



回归之旅第 1 期

雄关漫道真如铁

——兼评近期会议和金融数据

发布日期：2012 年 01 月 09 日 分析师：王洋 电话：010—85130386 执业证书编号：S1440510120045

内容提要

经济的去杠杆化进程

以 M2/GDP 下行代表经济的去杠杆化，2010 年是拐点。其他融资增长不会对冲 M2/GDP 拐点体现出来的减杠杆趋势，只会起到缓和的作用。减杠杆趋势相对确定，而节奏和力度则影响到对短期的判断。倾向于认为 2012 年减杠杆的力度小于 2011 年。减杠杆过程伴随利益格局的重建。2012 年金融改革思路，依然是增量改革而非存量改革为主，稳字当头。

对经济 and 政策的判断

对市场而言，需要判断持续减杠杆对资产价格估值的影响，和经济转型的前景是软着陆还是硬着陆。减杠杆本身主要是经济自发的运行所致，同时也受到政策的主观影响；政策在 2012 年较之上一年是中性偏多，那么判断经济运行就是问题的核心，我们持谨慎乐观态度。目前还没有基于萧条的刺激政策，因为经济硬着陆的证据还不够强大；只能期待维稳和转型的政策，但不能太性急。尽管市场在苦苦等待更明确和有力的放松信号，我们还是希望一季度的短期调整来的更剧烈一些，非如此，不足以挤出哪怕是部分的非合意需求。

去泡沫化和保障房

中期，在中央对地方施加约束的前提下，城镇化（城市化）和房地产资本化进程将加快。2012 年，房地产泡沫的处置策略是，最终将趋于温和，在发展中解决问题。保障房的积极意义是，大量的保障房建成是加快城镇化的力量，是扩大内需包括国内消费和投资的力量。这部分对冲了房地产泡沫对城市化成本越来越高进而对继续城市化的遏制作用，部分对冲了伴随调控的财富效应的逆转对消费、投资乃至增长的遏制作用。



目录

引言：回归之旅.....	3
一、经济的去杠杆化进程.....	4
二、重申对目前经济和政策的判断.....	5
三、再论保障房的积极和消极意义.....	6

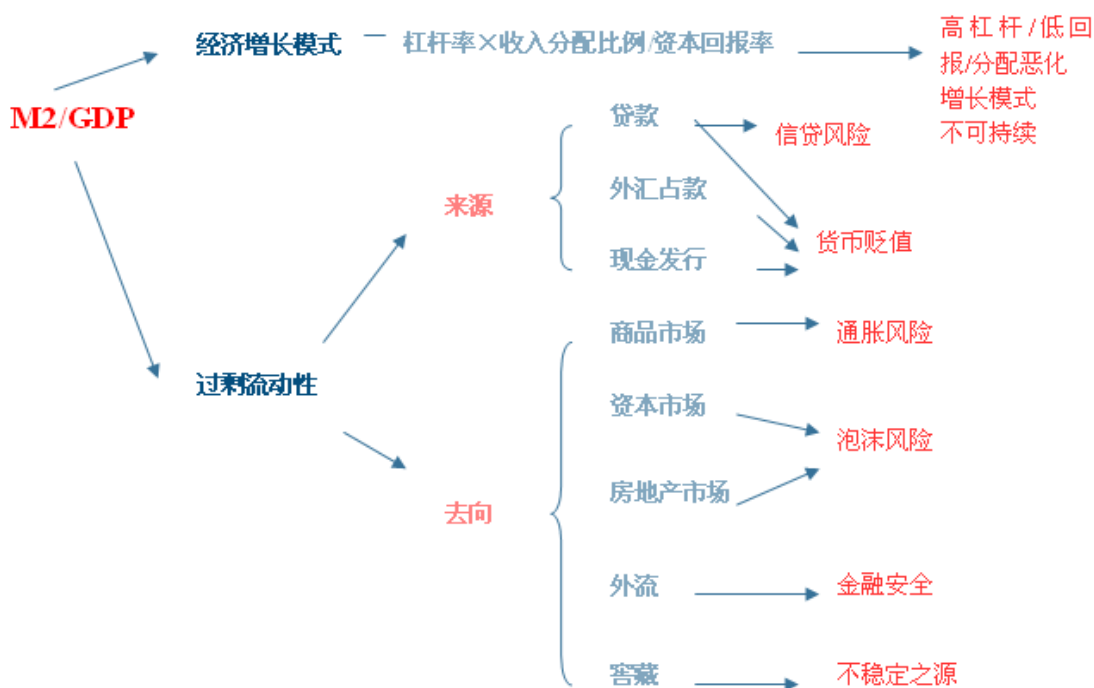
引言：回归之旅

《回归之旅》是我们 2011 年的一个系列流动性半月谈的终篇。流动性半月谈的初始意图是从货币金融运行、货币政策和金融变革的角度去分析流动性的变化，通过流动性去研究宏观经济本身。流动性是研究的视角，而不只是宏观经济和资本市场的一个外生因素。

