

央行适度“放水”基调不变

内容摘要

日本二次维新谈何容易。日本核危机后放宽海外入境旅游限制，企图提振国内经济，但却又出现名古屋市长“南京无屠杀”的言论，一个铁板钉钉的历史都没有勇气承认，是否又犯了人性“品格下降”的毛病？西乡隆盛推崇领导要有“无私的境界”，只有“置自己生命、名誉、地位、财产于不顾的人物”，才能成就大业。日本当代具备这一条件吗？稻盛和夫提出的日本40年循环论，莫非日本的机会要等到2025年？

央行适度“放水”基调不变。应对经济下行及刺激企业贷款需求，中央是有必要开闸放水，以降低市场的借贷成本。尽管二季度A股仍将受到多种负面因素困扰，但二三季度属投资旺季，资金需求会慢慢回升，为增加银行放贷能力，央行年内会出现2至3次下降存准的可能，因此A股并不缺乏向上攀升的动力，估计二季度储蓄能量后三季度随后将重获上升机会。

“金色猛兽”终结还没定数。黄金好友最怕的是金融市场一切步入正常化。美国经济数据在改善，降低了QE3推出的条件（尽管伯南克又在放风QE言论，但越是放言兑现的概率就越低）。同时，欧债问题也处于可控范围内。尽管现在全面判断这只持续十多年的“金色猛兽”步入熊途似还太早，但好友面临的风险却可能超过了他们前期的预期。

需求放缓商品牛市动力受阻。中国经济这列快车的确已驶入慢速轨道，对世界性的产品需求会缓慢下降，尽管惯性速度还会较大，然而过去十多年靠中国高速增长拉动的商品需求将一去不返，大宗商品超级牛市周期将难以持续下去。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn
研究所

✍: 明 枫（宏观策略）

☎: 86-755-83786971

✉: cenweizhong495@pingan.com.cn

相关随笔

1、饭局中的投资智慧

2012.02.29

2、往事不须记，来日更可追

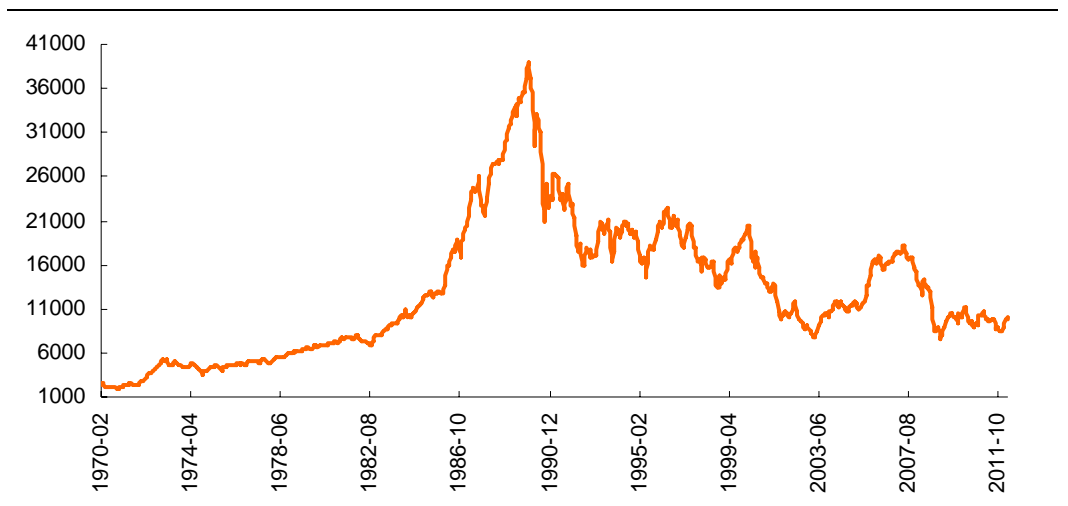
2012.02.07

一、日式衰退何时了？

3月11日是日本大地震一周年，凤凰卫视有回顾特辑，地震、海啸、核辐射，灾难连场，一年后的今日观之依然震撼而惊悚。

大和民族是一个少有的高素质民族，在大恐惧面前也没有丝毫惊吓，更没有因政府拯救不力而发生骚乱。这种在危难面前的团结精神仍事出有因：二战后期原子弹灾难，使日人尝到战败之痛；80年代泡沫经济催化“失去二十年”，令大和民族感受到前路茫茫。半个世纪尝尽甜酸苦辣且还将遥遥无期忍受下去，是逼使日本人练就较强承受力条件之一。

