

“金融不稳定”策略思考之一

股票投资策略报告

本报告的主要看点：

我们这篇报告触发点是目前民间借贷问题。在报告里进行了宏观的推理，也作了一些微观的印证。我们深知金融体系、民间借贷的复杂性，也清晰这种长期问题演变的不确定性，所以报告目的不在于推销我们的结论，而是希望通过梳理的一些数据逻辑过程，可以引发一些思考。

一叶落而天下知秋

基本结论

- **目前资金链紧张格局，是一个镜子的两面，分别是投资需求高企和货币持续紧缩。**谁在需求这些高利率的资金？因为正常的企业回报是无法支持如此之高的借贷成本的；我们认为资产价格的预期很重要。(1)最重要的，我们认为是地产。在过去长达10年的过程中，地产价格每年的回报率接近25%，足以支撑这个高回报预期。(2)产能扩张后面临短期资金链紧张的企业。(3)资产价格膨胀引发的投资预期，矿产等。(4)炒钱的庞氏骗局。
- **民间借贷存量规模不大，但新增量可观，影响并不容小觑。**存量看，银行信贷仍然是大头，但存量大的增长慢，存量小的增长快。流量层面，银行信贷之外的融资流量供给规模（民间+表外+理财）与信贷已基本相当，如果民间借贷的渠道干涸，则冲击会比想象的大。更重要的其实是连锁反应，在现金流的问题面前，一根稻草也会压死一只骆驼。
- **本质上反应的是近期以来杠杆率快速上升的负面影响。**中国的（债券+信贷）/GDP的比重目前接近190%，而在08年末时是145%，在比较短的时间内，我们宏观经济整体的杠杆率水平有了很大的增长。可以如此类比，08年我们国内经济的问题和美国完全不一样，国内是需求下滑的问题，只是利润表的问题；美国是去杠杆的问题，是资产负债表的问题；但目前摆在我们面前的问题则有点类似于去杠杆的问题。
- **我们对民间借贷问题的态度：**我们对短期中国金融体系内资金链紧张的格局持偏谨慎的态度，认为其发展并未结束，还有进一步风险暴露的可能；但我们对这一问题最终的结果是持乐观态度的，因为政府的子弹还有比较充分的（债务率低、外储多、信用强）；但摆在我们面前的更关键的问题是，是现在救还是最后救的问题？
- **对资金配置实现正常化的路径思考：**资金如何从短端的高收益产品中撤出，回归正常的风险资产的配置，是未来一段时间比较核心的问题。
 - 第一种情形：需求下滑。地产投资出现比较明显的下滑；降低对资金的需求。央行和政府作为最后贷款人的角色出现。债券有机会；股市先消化经济释放的风险，但潜在配置需求是趋于增加的。股市投资者会真正看到黎明的曙光，但目前还是处在最危险的时刻。
 - 第二种情形：供给增加。政府放松银根，最明显的信号就是下调存款准备金率。整体经济进一步放松杠杆和债务，将问题延后。债、股都会受益于短期流动性的放松，是小机会；通胀还会出现反复；中期看，债和股的机会继续是空。
 - 我们倾向于接受第一种，短期会承受比较大的经济风险，但结果是可控的（因为政府兜底的能力还是很强）；如果是第二种，只是带来短期的改善长期不确定性会增加（政府兜底能力是削弱的）
 - 时间节点上，需要关注什么时间会有较大的偿债压力。我们判断是从11月到春节都会有较大偿债的压力。

徐炜

分析师 SAC 执业编号：S1130511030024
(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

冯宇

分析师 SAC 执业编号：S1130511040007
(8621)61038262
fengyu@gjzq.com.cn

陶敬刚

分析师 SAC 执业编号：S1130511030030
(8621)61038296
taojg@gjzq.com.cn

内容目录

明斯基的“金融不稳定假说”	3
实体与金融，一个镜子的两面	5
微观融资体系的寻根溯源	8
数据的梳理，寻找一些旁证	11
资产配置的不同：现在救还是最后救？	14

图表目录

图表 1: 美国各经济部门的债务率水平	4
图表 2: 国民资金流量表	5
图表 3: 国民资产负债表	6
图表 4: 投资持续在高位，尤其是地产投资	7
图表 5: 商业银行派生存款的能力受到大幅削弱	7
图表 6: 温州民间综合利率	8
图表 7: 影子银行体系的简图	9
图表 8: 银行的融资简图	10
图表 9: 直接融资体系	10
图表 10: 融资体系的各部分规模	11
图表 11: 信贷/GDP 的大扩张	12
图表 12: 信贷/GDP 的水平超出同水平国家	12
图表 13: 中国融资/GDP	12
图表 14: 国别的融资格局	13
图表 15: 正常的收益率曲线	14
图表 16: 目前畸形的资金配置格局	14

明斯基的“金融不稳定假说”

