

M2 高增速难现，积极财政值得期待：历次周期中政策是如何放松的？

➤ 货币大规模放松滞后经济平衡点 3-4 个月

结合中观、微观数据，10 月份是重要的“关键”时间节点，特征表现为实体经济运行已经开始从政策收紧的“被动收缩”转为需求与供给双回落的“主动收缩”，我们称之为经济的“关键”时间点。结合历次经济周期中微观数据，在 2001、2004 以及 2008 各个经济短周期中这种“关键点”分别出现在 2001.06、2004.12 和 2008.08 月。

➤ 2012 年 1-2 月，将是政策显著放松的关键点

从历次货币放松时间节点来看，M2 增速的回升往往出现在我们所提出的“关键”时间节点后的 3-4 个月。考虑到 2011 年 10 月份是本轮经济回落周期中的“关键”时间节点，考虑大约 3-4 个月的政策放松时滞，政策较大力度的放松将出现在 2012 年的 1-2 月，从 12 月的信贷及广义货币增速来看，政策正朝着我们预期的方向变化，放松的方式可能仍以存款准备金率的下调与信贷数量的宽松为主。

➤ 日韩经验显示，结构转型意味着货币增长中枢水平将系统性下移

从中国经济增长来看，新增劳动力增速已经开始下降，以投资为主要驱动力的经济增长结构将难以维持，未来经济增长放缓成为大概率事件。根据日韩等亚洲发达经济体转型经验，随着经济增长中枢的下移，货币政策增速也将逐渐放缓。数据显示，韩国经济结构转型期间，广义货币增长中枢从 25% 下降到 15%，而日本经济机构转型期间，广义货币增速中枢从 25% 下降的 10% 左右，符合典型的泰勒规则。此外，2009-2010 年中国为了刺激经济，大规模的流动性投放也需要未来一段内较的货币增速来化解。我们预测 2012 年广义货币增速可能只有 13.5-14% 左右，随着经济结构转型的深入与经济增长中枢的下移，未来广义货币增速可能进一步下滑。

➤ 相对于货币政策，财政政策更值得期待

相对于货币政策，积极性的财政政策或许更值得我们期待。国务院总理温家宝 10 月 29 日主持召开国务院常务会议指出，要完善财税政策，推进结构性减税。从国家宏观政策基调来看，结构性减税应该是助推“十二五”期间结构转型、改变经济增长结构方式的重要助推器。结构性减税、中小企业税收减免、高科技新兴企业的补贴以及税收的结构性转变等将成为“十二五”期间财政政策的重要着力点。

分析师：牛鹏云

执业证书编号：

S0500511050002

联系人：罗文波

(8621) 68634510-8273

lwb3323@xcsc.com

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路958号华能联合大厦5层湘财
证券研究所

<http://www.xcsc.com>

目录

本期讨论：历次经济衰退周期中，政策是如何放松的？	4
一、本世纪以来历次经济短周期及原因回顾.....	4
二、经济周期背后都有货币周期的影子.....	6
三、经济短周期回落中货币放松的时点如何判断？	6
四、本轮周期中，政策放松将有何不同？	9

图表目录

图 1 2000 年以来, 我国所经历的经济短周期	4
图 2 各个经济周期中三大需求变化趋势	4
图 3 2001 和 2008 经济受出口拖累	5
图 4 2001 和 2008 全球经济增长疲软	5
表 5 2001 年以来经济周期中萧条期各宏观变量趋势	5
图 6 每个经济周期后面都有货币周期的影子	6
图 7 各个周期中的工业企业利润增速	6
图 8 工业增加值持续下降	7
图 9 M2 增速已接近十年最低	7
图 10 金融结构当月新增人民币贷款	7
图 11 各年 PMI 数据显示经济仍然较为疲弱	7
图 12 剔除噪声, 季节性规律显示信贷开始放松	8
图 13 2001 年“关键”时间后 3-4 个月 M2 增速回升	8
图 14 2004 年“关键”时间后 3-4 个月 M2 增速回升	9
图 15 2008 年“关键”时间后 3-4 个月 M2 增速回升	9
图 16 韩国经济结构转型时, 货币增速明显放缓	10
图 17 日本经济结构转型时, 货币增速明显放缓	10

