

# 危机十年轮回，新一轮危机悄悄来临

gz111678

简介：推定危机发生的理由，路径及风险，提醒投资的风险点。

一、特朗普的小鸡游戏 介绍特朗普莽撞行为的背后

二、都是借口、只是借口 论证贸易战的必然性

三、国富和养羊 介绍国富的概念和美国如果使他国富裕进而收割

四、中国所面对的危机因素 介绍国内和香港的危机因素

五、攻击路线 介绍可能由那些方面发起攻击

六、结语一点小建议

本文略长，请**耐心阅读**

本贴主要以统计局公布数据进行分析。较少夹杂个人情绪。

一、特朗普的小鸡游戏

至去年，美国商业逆差创 9 年来新高，达 5660 亿美元，此中与中国的逆差额高达 3752 亿美元。

特朗普上周四表示，将于本周正式宣布对进口钢材征 25%关税，铝材征 10%关税，此举引发贸易战忧虑。

高盛则发出警告称：钢铝重税只是开始 特朗普还会有更多贸易战。

美国时间 3 月 2 日晚，特朗普在推特上发文

“当一个国家（美国）与几乎其它任何国家做贸易都要损失数百亿美元时，贸易战对我们是好事，很容易赢。举例讲：如果我们与某个国家做贸易每年损失 1000 亿美元，最好的办法就是停止与其贸易——我们就赢大了。就这么简单！”

这看起来更像一个商人，事实上，自上台以来，特朗普一直以一种商人的姿态矗立于政坛之中。

美国曾流行一种“小鸡游戏”来测试勇敢。双方在同一车道相向高速行驶，看谁先避让。避让者就被讽为“小鸡”。为了确保让对手未战先怯，驾驶者总会使出各种手段，比如上车前狂饮烈酒，或者开始前把驾驶盘拆掉在对手目光中扔出车外…… 特朗普政府现在干的就是类似的事。

更何况，他是商人，当然知道自己更占有优势。美国对中国的贸易依赖小得多。

但真的只是为了赢得贸易战？

二、都是借口， 只是借口

事实上美国出现巨额的逆差，是美元的独特地位决定的。是美元主动选择的结果。

美元作为国际货币，最早以黄金背书，在布雷顿森林体

系崩盘后，美元被沿用，确立优势地位。后美元以石油背书。

买石油需要美元啊，这导致了其他国家对美元的需求。但是美元也不可能白送给人，所以就要通过逆差输出。

用美元购买别国的商品和服务，将美元花出去，这就形成了逆差。

这造就了美国消费国的地位，也形成了美国社会低储蓄率和高消费的现象。

美国的贸易逆差是美国主动选择的结果。

美国可以印钞换商品，还可以向全世界收铸币税，他高兴还来不及呢。

纸上印刷个图画就可以换来别人实实在在的东西，谁不高兴？

人民币的国际化推进，就是想减少对美元的依赖，防止被征收铸币税，进而还可享受国际化货币的福利。

但目前还未完成国际化。贸易项下已完成，资本项下正在推进。目前来看还有倒退，对外投资等管控趋于加强。

据 2017 年 8 月份 SWIFT 国际支付排名人民币占比为 1.94%，排名第五。

9 月人民币国际支付占比回落至 1.85%，排名下滑至第六。

12 月份统计支付占比人民币为 1.54%，排名继续下滑至第七。

美国的贸易逆差是自己选择的结果，但是美元成为国际货币最重要的条件就是要维持是货币的信用，单方面一直欠债是不可持续的，既然要维持信誉，欠了这么多债总是要还的啊，那怎么还？

逆差是美国的负债。

贸易上无法平衡也不能平衡。平衡了还怎么输出美元。怎么享受国际化货币的福利，怎么维持美国的低通胀高发展。

那只能通过金融平衡。

金融收割他国弥补亏空。

“美国欠中国的钱终归是要还的”，基辛格此话意味深长。

基辛格的话语被很多人解释为 “终归=无穷尽的时间内”。

其实不然。收割他国可以让美国将不可持续的模式变为可持续。

至少在可预期时间内可持续。

至于远期，谁知道呢，说不定地球都不适宜人类生存了呢（霍金预言 2100 年之前）。

美国为小政府，大市场，政府可动用直接资源有限。（亚洲金融危机之后，针对亚洲各国谴责美国制造危机，美国就曾经以美国政府可动用资源有限来应对国际社会谴责）

他只能通过宏观政策创造有利于美国资本收割的条件，

资本犹如见血的鲨鱼，自会一拥而上，分而食之。

收割的战果为美国经济带去活力，为美国政府创造税基，美国政府可通过税收手段参与分享，消灭或减少负债。

而现在特朗普政府正在干的事就是通过宏观政策加压其他国家，制造他国经济破绽，为资本收获带血的筹码提供助力。

美国总统特朗普就职后一直强调“美国制造”，并可能出台相应政策鼓励美国制造商搬回美国，但美国的失业率维持 4.1% 左右，已接近充分就业。

根本就容纳不了太多新增就业岗位，仅仅只能是部分高劳动生产率岗位替代低劳动生产率岗位。

他所需要的除夯实美国经济发展基础外，通过减少他国工作岗位的预期增加他国经济运行困难程度，进而收割他国经济发展成果为美国发展提供助力也为重要的目的之一。

特朗普政府债务高企，仍推出了减税法案。其主要原因仍在于特朗普的商人思维希望能为决战筹集更多筹码。

由这点来看，贸易战不可避免，因为特朗普政府会将所有能准备的筹码都利用上。以期能够一举让他国经济运行出现破绽。进而收割他国经济成果，用以维护美国经济的可持续性 & 美国霸权没有挑战对手。

至于贸易战的原因，都是借口，只是借口。

特朗普政府已将中国列为竞争对手，中国必然是重点针

对对象之一。

作者:gz111678 日期:2018-03-19 00:15

### 三、国富与养羊

#### 1. 国富

一个家庭如何富裕起来，那当然是家庭劳动力多，且都工作（就业率），最好还是好工作（高劳动生产率）。

但都工作没人处理家务，导致工作效率降低怎么办？可能就需要家里的父母退出创造价值的工作，提供服务。这降低了就业，但是提升了效率。这方面为了便于表达，用价值就业率代表创造价值的工作。

而宏观由微观组成。

家庭的奔富之路同样代表着国家。

那么一国富裕之路，去除卖资源（资源属于祖宗荫庇）。得出几条公式。

产生价值的就业数量/总人口=价值就业率。

价值就业率\*劳动生产率=人均富裕程度。

总人口\*人均富裕程度=国家富裕程度。

进而得出

国家富裕程度=产生价值的就业数量\*劳动生产率。

#### 1.1 价值就业率

此处就业是指一国内有价值产生的就业（工农业和以增值为目的的服务产业）和直接对国外输出劳务。

而服务事业（满足社会公共需要）只能提升效率。政府服务还降低效率，但可以增加公平。当尽量多价值就业和尽量高劳动生产率相匹配的时候，一国的富裕程度得到最大提升。

由以下两点共同影响。

#### 1.1.1 参与有价值工作的人口基数

社会人口结构年轻化将提供更多的劳动力供应。发展中国家的人口结构由于医疗卫生的不健全更为年轻化。

从事提供公共服务和政府服务的人员并不产生价值，需从基数中扣除。（公共服务人员提升劳动生产率。政府人员降低劳动生产率，提升公平、减少社会矛盾）

#### 1.1.2 足够的工作岗位提供

工作岗位由需求提供。如果由工作岗位制造出的产品没人要，那自然这个工作岗位就被消灭了。由于机械化智能化的发展，生产能力是远大于消费能力的（新产品除外）。工作岗位是需要竞争的。工作岗位流入一个国家，就会在另一个国家消灭工作岗位。

就工作岗位竞争来看，分四点

1.1.2.1 引进外资，增加本国工作岗位；或输出劳务，抢占他国工作岗位

1.1.2.2 GDP 向人均可支配收入倾斜，增加内需，拉动消费，增加工厂开工，拉动就业

美国的人均可支配收入占 GDP 七成以上。需求强大，所以美国可以轻松的用他的市场为他国创造工作岗位，让他国习惯依赖美国的市场，然后再用贸易壁垒等手段关闭市场，消灭他国工作岗位，为金融收割创造条件。特朗普最近祭出了 301 条款，中国的对美出口逐渐将面临壁垒重重。这会消灭工作岗位。

#### 1.1.2.3 国际竞争体系占优

政策，人工，土地，税收，教育等因素使得生产要素价格低。货物及服务出口抢占他国需求，拉动增加本国工作岗位，会消灭其他国家工作岗位。

#### 1.1.2.4 增加投资，创造工作岗位

对一国来说， $\text{投资} + \text{消费} = \text{总需求}$ 。投资多消费就乏力。这方面和上面第二条是负相关。

参与价值工作人口基数和工作岗位提供量共同决定了价值就业率。

### 1.2 劳动生产率

科技的发展推进劳动生产率，而一个科技后发国家很容易追赶靠近发达国家的劳动生产率，是因为科技溢出效应。但是却很难超过。因为最高端技术的保密很难外溢。

集约化的生产提升劳动生产率，这同样依赖于需求。

整体劳动生产率的提高需要社会、政治、经济、科技、教育等环境提供了高生产率工作岗位，劳动力参与匹配，才



有高劳动生产率。

如果没有高劳动生产率工作岗位，只能从事低劳动生产率工作，甚至于边际效应为零的工作。

改革开放前的中国同样有足够的劳动力供应，为何没有富裕？

因为没有足够的岗位提供，大量的劳动力被迫从事农业等低劳动生产率工作。但受土地面积局限，劳动生产率低下，大量劳动力从事边际效应为零的工作。甚至于连自身温饱都难以保证。

足够的工作岗位契合高劳动生产率就是国富。

剩下的不外乎国和民分利。

你可以看到

为何中国会富裕起来

首先是城市化将大量劳动力从农村解放出来，提升了工作人口基数。（1.1.1 项下）

其次因为参与了国际分工，尤以加入 WTO 后后，外贸产业利用中国土地人工等优势快速发展，抢占了需求提升了国内工作岗位数量（1.1.2.3 项下）。

吸纳国际资金后投资的增多，创造了工作岗位（1.1.2.4 项下）。

外资建厂国外科级外溢提升了劳动生产率和工作岗位数量（1.1.2.1 项下），这其中虽然被外资拿走了想当一部分

价值，但是工作岗位得增多和生产率的提高所创造的价值完全覆盖了外资所得。（这点来说血汗工厂扣除资本所得后剩余的劳动价值大于回归农业等低生产率岗位所创造的劳动价值，那么血汗工厂就有存在价值），中国快速富裕起来。

但是现在出现了几个因素将影响中国未来的富裕程度

1.2.1 中国参与劳动价值创造的基础人口在减少（老龄化和公务人员等扩大）

中国国家统计局数据显示，2017 年中国的劳动适龄总人口（15 至 64 岁）为 9.983 亿，而 2016 年底该数字为 10.026 亿，这是适龄劳动人口自 2014 年开始下降以来的最大降幅。与此同时，去年中国 13.9 亿总人口中 65 岁及以上老年人的占比增加至 11.4%，高于 2016 年 10.8% 的占比。

1.2.2 外资投资在减弱

上图为外商直接投资 FDI 数据

2017 年外商投资增速总体负增长。

1.2.3 城镇固定资产投资增速下滑，边际效应在显现

上图为 09-10 年部分月份固定资产投资增速

上图为 16-17 年部分月份固定资产增速

两图比较投资增速下降 20% 以上。

1.2.4 内需不振

工业品出厂价格指数 PPI 狂飙、居民消费价格指数 CPI 微涨。

PPI 数据如上图

CPI 数据如上图

可看出 2017 年由去产能和环保等因素造成的产品端的成本上升并未传导至消费端，原因是消费端潜力过于集中于房产，透支过度、消费乏力。为争抢市场，上游产品成本不敢转嫁下游，后面将是部分承受不住成本上升压力的企业率先出局。需求的减少将缩减工作岗位。

1.2.5 货币升值、生产要素价格升高、导致国际竞争力弱化、出口乏力、进口增加

国外需求的减少和进口的产品的增加，都将使国内工厂订单减少，从而减少工作岗位。目前统计局的就业率数据因统计面的问题难于及时反应现状，但从年龄 35 之后就难找工作可以看出劳动力供应相对还是比较充足的，可能存在一部分劳动力供应错位问题。（由这点看，腾笼换鸟属于假概念，左手十块钱和右手一百块钱你要那张，当然最好是都要）

综合来看，未来富裕程度会有比较明显的弱化趋势。当然，负债消费可以维持一阵繁华。

## 2. 养羊

美国失业率维持在 4.1%，已接近充分就业，已容纳不了太多新增就业岗位，劳动力就会选择高劳动生产率岗位。劳动力的供应紧张将会拉高生产要素价格，中低端劳动密集型产业链因成本上升无法生存只能转移他国。

50 年代初期，美国开始逐步将劳动生产率低的岗位逐步转移至其他国家，产业链中下游外迁。

## 2.1 美国的产业转移及再转移路径

### 2.1.1 美国产业链低端转移至日本

美国的产业转移发生在 1950 年左右，主要由战后日本和德国承接，发生转移的主要为传统产业如钢铁，纺织等劳动密集型产业。而美国本土主要致力于集成电路，精密机械，医药化工和汽车等技术密集型产业。

工作岗位的增多，承接产业转移带来的生产率的提高，带动战后日本经济飞速发展，日本迎来发展黄金期。

据统计，1960 年~1970 年间，日本的工业生产年均增长 16%，国民生产总值年平均增长 11.3%。1968 年，日本的国民生产总值超过联邦德国，成为仅次于美国的资本主义世界第二号经济大国。

### 2.1.2 日本产业转移至亚洲四小龙

1970 年前后，由于汇率升值，第一次石油危机石油禁运等原因，日本开始将产业链低端劳动密集型产业陆续转移至东南亚周边，主要承接方为亚洲四小龙。整个过程持续大约二十年。

工作岗位的增加使得亚洲四小龙经济开始步入快车道，国家迅速富裕。（台湾 1970 年出口总值是 1960 年的 9 倍，1980 年为 1970 年的 13 倍；韩国 1980 年出口总值是 1960 年

的 534 倍;新加坡 1980 年出口总值是 1965 年的 20 多倍)

1985 年广场协议后,日元汇率急速升值,外部资金大量涌入日本,拉高了日本的房价及人工土地等生产要素价格。

1988 年,日本的人均收入达 1.9 万美元,超过同期美国的 1.8 万美元。日本国内制造业成本激增。

1985-1990 年间,由于日本国内汇率高企、流动性充裕、大量资金主要聚集于房地产和股市,实体企业国内投资回报减少。

资本和技术双密集型产业开始利用本国充裕流动性贷款对外投资,日本高端产业开始外迁至亚洲四小龙、东南亚、中国等。

1990 年日本房产股市泡沫破灭。

自 1990 年后,日本经济长期在衰退的边缘徘徊。

### 2.1.3 亚洲四小龙转移至中国

承接了日本产业转移的亚洲四小龙经济急速腾飞,国内经济过热迹象出现,国内生产要素成本大幅拉高,在亚洲金融危机前后,以当时汇率计算,台湾香港的人工费用约为大陆的十几倍。(但到了 2018 年,台湾工资仍维持在 1997 年水平)

上图为台湾平均工资(1960-2013)

1994-1997 年,美联储累计上调基准利率 250 个基点,至危机爆发前利率为 5.5%,从 1997 年夏季开始,美国的对

冲基金狙击亚洲各国货币，引爆亚洲金融危机。

其时中国政府正进行经济改革，国有企业的下岗工人总数达到了 1275 万人，其中只有少数找到新工作。

劳动力供应充裕，土地等生产要素价格低廉、政局稳定。开始大量承接欧美、日本、亚洲四小龙的产业转移。

时任国家总理朱镕基提出三大政策，内外结合拉动生产岗位增加。

#### 2.1.3.1 积极的财政政策

从 1998 年到 2001 年间，当局发行长期建设国债 5100 亿元，各大国有商业发放同等额度的“配套资金”，主要用于基建。同时，央行采取宽松的货币政策。以投资拉动就业。

#### 2.1.3.2 开放外贸的进出口自主权

出台政策允许民营企业自营出口，外贸出口步入黄金期。创造大量工作岗位。

#### 2.1.3.3 刺激内需，开放房地产市场

1998 年 7 月，国务院做出停止分配福利房的决定，推行住房分配货币化。同时，中国人民银行颁布《个人住房贷款管理办法》。这两大措施，直接刺激了房地产业的复苏。增加工作岗位，拉动就业。

2001 年，中国加入世贸。国外市场对中国打开大门，外需的拉动带动中国出现大量工作岗位，中国经济开始步入黄金十年。2010 年中国 GDP 总量超越日本，升至世界第二。

上图，亚洲金融危机之后中国大量承接国际产业转移，经济迅速增长。至 08 年次贷危机减速。

可以看到，承接产业转移的国家因工作岗位的增多和科技的发展、集约化生产等因素提升了劳动生产率迅速富裕。

但同时，资产价格升高等因素导致与发达国家的成本差异逐步缩小，产品竞争力逐步弱化。

从承接他国产业转移时起至本国低端产业转移他国时止，为发展的黄金期。

这期间内发展科技提高劳动生产率、创建本国优势产业保证本国就业岗位不外流，是一国持续强大的保障。

#### 2.1.4 中国低端产业转移已在路上

至目前，中国的人工土地等生产要素费用大幅增加。产业链低端劳动密集型产业开始逐步转移越南，孟加拉，印度等生产要素价格更为低廉的国家。部分高端产业链转移美国等发达国家。

上图（自 1998 年之后中国人工价格迅速与越南印度拉开差距）

上图为全国地价指数（2000 年基数为 100）

而越南，2017 年的 GDP 增长超预期，达到 6.81%；2017 年创造了进出口贸易额新纪录，进出口贸易总额冲破 4000 亿美元大关，顺差 27 亿美元；房地产业务吸引了大量的投资，业务增长 4.07%，是自 2011 年以来的最高增幅；以

彭博社发布的数据越南的证券市场是 2017 年亚洲涨幅最大收益最好的股市；VN-Index 自今年年初以来已经上涨了 47%。

2017 年越南可持续发展指数上升 20 位，在 157 个国家和地区中排名第 68 位；世界经济论坛将越南竞争能力排行提升 5 位，在 137 个国家中排名第 55 位；世界银行将越南经营环境排行提升 14 位，在 190 个国家中排名第 68 位。

## 2.2 产业转移中潜藏的风险

每轮的产业转移中，都伴有美联储的宽松周期。而美联储的紧缩周期利率高点，几乎都伴有新兴经济体的危机。

美联储作为世界第一大经济体的央行，他的货币政策外溢性深刻影响各国央行政策制定。

在美联储宽松期，充足的流动性使得资本急于寻找有投资价值的洼地，促进了产业转移。

而紧缩期，美联储的加息行为导致资金为套利或避险而从其他较易发生风险的国家转入美国等发达国家。

资金流入美国解决美国经济问题是以资金流出国经济问题的加深为代价的。

美联储的的一轮加息降息的循环约为十年，这与十年一轮经济危机基本同步。在美联储加息高点，脆弱的新兴经济体相比发达国家更易发生经济过热问题而导致危机。

90 年代日本危机中，据事后统计，日本因股市和房地产暴跌而造成的损失达 6 万亿美元。



亚洲金融危机危机中，在以索罗斯为首的国际对冲基金攻击下，泰铢崩溃，菲律宾比索、印度尼西亚盾、马来西亚林吉特，新加坡元在内都一一失守。危机不断扩散，引发韩国金融危机，冲击日本金融业，最后还导致俄罗斯和巴西爆发债务危机，菲律宾、马来西亚和印尼的中产阶级财产分别缩水 50%、61%和 37%，香港、新加坡和泰国的居民资产则跌去了 44%、43%和 41%。

而美国于 1948-49 年、1957-58 年、1969-70 年、1974-75 年、1980-82 年、1990-91 年、2008 年多次发生过经济危机，但在亚洲金融危机期间却并没有发生危机，反而保持了高速增长，源于美国的金融收割将自身危机转嫁给金融系统更脆弱的新兴经济体。其余多次危机烈度与 1930 年大萧条相比也不可同日而语。

以中国外储模式分析一下。美元的对外输出和回归模式。

### 2.2.1 宽松期美元流向如上图所示

2.2.1.1 美联储印钱宽松，汇率贬值，资本转往高收益地区。一般为生产要素和人工价格占优的发展中国家。

2.2.1.2 美联储放出的美元通过贸易，投资，热钱等方式流入中国市场，又通过债券和物资流回美国。美国放水水淹全球，本土市场却通胀很轻。（单看上图中《美国市场》小框的流入和流出即可理解，下同）

2.2.1.3 中国市场流入人民币，流出货物。通胀逐步加

深，资产升值。随着中国市场的物资出口输出的越多，流入的人民币也越多。物资价格攀升。

2.2.1.4 中国外储越来越多，相当部分投资为美元债券。

2.2.1.5 美国用债券买到了物资，这是美元霸权的目的和好处。也要承担一点副作用。就是债券越来越多。在宽松期处理模式是通过贬值。美元汇率贬低一半，相当于债务打了五折。

2.2.1.6 美元霸权的硬实力是军事力量，软实力建立在于两个方面。

一是信心、相信美元币值稳定，所以美元不能光贬值，还必须要升值；二是必需、石油美元造就对美元的需求。

2.2.2 紧缩期美元流向如上图所示

长期的货币宽松会导致发展中国家货币泛滥，资产升值。贸易顺差积累，汇率被迫升值。

资产升值导致所有生产要素拉升，人工暴涨、土地升值、出口成本大增、国际竞争力下降。

汇率升值导致出口竞争力进一步下降。部分工厂会承受不住成本上升，倒闭或产业转移。工作岗位缩减。

此时美元紧缩，将会导致美元流向反转。

2.2.2.1 美元倒流回美国。由于资产在高位，投资热钱等将手中资产高位套现，并并在汇率高位将其结汇成更多的美元。

2.2.2.2 外储被迫卖出美元债券，换取美元，支付给资本。收入本币核销。外储缩减，货币被动紧缩。对美国债权缩减。

2.2.2.3 美元升值紧缩，并伴以贸易战或减税等手段加大回流吸引力。如外储受压，将会形成羊群效应，资本恐慌性出逃，资产被低价甩卖。

2.2.2.4 鉴于对外依存度的紧密，需用更高的代价换取美元进口必需品。拉高的美元趁机收购危机中被低价甩卖的优质资产。

美元完成了一轮循环，以购买产品服务方式流出，以经济危机模式回流。将本不可持续的欠债发展模式变为可持续。

### 2.2.3 犹如养羊

美国自 1930 年大萧条以来，已经历或发动多次危机，美国在多次的危机收割中逐渐积累经验，开始有目的的利用市场，科技，资本等优势，逐步有了一整套的养羊割毛流程。

美国通过对他国开放市场，利用美国强大的市场需求拉动他国就业，通过宏观政策货币宽松促使资本对他国投资，为他国创造工作岗位。输出资本的同时会产生技术外溢，拉动他国劳动生产率提升。协助他国经济进入快车道，快速富裕。

当美国经济不良因素积累时，美联储的货币紧缩政策吸引资本回流，引爆他国经济发展中积累的风险因素，中或

间以其他手段（如贸易战），以加深他国危机深度，收割他国经济发展成果。为美国本土经济提供助力。

犹如养羊

小羊期饲喂草料（对产业转移中承接方输送资金，提供市场，助其快速发展）

成长期喝羊奶（利用其它国家优势生产资料获得低价产品出口美国，压低美国本土通胀）

美国风险问题积累时割羊毛（金融收割其他国家经济发展成果，通过加深其他国家风险来减轻自身危机烈度）

这也是美国领导控制的世界银行对发展中国家有专向扶持贷款的目的之一。

扶持贷款一般都附有条件，用以提升发展中国家经济实力，同时创造金融和贸易的开放体系，以利于金融收割。

这里有一条清晰的逻辑链。

首先舆论造势（粮草未动，舆论先行）——利用对富裕生活的向往或资金（世行贷款等）打开他国国门——美元贬值让国际资本对外投资——开放美国市场吸纳对方产能——增加他国工作岗位，集约生产提升他国劳动生产率——美国享受他国便宜产品及服务、他国财富增加双赢过程——他国经济过热、资产升值、投资回报率降低——美元升值、加息、锁表、减税、贸易战等——制造他国经济不稳定预期，强化美国经济前景——吸引资金回流——引爆他国经济发

展中风险积累、收割他国财富——资本和美国政府通过税收分享战果——缩减或核销美国负债——使得美国的货币以贸易逆差流出、以金融战回归——维护美元不违约的信誉，造就美元霸权的可持续性。

作者:gz111678 日期:2018-03-19 07:47

#### 四、中国所面对的危机因素

##### 1. 汇率高估

央行的外储持有成本并没有数据可提供，在此做一个简单模型参考下，可看到外储成本价格远远高出汇率。

可看出当有投资或热钱撤走时，央行持有外储成本上升已超过现行汇率。

或者你可以简单点这么看

央行在汇率 8.277-6 之间，进了 4 万亿的货，均价 7.14；

汇率 6-6.9 之间卖了 1 万亿，均价 6.45；

剩下的 3 万亿的库存，成本 7.4；

考虑到 2017 年公布数据有 1.6 万亿欠债。成本到 8.7；

而现在才卖 6.3。

由于中国外储为央行印钞收购外汇而形成，外储的亏损将成为隐性税收的一种，由全民买单。

而好处将由外汇的使用方拿走。

如何解决成本价与卖出价两者之间差价？

只能是补仓压低成本或贬值二选一。（借外债并不能压

低成本)

补仓一般有以下几条途径。

1.1 货币有升值预期，吸引资金，补仓压低成本。

1.2 本国经济有较强的投资回报预期，吸引外来投资。

1.3 出口行业结汇或国外投资红利汇回。

鉴于管控的实质性加强，将对 1.1、1.2 项造成打压。

目前看只能更多的由出口行业结汇来压低成本价。2018 年一月份的出口结汇减轻了外储压力，但压力都转移给了外贸企业。

而外贸为外储的造血器官，这将减弱造血能力。

## 2. 债务问题

经济运行较长周期由科技进步决定（高劳动生产率的竞争优势）；

中周期人口红利决定（低生产要素价格的竞争优势）；

而短周期由信用扩张和紧缩决定，“欠钱一时爽，还钱火葬场”一句话道出了短周期真谛。

根据中国社科院国家金融重点实验室的测算，2016 年实体部门的利息支出高达 8.24 万亿元，而 2016 年中国名义 GDP 增量为 5.45 万亿，利息负担达到增量 GDP 的 1.51 倍，如果把中国当成一个大企业的话，那么这个企业的盈利已经不够支付利息，债务庞氏化。

印钞拉动经济，随着债务增长，新增债务中利息占比越

来越高，投资效率将会递减。2007 年至 2015 年，单位 GDP 需要的资本投入量，从 3.5 上升到 6.7。

央行最新公布的数据显示，初步统计，2017 年社会融资规模增量累计为 19.44 万亿元，比上年多 1.63 万亿元。从社会 2017 年社会融资规模存量 174.64 万亿 同增 12%。债务利息融资以 2016 年数值测算约为 8.73 万亿占增量 45%。而实际利率要比去年更高，也就是说新增融资的约一半为还息。

投资的边际效应和债务利息对新增债务的占比提高使得债务拉动增长已近乎极限。

国际清算银行（BIS）报告称，中国大陆及香港等地债务规模和偿债负担都已进入红色区域。

中国领导层在几年前已经注意到杠杆风险问题，一直在推进降杠杆。但可惜的是，杠杆率不降反增。

美联储与 2015 年 12 月份开始加息；2018 年中，美联储利率将超过中国一年期存款利率。中国的利率政策已没有操作空间，去杠杆已经错过了最佳时间节点。而利率的上升无疑将加大债务风险。

据 2017 年《三季度中国去杠杆进程报告》数据，2017 年 3 季度，包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由 2 季度末的 238.2%增加到 239.0%，上升了 0.8 个百分点。政府总杠杆率从二季度的 37.8%上升到三季度的 38.1%，上升了 0.3 个百分点；居民部门杠杆率从 2 季度的 47.4%上

升到 3 季度的 48.6%，上升了 1.3 个百分点；企业部门杠杆率从 2 季度末的 156.3% 下降到 3 季度末的 154.8%，下降了 1.4 个百分点；而国企债务占比企业部门债务的 61%，没有下降。

可看出三季度杠杆率的下降全部来自私企部门。

数据显示，私企部门为中国最具有活力的部门，对中国 GDP 贡献率高达 60% 以上，提供了 80% 的城镇就业岗位，吸纳了 70% 以上的农村转移劳动力，新增就业 90% 在民营企业，来自私企部门的税收占比超过 50%。

而去杠杆中最需要关注的就是就业（国富章节中已提到概念），就业带来了社会稳定与国家富裕。去杠杆的效果值得商榷。

参考历史，90 年代后中国也已经历过两次去杠杆。1993 年左右为通过流动性紧缩加息实现了去杠杆。1993 年中国一年期存款利率为 10.98%。

97 亚洲金融危机后的债务问题则依托于承接产业转移，释放人口红利。在经济高速增长稀释了债务，降低了经济对债务的依赖。这需要有经济的爆发点。

而目前经济的爆发点尚不明朗。

随着美联储加息的进程，利率走高使得债务问题越来越严重，而国内去杠杆进程进展缓慢，有极大的可能性发生系统性风险。



### 3. 资产价格高估

中国最重要的资产就是房子。

房地产占全民财富的比重大概是 74.7%

一般认为租售比 1:20 左右的属于适合投资的楼市，低于这一比例属于资产价格高估，而中国一线城市北上广深的平均租售比为 1:66。

房价最重要的推手为地方政府，房地产相关的税收占了地方政府税收的 43%，再加上卖地收入，房地产对政府收入的影响超过一半。地方政府对房地产的依赖性导致屡次对房价进行调控，房价反而越调越高。

考虑到发展中国家在人口红利期债务及资产价格都上升较快。

购房资金预期房产的低租售比会以房产增值补偿。

而目前中国已进入产业转出阶段，对房价的支撑因素在减弱。

上图为 2018 年 1 月，统计局公布 15 个热点城市房价同比，显示 11 个热点城市房价同比回调。

由于中国资本项下并未放开，汇率的高企已经使得国内外资产价格形成了一定程度的压力差。国外的资产相比之下更为便宜，资本有动力将国内资产抛售，买入国外资产，这种情况下会发生资本外流。为防止大规模资本外流只能加强管控。

然而中国资本项下虽未放开，但贸易项下已放开。资本管控只能控制流失速度，并不能控制趋势，资金完全可以借道对外贸易转移境外。这等于在池子里开了一个小口子，只能控制流速，而无法控制流入流出。

2 月份中国出口同比 44.5%，而外汇储备相比上月下降近 270 亿美元。数据背离，可能有假道贸易转移资产行为发生，买货出口但资金不汇回。

目前中国正面对第三次移民浪潮，据招商银行与贝恩顾问公司发布的《2011 中国私人财富报告》称，个人资产超过 1 亿元的大陆企业主中 27% 已经移民，还有 47% 正在考虑移民。八成的大企业家已经或打算移民。

据中国社科院发布全球政治与安全的报告，中国成为世界上最大移民输出国，目前约有 4500 万华人散居世界各地，流失的精英居世界首位。

中国目前房产市值 300 万亿以上，以现时汇率折算为 47.6 万亿美元。相当大一部分掌握在已经或准备移民的精英手中，高估的资产价格对中国 3 万亿的外储形成极大的风险（外储中未扣除 1.6 万亿外债和外商直接投资 FDI 及其投资利润）。

要么资产价格暴跌，要么汇率贬值。鱼与熊掌不可兼得。

#### 4. 财富集中度问题（基尼系数）导致消费降级

有种说法深入人心，说全靠房产锁住天量资金，所以中

国的通胀很低。因为中国的 CPI 指数中剔除了买房。

这个说法的正确性值得商榷。

难道买了房子，房子钱失踪了吗？

来捋一捋看，先看货币供应量三个层次定义。

M0: 流通中现金，即在银行体系以外流通的现金；

M1: 狭义货币供应量，即 M0+企事业单位活期存款；

M2: 广义货币供应量，即 M1+企事业单位定期存款+居民储蓄存款。

可看出，M2 就是存款，他才不管你的存款是借来的还是自己的。

4.1 买房人贷款买房，贷款加首付一起付给开发商。这个过程中，买房人的贷款变成了开发商的存款被存入银行变成了 M2 的一部分。由这点来说，房子是印钞机，因为买房过程中创造了货币。人民银行统计，2017 年一季度末，金融机构人民币各项贷款余额 110.83 万亿元，则房地产相关贷款规模在 36 万亿元。不考虑其他名义贷款流入房地产市场，房产至少已派生出 36 万亿的 M2。

4.2 买房款付给了开发商，开发商拿到钱之后，五成以上以税收，土地款等方式付给地方政府；其余付给承包商，偿付银行利息等；剩下的为自己的。

地方政府的钱会用来支付自身薪酬，基建投资，民生支出；

承包商的钱用来发工资，买建材，交税等；

而其中的近乎全部，都会重新存入银行，甚至根本就没离开过银行，只是变更了一下账户。

由银行继续贷给下一个买房的人。

循环往复，无休无止，直至达到 M2 极限。（由存款准备金限制）

这个过程中，房产只是标的物，用以进行了 M2 提款权（钱）的转移。

当房产投资价值减弱时，最后卖出房子拥有 M2 提款权的人将会把手中的资金转移往其他有更高回报率的地方。

所以房产并没有锁住资金，他只能以高回报率为诱惑，吸引资金追逐。一旦美人迟暮，资金绝情而去。

由于房产的持续升值，房地产产生了一种虹吸作用，将居民大众的储蓄及居民未来几十年的收入一扫而光。以 M2 提款权方式集中在少数房地产及相关产业的人手中（房产资金链外溢地方政府，承接地方政府投资的部分人也包括在内）；而居民得到了房产和负债。

由这点看，2014 年北大报告测算中国基尼系数为 0.73 显得更为真实。

这导致了少数人的消费水准提高却倾向于国外消费，而另一部分人由于还房贷的原因压缩房产外消费，国内消费降级。

叠加汇率及外部贸易战风险导致的外需萎缩，内外需求双降逐渐成为事实，工业产能严重过剩。

而投资却已至极限，对去产能转移出的劳动力无能为力。

去产能过程制造的失业人口无处可去，大几率回归农业等低劳动生产率岗位。

近 10 年来中国的第一产业就业人数平均占比为 35.54% 产出却只占 GDP 的比重为 9.65%。

这将导致消费能力进一步下降，进入恶性循环，步入通缩（如后期汇率贬值导致输入型通胀可能为滞胀）。

## 5. 香港方面的风险问题

### 5.1 香港和内地的关系

香港和内地的关系属于既相互竞争又相互依存，自邓公划了一个圈开始，香港的制造业逐步转移内地，本地实体产业逐步空心化。

香港的货物贸易自 80 年代起长年逆差，经济发展依赖于服务产业。香港的服务产业占到 GDP 的 2/3 以上，而服务产业中金融业和贸易物流占比最大。

中国加入世贸之前，外贸出口大多经香港转口，然而随着中国加入世贸，开放程度越来越高，中国与海外直接业务增多，香港贸易物流对大陆的重要性日渐走低。

如大陆人民币国际化进程进展顺利，那香港的金融服务业对内地的的重要性也将大大降低。

但目前看人民币国家化进程存在倒退，海外资金进入内地更多的以香港为跳板。

香港优良的商业信誉吸引了大量廉价资金，中国企业纷纷香港上市融资，港股通、深股通、债券通也陆续推出。这间接以香港优良的商业信誉做担保。使得国际三大评级机构下调中国评级的效果大为弱化。渠道的畅通使得中国 and 香港一荣俱荣，一损俱损。

5.2 2017-2018 年度，香港地价收入为 1636 亿港币，较预算增幅 62%，差额 626 亿港币。

印花税收入为 927 亿港币，较预算增幅 75%，差额 397 亿港元。主要来源于物业和股票市场的交投炙热。

香港股市和楼价的火热，来源于流动性的充足和较低的利率。

根据蒙代尔不可能三角理论。

香港选择了资本自由流动和汇率稳定。

一方面保持固定汇率，一方面又资本自由流动，会给国际炒家提供可乘之机。如泰国就在本国金融体系没有理顺之前，于 1992 年取消了对资本市场的管制，使短期资金的流动畅通无阻，为外国炒家炒作泰铢提供了条件。

为了维持固定汇率制，需要长期动用外汇储备来调节，将导致外债的增加。

港币的高流动性压低了利率，与美元的利率已形成息差。

将导致部分资金套利换汇。

年后，持续火热的港股势头受到明显打压。

如港股持续收跌，投资者将会选择资金落袋为安，卖出港股，买入更高收益的美元资产。这可能会加剧港股跌势。

3月16日港币兑美元汇率盘中高点7.8436。距离港币/美元联系汇率（7.75-7.85）的弱方保证只有一步之遥，如触发弱方兑换保证，港币将被迫收紧流动性卖出美元。

港币走向弱方保证——加息，减少流动性，抛外储——资产价格降低——房股双熊——抛资产——资产价格进一步降低——趋势确认——避险或投资换汇——施压联系汇率——恐慌性换汇——固定汇率脱钩可能性。

是一条明确的逻辑线。

将会影响国际社会对港币的信心。进而让人联想到97亚洲金融危机中的泰国。

现时香港存在的部分因素与97亚洲金融危机中的泰国有颇多的相似之处。

泰国在97金融危机之前同样是房股双旺。流动性充裕，货币政策独立性缺失。

房产投资旺盛，固定资产投资占泰国GDP的40%以上。

股市大涨，87-93年之间，泰国股市飙升了6倍还多。

回顾一下索罗斯攻击泰铢的历史。

在泰铢危机前，索罗斯大量买入泰国股票，进一步拉升

泰国的股价。随后，动用现货股票、期货、期权大量抛空泰国股票。由于泰国政府为遏制国际资本拆借泰铢，大幅提高拆借利率，使得股价大幅下跌。这造成了资本恐慌性从泰国股市和房地产市场撤退，兑换外汇出逃，泰铢贬值压力进一步增加。到 1997 年 6 月底，泰国外汇储备下降 300 亿美元，失去了继续干预外汇市场的能力。泰国危机由此爆发。

有没有找到一丝熟悉感!!!

## 五、攻击路线

特朗普政府减税政策、大基建、以及美联储的加息都将使美国政府严重的债务问题雪上加霜，如不能将危机顺利转移他国，随着政策的推进，美国本身的债务危机即将爆发。

而中国已经为第二大经济体，体量的庞大决定了特朗普政府会在一切可能的方面发起攻击，以增加胜算。

香港方面：

香港的目前状况已复制了亚洲金融危机中泰国的特征。不同之处在于香港和内地的紧密联系。

香港的商业信誉为香港服务业的立身之本，而服务业则为香港之本。自 1980 年至今，香港已发生两次资金外流危机，香港都维护了自身的商业信誉，而放任资产贬值。

其中 1982 年香港房价相比 1981 年跌去 60%，而 1997 年资产则陆续跌去 70%，香港的本次资金外流危机相信会采用成熟经验应对，收紧流动性而放任资产贬值。



香港流动性的收紧外溢效果将使得内地资金收紧。降低内地通过香港利用海外资金的能力，同时迫使部分内地在香港上市企业需要输血港股。进而影响 A 股。

因为香港有内地的支撑，进攻香港的目的为通过香港与内地资金渠道的畅通绕过内地对资本项目的管控来发起攻击。

国内方面：

现时国内方面已经与日本 90 年代危机前存在相似。

1. 汇率高企。
2. 房价相比收入已拉开距离。
3. 国内实体企业盈利能力弱化。
4. 债务增长快。

但又有所不同

1. 海外投资相比日本较少，海外创汇能力弱。
2. 日本承接美国产业转移时，与美国的产业结构存在互补，使得日元升值并未在实质上影响日本对美出口。而现在中国需在低端产业与越南等竞争，中高端与日韩竞争。
3. 日美为战略同盟关系，而中美为竞争对手关系。

目前来看，特朗普政府将会释放更多的消息面打压美元指数，给美国海外资金创造回流时间，吸引资金流出中国。当外流接近尾声则会释放消息面拉升美元指数。以最大限度吸引资金流入美国。

同时以贸易战降低内地外贸造血能力。

低端产品上可能会对越南等中国低端产业竞争对手国家进一步放开美国市场，打击中国低端产品创汇能力；

中高端上对如华为、中兴等关闭美国市场，打击中国中高端产品创汇能力。

提供一点点建议参考：

随着香港汇率进一步接近弱方保证，按趋势看下周（三月下旬）港币汇率会达到临界点，港币应会收紧流动性，港币资产会经历重估过程。

港币资产的重估溢出效应会对国内资产造成影响；

如无专业经验，理财尽量选择货币基金和部分稳定的债券。如可能，应考虑分散投资一点外币资产。

寒夜里，一点微光；

唯愿你，躲过泥泞。

文：凭栏欲言（微信公众号同名）

于 2018.3.16

本文参考了较多资料，一并感谢。（来自天涯社区客户端）

作者:gz111678 日期:2018-03-19 09:11

谢谢支持！

作者:gz111678 日期:2018-03-19 18:19

谢谢支持??

作者:gz111678 日期:2018-03-20 09:04

感谢欣赏

作者:gz111678 日期:2018-03-20 17:28

周三加息

作者:gz111678 日期:2018-03-21 10:01

自我感觉言语并不算太偏激，但回帖一半都审没了

作者:gz111678 日期:2018-03-21 19:40

感谢欣赏

作者:gz111678 日期:2018-03-21 22:25

据 3.20 香港金融管理局数据

香港负债 1.509 万亿美元；外储 4435 亿美元；

作者:gz111678 日期:2018-03-22 07:17

摘要：媒体称，周四白宫宣布的方案将针对中国窃取美国知识产权，也可能包括限制中资在美投资、对至少 300 亿美元总值的进口中国产品征税。此前媒体称，美国对华贸易“核武器”——301 调查结果将很快揭晓。

可能就在本周四，特朗普政府将公布针对中国的一揽子方案，除了对上百亿美元总值的中国产品征税，还可能对知识产权征税、限制中资投资。

作者:gz111678 日期:2018-03-23 14:07

如无专业经验，理财尽量选择货币基金和部分稳定的债券。

美元流行性收紧，美元回流。美元流动性得到补充，美元流动性问题要小于其他国家。

昨日夜间美股跌 2.93%。

各位玩股票的同胞注意风险。

作者:gz111678 日期:2018-03-24 00:30

对美贸易的同胞，持有港股和 A 股的同胞注意风险。这个帖子才发了没几天，贸易战已经加剧了。

作者:gz111678 日期:2018-03-24 10:10

我也只是尽量罗列数据，少夹杂个人感情了，天涯小编也不容易。

关于房价，我也写了篇文章，发在天涯。可以参考下。

但是资产是自己的，怎么处理要依据自己判断。我的意见仅供参考了

作者:gz111678 日期:2018-03-25 12:42

香港最大的两大产业金融和贸易。贸易由于直接贸易增多持续萎缩，制造业占比已经不足 1%，香港的定位已经是金融城了。

金融城在加息节奏中会比较惨。而且香港金融主要服务大陆，依赖于大陆高发展。而大陆在去杠杆。

香港金融的发展来源于投资者对港币得信心和大陆的需求。

如果港币脱钩，信心丧失。唯一的支柱产业将重创。资

产价格将破灭。且失去未来。

如果港币不脱钩，只能收缩流动性，资产价格仍将破灭。  
好处是，未来还有希望。

港府必将不顾一切保证不脱钩。

事实是，如果大陆飞速发展会推进金融开放，香港将失去优势产业。

而如果大陆经济去杠杆经济减缓，香港的优势金融产业仍将遭受重创。

香港不告而别。

作者:gz111678 日期:2018-03-25 19:13

房价我有发一篇帖子在天涯，聊了一下。

作者:gz111678 日期:2018-03-26 18:10

港币美元 7.8485

作者:gz111678 日期:2018-03-26 23:58

香港

夹在世界最大两经济巨轮之间的小船，一头以汇率系住美国，一头以发展背靠大陆，当巨轮航速不一时，小船最先感受到了撕扯。

香港自 1983 年建立联系汇率制度，由于港币与美元在汇率上的一致，利率政策也必须保持同步，不然的话无风险的汇率会使资金主动追寻高利率从而出现严重的套利现象。

联系汇率对香港经济发展与稳定作出极大贡献，货币自

由可兑换、稳定的无风险汇率、背靠全球经济发展的火车头，造就了香港亚洲金融中心的地位。目前香港为全球第三大金融中心。

然而香港与大陆关系的紧密使得香港的经济的发展趋于与大陆同步，从而难以与美国经济步伐完全同步。当中美两国经济步伐不一致时，香港与美国的联系汇率制度将要经受考验。

自 2018 年开年以来，港币汇率连创新低。

历史上港币贬值时期，往往伴随资金外流及股市、楼市回调。

但截至 3 月 20 日，恒指收盘升 0.11%，报 31549.93 点，录得 9 连阳。数据显示，港股通南下资金已经持续 5 个交易日净流入。3 月 20 日港股通净流入 9.73 亿元，其中港股通（沪）净流入 3.53 亿元，港股通（深）净流入 6.2 亿元。大陆资金的支持推动港股逆势回升。

3.21 日开始，港股连续收跌；

3.23 日，特朗普政府贸易战加码，全球股市大跌，港股通净流出 8.42 亿元；

3.26 日，港元美元汇率 7.8485，离 7.85 弱方保证一线之遥。如触及弱方保证，香港金管局将卖出美元买入港币，港币流动性将收紧。港股利空加码；

多重压力之下的港股岌岌可危。

港股的利空有诱发港币危机的可能性。

港币走向弱方保证——加息，减少流动性，抛外储——资产价格降低——房股双熊——抛资产——资产价格进一步降低——趋势确认——避险或投资换汇——施压联系汇率——恐慌性换汇——固定汇率脱钩可能性——引发危机。

从历史梳理一下香港的危机元素与可能性应对

### 一、香港贸易中心和金融地位的确立

英国占领香港后，就迫不及待地把她打造成国际转口贸易港，1841 年香港开埠，当时仍为英国全权代表的砵甸乍于 1842 年 10 月 27 日在香港发出告示，指"香港乃不抽税之埠，准各国贸易，并尊重华人习惯"。其后维多利亚女皇在 1843 年 4 月 5 日颁发《英皇制诰》，砵甸乍遂依据《制诰》，正式成为香港首任总督。英国为全香港岛进行人口统计，当时岛上只有村民约 3,650 人，聚居于 20 多个村落，他们是最早期的香港原居民。

香港开埠之初，主要以中英鸦片贸易为主。

至 1851 年香港人口增至 32983 人(华人有 31463 人，占总人口的 95%)。1851 年太平天国运动，不少华南商人迁往香港逃避战乱。香港人口由 1851 年的 32983 人，增至 1865 年的 12 万多人。逐渐成为中国避战移民聚居地。至 1931 年，香港人口增至 878947 人(华人有 859425 人，占总人口的 97.8%)。

据中国海关统计：1880 年香港贸易额分别占中国进出口总额的 37%和 21%，1885 年占 40%和 24%，1890 年上升至 55%和 37%。使用香港港口的远洋船，在 1860 年有 2889 艘，1939 年增至 23881 艘。内地对外贸易进口额的一半上下被香港占据，峰值为 56%，香港对内地进口贸易额长期是中国对外贸易出口额的 40%上下浮动。内地的进出口贸易位居英国贸易额首位，香港则牢牢把持第二位。

香港背靠大陆，血脉相通，又为英属殖民地，独特的身份使得香港成为与中国通商的纽带。

1934 年 6 月，美国政府实施《购银法案》，提高白银收购价格，使中国的白银大量外流，动摇了银本位制的基础。1935 年国民政府放弃银本位制，实施法币政策。五日后香港跟随中国放弃银本位制，订定外汇基金条例，并将港元与英镑汇率定为 16 港元兑 1 英镑。港元历史正式开始。

1931 年 9.18 事变，中日战争开始。1937 年中日战争全面爆发。大量难民抵港，至 1940 年香港人口增至 156 万人。难民金融家和企业带入香港的资本达 20 亿港币。同时带来的还有大量各行业专业人才。1940 年，内地银行纷纷迁入香港，香港开业中外银行 40 多家，成为远东金融中心。

## 二、香港制造业的蓬勃发展

1941 年日本占领香港，沦陷时期，贸易停顿、货币贬值、百业萧条、政府服务和公用事业受到严重影响。至 1945 年



日本投降，香港人口减至约 60 万人，减少 100 万人。日本投降后，英国抢于国民政府前接管香港，使得香港重归英国管辖。

战后香港市场凋零，英商势力于日本占领时被清扫一空。而英国在战后经济衰退，无力对香港施以援手。英国接管香港两年后，虽然积极恢复工商业生产，但成效不明显，1947 年港内的工厂数量不过千家，拥有雇员不到 5 万人。

1945-1949 中国爆发内战，内地约 160 万人涌入香港。至 1950 年全港人口估计已增至 220 万人。据统计，战乱人口携带了数目不少于 5 亿港币的巨资。

百废待兴的香港得到了一次资金和劳动力的大输血。

1950 年，战争爆发，联合国对中国实施禁运，香港华商从中找到了商机。

1950 年的香港百废待兴，却又生机勃勃。

李嘉诚在 1950 年，创立了长江塑胶厂，主要的产品为塑胶玩具和塑胶日用品。不久，李嘉诚抓住机遇做塑料花赚到了第一桶金。

同年，包玉刚的贸易行由于封锁举步维艰，正在试图买到他的第一艘船。

而霍英东则在收购战争及医药物资后，每晚亲自指挥船队冲破禁运封锁运货往中国大陆获得暴利。

多年后霍英东曾谈冲破“禁运”的初衷说：“那时，当

时香港没有什么生意可做，不少商人都趁机与大陆做生意。我认为自己赚的钱很少、很公道、很合理，所以我并不认为自己发‘国难财’。当然，没有这笔钱，就很难有下一步的发展。当时，我在商言商，除了赚钱外，是不是还有爱国意识，这对我不好说。我一向喜欢接受挑战，最艰苦的事情，我一定要做好。”

同期 1950 年左右，美国劳动密集型低端产业链外迁，主要为纺织等劳动密集型产业。美国本土的纺织类需求主要由海外采购来满足。

溢出效用也给香港的制造业带来了机会，香港大量的战乱人口涌入为制造业带来了人口红利，承接了部分的产业转移。大批躲避战争的上海纺织商人在九龙青山道一带建立香港纱厂、九龙纱厂、南海纱厂、南洋纱厂、南丰纱厂等，进口美国棉花纺成棉纱，织成胚布，染印成床单、窗帘等制成品，再出口美英等国，为工人带来就业机会。

香港制造业开始蓬勃发展。

1959 年香港工厂已增加至四千五百多家，是 1950 年的五倍，雇员超过 17 万人。

1962 年的中国大陆，正处于大跃进及三年自然灾害时期，人们的生活随时处于饥饿边缘。当时到处谣传“第三次世界大战即将爆发”“英国女王诞辰，香港边境将大放三天”，又有前期逃港成功者很快从香港向家里寄钱回来。于是从全国

各地大批的人流涌向深圳。这一事件在 1962 年 5 月达到了高潮。仅在 1962 年 5 月 13 日，沙湾就有逃港群众 4000 余人。

上图为逃港群众

1966 年，中国发生文化大革命，1970 年香港人口达到 400 万人。

在 60 年代，香港的纺织工人平均每年工资上涨幅度是 5.6%，1960-1970 香港工资上涨 172%，而同期台湾工资月薪从 13 美元上涨到 33 美元，上涨 254%。

差异在于香港得到了大陆人口的补充。

得益于大量人口涌入所带来的红利，从 1960 年至 1969 年，香港国民生产总值平均每年增长 13.6%，1969 年时的人均总产值达 4,757 港元，香港开始进入发展中地区的前列。到了 60 年代末，制造业对香港经济的贡献达到巅峰；占比 3 成以上。

随着制造业的发展，香港渐渐出现劳动力供应短缺的现象。

### 三、香港的金融扩张

制造业的集约化的生产带动了城市化，城市化的发展带动了地产业。以李嘉诚的长江实业为例，1973 年，公司上市次年的净利润为 4370 万港币，而到了 1981 年净利润已经达到 13.85 亿，8 年增长了 30 倍。1969 年恒生指数由年初的

107 点上升至 1973 年 3 月最高的 1,775 点。1971 年至 1973 年期间有很多地产新股上市，包括：长实、新世界地产、新鸿基地产等。

地产业的兴旺依赖于金融业的发展。

1972 年，英镑被迫自由浮动，大幅贬值。港币随即更改为盯住美元，稳定了货币信誉。汇率由 1972 年 7 月 6 日开始，最初为 5.65 港元兑 1 美元。1973 年 2 月升值到 5.085 港元兑 1 美元。1974 年 11 月起，跟随新加坡之后改作自由浮动。

1976 年底香港已有 74 家银行，1970-1977 年香港银行业对外负债由 22 亿增长到 368 亿，增长了 16.7 倍，对外资产方面由 74 亿增长到 529 亿，增长了 7 倍，业务扩展到海外。1970 年对外贷款仅占全部贷款的 4.2%，到 1977 年却猛增到 33.8%，国际贷款业务成了这些银行的主要利润来源。

1970 年香港证券交易金额仅为 60 亿，到了 1980 年整个交易金额已经达到 956 亿，增长了 16 倍。

金融繁荣是建立在大量资本流通的基础上的，制造业的发展、转口生意火旺、房地产的繁荣带动了香港的金融发展。在 60-70 年代，投行业务主要由英资券商提供，香港背靠中国市场，香港的时差可以在伦敦休市后继续开市交易，使得香港成为英国重要的海外金融中心。

#### 四、香港制造业空心化

从 1965 年到 1980 年，香港的经济命脉都是劳动密集型纺织产业。六十年代，所输出的纺织品和成衣，占本地产品出口总值约一半。

1973 年 10 月 16 日，第一次石油危机爆发，石油禁运使得日本经济遭受重创，日本产业开始大规模外迁。包括各类技术密集型产业。

四小龙中韩国、中国台湾及新加坡顺势进行了产业升级，而香港由于大陆人口流入造就的人力成本优势，并没有足够的动力进行产业升级。

1979 年 4 月，邓小平提出特区概念。港商干脆将成衣产业转移大陆。开始利用大陆的低劳动力价格优势赚取利润。

有关统计数据显示，1979 年到 1996 年内地引进的外商直接投资里面 60%来自香港，而广东省这个比例更高达 80%。

香港的制造业逐步转移大陆，本土制造业逐渐空心化。香港本土主要发展服务业。自 70 年代开始，制造业比重从 30%降到 80 年的 20%，至今只有 0.94%。第一产业则只有万分之五。

而同为亚洲四小龙的其他新加坡、韩国、台湾制造业却稳步发展。差异之处在于香港商人利用了大陆的人口红利不需进行产业升级仍可以获得良好利润。

上图为亚洲四小龙工业占比

五、货币信誉成为香港立身之本

香港制造业逐渐空心化，全港经济命脉转变成第三产业，其中尤以金融服务和贸易物流为主。

上图为香港一二三产业占比

香港贸易物流主要为服务于中国大陆，在中国大陆的闭塞年代，香港利用其特殊的身份提供的转口贸易占到大陆出口的一半以上。而当中国大陆逐渐融入世界产业链中，越来越多的直接贸易使得本身并无制造业的香港贸易物流占比GDP 逐渐下降。

1977 年开始，香港经济持续过热，信贷急速扩张，贸易逆差扩大，港币汇率走贬。1979 年起，中国和英国开始就香港问题展开谈判，。1980-82 年美国遭遇经济危机。由于香港汇率挂钩美元，在大陆经济未点火发动之前，香港经济与美国经济走势趋同。香港经济随即遭受重创，对香港前途的担心，及对汇率走贬避险的需求导致大量资金离开香港。香港资产价格暴跌，房产价格下跌六成以上。在 1982 年至 1986 年间，有 7 家持牌银行倒闭，94 家存款类公司停止营业，香港当局投入 38 亿元港币用于救助倒闭的金融机构。

1983 年 10 月 15 日，当时的财政司彭励治宣布港元汇价与美元挂钩，定为 7.80 港元兑 1 美元，香港的货币信誉得以维护，香港的危机情况得以控制。

1997 年亚洲金融危机，香港政府同样以破釜沉舟的决心，大幅提高利率，增加金融炒作的成本，维持联系汇率，最终

维持了货币的信誉。而代价是资产价格暴跌七成。

香港政府为何对货币信誉如此重视？

原因在于，香港的制造业空心化造成对服务业尤其是金融服务业的倚重，而金融服务业，信心比金子重要。如果汇率脱钩会令投资者一夜之间对港元信心尽失。将踩踏性资本外流，打压股市楼市，经济环境进一步恶化。

港币信誉的丢失将是对香港金融地位是重大打击，将使得香港唯一的支柱产业崩塌。使得香港经济失去核心竞争力。

香港在保汇率这个问题上只能背水一战，而放任资产价格暴跌。

## 六、香港现存的问题

### 1. 债务高企

上图国际清算银行（BIS）报告称，中国大陆及香港等地债务规模和偿债负担都已进入红色区域。

上图香港外债约折算 1.5 万亿美元、外储 4435 亿美元。

而在美联储开始持续加息的时候，债务越多代表还不起利息的可能性越大。

### 2. 香港的四大主要产业存在的问题

上图为 1997-2015 年香港四大产业概况，就上图分析一下，

#### 2.1 旅游

美国市场研究公司发布了最新的全球住房负担报告，在

调查的全球 325 个大城市中，香港房价负担水平已经达到家庭年收入的 12.6 倍，成为全球房价负担最重的城市。大部分人为六七十平方米的房子一生都要背上沉重的债务。在 1970 年代，香港仍是制造业中心，港的基尼系数在 0.43 左右，随着香港地产金融的起步，地产的虹吸作用使得财富越来越集中，2016 年特区政府公布基尼系数为 0.539，创 45 年以来新高。2016 年《福布斯》杂志的数据显示，全香港最有钱的 50 个人所掌握的财富达到了 1.38 万亿港币，是 2016 年年香港特区政府可动用财政储备的 1.37 倍。1997 年香港人均收入 28000 美元、2011 年 32000 美元，90% 的港人生活条件在过去 14 年里没有得到改善，财富越来越集中在少数人手中。

自 2003 年内地游客赴港自由行开通以来，赴港旅游人数大幅上升，2014 年约 5000 万游客来大陆，香港旅游业迎来了十余年的黄金期。旅游占 GDP 的比率直线上升，旅游业的红火也带旺了零售及酒店。却以房租地价持续上涨的形式被截留在产业链的上游，财富传导不畅导致香港民众并未享受到旅游红利反而深为其所扰，从而并不支持经济发展政策。香港居民爆发多次抗议行为。

迫于压力，香港特区行政长官梁振英曾公开表示，来港旅客人数增加对市民生活造成压力，会继续向中央政府及内地、香港部门商讨是否有收紧目前自由行政策的空间，限制、



减少内地居民来港人数。

香港旅游经济发展政策无法顺利推进。

## 2.2 专业服务

1998 年，香港专业服务占 GDP 比例为 12.3%，至 2015 年占比同样为 12.3%，而从业人数从 9.8% 上升为 13.8%，比较劳动生产率 (GDP 占比/就业人口) 下滑。

## 2.3 贸易与物流

图(四大产业概况)可看出香港优势产业仅有金融服务、贸易和物流（比较劳动生产率 $>1$ ）。香港的经济主要依赖于贸易物流和金融服务业的发展。

1995-2011 中韩贸易增长了 20 倍，同期内地与香港的贸易只增长了不足 6 倍。原因在于大陆的装配中心地位需要从韩国进口大量零配件，导致与韩国贸易激增，而香港制造业全无，无法从中获益。

香港的贸易和物流只能以提供转口服务为主。

而 2011 年广东省的进出口贸易已有超过四成不经过香港而由本地直接出口。2000 年，广州港的货物吞吐量还刚刚超过香港的一半，但是到 2011 年已经比香港高出 1/3。

香港的贸易与物流占 GDP 比例自 2005 年达到高点开始逐渐下滑。

## 2.4 金融服务

目前香港具有的明显优势为大陆金融未开放状况下对

香港金融业的倚重。而状况也渐渐有了改变。

#### 2.4.1 香港金融服务面临大陆的竞争

服务类产业需要紧贴服务实体，香港目前利用了大陆金融未完全开放，国际资本进入中国需要借道香港的背景，金融服务尚有优势。

然而国内自贸区也在加紧推出跨境人民币业务，对香港的金融服务业是一大压力。如后期人民币国际化推进顺利，实体自然会选择紧贴自己的本地金融服务而不会选择一国两制的香港，这增加了额外成本。

#### 2.4.2 金融服务与经济危机关系紧密负相关

图(四大产业概况)可看到，97 亚洲金融危机后香港金融服务业占 GDP 比例下滑，危机过后又慢慢抬升。至美国次债危机前达到最高，之后又下滑。可见金融服务业深受危机影响，而目前香港地区已存在危机因素。

#### 2.4.3 香港的金融服务严重依赖于大陆经济的发展

自 97 亚洲金融危机之后，大陆的经济的发展一直是全球经济的火车头。香港背靠大陆，金融服务业主要为服务于大陆经济发展，而目前大陆正在去杠杆。这对香港的金融服务业是利空。

综合几方面因素：

如果大陆经济减速，为大陆提供服务的香港金融业将遭受不良影响；

而如果大陆经济持续向好，则必将推进金融开放，香港金融业仍然将遭受不良影响。

香港的四大优势产业综合来看，优势都在逐渐减弱，都将对香港未来的发展形成拖累。香港需要重新发掘自己的优势产业，山雨欲来，香港还有时间吗？

作者:gz111678 日期:2018-03-27 11:15

国内媒体真是乐观，开始觉得贸易战已经谈妥了，美国打贸易战美国会输!!!

