

流动性过剩：催生全面通胀风险（下）

袁 宜

（上海申银万国证券研究所有限公司，上海，200002）

4. 未来国内实体经济流动性丰欠状况预测

由于 MIA 是影响我国实体经济流动性丰欠变化的主要原因，那么预测未来 MIA 的变化趋势，就能基本把握未来国内实体经济流动性的相对丰欠状况。前文分析表明，LA 和实际利率对 MIA 有显著影响，因此对 MIA 的预测可以从这两个因素入手。

4.1 “总流动性”：将缓慢回升

根据流动性的创造路径，“总流动性”（LA）的影响因素包括基础货币与货币乘数两方面。

4.1.1 基础货币投放：仍将适度从紧

在世界经济不发生衰退的情况下，预计在人民币完成升值进程以前，贸易顺差以及资本净流入的格局仍将保持，央行对冲外汇占款增加的压力依然很大。尽管发行央行票据进行对冲的成本在不断提高、法定存款准备金率已经提升到了历史的高位，但是随着特别国债的发行，央行对冲流动性的工具得到了补充。而且，由于我国拥有的外汇储备已经超过了维持国际收支平衡的需要，对于今后新增的外汇储备，转交给外汇投资公司打理，将成为首选的方式，因此可以预计，国债的规模将随外汇储备一同增长，成为今后对冲外汇占款新增基础货币的一个主要工具。此外，与宏观经济金融的稳定相比，对冲成本的考虑可能相对次要一些，因此，中短期央票的发行以及法定存款准备金率的提高仍将被继续使用。倘若世界经济陷入衰退，出口需求的下降将减少我国的贸易顺差，经济前景不明以及信心危机所导致的全球流动性紧缩将减少外资流入我国的力度，这些都可能导致外汇占款增速出现突然下降，并影响基础货币的投放。然而此时，央行可以通过逐步释放早先由央票、特别国债以及法定存款准备金所锁定的基础货币，进行反向对冲。

因此，在目前的情况下，我们预计，未来一段时期，央行仍有能力继续对冲外部冲击对国内基础货币投放的影响，保持基础货币供应的稳定。

4.1.2 货币乘数回升：仍具潜力

前文的分析指出，效率的改进是 2003 年以来国内货币乘数提升的主要原因。暂不考虑纯技术性效率的改进，单就商业银行主动扩张资产规模的运营效率而言，目前来看，仍有上升空间。

尽管四大国有银行的工中建三大行已经完成改制上市，十二家全国性股份制商业银行中的八家也已经上市，然而建行回归 A 股、农行明年的改制上市以及众多城市商业银行的上市融资，仍将在未来一年为国内银行业注入充足的资本。仅最近完成发行的建行和北京银行，就从资本市场融资接近 730 亿元，理论上可以派生 9000 多亿元的新增资产规模，相当于 2007 年上半年全部国内银行新增贷款的三分之一强。同时，已经完成上市的银行也能通过增发融

资获得更多的资本，支持资产的扩张。

此外，近年来商业银行内源性资本积累的速度之快，不容小觑。表 5 显示了截止 2007 年 8 月底在国内外上市的十三家境内银行过去一年半以来的净利润状况。不难发现，2007 年上市银行的利润出现了跳跃式增长，由此推测全年净利润将达 2700 亿元左右，单此一项就能支撑这十三家银行扩张资产规模约 3.4 万亿元，相当于 2007 年全年全国的新增信贷指标额。

