

国内宏观

宏观经济专题报告

关于当前宏观经济几个问题的思考

-----中秋答客问

内容提要

1. 今年以来国内物价持续高涨，CPI 不断创下新高，这其中的原因是什么？自去年起央行就开始实施紧缩的货币政策，为什么还会出现通胀居高不下的情况？
2. 目前，放在银行里面的存款一直面临“负利率”的状况，对于老百姓来说，一方面面临物价的不断上涨，另一方面放在银行的存款又不断缩水，该如何应对这种情况？
3. 虽然今年宏观调控一直在进行，央行不断紧缩银根，但房地产商似乎并没有收到太大的影响，连续两年的楼市打压政策，国内房价仍然高居不下。这是为什么？楼价未来会降么？
4. 中国目前的增长模式已经到了一个瓶颈，这两年一直谈的经济转型成效并不显著，内需无法扩大的原因是什么？经济转型如何实现？
5. 有外国经济学家将中国的地方融资平台债务与美国的两房债相提并论，认为这是中国式次贷，您认为这种形容是否恰当？目前国内地方融资平台的状况如何？国内债务占到 GDP 的比例？几大国有行公开表示地方融资平台的风险不大，这种说法是否可靠？今年以来的保障房地方融资平台会不会造成新的债务黑洞？

国盛证券有限责任公司

金融证券研究所

研究员 周明剑

zhoumingjian@gszq.com

执业证书编号

S0680511010001

关于当前宏观经济几个问题的思考

-----中秋答客问

1、今年以来国内物价持续高涨，CPI 不断创下新高，这其中的原因是什么？自去年起央行就开始实施紧缩的货币政策，为什么还会出现通胀居高不下的情况？

到底是什么因素推动通货膨胀，一直众说纷纭。我想主要还是货币过多。2008 年底到 2010 年底，GDP 由 31.4 万亿增长到 40.1 万亿，增长 27.7%；M2 由 47.5 万亿增长到 72.5 万亿，增长 52.6%；M2 到今年 8 月份更是增长到 78 万亿。我们可以看出货币增长速度几乎是 GDP 增长速度的两倍。虽然说央行从去年起开始实施紧缩的货币政策，累计提高存款准备金率 12 次，加息 5 次；但基础货币一直扩张得非常快，从 2008 年 9 月份到 2011 年 6 月份，基础货币余额从 11.7 万亿扩张到 20.3 万亿，增长了 73.5%！就是说我们通过提准和加息管住了货币乘数，货币乘数从 2009 年 6 月份的峰值 4.59 降到了今年 6 月份的 3.84，但没有管住基础货币，从而货币总量的增长速度依然很快。

基础货币管不住的原因主要是外汇占款增长太快。外汇占款从 2008 年 9 月份的 16.25 万亿增长到 2011 年 24.88 万亿，增长了 53.1%。外汇占款增长太快的原因是外汇储备增长很快，我们为了管住人民币汇率，必须不断释放出人民币来对冲增长过快的外汇储备。从这个意义来说，我们的货币政策是失败的。我们陷入了“不可能三角”（资本自由流动、货币政策独立和汇率稳定），货币政策完全受制于外部因素。

当然，推动物价上涨的还有其它因素，诸如大宗商品的中国需求因

素、劳动力成本上升、农业歉收和通胀的自我实现功能等等。但通胀归根结底是货币现象，只有货币的增长才能引起物价全面、持续的上涨。

2、目前，放在银行里面的存款一直面临“负利率”的状况，对于老百姓来说，一方面面临物价的不断上涨，另一方面放在银行的存款又不断缩水，该如何应对这种情况？

1990年以来，我国出现过四个持续“负利率”的阶段。一个是1992年10月-1995年11月，持续了3年零两个月；一个是2003年11月-2004年12月，持续了1年零2个月；一个2007年5月-2008年10月，持续了1年半；此次是从2010年2月到现在，持续了19个月。如果不大幅度加息，预计到明年上半年甚至明年全年，负利率仍将持续。

负利率状态，持有货币资产自然是吃亏的，我们可以持有实物资产或购买资源类股票。

3、虽然今年宏观调控一直在进行，央行不断紧缩银根，但房地产商似乎并没有收到太大的影响，连续两年的楼市打压政策，国内房价仍然高居不下。这是为什么？楼价未来会降么？

此次房地产调控正如人们所说是史无前例的，从降低交易杠杆到直接进行需求端管理，但并没有切中要害。即没有进行财税体制和土地管理制度改革，也无法改变地方政府通过征地拆迁获取超额土地收益甚至进行权利寻租的行为。政府主导的城市化必然导致“城市化陷阱”，城市面积不断扩大，而农民并不能真正进入、融入城市，同时现行体制下