美国的债务问题随着美联储加息已不可持续，但是他的货币信誉又要维护，他必定要想办法将危机因素转移出去，即算换个人上台也是一样。

只不过特朗普是商人，可能手段更直接，换个人上台可能打打谈谈，手段不一，目的都是一样。

作者:gz111678 日期:2018-03-27 22:27

去国观逛了一下，吓我一跳，太厉害了，就想把帖子转发到那边去，结果有一段已经是敏感话题了，发不出去了，感谢小编留情啊

作者:gz111678 日期:2018-03-28 12:18

汇率 6.25

作者:gz111678 日期:2018-03-28 18:11

特朗普想要的，和必须要的。

{SIMAGE} <http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%>

2F292135357. jpg {EIMAGE}

作者:gz111678 日期:2018-03-29 15:44

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%

2F292174930. jpg {EIMAGE}

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%

2F292174935. jpg {EIMAGE}

作者:gz111678 日期:2018-03-30 21:02

这两天目前中国禁止进口国外垃圾很热议。

其实可以出口分类打包好垃圾。

目前垃圾出口征税率 40%，进口征税率 17%。进出都征税。

不喜欢这个行业，只要取消征税，中国大可以出口垃圾。去年废钢几乎全部出口台湾，台湾转口部分出泰国和印度。这还是征税 40 情况之下发生的。为什么我知道，因为之前很深入这个行业。

也是个尿壶行业。

作者:gz111678 日期:2018-03-30 22:57

经济学中根据费雪公式  $MV=PT$  推导出

$M2= GDP（国内生产总值）-净出口额；$

将包含所有商品的通胀定义为广义通胀；

CPI 只为广义通胀中的消费端；

广义通胀扣除 CPI 部分之外的商品通胀定义为资产通胀。

中国净出口占比 GDP 在 5-10%之间，占比较少，为了方便陈述先行剔除；

但净出口多代表国内钱不变的情况下货物少了，无疑将加深广义通胀。

那么可得出公式

广义通胀增速=M2 增速-GDP 增速

中国最重要的资产就是房子。

房地产占全民财富的比重大概是 74.7%

可将资产通胀视为房产通胀（但不能完全等同）。

由此可见广义通胀确定情况下 CPI 越低，房产升值越快。

反之如果 CPI 高于广义通胀，那是因为资产类商品中撤出的资金进入 CPI 领域，这很大可能是房产中撤出。

历史数据来验证一下推论的正确性。

？

以上为笔者搜集的数据，差值=广义通胀，2018 年为预估。

经图表分析后，与中国房价历程走势趋势一致。

在此推论下，我们来看一下贸易战对房价的影响。

## 1. M2

由于中国投放基础货币的主要渠道为外汇占款；

外贸企业赚取外汇后结汇为人民币，即为基础货币，经贷款循环后约增长 5 倍变为 M2,5 倍为货币乘数。近两年，

央行的其他渠道投放也慢慢加大，但仍没改变 M2 的主要渠道来源于此。

贸易战无疑将减少中国的贸易顺差，进而影响到 M2 增速。

M2 增速的下滑，在 GDP 保持不变的情况下将同步影响广义通胀下滑。

## 2. CPI

据有关专家测算如贸易战选择大豆，大豆价格上涨 5%、10%、20%、30%的情况下，将额外拉动 CPI 同比 0.08、0.17、0.33、0.50 个百分点。

对美国的贸易战最大的筹码集中在农业领域，与 CPI 联系紧密。

## 3. 净出口

贸易战将缩减出口，使得国内市场货物增多；

M2 不变的情况下将导致广义通胀下滑。

## 4. GDP

渣打银行研究部在报告称，倘若美国对 600 亿美元的中国进口商品征收 25%关税，可能导致中国对美国的总出口下降 5%；而鉴于美国需求对中国 GDP 的贡献约为 3%，因此一旦征收高关税，可能导致中国 GDP 增速下降 0.15%。

M2 不变情况下，GDP 下滑反向推涨广义通胀。

由于资产通胀与广义通胀正相关而与 CPI 负相关，上述

四项中有三项为负面因素。

当 CPI 走高而广义通胀走低趋于同步时，说明市场流入房产端的资金逐渐减速；

而当 CPI 超过广义通胀时，说明市场资金从资产端流出，进入了消费端（CPI），而作为资产端占比较大的房产，可能会成为资金撤出的主要对象。

从 2017 年公布数据看，CPI 已反超广义通胀 0.3%，资金已出现从资产端调向进入消费端苗头。

2017 年房产各地冷热不均，但资金加速流入消费端无疑将改变全国房价普涨的局面。

在推涨三线城市的同时，一线城市北上深都已开跌。

鉴于一线三线城市房产的体量差，等量的资金转换战场使得一线城市微跌即可推动三线暴涨。

上一次 CPI 超过广义通胀为 2007 年，超过数值为 2.3，在 2008 年发生深圳房产断供潮。

而如果中美发生贸易战，四重因素的影响将使得 CPI 增速加速超越广义通胀。

房价将承压。

作者:gz111678 日期:2018-04-02 13:45

4 月 1 日半夜，中国宣布对自美进口的 128 项产品加征 15%或 25%关税。针对美国此前对进口钢铁和铝产品加征关税的回击，正式落地。

作者:gz111678 日期:2018-04-03 00:29

回楼上房价问题，我该分析的都分析了，已经写了两篇文章分析看跌房价，一篇在另一个帖子里主要是宏观分析了一下，后面在这个帖子里数据分析了一下。

估计还问的只有对后续敢不敢印钱宽松持怀疑态度的。觉得宽松会推涨房价。

这个呢，可以这么分析。

在外储耗干前不敢宽松，因为贸易项已放开，宽松就是送钱给对手。再宽松推高房价就是逼死汇率。

外储耗干后敢宽松，破罐子随便摔，那时汇率肯定持续巨贬了，投资资产肯定要选可以避险汇率贬值的资产。不可能选择跟本币挂钩的资产。即算买不到外汇，也可以去投资黄金。不可能去投资房子。而且房子这个高位，也不是随便相投就可以投的。

作者:gz111678 日期:2018-04-04 10:41

时间 10.06，港币美元 7.8490

作者:gz111678 日期:2018-04-04 18:58

贸易战加码了，我的预判算是兑现了。

后面看港币问题了。

判断是两个方向加压国内。让国内存在的风险问题暴露。最终目的是解决美国债务。

作者:gz111678 日期:2018-04-05 14:57



房价之巅，美景与坠崖一步之间

本文部分文章为之前版本整理

涨涨涨……提起房产，大约只记得了这个字。只提居住因素显然说不通了。

细细品味下，房产升值阶段为中国经济黄金时期，市面资金充裕，民众改良生活居住条件和对抗通胀资保值需求与地方政府力保 GDP 需要强力资金后援的诉求不谋即合。

### 一、宏观看房价

将以上因素拆解为三点，资金充裕（M2）、地方政府意志、房产附加价值。

#### 1. M2

房产的涨价与 M2 同步，1990 年 M2 为 1.53 万亿，2017 年 12 月 M2 为 167.68 万亿，增长约 110 倍。而房产稳步随着 M2 上涨，作为抗通胀保值品的意义突出，已经形成国民信仰。但随着国内外形式的改变 M2 趋势也有了一些改变。

M2 增长的动力源为外储，外贸企业获取或外商投资的外汇是不可在中国内流通的，人民银行根据汇率印钱收购后转变为外储，印出来的人民币交给企业。而这印出来的钱即为基础货币，经银行贷款循环市面的钱大约变多五倍成为 M2，五倍即为货币乘数，这是 M2 的主要占比。

上图外汇占款占比基础货币百分比

2005 年之后外汇占款超过基础货币代表央行使用工具

（例如正回购和票据）收回了部分流动性。仅就这点来说，央行放水这个说法不那么准确，放水来自于外储结汇制度。

由于货币能放不能收，一收经济就转为通缩，导致各种不良情况的发生。近几年随着外汇占款的下滑，央行主动净投放变多，但总体来说外汇占款仍为主要投放手段。如外贸下滑或贸易战等原因导致外汇占款持续下滑，降准补充流动性也会成为央行的选择。

上图，外汇占款下降时，央行主动净投放变多

而随着美国的加息缩表，特朗普上台之后又采用弱美元。一方面打击了国内出口，一方面又诱导了美元回流，（如外商企业去年在中国有 690 万人民币的利润，去年汇率为 6.9 口，撤资拿走 100 万美元，现在汇率 6.4，可拿走 107.8 万美元）造成了创汇能力的下降和外资撤离行为的增多。目前国内主要通过加强管控和鼓励外资、大企业发美债、增加汇率调控因子引导信心等行为来减轻影响。但这些行为只限短期有效，长期信心还是要看一个国家的经济基本面。2018 随着美国的加息日程，中美利率将会倒挂。如加息则会提高房贷利率。如不加息，外资撤离将加剧。影响 M2 造成钱荒，过程中央行会适量补水（过量补水会加速外储资金撤离，更大的压制 M2），2017 年 12 月数据显示 M2 增速已为 30 年最低。M2 的收缩房产上体现为首付困难、房贷紧、利率升高。

2017 年社会融资 174 万亿，以利息 5% 计算，总利息 8.7

万亿。刚刚公布的 2017 年 GDP 为 827122 亿，增长 6.9%，增长部分不够支付利息。由宏观看微观，2018 年将有较多企业不够还息而进入偿债阶段，货币周转减慢，在货币乘数上压制 M2。而如果中国跟随美国的加息过程进行加息，社会融资利息支出还会继续增多，进一步压制 M2 甚至可能爆破进入危机阶段。房产为受危机影响较深的产品，在 1928-1933 年美国大萧条期间，美国新建房屋下降 95%，维修支出从 5 亿下降到 5000 万美金。

## 2. 地方政府意志

地方政府在房产上的税收占了地方政府税收的 43%，再加上卖地收入，占比五成以上，地方政府有意志保房价。但在经济偏冷和环保的双重压力下，来自企业的税源将会减少，财政支出却基本固定。弥补可选项只能为房子，房子将成为税收加码的工具。房产税或托市成为选项。

地王频出、放松首付、放松购房资格、限制二手房交易等都可看成托市。但随着房价的升高，M2 的增速下降，从首付到贷款资金源头收窄，托市难度加大。

结合最近的房产税放风，六省一市养全国以及中央表态地方政府不再成为土地唯一供应方，房产税推出的可能性很大。如地方政府不能顺利托市，为弥补财政亏空，房产税会很快推出。（本文最早写于 1.19 日，4.4 日媒体转载港媒爆料中国房产税细则，将附录在正文后）增加持有环节费用，

将反作用于房价，推动暴跌。

### 3. 房产的附加价值，如学区房，户籍房等

目前中国正面对第三次移民浪潮，据招商银行与贝恩顾问公司发布的《2011 中国私人财富报告》称，个人资产超过1亿元的大陆企业主中27%已经移民，还有47%正在考虑移民。八成的大企业家已经或打算移民。如国内卖掉一套房子可在发达国家拥有比较小资的中产生活的话，高移民意向将成为房产附加价值的天花板。

## 二、数据看房价

经济学中根据费雪公式  $MV=PT$ ，即一定时间内产品数量乘价格等于货币存量乘货币周转次数。

放到中国看

$M2$  为基础货币\*货币乘数，可看做  $MV$ ；

国内产品数量\*价格可看做  $GDP$ -净出口额。

推导出

$M2 = GDP（国内生产总值） - 净出口额$ ；

将包含所有商品的通胀定义为广义通胀；

而  $CPI$  只为广义通胀中的消费端；

广义通胀扣除  $CPI$  部分之外的商品通胀定义为资产通胀。

$CPI$  与广义通胀的概念误导导致了资产价格陷阱，贸易的国际化使得各国政府可用全球最有价格优势的进口资源来调节  $CPI$ ，依据调节后的  $CPI$  来调节货币宽松度成为推涨

资产端价格的重要推手（误导是故意的），货币的宽松化倾向使得资产价格周期缩短，本来 200 年才能完成的历程可能仅需 10 年。这是现代社会危机频发的根本原因。如有兴趣对比 1900 年之前的危机周期即可发现这点。（后面可能会就这个话题收集点资料来论证）

中国净出口占比 GDP 在 5-10% 之间，占比较少，为了方便陈述先行剔除；

但净出口多代表国内钱不变的情况下货物少了，无疑将加深广义通胀。

那么可得出公式（推导过程有兴趣的可翻阅上篇文章）

广义通胀增速 = M2 增速 - GDP 增速

中国最重要的资产就是房子。

房地产占全民财富的比重大概是 74.7%

可将资产通胀视为房产通胀（但不能完全等同，中国的资产端还包括股票等，资金流入资产端也可能流入股票）。

由此可见广义通胀确定情况下 CPI 越低，房产升值越快。

反之如果 CPI 高于广义通胀，那是因为资产类商品中撤出的资金进入 CPI 领域，这很大可能是房产中撤出。

历史数据来验证一下推论的正确性。

以上为笔者搜集的数据，差值 = 广义通胀，2018 年为预估。

经图表分析后，与中国房价历程走势趋势一致。

由于价格具有粘性，07 年资金流出资产端流入 CPI 端，导致了 08 年的深圳断供潮；

但在 08-09 年的资产端大爆发之下房价很快转升。

14-15 年，广义通胀与 CPI 差值扩大，显示资金流入资产端。

同时 15 年发生股灾，资产端内部资金流出股市流入房产。导致 15-16 年房价暴涨。

在此推论下，我们来看一下贸易战对房价的影响。

## 1. M2

由于中国投放基础货币的主要渠道为外汇占款；

外贸企业赚取外汇后结汇为人民币，即为基础货币，经贷款循环后约增长 5 倍变为 M2, 5 倍为货币乘数。近两年，央行的其他渠道投放也慢慢加大，但仍没改变 M2 的主要渠道来源于此。

贸易战无疑将减少中国的贸易顺差，进而影响到 M2 增速。

M2 增速的下滑，在 GDP 保持不变的情况下将同步影响广义通胀下滑。

## 2. CPI

据有关专家测算如贸易战选择大豆，大豆价格上涨 5%、10%、20%、30% 的情况下，将额外拉动 CPI 同比 0.08、0.17、0.33、0.50 个百分点。

对美国的贸易战最大的筹码集中在农业领域，与 CPI 联系紧密。

### 3. 净出口

贸易战将缩减出口，使得国内市场货物增多；

M2 不变的情况下将导致广义通胀下滑。

### 4. GDP

渣打银行研究部在报告称，倘若美国对 600 亿美元的中国进口商品征收 25%关税，可能导致中国对美国的总出口下降 5%；而鉴于美国需求对中国 GDP 的贡献约为 3%，因此一旦征收高关税，可能导致中国 GDP 增速下降 0.15%。

M2 不变情况下，GDP 下滑反向推涨广义通胀。

由于资产通胀与广义通胀正相关而与 CPI 负相关，上述四项中有三项为负面因素。

当 CPI 走高而广义通胀走低趋于同步时，说明市场流入房产端的资金逐渐减速；

而当 CPI 超过广义通胀时，说明市场资金从资产端流出，进入了消费端（CPI），而作为资产端占比较大的房产，可能会成为资金撤出的主要对象。

从 2017 年公布数据看，CPI 已反超广义通胀 0.3%，资金已出现从资产端调向进入消费端苗头。

资金流向的改变将使得中国房产只可能出现一部分涨而另一部分跌或普跌，而不可能出现普涨。

2017 年房产各地冷热不均，在推涨三线城市的同时，一线城市北上深都已开跌。

鉴于一线三线城市房产的体量差距，等量的资金转换战场使得一线城市微跌即可推动三线暴涨。这与上面的的数据分析并不冲突。

上一次 CPI 超过广义通胀为 2007 年，超过数值为 2.3%，由于价格的滞后性，在 2008 年发生深圳房产断供潮。

而如果中美发生贸易战，四重因素的影响将使得 CPI 增速超越广义通胀，代表资金加速流出资产端。流入与民生相关的 CPI 端。资金流向改变使得资产价格承压。

### 三、需求端看房价

中国居民的高储蓄率为中国经济安全的防护栏，每当经济下滑或处于风险阶段时，刺激买房、买车、家电下乡等促进消费政策、拉动经济的措施依赖于中国居民的高储蓄。

按国内相关研究，2017 年居民总负债达 45.5 万亿元，占 GDP 的比重从 2013 年的 30.7% 上升至 55%。值得一提的是我国居民由于社会保障水平的不到位，医疗、教育、养老等刚性需求使得承受杠杆力度无法与发达国家相比。

2017 年居民存款余额减少为 64 万亿元，居民贷款占居民存款比重达到 70.7%，分城市来看深圳和厦门尤甚。

上图为七城市居民资金杠杆率。

2017 年，全国口径居民贷款增量已经超过存款增量，居



民开始由资金供给方转变为资金需求方，也就是说居民的消费潜力已使用殆尽。房产的有效需求即算有心，也已无力。

#### 四、汇率看房价

中国目前房产市值 300 万亿以上，沪深两市股票市值 50 万亿以上，以现时汇率折算为 55.8 万亿美元。高估的资产价格对与中国 1.3 万亿的净外储（三万亿的外储减去 1.7 万亿的负债）形成了极大地汇兑风险。仅需 2.3% 的套现离场即可将中国外储兑换一空。

由于中国贸易项的开放，资本管制是无法彻底实现的。资产价格和汇率之间将追求动态平衡，资产价格走低或者汇率贬值两者必选其一。

如选择保汇率那么只能放弃资产价格；

而如果保资产价格那么汇率走贬将使得资金追逐避险资产例如黄金等，而不会选择与本币挂钩的资产，本币资产仍将遭受抛售。

近期有较多言论谈及如发生贸易战，出口受影响，会重新启动房地产来拉动内需，利好房地产业。

这个是不现实的，首先内需已消耗殆尽，接盘有心无力；其次，重启房地产拉动内需必伴随大印钞，对债务山巅、汇率高位都会造成不良影响，会迫使资金追逐避险资产（黄金，外汇等），而不会流入房产。

附转载：

## 港媒曝：中国房产税征收细则

一、纳税义务人：以拥有名下房产的计税家庭或机构为纳税义务人。

二、计税家庭：夫妻、未成年子女、名下无房产的成年子女。夫妻以外的成年家庭成员拥有独立房产后自动脱离不再为家庭成员。除继承外，今后应禁止未成年人拥有房产。

三、征收对象：对计税家庭于全国范围内所拥有的产权房以套数和面积相结合为基础征收房产税，非产权房待转为产权房后再计税。

四、计税依据：房产购置原值或评估值。

五、家庭基本居住套数：夫妻处于在婚状态的，基本居住套数为两套；单身未婚或夫妻处于非婚状态(包括离异、丧偶)的，基本居住套数为一套。机构基本居住套数为零，今后应禁止机构购买住宅房产。

六、家庭免税居住面积：等于人均免税居住面积乘以家庭人数，人均免税面积由地方\*\*自行制定，为30-60平米。机构免税居住面积为零，今后应禁止机构购买住宅房产。免税面积以首套房所在地区制定的标准计算，首套房面积不足以扣除的部分，可于第二套房中扣除，依此类推。

## 七、税率

(1)采用分段累进税率，年税率为0.8%-5%。超过免税面积落在基本居住套数以内的部分，年税率为0.8%；超过免税

面积落在基本居住套数外第一套的部分，税率为 2%；超过免税面积落在基本居住套数外第二套的部分，税率为 3%；超过免税面积落在基本居住套数外第三套的部分，税率为 4%；超过免税面积落在基本居住套数外第四套或以上的部分，税率为 5%。

(2) 套数排序以房屋购置时间为准，同一天购置的，以房屋面积大小排序。免税面积按照套数排序依次扣除，

(3) 与家庭外成员联名持有房产的，也计为单独一套，面积按注明产权比例或平均分摊。

(4) 机构拥有的住宅房产也可考虑采用 5% 的单一税率，并禁止今后购买住宅房产。

## 八、计税时点

为上一年度 12 月 31 日，房产数据和家庭成员，皆以此为

## 九、税收优惠

(1) 夫妻无子女的，按照 3 人计算免税面积；

(2) 未婚单身或离异单身按照 1.5 人计算免税面积但免税面积不超过 60 平米；

(3) 丧偶的单身和子女夭折的单身按 2 人计算免税面积；

(4) 拆迁补偿房产和享受低保家庭可免征房产税。

(5) 不在市区范围内的旅游房产可免征或减半征收房产税。

## 十、征税流程

(1)税务部门于每年一月一日由房产税电脑征管系统自动生成纳税家庭成员信息和本地房产信息，并据此生成缴税通知单邮寄给纳税人，税款需在三月底前缴清，逾期开始计算滞纳金。家庭成员信息可由人口普查数据获得，也可由公安户籍部门反馈获得。本地房产信息由住建部全国住房信息查询系统获得，包括纳税人在本地的所有房产和套数排序、可扣除免税面积等信息。纳税人认为缴税通知单信息有误的，可携带相关证件到本地税务部门办。

本文只代表作者个人意见，不做投资建议，如有不同意见欢迎留言探讨。

作者:gz111678 日期:2018-04-06 11:44

中美互不示弱！特朗普公开声明：敦促对一千亿美元中国商品附加征税

作者:gz111678 日期:2018-04-08 22:33

1. 由于香港目前的流动性过高与美元已形成息差，香港的联系汇率制度将迫使港币收紧流动性，4.4日港股沽空金额 157.29 亿港元，大市沽空比率 18.973%，较上一个交易日(17.536%)涨 1.437%，显示较多资金做空港股。

上图为 4.6 日部分沽空港股

鉴于较多国内企业香港上市及港股通的开通，国内股票市场已事实形成了与港股的联动，此时进入股票市场风险较

高。

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2Fm%2F292615433.png{EIMAGE}

作者:gz111678 日期:2018-04-09 08:44

@ganlan766

小城市还是看棚户区改造货币化补偿多不多吧，  
多的话还可能短期拉涨，长期不看好涨了。

个人意见，仅供参考

作者:gz111678 日期:2018-04-09 21:45

经济与其他学科并不一样，一点皮毛即可用得上，可以  
教导人更深刻的理解经济而非盲目跟风。而其他学科未必行。

多研究一点经济不外乎为了一个小目标，更小的风险更  
多的收益。

呃.....说的是我自己；也可能是为了一个亿，那是  
隔壁老王。

凭栏欲言

资产增值领域，美林时钟作为资产配置指导的重要理论。  
其有效性在美国历史数据比对和投资指导中得到了充分验  
证。

但过去在中国市场使用美林时钟效果大大不如美国，其  
中原因却少有分析。

本文试图在美林时钟中找出匹配中国经济发展的规律，

以作投资指导。毕竟作为个人来说，绝大多数人喜欢分析研究经济的目的不外乎找出其中规律用于指导自身资产升值或避险。

### 一、影响美林时钟的外源性因素。

上图为美林时钟

美林投资时钟理论按照经济增长与通胀的不同搭配，将经济周期划分为四个阶段：

1、“经济上行，通胀下行”构成复苏阶段，此阶段由于股票对经济的弹性更大，其相对债券和现金具备明显超额收益；

2、“经济上行，通胀上行”构成过热阶段，在此阶段，通胀上升增加了持有现金的机会成本，可能出台的加息政策降低了债券的吸引力，股票的配置价值相对较强，而商品则将明显走牛；

3、“经济下行，通胀上行”构成滞胀阶段，在滞胀阶段，现金收益率提高，持有现金最明智，经济下行对企业盈利的冲击将对股票构成负面影响，债券相对股票的收益率提高；

4、“经济下行，通胀下行”构成衰退阶段，在衰退阶段，通胀压力下降，货币政策趋松，债券表现最突出，随着经济即将见底的预期逐步形成，股票的吸引力逐步增强。

上图为图一。显示各经济指标间的关系，前者由箭头所示的后两项共同决定。

从美国 CPI、PPI 和 GDP 价格平减指数关系看，三者走势保持高度的一致性。

中国的 CPI 与 PPI 和 GDP 价格平减指数则表现出了背离。而美国 M2/GDP 也基本保持稳定持续在 0.7 左右。

上图，由于美国的 M2/GDP 的稳定性，代表了（M2 增速 - GDP 增速）基本稳定。

上图，中国 2016 年底已突破至 2.08

将图一简化获得下图

美林时钟主要研究资产端配置；

将 M2 增速 - GDP 增速 定义为广义通胀；

将 CPI 涵盖产品之外的中间产品及资产 定义为资产端。

对于美国来说，由于 M2/GDP 的稳定和 CPI 与 GDP 平减指数的一致性，美林时钟指导资产配置时不需要考虑其他变量。广义通胀产生的额外资金流平均流入 CPI 及资产端。

但对中国来说，数据的背离体现在广义通胀与 CPI 的不协调，导致美林时钟在指导资产端配置时受到外源性因素的干扰。

## 二、金融资产的可选择性对美林时钟的限制

中国家庭资产配置在 1997 年之前大部分只限于现金（储蓄）

上图：在 97 年之前，金融产品并未普及开来。中国家庭除 CPI 端消费之外，其他家庭资产多为储蓄性质。

1997 年之后，房产和股票交易逐渐普及开来。

由于中国股票市场的不完善性，回报率差。股票在中国的家庭资产配置中远不如美国。

中国居民的家庭资产主要配置在银行存款和房产，而投资股票和保险等金融资产明显低于海外家庭。国内股票占家庭资产比例仅为 3%，只是美国家庭的十分之一，台湾家庭的六分之一，澳洲家庭的五分之一。

上图海外房产和股票回报率对比（扣除通胀后）

中国房产和股票回报率对比（未扣除通胀，扣除后股票收益为-2.9%）

由于房地产总价高，流动性差，且持有会产生部分修缮费用；

而股票单价低，可参与度好，变现灵活。在收益率相差不大的情况下，海外居民更倾向于持有股票。

国内则因为股票的回报性差，没有更好的投资品可以取代房产，中国家庭资产配置主要为房产。房产占比达到家庭财产配置的 74.7%。房产的投资品属性已超过了居住属性。资产大项只剩下了房子、现金和债券，变为下图。

国内经济自 1997 年以来，除 2008 年发生过短暂衰退外，基本都在复苏和过热阶段。房产已用事实证明其已成为收益最好的金融资产。

2000-2017 年，中国的大部分时间都是广义通胀超过了



CPI（2007 年除外），表现为资金流向更偏于资产端（主要为房产）。资产的回报率远高于 CPI。这段时间持有资产（房产）的人都获得了远超 CPI 的收益。

上图为资金流向，加速流入资产端。

### 三、美林时钟对未来资产配置的指导意义

首先看影响资产端的外源性因素

2017 年 CPI 增速已超过广义通胀 0.3%，产生对资产端的资金倒吸（如下图图箭头所示）。

伴随中美贸易战的加剧，大豆作为贸易战的主打，国内 CPI 增速应会有一定程度的拉高。CPI 的升高代表资金偏于流向 CPI 端，流入资产端的资金变少。

如资产端资金流入异常失速，资产端内找不到投资品可以跑赢 CPI，此时应考虑对冲避险资产，如黄金，外汇等；

在外源性因素可控情况下

美林时钟对资产端轮动仍具有指导意义。

近几年，由于网络理财的进一步发展，货币基金这种几年前还感觉陌生的名词逐渐变得广为人知。各类金融资产的增多也提高了资产配置的可选择性。

目前中国经济的发展已逐渐处于美林时钟中过热和滞涨交界区。经济增速逐渐下滑而 CPI 逐渐上升。依据美林时钟，现金和债券的投资回报将好于其他。

参考一下现时中国的经济环境来确认一下美林时钟的

有效性

1. 由于香港目前的流动性过高与美元已形成息差，香港的联系汇率制度将迫使港币收紧流动性。4.4 日港股沽空金额 157.29 亿港元，大市沽空比率 18.973%，较上一个交易日 (17.536%) 涨 1.437%，显示较多资金做空港股。

上图为 4.6 日部分沽空港股

鉴于较多国内企业香港上市及港股通的开通，国内股票市场已事实形成了与港股的联动，此时进入股票市场风险较高。

2. 房价我已在上篇文章中论证过，不做赘述。

3. 中国已处于整体去杠杆阶段，中国的实体企业部门杠杆率已为全球第四。排名中国之前的都为知名金融中心，包括香港。

中国政府为了保护不发生系统性危机，只能小步跟进美联储的加息。目前某蚂蚁基金市场中各货币基金理财年化利率多在 4.5-5.1% 之间，货币基金作为类现金理财其安全性较高。随着升息的推进其收益率仍将继续走高。

4. 债券的收益率来源于利息收入和买卖价差。由于目前中国跟进加息步伐不大，短期内对债券价格并未形成打压。

近期债券回报较高，仍以某蚂蚁基金市场债券类参考。

4.8 日所拉表格可见排名靠前的几支债券基金上月年化收益率均达到 20% 以上，最高的一只上月年化利率达到

43.08%，为避免广告嫌疑将债券名称去掉。

值得注意的是，债券中不推荐可转债，加强债因其有部分股性在滞涨周期风险性较高。

信用债也并不推荐，在去杠杆的大环境下，容易发生风险。

相对来说，纯债的风险性较小。

鉴于随着去杠杆的推进，中国又将进入钱荒阶段。利率升高会对债券价格造成打压。债券在目前阶段长期持有仍需观察利率走势，如持有不超过两年应选择债券C手续费较低。

对债券比较了解的也可以直接开户操作。

综合来看，美林时钟对目前国内的资产配置仍具有指导意义。

希望本文能对大家的投资有所助益。

作者:gz111678 日期:2018-04-10 00:56

港币3月份外储下降31亿美元

作者:gz111678 日期:2018-04-10 11:26

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2Fm%2F292681883.png{EIMAGE}

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2Fm%2F292681918.png{EIMAGE}

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2Fm%2F292681940.png{EIMAGE}

作者:gz111678 日期:2018-04-10 14:59

中国最大的产能是工业产能。

最大的内需是房产，其次是吃穿，再次是教育医疗养老。  
对工业产能的需求占比极低。

内需极度不匹配。

强调内需拉动没有一点现实意义。有些已经过于拉动，  
有些已经过于压制。而居民贷款已超过居民存款。内需总量  
上已无开拓空间。

强大的工业产能与不匹配的工业品内需，产生的结果是  
出口受限就会被动去产能。去产能伴随失业，总体内需下滑。

开发内需就是个悖论。

作者:gz111678 日期:2018-04-10 20:03

{SIMAGE} <http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%2F292709626.jpg> {EIMAGE}

作者:gz111678 日期:2018-04-11 12:31

储蓄率高并不值得夸奖。

第一是福利少才会储蓄率高。

第二是稳定回报的投资产品少。

现在有了货币基金类产品，储蓄只能越来越少。很快也  
会成为储蓄几百。

美国现金储蓄几百不是人家穷，是人家买了增值产品等  
回报。

国内不上调基础利率。

一直强调不准理财机构刚兑。

是为了保住银行储蓄率，储蓄了他才有便宜资金用。储蓄是收益最低的。尤其是活期。

这方面马云还是很赞的，他普及了理财的概念和途径。银行的资金成本提高的那部分是让利给百姓。

作者:gz111678 日期:2018-04-11 22:16

@天空之力

港币突破弱方保证会导致资金避险，弃港股出逃。港股中大量中国国企，大部分股东质押了股权。如果港股大跌，可能会爆仓。就得出资金拉升港股，造成大陆资金外流。

港股跌，港股 a 股同时上市的公司股票会联动，也会打压 A 股，A 股跌可能有些人就会踩踏出逃，有些公司就要卖房自救，传导到房地产踩踏出逃。大致这样。

作者:gz111678 日期:2018-04-11 22:24

美元港元 7.8499，下午五点。

作者:gz111678 日期:2018-04-12 08:04

美元港元 6.85，几十年来首次

作者:gz111678 日期:2018-04-12 13:04

@Chris\_balabala

现在的汇率和国内成本已很难支持在低中端外贸方面与东南亚竞争，如层主做的是比较有特色或技术含量较高的

会好点。

贸易战方面美国会拉欧盟一起的，对美国妥协了后面欧洲很快会跟上。

现在各国都有问题，都希望转嫁危机。转嫁危机的一种方式就是抢夺别国的资金和工作岗位发展本国。打击进口措施会出的比较频繁。层主多关注一下动态比较好。

作者:gz111678 日期:2018-04-12 21:14

香港金管局买进 8.16 亿港元，维护港元汇率。

作者:gz111678 日期:2018-04-13 00:10

港币汇率触及弱方保证 7.85 创 33 年新高，证监会加大对港股支持力度

始发于微信公众号:凭栏欲言

4 月 11 日，中国证监会宣布，自 5 月 1 日起扩大互联互通每日额度扩大四倍，即沪股通及深股通每日额度从 130 亿元调整为 520 亿元，港股通每日额度从 105 亿元调整为 420 亿元。

据东方财富网数据，自 2014 年 11 月 17 日以来，沪港通和深港通所设置的每日额度，仅有三次满额。其余时间额度使用率多未超过 40%。

上图，沪港通单日使用额度前 20

上图，深港通单日使用额度前 20

对于深港通来说，额度使用多未超过 20%，深港通和沪

港通南向资金两市加总较高的记录多出现在 2018 年，显示 2018 年国内资金对港股的助推。

既然原有额度够用，为何会突然扩容呢？

对此，有媒体认为，这一调整是为 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数铺路。

但业内人士表示，根据目前的纳入比例和可能的资金流量来看，触及原先每日额度上限的可能性并不大。

更大的问题可能出在港币身上。

4 月 12 日早间，港元兑美元触及 7.85 关口，创 33 年来的新低。

上图，数据来自新浪，晨间 5 点，港币汇率 33 年来首次触及 7.85

源于美港利差扩大化，港元走势自 2018 年开年以来持续疲弱，4.12 日晨间最终触及香港金管局 7.85 的弱方兑换保证。

香港为盯住美元的联系汇率制度。理论上，一旦港元汇率贬至跌破 7.85，香港金管局要卖出美元，买入港元；而在触及 7.85 前，金管局都没有必要干预。

然而，根据香港经济日报的报道，4 月 10 日，彭博交易系统显示，外资行德利万邦、瑞信、花旗等港元兑美元成交价一度跌破 7.85 的弱方兑换保证水平，但未见香港金管局出手承接港元卖盘。

香港金管局卖出美元，买入港币的过程会收紧港币流动性，导致对港股的负面冲击。

港股的负面预期会导致资金出逃股市，撤离资金换汇投资利差明显的美元资产将是一个稳定盈利的好选择，这将使港币联系汇率承压。

香港金管局面临两难选择而顾虑重重。

由于国内大量企业港股上市，部分企业还是 A 股港股同时上市，如有大股东质押了股权，在港股大跌的情形下可能会发生爆仓风险进而波及国内股市。

此时证监会宣布沪港通和深港通的互通额度扩大四倍，提升了对港股的资金支持力度，无疑增加了港股的利好预期。降低了资金出逃港股的可能性。

港币汇率承压将得到一定程度的缓解。

但美港利差的存在仍将导致港币汇率长期承压。

作者:gz111678 日期:2018-04-13 10:16

南下资金对港股市场构成支撑 QDII 基金看好港股

中国证券报·中证网 1 小时前

恐怕是港股上市中企质押了股权，被迫通过资金南下渠道支撑自家股票。防止爆仓。

作者:gz111678 日期:2018-04-14 00:10

数据不怎么好，M1 增速低于 M2，显示定期存款增速超过活期存款。



企业资金无处投资改存了定期增加收益。

作者:gz111678 日期:2018-04-14 11:49

@治治鼻炎

香港是突破口，

房价是支撑无力才会出妖

并不认为打强心针可以一直支撑。

中国社会融资 180 万亿

保守估计 9 万亿的利息。

保持只还利息。

GDP 名义要增长 11%，注意是名义。

统计局公布的是实际增速。去年名义 GDP 增速 11.2%，  
实际 6.9%。中间之差为价格平减 4.3%，远超 CPI1.8%。

今年要维持债务不系统性爆发。

要维持 11%名义 GDP 增速。

定调为实际增速 6.5%，价格平减要达到 4.5%。

正常来说 M2 要与 GDP 名义增速一致。

以中国之前的记录来看，M2 增速远超名义 GDP 增速。

M2/名义 GDP 超过 2。

模式不变情况下 M2 要达到 22%才可维持债务问题正常。

M2 要达到 11%才可以维持债务、资产价格紧平衡。刚刚  
够还息。

现在 M2 才增长 8.1%。连紧平衡都达不到。

债务问题和金融资产价格及 GDP 增速相互依存，环环相扣。也要环环相杀。

作者:gz111678 日期:2018-04-14 17:10

@月影光轮

我写有一段讨论房价的，判断是 2017 年广义通胀被 CPI 反超 0.3%。由于价格的滞后性今年应会感觉到房价掉头。明年会扩大。

汇率不好讲，这个可以明暗双线。

作者:gz111678 日期:2018-04-15 22:48

据央行官网 13 日消息，中国 3 月 M2 货币供应同比增长 8.2%，预期 8.9%，前值 8.8%。中国 3 月 M1 货币供应同比增长 7.1%，预期 9.5%，前值 8.5%。中国 3 月 M0 货币供应同比增长 6.0%，预期 7.9%，前值 13.5%。

3 月末，广义货币 (M2) 余额 173.99 万亿元，同比增长 8.2%，增速分别比上月末和上年同期低 0.6 个和 1.9 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 52.35 万亿元，同比增长 7.1%，增速分别比上月末和上年同期低 1.4 个和 11.7 个百分点；流通中货币 (M0) 余额 7.27 万亿元，同比增长 6%。一季度净投放现金 2047 亿元。

其中 M1 与预期差异较大，预期 M1-M2 为正，而实际为负数；

M0 为现金，M1 为现金+活期存款，M2 为 M1+定期存款。

表明 M0 中现金和 M1 中活期转换为 M2 中的定期存款。

显示企业认为短期寻找不到合适的投资目标而将流动性较强的备用资金转存为流动性较差，收益率较高的定期。

体现了去杠杆环境下企业的收缩。

作者:gz111678 日期:2018-04-16 11:19

今日, 4.16

央行：上调 14 天公开市场逆回购利率 5 个基点

## 加息步伐加快

但杠杆率还没下降

作者:gz111678 日期:2018-04-17 09:41

金管局干预三天，利率连升三天，港股连续三天收跌。  
港房指标中原先行指数本周收跌。

作者:gz111678 日期:2018-04-17 17:13

@道 W 2018-04-17 09:59:12

谈数据而不参杂情绪的好帖，这样的帖子曲高和寡，因为那些只带信仰情怀的多空大多数是懒得看和看不懂的。受教了，谢谢分享。

谢谢欣赏

作者:gz111678 日期:2018-04-17 19:27

大概一个月前我就说了要降准。

{SIMAGE} http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%

2F293025429.jpg {EIMAGE}

作者:gz111678 日期:2018-04-18 11:35

谢谢欣赏

作者:gz111678 日期:2018-04-18 14:51

@g003xb 2018-04-18 12:03:15

顶一下

-----  
谢顶

作者:gz111678 日期:2018-04-18 19:40

国家统计局 17 日公布，2018 年第一季度我国 GDP 总值为 198783 亿元，同比增长 6.8%，增速与去年四季度持平，增速比去年全年降低 0.1 个百分点。

从公布数据来看

一季度名义 GDP（注意是名义）同比增长 10.2%，略低于 2017 年全年的 11.2%水平。

名义 GDP 至少增长 11%才能覆盖掉债务利息，保持债务达到只还息不还本的紧平衡（推导过程见之前文章）；

一季度 GDP 增量 18397.7 亿未能覆盖一季度债务利息增量 22500 亿。

债务利息差额至少有 4100 亿。

以 5%的利率计算，估算有 8.2 万亿债务存量受到影响，约占债务总量的 4.56%。

去杠杆影响逐渐显现，债务问题进入多发时段。

实际 GDP 增长 6.8%，价格平减即 GDP 全口径通胀影响为 3.4%，一季度 CPI 增长 2.1%。低于价格平减影响。

显示消费端仍较为乏力。

社会消费品零售总额名义增长率 10.1%，低于名义 GDP 增长率 10.2%。

对 GDP 增长形成轻微负面拉动。

作者:gz111678 日期:2018-04-18 22:44

央行降准内在逻辑解读，防止降杠杆速度过快发生系统性风险

2018-04-18 凭栏欲言 凭栏欲言

4 月 17 日，中国人民银行突然降准，仿佛意料之外，又仿佛意料之中。

按美元计，中国 3 月贸易帐为逆差 49.83 亿美元，预期顺差 275 亿美元，前值由顺差 337.4 亿美元修正为顺差 337.5 亿美元。这是 2017 年 2 月以来中国贸易帐首次呈现逆差。

逆差的出现意味着外储占款的下降，而长期以来外汇占款都为中国货币投放的主要方式。

4 月 13 日，中国央行公布 2018 年一季度金融统计数据报告显示。

中国 3 月 M2 同比增长 8.2%，不及预期的 8.9%。，比预期少增 1.12 万亿。

一季度名义 GDP（注意是名义，实际增长 6.8%）同比增长 10.2%，略低于 2017 年全年的 11.2%水平。

以目前社会融资存量规模 180 万亿，利率 5%计算，保守估计年债务利息 9 万亿，一季度债务利息 2.25 万亿。

名义 GDP 至少增长 11%才能覆盖掉债务利息，保持债务达到只还息不还本的紧平衡。一季度 GDP 增量 18397.7 亿未能覆盖一季度债务利息。

债务利息差额至少有 4100 亿。

以 5%的利率计算，至少 8.2 万亿债务存量受到影响，约占社会融资总量的 4.56%。

据 2017 年中国去杠杆进程报告数据

2017 年包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由 2016 年的 239.7%上升到 242.1%，上升了 2.3 个百分点。

其中居民部门杠杆率从 2016 年的 44.8%上升到 49.0%，提高了 4.1 个百分点。

2017 年政府总杠杆率从上年的 36.6%下降到 36.2%

非金融企业部门杠杆率由 2016 年的 158.2%回落至 156.9%，下降了 1.3 个百分点。

国企债务占全部非金融企业部门 62%，相比 2016 年增加 3 个百分点。

可见私企杠杆率下降 7.5%，部分产能已被挤出。

资金流向仍为国企和居民房贷，并未能解决小微企业融资问题。

另一个原因在当前产能过剩情况下，小微企业本身融资需求较弱，对资金并无渴望。这从三月份 M1 增速小于 M2 也可以得到旁证，显示企业短期没有投资目标而将流动性较强的活期存款转存为收益率较高的定期存款。

以 2017 中国去杠杆进程报告计算，未考虑地方政府隐性债务，目前政府债务和国企债务由国家信誉隐性背书的债务杠杆率达到 133.5%（与 GDP 之比），占比实体经济总债务（含居民、企业、政府）的 55%。

居民债务（主要为房贷）占比实体经济总债务的 20.2%。

在名义 GDP 增量不能覆盖存量债务利息的情况下，如 M2 增速收缩过快，可能会导致去杠杆速度较慢的国企及地方政府债务风险率先暴露，进而传导至银行。

为防止发生系统性风险，央行通过降准对商业银行提供流动性支持及降低商业银行资金成本。

以 2018 年一季度末数据估算，央行降准当日释放资金约 1.3 万亿，操作当日偿还 MLF 约 9000 亿元，同时释放增量资金约 4000 亿元。

M2 增速仍未能覆盖名义 GDP 增速 10.2%，资金面偏紧没有得到改变。

作者:gz111678 日期:2018-04-20 12:59

4月18日早，美国商务部已向华为公司发出行政传唤，要求华为提供过去五年向 、伊朗、叙利亚、古巴和苏丹出口的全部信息，配合美国对通讯技术出口限制的调查。旨在查明华为是否违反了美国的禁运，把美国技术专卖给了特定国家。传票已经送达华为在得克萨斯州的美国总部。

对华为和中兴的问题，主文中一早就预言。

来的比想象中更快

作者:gz111678 日期:2018-04-21 15:26

中兴的被制裁，关键在于时机。

在红笔所示阶段，问题会被掩盖，更多是罚款了事。

但到了黄笔所示阶段，规则改变了。

后果超过中兴本身的设想。

{SIMAGE} <http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%2F293204881.jpg> {EIMAGE}

作者:gz111678 日期:2018-04-22 14:17

2008年危机其实并未爆发出来，而是被掩盖拖延。而现在，宽松周期变紧缩周期。

作者:gz111678 日期:2018-04-24 20:11

@legend2017

工业产能占比GDP4成，贸易战背景下外需衰退，空出来的产能只能在内需上想办法。

自97年朱镕基改革开始，内需被几座大山房医教养老



轮流挖个个遍。稍有经济问题就把内需拿出来刺激下挖掘下。

去年居民贷款增量已经超过了居民存款增量。没地方挖了。

这个时候还想着挖掘消费潜力有点力不从心了。

想挖掘出来只能是 GDP 倾斜个人收入。

这得靠减税。

政府量出为入，没有支出缩减不可能减税，你看一季度税收大幅超越 GDP 增速就明白。

口号，行不行先喊着。

作者:gz111678 日期:2018-04-25 12:53

降准闸门打开，后续仍会降准

2018-04-24 凭栏欲言 凭栏欲言

针对企业融资成本，中国财政科学研究院 2017 年“降成本”调研报告显示，国有企业处于优势地位，融资规模大，融资成本低；而民营企业处于劣势地位。在样本企业中，2014-2016 年国有企业的银行贷款加权平均利率明显低于民营企业，分别为 6.13%、5.91%和 5.26%，而民营企业则为 7.65%、7.41%和 6.79%。

中国农业银行首席经济学家向松祚曾经公开表示民企与国企在一定程度上不能公平竞争，“国有企业，首先国字号，银行给他放款觉得很安全，贷款出事信贷员，行长没有责任，或者有责任可以说得过去，这是国有企业。但是要给

民营企业放贷款，出了问题，马上别人怀疑你是不是有私向收授。这是一个潜规则，并不是明文的规定，但是潜意识就是这样。”

财政部数据，2017 年国有企业实现利润近 2.9 万亿 同比增 23.5%，多处于产业链中上游的国有企业受益于 2017 年的去产能及查环保政策，保持了较好的利润度。

国企利润同比大增，国企杠杆率却反而上升 3 个点。证明在利润较高时，追求利润的冲动只能促使企业加杠杆。

而同期，PPI(衡量工业企业产品出厂价格变动趋势和变动程度)快速上行，CPI 却上行无力。

显示靠近消费者以小型私企为主的中下游厂家无法将上游厂家的价格上涨成本转嫁给消费者。只能自己消化，部分小型私企已实际亏损。

小型私企具有议价能力弱、抗风险能力低、对利润度敏感等特点，2017 年私企去杠杆幅度最大，2017 年私企杠杆率下降 15%。

私企的杠杆率下降来源于两方面；

1、私企贷款利率较高，而利润度由于上下游同时挤压出现下降，利润不足失去了加杠杆的动力。

2、中国的工业产能严重超过国内内需，在贸易战的大背景下，外需减弱。工业产能被迫自发去产能。

而国企则由于利润度的上升及国家隐性兜底使得国企

本身并没有去杠杆的欲望。2017 年末，国企债务已超过一百万亿。部分国企利润不够债务还息，形成债务黑洞。

随着银行可贷资金接近极限，如央行不持续投放资金，银行将无法实现增加贷款规模来掩盖旧有债务及新增利息。可贷资金逐渐掩盖不了债务黑洞。国企风险逐渐暴露，进而可能传导至银行形成系统性风险。

上图货币乘数高点 5.47。

为何说可贷资金接近极限

M2 来源于两部分；即  $M2 = \text{基础货币} / \text{准备金率}$ ，而货币乘数  $= 1 / \text{准备金率}$ 。

### 1、基础货币

来看一下央行的资产负债表

上图为最新的央行资产负债表，基础货币体现为央行的储备货币

红框所示储备货币，为通常意义上所说的央行印钞。

资产负债表中，资产=负债；

可看出储备货币=总资产-总负债红框外部分。

影响比较大的两项为外汇和对其他存款性公司债权（即经常说的各种粉，逆回购）

以上两项中外汇占款目前由于贸易战的原因可预见将停滞不前甚至减少。

那么基础货币的增长只能靠各种粉的投放支撑，而目前

MLF 利率为 3.3%。这决定了商业银行的资金成本。

## 2、商业银行信贷

商业银行以信贷派生准货币，存款派生能力受法定存款准备金限制。

派生极限=储备货币/法定存款准备金。

以目前的 M2/储备货币计算准备金率。

显示银行准备金率已接近极限值，2018 年 1 月数值低点为 17.8，已接近 4.17 日宣布降准前大型金融机构法定存款准备金率 17%。

上图，2015 年之后的准备金率

综合上面两点来看，央行为避免发生系统性危机需推动 M2 增长，只能选择以 MLF、SLF、逆回购等增加基础货币，或实行降准。

如央行以各种粉等推升 M2 增长，则推升了银行获得资金的成本，间接提高了国企的融资成本。对国企的百万亿债务和政府债务形成压力，由于国有企业及政府债务以国家的信誉隐性担保，最终压力又回到了央行身上。

而降准则以提高了货币乘数的方式增加了银行可贷资金，推升 M2。降低了银行资金成本，间接降低国企债务风险。

鉴于中国领导层多次强调不发生系统性风险的底线。

可预见的是，为保证不突破底线，降准不会只有一次。

4 月 11 日，在博鳌亚洲论坛期间，央行行长易纲问及如

何看待主要经济体的货币政策正常化，而易纲在回答时多次强调，中国央行已经准备好了。他指出，目前中国十年期国债收益率约为 3.7%，美国十年期国债收益率约为 2.8%，中美利差处于“比较舒服”的区间。面对主要经济体货币政策正常化，央行已经做好了准备了。

4 月 20 日，十年期美国国债收益率达到 2.96%，而中国十年期国债收益率则下滑至 3.52%，利差收窄，显然开始逐步进入不那么舒服的区间。

上图数据显示美元 LIBOR（3M）利率逐渐攀升而人民币 SHIBOR（3M）利率逐渐下滑

随着美联储加息步伐，利差收窄形成的资本外流压力和国企高负债形成的系统性风险压力之间，腾挪空间日窄。

作者:gz111678 日期:2018-04-25 12:54

降准闸门打开，后续仍会降准

2018-04-24 凭栏欲言 凭栏欲言

针对企业融资成本，中国财政科学研究院 2017 年“降成本”调研报告显示，国有企业处于优势地位，融资规模大，融资成本低；而民营企业处于劣势地位。在样本企业中，2014-2016 年国有企业的银行贷款加权平均利率明显低于民营企业，分别为 6.13%、5.91%和 5.26%，而民营企业则为 7.65%、7.41%和 6.79%。

中国农业银行首席经济学家向松祚曾经公开表示民企

与国企在一定程度上不能公平竞争，“国有企业，首先国字号，银行给他放款觉得很安全，贷款出事信贷员，行长没有责任，或者有责任可以说得过去，这是国有企业。但是要给民营企业放贷款，出了问题，马上别人怀疑你是不是有私向收授。这是一个潜规则，并不是明文的规定，但是潜意识就是这样。”

财政部数据，2017 年国有企业实现利润近 2.9 万亿 同比增 23.5%，多处于产业链中上游的国有企业受益于 2017 年的去产能及查环保政策，保持了较好的利润度。

国企利润同比大增，国企杠杆率却反而上升 3 个点。证明在利润较高时，追求利润的冲动只能促使企业加杠杆。

而同期，PPI(衡量工业企业产品出厂价格变动趋势和变动程度)快速上行，CPI 却上行无力。

显示靠近消费者以小型私企为主的中下游厂家无法将上游厂家的价格上涨成本转嫁给消费者。只能自己消化，部分小型私企已实际亏损。

小型私企具有议价能力弱、抗风险能力低、对利润度敏感等特点，2017 年私企去杠杆幅度最大，2017 年私企杠杆率下降 15%。

私企的杠杆率下降来源于两方面；

1、私企贷款利率较高，而利润度由于上下游同时挤压出现下降，利润不足失去了加杠杆的动力。

2、中国的工业产能严重超过国内内需，在贸易战的大背景下，外需减弱。工业产能被迫自发去产能。

而国企则由于利润度的上升及国家隐性兜底使得国企本身并没有去杠杆的欲望。2017年末，国企债务已超过一百万亿。部分国企利润不够债务还息，形成债务黑洞。

随着银行可贷资金接近极限，如央行不持续投放资金，银行将无法实现增加贷款规模来掩盖旧有债务及新增利息。可贷资金逐渐掩盖不了债务黑洞。国企风险逐渐暴露，进而可能传导至银行形成系统性风险。

上图货币乘数高点 5.47。

为何说可贷资金接近极限

M2 来源于两部分；即  $M2 = \text{基础货币} / \text{准备金率}$ ，而货币乘数  $= 1 / \text{准备金率}$ 。

### 1、基础货币

来看一下央行的资产负债表

上图为最新的央行资产负债表，基础货币体现为央行的储备货币

红框所示储备货币，为通常意义上所说的央行印钞。

资产负债表中，资产=负债；

可看出储备货币=总资产-总负债红框外部分。

影响比较大的两项为外汇和对其他存款性公司债权（即经常说的各种粉，逆回购）

以上两项中外汇占款目前由于贸易战的原因可预见将停滞不前甚至减少。

那么基础货币的增长只能靠各种粉的投放支撑，而目前MLF 利率为 3.3%。这决定了商业银行的资金成本。

## 2、商业银行信贷

商业银行以信贷派生准货币，存款派生能力受法定存款准备金限制。

派生极限=储备货币/法定存款准备金。

以目前的 M2/储备货币计算准备金率。

显示银行准备金率已接近极限值，2018 年 1 月数值低点为 17.8，已接近 4.17 日宣布降准前大型金融机构法定存款准备金率 17%。

上图，2015 年之后的准备金率

综合上面两点来看，央行为避免发生系统性危机需推动 M2 增长，只能选择以 MLF、SLF、逆回购等增加基础货币，或实行降准。

如央行以各种粉等推升 M2 增长，则推升了银行获得资金的成本，间接提高了国企的融资成本。对国企的百万亿债务和政府债务形成压力，由于国有企业及政府债务以国家的信誉隐性担保，最终压力又回到了央行身上。

而降准则以提高了货币乘数的方式增加了银行可贷资金，推升 M2。降低了银行资金成本，间接降低国企债务风险。



鉴于中国领导层多次强调不发生系统性风险的底线。

可预见的是，为保证不突破底线，降准不会只有一次。

4月11日，在博鳌亚洲论坛期间，央行行长易纲问及如何看待主要经济体的货币政策正常化，而易纲在回答时多次强调，中国央行已经准备好了。他指出，目前中国十年期国债收益率约为3.7%，美国十年期国债收益率约为2.8%，中美利差处于“比较舒服”的区间。面对主要经济体货币政策正常化，央行已经做好了准备了。

4月20日，十年期美国国债收益率达到2.96%，而中国十年期国债收益率则下滑至3.52%，利差收窄，显然开始逐步进入不那么舒服的区间。

上图数据显示美元LIBOR（3M）利率逐渐攀升而人民币SHIBOR（3M）利率逐渐下滑

随着美联储加息步伐，利差收窄形成的资本外流压力和国企高负债形成的系统性风险压力之间，腾挪空间日窄。

作者:gz111678 日期:2018-04-25 13:38

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2Fm%2F293373595.png{EIMAGE}

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2Fm%2F293373596.png{EIMAGE}

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2Fm%2F293373598.png{EIMAGE}

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2Fm%2F293373604.png{EIMAGE}

红色框选为基础货币，即通常意义所说的央行印钞。

经贷款派生后，形成 5.46 倍的 M2

作者:gz111678 日期:2018-04-26 08:39

美媒：美国司法部正调查华为是否违反向伊朗禁运有关制裁

人民日报 04-25 22:17

据华尔街日报报道，美国司法部正在调查华为公司是否违反向伊朗禁运的有关制裁。

作者:gz111678 日期:2018-04-26 21:54

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%2F293441718.jpg{EIMAGE}

作者:gz111678 日期:2018-04-27 11:02

4.23 日中央提出新一轮扩内需由谁接盘？

原创 2018-04-26 凭栏欲言 凭栏欲言

2018 年 4 月 23 日，中共中央政治局会议召开，分析研究当前经济形势和经济工作。

会议中重提“扩大内需”。

在整体去杠杆的大背景下，扩大内需可能会增加杠杆。  
难道政策风向变换？

缺啥补啥一直是国内政策调整的依据，既然中央提出了

扩大内需，莫名的就猜测可能是内需状况不良。

看了一下统计局的数据同比增长 9.8%，比上年微降；还属于正常。

再看一下累计额，好像哪里不太对。

来看一下搜集的数据。

上图 2018 年公布累计额计算同比和统计局公布同比不一致。

但并不妨碍从公布累计额中看出，社会消费能力下降极快。

果然猜中了，最近似乎发现了自己对猜谜的天赋。之前文章中猜测的中美贸易战、中兴华为可能被制裁、可能降准、港币状况等等的猜中。

好吧，我傲娇了。

话归正题

来看一下近几年 GDP 增速

再看一下扩大内需的时间点

会发现近几年每当经济增速下滑时，内需总像是夜壶，关键时候总要用一下。

那 2018 年状况还是如同之前一样吗？

就单纯交易来看有一条等式。

由于贸易战的影响，外需衰弱大几率成为事实，可是产能还在，多余的产能就需要国内消化，国内商品可能会呈现

总量上升。

在这个前提之下，中央政府适时提出扩大内需是无可争议的。

但问题出在支出方面，即货币+负债。

中央政府要扩大内需，如何扩大？

来来 莫过去于家电下乡、汽车下乡、发展房地产业、刺激消费金融等。都需要支出端有潜力。

分成货币和负债两部分来看

### 1、货币

货币来源于收入，中国居民收入占比 GDP 比重一直偏低，不足 50%，而美国为 70%以上。

即算国家想提升居民收入，也是无法立竿见影出效果的。短期内对刺激内需并无帮助。

只能刺激货币存量，诱导居民部门将以前的净存款拿出来，将更多的货币用于消费；

由于长时间多次刺激消费，2017 年，居民净存款（存款-贷款）负增长。

2017 年 5 月，央行公布的境内居民住户存款总额为 62.6 万亿。境内居民人民币贷款已经从 2010 年的 8.8 万亿飙升到 36.4 万亿元，人均净存款不足两万。

