

每周酷图与思考 | Chart and Idea |

### QE2结束后可能会发生什么

国泰君安策略团队

美国10年期国债收益率,在6月1日因为经济数据不好,市场担心经济再次走弱,大量的资金流入国债市场,当天国债收益率收在了3.0以下。因为美国10年期国债是一个非常非常重要的资产定价的标准,因此,对于10年期国债利率今后的走势判断,将十分有利于我们对于其他大类资产的判断。

图1 美国2010年国债收益率



图1 美国2010年国债收益率

第二轮货币量化宽松政策(QE2)之前,美国以外的国家,通过贸易顺差,获得美元然后购买美元资产,从而压低美国国债收益率。如果从美国自身的状况来看,美国的贸易逆差只是恢复到2003年的水平,而贸易逆差,也是美国输出自身美元资产的最主要的方式,海外国家通过贸易顺差,获得美元,然后通过购买美国国债,又把美元输入美国。从2003年开始到2010年,中日投资者持有的新增美国国债,占到了美国新增国债的一半以上,而如果在当前中日贸易顺差都大幅下降的情况下,我们希望中国和日本担当起美国新增国债的主要持有者,会显得不是特别现实。

图2 美国贸易逆差变化



QE2之后,美联储成为了美国国债的主要购买者,从2010年10月开始到2011年5月底的这段时间内,联储购买了7000亿美元国债,占到这段时间美国新增1万亿国债中的70%。而在这期间,外国投资者只新增了1000亿的国债规模,远远低于之前的水平。这也成为太平洋资产管理公司(PIMCO)在3月份大举减持美国国债的最重要的理由。他认为当美联储(Fed)停止购买美国国债以后,就很难找到再这样大的买家,这样势必就会导致美国国债价格的下跌。

6月2日美国众议院刚刚否决把美国国债上限再提高2.4万亿美元的提案。关于是否提高国债上限,美国国内一直在争论。但如果美国政府无法通过增加国债增加支出,这样美国必然会有再次陷入衰退的风险。美国一季度的政府支出对国内生产总值(GDP)的贡献已经下降为-1.07%,如果后面2个季度政府无法继续增加支出,对GDP的贡献将继续出现负增长。明年是美国的大选年,如果经济再无起色,现任政府将会有非常大的压力,因此美国国会将会尽力增加国债的上限。

由于联储在4月的会议上已经比较明确的说明了不会新增购买国债,因此国债的新增供给就需要除了联储以外的投资者来消化。从国债供给和需求的角度来看,收益率的上升会是一个大几率的事件。

而美国联邦公开市场委员会(FOMC)的决策机制决定了,联储政策的持续性和可预见性,既然在4月的会议上制定了一个计划,即使近期的数据不好,我们仍然预计在6月、8月会议上,联储的口气不会改变。9月的会议可能会为11月为期2天的会议作铺垫,联储可能作一些比较重大的决议。因此从现在开始到9月剩下的几个月时间内,很难期望市场会出现QE3的预期。在这段时间里,市场需要做好,联储逐步退出QE的准备,以及退出以后对整个资产市场的连锁影响。

对于最后新增多少国债,我们不好判断,即使到年底美国只新增1万亿美元的国债供应(议案的一半),在失去联储这个最大买家以后,这样的供应量将完全需要通过市场来消化。而这将会带来以下的连锁效应。第一,由于强大购买力的缺失,美国长债收益率将会有比较明显上升,第二,由于联储停止购买国债,新增国债,必定需要新增资金购买,因此会存在大量的海外资金回流美国的可能。第三,由于联储停止购买美国国债,也就是停止了新增美元的基础货币,在一定程度上,将会降低美元走弱的预期。从这三点来看,我们认为对于新兴市场由流动性推动的风险资产价格上涨将暂时受到抑制,而大宗商品也将会更多地反映基本面,而不是流动性。

名家 | Columnist |

# 楼市资金为什么没有进入股市?

尹中立认为,股市下跌的重要原因是市场预期的房地产资金并没有进入股市,而信贷规模控制使股市资金出现净流出,进一步加剧股市恐慌。

尹中立,现任中国社会科学院金融研究所金融市场研究室副主任。曾就职于商业银行、证券公司、上市公司等。长期关注股票市场和房地产市场,有丰富的金融实践经验和扎实的理论功底。

证券时报记者 陈霞

## 房地产调控为何效果不彰

证券时报记者:2010年里,中央共出台了三轮房地产调控政策,2011年来又实行了限购和限贷政策,但从目前数据来看,严厉的房地产调控只是造成了楼市交易量的波动,但总体价格并没有出现下跌,而且不少楼盘甚至出现了开盘当天售罄的现象。事实表明,房地产调控政策并没有扭转楼市价格上涨的预期,使得目前房地产出现了市场观望和调控政策陷入胶着的状态,对此您如何解读?

