

李桓
宏观经济研究
021-58764789
lihuan@jhzqrs.com

宏观经济专题

前两次通胀与资产价格上涨的动因及本次诱因和前景分析

通胀和资产泡沫的脚步渐近：

上半年，我国新增贷款放出 7.4 万亿天量，创造了前所未有的宽松信贷环境。外需的持续疲软、国内宽松的货币政策和经济转型的要求及银行体系被基本建设和房地产绑架将共同催生资产泡沫的形成，资产的泡沫程度将取决于具体资产的供求变化和政策调控。

从货币和实体经济层面对我国历次通胀和资产价格变动的分析：

1. 以往动因：97-98 东南亚金融危机之后，我国加大了基础设施的建设，通过启动投资来拉动经济增长，世界加工业逐渐向我国转移，对外依存度不断加大，贸易顺差和 FDI 大幅增长。由于资金多是转化为投资，投资和出口的增长会带来财富的集聚，当财富积累达到一定程度，形成一次购买力的提升，投资品带动生活必需品上涨，投资消费共同推动 CPI，通胀便会出现，而且财富积累的越多，形成的通胀水平就越高。同时国内缺乏有效的投资渠道，这部分财富大部分转化成投资性的购房需求和股票投资需求（也包括向境外转移资产），持续的推动房价上涨和股市的阶段性的上涨。以往历次通胀出现苗头时政府通过严厉的货币紧缩调控手段实现了平稳过渡。

2 本次诱因：今年我国经济目标是保八，货币的投放和信用扩张形成的需求在短期内能够刺激经济的增长，但最终将表现在物价上。由于短期内出口有大幅起色的可能性很小，天量资金的吸收与循环流动主要集中内需领域，可能形成购买力的迅速爆发，货币投放造成的需求提升拉动生活资料上涨，自下而上的传导路径，一旦过剩的制造业的产能利用率提高到一定程度，由于上游资源竞争结构优于国内制造业，议价能力强，基础原材料就会快速上涨，这种情况出现将会压缩制造业的利润，加上通胀预期将引发资金从制造业撤离，投入资产领域，形成资产领域的供求失衡，加速通胀催生资产泡沫，所以本次通胀初期是结构型通胀的局面、中后期会演变成全面通胀。

本次政府可动用的货币紧缩手段有限：

美国通胀可能性不大，美联储短时间内不可能加息，我国单方面加息会引发热钱的流入，加剧通胀。其次，要维持今年已经开工的基本建设项目，明年需要新增贷款 8 万亿元。如果提高法定存款准备金率或加息，这些中长期的基本建设项目将难以维持，形成烂尾工程，房地产价格也将受到打压。而基本建设和房贷的资金来源绝大部分是银行体系，我们判断在解决银行系统的风险敞口之前，政府难以采取严厉的政策，微调的可能性较大。

结论：通胀和资产价格上涨甚至产生严重泡沫的基础是存在的

通胀和资产泡沫的脚步渐近

今年 1-6月我国新增贷款投放创出天量，约 7.4万亿，远高于去年全年累计总和，创造了前所未有的宽松信贷环境，上半年固定资产投资增长超过 33%，保证并加快了我国经济的回暖。但 7月信贷的大幅收缩和投资的回落引发了市场预期的分歧，人们对未来政策动向的看法也变得不一致。在我们看来，由于海外市场复苏较慢，全球宽松的货币环境在中短期内仍然不会变；在国内，由于出口受制于外部环境，短期内投资和消费仍然是拉动经济增长的主要动力，而投资的持续性要求以及银行体系被基本建设投资和房地产绑架决定了货币大幅收缩的可能性不大，在这种经济和政策环境下，通胀和资产泡沫离我们越来越近了。

