

# 《财富游戏与金融的逻辑》

作者：海宁      2012年5月

本书全部内容，除注明的新闻引用外，均为本人原创。

转载，引用请注明出处。请尊重著作权和知识产权。谢谢。

博客地址：<http://blog.sina.com.cn/hainingdemajia>



## 目录：

- 从激励机制和监督机制看中国经济和政治
- [金融的逻辑（十）：通货膨胀与财富转移，以及真实的经济增长](#) 2012-05-28
- [货币与金融的逻辑（九）：经济周期不同阶段债券市场走势](#) 2011-12-27
- [货币与金融的逻辑（八）：经济周期性大幅波动的原动力简析](#) 2011-12-13
- [货币与金融的逻辑（七）：外汇占款与股市顶底，房地产泡沫和通货膨胀](#) 2011-12-04
- [货币与金融的逻辑（六）美联储货币互换的作用与应用](#) 2011-12-01
- [货币与金融的逻辑（五）各种投资回报率比较与基准](#) 2011-11-23
- [货币与金融的逻辑（四）利率，社会投资回报率](#) 2011-11-07
- [货币与金融的逻辑（三）：浅议货币政策背后的人性](#) 2011-10-11
- [货币与金融的逻辑（二）：人民币货币紧缩，与美元升值](#) 2011-10-10
- [货币与金融的逻辑（一）：货币乘数急剧下降，与温州信用危机](#) 2011-10-09

- 从各种商品价格的角度看中国经济(CCI,CRB; 黄金,石油, 铜价; 大豆,天然橡胶, 棉花, 螺纹钢, 青壮年劳动力)
- 普通人和普通企业如何在经济周期和通货膨胀的不同阶段保护自己

## 从激励机制和监督机制看中国经济和政治

### 激励机制, 监督机制, 与委托代理关系

激励机制, 简单地理解, 就是人都有自利的倾向。大量历史现实证明了“人性自利”不分种族和年代, 古今中外都是如此。“自利”是个中性词。人可以自利而不损害他人, 也有人干损人利己的勾当, 道德和法律能阻挡一部分, 但不是全部; 还有人“主观为自己, 客观为他人”, 在让他人获得好处之后, 自己获得财富。

人性自利这一点, 从天真无忌的小孩子理直气壮的“自私”自利中就可以发现, 有人据此认为“共产主义”没戏。宣扬“**某个 D 并不存在自身利益**”也许符合教主的观点, 但并不一定符合现实。有的一开始就假定政府很容易作恶犯浑的国家制度, 倒是很大程度上长期维护了普通人的利益。现实中, 很多机构, 比如公司, 政府等, 所有者和经营者是分离的, 这就牵涉到了“委托代理”中**激励机制和监督机制**。

### 激励机制与新中国的两个 30 年

在中国, 1956 年-1978 年, 疯狂否认打击激励机制, 只在吃饭问题非常严重的

少数几年，才稍微松绑，允许实行一些微小的激励制度。

1978年以后，农业和工业发展快，不过是松绑了农村激励制度（交完公粮，余下的全部归农民自己）和城市奖金，承包等激励制度而已。1985年全中国总体上终于吃饱饭，如果说是“恩赐”的结果的话，也仅仅是“被恩赐”了本该就拥有的权利。

2001年前后，中国政府放弃了**进出口审批权**，外贸就迅猛发展了，政府放开让几家**民营企业做汽车**，汽车价格大幅度下降了，汽车出口，也越来越多，以前国有企业声称做不了的发动机和自动变速箱，民营企业也能做了。胡适曾经要求蒋介石做“三无总统”。有人开玩笑说“取消发改委，经济增长动力就能增加不少”。

市场竞争，对经济效率的提高和经济发展的贡献，没有必要一再详述了。很多人经常宣称中国政府搞经济如何如何牛 B，他们忘了一个事实，在大陆的华人，基本上是最后一批富裕起来的。在东南亚，华人密度和经济发展程度，成高度的正比关系。（玩笑地说，某个城市经济是否繁荣，往往和该城市“泛儒教”（CJK中日韩），新教徒，和犹太人的密集度有关，纽约这三种人都很多，伦敦次之，香港又次之）。

## 市场失灵与监督机制

市场经济在提高效率上是非常有效的，但是在催生“损人利己”的劣质产品上，更加有效，因为劣质品的利润率，很可能比正规产品还高。这就需要有一个足够强大的，包含了道德约束，和法律制裁的**监督机制**。在信息不对称的情况下，不发

商贩，有生产销售有毒商品的动力。古今中外，道德和舆论的监督作用一直都是有效的。但是光有道德和舆论监督是不够的，大部分国家都是通过**法治**来最终解决不法商贩制假售假，生产销售有毒商品的问题。这涉及到**问责机制**。只有“**不作为**”“**监管不得力**”会导致丢官，法治的威力才会极大地得到体现。有毒商品的问题，在通货膨胀恶化阶段，和通货膨胀恶化后的经济低迷阶段，会更加突出，这在我两个天涯长贴中反复提到过，其背后的逻辑就是**成本的上升和需求的下降**，加上信息不对称，导致出现劣质低价产品在市场上战胜合格但价格相对高的产品。经济温和上升阶段，这种问题就相对不那么突出。有人开玩笑说，某些团体，有了办公新区，又有了住宅新区，N年前就有了无毒蔬菜基地，忘了肉类问题，目前正在补办无毒养殖基地，未来很多东西，恐怕又要搞双轨制了。

## 政府利益与民众利益

政府既不一定是善类，也并不一定非要与民众利益对着干。其实，政府与民众在做大蛋糕（发展经济）问题上，利益经常是一致的，这是80年代，90年代几次改革得以快速推动的重要原因。在控制剧烈的食品通货膨胀上，上峰与底层利益，也是一致的（因为有历史教训），其他“利益部门”的反紧缩叫嚣，在控制通货膨胀以前大多数都是被无视的，是无效的。

## 财政收入与[瓦格纳法则](#)

前期有博文指出过，1994年是中国财政收入占GDP比重最低的年份，此后财政收入占GDP比重持续上升到现在。其中有政府不受约束的成分，但也有合理

的因素，具体涉及到[财政学](#)的很多内容，财政收入占 GDP 比重随着市场经济发展而上升，100 多年以前瓦格纳就研究总结了[瓦格纳法则](#)。

## 国家利益部门化，部门利益个人化

中国的不少问题，从“国家利益部门化，部门利益个人化”的逻辑视角看，都是非常符合逻辑的自然而然的结果，“国有金融”，“国有电信”，“国有电力”，都可以把他们看成一个大的部门去看待。我记得《财政学》里有个定律：大致就是说一个地区经济效率提升的初期，劳动生产率提高很快的产业部门的从业人员（比如彻底民营化之后的各个产业），收入提高快；然后政府部门由于权力大，进来分食，蚕食“劳动生产率提高快的部门”的劳动成果；而且一般由于“工资刚性”，这个蚕食过程是通过通货膨胀达到的。（让普通劳动者收入下降 20% 而政府部门员工加薪 20% 很难；但是让普通人收入增加 20%，而政府和垄断部门加薪 40% 就相对容易很多）。

总之，从激励机制和监督机制看问题，很多荒谬的事情，反而非常符合逻辑。

## 货币与金融的逻辑（十）通货膨胀与财富转移，以及真实的经济增长

通货膨胀与财富转移

真实的经济和财富增长

通货膨胀和真实的经济增长交织（特别是 1971 年以后）

### 通货膨胀与财富转移

通货膨胀，从 3 年以上的长期看，它是一个财富转移的过程。博客文章不同于教科书，这里我不想做严密的论证。通俗地举例说明：

税收。中国大部分税收是从价税（[2011 年中国财政收入概况](#)）。财政收入随着物价的上涨而增长，这是为什么财政收入从 2004 年的 2.6 万亿，增长到 2011 年的 10 万亿的重要原因。税收是二次分配的工具，财富去了各种国家财政支出的地方，有的花在民生工程上了。

股市。宽松的货币政策，三年以上的长期而言对股民群体也是剥削。因为宽松和经济过热时期，上市公司缴纳了很多税，股市成交量放大，股民缴纳了很多税收和手续费。而经济下滑时期，很难把前期交的税拿回来。当然，没有人是本着亏钱的目的，去参与博弈的，但是某种意义上是个负和博弈（因为税收，交易费用，内幕交易等原因）。当然，过去十年，金融，能源，工程机械，有色金属，电信，互联网获得了极大的发展，即便是 2001 年 6 月入市，以上行业的长期投资者的平均回报在 5 倍以上（参见：[从海外中国概念股看中国经济](#) 2012-05-16）。

由西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心13日发布的全国首份《中国家庭金融调查报告》显示，在有效样本中，家庭对股票市场的参与率为8.84%。其中，炒股盈利的家庭占22%，盈亏平衡的家庭占22%，亏损的家庭比例达56%。

**楼市。**房价之中的土地成本，多的已经占据房价的70%以上（大城市），少的也有50%以上。土地增值税,也是从价税。土地增值，是劳动生产率提高 + 通货膨胀两者的合力结果。土地增值的大部分收益，由地方政府支配，部分用于城市建设和民生工程，也有用于维稳和“三公消费”（公款吃喝，公款出国，公车消费）等项目。

## 2. 真实的经济和财富增长

上面提到的**税收，股市，楼市**，并非全是通货膨胀的结果，否则印钞就可以成为发达国家了。其中有相当大的一部分是**真实的经济增长**。真实的经济增长，主要来自中国经济的市场化，1994 - 1998年的改革，部分人的利益受到损害，中国经济经历了一次小规模休克疗法和随之而来的轻度通货紧缩（1997-2001），但是改革使得后期生产力得到大幅度释放，比如纺织业，外贸业等等。据测算，1998 - 2008中国劳动生产率提高了近200%。但是期间分配问题失衡，贫富差距拉大，也比较严重。这个议题就此打住。

## 3. 通货膨胀和真实的经济增长交织（特别是1971年以后）

1971年以后，通货膨胀和真实的经济增长交织，使得经济与投资分析更为

复杂。一个国家，经济增长的目的，不是让人民收入按纸币计价上涨一倍，购买力却几乎没有任何增长。一项投资如果不能跑赢通货膨胀，恐怕也不算成功。

老牌帝国主义国家 - 美国，从 1971 年到 2012 年，美国物价大致上涨 6 倍，期间不管是考虑了（租金 - 维护成本和税金）的房子，还是银行存款，或者买短期国债，长期国债，黄金，白银，农地，股票，通通都跑赢 40 年通货膨胀。（背景：美国经济 1983 - 1999 高增长，低通胀，黄金熊市；而 1971-1982，2001 - 2012 通货膨胀不低，黄金两轮牛市，两者算是平衡了，选取的时间跨度平衡了 20 年高增长低通胀和 20 年高通货膨胀）。

为什么以上大部分品种都跑赢通货膨胀？

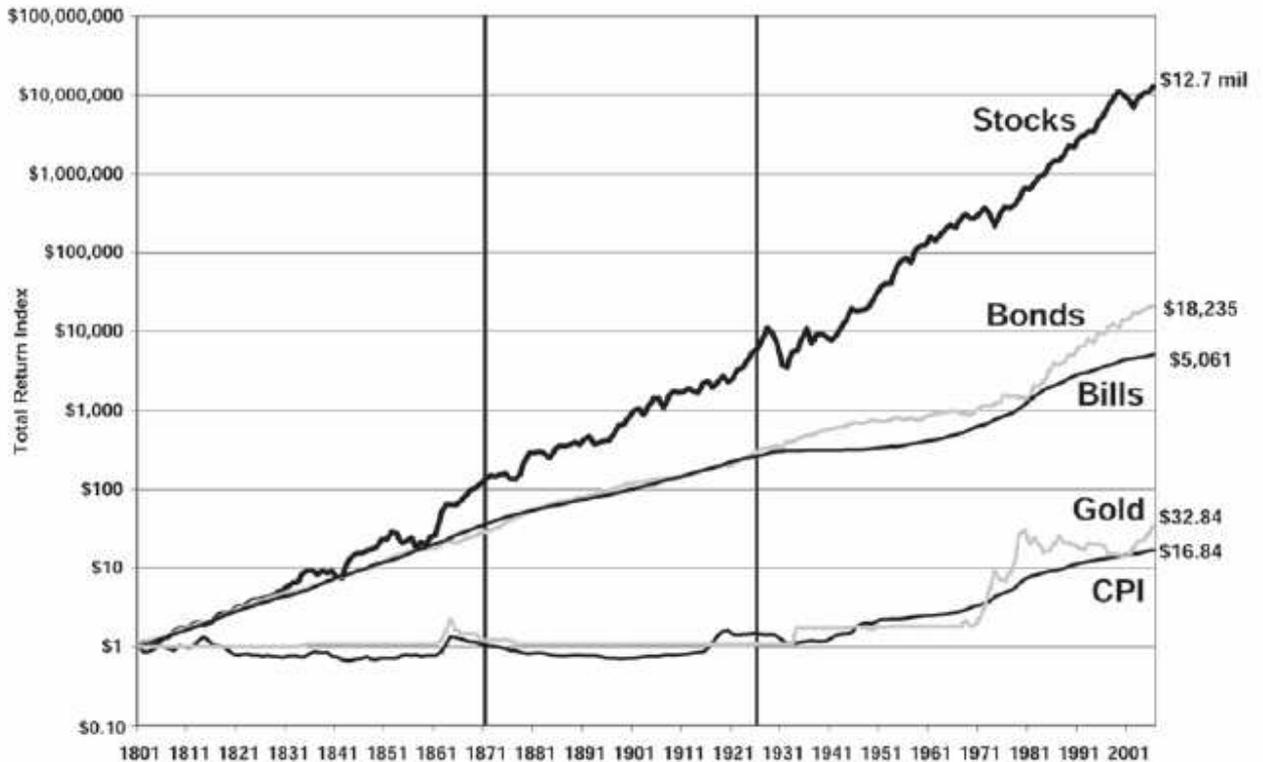
由于科技进步和劳动生产率的提高。（跑输通货膨胀的，都是节奏没有把握好的，比如 1980 年买黄金和农地，1999 年买互联网股票，2006 年买美国的房子。）

