

日期: 2011 年 11 月 28 日



屠骏

021-53519888*1911

Tujun69@yeah.net

执业证书编号: S0870511070001

2012 年：全面放松只是一种幻像

主要观点:

- 货币政策工具: 除了存款准备金率处于历史最高点外, 其他货币政策工具的最新值都处于常态区间内。特别的, 如果 2012 年 CPI 均值在 3.5, 那么降息的空间将极为有限。
- 货币政策目标: 最近三次货币政策转向时的 GDP、CPI、M1、M2、失业率等数量化目标的谷峰值对比显示, 目前货币政策全面放松既无迫切性, 也无必要性。未来 M1、M2 代表的流动性更可能表现为见底, 但回升缓慢的态势。
- 海外市场: 如果美国提振经济重心从出口转向消费, 进而打压通胀, 弱势美元政策的转向叠加欧美利差的缩小, 美元走强 (至少不再贬值) 将导致全球资金流向逆转, 这有利于央行维持稳健货币政策。
- 债券市场: 从目前债市 10 年期国债对 2 年期国债利差波动趋向陡峭的趋势看, 市场对未来通胀预期明显下降。而 AAA 高等级信用债对 5 年期国债利差、城投债收益率的回落均显示: 市场对经济局部风险的忧虑有所缓解。
- 全面放松存在三大制约: 1、地方新一届领导班子投资倾向往往较为明显, 在此背景下, 中央政府释放全面放松的信号将慎之又慎。2012 年作为转变增长方式的关键之年, 全面放松将增加换届后中央政府经济战略部署的难度。2、政府对经济不悲观, 对通胀不乐观, 至今并未释全面放松的信号。3、目前可选的货币政策工具也不支持全面转向。
- 定向宽松的政策选择: 1、2012 年相对于货币政策, 财政政策具有更大的操作空间, 我们预计预算赤字将为 GDP 的 2.4% 左右; 2、继续执行稳健的货币政策, 宏观政策执行层面上的“常态化”有望进一步强化。3、在货币政策工具选择方面, 将有限下调存款准备金率, 通过公开市场操作控制货币供应, 2012 年信贷额度可能小幅提高至 7.8-8 万亿, 降息的可能性不大。
- 我们认为, 货币开闸将是 2012 年中国宏观经济面临的重大风险。

报告编号

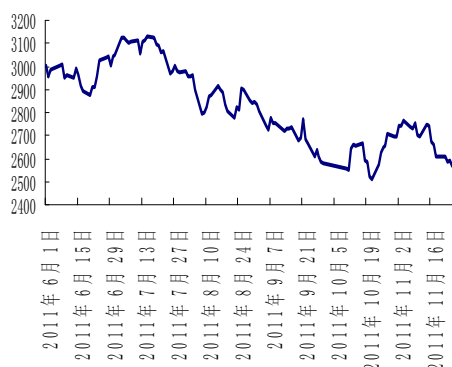
TUJUNZTYJ-02

相关报告

专题研究: 中国出口制造业路在何方?

报告首发日期: 2011 年 11 月 28 日

最近 3 个月沪深 300 指数表现



目录

一、稳健货币政策意在助力转变增长方式.....	2
货币政策三次转向的政策目标.....	2
目前主要货币政策工具在常态区间内分布的差异性.....	4
货币政策目标具有一致性与冲突性.....	5
二、海外市场有利于国内维持稳健货币政策.....	7
三、债市：通胀预期下降，局部忧虑趋缓.....	8
反弹中的盘整：债市正在等待存准率下调.....	8
债券利差表现：通胀预期下降，局部风险忧虑趋缓.....	9
四、货币政策全面放松存在三大制约.....	10
全面放松存在三大制约.....	10
定向宽松的政策选择.....	12
货币开闸是 2012 年经济面临的重大风险.....	12

表目录

表 1：最近三次货币政策转向概况.....	3
表 2：我们对经济周期各阶段的划分.....	3
表 3：主要货币政策工具在常态区间内的分布.....	4
表 4：三次货币政策转向时数量化目标的谷峰值对比.....	6

图目录

图 1：最近三次货币政策转向所处的经济周期.....	3
图 2：央行货币政策工具：存款准备金率.....	5
图 3：央行货币政策工具：利率.....	5
图 4：央行货币政策工具公开市场操作.....	5
图 5：央行货币政策工具：再贴现利率.....	5
图 6：CPI.....	7
图 7：M1、M2.....	7
图 8：GDP.....	7
图 9：失业率.....	7
图 10：10 月份 PMI 新出口订单再次跌破 50 荣枯线.....	8
图 11：2012 年美元指数走势可能偏强.....	8
图 12：美国联邦基金目标利率.....	8
图 13：欧元区基准利率.....	8
图 14：国债指数与企业债指数.....	9
图 15：公开市场操作：货币净投放.....	9
图 16：债券利差变化情况.....	10

图 17: AAA&国债 5Y 利差	10
图 18: 央行票据: 发行利率: 1 年期	10
图 19: 央行票据: 发行量: 1 年期	10
图 20: 央行票据: 发行利率: 3 年期	10
图 21: 央行票据: 发行量: 3 年期	10
图 22: 月度新增信贷: 当月值	11
图 23: 财政收支差额: 当月值	11
图 24: 出口金额	12
图 25: 房屋新开工面积	12