图1:90年代初泡沫经济爆破后，日本股市走势前后判若渭泾



资料来源: wind、平安期货研究所

日股从1989年39800点雪崩至今已超二十年，如今大地震重建步入一周年，日本投资机会是否存在？前不久本公司一个周末研讨会上一券商资深资管部老总就这一问题发表类似肯定的观点，指出已吸纳了部分优质日股，他的策略是越跌越买，并准备好长期持有的打算。

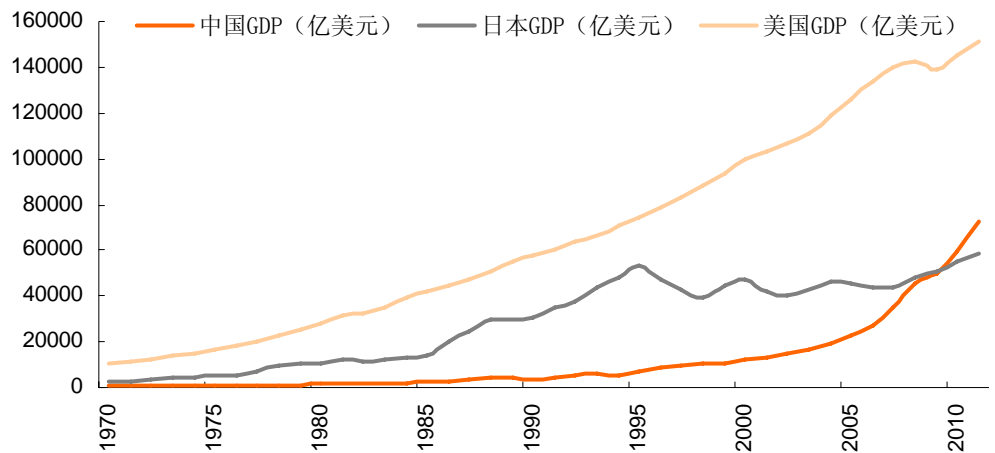
的确，盛衰荣枯、否极泰来是资本市场永恒的规律。日本经济及股市能否“咸鱼返生”？日本经济问题经过二十多年的沉浮，依然复杂难治，全面讨论殊不容易，笔者试从以下侧面或细节来解读，或许能从中得到一些启示。

1、经济20年一大变

日本崛起于1970年，当年GDP以2000亿美元水平超越德国成为第二经济体，总量为美国五分之一，中国当年只及美国的3%；20年后的1990年，日本股楼大升，促使GDP劲升至30000亿美元，是德国的一倍，是美国的二分之一，而中国尽管增长加快，也仅是美国的7%。又经过20年，日本泡沫经济爆破，经济迷失，前十年增长只有1.2%，美国0.6%，中国劲增10%；后十年，日本经济持续疲态，GDP增长仅0.5%，而美国因新经济刺激增至3.5%，而中国尽管有所下降，仍维持在8-9%之间高增长。

可见过去 40 年，日本 70 年代生产总值是美国的四分之一，90 年代达到美国的二分之一，但后劲不继，20 年后的今日又跌落不足美国的五分之二，而中国则由 40 年前的美国 6%，升至 20 年前的 7%，再升至如今的约二分之一，并取日本而代之成为第二经济体。此起彼伏可见一斑。

