



花开花谢之十八：让子弹飞

发布日期：2010 年 12 月 29 日

分析师：魏凤春 010-85130308 执业证书编号：S0640207100074

信息或事件：

- 第二次加息，是加特林机枪的轮射，而不是三八大盖的点射，加息通道真正打开
- 大盘的阶梯式下跌，反映了新兴产业并不足以承担经济复苏的重任
- 产业的老树新花是经济复苏的必然阶段，结构性的周期复辟是必然的主题

第十八部分：让子弹飞

上一期《花开花谢不是空》中提出要终结“花开花谢”，有不少朋友在 MSN 与我讲是不是要“花开花谢，曲终人散”？讲得好凄凉。其实，花谢还会再开，根据我们的判断，2011 年是从库存重建到中周期复苏加快而嬗变的一年，形势一定比 2010 年强。

不过近期的市场走势并没有表现出比 2010 年更乐观的迹象，花开花谢总是空？

一、停用兴奋剂后的虚弱与复吸的担心

近几日大盘以每日 50 点的幅度阶梯式下跌，彻底打乱了很多投资者一年之季在于春的投资思路，也验证了我们在年度报告会上提出的基本逻辑：新起点下投资先考虑冲击再谋求嬗变。在年度报告中我们明确提到一季度是宏观经济最不好的时期，一方面是加息周期导致的政策紧缩，另一方面库存重建不是特别给力。

新起点下的中国经济就是一个停用兴奋剂的中年人，因为还足够理性，或者看到了当年日本国的教训而不得不停用超常规的刺激。作为经济大脑的中央决策层绝然转向，停用已经滥得不能再滥的抗生素刺激，而换之小柴胡等中药汤剂煨补。作为总量性的货币政策实质收缩，结构性的财政政策继续扩张即是此意。但作为四肢的地方政府，或许没有收到大脑的信号，或许装作很为难的样子，而伺机继续注射抗生素。

不管怎么讲，新起点下的中国经济在库存重建的背景下，身体是很虚弱的。虽然不吃药也可以工作，但显然不能加班，有时候在正常的工作时间内还需要小憩一回。这不会改变中国经济正在向好的趋势，但停药之后，虚假平衡的打破这种冲击是不可避免的。因为停的这种药不是用来疗伤的，而是用来刺激的。很多人对此有切身感受，特别是数次戒烟的人，之所以复吸，一个重要的原因就是停吸之后的身体在几个月内变得特别虚弱，精神特别恍惚。没有坚强意志的人是无法完全戒掉的，巧克力、口香糖等替代品都是自欺欺人的做法。

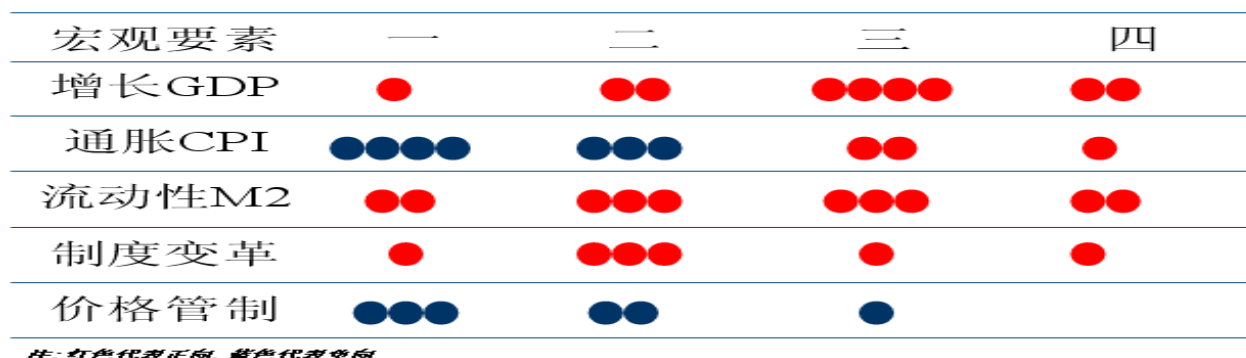
对中国经济来讲，最大的风险应该就是复吸。经受不住各方利益的干扰，政策的犹犹豫豫会人为拉长紧缩的周期，看起来明智但实质无效的价格管制将会使本无大碍的通胀真得搞起来。

