



## 云卷云舒之三：柳暗花明

发布日期：2010年2月22日 分析师：魏凤春 电话：010-85130308 执业证书编号：S0640207100074

### 信息或事件：……

- 2011年2月18日央行提高银行存款准备金率至19.5%，历史新高；
- 发改委自2月20日起每吨汽、柴油提价350元，同时要求实施严厉的价格管制；
- 北非社会动荡，中央强调加强社会管理，强调继续实施积极财政政策和稳健货币政策；
- 住建部与向地方政府下“死命令”，保障性住房环比增长72%。

## 第三部分：柳暗花明

本期的“云卷云舒”从两条短信谈起。

### 1、 初见成效，政策内生

2011年2月18日9时，我们发出一条短信：

#### ■ 提存将始，流动性总体宽松

外汇占款或超预期，外贸和FDI收窄下或暗示热钱流入汹涌，人民币升值预期增强；春节前货币发行和投放规模巨大，M0大增绝非源于库存现金减少；首月外汇占款较多、在二月起巨量现金回流和央票到期催促之下再次提高准备金率难以避免，但不影响总体流动性宽松。提存时间窗口或选在石化转债（23日）之后。详见宏观报告《流动性半月谈：再提准备金率临近2-18-2011》。

#### 1.1 神奇的判断在于掌握规律

之所以要强调这个短信，理由很简单：双周报初见成效。

提存的短信是在18日上午发出的，央行提高存款准备金率是在下午六点。宏观报告《流动性半月谈：再提准备金率临近》的完成是在17日晚上，因为监管要求的限制，我们只能在18日发出。一月的货币相关数据出来后，我们发现了其中的异常，经过推算得出央行必然提存的判断，并将时间推算为2月23日后。18日晚，央行果真就提存了。

事后很多朋友事后讲，在18日下午看到你们的尝试报告后觉得很奇怪，提存的消息是怎么打听出来了，你们在央行是不是在卧底？我们一再声明，我们的原则是不打听消息，政策是内生的，政府的行为也是有规律



的。

## 1.2 接二连三地神奇，政策内生

类似上述让大家感觉所谓神奇或者奇怪的判断，我们作了很多。比如：自去年 10 月 20 日，我们提出中国经济进入四大周期后，对于政策的走向，我们判断的趋势与节奏是相当精准的。

- 10 月 20 日提出进入加息周期；
- 第二次加息提前四天提出；
- 第三加息判断是春节前后，我们提前一个月指出加息在大年三十，结果央行在正月初六加息；
- 本次提存，我们提前两天做出判断，提前一天发布结果。

接二连三地准确判断出政策的走势，显然不是打听消息的原由。那是什么原由？穷则所有的理由，我只能认为政策是内生性的，我们大概掌握了政府的运行规律。在规律面前，对政策的走势判断将不会太困难。

## 1.3 鲍鱼不能做成红烧肉

大家之所对我们的工作感到好奇，本质上还是不熟悉我们。小店开张不久，难免怠慢了客官。

2011 年以来，我们一手抓生产，一手抓服务。在完善研究产品体系的基础上，加强了报告的推广工作，努力做到及时性与准确性的高度融合。由于我们的报告还做达不到投资者必看的地步，所以还要经常王婆卖瓜。我们以不产生噪音为基准，但因为店小，少不了闹出把鲍鱼做成红烧肉的笑话。

把看起来像红烧肉的鲍鱼端上来，如果客官不喜欢吃，我觉得原因可能只有三个：1) 刚过年，您真得是不喜欢荤菜；2) 服务员根本就没有给您端上来；3) 鲍鱼做得样子难看，看起来费眼，吃起来费劲。如此暴殄天物，不在您，而在我们。近期有朋友指出我们报告表达得过于繁复，看起来费劲，油大汁多，分不清是鲍鱼还是红烧肉。我们诚恳接受客官的点拨，我们的报告要简约一些，但要做得仍然不简单。

《云卷云舒》前两期有些长了，看起来累了，本期改正。

## 二：政策紧缩，柳暗花明

2011 年 2 月 21 日 9:00 我们发出下列短信：

### ● 社会管理化解公共风险

中央强力要求提高社会管理水平，旨在防止人民内部矛盾激化对“黄金十年梦”的破坏，在《从增长到分配》的大背景下，宏观态势发生五大变化：

- 1) 让利正在落到实处，保障性住房必将超额完成，医疗卫生改革加快，央企分红率提升，银行让利加快，



- 2) 公共安全受到高度重视，食品安全、安保可在第一时间防止矛盾激化；
- 3) 舆情引导加强：文体产业缓和社会分歧已成共识，网络创新可能被视为风险之源；
- 4) 内部矛盾向外部转移态势明显，军工需要高度关注。
- 5) 管理的加强，为通胀的负面影响设定了边界，公共风险正在逐步化解。