当然有人说 40 年不能说明问题啊。好，再来看 200 年。

**西格尔做的各种投资品种 200 年的收益率情况**

FIGURE 1-1

Total Nominal Return Indexes, 1802 through December 2006



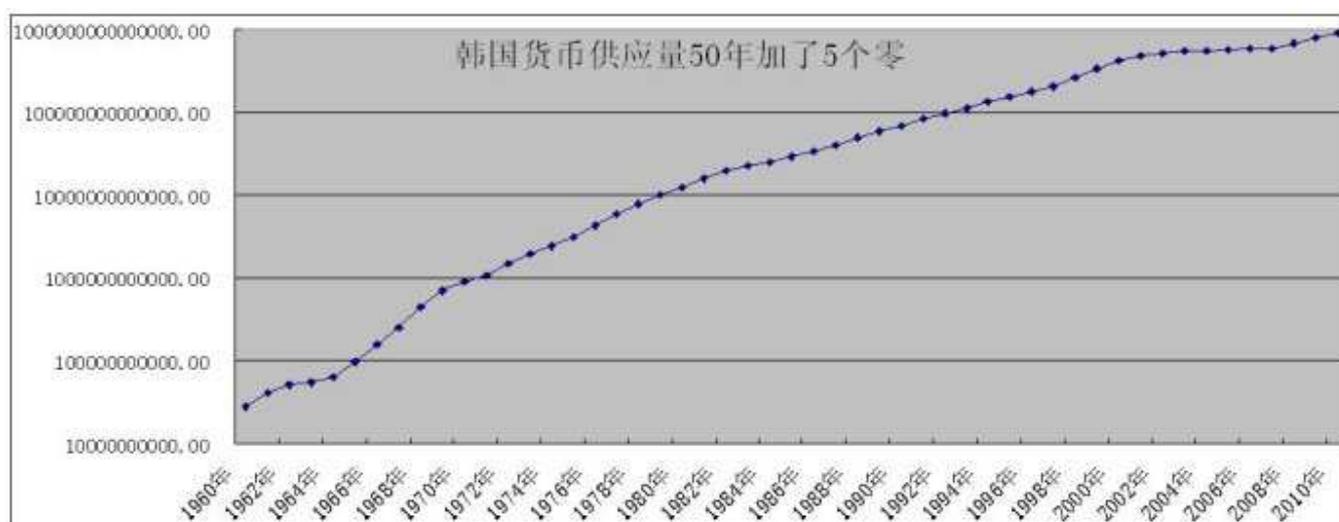
## 通货膨胀的威力和研究通货膨胀的重要性

1971年黄金与美元脱钩之后，研究货币政策和通货膨胀成为很多人的重点。举个例子，70年代索罗斯和罗杰斯的量子基金，踩准了美联储和美国政府的节拍（既财政和货币政策在“保增长和控通胀”之间摇摆了十几年），在美国物价10年仅仅上涨不到1.5倍的情况下，量子基金的收益是40倍。最后，连普通人都总结了“加息三次卖出股票；降息三次买入股票”的对策，这个时候，美国货币和财政政策，陷入一宽松就通胀，一紧缩就资产通缩（股市房价下跌）的两难境地（“两难”不是什么新鲜事物）。1980年沃尔克打破了70年

代的节奏，罗杰斯骑摩托车环游世界去了，索罗斯据他自己说开始5年连亏的记录，5年后才再次找回感觉。

纸币时代的另一个例子是韩国，见下图。韩国货币供应量是**每十年加个零**，1960 - 2010，五十年加了5个零，货币供应量50年增长了3万倍，到了1997年亚洲金融危机之后才稍微老实点。

中国比韩国要慢点，大致是**每15年加个零**（平均增速17%，对应万元户，十万元户，和百万元户），1997年货币供应量8万多亿，现在80多万亿。部分有良心的学者指出，中国货币供应量的增速，未来可能下降到名义GDP增长率附近或者之下。对于这个观点，我只能说谨慎乐观，听其言，观其行。从目前京城智囊团的共识看，在通货膨胀不恶化的情况下，货币宽松是集体共同看法。但是通货膨胀恶化，不是货币宽松的第二天，第二个月发生的，而很可能是1年多以后发生的。



## 货币与金融的逻辑（九）：经济周期不同阶段债券市场走势

2011年9月，期货，股市，长期债券价格携手下跌。部分债券品种的价格在1个月内下跌近20%，然后在10月份又基本涨回去了，债券市场进入牛市期的迹象明显。房地产价格环比也在9月份出现了初步下跌，并在10月份得到更多的确认。

至此，中国货币紧缩也已经于2011年10月份结束。个人判断，只要经济不出现断裂式下滑，未来货币政策将是小步宽松，这也是资本主义市场里最常见的经济，股市，商品期货下跌的同时，货币政策渐渐宽松，利率下调。2011年货币政策本来就是经济进行主动降温，关键是会不会一不小心戳破了房地产泡沫。目前看房地产价格的拐点已经在2011年9月10月出现（环比下跌），是否演变为恐慌和泡沫破裂，反正就在眼前，没有太多使用价值的海南投资房，鄂尔多斯投资房，似乎预示着泡沫的破裂。

股市见底之前，我们很可能先要看到的是债券市场继续牛市行情，换句话说，就是**避险资金**和**货币政策**某种程度的宽松去降低广谱利率（下调法定存款准备金率 = 降低市场利率）。**未来2个季度债券市场很可能因为经济下滑，降息预期，和真正的降息措施而上涨。**

目前各种市场利率非常高，3 个月以上 SHIBOR 利率长期高于 5%，而房地产收益率仅仅在 2%左右，上涨预期暂时没有，**加上房地产库存高峰**，这个对房地产的压力是很大的。

## 一个典型的经济周期的四个不同阶段，债券市场的表现

当然，债券市场时间点的判断，不可能像判断春夏秋冬那么容易。否则加大杠杆之后的收益率将非常可观。

**增长速度最低，通货膨胀率最低**（经济的底部，往往也是股市，商品期货价格的底部附近，但时间上并不 100%同步）

此时短期利率和长期利率水平都很低，通货膨胀，商品期货价格往往在底部，GDP 增长率低。1999 年 2 月，2002 年 2 月，2005 年 3 月，2009 年 1 月附近，基本就在这个阶段。

### →高增长、低通胀（复苏期）

短期低利率维持不变，因为要刺激经济增长嘛，反正通货膨胀还没有到来。为什么长期利率上升呢？因为市场看好未来经济复苏，对风险资产购买意愿上升，最常见的表现就是市场抛弃安全的债券资产，购入股票等风险资产。因为长期债券等被抛弃，长期债券价格下跌，债券市场进入熊市。此阶段短期债券不赚

钱，而长期债券价格下跌（收益率上升），所以此阶段被称为“**债券熊市变陡**”。

### →高增长、高通胀（过热期）

经济过热，通货膨胀上升，因为市场投资意愿高涨，即使央行不加息，各种市场广谱利率也是上升的，2010年10月以前，温州市场利率大涨。后来，中国央行加息，仅仅是跟随市场利率上涨的步伐。自然，央行为了保证经济增长，加息步伐和幅度远远低于市场利率上升的速度，市场出现各种套利活动（比如xxx向银行贷款后，再投入民间借贷，获取利差）。这个阶段短期债券和长期债券价格都是下跌的，只有做空债券才能盈利。这一阶段短期债券收益率上升，向长债收益率接近，所以被称为“**债券熊市变平**”。

### →低增长、高通胀（滞胀期）

随着央行屡次加息，提升存款准备金率之后，整个经济体里面的大多数人，依旧看涨投资机会，借债意愿强烈，商业银行和社会上出现了资金短缺，市场**短期**利率大幅度上涨，大幅度超出官方利率，民间借贷更加活跃。收益率曲线进一步拉平甚至出现倒挂，在欧美“**短期利率高于长期利率**”是经济衰退的前兆，在中国虽然稍微不同，但也类似。10月份以前短期市场利率大幅度高于长期利率，同样预示着经济进入衰退期。2011年10月温总温州行之后，长期债券价格大幅度上扬（收益率下降），此后应尽量持有长期债券，因为经济体已经或者即将进入衰退期。这被称为“**债券牛市变平**”。

→**低增长、低通胀**（经济衰退，经济增长率，通货膨胀不断下行的阶段）

这个时候，市场基本已经确认经济下滑，股市已经跌去很多，商品期货也已经跌去许多，官方 CPI 回落，货币紧缩慢慢退出，救市，救经济的货币宽松慢慢推出。最后，当负利率消失后，央行终于有脸面降息了。降低法定存款准备金率，等于降低市场利率（推升长期债券价格），降低 SHIBOR 各档期利率。降息预期和真的降息，更会导致债券牛市。这是长期债券上涨幅度最大的时期，比如 2008 年第四季度。此谓“**债券牛市变陡**”。

个人以为，经济大起大落，恰恰是因为央行为了保经济，把过低的利率维持的时间太长。没有通货膨胀，期货价格，股市的大涨，哪来的大跌呢？市场价格基本符合能量波浪规律，涨得猛，跌得猛；跌得猛，则未来上涨空间大。股市熊市跌去 50%到 60%很常见。

## **货币与金融的逻辑（八）：经济周期性大幅波动的原动力简析**

过去 9 年，中国经济在大幅波动中向前发展。股市，螺纹钢，猪肉和大豆价格，剧烈波动。其波动呈现一定的大约 40 个月左右的周期性特点，此轮涨跌的低点可能在 2012 年第二季度（负利率结束之后的 2, 3 个月，是市场最低迷的时候，因为货币政策碍于“道德”和面子，尚未大规模放水，只是这一次，银行可放贷资

金源源比 2009 年初少)。

那么，经济如此剧烈波动的原动力是什么？

在经济低迷时期，当长期资产的未来潜在回报率远远高于短期利率的时候，投资的安全边际大幅度提高，**价值投资者会战胜人性的恐惧之弱点**，买入长期资产，耐心等待经济的复苏；经济复苏然后过热导致通货膨胀，导致短期利率大幅度上升的时候，短期利率超过了长期资产的收益率，价值投资者退出搏傻游戏，然后抛售长期资产的人越来越多，直到长期资产价格非常低，倒过来，就是长期资产的收益率大大上升，而长期资产下跌过程，常常伴随着央行的降息，最后又回到起点，即长期资产的回报率大大高于短期利率，**旧的新的价值投资者再次进场扫货**。

1. 短期利率 大大 < 长期资本和长期资产的收益率；
2. 长期资产价格上升；
3. 投资与消费需求上升，导致通货膨胀；
4. 加息，或者市场对资金需求推升短期利率，短期利率 > 长期资本的收益率。
5. 抛售，或者部分企业无利可图而退出；长期资产价格下跌，降息，回到 1。

利差，收益率之差是关键。目前 3 个月和一年期 SHIBOR 利率大于 5%，而房子收益率不到 2%，只是靠历史比价心理效应支撑。

所以，是“廉价资金供销社”对资金成本的扭曲。也就是降息刺激经济发展，造成了经济，股市，原材料商品价格的大起大落。是央行的“反周期”货币政策，放

大了经济，CPI，股市，期货的波动幅度，放大了猪肉的波动幅度。对于价值投资者和投机者，这都是受欢迎的。**价值投资者，在低利率，低CPI，低资产价格时期，投资长期资本（股权，房产），原本仅仅是正常的套利和保值行动，结果被羊群效应搞成了能获得暴利的投资。**拥有朴素的价值投资理念的普通百姓，其投资收益超出部分专家是非常正常的。顺势的投机者潜在的获利空间，也因为波动的加剧而加大，就看投机能力了。