明斯基的出名是他的“明斯基时刻”，但我们不想以此作为噱头去鼓吹这些以博取眼球。我们知道金融体系、民间借贷的复杂性，也知道这种长期问题演变的复杂性，简单的强调结论会忽略更为重要的逻辑过程。我们提出明斯基，是觉得这种理论对我们认识当前的金融问题是有帮助的。我们希望能够从一些不同的方面引发大家的思考。

明斯基的假说

明斯基理论的流行是在美国次贷危机之后。它的特点是将实体经济与金融体系相联系，认为金融体系会带来经济的不稳定。凯恩斯强调的是投资本身的周期性，明斯基更加强调金融体系作为融资方，在投资-融资的过程中不断强化，直到债务过度累积，企业盈利无法清偿，最终出现去杠杆的剧烈的资产价格波动。

具体的一些内容如下，看上去和索罗斯的反身性有很类似的地方：

- 经济内在是不稳定的，金融体系在这中间起到很重要的作用；
- 不稳定通过“为投资进行融资”的过程完成；
- 在经济扩张过程中，承担风险赚钱越来越容易，债务增加是内生自我实现的；
- 融资会经过对冲性融资(覆盖利息+本金)、投机性融资(只覆盖利息)、庞氏融资(借新还旧)的三个过程。金融的脆弱性不断上升。
- 不稳定的导火索出现在信贷环境趋紧和资产价格上升的结束，导致资金链开始出现断裂。
- 资产价格崩跌的明斯基时刻出现，进入到费雪的“债务通缩模型”中。

明斯基的政策建议

如果看美国次贷危机以后的政策，在货币放松和财政放松两方面双管齐下，但并没有解决根本性问题。失业问题持续得不到解决，进而引发了近期的“占领华尔街”的行动，这说明过去 2 年政策某种程度的失败，和明斯基建议首先要关注失业的预见性。

所以对欧美刺激政策也需要跳出之前的框架，不要都是仅仅局限在放货币再放货币；为了应对压力越来越大的失业问题，也可以参考当年罗斯福的就业政策。

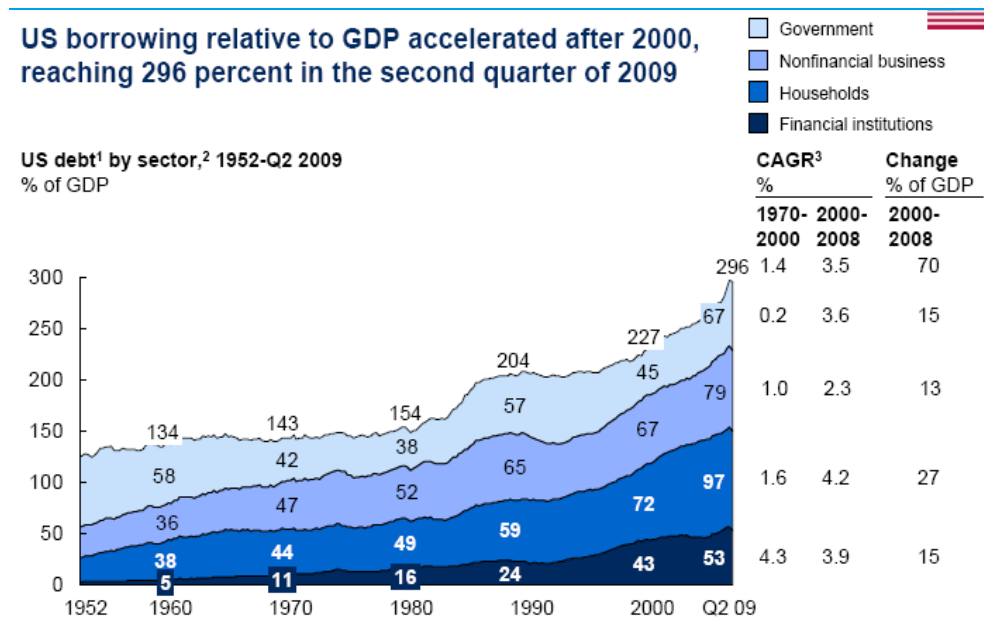
- 放任自流的经济不可取，因为内生性不稳定，所以明斯基显然不是货币主义学派
- 但他同时也不是传统的凯恩斯主义，他认为凯恩斯的刺激投资会鼓励投机性或庞氏融资，推升通胀水平，产生不稳定
- 微调政策不可取，如果危机在远未发生时就被成功地抑制住，那么风险行为就是“有效的”。这将为此后可能发生更频繁和更剧烈的后续危机埋下伏笔。
- 政府最应关注的是就业，提供就业机会，提高劳动力的质量；而不是投资导向
- 货币政策要关注到金融不稳定，金融创新往往会带来加杠杆和过度乐观

对二战之后经济的解释

在二战以后，其实爆发了很多次的金融机构的危机，但这些危机都被顺利的度过了。对此，明斯基的解释是，每一次都是通过大政府和大银行的拯救行为所化解。所体现出来的就是，政府和金融企业债务水平的不断提升。