这条短信的发出，实际上表达了我们对于政策走势的一个重要判断：

- 政策的紧缩已经到了底部；
- 政策走势山重水复的迷惘态势已经得以改变，柳暗花明又一村。

必须说明，这种判断也是通过即将发布的《舆情与制度变革双周观察》得出的，也是从政策是内生的逻辑出发推导出来的。基于上述判断对投资的重要意义，必须谨慎推理。

### 3、 社会管理被放到空前重要的位置

我们之所以认为政策紧缩底部已到，根本的原因在于政府对于通胀治理的方式发生了质的变化。通胀性质的变化，源于政府工作重心的变化。工作重心的变化主要体现在社会管理被置于空前重要的位置上。这点变化从19日胡总书记在中央党校的讲话中可以明显地看出来。从决策者的言行中观察政策的变化，正是我们坚持的研究思路之一。

#### 3.1 空前隆重的开班式

胡书记在中央党校的讲话题目是《提高社会管理科学化水平》，其背景是中央党校“省部级主要领导干部社会管理及其创新专题研讨班”开班式。本次开班式空前隆重：

**一是中央高度重视：**中央25名政治局委员，包括九位常委全部到场。从中可以看出，加强社会管理已经成为中央高层的共识。

**二是参加人员相当重要：**这次研讨班的有各省区市、中央和国家机关以及军队各大单位主要负责同志。中央和国家机关副部级单位主要负责同志，中央管理的国有重要骨干企业、金融机构和高等学校主要负责同志，列席了开班式。从中可以看出，加强社会管理是当前全社会的头等大事。

#### 3.2 社会管理的本质是要实现“黄金十年梦”

##### 3.2.1 社会管理为什么如此重要？

从前面的开班阵容看，社会管理极其重要。为什么重要？在此不作论述，看中央的判断就可知一二：

- 中央强调“要把社会管理工作摆在更加突出的位置”



- 创新社会管理是“构建社会主义和谐社会的必然要求，是维护最广大人民根本利益的必然要求”
- 创新社会管理是“提高党的执政能力和巩固党的执政地位的必然要求”

### 3.2.2 社会管理的问题在于存量的矛盾累积与边际的冲击

社会管理是政府的例行工作，为什么此时要如此强调，并在全党内取得共识，并保证其强大的执行力？

这肯定是由社会管理的问题所引起的，问题往往是产生在矛盾的土壤之上的。社会管理的矛盾有哪些？一、存量的社会矛盾不断累积，二、外部冲击有可能会激化社会矛盾，公共安全面临考验。

#### ■ 存量社会矛盾的累积

中央指出：“当前我国既处于发展的重要战略机遇期，又处于社会矛盾凸显期，社会管理领域存在的问题还不少。从总体上看，我国社会管理领域存在的问题，是我国经济社会发展水平和阶段性特征的集中反映。”中国现在累积的主要矛盾就是收入分化，这种矛盾不仅是三十年增长与分配失衡所致，更是近三年来反危机的不当举措所引起，我们在2010年7月《从增长到分配》的报告中已经做了明确分析。

#### ■ 边际冲击可能会激化社会矛盾

边际冲击分两类，一是内部冲击。内部冲击主要指的是通胀使得低收入群体的实际购买力更低，其生理与心理承受力的减弱是重要的不稳定因素。

二是内部冲击。我们在《舆情与制度变革双周观察：投名状变军令状》中提出“突尼斯‘茉莉花’革命引发埃及骚乱，以史为鉴，基于民生的变革要加快，但保护民生的第一要务是严遏通胀。现在北非与西亚的社会动荡还在蔓延，为了社会的稳定，为了低通胀、高增长的“黄金十年梦”的实现，加强社会管理势在必行。

#### ■ 兵贵神速

冲击当量的边际增长会改变政府既定的调控路线，如果这冲击在历史上曾经出现过，那么政府会果断决策。他们会当仁不让地将当时正确的应对当成经验，错误的应对当成教训，政策的实施将会是兵贵神速。中国1980年代末期政治、经济、社会的动荡对中国人民尊严的冲击还历历在目，如今的决策者都亲身经历。因此，第一时间将冲击的负面影响消除在萌芽之中，是英明的决策。

### 3.2.3 社会管理创新的核心是利益分配

社会管理的本质是社会稳定而和谐，和谐稳定的达成，主要依靠利益分配。中央强调“社会管理要搞好，必须加快推进以保障和改善民生为重点的社会建设。”当这成为中央高度强调，并成为党对人民立下的重要承诺时，社会管理将成为一把尚方宝剑。基于我党历来强大的执行力，在将社会管理放在第一位的背景下，宏观决策将会发生如下的变化：

- 违反社会和谐稳定的行为将会被中央严厉禁止，中央承诺的民生支出，如保障性住房等一定会完成。
- 在换届的当口，如不在社会管理，特别是维护社会稳定方面尽力，将会被竞争对手推到人民的对立面，