图2:中美日70年以来的GDP比较



资料来源: wind、平安期货研究所

2、日企改革及管理后遗症

过去五年，日本企业如丰田、索尼、松下、本田及野村等均作出不同改革尝试。丰田 2009 年更换 CEO, 重新由家族成员来管理，股价三年来未见增长；索尼起用老外集权管理已七年，股价跌去五成以上；松下 2009 年收购同业三洋，股价为 15 美元（下同），现为 8 元，跌幅四成多；野村 09 年收购雷曼全球经纪业务，而日人收购美国公司还没有成功个案，本次也不例外，股价三年下跌 80%，目前又要重组该项业务；只有本田，2009 年改用年轻一代，股价由 20 元升至 35 元，最高见过 43 元。日企五大改革个案只有本田较为成功，管理层及时年轻化估计是关键因素之一。这是否折射出日本企业太老太旧而缺少创意所致？！

此外，日本经营大师稻盛和夫《日本经济四大教训》中的第一条即指管理的落伍或不知何为改革。日本企业家尽管聪明善辩，但到了异国，辩才顿失，尤其处理危机事件，听征会上只识泪洒会场。丰田由家族太子爷执政后，2011 年半年，非但世界销量第一不保，还跌落第四。同时泰国车厂受大水灾影响令生产停顿，管理层的反应及善后处理强差人意。又如索尼起用老外 CEO 多年，但去年还是发生了 16 年未见的 32 亿美元亏损，回购索尼爱立信股份又发生 3 亿美元亏损，导致今年不敢作出盈利预期而勉强报一个约 10 亿美元最低数的利润希望。可见日企改革改来改去不知如何是好。

3、日本机会要等到 2025 年？

研究日本历史皆知，明治维新是日本步入现代文明的起点。而明治时代的“三杰”是关键人物，分别是西乡隆盛、大久保利通、木户孝允。他们尽管生命短暂（均未超过 50 岁），但却能在自己盛年之时引导一代思潮，推动了日本的变革。

而如今，作为西乡隆盛信徒的稻盛和夫，如今已 80 多岁，他在《活法》一书中开宗明义指出日本正处于“不安的年代”，日本的衰败是日本人品格下降的反映，这是日本人“修正自己活法的时刻”，要思考以哪种新的治国理念取代“经济成长至上主义”。日本二战后发展起来的知名大企业，掌门人已到晚年，管治保守落伍，而接掌的富二代初期还算勤勉谦卑，但时间一久即变成刚愎自用、独断自行之辈，最终惹火上身。所以人们常说财政赤字、企业小子化及人口老龄化是日本三大死症。

稻盛和夫尽管高呼呐喊，但人已衰老且势单力薄，缺乏明治三杰年盛气魄及时代赋予条件，稻盛和夫呼喊的“二次维新”谈何容易。话说回来，日本核危机后放宽海外入境旅游限制，企图提振国内经济，但却又出现名古屋市长“南京无屠杀”言论，一个铁板钉钉的历史都没有勇气承认，是否又犯了人性“品格下降”的毛病？西乡隆盛推崇领导要有“无私的境界”，只有“置自己的生命、名誉、地位、财产于不顾的人物”，才能成就大业。日本当代具备这一条件吗？还是稻盛和夫提出的日本 40 年循环论，该循环从 1985 年开始到 2025 年结束，日本的机会是要等到 2025 年？真不知道！

二、利润降物价涨，开“水喉”陷两难

在不久前结束的“两全”，温总理报告终于打破“保八”惯例，并强调房地产价格远未回到合理水平，楼市调控不会放松等言论，是导致 A 股 3 月中由强转弱的导火索。而大盘急转直下的根本原因，则是近日一堆经济数据正在发生变化。事实上，笔者在 2 月 29 日的随笔中已提到，当前国内一些关键数据如出口和制造业仍在萎缩，汇丰 PMI 显示出口订单持续下降，企业利润受到债务成本挤压等，忧虑春节攻势过后资本市场难以维持强势。从连月来所看到的，一方面是工业利润持续下滑，另一方面物价持续高企，似乎比预期更为糟糕。

1、工业企业利润三年来罕见下降

去年大部分企业不是亏损就是不盈利，背后的原因离不开以下几点：市场需求下跌、产能过剩、产品价格下降、原材料及劳工成本上升。不少民企比起国企还多了一项融资成本上升的难题。