一、稳健货币政策意在助力转变增长方式

■ 货币政策三次转向的政策目标

1) 货币政策最近的三次转向

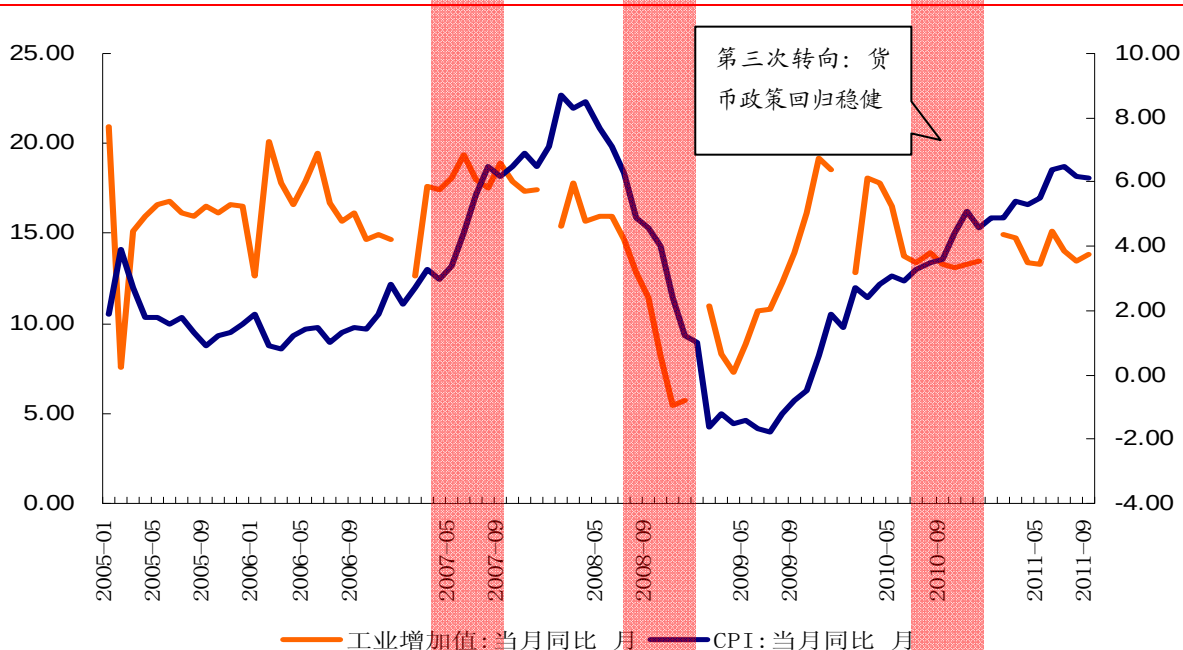
2007 年第二季度到 2011 年三季度，中国货币政策经历了三次重要转向。转向时间、诱发因素与“转向语”如表 1 所示：

表 1：最近三次货币政策转向概况

转向时间	转向方向	诱发因素	“转向语”
2007 年 第二季度	稳健→适度从紧	经济过热与通胀加剧	加强金融宏观调控，维护总量平衡。搭配使用公开市场操作和存款准备金等对冲工具，回收了新增外汇占款投放的流动性。
2008 年 第四季度	适度从紧→适度宽松	西方国家金融危机	统筹兼顾，进一步加强对经济金融运行的监测分析，及时调整金融宏观调控措施。
2010 年 第四季度	适度宽松→稳健	美联储实施量化宽松 QE2	提高政策的针对性和灵活性，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系，逐步引导货币条件从反危机状态向常态水平回归。

资料来源：中国货币政策执行报告（2007 年二季度至 2011 年三季度）

图 1：最近三次货币政策转向所处的经济周期



数据来源：WIND

表 2: 我们对经济周期各阶段的划分

经济状态	开始时间	结束时间
滞涨 1	2000 年 9 月	2001 年 5 月
衰退 1	2001 年 6 月	2011 年 11 月
复苏 1	2001 年 12 月	2002 年 4 月
过热 1	2002 年 5 月	2004 年 3 月
滞涨 2	2004 年 4 月	2004 年 8 月
衰退 2	2004 年 9 月	2004 年 12 月
复苏 2	2005 年 1 月	2006 年 4 月
过热 2	2006 年 4 月	2007 年 6 月
滞涨 3	2007 年 7 月	2008 年 4 月
衰退 3	2008 年 5 月	2009 年 2 月
复苏 3	2009 年 3 月	2009 年 7 月
过热 3	2009 年 8 月	2010 年 2 月
滞涨 4	2010 年 2 月	2010 年 8 月
衰退 4	2010 年 9 月	至今

数据来源: 上海证券研究所

2) 稳健货币政策助力转变增长方式

稳健的货币政策是具有中国特色的货币政策取向, 它是指制定货币政策的指导思想和方针不同于经济学教科书关于货币政策操作层面的提法(如“宽松”、“中性”或“从紧”的货币政策)。它包含既防止通货紧缩又防止通货膨胀两方面的要求, 且不妨碍根据经济形势需要对货币政策实行或扩张、或紧缩的操作。2005 年第一季度到 2011 年三季度以来, “稳健”成为了货币政策的主要取向。

