

[2009.09.17]

资产价格膨胀未必导致通胀

✍ 李迅雷

☎ 021-38676523

✉ lixunlei@gtjas.com

王虎

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

本报告导读：

摘要：

目前市场对于未来物价的上涨已基本形成了共识，但上涨的幅度会有多大，上涨能够持续多久仍然没有较为一致的看法。大家之所以看涨物价，是因为自年初以来，货币供应量经历了持续快速地增长，同时股价、房价等资产价格也出现了大幅的上涨。学术界目前有一种看法就是资产价格的上涨一方面含有未来经济走势的信息（即预测功能），另一方面可以通过财富效应、投资效应增加总需求，从而对物价产生推动作用。

我们认为，资产价格和物价之间虽有一定关联性，但可能不存在因果关系，从历史数据来看，中国的股价指数与CPI间的关联性也不大。经济的周期性波动、外部经济环境和财政货币政策等才是“因”，而资产价格和物价都是“果”。今年信贷高增长的背景下，资产价格的上涨成为一种货币现象，而物价的上涨速度和幅度更取决于社会总需求相对总供给的变化情况。在目前没有显著扩充内需的条件下，CPI是否上涨更多将取决于外部环境的变化，如果出口好转，CPI将明显提高，否则2010年仍会是低通胀。

相关报告

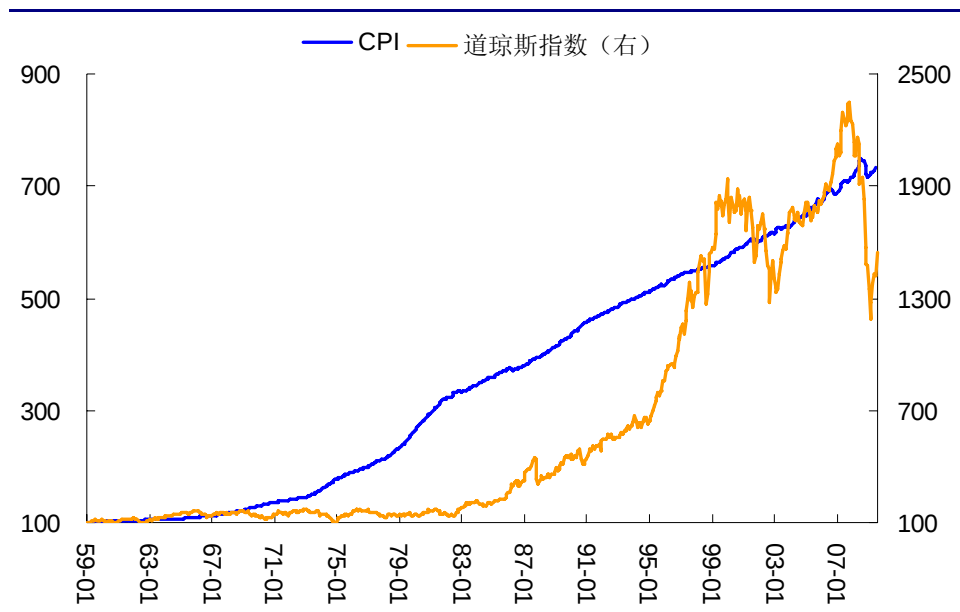
- 9月宏观月报：信贷收缩无碍经济向好
(09.09.08)
- 黎明前的西方，黎明后的中国
(09.09.02)
- 中国出口的复苏：快速回升与有限空间
(09.08.25)
- 寒冬已过，酷暑难至
(09.08.25)
- 股价上涨也成为“货币现象”？
(09.05.12)

今年以来，人们对通胀的预期可谓一浪高过一浪，先是从 M2 的大幅增长推断通胀作为一种货币现象将很快出现；接着，中心城市房价的飙升又进一步强化了通胀预期，近期央行调查统计司的报告也认为通胀预期有所显现。然而，至少到目前为止，CPI 还是负数。那么，明年是否会像大多数人所预期的那样，出现明显的通胀呢？

