有回到2007年的最高点,2007年时美国持有海外股票规模是5.2万亿美元,2008年下降了一半至2.7万亿,2009年回到了4万亿。

不过这在各个国家也有差异,其中2009年规模超过2007年的国家有巴西、中国和瑞士,考虑到股票市场涨跌的影响,2008和2009年美国投资者资金净流入的主要股票市场只有巴西、中国、瑞士和澳大利亚。另外,美国投资者在百慕大和开曼群岛的股票投资从2007年以来持续下降,离岸金融中心已经开始失去光芒了。

热钱进出引致股市大幅波动

观察数据,房地产FDI的水平和2008年差不多,只不过2009年太差了,现在才出现了高增速。比较一下现在的水平和两年前的水平,房地产FDI相比于2008年增加了6亿美元,但是服务业,包括商业服务业和居民服务业FDI增加了20亿美元。所以,所谓房地产吸引的资金恐怕只是沉淀效应,资金还是流向了转型的方向,流入了股票市场。

图:国际资金不再青睐中国房地产市场



以沪指涨跌幅模拟存量资金的涨跌幅,大致测算得到,2007年美国投资者有大量资金净流出A股市场,资金总额将近500亿美元。而2008年,超过200亿美元的美国投资者资金进入了中国股市,成功抄底。国际资金进入导致股市上涨,而其大幅流出必然导致股市大跌。进出之间,股市出现大幅波动。另一个比较重要的发现是,热钱并不等同于股市资金净流入。虽然2007年热钱持续流入国内,但国际资金仍然在撤出股市。

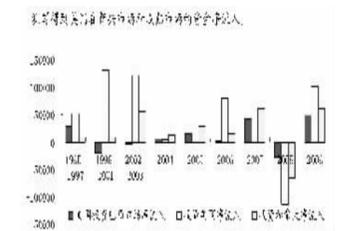
新兴市场正与热钱展开博弈

更进一步,我们研究资本流入各市场的规律。我们发现,经济危机前,资本一般由发达国家流向新兴市场,而发生经济危机后,资本大量回流发达经济体。

主要逻辑是,当美国本土经济较难以找到投资机会时,资本将试图在新兴市场中寻求投资机会,大量的金融资本冲出发达国家的国门,涌入发展中国家市场。这一过程将持续到新兴市场国家出现严重的资产泡沫,而泡沫必将导致某一发展中国家的经济崩溃。在恐慌下,资本外逃。多米诺骨牌效应出现,原本泡沫程度不高的经济体也饱受冲击,多年的经济建设毁于一旦。之后,大量资本开始回流本土,美国安然度过危机。1997到2001年就演绎了这样一个过程。

美国似乎很擅长于这种游戏,每当美国本土出现经济危机,这样的戏码就开始上演。本轮经济危机下,美国的定量宽松政策起到了推波助澜的效果:美国的信贷机构手上拿着大量的资金,但实体经济实在缺乏投资项目,逐利的资本将持续外流入新兴市场,追求更高的利润。

图:测算得到美国在新兴市场 and 成熟市场的资金净流入



和过去不同的是,现在的新兴市场国家政府变得更为精明。澳大利亚、印度已经开始加息,中国紧随其后,以抑制国内可能出现的资产泡沫。但美国也不会轻易放弃,于是推出了第二轮定量宽松。可以预见的是,两者的拉锯战将在未来持续进行。最后的结果是新兴市场终于抵挡不住资本涌入带来的泡沫,最终走向经济崩溃,还是美国在持续的萎靡不振下最终开始老老实实的节衣缩食过日子,我们拭目以待。

名家专栏 邵宇



# 全球宏观经济的三次失衡与三个世界

宏源证券首席分析师 邵宇

美国最近重启的第二次量化宽松策略,彰显了美元霸权下这种以邻为壑的民粹主义战略,一方面体现目前国际货币体系的不公与失衡,另一方面也将加剧全球流动性泛滥的趋势,在形成资本市场和大宗商品市场饕餮盛宴的同时,可能将全球逼入下一个危机的循环。事实上,自从美元取代黄金以来,失衡就成为了国际经济的常态。

那么,未来能否出现公平而稳定的国际货币体系形态?在这种状态下,世界经济的参与者被划分为生产者、消费者和资源提供者三个集团,而中国作为生产型集团如何来谋求人民币上位呢?

