

# 今年国内通胀中枢或明显上移

□民生证券 郝大明

从影响物价上涨的货币供应速度、食品价格、经济增长速度和资金流向等因素看,2013年物价不具备大幅上涨的条件,但通胀中枢将上移是不争的事实。

笔者认为,随着城镇化加速,特别是2011年城镇化率首度超过50%后,城镇化快速发展对农村(土地)、农业(农产品)和农民(劳动力)的需求持续增加,“三农”供养比加速上升,“三农”产品供给压力持续增加,供求平衡关系越来越紧。农产品价格面临持续上涨压力,这是目前和未来一段时期食品价格上涨和通胀中枢上移的重要原因。

## “三农”供养比加速上升

目前我国处于城镇化加速阶段,随着农业劳动力和农村人口持续向城镇转移,农村人口供养比、农业劳动力供养比和城乡居民食品消费比(统称“三农”供养比)加速上升,对“三农”产品的需求压力大幅增加,“三农”产品价格面临持续上涨压力。

首先,仅从城乡人口数量看,农村人口供养比加速上升。我国农村人口1995年达到顶点,之后持续减少,而城镇人口和总人口都持续增加,这必然导致农村人口供养比加速上升。而且,农村人口供养比增速也呈加速之势。

如果2013—2020年我国城镇化率仍然按照2001—2010年平均每年提高1.373个百分点的速度计算,到2020年,我国城镇化率将会达到63.55%,农村人口供养比将会提高到2.69人,2014—2020年农村人口供养比增速将均在3%以上,这将大幅高于2001—2010年的平均增速。即使2013—2020年城镇化速度有所放缓,如每年提高1.1个百分点,则到2020年,我国城镇化率达到61.37%,2020年农村人口供养比将提高到2.55人,2013—2020年农村人口供养比增速将均在2.4%以上。在这两种情况下,“三农”供养比平均每年提高幅度都

会高于2001—2010年。

其次,农业劳动力供养比加速上升。1991年我国农业劳动力达到顶峰之后持续减少,到2011年底,减少到26594万人,20年累计减少12504万人。

农业劳动力供养比增速2004年以来呈加速上升之势。按照2008—2011年我国农业劳动力平均每年减少1000万人计算,到2020年,我国农业劳动力将减少到17594万人,农业劳动力供养比将达到7.992人,比2011年增加3.062人,平均每年增长5.51%,这一增速明显高于2001—2010年。

第三,考虑到城镇人口较高的消费水平,城乡居民食品消费比加速上升。城镇居民人均食品消费水平是农民的2—3倍。受城乡人口比和城乡人均消费比持续上升共同影响,最近20年我国城乡居民食品消费比加速上升。

如果以2011—2020年城镇化率平均每年上升1.1个百分点,城乡居民食品消费分别按1978—2011年平均增速10.9%和10.2%进行预测,则到2020年,城乡居民人均食品消费比将达到3.048,城乡居民食品消费比将达到4.732,2012—2020年年均上升19.8个百分点,呈现加速上升趋势。

## “三农”产品供给处紧平衡状态

在“三农”供养比加速上升的情况下,如果土地和劳动力供给随之增加,或者农业劳动生产率大幅提高,农产品供给大幅增加,就可以平衡农产品需求压力,缓解食品价格上涨压力。但我国“三农”产品均处于紧平衡中,并且随着城镇化快速推进,土地、劳动力和农产品等“三农”产品供给还会紧上加紧,其供求的微小波动,就可能引发价格的大幅波动。

首先,农用地处于紧平衡。国土资源部数据表明,2008年底我国耕地面积为12172万公顷,合18.2580亿亩,离18亿亩的耕地红线很近。2009—2012年,全国累计出让土地129.4万公顷,相当于1941万亩,如果不考虑耕地的占补平衡,离18亿亩耕地红线越来越远。2012年我国进口粮食8025万吨、食用植物油845万吨、大豆5838万吨,相当于境外“影子”播种面积7亿亩以上。这说明,我国农用地实际上处于一种相当紧张的平衡状态中。

