



回归之旅第 4 期

天下无贼

——近期政策评论四则

发布日期：2012 年 2 月 14 日 分析师：王洋 电话：010—85130386 执业证书编号：S1440510120045

内容提要

预调和微调

换届之年善始敬终，预调、微调从一季度就要开始，首次明确政策调整的时点。政策调整不是重回扩张，而是对 2011 年过紧政策的适度修复，是维稳经济的必要松绑。一方面是从实体经济的需求和供给，涉及投资、外贸、消费、产业政策的调整，另一方面是金融政策的调整。两方面需配合。

平台贷展期

金融监管政策在 2012 年将趋宽。平台贷款展期的影响，宏观层面体现在信贷总量和信贷挤压，信贷规模相对具有弹性，需求回落的情形下，要防止的就不仅是信贷挤压，也有信贷不足；行业层面，展期不一定会造成不良贷款的大量增加。因监管而生的对银行业的利空，进而对市场和经济的利空，2012 年将有限释放。无法回避的问题，金融创新，曲线解决。

通胀和改革

一月通胀超预期不改回落趋势，要素价格改革借机推开，符合一贯预期。通胀中枢上移，不再只是货币超发引起的货币现象，而是由理顺相对价格带来的绝对价格水平上升，这背后是政府和企业需要新的收入来源和利润空间，是中央和地方之间的分税制之后的财权事权再平衡的一部分。

换届和共识

政府换届无疑是影响市场的重要因素。黄金十年的尾声，新的十年的开启之前，错综复杂的诸多经济问题都有待解决。一个重要的题目就是如何处理经济和金融的关系。换届或可促成共识的达成。维持之前的观点，换届对经济和政策的影响，宜正面预期。

信息和事件：

2月6日至10日，温总理主持召开五次座谈会，听取各界对《政府工作报告(征求意见稿)》的意见和建议。

有媒体报道，监管层已指示国内银行对地方政府的贷款进行大规模展期。

国家发改委表示今年物价总水平将较去年明显回落，借机稳步推进资源能源价格改革，包括阶梯电价、成品油定价机制、天然气价格改革、水价以及环保类收费等。

重庆打黑告一段落，广东打黑风暴再起，都只为天下无贼。

一、老骥伏枥，善始敬终

今天是情人节。有个老笑话，说小的时候有贼胆没贼心，长大些有贼心了没贼胆，再后来，贼心、贼胆都有了，贼又没了！

总理表示在任期最后一年，各项工作要善始敬终，能做的事情决不拖延，能解决的问题绝不推脱。上半年一定要制定出新36条实施细则。非公36条，是魏凤春博士在中信建投研究所时就大力鼓与呼的。我们在《镣铐下起舞》等报告中，也对此乐见其成，这建立在对打破镣铐的必要性基础上。我们相信，制度变革不会等到贼都没了的时候。

1月金融数据超预期，特别是信贷，是一个警示，但还难以确认经济将非合意回落（参见《过犹不及》）。总理指出1月份和一季度的经济状况值得关注，要见事早，动作快，预调、微调从一季度就要开始。这是首次明确政策调整的时点。对于政策调整，我们在年前指出：

动态和宏观看，2012年以维稳和转型为目标，这需要调整2011年持续和过度收紧的政策基调。对政策的担忧是正当的，对政策调整的期待也是合理的。货币政策、银行监管、投资、外贸，以及融资平台，等等相关政策都需要调整。

——2012年1月13日，一票难求

再次重申，政策调整不是重回扩张，而是对去年过紧政策的适度修复，是维稳经济的必要松绑。一方面是从实体经济的需求和供给，涉及投资、外贸、消费、产业政策的调整，另一方面是金融政策的调整，货币政策和金融监管政策；两方面的政策相互制约、相互牵连，必须相互配合，才能达到目标。



政策预调微调需要对经济运行的性质和节奏的准确判断；同时又要进行的结构调整，不仅要对结构调整做价值判断，也要对结构调整给整体经济运行的影响程度准确判断。这增加了政策的难度。

