

是紧缩调控不是泡沫破灭, 会通货膨胀不会经济危机

——对中国经济中长期走向的思考

要点:

- **对紧缩调控不必过度悲观。**中国具有特殊的信用、投资扩张能力, 很多经济主体对投资回报率和利率的敏感度不高, 金融体系也不完善, 我们认为未来国内信用、投资和实体经济较快扩张的格局不会改变, 当前的调控政策只是和 05、07 年类似的正常紧缩周期, 而不会导致泡沫破灭; 我们承认大宗商品价格上涨和劳动力拐点将带来潜在通胀水平的上升, 但中国还没有出现经济危机和长期低迷的触发条件, 未来几个季度仍需关注紧缩调控对资产价格的负面影响, 但对资产价格的中长期走势不必有任何担忧。
- **资本回报率下降和投资萎缩是经济低迷的两大原因。**日本、台湾等经济体 90 年代以来出现长期低迷的原因是需求不足和资产价格暴涨使得资本回报率下降, 市场环境下投资回报率的下降必然带来信用和投资规模的萎缩, 即使央行将利率降至极限水平, 市场化的经济主体也没有动力去扩张信用和投资(货币陷阱)。而由于中国有着较为特殊的经济体制和金融体系, 资本的投资回报率和利率水平不能约束一些经济主体的信用扩张和投资行为(比如政府投资和国企的粗放扩张), 使得国内的信用扩张速度一直要显著高于实体经济增速, 虽然近些年国内的资产回报率有较为明显的下降, 但目前还很难说中国特殊的信用、投资扩张机制已经被打破了。
- **中国的货币、投资潜在增速不会显著下降。**如果 2010 年这一轮政策紧缩过度, 将暴露出财政收入下滑, 银行坏账扩大, 经济增速大幅放缓和失业率上升的问题, 在没有较好地理顺内部的经济和分配体制之前, 中国目前的社会经济体系能否承受紧缩之重, 还是个很大的疑问, 紧缩之后仍会面临着重新宽松的内在动力。中国当前的经济发展和城镇化水平还很低, 这两大条件虽然不构成经济维持高增长的充分条件, 但较大的发展差距和较低的城镇化水平意味着中国还有较强的后发优势, 只要花大力气调整好自身城乡分化、分配失衡的经济结构, 并处理好国际收支失衡的局面, 中国经济就能够继续在内外需求的带动下维持合理的投资回报率和较高的经济增长率。新增劳动力的减少会推高潜在通胀水平, 但有利于经济转型, 并不会带来人口红利衰减的问题。

分析师

吴士金:

☎0755-83516212

✉wtj@cgws.com

PCN: S1070109031294

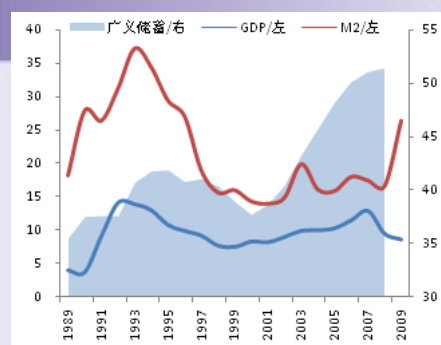
腊博:

☎0755-83516230

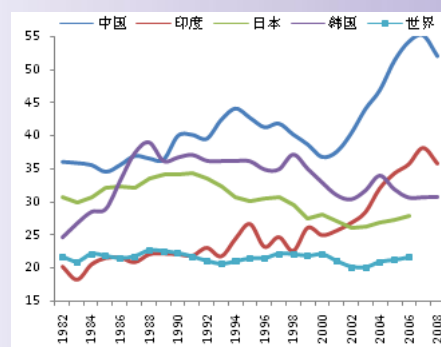
✉lab@cgws.com

PCN: S1070208070272

中国总储蓄率、GDP 和 M2 增速



各国总储蓄率走势, %GDP



相关报告

2010年04月15日

《GDP 环比增速回落至 10%, 资产泡沫调控压力大增》

2010年04月02日

《紧缩政策呼之欲出, 长期通胀堪忧》

2009年01月22日 四季度宏观数据点评

《增长高峰已过、通胀抬头、货币向下、投资萎缩》

2009年12月03日 年度宏观年度报告

《总量好治, 结构难调——从西药到中医》

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。



是紧缩调控不是泡沫破灭, 会通货膨胀不会经济危机

——对中国经济中长期走向的思考

引言:

近期时间市场上有一种观点认为中国会像日本 80 年代末那样出现资产价格泡沫破灭, 并可能在 3-5 年内出现经济危机的情景。是否出现这一情形的根本条件在于我们过去年均 20% 的信用扩张进程是否会像 90 年代的日本、台湾那样趋于停滞, 正是由于实体经济过剩和投资回报率下降的压力, 使得日本、台湾等出口导向型经济发展到一定程度之后, 出现了信用和投资扩张趋于停滞 (货币陷阱), 低迷和通缩长期主导经济形势的演变路径。中国具有特殊的信用、投资扩张能力, 很多经济主体对投资回报率和利率的敏感度不高, 金融体系也不完善, 我们认为未来国内信用信用、投资和实体经济较快扩张的格局不会改变, 当前的调控政策只是和 05、07 年类似的正常紧缩周期, 而不会导致泡沫破灭; 我们承认大宗商品价格上涨和劳动力拐点将带来潜在通胀水平的上升, 但中国还没有出现经济危机和长期低迷的触发条件, 未来几个季度仍需关注紧缩调控对资产价格的负面影响, 但对资产价格的中长期走势不必有任何担忧。

一、 信用和投资扩张机制决定资产价格走势

80 年代末日本、台湾都在资产泡沫破灭后进入到经济低迷、信用扩张趋于停滞的长期消沉期。对于市场化程度较高的欧美、日本、台湾等经济体来说, 出现这种长期低迷的原因是需求不足和资产价格暴涨使得投资回报率下降, 市场环境下投资回报率的下降必然带来信用和投资规模的萎缩, 即使央行将利率降至极限水平, 市场化的经济主体也没有动力去扩张信用和投资 (货币陷阱), 经济主体更可能出现去杠杆行为直接导致信用规模和投资需求的萎缩, 因此在资本积累到一定程度, 或者过剩使得回报率很低的时期, 如果没有新技术和新的需求力量出现来改变资本回报率, 实体经济往往难以摆脱通货紧缩的阴影, 经济会回归到一种潜在增速放缓、资本低回报、高折旧促使资本-劳动力再平衡的修复均衡状态, 储蓄 (投资) 率也会相应地出现下滑。

图 1. 日本 M2, GDP 平减指数和日元兑美元汇率

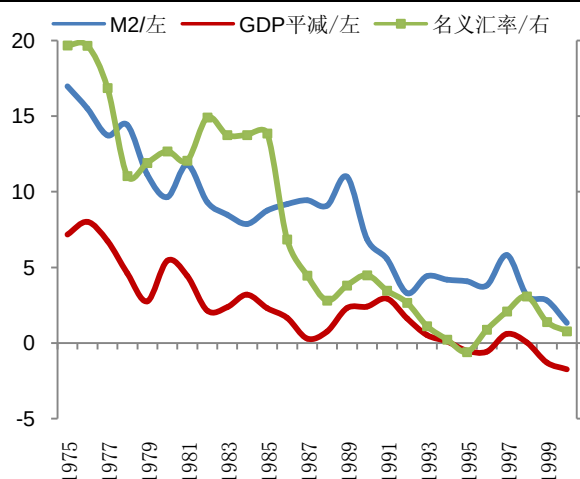
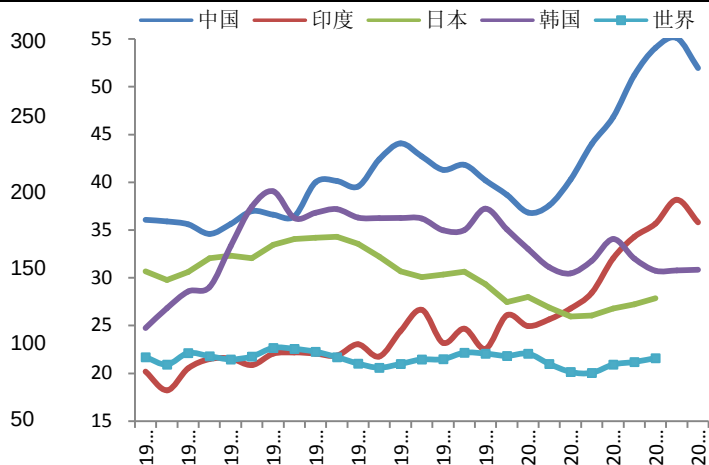