本期讨论：历次经济衰退周期中，政策是如何放松的？

从经典的经济四阶段周期理论来看，萧条期是最令人绝望的一个时间段。终端需求放缓，物价回落，实际货币价格上升，供给意愿减弱，企业利润增速下降，企业与家庭处于收缩资产负债表状态中，实体经济萎靡不振。唯一可以带来希望的是政策放松的预期，尤其是货币政策的放松，包括资本价格（诸如利率）与货币数量（各种口径的货币与信贷数量）的宽松。

一、本世纪以来历次经济短周期及原因回顾

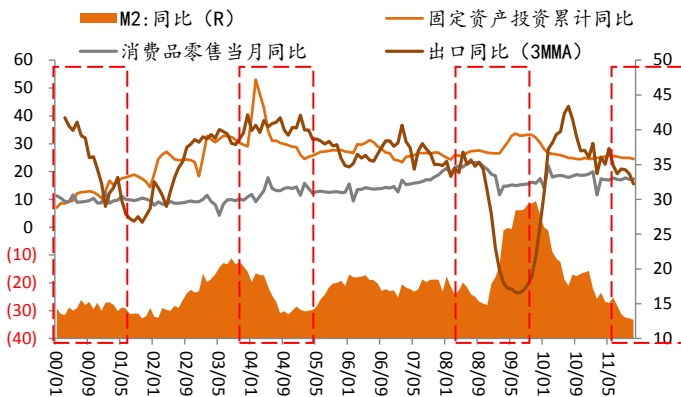
如果以政策紧缩趋势下，实体经济从被动收缩转移到主动收缩作为经划分经济衰退的起点（经济周期具有循环性，理论上任何一个时间节点都可以作为周期划分的开始），结合宏观数据指标来看，从2001年至今，我国宏观经济经历三个完整经济短周期。分别是2001.06-2004.12，2005.12—2008.08，2008.08—2011.10，目前从2011年10月份开始，进行本世纪的第四个短经济周期。从已完成的三个经济周期来看，各个周期中引致经济下滑的驱动力也截然不同。

图 1 2000 年以来，我国所经历的经济短周期



资料来源：ceic，湘财证券研究所

图 2 各个经济周期中三大需求变化趋势

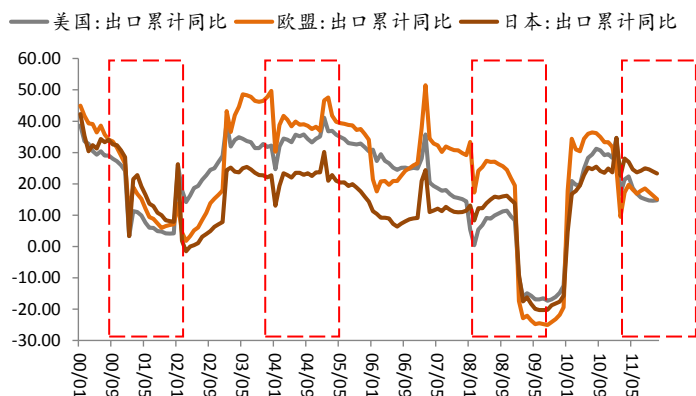


资料来源：ceic，湘财证券研究所

从三个周期经济疲弱的内生驱动力来讲，2001年经济回落受到美国科技泡沫破灭与9.11恐怖袭击所拖累，全球经济增长从2000年的4.82%下降到2001年的2.28%。2001年全球经济不景气拖累了中国出口，中国对美、日、欧三地出口皆大幅回落，累计增速分别从2000年底的24%、26.40%和28.50%下降到2011年底的4.20%、7.10%和7.90%。受次贷危机影响的2008年也是