资产价格上涨已成为常见的货币现象

通货膨胀实质上就是货币贬值，是指因货币供给大于货币实际需求而引起的一段时间内物价持续而普遍上涨的现象，其特点是社会总需求大于社会总供给。从理论上讲， $M2 \text{ 增长率} = GDP \text{ 增长率} + CPI$ ，也就是说，M2 增长率与 CPI 正相关。事实上，上半年 M2 的增长率为 28.5%，GDP 为 7.1%，所以，CPI 从理论上讲可以达到 20% 以上，而事实上，CPI 却是 -1.1%，中国的超额货币供给达到了 22.5% 的历史最高位。在过去 30 年中，中国超额货币供给每年平均在 6% 左右，也就是说，中国长期处于低通胀高增长的状态。这被称作“货币消失之谜”，说明货币供给的超常规模也未必会引起物价上涨。实际上，资产价格的上涨远超 CPI 这种现象非常普遍，如从美国过去 50 年来看，道琼斯指数的涨幅大约是 CPI 的两倍（图 1）。

图 1 美国 CPI 与道琼斯指数（1959.1=100）



数据来源：国泰君安证券研究所

有人作过统计，在 1925 到 1995 年的 70 年间，投资美国股票可以获得 842 倍的收益，而投资能够抵御通胀风险的政府债券，只能获得 12 倍的收益。不仅美国如此，其他一些规模相对较小的区域性股市也是如此，这也被称作“股票溢价之谜”，即权益类资产的长期投资回报率远高于债券、黄金和其他商品，也大大高于通胀率。

当然，影响资产价格的因素很多，但市场利率水平是其中比较重要的一个因素。而上世纪 90 年代中后期以来，全球总体上都处在低利率的水平，对应的物价上涨率也不高，究竟是低利率导致了低通胀，还是低通胀拉低了利率水平，很难去论证。但一个不争的事实是，社会劳动生产率的大幅提高和全球贸易的空前繁荣，

使得全球商品总供给大于总需求，从而使得 CPI 总体上处于比较低的水平。而全球的主要经济体为了刺激消费，又采取了宽松的货币政策，增加债务和投放货币，导致以中国为代表的出口导向型国家经济高速增长，大量的低廉出口商品抑制了进口国的物价上涨，使得如美国这些主要经济体可以在低利率水平上大量举债。而货币供应量的大幅增加又被资本规模的扩大和资本流动性的增加所吸纳，低利率水平则降低了对资本回报的要求。因此，资产价格上涨幅度远高于物价涨幅，或者说，资产膨胀取代物价上涨成为一种货币现象，已经成为现代经济的特征。

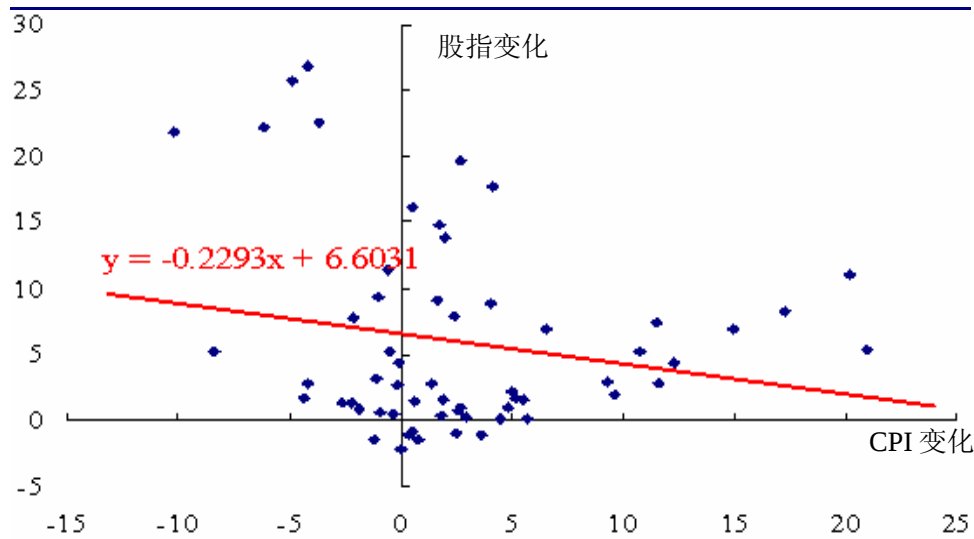
今年以来，中国的股价和主要城市的房价都出现了大幅上涨，其中股市上半年的涨幅在 60% 以上，房价的涨幅也超过 20%，如果把两者的涨幅进行加权平均，其涨幅大大超过 22.5% 的超额货币供给率。但无论上市公司的盈利增长，还是房屋租金率，都没有显著提高，说明资产价格的上涨更多地体现着货币贬值的幅度。假如把 CPI 和股价指数、房价指数等合成一个综合价格指数，那么，这个价格指数将说明中国已经处于比较高的通胀水平了。