目前来看, 稳健的货币政策不仅意味着实施了近两年的“适度宽松”(实际上是极度宽松)的货币政策退出历史舞台, 中国宏观经济政策开始步入常态管理, 也意味着中国经济走出 2008 年下半年以来的经济危机困境之后, 希望通过货币政策转变, 来转变经济增长方式、调整经济结构来寻找新的、持久的经济增长动力。也就是说, 政府希望通过货币政策转向“稳健”, 为中国经济重新寻找新的经济增长点。而且它也是控制物价水平再上涨、有效地管理通货膨胀预期、遏制资产价格快速上升(尤其是挤出房地产泡沫)有效的工具。

■ 目前主要货币政策工具在常态区间内分布的差异性

2007年第二季度到2011年三季度以来，中国货币政策工具，包括存款准备金率、利率、公开市场操作（一年期央票发行数量与利率）以及再贴现的数据常态分布区间如表3所示。

目前来看，除了存款准备金率处于历史最高点外，其他货币政策工具的最新值都处于常态区间内，特别是市场一致预期将会下调的利率，如果2012年CPI均值在3.5，那么降息的空间将极为有限。因此，从数据分析看，未来除了下调存款准备金率与通过公开市场释放流动性外，其他货币政策工具放松的空间有限。

表3：主要货币政策工具在常态区间内的分布

央行货币政策工具	20072Q-20113Q 的常态区间（%）	最新值
存款准备金率	7.50-21.50	21.50
利率	2.25-4.14	3.50
公开市场操作 （一年期央票发行 数量与利率）	1.32-4.05 10 亿-2100 亿	3.57% 190 亿
再贴现	1.8-4.32	2.25

数据来源：央行网站 上海证券研究所整理

图2：央行货币政策工具：存款准备金率

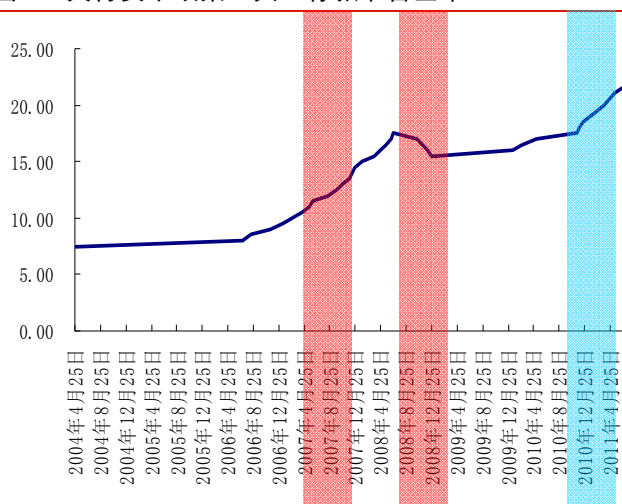
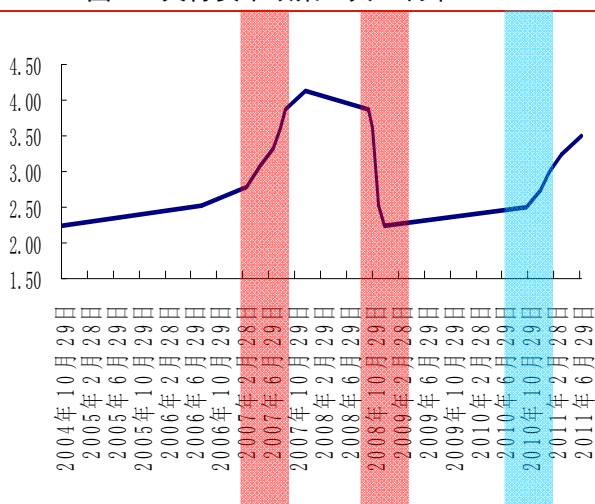


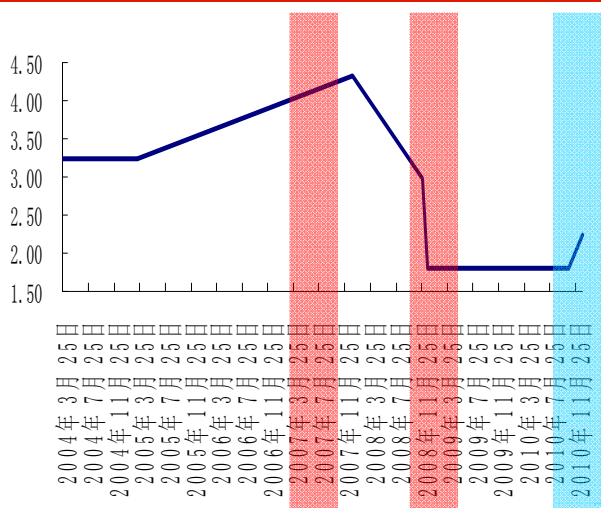
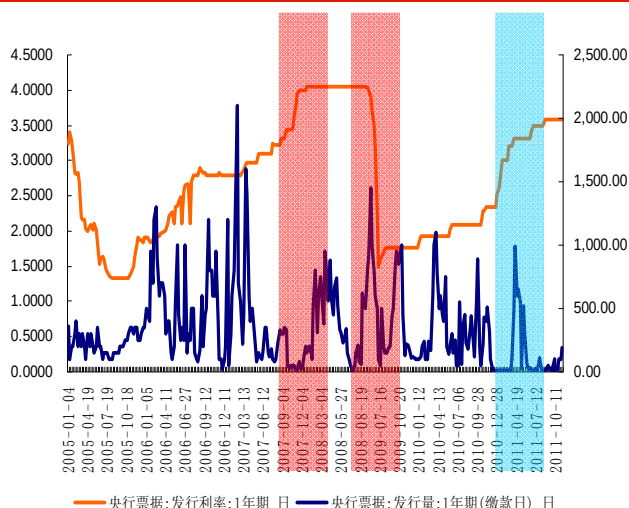
图3：央行货币政策工具：利率