如此。

图 3 2001 和 2008 经济受出口拖累



资料来源：ceic，湘财证券研究所

图 4 2001 和 2008 全球经济增长疲软



资料来源：ceic，湘财证券研究所

2004 年的情况不太一样。2004 年经济放缓是政策主动调控导致内需放缓的结果。“铁本”事件只是宏观调控开始，随后，政府严控金融机构信贷增长，提高钢铁、电解铝、水泥、房地产开发项目的资本金比例，严格控制部分行业制止低水平重复建设目录等等。固定资产投资累计增速从 2004 年 2 月份的 53% 下降到 2004 年底的 28.8%。与此同时，信贷作为宏观调控的数量工具，增速从 2004 年初的 20% 下降到 2004 年底的 13.5%，在此影响下，宏观经济增速显著放缓。

表 5 2001 年以来经济周期中萧条期各宏观变量趋势

	投资	消费	出口	广义货币 M2 增速
2001	维持平稳	较为平稳	美国网络泡沫破灭与 9.11 事件拖累经济，导致中国出口大幅下滑，单月同比出现负增长	15.55%-14.3% (2000.07-2001.06)
2004	政府调控投资，以治理“铁本”事件为代表，投资增速从最高点接近 50%，下降到同比 25% 左右	较为平稳	内部经济结构调整，出口维持平稳，甚至小幅上升	18.1%-13.45% (2004.01-2004.10)
2008	基本平稳	较为平稳	受到美国次贷危机影响，外需大幅下滑，维持一年左右单月同比负增长	18.95%-16.00% (2008.01-2008.08)
2011	预期趋势向下	基本平稳	预期趋势向下	29.74%-12.7% (2009.11-2011.11)

注释：在这三次周期中，在投资或者出口放缓等需求放缓，随后消费都出现明显放缓，这是需求减弱的传递效应。即，需求下滑带动生产回落，生产回落降低岗位需求，从而导致全社会消费水平的趋缓，当然风险性以及未来不确定性也抑制了居民消费。

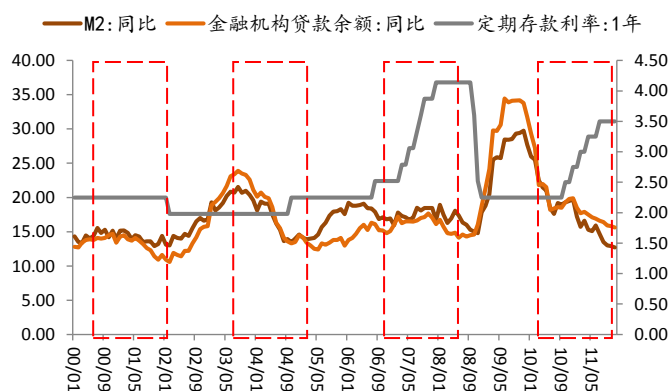
但三次库存周期中，消费都是被动变量。其实在第三次，也就是 2008 年经济周期中，经济下滑具有一定意义的双重性，先是国内宏观调控加码，后是美国金融海啸来袭。但从数值上看，投资与消费开始时较为平稳。

资料来源：ceic，湘财证券研究所

二、经济周期背后都有货币周期的影子

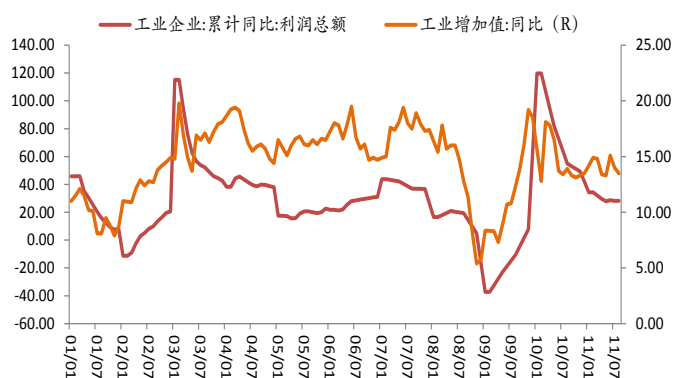
值得注意的是，每个经济周期背后都有货币周期的影子。从图 7 可以清晰的看出背后的逻辑。实体经济的放缓的背后，政府货币政策收缩起着或轻或重的作用。2004 年、2008 年以及 2011 年的短周期放缓中，货币条件周期性的作用非常显著。2008 年经济周期放缓之所以经济增长弱于低于 2001 年，是因为 2008 年经济周期时，国内货币周期调控与海外需求放缓双重因素叠加。

