

宏觀經濟

“放水”難通脹，錢都去哪了？——通脹研究系列專題二

08年金融危機以後，主要發達經濟體大量增加貨幣供給，然而8年過去了，通脹水準依然偏低，原因何在？各大央行印出那麼多鈔票卻未能推升通脹，錢都去哪了？中國又將面臨一個什麼局面？有何經驗教訓可以吸取？

放“水”不止，通脹低迷！08年金融危機後，美國、日本、歐盟等發達經濟體紛紛採取低利率、量化寬鬆的貨幣政策：美國基礎貨幣從08年時的不足1萬億美元飆升至4萬億；日本13年推出QQE政策後，基礎貨幣增加了2倍；歐央行每月購買600億歐元國債和其他債券以增加貨幣供給。然而當前美國CPI僅為1%，日本為負，歐元區在0值附近徘徊，通脹依然低迷。

通脹為何未反彈？原因一：經濟持續低迷，貨幣流速下滑。雖然各國央行基礎貨幣擴張速度飛快，但經濟低迷融資需求弱，基礎貨幣並未大規模進入信用創造過程。例如08年以來美聯儲發行的基礎貨幣增長3.5倍，但M2僅增長65%，導致貨幣乘數從9.1降至3.3，同時貨幣流通速度從1.7降至1.3。日本和歐元區基礎貨幣增加的效果也被貨幣乘數或貨幣流通速度下降所沖銷。原因二：流動性陷阱，現金需求高增。關於流動性陷阱有兩種比較主流的理論，第一種以Krugman和Bernanke為代表，認為通脹預期偏低導致實際利率依然較高，抑制了投資和消費。例如日本名義利率確實較低，但物價長期通縮。第二種理論由凱恩斯提出，認為當名義利率足夠低時，人們更傾向於持有現金，以避免由利率突然回升導致的資產損失。他認為應該在增加貨幣供給同時，配合財政政策、甚至直接的就業創造計畫，美國可以說是凱恩斯這一思想較為成功的實踐者，QE效果較好。

錢都去哪兒了？超額準備金大增，銀行業最“受傷”。基礎貨幣激增而貨幣需求有限，令歐美日的銀行業超額準備金大增，例如歐元區08年以來增加的1.18萬億的基礎貨幣中，有接近40%是以超額準備金的形式存在。再疊加負利率政策，銀行業的經營備受衝擊。政府融資大增，居民企業偏低。在各發達經濟體中，即使是基於基礎貨幣擴張的信用中，政府部門也佔據主導。從金融機構提供的信用結構看，日本政府部門占比從29%飆升至43%，美國從13%升至高點時的22%，歐元區從09年時的26%飆升至33%，同時各經濟體政府債務率也大幅飆升。部分“鈔票”外流，新興市場成焦點。名義利率大降、投資機會有限，發達貨幣大量外流，以尋求其它投資機會。美國金融機構海外淨債權占總債權的比例從09年時的不足1%升至14%，歐元區從15%升至25%，日本從6%升至9%。新興市場成為資金的重要流入地。

中國：短期貨幣超發，長期通縮風險。貨幣顯著超發，短期推升通脹。08年金融危機爆發後，中國央行同樣採取了相對寬鬆的貨幣政策，基礎貨幣從10萬億人民幣升至近30萬億，而M2從40萬億升至150萬億，貨幣顯著超發仍能刺激通脹短期回升。長期通縮風險，貨幣力不從心。但根據美國、歐洲、日本經驗，在人口老齡化到來、地產週期結束後，經濟可能陷入通縮困局，所以長期看中國更應該擔憂的是通縮。但當前中國名義利率離0值較遠，通脹預期還較高，如果經濟下行壓力較大的話，貨幣政策仍有操作的空間。但發達國家的經驗也表明，當利率降到足夠低的時候貨幣政策會陷入“力不從心”的境地，為了避免這種局面發生，在貨幣和財政刺激的同時，改革經濟中的結構性問題才是長久之道！

全球利率下行之謎——重申零利率是長期趨勢

1) 從人口與地產角度看利率走勢

從中期來看，房地產是年輕型消費品，隨著一國45歲以上的中老年人口占比上升，年輕人占比下降，房地產消費就會遭遇拐點，而支撐經濟的房地產產業鏈企業的盈利和投資都會下滑，進而影響一國經濟增速，推動利率長期降低。日本於1990年左右人口老齡化加速，對應2000年後步入零利率，而美國和歐洲均在2008-2010年左右遭遇人口紅利拐點，對應美歐利率也降至零。