以下为多余的分析：

#####

### **长短期债券利率与套利**

实体企业和股权，可以看作是一种有收益有利润的资产。

房子，可以被看成一张有收益的债券，其收益就是居住的享受价值或者租金。

短期利率对于长期债券价格具有巨大的影响力。

货币，可以近似为一种无风险债券，其收益率可以简化为存款利率。

价值投资者，起初用存款利率为 2% 左右的债券（人民币），去换成收益率起码为 5% 左右的房子或者股权，说“起码为 5%”是因为中国通货膨胀长期呈明显的螺旋式上升，未来的租金或者住户的收入，按人民币计价会上升。所以，2001 年低利率之下，买房既是一种保值行为（对抗通货膨胀），又是一种套利行为（吃 2% 与 5% 之间的利差）。

每一次货币紧缩，推升广谱利率（广谱利率包括 SHIBOR，民间借贷利率，票据贴现利率，信托产品利率），压缩利差，都会对长期债券（房价）产生压力。

## 套利加速效应与板块轮动

如果长短期债券的利差非常大，必然产生套利行为，温州炒房团成立于 2001 年初，比本拉登搞 911 的时间还早。

套利加速效应与板块轮动。银行存款低利率，会促使部分人以各种方式借入银行或者民间贷款，换取人民币，购入长期债券（可以是任何收益率远远高于存款的投资品，比如企业），获得利差。而投资活动又给予其他行业以营业利润，从而形成板块轮动。如此递归，经济慢慢过热。

钱可以生钱，人性，使得大部分投资者在获得收益后，会变本加厉投资其中，形成羊群效应，拉高长期资产的价格，使得利差消失。最后部分经营能力差，或者杠杆过大的人还不起债，必然发生债务危机。温州债务危机，在 2010 年就已经注定，是必然的，只要货币紧缩（或者说正常化），杠杆率高的温州，必然发生债务危机。

不用我说，大家都知道长期维持过低的存款利率，其实是一种秘密的财富转移和掠夺。但是普通人也就说说，并不能拿他们怎么办，不光如此，大家有时候还得听他们讲“道德”，听那些“利用廉价资金的人，摇身一变成了大款”的人大谈特谈“你们应该诚实劳动，不要抱怨”。

**货币与金融的逻辑（七）外汇占款与股市顶底，房地产泡沫和通货**

## 膨胀

外汇占款的知识普及，可以参考这里：<http://wiki.mbalib.com/wiki/外汇占款>

通俗地讲，2005年7月以来，外汇占款（印钞，基础货币）是中国楼市，股市和经济的兴奋剂。上调存款准备金率，相当于凉茶。外汇占款大增的时候（2005.7 - 2008.7，2009.3 - 2011.6）提升准备金率，相当于边吃兴奋剂，便喝凉茶。下调准备金率，相当于喝咖啡提神；外汇占款下降的时候下调准备金率，相当于兴奋剂没有之后，喝点咖啡。

有人跳出来说，人民银行有央票发行，提升准备金率等对冲外汇占款啊。这个其实相当于每个月2500亿兴奋剂吃下去再发酵3到4倍之后变成了7500到一万亿，你再用央票和准备金舀出1500亿锁定（2005年7月以后，每月平均印刷2500亿人民币购买外汇储备）。

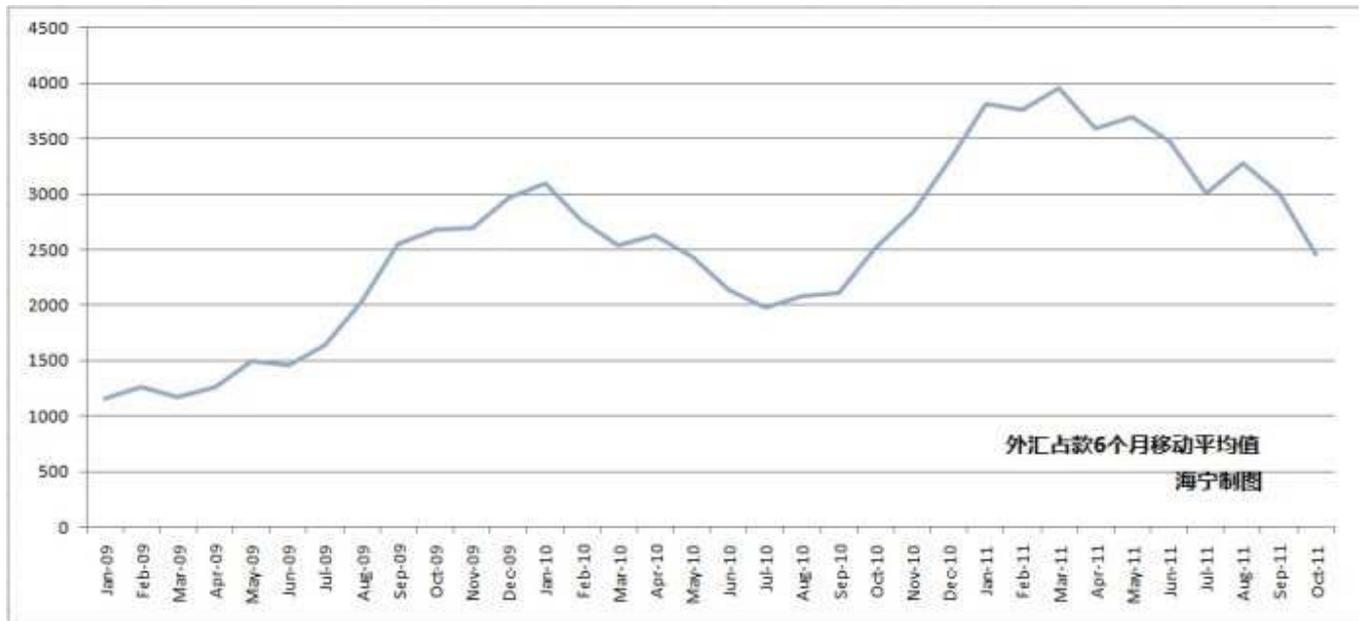
## 外汇占款与股市顶底

可惜，外汇占款是个后公布的指标，而且即使你知道了这个月，难以预测下个月。

单月而言，**2008年1月新增外汇占款曾达6540亿元**，为历史最高。**2010年10月**外汇占款新增5301亿元，为有史第二高。2010年11月新增外汇占款为3196亿元，环比回落了近四成，股市经历了2010年10月大涨之后的11月大跌。

外汇占款大起大落，必须想办法对其进行平滑处理，而且外汇占款的影响，是逐渐发挥的，下图是外汇占款“6个月移动平均值”。2010年7月达到最低值，

股市见底；2011年3月见顶，股市几乎同时见顶。



## 外汇占款与楼市，通货膨胀

2005年7月以来，平均每个月近2600亿人民币的外汇占款，对房地产泡沫和通货膨胀的影响是非常明显的。外汇占款猛增，首先影响的是楼市股市等资产价格，然后才通过传导，引起通货膨胀。通货膨胀又反过来刺激“楼市投资保值”。总体而言，楼市涨幅是“普通物价领域通货膨胀”的2倍左右，这其中原因比较复杂，最主要还是中国社会才刚刚富裕起来，很多阶层以积累财富为乐，房子是财富的代表之一，也就是日本和四小龙都有的重商主义思想。

## 房地产泡沫被刺破的临界点

2001年，人民币货币供应量为15.2万亿，到2011年底，人民币广义货币供应

量，将达到 83 万亿左右，10 年增长 5 倍。其中一个重要因素，是人民币汇率存在低估，导致外汇占款增加到 25 万亿人民币（这仅仅是基础货币）。

如果按照 17% 的克制的年均增长速度，10 年之后货币供应量将达到 400 万亿人民币（如果不贬值，折合成 62 万亿美元，基本能买下全球全部的上市公司；中国 GDP 总量超过美国 2 倍以上）。我认为中国发展还有很多潜力，但还不至于这样子“印钞赶英超美”。按美元计价“房地产再牛十年”，纯粹是鬼话。

因为财政需要从“土地财政”拿钱，所以地价要一直涨，也是个鬼话。没有外汇占款的增加，土地财政马上熄火（2008 年第四季度，2011 年 10 月，外汇占款大量减少，土地就卖不出去了）。但是财政要钱，总可以想办法收税。

**粗略算，房地产泡沫，需要每月 2600 亿左右的外汇占款作为兴奋剂维系（每年印钞 3 万亿）。**外汇占款下降到平均每月 1300 亿人民币以下，房地产泡沫难以为继。2011 年 10 月，外汇占款负增长，曾经叫嚣量化宽松和热钱导致中国通货膨胀的急了，热钱来他急，热钱走他也急。今年第四季度到明年第一季度，就是一个临界点。

## 未来外汇占款走势

**估计 2012 年第一季度，外汇占款还将继续低迷，对股市，楼市形成较大的向下压力。**“热钱”，在第二季度该走的应该差不多走完了（想想 2010 年那些叫嚣“加息会导致热钱流入”的专家吧，现实是热钱流入的高峰恰恰是加息前，流出的高峰是 5 次加息完成之后），再加上前期货币政策渐渐宽松的效果的浮现，**中国股**

市在第二季度见底的可能性较大。中国积累外贸顺差，积累外汇储备的能力，不会一下子消失的，2012 年下半年，外汇占款又将再次适度恢复，即使回不到以前一个月新增 3000，5000 亿人民币的高峰时期。

补充：

外汇占款，并不是个 100%精准的指标，货币政策的其他方面，也会很大地影响股市楼市。比如 2009 年第一季度，贷款喷涌而出，行政命令让商业银行大量放贷，导致货币供应量猛增，2009 年 3 月份单月就新增贷款 1.89 万亿（2008 年 3 月新增贷款才不到 3000 亿），历史天量。

希腊国债违约，在 2012 年第一季度发生的概率依旧很大。

## 货币与金融的逻辑（六）美联储货币互换的作用与应用

今天美联储货币互换申明，引起了全球股票市场大涨。

美元作为真实世界里的全球货币作用，此前已经提及很多次了。美联储在全球面临美元短缺和流动性危机的时候，会注入流动性，这是“中央银行”的基本功能：作为最后贷款人，贷出去的钱，是印出来的，但是要还的。

美联储外币互换各个时期的余额在下面的链接中有。

[http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_recenttrends.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm)

2008 年 4 月开始，美联储开始向世界各国央行大量提供货币互换，缓解“短期”

的美元流动性问题。2008 年第四季度，美联储货币互换的量急剧上升，年底 达到 5800 亿美元左右，此后随着流动性危机，债务危机，金融恐慌的平息，货币互换逐渐“归还”，到 2010 年 2 月 17 日，全部归还（即“印出去”的电子 美元全部归还），余额变为零。

2008 年金融危机之中，美联储总共提供了 10 多万亿美元的短期贷款，危机平息之后这些贷款陆续都归还了，否则很多非常有名的公司当时都会因为出现债务违约而申请破产。这 10 多万亿，是指流水（类似于企业进进出出的营业额），不是余额，余额最多的时候（2008 年底，2009 年初）大概 1.5 万多亿美元。

2010 年 5 月欧债危机爆发，美联储又释出 92 亿美元的货币互换，缓解美元流动性问题，2011 年 3 月 9 日又归零，这些量都非常小；8 月 17 日又开始货币互换借出美元，2011.11.23 余额 24 亿美元，对全球金融市场几乎可以忽略不计。

以上是相对客观的描述。

#####

以下是个人理解：

微博上看到个“因果关系颠倒”的典故：俄罗斯曾经发生瘟疫，医生赶往瘟疫最严重的地方，当地人认为医生带来了瘟疫，纷纷杀死医生。 应用到这里，就是**美联储联合五家央行宣布货币互换（医生出动），说明欧债危机病得不轻，类似于 2008 年，所以商品，股市，垃圾债，欧猪债，还得跌。**

美联储和各大央行的申明，表明美联储愿意在必要的时候，提供低利率的美元缓解流动性危机。这算是一种注入“信心”的行动，不过我认为无助于解决欧债危

机，只能防止一些“心肌梗死”（因为短期流动性而导致甩卖资产或者破产等情况）。

个人观点不变：美元在零利率条件下，只会因为危机而走强，危机一旦消除，美元资本还是要出去投资赚钱的，看看曾经 MF Global 去投资欧债，欧洲银行投资巴西，欧美投资亚洲就知道了。美联储不喜欢出现美元流动性问题，因为这也会伤害美国经济，美国标普 500 公司的营业额和利润的 40% 以上，来自美国以外。欧债危机一旦大爆发，美国经济难以独善其身，美元指数暴涨，对美国经济不利。但是美元因为危机而要涨的时候，美联储一段时间内是拦不住的（2008 年下半年，2010 年 5 月 6 月）。这一轮美元指数上涨，还是有望上涨至 86 - 88 一线（商品股票从目前到那个时候，也是跌多涨少），到时应该是一个投资股市等资产的非常好的机会。危机危机，有危才有机，小打小闹不痛不痒，怎么能算危机呢？

#####

#####

美联储短期流动性贷款余额 2007.4 - 2011.11（随着危机的深入，各种贷款余额节节升高，不仅仅是货币互换）

最浅的黄色是货币互换余额历史走势

Choose one of the 5 charts.

