

中国货币流向对物价和资产价格的影响及预测

民生精品---宏观深度研究报告

2011年5月24日

报告摘要:

● 货币从哪里来——创造货币已不是银行的专利

货币天生不是金银，而是“能够被普遍接受”的一般等价物。央行发钞和商业银行新增信贷创造已经不是流通中货币的唯一来源。资本市场、资产市场亦具有货币创造的功能，甚至购物卡和虚拟货币等新增的货币形态也成为货币来源的重要内容。

● 货币向哪里去——四大市场锁定货币流向

除了传统的实体经济交易需求之外，资本市场、资产市场的货币需求量大量增加，央行和商业银行体系也以央票、存款准备金等多种方式吸收货币。

● 各市场之间货币流动此消彼长

广义货币供给增加时，资本市场和资产市场的货币净流入也同时增加，就像“大河有水小河满”。影响各个市场货币净流动的还有结构性因素，新增货币供给在各个市场之间分布是非均衡的，呈现出此消彼长的特征。

● 货币流动是价格变动的领先指标

同年看，股市资金和实体经济资金之间存在此消彼长的反向变动关系，跨期看，股市资金流动领先商品市场一年，领先房地产市场一年。实体经济资金流入领先CPI两年，股票市场中资金流入与价格指数保持着高度的一致性，房地产市场资金净流入领先房价一年。

● 以资金流向领先指标对各市场未来价格趋势的预测

房地产市场：房地产市场单位风险的收益补偿降低，资金净流入增速回落。2010年房地产市场资金净流入2.42万亿，增速为15.8%，预计2011年房地产市场资金净流入为2.55万亿，增速大幅回落至2.9%，由此计算，货币因素将推动2011年房价增幅2.04个百分点，2012年为0.37个百分点。

股票市场：以流动性指标拐领先与股市拐点四个月的时间来看，预计股市的趋势性拐点或将出现在下半年。

实体经济：单位GDP货币量到CPI增速大约有两年的传导时间。2009年，单位GDP货币量计算的年度价格指数为112，2010年为102，2011年为99，按照领先两年时间推算，从货币因素对物价的影响来看，2012年和2013年CPI将出现快速回落，2013年CPI将略低于2012年。

民生证券研究所

首席经济学家：滕泰
执业证号：S0100210050003
电话：(8610)85127628
邮箱：tengtai@mszq.com

联系人：李少君
电话：(8610)85127819
邮箱：lishaojun@mszq.com

策略分析师：张琢
执业证号：S0100511010002
电话：(8610)85127665
邮箱：zhangzhuo@mszq.com

宏观分析师：郝大明
执业证号：S0100511010011
电话：(8610)85127658
邮箱：haodaming@mszq.com

联系人：张磊
电话：(8610)85127662
邮箱：zhanglei_yj@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街28号
民生金融中心A座16层100005

相关研究

- 1.《四层过滤模型：输入原材料价格上涨对物价影响有限》2011.2
- 2.《四层过滤模型：劳动力成本上升对物价影响有限》2011.2
- 3.《四层吸收模型：单位GDP货币量与物价走势》2011.4

目录

题记.....	3
一、从四大流向看货币供求新结构.....	4
(一) 货币供给的新变化.....	4
(二) 货币的四大流向.....	4
(三) 从风险补偿到价格变动：一个闭式循环——货币供给与货币需求的新框架.....	5
二、资本市场与资产市场的货币创造功能.....	6
(一) 股市“吸纳-创造-释放-毁灭货币”的过程.....	7
(二) 市场引力决定资金流向.....	7
(三) 低潮期预期收益出现底部拐点，资本市场吸纳货币.....	9
(四) 高潮期预期收益出现顶部拐点，资本市场释放货币.....	10
三、各市场之间货币流动此消彼长.....	11
(一) 大河有水小河满：M1增速领先各市场价格增速.....	11
(二) 河水与池水：货币供给总量影响各个“池子”.....	13
(三) 池水与池水：各市场之间货币净流动此消彼长.....	14
(四) 流动性指标：股市资金净流动的风向标.....	15
四、货币的跨市场流动对价格的影响.....	17
(一) 股市资金流动领先实体经济价格变动一年.....	17
(二) 股市资金流动领先房地产市场价格变动一年.....	19
五、单市场货币净流入对价格的影响.....	20
(一) 实体经济资金流入领先CPI两年.....	20
(二) 股票市场资金净流入与指数同步.....	22
(三) 房地产市场资金净流入领先房价一年.....	23
六、更有效的货币政策：从总量控制到流向疏导.....	23
(一) 政策有效性：筑堤堵水难度风险双加大.....	23
(二) 政策指向 1：改总量控制为流量调节.....	25
(三) 政策指向 2：引导资金流向股市，有利于物价、房价回落.....	25
七、2011年下半年各市场资金流动预测.....	26
(一) 单纯货币因素推动2011年房屋销售价格指数增长2.04%.....	27
(二) 流动性指标显示：股市拐点将在下半年.....	28
(三) 单位GDP货币量下降，推动CPI下半年软着陆.....	30
插图目录.....	31
表格目录.....	32

题记

道生一，一生二，二生三，三生万物。万物负阴而抱阳，冲气以为和……物或损之而益，益之而损。——《道德经 四十二》

禹疏九河，浚（疏导）济漯，而注诸海；决（挖掘）汝汉，排淮泗，而注之江，然后中国可得而食也。——《孟子 滕文公上》

货币从何方而来？向何方而去？我们认为，货币供给、货币需求乃至货币的概念已经伴随着经济的发展而悄然发生着深刻的变革：金融体系拓展和支付手段创新使得货币创造已远超出央行的范畴，传统的央行投放基础货币，再经货币乘数放大所衡量的货币供给已远不能精确刻画现实中货币供给的变化，正如哈耶克所说：“货币创造已经不是央行的专利，她就像人类社会的语言、道德和法律一样，可以自发地出现”；与此同时，实体经济也不再是货币需求的唯一来源，商品货币化、资产证券化也消耗了大量货币，大幅提高了货币需求。

从货币供需来看，中央银行、股票市场、房地产市场在货币流动过程中或创造、或吸收，此消彼长、循环往复。货币就像高山之流水，从山顶奔流而下，途径江河、汇聚溪流，灌溉农田、最终注入大海。各市场的创造和吸收作用影响了江水的流动，“千条水，总归东”，江水在经历了江河溪流的潮涨潮落之后，方注入实体经济的大海。

从货币流动来看，水涨船高，水落石出；货币流向的改变直接影响了价格水平的高低。就单市场来看，货币流动是价格水平变化良好的先行指标，流入则价涨，流出则价跌；跨市场来看，水往低处流，钱向高处走，市场收益补偿有如地势起伏，引力波动间，催动货币跨市场流动。观察不息之流水，其间规律昭然：单位面积水量决定涨幅：池小水多则高涨，池大水少则微涨。

从货币政策来看，总量调节有如被动的筑堤堵水，短期无益，长期有害：一方面，面对汹涌无常的江水，筑堤堵水既无法达到有效治水的目的，更有可能殃及下游良田的灌溉；另一方面，水流无限，堤高有限，不断抬高的堤坝终将加大地上悬河的风险。我们认为，应改被动的筑堤堵水为主动的疏导引水，政策调控应从总量控制逐渐转向流向调节，充分发挥股票市场、房地产市场和其他市场的蓄水池功能。对实体经济而言，引导货币合理流向各个市场，有效缓解货币过多或过少带来的通胀/通缩压力；对蓄水池而言，在扩大我国融资渠道的同时，通过证券和房地产的供给调控，可调节股票市场和房地产市场的价格水平。

一、从四大流向看货币供求新结构

（一）货币供给的新变化

货币天生不是金银，而是“能够被普遍接受”的一般等价物。央行发钞和商业银行新增信贷已经不是流通中货币的唯一来源。票据、债券、保险产品、信托产品、基金及其他理财产品，成为金融机构创造货币的方式；海外金融机构发放的贷款、通过FDI、QDII甚至各种非法渠道流入的外币，也构成了经济体中的货币供给；资本市场和资产市场的涨跌也是货币创造或消灭的重要方式，甚至很多商业企业所发放的购物券、购物卡、网上信用货币等也是货币供给的新方式。

通过央行体系释放的货币最终划分为新增信贷和国外净资产增加两类，是货币的主要来源，有如高山融水奔流而下；资产市场、资本市场、购物卡和虚拟币等新增的货币型态有如的涓涓细流，融水与溪流最终汇聚成东去大江，途中灌溉资本市场、资产市场等江河湖泊，之后最终注入实体经济的大海。

大江蜿蜒，四水归一。源泉决定总量，市场预期和风险收益匹配关系决定分流，流量多寡决定各个市场的价格水平，潮涨潮落，货币在各个市场间被创造、被释放、被吸收；跌宕起伏，各市场价格水平实现上涨下跌的循环。

（二）货币的四大流向

在货币供给发生改变的同时，货币需求结构也在发生深刻的变化。除了传统的实体经济交易需求之外，资本市场、资产市场的货币吸纳量大幅增加。总体来看新增货币流向分为四类：

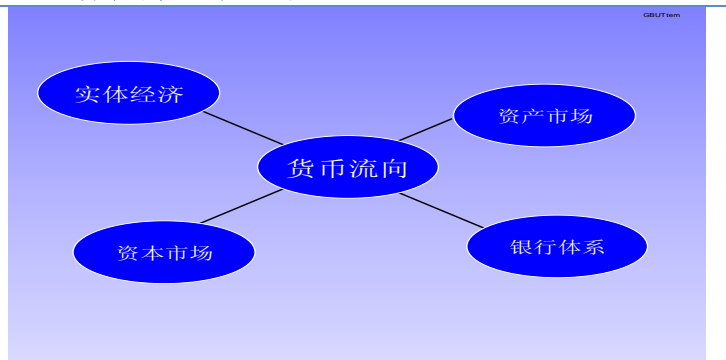
流向银行体系：流向央行和商业银行体系，主要指发行央票净吸收货币、存款准备金冻结大量货币以及金融债、闲置资金等形式沉淀的大量货币。

