# PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

# 金融前沿对话

2021 年第 16 期 总第 102 期





主办单位: 北京大学汇丰金融研究院

院长:海闻

执行院长: 巴曙松

秘书长: 本力

编辑:都闻心(执行) 曹明明 方堉豪 朱伟豪

#### 北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院(The HSBC Financial Research Institute at Peking University,缩写HFRI)成立于2008年12月,研究院接受汇丰银行慈善基金会资助,致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动;立足粤港澳大湾区,以全球视野,构建开放的金融专业交流平台,使金融教学与金融研究相互带动,通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式,为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持,努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授,执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

# 三大总量过剩下的资产配置思考

#### 【对话主持】

巴曙松(北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长)

#### 【特邀嘉宾】

李迅雷(中泰证券首席经济学家)

2000年之后,中国经济先后出现了商品总量过剩、货币总量过剩和资产总量过剩的三大过剩现象,但是,结构性短缺现象同时并存,从投资的角度看,只要发现"短缺"的领域,投资"买不到的东西",便应当是获利的机会。

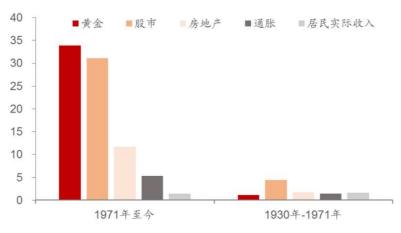
# 一、商品过剩下的资产短缺

回顾历史过去的 40 年,中国所处的经济环境发生了极大的变化。 上世纪 80 年代,中国尚处于短缺经济时代,各类物资极为匮乏,青年人就业最好的选择就是物资部门。理论研究方面,当时中国 3000 多亿居民储蓄被理论界视为"笼中虎",一旦这只"笼中虎"冲出来,不仅会导致恶性通胀,而且会导致恐慌性挤兑,金融体系就可能崩溃。

到了 90 年代,中国的商品短缺得到了一定程度的缓解,居民消费能力提升。但那时家庭恩格尔系数极高,即使有过剩的消费能力也会配置冰箱、彩电、洗衣机等耐用消费品,而资产配置需求极小,以

当时的 A 股为例,90 年代的 A 股是一个非常袖珍的市场,对整个金融体系的影响几乎可以忽略不计,甚至当时中国股民最担心的事情就是股市扩容,即发行新股,每次大跌个人投资者们都希望监管当局暂停新股发行。

随着经济的进一步发展,2000 年后中国的经济环境又发生了极大变化,从"商品短缺+资产短缺"转变为"商品过剩+资产短缺"。但与90年代不同的是,居民的资产配置需求逐渐旺盛,推动资产价格一路走高。以老八股为例,1991-2016年这25年间,平均股价上涨了230倍,即每年平均涨幅超过24%,远胜巴菲特。同时资产短缺时代,绩差股演绎着"乌鸡变凤凰"的故事,由于当时上市需要额度,绩差股成为了珍贵的"壳资源",直到2017年以后"壳资源"的价值才随着市场扩容逐步下降。在商品过剩和资产短缺并存的年代,加杠杆去配置资产就成为非常好的投资选择。因为当时的投资者都还没有加杠杆投资的习惯,A股的流通市值只有3万亿左右,是一个典型的袖珍市场,当时楼市的规模也非常小,当时的投资者往往只要胆大敢于加杠杆投资,基本都可以获得极高的投资回报。



#### 图 1

#### 二、中国式货币创造与过剩: 增长模式使然

在经济发展的不同阶段,中国的货币投放模式也存在明显不同。第一阶段即经济高速发展时代的初期,货币扩张的主要形式是外汇占款。从 20 世纪 90 年代以后,中国不断引进外资,扩大出口,逐步从内向型国家转变为出口主导的外向型国家。到了 2007 年,中国的出口依赖度已经达到了 30%以上。受外汇管制的影响,央行采取了强制结售汇制度,获得大量的外汇占款,被动地投放了大量基础货币,M2 增长惊人,以年化 18%以上的速度增长。通过外资的流入和出口的顺差,中国创造了大量基础货币,货币短缺得到了一定改观。

随着次贷危机的发生,中国的货币投放进入第二阶段。美联储次贷危机之后实行了大规模扩表,总资产规模从 2008 年 8 月份(雷曼兄弟倒闭前)的 0.9 万亿美元扩张到 2015 年的 4.5 万亿美元。相比美国,中国央行的扩表节奏似乎非常缓慢,如 2020 年人民银行总资产仅较 2019 年增加了 1.7 万亿元,增速只有 4.5%,而同期美联储总资产增幅高达 76.8%。但是,中国的广义货币 M2 增速几乎等于美国加欧盟的 M2 之和,这与中国的体制和经济发展模式有关。美国及西方国家的货币创造主要是通过央行扩表的方式来进行,而中国的货币创造主要靠商业银行驱动。政府与国企为了实现稳增长的目标,经常逆周期投资,商业银行有了政府部门的信用背书,自然敢于放贷,进而推动货币规模上升,同时这个阶段民间投资增速也非常快。因此中