Credit Extended through Federal Reserve Liquidity Facilities

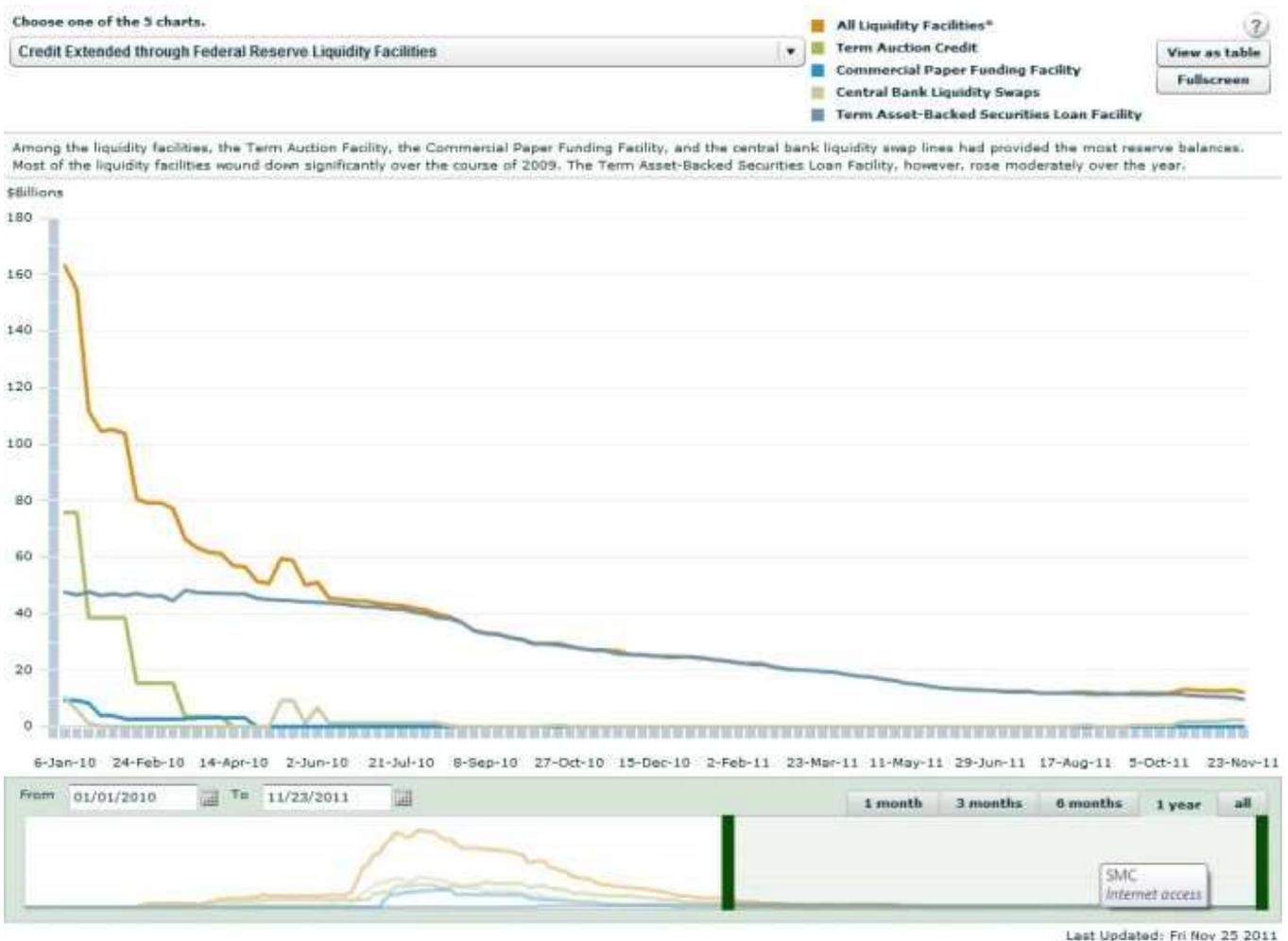
- All Liquidity Facilities\*
- Term Auction Credit
- Commercial Paper Funding Facility
- Central Bank Liquidity Swaps
- Term Asset-Backed Securities Loan Facility

View as table  
Fullscreen

Among the liquidity facilities, the Term Auction Facility, the Commercial Paper Funding Facility, and the central bank liquidity swap lines had provided the most reserve balances. Most of the liquidity facilities wound down significantly over the course of 2009. The Term Asset-Backed Securities Loan Facility, however, rose moderately over the year.



美联储短期流动性贷款余额 2010.1.1 - 2011.11.23



## 货币与金融的逻辑（五）各种投资回报率比较与基准，债券，股票，房子，商品，农地

此文仅仅是个人兴趣，供各位有兴趣的参考。上文提到银行存款利率和国债利率，往往是无风险的，是整个社会平均投资回报率的参照标尺。有风险的参考利率有：银行平均贷款利率；上海银行间拆借利率 SHIBOR；温州四百户民间借

贷样本平均利率（此数据是国家机密，只发布个别月份的数据，不发表连续的统计数据）。

我们知道，很多人投资无非是为了获得收益，或者获得保值，免于被通货膨胀抢劫。

历史上的投资收益故事：

过去 40 年美联储联邦基金利率平均值大约是 **6.5%**，40 年是 12 倍。

过去 40 年美国通货膨胀平均值大约是 **4.5%**，40 年是 6 倍左右（英国没有那么幸运，是 11 倍）。

过去 40 年，美国房价上涨了 8 倍。

过去 40 年，美国农用土地价格上涨了 12 倍以上，由于农地每年还有 3% - 4% 的租金，而且维护费用低，所以农地远远跑赢了通货膨胀和房价。

1. 1983 年到 1999 年的美国股市超级大牛市，标普 500 指数 17 年涨近 17 倍，年平均复合增长率近 **18%**，使得“投资股票不但保值，而且增值”的概念深入人心。

1942 年 - 1966 年是上一轮股票大牛市；1971 - 1980 则是黄金涨 10 倍，商品大牛市。

2. 2000 年到 2011 年，商品大牛市。黄金年复合收益率都高达 20% 左右，10 年涨了 5 倍，很多金矿公司的股票远远不止 5 倍。

3. 中国地产过去 10 年的年平均复合收益率，也在 15% - 22% 之间（十年累计涨幅就是 4 到 7 倍了），房子的出租收益率，从 5% 以上，下降到 2% 以下（有些小地方，出租会降低房子的价格，得不偿失，所以出租收益率接近于零）。这也就

是为什么很多民间高利贷案子，其借贷开始于 2002 年到 2004 年（而且当初借贷利率一般小于 20%），直到 2008 年和 2011 年 才爆发。民间高利贷，并不是十恶不赦的事情。官方银行存款利息不够保值的情况下，民间借贷使得很多人的资金在过去十年起码能跑赢物价上涨速度。

4. 过去十年，猪肉均价大概从 4 快涨到 11 快，年复合增长率 11%左右，投资收益如果不能达到 11%（而且是复利，利滚利的情况下；每一次亏损需要日后双倍的盈利才能扳回来，所以避免亏损比盈利要重要一倍）。

十年前，某中国农民卖掉 10 头猪，所得人民币存入银行，十年后连本带利取出，能买 4 头猪。

5. 据无从考证的说法，政客的可信度仅仅次于推销员。政客的眼泪和同情心不值钱，更跑不赢通货膨胀。

市场还有一些收益率的参照基准。

先锋债券指数基金（Vanguard Total Bond Market Index Fund）复合投资收益率年均 6.87%,当然这与债券 30 年整体牛市有关。美国股票投资回报率，长期约为 7%左右。

我们不能用市场投资的优异者作比较，因为厉害的基金，熊市也能赚钱，最典型的就是西蒙斯的大奖章基金，2000 年和 2008 年这种股灾年，收益率远远高于正常年份。作为参照系只能用“傻瓜式”的指数基金回报率去比较。

就债券而言，先锋债券指数基金（Vanguard Total Bond Market Index Fund）过去 25 年的平均年回报率是 6.87%左右，简单得说，过去 25 年 1 万本金变成了 5

万左右，同期美国物价涨幅不到 2.5 倍。债券收益率的参考标准，还有巴克莱的 Barclays Aggregate Bond Fund。格罗斯的债券基金 Total Return Fund 则较大幅度跑赢上面两个基金,但也仅仅跑赢一个百分点左右（20 年就是涨 5 倍和涨 6 倍的区别了）。

为什么投资债券（而且是傻瓜式的整体债券市场）比能大幅跑赢通货膨胀呢？因为债券投资者分享了公司利润，或者说分享了社会投资收益率。

先锋还有盯住标普 500 的股票**指数**基金，创立以来的 35 年，年平均收益率 10% 左右，1999 年以前更高达 14%，最近十年美国股票平均而言几乎没有涨，才被拉低到了 10% 左右。这些指数基金的管理费用极低。先锋公司管理的资产，高达 1.6 万亿美元。富达投资（Fidelity Investments）则管理了近 3 万多亿美元的资产。

#####  
#####

### 先锋（Vanguard）500 指数基金概况

创立于 1975 年的先锋 500 指数基金是全世界最早的指数化共同基金，也是全世界最大的单个基金。先锋基金集团（Vanguard Group）是世界第二大基金管理人，到 2006 年底，旗下 183 只基金，管理资产 1.1 万亿美元，“基民”2200 万，雇员 1.2 万人，管理费率平均 0.21%，不收申购费和赎回费，是全世界费率最低的基金管理人。先锋基金集团最具特色之处就在于，它不是 corporate 公司制，而是 mutual 合作制企业，即全体基金投资人共同拥有的基金管理企业。换句话

说，如果该企业所提取的管理费收入减运营管理总成本有盈余，那么全体先锋基金“基民”共同分享 这些利润，可以说这是一支真正的共同基金。创始人约翰·博格被同行尊称为圣杰克，得到了很多荣誉，就是因为他所创办的先锋集团最就具 fiduciary 精神。

20 世纪 70 年代，美国经济出现滞胀，凯恩斯主义的各种政策工具，均被使用到了边际效应为零的尴尬边界。面对推也推不动的实体经济，资产管理业界的感 觉更加无助。证券市场的功能效率，不仅体现在宏观方面，更体现在微观的效率报酬。积极管理的投资基金经理们，一向都是积极研究积极关注甚至尽力参与被投资 公司的经营发展。基金经理当然不是通过关停并转的直接命令实现上市公司的优胜劣汰，他们通过自己的研究发现优质公司，避开劣质公司，并通过投资业绩和投资 理念带动更多的投资。被投资公司的杰出表现，不仅给积极的投资基金带来较高的收益率，也给基金经理带来成就感。所以在七十年代，美国基金经理们感觉到前所 未有的困惑。资产管理业的收益率，积极进取也好，稳健保守也罢，很难再有多高的业绩。理性预期理论和有效市场假说也在这个时期成型，指数基金的早期试验也 在这个时期开始。

### 指数基金出现的充分条件——有效指数

证券市场的定价效率当然是指数基金出现的必要条件，但不是充分条件。没有一个准确的指标，标明定价效率达到  $X$ ，指数基金就会自然出现。指数基金出

现的充分条件，是有效指数，即客观反映标的、且不容易被操纵的指数。有效指数可以反映宏观的市场功能效率，宏观的经济增长更容易测算。宽基的指数基金，把宏观指标微观化：基金的风险就是系统的风险，市场的功能效率就是基金的效率。即使在某些点上的投资始终是无效的，即使所有投资在短期内是无效的，但是，就整体投资而言，就长期投资而言，投资是有效的。以市场功能和市场有效这些制度性的信念，替代个人的判断，就能够在经济增速趋缓的时候，减少积极管理的投资人的挫败感。