流向资本市场：指流向股市、期货市场和金融衍生市场等资本市场的货币。

流向资产市场：指流向房地产市场、艺术品市场、收藏品市场等资产市场的货币。

流向实体经济：指流向实体经济，支持实体经济运行的货币。

图 1：货币需求领域大量增加

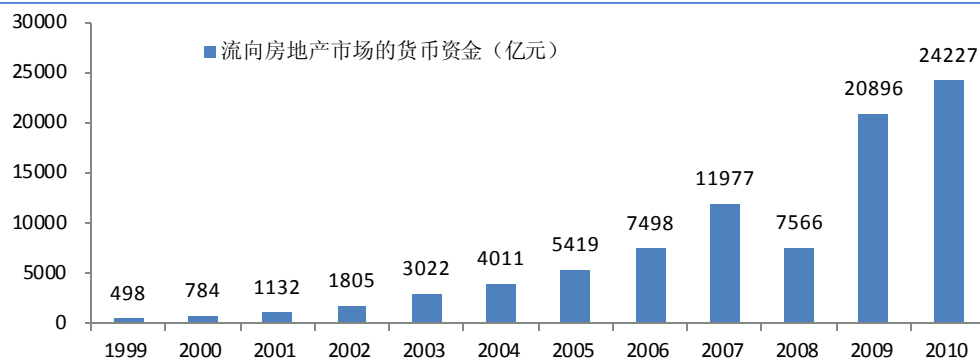


资料来源：民生证券研究所

保守估计，过去10年来仅股市所带来的货币需求高达9.6万亿以上，房地产市场所带来的货币需求则高达8.9万亿以上，期货市场、衍生品市场、艺术品市场等创造了大量的

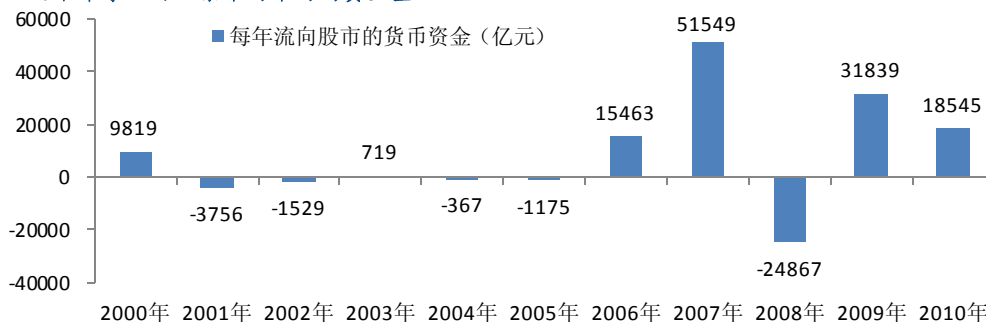
货币需求。

图 2：近十年净流向房地产市场的资金量



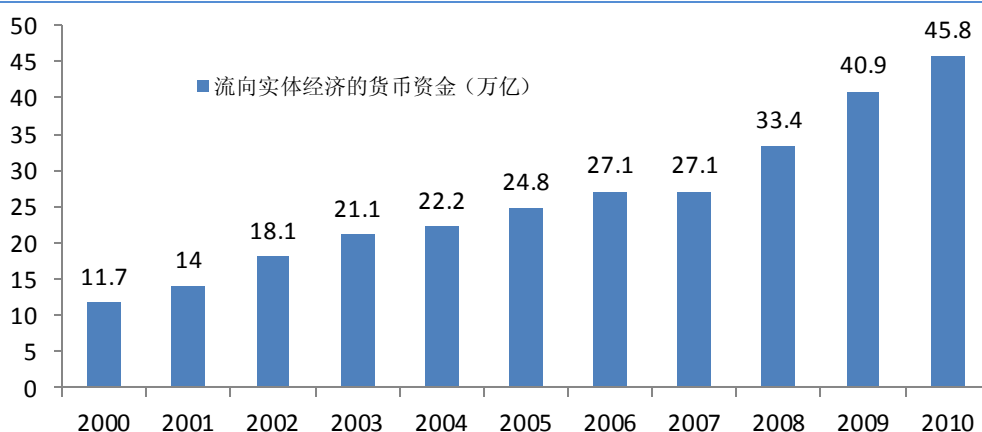
资料来源：民生证券研究所

图 3：近十年净流向股票市场市场的资金量



资料来源：民生证券研究所

图 4：近十年净流向实体经济的资金量



资料来源：民生证券研究所

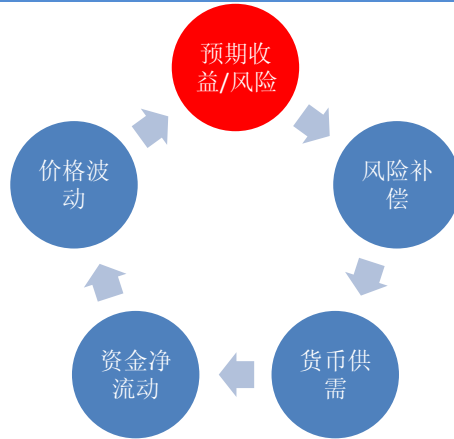
(三) 从风险补偿到价格变动：一个闭式循环——货币供给与货币需求的新框架

影响货币跨市场流动的是各个市场对货币的引力，取决于市场预期收益和风险补偿的配比关系，单个市场的货币净流动是决定价格水平的重要因素。

就单市场来看，风险/收益匹配关系决定风险补偿价格，风险补偿价格决定单个市场

的货币供给与需求，货币供需对比决定单个市场的净流入/净流出，单个市场货币净流入/净流出影响市场价格水平，

图 5：单个市场的分析框架



资料来源：民生证券研究所

图 6：三市场货币供需关系



资料来源：民生证券研究所

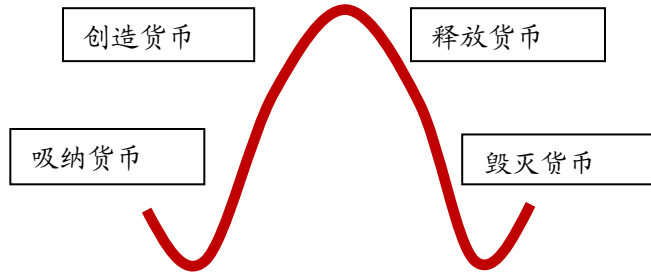
就跨市场来看，风险补偿的差异导致各市场对货币的引力不同，高引力市场表现为货币净流出/净需求，低引力市场表现为货币净流出/净供给，从总体来看各市场货币流量此消彼长，各市场价格水平此起彼伏。

二、资本市场与资产市场的货币创造功能

江水在流动过程中会受到地势的突然变化而使水深产生剧烈波动，这种波动通常比上游水量的变动影响更大。同理，广义货币供给的增加是货币的第一层源泉，有如上游水量，资产市场和资本市场对货币的创造构成货币的第二层源泉，有如地势突变。这两个市场对货币的释放和吸收作用规模在万亿级别，与广义货币供给相当，甚至会高于新增信贷增长和热钱增长规模，对商品市场的资金流动和价格水平产生巨大影响。

（一）股市“吸纳-创造-释放-毁灭货币”的过程

图 7：股市涨跌循环中，吸纳-创造-释放-毁灭货币的过程



资料来源：民生证券研究所

从资本市场对货币的创造过程来看，共包括四个阶段，其核心在于创造货币和毁灭货币阶段：

吸纳货币阶段：指股市从谷底慢慢回升至估值中枢的阶段。在这一阶段，股票市场开始扭转下跌状态，上升趋势逐步确立；股票市场收益预期不断抬高，市场引力加大，资金被股票市场吸收。

创造货币阶段：指股市延续吸纳货币阶段，预期收益快速上升，股市从估值中枢继续上行的阶段。在这一阶段，股票市场上升趋势得到确认；股票市场收益快速上升，市场引力加大的同时，股票市场惯性上涨，股票市场由资金净流入引发的上涨与股票惯性叠加，股票市值上升大于资金净流入，货币被创造。举例而言，投资者以 100 万资金投资股票，在货币创造阶段，股市惯性上涨与投资者的增量资金双重效应推动股票市值上升，例如 200 万，上升的股票市值通过卖出的直接方式或者商业银行抵押、民间借贷以及财富效应等间接方式带来的货币供应量将大于最初投入的 100 万元，在这一过程中，货币被创造。

释放货币阶段：指股市从谷峰慢慢回落至估值中枢的阶段。在这一阶段，股票市场开始扭转上涨状态，下跌趋势逐步体现；股票市场收益预期不断下降，市场引力降低，资金被股票市场释放，流向其他领域。

毁灭货币阶段：指股市延续释放货币阶段，预期收益快速下降，股市从估值中枢继续下行的阶段。在这一阶段，股票市场下跌趋势得到确认；股票市场收益快速下降，市场引力减小的同时，股票市场惯性下跌，股票市场由资金净流出引发的下跌与股票惯性叠加，股票市值减少大于资金净流出，货币被毁灭。

（二）市场引力决定资金流向

市场的引力表现为预期收益和风险的补偿关系，市场引力的大小决定资金流向。各市场风险和收益的内在决定因素包括资金需求的刚性、资金的可获得性和资金需求的弹性。

可获得性指资金需求被满足的程度和速度，影响资金需求可获得性的因素包括：获取资金的来源、获取资金的容易程度。

从资金来源范围看，股票市场和房地产市场的资金来源较企业的资金宽泛。企业的资金供给一般均属于国内机构投资性资金，而股票市场和房地产市场的资金供应除了国内机构投资性资金之外，还包括本国居民、国际投资机构甚至国外居民。

从资金满足的速度看，企业资金无论是通过留存收益、追加资本还是通过发债、银行贷款等方式获得，均需经历较长的周期，留存收益的补充通常周期为一年，追加资本的补充通常需要股东大会或董事会等决议方可执行，发债则除了受到资格限制外，还需要经过相关部门审批，银行贷款的补充速度也至少以月计算；房地产市场和股票市场的资金获得速度则显著快于企业

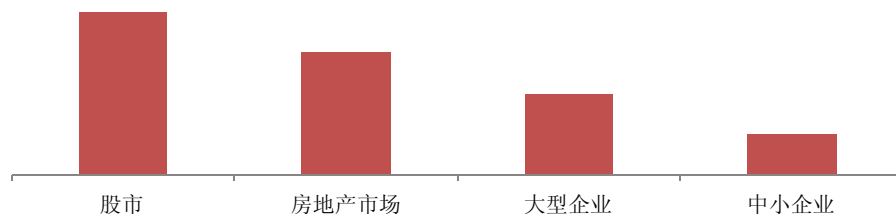
以“打分卡”方式对不同资金需求方进行排序。从资金需求的可获得性来看，股市、房地产市场、大型企业、中小企业的获得能力逐渐减弱。

表 1: 各市场资金可获得性打分卡

	资金来源	平均融资周期	可获得性	打分
中小企业	很窄：自有资金、民间借贷、小部分银行贷款	很长：12 个月	很低	1
大型企业	窄：自有资金、民间借贷、大部分银行贷款	长：3-6 个月年	低	2
房地产市场	宽：自有资金、民间借贷、大部分银行贷款、国内居民储蓄	短：1-3 个月	高	3
股票市场	很宽：自有资金、民间借贷、国内居民储蓄、国内机构投资、国际居民储蓄、国际机构投资	很短：1 个月	很高	4

资料来源：民生证券研究所 注：分值越高，可获得性越高

图 8: 各部门资金的可获得性



资料来源：民生证券研究所

刚性指资金需求的不可替代性和紧缩带来的影响，影响资金需求刚性的因素包括资金需求无法满足所带来的损失、损失的可弥补性、弥补的速度等因素。

从资金的不可替代性来看，面对资金紧缩冲击时，生产性企业资金需求的不可替代性极高，原因在于资金周转减缓带来的生产减速甚至生产停滞往往是难以弥补的，以 2010 年以来的紧缩政策为例，2011 年 1 季度新增信贷 2.26 万亿，上年同期新增贷款 2.6 万亿，2011 年 1 季度 GDP 较上年增长 9.7%，而新增贷款却下降 0.24 万亿，生产性企业的融资成本迅速抬高，中小型企业平均融资成本上升 20%，大型企业融资成本上升 10%，相比之下，房地产市场和股票市场投资者可以选择延迟交易来应对。

从资金紧缩带来的影响来看，在资金紧缩后逐渐转向宽松时，生产性企业获得资金后，

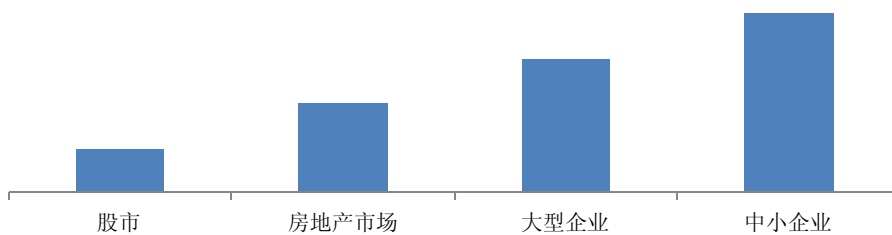
生产恢复的速度通常受产品生产周期、上下游供需恢复等因素影响,通常需要2-4个季度;而股票市场和房地产市场面临紧缩后的宽松时,市场交易量和交易价格可以迅速恢复。

表 2: 各市场资金刚性打分卡

	资金不可替代性	资金紧缩影响	刚性	打分
中小企业	很高: 为资金愿意支付很高的融资成本, 平均融资成本上升 20%	很大: 资金来源窄, 紧缩可能会带来企业停工、破产, 恢复速度慢	很高	4
大型企业	高: 为资金愿意支付较高的融资成本, 平均融资成本上升 10%	较大: 资金来源较宽, 紧缩可能明显减缓企业生产, 企业利润迅速下降, 恢复速度较慢	高	3
房地产市场	低: 资金成本上升时部分投资者可以选择等待	小: 资金获得补充后交易和价格可以较快上升, 恢复速度快	低	2
股票市场	很低: 资金成本上升时, 大部分投资者可以减仓, 甚至将资金转借给企业	很小: 资金获得补充后交易和价格可以迅速上升, 恢复速度很快	很低	1

资料来源: 民生证券研究所 注: 分值越高, 刚性越高

图 9: 各部门资金需求刚性

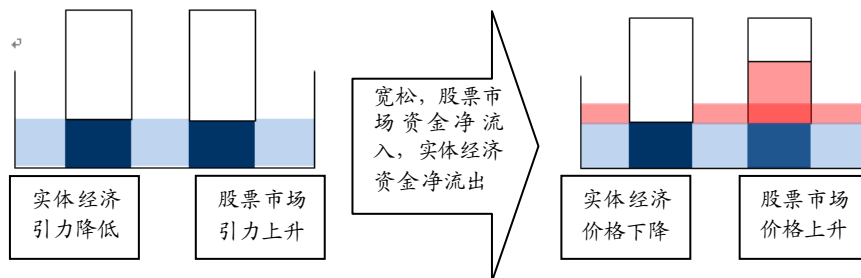


资料来源: 民生证券研究所

根据以上分析, 以“打分卡”方式对不同资金需求方进行排序。从资金需求的刚性来看, 中小企业、大型企业、房地产市场、股市的资金需求刚性逐渐减弱。

(三) 低潮期预期收益出现底部拐点, 资本市场吸纳货币

图 10: 货币供给宽松, 股票市场引力上升, 资金净流入, 价格上涨

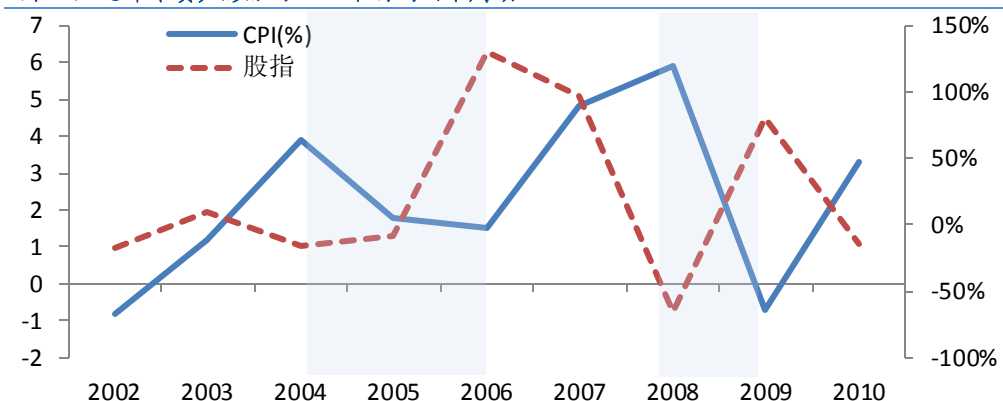


资料来源: 民生证券研究所

- **资金流动逻辑:** 预期上涨——资金流入资本市场——准货币在资产市场膨化确认上涨预期——增加的货币追逐供给相对稳定的资产——资产价格走高——资产通过银行杠杆创造货币供应量——资金大量快速流入资产市场——……