但这一次危机比以往的严重，从直观指标上看，失业率水平低位并持续得不到改善；所有部门债务率水平都扩张至高位。但债务的问题不是本篇报告讨论的重点。

图表1：美国各经济部门的债务率水平



来源：国金证券研究所

实体与金融，一个镜子的两面

我理解的投资储蓄模型

通过投资储蓄和净金融投资的这个模型，可以将实体经济和金融体系联系起来。以此帮助我们自而上下的角度来理解一些问题。

投资储蓄恒等式： $S \equiv I$

- 按部门进行分类：
- $GDP = C + I + G + NX$
- $GDP = Y + P + T + D$
- $S_{居民} + S_{企业} + S_{政府} = I$
- $I_{地产} + I_{设备} + I_{海外} = I$

宏观经济资金流量表概念：

- 对于每个部门而言，又可以通过金融市场（直接+间接）进行投融资的资金配置
- 金融市场起到的是中介作用，即安排储蓄方的剩余资金和投资方的融资资金。
- 因此，在 1 年的经济流量分析中，既有实体经济部门，同时也有金融部门。

宏观经济资产负债表概念：

- 对每年的新增储蓄累计求和，我们得到的就是一国的存量财富，其体现为地产、固定资产设备和国外净投资。
- 金融资产与金融负债相互抵消，但反应的是金融深化程度和债务率水平。

图表2：国民资金流量表

简明资金流量表			
储蓄	部门净融资	投资	部门净投资
S居民		I地产	存款+债券+股票
S企业	贷款+债券+股权	I设备	
S政府	国债	I基建	
		I海外	

来源：国金证券研究所

图表3：国民资产负债表

简明资产负债表		
资产	负债	净资产(财富储蓄：存在的形式)
非金融资产		实物资产
地产		储备资产-净金融负债
固定资产		
存货等		
国内金融资产	国内金融负债	
国外金融资产	国外金融负债	
储备资产		

来源：国金证券研究所

需要说明的一些现实问题

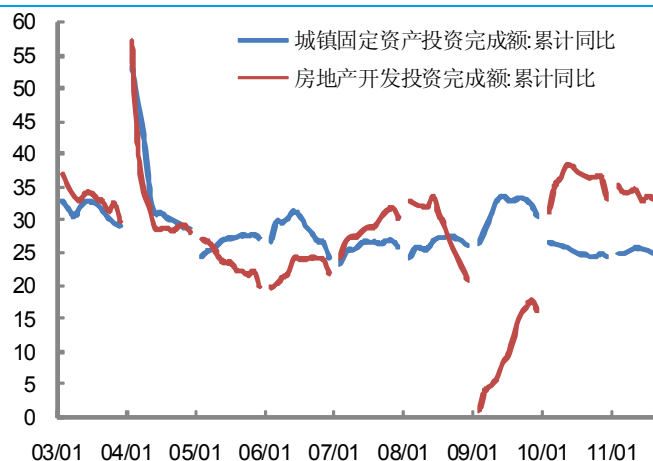
- 现实中，中国是由地产企业进行房地产投资的：
 - 美国由居民驱动，通过按揭购买，美国地产公司仅仅是建造的角色，房屋可以看作是有居民直接投资的：因此美国居民债务水平高，压力大
 - 中国是由地产商进行主导的购地新建，居民抵押贷款量少，地产商投资的量大目前作为开发商库存存在，因此中国债务体现在开发商的资产负债表上
- 在中国存在大企业与小企业的融资不对等之分
 - 中国的一些大企业是净投资者，主要是通过银行渠道集中获取相对廉价的资金；某种程度上充当了一部分出借资金的中间角色
 - 小企业是净融入者，银行信贷渠道不是很畅通，很多走的是“影子银行”的渠道
- 中国的地方政府走的是平台贷款融资的渠道
 - 由于地方政府不可以发债，因此地方政府也是通过平台贷款实现融资的，它的资金来源是信贷渠道

从投资储蓄模型的推论

- 如果没有投资需求的高企，有资金的紧张么？投资需求的旺盛会增加对资金的需求；这个投资需求目前看应该是地产投资和一些产能扩张投资；如果没有I的需求，不会出现资金利率的紧张
- 如果没有货币供给的紧张，有资金的紧张么？金融体系中，资金供给量由居民储蓄安排、银行派生存款能力、央行投放货币等决定；中国在 03-07 年受缺乏投资渠道的储蓄驱动，09-10 年更多受银行的货币乘数驱动。如果没有货币供给端的收缩，也不会有目前如此紧张的局面。