宏观地看，新型金融工具的出现是个自然而然的过程；微观地看，每一种新产品都来自偶然或历尽艰难。1971年，维斯法哥银行（Wells Fargo），即巴克莱环球投资管理公司（BGI）之前身，创建了一只面向机构投资人的指数型产品，一只与纽交所结构相同的基金，但是很快失败。在70年代管理一只指数基金，要平衡一个数百种股票的组合和每日进进出出的投资现金流，还没有功能强大的计算机程序，再加上固定比例的交易佣金和高达8%的销售折扣，以及6%的管理费率，早期指数基金的失败是自然的，所以先锋500的成功才像个奇迹。

博格早年毕业于普林斯顿大学，毕业论文的主题是作为新兴行业的共同基金。毫无从业经验的博格提出了三条建议：

- 1、共同基金要清楚地陈述投资目标；
- 2、要降低销售佣金和管理费用；

### 3、不要承诺高出市场平均水平的业绩。

更加难得的是，这三条也是博格和先锋基金后来一直竭力奉行的管理准则。博格毕业后即进入惠灵顿投资公司，该公司最早由沃尔特·摩根（Walter L. Morgan）于 1928 年创办，投资风格一贯稳健保守，注重本金安全和稳定的现金分红。七十年代初，博格试图改变该基金的风格，采用了冒进式的“积极管理”策略，基金惨遭重创，博格本人几乎被逐出资产管理业。博格痛定思痛，归依保守传统，从此开始竭力倡导和推广指数基金。先锋 500 作为第一只指数基金，经过了相当长时间的艰难挣扎，终于获得今天的成功，应该说博格的各种荣誉称号实至名归。

先锋 500 是 1975 年被批准设立的第一只开放式指数基金，直到 1976 年 8 月 31 日才募集到 1140 万美元宣告正式成立，比预计的 1.5 亿美元和 5000 万的底线都差很多。到了 80 年代，指数基金仍很寂寞。费里在《指数基金》中回忆道，当时的大基金公司对指数基金不屑一顾，如果客户问到指数基金，应该回答，“平均收益是给普通投资者的，我们认为我们的客户并不普通。”维斯法哥 1984 年创建的 S&P500 指数基金——公共马车（Stagecoach），仍以失败告终。定价效率只是指数基金成功的基础，不是影响指数基金发展的关键因素。

20 世纪 80 年代，至少还有过 9 只由不同公司创建的指数基金，至今仍然存在的只有包括先锋 500 在内的 4 只。到 1990 年，先锋 500 已经有了 15 年的成功经验，并且显示了指数量基金投资的优势，成为众多基金模仿的对象，“以市

场平均价格买入股票”成为一种可以被接受的投资策略。

#####

#####

## 美国富达投资（Fidelity Investments）集团简介

富达投资集团成立于 1946 年，其创始人是爱德华 C. 约翰逊二世，总部设在美国波士顿。公司成立的最初承诺为：每天更加勤奋+更加机敏的工作，帮助小额投资者达到他们的目标。经过半个多世纪的发展，富达集团积累了丰富的投资管理经验，能够为客户提供便捷、专业的服务，而其规模也迅速扩大，已经由纯粹的共同基金公司发展成为一个多元化的金融服务公司，向客户提供包括基金管理、信托以及全球经纪服务在内的全面服务。它是推出“货币市场共同基金帐户”的第一家基金管理公司。

富达投资集团的分支机构遍布全球 15 个国家和地区。目前为全球 1200 多万位投资者管理的资产高达 1 万亿美元，占美国共同基金总额的 1/8，倍受投资者和基金市场的关注。

富达投资集团注重“自下而上”的选股策略，善于发掘股价被低估或者股价落后于市场涨幅、具有长期投资潜力的公司的股票，因此其基金经理的作用非常重要，而且富达集团也拥有许多世界知名的基金经理，彼得·林奇就是其中最为出名的一个，他管理麦哲伦基金的十三年里，年平均收益率为 29%，而同期标准普尔 500 指数的涨幅平均只为 14%。此后富达集团也出现了许多杰出的基金经理，1998 年，它有 4 名基金经理人的表现列于最佳基金经理的前 20 名。

## 货币与金融的逻辑（四）利率，社会投资回报率

利率是现代经济与金融非常核心的东西。简单地说，不管是金融还是实业，很多人投资无非是想获得一定的投资回报率（ROE）。回报率自然是越高越好，风险越小越好。银行存款利率，国债利率，一般被视为无风险利率。

目前欧美日本经济体的投资回报率都很低。欧美大量资金愿意接受 2% 左右的十年期国债。而在中国，民间借贷利率，最低最正常的都在 11% 到 36% 左右。绿城的民间融资在 13% 左右，中国房地产开发商在香港市场发行的债券，年利率一般在 11% 以上。鄂尔多斯中富房地产的开发资金，是年利率 36% 的民间借贷。如果房地产成交量不像 2009 年那样急剧放大，并且价格大涨，则民间借贷违约，只是个迟早的问题。一句话，旁氏骗局进入后续资金断流的问题了。房地产成交量能大涨吗？目前显然不能。再新增 2 万亿，4 万亿的信贷，都不一定能催生 2009 年那样的成交量，因为平均价位不一样了，都涨了近一倍了。

### 净资产回报率

股票价值投资者非常看重上市公司的净资产回报率，当然要结合杠杆率看。净资产回报率，简单说就是 1 块钱本金，每年能赚多少钱？

典型的例子是沃尔玛薄利多销的模式，其净资产回报率常年保持在 20% 以上，40 年里，利润增长了几千倍，股价也涨了近 3000 倍。

## 利率与汇率

就近的说，欧元对美元汇率长期居高不下，与欧元与美元的利差，有很大关系。MF Global 在破产前投入欧洲的 62 亿美元资金，就是支撑欧元的力量之一。汇率的“利率平价理论”不管人们承不承认，都在起作用。

MF Global 无非就是图意大利等短期国债的那点利息（加上杠杆之后）。MF Global 破产前杠杆率大约是 40 倍。1998 年 8 月，俄罗斯国债违约后（只是延期偿还，不是不还），9 月美国长期资本管理公司破产，破产前杠杆率大约是 60 倍。2008 年 9 月，次贷危机导致雷曼破产，杠杆率 30 倍。

目前欧洲银行业的杠杆率，大约是 25 倍。欧洲银行业的资本充足率，是个大问题。

## 利率与黄金价格

低利率对于黄金价格的支撑左右，是非常明显的。放在 3 年以上的长期看，利率 3 年以上低于 3%，货币资产基本是不保值的。

## 利率与社会投资回报率

整个社会，不管我们能不能算出来，存在一个平均投资回报率。

如果银行利率长期**远远低于**社会投资回报率，不管通货膨胀率高不高，都可能会形成泡沫。一般一个社会某个时期，都会有某个领域属于市场的焦点，从而形成资本聚集现象，比如 **1989 年的日本股市楼市，1999 年的美国互联网，2009**

年的中国房地产。

即使银行利率等于或者略高于通货膨胀率，存银行还是吃亏的，因为一般来说，整个社会的劳动生产率在提高，生产大部分产品的成本在下降。换个说法，在历史上的金本位时期，几乎一半的年份物价在下跌。

银行利率如果**远远高于**社会投资回报率，则大家都把钱存入银行，减少投资和消费，经济就会出现萧条，比如 1980 年到 1982 年，美国就出现了两次短期的经济衰退。值得说明的是，信用货币（纸币）体系下的高利率，最终还是由纳税人延后买单的，1980 年代初美国利率大涨，导致美国国债余额很快从 1 万亿增长到 2 万亿。本美国 15 万亿美元的国债余额，其中 60% 以上是历年的利息支出和利滚利支出。

各国货币政策的决策者，不管如何人模狗样，其实也是不可能知道什么样的利率才合理合适，何况货币政策会受到政治，意识形态等的影响。比如为了降低失业率而把利率定得过低，用资产泡沫来催生短期的经济火热和高就业率。

中学课本讲了，社会某个行业的回报率如果远远超出其他行业，那么更多的资本将进入该行业，导致竞争加剧，然后导致降价，最后，该行业投资回报率被拉低。

现实经济远远比这个复杂，事实上，当投资回报率为负的时候，由于羊群效应和价格的泡沫化增长，其表面的投资回报率，还是很高。最后阶段，就是靠后来接盘者涌入的旁氏骗局阶段。接盘资金流一旦萎缩，则击鼓传花游戏结束。

## 美国经济体的投资回报率

有谋略派提出美国希望资金回流美国，支持美国经济复苏。但是如果美国社会的投资回报率低，资金即使回美国，也不会进行投资。何况因为美国管制加剧，资金不愿意回美国，而是停留在海外，成为“境外美元”。如果其他国家出现经济衰退（比如欧洲），而美国上市大公司 40% 以上的营业额和利润，来自海外。全球需求萎缩之后，美国公司也不会进行投资。1999 年是因为投资者认为美国互联网行业股票的投资回报率高，才不请自来的，泡沫破裂后，加上美联储降息（某些进入的资金，仅仅是去吃利差的），这些资金就陆续走了。

## 货币与金融的逻辑（三）：浅议货币政策背后的人性

此文，仅为浅议而已。

过去 6 年，原材料商品，CPI 和猪肉价格，货币政策，甚至股市，呈现明显的 36 - 40 个月的经济周期特点，蔚为壮观。**这种情况，未来是否还会重复？**

我认为会的，除非人民币回归信用，或者美元回归信用（不让负利率时间超过 6 个月），又或者人民币对美元的升值潜力完全释放干净。

目前美元，人民币都处于长期的严重的负利率时期。**冰冻三尺，非一日之寒。回归长期正利率，需要极大的勇气和魄力。**

货币政策决策者，也是人，受人性驱动。一点都没有“好大喜功”的统治者，是

很少的。而政绩的最大体现大致有：经济的繁荣；社会达到充分就业；通货膨胀受到控制；受到拥戴，而不是指责；最好还能积累大量的金银财宝，或者外汇储备。

这种人性，在货币政策上的体现，就是通货膨胀恶化以前（可以理解为官方CPI超过4%，或者5%），好听点是追求经济繁荣，充分就业，难听点就是追求政绩。一般而言，通货膨胀呈现波浪式上升，货币政策，常常会出现侥幸心理，希望通货膨胀主动下去，最明显的，莫过于奥运以前，和2010年6月到9月的货币政策放松。

而通货膨胀恶化之后，控制通货膨胀，又变成了一项不顾一切的政治任务。这个时候原材料价格暴涨，已经对企业和消费者造成负面影响，加上货币政策紧缩，就雪上加霜了。

这种货币政策决策者投鼠忌器的特点（怕提前货币紧缩导致经济下滑，通货膨胀恶化后呢，又怕名声受损，领导都是要面子的），慢慢被国内外很多市场人士摸透。

长期负利率，会造成经济，甚至股市的大起大落。也给投机者创造了史无前例的暴富机会。温州就是炒房，炒矿，炒资金的典型。别看几十个跑路了，总体而言，温州过去10年的暴富者人数，远远超过投机失败而破产的。

2011年4月以来，M2（广义货币供应量）增长率维持在15%以下，股市基本呈现震荡下跌，民间借贷危机，越爆越多，但尚未达到高潮；房地产泡沫，也

岌岌可危。

听其言，观其行，谁也不知道货币政策，何时稍微宽松。个人认为，在官方CPI 跌到 5%，甚至 4% 以内以前，货币政策难言放松。

过去 6 个月，迪拜，布伦特的原油价格，几乎从未跌到 100 美元以下过。

## 货币与金融的逻辑（二）：人民币货币紧缩，与美元升值

此《货币与金融的逻辑》系列，仅为一家之言，不少内容可能与市面上掌握话语权的专家观点有很大出入。

人民币货币政策紧缩（2010 年 10 月以来，5 次加息，8 次提升存款准备金率），会不会最终导致美元升值？（中间有个传导过程，需要 N 个月）

我认为会的。逻辑是这样的：

人民币货币政策宽松，则中国对于澳洲，巴西等国的矿产资源的需求强劲，导致澳元，巴西里尔对美元（人民币）升值；当中国对这些资源的需求的增长率下降的时候（即使是 2008 年，中国对铜的需求量依旧是比 2007 年轻微上升的），澳元，巴西里尔对美元（人民币）贬值。

所以，人民币汇率指数，约等于广义美元指数（美联储使用“广义美元指数”，包括了美元对很多发展中国家的货币的汇率）。

如果把人民币设想成美元的兑换券，人民币经济区设想成美元的经济殖民地，

以上逻辑，就更简单明了了。人民币货币政策紧缩，相当于 1/3 的“人民币与美元共治区”实行了货币政策紧缩（中国经济规模，大致占美元经济规模的一半）。货币政策紧缩，经过一段时间传导后，会导致货币对资产和商品升值（资产和商品价格下跌）。中国实打实地实行货币紧缩（2011 年 4 月）之后，伯南克拼了老命稀释美元信用，也没有战胜中国为了应对通货膨胀而进行的货币紧缩的威力。