- **瓦解产品市场价格上行动力:** 准货币逐渐流入资产市场导致增加的货币供应并没有流入产品市场，流入产品市场的资金并不随货币供应量的增加而增加；
- **流动结果:** 资产价格向上，物价向下，也就是前述的资产膨胀与通货紧缩并存悖论。

图 11: 近年来资产膨胀与 CPI 下行的两个周期

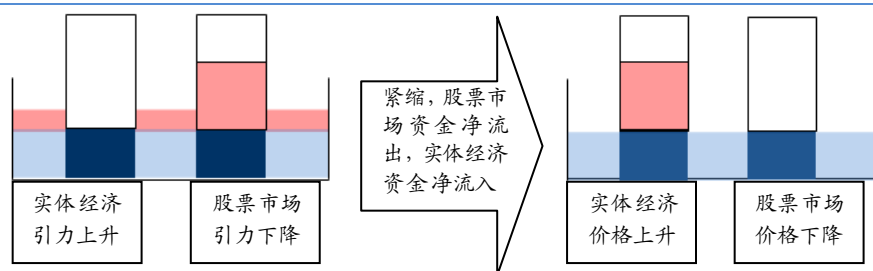


资料来源: 民生证券研究所

2004 年到 2006 年是资产膨胀与 CPI 下降的典型周期, 在这一周期中股票市场收益出现底部拐点, 进入上升周期, 市场收益由 2004 年的-15% 逐渐上升, 2005 年收益上升为-8%, 2006 年进一步上升到 130%, 而同期 CPI 增速则进入下降周期, 2004 年 CPI 为 3.9%, 2005 年下降为 1.8%, 2006 年进一步下降到 1.5%。2008 年-2009 年是该类周期的第二个例子, 此处不再赘述。

(四) 高潮期预期收益出现顶部拐点, 资本市场释放货币

图 12: 货币供给收紧, 股票市场引力下降, 资金净流出, 价格下跌

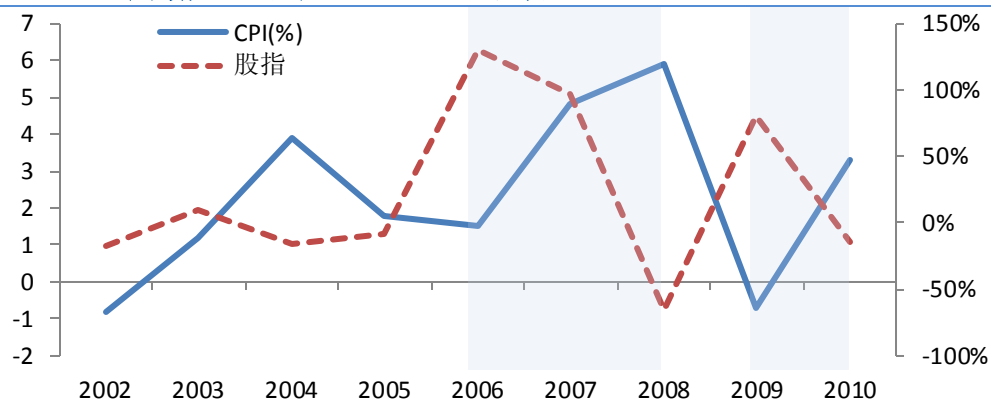


资料来源: 民生证券研究所

- **资金流动逻辑:** 预期下跌——资金流出资本市场——准货币在资产市场蒸发确认下跌预期——减少的货币追逐供给相对固定的资产——资产价格走低——货币在资本市场内被毁灭——资金大量快速流出资本市场——……
- **增加产品市场价格上行动力:** 准货币逐渐流出资本市场导致虽然货币供应没有增加, 但股市流出资金流入产品市场, 产品市场货币被创造出来, 增加的货币追逐供给相对固定的产品, 产品价格走高;

- 流动结果：资产价格向下，物价向上，也就是前述的通货膨胀与货币供应之间的反向关系悖论

图 13: 近年来资产收益下降与 CPI 上行的两个周期



资料来源：民生证券研究所

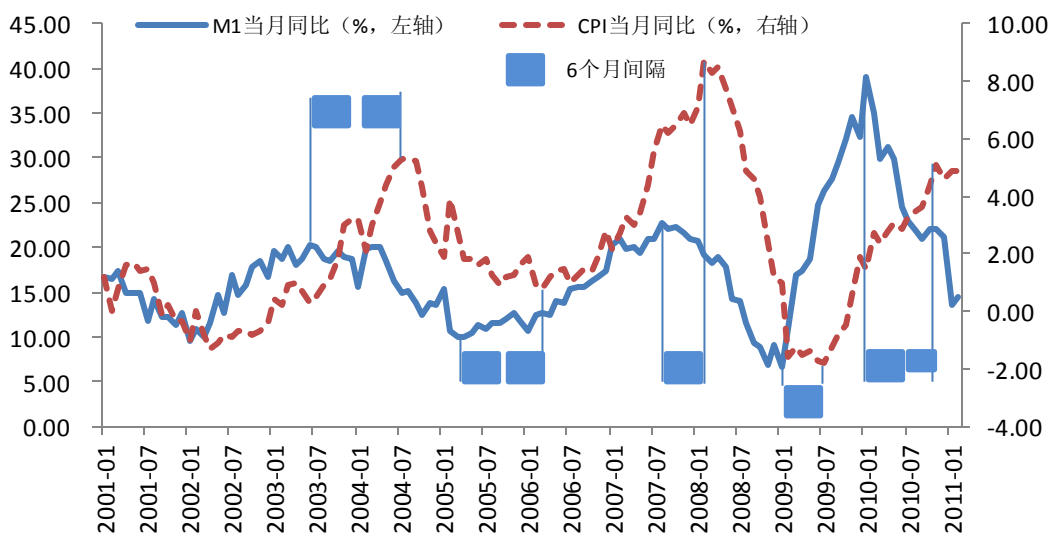
2006 年到 2008 年是资产收益下降与 CPI 上升的典型周期，在这一周期中股票市场收益出现顶部拐点，进入下降周期，市场收益由 2006 年的 130% 逐渐下降，2007 年收益下降为 97%，2008 年进一步下降到 -65%，而同期 CPI 增速则进入上升周期，2006 年 CPI 为 1.5%，2007 年上升为 4.8%，2009 年进一步上升到 5.9%。2009 年-2010 年是该类周期的第二个例子，此处不再赘述。

三、各市场之间货币流动此消彼长

(一) 大河有水小河满：M1 增速领先各市场价格增速

如前所述，货币供给和各市场之间的货币净流量存在着“大河有水小河满”的关系。M1 增速作为衡量流动性的常用变量，能够作为各市场价格走向良好的领先指标。

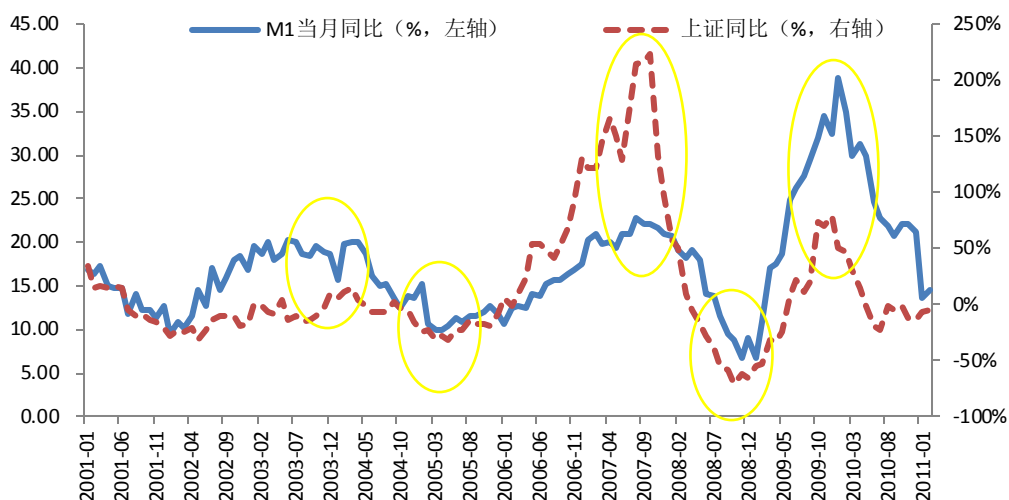
图 13: M1 增速领先 CPI 增速 6-12 个月



资料来源：民生证券研究所

M1 领先 CPI 增速 6 到 14 个月。分阶段来看，2003 年 6 月 M1 增速高点 20.24%，11 个月后，2004 年 5 月 CPI 增速达到高点 4.4%；2005 年 3 月 M1 增速低点 9.9%，12 个月后 CPI 增速到达低点 0.9%；2007 年 10 月 M1 增速高点 22.21%，10 个月后 2008 年 5 月，CPI 增速到达高点 7.7%；2009 年 1 月 M1 增速低点 6.68%，6 个月后 2009 年 7 月，CPI 到达低点 -1.8%；2010 年 1 月 M1 增速高点 38.96%，10 个月后 2010 年 11 月 CPI 到达高点 5.1%。

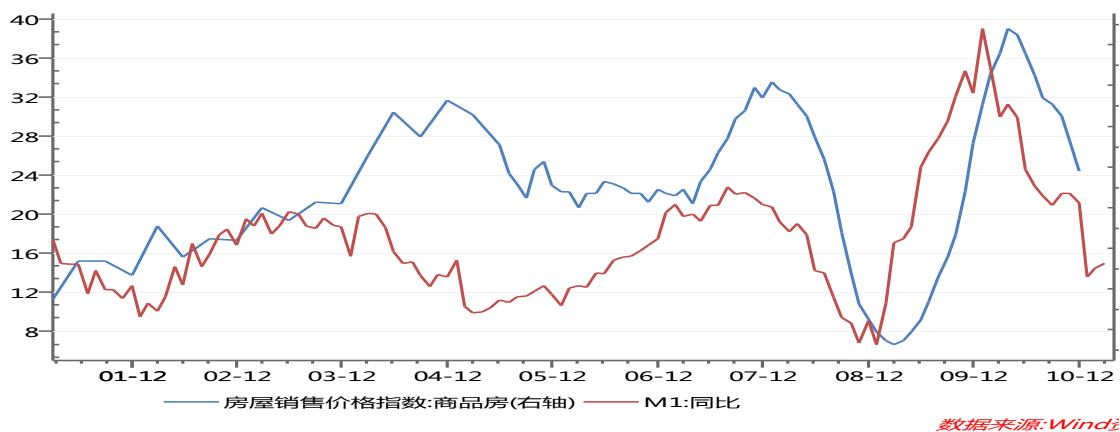
图 13: M1 增速与股市收益增速同步



资料来源: 民生证券研究所

M1 增速与股市收益同步。分阶段来看，2003 年 6 月 M1 增速高点 20.24%，2003 年 5 月股市收益达到高点 4%；2005 年 3 月 M1 增速低点 9.9%，2005 年 2 月股市收益到达低点 -32%；2007 年 10 月 M1 增速高点 22.21%，同月股市收益到达高点 224%；2010 年 1 月 M1 增速高点 38.96%，2009 年 12 月股市到达高点 80%。

图 13: M1 增速平均领先房地产价格增速 2-18 个月



数据来源: Wind

资料来源: 民生证券研究所

M1 增速领先房地产价格增速 2-18 个月。分阶段来看:

2003年6月M1增速高点20.24%，12个月后，2004年6月房地产价格增速达到高点9.7%；

2005年3月M1增速低点9.9%，18个月后2005年9月房地产价格增速到达低点5.5%；

2007年10月M1增速高点22.21%，4个月后2008年2月，房地产价格增速到达高点11.2%；

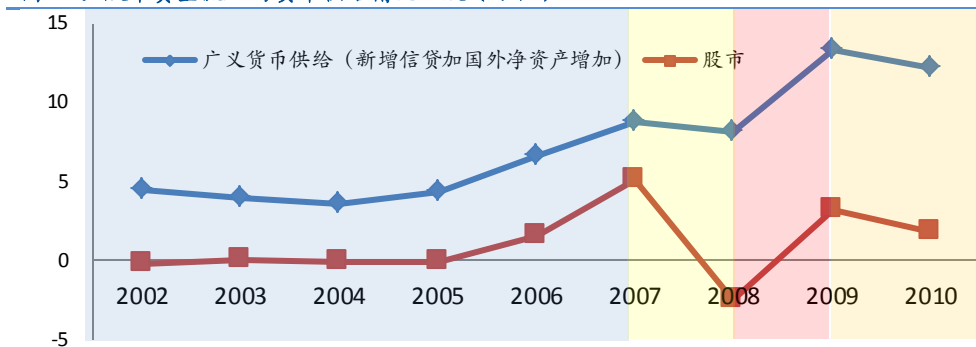
2009年1月M1增速低点6.68%，2个月后2009年3月，房地产价格到达低点-1.7%；

2010年1月M1增速高点38.96%，4个月后2010年5月CPI到达高点13.5%。

（二）河水与池水：货币供给总量影响各个“池子”