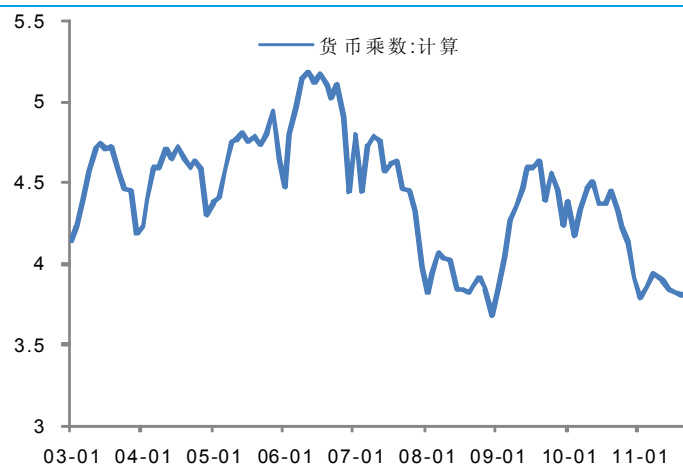
- 目前的资金链紧张的问题，在金融层面反应的是货币的紧缩，在经济层面反应的是投资依旧的高企。
- 所以，我们讨论的民间借贷、高利贷、资金利率等等问题，如果仅仅局限在金融体系的分析，是片面的；我们认为它不是孤立的单纯的流动性的现象，它是实体经济与金融体系相互作用的结果。

图表4：投资持续在高位，尤其是地产投资



来源：国金证券研究所

图表5：商业银行派生存款的能力受到大幅削弱

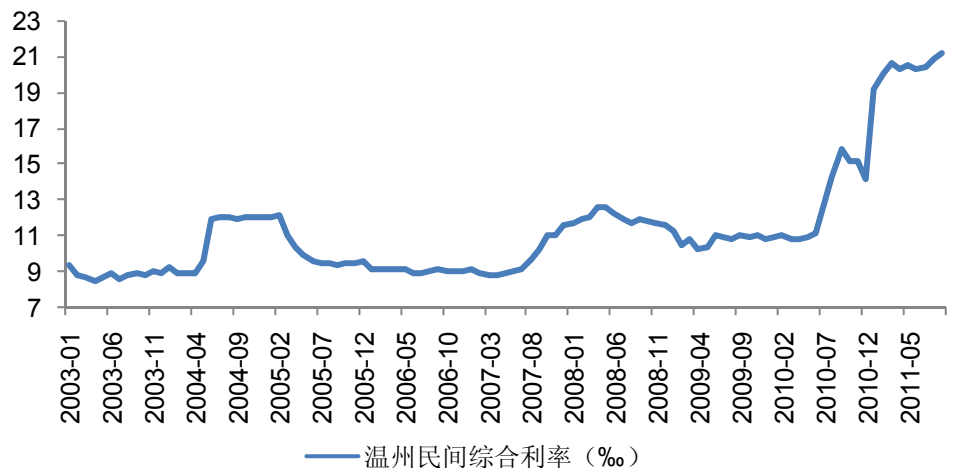


微观融资体系的寻根溯源

一叶落而天下知秋

- 前面我们讨论的是宏观层面的简单推理，同样我们需要微观的印证。
- 但是需要避免过度微观的倾向。对于民间借贷的问题，大家显然会讨论的是规模有大；各个链条的分布如何；哪些有问题哪些没问题。微观问题当然是重要的，但对流动性的问题如果过度追求精确的结果，最后往往是得不到想要的准确答案的；并且也是无法得到求证的。
- 大家普遍将温州问题看作是个因，关注由它引发的问题和解决；我们更愿意将其理解为是个果，它是之前我们所分析的宏观问题引发的一个结果的集中体现。所谓的“一叶落而天下知秋”。
- 为什么我们倾向于认为目前资金链的问题是比较严峻的，应该引起重视的？分析规模分析结果，不如求其简看最终的利率指标，因为利率其实就是资金链紧张程度的集中反应，可以明显的看到，当前的市场资金利率的紧张程度是要超过以往的。

图表6：温州民间综合利率



来源：国金证券研究所、国金宏观报告

融资体系之：影子银行融资体系

- 影子银行体系的规模，我们宏观分析师判断是在 3 万亿左右。市场目前对此的判断也基本在这个数据附近。
- 谁在需求这些高利率的资金？因为正常的企业回报是无法支持如此之高的借贷成本的；我们认为资产价格的预期很重要。
 - 最重要的，我们认为是房地产。无论是开发商的地产投资项目、还是投资客的买房行为，这部分大规模的需求吸收了很多资金。为什么地产可以有这么高的回报率预期？因为在过去长达 10 年的过程中，地产价格每年的回报率接近 25%，这个预期的力量是很强大的。
 - 产能扩张后面临短期资金链紧张的企业。很多企业在 09 年以后增加了投资，主要是以下三个方面，已有产能建设、新兴产业、地产项目，2 年过后面临信贷紧缩，以及新投项目现金流回报不及预期的情况，产生了短期对资金的渴求。

- 资产价格膨胀引发的投资预期。在整体通胀的环境下，很多资产价格出现了大涨，矿产、字画、古董、白酒等等，在几年里回报率是以几十几百来计的，这也会对资金形成回报率的预期。
- 炒钱的庞氏骗局。由于资金利率持续高企以后，钱本身也成为可以产生高回报的领域，钱炒钱也开始出现。同样，我们想强调的是，这种庞氏骗局的出现，其实表明的是资金链持续紧张以后出现的必然行为，它同样是结果。