人民币货币政策紧缩（2010 年 10 月以来，5 次加息，8 次提升存款准备金率）  
= 提升人民币价值 = 人民币的情人 -- 美元升值。2008 年上演过。

**澳元指数 XAD，在 2011 年 4 月底，7 月底，8 月底，形成了坚实的顶部。**从旁基本可以佐证这一轮商品牛市已经过去（9 月份，大豆与铜的价格大跌近 20%）。未来大多数原材料商品，特别是中国需求占比大的商品，每一次遇到反弹后的盘整，做空的赢率都比较大。（就像 2011 年 4 月以前，每一轮下跌后的盘整，都是一次次看涨做多的机会）。

[http://stockcharts.com/h-sc/ui?s=\\$XAD](http://stockcharts.com/h-sc/ui?s=$XAD)

题外话，9 月份，周小川关于控制通货膨胀依旧是目前货币政策的最优先考虑，外加现实情况，给很多商品的多头以沉重的打击。而温总 6 月份关于通货膨胀已经受控的文章，与商品价格大反弹，时间上正好“巧合”。2010 年 10 月以来，中国的货币政策和经济走势的风向，对世界商品市场的影响很大。

所以啊，所谓“输入性通货膨胀”，是专家给领导开脱的一个借口而已。中国经济是否过热，是原材料商品能不能暴涨的一个极其重要因素。

人民币在中短期内，还是不得不锚定美元。这里面的原因很复杂，我能想到的，一是美元在世界贸易中的地位极其强大，盯住美元能获得相对稳定的汇率环境，尤其是美元币值稳定的时候（美联储联邦基金利率>美国 CPI）；二是人民币汇率市场化以前，没有比锚定美元更好的方案；3 是此届只想打麻将，不想搞更多的改革，特别是有阻力有风险的改革。

当然了，美元升值，会导致套利资本平仓的连锁反应。

## 货币与金融的逻辑（一）：货币乘数急剧下降，与温州信用危机

2011.10.09

据传 2011 年 9 月商业银行系统存款总量下降近 4000 亿，为什么？

很简单，是月月上调存款准备金率，加上社会经济活跃程度下降，导致货币乘数急剧下降的结果。

“货币乘数”，“存款准备金率”，“存款创造”的概念网上有。

这种少加息而多提存款准备金率的做法，2008 年就干过。这种措施，起初几个月，无法有效控制通货膨胀，而到了末期，则能与经济下滑一起，让资本市场崩溃。2008 年中国股市虽然是从泡沫顶峰下来的，但是跌 70% 以上是不应该的。那么恐怖的大跌，月月提存款准备金率的紧缩措施，功不可没。

中国现钞的流通量，只有 4 万多亿人民币，其他的都是银行存款，都是银行

账上的一个数字而已。所以所谓银行存款消失的那 4000 亿去了民间借贷的说法，是说不通的。民间借贷，大都也是从一个银行账户，到另一个银行账户，还是在商业银行系统里。

说去了“信托基金”，稍微说得通，但是“信托基金”转到公司账上，最终还是银行存款。

提高存款准备金率，其效果相当于期货交易所提高保证金比例。提高存款准备金率，使得银行的存款派生能力下降，其效果是惊人的。一个厦门公司本来仅仅想从担保公司借几天，等新贷款下来就还上，结果新贷款没来，厦门几十亿的资金链马上就都断掉了。

这种货币乘数的下降，对于股市的影响，目前是否已经释放完毕？

部分应该已经体现在 9 月股市的下跌里了，但是如果存款准备金率不下调，股市反弹后还有得跌。2008 年 10 月第一次下调存款准备金率，与股市见底时间非常接近。这一次不一定如此接近，但**下调存款准备金率，是货币政策转向的巨大信号，离这一轮股市见底，也不会太远**。所以，还是关注什么时候下调存款准备金率吧。光靠信心喊话，不靠谱。

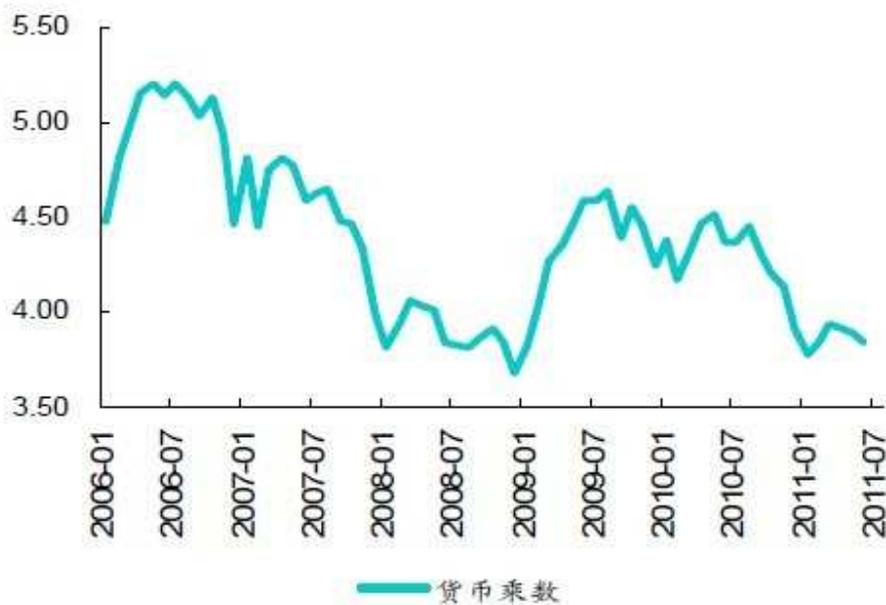
普通投资者其实不必搞清楚货币乘数，只要看广义货币供应量 M2 的增长率就可以了，M2 增长率，同时反映了外汇占款增长的影响和货币乘数的影响。至于金融脱媒，导致 M2 无法反映社会总信用规模的疑虑，也大可不必，因为“信托产品”，理财产品的利率高，基本属于市场利率，最终 M2 还是个非常优秀的指

标。M2 增长率持续低于 15%，则 2009 年初以来靠信用扩张推动经济增长的模式无法维持。温州就是吃不消的典型。

2010 年 11 月 16 日起，上调存款准备金率 0.5 个百分点，从 17% 到 17.5%。

2010 年 11 月 29 日起，上调存款准备金率 0.5 个百分点，从 17.5% 到 18%。

2011 年上半年，月月上调存款准备金率 0.5 个百分点，最终达到 21.5%。



### 温州民间借贷危机

温州 4 月开始爆发民间借贷危机的苗头，与 4 月份部分原材料商品见顶回落，股市见顶，和几乎任何市场都开始不赚钱的时间（除非做空），几乎 100% 的同步。而温州信贷危机 9 月更大规模的爆发，与 9 月股市大跌，原材料商品大跌（与 9 月初相比，目前玉米，大豆，小麦，铜等的价格已经跌去 20% 左右），香港中国概念股指数 HSCEI，9 月份跌去 15% 以上，中国中小板指数跌了 10% 以上。

## 温州热钱链断

本文来源于[财新《新世纪》](#) 2011 年第 39 期 出版日期 2011 年 10 月 10 日

温州由个人、钱庄、企业、官员、正规担保公司、银行构筑的民间借贷资金链越来越长，终于酿造了一场严重的信用危机

[财新《新世纪》](#) 记者张冰郑斐赵静婷

2011 年 9 月 22 日，浙江温州最大的眼镜企业信泰集团，前来核对贷款账目的供应商络绎不绝。长空 / 东方 IC

温州，这座中国民间资本之都，如今风声鹤唳，由个人、钱庄、企业、官员、正规担保公司、银行所构筑的资金链条，正在逐环断裂。

从年初的一些企业主“跑路”（温州人对躲债的俗称）开始，危机初现端倪。财新《新世纪》在当地调查了解发现，真正产生连锁反应的，要从王晓东 7 月“跑路”开始。此人于 2007 年左右炒股、炒房发了财。随后开办了一家创投咨询公司，广泛吸收温州公务员的资金，至 2011 年 7 月左右，其借贷规模达 12 亿元。因为投资不当，资金链断裂。

## 从各种商品价格的角度看中国经济

以下依次是国际商品指数 **CCI,CRB**；**黄金,石油，铜价**；**大豆,天然橡胶，棉花，螺纹钢**的历史价格走势。最后，还是附上中国和日本工作人口占总人口比重的对比图。