的土地资本化不断扩大贫富差距。

房价已经有所松动，甚至不排除进一步下降；但政策一旦松动，房价必然出现报复性反弹。

4、中国目前的增长模式已经到了一个瓶颈，这两年一直谈的经济转型成效并不显著，内需无法扩大的原因是什么？经济转型如何实现？

所谓中国目前的增长模式是什么？就是严重依赖低成本要素投入，严重依赖投资和出口。这种增长模式必须有两个前提条件：一是存在低成本资源要素，即低成本的人力、土地和燃料原材料；二是存在持续的巨大的外部需求。现在看来，这两个前提条件正在逐渐消失，中国如果不进行经济转型，经济增速必然出现较快速度的下滑。

经济转型就是要将依赖低成本要素投入的增长方式改变为依靠技术进步和提高全要素生产率的增长模式，要将主要依赖投资和出口拉动经济的模式改变为主要依靠内需特别是国内消费需求拉动经济。

为什么经济转型成效并不显著？主要是政府对经济活动干预太多，市场不能起到优化资源配置的基础性作用。政府要放开管制，开放垄断性行业，加大对民生的投入。通过市场的竞争机制，引导企业创新，引导市场各参与主体充分博弈。

5、有外国经济学家将中国的地方融资平台债务与美国的两房债相提并论，认为这是中国式次贷，您认为这种形容是否恰当？目前国内地方融资平台的状况如何？国内债务占到 GDP 的比例？几大国有行公

开表示地方融资平台的风险不大，这种说法是否可靠？今年以来的保障房地方融资平台会不会造成新的债务黑洞？

中国的地方融资平台债务并不能与美国的两房债相提并论，美国的两房债务的风险主要是在它的高杠杆带来的扩散效应，而我们的地方融资平台的风险主要在于它的软约束，即很多投资根本没有考虑它的回报。如果是公益性投资，则应该从财政口支出。

据审计署 2011 年第 35 号公告，截至 2010 年底，全国地方政府性债务余额 107174.91 亿元，其中：政府负有偿还责任的债务 67109.51 亿元，占 62.62%；政府负有担保责任的或有债务 23369.74 亿元，占 21.80%；政府可能承担一定救助责任的其他相关债务 16695.66 亿元，占 15.58%。

从政府层级看，截至 2010 年底，全国省级、市级和县级政府性债务余额分别为 32111.94 亿元、46632.06 亿元和 28430.91 亿元，分别占 29.96%、43.51%和 26.53%。

从区域分布看，截至 2010 年底，东部 11 个省（直辖市）和 5 个计划单列市政府性债务余额 53208.39 亿元，占 49.65%；中部 8 个省政府性债务余额为 24716.35 亿元，占 23.06%；西部 12 个省（自治区、直辖市）政府性债务余额 29250.17 亿元，占 27.29%。

从举借主体看，2010 年底地方政府性债务余额中，融资平台公司、政府部门和机构举借的分别为 49710.68 亿元和 24975.59 亿元，占比共计 69.69%。

从借款来源看，2010 年底地方政府性债务余额中，银行贷款为 84679.99 亿元，占 79.01%。

从债务形态和资金投向看，2010 年底地方政府性债务余额中，尚未支出仍以货币形态存在的有 11044.47 亿元，占 10.31%；已支出 96130.44 亿元，占 89.69%。已支出的债务资金中，用于市政建设、交通运输、土地收储整理、科教文卫及保障性住房、农林水利建设等公益性、基础设施项目的支出占 86.54%。

从偿债年度看，2010 年底地方政府性债务余额中，2011 年、2012 年到期偿还的占 24.49%和 17.17%，2013 年至 2015 年到期偿还的分别占 11.37%、9.28%和 7.48%，2016 年以后到期偿还的占 30.21%。

国内债务占 GDP 的比重我们测算超过 134%，有的人测算得更高，超过 160%。地方融资平台的风险很大，保障房投资当然会造成新的债务黑洞。必须改变这种政府主导投资的格局。它会造成投资的低效率和对民间投资的挤出。

6、今年是汇改以来人民币升值幅度最大的一年，今年前 7 个月，人民币对美元的升值幅度已经累计达到 2.70%，有估计全年升幅超过 4%。8 月 20 日，美国副总统拜登访华，这是美国领导人近年访问中国以来，第一次没有谈及人民币升值的问题。是否意味着美国对目前人民币快速升值的现状比较满意？这对中国有哪些正面和负面的影响？人民币升值是否会重蹈日本“广场协议”的覆辙？