从货币和实体经济层面对我国前两次通胀和资产价格变动的分析

回顾过去一段时期我国的经济发展历程，在 01-08年的 8年间我国的 CPI经历了以 05年为界点的前后两个循环，共四个时期：低通胀（通缩）——高通胀——低通胀——高通胀，大约每个时期都是两年，01-02年和 05-06年是底部，03-04年和 07-08年上半年是高峰。我们看到每一次高通胀来临之前都有一轮信贷的持续放大，02-03年和 05-06年是我国两轮信贷扩张的过程，之后是两个高通胀的周期，货币的扩张大约领先 CPI一年。现在我们制造业领域是通缩，但市场对物价向上走的看法已经达成一致，根据我们的预测，CPI在四季度会转正，明年进入高通胀，也就是说今年天量的信贷投放也将造就明年的高通胀环境。

我们从新增人民币贷款和新增外汇占款来描述我国信贷环境的变化，这两个部分分别反映了货币的内生和外向的供给，构成了我国货币供应的主要部分。01年以来，我国的外汇占款的绝对量是持续上升的，在两轮通胀周期中，我国的外汇占款都有明显的增长，或者说外汇占款对信贷扩张起了很大的作用，但在后一轮中无论从绝对量还是增速上，外汇占款都比前一轮更大。05年以前，外汇占款主要可以理解为经常项目下的贸易收支，即贸易顺差获得的；05后，由于我国的汇改加快了人民币升值的步伐，热钱的流入量逐渐加大，也就是说这一周期中除了经常项目外，资本项目也构成了外汇占款重要来源。外汇占款的增加反映了国际资金向我国的流动，在实体经济层面，说明了世界经济格局的调整。

以往通胀和资产价格上涨的形成过程

97-98 东南亚金融危机之后，我国加大了基础设施的建设，包括道路桥梁港口等，通过启动投资来拉动经济增长，投资带来了我国制造业产能的扩大，再加上我国的劳动力成本、教育、组织和环境资源优势，01年之

后世界加工业逐渐向我国转移，所以这几年我国经济的对外依存度不断加大，外向型经济的比重迅速提高。世界加工业的转移带动资金的转移，这表现在我国贸易顺差和 FDI 的大幅增长，这些资金被用于投资，提高产能，然后获得更大的出口。出口额的高速增长需要相应的制造业产能的扩张，这需要巨大投资的支持，而我国的高储蓄率给高投资提供了保障。由于资金多是转化为投资，国内在财富分配制度上的不合理造成财富向少数人集中，低收入群体包括广大的农民在过去十几年中绝对收入变化不大，总体消费增长相对缓慢，东部地区局部性的高增长对整体消费的贡献是有限的，所以短期内国内贷款的投放以及贸易顺差获得的外汇占款的增多不会带来通货膨胀率的上升。但投资和出口的增长会带来财富的集聚，当财富积累达到一定程度，形成一次购买力的提升，造成物价的上涨，通胀便会出现，而且之前财富积累的越多，形成的通胀水平就越高。从 01 年以我国来的数据看，我国的通胀需要两年的财富积累，才能爆发一次，导致 CPI 的上升。02-03 年和 05-06 年就是一个积累的时期，低收入群体的积累带来的是基本消费的提高，表现在饮食结构、旅游、购物、汽车消费等领域，由于我国分配制度上的不合理造成大量财富向少数人集中，这些人财富积累的速度是惊人的，同时国内缺乏有效的投资渠道，这部分财富大部分转化成投资性的购房需求和股票投资需求（也包括向境外转移资产），从而推动房价尤其是东部财富集中地区房价的持续上升。伴随着信贷的扩张，产能迅速扩大，制造业出口、房地产投资和汽车消费增长强劲，通过投资，制造业的出口和房地产、汽车的消费吸收了大量资金，形成了外需和内需的循环，对资金的需求越来越大，结果造成投资品价格的持续上升，最后推动生活必需品价格的上涨，形成全面的通胀。因为 05-06 年财富积累的量相对于实体经济更大，所以之后 07-08 的通胀更高。