虽然去年以来央行已两次调降准备金率，但企业的颓势仍未扭转。统计局公布的数据表示，首两个月全国规模以上工业企业利润 6060 亿元人民币，同比下降 5.2%。其中国有及国有控股企业实现利润 791 亿元，同比下降 19.7%。规模以上工业企业利润同比下降的情况近年并不多见，上一次是在 2008-09 年金融海啸期间出现。今次问题重临，令人担心经济或大幅下滑甚至出现硬着陆风险。参照目前的数据，有专家预测今年首季 GDP 增长幅度或只有 7% 左右。

2、物价高企，加价潮至

年初以来通胀压力稍缓，公共事业加价情况陆续出现。除了早前成品油跟随国际油价上升而调整外，发改委日前宣布，上半年将推出居民阶梯电价，并且将选择适合时机，推出成品油价格改革方案，缩短调价周期。

公共事业价格调升的同时，食品价格方面仍然居高不下。几年来，传媒经常使用“蒜你狠”、“豆你玩”来形容大蒜及绿豆价格的暴涨，近期又出现一个新名词“向钱

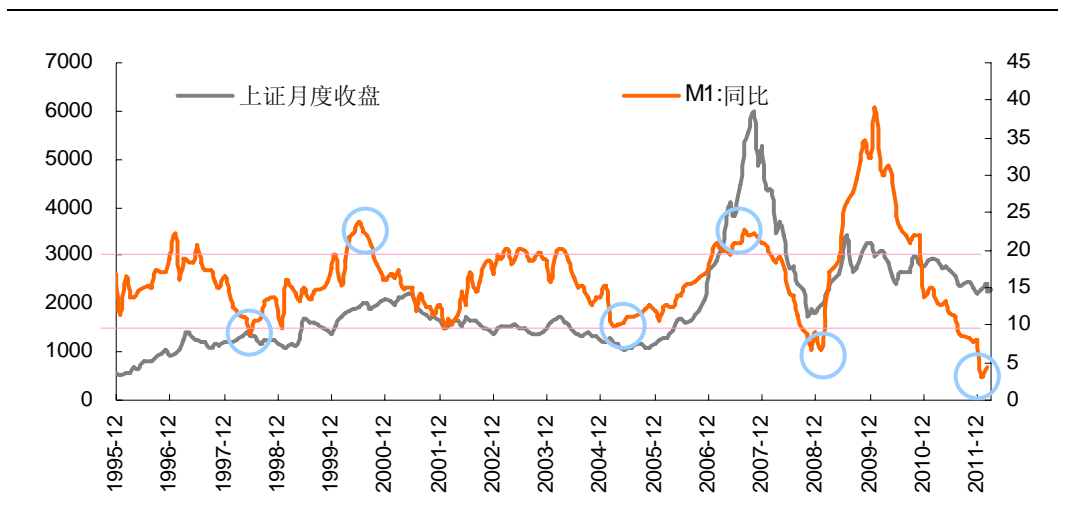
葱”，只因是葱价一个月内涨逾六成。面对企业盈利下跌，中央的确有加快放松银根的必要，但看到物价上涨，又令中央对放松银根的态度谨慎。虽然目前银根已比去年稍松，唯仍有不少中小微企业表示难以借到款项。

3、贷款坏账升，硬着陆风险仍存

在企业利润下降之下，通常银行根本不愿意随便贷款。市场预期今年3月新增信贷只有7500亿人民币，整个一季度总共约2.2亿元，与去年同期基本持平。若央行不尽快放松银根，信誉良好的国企因为利润下降而无意借贷，而亏损的民企又被银行拒诸门外，恐怕被指“暴利”的银行，其业务肯定也会停滞不前，中国经济硬着陆的风险依然存在。

4、历史证明，A股上升“水源”是关键

图3:上证指数与M1比较



资料来源:wind、平安期货研究所

面对国内一连串利淡股市因素，企盼尽快放松银根成为市场当前最为期待的重要看点。事实上，综观过往A股没有跟随经济增长，其实说到底与资金有关。过去8年，内地M1(狭义货币)增长数字的升跌，与A股的方向完全一致。