动态来看，广义货币供给增加时，资本市场和资产市场的货币净流入也同时增加，就像“大河有水小河满”。广义货币供给减少时，资本市场和资产市场的货币净流入也同时减少，就像“大河无水小河干”。

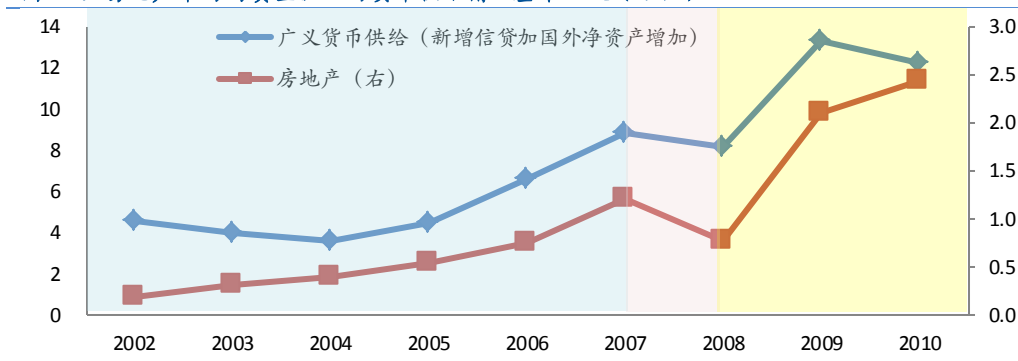
图 14：股市资金流入与货币供给情况一致（万亿）



资料来源：民生证券研究所

从股市看，2002年到2007年间，广义货币供给共增加27.3万亿，同期流入股市资金增加6.7万亿；2008年，广义货币供给较2007年下降0.7万亿，股市净流入资金较上年下降2.49万亿，2009年，广义货币供给增加13.3万亿，股市净流入3.18万亿，2010年，广义货币供给增加12.2万亿，较上年减少1.1万亿，流入股市资金减少1.33万亿。

图 15：房地产市场的资金流入与货币供给情况基本一致（万亿）



资料来源：民生证券研究所

与资本市场一致，房地产市场的资本品性质使得广义货币供给对房地产市场资金流动

的影响作用与股市相似。从数据来看，2002年到2007年间，广义货币供给共增加27.3万亿，同期流入房地产市场资金增加3.37万亿，2008年广义货币供给较2007年少增加0.6万亿，房地产市场流入资金较上年少增加0.59万亿。

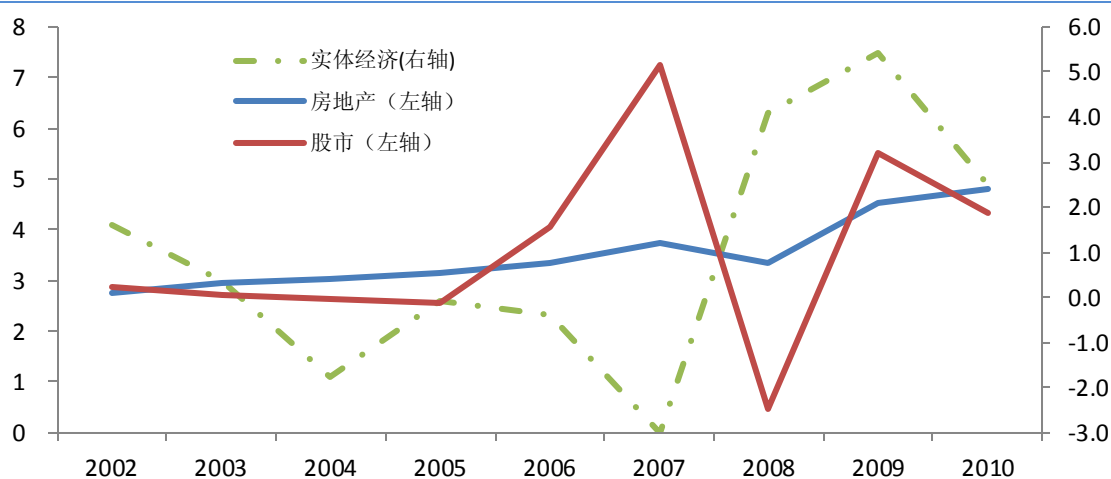
（三）池水与池水：各市场之间货币净流动此消彼长

跨市场来看，影响各个市场货币净流动的除了总量因素之外，还有结构性因素。新增的广义货币供给在各个市场之间分布是非均衡的，呈现出此消彼长的特征。

例如，2003年-2004年广义货币供给分别增长4万亿和3.6万亿，分别较上年少增0.5万亿和0.4万亿，但是房地产市场却分别较上年多增0.12万亿和0.1万亿；

2006年-2007年，广义货币供给分别较上年多增2.2万亿和2.1万亿，而实体经济却分别较上年少增0.3万亿和2.3万亿，其原因在于股市上涨吸纳了大量货币，股市在2006-2007年分别较上年多增1.65万亿和3.61万亿。

图 16：增量供给在各市场的分布此消彼长（万亿）



资料来源：民生证券研究所

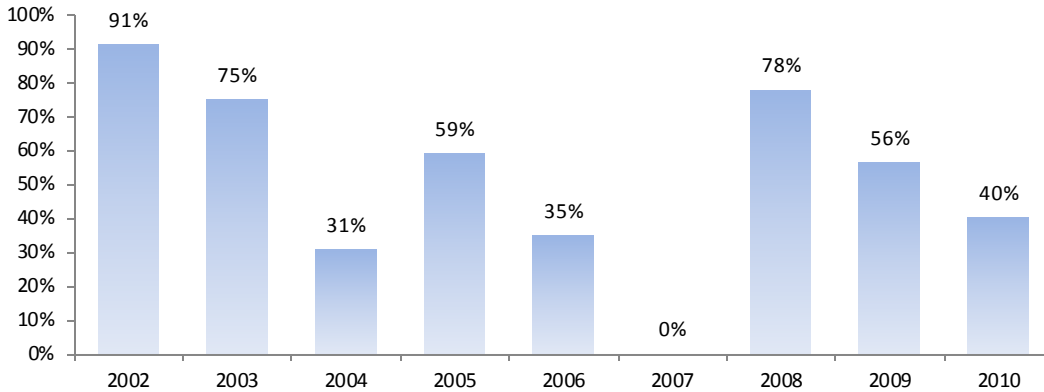
就像池水水位除了受到上游来水的影响之外，还会受到地面江水、其他径流影响的道理相同，由于货币在三个市场之间的分布不均和此消彼长的关系，广义货币供给增量与实体经济货币增量之间并不存在严格的一一对应的关系。

从2002年到2010年间，当年净流入实体经济的增量资金与当年新增货币供给的增量资金之间的比例分布在0%至91%之间。

例如，2008年新增广义货币供给8.1万亿，而2008年流入实体经济的货币为33.4万亿，较上年增加6.3万亿，实体经济新增货币的增量是新增广义货币供给增量的78%。

再如，2007年新增广义货币供给8.7万亿，而2007年流入实体经济的货币为27.1万亿，较上年无增长，实体经济新增货币的增量是新增广义货币供给增量的0%，新增的广义货币供给主要流入了股票市场和房地产市场。

图 17: 实体经济流入资金增量与广义货币供给增量比例



资料来源: 民生证券研究所

(四) 流动性指标: 股市资金净流动的风向标

预期风险补偿是引导资金流动的内生因素。经过调整的流动性指标可以作为预期收益的良好代理变量。通常情况下预期风险相对稳定, 给定风险水平, 收益的变动将成为资金流动的领先指标。当突发事件引起风险陡增时, 将参考风险变动调整预期风险补偿。

1、以流动性指标判断趋势性拐点

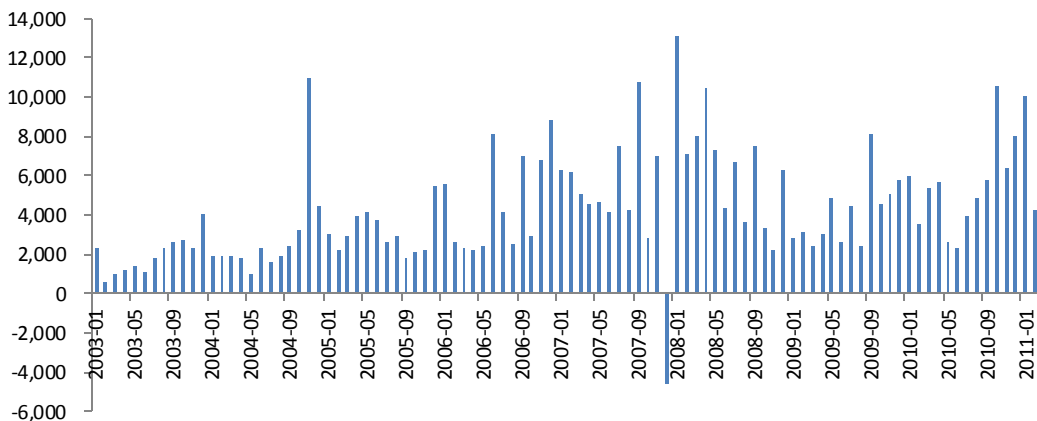
广义货币供给包括当月新增贷款与国外净资产增加两部分: 当月新增贷款为国内因素, 国外资产净增加为国外因素。其中, 国外因素中剔除掉 FDI (直接进入实体经济投资) 和贸易顺差 (直接进入商品市场) 之外的部分为热钱, 热钱投机性较强, 是股市流动性的主要国外来源。

如前所述, 股票市场走势与广义货币供给之间存在“大河有水小河满”的关系。据此流动性的持续增加将推动股市的上涨, 而流动性的逐渐减少将推动股市下跌。

研究国内外流动性因素与股市的关系, 或能够找到对股市走势具有领先意义的指标。

我们首先计算当月新增信贷与当月热钱之和, 如下图所示:

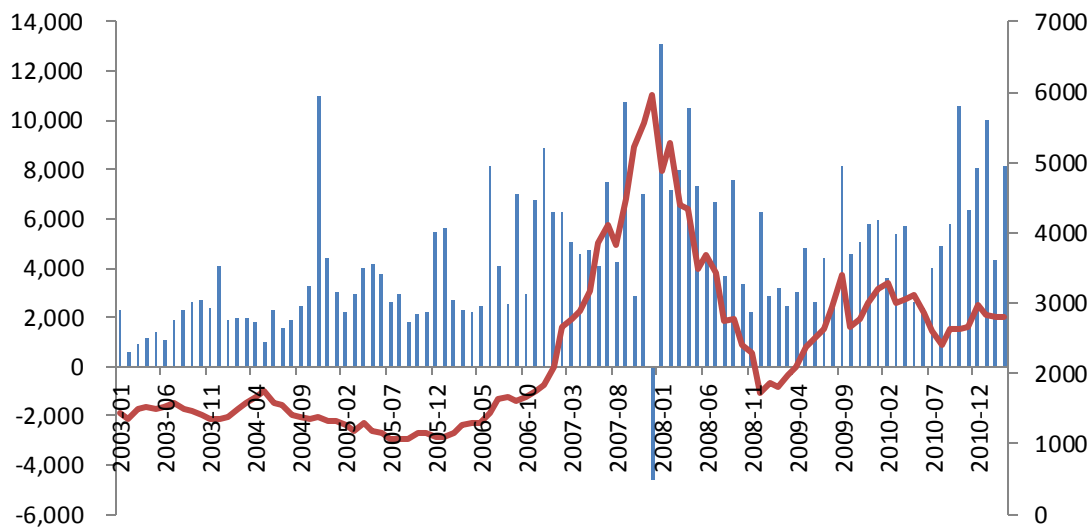
图 18: 当月新增信贷与热钱之和 (亿元人民币)



资料来源: 民生证券研究所

将股票指数与上图叠加，可以看到二者之间存在着相同的趋势性。

图 19: 当月新增信贷与热钱之和 (亿元人民币, 左轴) 与上证综指 (右轴)



资料来源: 民生证券研究所

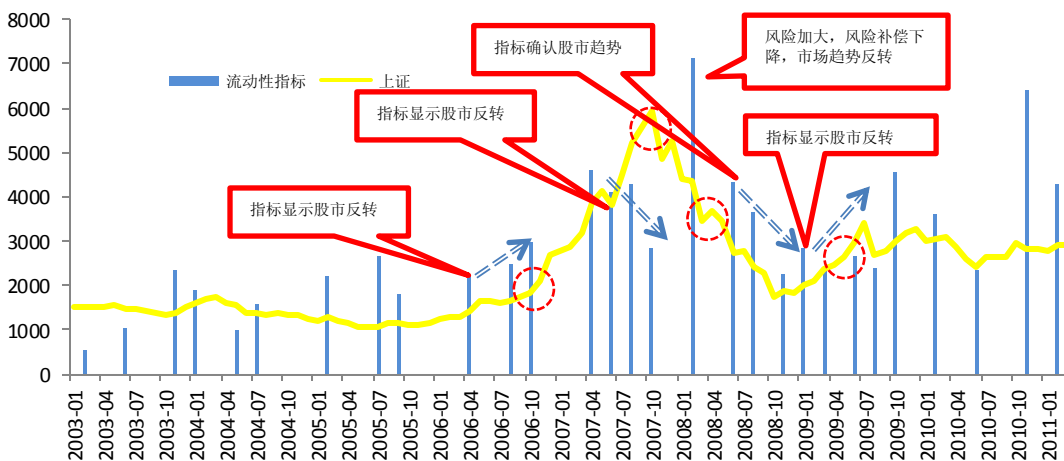
二者趋势性相关的原因在于流动性的持续上升方可推动股票指数的上涨。我们通过观察当月新增贷款与热钱之和波动过程中谷底的变化来确定趋势性: 如果谷底持续上升, 则说明流动性持续上升, 如果谷底持续下降, 则说明流动性持续下降。