鉴于中国福利保障程度较低，居民存款一定程度上承担了应付突发状况的保险功能，不到两万的存款可能只能保障

一场流感。

货币潜力透支殆尽。

## 2、负债

2008、2011 年的时候，世界范围内正处于货币宽松阶段，利率长时间处于低位。为负债消费提供了有利环境。

2015 年末美联储已开始加息，但是中美利差仍有较大差距，中国有较充足的政策空间实施消费刺激政策。

同样由于长时间多次刺激消费，中国居民债务率的一路飙升。目前，中国居民部门总贷款占 GDP 的比重已经超过了 55%，占居民可支配收入的比重已经超过了 90%。

2015 年居民新增信贷 4.6 万亿、2016 年达到 7.1 万亿、2017 年新增 8 万亿，连创新高。

截止 2018 年 4 月 25 日，十年美债收益率已突破 3%，十年国债收益率为 3.6%，息差收窄。国内利率政策已没有下调空间，贷款利率只能同步走高，负债消费成本增加，刺激消费政策效果将大打折扣。

中国自 2008 年以来，每当经济发展受阻时就会刺激消费以更大的债务规模推升经济发展，加杠杆行为也从 2008 年之前主要由企业加杠杆，转变为 2008 年之后的地方政府加杠杆，再转变为 2015 年之后的主要由居民部门加杠杆。

目前，中国整体杠杆率已在 BIS 警示红色区域之内，已无大规模加杠杆的能力。

实体部门杠杆都加完了之后怎么办呢？刺激内需由谁接盘加杠杆？

猜测本轮扩内需中央或试图只刺激杠杆率较低的消费者增加消费，即所谓的结构性刺激，但实施起来未必尽如人意。

来看一下中国经济的增长示意图

经济长周期由科技推升的劳动生产率决定；

经济的短周期则由债务周期推升，正常情况下没有信贷则没有金融危机。

债务只是透支未来，借钱始终是要还的。

那么一个经济增长周期跟着一个经济衰退周期是正常的。

中国自 2008 年以来持续以负债推动经济增长，经济增速有下降趋势则以更大的杠杆来推升经济增长，随着时间推移，杠杆率持续攀升。

当杠杆无处可加的时候，最终要沿着红线回归，完成去杠杆的过程，这个过程总要有人成为最后的接盘者，无法避免。

杠杆不会自己消失，却可以转移。

美元作为世界货币，正在寻找美元去杠杆的接盘者。

中国呢，谁将成为杠杆的接盘者？

作者:gz111678 日期:2018-04-28 11:14

统计局公布数据自相矛盾

{SIMAGE} <http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%2F293502557.jpg> {EIMAGE}

作者:gz111678 日期:2018-04-28 17:28

@沙弥小

应该还是倾向于调动三四线仍未加杠杆的人群接盘加杠杆，可能会配合放松三四线信贷。

一二线收紧信贷防止加杠杆以防杠杆太高风险传导至银行。

实现结构性加杠杆。

资管新规配合将高息理财逼出至低息存款，可为三四线接盘加杠杆创造低利率有利环境。

同时为国企创造低利率环境，4.23 日会议上说的压低实体部门贷款利率应主要是压低国企贷款利率。私企从未在考虑范围之内只是个幌子。

应为国企负债风险已有所提现，导致中央会议中删除了控制货币供给总闸门这句话。

正如公布社会零售品总额，经计算增速降为 5.18%，比去年腰斩，且为近 20 年来最低，开始重提扩消费。

统计局公布社会零售品总额增速为 9.8%。并不是 5.18%。

5.18%为我以统计局公布零售品总额对比去年同期零售品总额计算得出。

有可能我数学没学好。各位见谅。

4月2日下午召开的中央财经委员会第一次会议指出，要以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。

地方政府债务管理的问题以及中央要求地方政府“去杠杆”，促使作为主管部门的财政部对地方政府的融资举债行为进行规范，降低地方政府隐形债务。

2017年进行了一轮去杠杆，但效果不佳。

由此看，我猜测后面应会对负债率较低的三四线继续推进棚户区改造，抓住最后的机会进行杠杆替换。

作者:gz111678 日期:2018-05-02 20:18

周二(5月1日)，美元指数继续之前的涨势，一举突破了92.00的壁垒。

作者:gz111678 日期:2018-05-02 21:41

资管新规、降准、扩内需综合解读-降低国企系统性风险

2018-05-02 凭栏欲言 凭栏欲言

金融，无论其表现形多么多变，其最终都只是为存款和贷款之间架设一道桥梁。

那多样发展的资管产品无论怎么空转，也不外乎是想在存款和贷款的流动中多分一杯羹。



4月23日中央经济会议上提出的压低实体部门贷款利率，从这个方面理解资管新规就容易的多。

存款→金融部门→贷款

资管新规将主要解决两个问题；

压低金融部门的收益和压低存款端成本，从通道和存款两个方面压低成本从而实现压低贷款利率。

资管新规重要性更体现在心理方面，打破刚兑增加了对居民对风险的厌恶，短期之内居民是较难接受的。从而会将更多的高息理财转入利率较低但保证刚兑的银行定存，实现压低存款端成本。从而压低贷款利率。

新规也将打压银行外金融部门的收益链条。由于银行外金融部门多追求高收益，其资金去向无外乎债市、股市、房地产等。上述三者中唯有房地产才最为符合高收益特征。资管新规将对房企资金来源造成压力。

而近期的降准同样也为了压低贷款利率。按照规定，商业银行存入央行的当期法定存款准备金利率为1.62%。而商业银行借央行的MLF利率为3.3%，以降准置换MLF可压低银行存款端成本。

那在中国去杠杆的今天，利率升高挤出杠杆是顺理成章的事，为何监管部门要连出政策来确保实体部门利率下降呢？

这要看中国实体总债务的构成比例，实体部门总债务中，

国企及地方政府约占总额的六成，居民部门贷款及私企部门贷款各占约两成。

### 1、私企贷款

2008 年大量投资造就的大量产能并没有匹配的消费能力，目前工业产能严重过剩。产能的过剩降低了行业盈利能力。

小规模 私企产能率先被挤出。体现为 2017 年私企部门杠杆率下降 7.5%。信贷成本降低并不能从根本上改变私企部门盈利能力，私企部门已失去增加信贷的动力。

### 2、居民部门

居民部门贷款集中为房产消费贷款，从国家层面来说要想居民加杠杆，用以置换企业部门杠杆，这需要在贷款利率及贷款期限上面增加支持力度。实体部门利率的下降将对居民部门消费有正效应。

### 3、国企和政府负债

国企产权所有人为国家，国企领导人只是代理人。当国企借贷时，以产权所有人的资产和信用作为抵押。即为用国家资产和信用抵押。那当国企发生债务违约时，用作抵押物的国家资产如何处置？

这个问题没得到解决的话，只能是刚性兑付。否则会产生大面积信心危机引发一系列连锁反应。

国企的国有产权使得国企领导人容易产生道德风险。即

委托人和代理人诉求点不一时，代理人更倾向于自身诉求。

2017 年，中央进行的供给侧改革希望国企代理人能在利润改善的同时降低杠杆率，但代理人在行使代理职责时倾向于考虑自身利益诉求，在利润率大增的同时并没有降低杠杆率。反而增加了杠杆率以追求更大的利润。

原因在于相对与去杠杆，保证利润增长对国企负责人来说更能体现政绩，更具有激励。

由于政府和国企债务占实体债务约六成，大面积的刚性兑付也引导了全社会刚性兑付的习惯。这个问题短时间很难改变。

那要保证国企和政府债务刚兑之下的可持续，压低利率就显得尤为重要，利率升高将加大发生系统性风险的几率。

但利率是货币的价格，利率的下降代表货币含金量的下滑，将对货币造成贬值压力。

全球紧缩大环境下，利率长期仍将上行。那国企和政府债务问题在利率上行周期要如何解决？

有两条途径；

要么中央银行进行债务置换（印钞解决债务）；要么以国企大面积盈利或出售资产来缩减杠杆。

债务置换的话，假如置换存量债务的 10%，基础货币将增加 13 万亿，以 5.46 的货币乘数。M2 将增长 70.98 万亿，暴涨 41%，引发通胀，同时全社会杠杆率将激增 85%，与去

杠杆的大背景不符合。

从这方面看，2017 年去产能保障国企的利润率大幅增长就找到了理论依据；

但最终并未实现国企杠杆率的下降。

4 月 23 日中央经济会议中删除了控制货币供给总闸门这句表述，应为国企和地方政府负债风险已有所体现。从而导致中央在一定程度上放松了货币的供给。资管新规和降准都在为保障国企和政府债务安全性未雨绸缪。

4 月 2 日下午召开的中央财经委员会第一次会议指出，要以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。

地方政府债务管理的问题以及中央要求地方政府“去杠杆”，促使作为主管部门的财政部对地方政府的融资举债行为进行规范，降低地方政府隐形债务。

4 月 23 日中央经济会议还提出加快调整结构与持续扩大内需相结合。

综合两次会议表述，判断政策仍将倾向于调动三四线仍未加杠杆的人群接盘加杠杆，可能会配合放松三四线信贷。

过程仍将是国开行贷款-棚户区拆迁货币化补偿-制造上涨预期-拆迁户接盘-其他跟风接盘。

一二线则继续收紧二套房以上房贷防止部分人群杠杆

率太高将风险传导至银行。

二手房以禁售政策限制交易引导需求定向于新建房，以引导杠杆率较低者置换国企房企杠杆，而不是居民间杠杆置换。

近期已有部分银行贷款期限延长及部分公积金贷款额度升高应都为扩内需配套政策。最终目的都为实现结构性杠杆置换，从而使国企和政府部门刚兑债务顺利着陆。

但实施效果存疑，主要原因有；

1、 2017 年居民净存款减少，居民部门总贷款占 GDP 的比重已经超过了 55%，占居民可支配收入的比重已经超过了 90%。消费难以加码。

2、 2017 年去产能已对居民收入产生负面影响，人均可支配收入占比人均 GDP 比率下滑 0.59%至 43.54%。

3、 社会消费品零售总额由 2017 年 3 月的累计 85823 亿增长至 2018 年 3 月的累计 90275 亿。经笔者计算同比增长 5.187%（统计局公布 9.8%），约二十年来最低增速，消费能力萎缩。

4、 美联储利率已超过中国一年期存款利率，美国十年期国债利率已超过 3%，中国十年期国债利率则下滑至 3.6%，考虑美联储在 2018 年仍有 2-3 次加息，如中国不跟进加息，2018 年末中美十年国债将倒挂，央行已失去灵活利率政策空间。如跟进加息则将对去杠杆和扩内需产生负面影响。

在去杠杆阶段，将有如下逻辑链；

部分收入将用作偿债→→导致社会总体消费将下滑→  
→导致工厂去产能发生裁员和降薪→→社会总体消费进一步下滑→→恶性循环→→触底反升→→经济复苏

在此过程中债务是刚性的不会减少，但收入是弹性的，可能有收入覆盖不了债务的人将被迫甩卖资产用作还债。较多资产甩卖将会导致资产价格暴跌。从而相对来说，现金值钱了，这是现金为王的由来。

你需要在去杠杆阶段加杠杆吗？

作者:gz111678 日期:2018-05-05 10:16

党报:中方绝不拿核心利益做交换 回绝美方漫天要价

人民网-人民日报

2 小时前

作者:gz111678 日期:2018-05-05 14:28

@sinky110

谈崩了，符合预期吧，谈之前我有预测一下说美国条件必然是想拉爆中国经济问题转移危机，中国政府还存在幻想想适当让一点，想法差距太大。

中国政府习惯于威权指令，碰上美国全鹰派队伍同样的威权指令相当的不适应。

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%2F293782785.jpg{EIMAGE}

作者:gz111678 日期:2018-05-06 21:18

天量货币存量形成解析——看好你的资本，放下你的杠杆

原创 2018-05-06 凭栏欲言 凭栏欲言

自前美联储主席格林斯潘开始，美联储的货币政策逐渐由总量控制变为利率控制。

对一个相对封闭经济体来说，总量控制和利率控制没什么不同，但是对美国这种开放经济体来说，利率控制和总量控制效果区别极大。

美联储印钞+国民储蓄=对内投资+对外投资

这是一条等式，当美联储控制货币总量时，其同时控制了对内投资和对外投资两个市场，但当格林斯潘以抗通胀斗士之名以利率水平仅控制美国国内通胀时，其有意纵容放大了对外投资的波动。

从而使得在经济低迷期时，美国仅控制本国的国内货币不对本国经济走势造成负面影响，即实现格林斯潘强调的货币中性。

而放任美元低利率与国外市场形成息差，导致美元蜂拥而出对外套利。

正常情况下资金的流动将导致息差逐渐平衡，但美联储对利率的控制将导致息差会一直存在，不调控货币总量的美联储将对美元海外流动性提供无限支持，形成海外美元流动

性泛滥。从而迫使其他国家降息应对以减少息差套利，造就全球的宽松环境。

全球货币宽松所创造的需求会拉升美国经济平稳增长。

这是格林斯潘所设置的 CPI 陷阱。

而中国，成为了美国放水的最大承接方。

2007 年末，中国外储 1.53 万亿，2014 年中，外储 3.99 万亿；

而中国特色的外储结汇制度又将外储以外储占款的形式结汇为基础货币，2007 年末外汇占款为 11.52 万亿元，2014 年 6 月达到顶峰，为 27.35 万亿元，之后开始下降，2016 年末为 21.94 万亿元，2017 年末为 21.48 万亿元。

M2 可简略看成基础货币和贷款两部分；

快速增长的基础货币只是 M2 高涨的一个因素；

M2 的高涨还来自于商业银行的放贷能力，假如社会对资金并无需求，那么 M2 也没有快速扩张的能力。

2008 年，中国政府主导下开启了一轮强投资经济刺激，由于中国的国有企业、国有银行同属国有资本，两者之间较少考虑风险问题，很容易达成行动的一致性，而政府和国企往往由于政绩效应追求扩大投资规模，银行又乐于满足无风险的政府和国企的贷款需求。

这导致了中国刺激性政策效率极高，其大半由政府和国企负责实施，国企和政府的贷款急速攀升在这一时期极大地



推动了 M2 的增长。

同期 2009-2012 年美国国内货币总量的增长年均只是 4.5%左右，根本没有出现所谓的“流动性泛滥和恶性通货膨胀”，其流动性主要体现在海外。

至 2017 年底，中国 M2/GDP 超过 200%，远远超出美国 M2/GDP 之比 70%，由于两国统计口径不一致，约形成 30%的误差，即按中国统计口径，美国 M2/GDP 约为 100%，显然不是一句统计口径不同可以解释的了。

其形成的主要原因就在国企和政府投资中往往更看重规模而不看重收益，如高铁已形成了五万亿的负债。

2008 大投资期间低收益债务需不停的以更大规模的债务覆盖旧债，目前国企和政府负债约有 130 多万亿。部分只能不停的以更大的新增债务来覆盖旧债，资金流动性被锁住，导致了 M2 的数字虚高超出了事实上参与正常市场运作的 M2 数量。

如以美国数据 M2/GDP 为 100%计算，可能有 85 万亿的 M2 被锁住。只能以新债覆盖旧债。约占国企政府负债的 65%。

这就是货币天量增长的根源，其源头来源于美联储的宽松及中国结汇制度形成的外储占款，其发展壮大来源于国企政府的高额贷款。

那去向呢？

来分析一下高 M2 造成的后果。

以交易等式看，即货币+负债=商品+服务；

将金融资产从商品和服务中单独摘出来就为；

货币+负债=商品+服务+金融资产。

货币和负债可视为 M2；

商品和服务可视为名义 GDP（统计局公布的 GDP 为名义 GDP，统计局公布增速为实际增速已扣除价格影响）；

那么等式就更改为

M2=名义 GDP+金融资产。

由等式可分析

M2 增速超越名义 GDP 就是对金融资产价格的推升支撑；

房子为商品和金融资产的天然结合体，由于中国股市的发展不完善，房产也是中国最好的金融资产。

M2 对金融资产价格的推升也主要体现在房产上。

M2 推动了资产价格上涨——资产估值升高——资产抵押贷款升高——继续推涨 M2——正向循环。

转折点来自于美联储的政策变向；

当美国 CPI 增长过快，有迹象显示经济过热时，美联储以调控 CPI 为由头，拉动美国本土利率上涨，当美国国内利率超越海外时，国外套利的美元资本将流回美国本土。

美联储以 CPI 为指标调控利率升高时，会控制较长一段时间内美国国内市场利率对海外美元的虹吸作用不削弱，用以吸引资金回流保障美国的经济发展。

这个过程中，其他国家必须保持对美国汇率和利率的复合高位以保障资本的收益从而避免资金外流。

来分析一下原因

国内印钞+国民储蓄=对内投资+对外投资

上面也用过这条等式

当其他国家（国内印钞+国民储蓄）恒定时，如汇率和利率不能保障复合高于美国，对内投资将减少，对外投资将增多。

即算增加管制，资本是逐利的，也总会想方设法躲过管制。

最好的办法就是保持对内投资比对外投资更有收益。

资金才不会流走。

从等式也可以看出，（国内印钞+国民储蓄）越多，对内投资的收益越差，对外投资的动力则越强。

越强的对外投资动力代表了越多本币兑换外币需求，越有本币贬值动力，越需要在利率上予以补偿，以保障复合收益较高。例如最近的阿根廷。

而保障国内经济发展已形成了对货币的依赖，如货币增发速度不够则难以保障经济发展。

增加印钞才能推动经济发展和减少印钞才能避免资本外流，条件的相互背离形成了发展中国家的障碍，不唯中国。

两个条件中那个正向效果比较强才是要考虑的根本。

(国民储蓄+国内印钞) 与 M2 一体两面, 与杠杆率息息相关。

国内印钞+国民储蓄=对内投资+对外投资

当印钞拉动经济能力已至边际时, 加速去杠杆在等式左端减少可投资量, 提高利率在等式右端提升对内投资的收益, 才能对抗资本的外流。

对国家而言, 在美元的紧缩周期中, 就是一场资本争夺战, 谁能留得住资本, 谁就是赢家。

对个人而言, 资本争夺战中, 看好你的资本, 那是香馍馍。放下你的杠杆, 那才是烫手山芋。

作者:gz111678 日期:2018-05-06 23:33

非常认同层主, 这与我想法一致, 我在主贴亚洲四小龙产业转移中国那段阐述过同样意思。从承接他国产业转移时起至本国低端产业转移他国时止, 为发展的黄金期。

这期间内发展科技提高劳动生产率、创建本国优势产业保证本国就业岗位不外流, 是一国持续强大的保障。

作者:gz111678 日期:2018-05-09 23:54

最近债市暴雷速度大大加快。大宝天天见的节奏。

作者:gz111678 日期:2018-05-11 15:41

资本跨境流动的受害者——谁将会是下一个荒漠

凭栏欲言 2018-05-10

作者 凭栏欲言

资本的跨境流动导致了生产要素的全球化配置。

描述投入产出比的生产函数如下；

产量=投入（劳动量、资本、人力资本、自然资源、政策）；

资本的逐利本能导致其在全球寻求生产函数的最佳配置；

两边同除以劳动量；

人均投入产出比（劳动生产率）=投入（人均资本量、人均人力资本、人均自然资源、人均政策红利）。

劳动生产率为全球竞争的制高点，高劳动生产率才能在全球竞争中占据优势地位，实现资本逐利的目标。

逐项分析：

### 一、人均资本量

人均投入的资本量正向影响劳动生产率，如全自动化工厂人均投入的资本量高于简易工厂，在其他条件相同的情况下，人均产量高于简易工厂人均产量。

### 二、人均自然资源

自然资源分为；

1、可流动自然资源：如石油、矿产等；可流动自然资源可以全球化配置。不受国别影响，对一国竞争优势影响有限。

2、不可流动自然资源：如土地、环境等。土地的廉价

易得和环境承载力较强是一国的竞争优势。

### 三、人均人力资本量

人力资本代表对劳动力进行的工作技能培训或受教育或工作经验等投入，投入越大，时间越长，劳动力附加价值越高，代表人力资本高。

这其中，高人力资本劳动力（高科技人才）流动性较高，因其大多数可随时选择移民；

低人力资本劳动力（普通劳动者）流动性较差，因为一般没有足够的条件移民。比如说笔者，捂脸!!!

### 四、人均政策影响

主要体现为人均税收，由于为跨国投资，资本会同时考察投资国汇率稳定性、政策稳定性、政局稳定性。

资本是逐利的，跨境资本会主动选择人均投入产出比最高（劳动生产率）的国家以达到利润的最大化。

那么根据资本追逐的目标产品不同全球分为了四类国家

#### 1) 流动性资源供给国

主要提供可流动性资源供给，如石油、矿产等，略过不表。

#### 2) 高端资本技术双密集型制造国

高端资本技术双密集产业的高利润使得其对成本没有中低端产业那么敏感。

资本追逐的优势生产要素为高人力资本劳动力（高科技人才）优势，其次为政策优势。

高科技人才拥有流动性，那么产业链高端制造国的产业竞争力就变成了国家对高科技人才的吸引，高个人权利的国家更容易实现对高科技人才的吸引。

但其国家的低端制造业同样需承担高个人权利的成本溢价，导致了其国家中低端制造业不可能拥有人力成本优势。所以在现实中很难见到高端制造业和中低端同时发展的国家。

### 3) 中低端资本密集型制造国

由于中低端制造业竞争压力大过高端制造业，其更关注低成本优势。

其重点关注在（红色字体）：

人均投入产出比（劳动生产率）=投入（劳动量、人力资本、资本、自然资源、政策）

中低端产业对高端人力资源需求度较低，更注重没有流动性的中低端人力资源。

因可流通的自然资源较易获得，没有明显的竞争优势，资本在对中低端产业确立投资意向的主要关注点为一国是否有足够的优势劳动量（人口红利）、不可流通的自然资源优势（土地红利、环境红利）、政策（税收红利、汇率、政局稳定等）。

三项综合占优的国家将在中低端产业链中取得竞争优势。

#### 4) 以上条件综合无竞争优势的国家

当一国占有某一种竞争优势时，其工作岗位增多，国民收入增加，带动消费。国家在成为重要的生产基地的同时也会成为重要的消费市场。

当一国没有或失去竞争优势时，其工作岗位的减少也将导致消费能力下降，其对国际资本逐渐变得即无消费贡献也无投资价值，其必然被国际资本体系抛弃，形成荒漠。

进而导致其劳动生产率公式中人均资本量增长缓慢，从而在劳动生产率上与其他国家差距拉大。

同一时间内张三生产了一个产品，李四生产两个产品，谁会富裕？不言而喻。

劳动生产率最终决定了一国是否属于富国。

当一国被国际资本孤立的时候，荒漠化出现了。

而现在，美国发起了一场资本争夺战。

谁将会是下一个荒漠？

作者:gz111678 日期:2018-05-11 22:39

谢谢支持

作者:gz111678 日期:2018-05-12 15:46

每个表情都是??

作者:gz111678 日期:2018-05-12 15:48



## 【新兴市场经历资金撤离 巴西货币贬值】

拉美大部分国家货币近期出现不同程度贬值。新兴市场从4月底以来经历资金撤离。拉美第一大经济体巴西，法定货币雷亚尔四月份对美元贬值6.03%，创下自2016年11月以来的最高月度贬值幅度。有关市场分析人士称，美元大涨的主要原因是市场对于美国加息的预期升高，美元将持续坚挺，对于在巴西投资的中资企业回报率已产生影响。巴西经济学者指，从宏观经济基础来看，巴西发展态势比阿根廷扎实，市场和政治形势并不紧张。

作者:gz111678 日期:2018-05-13 21:36

外媒：如果 弃核 美国愿帮 “富起来”

参考消息网 5 小时前

蓬佩奥说：“如果 采取大胆行动，迅速无核化，美国准备与 合作，使之实现与我们的韩国朋友一样的繁荣。”

作者:gz111678 日期:2018-05-14 03:08

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%2F294150912.jpg{EIMAGE}

作者:gz111678 日期:2018-05-14 12:59

外媒：如果 弃核 美国愿帮 caoxian “富起来”，两个目的。画红线

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%2F294167168.jpg{EIMAGE}

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%2F294167170.jpg{EIMAGE}

作者:gz111678 日期:2018-05-15 20:04

@南方孤驴

感谢欣赏??

作者:gz111678 日期:2018-05-16 11:16

水平有限，多谢欣赏

作者:gz111678 日期:2018-05-16 13:32

进一步降准，基准利率加息，征收房地产税，房地产降房价，和其他国家贸易战加剧，这几个问题哪一个有进一步发生的可能性？

答楼上。

1. 进一步降准

2. 基准利率应会维持不加息，引导市场加息。

3. 房地产短期会以二手房禁售缩减房源来支撑价格，无主动降房价的动力，用以支持居民杠杆替换国企。

4. 房产税由于政府财政量出为入，而多数支出固定。

如没有类似 97 下岗动作，未来必定要开税源以替换土地财政。

房产税是否出台看政府有无减支出动作如裁员，没有减支出就会推进。

但短期内促消费政策使得土地财政尚能维持，为立法争

取时间。

5. 贸易战加剧，摩擦增多。

以上为推演国内的应对政策。

实施效果受外部货币政策影响。

作者:gz111678 日期:2018-05-19 07:29

七天前在网易评论国企最终可能资产证券化解决债务。  
可能会失去部分控制权。

现在准备出政策了。最近猜谜兑现的速度猝不及防。

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%  
2F294387990.jpg{EIMAGE}

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%  
2F294387991.jpg{EIMAGE}

作者:gz111678 日期:2018-05-20 13:45

解读：美债收益率企稳 3%，美元指数企稳 93

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

1

昨日看到一个颇感自己智商不够的新闻。

请注意，东方财富网和每日经济新闻为专业经济新闻客  
户端。

科普一下债券。

债券售出时，锁定到期价格。

例如：A 买了一张票面 100，年利率 10%的债券，到期价

格 110。可是突然有事需要用钱，可能 A 会亏损点将债券卖掉，假如 95 被 B 买走，那 B 买的实际价格为 95，持有一年后到期得到 110，那么他的收益率就变为  $(110-95)/95=15.79\%$ 。

而非 A 的收益率 10%。

所以购买债券的价格和收益率是成反比的，美债收益率连续上升，代表中国持有的美债价值缩水、缩水、缩水。

又赢了!!!

## 2

货币的含金量来源于利率和汇率的复合。

美债收益率企稳 3%，美元指数企稳 93，新型市场汇率相对美元贬值，要维持货币的含金量，则需以更高的利率价格做出补偿。否则，货币将遭到抛售。

美元的利率、汇率双升，新型市场将被迫以更快的速度拉升利率，风险逐渐暴露，继阿根廷土耳其之后，巴里雷亚尔兑美元创两年新低，自一月底至今已跌逾 17%。

而香港，第二轮港元保卫战开启，香港金管局再度出手买入港元，卖出美元。

香港作为全球知名金融中心，货币信誉为港府的命脉所在，港府既有决心保卫港元，也有能力保卫港元。

问题是，保卫港元必须收紧流动性。

过去一年直上云霄的股市和房市怎么办？

97 港币保卫战的成功代价是资产价格的破灭。

3

随着美元指数的快速拉升，人民币对美元震荡趋贬。

人民币对美元的趋贬，迫使中国国内的利率政策丧失缓冲空间。

国内利率将被迫抬升，债务风险问题会加快暴露。

近期，债券违约问题频发，几乎日日占据热点。

而随着美指及美债收益率的攀升，债务问题还将趋向恶化。

中国的债务问题可分为三类：

居民债务、私有企业债务、政府债务和国企债务。

居民和私企债务的债务风险问题易于解决，来源于产权的明晰。

该爆破就爆破。即算对社会影响力大的企业，政府也有救援或不救的主动权。

而政府与国企债务的债务风险则由于产权的问题处理难度大得多，债务风险牵扯到是否有国有资产的流失。

目前中央解决国企债务问题的思路仍为政策支持；

以去产能降低国企竞争度实现盈利扩大，用以降低国企债务率；

以促消费实现居民加杠杆置换国企杠杆。

4 月 23 日，中央经济会议重提扩内需。

什么时候居民会乐于消费呢？

无外乎感觉未来产品价格会更贵，从而乐于增加现时消费。

那么扩消费最重要的特征就是创造未来产品会涨价的预期。

房产作为吸纳货币量最大的商品，三四线的朋友们不妨仔细品味一下。

但自4月23日中央经济会议提出新一轮扩消费，美元指数突然拉涨，美债收益率连创新高，中国实施扩消费的货币利率空间和货币总量空间受到打压。

时间节点更像是中美金融的一次交锋。

4

那么需要考虑如不能顺利降低国企杠杆率，如何解决国企债务？

有两种方法：

1) 央行印钞置换。

假定置换国企和政府债务的10%，即13万亿，杠杆率将激增85%，M2将增长41%。

2) 国企资产证券化，可能以丧失部分控制权解决债务。

上图为笔者于5.12日网易客户端中预言国企债务问题可能走向

上图为 5.19 日，上市公司国有股权监督管理办法公布  
预言兑现的速度猝不及防。

国家层面已深入考虑国企债务问题的备用方案。

## 5

随着美指和美债收益率上行，中国去杠杆进程会加快。  
去杠杆和去产能一体两面，在去产能的初始阶段，由于产能过剩，产品竞争性压价，从而工业产品通缩。

但随着产能的出清，物价会随之反弹。

随着去杠杆进程，债务爆破，部分债务需以甩卖资产来还债，资产的甩卖将导致资产价格（房产）下行。

继而资产交易中所需货币量减少。

如 M2 存量同步或以更快的速度减少，则消费品价格维持不变或降低，经济进入通缩阶段。

如 M2 存量减少的速度不够甚至维持增长，则消费品价格上涨，经济进入滞胀阶段。

经济下行阶段进入通缩或滞胀的根本区别在于资产价格降低导致交易所需货币量减少，所溢出的货币量是否被及时回收。

以目前中国的巨量 M2 来看，过快的降低 M2 将导致更多不可预料的风险，所溢出的货币量很难被及时回收。

经济将先通缩，后滞胀。

## 6

由于全球债务存量已创造了历史新高。此次美元指数拉升将导致更多的国家进入去杠杆模式。

总需求=内需+外需：

为挽救本国经济，多数国家希望能输出危机；

希望他国开放市场拉升本国总需求，却不希望开放本国市场导致总需求减少，从而可提升本国就业将本国经济尽快拉出下行周期。

此情形下将导致各国为保护本国市场贸易战盛行，贸易全球化进程倒退。

美国无疑是其中的领头羊。

7

随着贸易全球化进程倒退，而投资已至边际效应。

外需、投资、消费中，唯有消费可拉动中国经济。

居民消费的增长来源于居民收入的增收，居民部门增收则代表政府部门需减少收入。

政府财政量出为入，政府部门减少收入只能来源于减少支出。

支出如何减少？

或者，又见 97。

作者:gz111678 日期:2018-05-22 13:57

发现头像的不多啊

作者:gz111678 日期:2018-05-26 09:32



近期在陪床，更新较少

作者:gz111678 日期:2018-05-26 11:30

国务院:国企工资总额实行预算管理 商业类国企实行  
备案制

中国网资讯

16 小时前

订阅

作者:gz111678 日期:2018-05-26 14:04

国务院: 国企查处违规发放工资、滥发工资外收入等  
?

中国新闻网

17 小时前

订阅

中新网 5 月 25 日电 据中国政府网消息，近日，国务院发布《关于改革国有企业工资决定机制的意见》，意见要求健全工资分配监管体制机制，及时查处违规发放工资、滥发工资外收入等行为。

不久前有写一篇文章猜测可能又见 97，已经有苗头

作者:gz111678 日期:2018-05-26 16:44

下岗，从降薪开始，现在比较柔性，可能会让熬不住自动走。再然后看情况

作者:gz111678 日期:2018-05-26 19:24

我最近都不敢预测，我其实只是根据情况找一个可能性大的方向随便聊聊，结果每次都估中，我不认为是我才华横溢。而是已经没路选了。

作者:gz111678 日期:2018-05-28 10:56

随便说下，六月美国加息前后，国内将拉升一波汇率。利率小幅跟进，降准。

仍然在公众号写篇短文说明原因及判断逻辑。

仍然是选择可能性最大方向随便猜下。

最近时间有限，零星写点吧。

作者:gz111678 日期:2018-05-30 22:07

根据 1974 年贸易法 (Trade Act of 1974) 第 301 条款 (Section 301), 美国将对来自中国包含重要工业技术的 500 亿美元进口产品征收 25% 的关税，其中包括涉及 “中国制造 2025” 计划的产品。关税涵盖的进口产品最后清单将不迟于 2018 年 6 月 15 日公布。此后，对这些进口产品征收关税的措施将很快实施。

作者:gz111678 日期:2018-06-01 12:44

我只是说央行可能短期拉升一波管理预期。

如杠杆置换完毕还是要贬值，升息。

拉升波段仅仅是为了配合置换杠杆，强拉必不可久。

长期是看基本面的。

而且只是我的猜测。我只是把逻辑摆出来大家参考。

作者:gz111678 日期:2018-06-02 13:33

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%2F294993375.jpg{EIMAGE}

作者:gz111678 日期:2018-06-02 16:57

有朋友问保汇率还是保房产。

都不是，是包曾全。

所以得保国有债务，国有债务赖账的话。。这是执政基础。

只要不丢失基础，房产和汇率在需要牺牲的时候弃如敝履。

作者:gz111678 日期:2018-06-04 15:45

我一直强调的是，我推测央行可能性应对。

我是在猜测可能出什么政策，真正出什么政策跟我一点关系也没有。

我同时一直强调央行应对受外部政策影响。央行可能性应对效果会受到影响。

各位可以去对比下我发言时间和出政策时间，目前看我猜对了绝大多数政策。

上篇文章我强调会短期宽松，因为置换杠杆需要宽松环境。昨天出政策扩大 MLF 抵押范围，就是短期宽松。

我提前猜到政策不是有内部消息，就是我找对了央行立场出发点。

你需要把自己设想成央行角度不带情绪的分析如何才能最小影响解决问题。

注意两个词，一个是最小影响，一个是解决问题。

这是逻辑根本。

不要以为央行乱出政策在扩大问题。以央行角度看，他仅仅是想选伤害最小的模式来解决问题。最起码，我以这个方向猜测的央行应对近乎全准。

你首先要了解伤害最小是指对谁伤害最小然后才能想明白央行的作为目的在何处。

好好想想。

作者:gz111678 日期:2018-06-05 19:55

徐州楼市调控升级：二套及以上住宅领证 3 年后才能再售

澎湃新闻

41 分钟前

已订阅

我对很多人说过，也写过文章分析过。

房价拉升会辅以限售。

货币量和商品是对应的

将部分房源剔除交易范畴，以减少房源的方式实现货币对商品的价格支撑。

又一个城市跟进限售了。最近的政策太容易被猜中。

我还说不是我水平多高。

而是太少路可选了，只要你逻辑正确就跟容易猜中。

作者:gz111678 日期:2018-06-07 20:39

中国外汇储备小幅下降，5月外储31106亿美元

？

中新经纬

2小时前？·？中新经纬官方网易号

订阅

中新经纬客户端6月7日电？

作者:gz111678 日期:2018-06-07 20:43

MLF抵押品扩容带来新一轮宽松，保汇率还是保房价？

原创：凭栏欲言 凭栏欲言 3天前

周五凌晨，笔者发布文章《从货币方向厘清央行宽松逻辑及后续动向可能性》猜测了央行将进行短期宽松。

其实周五并不是第一次谈到这个问题，再往前预估央行应对美元加息的文章中，也猜测了央行会在美元加息时间点前后短期宽松。

周五夜间，央行发布消息扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围，将AA级公司信用类债券涵盖其中。进一步推出宽松措施。

央行给脸，让笔者预判又一次兑现！

近期关注笔者的朋友应会发现，笔者最近预判的央行动

向总会以出于意料的速度兑现。以至于我自己都怀疑是不是应该去买张彩票。

上图为一张央行资产负债表。红框中为央行发行基础货币。

由于资产=负债；

项目中对央行基础货币影响最大为外汇和对其他存款性公司债权（各种粉等）

央行扩大 MLF 抵押范围即为扩大对其他存款性公司债权。

此行动包含双重意义、

短时宽松，以支持扩消费，从而实现国企杠杆置换。

资产项目中外汇增长或不如央行预期，需扩大对其他存款性公司债权。用以对冲外汇增长不如预期的负面影响。

央行短期宽松的目的为扩消费置换国企杠杆，长期由于外部环境影响仍会被动加息紧缩。长期仍要回归紧缩。

再回到一个经典问题，保汇率还是保房价？

其实都不会保。

央行的主要目的只有一个即降低国企杠杆率，不发生系统性风险。

为实现此目标将在不同时段实行不同的货币政策（前几日文章已有分析），近期将既保汇率又保房价。

而当实现国企杠杆出清后，将即不保汇率也不保房价。

作者:gz111678 日期:2018-06-07 20:43

MLF 抵押品扩容带来新一轮宽松，保汇率还是保房价？

原创： 凭栏欲言 凭栏欲言 3 天前

周五凌晨，笔者发布文章《从货币方向厘清央行宽松逻辑及后续动向可能性》猜测了央行将进行短期宽松。

其实周五并不是第一次谈到这个问题，再往前预估央行应对美元加息的文章中，也猜测了央行会在美元加息时间点前后短期宽松。

周五夜间，央行发布消息扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围，将 AA 级公司信用类债券涵盖其中。进一步推出宽松措施。

央行给脸，让笔者预判又一次兑现！

近期关注笔者的朋友应会发现，笔者最近预判的央行动向总会以出于意料的速度兑现。以至于我自己都怀疑是不是应该去买张彩票。

上图为一张央行资产负债表。红框中为央行发行基础货币。

由于资产=负债；

项目中对央行基础货币影响最大为外汇和对其他存款性公司债权（各种粉等）

央行扩大 MLF 抵押范围即为扩大对其他存款性公司债权。

此行动包含双重意义、

短时宽松，以支持扩消费，从而实现国企杠杆置换。

资产项目中外汇增长或不如央行预期，需扩大对其他存款性公司债权。用以对冲外汇增长不如预期的负面影响。

央行短期宽松的目的为扩消费置换国企杠杆，长期由于外部环境影响仍会被动加息紧缩。长期仍要回归紧缩。

再回到一个经典问题，保汇率还是保房价？

其实都不会保。

央行的主要目的只有一个即降低国企杠杆率，不发生系统性风险。

为实现此目标将在不同时段实行不同的货币政策（前几日文章已有分析），近期将既保汇率又保房价。

而当实现国企杠杆出清后，将即不保汇率也不保房价。

来自

606 楼

作者:gz111678 日期:2018-06-17 23:29

谢谢，家中有点变故，最近身体不适。多谢大家关心

来自

636 楼

作者:gz111678 日期:2018-06-20 22:11

6月19日，央行官网发布央行研究局局长徐忠撰写的工作论文《经济高质量发展阶段的中国货币调控方式转型》。徐忠在论文中指出，经过二十多年市场导向的金融改革和数量为主的间接货币调控，目前我国已基本具备了向货币价格



调控方式转型的必要条件。

来自

665 楼

作者:gz111678 日期:2018-06-20 22:17

美国作为可以对外输出货币的国家，控制货币数量和控制货币价格由于美元的对外输出导致在美国本土内关联性不强。格林斯潘上台后将主要为数量控制改为价格控制。

而国内在没有对外输出货币没有形成规模的情况下，数量控制和价格控制效果是一致的。立意都在于弱化降准效果，为降准铺路。

无非换个噱头

来自

666 楼

作者:gz111678 日期:2018-06-22 08:11

降准加快、宽松加码，股灾影响浮现或将波及汇率

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

01

央妈果然是亲妈。

6.19 日，A 股重演千股跌停。

央行行长易纲迅速出面回应了股市大跌。

强调了四点：

1、 股市主要受情绪影响

2、人民币为 2018 年少数对美元升值的货币之一，中国经济基本面良好。

3、内需充分发展对国内经济有支撑作用

4、人民银行将运用各种货币工具，守住不发生系统性金融风险的底线。

重点都在最后说，请关注第 4 点。

02

降准即将到来。

6 月 20 日，国务院总理主持召开国务院常务会议，部署进一步缓解小微企业融资难融资贵问题，持续推动实体经济降成本；

会议指出，要坚持稳健中性的货币政策，保持流动性合理充裕和金融稳定运行，加强政策统筹协调，巩固经济稳中向好态势，增强市场信心，促进比较充分就业，保持经济运行在合理区间。会议释放定向降准信号。

小微企业!!! 好吧!!!

03

6 月 19 日，央行官网发布央行研究局局长徐忠撰写的工作论文《经济高质量发展阶段的中国货币调控方式转型》。

徐忠在论文中指出，经过二十多年市场导向的金融改革和数量为主的间接货币调控，目前我国已基本具备了向货币价格调控方式转型的必要条件。

利率是货币的价格。

90 年代，美联储在格林斯潘的执掌下完成了由货币数量型向货币价格型调控的转变，主要以通胀为依据对货币价格进行调控，从而稳定了美国国内的通胀，此举为格林斯潘赢得了“通胀斗士”的美名。

根据供需关系，商品的数量和价格紧密负相关。钱多自然利率降，钱少自然利率升。

美国货币政策由数量调控型转变为价格调控型的原因在于美元为世界货币，以数量调控美元变成了对全球美元的调控，而非对美国本土货币存量的调控。

而格林斯潘将数量型更改为价格型之后，美国以国内利率为基础释放货币稳定了美国国内的货币总量，却不考虑海外美元是否泛滥。

格林斯潘的政策转变是在保护美国的同时对世界其他国家挖了一个坑。

此为格林斯潘的 CPI 陷阱。

但美国的情况是否适合中国？

取决于中国是否对外有大量的货币输出，如没有货币大量对外输出的情况下，数量控制和价格控制的效果几乎是一致的。

央行工作论文《经济高质量发展阶段的中国货币调控方式转型》的效果在何处？

笔者认为此为央行为后续降准寻找理论依据，用以安抚汇率市场的恐慌情绪，降低存量外储压力。

04

货币宽松的政策天花板为存量外储。

存量外储=资产性外储（累计顺差）+负债性外储。

而一国金融系统安全性更多由资产性外储决定。

存量外储决定了国内相悖于国际大环境的宽松政策只能短时、高效、可控。

鉴于国内上市公司普遍存在的股权质押现象，6.19股灾或将导致连锁反应进而迫使央行加码宽松。

或将打乱央行的节奏，导致某些不可控因素魅影浮现。

汇率首当其冲。

670 楼

作者:gz111678 日期:2018-06-24 09:03

新一轮加码宽松政策或将负面影响房价导致崩盘

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

01

央行是否会放任汇率继续贬值？

继6.19日股市异动之后，央行加码宽松政策密集出台，反应在汇率上，汇率连贬。

6.19日美元兑人民币开盘价6.4378，至6.23日收盘已贬至6.5026，在岸离岸人民币均跌破重要整数关口6.5，刷

新五个月新低。

央行的宽松行为导致近期汇率看贬预期高涨。

那么央行是否会放任汇率继续贬值？甚至是跳贬？

目前央行面临两个选择；

1) 急速跳贬，释放贬值压力；

2) 央行仍需进行预期管理，拉涨一波汇率，以防止形成统一的看跌预期，甚至踩踏出逃。

以近期央行的动向看，央行应倾向于后一种选择，会适时择机拉涨，防止形成统一的看跌预期。

为何是后一种选择，而非跳贬？

来源于急速贬值需配合加息用以稳定国内金融环境，防止资金踩踏出逃。

而如果加息则与央行加码宽松拯救股市的目的相悖，扩消费进行国企杠杆置换，防止发生系统性风险的目的也将受到影响。

而高达三万亿的外储存量则保证了央行的货币政策尚有选择余地。

## 02

本轮汇率贬值或将带来加息。

本轮货币宽松的目的在于拯救股市，但其对汇市信心造成了冲击。

来看一下央行的调控目标。

中国央行网站上提到央行有促进经济增长、稳定物价、充分就业和国际收支平衡四项目标。

多目标调控中不可避免的导致央行部分政策自相矛盾，如近期的去杠杆和保增长一个需要货币紧缩，而另一个需要货币宽松。

国外央行已在简单化调控目标，如美联储调控重点为稳定物价。

汇率问题则需重点关注央行的第四项目标，国际收支平衡即为保持国内金融环境稳定的另一种表述。

但在央行实际操作中有时被理解成“维持汇率稳定”或“保持外汇储备稳定”两个经常互相矛盾的目标。

由此也引申出保外汇的三种理解；

- 1) 维持汇率稳定；
- 2) 保持外汇储备稳定；
- 3) 保证货币含金量使得流入货币和流出货币均衡，保持国内金融环境的稳定。

其中“保持外汇储备稳定”最好的办法为汇率跳贬释放贬值压力。

但其与“维持汇率稳定”的目标相悖。

而货币含金量来源于利率、汇率、汇率预期三方面。

近期的加码宽松，将对汇率、汇率预期管理造成压力。

当实际汇率下滑、汇率预期看贬时；

拉升汇率扭转汇率预期或加息成为选项。

加码宽松造就的汇率承压或将带来加息。

03

汇率贬值会带来新一轮楼市狂欢吗？

近期的宽松政策使得保房价还是保汇率的争议又多了起来，笔者也收到不少私信咨询房价是否会看涨。

保外汇有三重的含义。

而平时所说的保外汇一般特指保汇率。

保汇率从不是央行的目标，央行的目标为维持流入流出平衡，保证金融环境稳定。（央行目标第四项）

鉴于中国贸易项的开放，单纯的资本管制无益于流入流出的平衡。

资金的流出流出平衡仍依赖于货币含金量。

货币宽松——汇率贬值——加息补偿货币含金量、维护金融稳定——加息带来房价下滑。（汇率跌带来房价跌）

逻辑链清晰。汇率下滑带来房价暴涨是没有逻辑性的，汇率的下滑将会带来房价的下滑。

为何本轮货币宽松可能会导致房价下滑？

来源于外部金融环境与内部金融环境的压力差在汇率上的反馈，进而迫使央行加息予以补偿。

反之

房价下滑对汇率却是支撑；

房价下滑——货币价值相对资产价值上升——增加了货币含金量——对汇率造成支撑。（房价跌汇率未必贬值）

1997 年的亚洲金融危机中，香港房价下滑七成却保住了汇率。验证了上述逻辑链的正确性。

笔者只想分享一下逻辑推理，以供大家有投资行为或需做出判断之时用以参考。不做投资建议。

686 楼

作者:gz111678 日期:2018-06-24 10:48

新华社华盛顿 6 月 23 日电 美国商务部长罗斯 20 日在美国国会参议院财政委员会举行的听证会上表示，美方对华商品加征关税的基本策略是让中方感受到更多痛苦。

来自

687 楼

作者:gz111678 日期:2018-06-24 17:35

央行：将定向降准 0.5 个百分点 可释放资金 7000 亿

来自

701 楼

作者:gz111678 日期:2018-06-26 10:29

降准了股市跌。降准与股市相爱相杀的内在逻辑

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

01

央行宣布定向降准了，没有意外。



自7月5日起，下调国有大型商业银行、股份制银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点，预计释放资金达到7000亿元。

股市异动后，降准为提振股市信心之举。

然而股市并不给脸，6.25日上证指数跌1.05%，收于2859.34。

降准利好并没有刺激股市上涨。

02

与此同时

降准刺激了人民币美元汇市连跌，离岸人民币甚至八连跌。

汇率为货币交换的价格。

人民币兑美元的连续贬值代表着有更多的卖出人民币，买入美金的需求。

这意味着资本外流，及外流过程中人民币基础货币的萎缩。

基础货币的减少会抵消降准的效果。

降准就可挽救股房的逻辑只适合封闭经济体。

而中国，已经深度参与全球分工，贸易项也已开放。

在开放的经济体中，

降准的实际效果受汇市影响，

若汇市外流资金超过降准所释放的货币，降准反而会导致实质性货币紧缩。

进而产生降准刺激股市暴跌的逻辑，导致降准与股市相爱相杀。

### 03

股市异动导致央行超额宽松或将导致不可控因素增多。  
其直接导致汇市承压。人民币汇率走低。

在汇市承压的逻辑下，

央行调控或将有三个方向。

一、汇市承压——不加息——资金外流——基础货币减少——股房双杀——降准——汇市承压——资金外流——循环。

二、汇市承压——以加息应对资金外流——股房双杀。

三、汇市承压——不加息甚至继续宽松——以存量外储拉升汇率制造升值预期减少资金外流——外储减少——基础货币减少——增加对外负债补充基础货币——国内金融环境保持短期稳定——风险点后移。

以央行之前操作看，央行倾向路径为第三种，期望将风险点后移，用以留出时间解决国企杠杆率过高问题，达成攘外必先安内。

操作手法为居民加杠杆置换企业尤其是国企杠杆。

但受到股市异动影响，很可能被迫进入到第一种操作。

但最终，泯灭内外金融环境压力差才是最后的解决方案。  
即第二种操作。

实际走向如何？只有拭目以待。

712 楼

作者:gz111678 日期:2018-06-28 23:57

离岸汇率十连跌，逆周期因子重出江湖？还是加息？

凭栏欲言

9 小时前

已订阅

文：凭栏欲言

引言：

6 月 24 日，西安宣布在限购区域暂停企事业单位购买住房，25 日和 26 日，长沙和杭州也快速发布了类似政策。

三城具体都是怎么规定的？

西安要求：在住房限购区域范围内，暂停向企事业单位及其他机构销售住房(含商品住房和二手住房)。

长沙规定：暂停企业在限购区域内购买商品住房，已购买的商品住房须取得不动产权属证书满 5 年后方可转让。

杭州规定：在住房限购区域范围内，暂停向企事业单位及其他机构销售住房(含商品住房和二手房)。

为何要暂停企业买住房？

各地官方是这样说的：

西安市房管局负责人表示，“防止以企业名义投机炒房”。

长沙市住建委说，当前长沙楼市调控的主要矛盾并非供需矛盾，而是炒房和反炒房的矛盾。要“坚决遏制投机炒房，保障刚性购房需求。”

杭州市住保房管局官方微信公众号在发布暂停企事业单位购买住房相关消息时指出，“关于九龙仓珑玺项目公证摇号公开销售过程中出现三家企业同时中签的情况，引起了网民的较大关注。”

## 01

独立思考能力是指在不借助任何他人的帮助下完成的对问题对事物的分析思考、判断对错、真假是非的能力。

在互联网时代信息爆炸的今日，信息的易得性凸显独立思考是一项非常不错的能力，也是每个人都应该拥有的能力。

有点可惜的是，貌似国内学校更倾向于教导如何记忆。

回归正题

三日三城暂停企事业单位购买住房，被众多专家解读为利好刚需。

从中国经济的命脉问题捋一捋。

什么是现时中国经济的命脉问题？

中央多次强调国内经济目前最主要的目标为不发生系统性风险。

系统性风险来源于哪里？

又如何解决？

风险来源于国企的刚性兑付债务。

目前中央给出的解决方式为降低国企负债率。

供给侧改革、扩消费、房产去库存同为此目标服务，用以增加国企盈利，降低负债率。

2017 年中国去杠杆进程报告中显示，在 2017 年国企盈利大增的同时，国企杠杆不降反增。

国企杠杆去化效果不佳导致了 2018 年一系列逆势宽松的政策出台。

2018 年 4 月 2 日，中央财经委员会召开第一次会议，首次提出“结构性去杠杆”，为“打好防范化解金融风险攻坚战”划定基本思路。

4 月 23 日中央经济会议中删除了控制货币供给总闸门这句表述，重提扩内需。

去杠杆有三个部门，居民部门、企业部门、政府部门。

结构性去杠杆如何进行结构调整？

政府部门已被勒令严控负债；

那只能是居民部门加杠杆置换企业部门杠杆，主要为国企。

在此目标下；

防止企业加杠杆和鼓励居民加杠杆的配套政策出现的理所当然。

三日三城暂停企事业单位购买住房利好刚需？

请学会独立思考。

02

在全球一体化的今天，各国货币政策的一致性趋向是必然的。

如一国货币宽松而其他国家货币紧缩必将反映在资金流出上，体现为汇率贬值压力。

资金的流出会对冲一国的货币宽松效果，从而使一国逐步丧失独立调节国内货币供应的能力。

逆势货币宽松的调控效果将逐步变差，直至达到临界点，资金流出完全对冲货币宽松效果。之后继续宽松将变为被动货币紧缩。

那么由此看，只要中国还是一个开放经济体，未来央行无论主动还是被动，变为货币紧缩是必然。

而以中国对外依存度来看，中国只能是一个开放经济体，而不会自我封闭。

中美贸易战中，中方也曾多次指责美方自我封闭，强调中方会越来越开放。

03

6.19 日股市异动。

6 月 24 日，中国人民银行决定，从 2018 年 7 月 5 日起，定向下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点。释放资金 7000

亿。

6月25日，人民银行、银保监会、证监会、发改委、财政部联合印发《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》，其中提出，一是增加支小支农再贷款和再贴现额度共1500亿元，下调支小再贷款利率0.5个百分点。二是完善小微企业金融债券发行管理，支持银行业金融机构发行小微企业贷款资产支持证券，盘活信贷资源1000亿元以上。三是将单户授信500万元及以下的小微企业贷款纳入MLF的合格抵押品范围。改进宏观审慎评估体系，增加小微企业贷款考核权重。

降准降息。

降准降息的超额宽松却并没有刺激股市回暖，上证指数连续下行，低点破位2800整数关口。

也验证了央行逆势宽松效果受资金流出影响逐渐趋弱。

与此同时，降准降息在汇市反响巨大。

在美元指数并没有上行的情况下，人民币反应异常。汇率直线下滑，离岸汇率十连跌，在岸、离岸汇率均跌破6.61，在岸汇率触及6.6145。

之后有消息称至少一家大行入市干预，汇率止跌。

在汇市反应激烈的情况下，6月26日，《21世纪经济报道》公开披露，总行收回了国家开发银行棚屋改造项目的审批权。

截至5月底，棚户区改造贷款为4369亿元，多由央行PSL支撑。审批权的上收一定程度上收紧了房地产业创造货币的能力，对冲了降准降息的效果。

央行一边宽松支持债转股，却又一边收紧了房地产业创造货币的能力。是否是考虑了货币总量对汇市的影响？不得而知。

但无疑的是，房地产业将迎来艰难时期。

04

鉴于连续宽松对汇市信心的影响，人民币汇率连续走低。汇率的走低代表着资金的外流，其必将对冲央行实施货币宽松的效果。

央行必然会控制资金流向使其至少不能达到临界点，即完全对冲货币宽松效果。

那么汇率预期管理或加息成为仅有的两个选项。

是逆周期因子重出江湖，还是加息？

来自

863楼

作者:gz111678 日期:2018-06-30 07:19

解析：央行措辞更改，从保持流动性合理稳定到保持流动性合理充裕

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

中国人民银行货币政策委员会2018年第二季度例会(总



第 81 次) 于 2018 年 6 月 27 日在北京召开。会议强调, 继续运用多种货币政策工具, 把握好结构性去杠杆的力度和节奏, 促进经济平稳健康发展, 稳定市场预期, 打好防范化解金融风险攻坚战, 守住不发生系统性金融风险的底线。

## 01

两日前, 笔者曾发表一篇文章《离岸汇率十连跌, 逆周期因子重出江湖? 还是加息》文章中谈及中国经济的命脉问题为守住不发生系统性金融风险的底线。

而结构性去杠杆为居民加杠杆置换企业(国企)部门杠杆, 用以解决国企部门刚性兑付债务。

央行会议无疑再次确认了什么才是中国经济的命脉问题!