图 2. 世界各国的总储蓄率演变, %



数据来源: WDI, 长城证券研究所

与这种投资低回报，信用和投资扩张进程基本停滞的均衡修复状态相对应的是，实体经济、金融市场甚至是不动产的价格都会停滞不前，中长期经济环境表现出资产泡沫破灭后的消沉低迷格局。

图 3. 东京股票指数, 日本 M2 增速走势

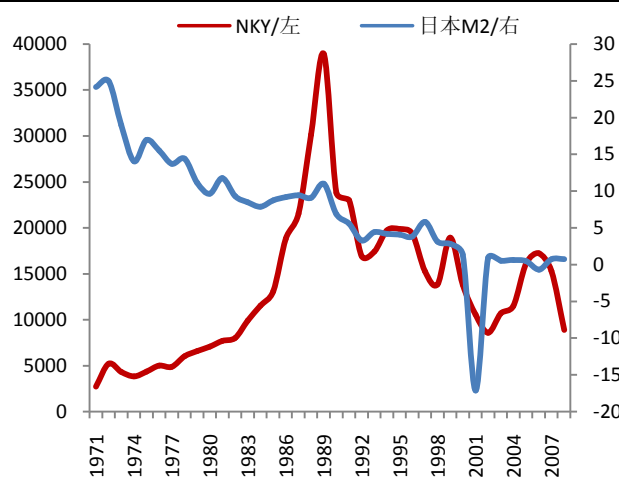
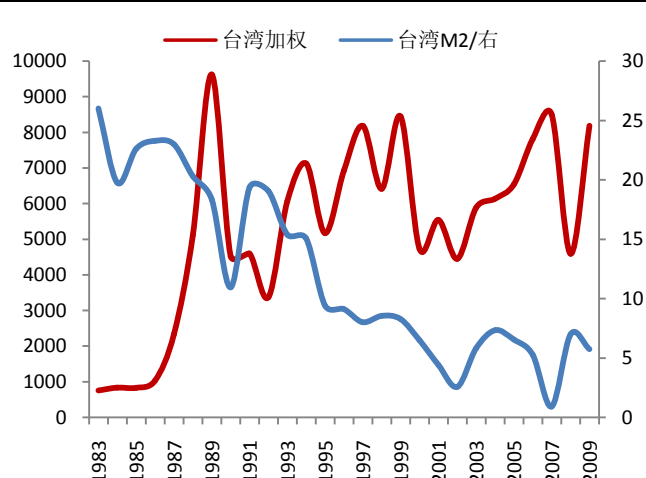


图 4. 台湾加权股指、M2 增速, %



数据来源: WDI, 长城证券研究所

由于中国有着较为特殊的经济体制和金融体系，资本的投资回报率水平不能约束一些经济主体的信用扩张和投资行为（比如政府投资和国企的粗放扩张），使得国内的信用膨胀速度一直要明显高过实体经济的增速，而劳动力等要素的低价同时抑制了通胀水平。近些年国内的投资回报率和自然利率水平已经出现了显著的下降，单位固定资产投资对应的 GDP 已经从 90 年代超过 3 的水平下降了一半，A 股市场的 ROA 水平也从过去两位数的水平下降到了 2%，房价的飙升也反映了国内资产收益率大幅下降的趋势。但与市场经济资本回报率下降会反过来会制约信用和投资扩张的正常反馈机制所不同的是，国内很多投资主体对投资回报率和利率不敏感，信用膨胀过快的局面并没有得到实质改善。过去十年中国的货币平均增速为 17.5%（相当于信用规模四年翻一