图表7：影子银行体系的简图

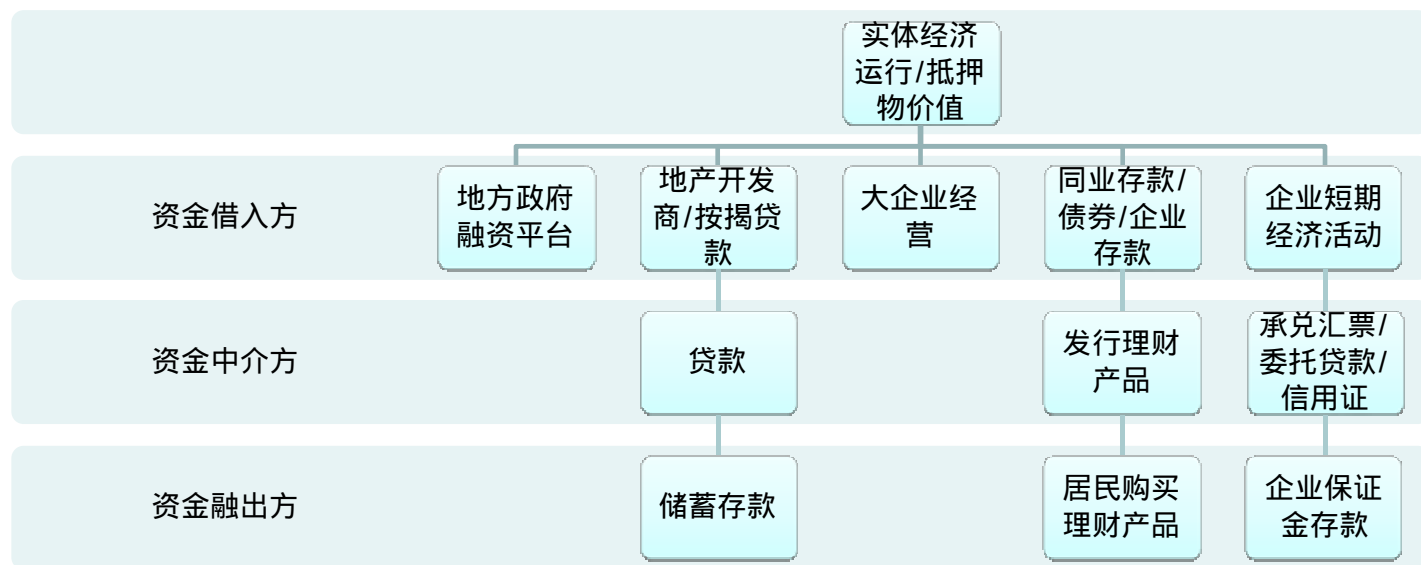


来源：国金证券研究所

融资体系之：银行融资体系

- 银行的信贷主要投向是：企业经营、开发商贷款和按揭贷款、地方政府融资平台。
- 理财产品是争夺存款的一种形式；理财产品其实可看作是一种高流动性的存款形式。今年以来它的投资标的更多的应该是债券类资产。
- 表外业务，反应的是银行规避贷款额度的行为；但随着银监会的监管越来越严格，这部分的信用创造的能力是在下降的。
- 银行体系是目前中国融资的最主要的渠道，实体经济本身的运行情况和抵押物价值的变动（土地房产）对银行更为关键。

