

每周酷图与思考 | Chart and Idea | 债市先债 股市反馈

张晗

今年大部分时间市场都是一种空头思维模式,也就是在上涨时减仓。但是,从现在开始,A股将进入多头思维模式,也就是在市场调整时加仓。发生这样变化的原因之一,是流动性的中期趋势改变,由政策点收压缩流动性转变到政策点放恢复流动性,从政府高层的讲话中,我们清晰地看到了点放思路。

债券市场,作为流动性和政策的先债市场,最能直接反映微观层面银行资金的变化情况,从另一个层面也反映出宏观调控政策在执行过程中的具体产生效用的时点及调控趋势。股票市场作为反馈市场,会在一段时间后反映出这样的变化,其他一些市场,例如商品市场,也会在反馈链条中占据一个位置。

来观察美国近50年债市与股市的对应关系。美国近50年来,债市与股市的相关性呈现分化的情况,从上世纪60年代到90年代后期,债市的走势与股市呈现正相关关系,从90年代后期开始,债券市场走势与股市的走势呈现负相关关系,并在一些市场环境下领先于股市的走势变化。

美国股市与债市50年走势比较



从美国上世纪60年代开始直到90年代中后期,美国股市与债市呈现正相关的关系。在几次大的熊市交替过程中,美国国债的收益率都领先股票市场呈现出拐点特征,一般在系统性或周期性特征的熊市开始前,美国10年期国债的收益率先于股票市场大概半年的时间出现底部,随后对应着股票市场顶部的出现,在熊市结束前,10年期国债收益率除了上世纪80年代的周期性大熊市外,均在1-6月内表现出了见顶征兆(本文剔除因事件性质带来的熊市)。

从60年代到80年代,美国股市与债市呈正相关的关系



然而,从上世纪90年代后期开始,美国股市与债市的正相关关系被打破,转而开始呈现出负相关的关系。

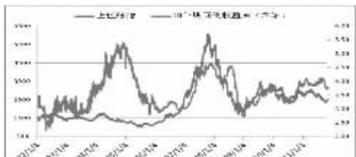
美国从上世纪60年代到90年代中后期其国内生产总值(GDP)的增长均呈现出比较规律的周期性特征,受经济周期波动的影响比较大,然而从上世纪90年代中后期开始,美国GDP增长进入一个新阶段,由于一系列宏观调控工具的应用,美国对自身固有经济体的周期波动的调控力变强了,平缓了经济体自身的波动。另一方面,上世纪80年代中期开始,美国经济也经历了一系列结构调整,从90年代初开始复苏,紧缩的政策也在90年代末期开始有所放松。

美国这样的债券与股票负向相关,与日本在上世纪90年代之后表现出来的特征非常类似,且近一年内美国市场也是如此,我们猜测这与流动性陷阱有关,一旦陷入了流动性陷阱,影响资本市场的因素就发生了变化。

日本经济从上世纪90年代开始进入“失落的10年”衰退期,日本GDP中,消费占比最高,居民消费直到1994年才开始缓慢回升,直到1999年才出现恢复势头。同时可以看到日本的股市与债市从90年代中期开始,负相关性开始明显增强,日本政府在2001年开始首次采用量化宽松的政策来刺激经济,但股市与债市负相关性一直没有改变。

我国债市与股市的波动趋于一致发生在2008年前后。2008年的金融危机,全球经济陷入衰退的边缘。各国都开始希望通过采用一系列积极的财政和货币政策来维持经济的增长或者缓解经济下滑的程度。

我国债市与股市的走势表现



我国政府在2008年期间也采用宽松的货币政策来刺激经济的增长,从2008年前后可以看到股市与债市的波动性正相关性加强了,且我国的债券市场对股票市场的领先程度一般在0-3个月左右的时间。

我们认为对于A股市场,股票和债券的正相关性可以维持,即使未来出现类似1998年后的流动性陷阱,A股市场依然将和债券市场一样上涨。(作者系国泰君安策略分析师)

信贷拐点已出现 增长拐点也不远

10月份新增人民币信贷5868亿,暗示明年信贷目标为7.5~8万亿区间,货币政策仍将“正常”调控

编者按:对中国经济来说,最重要的政策工具不是利率,不是存款准备金率,不是财政开支,而是信贷。信贷收放对实体经济的影响,是其他工具所不能比拟的。次贷危机以来,我国两轮政策放松——2008年的“四万亿刺激”和2010年下半年的政策放松,都是信贷撬动了整个经济。

5868亿,今年10月份新增人民币信贷的数字不仅远超市场的乐观预测值,而且成为远高于历史均值的巨大例外。信贷拐点已经到来了吗?这对中国经济下一步走势又预示着什么呢?