表 5：十三家上市银行净利润情况

	净利润
2006 年上半年	887 亿元
2006 年下半年	926 亿元
2007 年上半年	1350 亿元

资料来源：申银万国证券研究所

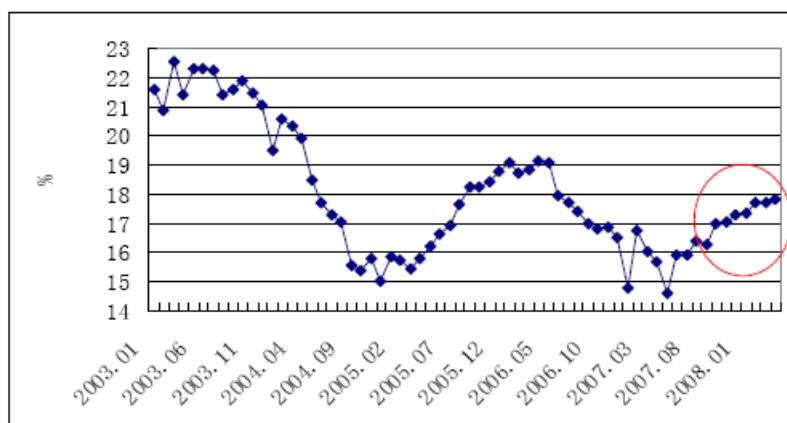
商业银行利润的激增，既有效率改善的因素，也有高存贷利差的贡献。当前我国实行的存款利率上限管理和贷款利率下限管理，确保了境内银行享有稳定的高利差。尽管今年以来的非对称加息已经缩小了同期限存贷款基准利率间的差距，然而由于活期存款利率上升的幅度极其有限，加之经济主体对货币存量结构，宏观经济的调整使得活期存款在总存款中的占比上升，商业银行加权平均存款利率增加的幅度有限，综合存贷款利差并未有效缩减，预计这种情况在未来还将得以延续。综上所述，商业银行主动性提高运营效率的努力以及高存贷利差的诱惑，将继续促使商业银行加速资金周转、节约资金占用，因此“总流动性”乘数具备一定的回升潜力。综合考虑 2007 年信贷完成情况以及商业银行未来的融资计划，预计上述效应将在明年上半年集中显现。

在考虑法定存款准备金率将继续提高的情况下，商业银行效率的提升将在一定程度上抵消法定准备金率工具的效果。

4.1.3 “总流动性”增长：将低位缓步爬升

综合考虑外汇储备增加以及商业银行主动性扩张的影响，并假定央行将维持现有的基础货币对冲力度的前提下，预计未来一段时期 LA 的增速将因货币乘数的适度回升而呈现从目前低位水平缓步爬升的态势。特别是考虑到建设银行的 A 股融资以及今年银行业利润增长产生的资本积累，并结合银监会对信贷规模的调控目标，预计“总流动性”增速在 2007 年 10 月会略有加快，但真正的压力将出现在明年年初。

图 13：“总流动性”增速预测



资料来源：申银万国证券研究所

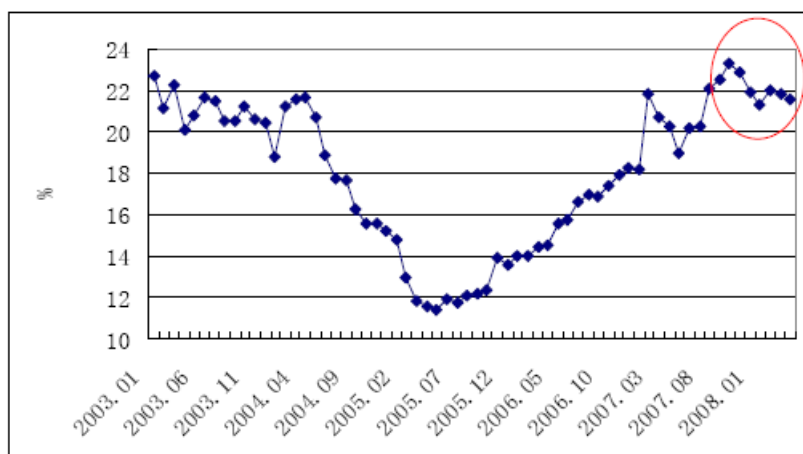
追踪 LA 自身变动规律的自回归模型的预测结果也印证了这种判断。使用 AR(5)模型(拟合优度 0.918)对未来 8 个月(2007 年 9 月至 2008 年 4 月) LA 增速的预测如图 13 所示(红圈内为预测数据)。模型预测结果显示, LA 增速将从 2007 年 8 月的 16.4%小幅爬升到 2008 年 4 月的 17.8%。