图 6 每个经济周期后面都有货币周期的影子



资料来源：ceic，湘财证券研究所

图 7 各个周期中的工业企业利润增速



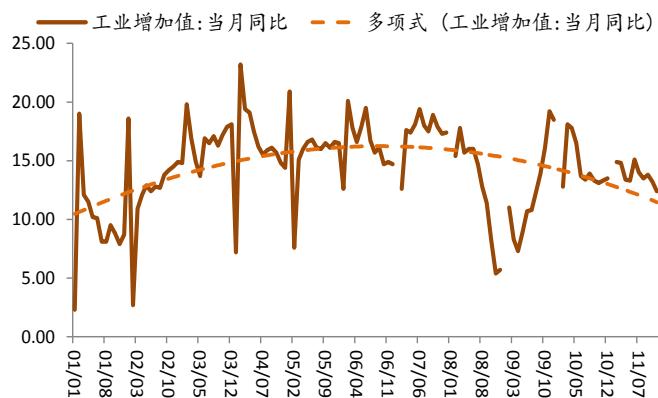
资料来源：ceic，湘财证券研究所

三、经济短周期回落中货币放松的时点如何判断？

对于政策的放松时间，看似无迹可寻。市场从 2011 年的中期就期盼政府在三季度将对货币政策与财政政策进行放松，但事后来看，这不过是市场的一厢情愿而已。8 月份，央行仍继续收紧，提高商业银行保证金存款准备金率。截止到 11 月末，代表经济增长的工业增加值增速为 12.4%，而广义货币 M2 增速只有 12.7%，达到 1995 年以来最低水平。金融机构贷款余额增速为 15.60%，也是 2009 年以来的新低。尽管 11 月份央行下调了金融机构存款准备金率 0.5%，但此举是为了维持外汇占款急剧减少下银行间的流动性的正常需求。结合月度新增信贷来看，9 月份信贷 4700 亿，创新本轮新增贷款新

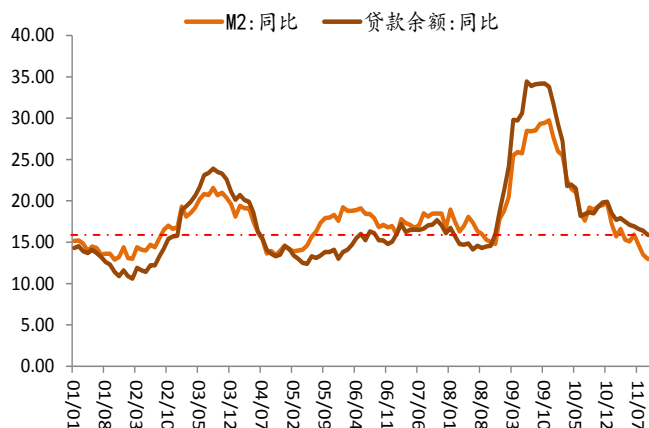
低。10 月份、11 月份新增贷款分别达到 5868 亿和 5622 亿，信贷投放趋势在好转，但仍然低于市场在四季度初所预期的单月 6000 亿的月度信贷投放额。

图 8 工业增加值持续下降



资料来源：ceic，湘财证券研究所

图 9 M2 增速已接近十年最低



资料来源：ceic，湘财证券研究所

1. 实体经济的关键时间点“被动收缩”到“主动收缩”