## 02

从紧的货币政策会刺激全面降杠杆, 而结构性去杠杆则需一个合理宽松的货币环境, 用以刺激居民部门加杠杆。

二季度央行例会措辞从一季度例会的“保持流动性合理稳定”更改为“保持流动性合理充裕”;

而另一句措辞的更改则为 2017 年央行四季度例会“切实管住货币供给总闸门”更改为“管好货币供给总闸门”。

措辞的修改进一步释放了合理宽松的倾向。体现了央行层面对结构性去杠杆进一步的支持。

在国际金融环境趋紧的情况下, 央行逆势加强货币支持

也侧面体现了国企去杠杆的紧迫性和系统性风险的严重性。

### 03

央行需合理宽松为结构性去杠杆提供助力与国际货币环境趋紧形成了一定的压力差，导致了人民币汇率直线下滑，十天时间，人民币汇率跌超 3.5%，目前报价高点已至 6.6390。

央行例会中指出，国际经济金融形势更加错综复杂，面临一些严峻挑战和不确定性。要继续密切关注国际国内经济金融走势，加强形势预判和前瞻性预调微调。

显示央行已留意到国际金融环境对国内金融环境的影响，在以合理宽松支持结构性去杠杆的同时，货币政策也将根据内外金融环境的影响随时进行调整。

### 04

二季度央行例会认为，当前我国经济基本面良好，经济增长保持韧性，总供求总体平衡，增长动力加快转换。内需对经济的拉动不断上升，外贸依存度显著下降，应对外部冲击的能力增强。

由此看，会议或趋向认为外贸重要度降低，支持政策可能会有所减弱，叠加贸易战影响，外贸行业局势或会恶化。

央行会议的宽松倾向也喻示央行暂时放弃加息选项，适时入市拉升汇率管理贬值预期成为必选，或将动用逆周期因子。

### 05

周一，笔者文章中提及央行政策趋向可能存在以下逻辑。

汇市承压——不加息甚至继续宽松——以存量外储拉升汇率制造升值预期减少资金外流——外储减少——基础货币减少——增加对外负债补充基础货币——国内金融环境保持短期稳定——风险点后移。用以留出时间解决国企杠杆率过高问题，达成攘外必先安内。

在外贸依存度下降情况下，央行或主要根据以上逻辑调整货币政策。

## 06

在增加对外负债选项下（对外直接负债、对华直接投资、对华证券投资），鉴于对外直接负债增长加剧了后期刚性债务风险，中央近日连续动向显示中央倾向于选择对华直接投资和对华证券投资，而非直接借入外债。

27日，央行二季度例会同时指出要主动有序扩大金融对外开放，增强金融业发展活力和韧性。

鼓励对外资对华证券投资。

28日，国家发展改革委、商务部对外发布《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018年版）》，大幅放开22个领域的外商投资市场准入。

用以吸引外资对华直接投资。

同日，媒体报道发改委收紧房企海外融资，限制房企借外债投资国内房产项目。

体现了央行对海外刚性负债增长的担心。

多种动向显示，吸引非刚性外债补充基础货币成为央行维护金融环境稳定的新趋向。

07

6.29 日外管局公布一季度国际收支平衡表显示；

按美元计值，2018 年一季度，我国经常账户逆差 341 亿美元，

其中，货物贸易顺差 517 亿美元，服务贸易逆差 736 亿美元，中国经常项目进入逆差时代。

另一方面，一季度，对外负债净增加 1709 亿美元。

其中，外国来华直接投资净增加 730 亿美元，来华证券投资净增加 438 亿美元，吸收非居民存款和获得境外贷款等其他投资负债净增加 544 亿美元。

对外直接负债、对华直接投资、对华证券投资三种间接和直接的负债模式从体量上已取代传统货物贸易顺差，其单独净增长规模都已超过或接近货物贸易顺差。成为外储增长的来源。

资金是敏感的，开放即有利于吸引资金，也有利于资金撤离，这将是一把双刃剑。

而吸引对华证券投资和对外直接投资，中国经济持续向好的基本面才将是金融环境稳定的根本。

987 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-01 22:14

今天收到一个称赞，我且把他当做是称赞，其实也像批评。

怎么说呢，

当局者迷，旁观者清。

是因为旁观者没有感情参与其中，才导致看的比较明白。

关于股票和外贸，三个月前曾经提醒了一下风险。

而今天，部分已经成为现实。

三个月前的提醒或者并没有带给身处局中的朋友们什么帮助。

因为身处局中多会只相信于己有利的言论，情感使然。

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%2F296162441.jpg{EIMAGE}

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%2F296162444.jpg{EIMAGE}

来自

997 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-03 12:40

而当前最新的货币当局资产负债表中，第三方支付备付金缴付比例约为 50%，金额为 5009.23 亿（红笔所示）。

如缴付比例增加至 100%，则约回收基础货币 5000 亿，以当前货币乘数约 5.46 计算，约回收流动性 2.73 万亿。

是否是考虑了宽松对汇市的影响，而做出的金融业供给侧改革？

1101 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-03 14:33

从货币方面理解房产和汇率,俄罗斯模式 OR 日本模式？

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

01

股市

央行释放的多重利好，仍没能阻止股市的信心崩溃。

上证指数大跌 2.52%，创两年新低。

所涵盖 1469 家公司仅 196 家飘红。

图：上证指数

两市资金净流出 268.46 亿元。

代表散户为主的中小单却净流入 268.46 亿。

其中，地产板块受棚改政策影响一路下跌。

房地产板块的走势也体现出资金对房地产业的不看好。

02

房市

笔者于 6.23 日发文《新一轮加码宽松政策或将负面影响房价导致崩盘》，中着重提到货币宽松受资金外流影响可能反作用于房价导致房价崩盘。

而房产板块的持续下跌则或许代表着最为敏感的资金

已提前感受到森然寒意。

人民币美元汇率的 11 连跌，导致“冻房市保汇率”的说法颇有市场，笔者也收到很多朋友的私信咨询这个逻辑是否正确。

笔者从货币方面来捋一捋这个逻辑。

货币主要体现为交易功能。

主要为交易的媒介和尺度。媒介是指将传统的物物交换转变为物——货币——物。

而交易的尺度主要体现为货币的面值使得价值易于衡量。

房产交易中，房产只是标的物，实现了货币从一个人手中转移到另一个人手中，这个过程中，货币被锁住了吗？

并没有。

另一个人收到了货币可以随心所欲的出国、投资、置办奢侈品或者购买日用品。

所以，冻住房市跟冻住货币没有任何关联。

相反，冻住房市会导致房市盘子变小，交易所需要的货币量变小，房子交易所需的货币量变少将使货币从房市交易中溢出。流入其他领域。

溢出的货币将流入股市、汇市、和消费品市场等。

而如果股市同步下跌则将导致股市交易所需货币量同时减少。

房市和股市溢出的交易货币都将冲击汇市。

此逻辑可以看出；

房市冷冻或下跌、股市下跌都将促使交易货币溢出至汇市，从而冲击汇率。

那么如何才能保住汇率不受冲击？

没错，就是房价股价有升值预期，使得更多的货币参与房产交易，从而导致参与汇市交易的人民币变少，导致人民币汇率升值。

两日前，人民日报旗下《证券时报》发表文章：“房价和汇率只能二选一”是个伪命题，只要中国经济基本面有支撑，保房价和保汇率可以同时实现。

没错，因为中国经济的前些年就是房价和汇率齐升。

关键点在经济基本面。

关键就是基本面是否仍能推升房价、股价？

从而吸引更多的货币参与交易，

而不使货币溢出至汇市。

目前国内通常认为现时房价或将有两种模式，即日本模式和俄罗斯模式。

日本模式与 97 香港模式类似，房价和股价暴跌中，所溢出的货币量通过快速货币紧缩同步缩减。保住了汇率。

而俄罗斯模式则为汇率快速贬值，使得资金来不及出逃，同时予以大幅加息，稳住了货币预期，从而稳定了国内金融



环境。

使得房价名义价格得以维持，但汇率快速贬值造成输入性通胀大幅推高了基础生活物品价格。

房价相对贬值。

而无论是日本模式还是俄罗斯模式，都伴有货币紧缩。

03

汇市

7.2日，人民币美元中间价调升9个基点，报6.6157，终结中间价8日调贬。

而实时报价则未受中间价调升影响，继续下跌。截至晚间22时，报价高点至6.6650。

而同期，股市流出资金268.46亿。

逻辑上股市流出资金会冲击汇市，毫无瑕疵。

股市跌，交易货币流出对汇率体现为一种冲击，汇率贬值。

如人民币美金汇率跌破6.7。那么市场将对人民币美金汇率的信心大幅减弱。

笔者在之前的几篇文章中也有分析，央行目前维持国内金融环境平衡尚有三条路。

1、严格的资金管制，单纯资本项管制已经很严，或需加强贸易项管制。但这对投资信心及进出口贸易将是一大打击。

2、以存量外储拉升汇率，管理预期，会消耗存量外储。而一旦当贬值预期强化时，普通居民的自发换汇行为将使得央行拉升汇率、管理预期难度大增。

央行的预期管理宜早不宜迟。

迟则当预期一致时，央行将变为唯一的多头。

大量普通居民受贬值预期影响的换汇行为将成为央行的对手盘。

3、加息、或跳贬后大幅加息。

跳贬使得资金来不及出逃，而大幅加息则稳定资金信心，减少出逃。

以六月债务暴雷密集度看，加息也将是一个难以抉择的选项。

以上图片来自于网络

04

央行

目前央行政策仍以根据市场反应微调为主，略显被动，并没有像美联储一样主动对市场释放明确信号用以引导市场跟进。

依据市场反应来做调整导致了一些政策的自我矛盾性。

如降准支持债转股属于货币宽松。

却又收紧PSL支持棚改政策属于货币紧缩。

央行同步的宽松和紧缩释放了一种略显混乱的信号。

6.29 日，中国人民银行发布《关于支付机构客户备付金全部集中缴存有关事宜的通知》规定自 2018 年 7 月 9 日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，到 2019 年 1 月 14 日实现 100%集中交存。跨境人民币备付金账户、基金销售结算专用账户、外汇备付金账户余额暂不计入交存基数。

而当前最新的货币当局资产负债表中，第三方支付备付金缴付比例约为 50%，金额为 5009.23 亿（红笔所示）。

如缴付比例增加至 100%，则约回收基础货币 5000 亿，以当前货币乘数约 5.46 计算，约回收流动性 2.73 万亿。

是否是考虑了宽松对汇市的影响，而做出的金融业供给侧改革？

1107 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-05 11:15

不知道什么敏感词汇，最新的文章贴不上来  
来自

1142 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-05 11:59

被严格监察了啊  
来自

1145 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-07 08:07

特朗普的贸易保护主义正式开火，或将世界经济拖入深渊

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

01

贸易保护主义的死灰复燃。

历史总是重复的。

1931 美国大萧条时代，美国引导了贸易保护主义的盛行；  
源于美国的危机转嫁思想。

美国希望对外出口产品，利用其他国家的消费拉动美国经济增长；却不想开放本国市场拉动他国经济增长。

而二战后，美国成为贸易自由化的主要推进者。

则源于一定程度的政治利益和经济利益相结合。

经济上，主要体现为美国就业率饱和需对外转移低端产能，低端产品需要从国外进口。

同时美国需对外出口具有比较优势的中高端产品。

这是美国二战后大力推进贸易自由化的原因所在。

70 年代，美国产品在国内外市场受到严峻挑战，美国政府虽仍主张贸易自由化政策，但开始对国内部分产业予以一定的保护措施。

特朗普政府上台后，美国贸易政策转向与 1931 年政策相似。

新的贸易保护主义逐渐抬头。

新的贸易保护主义的盛行来源于美国债务的不可持续性。

贸易保护主义的盛行与否体现了美国不同时期不同的利益诉求。

## 02

如美国对单一国家采取贸易战，美国的各种贸易限制措施除了对当事国造成损失之外，对美国的贸易盈余并不能构成改善。

出口国所消减的数量，很快将被第三国取代。

这个事实已经被证明过，70 年代美国对日本采取贸易限制措施，并没有在本质上改善美国的贸易盈余。

而特朗普政府对外贸易四处开战，则体现了美国政府希望全面改善贸易盈余的决心。

特朗普具有久经锻炼的市场博弈经验，在他领导下，美国政府四处扮演受损者，向更多国家索要订单，让更多的企业去美建厂，借此获取利益。

但特朗普的商人思维及美国总统任期不长决定了他更看重局部利益最大化，同时急于兑现竞选承诺以积累政治资本。

特朗普与传统政客并不一样，他并不看重国际政治与经济的长远利益。

## 03

累次美国的加息都将使得某个或某些国家爆发危机，但其并没有特别明显的目标，美联储的加息政策更像是抱着果树用力摇动，使熟透的果子自己落下来。

1997 年，美国通过加息引爆东南亚经济危机，资金流入美国缩减了美国自身的债务，并保持了自身的经济的快速增长。

而此次美国加息则与贸易保护主义想配合，针对性更加明显。

而贸易保护主义却是 1931 美国深陷大萧条迟迟不能复苏的主因，贸易保护主义已被证明对长远经济有害。

#### 04

贸易保护主义为何对世界经济有害？

来源于比较劳动优势。

简单解释一下；

农夫 A 一小时（单位时间）时间内生产 20 个苹果，或者可以生产 2 千克牛奶。

养牛工人 B 单位时间可生产 10 千克牛奶，或者 30 个苹果。

B 无论种植还是饲养，效率都比农夫高，如果 B 想吃苹果，他应该自己生产吗？

A 生产 1 千克牛奶的代价是损失 10 个苹果。

而 B 生产 1 千克牛奶的代价是 2 个苹果。

假定牛奶换苹果比率为 5，只需进行贸易

A

交易前

损失 10 个苹果方可生产 1 千克牛奶

交易后

5 个苹果交易 1 千克牛奶

可以说 A 有生产苹果的比较优势。其专注于生产苹果可以通过交易让自己生活过的更好。

B

交易前

损失 1 千克牛奶可种植 2 个苹果

交易后

1 千克牛奶交易 5 个苹果

可以说 B 具有生产牛奶的比较优势，其专注于生产牛奶，通过交易每千克牛奶可以换取 5 个苹果，相比自己生产，其额外获得三个苹果。

通过交易 A 和 B 实现了双赢，生活共同变好。

专注于自身擅长的工作可以同时为 A 和 B 同时提供更好的生活。

当无数的 A 和无数的 B 同时进行交易行为时，形成市场价格。

能让 A 和 B 只需专注于自身擅长的，即可在市场以市场

价格交换自身所需全部资源。

个体专注于自身擅长将使自身生活变好，国同此理。

专注于国家比较优势产业将提高整个经济运行效率。从而提高劳动生产率，实现国家更加富裕。

但其并非对所有产业都具有好处，没有比较优势的产业会逐渐萎缩，例如美国的钢铁业。

释放出的劳动力可以对优势产业从业人群提供服务，以换取收入从而实现优势产业收入再分配。

使得整个社会共同分享劳动生产率提升的成果，带动国家经济发展。

这是发达国家服务业繁荣的成因。

而贸易保护政策则将迫使每个国家更多的从事非比较优势产业，从而在世界范围内降低了劳动生产率。

美国的贸易保护主义在开始时，通过吸引资金流入美国从而可短期内以货币推动美国的经济增长，但长期由于世界范围内劳动生产率的降低将反拖累美国的经济增长。

并将整个世界经济拖入深渊。

05

回顾下 1997 年亚洲金融危机和 2008 年美国次贷危机是如何摆脱危机的。

1997 年之前，中国经济独立于世界经济体系之外，而之后则开始深度参与世界经济。



参与世界经济体系为中国带来了劳动生产率的迅速提高。由此导致的经济增长使得中国成为为世界经济增长的火车头。

中国旺盛的投资需求和消费需求拉动了世界经济复苏。

2009 年世界经济萎缩-1.9%，在劳动生产率没有明显增长的情况下，美国迅速采取宽松措施，息差迫使美国资金对外投资，资金套利行为迫使世界范围内同步采取了货币宽松措施。

以债务推升了世界经济的发展，带动了全球经济复苏。

而时间走到了 2018。

IMF 在最新的报告中指出,2016 年全球债务总额达到 164 万亿美元，相当于全球国内生产总值(GDP)的 225%，比 2009 年国际金融危机期间还高出 12%。需要说明的是，2016 年是 IMF 提供的最近一个年份的数据。

世界债务已至天花板，欧洲和日本甚至实行了负利率，也就没有了继续宽松的空间。

故意压低的利率使得投资收益远高于存款收益（财产性收入），大量的资金贷出用于投资，带来了大量的产能落地，却是以损失普通居民的财产性收入来实现的。

而消费能力则主要来自于居民劳动性收入和财产性收入。

财产性收入的压低带来了居民消费能力增速与产能增

速的不匹配。

为了促使消化产能，引导居民负债消费成为发展趋势。

低利率也使得负债消费行为增多，这又刺激更多的产能落地。

成为一种自我加强反馈。

但负债消费有极限，杠杆一加再加，总归要回到去杠杆进程。

美国率先进入货币紧缩阶段。

资金套利行为将使得资金从其他国家流出，流入美国。

资金从其他国家流出将使得全球范围内同步进入紧缩。

（部分国家被动紧缩，部分主动紧缩）

目前看，整个世界贸易体系之内杠杆率已高处不胜寒，而独立于世界贸易体系之外的国家也很难有如此大的体量可以迅速消化如此之多的过剩产能。

当过剩产能难以消化的时候，去产能成为必须。

去产能阶段，过剩产能存量较高的国家自然会希望贸易自由化以便于对外输出产能。

二战后的美国和现时的中国都是贸易自由化的支持者。

06

此次特朗普当选后推行美国优先，将使得各国仿效。美国本土仍有较多经济学者并不支持。

美元的回流美国，货币的支撑使得美国经济持续向好。

但美国的债务仍在增加，随着利率的推高，债务负担将使的美国经济后继无力。

美国或在 2020 年左右开始新一轮宽松。

而由于中兴事件导致的大国安全反思及特朗普政府推行的逆全球化。

将导致美国远期对外输出货币宽松能力减弱。

远期看，刺激他国经济，制造需求用以拉升美国经济的能力减弱。

美国为短期利益牺牲了长期。

利弊难以权衡。

07

7 月 6 日，美国正式对 340 亿美元中国产品加征 25%关税，发动了迄今人类经济史上规模最大的一次贸易战。

中美双方在贸易战中打响的实实在在的第一枪。

而后果，绝不可能只限于中美双方。

1179 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-10 14:16

提高居民可支配收入才是经济的当务之急，而非企业支持政策

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

中央广电总台国际在线 7 月 7 日报道，美国联邦储备委员会（美联储）前主席艾伦·格林斯潘（Alan GREENSPAN）

在以“探寻开放与监管新范式”为主题的第四届中国财富论坛上发言。

发言中提到美国储蓄率过低对经济的拖累及中国储蓄率过高的问题。

聊一聊储蓄率对经济的影响。

## 01

个体有一定的经济周期，在青少年时代，成长或求学过程中需要部分家庭支持（他人储蓄）或负债（他人储蓄），此时储蓄率最低。工作后储蓄率变高，中年为储蓄率最高。老年收入减少，储蓄率逐渐降低。

通过运用储蓄和负债可以来平滑一个人的经济生命周期，使得生活品质不至于起伏过大。

而个人储蓄率得高低则与社会保障呈现负相关。

很容易理解，增加储蓄可以更从容应对不可知风险。

## 02

资本是指生产出来的生产要素。

资本来源于生产减去消费之后的剩余（即储蓄）。

当生产仅能提供消费的时候，社会没有储蓄，自然也没有资本。

当生产能力超过消费能力之后，储蓄转而形成资本，用以投资扩大产能或改进技术。

技术的进步，产能的扩大导致的集约化生产能力，提高

了劳动生产率。

劳动生产率一直是各国最为重视的经济指标。

而货币是资本的具现。

货币与信贷推进了资本调配的便利化。

03

高储蓄率代表着高投资，而高投资的初期则代表着劳动生产率的迅速提高。

注意，只是初期。

举例说一个工人，开始只能手工劳动，资本可为工人提供合适的工具，还可以给工人的工具更新换代逐步自动化。自然可以为工人带来更高的劳动产出比。

此阶段资本可以带来劳动生产率的迅速提高。

但当工具已至最新的一代，没有科技支撑开发出新一代的工具时，劳动产出比提高缓慢。

这是投资的边际递减效应。

此后阶段的高储蓄率只能带来规模的扩大，直至下一次技术腾飞。

以微观见宏观，高资本量约可在 20 年之间为穷国提供后发优势，使其劳动生产率迅速提高，体现为 GDP 增长迅速。

随着劳动生产率的科技上限，GDP 随之进入缓慢增长阶段。

在劳动生产率无明显增长的情况下，GDP 的增长主要依

赖于债务推升。

## 04

中国国民储蓄率长期排名世界第一。

很多人以为国民储蓄率是私人贡献的，其实不然。

国民储蓄率来自于三个部分，居民储蓄率、企业储蓄率和政府储蓄率。

以 2008 年看居民储蓄率约占国民储蓄率的 1/3。

根据《中国家庭金融报告》显示，资产最多的 10%家庭占全部家庭总资产的比例高达 84.6%，其金融资产占家庭金融资产总额的比例也有 61.01%，非金融资产占家庭非金融资产总额的比例更高达 88.7%。还有，中国收入最高 10%的家庭，其储蓄率为 60.6%，其储蓄占当年总储蓄的 74.9%。大量低收入家庭在调查年份的支出大于或等于收入，没有或几乎没有储蓄。

居民储蓄占比总储蓄比例过低和分配不平衡将导致消费乏力。

高收入家庭更倾向于海外高品质商品，而低收入家庭则无力消费。

## 05

当高储蓄制造了更多的产能落地。

却需要消费匹配。

把全球当成一个整体看，落地的产能必须有消费能力匹

配，当消费不匹配产能时，必有产能出清的过程。

工厂陷入恶性竞价，先承受不住的工厂倒闭。

留下盈利高，生存能力强的企业。当然也可能是某些受到政策保护的企业。

然而全球却并不是一个整体，对外依赖型国家会积极支持贸易全球化，寄望于他国拉动本国经济发展。

对内依赖型国家则更易受到民粹想法支持从而发动贸易战。

## 06

消费来自于居民消费和政府消费，居民约占总消费的八成。

2010 年居民消费率 35.36%，达到一个低谷。

中国居民消费率与部分其他国家的比较。

高储蓄率带来的高资本转化率却并没有合适的内需予以匹配。

中国之前的经济发展无疑是依赖于外需。

而之后呢？

## 07

内需主要来自于居民消费。居民消费能力则依赖于居民可支配收入。

居民可支配收入占比 GDP 比例约 4 成。

居民可支配收入长期分配过低。

中国应当建立与 GDP 想适应的大国内需消费市场，才是一种经济转型成功的标志。

而这一市场的建立，则主要取决于居民可支配收入的增长。

鉴于居民可支配收入占比 GDP 之比长期过低，内需市场长期萎靡，已无法匹配。

当务之急应努力提高国民收入，而非推进各种企业支持政策，这会增加产能落地。

没有内需能力的提升，落地产能路在何方？

1223 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-12 11:30

前面文章有分析过，开始汇率预期管理了，短时间内不敢释放进一步宽松信息。暴雷加剧，也不敢紧缩。政策空间进一步收窄。

来自

1251 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-13 08:18

动机与约束，短时宽松效果基本失效

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

经济中

经济的参与者受到动机和约束的共同影响。

没有哪个国家有动机制造本国经济危机，但多数国家遭



遇过经济危机，来源于约束对动机的修正。

谈及政策影响时，政策的动机往往比较明显，但政策面临的约束却要更多的思考。

## 01

中国经济的主要问题是国企和地方政府债务问题。

而围绕这个动机的配套政策是容易被估中的，笔者在近几个月事件中就已经多次提前估中。

而约束却是多方面的，有需求、汇率、国际环境等。

如扩内需，扩内需方向有家电下乡、汽车下乡、发展房地产业、刺激消费金融等等多种手段多种政策，但其受到居民可支配收入的约束。

占比 GDP 仅四成的国民可支配收入，约束了国民消费能力的上限。

上限的限定决定了促消费政策的空间越来越小，效果越来越差。

自 2018 年 4 月 23 日，中共中央政治局会议召开，会议中重提“扩大内需”开始，时间接近三个月，从效果看消费还在下滑。

没有居民收入提高而只谈促消费，势必难以给出一份满意的答卷。

在外需受阻的情况下，消费对产能的约束，

必以 居民可支配收入/GDP 的提高来实现。

当政策无扩大分子的动机时，经济会以缩小分母来实现约束。

## 02

国内的政策也将受到国外的约束

国企的高杠杆债务存着在系统性风险，出于支持国企杠杆置换的动机，央行制定了短时宽松政策给予货币上的支持。但其受到汇率和国外环境的约束。

短时宽松导致了汇率的走贬。

自 6.14 日开盘美元人民币 6.3928 至 7.3 日至低点 6.7108，人民币贬值 3180 基点。

历史数据表明（兴业数据），人民币贬值 1 基点约等于上海银行间 3 月拆借利率（SHIBOR 3M）升息 2.2 基点的约等效果。

自 6.14 日至 7.3 日半个多月时间，汇率贬值带来了相当于加息 0.7% 的货币紧缩效果。

已可完全对冲掉央行定向降息 0.5% 的效果。

可以判定，国外政策对国内政策的约束使得央行短期宽松政策已基本失效。

那什么时候货币政策可以完全独立呢？

答曰：独立于世界体系之外。

## 03

美国经济政策动机很明显，为美国负债消费模式已不可

持续，债务需要缩减。

97 亚洲金融危机中，美国通过加息引爆他国危机实现了本国债务规模下降，而特朗普上任后，其实现降低债务规模的手段仍寄望于拉爆他国危机。

而贸易战，只是手段。

美国可以印钞进行近乎零成本的全球采购。

纸嘛，印嘛，要多少没有？

而政府先天就具有印钞的动机。

为何就不可持续了呢？

源于美元信用的约束。也是一国国内政策受到国外的约束。

利用国际货币地位——无节制印钞——美元信用受损——失去国际货币地位。

当美元失去信用时，国际货币地位丢失，自然也丢失了对世界收铸币税的权利。

美元丢失信誉会导致国外弃用美元的行为，约束了美元的印钞行为。

04

经济有周期。

供给和消费制造了经济周期

而债务是经济周期的推手。

而利率是债务的推手。

而最终世界利率政策由美元政策推动；

美元政策是世界经济的底色。

债务推升了生产能力，增加了供给。

债务也推升了消费能力，增加了消费。

而消费能力受到可支配收入的限定，至少也需可支配收入能覆盖债务利息。

当转折点到来时。

居民需缩减消费来还清负债。

而供给能力却已经落地。

供给能力受到消费的约束。

当消费不足时，多余产能需要出清。伴有工厂倒闭。

工厂倒闭伴随失业，失业降低消费能力，反馈循环。

典型的即是房地产业。

有许多人提醒，政府不可能让房地产业崩盘，否则将带来非常恶劣的后果。

这话的动机很对，

政府有防止经济下滑的动机；

而我们却更应关注消费、货币、汇率、外部政策、内部政策空间等对政策的约束。

说这话的朋友显然关注了动机，但肯定关注过约束。

而消费与供给的最佳匹配利率是多少呢？

即工厂贷款增加的产能恰好可以被居民存款收益增加

的消费能力吸收。

即两者共同等于名义 GDP 增速。

上季度，中国名义 GDP 增速为 10.2%，。而目前央行一年期基准存款利率 1.5%。

虽然最佳匹配利率只是理论上的数值，却也能看出一些问题。

与 GDP 增速相比显得过低的利率，显然有激励工厂扩大产能的动机，却剥夺了居民本应分享的经济增长红利。

形成了实质上的储户补贴银行，补贴企业。

最终反映在居民消费能力匹配不了供给增速。

消费能力对供给的约束最终形成周期。

或以危机形式重归平衡。

1256 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-15 09:14

M2 增速历史新低对房产价格已难支撑，房地产业凛冬将至

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

01

央行统计数据显示，6 月 M2 增速为 8%，创历史新低，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 1.1 个百分点。

社会融资增速跌破 10%，至 9.8%，上半年新增社会融资 9.1 万亿，较去年同期减少 2.03 万亿。

6 月新增贷款扩张明显，新增量同比多增 3000 亿元。

分部门来看；

1) 居民户中长期贷款新增约 7073 亿元，显示居民部门贷款买房仍在放量。

也喻示在可支配收入占比 GDP 没有增长的情况下，未来居民部门消费仍将萎缩。

2) 企业部门贷款新增 9819 亿元，其中票据融资增加近 3000 亿，

6 月末，金融机构超额准备金率为 1.74%，比上月末高 0.55 个百分点；

超储率的增高和企业融资更多的依赖于票据融资显示出银行对企业经营风险的担忧。

3) 6 月表外融资负增长 6916 亿元，降幅继续扩大；

表外融资多具有高利率特征，其流向多为房地产企业，在目前的实体部门中，房地产部门相比其他实体部门更能接受较高利率。

而表外融资规模的降低也将主要影响房地产企业。

02

金融是实体的血液，金融根植于实体。

实体部门（不含房地产）是正常供需关系，产品价格上升带来产能扩张，产能扩张带来价格下滑压力。

实体部门体现为一种负向反馈机制，其反馈较为缓慢。

调整力度也相对较小。

而金融部门则不同，价格越上涨，需求越多；  
需求越多，价格越上涨。

价格上涨的越猛烈，越是刺激加杠杆。

金融部门是一种正向的反馈机制。

而其中，信心、预期、基本面、货币支持力度、政策等  
都在影响正反馈的循环。

而信心比黄金重要。

当一旦有因素影响导致信心逆转，其调整则快速而惨烈。  
而房地产业则更加特别。

与金融部门依赖于实体不同，房地产行业既有实体属性，  
也有金融属性。

他可以通过如下逻辑线

价格上涨——制造需求——扩大产能——继续上涨——  
——制造更多需求——继续扩大产能  
制造闭环循环。

房地产的实体与金融一体的属性导致其影响力非常巨大。

对于整个经济来说，闭环循环的房地产业犹如癌细胞，  
其不停的吞噬其他实体部门的养分用于供养己身，直至经济  
崩塌。

前段时间，有消息称国开行总行棚改项目合同签订审批权回收总行，将会一刀切全国范围内叫停棚改。

7.12 日，住建部最终发声确认：棚改不搞一刀切，一些去库存压力比较大的城市，还是继续推行棚改货币化，而房价上涨压力较大的城市，取而代之的是新建棚改安置房方式。

从表态看，棚改货币化补偿逐步退出模式是确定的。

在棚改问题上，综合近期的汇率压力，央行应会属意于以棚改专向债替换部分 PSL。

在 2018 年之前棚改主要由央行 PSL 提供支持，PSL 释放为基础货币。以目前货币乘数看，每一块钱的 PSL 释放出来将增加 5.46 块钱的 M2。

继续对棚改提供 PSL 支持将转化为对汇率的压力。

而棚改专向债属于从市场直接募集资金，并不改变 M2。但却会造成市场资金更加紧张。

04

社会融资增速和 M2 增速的双双走低也喻示了社会资金面的紧张，上海、南京、杭州、深圳的 P2P 网贷密集暴雷也可以佐证。

而对房地产业来说，福无双至，祸不单行。

近日，国家发展改革委、财政部联合印发了《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》

严控房企海外发债用于国内。



房企的资金来源在国外层面和国内层面双双受到打压。

房地产业凛冬将至。

而六月，再创新低的 M2 增速，是否会是压垮骆驼的最后一根稻草？

1267 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-19 14:04

中投投资国内将带来二次印钞，谣言还是妖言？

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

事出反常必有妖

01

即 P2P 网贷之后，银行也开始暴雷了。

贵阳农商行、山东邹平农商行刚招来天雷，准备渡劫。

雷声未歇，河南修武农商行又来排队渡劫了。

数据显示，其 2017 年实现营业收入 1.5 亿元，同比增长 9.5%，但净利润仅 300 万元，同比剧降 92.86%。2017 年不良贷款率达到 20.74%，颇为惊人。

一时间银行业天雷滚滚，这是要群体渡劫？

02

央行公开批判财部。

以中国的社会世俗习惯来看，公开，本身就代表着反常。

央行为何会出面开怼财政部？

从货币政策看；

央行的货币政策空间已经愈发狭窄，已没有太多的腾挪空间。

笔者就曾在 6.19 日央行加码宽松之后评论，央行以短宽松支持国企杠杆置换政策基本失效。

如央行加码宽松，则将会伴有资金外流，冲抵宽松效果，最终反应在汇率上。

而对汇率的支撑，除了货币政策之外，更重要的是看一个国家的经济基本面。

基本面来自于哪里？

来自于各种生产要素竞争优势，而非口号。

生产要素来源于原材料价格、人工、土地、税收等。

而严环保带来了原材料价格攀升，棚改带来了三四线土地价格的暴涨。

那降税无疑成为重中之重的一环。

中央经济工作会议确定 2018 年宏观调控政策是积极的财政政策和稳健中性的货币政策。

而股灾、经济发展需货币支撑、不断的暴雷都迫使央行货币政策已经逐步转向偏宽松，偏宽的货币政策压力最终体现在汇率上。

财政部减税政策实施起来却是税收连创新高，甚至超越 GDP 增速。降税是如何促进税收增长的？

财政收入的超速增长必然是以损害经济发展潜力来实

现的，也就是有害于经济基本面。

反馈在汇率上不但没有起到支撑汇率的作用，反而强化了汇率贬值预期。

税收得超速增长也成为了央行开怼财政部的理由。

而央行的货币政策空间已几无弹性。

央行强调其本身仍有较多货币工具储备，在外部环境约束下几乎没有施展空间。

于是央行公开施压财政部。

从央行的公开施压来看，下半年财政或会更积极，或会出台实质性减税。

毕竟，税收对国内企业来说已经成为不可承受之重。

### 03

银行业天雷滚滚，亲妈还是亲妈。

央行近期加快货币净投放。

7.17 日，央行还进行了一次非标准型的降息。

中国国库现金定期存款（3 月）利率下调超 1%，从 6.15 日的 4.73%，下调为 3.70%。

而就在半个月前，央行正副行长连续表态，有信心将汇率稳定在某一区间内双向波动。

在上一轮贬值预期尚未得到充分释放，半个月后新一轮得宽松接踵而至。

体现在汇率上，7.18 日，离岸汇率破 6.75。波动已难

言稳定。

分析一下央行可能后续应对；

1) 加强管制。加强管制只能短期有效。长期看，同样也打击了资金流入，且贸易项开放的情况下，假道贸易的资金外流无法完全避免，加强管制对人民币国际化也是一种伤害，财政部回怼央行措辞中也提到了人民币国际化不如人意。

2) 以存量外储拉升汇率。由于中美贸易战已开启，中国汇率问题受到外部钳制因素变少。

汇率上已具有更多的自主性。

以央行最近的宽松态势看，不会容忍汇率大幅贬值，仍会适时干涉。

以稳定金融环境，或寄望于财政上对经济释放更多利好来稳定基本面从而支撑汇率。短期仍需以外储存量干预。

3) 当国内金融环境受外部局势影响有较为严重失控迹象或外储存量流失较多时，会加息，伴有快速贬值。

单以目前央行动向看，显示央行仍在细心呵护泡沫不破，不想主动戳破泡沫。不想让锅砸在自己手里。

但美联储加息仍在进行，成为央行政策的制约。

04

市场传闻，中投将向监管部门申请投资国内资本市场。

中投为代表国家从事外汇投资管理业务的国有独资公

司，其资金来源为财政部发行特别国债所购买得外汇。

具体操作如下；

首先，由财政部向商业银行定向发行特别国债；

接着，财政部发债筹集所得资金向央行购买外汇；

然后，央行将得到的资金用于认购商业银行手中的特别国债。

最终，央行对政府债权增加，而外储同步减少。基础货币不变。

商业银行走了个过场。

红框所示为央行基础货币来源；计算公式为总资产-总负债（红框外）

之所以要如此操作

是因为《中国人民银行法》规定：

“中国人民银行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其它政府债券”。

可能有点复杂

简单点说就是财政部以外储对中投出资，中国基础货币没有减少。

而外储却是印钞购买。基础货币已经增加了一次。

那么问题来了，中投对国内投资，势必需将海外资产重新折算为人民币。

中投海外资产投向国内将带来基础货币的二次印刷。

二次印刷!!!

这是准备打开潘多拉的盒子？

能二次岂不是代表着三次四次五次都成为可能？

谣言？还是妖言。

05

看一下经济数据：

上半年，中国 GDP 同比名义增长 10%，全国居民人均可支配收入 14063 元，同比名义增长 8.7%。

居民收入仍然跟不上 GDP 增速，消费还将进一步萎缩。

外需受打压之下，内需前景萎靡着实不是一个好消息。

今年 1~6 月，我国固定资产投资同比增长 6%，增速比一季度回落 1.5 个百分点。

社会消费品零售总额 180018 亿元，同比增长 9.4%，增速比一季度回落 0.4 个百分点。

基本面。。。

1303 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-20 21:12

汇率吓人了

来自

1326 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-21 12:10

央行货币政策趋于更宽松，汇率急贬或招致去杠杆前功

尽弃

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

01

6.80 整数关口，还是破了！

7月19日，人民币兑美元汇率在岸、离岸汇率双双跌破6.8关口，从17日开始，人民币兑美元汇率用了3天时间连破10道关口。

这离央行正副行长表态有信心维持人民币汇率稳定仅过了半月。

而7.19日的大跌，也显示了多重压力之下，央行对汇率贬值的容忍度进一步提高。

02

资本是无国界的，资本在国别之间的流动依据于货币含金量的高低。

资本的流向取决于国别之间货币含金量的不同，汇率的波动是一国货币含金量的反馈，却不是唯一。

决定货币含金量还有利率、汇率预期。

那么很显然，利率下滑、汇率下滑、汇率看跌预期的攀升都将导致资本流向的改变。

股市可见一斑，央行降准释放7000亿、上周放水6000亿，都未形成对股市的助推。

反成为资金外流的助推，汇率贬值则是资金外流的直观

表现。

苏州，7月16日，欧姆龙精密电子（苏州）有限公司发布公告，宣布欧姆龙苏州工厂将从7月16日起进入整体永久停工停产，并开展员工安置工作。

笔者于7.4日第一波汇率急贬时发文《结构性杠杆置换或将戛然而止，重回全面去杠杆》中总结汇率压力的出清或将有两种方案：

1) 急速跳贬，使得资金来不及出逃，同时伴随大幅加息，稳定货币含金量以维持国内金融环境的稳定。

但需考虑国内经济环境是否能承受大幅加息。

2) 小幅急贬——使得资金没有时间出逃——拉升汇率管理预期——打爆空头及打消居民换汇想法——形成某一区间的双向波动——等待预期稳定——小幅急贬——循环。

需考虑是否有足够的外储存量用以管理预期，优点为加息压力较小，加息压力可逐步释放。

目前来看央行选择了第二种，但在外部压力之下步伐更急。上一波贬值预期尚未完全稳定，第二轮小幅急贬来袭。

目前来看，央行仍会适时拉升汇率管理预期。

但显然，两轮小幅急贬之间间隔仅半月已经强化了贬值预期。

在汇率走贬、利率走低、汇率贬值预期加强的情况下，



央行四大目标中，“资本的流入流出保持稳定”将经受考验。

资本的流向还来自于经济基本面的影响。

如果经济基本面良好，为资本提供的盈利预期大于利率和汇率的损失。资本的趋利性仍将引导资金进入。

而上半年统计局公布经济数据显示，下行压力仍存。基本面难言乐观。

### 03

央行政策；

自 2018 年来，央行货币政策方向多次转变，从最初的紧货币+紧信用，至 2 季度例会调整为宽货币+紧信用，至 7.18 日晚调整为宽货币+宽信用。

（18 日晚），央行窗口指导银行增配低评级信用债，AA+及以上按 1:1 比例给予 MLF，AA+以下按 1:2 给予 MLF 资金；银保监会也强调，要对民企、小微企业加大信贷投放力度。

央行货币政策方向调整为宽货币+宽信用。

央行货币政策的多次转变，背后是核心仍是担心流动性收缩导致爆发系统性风险。

而至 7.18 日，去杠杆进程已实质性告一段落。或会导致去杠杆进程前功尽弃。

尽管央行对市场尽心呵护，但从 A 股市场反应来看，市场并不买账，沪指连续收跌。

相反，汇市饱受冲击，市场反应并未如央行预期理想。

央行政策与美元政策已彻底背离。

如以封闭环境来看，央行利率空间尚有余地，但以开放环境来看，央行货币政策已趋于极限。

央行货币政策趋于极限也是央行开怼财政部的原因之一。寄望于更积极的财政政策可以减轻央行压力。

而最终看，央行认怂。

后果是货币政策趋于更加宽松，内外间货币政策压力阈值扩大。

央行行长易纲的中美利率舒适空间早已打破，转入不那么舒服的区间。

中国存在特殊国情，财政部和央行同在国务院领导之下，常处于互相协作，却很难有独立性。

中国政府部门高效的原因之一就在于部门之间的互相协作。

积极的财政政策常需要积极的货币政策支持才可以得以推展，却很难独立开展。

目前看，央行已经发力，下半年或将有一轮财政跟随发力。

04

财政政策；

减税培养内需，需一定时间方见效果，并无法创造立竿

见影的效果。

投资发力则无疑是立竿见影，但将制造大量落地产能。

前财政部长楼继伟曾经批判中国长期过量投资导致存在大白象工程，不但不创造收益，还需一直追加投资。

而政府主导投资还将进一步挤压民间投资和民间消费。

在投资的边际效用已有所体现之际，积极的财政政策同样受到约束。政策效果受政策负面效果约束。

而如果积极的财政政策与积极的货币政策未能提供基本面的改善，使资本收益大于损失的话。

货币宽松将使货币含金量将进一步下降，资金流入流出将加速失衡。

导致被动性货币紧缩。

05

7月16日在北京举行的“2018国是论坛一年中经济形势分析会”，

中国外汇投资研究院院长谭雅玲演讲表示货币贬值对经济是有利的，基调已定。

并强调要的就是出口。消费人均差异过大，无法拉动经济。

中国经济的三驾马车中，出口、投资、消费；

消费受制于居民可支配收入；

投资受制于边际效应；

而出口则受制于中美贸易战。

如果贬值，会对出口有一定的拉动作用吗？

笔者认为贬值拉动效果有限。

1) 中国的出口更多只是全球装配产业链的一环。出口成品的同时需进口原材料，贬值所创造出的优势受到冲抵。

2) 在美国引领的寻求贸易双边平衡趋势之下，贬值创造的出口优势容易招致反制。而当双边贸易平衡，净出口归零，仍等于是一个完全靠内需的市场。

1336 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-23 16:15

想戒毒——戒不了——稍微吸点——又吸多了

来自

1340 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-24 17:23

宽松是城商行和平台持续爆出违约，非常容易扩散开。  
各方协商后先救吧，

问题是救了后，钱通过劳务和产品传导开来。

需要有配套政策将钱留在国内，配套不到位就只能外流。

配套我看也没什么新意了，无外乎刺激房车消费，定向补贴企业，。

全面减税效果最好，我看没魄力，这个得配合大裁员。

来自

1344 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-24 22:24

解读宽松后货币流向，新一轮宽松或对房价并无助益

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文：凭栏欲言

01

7.23 日，股市开盘走跌。央行关爱度爆棚，再度开展了 5020 亿元一年期 MLF（中期借贷便利）操作。而上一次操作，为十日前。

本日有 1700 亿元 7 天逆回购到期，两者相减，给市场增加了 3320 亿元的基础货币。

在当前货币乘数约为 5.46 左右的情况下，推算今日约释放 1.81 万亿的 M2。

而上周周一到周四，央行已累计净投放 5400 亿元，都为基础货币。

02

央行之所以如此积极，来源于 P2P 不断爆雷，并在向农商行和城投领域蔓延。

而平台资金账户基本是互通的，四个锅三个盖子玩的娴熟，一旦发生一单违约，往往代表着整个游戏无法继续，扩散起来速度极快。

防范系统性风险，已到了牵一发而动全身的地步。

这一点央行心里是最清楚的。

我国广义货币（M2）存量相当于 GDP 的两倍多；而同期美国 M2 占 GDP 的比重却不足 80%。为何中国市场总缺钱？

来源于流通货币的低效化。

央行放水需要商业银行的信贷能力方可转化为 M2。

而地方政府和国有企业先天就有国家信用背书，商业银行信贷资金多半以上流入国有企业和地方平台。

而作为地方政府和国有企业来说，凭本事借的钱，就没想过要还。

需不停的放水补充流动性以新债覆盖旧债及其利息。

这部分资金，流动效率变差，从而导致了国内 M2 居高不下。

### 03

在贸易战影响下；

系统性危机已初露端倪。

央行最初设想的短期宽松进行杠杆置换以降低国企杠杆率的设想已经搁置。

最后的结果是需要央行加大放水保持流动性继续玩四个锅三个盖的游戏。

不能断贷也不能抽贷，才可以继续将游戏玩下去。

至于放水是搞新一轮经济刺激吗？

光捂盖子就够忙的，那个目标暂时还顾不上。

除了央行的送温暖。

送温暖的还有人民日报和国务院。

国务院常务会议提出：要求积极财政政策要更加积极。

国务院常务会议要求保持宏观政策稳定，要求积极财政政策要更加积极，不搞大水漫灌式强刺激。要求稳健货币政策松紧适度，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制。

国务院常务会议要求引导金融机构利用降准资金支持小微企业等，引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求，引导金融机构运用降准资金支持小微企业等。（注意加黑字体）

国务院定调政策将走向更加积极（宽松），后面还会有进一步降准，地方政府的融资平台也在重点关爱之列。

而人民日报发表了一篇题为“结构性去杠杆稳步推进”的年中述评：

强调中国的“去杠杆”取得了阶段性成绩，未来将进入“稳杠杆”阶段。

这意味着去杠杆的告一段落。

政策方面全面回暖。

03

那么问题来了；

央行放出来的水，最终会流向哪里？

宏观实体部门归类可分为四个部门（海外、居民、企业、政府），

央行放出来的水，最终要变为债务方可落地。

分部门来看；

居民部门债务/可支配收入已超过 100%，已超越美国，而社会保障能力却相去甚远，居民部门加杠杆能力已经非常有限。

而中国的企业部门债务/GDP 已超过 150%，冠绝全球。

企业部门加杠杆将带来产能落地，受制于内外需求双萎缩，继续加杠杆能力也有限。

最大的可能仍是流向政府融资平台、房地产业。

对于饱受去杠杆之苦的房地产企业来说，总算可以松一口气了。

然而资金是流动的

流入融资平台和房地产业的资金最终要通过劳务购买，产品购买等方式流入国民经济的角角落落。

而这些资金在目前生产要素价格高昂，很难寻找到投资机会时，就会趋向于寻找海外机会。

央行放水缓解流动性危机，最终以购买产品或劳务进入国民经济末端之后，相当比例将流向海外，成为汇率下滑的推手。

汇率下滑又会导致前期借入美元债的企业加紧将人民



币兑换成美元，以降低汇兑风险。

最终或会带动居民部门自发跟进。

资金流向海外又紧缩了国内流动性。使得国内宽松的货币政策起效时间越来越趋于短期化，从而被迫放水常态化，形成一种循环。

最终发生越放水越缺水这种难以理解的现象。

体现为放水并没有带动 M2 急剧增长或只能带动 M2 短期增长。

也由此判断，本轮放水对房价并无助益。

1349 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-27 10:24

中金梁红:任由人民币贬值预期进一步发酵"得不偿失"  
来自

1367 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-27 11:20

汇率走向，利率走向，和金融环境稳定是不可能三角。

目前三个都要。

汇率贬，利率升可保持金融环境稳定。

汇率升，利率贬也可。

汇率贬，利率贬则必然=金融环境不稳定。

趋向金融危机，以震荡重建平衡。

新平衡建立之前，必是危机

来自

1368 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-28 11:01

本文通篇都在探讨逻辑，探讨一些当局动机，以及各种因素对动机的制约。向来不售卖观点，只推荐逻辑。

其中，汇市，股市，房市都在三月份开篇文章中已提示逻辑显示风险。而汇市，股市已经应验。

来自

1372 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-28 20:27

中国的 M2 为 GDP 的两倍，为何中国经济却一直缺水？

凭栏欲言

6 小时前

已订阅

文：凭栏欲言

放水对于中国目前的经济处境来说，犹如对一个有漏洞的气球吹气，气吹的少点，吹不起来。吹的大点，漏气也快点，再吹猛点还怕气球炸了。

费劲心思吹起来了，一眨眼，气漏的差不多了。

不到两周，近万亿基础货币的放水，仅维持股市上涨了三天，7.27 日，股市连续第三日收跌。

01

为什么中国的 M2 为 GDP 的两倍，同期美国的 M2 尚不足 GDP 的 80%，美国经济没有缺水的问题，中国经济却一直缺水？

货币是流动的，在钱放出来的那一刻，方向还比较容易把控。

国内资金流向的首要目标为国家隐形背书的国企和地方平台，这是一种政治正确的做法，即算资金出了问题，政治上也没有瑕疵。这对于国有大行来说更是如此。

而房地产业则需独立出普通企业。

房地产业的不同在于，房地产业及金融属性和实体属性于一身，其金融属性可以通过涨价制造投机需求，从而无限膨胀。

直至将社会资源一扫而空，集六个钱包也无法承担首付。然后将迎来正向反馈的转折点。在此之前，其对资金的需求近乎无底洞。

而美国融资倾向于以直接融资为主，更依赖于比较健全的股市和债市。

其没有第一优先级的国企和地方政府平台。

而美国的股市回报率和操作性优于房产，剥夺了大部分的房产金融功能，使其价值更偏向于实体。

自然也没有第二优先级的房企。

在图示几重更高优先权的层层截留下，放水能传导至普

通企业的效果微乎其微，甚至直接断流。

即算中国新增印钞量已占比世界的一半，仍然无法解决普通企业的融资难题。

要解决只能靠处理好资金传导机制问题。

前日（7.25）新华网消息：重庆市出台《全面优化营商环境促进民营经济发展的意见》，指出为促进公平竞争，打造一流营商环境，将推动国有资本从没有竞争优势的一般市场竞争性领域有序退出，为民营经济留出更大市场空间。

而《资管新规》也对房地产业的资金渠道造成了一定程度的打压。

后续呢？说不如做，还得看效果。

当资金持续传导不到经济活力最强处之时，可以说是货币政策全面失效。

## 02

财政收入未及时支出部分相当于等量基础货币退出流通，对经济造成一个紧缩效果。开设任何新的税种，都是从经济体中抽水，从而冲抵央行宽松效果。

积极的财政政策可由两个方向发力：

一。减少收入模式。全面降税，减少对经济造成的紧缩效果，利好可直接拓展至经济体末端。但地方政府支出基本固定，债务居高不下，卖地收入是否可持续，都钳制了减税空间。减税必然是一个痛苦的选项。

扩大支出模式。对企业定向扶持政策、或对消费补贴、或扩大基建。定向扶持会导致企业对政策依赖型太强。且容易制造贸易争端。

从效果看，全面降税可直达经济末端，对经济的提振效果更明显。

### 03

汇率、利率、和金融环境稳定是一种新的不可能三角。

汇率贬，利率升 尚可保持金融环境基本稳定。（货币内含价值稳定）

汇率升，利率降也可。

汇率贬，利率降则必然会带来金融环境不稳定。

将以震荡重建平衡。（货币内含价值重构）

从不稳定阶段至新平衡建立之前，将伴有金融危机，甚至是货币危机。

土耳其一直执行较为积极的财政刺激政策，其 GDP 增速为 7.4%， 7.24 日，土耳其央行货币会议决策暂不加息，保持基准一周逆回购利率在 17.75%不变，隔夜贷款利率与隔夜拆解利率也分别保持在 19.25%和 16.25%不变。

消息导致土耳其股汇债遭遇三杀。

土耳其国债惨遭抛售，10 年期基债收益率创 2010 年有数据以来的最大涨幅。土耳其 Borsa 伊斯坦布尔 BIST100 基准股指跌 2.4%，银行股指数跌 3.2%。土耳其里拉兑美元跌

超 4%，跌破 4.91 关口，里拉兑美元今年以来累计跌超 20%。

土耳其里拉的货币内含价值正在经历重构的过程，将伴有经济及金融的震荡。

来自

1377 楼

作者:gz111678 日期:2018-07-31 10:35

钱的流动性导致无论开始多么精准的滴灌最后都将变成大水漫灌

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文：凭栏欲言

01

货币是流动的，在钱放出来的那一刻，方向还比较容易把控。

方向如上图所示

央行放水经商业银行进入国企，平台，房企。

当钱自商业银行流入信贷方，钱会继续以购买劳务和商品的方式流入经济体系的角角落落。

这时再想控制钱的流向，已变得不现实。流向更多由市场决定，已不可能实现精准滴灌。

无论开始多么精准的滴灌最后都将变成大水漫灌。

掐着手指数算一下。

经济部门分类可分为五个（政府、居民、企业、金融、

海外);

金融部门是为资金和实体之间搭建通道，无论资金是否有在金融系统内空转，最终都要流入实体。上图只考虑的实体部门。

而政府部门征税则是等同于同步自市场抽取基础货币。

积极和非积极的财政政策体现为抽取市场流动性的多寡。

抽的少，即为积极的财政政策。（也可以抽的多，回馈的多）。

政府和国有大行的货币流向相对方便进行调控，而其余三个部门（居民、企业、海外）就更多的由市场因素决定。

市场资金流向当然是高回报率。

于是出现了资金流向 P2P、信托、房企、旁氏融资。

却不会流向实体企业。

02

为何不流入实体企业？

按照国资委发布的 2017 年数据；

2017 年，国资监管系统企业实现营业收入 50.0 万亿元，同比增长 14.7%，实现利润总额 2.9 万亿元，同比增长 23.5%；中央企业实现营业收入 26.4 万亿元，同比增长 13.3%，实现利润总额 1.4 万亿元，同比增长 15.2%，增速创五年来最好水平。

注意，2017 年是供给侧改革发力的一年，国企利润度暴增。

按照上述数据计算，国企的平均利润率大约是 5.6%(暴增后)。

这个数据可以代表了中国实体经济的平均利润率水平甚至有所超过。

很显然，中国实体经济部门（不包括房企）是无法承担高利率的，也当然不会是资金流向的目的地。

再从需求来看；

2018 年 5 月，全国社会消费品零售总额增速只有 8.5%，创下自 2003 年 5 月以来的 15 年最低。国内消费远远低于预期，已经拉响警报。整个社会的消费能力正在严重萎缩。

叠加贸易战影响，内外需求双萎缩逐步成为事实。

企业最终目标为盈利，需求不见了，如何盈利？

企业有何动力负债加大投资？

当然，国企借了就没打算还，可以除外。

### 03

房地产业则不同，房地产先天具有金融属性，而金融资产最大的特点就是追涨杀跌，其可以通过涨价来同步创造投资需求和高利润。

多么完美的套路!!!