4.2 “实体经济的流动性”：将高位盘桓

前文的分析表明,实际利率水平是企业家庭调整货币存量结构的主要影响因素。随着国内居民消费价格指数(CPI)的不断走高,存款实际利率为负已经成为现实。而且,随着通胀预期的逐渐形成,企业家庭对于负实际利率状态的持续形成了较为强烈的认同,进而,提前消费、保值消费以及保值投资的欲望正在加强,继续以存款方式保有“潜在的流动性”的动力正在被不断削弱,这些将导致未来一段时期货币存量结构调整的延续。

参照目前为止我们在此次由猪肉等食品价格因素引发的成本推动型通货膨胀未来趋势的预测,并假定一年期存款基准利率和利息税率将分别维持在目前 3.87%和 5%的水平不变,由此可以得到对未来 8 个月一年期实际利率水平的预测。再结合我们对“总流动性”未来增速的预测,以及实际利率、“总流动性”与“实体经济流动性”之间的经验关系(参见表 4),可以得到对 2007 年 9 月至 2008 年 4 月 MIA 增速的预测值(参见图 14)。结果显示, MIA 的增长速度将继续维持在此轮上升周期的高位,在 21.3%到 23.3%的区间内波动。

图 14：“实体经济的流动性”增速预测



资料来源：申银万国证券研究所

4.3 小结

在假定央行将维持当前基础货币对冲力度的前提下，预计未来 8 个月内，国内“总流动性”的增速将在商业银行主动性扩张冲动的刺激下出现小幅回升，但总体而言，增速仍将维持在约 17% 的较低水平。

然而，在负实际利率的激励下，经济主体调整货币存量结构的努力将令“实体经济流动性”的增速保持在超出“总流动性”增速约 5 个百分点的高位水平。由于“实体经济的流动性”增速将继续显著高于 GDP 的增速，国内实体经济将继续处于流动性过剩的环境之中。

5. 流动性过剩对实体经济的影响——结构型通胀向全面通胀蔓延的起点

5.1 大众对当前通胀的认识

以猪肉价格为代表的食品价格上涨，是当前国内通货膨胀的主要根源。因此，这轮通货膨胀明显地表现出部分商品成本推动的特征，属于结构型的通货膨胀。经济发展模式的转变，要求资源品、低端劳动力等价格进一步上升。随着要素相对价格的调整，未来国内经济将再次遭受部分要素成本上涨的压力，继续经历结构型通胀的考验。

5.2 结构型通胀向全面通胀演变的必要条件：宽松的流动性环境

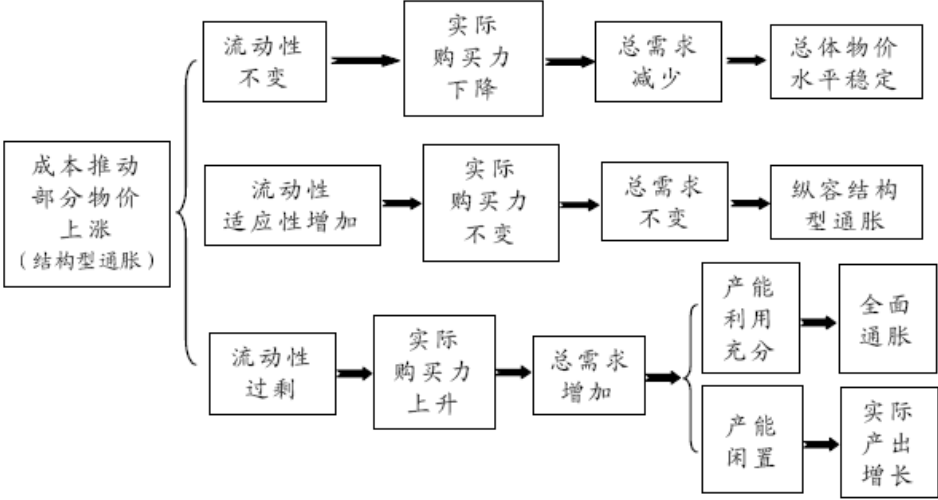
单纯的成本推动性通胀所导致的物价上涨是一次性的和结构性的。如果货币环境不予配合，那么伴随部分物价上涨的同时，经济主体的实际购买力会下降，导致总需求降低，使物价上涨难以维系。由于一般物价水平缺乏全面、持续上涨的动力，因此，倘若是由食品或能源价格上升所导致的成本推动性通货膨胀，则会出现 CPI 与核心 CPI 涨幅的偏离，呈现明显的结构型通胀特征。此外，由于货币环境并不宽松，企业遭受的成本压力无法完全向下游转嫁，由此会导致多数行业毛利率水平的降低。