从2003-2011年，国内M1及M2增长数据与股市的关系，发现两项数字的波动与A股涨跌的一致性分别达到100%及80%。例如，2009年国内放松银根，M1增逾3%，比2008年的增速超过20%，A股当年出现了上升。但2010年以来银根收缩，M1增速逐年下滑近10%，A股遭遇两年来的持续下跌。

而去年12月及今年2月，央行两次下调存款准备金率合共1个百分点，流动性放松的趋势已在形成。而温总理在两会中宣布，今年M2(广义货币)预期增长14%，比去年底的13.6%略为放松。可见，银根渐松之下年内A股不应该缺乏“水源”。

5、央行适度“放水”基调不变

由此可见，就“水源”的流动而论，而今年初以来的“春节攻势”多少与此有关。应对经济下行及刺激企业贷款需求，中央是有必要开闸放水，以降低市场的借贷成本。笔者认为，尽管二季度A股仍将受到多种负面因素困扰，但二三季度属投资旺季，资金

需求会缓慢回升，为增加银行放贷能力，央行年内会出现 2 至 3 次下降存准的可能，因此 A 股并不缺乏向上攀升的动力，估计二季度储蓄能量后三季度随后将重获上升机会。

三、黄金或进入历史重演轨道

金价近几个月以来走势持续不尽人意，有关金价多空大辩论又热闹起来，内容从来不缺乏新意，笔者近月读到一篇分析角度很特别的一章，该文主要从历史回溯，类比历史与当前金价背后的故事，甚有趣味。

文章背景是 1980 年的美国大选，相信读者已知道作者观点了。没错，1980 年是上轮黄金牛市终结之年，显然作者对未来的金市是悲观的。就看他怎样讲那段故事吧。

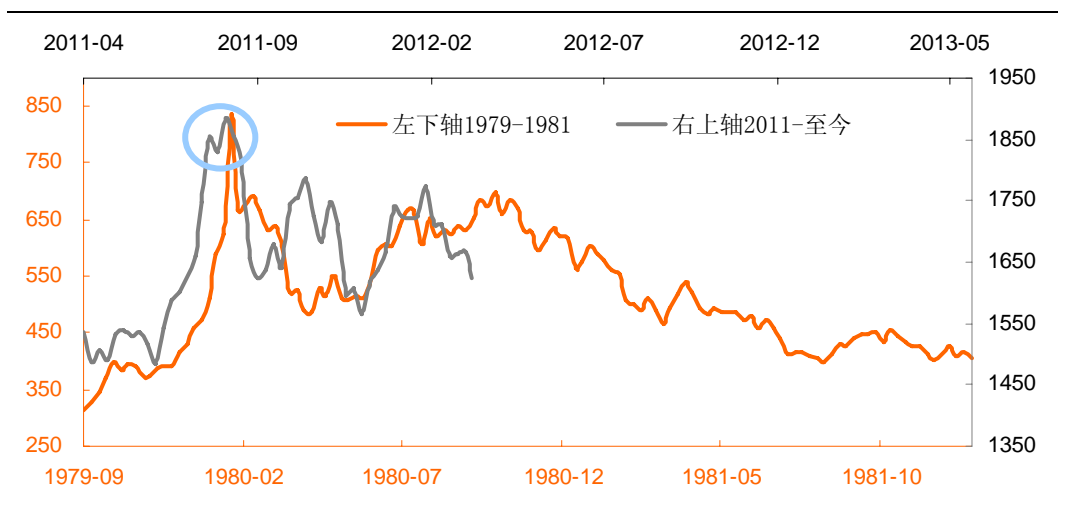
1、“花生”对决“牛仔”

80 年代初，卡特执政，政绩平淡无奇，经济萎靡不振，伊朗人质事件令这位“花生总统”管治无方软弱无能的形象更加突出，在人心思变之下，有“政坛牛仔”之称的里根终于在 1980 年大选年击败花生总统。这些是尽人皆知的陈年往事了。