我们将上述的谷底值定义为流动性指标: **流动性指标 (L)** 为当月新增贷款与当月热钱流入净值之和的时间序列局部极小值。

$$L = \text{inferior}\{\Delta\text{HM} + \Delta\text{Loan}\}$$

其中: L 为流动性指标, Inferior 为求下界 (谷底) 的过程, ΔHM 为当月新增热钱, ΔLoan 为当月新增信贷。

图 20: 流动性指标可作为股市趋势性转折的风向标



资料来源: 民生证券研究所

由上图可见，流动性指标出现反转平均领先股指 4 个月。其内在逻辑在于：流动性充裕与紧缩将直接影响通胀预期，流动性宽松状况下通胀预期高企，股票作为良好的抗通胀类投资产品引力加大，资金流入股市引起股市上涨。

2、以风险因素作为辅助因素

风险因素与收益因素的对比关系——风险补偿决定了股市的收益。收益主要受到流动性的推动，在风险水平给定的情况下，收益越高，风险补偿越大；收益越低，风险补偿越小。

风险因素指对未来经济运行的不确定性。例如，金融危机、政局动荡、政策紧缩、经济下行等因素带来的经济硬着陆甚至衰退的风险。

在通常情况下，风险因素变动不大，股市走势也就主要由流动性决定，但是在特殊境况内，即使流动性快速扩张，但是如果不能完全补偿风险的急速上升，股市仍难以出现趋势性上涨的拐点。

以 2006 年 4 月为例，流动性指标上升，显示市场将出现反转向下，彼时经济运行并未出现较大波动的风险，风险水平维持不变，流动性指标上升即代表了股市上升。

以 2007 年 7 月为例，流动性指标下降，显示市场将出现反转向下，彼时经济运行并未出现较大波动的风险，风险水平维持不变，流动性指标下降即代表了股市下降。

以 2008 年 1 月为例，流动性指标大幅上升，显示市场将出现反转向下，但是由于金融危机正在跨市场、跨区域蔓延，风险陡增：一方面，预期收益的上升并不能确定性的弥补风险大幅的上升；另一方面，强烈的避险情绪对风险补偿的要求大幅提高；结合两方面原因，该次指标显示的反转并不成立。其后指标持续下降也再次确认。

以 2009 年 1 月和 2006 年 4 月为例，流动性指标上升，显示市场将出现反转向下，彼时经济运行并未出现较大波动的风险，风险水平维持不变，流动性指标上升即代表了股市上升。

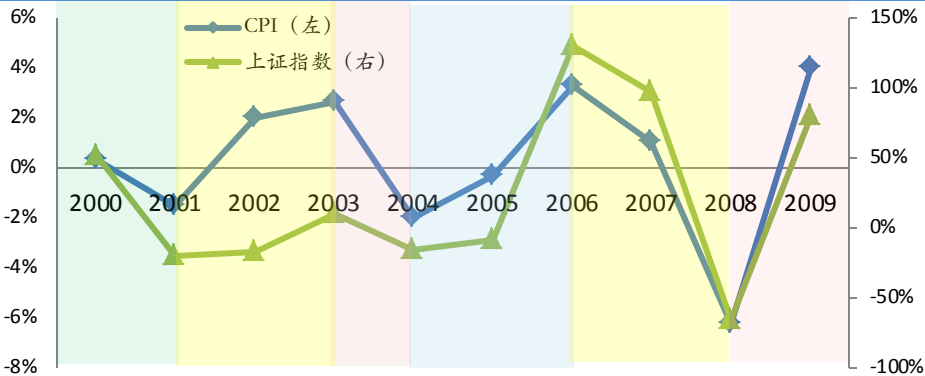
四、货币的跨市场流动对价格的影响

事物或者受损后受益，或者受益后受损，有如各市场间资金此消彼长。潮涨潮落将各个市场的流量和价格水平相互联系起来。本部分旨在表明货币跨市场流动规律。

（一）股市资金流动领先实体经济价格变动一年

据前述分析，同年看，股市资金和实体经济资金之间存在此消彼长的反向变动关系，跨期看，股市资金流动领先商品市场一年。后文的一个结论是股市价格的变动与股市资金流动完全一致，此处我们以股市价格的变动模拟股市资金的净流动。

图 21: 总体看, 股市价格领先实体经济一年开始上涨



资料来源: 民生证券研究所 注: 横轴表示 CPI 时间周期, 股市周期在此基础上领先一年

由上图可以看出, 我们将领先一年的股指收益和CPI增长进行比较, 2000年以来所有的年份两个指标均体现出高度的一致性, 分阶段来看:

2001年, 股票指数下跌20.6%, 次年, CPI下降1.49%;

2002年至2003年, 股票市场跌幅逐渐收窄, 并由跌转涨, 收益分别为-17.5%和10.3%, 次年CPI也呈现出跌幅收窄, 由跌转涨, 涨幅分别为2.02%和2.67%;

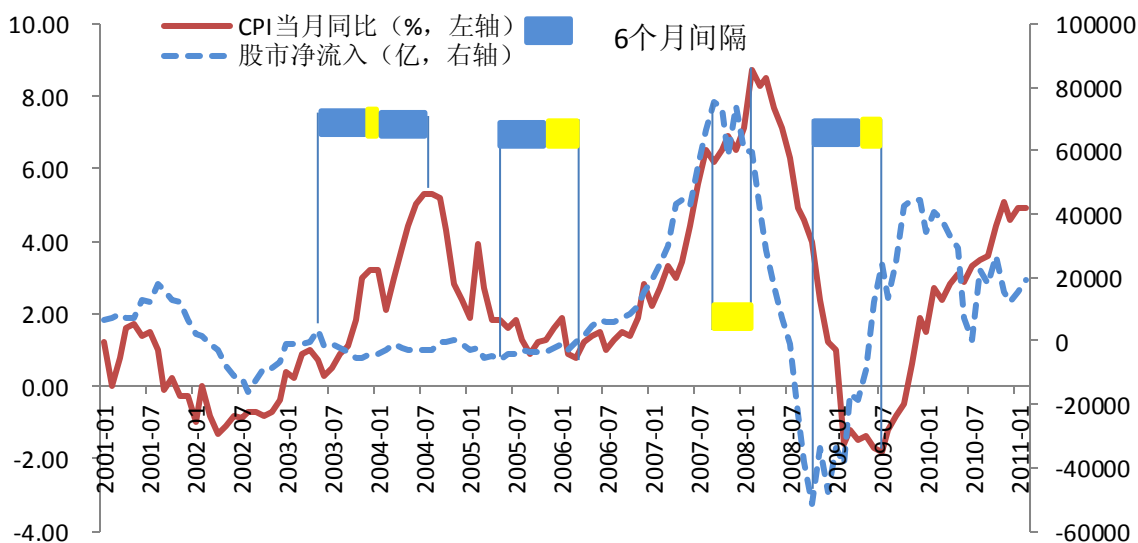
2004年, 股市下跌15.4%, 次年, CPI为-2.02%;

2005年至2006年, 股市由跌转涨, 收益分别为-8.3%和130.4%, 次年, CPI呈现出同样走势, 分别为-0.29%和3.25%;

2007年至2008年, 股市涨幅收窄, 并由涨转跌, 收益分别为96.7%和-65.4%, 次年, CPI涨幅收窄, 并由正转负, 分别为1.05%和-6.23%;

2009年, 股市由跌转涨, 上涨80.0%, 次年, CPI由负转正, 为4.03%。

图 22: 股市资金净流入领先实体经济 9-14 个月



资料来源: 民生证券研究所

从月度数据来看, 股市资金流入领先CPI指数9-14个月。

分阶段来看，2003年5月，股市资金（较上年同期，下同）流入3386亿元，为阶段性高点，14个月后，2004年7月CPI到达阶段性高点5.3%；

2005年4月，股市资金净流出4950亿，为阶段性低点，11个月后，2006年3月CPI到达阶段性低点0.8%；

2007年9月，股市资金净流入7.52万亿，8个月后，2008年5月CPI到达高点7.7%；

2008年10月，股市资金净流出5.16万亿，为阶段性低点，8个月后，2009年6月，CPI到达阶段性低点-1.7%。

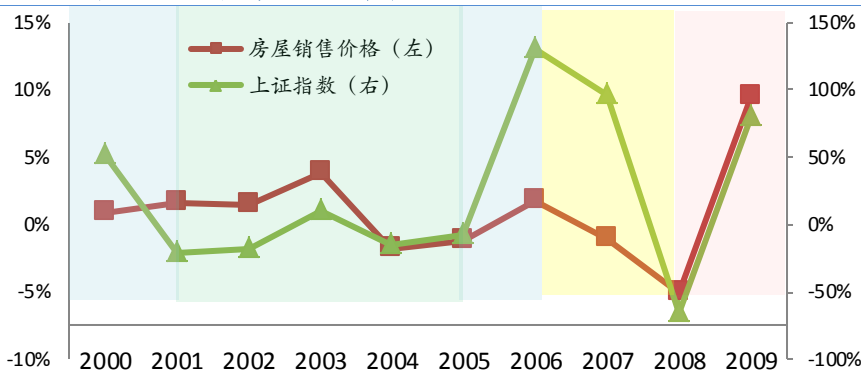
其内在逻辑是，股市上涨在T年从商品市场吸纳了大量资金，T+1年股市收益兑现，资金流出股市并部分流入商品市场，引起T+1年商品市场价格指数（CPI）的上涨；反之亦然。由于资本市场和资产市场良好的流动性、资产价值的强周期性和低门槛，这两个市场成为货币需求的首选场所。货币在资产和资本市场被吸收、创造，并在市场价格到达顶峰，预期收益率出现拐点时释放并毁灭货币。

（二）股市资金流动领先房地产市场价格变动一年

与商品市场相似，同年看，股市资金和实体经济资金之间存在此消彼长的反向变动关系，**跨期看，股市资金流动领先房地产市场一年。**

股市价格上涨时，吸纳社会资金流入股票市场，实体经济和房地产市场中货币增量减少，无法有效推动其价格上涨；当资金流出股市进入实体经济和房地产市场时，房价和物价指数相应提高。资金在不同市场间流动的时间差，形成了股市价格领先实体经济和房地产价格一年开始上涨的局面。

图 23：股市价格领先房地产价格一年开始上涨



资料来源：民生证券研究所 注：横轴表示股市时间周期，CPI和房屋销售价格周期在此基础上向后调整一年

由上图可以看出，我们将领先一年的股市收益和房地产价格涨幅进行比较，**2000年以来大多数年份两个指标均体现出高度的一致性，分阶段来看：**

2001年至2003年，股市震荡上涨，收益由-20.6%上涨至10.3%，2002年至2004年，房地产价格指数则由1.6%上涨至3.9%；

2003年至2005年，股票市场涨幅逐渐收窄，收益由10.3%下跌至-8.3%，2004年至2006年，房地产价格指数涨幅由3.9%下跌至-1.2%；

2006年，股市上涨130.4%，2007年，房地产市场上涨1.8%；

2006年-2008年，股市由涨转跌，收益由130.4%下跌至-65.4%，2007年-2009年，房地产价格指数涨幅由1.8%下跌至-5.0%；

2009年，股市上涨80.0%，2010年，房地产市场上涨9.5%。

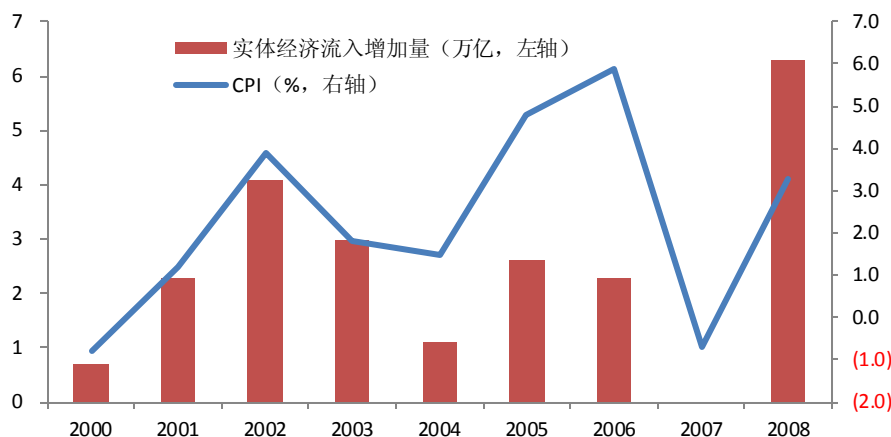
五、单市场货币净流入对价格的影响

春江潮水起起伏伏，海上明月往往复复。不同市场的货币流量直接决定了市场价格水平的变动，有如春江潮水，潮涨而水深，潮落而石出。

（一）实体经济资金流入领先 CPI 两年

从调整后的数据来看，领先两期的实体经济资金流入量与物价水平保持了较高的一致性。2000-2002年，流入实体经济的资金逐年加速，分别较上年增加0.7万亿、2.3万亿和4.1万亿，带动了CPI的上涨，从-0.8%提高到3.9%；2002-2004年，流入实体经济的资金增速减缓，2002年4.1万亿，2003年3万亿，2004年1.1万亿，CPI相应走低，从3.9%下降到1.5%；2005年至2007年实体经济资金流入增量回落，从2005年的2.6万亿下降至2007年的0万亿，CPI相应由5.9%回落至-0.7%，2008年，实体经济资金净流入较上年增加6.3万亿，CPI从-0.7%提高到3.3%。

