

联系人：华中炜

Tel: 010-66500896

Email: huazhongwei@hczq.com

关注流动性拐点和市场驱动力的变革

——在华创证券 2012 年年度策略会上的发言

华创证券首席经济学家：巴曙松博士¹

作者简介

巴曙松研究员，国务院发展研究中心金融研究所副所长，博士生导师，中国银行业协会首席经济学家，华创证券首席经济学家。

巴曙松研究员为享受国务院特殊津贴专家，商务部经贸政策咨询专家委员会委员、中国宏观经济学会副秘书长，还担任中国人力资源和社会保障部企业年金资格评审专家、中国证监会基金评议专家委员会委员、中国银监会考试委员会专家、招商银行和招商局博士后专家指导委员会委员，宁波银行首席经济学家等，先后担任中国银行杭州市分行副行长、中银香港助理总经理、中国证券业协会发展战略委员会主任、中央人民政府驻香港联络办公室经济部副部长等职务。巴曙松研究员还曾担任中共中央政治局集体学习主讲专家，主要专著或译著有《巴塞尔新资本协议研究》、《中国金融市场发展路径研究》、《金融危机中的巴塞尔新资本协议》、《巴塞尔资本协议三研究》以及《美国货币史》、《大而不倒》、《金融之王》等。



¹巴曙松博士还担任国务院发展研究中心金融研究所副所长

报告要点

12月5日央行的存款准备金率下调，早于市场的预期，也引起了对下一步金融政策走向的讨论与关注。从目前的趋势看，当前的准备金率的下调并不代表着货币政策基调的拐点，但是从国内外金融市场等多个角度综合判断，这个政策操作应当说代表着金融市场的流动性的拐点。从总体上判断，2012年货币信贷在总量角度、在政策基调上还应当是强调稳健、强调保持常态的，金融市场的驱动力主要来自于经济金融的结构性变化。

从宏观经济趋势上讲，2012年仍然是危机应对之后货币政策回归正常化基调下的经济回落触底之年，从领先指标看，宏观经济仍在回落过程中。从整个“十二五”期间看，2012年也可以说是中国经济从高速成长期转换到中速成长期的转换之年，也是全球范围内主要的经济体的政治周期衔接之年。

第一，综合考虑目前的经济金融状况，当前的准备金率下调还不能说是货币政策基调全面的拐点，目前的货币放松是阶段性的、结构性的。虽然从技术上观察，参考外汇占款的状况、央票到期状况和年末对资金的需求等，元旦后春节前应还有新的一次准备金率下调，但这依然是在央行整个货币政策预定政策基调框架下的放松。

首先，在此次应对次贷危机的过程中，可以看出包括货币政策在内的宏观政策在应对危机方面充分汲取了2008年应对危机的经验教训，虽然总体上看2008年应对危机的宏观政策应对是十分成功的，但事后从政策效果评估的角度看，在一定程度上也存在刺激力度过大、货币信贷投放规模过大、也带来通胀压力较大和房地产价格涨幅过快等问题，所以这一次的应对危机政策较之2008年会有明显的不同，货币政策在具体的放松决策时会审慎得多。

其次，2012年通胀压力在不少月份压力还不轻，当前中国的货币存量不小，目前已经突破80万亿元，即使按照15%的增速，五年内货币存量也会翻一番，货币政策决策不可能不注意到这一约束条件。所以，除非出现重大的内部和外部冲击，在比较长的时间内，特别是在推进经济结构调整时期，货币政策的基调估计在较多的时期内强调的依然是稳健，具体来说就是参考历史平均水平，回归常态，M2增速参考GDP+CPI上下波动，不太可能出现危机应对期间30%以上的这样过快的增速和放松。

再者，从具体的政策操作角度看，当前房地产行业及其相关企业是短期内拉高市场利率的主要动力之一，目前房地产正处于房改以来一次真正意义的大调整，决策者已经多次强调2012年房地产调控的基调没有改变，在这样的环境下全面放松对包括房地产等受到调控的行业在内的货币信贷投放，应当说与总体上的调控方向并不一致。

因此，考虑到当前的流动性状况，参考外汇占款增幅减缓、央票到期规模降低以及年末资金的需求，元旦后、春节前准备金率预期可能还会有下调，但是这依然不能够说是货币政策基调的趋势性拐点，预计在2012年一二季度宏观经济环比和同步陆续触底之后，货币政策基调会回归常态化，目前的放松依然是在央行预定的货币政策稳健基调框架下的放松，事前参照“GDP+CPI”等历史平均水平确定的M2增幅等依然对当前的货币信贷放松具有约束力。

第二，本次准备金率下调的政策标志意义大于实质的信贷放松意义。具体来说，第一个标志意义是，考虑到资本市场对实体经济的广泛影响力、特别是在经济结构调整和经济转型中的重要作用的把握，货币政策开始更加关注资本市场的表现。这次准备金率下调时点的提前和近来资本市场的持续大跌不能说完全没有关系，换一个角度说，随着资本市场规模的扩大和影响力的提高，这意味着决策者更加关注资本市场，这是一个值得关注的新动向。第二个标志性含义是在增长、通胀、结构三者的决策权衡关系之中，随着通胀的回落，通胀的政策权重降低，加之外部经济动荡显著，增长的权重明显提高。