如果在发生成本推动型通胀的同时，伴有适应性的流动性扩张，那么经济主体的实际购买力将得到恢复，使总需求保持稳定，从而纵容成本推动型物价的上涨。此外，由于适度宽松的货币环境使下游价格能有适应性的上升，由此可以维持企业的毛利率水平。

如果成本推动型通胀发生在流动性过剩的环境中，则经济主体的实际购买力将上升，使总需求增加。在此情况下，倘若实体经济的产能利用已较为充分，那么流动性过剩引发的总

需求增加将带动物价水平的全面上涨，由此转化为需求拉动型通胀，同时也将提升企业的毛利率水平；倘若实体经济的产能还有闲置，那么总需求增加的结果将是实体经济产出的增长，并由此提高企业的资产周转率水平。

图 15：结构型通胀、全面通胀与流动性环境的关系



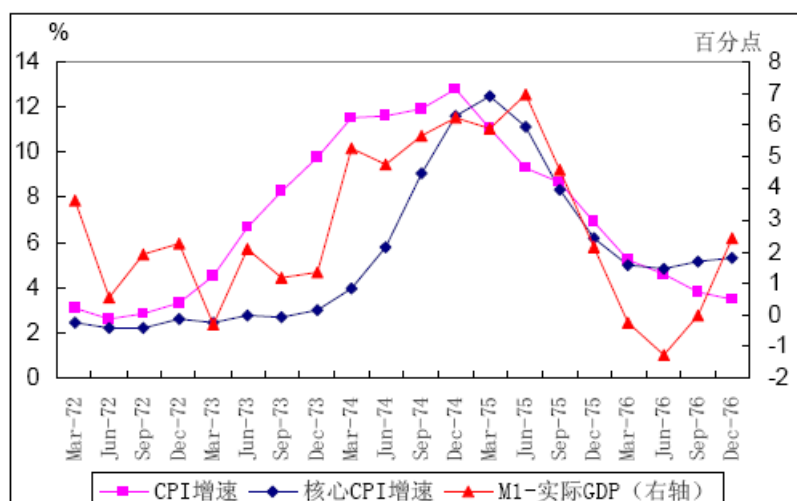
资料来源：申银万国证券研究所

5.3 国际经验

我们可以通过观察历史上经典的成本推动型通胀案例来验证上述理论推断的可靠性。

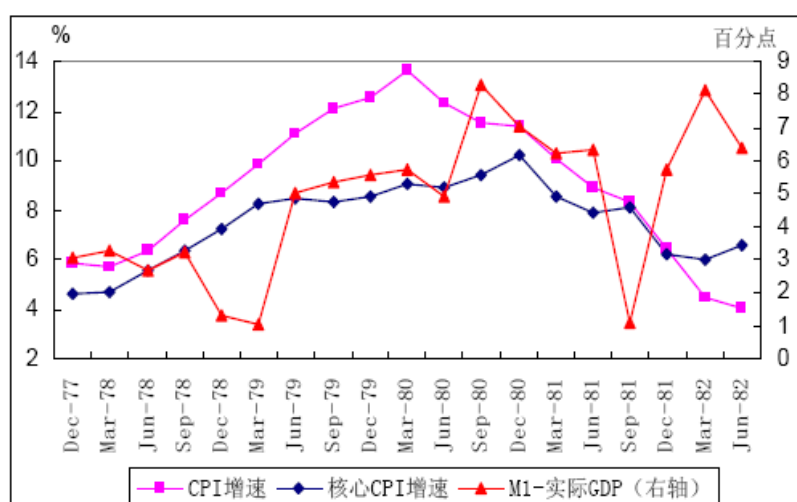
图 16 和 17 展示的是美国 1970 年代遭遇两次石油危机冲击时的情形。其中，M1 和实际 GDP 增速之差仍表示实体经济流动性的丰欠状况。从这两个图中可以得到以下四点启示：第一，由能源价格推动的通货膨胀，都表现为 CPI 先于核心 CPI 开始上涨；第二，两次石油危机发生后，美国都经历了流动性环境更为宽松的情况；第三，伴随着流动性的相对过剩，核心 CPI 最终都出现显著的上升，呈现全面通胀的格局；第四，物价涨幅的回落都伴随着快速紧缩流动性的过程。此外，观察产能利用率指标可以发现，两次石油危机爆发之初，美国制造业的产能利用率都高于均值水平（参见图 18），表明闲置产能并不充分，这进一步支持了企业在流动性过剩环境下的提价行为。