中国的物价和股价弱负相关

资产价格的上涨是否会拉动物价上涨？从上世纪 70 年代开始就有学者探讨这个问题，但结论莫衷一是，即便从许多实证研究的结论看，资产价格与通胀之间同样存在不确定的关系，原因在于经济变量之间的逻辑关系纵横交错，很多研究对象的变化难以用简单的模型来描述。从理论上讲，资产价格是利率的倒数，但由于影响资产价格的因素还有很多，所以，即便在利率上升阶段，仍然有不少资产价格上涨的案例。

就中国股市而言，股价指数与 CPI 之间的关联性也不大，不过在通胀水平比较高的时候，股价指数下跌概率就比较大了。我们选取 1992 年第一季度到 2009 年第二季度的物价涨幅和股指涨幅（其中对股指作了 3 个月移动平均和取对数处理），并剔除少数异常值后发现，两者之间存在着偏弱的负相关性（图 2）。

图 2 股指与 CPI 的相关性



数据来源：国泰君安证券研究所

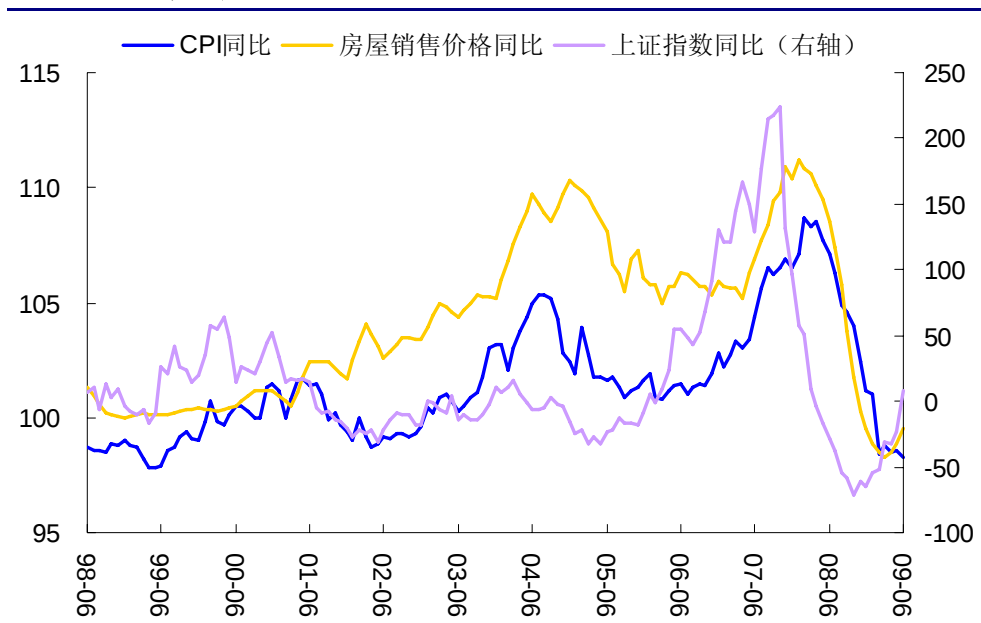
比如，2004 - 2005 年的通胀和 2007 - 2008 年的两次通胀期内，上证指数分别大幅跌至 1000 点和 1700 多点。那么，股价的上涨是否预示着通胀预期的提高呢？