李燕飞

5868亿,10月份新增人民币信贷的数字远远超过了我们已经非常乐观的预测值4500亿,也比9月4700亿增量多出了1/4。只有把这个数字放到历史的背景中,你才能体会到它带给我们的冲击。过去的十多年中,10月份新增信贷从来没有一次超过9月。即使是信贷发放在下半年明显加速的去年,10月的数字也仅仅是接近9月水平,而没有超出。这十多年间,10月新增信贷占9月新增量比例的均值是35%。与这些历史数据比起来,今年达到9月信贷增量125%的10月增量是一个巨大的例外,远远高于按历史规律推断的发放量。这一数据毫无疑问地告诉我们,信贷的拐点已经到来。

10月数据标志 信贷拐点已至

拐点并不仅仅出现在信贷上,货币增速也遇到了拐点。10月,狭义货币(M1)与广义货币(M2)的同比增速虽然仍在继续下滑,但据我们估算,其环比增速已经明显回升。季调后,10月M1的季度环比增速从9月的1.2%大幅跳升至9.4%(折年率)。M2的季度环比增速也从9月的12%升至10月的16%。

对中国经济来说,最重要的政策工具不是利率,不是存款准备金率,不是财政开支,而是信贷。信贷收放对实体经济的影响是其他工具所不能比拟的。次贷危机以来,我国两轮政策放松中——2008年的“四万亿刺激”和2010年下半年的政策放松——都是信贷撬动了整个经济。因此,今年10月的这个信贷拐点对中国下一步走势有着重大意义。

数据力证银行放贷能力

今年9、10月间,我们一直坚持四季度信贷会放松的观点。而对这一观点的最大质疑在于:就算决策层放开口子,银行到底有多少能力,或是有多少意愿扩大信贷规模。毕竟,许多银行都已经接近了75%的存贷比红线,而坊间也有传言说,银行在三季度有意收缩了信贷规模,以控制风险。应该说,10月的信贷数字是对这些质疑的有力回答。

结合四大行目前较低的存贷比,以及目前银行间市场宽松的流动性状况,我们认为信贷的放松还将持续。今年11、12月的信贷增量也将在6000亿左右,让全年新增信贷达到7.5万亿。

增长拐点或很快出现

银行信贷的出闸会直接带动总需求,对经济增长形成强劲助推。以2008年和2010年经验来看,信贷加速与经济增速上行之间时滞很短,最多不超过一个季度。因此,根据10月份的信贷数字,并结合我们对未来信贷走势的判断,我们认为经济环比增长的拐点很快就会出现,国内生产总值(GDP)环比增速要么在今年四季度,要么最迟在明年一季度就会回升。也就是说,近一段时间GDP环比增速的底部就在今年三季度或四季度。当然,由于基数效应,GDP同比增速的底部会晚一些出现。

房地产市场添更多变数

目前,由于国家对房地产市场持续高压,房地产完工增速明显超

从而为政府和开发商之间的博弈增加新的变数。

2012年信贷目标或7.5~8万亿

应该说,今年信贷增长的前景已经明朗——全年新增7.5万亿,11、12月均约6000亿。但如果把目光延伸到明年,我们提示投资者密切关注即将在年底出炉的明年信贷目标,以把握货币政策乃至经济增长的走向。这个目标在今年年底的经济工作会议上应该就会出来。或者至少像今年一样,虽然没有明确目标,但能够传出一定的风声,让投资者知道个大概。

我们认为,明年信贷增量目标应该至少在7.5~8万亿。如果我们回顾2001年以来的11年,我国年度新增信贷比前一年下降的只发生在2004年、2010年和2011年(今年是推测)。其中2004年和2011年是调控年,2010年是2009年10万亿天量信贷后的自然回归。其余8年信贷增量都是上升的。这是因为随着名义GDP的快速扩张,实体经济对货币的需求本来就是上升的。所以,考虑到明年的通胀压力小于今年,同时外需的疲软要求国内内需扩张来保增

名家 | Columnist |

全面放松难 期待“两化”再启



鲁政委

11月16日,人民银行发布《第三季度中国货币政策执行报告》(以下简称“报告”)。报告清晰显示:货币政策年内还不可能全面放松,而未来则可能出台切实措施进一步推进利率市场化和汇率形成机制改革(汇率自由化)。

年内还不会“全面放松”

在我国,货币政策的选择是在保持经济平稳增长和物价稳定之间求得平衡。因此,对增长和物价形势的判断,决定了未来的货币政策选择。对增长前景,警惕但暂无需过分

担忧。报告认为,虽然发达国家“复苏过程不稳定、不确定因素增大,并可能通过贸易、资本流动性以及预期影响中国”,但当前的经济回调是“主动调控的结果”,中国未来的潜在增长水平可能因内外部环境的变化而逐步趋缓,因而,接受一个略低的增长水平“既有利于抑制物价过快上涨,中长期看也有利于经济结构调整和经济的健康可持续发展”;事实上,当前“中国经济本身平稳增长的内在动力较强”,特别是“内需增长动力更强”。因此,当前“与2008年危机前外需带动作用较大的环境有所不同”,对经济增长风险虽有必要保持警惕和关注,但暂时仍无需过分担忧。