文字描述请参见本人八论中国经济的长篇博文。

首先是**国际商品期货指数 CCI**（几何平均）月线走势

最近的两大月线级别顶点是 2008 年 6 月和 2011 年 4 月

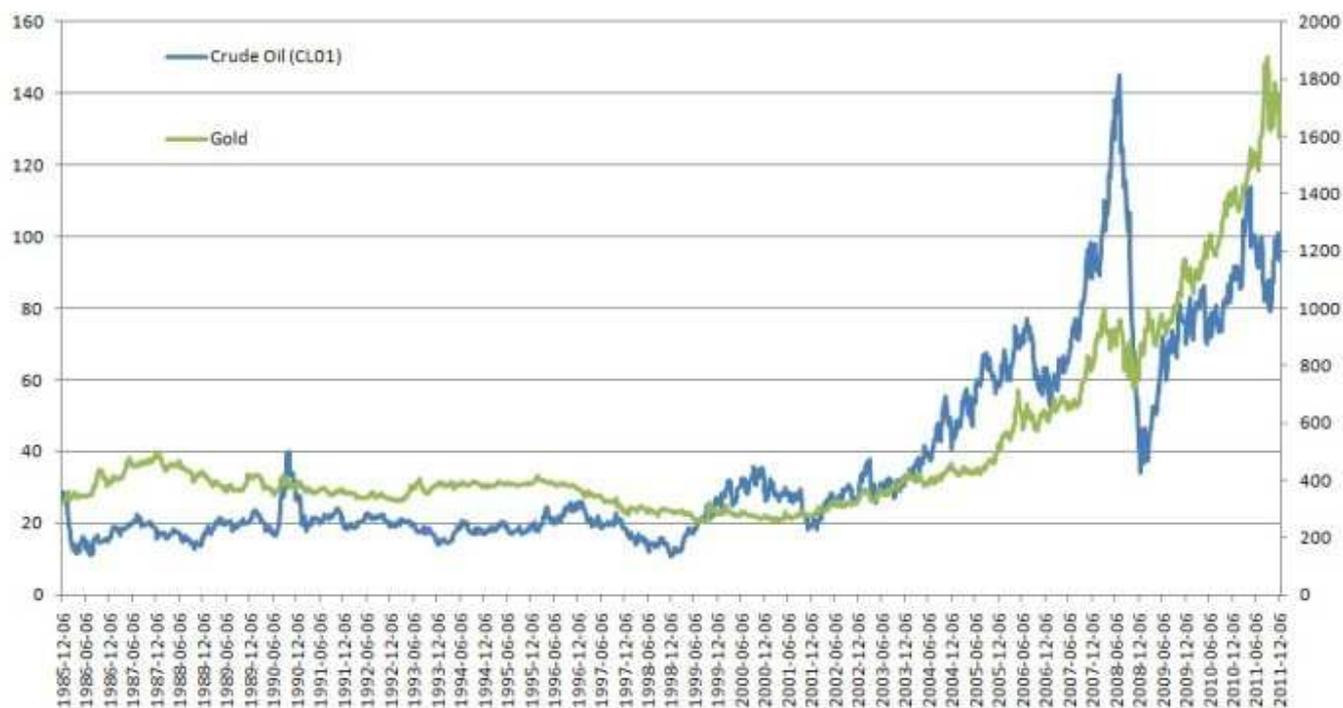


## 国际商品期货指数 CRB（加权平均）月线走势

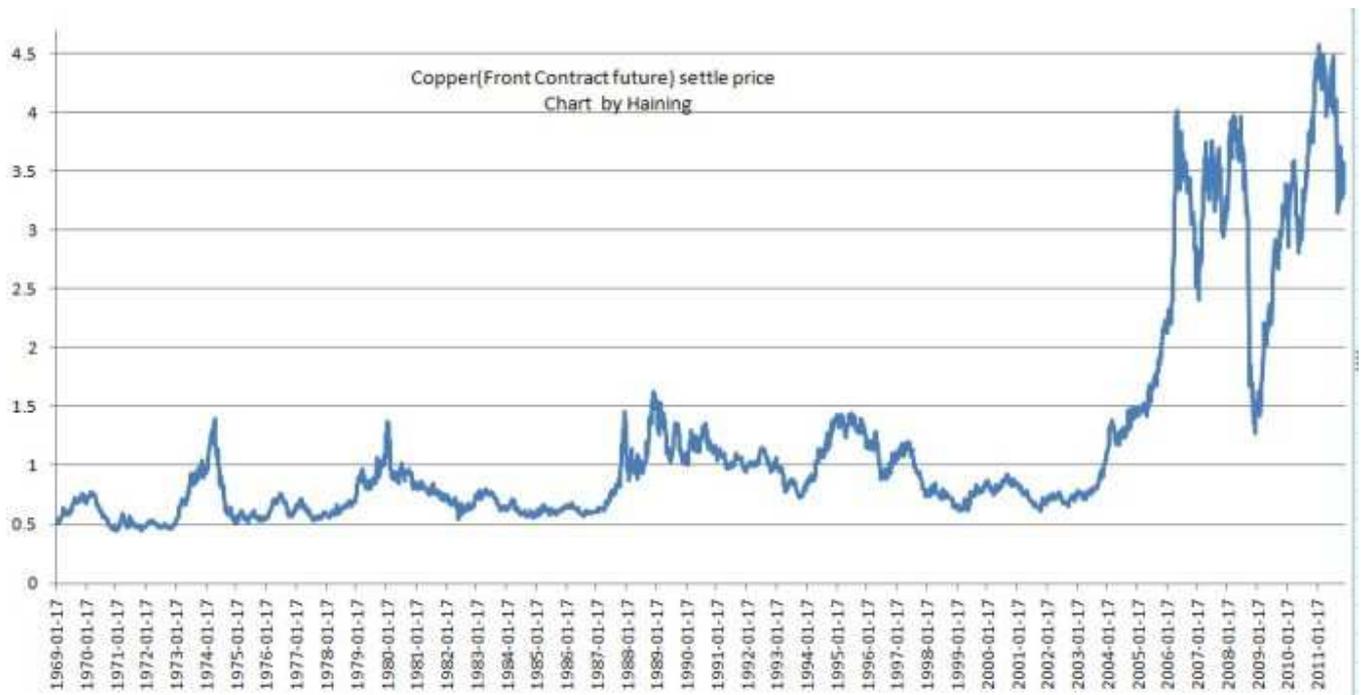
[http://wiki.mbalib.com/wiki/路透 CRB 商品指数](http://wiki.mbalib.com/wiki/路透_CRB_商品指数)



