



# 展望 2022：夕惕若厉



【财新网】（专栏作家 洪灏）摘要：经常账户盈余达峰将制约股指的升幅：新冠疫情以来，中国生产、出口、储蓄，而西方躺平、进口、消费。中国不断积累的经常账户盈余反映了外需相对于内需的旺盛。然而，随着疫情逐步消退与全球经济重启在即，中国经常账户盈余的积累很可能将放缓。事实上，中国的经常账户盈余很可能在今年 3 月已经触顶。历史上，盈余达峰往往与股指顶部约同时出现，譬如 2007 年末至 2008 年年初，2015 年年中以及 2021 年 2 月。同时，我们的量化模型也预测未来 12 个月交易区间的顶部趋近于 2021 年的峰值。

中国的外汇存款是“影子联储”，并且正在收紧：尽管经常账户盈余已经升至 2007 年的历史高位附近，中国的外汇占款和外汇储备却没有大幅上升。而商业银行的外汇存款成为承接美元流动性的蓄水池，并已经增至约 1 万亿美元——这与美联储在不同阶段量化宽松下的资产负债表扩张是并行不悖的。

因此，中国的外汇存款对于中国的风险资产价格举足轻重，我们将其称作中国的“影子联储”。随着美联储已花光所有力气、穷尽所有借口而不得不开启缩减购债，中国的出口增速即将放缓，外汇存款的快速增长很可能将暂告段落，从而制约市场的潜在升幅。相反，如果新冠疫情持续肆虐，扰乱供应链，并导致黏性通胀，则美联储将不得不超预期地收紧货币政策。如是，这种场景对于市场的运行无异于雪上加霜——这将是股票和债券的通敌——滞胀。

重点关注 2021 年的“泰坦尼克板块”：与其押注上行空间有限的大盘指数，我们建议关注 2021 年的“泰坦尼克板块”——那些因为行业强监管而遭受重创的板块，即消费和互联网行业。甚至房地产板块随着市场情绪的转变都很可能将技术反弹，尽管这种性质的反弹交易难度大。能源应该继续有所表现。这些板块（除房地产）的盈利防御性强，但目前在投资者的组合里依然偏低配。当前，投资者的板块配置调整过慢，仍然没有反映经济周期放缓的趋势，因此在市场转势后容易措手不及。

定向宽松以防范系统风险：随着经济短周期从峰值滑落低谷，政策的支持力度将逐步增强以对冲下行风险。尽管如此，全面放松房地产在现阶段仍然是小概率事件。政策走向将与市场预期斡旋，以求平衡抑制房产投机的政策决心和管理系统风险的必要性。定向宽松，甚至伺机降准都是很有可能的。

随着对于房价只涨不跌的预期开始转变，资金从房地产向其他资产类别的再配置将促使一个更健全的资本市场行稳致远。人民币将阶段性略贬。在一个避险的市场环境中，债券收益率也将有所回落。

正文：

经常账户达峰，股市趋顶

过去两年间，当在新冠疫情的阴霾下交易中国市场时，有一个巨大的谜团始终萦绕于心：中国的在岸股票市场面对席卷教育、网络平台和房地

产行业的监管新规似乎处变不惊，波澜未起。虽然包括在香港和美国上市的许多离岸中资股股价远不止折半腰斩，中国在岸市场股票指数却能迅速反弹，甚至屡创新高。

专家们指出：不少中国的科网巨头都在海外上市，因此离岸中国指数在针对互联网平台监管加码的环境里遭受重创。但是，素有“中国的纳斯达克”之称的创业板同样也是中国许多赫赫有名的科技公司的上市场所。此外，恒生指数一向因成份股缺乏科技元素为人所熟知，其弱势也与在岸市场的强势形成鲜明对比。这着实令人困惑不解。

为了解答这个谜团，我们将目光投向中国的经常账户盈余，因为其对股票市场的表现举足轻重。从历史上看，股市总是与经常账户盈余齐头并进，相伴触顶（图表 1）。例如，经常账户盈余在 2008 年年初，2015 年年中以及 2021 年年初均达到顶峰，沪深 300 指数亦并行见顶。我们相信中国经常账户盈余的变化可以帮助我们解释中国在岸和离岸市场两极分化的表现。