番), 广义货币从 90 年代初期的 1.5 万亿膨胀到了目前 65 万亿的水平, 货币增速大概是实际经济增速的两倍, 09 年保增长更是带来了近 10 万亿的新增信贷和近 30% 的货币增长 (新增信贷的 30-40% 被认为进入到了地方融资平台), 市场经济供给过剩和回报率下降导致信用和投资放缓的反馈机制并未在中国有效出现, 固定资产投资扩张的速度一直远高于居民可支配收入和消费的增长, 投资在整个 GDP 当中的比重不断攀升已经超过了一半。

图 5. 广义储蓄率, GDP 和 M2 增速, %

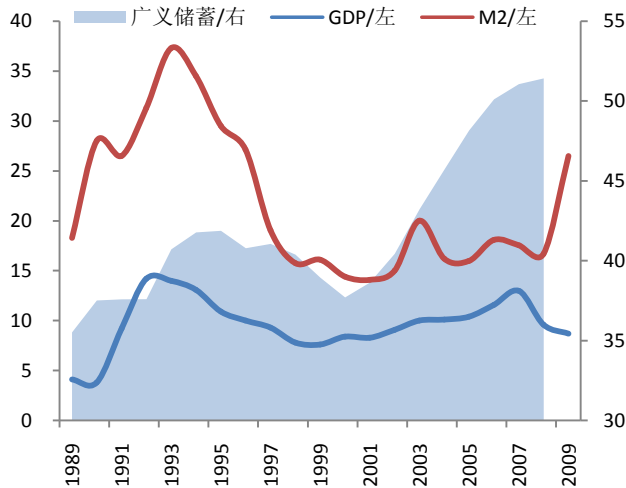
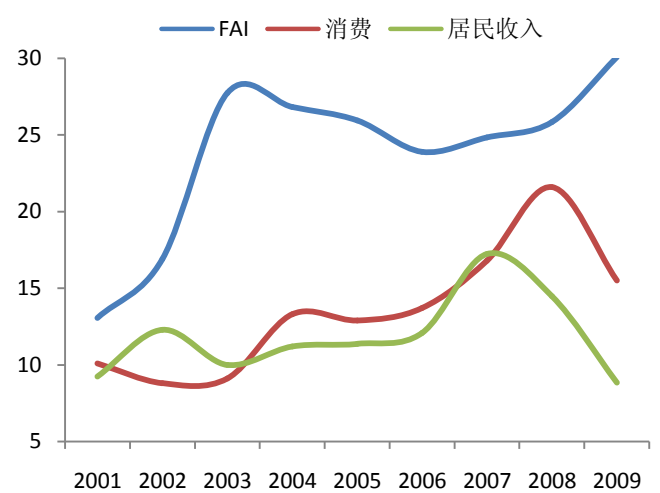


图 6. 固定资产投资、消费、居民可支配收入增速



数据来源: Wind, 长城证券研究所 广义储蓄率为投资和净出口占支出法 GDP 的比重

经过 09 年的宽松政策之后, 中国目前确实面临着信用过度 (超额货币), 储蓄和投资比重持续攀升, 劳动力相对价格恶化, 经济结构失衡趋于严重的挑战。如果不能扭转信用和投资粗放扩张, 劳动力相对价格下降, 产出分配失衡持续加剧的趋势, 短期内将很难打破信用和投资主导经济扩张的旧模式, 中国经济将在宽松-紧缩的政策循环当中越走越远。其必然出现的一个结果是经济发展对信用、投资和资产价格的依赖度越来越高, 调控政策可作用的空间越来越小, 调控的难度越来越高, 货币仍会维持较高速度的扩张; 另外一个结果是较高的信用膨胀和内外要素价格上升推动潜在通胀水平上升, 汇率低估问题不必依赖名义汇率升值也可以得到较好的修复, 甚至最后走向另一个极端——汇率高估。