但是，这场发生在 30 多年前的选战，从金价的角度有鲜为人所知的故事，这也是作者翻箱倒柜旧事重提的理由。

话说在花生对决牛仔的 1980 年，当时美元与金价脱钩已近十年，牛仔把通胀失控归因于货币体制缺乏“实物”作后盾，央行印钞随心所欲。竞选期间牛仔多次提及一旦入主白宫，必第一时间成立“黄金委员会”，充分研究黄金在货币体制中扮演的角色。的确，牛仔当选后坐言起行，翌年黄金委员会成立，但人们满以为委员会必会为恢复金本位制定时间表，而委员会之后撰写的报道结论是维持现状。不过，事后金价却在委员会报告出来前见了顶，随即展开长达超过 20 年的大熊市。

图4:黄金80年代顶部与2011年高点以来的比较



资料来源:wind、平安期货研究所

尽管在黄金委员会一事上，牛仔总统有“出术”之嫌。即牛仔为争取选票，一方面明示上台后竭力重组美元体系，另一方面在委员会成员上尽挑毕生反对金本位制之

士。即是说，他在竞选时不过承诺研究黄金在货币体制中的角色，可从没有保证委员会必须得出恢复金本位制的结论。

2、提名战仿效里根故伎

该文重提上述旧事，乃因共和党总统提名之一，前众议院议长金里奇，上月于南卡罗莱纳州初选仿效里根故伎，承诺一旦当选上共和党候选人并在大选击败奥巴马，他将一如当年里根一样，成立“黄金委员会”，此招一出，果然在南卡州初选胜出，击败大热罗姆尼。

在共和党总统提名形势中，罗姆尼领先优势已非常明显，金里奇想出奇招绝地反击是有其道理的。不过从目前来看，金里奇提名路几已到尽头，套用黄金委员会似未为他带来效用。但该文作者要说的是，不管是1980还是2012年，当政客们在金价问题上持续说三道四时，金价可能已到了顶。

3、新兴市场需求成关键因素

的确，这头“金牛”近期正显露疲乏迹象。上周在憧憬美联储主席伯南克QE3言论下一度大幅反弹至1693美元/盎司，但弱势未见改善，相较于去年9月的历史高点1920美元/盎司已跌去12%。

过去10年，新兴经济体对黄金的需求合共23,200吨，在29,342吨全球总需求中占比高达79%，而发达国家买下7,200吨，占比25%，近年受到投资者关注的黄金ETFs仅买入2,200吨，占比不足7.5%。但中印两国的消费便高达9,000吨，大于发达国家需求总和，且四倍于期内黄金ETFs需求。

但是，世界黄金协会(WGC)近日报告指出，去年黄金需求虽有增长，但仅比2010年增0.4%，是超高的价格拖累黄金饰品的消费所致。印度是传统的黄金首饰消费大国，由于卢比大幅贬值，该国去年第四季度黄金进口量较去年同期减少44%。而已成为全球最大黄金进口国的中国，去年仅增长3%。WGC指出，中国去年四季度黄金需求同比增长出现停滞，一改前数季度强劲增长局面，随着通胀预期下降，黄金保值能力也会下降。

4、“金色猛兽”终结还没定数

WGC还指出，名国央行持有的黄金在过去两年增长逾500吨，并预计随着发展中国家寻求储备多样化，这种趋势将持续。笔者认为，央行尽管继续两年来的买入模式，但他们更可能会尝试买入一揽子资产。因为黄金好友最怕的是金融市场一切步入正常化。美国经济数据在改善，降低了QE3推出的条件(尽管伯南克又在放风QE言论，但越是放言兑现的概率就越低)。同时，欧债问题也处于可控范围内，并朝着健康的方面发展。尽管现在全面判断这只持续十多年的“金色猛兽”步入熊途似还太早，但好友面临的风险却可能超过了他们前期的预期。