第三，虽然本次准备金率的下调不代表着货币政策基调的趋势性拐点，综合考虑内部和外部金融市场的走势看，应当说代表着金融市场流动性的拐点。从时点上看，本次下调选择的时间窗口不是在元旦春节前后资金需求最旺盛的时间，也不是在银行间市场利率明显攀升的时点，因此其下调对金融市场的流动性的影响应当高度关注。以本次下调为标志，2011 年年以来流动性最为紧张的时点应当说已经过去，导致银行间利率显著攀升和流动性阶段性显著紧张的条件正在改进，具体来说包括以下几个方面的因素值得关注：

1) 2008 年底推动的“四万亿”刺激计划实际带动的投资在 9~10 万亿元，2008-09 是项目开工期，2010~11 年是建设高峰期。通常，项目开工不需要太多资金，项目建设期才是资金大规模投入期，从这个意义上，09 年 9.59 万亿的部分信贷投放实际上应当说有一部分是预留给 10、11 年在建项目的，但是紧接着迎来了严格的宏观紧缩和信贷投放的控制，这种情况下，商业银行的反应是首先确保已开工项目，这就形成了显著的挤压效应，跟正常的经济紧缩周期阶段相比，即使是同样的 M2 增量和速度，实际上留给实体经济和中小企业的资金量显著减少，这种挤压效应是导致 2011 年流动性紧张、并且与以前的紧缩阶段不可比的原因之一。2012 年，随着大部分项目的陆续竣工，资金需求洪峰过去，连带冲击以及挤压效应会显著减弱，从而可以使得商业银行体系能够腾出更大的空间来支持实体经济和中小企业；

2) 从短期来看，第二个导致流动性紧张的主力是房地产行业，草根调研显示，能够以 20~30%高利率在市场融资的绝大部分是房地产企业及其相关企业，这些企业基本是以 1999 以来的房地产调控持续时期较短、以及从历史经验看房地产行业总体上的高回报率预期来倒算可承受的时间期限和资金成本在市场融资，并且这种拉高市场利率并挤压中小企业的效果也会对决策者的房地产调控形成倒逼机制，但是现在看，这个倒逼机制在以前或许有效，现在看来可能开始失效。以前这个倒逼机制是：房地产开始紧缩，开发商以高利率从民间融资市场融资，挤压制造业和中小企业，决策者不愿意看到中小企业和制造业受到显著冲击，在此压力下倒逼货币政策放松，放松后增加投放的资金再度流向房地产企业，继续维持房地产的高盈利水平。这样的倒逼机制有效往往需要几个假设：其一是房地产调控是相对短暂的，所以房地产企业才可能以高利率借钱，但从目前的情形看，至少在“十八大”之前放松的可能性都不大。其二是房地产市场供求关系在阶段性出现变化，3600 万套保障房的陆续投放市场，也是推动房地产市场出现供求关系逆转的一个重要因素。因此，在这样两个假设均弱化的情况下，没有多少开发商可持续 2~3 年承受如此之高的利率，放弃在民间融资市场高利率融资，并且转向降价和行业整合会成为开发商的主要趋势性选择，这也会降低金融市场流动性的紧张程度。3) 一个技术性因素是，当前 CPI 回落的趋势已经形成，2012 年会比 2011 年有进一步回落，通胀中枢的预期会继续下移，这种下降本身会腾出一部分流动性，如果配合减税等一系列政策，2012 年受尽挤压的中小企业可能会受益更多。

4) 外部流动性，2012 年，如果欧债危机进一步恶化，美国的 QE3 和欧洲戴着面纱的量化宽松可能陆续推出，近期全球主要经济体的央行联手向市场注入流动性，就是一个预演。在海外继续量化宽松的情况下，近期国际资本从中国市场流出而导致的流动性紧缩，预期是阶段性的，在全球流动性宽松的环境下会出现转变，至少资本的持续大幅流出的状况预期不会再进一步恶化。换一个角度说，在流动性宽松的国际环境下，外资的重新流入是确认市场流动性进一步改进的重要观察指标。在当前的国际经济环境下，如果将中国经济状况与全球主要经济体作一个对比，中国经济增长状况，企业的赢利水平和成长速度，在全世界主要的经济体几乎陆续转向零利率、以及弱增长的格局下，国际金融市场在目前担心的中国经济硬着陆的担忧逐步化解之后，会重新确认中国市场的吸引力。

第四，2012 年资本市场的驱动力将更多地来自于经济金融体系一系列显著的结构变化。

首先，信贷结构的变化，同样是 13~14%的信贷总量增长，投向结构的变化会带来显著的不同影响，一个是被动的投向已经开工的基础设施，一个主动地将增量资金部分地主动扶持一

些中小企业，这种投向变化的受益结构会不同。其次，金融结构和资产配置结构的变化，如果确认房地产调整会持续更长时间，在居民存量资产规模没有大变化的情况下，房地产从居民的“超配”资产变成“标配”或“低配”资产，增量部分的资金会流向何处是我们需要思考的问题。大致对比，2012 年房地产可能会跑输股市，如果以十分简化的市盈率指标来粗略对比，存款市盈率目前 30 倍左右，房地产市盈率 50 倍左右，资本市场在不同的资产配置里面凸显出一定的估值优势。再者，外资流向的结构性变化，当前的外资流出一定程度上是短期的、阶段性的，所以在市场一系列担忧过去之后，方向和结构会出现明显变化和回流。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558