数据来源：WIND

图 4：央行货币政策工具公开市场操作（一年期央票发行数量与利率）

图 5：央行货币政策工具：再贴现利率



数据来源：WIND

■ 货币政策目标具有一致性与冲突性

- 1) 货币政策目标理论上一般可概括为：稳定物价、充分就业、经济增长、国际收支平衡和金融稳定。但是，我们认为当前的货币政策目标更多地体现为“控物价”、“稳增长”与“调结构”。
- 2) 货币政策之间具有一致性，如充分就业与经济增长；但更多表现为目标间的冲突性。各目标之间的矛盾表现为：物价稳定与充分就业之间存在一种此高彼低的交替关系。同时由于需求的大幅增加，会带来一定程度的物价上升。而经济结构调整需要稳健的货币政策保驾护航。因此，货币政策的制订需要“控物价”、“稳增长”与“调结构”三个目标之间取得动态平衡，又要注意阶段性“着力点”的轮换。
- 3) 我们通过三次货币政策转向时的 GDP、CPI、M1、M2、失业率等数量化目标的谷峰值对比，明显可以看到经济有限放缓、物价向下拐点形成、流动性低位徘徊、失业率平稳波动的宏观经济特征。因此，就数据分析的角度而言，我们可以较为明确的判断，目前货币政策全面放松既无迫切性，也无必要性。从货币供应量 M1、M2 同比水平来看，虽然当前值与 2008 年 11 月份非常接近。但是 2008 年由于政策转向以及随后的超宽松信贷政策，M1、M2 快速攀升，而目前则没有该背景，流动性更可能表现为见底但回升缓慢的态势。

表 4：三次货币政策转向时数量化目标的谷峰值对比

货币政策 转向时间	转向方向与经济周期	货币政策转向时数量化目标的谷峰值（%）				
		GDP	CPI	M1	M2	城镇失业人数 (万人)
2007 年 第二季度	过热 稳健→适度从紧	15	8.7	22.8	18.5	838（4.1%）
2008 年 第四季度	衰退 适度从紧→适度宽松	6.6	-1.8	6.68	14.8	915（4.3%）
2010 年 第四季度	衰退初期 适度宽松→稳健	9.6	4.4	22.1	19.5	908（4.1%）
目前	衰退 稳健→适度从紧	9.1	6.1	8.9	13.3	911（4.1%）

数据来源：上海证券研究所整理

图 6：CPI

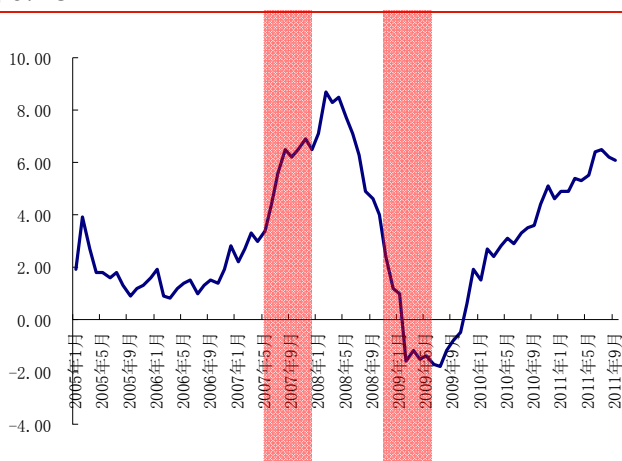
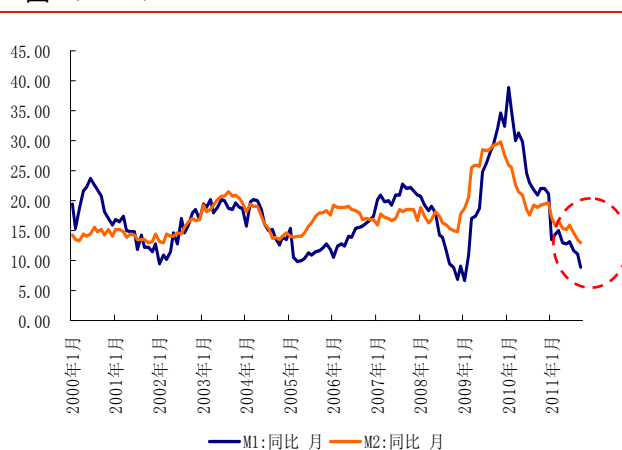