中断了的加息周期开始循环，减弱了复吸的概率，幸事。

一季度的宏观经济态势是最差的，是煎熬，是考验。一年之计在于春，但现在还是冬天。



图 1：2011 年宏观经济态势图表明，一季度是最不景气的时刻



资料来源：中信建投研发部

二、让子弹飞——加息是按规律办事

2.1 加息是不是点射，而是轮射

在 12 月 27 日周一的上午，我们发出了一条宏观短信：

让子弹飞：正如 12 月 22 日《路演回声之二》所预言，加息脱下了皇帝的新装，打响了实质紧缩的第一枪。加息不是三八大盖的点射，而是加特林机枪的轮射。至此，新起点下的政策不再纠结，加息周期的实质开启对冲掉了过渡期政策无方向的风险。加息将逐步由期限的非对称转向存贷款的非对称，它预示 2011 年是信贷风险管理和控制更加“动真格”的一年，即将进行的金融改革需要高度关注。

这里要解释一下加特林机枪，这对于理解加息周期更有意义。加特林是美国内战时期的医生，目睹死亡而希望能发明一种枪，依靠凶猛的火力，一支枪能顶很多支步枪，让一个士兵顶上一个连，从而减少战场上士兵的人数，以达到减少战争伤亡的目的。1862 年发明的加特林机枪有以下特点：

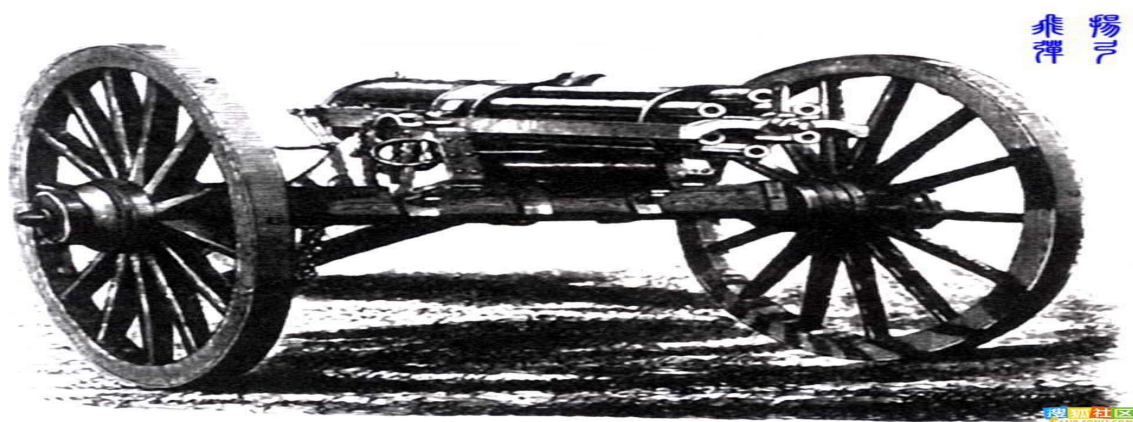
- 一个提供锁膛的内有击针的圆柱旋转体，与枪管一起旋转，每根枪管都有独立的击针；
- 手动，一分钟发射 200 发，是轮射，而非自动化机枪的扫射；
- 重量大，机动性差，需要四个人操作；
- 最大弱点是射手在战场上由于激动和杀红了眼而不能控制自己，会发疯似得把手柄转动得越来越快，造成机枪卡壳或爆膛。

中国下一步的加息肯定是轮射了。

我们现在关注的不是下一次加息在何时，而是关注加息何时结束，加息会不会出现失控的现象。我们年度判断的结果是至明年上半年一年期定存利率上调到 3.5%，这种判断是一种相对理性的选择。但由于加息并非央行自主决定，而是需要发改委、商务部、财政部、央行四部门联动才能决定，所以其机动性差的特点也是特别明显。而一旦四人同时转动手柄，卡壳或爆膛也并非没有可能。



图 2：早期的六管加特林机枪机动性差，容易失控



资料来源：中信建投研发部

2.2 加息使得市场不再纠结

上述的结论是基于我们于 10 月 19 日之后提出的中国进入紧缩周期的一贯判断。加息如同套在脖子上的绳索，只有不断地拉紧才会产生紧缩效果。如果只是不痛不痒地象征性地加一次息，那绳索就变成项链了。

长达两个月的不加息，实质上已经产生了政策的混乱。我们于 12 月 22 日发布的报告《回演回声二：皇帝的新装和第一枪》提出，加息时机已到。如果不加息，紧缩政策的混乱将产生一种前述部分提到的复吸的风险。