二、金融监管，回归常态

金融监管政策在 2012 年是趋严还是趋宽？我们认为将是趋宽。我们在 2011 年流动性半月谈的开篇《慢性病？慢性药！》中讨论过逆周期监管的不足。2012 年，经济依然下行，但这有合意下行的成分，即我们所提的增长中枢下移，因此还不到逆周期监管政策改变方向的时刻。但是，出于维稳的考虑和对 2011 年过度紧缩的修复，相机调整已是实事求是的选择。从去年制定的四大监管指标中三项的推迟，到最近传出的地方平台贷款展期，后者我们曾多次预言：

换届之前，对平台风险的拖延战术是现实选择和惯性思维。

——2011 年 7 月 13 日，飞跃激流

在地方政府做出让步的情况下，2012 年平台贷款在多数归入公司类后，贷款展期是避免风险立刻暴露的最后也是唯一可行办法。

——2011 年 8 月 18 日王德如风，民德如草

平台贷款展期的影响，宏观层面，体现在信贷总量和信贷挤压，但信贷规模相对具有弹性，2012 年的信贷规模可能比我们当初预计的略多；需求回落的情形下，要防止的不仅是信贷挤压，也有信贷不足。行业层面，展期不一定会造成不良贷款的大量增加。

预计明年全年信贷依然在 7.5 万亿左右。7.5 万亿是多还是少？信贷增速还在下降，表外在收紧。融资平台贷款在重新分类之后的继续展期占用资金额度的压力；庞大的新开工项目计划投资的有序推进；从维稳、定向放松和转型所需的投资支持，新产业扶持，等等，也需要新增的信贷。

——2011 年 11 月 9 日，路演回声之三：2012：乱云飞渡且从容

增长中枢下移过程中的金融政策和金融改革的一个总体描述：

减杠杆趋势相对确定，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。



——2012 年 01 月 09 日，雄关漫道真如铁

由此，对于因监管而起的对银行业的利空，进而对市场和经济的利空，我们认为，在 2012 年将有限释放。包括银行再融资，利率市场化，等等，均是如此。无法回避的问题，曲线方式解决。

金融创新和银行监管的博弈，前者是趋势，后者是规范这个过程。2012 年，存款是否会重回银行体系，减小银行吸存的压力？我们认为不会。M2 很可能难以达到 14% 的目标。

——2012 年 1 月 13 日，一票难求

三、通胀回落，要素重估

尽管一月份通胀超预期，但我们认为通胀回落已是趋势，这和发改委的判断一致。同时，要素价格改革更加重要。这是我们所提的“通胀中枢上移”的依据。

借此重述我们一贯的观点：通胀中枢上移，不再只是货币超发引起的货币现象，而是由理顺相对价格带来的绝对价格水平上升，这背后是政府和企业需要新的收入来源和利润空间，是中央和地方之间的分税制之后的财权事权再平衡的一部分。

通胀中枢上移和增长中枢下移意味着名义增长和收入的平稳；而前者不以货币超发为前提，意味着 M2/GDP 下行的延续。

四、政府换届，凝聚共识

政府换届无疑是影响市场的重要因素。黄金十年的尾声，新的十年的开启之前，错综复杂的诸多经济问题留在此时有待解决。一个重要的题目就是如何处理经济和金融的关系。典型事件是吴英案。结合我们两年来对廉价货币的经济后果之金融改革的多篇讨论，参考 2011 年我们对民间金融的四次调研，对照温总理在中央经济工作会议等多个场合阐述的金融为实体经济服务的基本方针，尤显其意义深远。换届或可促成共识的达成。我们维持在《2012：乱云飞渡且从容》的观点，换届对经济和政策的影响，宜正面预期。

期盼天下无贼。



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 年新财富宏观经济（小组）第六名。2011 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

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@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

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@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

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

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@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

机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫒 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@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