图表8：银行的融资简图

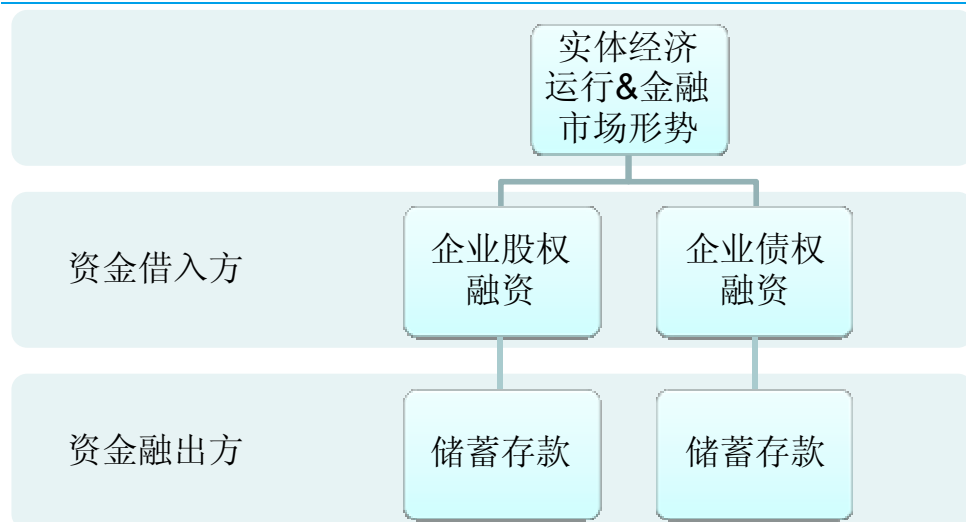


来源：国金证券研究所

融资体系之：直接融资体系

- 直接融资体系相对比较清晰，债权融资和股权融资。其中股权融资没有偿付压力。

图表9：直接融资体系



来源：国金证券研究所

数据的梳理，寻找一些旁证

民间借贷的规模存量不大，新增较快

- 存量看，银行信贷仍然是大头，具体如下表。但有个特征，存量大增长慢，存量小增长快。
- 流量层面，其他融资渠道不容小觑。目前每月表外新增融资大约是贷款（6000 亿）的 1/2 左右；民间借贷每月增加 1000 亿规模；理财产品每月新增大约也将近有 1000 亿。这样，银行信贷之外的融资流量供给规模已经不小，如果民间借贷的渠道干涸，则冲击会比想象的大。
- 需要重视，从流量看，影子银行系统的流动性新增贡献不能小视

图表10：融资体系的各部分规模

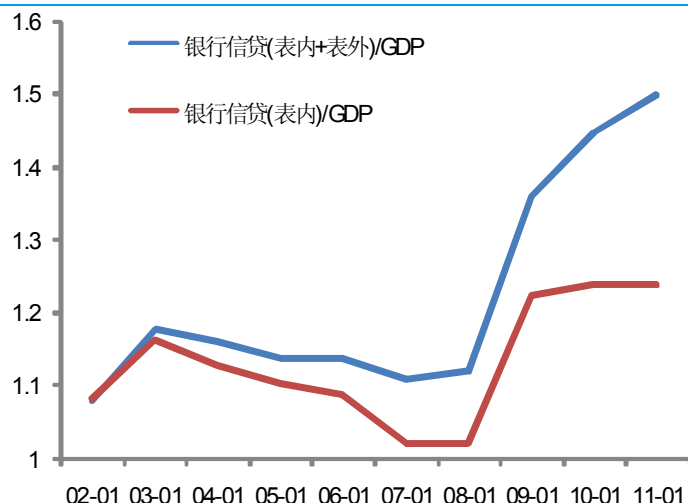
融资存量规模				
民间借贷	3万亿①	3.8万亿②	2-4万亿③	
银行表外业务	8.2万亿	委托贷款	3万亿	
		信托贷款	1.4万亿	
		承兑汇票	3.8万亿	
银行信贷	53万亿			
理财产品	4万亿①	3-3.5万②		
		信贷类35%	债券类30%	票据类30%
合计	70万亿			

来源：国金证券研究所

信贷/GDP 的大扩张及其风险

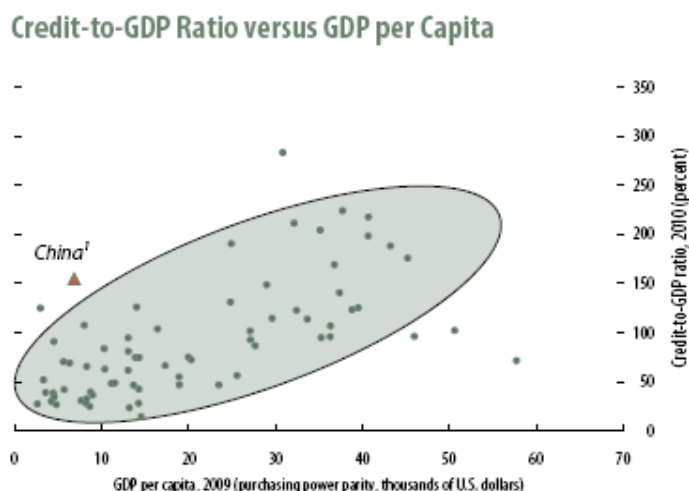
- 从银行的资金运用看，在 09、10 年银行很快的扩大了信贷规模。虽然从中国这种以间接融资为主的经济体看，这种绝对规模目前还可以接受；但是其扩张的速度是比较惊人的，历史经验告诉我们往往会带来不少隐患。
- 其中中国银行业在 03-08 年一直处于比较谨慎的操作环境中，金融风险是较低的；但飞快的扩张信贷水平无疑增加了金融的不稳定性。所以说，08 年我们国内经济的问题和美国完全不一样，国内是需求下滑的问题，只是利润表的问题；美国是去杠杆的问题，是资产负债表的问题；但目前摆在我们面前的问题类似于去杠杆的问题。
- IMF 的数据说明，在同等收入水平的国家对比中，中国的杠杆率水平是比较高的；与发达国家比，中国似乎还有空间。这个问题下面再进一步的予以讨论。

