

日期: 2011 年 5 月 20 日



胡月晓

021-53519888-1917

huyuexiao@sigchina.com

执业证书编号: S08705101200216

通货膨胀继续但升值前景或逆转

——2011 陆家嘴论坛: 浦江夜话一

■ 主要观点:

连平: 通货膨胀难言乐观

年底物价回落, 是否在酝酿新一轮通货膨胀, 还是有可能的。中国通货膨胀的祸根在美国。

卖金农: 中国政府很难改变货币政策困境

实际上中国政府处于困境中, 美元资产处在零利率的时候, 要考虑利率过高美元热钱的流入, 实际上新兴国家都受到这种压力。中国政府很难改变这种状况, 除非让美国改变目前的低利率政策。升值也会引起热钱, 的确很少有办法。

汪小亚: 央行当前关注通胀预期而非通胀目标

2009 年 10 月份国务院就提出要管理通货膨胀预期。货币政策更多的是要强调测量预期, 其次是管理预期; 第三是出宏观管理外, 还要注重微观管理。

陈志武: 利率双轨制损害了民营企业

中国的宏观数据和政策特别频繁, 特别忙。一下子不买房就不爱国, 一下子又限购。为短期利益不顾一切的做法, 导致了今天的通货膨胀形势。民营企业实际上已在支付高利率, 银行正规信贷利率上调, 虽然民营企业虽然得不到正规贷款, 但国有企业因利率上升受到压制后, 对民营企业是有利的。

谢国忠: 汇率升值解决输入性通货膨胀问题是不可能的

中国的通货膨胀目前很严重, 中国目前面临的通货膨胀危机, 所以货币收缩不可避免。存量的货币还在变成通胀。估计未来货币增速还会继续下降。未来中国经济增速会继续下降, 所以对货币增速的要求也在下降。汇率升值解决输入性通货膨胀问题是不可能的。经济增长带来货币升值也是一厢情愿的看法。人民币汇率压力很快会转向。

王庆: 结构调整带来通货膨胀压力

转型过程必然伴随相对高通货膨胀。因为结构调整要带来价格体系调整。而价格粘性使得价格不容易降下来。结构调整会带来通货膨胀压力。这跟货币政策没有关系。年终才会通货膨胀见顶, 但前提是偏紧的货币政策持续。

彭文生: 人口结构变化带来通货膨胀长期压力, 目前最严重的是资产价格膨胀。

长期看, 看价格变化要看人口结构变化。消费人口的增加, 会带来通货膨胀的增加。货币政策相对于 CPI 是有点紧了, 但对资产价格还是偏松。中国投资机会少、储蓄率又高, 故资产价格偏高。

报告编号:

相关报告:

5月19日 19:30-21:00, 上海浦东金茂君悦大酒店宴会厅, 参加上海2011陆家嘴论坛的专家共谈“货币政策、通货膨胀和流动性管理”话题。上海证券研究所有关研究员也出席了论坛。以下为我们参会人员整理的会议记录(未经大会论坛和演讲者审阅)。

连平：通货膨胀难言乐观

年底物价回落后, 是否在酝酿新一轮通货膨胀, 还是有可能的。

中国通货膨胀的祸根在美国。虽然央行在奋力对冲, 但货币还是不断增加。今年以来外汇占款的水平一直在3000亿以上, 去年是2500亿。通过升值能否解决输入性通货膨胀问题?

卖金农：中国政府很难改变货币政策困境

零利率在美国的作用, 以及美国银行间利率对全球经济的影响。美国热钱流向世界, 迅速造成大宗商品的上涨, 美国制造品的价格上涨也很快。人们指责自己获益, 造成其它人受害。美国的信贷体系已被破坏, 信贷在收缩。美国的零利率是双输的。

大家都觉得中国货币供应过高, 利率过低。实际上中国政府处于困境中, 美元资产处在零利率的时候, 要考虑利率过高美元热钱的流入, 实际上新兴国家都受到这种压力。中国政府很难改变这种状况, 除非让美国改变目前的低利率政策。升值也会引起热钱, 的确很少有办法。根本原因是美国的利率太低。所以美国的货币政策影响到了其它国家。

上世纪80年代前美国的货币贬值也很厉害, 但80年代后美元的对内价值已很稳定了。

汪小亚：央行当前关注通胀预期而非通胀目标

2009年10月份国务院就提出要管理通货膨胀预期。传统通货膨胀预期是硬管理, 借助工具进行; 现在是软管理, 借助引导进行。所以货币政策也有改变了。传统模式下, 注重通货膨胀目标; 现在更多的是策略性的问题, 由工程变为策略问题。预期的因素是当前通胀的重要推手。调查数据也证明了这点。货币政策更多的是要强调测量预期, 其次是管理预期; 第三是出宏观管理外, 还要注重微观管理。