《流动性半月谈》一般由对当月的金融数据或政策的评论展开，但并不仅限于此。对民间金融和中小企业、地方政府的一些调研报告等等也逐渐加入进来。我们意识到，流动性半月谈系列涵盖的内容已经逐渐超出了系列名字本身。

《流动性半月谈》配合我们廉价货币的经济后果系列深度报告。廉价货币是经济转型期的背景。在 2010 年年中的西安策略会分报告《2012：廉价货币的经济后果》中，我们总结廉价货币的成因是粗放增长模式，和中央和地方之间的财权事权矛盾等体制问题；后果是不良贷款、货币贬值和财富集中，不良贷款就是金融和地方财政风险所在，货币贬值包括通货膨胀和资产泡沫，主要是房地产泡沫，财富集中主要是一个分配恶化问题；结局是廉价货币走到了阶段性的尽头，经济进入一个去杠杆化过程。

图 1：M2/GDP：含义和风险图解



资料来源：中信建投研发部 《2012：廉价货币的经济后果》

由此 2008 年之后的中国经济转型，就不仅是对反危机政策的检讨，也是对过去十年高速增长低通胀的黄金十年的终结，甚至是对更长的改革开放三十年来的增长方式的转变。我们把终结廉价货币的转型之旅就称之为回归之旅。2012 年的系列以此为题，以延续我们一贯的研究思路。为了阅读方便，将尽量简短，增强时效性和观点的明确性，相关深度报告另外推出。

廉价货币造成的问题已经显露，但问题的解决复杂艰辛，回归之旅势必也将是一次“长征”。龙年将至，对经济前景的悲观情绪弥漫，在资本市场的艰难深刻，我们引用毛主席在《忆秦娥 娄山关》中的一句词“雄关漫道真如铁”作为系列开篇。

信息和事件：

岁末年初，中央经济工作会议之后，全国住房保障工作会议（12 月 22 日），中央农村工作会议（12 月 27 日），全国商务工作会议（1 月 5 日），第四次全国金融会议（1 月 6 日-7 日）相继召开。金融会议之后紧接着是人民银行和银监会的年度工作会议。

12 月 8 日，央行公布 12 月金融数据，M2 回升至 13.6%，M1 增长 7.9%，人民币贷款增加 6405 亿元，全年新增人民币贷款 7.47 万亿元。

一、经济的去杠杆化进程

我们用 M2/GDP 的下行代表经济的去杠杆化。在《冲破迷雾》、《回归之旅》中判断 2010 年就是拐点，依据是 2011 年名义 GDP 增速高而 M2 增速低。2011 年 M2 增速已经公布，主要是由于财政存款的年终释放——简单测算在 1.2 万亿元以上，导致 M2 增速如我们在《雾月难逢》中预判的明显回升。但依然不改变对 2010 年 M2/GDP 拐点的测算。

一个问题是，以 M2/GDP 作为杠杆变化的指标是否得当。无疑，融资方式的扩展、金融创新的增强，都弱化了这个指标的含义。考虑到其他融资方式难以准确统计和同质加总，而且我们判断其他融资增长不会对冲 M2/GDP 拐点体现出来的减杠杆趋势，只会起到缓和的作用。例如，对于地方政府的债务风险和增长需求的矛盾，目前的策略是在财税变革中逐渐化解风险，这就要给地方政府适度加债券杠杆，后者较之信贷具有更强的市场约束。但同样不会更改整体经济的去杠杆化。

经济的去杠杆化何时结束？在未来几年可能都将持续。减杠杆趋势相对确定，而节奏和力度则影响到对短期的判断。2012 年，内外经济再平衡和制度变革利益重建复杂，国内逢换届时期，政府维稳意愿强烈，市场出清慢，我们倾向于认为 2012 年减杠杆的力度小于 2011 年。2012 年新增信贷和新增融资总量或不低于 2011 年，尽管余额的增速可能还在下降。

减杠杆过程伴随利益格局的重建。对于银行，在减杠杆初期是相对仍处高位的信贷需求增厚其收益空间，在经济继续减速后则是回落的需求和显化的风险，银行改革越来越迫切。是采取规避监管和减轻减杠杆责任的“金融创新”，还是切实让利于实体经济？推进利率市场化改革在金融工作会议上没有得到预期中的强调，而对于信贷资产证券化等属于前一种思路的方案亦未提及。从中看到的 2012 年金融改革思路，依然是增量改革而非存量改革为主，连存款保险制度都只在央行的会议中提及作为准备项目。对于银行，2012 年可能还是稳字当头。

二、重申对目前经济和政策的判断

在 2011 年 9 月 28 日《镣铐下起舞》中，我们指出，要“明确过渡期所处位置，一个通道的开始，适应这个新的通道，而不是基于超出通道的变动——这是不切实际的，或是通道内的微调——这是不足以引起市场大幅波动的”。这个通道就是“增长中枢下移、通胀中枢上移、减货币杠杆、化解风险而不是继续积累风险”。