人民币升值对中美之间的政治经济角逐将起到什么样的作用？未来人民币升值的空间还有多大？有人说，人民币升值能够有效地控制通胀，这种说法是否成立？目前中国完全放开资本管制的条件是否成熟？

简单回顾中国的汇改经历？

从汇改到 9 月 13 日，人民币兑美元中间价累计升值 29%；到 9 月 13 日，人民币兑美元中间价今年累计升值 3.5%；全年很有可能超过 5%。

中国于 1995 年将汇率制度由固定改为有管理的浮动。

在实际操作中自 1997 年亚洲金融危机以来，中国将人民币汇率限定在 1 美元兑 8.3 人民币左右的极为狭小的区间里，实际上又回到了固定汇率制。

2005 年 7 月 21 日实行汇改，即所谓参照一篮子主要货币的有管理的浮动汇率。人民币兑美元中间价从 7 月 21 日的 8.2765 变为 7 月 22 日的 8.1100，升值 2% 左右。随后人民币兑美元中间价进入长达 3 年多的单边升值通道。

金融危机以来，又改为单一盯住美元的汇率政策，人民币兑美元中间价基本稳定在 6.82-6.83 一线。

2010 年 6 月 19 日宣布汇改后政策，实际实行是 6 月 21 日。人民币兑美元又开始进入单边升值通道。

其实我们所谓一篮子主要货币中美元的权重超过 60%，人民币实际上还是以美元为“锚货币”。

我们总喜欢把人民币汇率政策政治化。实际上所谓参照一篮子主要货币的有管理的浮动汇率其核心要素还是管理，说白了就是管制。我们长期刻意压低人民币就是为了出口，把国内投资形成的过剩产能转移出去换回一大堆花花绿绿的纸张。

未来人民币升值空间到底多大谁也说不清，或者我们可以完全放开

汇率看看市场博弈的结果。

人民币尽快升值到位可以打破升值预期，减少热钱流入，同时可以减缓大宗商品等输入性通胀压力，但不能从根本上解决通胀问题。通胀还是由流动性决定的。

7、关于美国国债：中国的巨额外汇储备该怎么办？如何弥补巨额的贬值？如何避免美元的流动性陷阱？（中国买入美债之后美元回流中国，获得的投资收益率高于美元的国债收益率）有人说这是中国的一个机会，中国该如何抓住这个机会？

加大加快对外投资，鼓励企业特别是民营企业对外投资。不仅仅投资国外债市，还可以投资股市，收购公司和资源。

8、人民币国际化：人民币国际化对中国是好还是坏？其他一些发达经济体如日元、欧元在国际化的进程中遇到了哪些问题？目前人民币国际化的进程如何？中央有意让香港率先成为人民币离岸中心，这一目标能否顺利实现？存在哪些问题？如果伦敦成为第二个人民币离岸中心，会面临哪些问题？世嘉银行行长佐利克8月份表示，希望中国十年内成为国际储备货币，为什么会是十年这个期限？

人民币国际化自然是好事，一个开放的经济体不可能长期管制货币体系。但人民币要国际化必须循序渐进。第一，国内金融机构首先应该成为真正的市场主体；第二，要允许国外金融机构进入与国内金融机构平等竞争；第三，资本项目全部开放。我想如果不按这个步骤走，也许

不是 10 年，而是遥遥无期。

9、在目前美国经济复苏前景暗淡、欧洲债务危机阴云笼罩，全球金融格局复杂多变的情况下，中国应该如何抓住机遇？

在全球化的经济体系下，所有的经济体都休戚相关。中国应该抓紧参与欧美经济复苏进程。利用我们庞大的外汇储备，选好投资标的，大举对外投资，但我对我们的投资能力表示怀疑。或者可以选择国外优秀的投资团队。

评级说明

行业评级:

以报告发布日后的6个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
看 淡: 相对表现弱于市场

上市公司评级:

以报告发布日后的6个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入: 相对强于市场表现 15%以上;
增持: 相对强于市场表现 5%~15%;
观望: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动;
卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级。

免责声明

国盛证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。本报告的作者具有证券分析师执业资格,并基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。

本报告的信息皆来源于合规渠道以及国盛证券认为可靠的已公开的资料,但国盛证券不对其准确性、完整性或可靠性作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映国盛证券于发布本报告当日的判断,在不同时期,国盛证券可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议,国盛证券也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

在国盛证券有限责任公司及其研究员知情的范围内,国盛证券有限责任公司及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

国盛证券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。本报告版权仅为国盛证券所有,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,需注明出处为国盛证券有限责任公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国盛证券有限责任公司金融证券研究所

北京市西城区金融街1号金亚光大厦A座18层(100033)

电话: (010) 57671718

传真: (010) 57671728