2) 從信貸和通縮角度看利率走勢

持續通縮是美歐日實施零利率、甚至負利率的重要原因。在次貸危機前的2005年，美國PCE同比達到2.5%，歐元區調和CPI同比為2-2.5%，我國CPI同比也在1.9-2%左右。但2015年，美國PCE同比跌至0.3%，日本CPI僅0.2%，歐元區CPI在正負間遊走，我國CPI同比也曾降至1.5%以內。發生危機後，全球陷入通縮局面，儘管央行使出各種寬鬆工具，但對實體信貸效果甚微，流動性陷阱下，通縮越陷越深，利率也一降再降。

3) 從杠桿角度看利率走勢

政府加杠桿配合央行大幅度寬鬆，進一步推動利率下行。地產週期結束和通縮背景下，企業部門和居民部門開始去杠桿，為了改善通縮預期和防止經濟急速下跌，政府部門都會加杠桿。與此同時，為了提升內需、擴張信貸，並緩解政府加杠桿的負債壓力，央行往往選擇大幅寬鬆。我們看到美國、日本國債收益率均與政府債務占GDP的比重明顯負相關。

4) 我國現狀：經濟趨下行，長期或通縮，利率待新低

我國人口紅利拐點已過，經濟趨於下行。我國人口撫養比近年也開始回升，預示地產黃金時期已過。16年2季度經濟高開低走，三大需求均走弱，製造業和民間投資首次負增長。當前地產需求也逐

步見頂回落，後續地產投資或難有起色，基建投資是托底經濟主力、但獨木難支，未來經濟下行壓力仍大。

短期通脹到後期，長期利率仍有空間。從長期看，和美日歐類似，我國人口老齡化到來，地產黃金時期已過，經濟潛在增速下臺階；而反映私人部門意願的民間投資增速連創新低，對應 M1 高企，意味著私人部門終將去杠杆，長期通縮風險大於通脹。如果未來貨幣繼續寬鬆，資金加速脫實向虛，長期內，我國利率仍有下行空間，新低值得期待。

大上海推薦 2：新一輪國改浪潮推進中

1. 上海國企改革市場關注度逐漸上升，26 日上海國企指數上漲 1.3%。同日上海市委書記韓正在中遠海運集團調研時指出，上海將全力以赴支持央企“國家隊”抓深化改革，堅定不移深化地方國改；下一步關鍵是通過深化國資管理體制改革，進一步管好國資、放開企業；國資管理部門改革、國有企業改革、國資運作平臺改革，三者必須同步進行。
2. 從中央到地方，新一輪國改浪潮推進中。中央層面，7 月 4 日習李就國企改革做出重要指示，14 日央企改革試點全面鋪開，17 日國務院印發央企結構調整與重組指導意見。地方層面，上海是地方國改領頭羊，7 月 18 日上海市國資委召開會議提出努力掀起新一輪國改新高潮，上海國改亮點包括：兩大國資流動平臺推動國資投資運營，混改、資產重組及整體上市。中證上海國企 ETF 基金已結束募集，將產生資金建倉效應。
3. 本輪行情上漲源於國內外政策再次步入階段性偏松期、國企改革推進，邏輯未破壞，上漲趨勢不變。策略與行業梳理上海國改重點公司，關注如上海臨港、蘭生股份、隧道股份、上港集團、強生控股、上工申貝、上汽集團、申達股份、申能股份、氯鹼化工、上海梅林等。詳見《掘金大上海--風口上的上海國改--20160723》。

風險提示：國企改革推進不及預期。

大市導航

商業貿易：建議積極關注滯漲零售股的機會

1. 前期滯漲是後續行情基礎。年初至 6 月底商貿指數跌 26%，列各板塊倒數第三，近期行業熱點增加，個股機會出現，重視低估值窪地補漲機會。

2. 基本面回暖，關注持續性。6 月百家零售額增速同比降 1.1%，環比大幅收窄 5 個百分點。服裝、家電、金銀珠寶、化妝品分別同比增長 4.5%、3.4%、2.3%和 2.6%，均環比顯著提升。若消費回暖持續得到確認，將成為捕捉行業主題機會和熱點個股的支撐。
3. 國企改革是重要催化劑。我們 5 月初發佈國改深度報告，其中首推的【重慶百貨】6 月以來漲 38%！行情已在擴散，後續重視上海、北京等相關國企機會，關注【蘭生股份】，關注上海本地其他商業股及北京的首商股份、翠微股份、北京城鄉、王府井等。
4. 中報季加配業績優質股，包括【永輝超市】、【鄂武商 A】和【小商品城】；看好便利店新業態與供應鏈服務機會，推薦中百集團與江蘇國泰；關注定增倒掛的步步高、王府井等；關注小市值零售股的並購重組價值。

風險提示：大盤系統性風險。

有色金屬：關注鈷價第 5 次上漲

百川繼續上調價格 0.5%，兩周累計漲超過 6%。推薦邏輯：惜售情緒蔓延，終端現貨有限。

風險提示：大盤系統性風險。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。