对市场而言，一方面，持续减杠杆对资产价格的估值有影响，其中包含增长下行和利润增速的因素分析；另一方面，需要判断经济转型的前景是软着陆还是硬着陆，具体到 2012 年，2 季度之后的所谓经济的“技术性回升”是否可以持续。减杠杆本身也是经济自发的运行所致，但同时也受到政策的主观影响。政策在 2012 年是中性偏多，那么判断经济自发的运行规律就是问题的核心。我们在《行谷亦歌》等多篇报告中对后一个问题持也许不合时宜的谨慎乐观态度，依然维持。

市场对于政策的期盼和担忧同样可以理解。一些对于经济悲观预期的预测是基于目前政策延续乃至加码，同时忽略了已经在逐渐积累的积极因素，这是我们觉得需要明晰的。那么下一步观察的是政策的信号。例如对于投资而言，私人部门的投资能否持续？即使有持续的意愿，资金能否保证，或信贷政策是否足够有力？国有部门的收缩是否有转机？没有变化的话是否会连带私人部门投资滞后性的下滑？有变化的话融资和投资政策如何调整？

是的，信心只能逐步的积累。放弃不可期待的期待，追寻可以追寻的变化。我们的观点依然是，目前还没有基于萧条的刺激政策，因为经济硬着陆的证据还不够强大；只能期待维稳和转型的政策，但不能太性急。尽管市场在苦苦等待更明确和有力的放松信号，我们还是希望一季度的短期调整来的更剧烈一些，非如此，不足以挤出非合意需求，否则即便放在任何一个局部市场，也难以出清。

三、再论保障房的积极和消极意义

经济的去杠杆和去泡沫化相连，但市场对去泡沫化的分歧可能要大于去杠杆化的分歧。关于去泡沫化，我们不再重复在《冲破迷雾》等报告中的判断，简要谈点对最近消息的理解。

一则是温家宝总理在农村工作会议上指出“当前和今后一个时期，我国仍将处于工业化城镇化快速发展阶段”。“推进工业化城镇化和农业现代化，建设社会主义新农村，是关系改革开放和现代化建设全局的重大任务”。“推进集体土地征收制度改革，关键在于保障农民的土地财产权，分配好土地非农化和城镇化产生的增值收益”，“不能再靠牺牲农民土地财产权利降低工业化城镇化成本，有必要、也有条件大幅度提高农民在土地增值收益中的分配比例”。

一则是李克强副总理在与工程科技界院士、专家座谈时指出“保发展要靠扩内需，而城镇化蕴藏着最为深厚的内需潜力，也会带来经济社会结构的深刻调整”。

结合看，就是我们在 2011 年中厦门策略会分报告《飞跃急流》中指出的城镇化（城市化）和房地产资本化依然是新十年经济发展之利。在《同辕异辙》中，进一步指出“资产泡沫和房地产资本化，是负面和正面因素”。正面因素能否对冲和如何对冲负面因素有待进一步研究。目前看来，在充分保障农民权益的基础上，将加快正面因素进程。当然这是一个较为中长期的问题，在 2012 年会看到哪些明确的进展还有待观察——在从《房地产调控：从量价博弈到利益让渡》到《飞跃急流》中指出的地方政府以城市化和房地产资本化为纲竞争，自下而上变革以在中央和地方、城市和农村居民间寻求平衡的策略，一直在广泛的实施，在重庆等地都明显的观察到了，当然具体分析还需要专题研究，我们倾向于判断城镇化在最近两年加快而不是放慢了；另一个是保障房。

保障房有很多消极和积极意义。我们在《1000 万套保障房表明房地产调控明朗化》和《春天的十七个瞬间——保障房之宏观篇》中都有论述。2012 年保障房政策的变化是，考核标准由开工率改成了竣工率，并且把 2011 年 330 万套竣工量提升至 500 万套以上。这意味着保障房对冲商品房投资下滑的作用会比 2011 年强，但更重要的信号是，李克强副总理在全国住房保障会议上提出“地方政府可通过购买合适的普通商品房来增加保障房有效供应”，这对房地产调控有托底的嫌疑，因为客观上具有减轻房地产商的资金和库存压力从而降价动力的作用，这印证了对于房地产泡沫的处置策略在 2012 年最终将趋于温和，在发展中解决问题的判断。

保障房的积极意义是，大量的保障房建成是加快城镇化的力量，是扩大内需包括国内消费和投资的力量。这部分对冲了房地产泡沫对城市化成本越来越高进而对继续城市化的遏制作用，部分对冲了伴随调控的财富效应的逆转对消费、投资乃至增长的遏制作用。



分析师介绍

王洋：南开大学经济学博士，宏观经济分析师。主要研究领域：货币和流动性，致力于从经济主体间的收益-风险博弈和货币资金流动考察经济运行和政策走向。2010 年新财富宏观（小组）第六名。2010 年新财富投资策略（小组）第五名。

研究服务

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

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

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

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@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

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

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。

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