## 通胀中枢明显上移

上世纪90年代以来,我国食品价格与“三农”供养比在走势上基本一致。2004年后,食品价格随着“三农”供养比快速上涨,并且食品价格上涨速度大幅高于农业劳动力供养比上升速度。

2010年以来,我国食品价格上涨中枢和通胀中相明显上移。通胀中枢上移是指剔除天气因素、季节因素和管制因素等非市场供求因素对价格的影响后,CPI涨幅仍高于之前可比时期的现象。通胀中枢上移的主要标志,是同样的经济增长率,通胀率提高或同样的通胀率,对应着较低的经济增长率。

我国通胀中枢上移的原因很多,其中很重要的一个原因是快速城镇化,“三农”产品供求的平衡关系越来越紧,非农需求增加使“三农”产品价格面临越来越大的上涨压力,涨幅随之提高。



## 多措并举弱化国内通胀效应

□中央财经大学 张苏 王婕

美国芝加哥大学卢卡斯教授在理性预期与自然产出增长率假说基础上,研究了总需求变动(以货币供应量的变动作为代理变量)对实际产出与通货膨胀的影响,将货币供应量的经济效应划分为产出效应和通货膨胀效应。卢卡斯将实际产出水平分解为两个部分:长期趋势成分和周期波动成分。上一期的产出波动和货币供应量的冲击影响当期的产出波动,货币供应量变动的当期和滞后一期以及实际产出的滞后一期影响当期的通货膨胀率,其中前两者的影响系数之和为1。

笔者参考卢卡斯模型,对我国1978—2010年的情况进行了研究。考虑到改革开放前后,我国经济经历了重大的历史变迁,研究中对时间序列数据进行了断点检验,发现实际产出波动在1991年存在断点,这和我国当时的经济背景吻合。同卢卡斯的结论相比,1978—1990年我国货币供给的产出效应十分显著,超过学界常常援引的“货币中性典型国家”(比如1951—1967年的阿根廷、巴拉圭)的货币政策表现。1991年之后,货币供给的通货膨胀效应上升,产出效应相应下降,但仍接近1/4的水平。根据分析,我国目前的货币供给仍能产生产出效应,其通胀效应尚处于合理的区间范围内,但需要高度关注未来走势。

虽然我国通胀效应处于可控范围内,然而通胀效应的增长

趋势仍然值得高度关注,同时也应该清楚地认识到我国还面临来自于国内外的通胀风险,应该提高警惕。

从国际上来看,我国面临成本推动型的通胀压力。国际大宗商品投资对冲美元贬值从而导致全球能源、原材料价格不断上扬。以国际油价为例,2007年底以来,国际油价一路飙升,原油价格的上涨引发了对替代能源的需求,使得乙醇和生物柴油的需求量大幅度提升,玉米、大豆等原材料的价格产生了巨大的增长,从而引起了农产品价格上涨的连锁反应,进一步加剧了通货膨胀的风险。

从国内方面看,我国一方面面临需求拉动型的通胀压力,基础设施建设等项目大规模开展在促进经济发展的同时,也导致投资过热的现状,所带来的需求扩张为通胀埋下隐患。另一方面,市场流动性过剩也加剧了通胀风险。随着人民币升值,国外资本大量流入中国,使得我国的外汇储备迅速增加。截至2012年底,我国的外汇储备达到3.31万亿美元,央行行为对冲被动投放基础货币,导致流动性过剩。另外,随着国内工业化、城镇化进程的加快,农业生产的成本和城镇对农产品的需求不断增加,在农产品价格普遍上涨的国际形势下,国内农产品价格的上涨成为长期趋势。

针对上述分析,笔者建议有必要加强对货币供应量的控制。货币供应量的通货膨胀效应已得到验证,而且1991年以来通货

膨胀效应进一步上升,由0.64上升到了0.74,接近临界危险水平。虽然目前我国的货币供应量的通货膨胀效应在合理区间内,但如果任由其发展,可能会出现类似于阿根廷和巴拉圭的现象,由此应该控制货币供应量的规模,充分发挥其产出效应,弱化通货膨胀效应。