陈志武：利率双轨制损害了民营企业

长期利益和短期利益如何权衡; 利率双轨制问题。现在测量经济形势的数据方法很多, 但不是每个数据都会做出反映。我在美国看中国, 好像中国的宏观数据和政策特别频繁, 特别忙。一下子不买房就不爱国, 一下子又限购。为短期利益不顾一切的做法, 导致了今天的通货膨胀形势, 又从上到下天天开会。当时不顾一切放天量贷款的时候没想到这点? 中国经济要持续增长, 短期的政策选择不要太匆忙! 为压通货膨胀的数量工具和利率工具, 对数量来说, 不是每一个数量工具

都要对称使用的。当经济过热的时候，用量化工具不应该。当时量化宽松，是因为利率工具使用到极限（流动性陷阱）。现在一次又一次的用准备金调整，受伤最严重的是中小企业。第二，是造成了利率双轨制。民营企业受到了伤害。

民营企业实际上已在支付高利率，银行正规信贷利率上调，虽然民营企业虽然得不到正规贷款，但国有企业因利率上升受到压制后，对民营企业是有利的。

谢国忠：汇率升值解决输入性通货膨胀问题是不可能的

中国的通货膨胀目前很严重，中国目前面临的通货膨胀危机，所以货币收缩不可避免。但是这次货币增加的时间非常长和猛。2007 年就讲通货膨胀了，但 2008 年为应付金融危机大量放钱。2005 年前由于产能过剩，所以货币增长和价格还不严重。现在的情况很严重。存量的货币还在变成通胀。其实货币增速下降还是很高的，现在的问题是高速状态下降，引起了一些压力。估计未来货币增速还会继续下降。未来中国经济增速会继续下降，所以对货币增速的要求也在下降。借钱的都是政府和国企，所以利率很难上去。货币放慢后，市场利率已经上去了，中国贷款的利率实际已过 10%。利率扭曲对民营企业伤害很大，但难以改变。照顾国企谁在买单，中国存款者。中国过去中产阶段辛苦积累的财富，都被通货膨胀给蒸发了。过去 100 年都是这样了。中产阶段成为调控对象，这是社会不稳定的因素。

汇率升值解决输入性通货膨胀问题是不可能的。油价上涨 50%，汇率升 10% 根本不行。中国资本是管制的，能流进来的都是自己人，中国目前的通货膨胀是中美联手操作的结果。中国通货膨胀这么看，长期看升值一直升下去不可能。货币中国政府完全能控制。利率引起热钱也是不对的。印度利率那么高，也没有热钱。

经济增长带来货币升值也是一厢情愿的看法。汇率基本上受货币政策决定的。中国目前的高通货膨胀状态怎么会有升值压力呢。升值是我们自己叫出来的。人民币汇率压力很快会转向。

王庆：结构调整带来通货膨胀压力

2 年前也讨论过通货膨胀问题。当时争论很激烈。货币要造成通货膨胀需要一些条件。2 年前可能没问题，现在不可避免了。原因就是 2009-2010 年放了太多的钱。危机期间不采取那些措施，后果会怎样谁都不知道。所以也不能就此指责当时的货币政策。中国货币决策不是央行一家决定的。2011 年中国经济结构调整真正开始。结构无非是支出结构、收入结构、产业结构。转型过程必然伴随相对高通货膨胀。因为结构调整会带来价格体系调整。而价格粘性使得价格不容易降下来。结构调整会带来通货膨胀压力。这跟货币政策没有关系。偏紧的货币政策不利于经济结构的调整。货币政策面临的挑战，是如何

管理好通货膨胀从较低向较高变化。通货膨胀率不是很重要的，关键是通货膨胀率的变化。

年终才会通货膨胀见顶，但前提是偏紧的货币政策持续。

彭文生：人口结构变化带来通货膨胀长期压力，目前最严重的是资产价格膨胀。

调增量用数量工具，调存量用利率工具。利率提高了，同样的货币流动性下降。长期看，看价格变化要看人口结构变化。消费人口的增加，会带来通货膨胀的增加。印度生产人口较多，所以通货膨胀教高。中国目前更严重的是资产价格过高。货币政策相对于 CPI 是有点紧了，但对资产价格还是偏松。中国投资机会少、储蓄率又高，故资产价格偏高。

（本会议记录仅向上海证券机构客户发送）

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。