图表 1：经常账户往往与股市指数并行触顶



纵观 2021 年，新冠疫情周期性地故态复萌，全球经济不堪其扰。随着中国率先走出“风景这边独好”的独立行情，以及中国成为西方国家需求的重要供应来源，中国的经常账户盈余在强劲出口所收取的巨额美元支持下不断攀升。2021 年一季度，盈余似乎已经达到了一个可以与 2007 年中国出口全盛时期等量齐观的峰值水平。

中国经常账户盈余的不断积聚正是中国出口相对于进口，或者中国外需相对于内需强势表现的镜像。持续扩大的盈余表明外需相较于内需更为强劲，因此需要中国开足马力出口以满足巨大的国际市场需求。持续扩大的盈余也预示着一个国家吸引海外储蓄的能力。此外，由于国内固定资产投资保持高增长势头，消费低迷增长乏力，中国的储蓄稳居高位。从历史上看，中国不断攀升的盈余映射出美国持续膨胀的贸易赤字，并由此转化为飞升的外汇占款导致央行资产负债表的扩张。反之亦然（图表 2）。

图表 2: 美国恶化的经常账户正是中国经常账户改善的镜像



资料来源: 彭博, 交银国际

经验数据可以证实以上理论。在过去两年间, 美国零售和 CPI 数据始终与中国的相关数据走势背离。在我们 2021 年 6 月 7 日发表的 2021 年下半年展望报告《价值依然王者归来》中, 我们强调走弱的中国 CPI 数据是消费需求疲软的标志, 因此值得更密切关注。由于中国是大宗商品的进口国, 而大宗的价格今年飞涨, 上游通胀飙升至 26 年的高位并不意味着生产商的强势。因此, 美国的需求确乎是比中国更为强劲, 这一强劲需求最有可能拜前者史无前例的货币和财政刺激计划所赐。

不断扩大的盈余一直是中国货币供给的重要来源。央行过去常常回收随着出口内流的美元, 并将其转化为人民币流动性。由于贷款本身创造广义货币供给, 商业银行贷款是中国货币供应最主要的来源。不过经常账户盈余是经济中更高能的基础货币的重要来源。

因此, 不难看出经常账户的扩大意味着充足的流动性, 由此为在岸市场的高歌猛进凭添助力, 而离岸市场则无缘从中获益。这同样有助于解释

为何诸如上证这样更宽泛的大盘指数的表现有些力不从心，原因在于其拥有一定的流动性支持，却缺乏整体基本面的支撑。在这种情况下，流动性轻车熟路地涌入市场中更具投机属性的领域，即中小盘股和创业板。与此同时，离岸市场尽管基本面恶化，却未能获得在岸的流动性支持。

### “影子联储”正在收紧

过去两年间，另一大未解之谜是，尽管中国的经常账户盈余不断累积，央行的外汇占款几乎未有变化。换言之，经由中国出口而内流的美元似乎并没有直接转化为国内的人民币流动性。这已经被 M2 堪堪超过 8% 的缓慢增速所证实。而央行持有的美国国债在过去两年里反而略有下降。那么，美元究竟流向何方？

我们注意到中国商业银行的外汇存款在过去两年里增加至约 1 万亿美元，自疫情暴发以来，其一直呈急剧上升的趋势。这与中国出口的走高并行不悖。也就是说，由出口所获得的美元被储藏在商业银行的外汇存款中。存款的快速累积意味着系统中充足的流动性。请注意，央行于 2021 年 6 月上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点。上一次调整发生在 2007 年 5 月。而央行于 2018 年 11 月重启了央行票据这一吸收流动性工具的发行。

此外，中国外汇存款与美联储资产负债表的变化在很大程度上同步，因此与诸如深证综指在内的中国主要股指也高度关联。我们注意到，外汇存款的大幅增加与 2008 年、2012 年和 2020 年美联储量化宽松的不同阶

段密切吻合（图表 3）。因此，我们可以看出，商业银行的外汇存款是如何像内流的美元流动性的蓄水池那般运作，同时确乎反映出由美联储一手造成的全球流动性状况。为避免繁琐，我们将中国商业银行中的外汇存款称作“影子联储”。

图表 3：美联储资产负债表与中国外汇存款以及深证的对比



资料来源：彭博，交银国际

近期，美联储如期开启了缩减购债的进程。同时，在面对 30 年最高水平的骇人通胀率后，美联储不再坚称通胀是“临时的”。从历史上看，全球央行的扩表会导致通胀和风险资产的价格水涨船高（图表 4）。随着通胀压力稳居数十年高位，环球股市前赴后继屡创历史新高，美联储已经花

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_29533](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29533)