图 7：M1、M2



数据来源：WIND

图 8：GDP

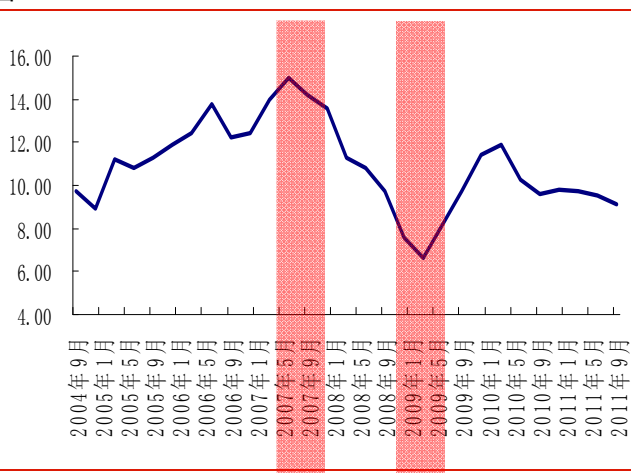
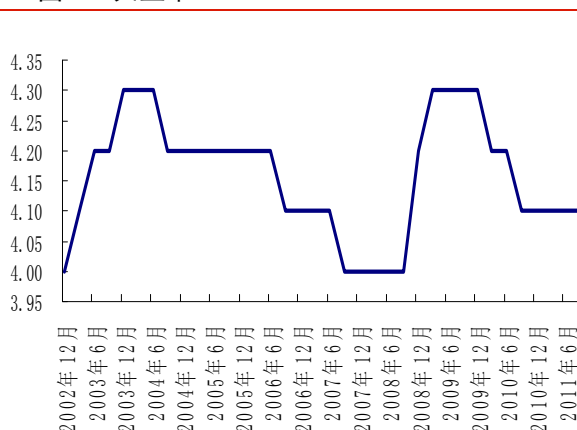


图 9：失业率



数据来源：WIND

二、海外市场有利于国内维持稳健货币政策

我们认为未来海外市场变化有利于国内维持稳健的货币政策。

首先，出口外需变化由于欧债危机滞后影响向负面方向演化将是确定性事件，10月份中国PMI新出口订单再次跌破50荣枯线，这是2012年外需出现趋势性回落的警示信号。2008年7月新出口订单指数第一次跌破50达到46.7后，出口总额一个季度后出现了明显的回落，从7月的1368亿美元回落到10月的1285亿美元。由此我们对2012年一季度外需形势维持悲观预期。2011年3季度货币政策执行报告中，央行认为全球经济复苏的不稳定性和不确定性进一步增加。并提出要防范全球系统性风险。因此，外需的快速回落可能导致国内货币政策一定程度的放松。

其次，目前欧美利率分别位于0.25与1.25的历史低位，全球流动性依然充裕，这提供了央行维持稳健货币政策的外部条件。特别是我们认为2012年如果美国提振经济重心从出口转向消费，进而打压通胀，弱势美元的政策转向叠加欧美利差的缩小，美元走强（至少不再贬值）将导致全球资金流向逆转，这也有利于央行维持稳健货币政策。

图 10：10 月份 PMI 新出口订单再次跌破 50 荣枯线

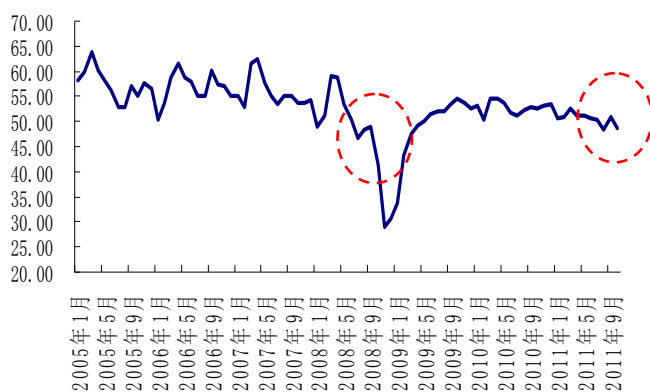
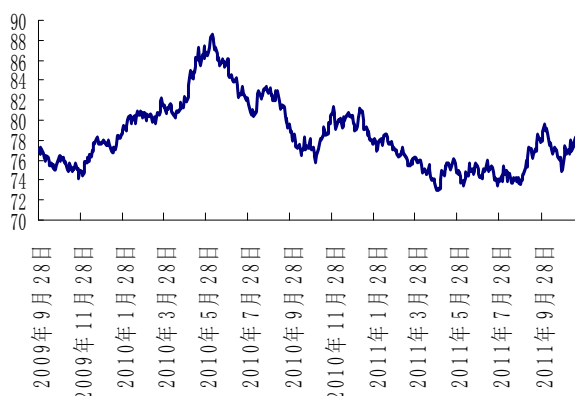