以往两次通胀和资产价格的上涨除了有财富积累的因素之外，更明显的表现出输入型和成本推动型特征。我国资源贫乏和重工业化进程的加快，导致对基础原材料的需求增加，基础原材料领域的竞争格局已经形成寡头垄断，价格控制能力强，而我国的经济结构是外需导向的，对外议价能力弱，导致成本的价格上涨快于产成品价格的上涨，但是中国低廉的劳动力成本、劳动力的组织成本和环保成本以及劳动生产率的提高并没有因为原材料价格的上涨而削弱价格竞争优势，全球制造业加速向中国转移的进程得以持续，进一步加剧这种不平衡，基础原材料的几个上涨传导到国内相关领域与财富效应共同推动通胀的形成和资产价格的上涨。通胀和资产价格的上涨需要基本的推动因素，但通胀和资产价格泡沫最终能否形成取决于货币的供应量和资产及产品的供应量是否匹配，政府相应的对策是采取严厉的货币政策手段，包括大幅提高存款准备金率和利率水平，辅以行政调控，最终使得通胀和资产价格上涨得以控制，没有形成严重的泡沫。07-08 年最后的调控成功也有美国金融危机爆发的外力作用。

本轮通胀和资产价格上涨的动因分析

我们来看现在的情况，今年我国的经济目标是保八增长，尽管当前的经济总量要比前几年要大，但 GDP 增速要较之前的 11-12% 的增速水平低很多，而今年的信贷投放却是天量，增速大大超过以前。货币的投放和信用扩张形成的需求在短期内能够刺激经济的增长，但最终将表现在物价上，如果货币的供给超过了经济体的实际需求，通胀早晚会出现。所以明年的高通胀的几率很大，并且这很可能开始是一种结构型通胀。我们注意到以前的两个物价周期中货币资金是外需和内需两个领域的循环，而现在，外汇占款无论是绝对量还是相对比例都比较小，我国的出口增长位于历史的低谷，受制于海外经济复苏的缓慢，短期内出口有大幅起色的可能性很小，外需导向的制造业领域吸引资金的能力有限。由于我国的制造业主要是外向型经济，出口萎缩导致产能的严重过剩，从而制造业投资受到抑制，资金的吸收与循环流动只能主要集中内需领域。金融危机以来我国政府加大了中西部的资金投放，这将拉升中西部地区的收入，从而使得社会的资金分布相对均匀，造成整个社会购买力的上升，而天量的信贷资金集中在内需领域，短时间内可能形成购买力的迅速爆发，这从年初以来房地产、汽车的消费增长和股市的快速上涨可以表现出来。以内需为主供给存在瓶颈的行业将表现的最为明显，首先是房地产、股市等市场出清比较快的行业，吸引资金量大，对信贷政策特别的敏感，在实体经济领域，生活资料中供给存在瓶颈的会较早的快速上涨。但这一轮形成的通胀体现在 CPI 上初期应该比前两轮要弱，前两轮是投资品带动生活必需品上涨，投资消费共同推动 CPI，更多的是输入型或者成本推动型通胀，这一轮是货币投放造成的需求提升拉动生活资料上涨，是自下而上的，制造业产能过剩，在产能利用率得到有效提升之前不会形成产成品价格的上涨。但是一旦产能利用率提高到一定程度，由于上游资源竞争结构优于国内制造业，议价能力强，基础原材料就会快速上涨，但是一旦内需带动制造业开工率上升，引发基础原材料的更大的价格上涨，将会压缩制造业的利润，加上通胀预期将引发资金从制造业撤离，投入资产领域，形成资产领域的供求失衡，加速通胀催生资产泡沫，所以本次通胀初期是结构型通胀的局面、中后期会演变成全面通胀。