尹中立:要遏制中国的房价快速上涨,最重要的手段是控制货币与信贷的高速增长,反之,如果货币还在高速增长,房价就难以控制。

2010年初以来,中央采取了紧缩性的货币政策,尤其对房地产业的信贷政策采取了从严格控制,并且主要城市都实行了限购政策,希望用强行的手段切断货币通向楼市的通道。从实际效果看,主要城市的住房销售量明显减少,但价格仍然坚挺,其主要原因在于市场预期该项政策难以持久,理由主要有以下三点:

第一,楼市限购影响经济增长。当前,中国2010年的固定资产投资已经达到27万亿,近GDP(国内生产总值)的70%。在固定资产投资规模中,房地产投资占20%、基础设施投资占30%。基础设施投资的资金主要来源于土地出让收入(或以土地为抵押从银行融资),如果房地产市场陷入不景气,则投资会快速下滑,经济增长速度会受到较大影响。中央政府试图通过增加保障性住房投资的方式来减缓市场的震荡,但在土地收入减少的背景下,保障性住房投资的资金来源将成为问题。

2011年前四个月,房地产投资的增长速度一直在35%左右,似乎没有受到楼市限购政策的影响,但估计随着时间的推移,商品房投资将受到越来越大的影响,保障性住房的投资也会日显颓势。这正是市场预期政策会放松的依据。

第二,从物价走势看,下半年的CPI(消费者物价指数)应该比上半年低,这是统计翘尾因素决定的(上半年翘尾因素占3个百分点,而下半年翘尾因素逐渐消失),因此,货币政策在下半年放松的概率较大。既然下半年的货币政策会放松,开发商也就没有必要在上半

年降价促销了。

第三,基于2008年的宏观经济政策调整的经验总结。2008年上半年货币政策紧缩,加上外界经济环境恶化,有很多开发商选择了降价销售,但2008年底却出现了政策逆转,导致2009年价格翻番,使降价销售者大呼上当,这使得市场预期历史将会重演。

证券时报记者:作为控制高房价的政策之一的保障房建设政策中,计划今年1000万套保障性住房必须在10月底前全部开工,但从部分城市今年以来保障房开工情况来看,成绩并不乐观,一些城市开工率甚至不到三成,使得保障房建设面临挑战,您怎么看待这种现象?

尹中立:保障性住房建设的核心问题是地方财政风险。2011年计划建设1000万套保障性住房,十二五期间计划建设3600万套保障性住房。该计划是中央在2010年底作出的重大决定。大量增加保障性住房可以缓解市场的供求关系,有利于房地产市场的软着陆。同时,该计划还意味着中国住房制度的重大调整,由以前单纯强调市场化的住房制度开始过渡到市场化与政府保障并重的“双轨制”住房制度。双轨制的住房制度符合当前中国的国情,有利于缓和社会矛盾,有利于经济的可持续发展。

而该项计划在实施过程中却面临挑战,最主要的问题是资金从何而来?

如果保障性住房的未来现金流充裕,则资金问题就可以通过金融的途径来实现。我国的总储蓄率大于总投资率,使金融手段发挥的余地很大。但大多数保障性住房的未来现金流不好,因此,无法通过金融手段筹集建设资金,必须通过财政手段(或财政与金融结合)来解决保障性住房的资金问题。

但最近几年来,为了应对金融危机,地方财政已经严重透支。目前,平台贷款余额大约有14万亿左右(人民银行公布的结果),相当于地方政府2010年财政收入的3倍多,每年光利息支出就有1万亿之巨。地方财政举债的空间已经有限。

假如各地不折不扣地按照中央的要求兴建大量的保障性住房,同时,房价出现下跌,结果将是土地价格下跌,土地交易大幅度减少,出让土地获得的收入大幅度减少,于是,地方政府的财政风险很快暴露,各城市融资平台的贷款的不良率将大幅度上升。



陈霞/摄

尽管土地财政不是导致高房价的主要原因,但由于土地收入的超常规增长,已经让地方财政对土地收入产生了高度的依赖性,强行改变现状会出现强烈的不适应症状。

## 楼市资金是否进入股市?

证券时报记者:股市与房地产走势密切相关。自2011年实施房地产调控政策以来,维护股市投资者信心的最重要因素是住房限购政策,市场一致认为,对住房的限制政策将会刺激A股走强。但从目前市场资金量以及走势来看,预期并没有发生。那么,您认为房地产调控会促使楼市资金分流到股市吗?是否能在后市利于A股上涨呢?