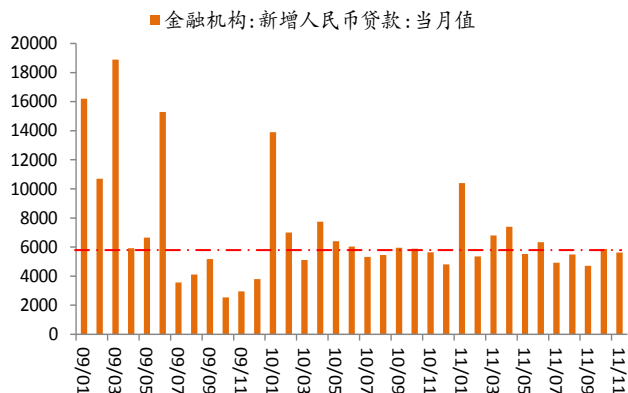
结合中观、微观数据，我们提出，从 10 月份开始，实体经济运行已经从政策收紧的“被动收缩”转为需求与供给双回落的“主动收缩”¹，我们称之为实体经济的“关键”时间点。供给回落加速，但需求回落更快，经济指标上表现为生产大幅收缩下的企业库存仍维持较高水平，10 月份库存同比甚至与 9 月份持平，达到本轮企业被动补库存的最高点。从微观企业数据显示，实体经济的主动收缩后，企业减少对货币资金的需求，结果便是即使资金没有出现明显的流动性宽松，但市场资金成本却在显著下降。

结合历次经济周期中微观数据，在 2001、2004 以及 2008 各个经济短周期中，实体经济的这种“关键”时间点分别出现在 2001.06、2004.12 和 2008.08 月。