图 11：2012 年美元指数走势可能偏强



数据来源： WIND

图 12: 美国联邦基金目标利率

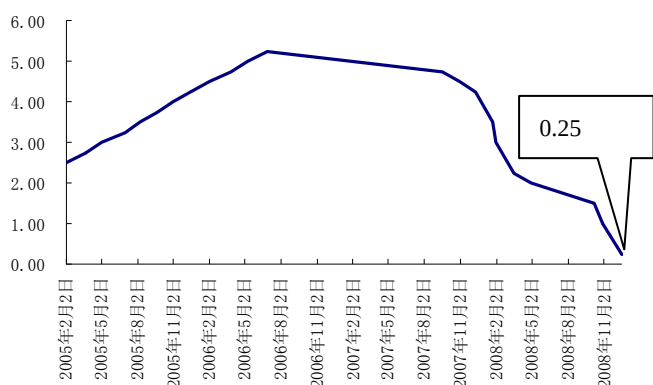
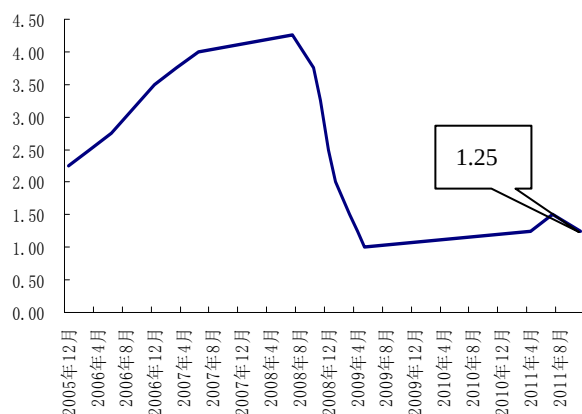


图 13: 欧元区基准利率



数据来源: WIND

三、债市：通胀预期下降，局部忧虑趋缓

■ 反弹中的盘整：债市正在等待存准率下调

经历了近两个月的一路上涨之后，本轮债市自 11 月中旬开始显露疲态，各类债券品种收益率均出现上行。我们认为，经济、通胀延续双下行格局决定了债券反弹基础依然牢固，但考虑到经济“硬着陆”风险较小、通胀下行速度也不会太快，当前收益率水平已经较充分地反映了投资者的基本面预期，市场开始反思前期上涨是否有对政策利好反应过度之嫌，短期内债市或继续休息盘整。

10 月份外汇占款超预期下降的情况下，下调法定存准率可能性增大，如果存准率如预期下调，债市可能再获上涨动力。

■ 债券利差表现：通胀预期下降，局部风险忧虑趋缓

从目前债市 10 年期国债对 2 年期国债的利差波动趋势看，从 9 月底至目前放大到 60BP，长短端利差的陡峭趋势明显，市场对未来通胀预期明显下降。

AAA 高等级信用债与 5 年期国债利差的回落显示，基于宏观环境和政策定向放松的节奏，我们认为未来信用环境将环比改善，投资者风险偏好再次下调势必会引发信用债风险溢价调整，未来信用债空间将大于利率债。

城投债方面，地方债的发行和三季度货币政策执行报告中央行关于加强地方融资平台贷款和控制系统性风险的表态，一定程度上缓解了市场对于城投品种短期风险的担忧。

AAA 高等级信用债对 5 年期国债利差以及城投债收益率的回落均显示：市场对经济局部风险的忧虑有所缓解。

图 14: 国债指数与企业债指数

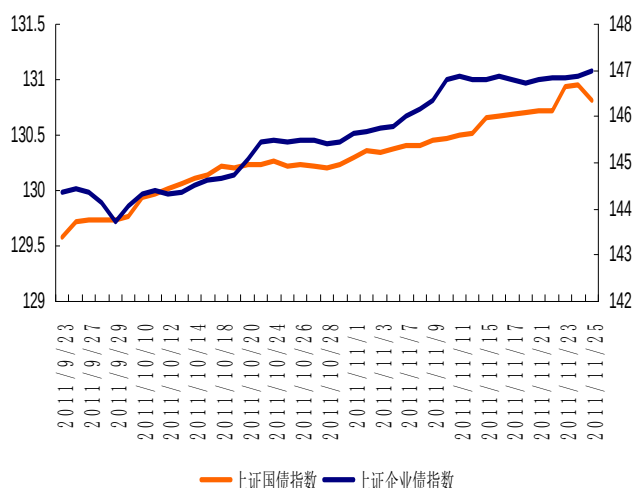
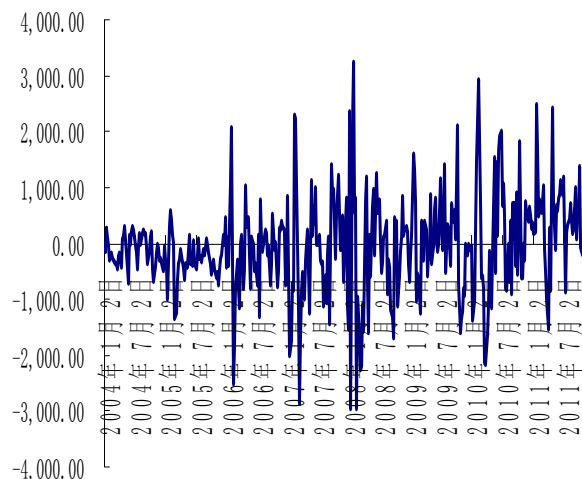