房价的快速攀升，无疑加深了需求方一不小心就会被抛



下车的恐惧，这是有人集祖孙三代之力首付买房的最大原因。

恐惧，成为买房的焦虑之源。而焦虑则被无情的折现为房产需求。

房地产业在中国的高速发展还依赖于三重因素；

1) 货币量的推升，中国新增货币量占据世界的五成。

2) 找不到比房产更好的金融投资产品。中国股市回报率极低。迫使资金集中流向房产，使房产的金融属性发挥至极致。

而美国的股市回报率和便捷性优于房产，资金更趋于流入股市。

3) 我国特有的户籍制度为房产制造更多的附加值。

在最新公布的福布斯排行榜中，世界 500 强企业只有中国有地产公司上榜，并且不止一家，万科、恒大、碧桂园等等房地产企业纷纷上榜。

而日本和欧洲上榜的公司基本上都是制造业，美国是各行各业都有。

这无疑体现了中国国情是多么的适合房企生长。

而房产作为一种居民基本生活保障同时也是社会生产基本要素，其过分发展必将拖累实体经济的发展。

德国等重视实体经济的国家会采用各种手段限制房地产业发展速度。

目前，中国房地产业飞速发展的基础则受到了挑战。

(1) 货币量增长乏力。自 2018 年以来，M2 增长速度已不能覆盖名义 GDP 增长率，对金融资产的价格支撑更无从谈起。

(2) 汇率的大幅走贬预期持续将使得外汇资产回报率优于房产。

(3) 房产税预期将降低房产附加价值。

房产为金融资产，有追涨，自然也会有杀跌。

当存有资产回报率高于房产时，会伴有资金自房市流出。

04

据统计，自六月份开始至 7.18 日，全国共有 231 家 P2P 平台出现了炸雷，相当于日均 5 家 P2P 平台出现问题。

包括 4 家交易规模超过百亿的平台，涉及金额过万亿。

P2P 行业已然风声鹤唳，草木皆兵。

然而现在还只是刚刚开始，P2P 行业的资金断链将会慢慢向外扩散，将波及至 P2P 行业之外。

随着 P2P 全行业信心滑至低点。未暴雷的企业也将面对信心滑落导致的挤兑压力。

央行放出的资金，传导至经济体末端之时。

流入实体无利可图，流入理财满布地雷，接盘房产犹豫高位。

其资金流向将分化；

1> 进入低利率低风险存款及理财，再次贷出。

2> 换汇流入海外部门。

最终相当大部分将流向外汇市场。

上图：在岸美元兑人民币高点至 6.8428

越放水，越多的流入外汇市场，汇率越承压。外汇市场  
收益越高，越多资金跟进。

这将形成金融资产的正反馈。

直至将可能性资金都抽进外汇市场。

犹如之前的房市。

而打破汇市正反馈的将是提供回报率更好的产品。

如加息，使存款收益超过汇率损失。

除海外部门的其他经济部门，则将面临越放水，水越进  
入汇市，其他部门更缺水的现实。

而最有力的手段，管制。

则由于国内贸易项已放开，已无法实现彻底的管制。只  
能实现缓冲的效果。

1390 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-02 13:17

上证跌 3.02%，深 3.8%，时间 13.15。恐又一轮爆仓来  
临，越来越临近

来自

1424 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-03 13:30

在岸美元人民币汇率 6.8787

来自

1446 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-04 03:02

当货币“池子”不再，将带来新一次价格闯关

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

2015 年人民代表大会人代会时，时任央行行长周小川提出一个概念，就是后面广为人知的“池子理论”。

其时，中国大量热钱涌进，外汇储备急速增长，峰值接近 4 万亿美元。

针对入境的“热钱”，周小川认为，如果短期投机性资金流入，就将其放进“池子”里，而不会任之泛滥到整个中国实体经济中去；“热钱”需撤退时，将其从“池子”里放出，让它走。

这样可以在很大程度上减少资本异常流动对中国经济的冲击。

01

典型的“池子”是外汇储备。

如日本，热钱流入时，通过对境内居民发债或以财政盈余购买外汇，将外汇导入“池子”储备起来，而购买外汇所用本币为从境内获取，购入行为并没有产生货币的增发，使的国内货币总量恒定，并不会因为热钱流入而对国民经济产

生较大影响。

而当外资流走时，则卖出外币，收回本币偿还居民债务。

通过“池子”的缓冲，外资的流入流出并不会对国内货币总量产生影响，从而维护国民经济的稳定。

## 02

中国国情则不同，中国的外汇储备不存在“池子”，当外资流入中国时，中国结汇制度为根据汇率由央行发行等量人民币基础货币买进外汇。

而基础货币还涉及一个货币乘数的问题，放大了资本流入的影响。

举例来说；

当前美元人民币汇率为 6.85，那么 1 美元流入中国将产生多少的货币呢？

当前货币乘数为 5.46，1 美金外资流入中国将产生  $6.85 \times 5.46 = 37.4$  的 M2。

相当于外储中的每一美金央行对应印发了 37.4 的人民币。

这代表了每一美金的流进流出，国内货币总量对应增加或减少 37.4 的人民币。甚至于影响了汇率的预期。

特殊的结汇制度导致外资热钱的流进流出对中国经济影响相当之大。

## 03

汹涌的外资热钱与中国的宽松货币政策一拍即合，外资流入的钱，央行增印的钱合力引导了国内 M2 长期高速增长。

目前国内印钞量约占世界 1/3，新增印钞中国一家即可以 PK 掉美欧日韩印之总和。

如此之多的货币需要有个“池子”容纳，如若不然，恶性通货膨胀在虎视眈眈。

周小川的“池子理论”在 2015 年开始明面化。

而设立池子的目的就是为了让水不要流入普通消费品市场，以防带来恶性通胀。

中国的外汇储备设计制度无法起到“池子”的功效，中国国内经济尚有两个“池子”可以考虑。

即房地产市场和股市。

而池子也不是想有就有的，设立池子需要引导，使水自发流入。

引导资金流入办法是利用金融产品自我加强反馈。

即用涨价引导资金流入追涨，资金流入又推动涨价。形成正向循环。

对于两个池子来说；

股市作为“池子”优于房地产，股市资金可支持实体经济发展，而股价高昂与否对居民生活影响较小。

2014 年之前，中国的“池子”是房地产。

房产价格上涨却会推高整个实体经济运行成本，拖累实

体经济发展。

在 2015 年中央曾经试图将股市打造成新的“池子”以替代房产。降低房产对实体经济的负面拖累。

然而股票价格却受到公司实体的业绩制约，对价格的制约意味着相对于中国庞大的 M2 来说，股市容纳资金量有限。加上中国股市负面新闻迭出，2015 年将股市打造成池子的努力以股灾结束。

而住的问题虽也是一大民生问题，却仍好过资金流入普通消费品市场。

两相权衡之下，2015 年股灾之后，房产“池子”无奈扩容。

自 2015 至 2017，各种房产价格一年翻倍的新闻层出不穷。引导了更多的资金流入追涨，从而保持了消费品市场的价格基本平稳。

#### 04

以粮食举例来量化分析一下，如果没有“池子”圈住钱，会发生什么？

1990 年粮食价格是一个低谷；

笔者以较为低谷价格粗略计算一下，如没有“池子”圈住钱，粮价可能会有什么变化。

1990 年的粮食总产量为 44624 万吨；2017 年粮食总产量为 61790 万吨，约增长 1.4 倍。

而 M2 则从 1990 年的 1.53 万亿，增长至 167.7 万亿，约增长 110 倍。

以上述数据计算，理论上没有“池子“的情况下；

2017 年主粮价格应为 42 人民币/千克。

05

7.31 日，中央召开政治局会议，分析研究当前经济形势和经济工作，并做出新的部署。

会议要求，要保持流动性合理充裕，会议还要求实施积极的财政政策。

从累次表述来看，再一次确认了货币政策偏向宽松方向的调整。

会议同时强调要下决心解决好房地产市场问题，坚决遏制房价上涨。

货币是具有流动性的，只有从有意向至交易成功的过程中，货币会为了等待成交而暂不流动。“池子“要圈住流动性只有吸引更多人参与交易才可实现。

所谓的“池子“却并不存在堤坝使货币不能流出，任何一个成功的交易，收到货币的一方都可以随意将货币投向自己喜欢的领域。

由此可以很方便的理解到，对房子的追涨才是形成房产“池子“圈住钱的根本原因。

当上涨预期不再，钱自然就会从房市流出。



对比一下股市更便于理解；

2015 年的股市，成交量峰值约 2.5 万亿，而时至 2018 年，两市成交不足 4000 亿。

或者有人认为股市亏了钱就是钱被圈住了，事实不是。

每个股市亏钱的人，都对应有赚钱的人，当股市无可投资价值时，赚钱的人会将股市资金套现投往他处。

股市并没有圈住钱，钱已从股市流出。

那么很显然，中央政治局会议下决心要遏制房价上涨时，无利可图的资金自然就会从房市流出。

而房市蓄水量早已不可用“池子”来形容，那是一片汪洋大海。

如果蓄于房市中的货币洪水汹涌流出时，又逢积极的财政政策。

那如此之巨量的水流往何处？

新的池子在哪？

当房产“池子”功能消失，而没有新的池子存在时；

流入消费品市场成为必然，消费品将迎来新的一次价格闯关。

1453 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-07 15:27

由深圳地产新政推演后续地产政策方向，汇市仍为最大变数

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文：凭栏欲言

继上两篇文章讲述了央行放水流向及蓄水池功能意义之后，

本篇来解析推演一下后续的地产政策方向。

## 01

对于目前的中国经济稳中有变的问题，中央仍然以偏宽松的货币政策和积极的财政政策来应对。

为何说“仍然”呢，因为一直都是如此，从未改变。

笔者以统计局公布 GDP 实际增长率计算了一下，2017 年经济体量为 1990 年的 12 倍，而 M2 则 1990 年的约 110 倍。

经济体量和 M2 体量之间的增速差距归功于中国惯于以宽松货币政策和积极的财政政策来应对各种经济问题。

简单来说；选择只有两个，放水和加大放水。

## 02

一段时间之内，社会总财富（注意是财富而非货币）是相对稳定的，货币放水不影响财富的数量，只带来货币的价值缩水。

硬币的另一面即是财富名义价格上涨，也叫通胀。

而货币之水并不总是各市场均衡流动，那个市场更具有投资价值，水就会倾向于流入此市场。

放水流向的偏向性导致不同的市场，货币价值缩水比例

并不一致。

例如房地产市场，货币价值严重缩水。

当然，你也可以说房产价格飞速上涨。同一个意思。

部分市场货币价值缩水对居民生活影响很大，而有些市场则相对来说小得多。

引导水流入对居民生活影响不大的市场使其流动性不外溢就是“池子”。

以目前易形成货币“池子”四个市场（股市、汇市、房地产市场和消费品市场）来看；

最好的放水流向选择当然是股市，却成为最不可能的选择。来源于股市累次割韭菜伤了韭菜根。

而又以放水进入消费品市场对居民生活影响最大。

### 03

周小川在 2015 年提出设立货币“池子”的目的，是为了减少外资热钱流入对中国实体经济的冲击。

而以房产市场作为池子，由于房产兼具金融与实体双属性，其实体属性决定了热钱流进流出对中国实体经济具有相当程度的影响。

“池子”效应需要一个完整的流入流出作为一个使命的终结。

流入房市的钱必定要流出，因为房市不可能无限上涨。当没有追涨动力之时，钱就会转向于追涨其他资产而自房市

流出。

而以中国房地产市场吸纳的资金量来看，流入几至极限，即算全部的市场资金都流入房产市场也很难全面推涨房产价格了。当房产市场无法吸引资金时，是时候考虑房产“池子”中的水流出的问题了。

#### 04

股市由于信心问题已很难充当货币“池子”。

房市“池子”资金流出会有两个去向，消费品市场和汇市。

1) 由于中国的结汇制度问题，钱流入汇市则相当于中国国内货币总量少了，会导致资金面被动紧缩，从而使部分国内资金链存在断链风险。

由于中国融资多为间接融资，由银行作为中介方完成融资。

资金断链时，首先受影响的即为银行，代表着部分银行贷款收不回，而银行的放贷资金为其他部门存款。

资金断链将影响银行的偿付能力，问题集中爆发则将导致银行发生系统性风险，存在银行倒闭的可能。

2) 钱流入消费品市场，则将推涨消费品价格，带来CPI的快速攀升，CPI升高将推高加息几率，加息作为货币紧缩手段的一种，仍将加大资金链断裂风险，进而存在发生银行系统性危机的可能。

这两个方向来看，房产中流出资金将带来中国经济的严重震荡。

而池子的功效本应是减少实体经济的震荡。

以房产作为货币“池子“事实上未达成目标。

05

无论货币“池子“失败与否，问题已经存在，需要解决。

房产“池子“中的水需要流出，那如何引导流出才是中央需要解决的问题。

缓步将蓄水池中的水引流出来，尽量降低对经济的影响度才是中央所期望的。

引流出的资金部分将流入汇市，部分将流入消费市场，而最好当然是可以引流入股市，当然理想与现实总有差距。

然而房产作为金融资产，追涨杀跌是必然。

房价只要没有上涨预期，蓄水池中的水必然就会溃坝式流出。

而只要存在上涨预期，则就会有资金不停汹涌流入。

这与中央期望值不符。

为达成缓步减少房市蓄水量的目标。

猜想中央仍会在以下方向上做出努力；

1) 房市蓄水池功能目前来看仍至关重要，不可以完全放弃。仍将制造房市微涨预期，避免资金对金融资产的杀跌行为造成房市大规模资金流出。

2) 但有涨价预期就会有资金追涨，为防止过多资金追涨，会继续加强遏制部分资金流入房产相关。

以达到房产“池子”蓄水量逐步下降的效果。

例如加强企业和个人限购等，限制资金流入房产。

3) 遏制资金流入房市会造成房价下滑预期，可采用更多的加强限售等政策将部分可交易房源踢出交易范畴。

供应量的减少可维持价格上涨预期。

环环相扣，如此完美！

以上措施都为以行政手段控制市场的追涨杀跌行为，理论上可较为完美的实现完全的市场经济所不能达成的目标。

但行政干预尤其是限售将导致资源传导配置出现问题。

譬如说，有企业需要周转资金，急需卖房输血，恰逢限售可能会导致企业只能无奈倒闭。

06

7.30 日，深圳发布了房产新政，被业界称为先行先试。

截至 7.30 日，全国多个城市已发布了限售、限购政策。

深圳的房产新政重点有三点；

限售、限购、新建商品住房只占 40%。

三点分别体现了不同的目的；

限购体现为政府想减少进入房地产市场的资金量；

限售体现为部分可供应房源（二手房）被踢出交易范畴，用以维持房价上涨预期。

新建商品住房占比 40%体现为继续减少商品房供应，维持商品房上涨预期，加强商品住房金融属性，让资金追涨，避免资金大规模流出房市。

同时期望非商品住房逐步剥离金融属性，回归居住属性。降低房价过高对实体经济的负面影响。

如深圳模式成功，推测很快将会在全国推广。

07

以深圳房产新政看，政府所体现的意图较为明显。

但资金流向关键看收益预期，资金总会流向利润最大化的地方。

想要避免资金大规模流出房市，需要房市有投资价值，还需要外部没有优于房市的投资。

而汇市的收益攀高无疑会导致资金追涨行为的出现，加速资金流出房市。

目前央行已将远期售汇风险保证金提高至 20%，用以增加远期售汇成本，减少汇市追涨行为。

1492 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-07 23:34

据彭博报道，知情人士称中国央行要求银行防范人民币市场的羊群效应。

羊群效应有苗头了，也可以说汇率预期管理失败。

来自

1498 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-13 01:52

@自嗨不算嗨

池子一般为金融资产一直涨价吸引资金去炒才可以实现。

P2P 只是高息融资，不具有追涨效果就没有池子功能。只是资金通道，其他行业接受不了这么高利息，基本还是流向房地产。

P2p 只是体现了直接融资功能。

当债务违约时，债主和欠债人自行解决，银行不受牵连。

而间接融资是中国主流融资模式，银行经济上行周期赚了钱，下行周期违约会将银行牵连在内，可能就会全吐出来，甚至会倒闭。

美国由于多次经历危机，对间接融资风险防范心很重，直接融资才是主流。

P2P 是中国直接融资的一次实验。但没有发育的土壤，银行也不会允许有人抢自己的生意，好的存和贷都轮不到，先天就只能做些铤而走险的事。

来自

1522 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-14 02:36

货币高速增长带来的财富幻觉终将梦醒



凭栏欲言

3 天前 23:20

已订阅

文：凭栏欲言

01

很多人将财富和货币混为一谈；

然而财富和货币却是两回事。

财富更多是指可积累，可交易的商品；

货币却只是周转与分配的媒介。（是媒介，而非财富）

如果货币可以代表财富，那津巴布韦和委内瑞拉的致富未免太简单了点。

以货币为媒介（一般为货币购入），个人可拥有的财富的多寡才是常规意义上贫或富的区别。

财富依据消费理念，可划分为二个部分；

留作当前消费和留作资本用以投资。

留作当前消费的部分决定了当前生活的好坏。

而留作资本用于投资部分更多是为了日后生活的更好。

简单来说，就是挣了钱就去爽，还是去存钱挣利息的区别。

其代表个人是倾向于当前消费还是倾向于更好的远期消费。

深圳著名的三和大神很明显就是注重于当前消费的典

型；

而存钱挣利息，是一种将资本交予银行，由银行作为中介将资本交予他人进行投资赚取收益，存钱方收取利益分红的行为。

其归根结底是一种资本谋取回报行为。

微观最终组成宏观。

全体居民财富的总和，称为国家或社会的总财富。更多的是指国家是否积累有足够多的可积累可交易的商品。

## 02

简化的生产要素分为三种（劳动、土地、资本）

资本为其中之一，资本是指过去积累的财富用于再生产。

资本分为固定资本和流动资本。

固定资本投资多为建造厂房，购入新型机器等，可多次使用，每次使用仅需进行少量维护。

流动资本则为购置原材料，提供劳动报酬，为产品售出前的库存阶段提供周转等。流动资本为一次性投入，需要产品售出将资本重置方可继续流动。

而无论是固定资本还是流动资本，其多由货币模式投入（货币购置财富投入），一经投入，对应的财富便可视为消失了，直至新的产品被制造出来，创造出新的财富。

而后新的产品售出，资金回流，对固定资本和流动资本进行资金重置，方可进行下一轮资本投入。

额外创造的财富即为利润。

财富是在一轮轮重置中积累起来，很少有财富可以一直保存，例如衣服和牛奶都是财富，其多数会在一定时间内报废。

财富积累过程就像人口增长，不是有的人永生导致了人口增长。其中的个体已经重置，只是新生人群超过了死亡人群，带来了人口增长。

而当需求不足，产品不能售出时，便没有资金进行新一轮资本投入，创造新财富的能力便消失了。

已经制造出来的却没有售出的产品，多数会在短时间内报废，财富消失。

最为著名的案例即为中学课本上资本主义国家经济危机时往河里倾倒牛奶事件。

无法售出牛奶便无法进行资本重置，无力购买饲料，生产新牛奶的能力也消失了。

而制造出来的产品牛奶，作为财富的一种，其无法售出也会在一定时间内报废。

为了尽可能的回笼资金，已制造多数产品会亏损甩卖。这将导致产品便宜了，这就是通缩。

由上也可以理解到，社会群体的大多数消耗并不是多年以前积累的财富，而是需要新生财富供养。

当创造新财富能力下降，很快就会反应在供养人群生活

水准下降。

而生活水准的好坏仅跟财富有关联，跟货币没有关联，货币仅为媒介。

但当创造新财富能力下降，财富存量将下降，货币如未对应紧缩，将反应为通胀，伴随财富创造能力下降经济停滞。称为滞胀。

### 03

负债是消费了别人之前创造的财富，而需要在将来偿还更多的财富给别人。

但由于是以货币偿还而非财富，当货币贬值速度很快（即通胀时），反而可能产生远期偿还更少的财富给别人，这无疑是占了便宜，从而推动了负债行为。

而负债却有天花板，其受制于收入。

中国的居民部门负债率方面，以居民债务/居民可支配收入来测算，截至2017年年末，中国居民杠杆率高达110.9%，已经超越美国的108.1%，基本已经处于加无可加的地步。

居民债务为无限责任，没有破产一说，自然也没有债务豁免。相比于国企和政府债务，居民债务显得更为刚性；

国企和政府债务则较为弹性，实在不行可以印钞解决，而居民债务则不可能。

居民部门债务还债怎么办？

那只有减少消费，将更多的收入用于偿还债务。

消费的减少降低了需求。

从上段文章中我们得知，需求不足导致创造新财富能力下降，个人方面体现为个人平均拥有的财富下降，生活水准下降。宏观方面即为国家变穷。

#### 04

创造财富能力下降导致私企经营风险增高，银行放贷给私企时必须考虑更高的风险溢价，放贷利率不会低也不能低。

而需求下降，私企产品需求不足，利润空间就会下滑。无利润空间覆盖贷款利率，接受的贷款利率不能高也不敢高。

银行与私企各有诉求却得不到解决。

2018 年 8 月 8 日，银行间隔夜质押式加权利率 1.45%，三年罕见。

银行间市场如此宽松，“便宜钱”却很难传导到信贷端。

来源为银行需更多的考虑私企经营风险问题。

而国企和地方政府债务比较弹性，出了问题国家会兜底，国企和地方平台敢于贷款且勇于贷款。

国内准货币（M2）的创造仅需两步，央行的基础货币和银行的信贷能力。

近期传言中国仍将加大基建投资，一母同胞的国企和国有大行的配合将使的 M2 的增长拥有足够潜力。

#### 05

当前中国经济的主要风险点在哪里？

即为中央一再提起的系统性风险问题。

系统性风险爆发点在哪里呢？

在银行。

由于中国主要融资方式为间接融资，由银行作为主要中介方吸纳存款，放出贷款。

M2 主要体现为银行的各种存款（不管是借来的还是自己的）；

180 万亿的 M2 中，基础货币只有 30 万亿，剩下的 150 万亿为负债。

那万一有较多企业同时还不上钱，那债务就转移到了银行身上，而存款却需要银行兑现。

当银行无法兑现时，就会发生银行倒闭，进而导致大面积挤兑，即系统性风险。

而银行贷款对象中，国企和地方政府却是从借就没打算还。

上年底财政部发布数据，截止 2017 年 11 月末，国有企业负债总额首次突破百万亿关口，达到 100.08 万亿元。

数据仅为国企，尚未包括地方政府债务。

这 100 万亿中有多少是未打算还给银行的？

而这些钱是银行吸纳的存款，假如不还银行如何应对存款兑现？

如何解决？只能以放水保证借新还旧，将问题留待日后。

中央一再强调的解决债务刚兑问题，也只是针对国企和地方政府债务所言。

因为私企从未有过刚兑。

那可以打破国企刚兑吗？

也不敢。

只要有一例打破刚兑，必然会迎来对国企和地方政府的债务信心问题，同时还牵扯有作为抵押的国有产权如何处置的问题。

那无奈之下，去杠杆去到一半，掉头放水。

然而外部仍是紧缩环境；

目前，中美中端利差接近持平，三个月短期国债市场利率已经倒挂。

9月，美联储大概率仍会加息，如中国不跟进，将加大倒挂幅度，货币贬值预期增强。

货币贬值预期增强将导致资本外流。

而货币只是媒介，最终是财富外流。

鉴于利率政策空间已经完全消失；

9月，中国或将被迫跟进加息。

而为了保证不发生系统性危机却又不得不放水；

或将进入即加息、又放水的新纪元。

居民部门需求不足将导致创造新财富能力下降，国内总财富将下滑。

1) 资金外流本质是财富外流。

如不能控制住资金外流，居民人均财富还将进一步下降。

2) 如国内以放水配合加大基建应对经济周期。

则须有对应财富流入基建。

财富来源于哪里？

来源于新增货币自全体居民财富中偷偷拿走。

财富投入基建作为固定投资，需不停的投入新增财富维护，否则将在一定时间内报废。这是投资需要考虑回报的出发点。

而中国长期大量投资已至边际效应，继续投资将导致投资回报不足，甚至难以支付维护成本，成为一个“大白象”工程。

没有维护的固定资产将在一定时间内价值消失，财富归零。

无论是将财富投向基建还是以财富维护基建，都需从全体居民已经在减少的总财富中获取（获取模式为广义税收，包括铸币税），这无疑加剧了居民人均财富的下降。

这点来说，基建效果明显不如减税。

07

货币却受制于系统性危机风险不得不继续放水。



最终，增大的水量将对应着减少的财富。

而资金是谋取回报的，资金会在流动中寻找机会。

目前，中国三个潜在的资金“池子”中，房市价格已在高位，已难以容纳更多的水量，股市由于制度问题难以承担池子重任。

增大的水量将流进消费品市场，而且更容易集中在生活必需品中兴风作浪。

滞胀将至。

货币高速增长带来的财富幻觉终将梦醒。

来自

1523 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-19 14:54

信用的收缩是导致金融危机的根源

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

01

在《布雷顿森林协定》建立了之前，货币是指金银币，货币本身蕴含有“货”的价值。

西方的银行等金融机构最早起源于一些金匠，这些金匠为金银货币拥有者保管货币，并以其财产为信用担保出具货币收据。而钞票作为其中一种收据，承诺见票即兑（兑换为黄金白银货币），而出于对金融机构的信任，钞票较少被要

求兑换为金银货币。金融机构只留适量准备金应付兑换即可，多余的可被贷出赚取利息，成为一种赚钱的手段。

而货币与钞票的区别是，货币本身有价值，其本身为贵金属，不需任何信用保证。

而钞票则本身价值极低，或者价值接近于零。

其始于对银行的信任，因为信任，所以有用。

是为”信用”；

但当信任不存，便是废纸。

## 02

布雷顿森林体系建立了 “美元—黄金本位制”，即美元与黄金挂钩，其他国家货币与美元挂钩，35 美元/盎司为黄金官方价格，用作货币体系的基础。

布雷顿森林体系废除了黄金作为货币参与流通的用途，但仍然以黄金背书，美国只承担向外国中央银行和政府按官价以美元兑换黄金的责任。

朝鲜战争、越南战争期间，美国军费巨增，大量物资需要进口，国际收支连年逆差，黄金储备外流。

至 1971 年，美国黄金储备 102.1 亿美元，对外流动负债 678 亿美元，占比下滑至 15.05%。

1971 年 8 月 16 日美国时任总统尼克松宣布美国停止承担美元兑换黄金义务，从而单方面改变了长达 25 年之久的国际货币机制。布雷顿森林体系随之解体。

全球正式进入信用货币时代，事实上的“货“币消失，只剩钞票。

货币与钞票定义开始模糊。

当今世界各国发行货币中，货币即不代表实质商品或货物，也没有兑换义务，只依靠政府的法令使其成为合法流通的交换媒介，被称为法定货币。

简称法币。

法定本身并无内在价值，只有在公众相信它会被接受时，法定货币才会生效，法货本身可以说只是一种钞票。

其中蕴含的是信用，为了维护法币的信用，各国发行货币多有对应资产，即常说的货币之锚。

货币之锚并不是一种承兑，而只是作为一种限制钞票滥发的手段，用以维护钞票中蕴含的信用。

### 03

信用的诞生是金融危机的来源，而经济危机则多由金融危机引发。

法币时代中，基础货币也是信用，其本身存在的价值无外乎为一张纸片加上一点印刷成本，价值接近于零。

为了方便表达，且将基础货币称作货币。

基础货币的印发多有抵押物，被称为货币之锚，货币之锚的抵押物构成决定了对货币的信任程度。

而以基础货币做为基础，还可诞生出可直接用于交易的

信用，在中国，近 180 万亿的 M2 中，其中近 150 万亿为信用；

商品交换公式为；

货币+信用=商品+服务+金融产品；

由上面公式可以看出；

信用虽是一种虚拟存在，但其扩张却可以带动公式左端（货币+信用）总量扩张，从而带动公式右端（商品+服务+金融资产）价格的上涨。

#### 04

金融资产从名称看你就知道是区别于实物资产的，金融资产本身为一种无形的东西，其代表的是一种索取实物资产的权力。

举个例子，企业发行股权或债券融资本身是一种金融融资手段，股票或债券相当于企业的借款收据。

收据只代表未来索取某种权益的权力，其本身的实物价值也不外乎是一张纸片。

而针对这张纸片的买卖导致这张纸片成为金融资产。

如同信用是一种无形的货币，金融资产是通过金融深化手段创造出的一种无形的商品。

正常的金融发展及信用扩展是为了及时有效的将财富配给给实体部门以增加实体部门效率。

如满足企业的贷款需求可扩大企业规模从而创造更多

财富。

而信用高速扩张时则不是；

各国为了保持本国实体经济的稳定，多会以CPI做依据控制实体部门通胀。

信用的高速扩张将主要推高金融资产的价格，从而改变了金融产品与实体产品的交换比例。实现金融资产对实体资产套利，压低了实体的利润。由于资金总流往回报最高之处，金融资产超过实体资产的收益还将导致流进实体的资本变少，创造的财富下降。

最终导致账面财富增多，实际人均拥有财富下降。

例如当全国都为有房一族时，个个多为几百上千万的身家，但实际需求降级，人均交换得来的财富变少。

金融资产归根到底是无形的，其从来不以消费为目的，追涨套利是拥有金融资产的唯一目的，其不受普通商品的供求关系影响，金融资产通过涨价就会制造需求。

当金融资产价格上涨已有足够空间时，部分人将会选择将利润落袋为安，或交换为实体资产，或强通货。

量变到质变，当选择落袋为安的人超过选择入场接盘的人时，就会导致价格下滑，公式右端（商品+服务+金融产品）总量缩减，会导致左端（货币+信用）收缩。

而货币真实存在，将主要体现在信用收缩。

金融资产价格在高位时，一点风吹即会导致大量抛售价

格下滑。

金融资产价格下跌——信用收缩——金融资产价格加速下跌——信用加速收缩——反馈循环。

这是金融资产的追涨杀跌，最终反馈为信用的急剧收缩。

金融的发展是为了实现资金的高效配置，资金配置的高效也意味着从实体到金融资金链紧密结合、环环相扣，每个环节都绷得很紧。

当信用急剧收缩，很多信用贷款到期将无法偿还，有抵押物的贷款也受到资产价格下滑影响无法全额覆盖贷款额度，造成资金链断裂。

而金融资产的流动性极强，资金链断裂会导致金融资产价格急速崩溃，银行坏帐暴增。

如出现银行倒闭，信心丧失导致的恐慌心理作用还会使金融市场雪上加霜，加速信用收缩，进而演变为金融危机。

并由金融体系扩散至整个经济体系，引发经济危机。

而金融资产的强流动性也体现在国际范围内，任何国家的金融资产、市场和机构等发生金融风险都将向国际范围内扩散，人们会基于对经济未来更加悲观的预期而收缩信用，从而信用收缩与资产价格反馈循环导致危机深化。

金融危机以金融资产价格下跌及金融机构破产为主要特征，往往还伴随着经济增长下滑，币值出现较大幅度的贬值，经济总量与经济规模缩减，大量企业倒闭的现象，经济

萧条，失业率提高。

05

“将你们藏在枕头底下的欧元、美元和黄金都换成里拉吧，这是国内和民族战争”。

面对美国发起的贸易战，8月12日土耳其总统如此呼吁。

而市场对他的回应是，里拉当天大跌 18%。

“我尊重我们的总统，但我不能因为他这么呼吁一下就卖掉我的黄金和外币”；

一位 58 岁的退休人员说，“为了省钱买美元，我连吃的都少了。”

里拉的暴贬有外因，更有内因；

自 2012 年以来土耳其遭遇了经济失速、失业率和通货膨胀率高企、货币脆弱等多重问题。

土耳其问题的背后，是连续保持了十多年 15% 以上的 M2 增速。

土耳其本地人找机会就会购进美元、欧元和黄金。

土耳其人购入硬通货窖藏的过程，是相当于国内少了硬通货所对应的进口财富；

近日甚至还发生了土耳其人销毁美元的行为，这更相当于将本国财富直接销毁。

国内财富减少，而钱还在增多。

货币增发与强撑的汇率一起造就了财富增长的假象。

以美元计价，土耳其的财富增长翻倍用了十多年，而腰斩只用了不到一年。

自 2017 年 9 月至今，里拉贬值 100%。

人心惶惶，已看不清或不敢看清土耳其的未来。

在埃尔多安声嘶力竭的呼喊中，其编织的在 2023 年跻身世界十大国的“土耳其梦”，瞬间飘散。

究其原因，里拉作为土耳其的法币，仍是一种信用货币。惟其有信，方有所用。

1536 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-20 09:51

土耳其“秘密加息”：央行默许隔夜利率暴涨 150 基点  
来自

1541 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-20 11:49

日子还得过呢，多想压抑自己也无用。

了解点真相，尽量让自己远离风险就是了。

应对就那么几招，三十六计走为上策。

不能走就学土耳其居民买绿黄，至少也得少负债。

来自

1544 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-20 13:35

避险建议，看看就好，楼上的可以接接楼盘啊，股市啊，



什么的，都挺好

来自

1547 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-21 02:13

美元人民币汇率会破七吗？

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文：凭栏欲言

01

上周三(8.15日),离岸美元人民币汇率最低跌至6.9587,离破七一步之遥。

周四,中国央行上海总部通知,鉴于近期离岸人民币价格波动较大,即日起,上海自贸区分账核算单元(简称FTU)的三个净流出公式暂不执行,各银行不得通过同业往来账户向境外存放或拆放人民币资金,同时不得影响实体经济真实的跨境资金收付需求。

这是继本月初远期购汇风险准备金自0上调回20%之后的又一维稳汇率举措。

两次政策动机都为增加做空人民币的成本。

周四,离岸、在岸人民币汇率大幅拉升。

在岸拉升495基点;

离岸拉升799基点。

央行虽从未明确人民币浮动区间,但在事实上以行动在

保汇率不破七。

因 2015 年汇改期间，美元人民币汇率也未能突破七，使得汇率破七成为一个重要的心理关口。

一旦美元人民币汇率破七，境内居民和企业对人民币汇率的信心会遭受较大程度的冲击，或会诱导居民和企业出于保护财产不贬值的朴素愿望在换汇额度内出现一波换汇潮。

而人民币远期是否破七？

从货币当局资产负债表中可以看到；人民币货币之锚最主要的资产是国外资产，也就是外储占款。

以三月份看，银行根据现存三万多亿外储印刷了 214952.04 亿基础货币，并通过信用派生为 117 万亿的 M2。

汇率的稳定点是两国货币流动的均衡点。

即流出等于流入，各国可以维持本国金融环境的稳定；

如同金币作为货币，金币在每个国家中价格可能表现不一，但是在国际中，其一定会趋向于平价。

这是导致国际中货币流动的主要因素。

## 02

由于国内货币政策重归宽松，本月中国银行间隔夜质押式回购利率屡次跌破 2%，8 月 10 日更低至 1.81%。

货币政策的宽松并未带给股市以提振。

相反，沪深两市连创新低；

上周五，上证指数收于 2668.97，再创两年新低。

深证成指创三年新低，已低于 2015 年股灾最低点。

而当前美国联邦基金利率的目标为 2%，这意味着中美短期利率倒挂。

货币政策是否还有宽松空间？

如果货币政策继续分化，倒挂成为常态，汇率贬值压力将越来越大。

9 月，随着美联储加息节奏的继续推进，央行大几率调控市场利率防止中美利率继续分化，减轻贬值压力。

如央行跟随加息，将造成对股市的打压。

但如央行不跟随美联储加息，或将成为汇率破七的节点。

一旦汇率破七，则将诱导换汇行为的增加，央行将被迫卖出美金，回收人民币。

流动性将被动紧缩。仍将造成对股市的打压。

股市的跌跌不休仍将继续。

### 03

信用就是负债，其有使用成本，信用的膨胀多数来自于对资本投资收益超过资本使用成本的预期。

即负债投资可以赚取的预期收益超过支付的利息。

投资收益分为三部分；

- 1) 对承担风险的补偿；
- 2) 投资人的劳动价值；
- 3) 需支付的利息；

当投资收益少于应支付利息，就极少有人去负债投资，信用就会收缩。

2017 年社会融资总量 174.64 万亿，增长 12%，增量 15.71 万亿。

以利率 5% 计算，2017 社会总利息也需 8.7 万亿。

利息占到社会融资增量的 55%。

2017 年 GDP 为 827121.7 亿，2016 年 GDP 为 743585.5 亿，名义增长 11%，名义增长额 8.35 万亿，而利息支出为 8.7 万亿。

显然，实体部门投资收益不够利息支出。

无论主动或是被动，都将进入信用收缩阶段。

04

信用收缩即去杠杆；

事实上，几年之前，与美联储本轮加息周期同步，2015 年底中央经济工作会议提出了“去杠杆”思路。

加杠杆无疑是开心的，在信用扩张时期，资产价格一路高歌，这增强了资产抵押额度扩张出更多的信用。

这是一个加强循环，市场一片繁荣。

而去杠杆是痛苦的；

杠杆之巅的市场对于信用状况极为敏感，一点迹象即可导致资产价格下滑，而资产价格下滑也将导致抵押物不足反馈影响信用创造，导致一种反向的加强循环。

进而打击公众信心，造成市场情绪紧张，加强资产杀跌行为。

过程中，流动性紧张、债务违约、股市下滑、房价下滑等各种事件层出不穷，极易出现系统性风险，波及整个经济面。

05

中国还存有大量国企，2017 年底，国企融资额度过 100 万亿，而社会融资总量才 174 万亿。

国企债务背后为国家信用，如无法保持刚兑，损害的是国家信用。

无奈之下，去杠杆转向稳杠杆，货币政策重回宽松。

至此，国企及地方政府的弹性债务和私企及居民的刚性债务将背道而行。

私企及居民部门将面临资产收益覆盖不了利息，没有增加债务的动力。

而国企及地方政府债务既有国家信誉抵押，又有国家兜底，为维护自身现金流，将更有加杠杆的动力。

将导致信用去化较慢，去杠杆不畅。

交易公式，货币+信用=商品+服务+金融资产；

2017 年中国的 M2 增速 8.2%（货币+信用），而名义 GDP 增速 11%（商品+服务）。

货币增速已经失去对金融资产的助推作用。

如金融资产的价格下滑，而信用由于国企和地方政府的扩张未同步去化。

从交易公式即可看出，金融资产下滑的幅度决定了商品和服务上涨的幅度。

鉴于房子已为中国最大的金融资产，从交易中的房市撤走多少资金（货币是交易媒介，房产需要的交易媒介少了就是资金撤出了，不是指房价下滑多少，可以锁房价，但不可以锁资金，买房资金没被锁住，卖房的人拿走进行另外交易了），正向影响商品和服务迎来多高的通胀。

从过去历史看，债务去化大概有四条途径：

1) 经济紧缩：也是最常见路径，尤以金银币为货币时，由于金银币价值稳定，债务去化为信用收缩而货币币值稳定。信用收缩会伴随商品价格下降导致通缩。

2) 大规模违约：以直接融资为主较为适合。违约局限于当事人之间，影响较小。而中国以间接融资为主，间接融资占比八成以上，存款和贷款都通过银行进行，大规模违约必然会累及银行，从而导致系统性风险。

3) 在经济增长中慢慢去化：1997 之后的中国就曾经利用经济增长逐步去化之前的债务。也是最好的债务去化模式，而现在显然不是一个经济上升周期。

4) 高通胀：略过不表。

1555 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-23 22:08

只有防守没有反击，因为还不是世界货币，即没有对外放水的能力，也没有对外收水的能力。只能根据美国货币政策来相应防守，尽量减少影响。政策反向是加大影响

来自

1584 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-24 22:20

人民币对美元中间价报价行重启“逆周期因子”

中国外汇交易中心?3 小时前

6.28 日文章预言逆周期因子重出江湖，兑现

来自

1599 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-24 22:59

短期守 7，因 15 年汇改没破成了心理底线，破了会挤兑。

现在置换杠杆不提了，居民杠杆置换国企已无望。短宽松目的达不到了。

已经不能置换了，只能硬保国企和地方政府债务不断链，其实还是刚兑，没法破。

居民受消费能力下降，私企受盈利能力下滑。都没能力继续加杠杆了。

央行放了水将主要集中在政府和国企，尤其是政府加杠杆。但不管怎样，钱流到经济体了。

流到经济体就会在股房债汇消费打转。

房。。

股。。

债，通胀起来了，债券收益率走高，债券熊市。。

上面三个都是资金流出

汇和消费

必然是资金流入。

可以肯定汇市破防，物价攀升，都在不远处招手。

来自

1600 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-25 21:22

逆周期因子现在祭出只能威慑空头，可以随时打爆空头。

另外改良下居民部门换汇预期。

但实质上属于强拉会刺激消耗外储存量，15 年汇改消耗了一万亿。

仍然预计 9 月份会跟随美联储加息。

因利率持续倒挂，就会形成套利空间，持续失血。利率倒挂问题不是逆周期因子可以解决的。

来自

1610 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-28 20:16

我预计九月份会加息，现在有迹象显示央行引导利率上



行。

【央行新信号！公开市场利率抬升 10 个基点 这是利率明显上行姿态】今天(8 月 27 日)，央行国库现金管理中标利率 3.80%，较 11 天前的 3.7%升 10 个 BP(基点)。由于中央国库现金管理业务属于公开市场业务的一部分。这也意味着央行在引导货币市场利率走势上行。

来自

1650 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-29 21:39

祭出逆周期因子是否意味着人民币汇率趋于稳定？

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文：凭栏欲言

01

6.27 日，笔者发文《离岸汇率十连跌，逆周期因子重出江湖？还是加息？》中预测逆周期因子会被重新祭出。

8.24 日晚，官方确认了人民币对美元中间价报价行重启“逆周期因子”的消息。

官方指出，由于近期受美元指数走强和贸易摩擦等因素影响，外汇市场出现了一些顺周期行为。基于自身对市场情况的判断，人民币对美元汇率中间价报价行陆续主动调整了“逆周期系数”，以适度对冲贬值方向的顺周期情绪。

随后，人民币汇率一改颓势，急速拉升。当日离岸价涨

超 600 基点，在岸价涨超 300 基点。

什么是“逆周期因子”？

关于逆周期因子央行的解释为：为从上一日收盘价较中间价的波幅中剔除篮子货币变动的影响，得到主要反映市场供求的汇率变化，再通过逆周期系数调整得到。

主要是为了适度对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”。

逆周期系数由各报价行根据经济基本面变化、外汇市场顺周期程度等自行设定。（重点加黑）

而逆周期系数是如何设定没有公布。

人民币对美元汇率中间价报价模型由原来的“收盘价+一篮子货币汇率变化”调整为“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”。

“逆周期因子”的重启这个动作，也显示近期内央行不想让人民币兑美元汇率跌破 7。

这已是本月央行的第三次出手；

此前 8 月 6 日，央行决定将远期售汇业务外汇风险准备金率从 0 调整为 20%。

8 月 14 日中国央行上海总部通知，鉴于近期离岸人民币价格波动较大，即日起，上海自贸区分账核算单元（简称 FTU）的三个净流出公式暂不执行，各银行不得通过同业往来账户向境外存放或拆放人民币资金，同时不得影响实体经济真实

的跨境资金收付需求。

通过央行的出手时间及力度，显示目前央行认为的合理区间应为 6.5-7 之间，由于近期主要体现在贬值压力，重点就在汇率下限守七。

短期内汇率如果有低于下限的迹象，央行可能还将会出手进行各种干预，全面加强管制也会在考虑范畴之内。

## 02

祭出逆周期因子是否意味着人民币汇率稳定？

动机明确了，也有对动机的约束。

央行的动机为汇率守七，那什么是对人民币汇率稳定的约束？

可以分为实体和金融两个方向来看；

### 1) 金融资本的流动

金融资本追求投资回报率，利差是最重要的因素，8 月 10 日中国银行间隔夜质押式回购利率低至 1.81%。与美国联邦基金利率目标 2%，形成倒挂。

金融资本加杠杆的能力导致一点点利差都将被放大，从而放大金融资本的流动性。

如利率持续倒挂，就会形成套利空间激励金融资本进行套利操作。

利率倒挂形成的套利问题不是逆周期因子可以解决的。

也从这个方向看，中美利率倒挂必须被改善。

8.10 日，笔者曾经发文《货币高速增长带来的财富幻觉终将梦醒》并在其中预判随着美联储 9 月份加息几成必然，9 月央行应会引导加息。

下图为 8.10 日文章节选；

8 月 27 日，央行国库现金管理中标利率 3.80%，较 11 天前的 3.7% 升 10 个基点。显示央行有意识引导货币市场利率上行，用意或为平滑美联储 9 月份加息可能对中国经济造成的冲击。

## 2) 商品及服务市场的资金流动

即常说的一般贸易；

由于金融依托于实体存在，虽然在当前世界中，金融资本的流动性及体量要明显的大过一般贸易资金流动，但一般贸易仍具有基石作用。

由于生产要素成本的推升及外部贸易纠纷影响，中国一般贸易顺差正在减少，其构成了对汇率的负面影响。

从上面两点来看，祭出“逆周期因子”对长期汇率压力并无改良。

## 03

有一利必有一弊；

逆周期因子有利之处为可以改良居民部门换汇预期从而减少“羊群效应”。

还可以威慑空头，减少套利，由于空头多采用高杠杆，

逆周期因子的主动调节性可以随时拉抬汇率从而使得空头爆仓。

但其也有弊端；

逆周期因子虽改良了“羊群效应”，但实质性换汇过程中却需要央行付出额外代价，会刺激消耗外储存量。

15 年汇改中，外储存量消耗了一万亿。

而现存 3 万亿外储存量中，外债有 1.8 万亿，外商资产约 1 万亿，是否还有足够多的外储存量可供消耗值得商榷。

稍远期看，汇率不必守七也无法守七。

唯有加息才能解决问题。

04

那守七的意义何在？

意义在于创建一个短期稳定的金融环境，观望外部形势变幻以便于做出应对，同时为国内金融体系预留出一个缓冲的时间段。

从近期的高层表态看，置换杠杆已经很少提及，时间节点已过。

但刚兑不可破，政府债务和国企债务风险还在。

7 月 23 日召开的国务院常务会议要求，加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，推动在建基础设施项目早见成效。

新一轮政府加杠杆来了。

钱的流向将如下所示：

央行放水——金融机构——地方政府（通过购买地方债）——国企（通过基建承建）——居民部门（通过工作）——金融机构（通过揽储）——地方政府——完成循环。

政府加杠杆可以稳住政府与国企债务。

几乎在所有的共识都认为减税简政是解决中国问题的唯一方法之时；

基建来了。

05

何谓商业周期？

通过信用的扩张和收缩，产生了繁荣和萧条，萧条是繁荣的伴生和修正，通过萧条对生产要素、过度投资的修正和出清，才可以重回繁荣，这是一个完整的商业周期。

而如想无限制加强信用，扩张信贷，人为的使繁荣延续，伴生的是更深度的萧条。

1665 楼

作者:gz111678 日期:2018-08-31 19:20

阿根廷央行加息至 60%，比索一度暴跌 20%

智通财经网

11 小时前

订阅

越来越近了

来自

1677 楼

作者:gz111678 日期:2018-09-02 18:22

大基建需配合宽松货币，就是通过印钞，掠夺居民财富。

将居民储存的财富用于国家投资，投资本身会带来需求，可以暂时解决供需失衡。

但产生两个问题，一是居民财富被掠夺，需求进一步下降。二是投资落地带来产能，供给进一步上升。

供需进一步失衡。

来自

1691 楼

作者:gz111678 日期:2018-09-03 11:06

何为滞胀？厘清滞胀的形成历史和解决方法

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

所谓滞胀，是指在经济生活中，经济低速增长乃至停滞与通货膨胀并存的状态。

其表现形式是，一方面经济增长缓慢或停滞，由此引起大量失业；

另一方面是通货膨胀加剧物价持续上升。

两个方面状况同时并存。

经济的滞胀现象，为自 1970 年后在世界范围内出现的

一种新的经济现象。

而在之前，经济的衰退期多表现为通缩。

## 01

经济停滞来自于生产的过剩与消费的不足，生产与消费的矛盾来则自于信用扩展。

如果没有信用扩展，经济将既没有繁荣期也没有衰退期，也没有经济危机。

信用创造了经济的繁荣与衰退。

在繁荣期，人们的乐观情绪预期利润升高从而扩张信用用于扩大生产。

信用扩张推高的商品价格，这刺激了投资，也刺激了提前消费（人们预期未来商品价格会更高，从而尽早购入商品），而信用扩张有其顶点，最终导致产能与消费的不匹配。

需要在衰退期予以修正。

可以说一个商业周期就是一个信用周期。

## 02

经济衰退之时，企业或个人由于出于对经济下滑的预期，会收缩信用，减少负债，从而导致商品价格下滑。

商品价格的下滑导致货币相对升值，从而增加了人们持有货币的欲望，导致减少消费，产能将没有需求匹配，企业无法盈利走向破产，失业率上升。

进而进一步压缩消费，导致更多的产能过剩，商品价格



进一步下降。

最终走向通缩。

在 1970 年之前，通缩是西方发达资本主义国家衰退期的主要表现方式。

二战以前，经济周期中，“滞”和“胀”是互相排斥的，二者无法在周期的某一阶段里同时并存。

而二战后至七十年代，小规模出现了“滞”与“胀”并存的局面；

例如美国在 1957~1958 年的经济危机中，工业生产下降了 13.5%，而消费物价却上涨了 4.2%。

然而自 1970 年-1980 年之间，西方发达资本主义国家大面积出现了滞胀局面。

### 03

为何是在 1970 年之后滞胀成为大规模出现的一种新的经济现象？

时间上与此对应的，是布雷顿森林体系的解体。

1971 年 7 月第七次美元危机爆发，尼克松政府于 8 月 15 日宣布实行“新经济政策”，停止履行外国政府或中央银行可用美元向美国兑换黄金的义务（35 美元兑换一盎司），至此布雷顿森林体系解体。

布雷顿森林体系为二战后建立，在此之前，货币多以金银作为通货，期间，经济上没有出现过“滞”与“胀”并存。

及至布雷顿森林体系建立，金银退出流通，而改以用黄金来为各国货币背书。

黄金本身的价值虽决定了货币的价值。但由于日常流通中黄金完全退出，以美国为代表，超发货币成为可能，同期小规模出现了滞胀现象。

在 1970 年之前的商业周期中；

繁荣期信用扩张带来价格上升，表现为通胀；

萧条期信用收缩带来价格下降，即为通缩。

无论是繁荣期还是萧条期，商品价格的升降由信用扩张和收缩决定，货币则价格稳定（直接为金币或者挂钩黄金）

而布雷顿森林体系解体之后，各国货币失去了黄金背书的钳制，从而失去了统一的度量衡，，货币度量尺度被随意更改成为可能，货币多印刷一个零既可以实现价值翻十倍，货币的实际价值无外乎一张纸片，趋向于零。

超发货币成为忍不住的冲动。

超发货币成为可能使得各国在经济增速下滑时依赖于宽松的货币政策和积极的财政政策来推动经济增长。

积极财政政策配合宽松货币，多以国家购买商品投向基建的方式来创造需求。消耗多余产能，从而推动经济增长。

本质就是通过印钞，掠夺居民财富。

将居民储存的财富偷走用于国家投资，投资本身会带来需求，可以暂时性解决供需失衡。

但过程中产生两个问题；

一是居民财富被掠夺，财富减少代表需求进一步下降。

二是投资落地带来产能，供给进一步上升。

供需失衡加重。

而经济停滞由需求匹配不了供给引发，货币只是交易中的润滑油，本质是物物交易，无论货币怎么超发，也改变不了供求关系，正如一辆车如果有了毛病，即算将其泡在润滑油里又有何用？

《马克思恩格斯选集》中曾断言资产阶级用来克服危机的种种办法，都只不过是“资产阶级准备更全面更猛烈的危机的办法，不过是使防止危机的手段愈来愈少的办法”。

滞胀的出现，防止危机的手段愈来愈少。

#### 04

当货币刻度足够小时，货币购买力可以无限下降，使得在任何时期存量货币和信用的增速都可以超过经济增长，从而无论是繁荣期还是萧条期都可以表现为商品价格上涨。

从而在经济停滞期也变现为通胀，发展成滞胀。

每一轮滞胀的背后，都是货币刻度变小的表现，是货币信誉的灭失。

滞胀的出现，正如马克思的预言一般，使得政府层面防治危机的手段越来越少。

“滞“与”胀“两者互相钳制、互相掣肘。

常规经济停滞中，多采取宽松货币政策及积极财政政策，如扩大财政支出、货币放水、降息、扩大信贷、通过铁公基人为创造需求来拉动经济，在滞胀期这将加剧通货膨胀。

反之，要控制通货膨胀，就需紧缩政策，而这又势必加剧经济停滞。

因为应对滞胀的手段极少，作为经济周期中最痛苦，最难以令人忍受的阶段，滞胀犹如附骨之疽，也是最难摆脱的。

现阶段，委内瑞拉正是滞胀的典型代表。

委内瑞拉恶化的滞胀带来了更严重的货币信任问题，将摧毁通货（流通中货币）。

在持有货币的便利性和持有货币可能遭受的损失之间，轻微的损失可能不会更改居民享受便利的意图，而较重的损失无疑会催生居民弃用本质选用其他强通货。

无可避免，收入手段体现为工资而非实物的居民生活水准将大幅下降。

05

滞胀有没有办法解决？可分为两个方向来看；

1) 滞

即经济停滞，对应的是社会产能的大量过剩与需求不足。在滞胀阶段，传统的货币超发或积极的财政政策无助于解决产能与需求的矛盾，还将导致更严重的滞胀。

“滞”的解决更应在供需两端同时做出努力；

在供给上去除落后产能及僵尸企业，将机会留给有效率的企业；

在需求上扩大外需及内需。

长期以来，外需都是拉动中国经济增长的一大动力。

然而，随着生产要素尤其是土地价格的上涨，以及外部政治经济形势的变化，外需拓展能力下滑。

中国内需则长期不足，在外需拓展能力下滑的情况下，解决问题的关键还靠内需。

简政放权和大减税无疑将增加企业活力，传导至居民端将有效提升内需。

附近期消息一览；

地方政府正在加紧推出专项债券用于基建；

据媒体透露，创投基金所得税从 20%调整到 35%。目前只有部分注册在天津的基金收到相关补缴或者调整的文件通知，其他地区暂无通知；

被寄予厚望的新的个人所得税税法起征点自 2011 年的 3500 调整至 5000。同期 M2 自 77 万亿增长至 177 万亿，增长 2.3 倍；

社保费将由税务部门统一征收；

哦，对了，滞胀还有个大哥，叫大滞胀。

上图来源于网络，仅为借用。

2) 胀

商品社会中，交易的实现主要通过货币，货币如同润滑油，将本来存在诸多障碍的物物交换变换为：

商品——货币——商品

但在本质上其仍是物物交换。

解决胀得问题，说简单也简单，就是管住乱印钱得冲动，以印钱来解决危机，却将带来更大的危机。

商品社会中绝大多数人都依靠工资维持生活，而非直接获得产品。滞胀阶段，一方面，失业率的上升将加重竞争，从而导致工资增长缓慢甚至失业；

另一方面，由于商品价格上涨，工资可交换的产品数量变少，委内瑞拉一个月的工资大致只可以交换一两杯咖啡。

上世纪 80 年代，美、英两国在治理"滞胀"的政策实践中，采用严格控制货币供应量，低效国企私有化、减税、简政放权、降低对金融市场的干预等措施，逐渐走出了滞胀的陷阱，通货膨胀得到控制，经济得到缓慢增长，货币信誉得到部分提振。

而无论是否有简政、减税、控制货币供应，经济周期中萧条不会缺席。

区别只是萧条的剧烈程度。

信贷越扩张，错误投资造成的浪费越多，还债时间越长，萧条调整过程越长，萧条程度越剧烈。

恢复也将愈加漫长。

对经济周期来说，再漫长的萧条也终将恢复繁荣。

然而对个人来说，却可能是一生。

1697 楼

作者:gz111678 日期:2018-09-04 09:47

已经都到临界点了，滞胀是一次次以干预解决危机的临界点。

以干预解决危机，并没有将危机因素出清，重建供需平衡。

滞胀让干预失效，英美式解决滞胀和委国式解决滞胀，选择题了

来自

1705 楼

作者:gz111678 日期:2018-09-07 16:21

新一轮地方政府债务大爆发，未来如何还债？

？

凭栏欲言

4 小时前

已订阅

文：凭栏欲言

01

2008 年，为了应对美国次债危机，中国政府推出 4 万亿经济刺激计划，由政府加杠杆逐步扩展至企业加杠杆，再至

居民加杠杆。

中国实体部门债务率陡然攀高，

居民部门债务/可支配收入已超过 100%，已超越美国；

中国的企业部门债务/GDP 已超过 150%，冠绝全球。

债务率的攀高使得经济中大半资源需用于还债，目前，国内 GDP 增量已经覆盖不了债务利息，经济已出现庞氏特征。

债务的挤压使得消费增速连连下滑。

2018 年 7 月，中国社会消费品零售总额累计同比增速降到 9.3%，创近 20 年新低。

近一年以来，社会消费品零售总额累计增速呈线性下滑。

？

一年间只在 2018 年 3 月份出现过轻微反弹。

与之对应，低端消费品业务量大增，主营二锅头的顺鑫农业上半年报告显示净利润增长 97%，涪陵榨菜上半年报告显示净利润增长 77%。康师傅上半年净利润近乎翻倍。

而 2018 年 1-2 季度名义 GDP 增长率为 10%，连续超过社会消费品零售总额增速。

供需矛盾继续拉大。

02

投资的目的是为了增加产出，以利于将来更好的消费。

农业社会中，居民财富的主要去向即为自产自销，自我消费；



农业社会中也存在投资。

比如只考虑一个农民，他可以生产自己所需的所有商品，农民可以通过克制消费欲望，将部分财富打造一把锄头而不是消费掉，这就是投资。

锄头可以提高工作效率，将来产出更多粮食，可以更好的消费。

很容易理解，因为一个人同时只能使用一把锄头，农民不会打造十把锄头用于投资。

假如农民生产了超过自身需求的粮食，那也只能随着时间推移很快变质报废。

他也不会生产超过他需求的产品。

而目前社会已过度至商品社会，商品社会并没有改变投资的本质。

只是从自我生产所有需求品变为只生产的一种甚至只是生产的一个环节，通过货币为媒介交换获得所有商品和服务用以消费。

有几个需要明确的概念；

第一：投资的资本是从消费中节约出来的（主动节约或被动，税收为被动节约）；

投资过程中所使用的财富为过去生产过程中节约出来的，本应用于消费的财富。

第二：对实体的投资使用的是财富，而非货币。

财富是节约出来的，是有限的。而货币是可以印的，是随心所欲的。

从中可以理解到，投资需使用社会现存财富，而非简单印钱就可以实现投资。

第三：投资的目的是为了更好的消费，所生产的财富也需要消费匹配使用。

如投资所生产的财富无人消费时，绝大多数财富只能随着时间推移损耗殆尽。如食品会变质，机器会生锈。

那么这时用在投资上的财富就是财富错配。

其使本应更好的社会整体生活水平下降。

房子建好就拆，路修好就挖，正如农民多余的锄头一样。

不要忘记投资是从消费中节约出来的，农民饿着肚子造了十把锄头，带来的唯一收获就是肚子更瘪了。

错配越严重，对经济的伤害越深。经济周期恢复越慢。

如同农民继续节约消费打造锄头，甚至可能会把自己饿死。

### 03

投资的目的是增加供给，更好的消费。

但商品社会中是以货币为媒介来匹配供给与消费。

而货币和信用改变了本应平衡的供需关系。

纯粹的自产自销当然不会出现供需不平衡。

自己的供给就是自己的需求。

扩展到物物交换，交换中供给方也是需求方，表现在整体上就是需求完全等于供给，也不会出现供需失衡。

但拓展至货币为媒介，不由供需双方直接匹配。

供给交换为货币，与货币交换为需求，中间有了时间差。

这个过程中通过货币的增长和信用的膨胀，制造了商品上升预期，从而激励了投资。

并最终导致供需失衡。

投资落地制造了大量供给；

大量的新增投资又创造了大量需求；

新增投资所制造的需求可以匹配落地产能的供给能力。

这就是经济周期的繁荣期。

然而，投资有边际，负债消费有上限。

投资收益应包括三部分；

利息支出；

对所承担的投资风险予以补偿；

投资者监管投资过程的劳动补偿；

三部分共同决定投资的边际。

当投资收益不能覆盖以上三部分收益时，投资便会萎缩，信用也会收缩。

没有了新增投资制造的需求，多余的产能暴露出来。

演变为供需失衡，经济周期进入萧条期。

然而自 1970 年之后，全球国家在货币上失去了黄金背书的钳制，应对经济萧条周期的模式多为以宽松货币政策激励新增投资和负债消费。

变成了为了投资而投资。

为何如此？

在西方多政党交替执政的情况下，经济的增长就是选票，是政党赖以执政的基础。

为了政党利益，明知饮鸩止渴也势在必行。

通过宽松货币政策，可以降低利息支出，从而使得投资的边际下滑（具体为投资三部分收益中利息支出下滑），使得投资可以继续保持收益，从而继续投资。

甚至还会辅以积极财政政策，上马大基建，形成需求吸纳多余产能，从而保持对经济的拉动作用。

产能过剩——投资创造需求吸纳产能——投资落地产能更过剩——继续加码投资吸纳产能

在一次次的危机中，危机因素（供求失衡）问题并没有得到彻底的出清，而是一次次的以更宽松的货币政策加以刺激，人为将投资的边际拉低，刺激投资。

当低无可低之时（欧日已采用负利率，降无可降），所有的问题都将露出水面。

迎来所有问题的集中爆发。

在一国之内看，当货币增速长期超过 GDP 增速时，或早或晚都会表现为滞胀。

2010 年，前央行行长周小川曾经正面回应过货币超发，周小川认为，中国不存在货币超发，货币超不超发应看”核心 CPI”。

居民支出中，房产占据了相当大的比例，然而目前的 CPI 统计体系中，住房权重才 20%。

且住房并不采用房产交易价格，而是根据贷款利率、物业管理费、维修费加权得出的虚拟房租而定。

虚拟房租既不反映真实房租，也不反映交易价格。

例如今年 CPI 租赁房房租同比价格回落，但直观感受是房租上涨。

CPI 和核心 CPI，是否能正确反映经济运行状况暂且不提。

即算 CPI 没涨，货币就不存在超发了吗？

在繁荣期，超发的货币基于金融资产价格上涨的预期进而追涨形成“货币池子”。

而金融品是虚拟的，不存在实际价值的。

譬如说纸黄金，黄金是有价值的，而纸黄金则仅仅是一张纸其并没有实际意义上价值，也不可以兑现实物黄金。

纸黄金通过对标黄金，提供了一个不存在实际价值的虚拟商品用于炒作。

对纸黄金进行买卖的时候，黄金同时也在进行买卖。

一份黄金创造了两份的交易。也同时创造了两份货币需求。

在实体之外，金融资产创造了对货币的额外需求，从而将货币“屯”了起来。

然而经济周期具有无可避免性，经济有繁荣必有萧条；繁荣期越久，萧条期越长。

当萧条来临，并无实际价值的金融资产将是受影响最大的，一旦价格下跌，金融资产就失去了炒作价值。

在繁荣期，超发的货币被金融资产交易“屯”住；

在萧条期就要流出，进入实体交易。

在繁荣期超发的货币并没有消失，萧条期就要出来兴风作浪。

或早或晚，货币都要回归至实体中。

而恰恰，萧条期多数国家的政策选择是货币宽松，与自金融资产交易中流出的货币叠加，货币泛滥于实体。

必然在萧条期表现为实体滞胀。

目前，中国正在由工业去产能价格战引发的工业品价格通缩阶段；

掉头进入金融资产价格通缩，实体商品滞胀的阶段。

06

自2018年8月份以来，中国货币政策逐步调整，再次

定调偏宽松的货币政策与积极的财政政策；

与 2008 年如出一辙；

然而中国居民部门和企业部门债务高企，已难以有能力继续加杠杆。

加杠杆的重任又落到了政府部门头上。

上半年，地方政府新增债券发行额累计为 3328 亿元。

至 7 月份单月发债额达到 4614 亿元，明显加速；

8 月份更是连出新规配合地方债发行，地方债风险权重自 20%降至 0，引导金融机构配置地方债。

8 月 31 日，地方政府债券发行狂飙猛进，浙江、山东、湖北当日共发行了超过 1200 亿元巨额地方政府债券，财政部客户端一度过于繁忙处于瘫痪状态。

截至目前，今年以来地方债发行规模已至 3 万亿，主要集中在专向债对标基建。

大基建呼之欲出。

积极的财政政策有两个方向，减税和加大支出，本质都是向市场投放更多的钱。

一个是少从市场里抽血，将更多的钱留给市场自行配置；

另一个是血继续抽，但是加大对市场投入资金。

以人的自利性来说，每个人都会对完全自身得利的投资最为用心。

政府投资中，责任人花的不是自己的钱，易于权责不匹

配诱发道德风险，投资理所当然的低效。

效果当然不如减税。

明显不如减税仍选择大基建的理由在于，国有债务断链会诱发货币信任危机。

地方政府基建任务多由国企承揽，大基建可以维持政府债务和国企债务的不断链。

然而只要基建的收益追不上 M2 增速，又将导致更严重的滞胀。

更不用提大白象工程不但没有收益还需要投入巨资维护。

从中也可以看出为何一国主权货币几乎不会对内违约，即在于其有各种办法保证资金不断链，最差一步仍可以选择以印钱解决债务，其对内债务是弹性的。

国有债务违约的发生只会在刚性的对外债务。

07

基建投资最终需要的是实物商品（财富）及服务，而非货币。

货币为媒介。

除税收外，基建投资的货币来源有两种。

第一种：扩张 M2；

通过稀释居民存起来不舍得消费的钱，从而以铸币税形式拿走部分财富。



居民存储起来的钱或者是为了以后养老，或者是养孩子或者是上学医疗等，国家以通货膨胀方式，征走货币中隐含的部分财富，替居民投资消费。

第二种：以政府债券模式；

这个是近几年新的模式，政府债券相当于直接融资，不会扩张货币乘数从而放大 M2。

这个不牵扯印钱，这个是借。

08

借了要还，未来地方政府如何还债？

数据显示，截止 2016 年末，地方债务存量 15.32 万亿；截止 2017 年末，城投债债务存量约 7 万亿；2018 年，将有超过 1 万亿的城投债陆续到期。

随着土地财政的尾声，地方财政问题已经开始逐渐暴露。

如何还钱？

无外乎开源节流。

从开源说，要么加税，要么印钱。

金融机构配置的地方政府债券也随时可抵押给央行从而实现印钞。

而近期演职人员高薪问题、房产税加快推进、个人所得税降幅不及预期、社保费用交由税务部门征收、税收增速超越 GDP 增速等问题。

都指向了两个字，JS。

然后 JS 却有拉弗曲线的限制，过高的税率会伤害税基从而降低税收总量。

现时的中小企业利比纸薄，已难以承受税率的增高。

拉弗曲线的限制，使得地方政府无论加税还是减税都面临税收总额下降的可能性。

从节流说；

由于地方政府多数开支固定，只有消减财政供养人群支出方可实现节流。

未来，我们会看到开源和节流同步推进，有 JS 行为、有印钱行为、有消减财政供养人群支出行为。

当然也有减税，结构性减税。

所谓结构，有减有加。

来自

1803 楼

作者:gz111678 日期:2018-09-07 22:23

“政府要求，十月底，各路艺人必须补缴完税。所以明星现在一见面就是：你补齐了吗？”

近日，一位不愿具名的娱乐圈老板向《中国经营报》独家透露，因范冰冰“阴阳合同”事件，娱乐圈发生大地震，除了公布的明星工作室税收税率从 6%提高到 42%外，政府口头传达要求各路明星 10 月份必须要补缴完税收！

“政府的要求是，你先去补缴，到了 10 月底再抽查，

所以现在明星艺人都在忙着去补税。”这位老板说。

来自

1813 楼

作者:gz111678 日期:2018-09-09 20:35

第二，保值性排序由高到低，绿，黄，本币，本币计价资产。

来自

1854 楼

作者:gz111678 日期:2018-09-11 15:13

整改公告

网易财经?3 小时前

一段时间以来，网易在财经频道运营过程中，出现了一些严重问题，网易进行了深刻的检讨和反思，决定自9月11日12时起停止财经频道更新，进行深入全面的整改，大力整顿违规行为。

网易将牢记社会责任，向用户及社会各界传达我们真诚的整改态度。同时，一如既往地欢迎用户及社会各界对我们进行监督和帮助，我们将以维护网络信息传播秩序为己任，与行业内各平台一起推动行业健康发展，积极营造风清气正的网络空间。