图 24：实体经济资金流入领先物价指数两年

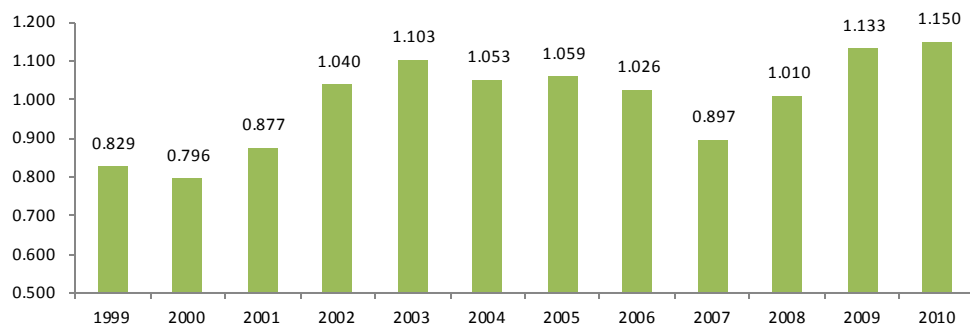


资料来源：民生证券研究所 注：横轴表示实体经济资金流入时间周期，CPI周期在此基础上向后调整两年

正如弗里德曼所说“通胀永远都是个货币问题”。在实体经济层面，CPI 指数与流入该市场的货币量存在着显著的相关关系。如果流入实体经济的货币量超过了 GDP 的增速，将产生推动价格上涨的压力。

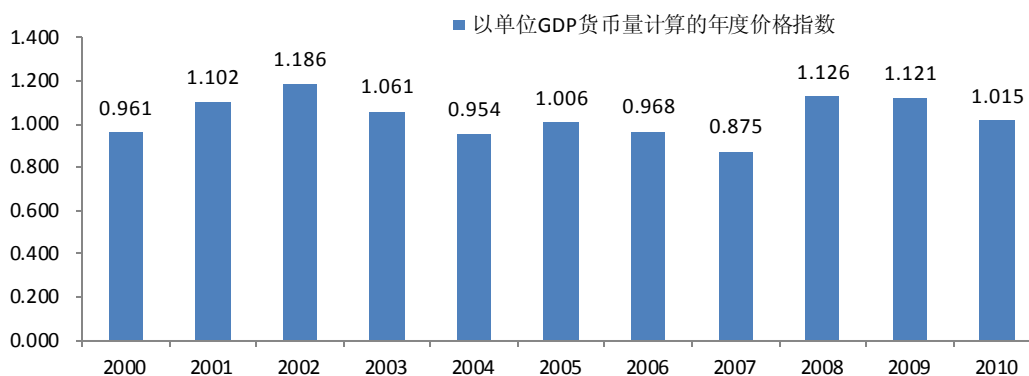
据此逻辑，我们计算了单位 GDP 的货币量，用定基 GDP 调整实体经济货币量，得到单位 GDP 货币量。

图 25: 单位 GDP 货币量走势



资料来源: 民生证券研究所

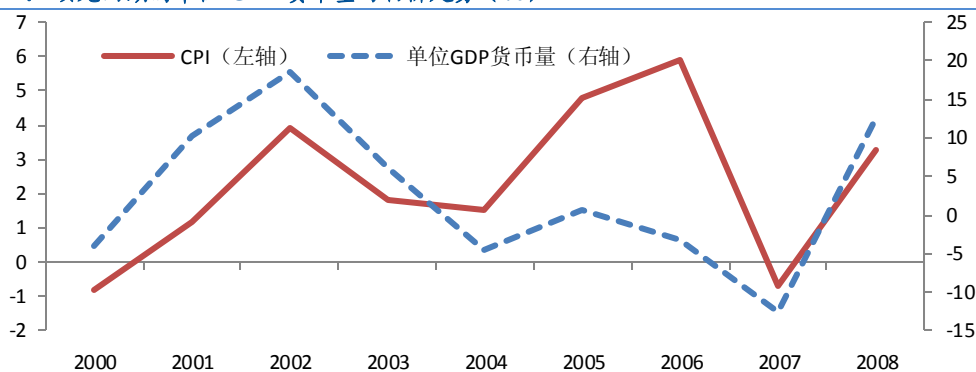
图 26: 以单位 GDP 货币量计算的年度物价水平



资料来源: 民生证券研究所

据我们的研究框架, 单位 GDP 货币量的变动应与 CPI 的走势趋同。据单位 GDP 货币计算的年度价格指数如图所示。

图 27: 领先两期的单位 GDP 货币量与物价走势 (%)



资料来源: 民生证券研究所

通过比较, 我们发现领先两期的单位 GDP 货币量与物价走势高度趋同。

如 2000 年到 2002 年, 单位 GDP 货币量增速逐年提高, 分别为-3.9%、10.2%和 18.6%, 反映在两年后的 CPI 上, 2002 年至 2004 年的 CPI 指数逐渐走高, 分别为-0.8%、1.2%和

3.9%;

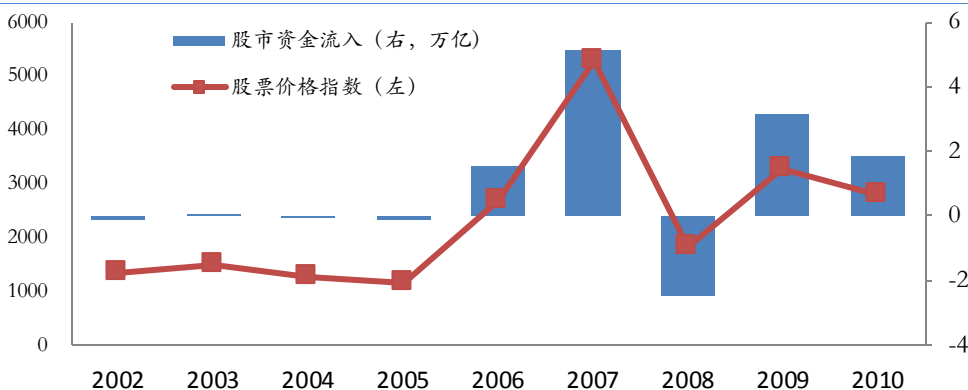
2003年和2004年单位GDP货币量增速逐年回落,分别为6.1%和-4.6%,反映在两年后的CPI上,2005年至2006年的CPI逐年回落,分别为1.8%和1.5%;

2005年至2008年,单位GDP货币量增速先涨后跌,两年后的CPI走势相同;2008年,单位GDP货币量增速快速上扬至12.6%,2010年CPI也由-0.7%上升至3.3%。

(二) 股票市场资金净流入与指数同步

股市对资金的吸纳到股市价格的上扬具有一定的时滞,但由于该市场资产高度的流动性和资金的快速逐利流动,从年度数据来看,股票市场中资金流入与价格指数保持着高度的一致性。2002-2005年,资金基本处于持续流出股市的状态,净流出2400亿元,股票价格指数下跌了14.5%;2005-2007年,有6.7万亿元资金流入股市,股票价格相应大幅上涨,涨幅达353%;2007-2008年,有2.49万亿元的资金流出股市,造成股票市场65.4%的暴跌;2008-2010年,股票市场人气回升,以5.04万亿元的资金净流入带动了股票市场的价格上扬,股价上涨54.2%。

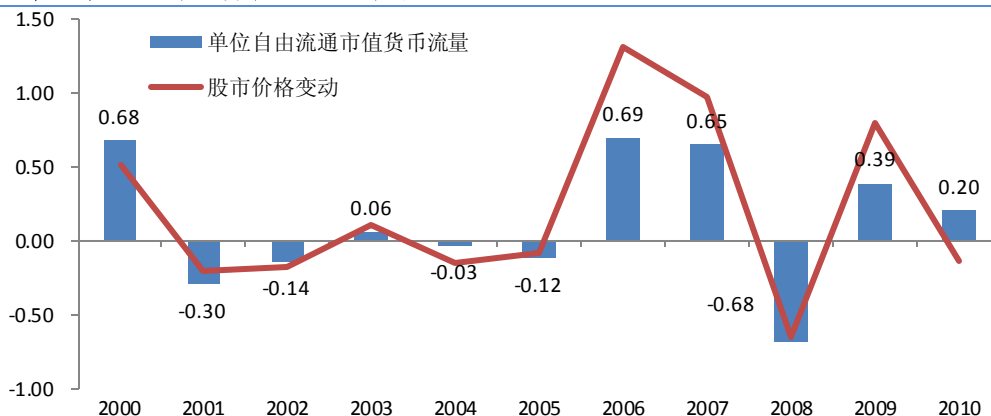
图 28: 股市资金流入与价格变化一致



资料来源: 民生证券研究所

单位自由流通市值货币流量的变动与股市价格变动方向完全一致。从幅度上来说,单位自由流通市值货币流量每变动1个百分点,股市价格将变动1.2个百分点。

图 29: 单位自由流通市值货币流量与股市价格变动完全一致



资料来源: 民生证券研究所

与单位GDP货币量/CPI一一对应关系不同的是，股票市场价格变动幅度是单位自由流通市值货币流量变动幅度的1.2倍，这表明：

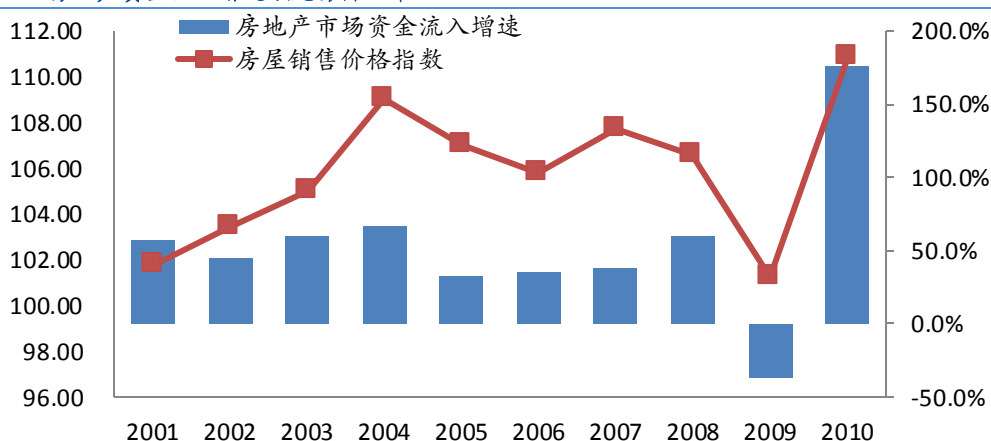
一方面，货币净流入股票市场时（表现为股票市场引力增加，吸纳货币），单位自由流通市值货币流量增大，但是由于股市自身具有创造货币的功能（表现为股票市场创造货币），吸纳与创造功能的叠加推升了股价以更大的弹性上涨；

另一方面，货币净流出股票市场时（表现为股票市场引力下降，释放货币），单位自由流通市值货币流量减小，但是由于股市自身具有释放、毁灭货币的功能（表现为股票市场毁灭货币），释放与毁灭功能的叠加推动了股价以更大的弹性下跌。

（三）房地产市场资金净流入领先房价一年

房地产市场资金流入受建设周期影响领先房价一年。2002-2007年，流入房地产市场的资金缓步增加，价格也基本保持平稳，上涨3.9%；2008年，资金流入量减少36.8%，价格指数随之下跌了5%；2009年，随着流入房地产市场资金大幅增加了176%，房地产价格也快速上涨，涨幅达9.5%。

图 30：房地产资金流入增速领先房价一年



资料来源：民生证券研究所 注：横轴表示房屋销售价格时间周期，房地产市场资金流入周期在此基础上提前一年

六、更有效的货币政策：从总量控制到流向疏导

市场间货币的流动干扰了总量对单个市场水位的影响。市场间的流量总是此消彼长，应当正确把握货币流动和价格变动的规律，引导货币合理流动，用资产市场和资本市场对冲过多的货币，是为冲气以为和。

（一）政策有效性：筑堤堵水难度风险双加大

经典教科书告诉我们，利率、存款准备金率等价格调整能够有效地影响资金需求，直接作用于投资和消费，并通过利率平价影响汇率，间接影响净出口，最终达到宏观调控的效果。

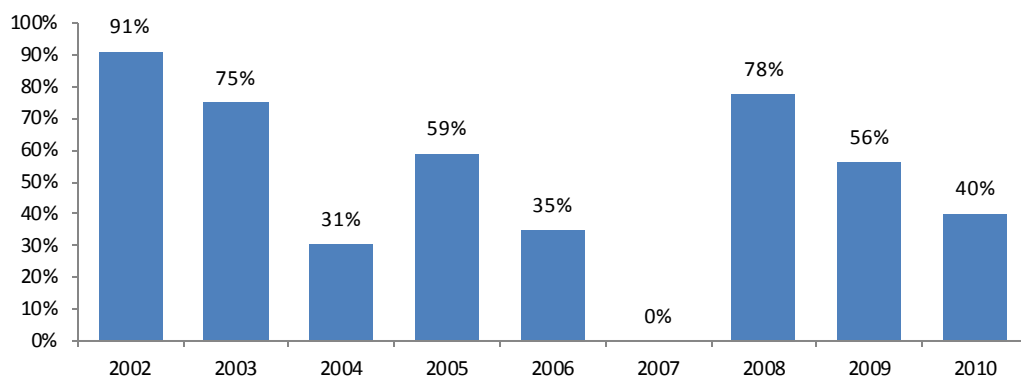
但是，价格工具的调整有如筑堤防水，去年以来，紧缩的货币政策的内涵主要涉及收

紧信贷和加息、提高存款准备金率。虽然这些政策能够从总量上减少广义货币供给的增加，但是由于忽视了房地产市场和股票市场对货币的吸纳和释放能力，紧缩的货币政策一方面不能准确地缓解产品市场的价格压力，另一方面很可能伤及实体经济，加大经济硬着陆的风险。