从而失去未来十年的大机会。

- 在中央强调基于利益分配而进行社会管理创新的基本思路下，利益集团不得不在强大的公共利益面前让步，社会矛盾从而缓和。

### 3.3 工作重心转移，紧缩触底

我们判断中央的工作重心已经发生转移，从技术上遏制通胀转向从利益分配上解决通胀可能触发的公共风险。政府认为失业是社会不稳定的重要原因，政策紧缩的底部已经出现，虽然下一步不一定会放松，但再紧的概率在减弱。

做出这种判断的理由还包括：

- 货币收紧，虽有空间，但越来越接近末端，边际效应递减明显。加息还有两次，差别性提高存款准备金技术上难以实现，每一次提高存款准备金率都会更加注重对市场的负面影响。
- 高层开始担心治理通胀的负效应。如果紧缩的滞后效应在 2011 年出现，黄金十年梦想的实现就会失去最后补救的余地，后果不堪设想。
- 治理通胀应从结构上进行上利益调整，而只是进行总量的调控。总量控制的结果可能是杀敌一万，自损三千。因此战术需要转变。
- 自 2011 年 10 月至今，紧缩已近五个月，时间上也差不多了。

## 四、通胀特征转变，系统性风险逐步消释

### 4.1 通胀的不确定性问题变成风险问题

基于上述的判断，我们认为社会管理的强化已经改变了通胀的特征：通胀造成的不确定性已经转变为通胀的风险。风险是有边界的，这表明通胀的负面冲击效应已经不可能更差。

通胀性质的改变是由通胀的本质决定的，罗斯巴德曾经讲过：

政府和银行是通货膨胀的罪魁祸首，是政府自以为是的货币政策、制度设计一手酿造了货币贬值的恶果。通货膨胀好比一场赛跑，看谁最先拿到新钱，而先拿到钱的往往是那些与政治权力较近的人。离政府权力越近，拿到新钱就越早，受到通货膨胀的影响也就越小。正是在这个意义上，通货膨胀从来对社会没有好处，它表面上创造了经济的繁荣，实质上是以牺牲一群人的利益来造福另一群人。

这也是我一直强调的观点：通胀的形成是个货币现象，但其治理却是个财政现象。通胀并不可怕，可怕的是通胀会将经济问题演化成政治问题。经济问题与政治问题的转化是有临界点的，是非常不确定的。中央的英明决策正在告诉大家，通胀所可能造成的难以收拾的局面是不会出现的，通胀的解决正朝着正确的方向前行。中国目前治理通胀已经从治标转向了治本，虽然耗费时日，但是有盼头的。



## 4.2 系统性风险正在消释

对投资来讲，最大的威胁是不确定性，而风险是可控的。这意味着系统性风险正在逐步减弱。基于上述的判断，我们认为以下重大的宏观问题结论是清晰的：

- 滞胀局面不能出现，通胀的可控的；
- 民生投资是可期待的，政府工作报告会更加明确；
- 保障性住房必将完成，而且会超额完成。保障性住房是投名状，是军令状，也是委任状；
- 公共利益是安全的，资金不会外流

## 4.2 下一步制度变革加快

政府会维持原来的技术手段来保持通胀的稳定，同时会通过利益的调整来加快通胀的消融。在这个背景下，下一步的政策其实已经很明确了：政府管分配，市场管增长。

### ■ 政府管分配

政府管分配通过三个路径：1) 维护稳定，2) 强化公共支出利益让渡，3) 发展文体产业等缓和社会矛盾。

### ■ 市场管增长

市场管增长，前提是政府让出不该占有的空间，请关注两会后新非公三十六条细则的陆续出台。我们正在准备《制度与舆情双周观察》第二期，对制度变革有详细的分析。

---

本期的报告表达了一种“柳暗花明”的境界。这验证了我们很早就提出的通胀可控的结论。现在市场上有人担心增长可能会出现问题，2011年我们早就声明，我们唯一不担心的就是增长。我们将在3月10日的上海召开宏观会议，主要就是讨论经济增长从小周天到大周天的问题。报告的题目已经定好《嬗变有道，梦想成真》。为什么是这种结论呢，请看下期《无心插柳》。

有朋友讲，上一期，你不是讲在北京举行会议吗？是的，现在改成上海了。为什么要改呢，从3月3日开始，北京要开两会，我们的会议与政府的两会是撞衫的。交通住宿安全等都会影响到会议的效果，所以我们改到了上海。

看来不仅宏观研究是个政治问题，连开个报告会也是个政治问题，中国的投资离不开政治。

但在上海开会也会与竞争对手撞衫，在大会上，我会讲一个“梦想照进现实”的故事。如前所言，我们的报告会一点吃着鲍鱼听故事的味道，我可以确保，这次的是真的鲍鱼，连样子看起来也不是红烧肉。



来吧，上海欢迎你。

(未完待续)



## 分析师介绍

**魏凤春：**南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。2009“远见杯”宏观预测第二名，2010年“新财富”最佳分析师宏观组第六名。

## 基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。