图 15: 公开市场操作:货币净投放:周

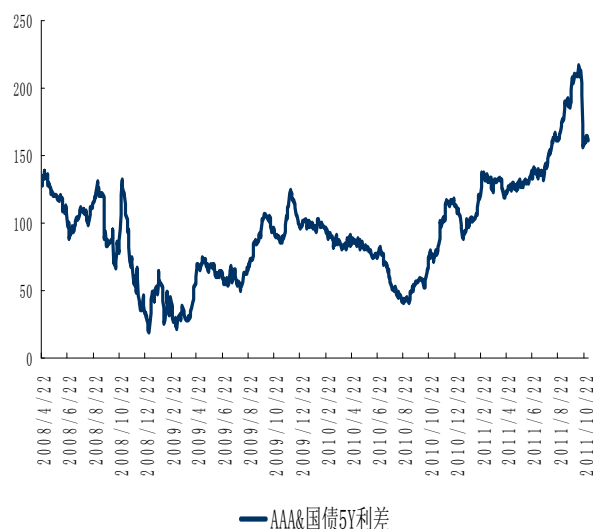


数据来源: WIND

图 16: 债券利差变化情况



图 17: AAA&国债 5Y 利差



数据来源: WIND

图 18: 央行票据:发行利率:1 年期

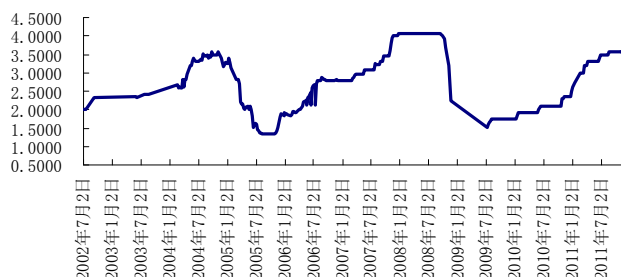
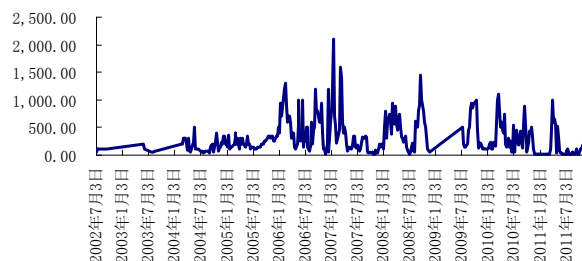


图 19: 央行票据:发行量:1 年期(缴款日) (亿元)



数据来源: WIND

图 20: 央行票据:发行利率:3 年期

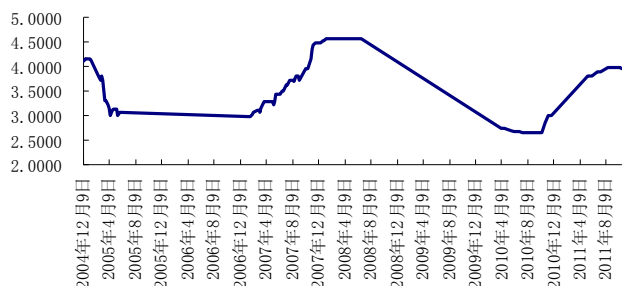
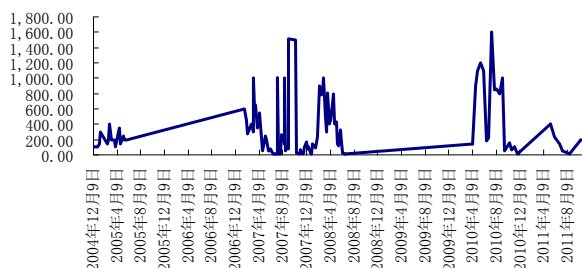


图 21: 央行票据: 央行票据:发行量:3 年期



数据来源: WIND

四、货币政策全面放松存在三大制约

■ 全面放松存在三大制约

目前政策已经展开结构性微调预调,但随着 10 月份 CPI 下滑、新增贷款上升,市场相信更大幅度的放松也将很快到来,预期将大幅下调存款准备金率,甚至降息也会接踵而至。但我们认为未来几个月甚至整个 2012 年,货币政策全面放松为小概率事件,因为存在明显的三大制约因素:

首先,从政府层面看,地方政府目前正在换届,7 月之后,省市县乡的基层换届将结束,2012 年作为地方新一届领导班子在上任第一年,投资倾向往往较为明显,在此背景下,中央政府释放全面放松的信号将慎之又慎。2012 年将是转变增长方式、经济结构调整关键的一年,又恰逢政府换届,全面放松将增加换届后中央政府经济战略部署的难度。

其次,从经济层面看,至少在目前,《2011 年第 3 季度货币政策执行报告》反映出,政府对经济的判断没有市场悲观,而对于通胀,考虑到海外未来持续宽松的货币政策以及劳动力和服务类价格的刚性上涨以及资源价格机制改革,未来通胀压力还在。上述政策判断并未释放全面放松的信号。与 2008 年全球性金融危机中,国内外需求出现断崖式下滑不同,目前国内经济仍处于自然回落过程中,针对结构性问题,政策选择了微调,因此目前还不具备政策转向的条件。