1、总量政策被市场流量稀释，收效甚微

定义流入实体经济的货币量与广义货币供给增加额的比例为实体经济货币吸收率，从2002年至2010年，实体经济货币吸收率分布从0%至91%不等，算数平均值52%，加权平均为56%。如果以货币吸收率考察货币政策的有效性，其结论为新的货币供求视角下，资产市场、资本市场和银行体系对货币的需求与供给极大地对冲了货币政策的有效性，货币政策的命中率仅为52-56%，有44-48%的政策效果被稀释。

图 31：实体经济货币吸收率平均仅为 52%



资料来源：民生证券研究所

2、简单加息手段正面效果不及预期，负面效果不容忽视，原因有四：

其一，加息难以抑制信贷资金需求：如前所述，基于较低的资金可获得性，投资需求对于利率的弹性近乎为零；

其二，加息将加大国外净资产增加的压力：受热钱逐利性和人民币升值预期影响，加息将加大热钱流入，一方面增加热钱流入的汇兑收益，另一方面增加息差收益；

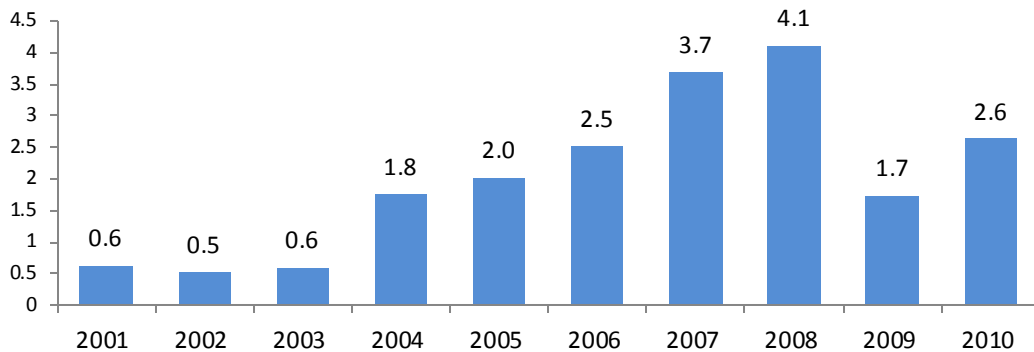
其三，加息将加大成本推动型通胀压力：计算表明，每加息1个百分点对我国物价的成本推动影响，相当于全国工人工资上涨2.5%，或相当于原油价格上涨20%。

其四：加息将抑制消费，却无法抑制投资，不利于经济结构调整。

3、提高存款准备金率空间收窄

每次提高存款准备金率0.5个百分点，将回收流动性3600亿元左右。2010年我国国外净资产增加约3万亿元，如果仅靠提准方式回收则需要提高准备金8次，计4个百分点。受人民币升值预期影响，国外净资产增量在短期内将维持高位，而提准空间已经有限，且提准将对中小企业融资能力、资金成本等产生负面影响。

图 32：2001 年以来国外净资产增加值（万亿元）



资料来源：民生证券研究所

（二）政策指向 1：改总量控制为流量调节

流动性的供给不仅来源于新增信贷和国外净资产增加，资产市场和资本市场对货币的吸纳和创造作用也是流动性的重要来源。

我们认为在新的货币供给和需求框架下，流动性管理有如大禹治水，宜疏不宜堵。加息和提高存款准备金有如筑堤建坝，短期内可以防止过高的水位殃及良田，但不应忽视的是筑堤建坝终有上限，且一味重堵轻疏长期看加大了地上悬河淹没良田的风险，流动性疏导终归要以疏为本。

无论是热钱的跨境流动，还是人民币境内资金在不同市场间的流动，一旦形成趋势就是上万亿级别的流动。相对于提高存款准备金回收千亿级别的资金而言，资金在不同市场之间的流动对物价和资产价格的影响远远大于货币总量的调控。

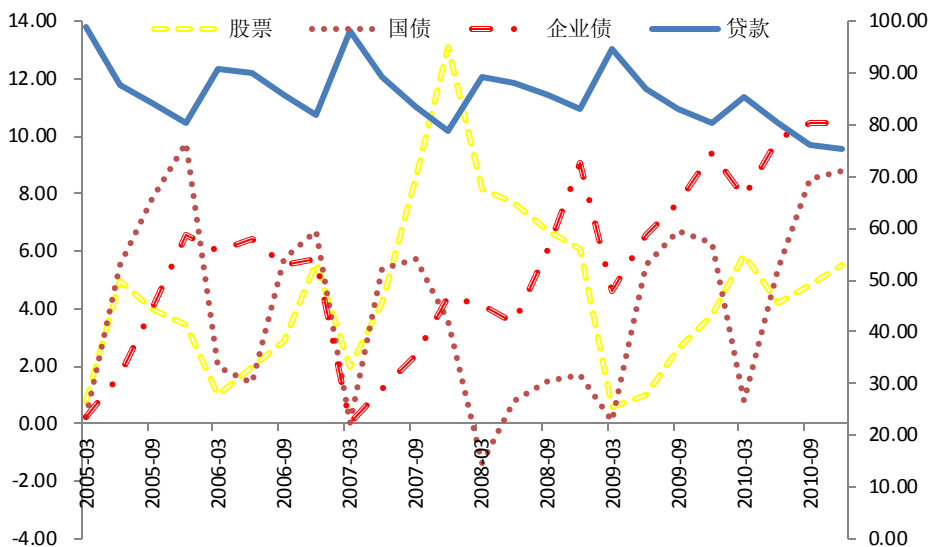
基于此，通过管理风险补偿预期实现“由堵变疏”，利用资本市场和资产市场等“池子”吸引过多的流动性，通过引导资金流入股市和房地产市场，发挥多层次资本市场作用，在实现融资结构调整、提高融资效率的同时有效管理流动性。

当前阶段，适当引导资金流向股市，显然有利于房价和物价调控目标的实现，更有利于刺激消费、扩大内需。

（三）政策指向 2：引导资金流向股市，有利于物价、房价回落

通过增加股票市场中股票的供给来稀释流入市场的货币，管理股票市场预期，减轻产品市场价格压力。同时，从目前来看，资本市场融资规模（股票、国债和企业债总和）仅占银行贷款融资规模的四分之一，资本市场直接融资规模依然偏小，引导资金流向股市，有利于多层次资本市场的建设。

图 33: 资本市场融资规模(左轴, %) 仅占贷款(右轴, %) 的四分之一



资料来源: 民生证券研究所

经济过热增加供给: 经济过热阶段, 经济需求大幅上升, 在引导资金进入资产和资本市场的同时, 增加这两个市场的供给, 一方面, 在避免物价水平被过多货币推高的同时实现了通过资本市场和资产市场进行直接融资; 另一方面, 资产和资本市场供给的增加能够有效防止资产泡沫的产生, 降低经济运行的风险。反之亦然。

通过风险补偿与预期收益管理, 引导资金在多个市场之间合理流动, 并以增加房地产、股票和产品供给的方式, 通过三个市场的产品供求引导价格合理波动, 避免将货币控制仅仅局限于实体经济层面的物价水平控制。

除此之外, 加速人民币升值也是货币政策管理的有效手段。在我们的研究框架中, 国外净资产的增加成为货币供给的重要来源, 人民币升值预期强烈而人民币升值速度缓慢成为热钱大量涌入的直接推动力量。热钱加速涌入和通胀上行使得收紧货币供给政策转变为收紧新增信贷, 以国内增长为代价对冲国际套利资本的收益。

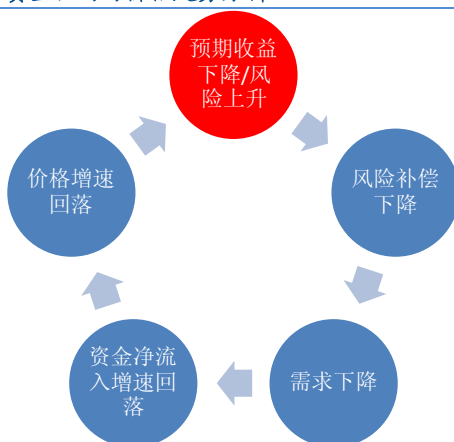
较低的人民币汇率以内部失衡的方式向国际消费者提供补贴, 在我国外汇储备规模巨大、贸易资本双顺差和输入性流动性压力激增的状况下, 考虑加速人民币升值进程, 以抵消通胀将是必要的手段。

七、2011年下半年各市场资金流动预测

根据我们的研究框架, 预期收益和风险决定收益补偿, 收益补偿决定资金流向, 资金流向决定市场价格。

（一）单纯货币因素推动 2011 年房屋销售价格指数增长 2.04%

图 34：未来一年房地产市场资金流向与价格走势分析



资料来源：民生证券研究所

1、房地产供给大幅增加，房价增速预期放缓

2011 年下半年，受房地产调控政策影响，房地产市场供给向上、需求向下。收益方面，三因素导致预期收益下降：

其一，供给因素，大量的保障房和廉租房入市放大增量供给；

其二，需求因素，限购政策的出台，以及限购政策推广预期限制增量需求释放，房产税的出台和推广预期降低了存量需求，信贷政策紧缩从资金价格和资金规模两方面直接限制了开发贷和按揭贷对房地产市场的资金供给；

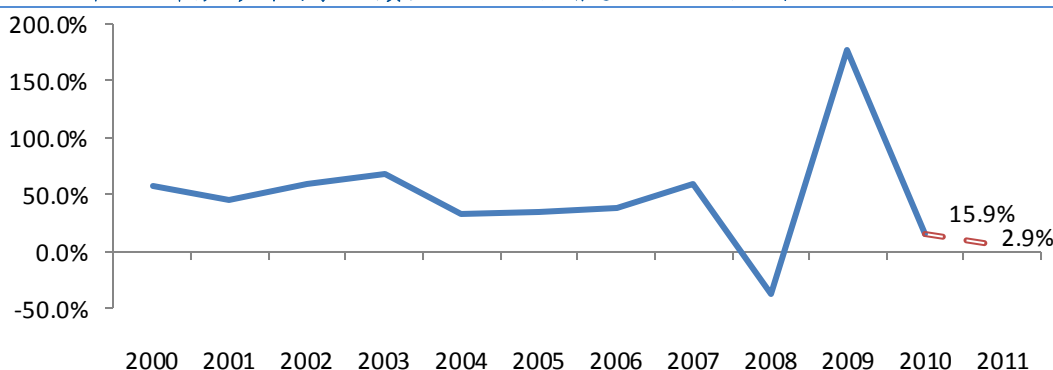
其三，限价因素，各地出台房价增速军令状严格限制了房地产价格上涨空间。

风险方面，房地产市场收益预期下降，且限购、税收、信贷等政策加大了房地产投资的风险。

2、预计 2011 年资金净流入 2.55 万亿，增速大幅下降

预期收益下降、风险提高导致资金进入房地产市场的单位风险的收益补偿降低，房地产市场对资金的引力下降，净流入将降低。

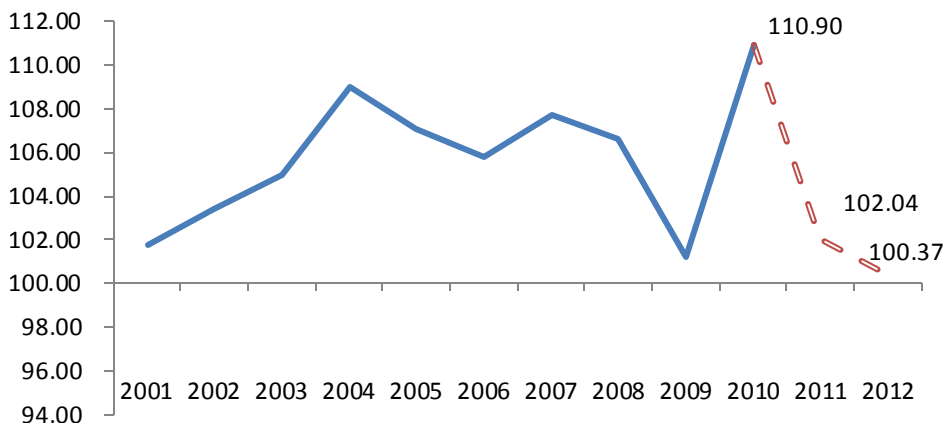
图 35：预计 2011 年房地产市场净吸纳资金 2.55 万亿，增速由 15.8% 大幅回落至 2.9%