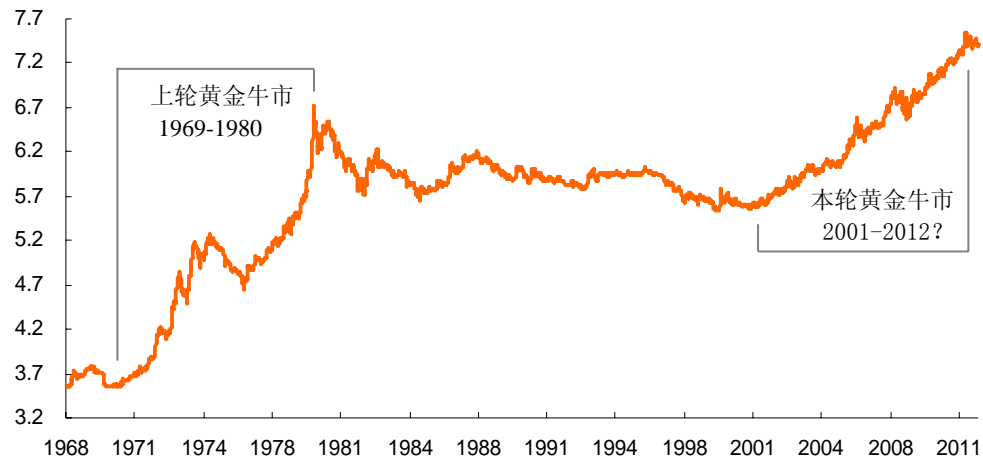
5、一个不能忽视的重要周期

笔者留意到金价有一个重要的由低谷至顶峰为时11年的周期，若从本次牛市起点2001年3月开始，如今已达11年。若推论有据，2月1790美元/盎司次高峰应算是有效的周期(严格来说去年9月已创下高峰)。故不论怎样，后市必须要突破1790水平并扭转近月的弱势才会避免于难。否则高峰过后的惯性引力会促使金价索然向下。

当然，我们也不能忽视，牛仔总统年代的美联储主席伏尔克却是如假包换的通胀

斗士，在“雪茄伏”治理下，美国无需恢复金本位，通胀也不会抬头。今天在位的伯南克，却连黄金的货币功能亦予以否认，2012年成为1980年的翻版？还要观察一下。

图5:纽约黄金80年代以来两轮牛市及其11年的牛熊循环（对数坐标）



资料来源:wind、平安期货研究所

四、商品牛熊，分歧仍大

1、瑞信指商品超级周期已近尾声

中国处于转型阶段下，当前的经济问题变得越来越复杂，中外投行的分歧也越来越白热化，即使在同一家投行内部也是如此。当摩根大通的亚洲与新兴市场策略师 Adrian Mowat 宣布中国已经硬着陆时，同样是摩根大通的董事总经理龚方雄则认为 A 股的牛市刚刚开始。

同样，瑞信大宗商品研究团队近日发布一份关于中国对基础原材料的需求在 2012 年可保持强劲观点时。而陶冬领衔的经济研究团队则表示商品超级周期已经结束。

陶冬表示，中国基础设施投资的黄金时期已经过去，房地产繁荣的黄金时期已经过去，出口的黄金时期已经过去，政策刺激的黄金时期已经过去。随着中国经济转型，更为依赖国内消费需求而非基础设施建设和出口来拉动经济，中国对大宗商品的需求已达峰值。这一变化是中国正在改变的工业化模式和未来更缓慢增长的一部分。

陶冬表示保障房建设是少有的仍然可以刺激大宗商品需求的领域。但减速难以避免，预测至 2020 年，中国每 1%GDP 增长对钢材的需求将下滑至 4000 万吨以下；而 2011 年这一数字为 7100 万吨，并称这一数字在世界当代史中闻所未闻。

