



2014.09.02

论对熊市的最后一战

——宏观研判之五



任泽平(分析师)

010-59312805

renzeping@gtjas.com

证书编号 S0880514060010

本报告导读:

改革提速的迹象已越来越明朗,将有效降低无风险利率,提升风险偏好。未来一年很关键,新一轮改革发起了对熊市的最后一战。

摘要:

● 引子:

5年来,一只大熊横在通往牛市的路口,吞噬着众生的财富,大家徒唤奈何,等待英雄的出现。这只大熊不是别的,就是过高的无风险利率。中央打虎归来之后,出手打熊,手握改革利剑,破旧立新,降低无风险利率,提升风险偏好,将开启一轮波澜壮阔的大牛市,5000点不是梦。

有诗为证:

穿林海,跨雪原,气冲霄汉。

抒豪情,寄壮志,面对群山。

党给我智慧给我胆,

千难万险只等闲,

为剿匪先把土匪扮,

似尖刀插进威虎山,

誓把座山雕埋葬在山间!

宏观研究团队

任泽平(分析师)

电话: 010-59312805

邮箱: renzeping@gtjas.com

证书编号: S0880511080005

汪进(分析师)

电话: 021-38674624

邮箱: wangjin008085@gtjas.com

证书编号: S0880511080005

薛鹤翔(分析师)

电话: 021-38674809

邮箱: xuehexiang@gtjas.com

证书编号: S0880512080003

王喆(分析师)

电话: 021-38676049

邮箱: wangzhe@gtjas.com

证书编号: S0880511080008

韦志超(研究助理)

电话: 010-59312817

邮箱: weizhichao@gtjas.com

证书编号: S0880114030001

相关报告

《不要倒在黎明前——宏观研判之四》

2014.08.25

《美国经济复苏会持续吗?》

2014.08.21

《通胀会起来吗?——宏观研判之三》

2014.08.21

《“习近平政治经济学”与中国未来》

2014.08.18

《本轮资金流入具备持续性吗?》

2014.08.06

目 录

1. 新一轮改革开启了对熊市的最后一战.....	3
2. 未来中国经济和资本市场的三种前景	3
3. “转型宏观”，新的王者	4

1. 新一轮改革开启了对熊市的最后一战

当前中国宏观经济形势最关键的问题是什么？是无风险利率过高。这产生了两个负面效果，一是抑制企业利润和新增长模式成长（估值层面），二是没有增量资金来到股市（资产配置层面），居民通过购买信托和理财向旧增长模式输血，5 年大熊市。无风险利率过高的原因是什么？是旧增长模式（房地产、地方融资平台、产能过剩重化工业）拒绝出清，形成了三大资金黑洞，加杠杆负债循环，产生无效资金需求。

如果这三大旧势力未来开启出清和去杠杆进程，无效融资需求收缩，无风险利率将会出现趋势性下沉。从近期看，这种情景似乎在逐渐明朗化，负债率的攀升导致资金运行进入敏感区，高杠杆部门的“子弹”似乎已经接近打光了，加杠杆已经接近走到尽头甚至开始被迫去杠杆。

“房地产是周期之母”。符合逻辑地，年初以来，市场化程度高的房地产部门率先展开了长周期出清，并倒逼体制内两大领域的出清：重化工业过剩产能收缩，地方债务收缩。随着无效融资需求的收缩，无风险利率或已出现趋势性下沉。这就印证了经济史上的一句名言，“十次危机九次地产”。但是，融资平台和重化工业相当一部分是体制内的领域，存在财务软约束和出清刚性，需要改革破旧立新。

14-15 年都是改革元年，上半年定方案，下半年-15 年改革攻坚，重点在后面。近期，改革提速迹象越来越明朗。中央深改组第 4 次会议传递出的最重要信号是，给出了改革的时间表和路线图。10 月四中全会虽然可能不会讨论具体的经济改革内容，但对改革攻坚将是重大利好，四中全会将通过阶段性总结反腐、司法独立、纪检双重领导等加强中央权威，为改革攻坚提供政治保障。以《预算法》的修订为标志，新一轮财税改革的大幕已经开启。未来深改组审议通过的财税、国企、司法、户籍、土地、教育等改革方案将逐步落地，实质推进。