短期内政府可动用的货币紧缩手段有限

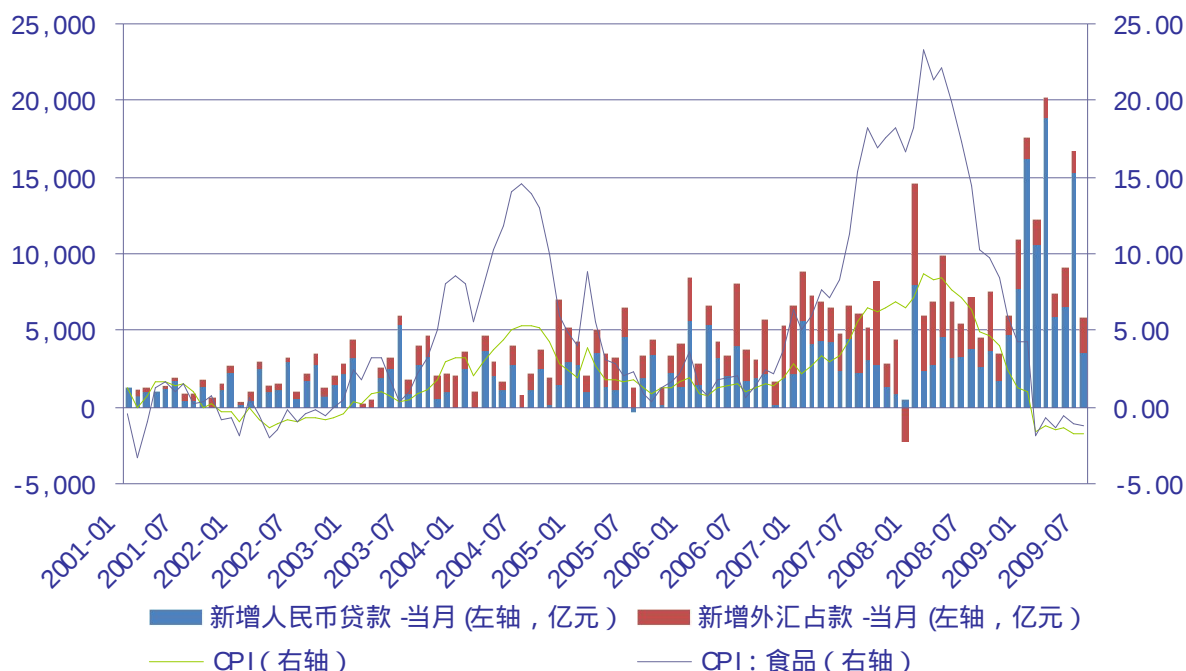
在财富积累形成的消费旺盛时期，经济过热将会出现，宏观经济风险较高且生产成本较大，将引起政府的宏观调控，我们看到在 04 年和 07 年我国都是较为明显的信贷紧缩环境。那么这一轮通胀起来后，政府不太可能收紧货币。首先，从加息的可能性分析。危机以来以消费为经济主导的美国，居民的储蓄率大幅增加，消费信心很弱，这是通缩的表现，另外由于美元是世界货币，具有向外输出和避险的功能，因此美国出现通胀的几率很小，美联储在较长时间内不可能加息，如果美国不加息与美国经济联系紧密的欧洲和日本也难以加息。我国如果单方面加息会引发热钱的流入，加剧通胀和金融体系风险，全球宽松的货币环境在中短期内仍将持续下去。其次是考虑信贷收紧的可能性。从人民币新增贷款上看，由于今年固定资产投资额非常大，新开工和施工

项目投资在高位增长，据估计，要维持今年已经开工的项目，明年需要新增贷款 8 万亿元，这是非常高的信贷投放量；从新增外汇占款上看，资金外流的趋势是没有的，九月甚至有加速流入的趋势，因为海外市场没有明显复苏，在实体领域也没有投资机会。如果提高法定存款准备金率和加息，这些中长期的基本建设项目将难以维持，形成烂尾工程，房地产和股市也会下跌。基本建设项目和房地产的资金来源主要是银行，收货币影响的不仅仅是实体经济，还关系到金融体系尤其是银行体系的安全。我们判断在解决银行系统的风险敞口之前，政府难以采取严厉的政策，微调的可能性较大。