网易

2018 年 9 月 11 日

来自

1912 楼

作者:gz111678 日期:2018-09-14 19:04

由“逆周期因子”转向“浮动汇率”？

原创：凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文：凭栏欲言

继对 500 亿美元商品加征关税之后，特朗普最近表示将对中国 2000 亿美元加征关税，并还威胁进一步对全部中国商品（5060 亿美元）加征关税。

中国人民银行前行长周小川上周五（9 月 7 日）在意大利科莫湖的安布罗塞蒂论坛上接受 CNBC 采访时回应：

“中美贸易战不会对中国经济产生巨大影响，但引发的市场情绪难料。”意指金融风险。

周小川又补充：“以每年经济增长 6%加上浮动汇率，中国经济有能力抵御外部冲击。”

01

浮动汇率？

作为央行前行长，周小川主政中国央行多年，期间又主导了汇改、人民币国际化等与“人民币”相关的各项金融改革，被国际舆论界称为“人民币先生”。

周小川的表态无疑透露出央行和高层的倾向。

2016 年 3 月，时任央行行长周小川在出席中国发展高层

论坛答记者问时曾经明确指出中国汇率制度是“有管理的浮动汇率制度”，与“浮动汇率”还有差别。

周小川认为差别主要体现为三点：

第一，要守住涉及到的反洗钱和反恐融资问题。因为中国反洗钱和反恐融资的有关手段涉及问题的汇兑有管理；

第二，要根据宏观审慎的框架进行管理。中国作为发展中国家要防止出现宏观审慎的错误，比如企业过度借外债和过度资金错配，这些事情要通过宏观审慎措施来管理；

第三，全球资本流动形势来看，主要鼓励和支持中长期的投资活动，包括中国投资外国和外国投资中国，中短期的投机活动不鼓励，在这前提下，浮动汇率体制至少还是不完全自由浮动的提法，当然这并不意味着汇率有偏差，要尊重市场供求规律，未来汇率将参照 SDR 一篮子货币体系保持在合理、均衡的水平。

然而，本次接受 CNBC 采访时却没有强调为“有管理的浮动汇率制度”。

显然，放开汇率自由波动已在央行考虑范围之内。

事实上，一年以前（2017 年），中国社科院学部委员余永定就曾表示：“中国面临的是 5 选 4 的局面中（汇率、外储、货币政策独立性、国家信誉和防止市场扭曲、人民币国际化）。

汇率最不值得保。“

意指汇率自由浮动。

而前国家外汇管理局国际收支司司长、中国金融四十人论坛高级研究员管涛也曾指出：“在应对资本流入或流出的冲击时，不可能汇率浮动、外汇干预和资本管制三大工具一个都不用，三大工具至少要用一个，或者是组合起来使用。让汇率涨跌，属于价格出清；用外汇储备干预和实行资本流动管理，属于数量出清。”

通俗点就是不让汇率自由波动，就要动用外储支撑或者加强管制，而管制面临国家信誉问题和人民币国际化倒退。

而逆周期因子的动用明确了央行仍在以外储存量来支撑汇率。

央行9月7日公布的数据显示；截至8月末，外储规模较7月底下降82亿美元。

逆周期因子的上一次登场，中国外储累计减少约1万亿。

目前中国的存量外汇储备约3万亿，其中包含有1.8万亿的外债和约1万亿的外企资产，显然不可能再动用1万亿干预。

管制和汇率自由化需要做出抉择，而以周小川这位央行前掌门人的言辞看，或更倾向于汇率自由化。

02

对经济增长预期降低？

2018 年 1 月 18 日，国家发改委副秘书长范恒山在“构建新秩序驾驭新动能”财经中国 2017 年会上发表演讲；

预测 2018 年经济增速为 6.5-6.8%。

以中国国情来说，可视为一种上层对经济增长的定调。

周小川在采访中提及的经济增速为 6%，预期有所下降。

中国的经济增长一直属于货币推动型。

人民银行前副行长吴晓灵就曾经说过，“过去 30 年，我们是以超量的货币供给推动了经济的快速发展。”

经济增速预期的下滑，也表现出一种在货币供应上会适当节制的态度。

8 月，M2 同比下滑。

央行仍力求在经济增长和汇率压力之间取得平衡；

但当两者不可兼顾时，央行立场倾向于预期略有降低的“经济增长”。

反向看，以中国经济的货币推动型特征，保持经济增长的立场也喻示了放水不会停。

适当节制只能是央行认为的适当，而不是你认为的适当。

或者你觉得是龙王来了。

03

8 月央行数据显示；

截至 8 月末，广义货币(M2)余额 178.87 万亿元,同比增长 8.2%，预期 8.6%。增速分别比上月末和上年同期低 0.3

个和 0.4 个百分点。

M2 增速不及预期，继上月反弹后，重回跌势。

以 8 月通胀 2.3% 来看，货币增速甚至满足不了 6% 的 GDP 增速。

即算以 GDP 增速 6% 计算（上半年为 6.8%）；

M2-GDP-CPI（增速）也已经为负数，显示实体交易已自金融资产交易中抽水补充。

金融资产价格（房、股）的货币支撑持续塌陷。

狭义货币 (M1) 余额 53.83 万亿元，同比增长 3.9%，增速分别比上月末和上年同期低 1.2 个和 10.1 个百分点，创三年新低。

M1 主要体现了企业经营活跃度，M1 增速同比大降 10.1%，显示企业经营活跃度下降。

M2-M1 剪刀差由 3.4% 扩大至 4.3%，显示企业将更多活期存款转为定存。这是企业面对投资机会减少时的反应。

由于国内环保政策从严，供给侧改革去产能等原因，上游产品价格螺纹钢、焦炭、瓦楞纸一路上行。

工业品出厂价格指数 (PPI) 连续上行。

同期居民消费价格指数 (CPI) 连续低位运行，显示由于居民消费能力下滑，工厂无法将原材料上涨成本转嫁给消费者。

或有部分企业进入恶性竞争亏本经营阶段。



八月，制造业采购经理人指数（PMI）连续三个月同比下滑也佐证了这一点。

而 7-8 月份 CPI 连续两个月运行在 2% 以上，或喻示部分企业在去产能价格战中失利，企业停止生产。

仍存活企业恶性竞争减少，PPI 的成本上升开始逐步转嫁给消费者。

成本推升型通胀传导途径正常化。

#### 04

前央行行长汇率自由化的表态，或喻示央行将逐步加大对汇率波动的容忍程度。

汇率是一国货币购买另一国货币的价格，两国的汇率水平最终取决于商品和服务价格（购买力平价），即汇率总是趋向于贸易平衡。

而无论是一般贸易逆差逐步缩小，还是与美国的货币政策分化逐步扩大，或是从国内资产价格与国外资产价格的比较，人民币都存在了一定的贬值压力。

央行的容忍主要体现在汇率下限。

也从一方面体现出，汇率破 7 已在考虑范围之内。

汇率贬值将使得需进口的物资石油、原材料等价格上涨，导致国内这些基础产品的输入价格增加，从而导致原料价格上涨，并最终扩散至消费端。

带来输入性通胀。

中国经济发展过程中的高增长、低通胀被称为“中国奇迹”。

中国经济增长主要靠货币推动，货币增速长期超过 GDP 增速；

奇迹的本质在于房地产成为了货币的“蓄水池”，从而压低了 CPI。

而目前，房地产“蓄水池”效果渐弱，不要说吸纳新的货币之水进入，甚至以前吸纳的还将跑出来。

而随着经济压力加大，政府加大基建投资，央行将被迫向市场注入更多货币以刺激经济。

没有货币蓄水池的情况下，只要经济增速追不上货币增速，必将带来通胀。

目前中国 M2/GDP 约为 2，约两份的 M2 增长带来一份的 GDP 增长。

继续以货币刺激经济将带来严重通胀。

即货币刺激型通胀。

目前，供给侧带来的成本推升型通胀及输入性通胀（汇率贬值预期还未释放），货币刺激型通胀（大基建尚未完全发力）尚未展现威力，但已初露端倪。

CPI 破 3%指日可期，且正逐步加速。

通胀犹如幽魂，挥之不去。

为拉动经济，也为了维持债务不断链，政府又承担起了加杠杆重任，大基建又来了。

近期多地轨道交通获批。

但大基建有两方面问题需要解决；

1) 每个人都对全部收益归自己的投资最为尽心，而对所有权不属于自己的投资则不那么尽心，难以避免会产生道德风险，无法保证效率。

2) 长期大量基建投资导致的投资边际效应问题，连高速公路收费站都可以亏损。

边际效应之下的政府投资极易加重政府债务负担。

部分地方政府已经出现债务问题。

从中也可以理解到为何减税呼声很高，甚至减税政策已出的状况下仍可以保持税收总量增长。

原因在于地方政府的债务压力导致没有减税空间，即使是减税政策已出，也可以在税收尺度上做文章或清算历史，从而保证总量增长。

目前，社保费交由税务征收，可视为一种尺度从严。

1967 楼

作者:gz111678 日期:2018-09-18 22:16

特朗普宣布向 2000 亿美元中国商品征税——论中美贸易冲突的必然性

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文：凭栏欲言

经济学鼻祖亚当斯密（1723-1790）认为人类有自私利己的天性，因此追求自利并非不道德之事。

倘若放任个人自由竞争，人人在此竞争的环境中，不但会凭着自己理性判断，追求个人最大的利益，同时有一只"看不见的手(指市场)"使社会资源分配达到最佳状态。

自亚当斯密将经济学系统化以来，经济学的关注重点，便是人类的理性行为。

经济学分析的起点，便是研究分析经济主体在环境约束下的最优选择。

在这个分析框架中，分析的原点便是"利己性"是人类的天性，影响着人类根据环境和自身需要做出最有效的决策，在为自己创造最大的收益的同时，也间接地为他人带来更好的收益。

微观的个人行为汇成宏观的市场行为，确保了资源利用的效率。推动了经济发展，带来了生活质量的提高。

“无形之手”，由此产生，已经成为了经济学的主流观点。

01

人类正在变得越来越自私。

人类发展过程中形成了很多高尚品德，“高尚品德“一

般是指对其他人的爱护，帮助等，具有“利他性”。

如西方的骑士精神和东方的侠义精神多具有“利他性”。

利他性的出现是否是对利己性的否认？

事实上，两者之间一直是共存关系；

即算在人类开化之前，利己性也与利他性共存，动物也会有利他性的表现；

否则便没有抚育小动物的行为。

动物的利他性更表现在血亲等有限的范围之内。

原始社会的初期，人于动物的表现并没有太大区别，但随着人类进入农业社会，经济的发展需要更多的协作。

例如搬运巨石，一个人可能费再大的力气也不能完成，而几个人却可以通过协作完成搬运。

协作提高了生产效率。

在农业社会的人口流动性不强及需要较多协作的过程中，“利他性”有利于维护一个稳定的小圈子，从而更有效的生产。

多数利己行为和利他行为的共同目的，都是为了更好的实现收益。

随着技术的进步、商品社会的发展，多数协作已可由机器取代，一个人只需完成本职工作即可换取他所需的任何物资，协作重要性在下降。

而人口的流动性也破坏了小圈子的稳定。

城市住户对门不识也是常态。

“利他性”对收益的作用效果在消弱，“利他性”行为趋于减少，而“利己性”行为趋于上升。

利己性有个更常用的名称叫“自私”。

## 02

传统经济学对人的自利性的研究着重于生产和交换领域，即一般性商业。

交换的普及使得人们可以只生产自己专擅的产品（工作），从而提高劳动生产率，推升经济发展。

这属于做大蛋糕，然后再分切。

由于交易多数是双方满意情况下达成的，一方不满意交易就会取消，这意味着相比以前，每个人都会分得更大的一块蛋糕。

然而却还有另一种自利性的表现，经济学并没有着重研究，即通过武力的方式或者是非武力的方式（坑蒙拐骗、威胁恐吓），将别人的蛋糕据为己有。

称之为冲突。

包含暴力冲突和非暴力冲突，商业冲突和政治冲突。

商业交换是做大蛋糕，而冲突是蛋糕不变或缩小（当冲突需要提供成本，例如武器时）状态下的重新分配。

如一家公司，他可以通过常规商业制造产品获利，也可以通过盗取竞争对手专利获利，甚至还可以暴力恐吓或设计

陷害使对手关门大吉来获利。

### 03

人最基本的需求是生理需求，即吃穿住用等。

其次需求还受同辈压力影响。

也就是同辈（即与自己年龄、地位、所处环境相似的人）的行为、习惯、爱好、取向及成就所带给自己的心理压力。

例如周边同事朋友都送孩子上补习班，哪怕父母出于内心并不欣赏这种做法，也很大可能性受同辈压力影响而将孩子送去补习班。

公众言论也会有意无意的强化同辈压力，例如当社会都在宣扬“结婚不买房，就是要流氓”时，就会强化在房产需求上的同辈压力。

房地产的金融资产化，使得同辈即算在工资收入差别不大的情况下，贫富层级迅速拉开，同辈压力剧增。

同辈压力制造的需求与个人的基本需求共同形成所谓的“刚性需求”。

7月16日，新华社旗下报纸《经济参考报》发文称：当前，养老、教育、医疗健康等领域的刚性需求呈爆发式增长，有望成为我国拉动内需的“三驾马车”。

刚性需求还在升高。

### 04

刚性需求决定了个人最低收入的预期。

只有收入在预期之上才可以保证刚性需求得到满足。

出于对风险的厌恶，“利己性”推动个人选择收益较高而风险较低的模式来获得最佳收益。

个人在常规商业活动中收入可以满足刚性需求，就极少有人选择风险性较高的冲突。

因为冲突可能涉及到违法，从来带来较高的风险。

而当收入上升渠道不畅通，个人自正常商业活动获利又难以保证刚性需求时；

一部分人选择无视同辈压力，成为佛性青年，进入极简生活，倾向于追求精神安逸，从而使得刚性支出下降。

另一部分则铤而走险，选择以高风险冲突提高收入，走上坑蒙拐骗甚至涉黑之路。

无法做大蛋糕，便抢走别人的蛋糕。

当由于阶层固化或经济萧条导致较多人群无法从商业活动中获得保证刚需的收入。

自利性导致选择以冲突来提高收入的人群开始扩大，坑蒙拐骗及敲诈勒索开始盛行。

与之伴随的，极端行为也趋于增多。

## 05

自 2008 年强刺激政策开始，投资边际效应逐步显现，中国 GDP 增速逐步下滑，而 M2 增速居高不下，资产金融化加深了贫富差距的扩大，吃穿住用（主要是住）基本生活费



用的激增，贫富差距的扩大又加压同辈压力。

使得个体理解上的“刚性需求”越来越高。

刚性需求的激增导致最低收入预期越来越高。

而企业却由于内、外需下滑及税收比例的限制难以满足工人日益增高的收入预期。

双方矛盾导致企业“招工难”与工人“找工难”（满足预期刚性支出的工作）同时存在。

出于自利性，企业或缩小规模，加速智能化替代；或寻找海外生产要素价格更低廉之地。

这是常规化商业模式。。

也可能选择制假售假、侵犯专利、逃税漏税、旁氏金融等冲突式商业模式来追求更高利润。

## 06

个人具有自利性，公司如此，放至国家层面亦如此。

比之个人之间尚受到法律的制约，国家之间的“自利性”表现得更为赤裸，且理直气壮、理所当然。

国家的“自利性”称之为国家利益。

两国是合作还是冲突多由那方面的预期收益更高决定。

当两国经济存在互补性，从商业中得到预期收益大于从冲突中得到的预期收益，贸易便会兴旺。

贸易的发展促进了政治的平稳。

例如，中日关系一直处于政冷经热。

而当冲突模式的预期收益大于商业模式的预期收益，冲突便会发生，也可能是部分国家组成联盟共同分享冲突收益。

例如，八国联军入侵中国。

事实上，国别之间的经济活动应该分为二种，正常商业贸易、资产的保卫与掠夺。

07

9.18 日消息，于美股收盘后，特朗普政府宣布将于下周起对约 2000 亿美元中国商品加征 10% 的关税，并威胁将对另外数千亿美元中国商品加征关税，以施压中国政府改变商贸做法。

这两个全球最大经济体之间的贸易紧张局势由此升级。

为何中美两国之前进行了多轮谈判，但却最终走向对抗？

来分析一下；

中国已经是世界第二大经济体，随着中国生产要素价格的提高，低端产品竞争力退化，中国产业链不得不往高端转移。

而往高端转移，即代表中美贸易互补性在弱化，竞争性在增强。

里面有两点，

1) 中国为第二大经济体，代表的是可掠夺的财富目标巨大。

掠夺也需要投入资本，当投入大于产出时，“自利性”便会阻止事件发生。

例如侵略他国的战争投入预期多过战后收益预期。

侵略就几乎不会发生。

2) 互补性弱化，竞争性强化，代表商业收益预期减少。

商业收益预期变少与冲突收益目标变大，引导两国走向冲突。

自二战后，核弹的出现导致直接对抗风险急升，多数矛盾不再诉诸于武力。

而更多的借助于勒索，商业制裁被作为工具。

对中美冲突来讲，美国是冲突的发起方，也是勒索的发起人，目标是中国积累的庞大财富。

中国积累的庞大收益使得美国具有较高的冲突收益预期。

而中国又在高科技层面受到美国的钳制，在外需上形成了对美国的依赖，多数顺差依赖于美国需求。

美国有了勒索的本钱。

那么两国可以谈判吗？

下图以一种便于表达的图形来说明；

以边际线为界限，界限外已超过两国共同收益上限，两国没有任何谈判余地。

边际线的两端是中国独占全部收益和美国独占全部收

益。

不同的是，中国属于保卫自己的权益。美国属于掠夺他人权益。

当中国预期保卫收益和美国预期的掠夺收益如上图所示时，蓝色小三角形所示区域为两国的谈判空间。

两国都可以得到比预期更好的结果。

而当一方或双方对局势太过乐观想要更大的好处时，谈判余地消失。

两国无法在收益边界内实现预期共同点。

双方进入冲突阶段。

双方开始为冲突投入资本，期待收获可以覆盖投入，并得到比谈判更多的利益（掠夺成功或守卫成功）。

2011 楼

作者:gz111678 日期:2018-09-19 14:58

好久之前我的预测是，放水加息。水没停，看会否加息  
来自

2014 楼

作者:gz111678 日期:2018-09-21 22:17

结构性去杠杆后续——新一轮公私合营

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文：凭栏欲言

01

带闺女去逛动物园，看到了孔雀开屏。（不得不提广州动物园真是良心价）

感叹漂亮之余，忽有念头闪现；

自物竞天择适者生存的角度看，如果单纯从外界对种群施加的压力来讲，雌雄孔雀应趋于同一进化方向，然而雌孔雀并没有进化出如此华丽的尾羽。

雄孔雀华丽漂亮的尾羽，对自己的身体负担及灵敏度都有负面影响，不利于躲避天敌。从进化来说是有害的。

进化出漂亮尾羽的最大作用，便在于求偶，雌孔雀会根据雄孔雀尾羽的华丽程度来选择伴侣。

换句话说，雄孔雀尾羽的进化，并非来自于种群外竞争，而是来自于种群内竞争。

尾羽漂亮的孔雀可以在种群内竞争得到交配权，延续自己得基因。

只要不存在种群毁灭的危机，雄孔雀就会优先以种群内压力作为进化动力。

## 02

是不是有时候我们经常会有疑问，“为何国家层面处理问题的角度会如此的脑洞大开？”

譬如委内瑞拉马杜罗政府。我相信有不少人都会感觉“让我去做委国总统比马杜罗强得多”。

问题的原因就在于内部竞争和外部竞争视角问题；

作为旁观者，我们经常会忽视某一群体的内部竞争而只针对其面对的外部竞争做出判断。

即所谓“旁观者清”。

而作为参与者，则经常会放大内部竞争而选择性忽视外部竞争，从而导致“攘外必先安内”。

被称之为“当局者迷”。

对于雄孔雀来说，忽视外部竞争则将被天敌杀死；忽视内部竞争则将丧失交配权，从而无法延续基因。

内部竞争和外部竞争同时存在，选择需要平衡点。

### 03

9月12日，一篇题为《中国私营经济已完成协助公有经济发展的任务，应逐渐离场》的文章刷屏，文中陈述：“私营经济已经完成了协助公有经济实现跨越式发展的历史重任，下一步，私营经济不该盲目扩大，私营经济是没有纪律的，是没有深谋远虑的，是不足以面对日趋严峻的国际竞争的”。

自1978年以来，改革开放的40年，也是私营经济蓬勃发展发展的40年。

私企部门为中国最具有活力的部门，对中国GDP贡献率高达60%以上，提供了80%的城镇就业岗位，吸纳了70%以上的农村转移劳动力，新增就业90%在私营企业，来自私企部门的税收占比超过50%。

在国际竞争方面，体现在出口，2017 年，私营企业贡献了出口的 44%，而国企仅贡献 10%。

即算单从对就业率的贡献看，也很容易想清楚没有可能回归全面公有制，否则城镇人员就业问题如何解决？

吴小平作为资深专业人士，其应相当清楚私营企业与国营企业在活力及效率上的差异，在逻辑上的过于牵强附会似有故意性。

基本逻辑与其专业背景不符，似有深意。

感觉更像是对经济政策的偏国企薄私企的一种不甘心，或者是在发泄一些不满，从而做出一宗行为艺术表演。

期望博取更多关注从而引起一些反馈或反思。

起码对笔者来说，并不认为吴小平文章仅表达了字面的意思。

文章的极大争议也体现出对社会上对私营经济走向的彷徨不安，导致一点点蛛丝马迹的出现都引起巨大反响。

#### 04

从国企（雄孔雀）的国内竞争压力和整体企业（种群）的国外竞争压力来看一下混合所有制的出台背景。

在外部竞争压力方面；

随着土地财政对生产要素价格的推涨，中国企业外部的竞争力逐步减弱；

然而中国已深度参与国际分工，石油、天然气、芯片产

品包括粮食等对外依存度都已比较高。

完成国际交换显然需要保持一定的企业外部竞争力，不可能无视外部竞争。

对外依存度高但又无法保持企业外部竞争力的国家极易发生金融风险，譬如土耳其。

在内部竞争压力方面；

由于我国为公有制为主体的社会主义国家，国企的产权性质决定了其产权与管理者分离，而私企的产权与管理者多数是统一的。

显然对管理者的激励不同。

效率上必有差异。

国企与私企的竞争中多依赖于政策或资源倾斜来保持优势。

9月13日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，对国有企业降杠杆提出了总体要求，明确要求国有企业平均资产负债率到2020年年末比2017年年末降低2个百分点左右，之后国有企业资产负债率应基本保持在同行业同规模企业的平均水平。

从“指导意见“也可以看出，国企负债对于高层来说，如鲠在喉。

2018年4月23日，中共中央政治局会议也曾重提“扩



大内需”。寄望于以居民加杠杆承接国企杠杆，实现国企结构性去杠杆。

然而受制于居民消费能力下滑及外部形式变化，效果微弱。而国企负债仍需解决，混合所有制推进应时而生。

混合所有制改革推进的主要目的将集中于如何降低国企资产负债率，是结构性去杠杆政策的后续。

2017 年，国内的供给侧改革和环保常态化，对国企的国内竞争力改善起到了一定作用，但产业链上游的成本增加已经损伤了企业整体外部竞争力，而与美国的贸易战还将进一步损害外部竞争力。

八月，外储存量下降。

外部竞争压力骤增，以损害对外竞争力来加强国企对内竞争力的方式难以为继。

正如雄孔雀，生存压力开始超过繁衍压力。

9 月 18 日，国家发改委网站正式公布了《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》

其中第五条关于集团公司层面开展混合所有制改革。

文件提出，要积极探索中央企业集团公司层面开展混合所有制改革的可行路径，国务院国资委审核中央企业申请改革试点的方案，按程序报国务院批准后开展试点，鼓励探索解决集团层面混合所有制改革后国有股由谁持有等现实问题的可行路径。积极支持各地省属国有企业集团公司开展混

合所有制改革。

目前，入选企业名单全部确定，有近 400 家企业入围，其中中央子企业有 200 余家，地方国企近 200 家。

国务院国资委要求入选企业于 9 月底前上报各自综合改革方案。

加速推进混改。

05

混合所有制改革，可以有两个方向，可以国企参股民企，也可以民企参股国企。

国企即可以通过债转股、员工持股等方式，引进股东，降低负债率。

也可以通过参股部分优质龙头民企，或提高资产质量，或借壳，或改善现金流。

通过资产支持证券化等方式最终降低资产负债率。

而民企也有引进国资的热情，目前民企面临几重困难；

1) 内外需求双降，尤以环保常态化和供给侧改革之后，原材料成本暴涨，部分民企陷入经营困境，引进国资利于缓解资金压力和开拓业务，尤其对于承接政府基建项目是一个有利因素。

2) 私企融资难融资贵一直是一个无解的难题，通过引进国资，融资环境会得到改善。

3) 2015 年后，股票持续下滑，部分上市公司遭

遇了股权质押爆仓风险。

鉴于外部竞争力下降已至边界；

而采用国企运营模式有损企业竞争力，如何才能完成国企杠杆率下降而不影响企业竞争力？

本轮混合所有制改革或会选择通过股权转让实现部分无竞争力的国企退出管理。

而控（参）股部分或会倾向于选择新加坡淡马锡模式，以减少对外部竞争力的影响。

当然，也会趁机对一些敏感企业加强管理。

因为中央层面的立场与国企本身立场差异，执行效果尚待观察。

毕竟，鱼与熊掌兼得向来都不是一件简单的事。

2037 楼

作者:gz111678 日期:2018-09-25 12:36

美联储加息在即，中国或将即放水又加息

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

01

当地时间 9 月 17 日，美国总统特朗普正式宣布，将对约 2000 亿美元中国商品加征新关税，并威胁如果中国采取报复行动，则将对另外大约 2670 亿美元中国商品加征关税。

特朗普政府官员表示，对上述中国商品加征的 10%关税

将于 9 月 24 日生效，年底税率将上调至 25%。

利空传来，A 股连续多日大涨，我大 A 向来不按常理出牌。

与之对应的，9 月 17 日，央行一反常态开展 2650 亿元 1 年期 MLF(中期借贷便利)操作，利率持平为 3.30%。

当日无 MLF 到期，资金为净投放。

大剂量强心针啊！

然而，水放了，可以去股市，也可以去汇市。

受欧元走强影响，近期美元指数连续走低。

而受放水影响，人民币汇率并未跟随美指的下滑而上涨。

## 02

香港，汇丰银行宣布，从 9.20 日起在提高港元、美元、人民币定期存款利率。

随着汇丰等香港银行加息落地，港元 HIBOR 利率全线上涨，港元市场流动性明显收紧。

港元汇率大幅飙升，一举突破 7.80 中位线。

9 月 27 日凌晨 2 点，美联储将公布议息结果，这是香港市场对于美联储加息预期的提前应对。

果然苦口才是良药，加息对香港房地产及股票市场来说相当苦口，却是汇率坚挺的良药。

## 03

8 月 31 日，阿根廷央行将指标利率（七天期 LELIQ）上

调 1500 个基点，至 60%。

60%的年利率已经创造了新的 “世界纪录”。

然而同日阿根廷比索兑美元跌 11%至 38 比索，刷新盘中历史低点。

为何阿根廷的加息并没有如香港一般导致汇率大涨？

2017 年，阿根廷外债规模约 2330 亿美元，占 GDP 比值约为 40%，远高于 20%的国际警戒线。

2017 年阿根廷向海外支付资本利息达到 159.06 亿美元，而阿根廷的外汇储备则只有 600 亿美元左右。

外债严重超过外储。

根据阿根廷国家统计局（INDEC）在 6.27 日下午发布的国际收支报告，今年第一季度阿根廷经常性账户累计亏损达到 96.23 亿比索。

如果将国家当作一个人来看待，经常账户顺差体现的是一个人挣钱的能力，净外储存量（外储-负债）则是一个人的净存款。

有谁敢将钱借给一个既没有能力赚钱还一身外债的人？

在吸引资本流入或减少资本流出这个范畴上，加息肯定是有利的，对汇率是支撑作用的。

然而利率不是衡量投资收益的唯一指标，风险也是需要考虑的必要因素。

加息也不一定必然支撑汇率，还需要看挣钱能力和存款。

04

9月20日晚间央行发布公告，中国人民银行和香港特别行政区金融管理局签署了《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》，将在香港发行央票。

发行央票是收紧离岸人民币流动性，这是对离岸汇率的支撑。

央行此动作可视为应对美联储加息的提前布局，目的为支撑离岸市场汇率。

那么由离岸在岸汇率互动来看，在岸人民币应会以某种方式予以支撑。

8.10日，笔者在《货币高速增长带来的财富幻觉终将梦醒》一文中预判，9月政策或会即加息又放水。

中国拥有巨量的外储存量，经常账户长期保持顺差，很显然，短期风险并不高，只要加息，缓解汇率贬值压力并不难。

难的是加息压力之下，经济增长、房产泡沫、国企及政府债务问题怎么办！

三者相互关联，环环相扣。

任何一个环节出问题都将导致其他环节跟进。

加息将影响实体和金融两个方面；

实体方面：

提高了企业信贷成本，低回报投资被挤出，降低经济发展速度。

但同时资源错配减少，也提高了发展质量。

金融方面：

增加资金流进，减少资金流出。有利于稳定金融环境。

实体是挣钱的能力，而金融则是借钱的能力。

目前世界范围内金融资本的流动体量已是实体资本的几十倍。

金融资本做的是钱的生意，其体量大，相对实体资本来说，金融资本对货币的含金量更敏感。

短期内，金融资本即可表现出巨大影响，并波及至实体。

一个稳定的金融市场可谓重中之重。

货币的含金量由三部分组成，利率、汇率和汇率预期；

利率：

中美利率已形成倒挂。

汇率：

自 2018 年 3 月以来，人民币汇率持续走贬；

汇率预期：

目前，汇率预期是央行主要调控方向，但逆周期因子对汇率预期的调控主要集中在防止形成羊群效应和威慑空头，但并没有彻底改良汇率贬值预期；

由于货币政策与美国背离及贸易战因素，人民币贬值预

期还在走强。

汇率预期的提升还可以通过提高实体或金融资产收益率吸引外部资金流入得到支撑；

例如 2015 年的股市投资和 2015 年股灾之后新一轮的房市投资，都在相当程度上改善了汇率预期。

然而目前并未有新的投资热点发力，低风险低收益的货币基金规模屡创新高，也侧面说明投资热点并未形成。

三方面因素共振将使得金融资本外流追寻更高收益。

当然，除了提升货币含金量来保持资本流入流出平衡，资本管制也可以通过对流出设置障碍来减少流出。

但管制是双向的，以管制来减少流出也会摧毁资本流入的信心。

且由于中国贸易项已放开，资本可以借道贸易从而实现流出，管制很难起到预期效果。

加息成为几无挑选余地的选项。

05

前文也说到，加息并不难，难得是如何在加息背景下解决经济增长、房产泡沫、国企及政府债务问题。

目前以政策动向来看，都已有了预案。

国企债务：

9 月 18 日，国家发改委网站正式公布了《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》，属意于混合所有制改革，



借力资产证券化方式解决国企债务。

地方政府债务：

中国财政部 9 月 21 日公布，今年 8 月，全国发行地方政府债券 8830 亿元，其中 8 月份地方发债规模较上月增 3197 亿。

1 到 8 月累计，全国发行地方政府债券 30508 亿元。其中 8 月份地方发债规模较上月增 3197 亿

1 到 8 月，地方政府债券平均发行期限 6.1 年，其中，一般债券 6.1 年、专项债券 6.0 年；平均发行利率 3.89%，其中，一般债券 3.90%、专项债券 3.89%。

7-8 月份，地方政府密集发债，8 月 31 日当天，浙江、山东、湖北就发行了超过 1200 亿元巨额的地方政府债券，财政部政府债券发行系统客户端一度瘫痪。

大规模的债券发行使地方政府提前锁定了债券利率，即算 9 月跟随加息也将大大降低地方政府的偿债压力。

9 月 13 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》提出，对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止“大而不能倒”，坚决防止风险累积形成系统性风险。

地方融资平台有一万多家，负债总规模可能高达 60-100 万亿，任一平台破产都将激起信任危机从而蔓延。

正如银行破产法，城投破产也只能是防患于未然的最后一步，但也说明政府方面已经为债务处理做好了预案，关键时刻会将融资平台债务与地方政府剥离。

由于融资平台是执行代政府融资和投资功能，允许融资平台破产，本质无异于地方政府赖账，刚兑并不容易被打破。

经济增长：

9月20日，国务院发布《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》；

意见中看出，中央期望提振吃穿用、住行、信息消费以及文化旅游体育和养老等多个领域的消费。

同时提出完善有利于提高居民消费能力的收入分配制度，增加中低收入群体收入，改善居民消费能力和预期。

意见对以消费拉动经济增长寄予厚望。

房产：

银监会发文规范银信类业务 明文禁止信托资金流入房地产等领域。

重庆市政府网站发布《重庆市银行业支持实体经济发展若干措施》严格限制信贷资金违规流入房地产领域。

9月7日，银保监会日前召开银行保险监管工作电视电话会议，会议强调，要进一步完善差别化房地产信贷政策，严禁首付贷和消费贷资金流入房地产市场等违规行为，坚决遏制房地产泡沫化。

同时，限售限贷政策频出；

行政措施的叠加使用即降低了进入房产的资金总量，又防止房产价格下跌造成杀跌行为。

以房产价格横盘来护住房产泡沫既不吹大，也不破裂。

预案已有，只待加息？

鉴于国企及地方政府债务仍需呵护，个人倾向于认为央行或不会调整基准利率，而采用市场化方式加息。

END。

值此中秋佳节，祝各位帅哥美女中秋快乐、身体健康、事业顺利、阖家幸福。

2052 楼

作者:gz111678 日期:2018-09-26 10:30

美联储加息在即，中国或将宣布加息？

小白读财经

22 小时前 • 网易号优质原创作者原创认证

订阅

作者：凭栏欲言

01

香港，汇丰银行宣布，从 9.20 日起在提高港元、美元、人民币定期存款利率。

港元汇率大幅飙升，一举突破 7.80 中位线。

9 月 27 日凌晨 2 点，美联储将公布议息结果，这是香港

市场对于美联储加息预期的提前应对。

果然苦口才是良药，加息对香港房地产及股票市场来说相当苦口，却是汇率坚挺的良药。

## 02

8月31日，阿根廷央行将指标利率（七天期LELIQ）上调1500个基点，至60%。60%的年利率已经创造了新的“世界纪录”。

为何阿根廷的加息并没有如香港一般导致汇率大涨？

根据阿根廷国家统计局（INDEC）在6.27日下午发布的国际收支报告，今年第一季度阿根廷经常性账户累计亏损达到96.23亿比索。

如果将国家当作一个人来看待，经常账户顺差体现的是一个人挣钱的能力，净外储存量（外储-负债）则是一个人的净存款。

有谁敢将钱借给一个既没有能力赚钱还一身外债的人？

在吸引资本流入或减少资本流出这个范畴上，加息肯定是有利的，对汇率是支撑作用的。

然而利率不是衡量投资收益的唯一指标，风险也是需要考虑的必要因素。

加息也不一定必然支撑汇率，还需要看挣钱能力和存款。

## 03

9月20日晚间央行发布公告，中国人民银行和香港特别行政区金融管理局签署了《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》，将在香港发行央票。

发行央票是收紧离岸人民币流动性，这是对离岸汇率的支撑。

央行此动作可视为应对美联储加息的提前布局，目的为支撑离岸市场汇率。

那么由离岸在岸汇率互动来看，在岸人民币应会以某种方式予以支撑。

8.10日，笔者在《货币高速增长带来的财富幻觉终将梦醒》一文中预判，9月政策或会即加息又放水。

中国拥有巨量的外储存量，经常账户长期保持顺差，很显然，短期风险并不高，只要加息，缓解汇率贬值压力并不难。

难的是加息压力之下，经济增长、房产泡沫、国企及政府债务问题怎么办！

三者相互关联，环环相扣。

任何一个环节出问题都将导致其他环节跟进。

加息将影响实体和金融两个方面；

实体方面：

提高了企业信贷成本，低回报投资被挤出，降低经济发展速度。

但同时资源错配减少，也提高了发展质量。

金融方面：

增加资金流进，减少资金流出。有利于稳定金融环境。

实体是挣钱的能力，而金融则是借钱的能力。

目前世界范围内金融资本的流动体量已是实体资本的几十倍。

金融资本做的是钱的生意，其体量大，相对实体资本来说，金融资本对货币的含金量更敏感。

短期内，金融资本即可表现出巨大影响，并波及至实体。

一个稳定的金融市场可谓重中之重。

货币的含金量由三部分组成，利率、汇率和汇率预期；

利率：

中美利率已形成倒挂。

汇率：

自 2018 年 3 月以来，人民币汇率持续走贬；

汇率预期：

目前，汇率预期是央行主要调控方向，但逆周期因子对汇率预期的调控主要集中在防止形成羊群效应和威慑空头，但并没有彻底改良汇率贬值预期；

由于货币政策与美国背离及贸易战因素，人民币贬值预期还在走强。

汇率预期的提升还可以通过提高实体或金融资产收益

率吸引外部资金流入得到支撑；

例如 2015 年的股市投资和 2015 年股灾之后新一轮的房市投资，都在相当程度上改善了汇率预期。

然而目前并未有新的投资热点发力，低风险低收益的货币基金规模屡创新高，也侧面说明投资热点并未形成。

三方面因素共振将使得金融资本外流追寻更高收益。

当然，除了提升货币含金量来保持资本流入流出平衡，资本管制也可以通过对流出设置障碍来减少流出。

但管制是双向的，以管制来减少流出也会摧毁资本流入的信心。

且由于中国贸易项已放开，资本可以借道贸易从而实现流出，管制很难起到预期效果。

加息成为几无挑选余地的选项。鉴于国企及地方政府债务仍需呵护，个人倾向于认为央行或不会调整基准利率，而采用市场化方式加息。

来自

2068 楼

作者:gz111678 日期:2018-09-26 10:34

公众号发的转不过来了，砍掉一半被转载了，预计后续放水加息，就看会不会被打脸。

来自

2069 楼

作者:gz111678 日期:2018-09-28 21:33

一出好戏正在上演

原创： 凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文：凭栏欲言

近期手感不好，我说的是写文章；

啪啪啪，文章在某平台连续被毙五次。

是时候从良了，改写篇影评如何？

01

《一出好戏》是黄渤执导的处女作，故事讲述了一群人意外流落荒岛而展开，作为一部荒岛求生的喜剧片，影片想表达的东西很多，或局限于时长，或局受限于现实，对人性的刻画和表达上总感觉差那么一丢丢味道。

然而，影片中却浓缩了一部社会经济发展简史，文明程度、社会形态、经济发展贯穿整部影片之间，或者这就是电影最想启发一种反思？

《一出好戏》中一颗陨石意外坠落打破了原有的生活轨道，一行人被抛入无人荒岛，直接进入了最原始的生存环境。

社会关系和资本清零，现代社会生活技能也无法适应原始状态，具有当兵经验的导游小王（王宝强饰演）以其超强的生存能力带领人们捕鱼摘果，被推举为首领。

此时的经济体制对标农业社会初期，以采摘狩猎满足自我消费为主。



消费主要集中于维持生存。

而小王的管人经验主要来自于养猴子。

“给他一个香蕉，他就听你的。”

“管猴子”充满黑色幽默，荒诞又真实。

采集狩猎，食物上缴，首领分配，还有体罚制度。

小王建立的体系下，有这么一刻，笔者脑海中跳过《商君书》。

然而，人首先是自利的，没有约束的首领权力，小王出现了以公共财富供养自身小团体的行为。

## 02

小王的暴力压迫使得团队出现了不同的声音，张总（于和伟饰）带头对抗小王，团队一分为二；

张总带领部分人发现了一艘破损的大船，新的资本（渔网等工具）注入使得捕鱼的劳动效率大大提高，商品自由处置权激发了劳动热情，两者共同推动了劳动生产率的提高，团体富裕程度日增。

新的消费品（锅碗瓢盆等日用品的发现）使得可交换商品种类增多，一般等价物（扑克）适时出现完善了商品交易体系，促进了商品流通。

社会文明更进一步。

张总的统治之下，首领生杀予夺的味道淡化，转而以经济手段控制团队。

恰巧小王带人前来参观，张总提议小王也加入货币体系，并建议用有比较优势的商品（鱼）换取小王的果子。

货币扩散至团体之外，世界货币和对外贸易出现。

张总身为老练的商人想用自身有比较优势的商品换取其他一切产品。

而最具优势的商品无疑就是自己的“货币”。

这为后期的“货币超发”埋下伏笔。

两个团队进行比较发现，劳动生产率的提高主要原因有两点；

- 1) 劳动工具的改善（新的资本注入）。
- 2) 相比于小王的配给制，市场化模式激发了劳动热情。

劳动生产率的提高带给张总团队的生存环境大大提高，贸易的一体化也促进了沟通交流，对更有尊严的更好生活的向往，扩散至小王团队，使得小王团队不断有人“移民”。

文明在于横向对比（同年代），而非纵向；

文明的横向竞争使得小王团队的生存愈加困难。

与委内瑞拉如出一辙；

自 2000 年以来，委内瑞拉“用脚投票”的人数已超过 400 万，而委内瑞拉总人口不过 3000 万。

03

战争的出现；

一面是张总团队的逐渐富裕，而另一面是小王团队的持续贫穷。

生存压力之下，小王带队抢掠张总团队。

战争中的多数是由贫穷的一方发起侵略富裕的一方，尤以冷兵器时代更为特征鲜明。

中国古代史中富饶的中原地区屡被北方游牧民族入侵，且屡屡成功。

以经济角度也可发现其具有必然性；

富裕一方意味着其劳动生产率较高，从生产中抽调人手从事战争，意味着其付出的经济代价更高，但预期收益却小，征服穷国无利可图。

而穷国则想反，付出的代价小但预期收益却高。

收益的区别使得贫穷一方有着比富裕一方更强的战争决心。

而冷兵器时代的战争具有平面化特征，征战双方无论规模多大，实际可以刀兵相接的都十分有限。

在有限的接触中，战争决心强的一方容易无视对手的装备，摧毁对手的信心使其溃败。

而尚未实际参战的部队则被裹挟败逃。

以弱胜强在冷兵器战争中的出现频率并不低。

然而这个情况在现代战争时代已经很难出现，由于战争的立体化，接触面积大增，甚至相隔数千公里即可实现攻击，

士气影响无限弱化，资本影响大大强化。

现代战争已经成为输入多少资本，准备获得多少产出的经济游戏，包括贸易战和金融战。

其发生的最重要的基本条件，就是目标产出大于目标投入。

反向来看，现代社会弱于对手的情况下，如何才能避免发生战争？

要么足够的穷，对手打赢战争的目标产出足够的少，不及投入；

要么足够的强，对手打赢战争的目标投入足够的多，超过产出。

弱而不穷，就是原罪。

#### 04

我们常说到价值，价值体现为交换价值；

价值昂贵代表可交换其他物品的比例高。

满足基本生活所需的情况下，价值多由是稀缺性决定，而非使用价值。

例如，钻石极度稀缺，价值高，然而其使用价值却很小。而粮食使用价值很高，却也容易种植，交换价值不高。

而当无法满足基本生活所需时，价值主要由使用价值决定。例如吃不饱的时候，粮食当然比钻石有价值。

马进（黄渤饰）彩票中了 6000 万无法回归现实社会兑

奖，却在兑奖日这天意外天降鱼雨。

从天而降的财富使得马进决定利用小兴（张艺兴饰）的技术能力（发电）进行技术垄断。

马进和小兴利用新到手的财富进行了提前布局。用鱼交换了因没电而无法使用的手机。

吃饭问题得到了解决，需求层次上升。人们开始追求精神上的慰藉。

北极熊的发现使得人们相信外界已经毁灭，当电重新出现，存在手机中的照片视频成为具有唯一性的商品。

果然垄断才是最好的发家途径。

借助于发电技术，寻找陆地的希望重新被点燃，团队重新合一，马进俨然成为新的统治者。

电的使用极大的推升了文明程度，灯光下的载歌载舞恍惚间已重归现代文明，却终究不是。

05

“与世隔绝”总是相对的，正如现代社会已经没有哪个国家可以闭关锁国。

远处的海面上出现了放着焰火的大船，文明并未被毁灭。

小岛的与世隔绝终归要终结，回归文明。

没有意外，每一次的荒岛求生电影，多数以回归文明作为结局。

在电影表现手法上，当代文明与原始状态的冲突，方可

让我们以当代文明的眼光去审视那些历史的进展。

最终，也将以历史的眼光来审视当代文明的发展。

冥冥中自有天意，2018 年，全球经济也正在同步上演一出好戏。

2091 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-02 19:29

国庆，恒生指数跌 2.38%，有 2008 年国庆的味道  
来自

2114 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-03 15:28

西安楼市尴尬一幕：近 500 套房子开盘，0 人购买!】西安一项目 473 套新房开盘，没有一个购买者。创下西安楼市从 2015 年下半年以来首次出现项目无人购买的惊人现象

来自

2115 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-03 15:52

经济日报评论员：坚定不移深化改革扩大开放  
?

中国经济网

20 小时前?·?中国经济网官方网易号

关注

开放是必然的，闭锁是不可能的

非不想实不能也

来自

2116 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-03 20:56

@ u\_103315301

双方各有诉求预期，没找到平衡点之前需要多次试探，打打谈谈，修正诉求。

强势一方诉求修正较少，甚至会根据已经投入的成本提高诉求。

但都不可能退出国际贸易体系。

来自

2119 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-03 23:20

从历史来看“闭关锁国“与”对外开放“

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文：凭栏欲言

“闭关锁国”，一般是说清朝的海外贸易政策。事实上闭关锁国政策自明朝就已经初现端倪。

自清朝初期开始，清政府多次颁布禁海令，在沿海地区实行海禁，并将沿海居民迁往内地，史称“迁界”，“片板不许下水，粒贷不许越疆”。

康熙二十二年，收复台湾。第二年七月，康熙下令开放

海禁，设海关，定关税，“江南驻松江，浙江驻宁波，福建驻泉州，广东驻广州”。沿海各地，“海禁既开，帆樯鳞集，瞻星戴月”，一片繁荣景象。

清政府的重农抑商趋向并没有重视海外贸易对经济的促进。

乾隆二十二年，清政府决定停止厦门、宁波、定海等港口的贸易，洋船“只许在广东收泊交易，不得再赴宁波，如或再来，必令原船返棹至广，不准入浙江海口”。

“一口通商”成为闭关锁国的标志。

此后乾隆至道光朝，又陆续颁定《防范夷商规条》、《民夷交易章程》和《防范夷人章程》，对交易商品、商船出洋和洋商活动都加以限制。

闭关锁国阻碍了信息与先进技术的传播，更阻碍了生产要素的自由流动，导致劳动生产率提升缓慢，而劳动生产率是一个国家富强的根本。

这导致近代中国科技经济发展远落后于西方，却弱而不穷，于是频频被侵略目光盯上。

马克思说：“一个人口几乎占人类三分之二的大帝国，不顾时世，安于现状，人为隔绝于世界并因此竭力以天朝尽善尽美的幻想自欺。这样一个帝国注定最后要在一场殊死的决斗中被打垮。”

随后两次鸦片战争失利使得清政府开始反思与西方的



差距，19 世纪 60 年代，洋务运动开展。

清政府结束了闭关锁国。

02

很多人以为朝鲜一直在闭关锁国，一直很穷，事实上，朝鲜也曾有过辉煌的时刻。

上图，朝鲜大型团体操《辉煌的祖国》

朝鲜战争结束后十年，朝鲜经济年均增长率高达 25%，60 年代末，朝鲜农村已经实现全部通电。

1960 年时，韩国 GDP 与人均 GDP 仅是朝鲜的 40%和 55%。

1970 年朝鲜人均发电量 1184 度，达到初等发达国家水平。

1975 年时韩国 GDP 与人均 GDP 分别是朝鲜的 90%和 84%。

1979 年的朝鲜就已经实行了全面的免费教育和全面的免费医疗制度。

朝鲜对小学到大学的全体学生和幼儿园儿童免费供应外衣,内衣和鞋等生活必需品。

据资料显示，1978 年，中国人均 GDP 为 245 元人民币，朝鲜却已达到约 600 美元。

70 年代左右，包含韩国在内的亚洲四小龙开始承接日本的产业转移，更深度的参与国际分工，经济步入快车道，至 1980 年，韩国在经济上反超朝鲜。

至今，朝鲜的 GDP 已仅为韩国的 3.1%。

朝鲜的早期经济发展主要来源于两个方面；

### 1) 索取外援

根据韩国统计资料，1950-1960 年朝鲜得到经济援助 16.53 亿，其中无偿援助 16.38 亿，援助金额中苏联占 43.14%，中国占 30.75%。

自 1960 年中苏关系破裂后，朝鲜更是利用中苏朝三角关系左右逢源，索要援助，并利用政治倾向换取不公平贸易条件，如中国出口朝鲜石膏和硫磺等商品只能收回成本 20%-25%。

甚至三年困难时期，中国仍倾尽所能的进行对朝援助。

由于中国不计成本的对朝援助，保质保量，与苏联形成反差，朝鲜政治态度多偏向于中国，但仍与苏联保持良好关系，苏中竞争式援助也使得朝鲜索要援助的胃口大增。

朝鲜是获取外来援助最为成功的国家，大量的经济援助提供了朝鲜经济发展的先期资本。

### 2) 参与经互会国际分工

经互会是前苏联在 1949 年组织建立的一个社会主义国家经济政治合作组织，类似于欧洲经济共同体。

经互会以转账卢布作为结算货币，转账卢布是以苏联货币卢布为计值的经互会国家结算的记账单位，并不实际参与流通。经互会国家的贸易往来采用“转账卢布”记账。

朝鲜虽未正式加入经互会，但以观察员国身份实际上已

深度参与了经互会的国际分工。

朝鲜与经互会市场国家的贸易常年占其对外贸易的70%以上，朝鲜向经互会国家提供工业产品和矿石换取所没有的石油及其他工业产品。

（注：经互会不包含中国，中国1956年以观察员国加入，1961年停止列席）

1990年苏联解体，俄罗斯随即取消了各种对朝援助，1991年经互会解体，解体后的经互会国家间贸易结算由记账改为美元现汇结算，朝俄贸易额急剧减少至4.7亿美元，比上年减少80%以上。

此后的朝俄贸易额逐年减少，1995年朝俄贸易额只有2.3亿美元。

对外贸易的萎缩使得朝鲜外汇收入来源减少，朝鲜已融入国际分工却无足够外汇进行购买支付，状况恶化，引发经济严重下滑。

自1990年开始直到1998年朝鲜经济连续9年负增长。

由于朝鲜的农业已实现了自动化，无力进口燃油及化肥导致朝鲜农业生产能力大幅下滑，朝鲜发生了大面积饥荒灾难，朝鲜官方称之为“苦难行军”。

根据文献估计，饥荒导致的死亡人数约为24万至48万不等。

进入2000年以来，朝鲜经济逐步恢复增长。

上图，韩国银行（央行）公布了韩国对 2017 年朝鲜经济运行的监测数据。数据显示，2017 年朝鲜经济增长率为 -3.5%

与此对应的，朝鲜对外贸易恢复增长，2000 年同比增长 33.2%至 19.7 亿美元；

2001 上半年骤增八成，其中对中国钢铁产品出口增长 241%，从中国进口矿物性燃料和谷物分别增长 112%和 89%。

朝鲜从来就不存在真正意义上的闭关锁国，朝鲜的经济发展依赖于外来援助和对外贸易。

或者你可以设想一下朝鲜没有外来援助和对外贸易的现状。

### 03

1949 年，新中国成立。

中共作为革命政党，长期从事敌后战争，富于征战经验却普遍文化程度不高，根据 1950 年中央组织部长陆定一接见苏联驻华代办谢巴耶夫时通报的材料，当时华北有 150 万党员，其中 130 万是文盲或半文盲。在区委以上领导人员中，近 50%没有文化或文化不高。

学习外部经验成为当务之急。

在新中国成立之初，仅有 10 个建交国家，苏联的地位尤为重要。

中共一方面动员各部门干部到苏联学习，一方面聘请大

量苏联专家来华协助政府进行管理。

这些专家顾问遍及中共中央和政府所有部门，从安全、军事、情报，到体育、卫生、经济无所不在。

苏联具有完备的工业体系，苏联专家带来的管理经验和技術对于中国国民经济的恢复作出了重要贡献。

也帮助中国完成的第一个五年计划(1953-1957)，建立了工业化的基础。(尤其是重工业的基础)

据中国档案材料，自 1950-1953 年先后到中国帮助经济建设工作的苏联专家共计 1093 人。

一五之后，中国在短时间内即初步实现了农业国向工业国的转变，外来先进技术的帮助功不可没。

1960 年 7 月 16 日，在中苏领导人之间的政治分歧越来越严重的情况下，苏联专家突然全面撤出，也带走相关技术资料与图纸。

上图为苏联撤走专家后，洛阳拖拉机制造厂已经安装机器不能使用

苏联专家的全面撤出对中国经济造成了较大影响。也是造成三年困难时期的部分原因。

此后的中国经济由于受到文革的影响，发展趋慢。

1979 年中美建交，中国开始逐步对外开放，参与世界分工，承接了亚洲四小龙的产业转移，经济走上快车道。

邓小平曾说：“总结历史经验，中国长期处于停滞和落

后状态的一个重要原因是闭关自守。经验证明，关起门来搞建设是不能成功的，中国的发展离不开世界。”

“建国以后，人家封锁我们，在某种程度上我们也还是闭关自守…三十几年的经验教训告诉我们，关起门来搞建设是不行的，发展不起来。”

在开放的世界条件下，经济问题已经不是个别国家的事情，而是一个彼此不可分割的、相互紧密联系的国际性问题。因此，各国经济的发展，很大程度上取决于是否有效的利用国际资源、先进技术和管理经验。

邓小平阐明了对外开放是世界经济国际化的必然趋势。

目前，朝鲜也正在谋求对外开放之路。

2123 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-04 23:58

上段是讲个逻辑，为何不会闭锁，点到即止。

闭锁后果看 90 年 C 县。

如发生较大经济下滑，正常手段获利无法维持基本需求，人的自利性会驱使以冲突手段获利，形成的群体行为即是马克思所说的阶级斗争，穷富之间通过冲突进行财富再分配。

一般来说，政府会对穷的一方进行转移支付以减少这种行为，西方的富人乐于从事慈善事业也来自于这个理由。

经济越是下滑，转移支付负担越重，越需要富方承担，方法不一。

来自

2124 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-07 19:46

突发，央行降准 1 个百分点——背后原因探究

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文：凭栏欲言

(10 月 7 日)消息，为进一步支持实体经济发展，优化商业银行和金融市场的流动性结构，降低融资成本，引导金融机构继续加大对小微企业、民营企业及创新型企业支持力度，中国人民银行决定，从 2018 年 10 月 15 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点，当日到期的中期借贷便利(MLF)不再续做。

降准所释放的部分资金除偿还 10 月 15 日到期的约 4500 亿元 MLF 外，还可再释放增量资金约 7500 亿元。

央行又一次大手笔。

本轮降准更多原因为受制于国庆期间国外金融市场动荡，在国内股市开市前公布重大利好可对冲外围利空因素。

降准也可将公开市场操作推后，从而避免就是否跟随美联储加息问题做出明确表态。

01

又一个欢乐祥和的国庆假期，秋高气爽、艳阳妩媚，景

点人流如梭，好一出美景。

上图：秦淮河美景

然而全球金融市场却迎来了惊心动魄的一周，香港股市一片腥风血雨，使人联想起 2008 年的股市，自 10 月 2 日开盘，至 10 月 5 日，恒生指数累计跌幅达 4.38%。

截至 10 月 5 日收盘，恒生地产分类指数已较今年高点回调 20%。房、房、房，重要的事情说三遍。

亚太股市及欧洲三大股指集体下跌。

欧美指数表现强于亚太指数

节后中国股市开市在即，难以避免会遭受波及；

10.7 日，央妈普降甘霖，降准 1%，释放资金 7500 亿。

02

然而受影响的还有新兴市场汇率。

10 月 3 日周三，鲍威尔接受 PBS 采访时表示，美国经济表现“相当正面”（remarkably positive），没有理由不认为当前的经济扩张“可以延续相当一段时间”，“经济非常弱的时候，我们确实需要相当宽松的低利率，现在再也不需要，它们再也不适合了”。

鲍威尔的鹰派讲话助力美元指数站住了 96。

影响汇率的因素还有美债收益率，10 月 5 日美国非农就业报告发布后，10 年期美债收益率突破 3.24%，美债收益率可视为一种无风险利率，美债收益率的攀升提升了美元资



产的吸引力。

10月4日，印度卢比兑美元开盘创纪录新低，报73.60卢比，

印度卢比创新低印尼盾刷新二十多年低点

同日，印尼盾兑美元跌0.6%至15160印尼盾，逾20年来新低。尽管印尼央行自五月开始已经5次上调了基准利率。

今年以来印度、印尼均已多次加息，却并未能成功安抚市场情绪。

与土耳其，阿根廷情况相似，印度、印尼的危机因素都来自于经常项目逆差，根据印尼央行数据显示，其经常项目自今年3月以来已经连续6个月为负，而印度，在今年3月结束的上一个财年，经常项目逆差达全年GDP总值的5%。一个季度贬值约8.6%的卢比已经成为了亚洲表现最糟糕的货币之一。

同样受到影响的，还有人民币离岸汇率。

受美元指数及美债收益率双双攀升影响，10月2日，离岸人民币兑美元盘中一度出现快速跳水走势，盘中跌破6.90关口，随即又快速拉回。

10月4、5日，离岸人民币兑美元两日两度失守6.91关口。

03

国际金融资本的流动多以货币含金量为风向标；

其来自利率、汇率和汇率预期的综合；

美元指数、美债收益率、美联储加息的明朗预期对汇率预期的支撑，分别自三个方面加强了美元的含金量，吸引资金回流美国。

在 9.27 日美联储如期加息时间点前后，印尼、卡塔尔、菲律宾、越南、加拿大、巴林、沙特、捷克、阿联酋、俄罗斯、阿根廷、土耳其，以及香港、澳门等国家和地区纷纷追随美联储提高本币利率，中国暂未跟进。

加息是提高货币含金量一种手段，从而保持与美元含金量相对稳定，防止资本形成单向流动。

其对汇率的支撑只是表象，维持资本流入与流出的稳定才是各国央行的最终目的。

#### 04

美联储加息之前，9 月 18 日，央行以利率招标方式在公开市场开展了 2000 亿元逆回购操作。由于当日无逆回购到期，实现净投放 2000 亿元。

9.17 日，央行还意外实施 2650 亿 MLF（利率 3.3%同前一致），当日也实现净投放 2650 亿元。

9.12-18 日，央行连续通过逆回购或 MLF 操作实施公开市场净投放，累计净投放资金 7950 亿元。

而美联储宣布加息后，中国央行暂停了公开市场操作，这意味着，央行不想对是否跟随美联储加息明确表态。

央行的不表态也是一种态度；

显示受到国内经济下行压力影响，央行视加息为最后的选项，但对资本流入流出平衡的顾虑也使得央行无法排除加息选项。

由于货币政策的腾挪余地已趋近于无，央行以不表态创造了一种货币政策的灵活度。

将对加息的态度保留至下一次公开市场操作。

10.7 日，央行降准，使得公开市场操作仍可继续推后。

由于上一次 6 月 14 日美联储加息中国央行也未跟进，叠加中国多次降准，已与美货币政策背向而行，人民币在利率、汇率及汇率预期三方面均受到不小的压力。

据彭博社报道，美银美林目前预估明年第一季人民币兑美元下看 7.05 元，比原来预估的 6.90 元更低；明年第二季人民币会贬至 7.10 元，也低于原本预估的 6.85 元。