加息最大的意义在于使得政策不再纠结。前几天周金涛先生发表投资报告《纠结市场，和谐投资》就明确指出市场的纠结就在于政策的纠结。我们在对加息的讨论时，一个明确的结论就是加息使得政策动向异常明晰，市场信号也将变得异常明晰。

2.3 加息是打探不出来的

这种判断并非是一种打听消息得来的结论，再说，自从上一次加息连央行权威人士都觉得意外后，消息的打探已经不再成为宏观分析的主要工作方式。从本质上讲，政府官员不见得比分析师更明了宏观经济的走势，否则就不会出现经济越调控，波动越大的局面了。偏好于打听内部消息而不是做逻辑与事实的规律推演，其实是一种不自信的表现。当然，这并不能责怪分析师的短期行为，政策的短期化使得分析师不得不如此。但无论如何，按规律办事才是正当之途。

我们在上一篇加息的报告中明确提出了以下观点，明确了我们的研究底线。

2.3.1 政策短期化

政策的短期化、微观化和行政化趋向日益明显。政府看问题越来越长，做决策越来越短，直接导致政策的空间逼仄和效力降低。微观经济主体的利益计算是精确和理性的，而政策制定特别是其中价值判断的随意性和易变性，对经济的扰动是巨大的。最近的一个例子就是对 2011 年信贷目标的各种传言，在 2011 年信贷控制重要性增强的前提下，却至今未明确，以至越传越乱。



过渡期政策无方向是危险的。决策者随意调整市场参与者的观念是危险的，最终也将是徒劳的。

2.3.2 偏执于探听消息是自欺欺人

政策的传导越来越不顺畅，政策制度者与受众间的信息沟通严重不对称。作为中介的研究工作，也具有了短期化甚至庸俗化的倾向。一次路演中，在 12 月尚未过半的时候，就有客户希望我们能够得到 12 月的信贷数据；而另一方面，政策的短期化，比如银监会暂停 12 月份人民币固定资产贷款投放的做法使得短期的数据变化也失去了规律性，相互“比短”何时休。

罔顾基本事实和经济规律，去“猜测”或者“探听”政策动向成为研究的主要内容，再去论证某一项既定政策的合理性作为证明自己判断力的依据，自欺欺人而已。

2.3.3 研究不是赌，要按规律办事

研究不是赌，不是喊口号，没有逻辑的研究只会产生噪音，是无法对投资产生重要的参考价值的。理论逻辑重要，事实逻辑更重要。

政策的混乱状态终将结束，回归规律是必然的。政策短期化和对短期政策预见的过分追求会导致研究洞察力的削弱。有时候由于集体选择的悖论，个人理性选择在多数人的非理性选择的裹挟下，变得不合时宜。但按规律办事，在政策甚至是在政策的基本方向上的不确定性越来越大时，就变得更加重要了。

相对于市场，政府的行为规律是比较紊乱的，但并不是没有规律可言。对于市场的规律，我们通过周期理论基本掌握，这是结构主义的价值。而对于政府的规律，从财政的视角，按目标、领导者与财政约束的框架也能将公共政策的走向搞个八九不离十，这也是结构主义的作用。

根据我多年的研究，公共具有以下特征：

- **公共政策的实质是权利的分配。**公共政策总是会触动人们的利益，公共政策中的利益冲突不仅存在于不同利益集团之间，而且存在于政府集团内部。
- **偏好短期报酬最大化是政府行为的常态。**政府总是希望在其生命周期内财力充裕，政策不受财力的约束以便实现其理想与抱负。
- **公共政策操作多是“穷则思变”的结果。**政策的推行多是被动的，即使看似主动的变革，也往往是政府领导人对于财政潜在压力担心的未雨绸缪。
- **公共政策是有次序的。**对政收入贡献越大的公共政策政府越愿意推行。
- **权威在公共政策的推行中具有特殊的作用。**在财政危机状态，集体行动中的领导者可以等同于政府，透过领导者的行为可以清晰地判断政策的走向。

若有朋友想找一下上述结论的出处，请参阅读魏凤春的论文《政府行为目标与公共政策的特征》一文（《公共管理评论》第七卷，P99—111，清华大学出版社，2008 年 5 月）



三、新兴产业难当大任，周期复辟

在我们的逻辑下，加息让子弹飞一回，只是影响市场的表面原因。市场下行的核心动力还在于在新起点下，主导产业并没有形成，而先导产业未必能够成为主导产业的严峻现实。经验表明，中周期就是寻找主导产业的十年，在中周期刚刚启动的前两年，主导产业是无法迅速形成的。因而，当先导产业无法满足就业、增长、稳定、财政收入等综合考评的指标后，传统产业必将被赋予重要的责任，即周期复辟。