最后,目前可选择的货币政策工具也不支持全面转向。上文中我们提到,目前除了存款准备金率处于历史高位外,利率、公开市场操作以及再贴现率的最新值都在历史均值区间,尤其是利率下调的空间有限。

图 22: 月度新增信贷: 当月值 (亿元)

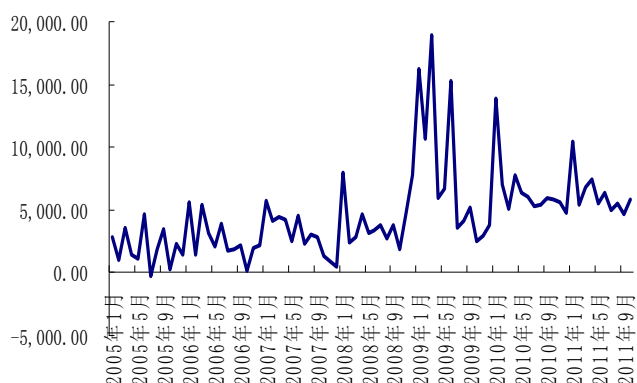
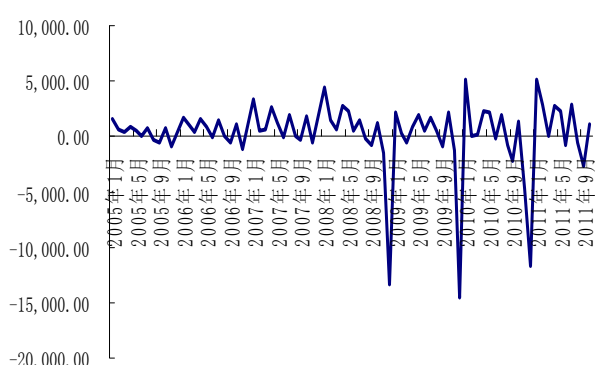


图 23: 财政收支差额: 当月值



数据来源: WIND

图 24: 出口金额: 当月同比

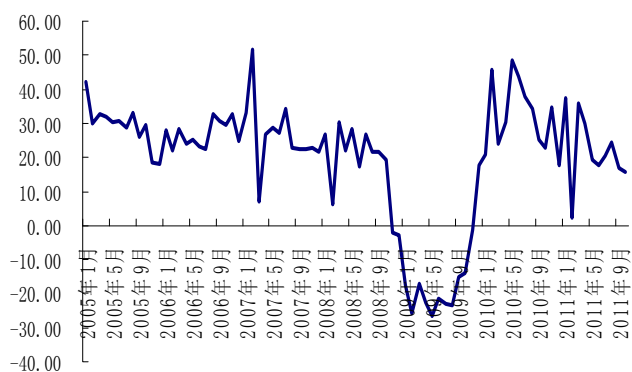
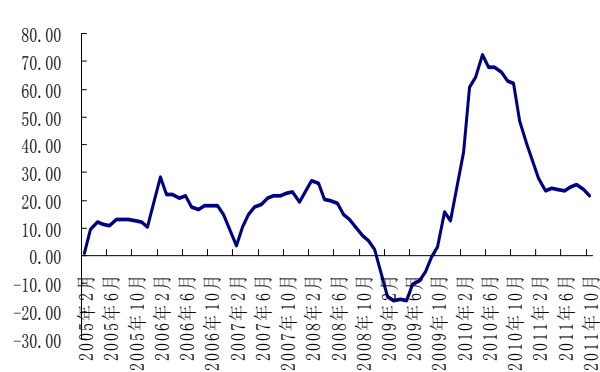


图 25: 房屋新开工面积: 累计同比



数据来源: WIND

■ 定向宽松的政策选择

- 1) 我们认为, 2012 年相对于货币政策, 财政政策具有更大的操作空间, 预算赤字将为 GDP 的 2.4% 左右。

这可能反映在两方面: 首先, 与财政支出相关的政府主导投资将在不提高通胀压力的前提下实现“稳增长”的目标。随着通胀压力的缓解, 政府主导投资仍将会出现回升。其次, 只有财政政策才能对于结构性问题进行调节, 而货币政策更多关注总量层面的变化。财政端将通过财税和产业政策引导社会资源向政策支持的产业倾斜和整合, 促进“调结构”目标的实现。

- 2) 继续执行稳健的货币政策, 宏观政策执行层面上的“常态化”有望进一步强化。

在货币政策工具选择分方面, 将有限下调存款准备金年率, 通过公开市场操作控制货币供应, 2012 年信贷额度可能小幅提高至 8 万亿, 降息的可能性不大。

■ 货币开闸是 2012 年经济面临的重大风险

当然，如果海外市场大动荡导致外需急剧下滑，以及国内房地产市场超调导致投资超预期下滑，货币政策重归反危机状态，全面松动的货币开闸，可能性也不能完全排除，但这将导致 2010 年四季度货币政策重归稳健以来的“调结构”重回起点，这是 2012 年宏观经济面临的重大风险。但我们相信，这只是极小概率事件。

。

分析师承诺

分析师 屠 骏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。