这从逻辑上应该是能够解释的，因为股价上涨意味着经济在繁荣乃至过热，这最终会导致实体经济中供不应求局面的出现，从而引发通胀。但诱发通胀的主要因素是实体经济，而不是股价。

也有人认为（如 Kent 和 Lowe），资产价格的上涨会产生财富效应，导致消费增长，从而形成通胀压力。这一推理过程应该是成立的，也许可以找到支持这一结论的案例，但同样也可以找到反例。仅就中国而言，由于收入结构的严重不平衡，资产价格上涨的收益者还非常少，因为目前基金、股票的有效账户合计总量在 1.4 亿个左右，如果除去深沪两地账户等的重复因素、睡眠账户因素，投资者规模估计在六、七千万左右，占中国人口总量的 5% 左右，远低于成熟市场的投资者参与度。因此，少数人所获得的财富效应，对于消费需求的扩大作用也十分有限。

股市泡沫对通胀的影响不明显，那么，另一大类资产——房地产对通胀的影响又如何呢？年初至今，北京、上海和深圳房地产价格上涨了 10-30%，从历史数据看，房价不仅与 CPI 之间存在着正相关，而且相关性还比较显著（图 3）。

图 3 物价、房价和股价的同比变化



数据来源：国泰君安证券研究所

但由于中国房地产市场的形成时间还比较短，房地产价格指数的波动率并不大，且总体上处于上升周期，与股市鲜明的熊牛特征有本质差异，因此，仅从房价的短期波动来预测通胀，似乎还不足以令人信服。若考察美国和日本上世纪 80 年代或 90 年代至今的房价与 CPI 之间的历史数据，会发现美国 80 年代房价的上涨和次贷危机爆发前房价 15 年的上涨并没有引起物价的相应上涨，过去 30 年，两国几乎都处于一种低通胀的状态。日本更是如此，过去 28 年 CPI 始终接近于零的水平。

因此，我们有必要去辨别“资产价格与通胀之间关系”这一命题的真伪，资产价格和物价之间虽然都有一定的关联性，但它们彼此可能不存在因果关系，经济的周期性波动、外部经济环境和财政货币政策等才是“因”，而资产价格和物价都是“果”。

政策资金流向供给：需求不旺何来通胀

当我们煞费苦心去论证通胀与资产价格膨胀之间的关系时，得出的却是两者关联度大小难以确认的结论。这只能说明，在影响通胀的诸多因素中，资产价格也许不是最主要的。我们从通胀的定义中也不难找到相关答案，即在社会总需求大于社会总供给的情况下，才会出现通胀现象。有人简单地把货币投放过多等同于通胀，又把这次金融危机所带来的经济萧条叠加在通胀上，于是便得出明年会面临“滞胀”的结论，这样的分析方法未免太教条了。在经济史上，出现滞胀的情况并不多见，比较典型的是上世纪 70 年代初美国所出现的滞胀，但这主要还是由于地域政治冲突导致的石油危机所引发的。而目前全球的政治格局和经济状况都不大可能引发石油危机，即便石油等大宗商品价格大幅上涨，其向 PPI 传导、再向 CPI 传导也需要具备各种条件，因此，石油价格上涨不等于通胀。在目前金融衍生品市场非常发达的情况下，石油期货实际上已经成为一种准金融资产，它的价格波动也不完全受实体经济的供需影响。

事实上，大量的案例已经证明，货币供给过大也未必导致物价上涨，通胀可以是货币现象，资产价格膨胀也可以是货币现象，而在过去 30 年的全球经济中，货币现象更多地体现在资产价格的上涨而非物价上涨方面。原因或许在于，由于全球经济的一体化趋势，各个生产要素的流动性得以改善和配置更加合理，使得全要素生产率水平大幅提高，从而使社会总供给的能力也大大加强了，以至于产能利用率不足成为全球各个经济体的常态，产能过剩意味着社会总供给能力大于总需求，从而抑制物价上涨。