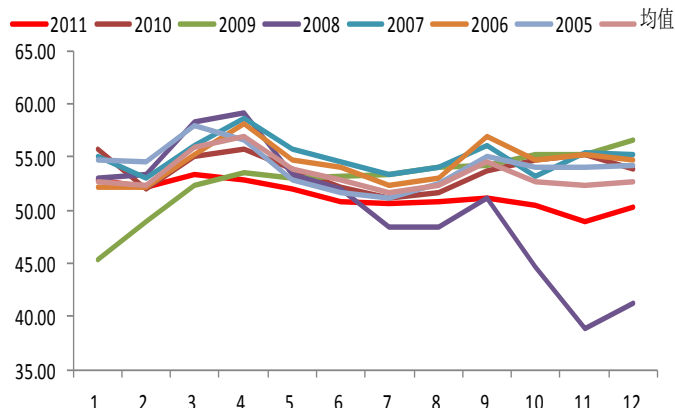
图 10 金融结构当月新增人民币贷款

图 11 各年 PMI 数据显示经济仍然较为疲弱

¹详见宏观报告：《经济增长已经发生“质变”，理论上的“政策拐点”已经到来》，2011.12.15



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

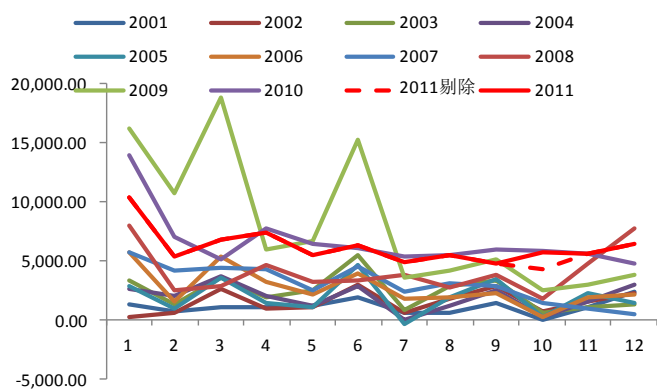


资料来源: ceic, 湘财证券研究所

2. 历次数据表明“关键”时间点后三-4 月左右是政策大规模放松的节点

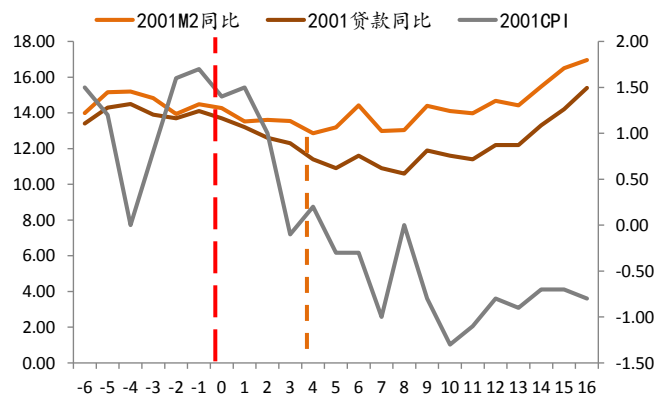
从历次货币放松时间节点来看,货币 M2 增速回升一般领先于信贷增速, 2008 年除外。从时间时滞来看, M2 增速的回升往往出现在我们所提出的“关键”时间节点后的 3-4 个月。尽管货币放松在几个周期中的时间节点几近趋同, 但放松的力度与方式仍与政府对当时的政策判断有极大关系。

图 12 剔除噪声,季节性规律显示信贷开始放松



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 13 2001 年“关键”时间后 3-4 个月 M2 增速回升



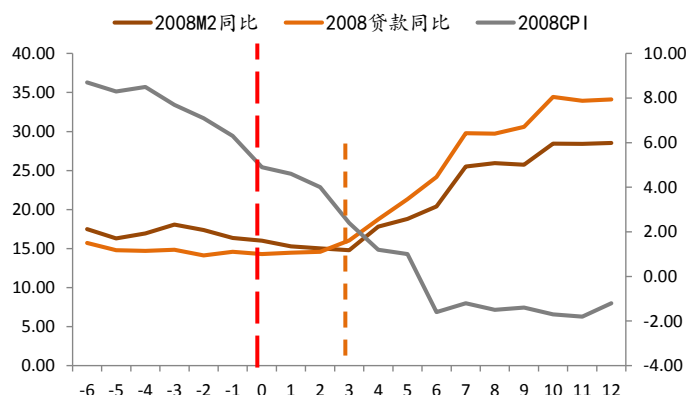
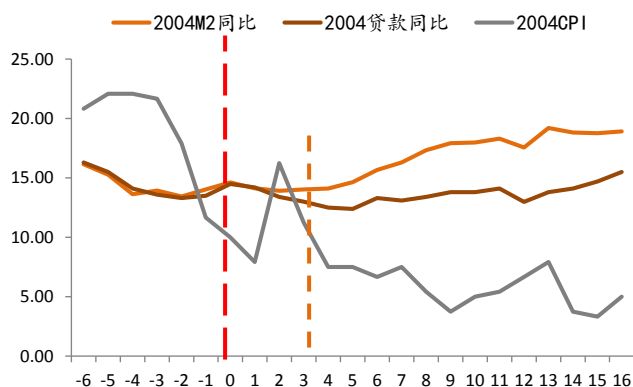
资料来源: ceic, 湘财证券研究所

从本轮政策放松节奏观察, 尽管 11 月份 M1 和 M2 以及信贷增速继续放缓, 但从微观层面以及信贷季节性投放来看, 政策已经开始放松。具体数据显示, 10 月份信贷投放 5668 亿元, 11 月份 5622 亿, 考虑到剔除 10 月份

针对铁道部投放的 1600 亿贷款，信贷投放量超季节性增长，12 月份信贷投放超预期的达到 6405 亿元，政策放松的迹象明显，货币增速也开始出现缓慢回升。

图 14 2004 年“关键”时间后 3-4 个月 M2 增速回升

图 15 2008 年“关键”时间后 3-4 个月 M2 增速回升



资料来源：ceic，湘财证券研究所

资料来源：ceic，湘财证券研究所

从价格趋势来看，2012 年 2 月份将是 CPI 较为快速回落的时间阶段，这将给货币政策打开更大的操作空间。考虑到 2011 年 10 月份是我们认为的本轮经济回落周期中的关键时间节点，考虑大约 3-4 个月的政策放松时滞，我们认为政策较大力度的放松将出现在 2012 年的 1-2 月，放松的方式可能仍以存款准备金率的下调与信贷数量的宽松为主。