失衡与进化

以更广阔的视野和更长的时间跨度来分析问题,往往更能把握问题的实质。我们认为,在近代三种代表性货币本位体系下,全球经济经历了三次重大的失衡。他们各有各的背景,但某种程度上都有一致的逻辑,贸易的失衡带来货币竞争,各个国家都试图通过经济和政治的途径来进行内外均衡的调整,但再平衡的稳态往往是要求各方同时平衡,综合实力弱的国家往往成为牺牲品。这些失衡要么直接或间接地导致了战争,要么严重地打击了实体经济。并且,每次失衡的背后都伴随着实际权力的交接和国际经济格局的重构。

第一次失衡发生在中英之间。银本位下,中国长期都是全球最大的经济体和白银吸收者之一。19世纪以来,英国难以忍受为了从中国进口茶叶和生丝而产生的白银流出,展开了鸦片贸易。中国的对外收支也逐步从顺差变成逆差。虎门硝烟过后,鸦片战争成为了中英贸易失衡的最终解决方案,这是一个帝国的沉迷和另一个帝国的堕落:全球势力的重心从东方移向西方。农业文明的代表中国在工业化国家枪炮下被迫打开了国门,被殖民体系渗透;中国在亚洲维系了两千多年的朝贡体系也逐步分崩离析;银本位终被金本位打破。

第二次金本位下的失衡发生在两次世界大战期间。美国以战争债务的方式勒索同盟国,由此产生的债务链在当时已不合时宜的金本位制度下,创造了一个贸易保护、资本控制的分割世界中。由于已有全球最大产能、消费和黄金储备的美元拒绝上位,罗斯福更为了对付大萧条导致的通货紧缩而让美元与黄金脱钩,这场美国最早的“量化宽松”将民主主义情绪高涨的欧洲逼向了绝路,并最终引发了第二次世界大战。其后,金本位崩溃,美国通过两次战争完成了原始积累,并代替欧洲成为资本主义的领头羊。从这次失衡中的美国身上,我们既可以看到现在中国的影子——产能、储备、潜在消费;又可以发现目前美国政策的逻辑——贪婪、自利、以邻为壑。

第三次美元本位下的失衡却要复杂得多,自从美元取代了黄金以来,失衡就成为了国际经济的常态。二战以后美国显然吸取了一战的教训,在社会主义阵营崛起的背景下,积极布局并谋求上位。美国通过布雷顿森林体系让金本位第二次复辟后,国际货币

体系的美元纪年开始了。但该体系“特里芬两难”的根本矛盾却被“黄金时代”的全球经济和贸易的大扩张激活,最终导致了金本位的彻底终结。

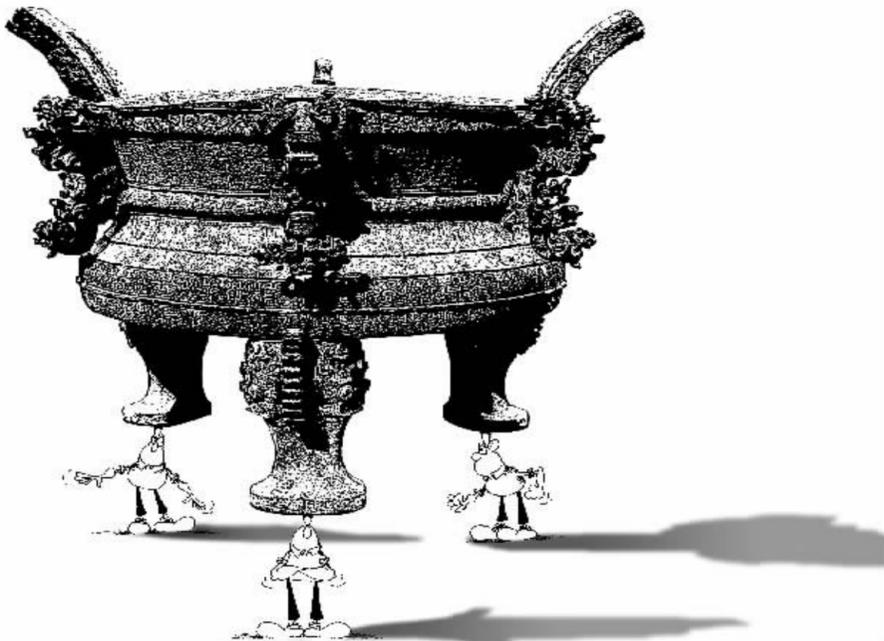
美元驱动的新模式:三个世界

IMF将国际货币体系定义为一套管理资金在世界范围内流动的规则、工具、政策和机构的集合,主要目的是提供必要的流动性,以监督和促进商品和服务的国际贸易及资本账户交易。布雷顿森林体系崩溃后,世界经济进入了失去贵金属约束的美元本位时代,这种体系使全球经济逐步倒挂:受到流动性滋润的国际金融市场开始脱离国际贸易这个母体,反作用于实体经济。国际货币体系也不再是国际贸易和资本账户交易的监督和维护者,反而成为了他们蓬勃发展的主要推力。