而以美国为代表的发达国家，为了解决需求不足问题，不断提高政府的负债率，放任金融市场降低信贷发放门槛，推出各种衍生品交易业务，提高杠杆率，从而拉长了经济繁荣的时间，同时也促使中国成为出口导向型国家。因此，中国成为世界工厂建立在发达国家的高杠杆率基础之上，当这些国家的政府、企业和个人不得不去杠杆化的时候，中国、日本、德国和韩国这些向全球提供货品的制造业大国的产能就出现了极大过剩。这就是为何次贷危机发生在美国，而日本和德国却遭遇更大的冲击、GDP 下滑幅度远大于美国的原因。韩国商品的最大出口地是中国和其他发展中国家，故受冲击的幅度要小一些。但危机之后，欧美日的经济复苏不会是 V 型的，所以，产能过剩、全球的总供给大于总需求状态将难以得到改善。

再看下次贷危机爆发后中国的应对策略。面对发达国家去杠杆化所导致的进出口规模的大幅下滑，中国也及时推出积极财政政策和宽松货币政策，财政政策主要是两年 4 万亿的投资及税收减免等措施，货币政策则更多地体现在为财政支持的投资项目给予信贷配套以及优惠的贷款利率上，今年上半年新增贷款就已经突破 7 万亿元。这些举措虽然也有助于扩大内需和促进就业，但其主要贡献还是在拉动 GDP 增长方面，即资本形成的大大增加，而对于最终消费的贡献并不大。因此，虽然我们的经济刺激目标是多重的，即保增长、调结构、扩内需，但实际执行中，财政支出的重点还是放在保增长上了。因此，有人戏称为目前中国经济是“没有就业的增长”。

从今年的财政支出结构看，总规模 9080 亿元的公共投资中，大约 75% 用于所谓“铁公基”方面，其主要作用在于扩大供给，少部分用于民生和刺激需求。虽然今年政府在医疗卫生、社会保障等民生方面的支出也有明显的增加，并且在促内需方面也加大了力度，如实施家电下乡、小排量汽车减免购置税等政策，但比起

居民收入增速的大幅回落来，还是显得杯水车薪。如从今年上半年个人所得税的征收情况看，所得税额为 2136.7 亿元，几乎与去年持平。一方面，大规模的公共投资推动了产能的扩张，社会总供给能力又进一步提升；另一方面，社会总收入水平没有能够得到相应的提升，社会收入结构的不合理性加剧，导致社会总需求增速放缓。所以，在供大于求的格局下，CPI 的上涨就缺乏动力。

如果我们的财政支出中有很大部分是发放消费券，或大幅提高贫困人口或低收入群体的收入补贴，那么，这部分人群的边际消费倾向决定了他们对于内需的拉动作用比较大。当然，这也只是理想化的建议，实际中如何操作是一个问题。因此，目前并没有显著扩充内需条件下，CPI 是否上涨更多将取决于外部环境的变化，如果出口能够好转，那么 CPI 将会明显提高，否则，2010 年仍将是一个低通胀的年份。

作者简介:

李迅雷: 国泰君安证券股份有限公司总经济师、首席经济学家, 国泰君安研究管理委员会主任委员; 上海市人大常委会委员、人大财经委委员, “中国金融 40 人论坛” 成员。

多年来一直从事宏观经济、金融证券方面的研究, 2006 年被《新财富》评为券商研究机构“杰出研究领袖”, 2009 年被评为“2008 年度上海市十大青年经济人物”。

王 虎: 经济学博士, 毕业于南京大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 从事宏观经济研究。

吕春杰: 经济学硕士, 毕业于复旦大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 从事宏观战略研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司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。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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, 需注明出处为国泰君安证券, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com