尹中立:楼市资金分流到股市需要具备一定的条件,股市与楼市不在此消彼长的关系。

根据以往的经验,货币政策紧缩必然会导致股市下跌,但今年第一季度货币政策收紧却出现了股市上涨,上证综指在第一季度上涨了4.2%。但随着一季度各项经济数据的公布,却发现预期中的楼市资金并没有进入股市。第一季度全国商品房销售额同比增长27.3%,并没有出现大家预期中的下跌,楼市资金分流到股市只是投资者的一厢情愿。从基金的份额变化和也能看到类似的结论,统计显示,今年一季度基金行业管理的份额和净资产规模较2010年年底同时出现下降,其中基金份额减少356亿份,资产净值减少了1072.63亿元。

市场本以为楼市资金会流入股市,所以在一季度出现了金融紧缩背景下的股市上涨,但如今事实说明楼市资金并未进入股市,原因是趋势效应在起作用,所谓趋势效应是指投资品市场的价格上涨趋势或下跌趋势一旦形成就很难逆转,除非市场受到外界强大的冲击。在价格上涨的趋势逆转之前,投资者会坚定看多,牛市持续的时间越长,趋势的自我强化功能

也越强。从楼市投资的角度看,房价持续上涨的时间已经超过了10年,这个超级大牛市已经深入人心,很少有人怀疑房价会下跌,即使面临强大的政策阻力,楼市的价格上涨趋势还没有被破坏,趋势效应仍然在起作用。这是今年第一季度楼市限购没有动摇价格和交易量的最根本原因。

而股市则是另外一番情景。2006年和2007年股市价格曾经出现过连续上涨的趋势,吸引了投资者砸锅卖铁进入股市(有些投资者买股票,有些买基金),网络上红极一时的《买了都不卖》是那个时候股市投资者相信股市持续上涨的真实写照。但2008年股市大跌使投资者对股价持续上涨的信心荡然无存,即使在2009年股市出现大幅上涨,但投资者对股市的投资热情也没有得到恢复,这一点可以从基金市场的表现得到佐证:2006年、2007年基金规模迅速扩大,由2005年的5000亿份迅速突破1万亿份和2万亿份,但2008年后基金份额出现下降,2009年也不例外,2009年基金份额下降了1200亿份,2010年基金份额下降300亿份,2011年第一季度基金份额继续减少。从基金市场的表现看,投资者对股市价格上涨趋势的认同度是很低的,简言之,股市上涨还缺乏群众基础。

## 紧缩背景下需要警惕熊市

证券时报记者:自4月中旬以来,股市出现了连续下跌走势,上证指数一再探底。您认为股市出现下跌的原因是什么?后市怎么看?

尹中立:我认为导致市场出现下跌的最重要原因,是市场预期炒楼的资金没有进入股市,而信贷规模控制使股市资金出现净流出进一步加剧了股市的恐慌。

如果将股市与当前的信贷市场结合起来分析,则形势更加严峻。今年的货币政策表述为“稳健的货币政策”,但其实是紧缩的,主要表现为

信贷的规模控制上。在信贷规模受到严格控制的情况下,市场利率大幅度飙升,银行的信贷利率比去年同期上升了约40%(从5%上升到8%左右),民间借贷利率已经高达20%以上(有些地方到50%以上),利率的大幅度上升,必然会给股市价格带来巨大压力。有人根据银行间市场的拆借利率或交易所市场的国债回购利率来判断股票市场的资金松紧程度,这是错误的,银行间市场或交易所市场的利率影响的是债券市场的运行情况,与股市的关系是不大的,股市价格与民间借贷市场的利率关系更大些。其中的道理并不复杂:银行间市场的资金并不能自由进入股市,但如果民间资金的价格高企,很多解禁了的限售股东就会选择减持股票而进入民间股市场。再对照股市,4月份解禁限售股减持出现了“淡季不淡”的现象,4月份是公布季度报告最集中的月份,根据规定“大小非”在这期间是不能减持的,因此,每年的4月份应该是减持的淡季,但今年却是例外,4月份减持的数量与3月份持平,近80亿元,资金从股市撤出进入民间市场的迹象越来越明显。最有代表性的案例是中粮地产集团减持“招商证券”和蓝光集团减持“通康药业”,中粮地产和蓝光集团都是房地产公司,它们都是信贷控制的对象,于是选择减持股票来补充资金。