2、钢材产量问前程

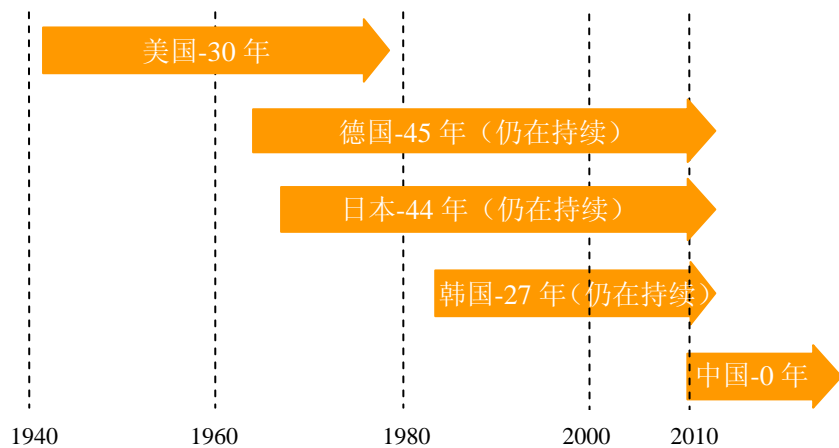
事实上，在陶冬团队发布报告的同时，澳大利亚最大的矿业巨头必和必拓（BHP Billiton）在一个讨论会罕有地指出，在可见的将来，中国钢材增长将低于 GDP 增速一半水平，换句话说讲，假如中国未来 GDP 以 7.5-8% 步伐扩张，钢材产量增长仅为 3.5-4% 之间。巨头的警告对商品尤其是金属价格引起了不大不少的“震荡”。而高盛在较早前也下调大宗商品 12 个月的回报预期，尽管仍推荐增持原材料评级，但前期乐观基调已

出现较大的改变。

然而，必和必拓的死对头力拓（Rio Tinto）在同一场合持相反观点，力拓的分析焦点主要是将中国钢材产量置于数十年的框架下进行评估。因而笔者认为澳洲两大铁矿石巨头的分歧不是观点上而是分析的时间上，力拓从长远角度观察显得正面一些。

3、人均 500 公斤为分水岭？

图6: 人均钢产水平500公斤以上维持时间



资料来源:Rio Tinto、平安期货研究所

力拓的观点可从图 6 说明，其分析逻辑是将中国钢产与美国、日本、德国和韩国的长期趋势作比较，以人均产钢水平高于 500 公斤为分水岭。上述四国在工业发展鼎盛期，人均产钢水平高于 500 公斤的情况维持了数十年，其中前三个国家虽由峰值回落，但人均 500 公斤以上的钢铁产量至今未变，而韩国人均钢产仍持续上升。去年中国人均产钢水平首次突破 500 公斤这一分水岭，假如上述四国历史在中国重演，长远来说铁矿石巨头以及向中国出售原材料的企业，确实无须杞人忧天。

引伸的观点也可以说，就算中国钢产即使如必和必拓估计般增长放缓，只要中国重复发达国家人均钢产超越 500 公斤后持续数十年的模式，以中国人口之庞大，日后年均 GDP 达不至 8%有何足惧？

4、需求放缓商品牛市动力受阻

不过，笔者认为力拓的观察缺乏可比性。其一厢情愿地将中国与美国等富裕国家相比较，完全忽略了中国人均收入与工人生产力只及巴西的一半，若准确反映中国的经济水平，应与巴西、印尼、印度甚至与秘鲁、厄瓜多尔等作比较，而非以美日德韩为指标。否则，上述分析引伸的可靠性就比较低。

从上面阐述可知，不是投行界，还是实体企业，均对当前全球及中国经济前景有着不同的预期，尽管还不能判断谁是谁非。但可以肯定的是，中国经济这列快车的确已驶入慢速轨道，对世界性的产品需求会缓慢下降，尽管惯性速度还会较大，然而过去十多年靠中国高速增长拉动的商品需求将一去不返，大宗商品超级牛市周期将难以持续。

风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券，期货交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安期货有限公司（以下简称“平安期货”）的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安期货有限公司

地址：深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服：400 8888 933

电话：0755-8378 8578

传真：0755-8378 5241

邮编：518031

网址：<http://futures.pingan.com>