图 16：流动性过剩与全面通胀：美国-第一次石油危机



资料来源：CEIC，申银万国证券研究所

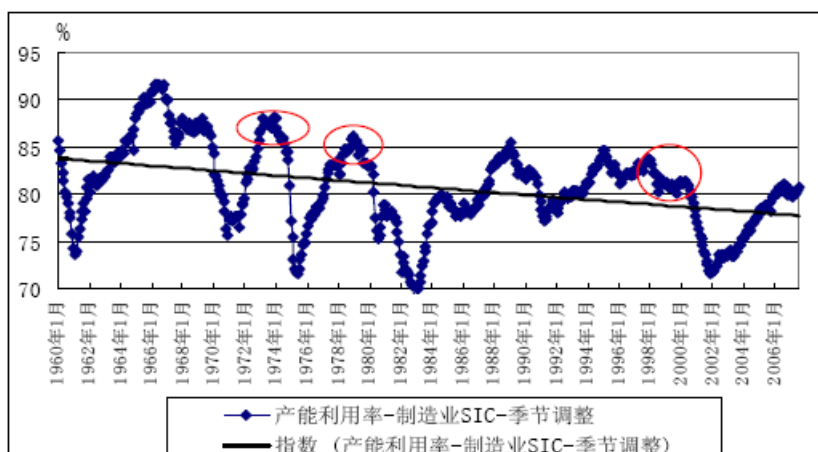
图 17：流动性过剩与全面通胀：美国-第二次石油危机



资料来源：CEIC，申银万国证券研究所

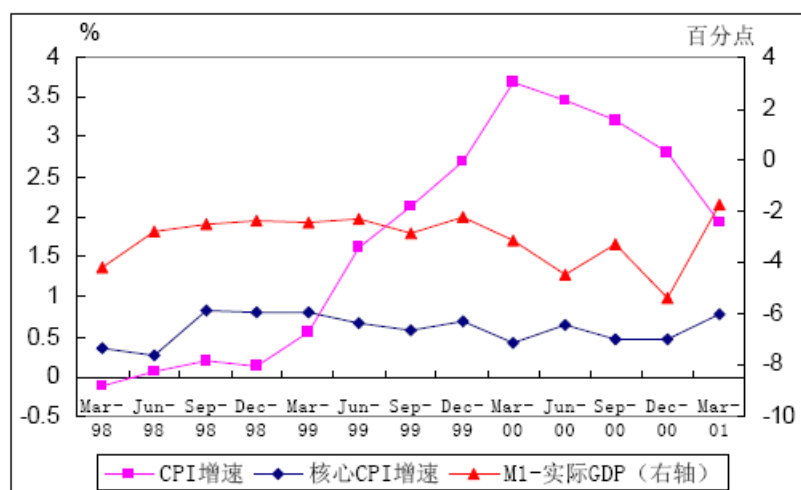
1998 年底，由于东南亚金融危机最黑暗的时期已经过去，世界经济增长开始提速，加之 OPEC 限产措施坚决，国际原油价格在两年时间内从 10 美元 / 桶猛涨到 35 美元 / 桶的水平，由此导致美国物价水平的上升。可是，与 1970 年代石油危机所不同的是，在这轮通货膨胀中，美国的核心 CPI 却始终没有上扬（参见图 19），尽管图 18 显示此时美国制造业的产能利用情况也正处于一个偏高的水平。其中的一个主要原因是，同期美国“实体经济的流动性”控制得非常之好，不仅没有出现流动性泛滥的迹象，而且流动性环境还经历了轻微的紧缩。