图表11: 信贷/GDP 的大扩张



来源: 国金证券研究所、IMF

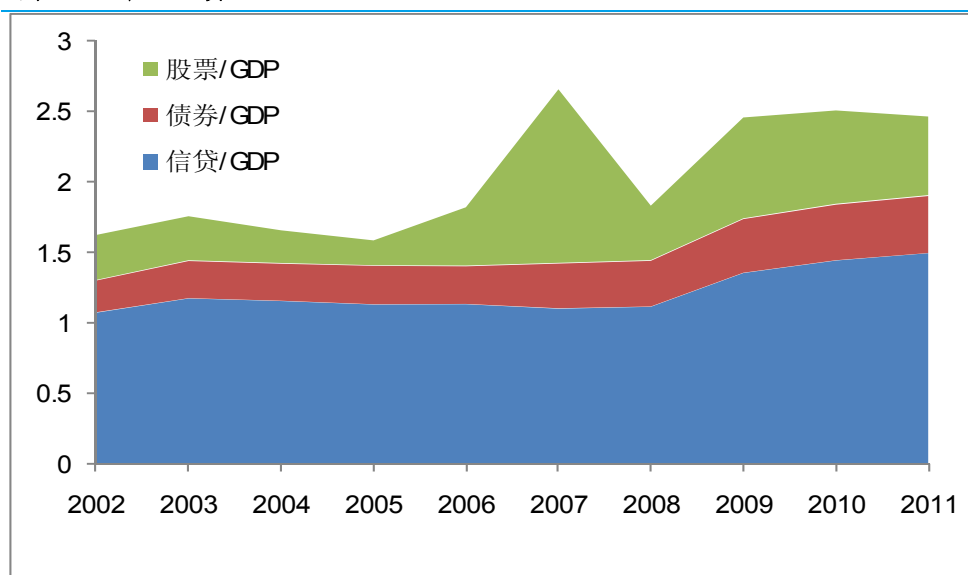
图表12: 信贷/GDP 的水平超出同水平国家



中国融资水平的国际比较及体会

- 中国的（债券+信贷）/GDP 的比重目前接近 190%，而在 08 年末时是 145%，在比较短的时间内，我们宏观经济整体的杠杆率水平有了很大的增长。这里不考虑股票，股票没有偿付压力。
- 根据麦肯锡的国别数据，在发展中国家里面，中国的杠杆率是最高的。但是相比发达国家，我们杠杆率还有提升空间。或者说，我们还可以走美国曾经走过的，通过政府和央行救助金融机构的老路；增加政府和金融机构的杠杆水平，以维持经济的稳定。
- 所以，虽然我们对短期中国金融体系内资金链紧张的格局持偏谨慎的态度，认为其发展并未结束，还有进一步风险暴露的可能；但我们对这一问题最终的结果是持乐观态度的，因为政府的子弹还有比较充分的（债务率低、外储多、信用强）；但摆在我们面前的，还有最后一个问题，是现在救还是最后救的问题？

图表13: 中国融资/GDP



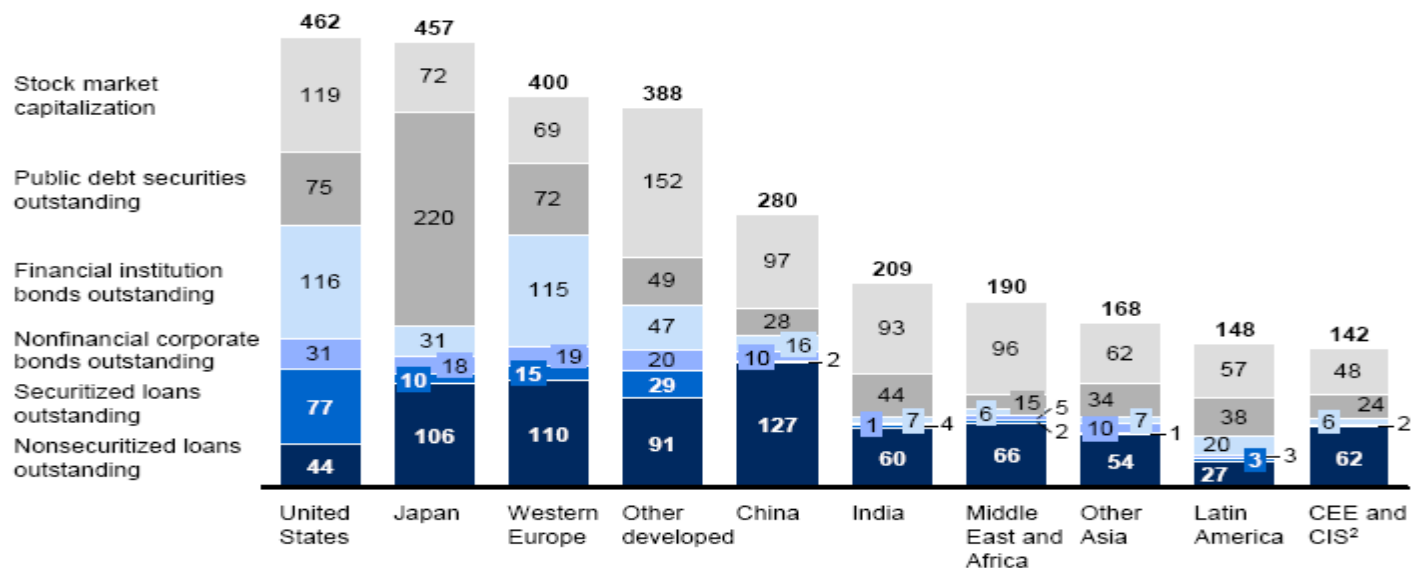
来源: 国金证券研究所

图表14：国别的融资格局

Exhibit E2

Financial depth is lower in emerging markets, primarily because of the absence of corporate bond and securitization markets