## 黄金石油价格历史走势



## 铜价走势



### 铜价与 MSCI 中华股票指数

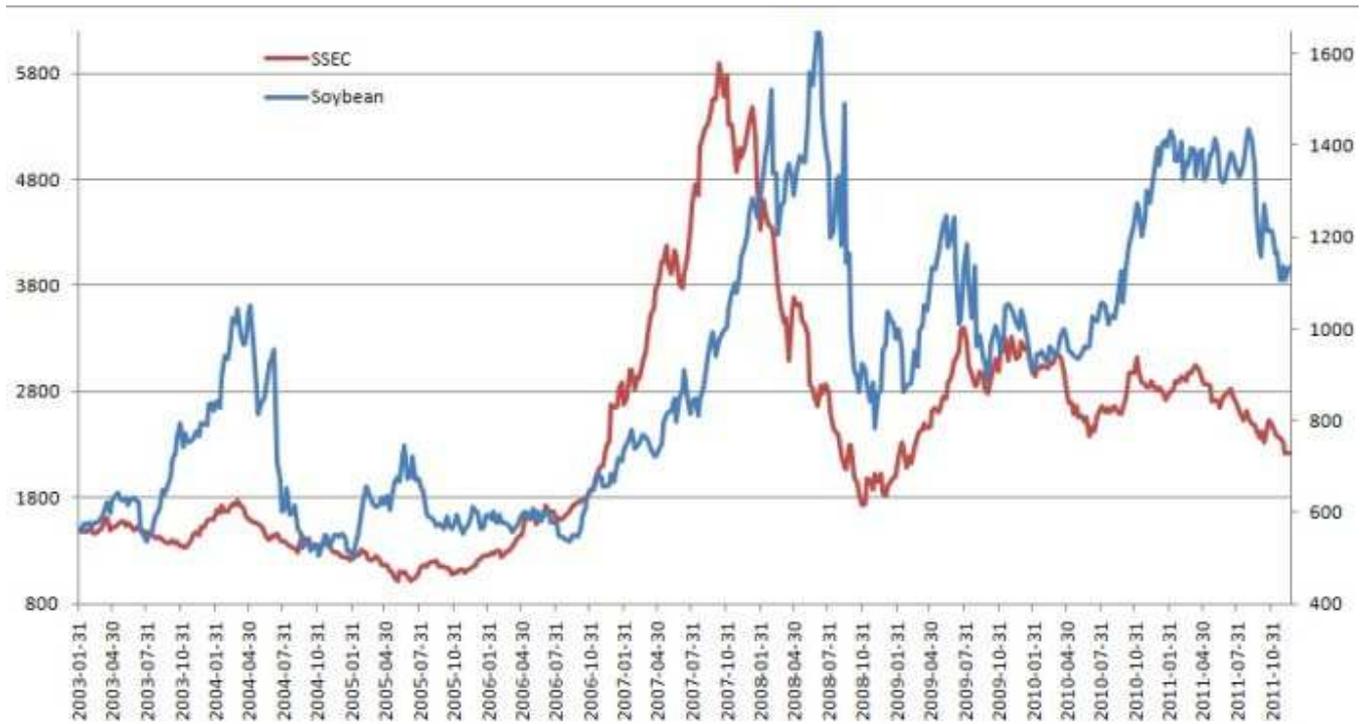


下图红线为上证指数，蓝线为大豆价格

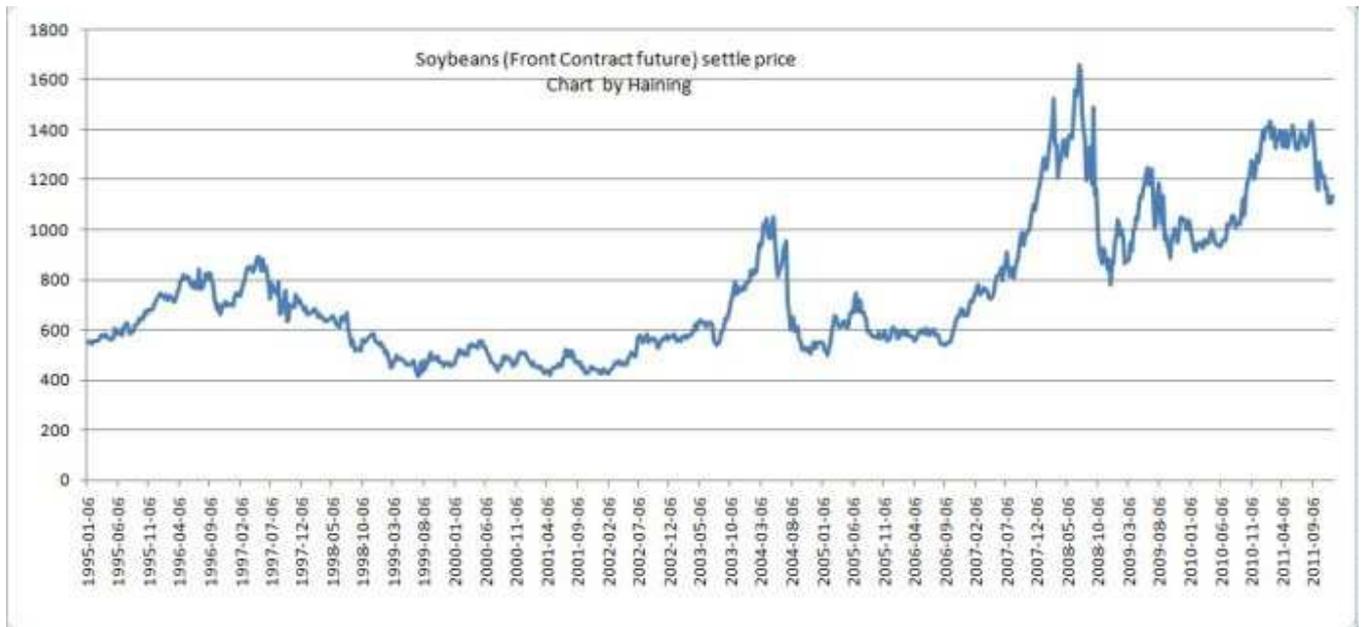
2004年3月大豆价格创新高，4月中国进行货币紧缩，宏观调控。

2008年2月大豆价格创新高，中国通货膨胀最高点；7月初与油价等再创新高。

2011年3月 - 8月，大豆价格高位徘徊。

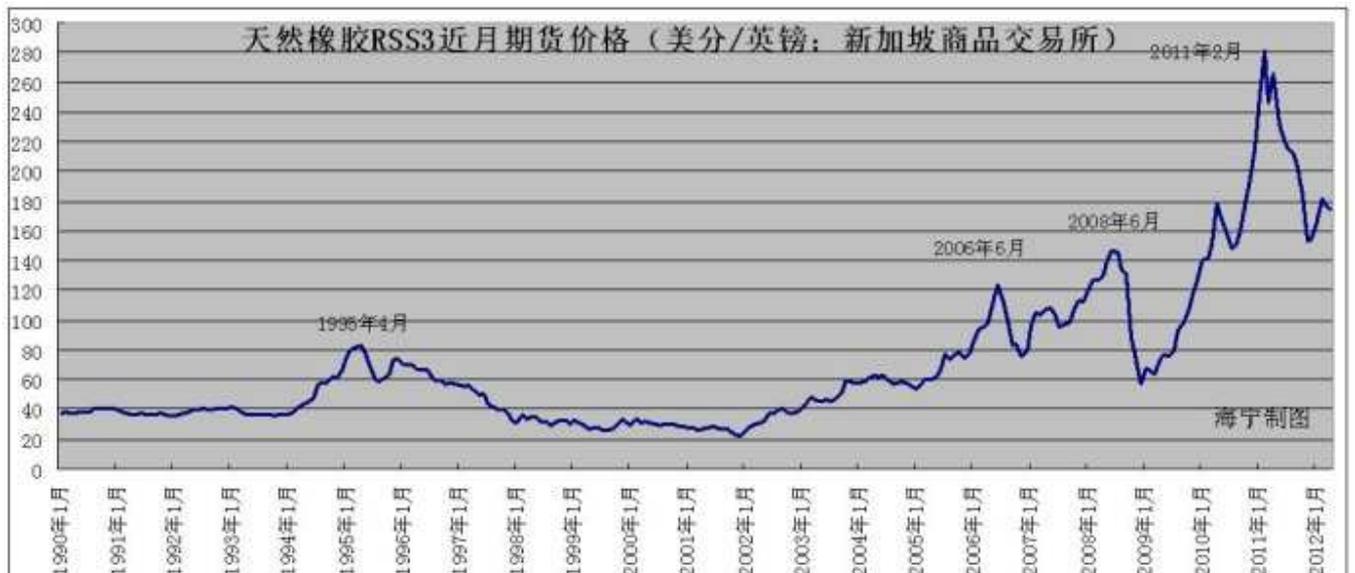


大豆价格 1995 年至 2011 年 12 月（美分/蒲式耳）

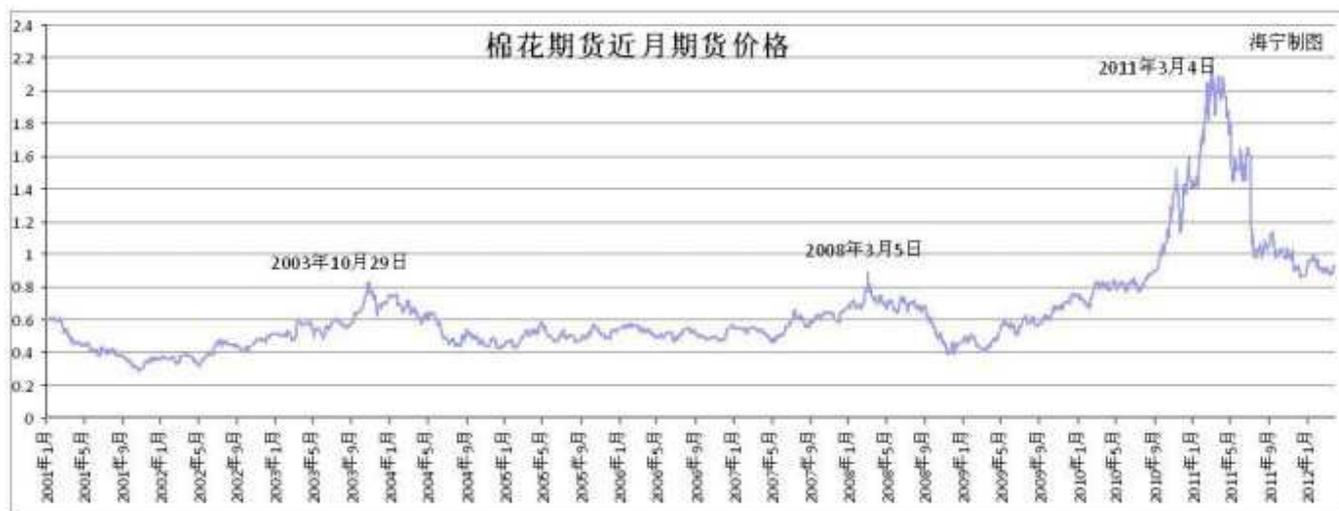


## 天然橡胶价格走势

两个重要顶点 2008年6月，2011年2月



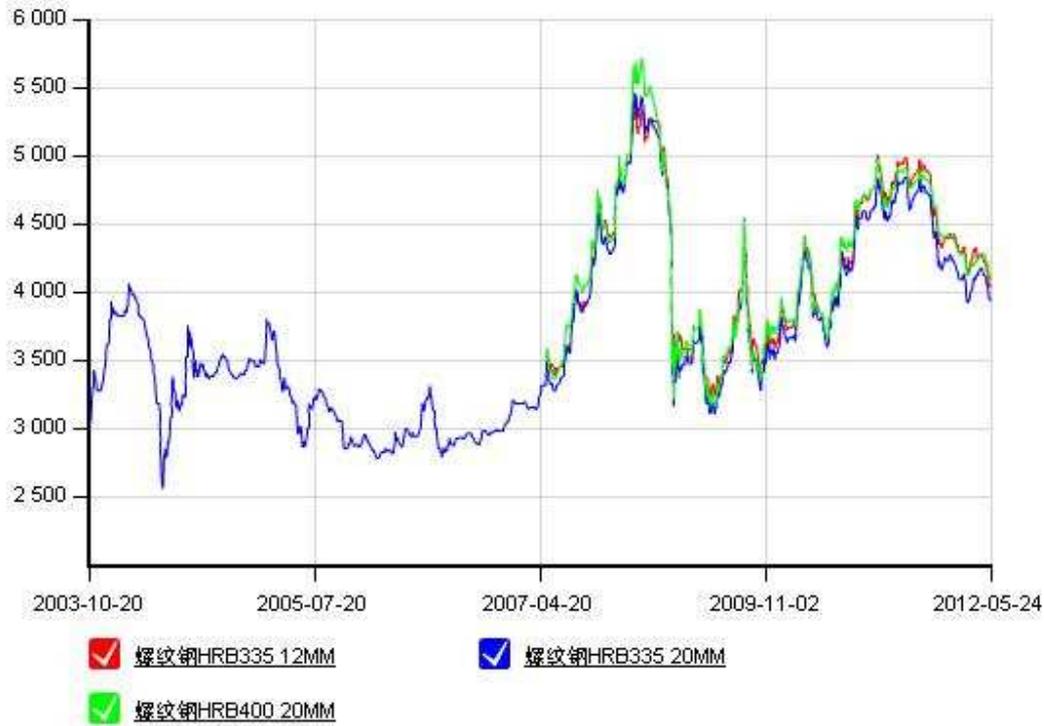
## 棉花价格 2001 - 2012



## 上海螺纹钢价格走势 2003-2012

三个周期性高点大致是 2004 年 2 月，2008 年 6 月，2011 年 5 月左右

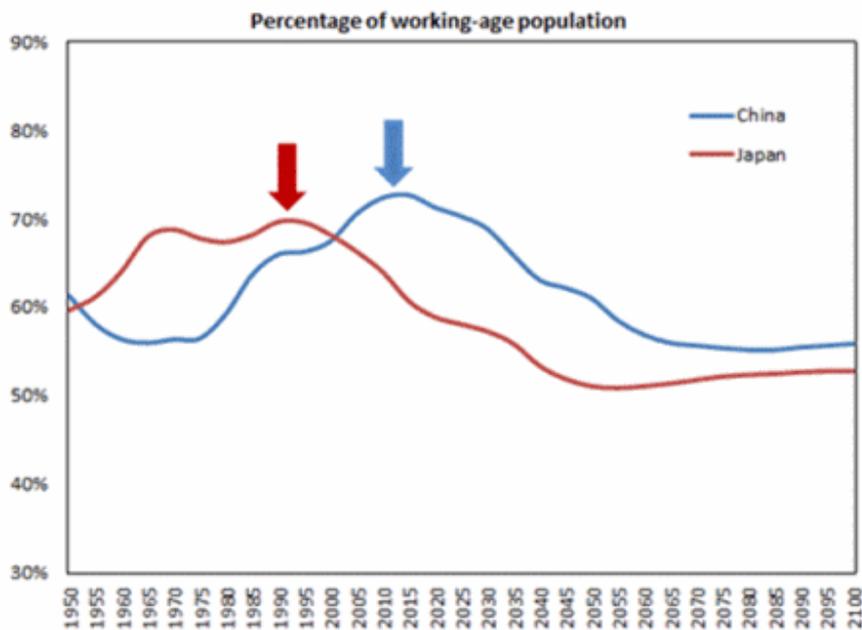
上海 走势图



人口因素。

1990, 1991 年是中国第三波婴儿潮的高峰。日本工作人口占总人口的比例 1990 年前后见顶, 中国是 2015 年前后见顶。有趣的不但是房地产牛市, 二期日本 1973 - 1978 经历了 5, 6 年的经济困境和经济转型, 中国经济在 1997 - 2001 也经历的困难和改革。

图中蓝线是中国工作人口占总人口的比例, 红线是日本



## 普通人和普通企业如何在经济周期和通货膨胀的不同阶段保护自己

2011. 7. 28

此文其实以前就写好了，一直没有发，是认为其实投资是非常私人的事情，最主要的决定因素，是个人的秉性，性格，是否容易被“从众心理”所驱使，是否坚持安全边际（买入价格离“合理区间”并不遥远），赌性强不强等。

总结了一下：猪肉贵（最好连总理都提到了），油价高（要参考Brent 油价，而不是与美国经济关系紧密的WTI 油价，目前Brent 油价近117 美元/桶）的时候，不是买入资产（股票房子等）的时候，猪肉油价便宜的时候，才是买入的良机。大道至简。

在欧美，还有“石油美元”（PetroDollar）的问题，油价高，石油出口国，通过卖石油赚钱的各种个人和公司（甚至腐败得来的钱），会把石油收入投资 买入稳健的美国，德国，英国等国上市公司的股票，2009 年3 月以来，油价和美国股市有明显的同涨同跌关系。（当然这也是有前提的，就是石油价格不能越过110-120 美元这一欧美经济衰退的临界区间；油价超过这个区间，则欧美股市跌，经济下滑，过段时间，油价也会降下去。这是在没有突发事件的情况下。）

中国经济，过去9 到10 年呈现了非常明显的三年起落周期特点，2003-2005 年是一轮，2006-2008 年又是一轮，目前我看处于2009-2011 年第三轮的后期。每一轮的后半期，都

是处于负利率时期。上一轮负利率时期，从 2007 年 2 月开始。这一轮负利率时期，从 2010 年 2 月开始。

由于长期的低利率和负利率，使得投资保值对于普通人，普通企业而言，显得尤其重要，总体而言，应尽量多拥有有形资产，而少持有现金或者银行存款。但是，也因为低利率和负利率，使得社会投机现象严重，价格会暴涨暴跌。完全能踩准经济周期，在每个阶段都能赚钱的，是不存在的。普通人能做的，就是大致踩准经济周期的节奏，在货币政策**宽松的初期**，坚决买入和持有资产，克制自己不要在通货膨胀非常严重（CPI 超过 5%）的时候，资产价格非常高的时候去盲目，匆忙地投资。

**一个完整的信贷周期或者经济周期，大致是这样的：**

**第一阶段是经济复苏，货币宽松，资产价格上涨。**在中国可以理解为货币供应量增长率大大超过 17%，比如连续 3 个月增长率超过 20%，确认货币宽松政策来了，3 到 6 个月后，资产价格（股市，楼市，其他资产）开始上涨，经济复苏，这个时候如果通货膨胀不严重，大胆的人应该买入资产。普通企业，也可以考虑在第一和第二阶段适当囤货。

**第二阶段，财富效应，经济过热和负利率。**随着人们收入的提高，资产价格上涨导致的财富效应，使得原材料商品价格出现上涨，这个时候做多原材料最赚钱，经济开始过热，资产价格继续上涨，涨速甚至更快，这样通货膨胀出现了，并且越来越厉害，这个时候的加息不可怕，在 CPI 超过 5% 以前的加息，并不可怕。第二阶段的特征是**负利率的出现，并维持 6 个月以上。**

**第三阶段，货币紧缩或者回归正常的时期，股市下跌。**当通货膨胀突破管理者的底线的时候，在中国大致是官方 CPI 超过 4% 或者 5%，其中 5% 基本属于货币政策必然收紧的底线，这个时候货币政策会紧缩，或者回归正常，股市会出现流动性问题而下降，总体经济和楼市的表现，一般落后于股市 6 到 9 个月。**第三阶段的特征是连续加息和提升存款准备金率和股市下跌。**第三阶段，特别是石油价格超过 100 美元，中国 CPI 超过 5% 以后，对于普通投资者而言，其实已经进入**现金为王的时期了。**

**第四阶段，经济衰退。原材料价格继续上涨，或者工资-物价螺旋式上涨，导致不能适应的企业破产。**高昂的原材料价格，高昂的能源价格，抑制了需求，经济下滑。如果第三阶段加息缓慢，那么通货膨胀会很高，剧烈的通货膨胀，也能引起消费低迷，经济下滑。然后导致原材料价格下降，经济萧条也使得股市楼市下降或者回调，社会会出现一些失业增加的现象。**第四阶段的特点之一是降息。降息之前买入安全的债券，是个不错的选择，2008 年第四季度，中国国债和安全的公司债券的涨幅巨大。**

普通人常犯的一个错误，就是等到负利率出现 6 个月以上以后，才想到要去进行投资保值，这个时候其实已经比较晚了，中国 CPI 超过 5% 以后再去投资，就更晚了，因为资产价格已经非常高了，甚至很快进入下降阶段了。

## 中国特色的猪肉

中国过去 8, 9 年一个有趣的现象是，猪肉价格很好地反映了通货膨胀和经济过热。（这个规律在 1995 - 2001 年是不存在的，那段时期，猪肉和物价非常稳定）。当普通人

都抱怨猪肉价格涨得太快的时候，甚至总理都提到的时候，往往就是货币政策紧缩，导致资产（股市楼市等）价格面临下调压力的时候。当猪肉价格很低，甚至养猪的亏损严重的时候，资产价格往往处于低位。

## 美元指数与中国通货膨胀和资产价格

利用美元指数的中周期波动投资，也是一种不错的选择。一般而言，当美元指数从 88 点以上下跌到 80 点左右的时候，中国资产价格是上涨的，通货膨胀有，但是不是特别严重。当美元指数从 80 跌到 74，72 的时候，中国通货膨胀非常严重，原材料价格涨得厉害。当美元指数从 80 点左右大涨到 85 以上的时候，中国资产价格，面临下跌压力。过去 20 多年，当美元指数涨过 92 的时候，香港房地产泡沫一般会破裂，香港股市会大跌。相反，当美元实施低利率，负利率的时候，美元指数下跌，而世界通货膨胀越来越严重，做多原材料的，获利丰厚，香港房价大涨。

下图是过去 5 年的美元指数走势。美元指数从 2006 年开始下降，下跌到 2007 年 9 月左右的 80 点附近，这个时间段，中国的房地产和股市，都是大涨的。

中国股市和房地产 2008 年的下跌，前半段，是由中国的货币紧缩引起的，而后半段（2008 年 7 月 14 日以后），某种程度上，与美元指数大涨是同时发生，互为因果的。2009 年 3 月到 8 月，美元指数大跌，而中国股市涨了近一倍。2010 年 5 月，美元指数在欧债危机中大涨，中国股市大跌。2011 年 5 月 2 日，本拉登被杀后，美元指数从 72.7 反弹（72.7 是 2008 年 3 月 17 日以来的第二低点）。目前原材料价格还在反弹，或者说高位震荡，因为虽然目前经济在减速，需求在适当下滑，但是总体经济和需求并未出现特别的恶化。

**多种指标走势显示，2011 年 9 月 10 月左右，新一轮经济下滑，风险大增，和美元指数大涨将开始。那个时候，中国的房地产，将面临真正的巨大下行压力，不幸的是，中国房地产那个时候刚好处于高库存时期。目前美元汇率依旧处于非常低的低温，而原材料价格，尚处于高位，所以还不到房地产泡沫的破裂时间。等这一波美元大反弹充分发酵之后，再看房地产泡沫是否破裂，也不迟。**



全书完