笔者在 9.24 日文章《美联储加息在即，中国或将即放水又加息》中，也已从各方面说明，央行已为加息做好了准备。

央行越不想轻易对是否跟随美联储加息表态，越表明加息本身的严峻性。

否则的话，央行可以更干脆直接表明不跟随加息的态度，来加强股市及实体市场信心。

无论怎样，下一次的公开市场操作必将展示出央行的态

度。

05

鉴于中国所面临的国际环境渐趋不友好，而中国已深度参与国内分工已不可能再趋于封闭。

根据国务院第 26 次常务会议决定，国务院关税税则委员会在 9.30 日印发公告，自 2018 年 11 月 1 日起，降低部分商品的最惠国税率。

根据《国务院关税税则委员会关于降低部分商品进口关税的公告》，为适应产业升级、降低企业成本和满足群众多层次消费等需求，从今年 11 月 1 日起，降低部分工业品等商品的最惠国税率。降税商品共 1585 个税目，约占我国税目总数的 19%，平均税率由 10.5%降至 7.8%，平均降幅为 26%。

显示了中国将进一步加强开放。

一个开放的中国必然需要一个开放的金融环境。

由于中国在外储及经常项目上尚不存在严重问题，提升货币含金量创造一个稳定的内部金融环境并不困难。

难的是如何在蒙代尔不可能三角中寻找可能；

由于国内贸易项已完全开放，已不可能实现完全的资本管控，那么稳定的汇率和完全独立的货币政策成为不可能兼容的两方面，已不可能同步实现。

国内货币政策已与美国已形成背离，属于完全独立的货币政策。

那就不可能再实现一个稳定的汇率，汇率的稳定只能是以消耗外储存量来短期维持。

独立货币政策之下，央行多次降准所释放的便宜资金必将冲击汇率，由于在汇率上受到不小的压力，放开汇率自由浮动已经成为一个选项，9.14日，笔者也曾在《由“逆周期因子”转向“浮动汇率”？》一文中加以阐述。

无论汇率是否放开自由浮动，汇率本身都不是问题所在，问题在于一国的金融安全即金融资本流入流出是否平衡。

一个安全稳定的国内金融环境可有助于解决国内问题，相反，只能放大国内的问题。

而释放货币贬值压力与维持金融资本流入流出平衡，两个目标想同时实现唯有加息配合方可实现。

或许，降准所释放的长期廉价资金是为了减轻加息压力，为后续加息铺路？

2128 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-08 10:06

突发，央行降准1个百分点——背后原因探究

？

凭栏欲言

14 小时前

已关注

文：凭栏欲言

(10月7日)消息，为进一步支持实体经济发展，优化商业银行和金融市场的流动性结构，降低融资成本，引导金融机构继续加大对小微企业、民营企业及创新型企业支持力度，中国人民银行决定，从2018年10月15日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点，当日到期的中期借贷便利(MLF)不再续做。

降准所释放的部分资金除偿还10月15日到期的约4500亿元MLF外，还可再释放增量资金约7500亿元。

？

央行又一次大手笔。

本轮降准更多原因为受制于国庆期间国外金融市场动荡，在国内股市开市前公布重大利好可对冲外围利空因素。

降准也可将公开市场操作推后，从而避免就是否跟随美联储加息问题做出明确表态。

01

又一个欢乐祥和的国庆假期，秋高气爽、艳阳妩媚，景点人流如梭，好一出美景。

？

上图：秦淮河美景

然而全球金融市场却迎来了惊心动魄的一周，香港股市一片腥风血雨，使人联想起2008年的股市，自10月2日开

盘，至 10 月 5 日，恒生指数累计跌幅达 4.38%。

截至 10 月 5 日收盘，恒生地产分类指数已较今年高点回调 20%。房、房、房，重要的事情说三遍。

亚太股市及欧洲三大股指集体下跌。

欧美指数表现强于亚太指数

节后中国股市开市在即，难以避免会遭受波及；

10.7 日，央妈普降甘霖，降准 1%，释放资金 7500 亿。

02

然而受影响的还有新兴市场汇率。

10 月 3 日周三，鲍威尔接受 PBS 采访时表示，美国经济表现“相当正面”（remarkably positive），没有理由不认为当前的经济扩张“可以延续相当一段时间”，“经济非常弱的时候，我们确实需要相当宽松的低利率，现在再也不需要，它们再也不适合了”。

鲍威尔的鹰派讲话助力美元指数站住了 96。

影响汇率的因素还有美债收益率，10 月 5 日美国非农就业报告发布后，10 年期美债收益率突破 3.24%，美债收益率可视为一种无风险利率，美债收益率的攀升提升了美元资产的吸引力。

10 月 4 日，印度卢比兑美元开盘创纪录新低，报 73.60 卢比，

印度卢比创新低印尼盾刷新二十多年低点

同日，印尼盾兑美元跌 0.6%至 15160 印尼盾，逾 20 年来新低。尽管印尼央行自五月开始已经 5 次上调了基准利率。

今年以来印度、印尼均已多次加息，却并未能成功安抚市场情绪。

与土耳其，阿根廷情况相似，印度、印尼的危机因素都来自于经常项目逆差，根据印尼央行数据显示，其经常项目自今年 3 月以来已经连续 6 个月为负，而印度，在今年 3 月结束的上一个财年，经常项目逆差达全年 GDP 总值的 5%。一个季度贬值约 8.6%的卢比已经成为了亚洲表现最糟糕的货币之一。

同样受到影响的，还有人民币离岸汇率。

受美元指数及美债收益率双双攀升影响，10 月 2 日，离岸人民币兑美元盘中一度出现快速跳水走势，盘中跌破 6.90 关口，随即又快速拉回。

10 月 4、5 日，离岸人民币兑美元两日两度失守 6.91 关口。

### 03

国际金融资本的流动多以货币含金量为风向标；

其来自利率、汇率和汇率预期的综合；

美元指数、美债收益率、美联储加息的明朗预期对汇率预期的支撑，分别自三个方面加强了美元的含金量，吸引资金回流美国。



在 9.27 日美联储如期加息时间点前后，印尼、卡塔尔、菲律宾、越南、加拿大、巴林、沙特、捷克、阿联酋、俄罗斯、阿根廷、土耳其，以及香港、澳门等国家和地区纷纷追随美联储提高本币利率，中国暂未跟进。

加息是提高货币含金量一种手段，从而保持与美元含金量相对稳定，防止资本形成单向流动。

其对汇率的支撑只是表象，维持资本流入与流出的稳定才是各国央行的最终目的。

#### 04

美联储加息之前，9 月 18 日，央行以利率招标方式在公开市场开展了 2000 亿元逆回购操作。由于当日无逆回购到期，实现净投放 2000 亿元。

9.17 日，央行还意外实施 2650 亿 MLF（利率 3.3%同前一致），当日也实现净投放 2650 亿元。

9.12-18 日，央行连续通过逆回购或 MLF 操作实施公开市场净投放，累计净投放资金 7950 亿元。

而美联储宣布加息后，中国央行暂停了公开市场操作，这意味着，央行不想对是否跟随美联储加息明确表态。

央行的不表态也是一种态度；

显示受到国内经济下行压力影响，央行视加息为最后的选项，但对资本流入流出平衡的顾虑也使得央行无法排除加息选项。

由于货币政策的腾挪余地已趋近于无，央行以不表态创造了一种货币政策的灵活度。

将对加息的态度保留至下一次公开市场操作。

10.7 日，央行降准，使得公开市场操作仍可继续推后。

由于上一次 6 月 14 日美联储加息中国央行也未跟进，叠加中国多次降准，已与美货币政策背向而行，人民币在利率、汇率及汇率预期三方面均受到不小的压力。

据彭博社报道，美银美林目前预估明年第一季人民币兑美元下看 7.05 元，比原来预估的 6.90 元更低；明年第二季人民币会贬至 7.10 元，也低于原本预估的 6.85 元。

笔者在 9.24 日文章《美联储加息在即，中国或将即放水又加息》中，也已从各方面说明，央行已为加息做好了准备。

央行越不想轻易对是否跟随美联储加息表态，越表明加息本身的严峻性。

否则的话，央行可以更干脆直接表明不跟随加息的态度，来加强股市及实体市场信心。

无论怎样，下一次的公开市场操作必将展示出央行的态度。

05

鉴于中国所面临的国际环境渐趋不友好，而中国已深度参与国内分工已不可能再趋于封闭。

根据国务院第 26 次常务会议决定，国务院关税税则委员会在 9.30 日印发公告，自 2018 年 11 月 1 日起，降低部分商品的最惠国税率。

根据《国务院关税税则委员会关于降低部分商品进口关税的公告》，为适应产业升级、降低企业成本和满足群众多层次消费等需求，从今年 11 月 1 日起，降低部分工业品等商品的最惠国税率。降税商品共 1585 个税目，约占我国税目总数的 19%，平均税率由 10.5% 降至 7.8%，平均降幅为 26%。

显示了中国将进一步加强开放。

一个开放的中国必然需要一个开放的金融环境。

由于中国在外储及经常项目上尚不存在严重问题，提升货币含金量创造一个稳定的内部金融环境并不困难。

难的是如何在蒙代尔不可能三角中寻找可能；

由于国内贸易项已完全开放，已不可能实现完全的资本管控，那么稳定的汇率和完全独立的货币政策成为不可能兼容的两方面，已不可能同步实现。

国内货币政策已与美国已形成背离，属于完全独立的货币政策。

那就不可能再实现一个稳定的汇率，汇率的稳定只能是以消耗外储存量来短期维持。

独立货币政策之下，央行多次降准所释放的便宜资金必将冲击汇率，由于在汇率上受到不小的压力，放开汇率自由

浮动已经成为一个选项，9.14日，笔者也曾在《由“逆周期因子”转向“浮动汇率”？》一文中加以阐述。

无论汇率是否放开自由浮动，汇率本身都不是问题所在，问题在于一国的金融安全即金融资本流入流出是否平衡。

一个安全稳定的国内金融环境可有助于解决国内问题，相反，只能放大国内的问题。

而释放货币贬值压力与维持金融资本流入流出平衡，两个目标想同时实现唯有加息配合方可实现。

或许，降准所释放的长期廉价资金是为了减轻加息压力，为后续加息铺路？

来自

2133 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-08 17:03

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%2F300483784.jpg{EIMAGE}

来自

2139 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-09 22:40

降准之后，经济将如何破局？

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文：凭栏欲言

本文为笔者假想，如有雷同，纯属巧合。

股汇“双杀”；

10.7日，央行公布降准；

10.8日中国遭遇股汇双杀。

上证指数大跌3.72%，深证成指大跌4.05%；

人民币离岸、在岸汇率双双破6.92，人民币汇率破七之声卷土重来，喧嚣尘上。

那人民币汇率会破七吗？

那是必然。

何时破七？

或会在年内完成。

01

降准对经济的影响；

有句话说，股市是经济的晴雨表。

然而中国不是。

或者说，很多时候不是，有时又是。

对多数西方国家来说，股市是经济的晴雨表，是指资本市场是为实体经济服务的。资本市场的兴旺，是实体经济是否活跃的具现。

而在中国，股市和房市综合才算是一个完整的资本市场，股房合体才可体现出资本市场的兴旺。

单独的房或股都难以描述出中国经济全貌。

在雨天的时候，因为股市资金反应更为迅速，而房市受

制于各种限购限售政策无法及时做出反馈，股市资金的反应要快过房市，股市在反应经济是否为雨天时比较灵敏；

而天晴的时候，股市由于特殊原因已沦落为是割韭菜市，其回报表现远远不如房市，多数人宁肯忍受房市的缺点（变现不灵活、交易等待期长、手续繁杂等）也会选择房市。

经济是否为晴天以房市作为指标反馈更为灵敏。

所以，中国经济的晴雨表应综合看房、股两市。

独特的制度使得晴天看房，雨天看股。

降准，对中国经济的影响由股市可窥一斑。

## 02

降准与小微企业；

至少是在股市反馈上，大幅降准并没有体现出货币政策对实体经济运行信心的提振。

即算你不关心各类经济指标，你至少也会留意到余额宝，余额宝的利率持续走低，已即将跌破 3%。

由余额宝资金利率连降也可观察到，银行间资金相当充裕。

却没有对小微企业形成较大的支持力度。

原因呢？

由于居民部门负债率高速攀升，已经对居民消费造成了挤压，实体部门受到居民部门消费能力制约，经营风险在加大。

这由 PPI 与 CPI 的剪刀差也可以观察到，自 2017 年开始，中国 PPI 增速持续高于 CPI，显示企业经营成本上升无法转嫁至最终产品中。

或部分企业已在亏本经营。

由于固定资产已经投入，即算经营是亏本的，只要产品出售现金流仍能覆盖流动资产投入，多数企业仍会坚持经营，期望将固定资产投入逐步变现。

直至出售商品现金流无法覆盖流动资产投入时，多数公司会选择结业。

小微企业的盈利改善更看是否有需求，而不是看贷款。

有需求的话，贷款利率高也不是问题。

没需求的话，贷款利率再低也只能催生资源错配。

而需求来自于居民可支配收入的提高，而非放水。

放水存在一个近水楼台先得月的问题，越近越易得利；

距离远的，放洪水也会被截留，流不到那么远。

反而由于放水对商品价格的推动，居民消费将被再次挤压，无法为实体部门盈利提供支持。

### 03

降准不能解决经济问题；

从银行角度看，银行虽然资金充裕，但小微企业经营困难是现实，风险溢价迫使银行贷给小微企业利率不可能降低，而小微企业经营风险居高不下也难以接受高利率。

这个环节无法被打通，也不可能被打通。这本身就是正常的市场选择过程。

如银行对小微企业的贷款利率放低至无法涵盖风险，那么小微企业的经营风险将转嫁银行，增加银行运营风险。

银行贷款收不回来如何面对储户的挤兑是个很现实的问题。

那么央行一再放水只能是经商业银行去往风险小的地方，大型企业（尤其是国企）、地方债、或金融系统内空转。

所以我们看到大型国企特别有钱四处并购民企，地方债发行规模迅速扩大，部分盈利不佳国有企业也被强行续命，金融系统内部资金利率一降再降，而小微企业却一直在强调融资难。

而国企的低风险却主要来自于国家得信用背书，国企债务已超过一百万亿，相当大部分属于旁氏债务，资金流入并不能产生应有效益。

由于多种因素的并存，放水没有产生也难以产生应有的经济效益，对于提振经济的作用大打折扣。

这导致大幅降准，国内股市仍然暴跌。

还有朋友仍在问，放水了，房价是不是会大涨了？

请看看股市，确认清楚是雨天还是晴天。

套用一句话，如果放水可以解决经济问题，那世界就不会存在经济危机了。



## 汇率破七？

降准无法解决经济问题，降准却解决了一个问题，就是防止国企债务爆发，波及银行破产，这会产生系统性危机。

这一直是高层强调的底线。

然而全球都在加息，中国却在降准，货币政策的反差将导致外部国家个个都成为抽水机，将国内降准新增的资金抽走外流（将人民币换成外汇，无论外汇是否走出国门都可算资金外流，人民币会被动核销，从而降低 M2，每流走 1 美元的外储将使 M2 减少[汇率\*货币乘数]  $6.9 \times 5.4 = 37.26$  元人民币，1 美元=37.26 人民币也成为一种看汇率的视角），使流通中 M2 降低，然后又被迫降准，成为反馈循环。

由于与美国争议加深，美国甚至在创造一种铁幕合围的气势，国内货币与汇率政策并不会再顾忌美国态度。

但中国已深入世界贸易体系，不可能脱离于世界贸易体系之外（脱离的话，面对的可能不是经济损失几个点得问题，而可能是某一产业链因一块芯片从而整条产业链全线瘫痪的问题），中国又将以多种政策支持多边贸易。

出于对多边贸易的支持，在加强管制和自由汇率之间，央行或倾向于汇率自由浮动。

汇率自由浮动倾向叠加放水影响，汇率会呈现震荡趋贬，减轻资金单向流动趋势，直至贬值压力得到一定程度的释放，

再放开自由浮动。

这其中，国内放水与资本外流形成角力，最终实现 M2 低速增长，以维持国内金融环境得稳定，汇率将承压。

中国 9 月份外汇储备环比下降 226.91 亿美元至 3.087 万亿美元，为连续第二个月减少，更创出 14 个月最低。

由于货币政策分化，汇率贬值预期明显，而外储存量近期下滑加快，央行以外储存量来干预汇率的行为应会更加谨慎，较少干预将使得的汇率破七可期。

破七后会形成一定程度的羊群效应，汇率压力会有一段骤增的过程。

即使是贬值也需要考虑金融安全，唯有加息方可对冲贬值造成的本币价值缩水。

实现金融资本流入流出大体平衡。

以防止形成踩踏行为；

必要时还会加强对于换汇的管制遏制单向趋势形成。

05

降准与通胀

国内放水形成的货币型通胀叠加汇率贬值形成的输入型通胀，通胀难以避免。

高通胀将稀释部分债务，降低国内债务（尤其是国企及地方政府）压力。

会辅以资产证券化，压缩开支等手段降低债务，也可能

最终会以印钞置换掉部分国企债务。

资产证券化可降低债务偿息的压力，如债转股就不用再还利息了。

多管齐下避免形成对通胀解决债务的过度依赖，造成通胀失控。

国企债务问题是系统性风险的爆发点，是中国最大的问题所在，更是纸等信誉的基础。唯有解决掉国企债务方可实现轻装上阵。

2149 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-12 00:48

又双叒一轮千股跌停——成因解析

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文：凭栏欲言

10.10 日，美股全线重挫，道指跌超 800 点创 8 个月最大日跌幅，纳指跌超 4%，科技股和芯片股纷纷重挫。

截至收盘，道琼斯工业平均指数收跌 831.83 点，跌幅 3.15%，报 25598.74 点。

纳斯达克 综合指数收跌 315.97 点，跌幅 4.08%，报 7422.05 点。

标普 500 指数收跌 94.66 点，跌幅 3.29%，报 2785.68 点。

10.11 日，国内股市千股跌停，又双叒一轮。

从宏观经济数据来看，美国 2 季度 GDP 环比增长 4.2%，为四年来高位，3 季度的经济增长状况也非常不错，3 季度经济指标也显示经济增长在较好的水平区间之内。

美国自 2015 年末开始进入货币紧缩阶段，然而美联储持续加息缩表并未影响到美股，美股持续创出新高。

为何美股在货币紧缩之下仍能创出新高？

又是为什么美国经济数据良好却制造了美股暴跌？

货币+信用=商品+服务+金融资产；

美股屡创新高也代表了美国国内的“货币+信用”总量并未受到货币政策紧缩的严重影响；

其原因在于海外美元回流抵消了美国国内货币紧缩效果。

目前，中国宽松货币政策被资金外流抵消是同一种原理的反向过程。

美元虽作为世界货币，但其货币政策出发点集中考虑美国国内，并不考虑海外，甚至是有意识的利用货币政策加大对海外的影响从而将国内危机因素转嫁。

美元紧缩的过程犹如在一片水域相连的池塘里，一台抽水机对着自家池塘抽水，自家池塘水位较深，水量尚未受到多少影响，旁边较浅的池塘却快被抽干了。

美国前财长康纳利说过这样的名言：“美元是我们的货

币，却是你们的麻烦。”

## 02

而美股暴跌的原因在于美债收益率急速攀升。

由于美国的积极财政政策实施，美国的财政赤字不断增加，根据美国国会预算办公室资料，自 2017 年 10 月至 2018 年 8 月期间报告的赤字为 8980 亿美元。已成为自 2012 年以来财政缺口最大的一年。

为应对赤字，美国财政部也加大了美国国债的拍卖规模，供应量的增加引导了美债收益率的上行。

一季度，美国财政部总计发售了 4880 亿美元的适销债券用于融资，创下自 2008 年 4 季度以来的新高。而 2008 年 4 季度是美国次贷危机的顶峰，其时为了应对危机，国债拍卖规模一度扩大。

而另一个令美债收益率攀升的因素来自于美联储的缩表，自 2017 年 10 月美联储开始缩表至今，已累计缩表 2850 亿美元。

2018 年 10 月份开始，美联储将每月缩表额度提升至 500 亿美元。

美联储的缩表，意味着美联储不但不接盘新的国债，旧有国债也需由市场接盘。

要由市场接盘的美国国债供应量骤增，叠加海外美元的流动性趋紧及加息对市场利率的引导因素，十年美债收益率

骤增。

10.9 日美国总统特朗普发表讲话认为美联储加息的步伐已经过大，在美国并没有出现明显通胀走高苗头的背景下是完全没有必要的。

特朗普的言论也剑指一路狂飙的美债收益率，由于特朗普上任以来推行了减税与基建并重的积极财政政策，政府债务水平在迅速增加，目前已经超过 21 万亿。

美债收益率攀高将进一步加重美国政府财政负担。

如继续下去，居高不下的债务问题或将于 2020 年左右拖累美国经济，或可能诱发“美债危机”。

而国际货币基金组织（IMF）6 月 14 日发布美国中期经济展望，曾经提出预测称 2020 年以后美国的实际增长率将大幅放缓。

### 03

美国 10 年期国债收益率已经飙升至 3.259% 的多年高位。

而美股的预期收益率却只有 4%，股票是一种风险较大的投资，与国债的风险不可同日而语，收益差价如此之低与股票的高风险不成比例。

美股在长达十年的上涨期中也积累了较多风险因素，部分资金或会选择自高风险股市撤出进入国债市场，敏感的股市资金感受到任何一点风吹草动即会跟风杀跌，周三，反映华尔街“恐慌程度”的 CBOE 波动率指数 VIX 上涨近 44%，触

及 4 月 2 日来最高收盘水准。

美股全线重挫。

04

世界金融已趋向于一体化，美国股灾瞬间在全球引起连锁反应，经济全球化浪潮之中已经没有那个国家可以独善其身。

亚洲股市虽受时差影响开盘较晚，但仍遭受到大面积波及，普遍性暴跌。

中国国内股市与美股虽没有直接的关系，但与港股关联较深，仍遭受到美股的间接影响。

10.11 日，深证成指跌 6.07%，上证指数跌 5.22%，千股跌停。

受制于经济数据低迷及股市制度的不健全，近期的国内股市熊多牛少。

而中国自 10.7 日宣布降准之后，至 10.11 日四个交易日期间，国内股市已遭遇两轮股灾。

由于国内股市几乎无股不压，连续的股灾将使得的股权质押风险暴露，爆仓不断。

这显然将雪上加霜，更大程度的摧毁本已低迷的信心。

随着美联储货币紧缩政策的持续推进，美债收益率持续走高不可避免，美股将进入黑天鹅事件多发期，国内股市也将遭受美股的间接影响进入雷暴期。

珍爱生命，远离股市。

2159 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-23 10:10

股市大涨的背后—— M2 保八与汇率保七

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

01

10月19日国务院金融稳定发展委员会对外宣布的稳定市场、完善市场基本制度、鼓励长期资金入市、促进国企改革和民企发展、扩大开放等五方面政策，要快速扎实地落实到位。人民银行、银保监会、证监会、外汇局、发展改革委、财政部等有关部门要加快工作节奏，政策成熟后立即推出，推出后狠抓落实。国务院金融委办公室近期要会同有关部门进行实地督查，确保落实到位。

10月20日，国务院金融稳定发展委员会召开防范化解金融风险第十次专题会议，重点分析三季度经济金融形势，研究做好进一步改善企业金融环境和防范化解金融风险有关工作。会议由国务院副总理、国务院金融稳定发展委员会主任刘鹤主持，人民银行、银保监会、证监会、外汇局、发展改革委、财政部等单位负责同志参加会议。

多部门联合发声的背后是自10月8日开始，两市连续大跌，鉴于中国股市几乎无股不压的现实，股权质押风险已



浮出水面，金融风险山雨欲来风满楼。

10月19日周五，沪市大涨2.58%；

10月22日周一，两市延续涨势，上证综指涨4.09%，深证成指涨4.89%，股权质押风险暂时得到缓解。

一个完美的政策市。

有一点需要吐槽的是，中国的股市向来都不是为了股民服务的，而是为了企业融资服务的。

在中国的股市环境中，股民地位低下，股权融资常被视为零资金成本融资，有一个词叫上市套现，值得细细品味一下。

扭曲的制度不可能没有任何后果，在股市制度没有得到根本改变的情况下，用脚投票将是常态；

而即算股市制度得到改变，鉴于中国经济增速下滑已是不争的事实，作为经济晴雨表的股市也不可能在雨天看到烈日。

未来的股市必将仍是阴雨连绵。

## 02

中国经济目前有两个着重力保的重要数据；

其一是汇率保七，另一个则是M2增长率保八，2018年全年间都在为维持M2增长率在8%以上而努力，为了维持M2增速，央行在年内已经进行了四次降准。

央行竭力维持M2增速是为了完成全年GDP增长6.5%的

指标，只有适当的经济增速才可维持债务链不断链，完成去杠杆软着陆。

自 2008 年以来中国经济宏观负债率迅速上升，自 2008 年的 140%到 2017 年已至 260%。而过去十年间经济增速保持在 6%-8%之间，典型的以货币来推动经济增长。

而想继续以货币增发推动经济增长来完成去杠杆任务，无论怎么看都像是一个悖论。

从近代金融历史来看，1980 年的拉美债务危机、1990 年日本资产泡沫的破灭、1997 亚洲金融危机，直至 2008 年美国次贷危机，都以付出惨重的代价，从而实现杠杆率的降低和生产要素价格下降。

可以说，没有去杠杆的剧痛，也没有经济活力的重新焕发。

道理其实很简单，不简单的是去杠杆的剧痛落在谁身上，政策制定部门肯定不想落在自己身上，那最终只能看是谁最没发言权。

### 03

那有没有和风细雨的去杠杆？

答案是有。

1997 中国就曾经实现了和风细雨的去杠杆，债务在高经济增速中逐步得到稀释，实现了杠杆率的降低。

为何 1997 年的中国可以实现和风细雨的去杠杆，而美

日等发达国家却不行？

来自于劳动生产率提升空间。

科技是劳动生产率的天花板，其界定了资本的投资边际；

劳动生产率存在三个要素（土地、人工、资本）；

在到达投资边际之前，资本量是决定劳动生产率高低的  
重要参数。

例如农夫使用铁铲翻土，科技发展后，拖拉机出现，拖拉机翻土效率明显高于铁铲，这就是劳动生产率天花板升高。

而是否能给农民配置拖拉机则是资本决定的，没有资本投入就买不起拖拉机，有科技也无法提升劳动生产率。

另一个影响因素则是一个工人不可能同时使用超过一台拖拉机，给每个工人配置超过一台以上的拖拉机只会形成资本的浪费，无法继续提升劳动生产率，这是投资的边际。

科技提升——劳动生产率上限提高——企业可以用更便宜的成本生产产品，盈利增加——资本跟进进行投资——增加了对人工的需求——带动人工工资上涨——工资上涨带旺了消费需求。

资本投资带动的需求与消费带动的需求共同拉动了经济的增长。

劳动生产率的提升空间决定了经济的发展速度，是温和去杠杆的关键因素。

当科技停滞不前、资本也不再稀缺、投资接近边际，企

业的盈利状况就会停滞不前，投资意愿随之下降，很多为资本投资提供配套产品和服务的行业就会出现产能过剩，人工需求随之下降，人工工资趋于停滞，进而消费需求下滑，经济高速增长期即会结束，进入一种经济新常态。

1997 年的中国在世界范围内尚属于一个类真空地带，科技水平与发达国家存在较大差异，资本也较为薄弱。

由于 1997 年之前的中国与外部世界交流较少，科技提升缓慢，资本存量较低，当参与国际分工之后，科技大幅提升，大量外部资本涌入，带动中国固定资产投资增长速度长期超过 GDP 增速，约为 GDP 增速的 2 倍左右，迅速提升了劳动生产率，带动了经济的快速发展，战后德国与日本、70 年代的亚洲四小龙、97 年之后的中国，都有过这么一段经济高速增长的时期。

经济的高速发展稀释了债务，从而实现了和风细雨式的去杠杆。

然而美日等发达国家科技已经处于前沿，突然提升的可能性较低，其资本存量较高，投资效应已趋于边际，从而无法突然提升劳动生产率使得经济快速增长，经济增长部分覆盖不了债务增量，去杠杆模式只能是以疾风骤雨式。

而目前，中国已深度参与国际分工，科技水平突然大幅提高的可能性较低，资本存量已处于较高水平，投资趋于边际，已不存在劳动生产率突发性大幅提升的可能，自然也就

没有了和风细雨去杠杆的可能性。

未来去杠杆必然是疾风骤雨式的。

04

10月20日国务院金融稳定发展委员会召开防范化解金融风险第十次专题会议，随之而来的，是央行重启已暂停十余个工作日的公开市场操作，10月19日，净投放300亿元，22日，央行开展了1200亿元7天期逆回购操作，全部实现净投放、为连续第二日净投放，公开市场操作利率维持原状，确认央行公开市场操作并没有跟随美联储加息。

央行的背离操作带给汇率及外储越来越大的压力，汇率距离破7的距离越来越近。

由于中美国债收益已经近乎持平，而汇率预期则已完全反向，美元趋升而人民币趋贬，资本市场资金流入流出渐趋不平衡，国内利率对资本流入已缺乏足够的吸引力，据中债登与上清所数据，9月份境外机构买债增量大幅下降93%，而央行公布9月末外汇占款余额则减少近1200亿元，降幅扩大，资本流出加速。

而汇率一旦破七，羊群效应还将使得资本流出继续加速。

由于资本流出加速的影响，央行降准幅度越来越大，对资本市场的提振效果持续时间却越来越短。

货币宽松带给资本市场的支撑力度受到资金外流影响渐趋失效。

无论投资或消费，其消耗的是都是真正的财富而非货币，印钞票不创造任何价值，其只通过稀释财富，改变了财富的配置。

消费的本质是财富的互换（以货币作为媒介），从这点上即可以理解到，货币政策是无法增加有效需求的。

经济增长依赖的是劳动生产率的提高，其背后是企业效率的提高，而不是货币刺激政策。

10月17日央行公布的社会融资规模数据中，2.21万亿元的社融总量数据靓丽，然而剔除口径更改（新口径将地方政府发行的7389亿专项债计入了社融），9月社融总量为1.47万亿元，低于市场预期值。

由余额宝利率连创新低即可看出，银行间资金流动性充裕，而旧口径下社融总量却远不及预期，显示制约商业银行信贷的不是资金，而是实体经济缺乏低风险稳收益的可贷项目。

地方政府大规模的专项债发行也与实体经济形成竞争，使得可贷资金更多的流向刚兑的地方政府债务，而不是实体经济，社会实体融资更加困难。

而地方政府的高债务只能是用未来更高的税收来弥补，这是为何减税呼声极高却推进极慢的原因所在。

未来的高税负则会继续打压内需，形成对经济增长的拖

累。

减税，任重而道远。

2177 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-25 13:40

中国版定向 QE? ——民营企业债券融资支持工具

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文: 凭栏欲言

防止发生系统性危机是中央一直强调的底线，而近日，股市的连续下挫使得股市质押风险暴露，为防止风险蔓延相互传染，多部门于 10 月 20 日联合发声支撑股市。

距离 10 月 15 日大幅度降准时间仅过了一周，自 10 月 22 日开始，央行连续三天公开市场净投放，分别为 1200 亿、1200 亿、1500 亿。

10 月 22 日央行官网发文称，为改善小微企业和民营企业融资环境，人民银行今年 6 月增加了再贷款和再贴现额度 1500 亿元，现决定在此基础上，再增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元，发挥其定向调控、精准滴灌功能，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。

净投放和再贷款再贴现都是增加基础货币的手段。

01

同在 10 月 22 日，央行发文称响应此前国常会指示，提出设立民营企业债券融资支持工具，毫不动摇支持民营经济

发展。

央行表示，民营企业债券融资支持工具由人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。同时，人民银行积极支持商业银行、保险公司以及债券信用增进公司等机构，在加强风险识别和风险控制的基础上，运用信用风险缓释工具等多种手段，支持民营企业债券融资。

简单翻译下就是由央行通过出售信用风险缓释工具（相当于收取保险费）为民营企业债券融资提供信用担保，由“专业机构”中债信用增进公司负责运作。

信用风险缓释工具（CRM,Credit Risk Mitigation）由银行间市场交易商协会在 2010 年推出试点，被视为中国版信用违约互换（CDS）。

电影《大空头》是一部传记剧情片，其背景主要对准了 2008 年美国次贷危机中的华尔街，看过的人应该对 CDS（信用违约互换）这个词并不陌生，其在影片中频繁出现。

CDS 是诱发 2008 年美国次贷危机的缘由之一，名词本身由于次贷危机影响而臭名昭著，央行有意识采用 CRM 也有部分避嫌之意。

那什么是 CDS？



假如投资人购买了债券，其将会面临两个风险；

1) 债券价格的下跌风险

多由是市场利率波动引起，利率上浮会导致债券价格下跌。

2) 债券发行方违约风险

债券发行方无法在约定时间内支付投资人的本金和利息。

而为了规避债券发行方违约风险，可以通过引入第三方，通过对第三方支付一定的“保险”费用从而在风险事件发生后获得第三方的补偿。

这就是信用违约互换（CDS）。

CDS 可以将违约风险转嫁第三方，会诱使金融机构配置高风险资产，资产质量下降。

风险的易于转嫁还可能诱导金融机构放松贷后跟踪，产生道德风险。

美国次贷危机正是由此引发。

但信用违约互换可减少金融机构信贷风险从而扩大其信贷意愿，抬升货币乘数。

$M2 = \text{基础货币} * \text{货币乘数}$ ，正是央行基础货币与商业银行信贷意愿的共同作用结果。

央行通过释放基础货币与疏通信贷渠道两部分共同着力来对市场释放流动性支持，避免股市质押风险蔓延诱发系

统性风险。

## 02

中国版 CDS 的政策出台背景是当前实体经济运营风险增高，违约率居高不下，由于商业银行缺乏低风险稳收益的可贷项目，央行通过各种货币政策工具释放的流动性多滞留在银行间，资金难以脱需向实。

在此背景下，通过购买信用风险缓释工具，金融机构可支付一定的“保险费用”将风险转移给央行指定机构，结合六月份央行宣布新增 AA 级信用债可作为 MLF 的抵押品。

商业银行即可以配置高风险私企债务，并将违约风险甩给央行，又可以在配置后将信用债抵押给央行获取 MLF 资金，从而吃利差。

这种近乎稳赚不赔的模式将大大增加金融机构配置高风险私企债务的热情。

然而这种操作集各种风险于央行一身，几乎就是央行通过代理直接买债的行为，与美联储买债 QE 在本质上几无区别。

区别的仅仅是范畴，这是中国针对私企的定向“QE”。

## 03

笔者在之前文章中也提到过，消费的本质是财富的互换，货币仅仅是媒介。

A 种了一斤粮食与 B 做了一只毛笔，两者之间进行互换

就是消费。

而 A 和 B 交易所用的货币是五元还是十元改变不了有效需求，其最终是粮食与毛笔的交换。

QE 改变不了有效需求。

QE 增发也仅仅只是在价格重新稳定之前通过稀释财富改变了财富在不同人群的配置。

近水楼台先得月，离超发的货币近的人就会偷走那些离得远的人口袋里的财富。

仅仅如此而已。

而私企的经营困难主要来自于经济换挡期的产能过剩，中国的经济发展多年来依赖于投资拉动，常年接近于 GDP 的两倍增速，而目前投资边际效应已经浮现，较多依附于强投资的产业产能过剩，最终微观的私企经营问题在宏观上逆向拉动经济增速下滑。

私企的经营困难也可从阿里、京东、华为传言停止社招窥得一斑。

据《北京青年报》报道，华为日前内部发布《关于落实公司人才供应策略的决议》，宣布除特殊情况外，原则上停止社招。

拉动经济的三驾马车中，出口和投资步伐踉跄，而内需尚需政策与时间培育。

经济的长期发展依赖于劳动生产率的提高，而非超发货

币。

以货币政策掩盖金融风险延长了过剩产能的出清周期，经济调结构的效果将事倍功半。

偏宽松的货币政策在实体中的效应无非作用于刺激消费、增加投资。

而刺激非生产性消费（享乐性消费）并不能在未来产生回报来支持可持续的消费，其仅仅是压缩了未来的消费支出而已。如债务持续挤压未来消费支出，致使其难以覆盖基本生活需求甚至会引发社会治安问题。

而在投资边际效应浮现的情况下加大投资也只能产生许多没有经济收益，反而需要持续投资加以维护的大白象工程。

无论哪种都是一种资源错配，其背后对应的都是债务的堆积，债务总是要还的，这增加了经济周期的波动度。

#### 04

世界金融一体化的进程也使得一国之内的货币政策很难独立于世界体系之外，金融资本体量甚至已远远超出了实体贸易。

金融的一体化使得不同国家之间的风险传导极其迅速，例如美国股市大跌总会在一定程度上影响到中国股市。

金融的一体化也使得不同国家之间的资产价格趋于平价化，否则将会产生套利，卖出 A 国的资产，买入 B 国的资

产从而提高资本收益，而货币本身也是一种资产。

10月24日夜間，美国股市大跌，道琼斯下跌2.41%，纳斯达克下跌4.43%。

美股的调整在意料之中，其来源于美债收益率攀高，10月10日笔者文章中也有详细陈述。

而美股对中国股市的影响还在持续。

2188 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-25 23:48

美指 96.63，持续拉升

来自

2195 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-26 21:48

有什么问题可以留言共同探讨，最近杂事多，回复较慢

来自

2201 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-30 11:39

汇率破七之后——货币政策逻辑线及未来货币与汇率动向分析

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

中国融资结构以间接融资为主，由银行作为桥梁连接借贷双方，在细分为政府、私企、国企和居民四个经济部门中，

任何一个部门的债务风险最终都会演变成银行的风险。

## 01

自美联储加息之后，笔者曾预测央行或会跟随美联储加息，或倾向于在公开市场操作中引导利率上行。

理由是全球贸易一体化使得商品价格趋于平价化，而金融一体化则使得各国资产价格也趋于平价化，而货币无疑是各国最基本最重要的资产。

货币资产价格来自于汇率和利率的复合。利率汇率双跌趋势会驱使资本进行无风险套利，将 A 货币转为 B 货币这种简单操作即可带来明显收益。

这将使得国内金融市场流入流出失衡，而中国央行四大目标之一即是维持国内市场流入流出的稳定。

而事实却是央行并未跟随美联储加息，金融市场流动渐趋失衡，体现在汇率上表现为汇率有强大的贬值压力。

2217 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-30 11:40

## 02

国际上通常使用两个指标衡量宏观杠杆率，一是  $M2/GDP$ ，二是非金融部门债务/ $GDP$ 。

$M2/GDP$  中国已位居世界第二，仅次于日本的 250%，而衡量一国经济实力更应该从 GNP 来进行比较，考虑到日本海外投资素有“海外另造了一个日本”之名，以 GNP 来比较的

话孰高孰低还难言。

而从非金融企业债务/GDP 来看，BIS（国际清算银行）的数据显示，中国非金融企业杠杆率自 2008 年的 142% 上升至 2016 年末的 257%，高负债必然带来高风险，而中国债务又以间接债务为主，主要由银行作为桥梁来衔接借贷双方，无论是那个部门的风险，最后都是银行的风险。

社会层面上认为银行是国家的，银行零风险的认知深入人心，一旦发生银行破产无疑将对信心造成毁灭性的打击，极易诱发储户对银行的挤兑从而演变为系统性金融风险。

国家虽已出台了银行破产法来应对未来银行可能发生的风险，但仍然没有做好面对银行倒闭会催生的系统性风险问题，防止系统性金融风险发生仍是国内货币政策的首要任务。

2218 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-30 19:34

04

由四大经济部门债务风险来看，尤其是目前国企、政府及私企债务问题皆已浮现，为预防风险扩散，维持一定量的货币增速有其必要性，这个“一定量”以央行的连续动作来看，是维持 M2 增速在 8% 以上。

然而世界金融已趋于一体化，且金融体量远远超出贸易体量，一国货币政策不得不面对国际间资本流动的影响。

出于对债务的担心，中国在“一定量“的货币增速和“国际间金融资本流动”两个目标中选择了前者。

但两个目标却并非独立的，其更像是两个通过水渠相连的池塘，货币放水带动资本外流，货币紧缩却带动外部资本内流。

中国要维持“一定量“的货币增速，需要加大注水量使其超过水渠外流速度方可。

这是为何今年央行已进行四次降准，各种货币工具频出而 M2 增速却只能勉强保 8 的原因所在。

鉴于中美利率已趋于平价，而汇率预期却完全想反，水渠正在拓宽。

这种情形下，要维持国内“一定量”的货币增速，需加大资金投放力度，却又导致水渠进一步拓宽，需进一步加大资金投放力度，形成一种反馈加强循环。

汇率压力陡然放大。

10 月 26 日，国家外汇管理局局长潘功胜在国务院政策例行吹风会上表示，对于那些试图做空人民币的势力，几年之前中国都与其交过手，彼此也非常熟悉，甚至可以说是记忆犹新。

这个讲话带有一丝警告空头的味道，但市场都是用真金白银堆起来的，背后起决定作用的是资本的收益率。

人民币并没有跟随美联储加息，收益率下降是不争的事



实。没有切实的收益提升，光靠喊话终究不能长久。

汇率破 7 是必然的，只是会在贬值过程中让空头不是那么好受，减少下跌摩擦而已。

那汇率破 7 之后走势又会如何？

笔者认为汇率破 7 后会在羊群效应未形成之前顺势有一段急贬，释放前期货币政策与国际背向蓄积的贬值压力。

而后再将汇率稳定在一定区间内，打消人民币汇率继续贬值的预期，减少跟风行为。

待汇率看贬预期消退后继续新一轮贬值，以一种下台阶式贬值模式来减少贬值所造成的负面影响。

汇率贬值所造成的输入型通胀叠加货币推动型通胀也有利于减轻中国经济各部门债务负担。

然而人无完人事无完事，通胀是对居民财富进行稀释，将会抹杀内需，代价是损害中国经济长期竞争力和经济增长速度。

来自

2222 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-30 19:35

03

不发生系统性金融风险是中国高层强调的底线。

这个底线结合中国债务主要为间接债务的特点进行穿透就是银行不能破产。

再进一步穿透就是非金融企业债务不能大面积断链将风险传导至银行。

非金融企业债务结合中国的特点可细分为四个部门（国有企业、私有企业、政府和居民部门）；

来自

2223 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-30 19:46

### 3) 私有企业

毋庸置疑，央行及高层的多种政策组合，从供给侧到去杠杆，再至稳杠杆，目的多为解决地方政府和国企债务风险。

供给侧改革从效果来看导致处于供应链上游的垄断性国企盈利大增，而处于产业链下游的私有企业盈利受到挤压。

从企业资产负债率来看，国企在去杠杆而私企在加杠杆。二季度数据显示，私营工业企业加杠杆趋势明显，资产负债率从去年年末的 51.6% 上升至 55.8%；与国企负债率下降 0.7 个百分点形成鲜明反差。

私企的资产负债率上升并非是一种主动行为，主因在于私企资产缩水严重，负债和资产同步收缩，资产收缩更快导致被动加杠杆。

东吴证券数据，2018 年 1-2 月国企占规模以上工业企业全部利润的比重上升至 30.1%，私企占比下降到 29.2%。

私企的资产规模及盈利双双下滑使得债券违约率攀高，

5 月份开始，盾安、凯迪、东方园林等陆续违约，根据新世纪评级数据显示，2018 年前三季度，共有 74 只债券发生违约，违约金额 714.61 亿元，而 2017 年全年仅有 29 只债券发生违约，违约金额 162.82 亿元。超 6 成企业在“借新还旧”。

违约率攀高使得私企债券发行难度明显上升，数据显示，17 年民企债券净融资额总计约 6200 亿元，但是截止到 9 月底，18 年民企净融资额仅为-85 亿元。即算成功发债，利率也居高不下。

自 10 月 8 日开始，中国股市持续大幅下滑，截至 10 月 20 日，两市共有 3485 只个股涉及股票质押，占 A 股全体 3554 只个股的 98.06%。

股价下滑使得大量的私企股权质押风险暴露，前文说过，以间接融资为主的中国，任何一个经济部门的风险都是银行的风险。

为防止私企部门债务风险转移给银行从而扩散成系统性风险，又一次，多部门联合发声出手救市，本月 25 日，央行连续第五日开展逆回购操作，五日累计资金净投放 5200 亿元，力求维稳国内资本市场。

10 月 22 日，央行发文称设立民营企业债券融资支持工具，为民营企业债券发行提供信用支持。

也可看出目前政策仍以解决已浮现的金融风险为主，支

持政策多集中于金融领域，对微观上企业经营实际困难更多来自于税收、土地价格、行政摩擦等因素尚未能进一步深入。

私企盈利难有改观的情况下，维稳国内资本市场的目的异化为吸引资金接盘解决股票质押爆仓风险。

然而投资者是来赚钱的，不是来救援的，投资者需要的是一个能赚钱的股票市场，一个不赚钱的市场用脚投票将成常态。

而外围美股市场已进入黑天鹅事件多发期，美股市场与中国股市关联并不大，然而其通过对信心和香港股市的影响间接影响国内股市。

受美股影响，国内股权质押风险挥之不去，放水维稳将被迫常态化。

来自

2224 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-30 21:08

#### 4) 居民部门

国家金融与发展实验室的《去杠杆政策转向了吗——中国去杠杆进程二季度报告》显示，居民部门杠杆率仍在上升，上半年累计上升了 2.0 个百分点。

目前居民债务风险尚未浮出水面，但其已成为潜在的风险爆发点。

居民部门杠杆率上升主要来自于房产消费，风险也将主

要由房产价格下滑诱发。

房产价格能维持住，断供断贷问题就少的多，哪怕出现问题，银行也可以拍卖抵押物变现。

而如果房产价格大幅下滑，银行对抵押物进行拍卖后尚不能弥补信贷损失，那居民部门风险就极易传导成为银行风险。

从 2018 年中国 M2 增速来看，其已难覆盖基本的通胀和经济增速，已经失去了推涨资本市场的能力，包括房股在内。

从资本收益来看，极易操作的货币基金利率目前维持在 3.5% 左右，而房产由于变现时间长、空窗期损失及修缮损失，其收益率至少应维持在 4.5% 以上。

即租售比在 22 以内才有投资价值，这与国际上基本一致，而目前一线城市租售比约为 66，溢价主要来自于对房价上升的预期。

易居研究院 26 日发布的报告显示，其监测的 100 个城市新房成交均价同比增幅已连续 14 个月保持收窄态势，房价环比下跌的城市数量在近两个月有所增加，9 月升至 31 个。9 月份的楼市库存规模明显增长，属于近 45 个月以来首次显著攀升。

房价上升预期逐渐消失，租售比势必要向正常回归，而股票价格下滑也可能迫使一部分人急于抛售房产救股从而引导房产价格下降。

居民部门债务风险将渐渐暴露。

中国前期房地产市场调控目标也集中于“稳房价、稳地价、稳预期”，并未表述过试图让房价下滑的政策目标。

目前，多地流出风声将放开限购但又被辟谣，单纯从供求关系来看，放开限购增加了潜在购买力，属于利好房市。而放开限售则不然，其增加了可交易房产供应，属于利空。

房产具有金融属性，其会追涨杀跌，从预防居民部门债务风险来看，释放利好预期，稳定房产价格防止杀跌有其合理性，放开限购政策大概率成真。

而租售比不可避免的会向价值线靠拢，但租售比回归可由房产价格下滑实现，也可由房租价格上涨实现，即由通胀实现。

由通胀实现租售比向价值线靠拢对银行影响较小，但其需要一定量的货币增速支持。

来自

2226 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-30 21:30

## 2) 国有企业

2015年11月10日召开的中央财经领导小组第十一次会议上，总书记提出了“供给侧结构性改革”概念：“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力。”

受益于供给侧改革，处于产业链上游的国有企业盈利大增，盈利增加带动国有企业资产负债率在下降，国家金融与发展实验室在9月18日最新发布的《去杠杆政策转向了吗——中国去杠杆进程二季度报告》显示，国企负债率从去年年末的65.7%回落至65.0%。

但盈利也带动了投资行为，至2017年末，国有企业负债超过100万亿。

如此庞大的负债使得中国面对加息问题倍感煎熬，迟迟无法跟进加息，金融资本流动失衡的风险在累积。

数据显示，今年1到9月，国有企业利润总额25773.6亿元，同比增长19.1%，国有企业税后净利润19031.8亿元，增长17.7%。

其背后是中美利差近乎持平，如要达到易纲行长所述的中美利差100基点的舒适空间，国企利润将腰斩。

来自

2227 楼

作者:gz111678 日期:2018-10-30 22:28

有一部分敏感不能发，一篇文章截成多段，见谅

来自

2230 楼

作者:gz111678 日期:2018-11-02 19:17

政治局会议措辞变化中隐藏的经济信号——汇率守七

已不是重点

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文：凭栏欲言

中文博大精深，一个措辞的细微变化，甚至只是排序的改变就可能就代表了一个方向的转变。

中共中央政治局 10 月 31 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作。

会议指出，当前经济运行稳中有变，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露。对此要高度重视，增强预见性，及时采取对策。

会议指出，当前我国经济形势是长期和短期、内部和外部等因素共同作用的结果。我国经济正在由高速增长阶段转向高质量发展阶段，外部环境也发生深刻变化，一些政策效应有待进一步释放。

会议强调，面对经济运行存在的突出矛盾和问题，要坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，加大改革开放力度，抓住主要矛盾，有针对性地加以解决。要切实办好自己的事情，坚定不移推动高质量发展，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，有效应对外部经济环境变化，确保经济平稳运行。要坚持“两个毫不动摇”，促进多种所有制经济共同发展，研究解决民



营企业、中小企业发展中遇到的困难。围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力，促进资本市场长期健康发展。继续积极有效利用外资，维护在华外资企业合法权益。要改进作风，狠抓落实，使已出台的各项政策措施尽快发挥作用。

## 01

会议认为经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露。

7月政治局会议上“稳中有变”“面临一些新问题新挑战”的说法转为10月“下行压力有所加大”。

中央层面上对经济下行做了确认。

三季度GDP增速由上季度的6.7%下行至6.5%，数据暴露的问题应已得到共识。

相比四月和七月，本次会议上没有再提及“扩大内需”，应为出于对居民部门杠杆率持续攀升的担忧。

会议也没有提及房地产，而7月会议则强调“下决心解决好房地产市场问题”。

本次会议没有明确提到房地产或有两方面因素：

1) 出于对居民债务增长的担心，对地产拉动经济的预期减弱，2015年开始的棚户区改造货币化补偿手段刺激了房产消费，拉动了经济增长，但也带来居民债务急速攀高，目前已不堪重任。

2) 房价目前尚位于掉头节点，居民部门债务风

险尚未暴露，中国房贷首付至少三成，即算房价下滑 1/3 左右居民部门风险也几乎不会传递给银行。

房价下滑超过 1/3 的话，房市就存在犹如股权质押风险暴露一样的问题，政策托底应该就会出现。

本次会议也没有延续 7 月份政治局会议上提到“加大基建补短板”。

而 10 月 31 日，国务院办公厅发布《关于保持基建补短板力度的指导意见》强调，在基础建设补短板上，要求坚持既不过度依赖投资也不能不要投资。

相比预期力度有所弱化。

自 7 月份政治局会议以来，积极财政是采取强投资还是采取大减税争议不断，本次会议未提及基建补短板或会在减税力度上有点惊喜，近期也有不少高层表示将有更大减税方案出台。

虽然公认减税对拉动经济增长更具有可持续性，但政府财政需要平衡，减收显然需要面对如何减支的问题，没有减支则不可能实现减税。

减支如何实现目前尚未露出端倪。

## 02

本次会议上提到了“长期积累的风险隐患有所暴露”，笔者在上一篇文章中也提过，除了居民部门债务风险尚未暴露之外，目前其余经济部门包括私企、国企、政府部门风险

皆有一定程度的暴露。

在 7 月政治局会议上已提出要“抓住主要矛盾、采取针对性强的措施加以解决”，10 月则延续了这一说法，防范化解风险的配套政策及措施不断在出，针对性定向化解风险。

从 2015 年开始，针对性定向化解风险措施就从未间断，国企债务风险以供给侧改革化解，地方政府债务风险以加快发行地方债券“开前门堵后门”解决。

私企债务风险由 10 月份股权质押问题开始浮出水面，近期加强了对股市的政策托底和对私企债券融资行为的支持。

10 月中旬，央行降准，至 25 日，央行又已连续五日开展逆回购操作，五日累计净投放 5200 亿元。

监管机构也开始不断向市场释放积极信号，上市公司可以下场炒自家股票了（上市公司自身与散户的信息不对称不可避免，以后刨 jiu 菜根就省事了），险资也不再是野蛮人了。

大水共政策齐飞，股市与债汇一色。

通过货币与政策共同支持，股权质押风险暂时得到缓解，但股权质押问题尚未得到彻底根治，受美债收益率攀高影响，外围美股进入黑天鹅多发期。受美股影响，国内股市风险必不可免，每次触及质押风险线，相同的问题仍会出现。

会议并没有提及房地产，也显示从债务风险方面看，与

房地产价格紧密相关居民债务风险目前尚未暴露。

### 03

会议提出要坚持“两个毫不动摇”，促进多种所有制经济共同发展，研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难。

9月12日，一篇题为《中国私营经济已完成协助公有经济发展的任务，应逐渐离场》的文章刷屏，笔者在9月21日撰文中曾论述，私企不可能缺席中国经济。

节选片段；

混合所有制经济有两个目的；

1) 解决民营企业资金困难，保就业率，这也是六稳（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）的首要任务。

2) 为国企注入优质资产，为资产证券化方式解决国企债务问题打好基础。

11月1日， 主持召开民营企业座谈会强调：“毫不动摇鼓励支持引导非公有制经济发展 支持民营企业发展并走向更加广阔舞台”。

推出六大务实举措包括：

第一，减轻企业税费负担。

第二，解决民营企业融资难融资贵问题。

第三，营造公平竞争环境。

第四，完善政策执行方式。

第五，构建新型政商关系。

第六，保护企业家人身和财产安全。

两天两次会议连续确认了民营企业地位，而排第一位的举措就是减税。

政治局会议提出继续积极有效利用外资，维护在华外资企业合法权益。

也说明中国开放之路不会停止，自中美贸易争端以来，引发了很多中国或会闭关锁国自谋发展的讨论，笔者曾经 10 月 3 日撰文《从历史来看“闭关锁国”与“对外开放”》，从历史角度分析中国会延续对外开放。

基于事实的逻辑判断多具有一定的准确度，但也有判断失误，如自美联储 9 月加息开始，笔者两次判断中国或会在公开市场跟进加息，否则会危及国内金融系统稳定。

但严重打脸，左脸打完打右脸。加息什么的，不存在的。

目前，由于中国并未跟进加息，汇率问题已如哽在喉。

汇率是一国货币表示的另一国货币的价格，其是一种相对价格，受到货币流入流出的影响。

可分为两部分；

1) 一般贸易和服务贸易顺（逆）差。

2) 金融体系流入（出），其中金融资本在国际间流动主要依赖于收益率。

中国的一般贸易及服务贸易差额已由顺转逆，金融资本收益率也一路下滑（即来自于利率的下降也来自于汇率贬值），蓄积了相当大的贬值压力。

本次会议上指出“当前我国经济形势是长期和短期、内部和外部等因素共同作用的结果”，说明当局有清醒认识国内经济形式受到国外因素的影响。

而以目前货币政策来看，则主要针对国内因素，对国外因素目前尚无暇顾及，也从侧面说明中央对汇率问题关注度在下降。

汇率弃守七已可得到确认，剩下的是两点问题要解决；

1) 如何打退空头减少损失。

11月1日，受中美两国领导人通话消息提振，人民币汇率大举反攻。

估计很多人民币空头在1日晚上已经爆仓。

2) 经济几大部门中，唯有居民部门对换汇是需求最少的，换个方向说，就是换汇潜力最大的。

如何改善居民部门对汇率的预期，防止大妈跟风换汇，显得尤为重要。

从近期美元指数波动与中美汇率波动对比中可看出，美指上升时，人民币汇率以较小幅度贬值，而美指下降时，人民币汇率则较大幅升值。

中国央行可能已经使用外储对人民币汇率进行了干预，

引导预期。

由于离岸市场规模小，干预效果好，又可通过离岸市场对国内汇率进行引导，央行干预或集中于离岸市场。

央行管理预期的其他手段还有调高外汇风险保证金，在香港发行人民币央票。

但鉴于中国对外开放的态度，非必要不会轻易动用资本管制（隐性收紧是可能的），在中国贸易项完全开放的情况下，资本管制也很难达到预期效果。

空头退走，大妈们预期稳定之时，才是汇率破 7 的良机。

2242 楼

作者:gz111678 日期:2018-11-03 12:40

美元指数 11.3 日下滑至 10.25 日水平至 96.5。

汇率 10.25 日 6.95，11.3 日 6.893

来自

2252 楼

作者:gz111678 日期:2018-11-07 11:53

从三季度经济数据推演房股未来走向

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

01

信心比黄金重要。

经济学是一门社会科学，社会科学比自然科学最大的区

别应该就是，自然科学的研究分析限于物质世界，其不受人类情绪干扰。

而社会科学却多了一个维度，社会科学受人类情绪干扰，情绪会改变结果，结果又反作用于情绪，情绪与结果间形成循环反馈。

这个特点在经济学中表现得尤为突出。

例如，假设在严格的供需上来分析，一种商品已至均衡价格。

但绝大多数人认为这种商品会涨，并持续买入，那么结果就会改变，商品会事实上涨，偏离均衡价格。

情绪影响结果，结果反过来又影响情绪，循环反馈促使泡沫形成，直至顶点。

随后会经历反向过程，泡沫破裂，价格下滑，并形成看跌预期，循环反馈直至超跌，所谓熊市无底。

由于一般消费品与金融产品相比面临保存难度问题等一系列问题，保存不良甚至会造成价值损失，情绪对一般消费品的影响较小，但其在金融市场的效果却被放大。

导致一般消费品主要受供需影响，而金融市场则主要受情绪影响。

在金融市场，信心比黄金重要，就是这种情绪的体现。

信心表现为资金愿意买入金融产品（股房）而不卖出，甚至愿意加杠杆买入。



买入使得资金流入金融市场，而不卖出则减少了可交易金融产品数量，两者共同推升市场价格。

信心也体现在 M2 增速中，加杠杆的意愿，最终是由 M2 反馈出来。

## 02

越放水物价越低？

假如有人说越放水物价越低，我想绝大多数人第一反应肯定是劝他去看看精神科医生。

然而这的确是统计局数据反映的事实。

起码对中国来说，喻示放水速度的 M2 增速，与喻示通胀速度的 CPI 增速表现出一种彻头彻尾的负相关。

由上图可以看出 M2 增速曲线峰值为 2009 年创造的同比增速 27.68%，而其对应 CPI 为 -0.7%，却是一个明显的波谷；

2008 年之后，M2 增速的另一个峰值出现在 2015 年（M2 同比增长 13.3%），对应的 CPI 为 1.4%，又是一个波谷。

而 CPI 峰值为 2008 年的 5.9%，对应 M2 增速为 17.82%，虽然不是波谷，但其也仅仅处于 2001-2008 年的平均水平，比较起来增速并不高。

货币超发会带来物价通胀是一种常识，而 M2 与 CPI 呈现负相关特性，与常识完全相悖。

## 03

为何会有这种与常识相悖的数据出现？

CPI 是居民消费价格指数(consumer price index)的简称。居民消费价格指数，是一个反映居民家庭一般所购买的消费品和服务项目价格水平变动情况的宏观经济指标。它是在特定时段内度量一组代表性消费商品及服务项目的价格水平随时间而变动的相对数，是用来反映居民家庭购买消费商品及服务的价格水平的变动情况。