军令状已经下达，改革先锋已经奔赴前线，大军整装待发。

改革提速后，将有效降低无风险利率，提升风险偏好，新一轮改革已经发起了对熊市的最后一战。

2. 未来中国经济和资本市场的三种前景

第一种是快改革，大出清，高杠杆部门风险显露，经济深蹲起跳，债牛之后股牛。

有诗为证：

青海长云暗雪山，孤城遥望玉门关。

黄沙百战穿金甲，不破楼兰终不还。

第二种是快改革，有效控局，债务货币化，PSL 升级为 QE，经济平滑过渡，市场直接起跳，股债双牛。

有诗为证：

大漠风尘日色昏，红旗半卷出辕门。

前军夜战洮河北，已报生擒吐谷浑。

第三种是改革低于预期，旧势力反扑，仅靠微刺激托底，加杠杆，慢出清，经济匍匐前进，没有未来，危机倒逼，股债双熊。

有诗为证：

琵琶起舞换新声，总是关山旧别情。

撩乱边愁听不尽，高高秋月照长城。

深蹲起跳、直接起跳和匍匐前进三种前景的概率是 5:3:2。

3. “转型宏观”，新的王者

在经济转型时代，挑战的不是观点，是框架。

我们的逻辑跟同行有何不同？相当一部分同行认为未来只有经济复苏，股市才会走牛，我们不太赞成这样一个逻辑，因为这种逻辑可能不适合这个时代。我们认为，在未来的一年里，恐怕都看不到经济趋势性复苏，在新的增长动力结构未完全构筑起来之前，经济增速的长期底部仍未探明，根据国际经验，可能在 5% 左右。如果要判断明年经济复苏，意味着 GDP 将升至 8% 以上，这就只能靠刺激，如果非要靠重走老路，这就不是复苏而是危机的节奏了，甚至秒停。

我们的逻辑是长期底部看到 5%，但新 5% 比旧 8% 好，经济增速到 5%，无风险利率降一半，股市走牛可上 5000 点。经济往下走，股市就不会走牛吗？不是的，这正是增速换挡期的特点，韩国 2000 年之后经济增速只有 1992-1996 年的一半，但股市迭创新高，日本、台湾在上世纪 70、80 年代经济增速换挡，但股市走牛。股市走牛核心看企业利润，而企业利润取决于破旧立新无风险利率下沉。

这只能用“转型宏观”框架解释，传统的“周期宏观”框架解释不了（参见我们前期重点推的“转型宏观”系列报告《底未到达，长期看 5%—转型宏观新框架之一》、《新 5% 比旧 8% 好—转型宏观新框架之二》、《习近平政治经济学与中国未来—转型宏观新框架之三》，以及近期重点推出的报告《增速换挡期的牛市催化剂：来自德日韩台的启示—转型宏观新框架之四》）。

“转型宏观”与“周期宏观”相比：

① 适用环境不同：“周期宏观”适用于潜在增长率（增长平台）和动力结构不变时，比如 1992-1996 年，2003-2007 年。“转型宏观”适用于潜在增长率和动力结构改变时，比如 1996-2000 年，2010-2014 年。

② 经济波动的主导力量不同：“周期宏观”重点观察快变量（存货和货币政策）。“转型宏观”需要综合观察快变量和慢变量（人口和房地产周期），因为到达拐点后，慢变量变快了。

③ 大类资产配置的逻辑不同：“周期宏观”下的大类资产配置逻辑是，产能过剩、经济萧条→产能出清、货币政策衰退宽松、利率下降→债牛→经济复苏、股牛。

“转型宏观”下的大类资产配置逻辑是：旧增长模式拒绝出清，

加杠杆负债循环，货币政策因担心加杠杆而不能全面放松，经济增速往下走但无风险利率往上走，股债双熊→改革破旧立新，或危机倒逼出清去杠杆，经济增速往下走，无风险利率下沉，股债双牛。

经济转型期，传统“周期宏观”失效，坚持采用“周期宏观”研判的市场人士将不断犯错。因为，在经济转型期，三个关键性问题，“周期宏观”解释不了，而“转型宏观”能够解释：

①增速换挡期的上半场，经济增速往下走，但为什么无风险利率却往上走或居高不下？因为旧增长模式拒绝出清，加杠杆负债循环。

②增速换挡期的进程中，经济增速往下走，但为什么行业出现结构性衰退与成长，股市出现结构性牛市？因为增长动力结构升级。

③增速换挡期的下半场，一旦开启出清去杠杆进程，经济增速往下走，为什么可能股市往上走？催化剂在于改革破旧立新，无风险利率下降。

我们正处于经济转型关键期，这是一个“转型宏观”的王者时代。“转型宏观”框架需要把长期与短期、改革与经济、宏观与中观、实体与货币等进行打通，这对研究人员的大格局观和综合素质是一个考验。

在经济转型期，只有改革才能走出困局，只有改革才能开启新未来，只有改革才能造就大牛市。随着改革提速的迹象日渐明朗以后，在中期将有效降低无风险利率，提升风险偏好。未来一年十分关键，新一轮改革已经发起了对熊市的最后一战。这将是黑夜里的最后一战，不要倒在黎明前。

处在大时代转折点上，我们作何选择？我辞去公职来到金融街。

有诗为证：

烽火照西京，心中自不平。牙璋辞凤阙，铁骑绕龙城。

雪暗凋旗画，风多杂鼓声。宁为百夫长，胜作一书生。

宏观团队成员简介

任泽平：国泰君安证券研究所董事总经理，首席宏观分析师。曾担任国务院发展研究中心宏观部研究室副主任。中国人民大学经济学院博士，清华大学经济管理学院博士后。专著《宏观经济结构研究》，入选“当代经济学文库”。

汪 进：国泰君安宏观分析师。清华大学数量经济学博士，五年从业经验。擅长国内基本面、物价、流动性、货币政策等研究。

薛鹤翔：国泰君安宏观分析师。上海财经大学西方经济学博士。擅长国内基本面、外汇、财政等研究。

韦志超：国泰君安证券助理分析师。布朗大学经济学博士。擅长海外经济、汇率、出口等研究。

王 喆：国泰君安证券宏观分析师。华中科技大学西方经济学博士。擅长海外经济研究。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	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%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		