国货币规模全球第一,实际上与中国经济增长模式有关——高储蓄、 高投资产生高货币乘数,同时带动民间投资,这种模式贯穿了中国的 整个重工业化时代。



中国第三阶段的货币投放,则主要是依靠房地产行业。具体而言,政府以土地拍卖获得财政收入,通过政府性基金模式进行货币扩张。

目前,中国的 M2 余额是 GDP 的 2.13 倍,远高于美国的 90%,结合 A 股 IPO 规模、银行业总资产等指标进行判断,中国货币规模全球第一的地位几乎无需争议。结合早已出现的商品过剩,我们可以清晰发现中国的商品总量和货币总量都已经较为过剩,否则很难解释为什么中国能够成为全球商品出口的第一大国,占全球出口总额的 15%以上。这表明中国 14 亿人口实际上是在替全世界打工,替全世界来生产产品。

# 三、当货币过剩遇到资产过剩

除了商品和货币过剩, 我认为中国的资产也出现了过剩, 但目前

对于出现过剩的时间还存在一定争议。从权益资产的角度来看,我认为 2017 年前后资产步入过剩阶段。在 2016 年之前,"壳资源"价值很高,中小市值股票的估值水平远远超过大市值股票的估值水平,但是在 2017 年 A 股"壳资源"的估值水平开始大幅回落,这可能是股权资产过剩的重要标志之一。

就房地产资产而言,我认为总量也是过剩的。目前中国房地产的总市值是 GDP 的 4 倍左右,这个指标超过了全球所有主要经济体。同时国家统计局数据显示,2020 年全国 70 个大中城市中有 23 个城市的房价是下跌的,出现了与股市结构性牛市类似的结构性楼市。从宏观经济基础数据来看,中国的人口流动数量从 2015 年开始减少,城镇化速度也从过去的年化 1.5%左右回落至 1%,再到如今的 0.8%左右。随着人口流动的放缓,加上人口老龄化,楼市的分化现象越来越明显,全国齐涨的时代已经过去。

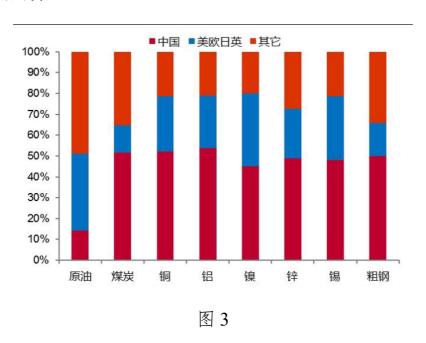
综上所述,基本可以认为中国的货币、商品和资产总量三者都已经出现过剩。近期中国出现了较为明显的物价上涨,许多大宗商品的价格也大幅攀升,有观点认为这与货币、商品和资产过剩的情况相矛盾,更有甚者认为中国经济已经进入通胀甚至是滞涨阶段。目前 2021年 CPI 和 PPI 指数最终变动情况尚不清楚,如果中国真正进入通胀阶段,至少应当持续三年以上,而目前看这种情况几乎不可能。究其原因,从大逻辑来看中国的商品是过剩的,这就决定了中国不可能出现持续通胀。之所以出现结构性的通胀比如生产资料价格的上涨,主要

原因还是疫情影响。以大宗商品为例,巴西等资源拥有国的疫情还在蔓延中,商品供给不足,而中国等制造业国家早已复工复产,需求全面回升,这就造成供不应求,产生需求推动型的价格上升。

在判断通胀与否时,首先需明确通胀的定义范围。如果是只考虑商品和服务的狭义通胀,我认为目前的价格上升只是一种触底反弹,未来两者的价格涨幅不会很大,主要原因有两点。一是商品和服务的需求主体主要是中低收入阶层,这部分群体的收入增长缓慢。根据国家统计局数据显示,2016年到2020年中国中等收入组的累计收入增长是25%,高收入组的累计收入增长是35%,但高收入组的边际消费倾向递减更加明显,这意味着这部分人群收入增长带来的消费增加远不如中低收入组。李克强总理也谈到,中国有6亿人的平均月收入大约只有1000块钱,并且增速缓慢,有效需求不足。虽然大城市的奢侈品、高端白酒等高端消费增速都在两位数,但对经济的拉动作用有限。