美国成为全球货币政策的实际制定者,货币不再中性,美国不再收缩,美元霸权的全新模式开始驱动全球经济,全世界开始为绿纸片疯狂。美国的货币,中国和印度的劳动力,日本和西欧的技术,中东和俄罗斯的石油,全球的市场;各主体入局的时间虽然各不相同,但美国在这套模式中通过铸币权和技术开放的优势,始终居于食物链的顶端,并引领了“盎格鲁-萨克逊”经济体们的狂欢。实际上,这个所谓的第二代布雷顿森林体系并不是一个静态的国际货币安排,而是一个动态的体系。从国际收支的角度来看,各主体要么作为生产者,要么作为消费者,要么作为资源提供者,都在这个体系构筑的食物链中生存。

由占主导地位的国家发行储备货币,是目前国际货币体系的结构缺陷。对不能发行储备货币的外围经济体来说,他们一方面享受了全球化带来的资本、技术和市场等好处,另一方面却不得不承受国际流动性一遍遍冲刷。从拉美到中东再到东南亚,无论是过度消费,资源保护,还是过早开放资本账户,逐利的过剩资本在对冲基金代言下蜕变成流动性恶狼,让我自我定位失误的外围国家们一次又一次地陷入危机,最后连英镑和日元都不能幸免。

外围国家不能发行储备货币的原罪,导致了其国内金融体系货币的错配,他们的货币不能进行国际借贷,即使是G20中的新兴经济体也不能例外。储备货币的发行国为满足外围国家对储备资产不断增长的需求,而背负着财政赤字和外部赤字,而且没有一种现成的机制来强迫盈余方或储备



制图/官兵

发行国进行调整。受过教训的新兴经济体们出现了以自我保险形式来抵御成本高昂的国际收支危机的倾向,这导致了他们对储备货币需求的增加,并正迎合了核心国家们扩张消费与获取资源的愿望。在当前的国际货币体系下,储备资产的供需两旺不可避免体现为国际收支的失衡。这种失衡在“华盛顿共识”下外化为消费国和生产国调整的压力,失衡调整的主要压力一般都在生产国。因为国内政策调整更多地涉及到经济主权,因而调整的核心问题往往围绕汇率展开:生产国们要么经历了痛苦的本币升值,如日本;要么为了稳定汇率而放弃了国内货币政策的独立性,如中国。

德国和日本这两个美国为了抑制社会主义阵营扩张而在二战后布局的工业分心,在美元本位的体系中逐步成长为区域经济的领头羊,并成为第一批生产国的代表。为了适应美元驱动的这套模式,生产国开始寻找汇率平衡的新策略:德国建立欧元区,用区域整体的贸易平衡掩盖自身的顺差,用货币联盟稀释本国的升值压力;日本则让低利率的日元成为国际金融市场的主要拆入货币,以套息交易导致的日元贬值对冲其经常账户盈余导致的升值压力。但是,日德这种拼命腾挪的努力在这次危机后都崩溃了:希腊的债务危机揭示了欧元区这个同时具有生产国和消费国特征的经济体的内部矛盾;欧美低利率环境下日本海量的套息交易被解除,将日元再次推入升值通道。美元本位下的货币战争注定了美国不可能是败者,但这场战争最终可能会没有赢家。

资源国的命运则更曲折,但他们与国际流动性的作用却更直接。1973

年的石油危机结束了资本主义的“黄金时代”,美国通过战争让石油对美元标价以后,又以各种手段将主要的资源输出国变成了美元的殖民地,就连当初的劲敌俄罗斯也不能幸免。大部分国际大宗商品以美元标价和结算,他们的交易市场也变成国际过剩资本投机的乐园,并加剧了实体经济的动荡。在这之中作为工业经济血液的石油最具代表性。

资源国的出口与生产国绑在一起,既受到消费国的制约,又被拴在美元驱动的价值链上。美元供给的每次扩展都直接导致大宗商品的国际价格上涨,这增加了生产国的成本,削减了他们的储备,并造成了输入型通胀。随后到来的美元贬值,更直接降低了生产国和资源国储备的实际购买力。一个世界扩张的成本最终由三个世界承担:最被动的是资源国,最痛苦的是生产国,而消费国则凭借国际铸币权,始终位于食物链的上端。