资料来源：民生证券研究所

资金净流入降低将引起房价增速下降、甚至价格下降。根据我们的测算，**房地产市场资金增速与实际房地产销售价格增速之间的关系约为7.8:1，也就是说房地产市场资金流入每增加7.8个百分点，将推动房地产销售价格上涨1个百分点。**

图 36：预计货币因素带来的 2011-2012 年房地产销售价格涨幅分别为 2.04%和 0.37%

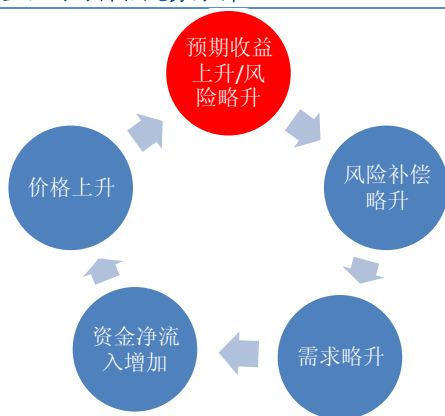


资料来源：民生证券研究所

2010年房地产市场资金净流入2.42万亿，较上年增长15.8%，预计2011年房地产市场资金净流入为2.55万亿，增速为2.9%，由此计算，2011年房价平均增幅为2.04%，2012年房价增速将回落至0.37%，房价下跌将在2012年之后。

（二）流动性指标显示：股市拐点将在下半年

图 37：未来一年股票市场资金流向与价格走势分析



资料来源：民生证券研究所

1、紧缩政策见底，供给压力降低，预期收益出现拐点

2010年下半年以来紧缩的货币政策周期或将见底，引导预期收益出现拐点：

其一，银行存款准备金率已达到 20.5% 的新高，利率在四次加息后也大幅上升，双率上升空间有限；

其二，新增贷款预期将较 2010 年略显下降，预计全年新增 7.5 万亿，紧缩预期已被市场消化；

其三，2011 年物价两阶段回落，预计下半年由于翘尾因素和新涨价因素双双下降，通胀回落将降低货币政策紧缩力度。

2010 年上市公司通过 IPO、配股增发等方式融资规模达到 9000 亿，受商业银行股权再融资高峰已过等因素影响，预计 2011 年股市新增融资需求将较 2010 年回落至 7200 亿元，股票供给增速大幅回落。

股票市场风险略升：

其一，经济转型是否能顺利实现不确定性犹存；

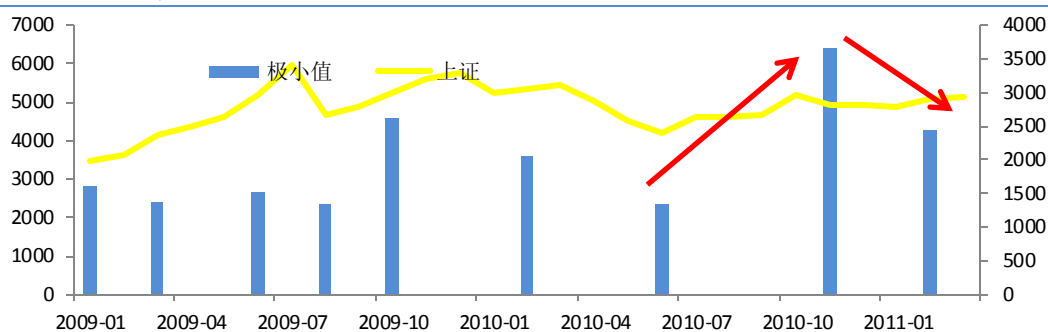
其二，国际市场大宗产品价格大幅上升增加国际宏观经济不确定性。

2、资金净流入提升股市收益

预期收益拐点出现、风险略升，风险补偿略升，股票市场的单位风险的收益补偿提高，股票市场资金的引力上升，资金净流入增加，提高股市价格。

3、短期趋势拐点未现，震荡格局为主

图 38：趋势尚未确立，总体震荡为主



资料来源：民生证券研究所

由前文分析，股市拐点的出现往往以流动性指标趋势性向上或向下的拐点出现为标志。

近两年来看：流动性指标在 2009 年 10 月成功预测了 2010 年股市顶部拐点的出现；

目前来看，流动性指标尚未显示底部趋势性拐点的出现，预计近期股市仍将以震荡为主，底部趋势性拐点或将在下半年出现。

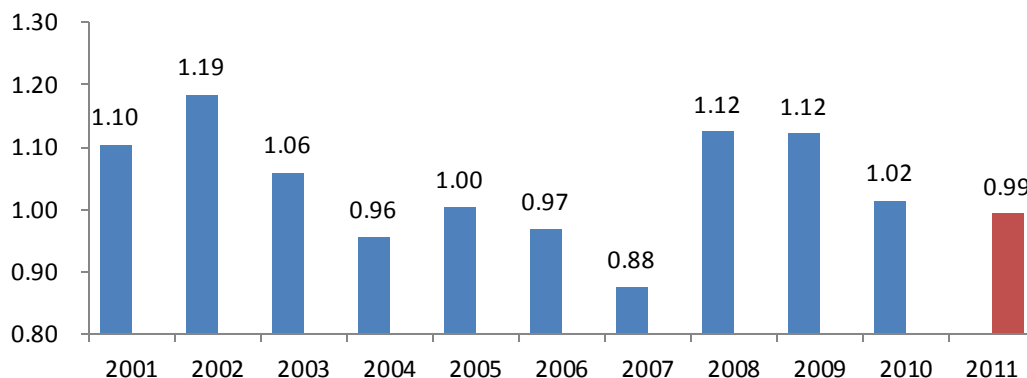
由 2009 年以来的流动性指标图分析，2009 年 10 月流动性指标出现拐点，并分别在 2010 年 1 月、2010 年 7 月再次持续下降确认，股市于四个月后，也就是 2010 年 2 月开始出现下跌。

2010 年 10 月，流动性指标出现底部拐点，但随后 2011 年 1 月流动性指标出现下降，频繁无趋势性波动表明股市近期仍将以震荡为主。

以流动性指标拐点领先与股市拐点四个月的时间来看，上次流动性指标拐点出现在 2011 年 1 月份，这也印证了 2011 年前五个月股市的震荡格局。流动性指标的拐点最快仅能于 5 月份出现，预计股市的趋势性拐点或将出现在下半年。

（三）单位 GDP 货币量下降，推动 CPI 下半年软着陆

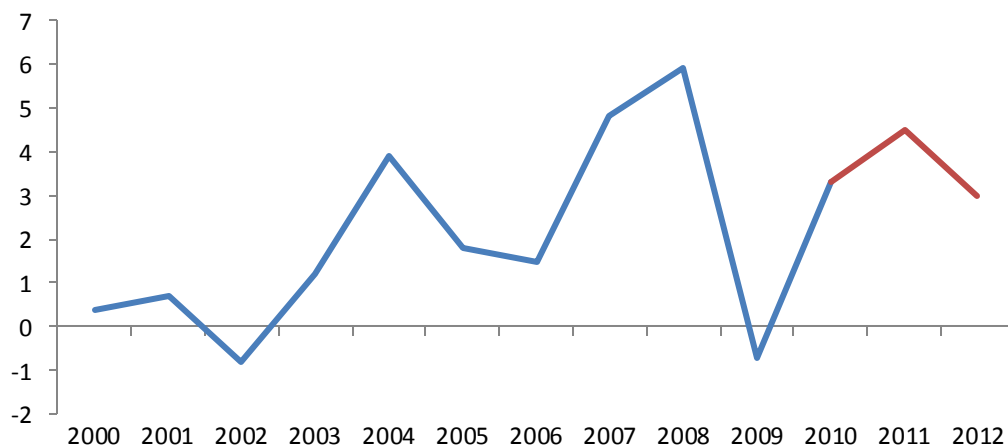
图 39：预计 2011 年单位 GDP 货币量计算的物价水平为 0.99



资料来源：民生证券研究所

根据我们的测算，2011 年单位 GDP 货币量为 1.14，以单位 GDP 货币量计算的物价水平为 0.99，较 2008 和 2009 年的 1.12 下降 0.13。

图 40：CPI 增速将在 2011 年下半年开始回落



资料来源：民生证券研究所

单位 GDP 货币量到 CPI 增速大约有两年的传导时间。2009 年，单位 GDP 货币量计算的年度价格指数为 112，2010 年为 102，2011 年为 99，按照两年滞后时间推算，从货币因素对物价的影响来看，2012 年和 2013 年 CPI 将出现快速回落，2013 年 CPI 将略低于 2012 年。

插图目录

图 1: 货币需求领域大量增加.....	4
图 2: 近十年净流向房地产市场的资金量.....	5
图 3: 近十年净流向股票市场市场的资金量.....	5
图 4: 近十年净流向实体经济的资金量.....	5
图 5: 单个市场的分析框架.....	6
图 6: 三市场货币供需关系.....	6
图 7: 股市涨跌循环中, 吸纳-创造-释放-毁灭货币的过程.....	7
图 8: 各部门资金的可获得性.....	8
图 9: 各部门资金需求刚性.....	9
图 10: 货币供给宽松, 股票市场引力上升, 资金净流入, 价格上涨.....	9
图 11: 近年来资产膨胀与 CPI 下行的两个周期.....	10
图 12: 货币供给收紧, 股票市场引力下降, 资金净流出, 价格下跌.....	10
图 13: 近年来资产收益下降与 CPI 上行的两个周期.....	11
图 13: M1 增速领先 CPI 增速 6-12 个月.....	11
图 13: M1 增速与股市收益增速同步.....	12
图 13: M1 增速平均领先房地产价格增速 2-18 个月.....	12
图 14: 股市资金流入与货币供给情况一致 (万亿).....	13
图 15: 房地产市场的资金流入与货币供给情况基本一致 (万亿).....	13
图 16: 增量供给在各市场的分布此消彼长 (万亿).....	14
图 17: 实体经济流入资金增量与广义货币供给增量比例.....	15
图 18: 当月新增信贷与热钱之和 (亿元人民币).....	15
图 19: 当月新增信贷与热钱之和 (亿元人民币, 左轴) 与上证综指 (右轴).....	16
图 20: 流动性指标可作为股市趋势性转折的风向标.....	16
图 21: 总体看, 股市价格领先实体经济一年开始上涨.....	18
图 22: 股市资金净流入领先实体经济 9-14 个月.....	18
图 23: 股市价格领先房地产价格一年开始上涨.....	19
图 24: 实体经济资金流入领先物价指数两年.....	20
图 25: 单位 GDP 货币量走势.....	21
图 26: 以单位 GDP 货币量计算的年度物价水平.....	21
图 27: 领先两期的单位 GDP 货币量与物价走势 (%).....	21
图 28: 股市资金流入与价格变化一致.....	22
图 29: 单位自由流通市值货币流量与股市价格变动完全一致.....	22
图 30: 房地产资金流入增速领先房价一年.....	23
图 31: 实体经济货币吸收率平均仅为 52%.....	24
图 32: 2001 年以来国外净资产增加值 (万亿元).....	25
图 33: 资本市场融资规模 (左轴, %) 仅占贷款 (右轴, %) 的四分之一.....	26
图 34: 未来一年房地产市场资金流向与价格走势分析.....	27
图 35: 预计 2011 年房地产市场净吸纳资金 2.55 万亿, 增速由 15.8% 大幅回落至 2.9%.....	27
图 36: 预计货币因素带来的 2011-2012 年房地产销售价格涨幅分别为 2.04% 和 0.37%.....	28
图 37: 未来一年股票市场资金流向与价格走势分析.....	28
图 38: 趋势尚未确立, 总体震荡为主.....	29
图 39: 预计 2011 年单位 GDP 货币量计算的物价水平为 0.99.....	30
图 40: CPI 增速将在 2011 年下半年开始回落.....	30

表格目录

表 1: 各市场资金可获得性打分卡.....	8
表 2: 各市场资金刚性打分卡.....	9

分析师简介

滕泰，经济学博士，先后毕业于复旦大学和上海社会科学院。曾在美国沃顿商学院做访问学者，人民大学、中央财经大学兼职教授，现任民生证券副总裁、首席经济学家，中国证券业协会分析师委员会副主任委员。主要研究领域为宏观经济、国际经济和财富战略等，代表著作有《财富的觉醒》，《新财富论》、《投资银行》等。

李少君，宏观兼银行业分析师，中国人民大学金融学学士、硕士和博士。2010年加入民生证券研究所，曾供职于中国工商银行总行研究所，从事银行业分析两年以上，对行业有较深入的见解和认识，擅长宏观经济分析、金融建模、资产定价理论与投资组合理论。

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士。2007年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010年9月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

郝大明，宏观经济分析师。本科毕业于厦门大学统计学专业，硕士毕业于山东大学财政学专业，博士毕业于首都经济贸易大学劳动经济学专业。先在政府统计机构工作9年，有丰富的工业统计和GDP核算工作经验，后从事宏观经济研究预测工作3年。精于数据分析，擅长实证研究。2010年加盟民生证券，主要从事经济增长和物价等主要宏观经济指标的跟踪预测，对宏观经济主要运行趋势有比较准确的把握。

张磊，宏观经济分析师，毕业于暨南大学金融学专业，经济学博士，对外经济贸易大学金融学博士后。2010年加入民生证券，对宏观经济、金融运行规律有深入的理解和把握，注重宏观经济基本面分析，通过发掘经济变量波动的内在逻辑判断宏观经济走势，专于海外经济研究。

分析师承诺

作者具有我国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。