结论：通胀和资产价格上涨甚至产生严重泡沫的基础是存在的

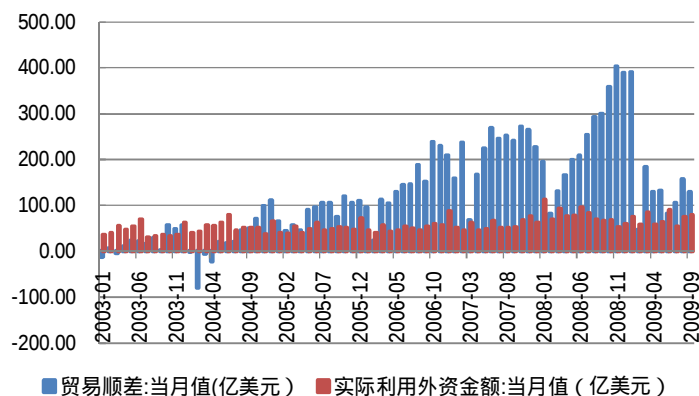
外需的持续疲软（近期海外经济数据虽然有些回升但是应该看到其源头来自于中国消费和政府投资的带动，在没有新的技术变革和新的大的经济体比如印度崛起之前，海外经济的主动性恢复需要较长的时间）、国内宽松的货币政策、制造业对资金的吸纳量大幅减少甚至形成对货币的挤出效应、银行体系被基本建设和房地产绑架使得政府可动用的紧缩手段有限，几个因素的叠加将使资金向资产领域和消费领域聚集，产生货币存量与资产和产品存量的严重不匹配，并且随着存款活期化和热钱流入趋势的持续和加速，这种不匹配有进一步恶化的可能。如果没有新的能够吸纳大量资金的投资领域出现分流资金的话，通胀和资产价格上涨甚至产生严重泡沫的基础是存在的。最终通胀和资产的泡沫程度将取决于其具体的供求变化和政策调控手段的选择及效果。