图 18：美国制造业产能利用率



资料来源：CEIC，申银万国证券研究所

图 19：流动性过剩与全面通胀：美国-二十世纪末

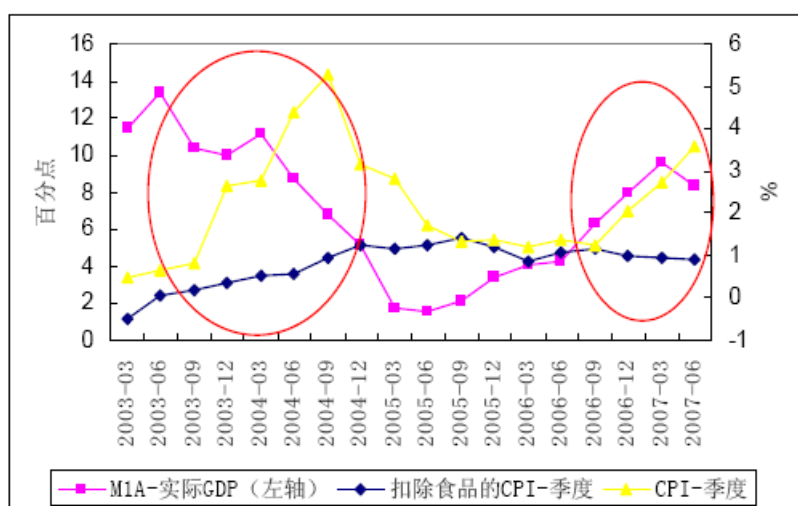


资料来源：CEIC，申银万国证券研究所

5.4 中国的通胀与流动性环境：2007vs2004

2004 年的通胀始于 2003 年末粮食价格的上涨。然而，当时扣除食品后的 CPI 的上涨幅度并不明显，而且 CPI 在短暂达到 5% 的水平后便开始下降，整个通胀仅持续了一年左右的时间。与此同时，我们发现，代表实体经济流动性过剩程度的指标在 2004 年通胀时期一直处于下降的状态，这一点类似于美国 20 世纪末的情形。由此可以推测，流动性紧缩是 2004 年通货膨胀没有进一步蔓延的一个主要原因。

图 20：流动性过剩与全面通胀：中国-2007vs2004



资料来源：中国人民银行，CEIC，申银万国证券研究所

然而，当我们观察 2007 年通胀的时候，发现在以猪肉为首的食品价格推动 CPI 上涨的同时，代表实体经济流动性过剩程度的指标也在同步上升。鉴于前文的预测显示，在现有的货币调控力度下，实体经济流动性过剩的状态将在未来一段时期得以延续，同时，理论和实践都已表明，流动性过剩与全面通胀之间存在的紧密的关联，据此推断，此轮通胀由结构型向全面通胀蔓延的风险将显著高于 2004 年，我们必须对此次通胀的演变给予充分的警惕。此外，倘若上述判断成立，那么我们对于此轮通胀中，企业毛利率水平受到成本挤压的形势就不必特别悲观。

5.5 结论

尽管都是由成本推动引发的通货膨胀，2007 年通胀与 2004 年通胀的宏观环境存在一个显著的区别：2004 年通胀发生在流动性相对紧缩的环境；2007 年通胀发生在流动性相对过剩的环境。

流动性相对紧缩，抑制了 2004 年结构型通胀向全面通胀的蔓延；流动性相对过剩，可能会给 2007 年开始的通胀进一步增添需求拉动的色彩。当然，各行业的产能利用状况，将决定企业在流动性过剩的环境下是否具备提价能力。然而，由于我们预计实体经济流动性过剩的状况将在未来继续维持，因此随着企业剩余产能的逐步消耗，爆发全面通胀的风险正在不断积累。

流动性相对紧缩，使 2004 年通胀在持续了不长的时间后就被扑灭；流动性相对过剩，将显著延长 2007 年开始的通胀所能持续的时间。比照 2004 年通胀的持续时间，预计此轮通胀中 CPI 持续在 3% 以上的时间将超过五个季度，从 2007 年第二季度开始至少将延续到 2008 年第三季度。

此外，由于现阶段政府还掌握着不少商品和服务的定价权，行政控制能够压制部分价格上涨的可能和空间，从而延缓全面通胀时代的到来。然而，只要流动性过剩的局面没有根本改变，政府对价格上涨的行政控制仅能推迟物价全面上涨爆发的时间。