四、本轮周期中，政策放松将有何不同？

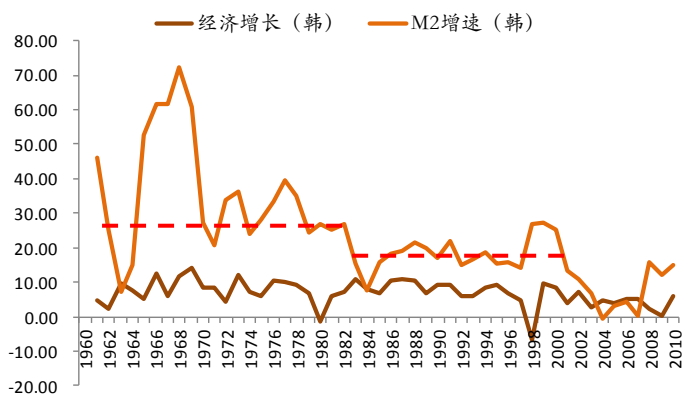
1. 货币增速将回归“中性”

从中国经济增长的中期路径来看，新增劳动力增速已经开始下降，以投资为主要驱动力的经济增长结构将难以维持，未来经济增长放缓成为大概率事件。根据日韩等亚洲发达经济体转型经验，随着经济增长中枢的下移，货币政策增速也将逐渐放缓。数据显示，韩国经济结构转型期间，广义货币增长中枢从 25% 下降到 15%，而日本经济机构转型期间，广义货币增速中枢从 25% 下降的 10% 左右，符合典型的泰勒规则。

此外，2009-2010 年中国为了刺激经济，大规模的流动性投放也需要未来一段内较低的货币增速来化解。我们预测 2012 年广义货币增速可能只有 13.5-14% 左右，随着经济结构转型的深入与经济增长中枢的下移，未来广义

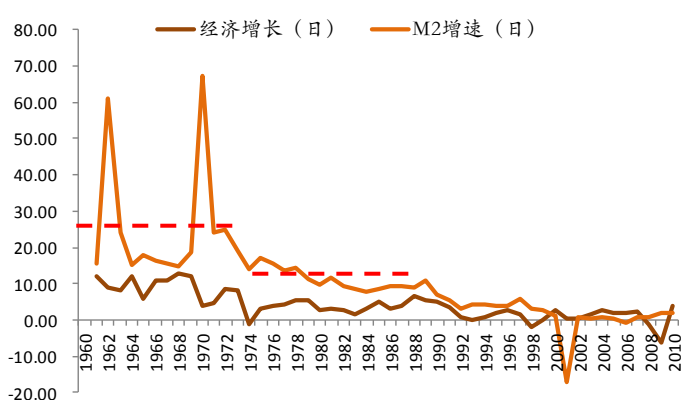
货币增速可能进一步下滑。

图 16 韩国经济结构转型时，货币增速明显放缓



资料来源：ceic，湘财证券研究所

图 17 日本经济结构转型时，货币增速明显放缓



资料来源：ceic，湘财证券研究所

2. “积极”性财政政策替代货币政策助推转型

相对于货币政策，积极性的财政政策或许更值得我们期待。国务院总理温家宝 10 月 29 日主持召开国务院常务会议指出，要完善财税政策，推进结构性减税。从国家宏观政策基调来看，结构性减税应该是助推“十二五”期间结构转型、改变经济增长结构方式的重要助推器。结构性减税、中小企业税收减免、高科技新兴企业的补贴以及税收的结构性转变等将成为“十二五”期间财政政策的重要着力点。

未来财政税制改革可能向着五个方向发展：一是结构性减税，未来包括可能继续扩大实施范围的营业税改成增值税；刺激服务业发展的税种改制或者税率调整；二是针对中小企业的减税以及扶持性财政补贴等；三是对具有创新企业，尤其是战略新兴行业企业的税费优惠措施；四是个人所得税可能存在一定的调整空间，尤其是有增有减的结构性调整。最后，资源税改革将成为“十二五”期间税收调节的重要工具。此外，为了保证房地产调控与调控中政府土地出让金收入减少，房地产交易税与房产税的可能会适时推出并把试点范围逐渐扩大。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明：

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。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、发布、转发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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。