笔者认为,管理好货币之外还需要进行如下政策配合:严格控制金融资源投向房地产的规模。金融资源进一步流向房地产将使得实体部门生产特别是创新活动所需金融资源得不到改善,全社会全要素生产率得不到改进,劳动要素的回报得不到整体提升,进而总需求不足,导致失业加大而形成滞胀。

加强对“三农”的财政投入力度。为应对国内外农产品价格上涨带来的原材料价格上升的成本拉动型通胀压力,应该加强对农业的干预,特别是通过农产品价格干预和数量干预手段增加农民的收入的同时稳定农产品价格。

加快收入分配改革。收入分配改革的核心应该是缩小贫富差距。贫富差距越大的国家越难以抵御通货膨胀带来的社会不稳定风险。这是因为通货膨胀会促使社会财富从债权人向债务人转移。低收入者将钱存入银行,被借给高收入者进行投资,通货膨胀将使得贫富差距拉大。在我国社会保障制度还有待完善之时,确保低收入群体不被征收“通货膨胀税”是维护社会稳定重要保障。

## 当前货币政策应以温和为宜

□中证证券研究中心 曹水水

3月汇丰制造业PMI初值为51.7,较上月回升1.3个百分点,连续5个月位于荣枯线上,显示经济复苏延续。同时,3月出厂价格指数和投入价格指数回落至临界值下,显示复苏力度温和,短期通胀压力不大。分析人士认为,在当前经济环境下,货币政策应以温和的方式为主,同时加快推进结构性改革,其中鼓励资本走出去是应有之义。

年初以来,社会融资总量和新增外汇占款均显示宏观流动性宽松,债券市场利率曲线整体出现下移。但随着2月CPI同比涨幅升至3.2%,房价持续反弹,从2月下旬开始,流动性格局出现微妙变化。一方面,资金仍呈现流入态势。2月20日以来,美元指数累计上升3%,同期人民币兑美元即期汇率升值0.5%,并在3月20日创出历史新高,显示人民币需求依然旺盛,资金流入迹象明显。另一方面,国债、信用债等债券短期收益率上移。

资金流入,而短期利率曲线上移,表明货币政策确实在微妙转向。鉴于目前经济弱复苏,短期通胀风险不大且以结构性因素为主,应该慎用存准率、利率

等逆周期调控工具。

一方面,经济复苏力度较弱。1—2月规模以上工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额同比增速分别为9.9%、21.2%、12.3%,均是近四年最差水平。目前数据并未显示周期品量价的明显上升,包括煤炭、有色金属等工业品的价格、产量,持平甚至弱于季节性因素,同时3月上旬日均发电量仅与去年11月基本相当,显示经济复苏力度较弱的格局未变。

另一方面,短期通胀压力不大,且以结构性因素为主。2月CPI同比增速显著回升,主要原因是春节错位导致去年同期基数较低。3月汇丰制造业出厂价格指数和投入价格指数回落至临界值下,显示3月物价增速将回落,3月CPI同比增速降至2.5%左右的概率较大。从CPI分项看,超预期部分主要来自服务价格,体现劳动力价格上涨的结构因素。而对于房价,应该运用首付比例和利率等结构性信贷政策,而非总量政策。

因此,综合目前的经济增长和物价情况,货币政策调整应以温和的方式进行。短期可以灵活、高频的公开市场操作调节流动性。中长期则应在金融制度方

面加快推进结构性改革,借助目前海外货币宽松的有利时机,完善汇率形成机制,并鼓励资本走出去。这既能缓解资金流入导致的流动性充裕压力,又能为经济持续发展打下基础。

首先,应加强汇率弹性和形成机制的转变,与利率市场化良性互动。汇率缺乏弹性带来两方面问题,一是外汇交易不顺畅;二是缺乏灵活波动的货币容易招致投机,加剧资本波动风险。我国应尽快加强汇率弹性,扩大即期汇率波动区间或完善中间价形成机制。