二、 货币、投资的潜在增速不会显著下降

在经过 09 年大幅宽松保增长之后, 国内社会经济领域的结构问题进一步加深, 如果 2010 年这一轮政策紧缩过度, 将暴露出财政收入下滑, 银行坏账扩大, 经济增速大幅放缓和失业率上升的问题, 在没有较好地理顺内部的经济和分配体制之前, 中国目前的社会经济体系能否承受紧缩之重, 还是个很大的疑问, 紧缩之后仍会面临着重新宽松的内在动力。

城镇化和第三产业驱动经济增长。从中国当前的经济发展和城镇化水平来看, 虽然一线城市经济发展水平相对较高, 但是按购买力评价计算的人均 GDP 远低于发达国

家,也不及 80 年代末期日本和亚洲四小龙的水平。城镇化率大约为 43%,同样还处在较低水平,这两大条件虽然不构成经济维持高增长的充分条件,但较大的发展落差和较低的城镇化水平意味着中国还有较强的后发优势,只要花大力气调整好自身城乡分化、分配失衡的经济结构,并处理好国际收支失衡的局面,中国经济就能够继续在内外外部需求的带动下维持合理的投资回报率和较高的经济增长率。

图 7. 中日韩购买力人均 GDP 与美国之比

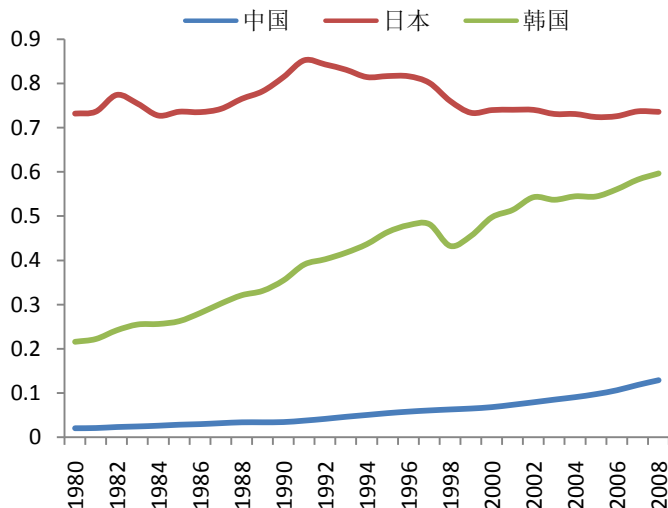
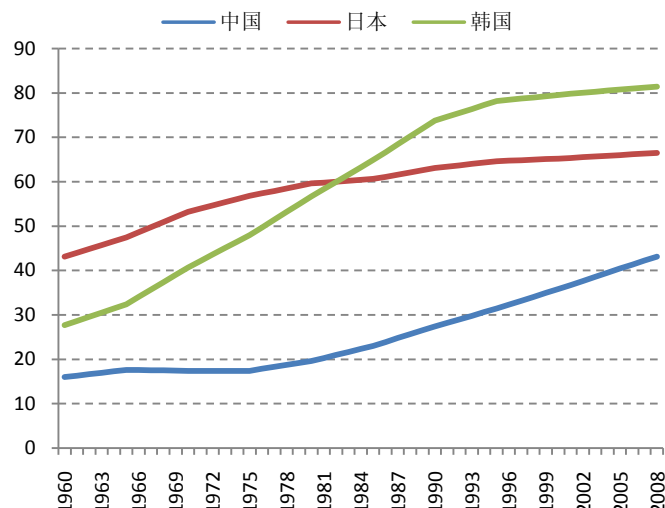