中国崛起与人民币上位

中国改革开放进入美国的布局后,美国的麻烦就开始了。中国携带着廉价而庞大的劳动力和自然资源一下加入到了国际分工之中。从竞争、危机到合作,中国以自己的实力和谋略重铸了东亚的新秩序。进入新世纪后,完成原始积累的中国引领了东亚的再次升腾,这与资源输出国一起,激化了美元本位的固有矛盾。亚洲和石油输出国最终持有了全球75%的非黄金储备资产,这些资金回流到核心国家,主要用于购买欧美的金融资产。生产国和资源国在全球经济的食物链中为消费国的贪婪融资,美元本位的国际货币体系也陷入了悖论之中:储备资产的增长需要美国的外部赤字,而这些资金

的回流则需要美国的财政赤字,这决定美国收支的赤字常态。

进入21世纪后,全球国际收支失衡加剧导致的流动性失控在金融创新的放大下最终崩溃,成为了次贷危机的主要原因之一。以格林斯潘的加息为导火索,核心国际积累的流动性雪崩后,实体经济被反噬了,危机迅速传染开来。

从纸本位代替金本位以来,国际收支的失衡就是常态,而美国目前主张的再平衡不过是为了外化本国矛盾并让生产国和资源国这些储备持有者埋单的陷阱。从美联储一轮接一轮的量化宽松来看,美国丝毫没有矫正目前这个有严重结构缺陷的体系的意愿,更是将其作为输出国内矛盾的平台。你不升值我贬值,G20中“让市场力量决定汇率”的共识实际上变成了“让美元的力量决定汇率”。美联储未来以购买国债为主要方式的量化宽松,导致的不仅仅是流动性溢出而已,在其它经济体的效仿下,全球经济迎来的可能是决堤的流动性洪水。

我们不敢高估中国的崛起,但却不得不关注未来人民币国际化。因为在我们的体系中,人民币以生产型国家的代表性货币上位,是目前国际货币体系走向稳定、均衡和公正的唯一解。亚洲化是人民币国际化的基础,打造类似新朝贡体系是其路径,中国东盟自由贸易区是其试验场,而香港则是其前哨站。既然美元本位下生产国埋单不可避免,那么中国将注重在这之中的利益交换:中国对IMF份额的诉求,揭示了人民币走出亚洲的突破口。中国既然不具备掀翻国际货币体系这张桌子的能力,那么在这张桌子旁边为自己谋得一席之地,无疑是最优选择。

## 政策收紧信号进一步增强

宏源证券宏观团队

本周存款准备金率上调0.5个百分点,这是央行10月11日加息的延续,表明了中央政府管理通胀预期、收紧流动性的决心和前瞻性。与三季度相比,四季度及明年上半年的通胀形势将更加复杂。

首先,从国际因素看,受国际流动性宽松以及国际大宗商品价格持续攀升的影响,输入性通胀压力将在未来数月得到释放。第一,美国QE2已成现实,全球流动性汹涌澎湃,热钱流入加速有可能推高新兴经济体的资产价格进而产生财富效应。第二,全球流动性宽松导致国际大宗商品价格持续攀升,大宗商品-PPI-CPI的传导不容忽视。其次,从国内因素看,结构性通胀压力犹存。一方面,食用农产品价格是推动7、8、9三个月CPI连创新高的主要原因,目前看,短期内看不到农产品价格企稳回落的态势。另一方面,当前

国内劳动力和服务业等价格趋升,资源性产品价格改革如调整成品油价格和居民阶梯电价的继续推进,会向下游传导并将影响居民通胀预期。因此,在食用农产品价格继续高企和输入性通胀压力不断聚集的共同夹击下,四季度及明年上半年将面临更大的通胀压力,管理通胀预期的紧迫性骤然增加,货币政策收紧的预期大大加强和提速。此外,此次提高存款准备金率,可能还与10月11日定向提高存款准备金率的背景类似,即10月信贷规模再

次超预期大幅增长,从年度计划来看,四季度每月平均信贷规模应为4000亿元,而10月实际信贷规模或超5000亿元。

从目前的政策动向看,11月11日中国人民银行将发行250亿元中央银行票据,而财政部也将于17日发行280亿元50年期国债,政策收紧信号进一步增强。预计未来几个月央行将综合使用加息、提高存款准备金和发行央票等调控工具,我们维持之前的判断,即年内将再次加息一次,时

间窗口在10月经济数据发布日与11月经济数据发布日之间。特别是在当前通胀预期高涨以及美国QE2倒逼下,年内再次加息的来临时间可能大大提前,央行加息或近在咫尺。历史经验显示,为强化中央政府抑制通货膨胀的决心,央行曾在2007年5月采用“首日提高存款准备金率+次日加息”的超常规操作手段,以强化预期。同时,对于人民币汇率走势,预计到年底人民币仍将持有2-3%的升值空间,维持全年升值5%左右的判断。