其次,在完善汇率形成机制的基础上,应加快资本账户开放,鼓励资本走出去。数据显示,截至2012年9月末,我国对外金融净资产为1.8万亿美元,而2012年投资收益逆差235亿美元,显示过高的债权配置导致收益较低。虽然目前贸易顺差足以弥补投资收益逆差,但在产能过剩和人口老龄化问题日益突出的背景下,加快资本走出去显得比较紧迫,也有利于我国从出口大国走向资本强国。1—2月我国境内投资者实现非金融类直接投资183.88亿美元,首次超过同期FDI,显示我国正加快资本输出。

## “主经纪”模式 推动国内对冲基金发展

□瑞银中国证券部总监 夏阳  
瑞银证券业务研究员 陶旻翔

新基金法的出台首次从立法层面把私募基金纳入监管范围,符合条件的私募基金经批准后将允许发行公募产品。私募基金灵活的交易策略和对于风险对冲工具的使用,令其相比公募基金更有能力追求“绝对收益”。我国私募基金业有望进入快速发展期,随之将出现一批崭新的机构投资者——中国的对冲基金。

### 对冲基金激活主经纪业务

回顾历史,对冲基金的发展也并非一帆风顺。1949年“对冲基金之父”琼斯在美国建立第一家真正意义上的对冲基金。到1968年,美国市场已有140家对冲基金。然而在整个七十年代,对冲基金的发展却陷入停顿。七十年代末,美国经纪商塞尔兹提出“主经纪业务”的概念,立即受到基金经理们的欢迎,一些大型金融机构迅速占据业务主导地位。主经纪业务(他被称为“主经纪业务”),通俗来说就是对冲基金的大管家,负责安排办公室租赁、交易清算、托管、资产服务、技术支持等全方位支持。其中的核心内容为融资、融券、杠杆交易和现金管理。

对于主经纪业务,笔者查阅某国际投行1997至2011年的年报,发现其主经纪业务收入的变化与全球对冲基金资产管理规模变动有着极其相似的走势。1997至2003年,该投行主经纪业务收入维持在10亿美元左右,但自2004年起连续出现年同比增长以上大幅跃升,2008年已经达到34亿美元,五年内的增幅达到2.5倍。此后由于金融危机的爆发,该行的主经纪业务收入出现高台跳水,2011年年报显示为1.6亿美元。

可见,全球对冲基金所管理的资产规模在2003年开始大幅增长,至2007年达到历史高位,而该投行主经纪业务收入在2004年开始起飞,于2008年创出新高。如此明显的滞带性,带给我们的启示是:对冲基金行业的成长带动主经纪业务的发展。

### 国内对冲基金发展空间大

目前国内共有514家阳光私募基金公司,通过1493只存续的私募基金管理着524亿元人民币的资产,其中股票型私募基金占绝大多数。因此,通过观察股票市场总市值和私募基金资产管理规模的比值,可以在一定程度上了解中国对冲基金行业发展的空间。

2011年末我国A股总市值为21.48万亿元人民币,是阳光私募基金资产管理规模的410倍;美国2011年股票市场总市值约15.64万亿美元,为对冲基金资产管理规模的9倍。可以发现,我国对冲基金行业应当有极为广阔的发展空间。如果该倍数降至100倍,我国对冲基金行业将有300%的上升潜力;如果该比率降至50倍,那么上行空间将放大至700%;若是降至与美国同一水平,我国对冲基金的发展更是有超过4500%的巨大前景。

海外成功经验显示,对冲基金

### ■ 记者观察

## 依靠市场化解决“打车难”

□本报记者 赵同刚

许多上班族可能都有这种体会:上下班高峰或者雨雪天打车时,本应是出租车需求高峰期,但是上路运营的出租车却反而更少。在这种供求失衡的情况下,拒载现象屡禁不止,即便投诉也收效甚微。“打车难”正日益成为目前北京等一线城市痼疾,严重影响人们“行”的生活质量。根治这一城市顽疾,只能靠市场化。

出租车行业本应属于完全竞争性行业,应该实行市场化运行机制。但在一些城市的现实情况却截然相反,部分地方政府按行政許可方式分配出租车资源,造成行业垄断。这导致出租车公司依靠既有的牌照垄断收取高额的“份钱”,出租车司机成为挣钱工具。背负沉重负担的司机,为挣出“份钱”只好牺牲服务。曾经算得上是较高收入水平的出租车行业,在如今的就业大军中已鲜有人问津。司机队伍整体素质的下降,也加剧出租车行业服务水平的下滑。