图 1：01 年以来我国信贷环境与通货膨胀走势变动图



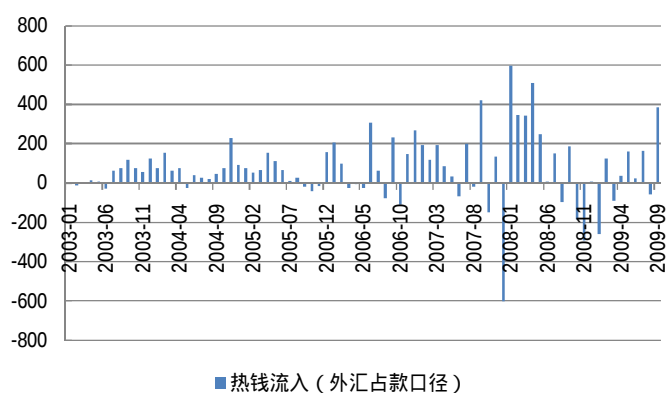
数据来源：Wind, 江海证券研发部

图 2 03年以后我国贸易顺差和外商直投利用额增加



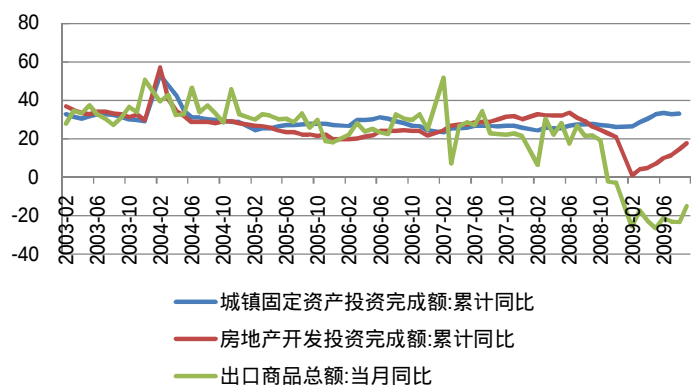
数据来源：Wind, 江海证券研发部

图 3 05年以后流入我国的海外热钱规模变大



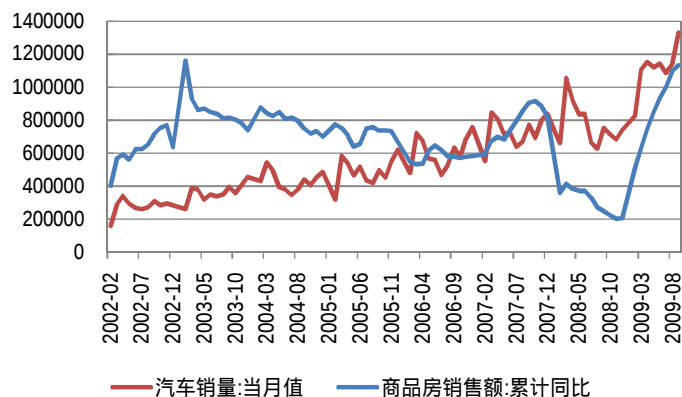
数据来源：Wind, 江海证券研发部

图 4 投资和出口的高增长是上一轮经济周期的主要增长模式



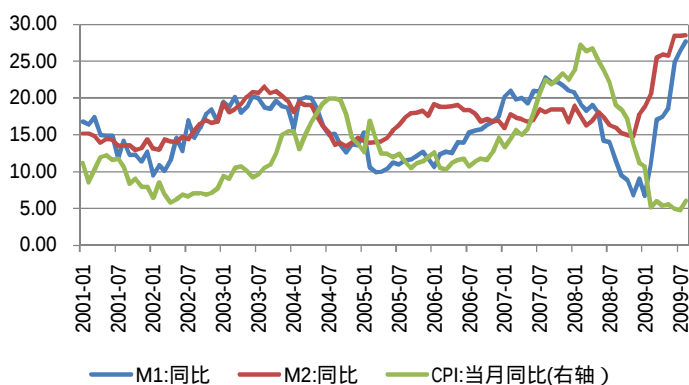
数据来源：Wind, 江海证券研发部

图 5 财富的增加导致了近年来房地产与汽车消费的火爆



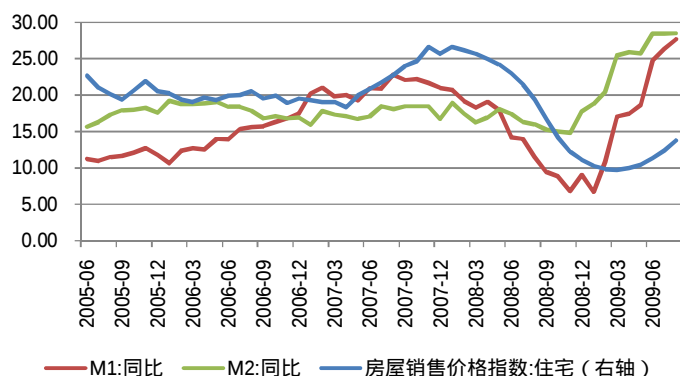
数据来源：Wind, 江海证券研发部

图6 货币扩张的成本是高通胀经济风险的到来



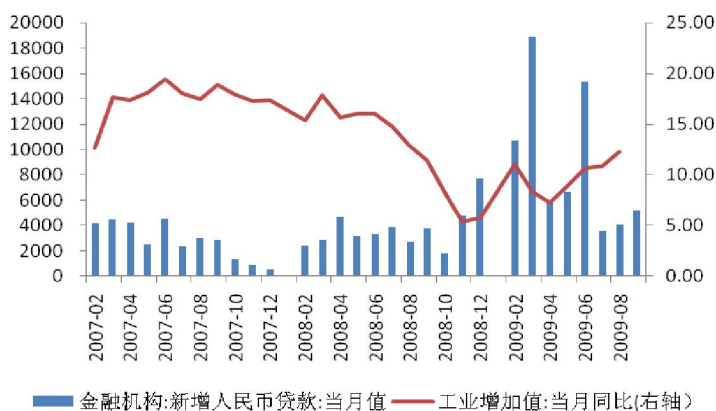
数据来源：Wind，江海证券研发部

图7 货币的扩张推动房地产价格的上涨



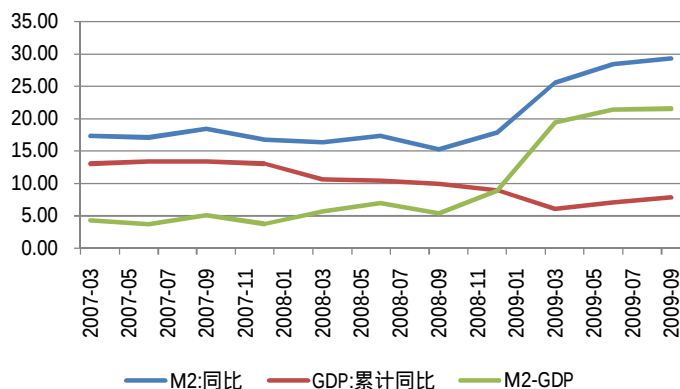
数据来源：Wind，江海证券研发部