二是大宗商品价格持续上涨缺乏基本面的支持。正如前面提到的,目前大宗商品价格上涨是由于短期内资源供需的错位造成的,真实的市场需求相对有限。以中国为例,中国是大宗商品的重要消费国,许多大宗商品的消费额占全球份额的50%左右,而最能反映房地产和基建投资情况的水泥价格于2021年出现了下跌。此外2021年,中国政府的财政预算计划中一般公共预算支出的增速只有1.8%,结合降低政府杠杆率的目标,基建和房地产投资大幅增长缺乏支撑基础,财政

投资难以支持 PPI 的持续上涨。按照我们的估算,2021 年的 CPI 涨幅约 1.5%,低于 2020 年的 2.5%,其中,中低端商品的价格走平或者走低,高端消费品和服务的价格走强; PPI 涨幅约 3.5%,其中生产资料的价格上涨,生活资料走平。整体而言,CPI 和 PPI 都呈现出结构性上涨的趋势。



# 四、中国未来经济趋势——结构化

与全球宏观经济形势相似,我认为目前中国经济也存在存量经济主导下的结构性现象,这应该是未来经济分析中的重要切入点。以A股为例,2019年和2020年A股呈现出与以往全面上涨不同的结构化牛市现象,涨跌股票各占一半,其背后原因正是中国经济分化,新旧动能正在转换,此消彼长越来越明显。传统产业,尤其是重工业逐渐式微,传统的商业模式也在衰落,新科技性行业繁荣发展,新的商业模式兴起,居民收入呈现分化。

在未来的中国和全球经济中,三大过剩将持续存在,但总量过剩背后的结构性不足也将始终伴随。比如在货币总量过剩的背景下,货币的分配就非常不均,离货币创造越近的地方,货币持有的占比越多。资产持有的人群结构方面也存在分化现象,如招商银行的年报显示,2020年招行的储户数量共有1.8亿,其中2%的储户占有全部储户资产的80%,虽然数据样本具有一定片面性,但管中窥豹,资产分配不均匀可见一斑。

之所以商品、资产和货币结构都普遍存在问题,我认为这本质上是由人类历史的大趋势决定的。二战结束至今,国家之间从未爆发过大规模的全面战争,人类的产能一直在积累、建设,不曾被大面积破坏,是一个扩大再生产的过程。商品、资产和货币的规模也在不断自然累积。仍以A股举例,过去30年中国A股市场共累计4000家上市公司,但在实行注册制后,目前仅在排队上市的企业就接近800家,约占存量总额的20%,这就是一笔巨额的资产增量。但是这笔巨额资产会如何分配?这就涉及到了资产的结构问题。

根据帕累托法则,大部分的财富天然地会聚集到少部分人手中。如果不加以干预,这种现象将严重阻碍经济的进一步发展,而解决的方法唯有改革。但进行改革代价惨痛,短期内往往呈现出极大的负效应。作为应对,美国、欧盟、日本都选择了央行扩表进行货币创造这一"无痛疗法"。但这一方法治标不治本,即使这种模式目前看似乎可以长期维持,但改变不了结构扭曲的根本性问题。

#### 五、结构化趋势下的投资机会

在三大总量过剩与结构性短缺并行的情况下,应当如何来配置资产?正如前文所说,中国在过去 40 年经历了三个不同的历史阶段。第一阶段是商品短缺时代,经历了文化大革命后,中国整体处于商品短缺中。在那个年代最好的投资机会在于贸易,生产商品就是最好的投资。这种时代特点也同样体现在资本市场的偏好中,当时的 A 股市场对综合类业务的企业估值最高,远高于单一类的上市企业。原因是当时各类商品都处于短缺状态,处于从零到一的发展阶段,只要能够生产出来就有较大可能获得一定收益,因此格外强调业务分散化。

第二阶段是资产短缺时代。2000 年以后中国的商品短缺相对缓解,但是居民家庭基本都没什么资产,所以加杠杆配置资产是一个理性的选择。我曾写过一篇文章——《买自己买不起的东西》(2018年),因为当时中国的货币总量从历史视角来看相对较小,资产估值水平极低,举债的成本远低于资产价格的涨幅。

第三阶段是商品、资产、货币过剩时代。过去A股市场处于散户时代,对估值存在很大偏差,一家公司的估值高低主要看公司的未来规划和愿景是否能打动投资者。当时我提出投资者应该"抓大放小",对于公司商业模式确定性较高的企业应该给予溢价。随着中小市值股票"壳资源"估值水平大幅下降,A股市场进入资产过剩时代,我进一步提出,稀缺的资产应该享有更高的溢价。

所谓稀缺,可以从几个角度来定义:首先是商品角度,产品买不到,或者说供不应求的企业属于稀缺企业;其次是技术角度,拥有核心技术,竞争对手难以效仿的企业,也属于稀缺企业;最后是商誉角度,拥有超大平台或极高商誉的企业,同样属于稀缺企业。