表 6：2007 年通胀与 2004 年通胀对比

	2004 年通胀	2007 年通胀
起因	成本推动（粮食涨价）	成本推动（猪肉涨价）
流动性环境	流动性相对紧缩	流动性相对过剩
通胀类型	结构型通胀， 非全面通胀	可能向需求拉动型通胀转变，全面通胀的风险较高
持续时间	五个季度	显著长于五个季度

资料来源：申银万国证券研究所

6. 央行可能的紧缩对策

要抑制结构型通胀向全面通胀的演变，就必须扭转当前国内实体经济流动性过剩的状态。鉴于前文分析指出，造成当前国内流动性过剩的首要原因是货币存量结构调整导致“实体经济的流动性”增加，次要原因是货币乘数提高导致“总流动性”增加，因此，央行紧缩流动性的对策应该从这两个方面入手。

6.1 进一步紧缩基础货币 1200 亿，对冲货币乘数回升的潜能

尽管央行的对冲操作已经保证了基础货币的实际增长速度稳中有降，然而考虑到微观体系效率不断改进导致货币乘数上升的潜力，特别是考虑到商业银行股权融资的进程以及今年以来银行业内源性资本快速积累的背景，从对冲货币乘数回升，并由此控制“总流动性”增长的角度，央行对基础货币的紧缩还应继续发力。

然而，当前央行冻结商业银行资金的对冲操作却遭遇了商业银行头寸（超额准备率）偏紧的困扰，为了避免引起部分银行的流动性危机，央行对于进一步加大对冲力度仍有所顾虑。

之所以部分商业银行出现超额准备率濒临红线的情况，一方面可能是由于央行连续回笼资金占用了商业银行的大量资金，另一方面，这也可能是由于商业银行提高资金使用效率、过度放贷或者过度投资的结果，毕竟债券收益率和贷款利息率都要显著高于超额存款准备金的利率。因此，商业银行面临的流动性紧张未必就反映了全社会流动性的紧缩。

在社会经济面临的流动性环境依然宽松的情况下，央行需要抛弃对冲操作中的顾虑，在稳定基础货币供应的对冲操作的基础上，适当进行过度对冲，进一步减缓基础货币的增长速度。

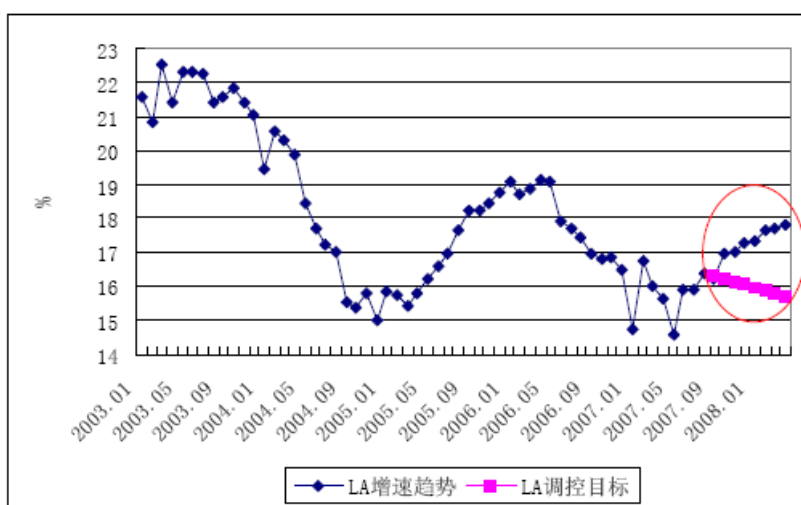
就具体的对冲力度而言，首先我们将设定一个流动性增长的合理目标。鉴于我们对 2008 年 GDP 实际增长率的预测为 11.5%，央行控制通货膨胀的目标是 3%，我们设定 2008 年末流动性（包括“总流动性”LA 和“实体经济的流动性”MIA）的合理增长目标为 15%。