图8 金融危机以来，宽松的信贷环境带来了经济的快速复苏



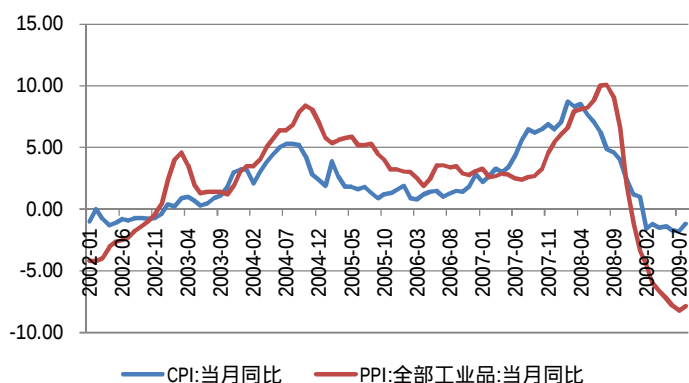
数据来源：Wind，江海证券研发部

图9 当前货币供给远大于实体经济的货币需求量，通胀即来



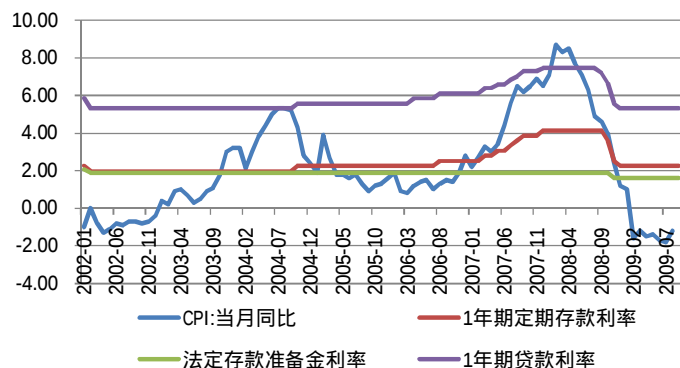
数据来源：Wind，江海证券研发部

图10 CP领先PP将继续，反映需求自下而上拉动物价上涨



数据来源：Wind，江海证券研发部

图11 0年以来我国央行针对通胀的货币紧缩调整



数据来源：Wind，江海证券研发部

特别声明

在法律允许的情况下，江海证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

分析师介绍

李桓，江海证券研发部总经理，主要研究领域为宏观经济

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路 56号

电话：0451-82269280

传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路 168号 1107-1109室

电话：021-58766929

传真：021-58766929-8005

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。