在资产总体总量过剩的情况下,唯有核心资产和稀缺企业会出现结构性短缺,应该给予高溢价,这也是我的文章《买自己买不到的东西》(2018年)的核心思想。事实上中国核心资产价格的上涨从2017年就已经开始,持续时间长达两年,直到近期才出现了较大幅度的回落,而当时我在文章中认定属于稀缺企业的案例,如特斯拉、谷歌、微软等,也都有了不错的投资回报。

在存量时代下,经济发展存在三大特征:强者恒强、此消彼长、优胜劣汰。虽然我们希望人与人之间、国与国之间的发展水平差距会缩小,但更要尊重规律和现实。从投资的角度来说,中小企业的生命周期很短,我们能做的只有找到强者恒强当中的强者,此消彼长中的长者,优胜劣汰中的胜者。在资产过剩和结构性短缺并存的时代,我们需要去追随已经形成的投资趋势,而不是可遇不可求的拐点,只有趋势才能够长期保持。

#### 六、问答环节

Q1: 您谈到当前三大总量过剩(货币总量过剩、资产总量过剩和商品总量过剩)同时存在,可能存在错配的情况,是否更多的是存在

大量低效用的商品、低效能的资产,从而为不良资产处置带来较大机会?

A1: 这种情况肯定存在。目前有一些处置不良资产,或者把不良资产进行打包再卖给其他人的公司。我认为任何时候都会有各种机会,正向的机会和反向的机会是并存的。

Q2:请问中国劳动力市场工资今后长期走势如何?对通胀的影响明显吗?

A2: 我对于劳动力市场工资没有做过深入研究。但我发现一个现象,在 2007 年左右低收入阶层的收入增速较快,这是因为工业化时代投资旺盛,对于劳动力的需求大量提高,所以最低工资这些年得到很大幅度的提升。但随着经济增速的放缓,比如 2010 年以后,整体而言农民工的收入增长也开始放缓。另外从目前的情况来看,大学生的过剩也比较明显。我对供需关系变化的关注较多,价格变化背后总有原因形成供需缺口。如果缺口是短期的,那它很快就会被修复,例如猪肉价格和蔬菜价格涨跌,都存在一定季节因素或其他短期因素。从长期来看,中国是全球制造业规模最大的国家,商品的供给能力极强。许多产业或服务能在中国发展起来就是基于劳动力价格的低廉,这种劳动力价格的低廉使得价格上涨有一定难度。

Q3: 人民币的发行量远高于美元, 但人民币为什么能如此坚挺?

A3: 关于人民币汇率为何坚挺, 我认为其中也存在结构性问题。 例如与上海相比, 偏远地区的物价就低得多, 人民币的购买能力增强, 体现了货币分布不均匀。另外汇率管控也是人民币汇率坚挺的重要原因。如果开放人民币自由兑换,我认为人民币不但不会贬值,甚至还会继续升值,因为人民币的购买力确实比较强。汇率问题不是在实验室中用沙盘推演就可以得出结论,中国目前连区域性的货币自由兑换都没有开放,很难判断开放自由兑换后人民币的走势将会如何。从中美之间来看,我们可以明显感觉到中国仍处于上升势头,美国即使不是下行势头,至少也是走平。这样来看,人民币的升值还是存在一定的现实基础的。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并 主持的"全球市场与中国连线"第三百五十一期(2021年3月23日) 内容整理而成,特邀嘉宾为中泰证券首席经济学家李迅雷先生。

李迅雷先生长期从事金融研究,曾任国泰君安首席经济学家、海通证券副总经理兼首席经济学家,现任中泰证券首席经济学家、中国首席经济学家论坛副理事长,曾任上海市第十三、十四、十五届人大常委,第十四届九三学社中央委员会委员。李迅雷先生在证券分析界拥有极高声望,曾荣获"中国最具声望的100位证券分析师"(名列第三)"《新财富》杰出研究领袖""第一财经金融价值榜""最佳预测分析师(中资机构)TOP5"等殊荣。除了研究投资实务外,李迅雷先生自1988年起发表了百余篇论文、研究报告和课题,出版多部专著,其中有多篇论文和课题获得学术机构和政府部门的各类奖励。

# 【免责声明】

"全球市场与中国连线"为中国与全球市场间内部专业高端金融 交流平台。本期报告由巴曙松教授和黄哲共同整理,未经嘉宾本人审 阅,文中观点仅代表嘉宾个人观点,不代表任何机构的意见,也不构 成投资建议。

本文版权为"全球市场与中国连线"会议秘书处所有,未经事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。