2007 年 8 月 LA 的增速为 16.4%，假定将在未来 16 个月内稳步下降至 15%的目标。

考虑到在现有的原始数据时间序列所允许的条件下，我们模型的合理预测期为未来 8 个月，我们针对预测期末端（2008 年 4 月）设定了一个流动性调控的阶段性目标。就 LA 增速而言，这个阶段性目标是，到 2008 年 4 月，LA 增速降至 15.7%。

结合前文我们在央行维持当前紧缩力度不变的假定下，对未来 8 个月 LA 增速趋势的预测，可以得到 8 个月后 LA 增速的趋势值与理想的调控目标之间的差距（参见图 21），再根据我们对未来货币乘数趋势的预测，折算出需要额外紧缩的基础货币量，这个值约为 1200 亿元。

图 21：“总流动性”增长趋势与调控目标



资料来源：申银万国证券研究所

因此我们认为，为了实现对“总流动性”的阶段性的调控目标，央行不仅要继续保持现有的基础货币对冲力度，而且在明年4月以前还需要从市场上额外回收1200亿元的基础货币，相当于每个月再多回收150亿元。

6.2 每两个月加息一次，抑制货币存量结构调整的冲动

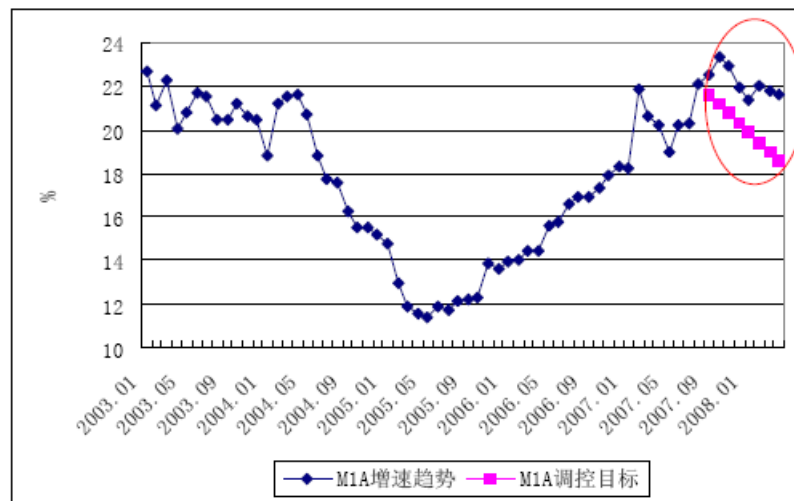
实际利率为负的状况是造成当前国内经济主体调整货币存量结构，进而导致实体经济流动性过剩的首要原因。因此，适当提高存款基准利率，在增加存款的名义收益率的同时，抑制通货膨胀预期的蔓延，这有助于减缓“潜在流动性”向“实体经济的流动性”转变的速度，缓解实体经济流动性过剩的局面。

根据前文假定，在11.5%的实际GDP增速预期以及3%的通胀目标下，“实体经济的流动性”MIA在2008年的合理增长目标是15%。如果这个目标可以实现，那么到2008年底，国内实体经济的流动性环境将不再过剩，而是进入一个较为适度的状态。

2007年8月MIA增速为22.1%，距离上述目标存在7.1个百分点的差距。假定这个差距将在截止2008年底的16个月内稳步缩小。MIA增速下降的过程，就是国内实体经济经历流动性紧缩的过程。

这样，可以得到我们模型预测期末端（2008年4月）MIA的阶段性的调控目标，即MIA增速降至18.5%（参见图22）。

图 22：“实体经济的流动性”增长趋势与调控目标



资料来源：申银万国证券研究所

假定央行对 LA 的阶段性调控目标可以实现，同时，在流动性逐渐趋紧的环境中，新的通胀因素不再出现，那么，根据我们的模型，为了实现 MIA 的阶段性调控目标，到 2008 年 4 月，一年期存款基准利率还需要在当前 3.87% 的水平上提高 0.96 个百分点，相当于按照 0.27 个百分点 / 次的加息幅度，还需加息约 3.5 次，这意味着在 2007 年 10 月到 2008 年 4 月这 7 个月间，平均每两个月就需要加息一次。

Excess Liquidity, Which Hastens the Risk of Across-the-Board

Inflation (part II)

Yuan Yi

(Shanghai Shenyin Wanguo Research & Consulting Co., Ltd., Shanghai, 200002)