3.1 主导产业的形成处于战国时代

在我们的年度报告《繁荣之野望》中通过一系列的指标，梳理出了可能成为未来主导产业的行业，能够清晰地成为未来行业领导者的屈指可数。从自身盈利能力、需求激发潜力与政策扶持力度三个重要指标来看，也只有生物医药、新一代信息技术与高端装备制造中的专用仪器仪表等位列前三。其它的保障性住房、交通、水利、军工、新材料、节能环保、科教文卫等七项差强人意。

新起点是利益重新划分的开始，战国时代无王者，在这个背景下，政策的冲击才会直接负作用于市场。

图 2：未来可能成为主导产业的行业

行业	自身盈利能力	需求激发潜力	政策扶持力度	综合星级
生物医药（生物、中药、化学药）	★	★	★	★★★
电信业（新一代信息技术）	★	★	★	★★★
专用仪器仪表制造（高端装备制造、机械设备）	★	★	★	★★★
房地产（保障性住房）		★	★	★★
交通		★	★	★★
水利		★	★	★★
军工		★	★	★★
新材料		★	★	★★
节能环保		★	★	★★
科教文卫		★	★	★★
煤炭工业	★			★
采盐业	★			★
房地产（商品房）		★		★
绿色食品		★		★
大消费、服务业		★		★
比较优势制造业		★		★
新能源			★	★
新能源汽车			★	★

资料来源：中信建投研发部

3.2 周期必然复辟，结构性特征明显

在年度报告中，我们提出周期必然复辟。在理解哪些周期性行业会复辟时，市场的理解分歧极大。

休假的这几天除了坚持户外运动，还连续看了几部大片，也算是对文化产业的草根调研。昨天晚上看完《让子弹飞》已经午夜了，姜文的作品确实精彩，但依然无法改变中国电影后继无人的局面。一代名优，在《赵氏孤儿》、《非诚勿扰 2》、《让子弹飞》中累得不行。中国的电影市场还是这些中年甚至马上要迈入老年的影星的天下，导演还是那几位老面孔，新人的表演还是无法满足人民群众日益增长的物质文化生活水平的需要。

不仅影坛如此，乐坛也没有特别大的改观。崔健新年摇滚交响马上就在北京工体召开了，一群不再年轻的人仍然是心中颤抖。王菲的演唱会早早地把门票卖光，错误判断形势的我被菲丝的夫人批评不已。赵传的平安夜、毛阿敏的 TCL 之夜俨然宣告了超女快男的无力，青歌赛的假把式，星光大道的苍白。

- 崔 健：北京，12.31---1.1 崔健摇滚交响新年音乐会 1961 年
- 王 菲：上海，11.19-11.28 再现传奇 1969 年
- 毛阿敏：北京，首体毛阿敏北京演唱会” 12.31 1963 年
- 赵 传：北京，我是一个小小小鸟 12.24 1961 年

图 3：毛阿敏、赵传、王菲复出，周期复辟



资料来源：中信建投研发部

因而周期复辟是必然的，但并不是所有的周期都复辟，周期复辟是结构性的。只有满足了民众真实的需求的歌星才是群众真正喜欢的。这种需求在我们的经济学术语中指的就是富民的需求与强国的需求。

曾经兴盛的歌星数不胜数，也只有崔健的声音会让你想起 1989 年 3 月 12-13 日北京展览馆剧场那个永不可能忘记的夜晚。

二十年前，那是青春的摇滚；二十年后，崔健已经不是那个崔健，同名海报上的眼神已经表明了一切。中国经济已经也已经是沧海桑田，人到中年的中国经济在十字路口，彷徨，纠结，新的长征路漫长而艰辛……。

让我们再回到那个时代吧，好好地放松一下，很快又是一年了。

一、二、三、四

听说过，没见过，两万五千里

有的说，没的做，怎知不容易



埋着头，向前走，寻找我自己
走过来，走过去，没有根据地
想什么，做什么，是步枪和小米
道理多，总是说，是大炮轰炸机
汗也流，泪也落，心中不服气
藏一藏，躲一躲，心说别着急

图 4：新长征路上的摇滚（右图为 1989 年同名专辑海报）



资料来源：中信建投研发部

（未完待续）



分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。2009 年《证券市场周刊》“远见杯”宏观季度数据预测第二名。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 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

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

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

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 zhoulili@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

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

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须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有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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。本文作者不曾因，不因，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。