

证券研究报告

寻找引爆经济动荡的导火索

首席经济学家

钟伟

北京师范大学金融研究中心主任
中国金融 40 人论坛核心成员
经济学教授、博士生导师

证券分析师

黄海南

投资咨询资格编号
S1060512080001
010-66299580
Huanghainan763@pingan.com.cn

目前全球主要经济体没有谁处于繁荣阶段，如何维持增长变得珍贵，越是此时，似乎越需要关注有哪些小概率事件，可能使得全球和中国经济遭遇冲击。

- **从长期看，“富国重债”问题何去何从值得警惕。**这可能给全球金融体系带来颠覆性的灾难。目前，美日政府债务率分别超过 105%、215%，欧洲大多数国家也超过 100%。过去 10 年，美日欧的债务膨胀均远超经济增长，令人不敢想象未来 25 年美日欧面对债务问题如何自救？
- **从短期看，中美汇率争端问题，是否会悲剧性地上演？**若罗姆尼上台，人民币汇率问题将再次成为全球话题。若汇率冲突发生，中国房地产将加速泡沫化、外贸将举步维艰。
- **从长期看，中国银行业会否再次“背水一战”，以迎战新危机？**银行业仍有三重门需要穿越，一是利率市场化，二是巨测的地方债务，三是随着增长放缓和结构转型，银行不良资产将逐步暴露，与此同时银行还面临巨大的补充资本的压力。
- **从短期看，中日钓鱼岛冲突始终可控吗？右倾化的仅仅是日本政府吗？**日渐衰落、国民中位数年龄接近 47 岁的日本，其高得票的右翼化政府和政客，民意基础是整体国民的加速右倾。中国在未知中崛起，日本在注定中衰落，岛争如刀刃上的双人舞，其走向会符合理性、对话和可控吗？

为什么我们必须集中关注黑天鹅式的小概率坏事，而不是想象歌舞升平的好事？很简单，对喜剧可以不设防，对悲剧必须有所提防。中国的未来在何方？在一切不明晰之前，我们必须警惕引爆经济动荡的导火索，我们很可能不是在居安思危，而是居危思危。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

目前全球主要经济体没有谁处于繁荣阶段，如何维持增长变得珍贵，越是此时，似乎越需要关注有哪些小概率事件，可能使得全球和中国经济遭遇冲击。

从长期看，“富国重债”问题何去何从值得警惕。

这可能给全球金融体系带来颠覆性的灾难。1987年，美国联邦政府基本上没有债务，目前美国联邦政府债务已高达15.88万亿美元，对GDP的占比超过110%。1992年，日本政府的债务余额对GDP的占比为50%，目前已超过215%。仅过了25和20年，美日政府就债务缠身。欧洲的主权债问题也类似，目前欧盟主权债总额超过10万亿欧元，其中欧元区公共债务/GDP占比超过87%，希腊、葡萄牙、意大利和爱尔兰的主权债/GDP均超过100%。过去10年，美日欧的债务膨胀均远超经济增长，令人不敢想象未来25年美日欧面对债务问题如何自救？

如果把当前的中央政府债务分摊到每个国民头上，美日国民人均负债分别为5.1万和9.9万美元。假定美日人均年收入为4-5万美元，储蓄率为10%，则美日国民分别需要工作和10年和20年，才能还得上中央政府的债务。

不仅如此，美、日两国中央政府债务由外国人持有的比例分别约为25%和10%，因此美日的债务困局不可能不冲击全球货币体系。从长期看，债务堆砌和老龄化是一枚硬币的两面，若发达国家要负责任地解决债务问题，只能多生孩子晚退休、多储蓄少消费、多创新少福利。从短期看，欧美日均已陷入了零利率加量化宽松的极致状态。“富国重债”会是吞噬国际金融大厦的可怕海啸吗？

从短期看，中美汇率争端问题，是否会悲剧性地上演？

罗姆尼已明确表态，如果其当选，将以“汇率操纵”为名，迫使人民币汇率大幅升值。尽管近期美国就业数据好转，失业率低至7.8%，创四年来的新低，为奥巴马的连任添分。但罗姆尼和奥巴马的差距在不断缩小，对外经济战略或政策不能建立在侥幸的押宝方式上，不能假定奥巴马必然当选，或假定人民币汇率问题只是大选话题，若汇率冲突真发生，中国房地产将加速泡沫化、外贸将举步维艰。