国内一家知名财经杂志日前发文揭露出租车行业存在严重的

能够快速成长,很大程度上得益于灵活多变的做空手法,在第一时间规避、锁定风险,甚至从中挖掘机会,获得超额收益,使之相对仅限长仓的机构投资者更具战略空间。

2010年推出的沪深300股指期货,让投资者可以针对指数做空。但是通过股指期货对冲,仅对追踪该指数的被动型基金和所持有股票种类与指数相关性高的投资者较为有利,对于其他投资者而言缺乏精准度,甚至有新增风险。2011年3月融资融券诞生,12月标的证券范围放宽,使做空方式细化到个股,让投资者可以针对自身持有的股票进行定点对冲。然而,融资融券业务要求券商使用自有资金和证券,而特定时间段内投资者的借券需求又常常扎堆,出现证券供不应求的状况,令做空意愿难以得到充分表达。

为解决上述问题,转融通业务于2012年8月启动,意在为市场提供更大的流动性(其中,转融券业务尚处于试点阶段,转融券业务仍有待放开)。这些做空工具从推出伊始,便受到市场热捧。

### 亟待建立完善的交易机制

随着具备做空功能的市场逐步接受和适应,笔者相信会有越来越多的投资者参与到做空工具的使用中来。对比美国和日本证券信用交易规模占证券交易金额比重达16%至20%的情形,中国融资融券交易规模依然处于婴儿期,值得投资者期许。当然,在投资者与经纪商积极参与资本市场投资的同时,更需要监管部门不断完善监管,为投资者建立更加合理、公平、有效的交易机制。

首要问题是鼓励更多的机构投资者参与融券交易。以2012年10月为例,机构投资者仅占月度融券交易量的2.01%,在融资融券余额中的占比也仅为2.12%。相比海外市场信用交易业务主要由机构投资者参与的情形,我国机构投资者参与程度还有待提高。这有赖于监管者出具有效的激励措施,引导机构投资者投身该项业务。而其中最根本的是让机构投资者切实感受到盈利机会,这就涉及获利空间和交易成本的问题。高企的成本令人却步,投资者理所当然地会选择更廉价的方法。因此,只有当融资、融券成本降至足够有吸引力的水平,才能吸引多机构投资者参与其中。

当前市场采用的多、空头寸分别计算保证金的方式也有待突破。成熟市场的做法是以多、空仓位轧差后的净头寸作为计算保证金的基数,减少投资者被冻结的资金,无形中增加市场内的流动性。而对于投资者融券卖出后获得的资金,如果无法用于购买股票,会使交易效率处于极为低下的水平,拉低投资者使用融券工具的杠杆效率。

我国资本市场的发展历来奉行稳中求进,但也不缺少改革创新魄力。随着监管机制和做空工具的日益完善,必将推动我国对冲基金的壮大以及主经纪业务的腾飞。两者螺旋式上行和突破,有望引领我国金融市场进入全新时代。

权力寻租问题,目前出租车公司投入运营一辆新车,通过收取“份钱”,一年基本就可以收回成本。显然,这是由于行业垄断造成的出租车行业不公平现状,也成为滋生权力寻租的温床。

要应对权力寻租、解决“打车难”问题,唯有彻底打破出租车行业垄断,引入完全市场化机制。目前,关系国计民生的金融、能源、电信等行业,也正在按照国家深化改革的精神,逐步打破垄断经营。因此,对出租车行业而言,更应让充分的市场竞争削弱司机沉重的“份钱”,从而使市民享受到高品质的服务。完全市场化的出租车行业,不仅可以大大方便民众的出行,其自身也会得到更大发展。

在市场化运行的基础上,可以借鉴国外一些成熟大城市出租车运营的成功经验,比如在城市出租车需求相对集中的地段设立出租车停靠点,借助智能交通、车联网技术提高车辆运行效率等。应盡量替代目前出租车普遍采用的“巡游模式”,从而使大城市的出行更加方便,也让出租行业获得更为广阔的发展空间。