图 8. 中日韩三国城镇化人口比重, %



数据来源: Wind, 长城证券研究所

“人口红利消退”目前还是个伪命题。我们注意到新增劳动力消退给经济增长带来的负面效应,从中国的人口结构金字塔可以看出,中国当前的人口结构特征与 90 年代初期的日本较为相似,中青年劳动力高峰集中于 20-25、40-48 岁两个年龄段,确实面临着新增劳动力衰减的问题。尽管新增劳动力的减少将推高潜在通胀水平(今年沿海地区“用工荒”的加剧,隐含着 1985-1990 年出生高峰带来的中低端劳动力高峰正在消退的事实,而在 2015 年左右,中国将迎来劳动力总量的高峰),但我们认为劳动力稀缺度的提高有助于改善当前劳动力相对价格较低、收入分配差距不断拉大的失衡局面,城镇化将带来的第三产业和就业市场的膨胀也会增加劳动力的稀缺度,劳动力供需格局的转变将带来真实工资水平的上升,如果未来的政策能够提高通胀容忍度,并更好地调节收入分配、关注民生领域,劳动力真实工资和劳动报酬比例的提高可以对居民消费形成正面影响,也有助于经济结构的调整,从这个意义上来看,在人口老龄化没有十分严重之前,不必要过度担心人口红利消退给经济增长带来的负面影响。

图 9. 中国、日本、韩国总人口两年环比增速，

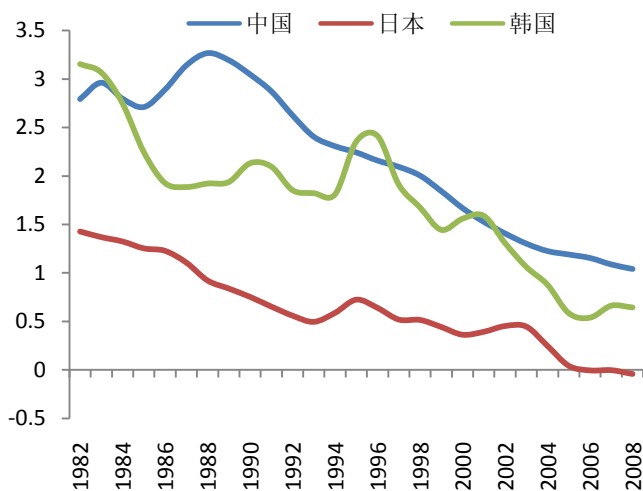
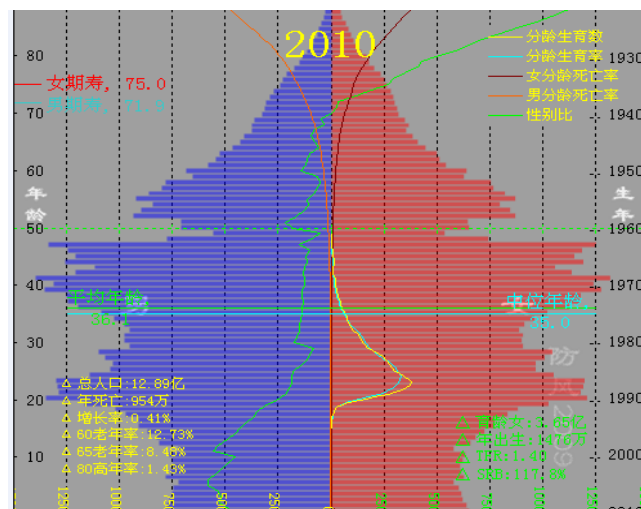


图 10. 2010 年中国人口年龄结构分布



数据来源: Wind, 长城证券研究所

综上所述,我们认同信用过快膨胀和要素价格上涨促使潜在通胀水平上升的观点,但并不认为这一轮紧缩调控最终会造成资产价格泡沫破灭和经济增长中长期拐点的形成。在调控政策选择上,除了遏制高房价等传统治标手段之外,当前宏观调控的着力点应该是大力发展服务业以提高劳动力报酬,将更多的公共资源投入民生领域,补贴低端消费,完善金融体系和经济体制以缓解分配失衡加剧的局面。

(完)



研究员介绍及承诺:

吴士金: 北京大学理学学士, 香港中文大学经济学硕士, 2008 年加入长城证券, 任宏观分析师。

腊博: 新西兰梅西大学金融学学士 (Honours)、金融学硕士 (Distinction), 曾在新西兰金融机构任货币和股票策略分析师, 2008 年 5 月加入长城证券研究所任策略分析师, 主要从事 A 股投资策略、欧美经济、汇率、和国际大宗商品市场的研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司 (以下简称长城证券) 向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>