对物价前景,有利因素增多但基础不牢固。报告确认了当前“物价过快上涨的势头得到初步遏制”,未来“有利于价格稳定的因素增多”、“物价涨幅回落还可能加快”,但同时明确指出,“未来物价走势仍有不确定性,物价稳定的基础还不牢固。”首先,当前物价水平仍然较高,在全球货币宽松情



长,我们认为明年信贷增量略高于今年应该是恰当的。

因此,如果今年年末出来的2012年信贷目标确实能在这个区间,或者甚至能超过8万亿,那将意味着政策导向是“正常”而非“趋紧”,因此不需要忧虑2012年的货币政策

前景。但如果信贷目标定在7.5万亿以下,那就意味着决策者仍然把2012年的政策基调定位在“调控”上,投资者需要对未来政策的走向保持警惕。当然,我们认为后一种情况是小概率事件。(作者系光大证券宏观分析师)

货币微调中楼市“温水煮青蛙”



潘向东

从2000年以来,房价就处于不断上涨中,每一次决策当局对房地产市场进行的调控,都成为投资者进入该市场的良机;直到2010年,在决策当局再次决定对房地产进行调控时,投资者多质疑房价是否真能调下来,历史是否会重演。

要使房地产价格下降,可选用的经济政策工具很多,例如税收工具、货币工具和金融工具等。但房地产作为支柱产业,投资规模占整个固定资产投资规模的三分之一,土地收入又是地方财税的主要来源,且上下游涉及60多个行业的景气度,它的任何变化都将影响整个宏观经济的运行,因此,其调控相当复杂。

在房地产市场调控政策的选用和房地产市场的制度建设上,很多发达经济体其实都有比较成熟的经验,例如:德国采用法律方式对开发商利润进行严控;新加坡在房价快速上涨时,采用对二手房交易的利润所得征收高额所得税;美国通过对自住房屋和非自住房屋征收差别较大的物业税,来避免房价上涨带来社会问题。

由于中国经济和社会发展所处的阶段与其他发达经济体不同,所以海外一些好的调控政策和制度建设未必在当前阶段适合中国,看上去很美的政策,由于行政体制的问题很容易“水土不服”。例如,对非自住房屋征收累进房产税,便可直接抑制房地产投机,这一市场调控政策在全国实施将面临多方面挑战:其一,在养老保险体制没有完全有效建立,而老百姓投资渠道又极度缺乏的背景下,用什么办法去保证居民财产性收入的增长和消除对未来养老与医疗的忧虑?其二,由地方政府操作对相当多的房屋征税,是否会重现90年代农业征收的结果,地方政府进行税费绑定,无形之中放大了居民税负,而背离政策

出台的初衷?其三,由于区域发展不平衡,有些区域城镇化刚起步,就开始采用制度性的措施抑制其发展,是否适合?其四,税收一旦开征,各级财政将对其形成收入依赖,一旦房市低迷,也很难通过此工具救场。

但房价的上涨在2010年已经到了不得不调的程度,并最终出台了非市场化的看似“简单粗暴”的非常4+1”组合调控政策,即:强制性土地收回,迫使开发商开工以打击囤地,切断开发商的正常融资渠道,以打击开发商对房屋的囤积,通过限购抑制不合理的投机性需求,通过加大保障房的开发满足中低收入人群的住房需求,最后通过扩大内需的系列政策,对冲房地产调控所带来的对宏观经济的冲击。尽管这些政策很多为市场原教旨主义者所诟病,但短期已逐步取得预期的调控效果。

这种组合政策调控,通过打击囤地和加大保障房建设以扩大房地产的短期供给,通过限购方式抑制房地产需求,同时通过抑制房地产开发商融资需求,迫使开发商以高融资成本延续其在建项目,从而造成开发商多年囤地所形成的利润不断被侵蚀最终被迫打折销售,从而有效抑制房价。

迫在眉睫。主要措施可能是渐进扩大存、贷款利率上下限的自主定价幅度。

考虑到利率和汇率本来就是一个硬币的两面,利率市场化的推进必然离不开汇率形成机制改革(我个人称之为“汇率自由化”)的协调推进。根据我国此前确定的人民币汇率形成机制改革原则,“重在参照一篮子”,预计未来会有更多“篮子”中的成分货币与人民币的货币对询价交易被推出。同时,有利于规避汇率风险的新的外汇交易产品,也将继续引入。与之相伴,人民币兑美元汇率中间价,也应该会在明年宣布进一步扩大。

我们认为,除非美元汇率出现逆转导致国际资本持续大量外流,否则,以降息、统一下调所有机构法定存款准备金率、统一下调所有中小银行法定存款准备金率为标志的“全面放松”的政策措施,在年内还不会出现,但可能采取小幅调增全面信贷额度、刻意减少公开市场回笼量、通过调整动态差别准备金率的参数减少冻结的资金量等方式,进行“微调”。(作者系兴业银行首席经济学家)