由于信贷规模控制导致的民间利率上升对中小板和创业板市场的影响要远远大于主板市场,因为中小板市场和创业板市场的上市公司股东主要是民营企业,而主板市场的股东主要是国有企业,信贷控制导致民营企业的借贷越来越难,而国有企业所受的影响相对小些,导致中小板市场和创业板市场跌幅度大于主板市场,这与3月份以来的市场走势是完全相符的。

只要将控制通胀放在更加突出的位置上”的宏观政策目标不变,则信贷规模控制就不会得到改善,股市就难有好的表现。

# 外需快速增长 人民币升值将大幅超出预期

国信证券

当前,中国的宏观研究通篇讲内需、讲转型,我们并不否认这种转变的重要性,只是,历史上出口曾是中国经济奇迹的重要推手,客观上也在当前中国经济中占有极为重要的作用,即使着眼于内需与转型,中国出口的形式也有着基础性影响。

我们判断:  
1、未来中国出口将步入类似以前几轮周期的较长时间的20%常态增长,这既是基于全球经济特别是新兴市场经济增长的因果关系判断,又体现了中国出口自身的时间序列规律,还可得到大国国际贸易权重演化的历史案例支持。

2、今年中国出口销售收入将达月均11000亿人民币,所占权重很大,同时,出口是中国经济真正的外生变量,中国的工业投资、居民消费乃至人们津津乐道的汽车、房地产均在不同程度是中国出口的函数,出口步入新一轮长周期稳态增长后,将通过外生变量对中国的宏观乘数效应影响着下阶段中国经济,一些关于中国经济和企业效益在短复苏后重新下滑轨道的猜测,将在下半年的数据面前不攻自破。

结合2010年相对正常平缓的基数,上述环比动量的判断提示,第二、三、四季度中国实际GDP(国内生产总值)增长都将紧紧围绕9.5%左右波动,全年名义GDP

将接近于一季度的18%,全年出口平稳增长24.7%,投资增长24%,消费增长17.2%。

3、上述宏观经济态势使得当前的通胀问题不会很快解决,虽然下半年基于翘尾因素减退的通胀同比回落仍将发生,但幅度将低于预期,预计消费者物价指数(CPI)将在6月份创出5.7%的高点后逐月回落,至12月份达到4.0%,全年CPI将达到4.97%的水平。

4、由于整体经济处于高增长高通胀的状态,政策对于通胀的考虑将重于增长,然而,由于已经经历一轮基于退出反周期内需扩张政策的快节奏紧缩,进一步紧缩的迫切性有所降低,我们判断,利率、准备金率、贷款等内需政策倾向于维持现有力度,

同时密切根据增长和通胀的发展进行跟进式调整”。

在操作上,预计基准利率有可能在6月末进行今年最后一次提升,以表明政府对通货膨胀的态度;准备金将综合考虑银行间市场流动性进行,主要因应外汇占款、央票到期规模进行“平衡式调整”;从3、4月份的情况看,预计贷款全年月度分布将更加平稳,这提示全年的紧缩力度要较简单地以往年一季度占比推算来得小。

在外需快速增长的大背景下,升值工具的运用在总体货币政策中的重要性将提升,需要指出的是,升值实际上抑制出口,以及出口较快增长与升值同时发生并不矛盾,实际上,如果没有升值,我们大约可以看到更快

一些出口增长,而升值的背景正是在于外需的强劲。

产业政策上,由于经济中其他生产环节都闲置着,在电力缺口满足的情况下,闲置环节利用起来的边际成本很低,因此电力、煤炭等供给的木桶短板解决起来的边际效益非常高,电力短板将成为产业政策的聚焦点,提高上网电价或补贴火电企业(随后煤价涨)将进一步发生以诱导供给的增加。

上述政策发生的确定性在于,如果电问题不解决,造成上游原材料广谱性质的供应缺口,那么通胀压力就将突破“成本加成”的可控范畴,而演变成“供需紧张”的范畴,供需紧张下的涨价是没谱的。