回顾二战以来的历史，先后有前苏联、日本和欧元区居于全球第二大经济体的位置，但似乎都没有能承受来自美国这位老大的沉重压力，陷入泡沫经济甚至国家解体。如无大危机侵袭，中国将在2020年成为发达国家，在2027年左右取代美国成为全球最大经济体。我们不应赌谁当选美国总统，而应看到人民币汇率随时可能成为全球话题，中国在此领域孤立无援。历史往往是重演的，中国为人民币问题有应对之策了吗？

从长期看，中国银行业会否再次“背水一战”，以迎战新危机？

中国国运的根本在于坚持深化改革和开放，尤其是整体的自上而下的变革。这和清末李鸿章临终时念念不忘的“外需和戎、内需变法”并无二致。从技术层面看，银行业能否稳健令人担忧。

银行业仍有三重门需要穿越，一是利率市场化，习惯了躺在吃利差、拼规模温床上的银行，如何迎战利率市场化带来的金融体系大变革？二是巨测的地方债务。估计和银行相关的地方投融资平台贷款余额约为10万亿，这尚且不包括银行之外的地方债务平台。如果中央和地方、官和僚的事权财权不再平衡，债务风险也会岌岌可危。三是随着增长放缓和结构转型，银行不良资产将逐步暴露，与此同时银行还面临巨大的补充资本的压力。2003年以来中国金融行业，尤其是银行业的脱胎换骨，有体制改革的因素，但也明显带有幸运因素，中国成功地向次贷危机前即将走向泡沫巅峰的全球资

本市场，讲述一个一个“中国故事”并获得了投资者的信任。但中国金融体系的稳健，不能寄托在再走好运上。

2004 年温总理在总结国有银行股改上市时，曾面色凝重地说“背水一战，只许成功，不许失败”。当下，继续不思进取维持银行业现状，或许就是坐视其未来的黯淡。

从短期看，中日钓鱼岛冲突始终可控吗？右倾化的仅仅是日本政府吗？

如果日本具有清晰的战略视野，那么当下推动中日韩在贸易和金融领域深化合作，例如创立自由贸易区，尝试货币一体化进程，那么东亚的未来命运将为之一新。可惜这样的愿景已渐行渐远。

人们常用“政冷经热”来形容中日关系，日渐衰落、国民中位数年龄接近 47 岁的日本，其高得票的右翼化政府和政客，民意基础是整体国民的加速右倾。中日“政冷”惯性依旧，这不在于中国如何克制，而在于日本右倾甚至军国主义在全面抬头。

中日经济交往也将逐渐冰封。以日本汽车为例，在 2008 年前后曾占据中国约 30% 的市场份额，而今缩水到不足 20%，这无法用一团散沙的“抵制日货”来解释，而是折射出日货的口碑由制造精良滑向偷工减料，折射出日本经济竞争力的滑坡。钓鱼岛争端只是加速了“政冷经冷”。中国在未知中崛起，日本在注定中衰落，岛争如刀刃上的双人舞，其走向会符合理性、对话和可控吗？

为什么我们必须集中关注黑天鹅式的小概率坏事，而不是想象歌舞升平的好事？很简单，对喜剧可以不设防，对悲剧必须有所提防。报喜不报忧的习惯，让主流研究机构继续对 2013 年的中国经济极其乐观，较常见的预测是明年经济增长将超过 8%，通胀膨胀则在 3.5%-4% 之间，赌的还是政府换届之后的政策冲动。改革开放 30 年，战略层面的改革开放，战术层面的经济翻两番已沿用至今，曾励精图治的政府，自身惯性惰性甚至掠夺性都越来越难以遏制。回顾历史，*基佐在总结法国大革命时指出，“法国大革命是权利与特权之间的战斗，是法律与非法专横之间的战斗，唯有大革命自己才能提出节制革命的任务，”*中国的未来在何方？在一切不明晰之前，我们必须警惕引爆经济动荡的导火索，我们很可能不是在居安思危，而是居危思危。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。
市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257