Financial depth,¹ year end 2010
% of regional GDP



1 Calculated as total regional debt and equity outstanding divided by regional GDP.

2 Central and Eastern Europe and Commonwealth of Independent States.

SOURCE: Bank for International Settlements; Dealogic; SIFMA; Standard & Poor's; McKinsey Global Banking Pools; McKinsey Global Institute analysis

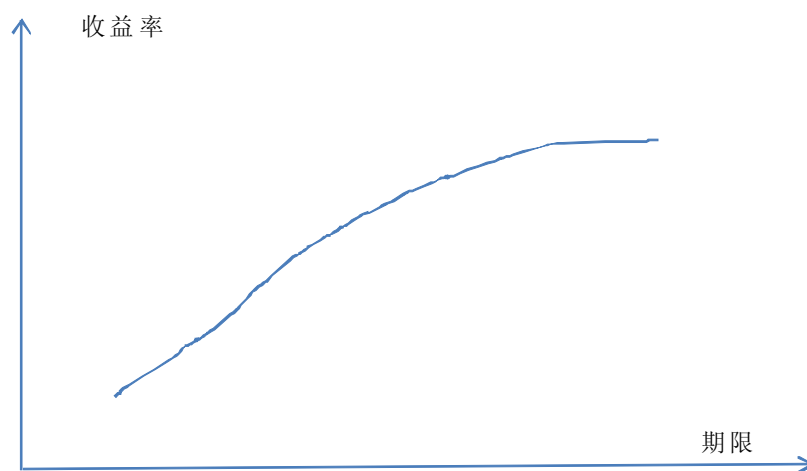
来源：国金证券研究所、麦肯锡

资产配置的不同：现在救还是最后救？

畸形的大类资产收益率曲线和配置格局

- 这是我们 4 季度策略报告的核心主题。即中国资金畸形的配置格局，资金都往短端集中，造成长端资产被抛售。
- 利率曲线平坦化隐含的是经济衰退？利率曲线的平坦化让我们想起了美国次贷危机以前的长期利率曲线之谜，最终平坦的利率曲线是隐含了未来衰退的预期。
- 资金如何从短端的高收益产品中撤出，回归正常的风险资产的配置，这其实是未来一段时间比较核心的问题。

图表15：正常的收益率曲线



来源：国金证券研究所

图表16：目前畸形的资金配置格局

	高利贷	成熟民间金融	银行理财产品	存款	10年期国债	房地产	股票
当前年化收益率	50%-100%	24%	5%	3.50%	3.90%	2%	<0
持有期限	极短，但一般滚动	1-2个月	1年内，70%集中在3个月内	1年	10年	20-30年	永续

来源：国金证券研究所

如何实现资金配置的正常化，不同的路径

- 第一种情形：需求下滑
 - 地产投资出现比较明显的下滑；降低对资金的需求

- 现象：一些地产商的破产、局部的资金链断裂、银行不良率担忧、短期利率水平下调
 - 央行和政府作为最后贷款人的角色出现，稳定经济；政府债务率上升
 - 债券有机会；股市先消化经济释放的风险，但潜在配置需求是趋于增加的
 - 股市投资者会真正看到黎明的曙光，但目前还是处在最危险的时刻
- 第二种情形：供给增加
- 政府放松银根，最明显的信号就是下调存款准备金率
 - 更理想的状态：开发商主动降价+居民需求放量，消化库存；但很值得怀疑这一厢情愿的美好想法（因为开发商赌赢了会更得到强化，居民会彻底失望，非理性上涨的可能性更大）
 - 整体经济进一步放松了杠杆和债务，将问题延后
 - 债、股都会受益于短期流动性的放松，是小机会；通胀还会出现反复
 - 中期看，债和股的机会趋于更空；道德风险，鼓励了投机性的融资行为，问题只是延后不是解决，而且问题的规模更大
- 我们倾向于第一种，短期会承受比较大的经济风险，但结果是可控的（因为政府兜底的能力还是很强）；如果是第二种，只是带来短期的改善长期不确定性会增加（政府兜底能力是削弱的）

重要的时间节点

- 核心就是什么时间会有偿债压力？我们判断是从 11 月到春节都还会有资金层面的压力。主要理由是：
 - 09 年企业的固定资产投资贷款普遍是 2 年期，到今年底就会有偿付的压力
 - 传统春节之前是民间回笼资金的重要时间段

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B