可以看出 CPI 仅仅涵盖了居民终端消费，其并没有包含中间产品，更没有包含金融产品，甚至剔除了房产，只计入虚拟房租。

而 M2 则不同，其涵盖了所有的交易。

费雪公式中，货币\*周转速度=商品数量\*价格；

周转速度在一段时期内近乎恒定，在数量变化不大的情况下，那么货币应该与价格正相关，这也与常识相符。

而 CPI 数据不但与 M2 相背离，也与真实物价感受相背离，CPI 数据中剔除了居民最大项的消费（房产），从而难以完整反映居民真实消费，社科院曾经公开质疑 CPI 的统计口径不科学。

笔者不想去考究 CPI 统计口径是否科学的问题，但 CPI 剔除房产的统计口径却意外使的从数据对比中发现问题变得简单。

M2 与 CPI 涵盖范畴不同是导致其数据背离的主因，由于中间产品是终端产品的成本，两者近乎同步，背离主要原

因只能在金融产品上寻找。

放水加强了居民对金融产品的信心，并改变了均衡价格，造成事实价格上涨，情绪引导使其进入加强反馈循环，引导资金持续进入，从而使金融体系之外的实体部门获取的资金减少，货币对实体商品交易价格失去支撑，进而影响 CPI 降低。

放水越厉害对金融产品的信心就越强，资金流向就越集中，流入实体体系的就越少，于是出现越放水 CPI 越低的循环。

这种趋势在 2009 年到达顶峰，这一年金融产品价格通胀，而实体产品通缩（M2 增速 27.68%，CPI 却为-0.7%）。

然而金融并不创造价值，其本质就是资金与实体的通道，通过收取高低不同的通道费来与实体共同进行利润分配。

金融的过度发展是对实体的竭泽而渔，金融资产价格泡沫不破裂使得实体成本难以降低。

以房产来说，房产价格以经营场所租金、员工居住场所租金等方式侵蚀企业利润，使得企业负重前行，步履蹒跚。

失去了实体的根基，金融就只能进入击鼓传花阶段，风险暴露将越来越多。

#### 04

M2 可分为两部分，一部分为实体商品及服务提供价格支撑，另一部分则为金融产品等提供价格支撑。

GDP 是指在一定时期内（一个季度或一年），一个国家或地区的经济中所生产出的全部最终产品和劳务的价值。

从定义中可以看出，GDP 中仅包含当年房产（存量房产及股债等金融产品并不计入 GDP）。

通常所说的 GDP 增长率中，是扣除了价格因素的，GDP 增速可视为商品及服务数量扩展。

那么事实上 M2 分为了两部分，一部分为 GDP 和 CPI 提供价格支撑，另一部分则为金融产品等提供价格支撑。

而两部分增长是不均衡的；

其中流入金融体系的部分并没有公开数据作为参考，但可以依据其他已公开的数据计算得出大致数据。

$M2 - GDP - CPI > 0$ ，表明 M2 增量超过为 GDP 和 CPI 提供价格支撑的数量，资金更多流入金融产品为其提供价格支撑；相反，则是为实体消费品提供价格支撑。

至 2017 年，在中国近 20 年经济发展中，年度来看此数据仅有两次为负（2007 年为 -2.3，2017 年底为 -0.3）。

房产是中国居民部门持有的主要金融产品，占比家庭财富七成以上，中国房价持续的暴涨与数据中体现出 M2 持续为金融产品提供价格支撑是一致的。

而数据在 2007 年出现负数之后，2008 年房产价格大跌，曾经引发深圳房市断供潮。

价格变动滞后的主要原因在于价格具有粘性，流入金融

产品的总资金量减少之后，需有一段预期确认的过程，这期间卖主会捂盘惜售从而导致可交易数量减少为价格提供支撑。

预期确认后才会进入金融产品的价格杀跌循环。

2007 数据为负引发 2008 年房产大跌，与 M2 增速无法为金融产品提供价格支撑的判断一致。

而 2017 年在数据第二次为负后，笔者曾据此判断 2018 年或会确认房价下跌预期，并由此进入价格杀跌过程。

05

从对金融产品提供价格支撑角度看 2018 年中国经济数据。

中国已公布 2018 年前三季度经济数据；

在中国国内主要的金融产品为股债房，主要是房。

从公布的前三季度经济数据来看，一季度经济数据显示资金流向偏离金融产品幅度最大，股债房都累积了不少风险因素。

鉴于中国不爆发系统性金融风险的底线，中国随之调整了货币政策，支撑金融产品价格防止风险扩散，二季度的偏离数据有所缓和。

但三季度综合数据显示资金流向偏离金融市场一直在进行中。

债券和股票的风险已渐次暴露。

近期，监管层针对股债风险在资金和政策层面持续释放利好。

而利好消息的效果最终会反馈在 M2 数据中，但具有一定的滞后性。

多次降准下，三季度 M2 增速略升，与降准对信心的提振力度不符，主要原因在于 M2 增速受制于资金外流难以实现完全自主推升。

M2 可自主推升的前提只能是资金外流停止，以中国对外开放的态度来看，仍有外储存量则不可能停止。

06

一些预判。

1) 股市

中国股市目前有四千多家股票，已超过了西方国家上百年的扩容规模，且股市还在持续扩容，科创板也即将推出。

自经济数据看，整个金融市场正在失去货币对价格的支撑，

放至股市除了失去货币支撑之外，还将面临数量（扩容）的压制，反映在价格上，股票跌跌不休将是常态。

股市来看，股市前期低点已诱发质押风险，据测算，被质押的股权市值达到 4.5 万亿左右，截至 10 月 19 日，两市共质押 6372.51 亿股， 占总股本的 9.94%，二者均位于历史高位。

前期低点（沪市的 2449.2）成为一个托市点位，股市低于这个点位或就会出政策托市。

## 2) 房市

房股债共同受制于外部资金流向改变的压制，而房市在金融体系内部还受到股债的夹击。

为提振金融对实体经济的助推作用，政策正在引导资金流入股市债市，限制资金流入房市。

双重夹击之下，房市看涨预期正在逐步改变，但房市的跌幅大于 30%或就会出现与股市质押相类似的问题，只要预防系统性风险这个底线不变，房市也要被迫救市。

与股票最终只能依靠流入货币量实现救市不同，房市流动性本身差于股票，还可通过行政手段设置交易障碍（例如限售）来减少可交易房产数量，从而对价格提供支撑。

从 M2、GDP 和 CPI 三者综合来看；

GDP 增速国家层面已经确认由高速发展转向高质量发展，言外之意速度不再是唯一的追求目标。即算 4 季度 GDP 增速进一步下滑，也可维持全年 6.5%的水准。

CPI 由于汇率贬值造成的输入性通胀及成本推升，势必要逐渐攀升，10 月 22 日，人民日报海外版撰文认为全年 CPI 涨幅控制在 3%以内问题不大，也喻示了一种倾向。

而 M2 需覆盖 GDP 和 CPI 增速方可对金融市场提供货币支撑，由以上数据看，M2 增速需提高至 9.5%方可实现。

M2 增速难以覆盖 GDP 增速和 CPI 增速，金融市场风险就难以避免。

不爆发系统性风险底线就迫使救市不能停，救市政策又将助推 M2 增长。

M2 增速已至 9 月份的 8.3%，GDP 增速却只有 6.5%，宏观杠杆率（M2/GDP）只能继续增长。

M2 增速与系统性风险几率呈负相关，降低宏观杠杆率与降低系统性风险成为二选一的选择题。

2257 楼

作者:gz111678 日期:2018-11-10 13:48

房价陷入多空之争，政策与市场的“反身性”

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

引文：

新华社北京 10 月 29 日：如何看待未来房价走向？

7 月 31 日召开的中央政治局会议提出，下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。

紧紧围绕“房住不炒”定位，目前的房地产调控已经实行了两年多。继上半年各地出台调控政策累计约 200 次，下半年房地产调控没有“喘口气、歇歇脚”，各地因城因地制



宜、精准施策，地方调控主体责任正在落实。

种种政策表明，中央遏制房价上涨的决心不会发生改变，调控举措不是装装样子的“花拳绣腿”，“房住不炒”定位正在从各方面得到进一步落实。政策“说话”，对引导和稳定房价预期起着关键作用，把一二三线城市中房价上涨的躁动打回原形，让有些地方寄予房价“再飞一会儿”的希望迅速冰冻。

当前有些杂音认为，经济下行压力加大可能促使政府放松房地产调控。要明确的是，根据7月31日中央政治局会议中所强调的“下决心解决好房地产市场问题”“坚决遏制房价上涨”的调控精神，决不会允许房地产调控半途而废、前功尽弃。不立不破，在房地产长效机制尚在研究、还未完全建立之际，在房地产调控正在逐步由以行政措施为主向综合施策转变的关键期，不会允许任何放松原已建立的调控政策体系、任由房价上涨的做法。

经济日报 11 月 06 日：房地产进入“寒冬”说法不符合实际

国家统计局最新数据显示，一线城市商品住宅销售价格环比下降，二三线城市涨幅回落。据此，有一种声音认为，中国房地产已经步入寒冬。那么，一些城市“环比下降”和“涨幅回落”就代表房地产市场进入寒冬了吗？这种声音是不符合实际的，也是站不住脚的。

必须明确的是，房地产市场平稳健康发展是宏观调控追求的目标。房地产市场对国民经济的带动作用明显，对满足居民住有所居，提高居住品质的需求等都发挥着重要作用。我们既不愿看到房价过快上涨，也不希望房地产市场过于冷清。

房地产行业并不是进入寒冬，而是有望迎来新的春天。在房地产行业由高速度迈向高质量发展的新阶段，我国正加快建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制。房地产不应该是投机客敛财的工具，应该朝着改善人们居住品质的方向良性发展。随着租赁在解决人们居住需求中发挥更加重要的作用，住房租赁将成为房地产市场的新增长点。健康养老住宅、智慧住宅、老旧住宅的翻新改造、绿色低碳住宅、住宅产业化，新的需求产生新的增长，房地产行业仍然大有可为。

## 01

十天之内，两家重量级官方媒体分别做出了楼市态度迥异的表态。

一篇继续保持高压态势，利空楼市；

而另一篇却在为楼市“站台”，被普遍认为是一个利好。

两家媒体表态的背后是楼市由单纯看多进入多空僵持，预期开始模糊。

国家统计局最新数据显示，一线城市商品住宅销售价格

环比下降，二三线城市涨幅回落。

11月7日，标普全球评级表示，中国住宅销售价格已见顶。

媒体消息，安徽合肥近日传出，某楼盘降价6000元/平米，房产局长亲自前往调研，不久，房价便又回涨。

砀山某楼盘降价后，当地政府组织召开了一次“降价未遂事件”约谈会，停办相关楼盘预售许可证，同时对4家合作银行予以处罚。

8月底，有房企打响第一枪，推出8.9折全国促销，最低74折。紧随其后，万科上演了一出“活下去”大戏，不仅厦门某项目价格被“腰斩”，还要附上退房退全款的好条件。

今年1月至8月，北京市商品房销售面积为354.2万平方米，同比下降32.8%。其中，住宅销售面积为266.3万平方米，同比下降22.7%。

今年拿下过全国房价增速第一名的岳阳，某央企开发的楼盘价位下降近20%。

一种看空的情绪在酝酿，然而房价长达20年持续上涨造就的信心，“房价永不跌”迷信犹存，房价看多仍大有市场。

新华社和经济日报两家媒体分别针对多空人群喊话。

新华社文章对房多强调“房住不炒”。

而经济日报则在提振看空一方的信心。

两家媒体的交集是，“不希望房价过快上涨，也不希望过于冷清。”即横盘。

## 02

从地方政府收入来说，与房地产相关的税收及卖地收入占比地方收入的五成，地方政府当然希望房价可以继续涨。

但资金长期过多流向金融资产推升了实体经济的成本，却又使的实体商品价格失去支撑。

一边是成本的提高，一边是售价无法提高，实体经济倍受挤压。

自 2017 年开始，市场已自动调节资金流向支撑消费品价格。

2018 年 CPI 持续上行，其背后是货币流向变化实现了对价格的支撑。

现在轮到了金融资产价格难以为继。

笔者在上一篇文章中《从三季度经济数据推演房股未来走向》由数据演算，得出 2017 年 M2 已经丧失了对金融资产的价格支撑的观点，放至股债房单独来看，债市及股市风险已经暴露，房市暂未暴露。

化解风险防止发生系统性风险是中央的底线，股债风险亟需化解。

如何化解？

在流动性支持上，提高 M2 增速对股债房整体提供价格支撑，和在金融产品内部截流房市资金使其进入股债是解决风险的关键。

### 1) 提高 M2

为何只有提高 M2 才能对股债价格进行支撑而不是直接融资？

因为直接融资是一方购买力增加而另一方减少，两方对冲后并没有改变整体购买能力。

而 M2 的增长却不是央行单方面可以推升的，还需要金融机构将钱放出去方可，央行释放的流动性存在金融机构之内并不能提高 M2。

11 月 6 日易纲在接受经济日报专访时表示：在总闸门上，我们已四次降准，共释放约 4 万亿元流动性，对冲了中期借贷便利等之后，净放出了 2.3 万亿元流动性。

在总量政策已经充足的情况下，另外一个工作就是怎么使这些流动性流到民营企业和最需要的地方。

所以我们采取了“三支箭”的政策组合，分别对应民企的贷款、发债和股权融资三种融资渠道，具体来说：

“第一支箭”是增加民营企业的信贷。

“第二支箭”是支持民营企业发债。

“第三支箭”是研究设立民营企业股权融资支持工具。

央行的对策是在各方面提升金融机构将钱放出去的意思

愿，减轻金融机构的风险顾虑。言外之意就是：“你尽管放，风险我兜着。”

股债等直接融资手段由金融机构配置后实际上相当于贷款，会增加 M2。

4 季度，受益于政策支持，应可带来 M2 的反弹，但其仍受汇率及利率因素干扰，如中美利差问题仍然得不到解决，仍会压制 M2 的反弹。

## 2) 限制资金流入房市

限制资金流入房市有两个原因；

一是房市对资金的吸力太强，不截流难以使资金流向股债。

二是房市风险尚未暴露，暂时挺得住。

2017 年末，住建部会同人民银行、银监会联合部署规范购房融资行为，严控违规购房资金流入房地产。同时严控影子银行，限制房企发债等措施也在限制资金流入房地产业。

而新华社报道背后所表现出的对房市的高压态势也会打消资金进入房市的意愿。

## 03

但房市下跌超过 30%可能会导致居民部门债务风险扩散。从中央对化解风险的重视程度来看，房市调控的目标是控制资金流入，但又不能出债务风险。

价格并不是调控政策的关注重点，重点是房价价格下跌

不能将风险传导扩散，楼市属于金融资产，价格下跌极易诱发杀跌，也是一个不得不顾虑的问题。

那么换言之，调控的目标是即不让资金流入楼市，但楼市价格还不能下跌。

单纯从货币对交易价格的影响看，两个目标想同时实现，唯有减少可交易量。

对楼市来说，新楼并不是唯一的供应量，二手楼同样是供应量。

那么打消看跌预期，让二手楼业主捂盘惜售，从而使可交易量减少来支撑价格是一个更加市场化的方式，相比于行政化方式更加柔和。

经济日报的文章适时提振看空者的信心。

由背后层面的问题折射来看，两家媒体的表态并不相悖，新华社表态表现出不期望资金流入楼市，经济日报却又要支撑楼市价格，都与中央化解金融风险的目标相符。

然而调控目标越精细，执行上困难越多，两家媒体文章背后折射出的双向预期引导，反映了政策困境，也加深了多空之争。

市场上，楼市资金来源已被限流，价格拉涨的主要动力来自于看涨者的捂盘惜售，多空预期模糊化后，多空力量互相抵消，拉涨动力消失。

房价不再上涨从化解风险角度看符合政策预期，继续上

涨将面临资金流入房市追涨问题，无益于化解股债风险。

04

政策与市场互为托手，又相互掣肘。

政策需要的是化解风险，而市场需要的是真金白银。

下图是索罗斯在他的《金融炼金术》一书中提出的股票市场反身性示意图。

其对房地产市场同样具有指导意义。

房产收益来自两部分；租金与买卖差价。

而房产价格的支撑来自于房产收益和预期，最终表现为资金量和可交易量房产数量。

预期膨胀——房产价格上涨——买卖差价增加——房产收益上涨——房产价格上涨，是一种加强循环。

当预期过于膨胀，房产价格开始脱离房产收益，进入上图（E-F）时段，房产收益已远远追不上房产价格的上涨。

进入多空胶着状态之后，多空力量互相抵消，预期因素消失，价格开始向收益回归。

价格回归又导致收益下降，并加强看跌预期，一种负向的加强反馈开启，进入（F-H）时段。

当由于这样那样的原因在引导房价横盘时，市场却未必会给出满意答卷。

更可能是汝之蜜糖，彼之毒药。

2266 楼



作者:gz111678 日期:2018-11-12 15:35

{SIMAGE}http%3A%2F%2Fimg3.laibafile.cn%2Fp%2F1%2F301957160.jpg{EIMAGE}

来自

2269 楼

作者:gz111678 日期:2018-11-14 11:24

中美一年期国债利差倒挂，加息还是降息？

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

近期，中国银保监会主席郭树清在接受央媒采访时表示，初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标，即在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于1/3，中小型银行不低于2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50%。

拯救民企大行动突如其来，后妈变亲妈的节奏让儿子们有点受宠若惊，风中凌乱。

更多是对运动式去杠杆，运动式加杠杆政策多变的无措。

01

放水是否能刺激经济？

常理来说，这是肯定的，增加贷款刺激了消费，也刺激了生产，刺激了经济发展。

然而却未必是绝对的。

正常来说，钱总是趋向流入回报率最高的地方，却不会去区别这是实体领域还是金融领域。

当金融回报高于实体时，钱就会倾向于流入金融。

由于金融资产易流动，金融会对趋势迅速反馈从而利用趋势获利。

而实体资产流动性差，难以利用趋势获利。

当放水刺激经济时，其制造了一个明朗预期，金融利用趋势迅速获利，而实体却无法利用趋势，金融收益就会持续高于实体。

趋利性会刺激实体企业收缩规模将资产转换为金融资产逐利。

居民也会压缩日常消费追逐金融资产逐利，供需双缩，带动经济增速下滑。

货币刺激对于经济的负面作用出现。

三季度经济金融数据显示中国内需增速全面放缓，实际GDP同比增速下降至6.5%，零售和工业生产增速明显走低。

## 02

钱贷出后如何确保不流向金融理财？

中国社科院国家金融与发展实验室报告称，截至二季度末，包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由2017年末的242.1%增加到242.7%，上升了0.6个百分点。非金融企业杠杆率已经从2017年一季度的160.9%下降至

2018 年二季度的 157.0%，其中，民企资产负债率从上年末的 55.5% 升至 56.6%，同一时期，国企负债率从 65.7% 回落至 65%。

价格无非是（货币量/可交易数量）的一种体现，自 2017 年开始，M2 数据已难以覆盖 GDP 与 CPI 增长，何谈去推高资产价格，资产价格势必要回落。

即使债务总额不变，资产负债率（负债/资产）也会被动提高。

民企资产负债率上升更多是作为分母的资产价格的萎缩造成的，是一种被动加杠杆。

中国的节奏一向是一管就死，一放就乱。

运动式拯救民企必然会带来民企负债的增长，负债率上升带来债务偿还压力进一步增长，对企业利润提出更高的要求，利润的增长却受制于需求，内需是否还有潜力可以挖掘？

如果内需拉动不了企业盈利改良的话，贷给民企的钱流向实体还是流去金融投资来增加效益？

之前，国企可以做为通道将贷款转贷民企，在之后会否出现私企做通道的逆向操作？何况上市公司买理财也屡见不鲜。

### 03

汇率到底由什么因素决定？

汇率是相对的，一种货币的升值过程必然是其他货币的贬值过程。

汇率的升贬是由外汇供需决定的，外汇供需由贸易差额、投资资金和投机资金部分组成。

贸易顺差、净投资和热钱流入是支撑货币升值的三大要素。

投资更像是养一只下蛋的鸡，注重长期稳定回报。

投机资金（热钱）买入鸡的目的却不是养着下蛋，而是适时将鸡卖出博取差价，多注重短期。

外汇投机资金的规模已经超过全球股市和债市的总和，其规模达到贸易规模的几十倍，对一国货币升贬来说，投机资金才是影响汇率的主要因素。

贸易差额虽然代表了汇率升贬的基本面，但主要体现在其可以影响投机资金对汇率的预期。贸易差额本身却并不是影响汇率的主要因素。

投机资金总是为了寻求最大的回报而四处流动，无缝不钻。

外汇投机资金的收益来源于三部分，汇率预期、利差和资产回报。

假如说一国汇率看贬、利率也不高，但国内资本市场（股债房等）回报较高，其仍然会吸引投机资金流入博取资产回报。

2014 年的中国如果要评选一个网红热词的话，那“热钱”毫无疑问应该当选。

这一年“热钱”潜伏贸易等其他渠道中，大肆流入中国，将中国外汇储备推上高峰至 3.99 万亿美元。

热钱的流入动力来源于人民币持续的升值预期，自 2005 年-2014 年初，美元人民币汇率持续升值，强化了趋势。

2014 年美联储维持目标利率在 0-0.25% 区间，而中国银行一年定存利率为 3.25%，两者之间存在较高的利差。

利差与汇率预期的双重驱动下，热钱在中国资本项尚未完全开放的情况下借道贸易甚至直接通过边境地域非法流入境内博取收益。（部分外贸人士直接将信用证在香港抵押贷款，资金反流国内博取汇差及利差）

热钱兑换人民币的需求又促使人民币进一步升值，并于 2014 年年初达到 6.0408 的顶峰，其后伴有小幅贬值过程。

四处流动的热钱为资产价格上涨提供了动力，2014 年中-2015 年中，中国股市大涨，资本回报增高。

与此对应，人民币汇率重新开始升值过程。

汇率升值与股市爆发同步，资本回报对热钱的吸引支撑了汇率升值。

2015 年 8 月 11 日，人民币汇改，自由波动幅度增大，适逢股市暴跌，股市流出资金换汇出走冲击汇率，汇率贬值又加强了看贬预期刺激资金换汇，资金流走又进一步冲击股

市。

2015 年末，美联储宣布加息，中美利差开始缩减。

利差缩减、汇率预期看贬与资产回报降低三者共振，人民币汇率贬值至 2017 年初，破 7 争议首次出现。

2017 年，逆周期因子的推出改善了贬值预期，同时楼市的高回报对资金的吸引合力驱动人民币升值直至 2018 年 4 月。

此后人民币与美元利差逐步缩小、房股涨势乏力资产回报趋降，货币政策逐步与外部背向酝酿了强大的汇率看贬预期。

2018 年三季度我国资本和金融账户逆差 160 亿美元。其中，非储备性质的金融账户（金融账户包括直接投资、证券投资、其他投资和储备资产四个部分）逆差 188 亿美元，而二季度则为顺差 300 亿美元。

随着证券业不断加大对外开放及 2017 年人民币汇率的升值所引发的资金流入局面开始逆转，资金开始调向出现净流出。

三季度，人民币破 7 争议在一年后重新出现。

人民币开始重启逆周期因子稳定汇率看贬预期。而对市场释放汇率守七的预期则使得资本流动只需考虑利差和资本回报，外流驱动力大大缩小。

而从资产回报来说，以中国三季度 GDP 增速 6.5%和 CPI

增速 2.5%来看，支撑资产价格需至少维持 M2 增速 9%，否则的话资产价格就难以维持，会刺激跨境资金流出。

实体和金融之间相互依存，拯救民企大行动同样也是拯救金融资产价格大行动，加强对民企的信贷也是增加 M2 支撑金融资产价格，有助于减轻资本流出压力。

然而还有利差。

总结下结论，汇率升贬取决于跨境资本流动，跨境资本流动取决于汇率预期、利差和资产回报。

04

能否降息？

随着中国经济增长进一步放缓，市场已经开始出现“央行是否该降息”的讨论。

近日，中金和中信就降息空间也分别做出解读。

那是否能降息？

笔者认为恐怕很难。

目前全球开始进入货币紧缩期，唯独中国在放水。

金融资产的特点除了追求收益和反应快，还有无缝不钻。如果国外收益比国内高，就难以避免资金套利。

从目前来看，中美一年期国债收益率已经倒挂，两年期接近持平。

10 年期国债中美尚有一定的利差。

如中国进一步降息，利差的缩小甚至倒挂就会强化贬值

预期，加速资金外流，资金外流又使得资产价格失去支撑，进一步强化资金外流。

央行的四大目标之一是保持跨境资本流动的稳定。

目前，长达 20 年的资产价格攀升周期及长达十年的汇率攀升周期均已至顶点，虽然维稳汇率行为有助于改良汇率预期，但无法彻底逆转货币政策背向所导致的看贬。

利率手段已成为唯一着力点，却又与资产价格负相关。

而随着美联储加息的推进，即算不降息利率最终也将全面倒挂。

利差倒挂将驱使资金流出，进而使资产价格无支撑，进而影响汇率贬值，又强化汇率看贬预期，继续进一步刺激资金流出。这是金融资产的加强反馈。

当预期反复强化成为趋势时，消息闭塞但数目众多的小型资本也会跟进逐利，一点点宽松的迹象都会强化资金流动趋势最终造成紧缩效果。

但并不是所有的参与者都会同时感受到趋势的变化，央行作为数据的发布者，对数据的趋向变化比绝大多数人先行一步，会出台相应政策来延缓趋势的变化或是试图干扰统一预期的行成。

维持跨境资本流动的稳定只能着力于吸引资金流入，减少流出，立足点就是收益。

其中却无法包含降息选项，降息对利差及汇率预期有双



重的负面效果，而资本收益的高峰滑落却不是仅仅降息所能逆转的，资产价格高位累积了大量的看空因素。

未来，加息仍是必选，不得不选项。

2272 楼

作者:gz111678 日期:2018-11-15 10:34

降息的前提是利率不能倒挂，然后再维持不贬值预期，让资金放心套利。

降息必须守汇率。

而且也没啥降息空间，十年美债再倒挂就全面倒挂了，至多能维持一次降息，四个月后还得加美元再加息两次就会全面倒挂。

来自

2277 楼

作者:gz111678 日期:2018-11-17 13:37

十月经济数据解读——GDP 增长由何驱动？

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

01

从支出法看，最终产品（GDP）去向分为消费+投资+净出口。

投资、消费、出口经常被比喻为拉动 GDP 增长的"三驾马车"，这是对经济增长原理最生动形象的表述。

以三季度 GDP 来看,名义 GDP 增速为 9.85%(实际 6.7%)。

### 1) 消费

最终消费由居民消费和政府消费构成。2016 年,我国 GDP 的 53.6%用于最终消费,其中,居民消费支出占 GDP 的 39.3%,远远低于世界平均 60%以上的水平。政府消费支出占 GDP 的 14.3%。

政府消费占比最终消费由 1996 年的 21.9%逐步提高至 2016 年的 26.9%。

最直接反映国内消费需求的数据,社会消费品零售总额累计 10 月同比增长 8.6%,持续滑落且持续低于名义 GDP 增速。

### 2) 投资

投资占了中国经济发展的半壁江山,2016 年资本形成占比 GDP 的 44.2%,投资占比尤其是政府投资远高于主要经济体。

2018 年 1-10 月,固定资产投资(不含农户)增速 5.7%,低于名义 GDP 增速。

### 3) 净出口

对比 2017 年,出口表现得极为抢眼,大幅反弹。出口增速的快速增长有部分抢出口因素,进口则持续高速增长。

中央财经委员会办公室副主任杨伟民在 2018 年 4 月 28 日曾提到在我国目前的经济增长中,外需占比已经不到 10%

了，大概在 6%-7%之间。

目前进口增速持续高于出口增速，净出口在萎缩。

而净出口才是拉动 GDP 增长的驱动力。

上面三个体现驱动力的数据都造成了对 GDP 的拖累，从这些数据当中很难发现名义 GDP 增速 9.85%究竟是由那个因素驱动的。

奥秘在 GDP 统计包含当年房产，而社会消费品统计不包含房产，漏掉的房产消费及库存才是中国 GDP 增长的驱动力。

由于 GDP 仅仅统计新造出来的终端产品，并不考虑是否销售掉，房产库存也是拉动 GDP 增长的力量。

中国的 GDP 增长主要由房产驱动。

房产属于金融资产，涨价会制造需求，而跌价会毁灭需求。从 M2 增速创新低来看，房产需求会下降，进而影响房产投资，影响 GDP 增速。

14 日，国家统计局发布 10 月房地产开发投资数据。据数据显示，2018 年 1-10 月份，全国房地产开发投资 99325 亿元，同比增长 9.7%，增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点。其中，住宅投资 70370 亿元，增长 13.7%，增速回落 0.3 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.8%。

房产投资持续下滑显示中国未来的经济发展无论主动或被动都将逐渐摆脱对房产的依赖。

但目前房地产投资尤其是住宅投资仍然是唯一亮眼的

数据。

从终端产品方向来看，投资和外需已难以为经济增长提供动力，新的驱动力唯有内需，内需占比与国际水平比较尚有较大差距，也代表着潜力。

内需来看，居民债务占比已经很高，债务偿还压力将吞噬内需的潜力，着力点只可能在两个方面；

一、提高可支配收入，有钱花。

二、提高居民保障，有钱敢花。

## 2

分各部门收入来看， $GDP = \text{固定资产折旧} + \text{居民部门（劳动者报酬）} + \text{政府部门（税收）} + \text{企业部门（企业净利润）}$ 。

### 1) 固定资产折旧

上图数据来源于各省数据汇总，GDP 总额与统计局公布总额略有差异，各省累计数字稍大一些。

固定置产折旧占比持续稳定在 13%左右。

### 2) 劳动者报酬（含保险和福利）

劳动者报酬占比在 2007 年位于低点，其受投资对劳动力的需求和劳动力供应共同影响（供需关系）。投资下降会拉低劳动者报酬占比。

需要注意的是劳动者报酬中含有社会保险费用。社保费用增速过快会侵蚀工资性收入增长。

### 3) 税收

以 2018 年前三季度 GDP 来看，名义 GDP 增速为 9.85%（实际 6.7%），1-3 季度税收增速 12.7%。超过名义 GDP 增速。

#### 4) 企业净利润

从 GDP 分配组成就可以看出，固定资产折旧和劳动者报酬占比变化不大，税收增速较快，那必然是企业部门整体利润增长降低。

企业利润部分又分为金融企业利润和实体企业利润。

在放水预期明朗的情况下，金融企业善于利用趋势获利，而实体企业资产流动性差难以利用趋势获利，金融企业利润会高于实体。

金融企业中尤其是国有大行的盈利能力从财富 500 强榜单即可看出，2018 年财富世界 500 强榜单，中国 10 家银行上榜，平均利润 179 亿美元，而美国只有 8 家银行上榜，平均利润 96 亿美元。

货币超发会刺激了金融业的快速发展，造成对实体利润的侵蚀，实体企业盈利能力遭遇双重阻击。

工业增加值持续下滑也可提供实体企业处境艰难的佐证。

无论从数据看，还是从实际感受看，实体企业经营困难已是一种共识。

然而只有微观的实体企业发展才能驱动宏观的经济增长。

GDP 分配倾向于企业利润才能推动企业投资意愿，并带动劳动者报酬增长，进而增加内需，为企业盈利提供助力，进入一种良性循环，由微观企业带动宏观经济增长。

唯有减税方可实现。

03

央行今年已经进行了四次降准，然而 10 月公布的经济数据中多项数据均处于历史低位，社融断崖式下滑，M1 增长 2.7%，历史次低。

M1 主要为企业活期存款，其增速低喻示了企业投资意愿的下降，这也与社会融资增速腰斩想吻合。

而  $M2 = \text{基础货币} * \text{货币乘数}$ ，是央行放水与与社会融资意愿的结合。除此之外，国内外货币政策背向也将刺激换汇行为，兑换外汇的行为将减少基础货币，打压 M2 增长。

这就好比央行这个水库愿意多放水浇地，而社会融资这条引水渠没修好，地仍然浇不了，浇不了也罢了，邻居家引水渠修好了，放水反而浇了别人家的地。

社会融资腰斩和外储存量减少共同使得 M2 增速在四次降准之后仍创下历史新低，10 月 M2 同比增长 8%，环比增长 -0.34%。

目前央行在着力疏导自家引水渠，三个着力点加强对民企的信贷。后期 M2 增长应会有一定程度的反弹，然而政策发力修自家水渠的同时也会被动修邻居家的水渠，资金外流

影响将逐步放大。

金融数据的不如人意也刺激了短时间内降息呼声再起。

笔者在上一篇文章中曾经从汇率角度分析降息或会导致外流趋势的完全形成。

跨境资金收益的三个来源，赌汇率预期、利差和资产收益。

近几天的股市成交量迅速放大，也走出了独立行情连连收红，政策或正试图从股市资产收益方面引导资金追逐，股市资产收益走高会缓冲跨境资金的流动，也将降低利率问题上的压力。

再辅以强化汇率守七预期，三方面协作或可在遏制资金外流的同时还可解决私企股权质押风险问题，一石二鸟。

然而股市的基本面是企业经营，从前三季度经济数据即可看出，企业部门盈利不佳，基本面难以支撑股市爆发行情。

金融赌的就是预期，基本面也只是从预期方面引导资金参赌，利好政策同样也可以释放预期，引导资金参赌。基本面不能在根本上影响股市动向。

如果说基本面对股市影响是三分的话，那 M2 增速降至创纪录新低的影响则是十分，这代表着可以下场的参赌资金。股市上涨离不开货币量的支撑。

而中国股市的重融资轻回报也使得股民难逃韭菜的命运。

天时地利人和都不利于以股市来解决问题，利率问题仍然如同达摩克利斯之剑。

再从企业经营角度看，金融企业只是资金通道，降低利率固然有助于降低实体企业成本，然而却是以损害存款方的收益来实现的。

居民部门多数是存大于贷，而企业部门则相反，损害就主要体现在居民部门，其降低了居民财产性收入。

过低的利率容易刺激企业的投资，却减少了居民的可支配收入，从而造成了企业产能与居民消费能力的错配。

2292 楼

作者:gz111678 日期:2018-11-17 22:52

17 年三线房价疯狂之后，18 年初，我写了一篇文章，《房价之巅，美景与悬崖一步之间》判断 18 年房价会确认下滑趋势，目前看，趋势已经基本确认，且越来越明朗。

来自

2294 楼

作者:gz111678 日期:2018-11-21 08:22

短暂中美利差倒挂后，中国国债收益率跳涨，股房仍将承压

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

利率是利用资金的成本，也是资产定价的锚，国债收益



率作为一种无风险利率，是利率的基石。

而美国国债收益率却是世界利率的基石。

美国国债收益率更是全球资产定价的锚。

01

泡沫破灭

2008 年以来，在各国央行的共同操控下，国债收益率被压在低位，各国都在进行大放水，却很奇怪的没有通胀，没有通胀，没有通胀。

没有通胀的原因是各国放水都流进了金融资产，而 CPI 排除了金融资产。

CPI 表现得一片祥和，金融资产价格却迎来了一场狂欢。

截至 2018 年，美国的股市已连续上涨 10 年，而中国的房市市值达到 65 万亿美金，约 450 万亿人民币，超过美日欧之和。（潘石屹总结）

2015 年末，美联储开启了缓慢加息的进程，美国国债收益率逐步走高。

在 2018 年之前，国债收益率处于低位尚不足以撼动资产价格，美国的股市、中国的房股、香港的房股，都未受到这个全球资产定价之锚的影响，在 2015 年之后仍然在一路高歌，直至 2018。

上图，2016-2018 年初，上证指数、香港恒生指数仍维持涨势，恒生指数连创新高。

随着美债收益率持续攀高，已经超过 3%，量变逐渐趋于质变。18 年开始，资产价格开始受到冲击。

## 02

### 选择难题

美国开始紧缩了，钱更值钱了，其他国家被迫面临两选一的选择；

#### 1) 跟进紧缩

资产价格就要爆破，由于香港与美元联系汇率制度，这个特征在香港身上特别明显，港股港房都已进入高危期。

#### 2) 不跟进紧缩

货币就存在贬值压力，汇率看贬就会导致资金外流。

海外美元的回归对美国资产价格短期起到了支撑作用，而美元净流出的国家，资产价格更早受到影响。

上图，金砖四国 ETF 在 2018 年 1 月份开始步入下跌渠道，道琼斯工业指数却是在 2018 年 9 月份才逐渐显现颓势，时间上要晚 8 个月，下跌幅度也浅得多。

随着美债收益率的继续推高，2018 年以来一枝独秀的美股也开始尽显疲态，世界范围内资产价格都在走向颓势。

11 月 19 日，纳斯达克指数跌 3.03%，道琼斯指数跌 1.56%。

## 03

### 放水一时爽，收水火葬场

资产价格涨起来的时候无疑是皆大欢喜的，也带动经济

一片欣欣向荣，而资产价格下跌带来的萧条却不是这么好受的，无论由哪个群体承担都是一件令人痛苦的事。

在中国，2008 年的那一场水，比以往来得更猛一些，资产像一只飞来飞去的蝴蝶，价格在越飞越高天空中摇曳。

中国约八成的融资是间接融资，换句话说，资产价格涨是靠借银行的钱炒起来的，那么资产价格跌同样会是银行的钱会遭受风险。

资产价格爆发风险可能要面对的就是银行倒闭，扩散开来就是系统性风险。

资产价格能涨却不能跌。

保卫资产价格，化解风险成为一项政治任务。

10 月开始，私企股市质押风险暴露。

2018 年 11 月 15 日，人民银行行长易纲主持召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，会议指出，今年以来，在党中央、国务院正确领导下，人民银行采取了一系列政策措施，通过信贷、债券、股权“三支箭”，有力支持实体经济。

会议指出，金融部门要提高政治站位，要深入领会政策意图，用好、用足这些正向激励措施，进一步加大对民营和小微企业的金融支持，并保持其商业可持续性。

受政策引导，股市连续收涨，已自 10.19 日低点 2449.2 攀升至 11.19 日收盘报 2703.51。

利率是资产价格的锚，中国股市走出独立行情连续上涨

的背后，是中美一年期国债利率开始倒挂。

中美国债收益率利差是一个决定两国汇率走势的基础性因素，人民银行行长易纲在年初讲话中曾经提到一个国债收益率利差的舒适空间是 100 基点左右。

利差倒挂会诱发套利交易，进而影响到人民币利率、汇率政策的自主空间。

在十月份金融数据出炉后，中金和中信两大证券公司认为中国未来有降息空间。国泰君安更是预测央行降息时点在 2019 年一季度下半旬到二季度上半旬，国泰君安判断降息的立足点是管制会加强，限制资金外流，从而利率走出独立趋势。

但笔者认为中国目前的资本管制确实可以增加一点摩擦成本，但对资金流动趋势并无影响。

2015 年，离岸市场和在岸市场人民币汇差不断扩大，从年初的 100 个基点左右扩大到年末的 1000 个基点左右，大量外贸背景企业利用加工贸易或联合银行参与了套利，也有大量中港边境居民自发兑换港元套取汇差，口岸银行港元美元被挤兑一空。

在贸易项开放的情况下，以加强资本管制来减少资金流动并不现实，反而会加强预期。

管制仅能增加一点双向的摩擦成本，伴随着中国证券市场正在加大开放以减少资金进入的摩擦，资金流出的摩擦也

会减少。

影响跨境资金流动趋势最根本的因素是收益，这也是影响汇率的最基本的因素。

收益来自于利差、汇率预期和资产回报。

中美利差趋平、汇率看贬，如不着手提高利差，唯一可着力之处只剩下资产回报。

2015 年股市大跌之后，政策推动下房市收益攀升同样遏制了资金流出倾向，不同的是 2015 年尚未有利差倒挂问题。

近几日海通姜超讲了一个词叫 fengzhi 看多，寄望于股市来解决问题的意图昭然若揭，中国股市仅为房市市值 1/10 不到，从总量上更易于推涨。

只要股市能提供足够的高回报，中国利率问题就可以摆脱美国利率走势的钳制，完全自主化。

否则的话，利率走低只能是资本流动问题上的一次神助攻。

## 04

股市能提供高资产回报吗？

显然是不可能的。

基本上，企业经营风险增高是不争的事实。

资金面上，M2 增速创纪录新低也是事实。

即算没有资金外流因素，即算股市可以暴涨，那么追求收益的天性就会驱使资金从高位盘整的房市流出，进入股市

来博取收益。

那就轮到房市资产价格失去支撑，以房市比股市大十倍的体量，爆发资产价格风险必然更为严重。

房市怎么办？

谁都希望股市天天涨，但市场是有规律的；

谁都不希望这也风险，哪也风险，但十个水缸七个盖，怎么救都有风险。

近期，房市信贷利率已经开始松动，二套房利率也回归基准。

西安都从抢人才进化成抢人了，保卫房市资产价格的措施也渐渐抬头。

上图，西安推行仅凭身份证落户。

无论什么样子的拯救模式，最终都会落在居民消费潜力这个盖子上，就那一个盖子，能盖几个缸？

除了股房，地方政府债券也可以柜台交易了，也需要盖子呢。

股市救市和拯救民营企业大行动，只能是应急之策，难以改变市场趋势，市场一路前行，却不会领会政策意图。

11月20日，两市大跌。

05

国内资产价格走势

中美利差短暂倒挂后，中国一年期国债收益率于11月

19 日跳涨，中美一年期国债利差恢复正常。

从国债收益率恢复正常来看，显示目前独立利率政策不在考虑范畴之内，中美利差仍将纠缠共进，难以完全脱轨。

近日，美联储内部在加息问题上产生争议，连累美元指数下行。

如果美联储加息进程暂停；

人民币汇率压力得会到一定程度缓解，货币政策自主性会得到提升，有利于维持短期内资产价格，但美联储货币紧缩并未产生调向迹象，长期资产价格仍然无法维持。

而如果美联储加息节奏继续；

如中国不跟进，那么中美利差倒挂问题将越来越严重，资金外流因素将放大同时打压汇率和资产价格。

如中国跟进，利率攀高仍会打压资产价格。

资产价格风险问题随时间推进愈发严峻。

2300 楼

作者:gz111678 日期:2018-11-21 12:56

已近临界点了，利率开始倒挂为临界，前后左右都是悬崖了

来自

2302 楼

作者:gz111678 日期:2018-11-23 00:09

央行继续“出手”稳汇率，10 月外汇占款环比骤降 915

亿元

来自

2309 楼

作者:gz111678 日期:2018-11-24 10:22

是什么导致了就业难与招工难——202 万个招聘广告消失的背后

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

天风证券发布了一篇报告《消失的招聘广告——从招聘平台看就业状况》，指出，在 4 月-9 月期间，有 202 万个就业招聘广告消失，其中二线城市及中小企业降的最多最快。

天风证券也指出，由于 4 月之前的数据无法抓取，无法判断季节性因素和经济因素哪个影响更大。

但招聘广告从 4 月的 285 万下降至 9 月的 83 万，也从一个角度反映了经济运行状况。

分企业规模看，500 人以下企业下降最大。

分所有制看，民企下降最大。

分行业看，招聘平台上 60 个行业的招聘广告数量的复合增速偏离度（单个行业复合增速-全部行业复合增速），横向对比不同行业之间的招聘广告数量变化。

金融投资和贸易进出口表现最差，政府/公共事业表现最好。



天风证券的报告提供了经济数据之外另一个观察的视角。

## 01

投资对劳动力的需求与劳动力供应是一个供需问题

招聘广告总量的消失，代表了投资对劳动力需求的消失，而短期内劳动力供应是相对稳定的。

供需关系来说，劳动力会相对过剩，有招聘需求的企业招聘应该更容易了。

然而从天风证券的图表也可看出餐饮业和批发/零售这种传统劳动密集型产业招聘广告量持续增长，可以看企业用工诉求并未得到满足，劳动密集型企业招工难一直是个问题，这也与企业实际感受相符。

劳动力相对过剩与企业用工诉求得不到满足，找工作与招工难同时存在。

传统的供需关系是寻找供与需之间的相交点，然而此时双方诉求就像是两个独立的圆圈，中间少了交集。

找到一份工作并不难，难的是找到一份薪水满意的工作；招一个工人也并不难，难的是招到一个愿意接受相对低薪的工人。

## 02

找工作与招工难的矛盾由来

劳动力层面看；

人最基本的需求是吃穿住用，这是所谓的刚性需求，其中又以吃为最刚性的需求。

刚性需求随着时代的发展会有一定程度的进化。

例如，个人的基本需求扩展为家庭的基本需求，育儿和养老逐步被添加进来。

养老金的普及又使得养老需求弱化，少子化又促使育儿被愈发得到重视，广泛性的重视育儿又促使刚性的育儿成本大增。

社会的发展使得生存质量提高，医疗刚性需求也在增长。

又如，社会共识认为买房才适合结婚，无论其是否是房产商的阴谋对舆论的引导，只要绝大部分人认同，就会成为刚性需求，无房就会导致在婚姻市场处于竞争劣势。

刚性需求就分了两个层级；

吃饱。

社会共识下的家庭刚性需求。

如果一个国家能够提供给人们足够的保障，如：教育、医疗、养老，那么人们就不会把钱放在第一位而不顾一切的去追求，随之而来也就没有那么多尔虞我诈，亲情也不会那么多绑架，爱也就显得更自然，幸福指数会高很多。——莫言

教育、医疗、养老可以通过社会保障解决的话，那家庭刚性需求的门槛就会降低，生存压力大大降低，可以有更多

的闲暇事件享受生活，幸福指数就会增高。

反之，刚性需求门槛大大增高，就会催生所谓的“穷忙一族”，竭尽全力却仍未能满足刚性需求，何谈幸福指数。

正常渠道收入难以满足刚性需求的时候，利用冲突增加收入的行为便会增多，不合法理的、不合伦理、违背商业道德的手段就开始多了起来，波及至他人，扩散为社会整体幸福指数下滑。

如果刚性需求始终无能力满足，还会催生像日本 90 年代之后诞生的“低欲望一族”，进而抛弃家庭上的责任，不婚不育流行，一份简单的兼职工作即可糊口，失去工作的动力。

刚性需求划定了一条劳动力供应的底线，低于底线，便极少有劳动力参与供应。只有高于底线时，劳动力供需关系才会正常。

为什么工厂说留不住人，原因就是工资不到位，保证不了劳动力家庭刚性需求得到满足。

企业层面看；

即算是仅从高层对民营企业救助大行动来看，也知道民营企业经营状况不佳，否则便不需要救助。

企业盈利提升困难，便难以提升员工待遇，反倒是裁员风声屡见不鲜。近日有传闻“富士康计划裁员 34 万人”。

员工诉求与企业诉求之间的差异难以协调，骨子里是企

业缺乏赢利能力，赢利能力的缺乏在单一企业身上可能会是经营管理问题、或成本风险控制问题、或决策失误问题。

但在广泛面上出现企业经营困难却只能是大环境影响问题，具体来看是企业负担太重叠加经济周期影响。

在企业负担中，税收负担和金融负担是两个主要方面。

税收负担：

税收负担已被重视起来，中央也正在研究一些减税措施。

但由于政府债务负担较重、土地财政又至末期、财政平衡等问题的制约，政府支出方面如没有大的节支，实质性减税推进不可能有满意效果。

金融负担：

金融负担方面，政府也在着手解决非公有制企业融资难、融资贵、融资慢问题。

对私营企业的救助大行动正在进行中。

但金融对实体利润的侵蚀却并非仅仅体现在企业融资方面，众所周知，金融并不创造收益，任何一个金融环节的收益最终都来自于对实体利润的剥夺。

炒作金融资产带来的收益来自于对实体的掠夺，维持金融资产价格是实体的负担。

金融服务于实体为实体拓宽融资渠道，却又寄生于实体汲血而兴。

钱在金融系统空转如何影响实体？

例如以股市来说；

上市实体企业在一级市场发行股票，融资行为已经结束。

而股票在二级市场仅仅是转让行为，没有为企业带去融资，二级市场可转让降低了流动性溢价，有利于企业的融资行为。

但股票在二级市场的过于火热又会诱导资金流入参与交易，甚至配资流入，从而减少了市面上的可贷资金总量，股票火热又使得质押融资变得简单，质押融来的资金又可以继续炒高股票价格，进入一种加强循环，持续诱使资金流入，侵占可贷资金。

在这个过程中，上市实体企业是受益的，却极易受到金融高收益诱惑偏离主业，甚至主业只是造概念，目的主要为了炒股变现。

股票价格是由货币流入来支撑的，这减少了实体可贷资金总量，从而拉升了实体利率。

未上市实体企业却只能被动面对融资难、融资贵、融资慢。

股市通过对未上市企业的盘剥来支持了上市企业。

过热的股票炒作就会导致资金流出实体，造成实体领域通缩，遏制实体企业盈利能力。

但金融的盈利只能来自于依附实体，股票价格仍受制于

实体企业盈利能力，从而一定程度上维持了金融与实体的相对稳定。

如果说股市在大的方向上仍是服务于实体的话，那房市就如同饕餮，资金只进不出。

房地产兼具实体和金融两种属性；

实体属性使得房地产业资金不需依附于其他实体身上；

金融属性又使得其可以通过涨价——制造需求——需求推动涨价，推动加强反馈。

房地产业的自我加强反馈对资金造成虹吸效果，其实体属性推高了 GDP 增速，却仅有其本身受益，其金融属性却又需寄生于其他实体之上。

房地产业对其他实体的寄生体现在其占据了大量可贷资金从而提高了其他实体部门的贷款利率，还通过拉抬地租提高了企业运营成本；

高房价抬升了员工刚性需求提高了员工薪酬诉求，造成企业人力成本的上涨。

却又侵占了员工的消费能力，从而使得房产外的需求下降，无法拉动实体企业盈利。

实体企业遭遇成本提高和盈利困难的两头挤压。

房地产对实体企业和员工的两头通吃行为犹如狐狸分奶酪，是企业招工难和工人找工难并存的根源所在。

可以说，只要保卫资产价格，实体企业负担便难以根本性降低，然而目前，维稳资产价格已成为一项政治任务。

国内可贷资金供需平衡来看；

贷款需求=实体+金融+居民+政府；

可贷资金=超发货币+国民储蓄-资本净流出；

供给端，国民储蓄在下降，资本流出也在加速。

需求端，居民信贷高速增长，政府债券发行高速增长，金融资产价格也要资金流入进行支撑。

那对实体的资金支持唯有以超发货币来实现。

超发货币稀释了居民财富，从而降低了居民消费潜力，企业盈利失去了需求拉动。

对企业来说，订单才是命脉。

金融资产价格不爆破情况之下，对实体经济的减压行为反会加压。

2312 楼

作者:gz111678 日期:2018-11-24 23:10

只要经济是增长趋势，金融的灵敏度就会导致其比实体更容易盈利，但下滑的时候，金融受创也选高于实体。

经济周期是对金融无限吞噬实体收益的修正，资产价格爆破后，实体才有重新出发的机会。

来自

2315 楼

作者:gz111678 日期:2018-11-27 21:34

利率远降近升，央行试图在维持对美元全面利差的同时降低利率

凭栏欲言 凭栏欲言 今天

文：凭栏欲言

01

货币乘数历史新高

央行日前发布了 10 月资产负债表。

储备货币（红框）降至 30 万亿以下，上次低于 30 万亿还是在 2107 年 7 月。

货币当局资产负债表中，资产等于负债，储备货币的减少可在资产项目中找出端倪，主要为外汇减少 915.75 亿和对其他存款性公司债权 7090.5 亿(来自于央行降准置换 MLF)。

而 M2 仍以超过 8%的增速增长，10 月至 179.5 万亿；

与之对应的，货币乘数至 6.23，创造新的纪录。

随着货币乘数的增大，外汇变化对金融系统的影响在放大，以汇率 6.94 计，1 美元的流出将造成中国准货币减少 43.24 人民币，这又形成对汇率预期的暗示，刺激跨境流动。

02

利率远降近升，货币政策试图在维持对美元全面利差的同时降低利率。

货币当局资产负债表的的另一项变化体现在其他负债



(蓝框)，比上月突增约 4400 亿。

自 10 月 26 日以来，央行交易公告变为“不开展逆回购操作”，而此前，交易公告的措词一直是“不开展公开市场操作”，措辞的改变值得细细品味。

市场猜测央行动用了正回购回收了流动性，由于其他负债项中包含了正回购，其变动成为一个观测的窗口。

11 月 16 日，中美一年期国债利率倒挂，11 月 19 日周一，中国一年期国债利率跳涨，Shibor 利率同期跳涨，之后又逐渐下滑，资金面趋向宽松。

11 月份，央行已连续 23 天停止放水（逆回购），利率趋势却显示资金面有宽松趋向，应为正回购到期，流动性重被释放出来。

正回购这种遮遮掩掩的出场方式，显示央行货币政策既不愿释放紧缩预期，以防对资产价格造成打压，又不愿中美利率倒挂问题刺激资金跨境流动，经典的既要与又要。

11 月 26 日，美国一年期国债收益率为 2.671，中国一年期美国收益率为 2.686，相差一个基点，近乎持平。十年国债则仍相差 36 个基点。

中美利差在短期趋平而长期尚有一点空间。

体现美元海外流动性的 Libor (3M) 利率持续攀升，海外美元利率全线走高。

人民币 SHIBOR 隔夜及 3 月利率在走高。

而六月、九月、一年期的利率在走低。

利率走向远降近升，或意味着货币政策试图在维持全面对美元利差的同时，降低压力稍小的长端利率。

也显示了货币政策空间已十分狭窄，12月，美元大概率加息25基点，货币政策已失去腾挪空间，二选一难题迎面而来。

笔者认为美联储加息后，央行或被迫引导利率维持对美元利差，短期利率仍将上扬，长期利率利差收窄。

全面降息难以实现。

客观的说，不独中国货币政策难题待解，美国的货币政策也颇感为难，美联储内部加息争议增多，传言美联储或在2019年停止加息。

但美联储缩表一直在继续，相比加息来说，缩表对美元海外流动性的抽吸作用更为严重，美国的货币政策尚可在加息与缩表之间腾挪，实现美元回流。

近一个半月以来，原油价格持续走低，对美元流动性的需求下降，也有利于美元实现回流。

### 03

油价下滑与中国房股的关联度

中国是一个原油进口大国，原油价格的下降对中国产业整体来说是个利好，但对石油开采业，煤炭行业等上游行业则相对利空。

在汇率稳定的情况下，原油价格下滑，企业成本上会有所下降，传导至消费品价格，11月CPI上涨压力较轻。

M2-GDP-CPI 数值正负是笔者判断资金偏向流进消费品还是流进金融资产的一个依据。

笔者在之前文章中曾经提到过，20年中仅有两次为负。

一次为2007，2008年房价大跌；

一次为2017，笔者在年初判断房价会在2018年明显掉头，基本已兑现。

油价影响CPI上涨压力缓和，民企大救援应会助力M2有所增长，四季度GDP增速在内外压力之下应会有小幅下滑。

那么资产价格下滑压力短期内会有所缓和，但压力缓和却不代表掉头向上。

油价下滑是维持房价价格的有利因素。

短期有多短？至下一次美元加息。

04

货币政策已难以解决企业困难

一则尚未证实的消息是，响应政策号召之下，某银行贷款给某私企，利率尚不足4%，私企转手买了银行理财。

国企可以做资金通道将银行资金转贷私企，驱动力是利益，反过来说只要有利可图，私企做资金通道有什么不可以？很合乎逻辑。

而另一则消息是；

在解决私企股权质押问题上，政府纾困资金进场，287家上市公司重要股东竟趁机“跑路”！

私企行动大救助在执行效果上颇有偏差。

目前私企经营最大的压力来自于盈利空间不足，根本原因是有效需求不足，需求不足主要来自于以房产为代表的金融资产对消费能力的竭泽而渔。

有效需求不足时，企业已没了投资的动力，救援行动并没有走向预期设想。

货币走向宽松可以通过信贷的增加对消费的支持，扩大需求，但债务偿息又增加了对消费的拖累。

随着债务扩张，新贷款中用于偿息的比率增长，想继续刺激消费，需要新增债务持续覆盖债务偿息，债务将指数型增长，最终贷款增速跟不上，就会进入对消费的全面拖累阶段。

中国人民大学副校长、经济学院院长刘元春表示，消费名义增速回落到 9.2%，实际增速回落到 7.1%，变化较大。其中必需品消费增速下降最为严重，从 2016 年同期的 7.9% 下降到今年的 2.5%。而奢侈品的消费也呈下降趋势，如汽车的消费负增长 6.4%。

近几年居民的贷款与存款比从 44% 上升到 65%，足有 21 个百分点。

债务对居民消费的拖累效果逐步大于刺激效果，全面拖

累正在形成，宽松货币政策已难以从需求端进行刺激，反而由于其对居民财富的稀释导致消费下降，进一步拖累企业盈利。

居民消费本质是财富的物物交换，消费的是财富，而非纸币，没有人吃纸生存。

稀释居民财富就是稀释消费潜力。

2323 楼

作者:gz111678 日期:2018-12-01 16:04

“血汗工厂”才是工人尊严和待遇提高的根本原因

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

“财务自由”是很多人追求的理想。

财务自由是指人无需为生活开销而努力为钱工作的状态。

指一个人的资产产生的收益可以维持自身的日常开支，如果这种状态是可持续的，就可以称之为财务自由。

财务自由是很多人追求的理想，却不可能人人如此。

因为财务自由就是食利阶层，人人食利，利从何来？

历史上，中国对食利阶层有代表性的称谓是“地主”，西方则被称为“资本家”。

财务自由换个了更为文雅的名称，避讳了两个名词的臭名昭著，又变成了大多数人的理想。

在历史长河中，理想如此统一。

历史在轮回。

## 01

中国称呼食利阶层为地主，与西方称呼食利阶层为资本家，名词的差异，体现的是劳动生产率的驱动元素的不同。

在人类上万年的历史长河中，农业社会占据了绝大部分时间，劳动生产率驱动三大要素（人工、土地、资本）中，资本尚未成形，土地是农业社会最重要的生产要素，土地形成了对劳动生产率的制约，新增人口没有足够的土地可供耕耘，便只能降低劳动效率。

中国经济在历史长河中长时间处于领先地位，原因就是中国所处为一大块平整的土地，土地的多寡成为经济发展的一个重要的因素。

依赖于土地食利成为主要的食利手段，地主的称谓与西方在农业社会对食利阶层称谓一致。

不同的是，十四五世纪左右，西方出现了手工工坊，资本主义萌芽出现，原始积累迅速发展。

建立工坊所需土地大为减少，购买机器设备及加盖厂房的固定资本投入，原材料及雇员的薪金等流动资本投入成为制约生产规模扩大的最重要因素。

资本取代土地成为最重要的生产要素。

依赖资本食利逐步发展成为主要的食利手段，资本家成

为对西方食利阶层的代表性称谓，而中国在十六世纪同样出现了资本主义萌芽，却因为重农抑商，也不注重保护私有产权，资本没有得到积累，始终没有发展起来，始终处于农业社会，地主也一直沿用。

## 02

马克思在《资本论》中指出：“资本来到世间，从头到脚，每个毛孔都滴着血和肮脏的东西”。

资本如是，土地当也如是。

这也是绝大多数宗教（除犹太教外）不允许借贷收息的原因，犹太教的借贷收息行为为他们套上了“吸血鬼”的铭牌，成为犹太人屡遭迫害的原因之一。

然而没有收息行为就不会刺激资本的积累和汇拢，没有资本快速积累也就没有劳动生产率的快速提升。

人类社会最近 200 年的经济发展成果已经超过了之前近万年的成果，资本功不可没。

事物的两面性犹如人性之善恶。

对名声不佳的血汗工厂来说；

投资就是为了盈利，这是资本原始的驱动力，盈利就是剥削工人的剩余价值，最大限度的盈利就是最大限度的剥削剩余价值。

这是血汗工厂之恶。

但投资于劳动密集型的血汗工厂，制造了大量就业岗位，

形成了对大量劳动人口的需求，劳动人口选择就业机会增多就可以待价而沽，寻找待遇更高、人格更受尊重的就业机会，工厂不给出更好的精神物质双重尊重就难以招工。

对比一下中国现今就业环境与 90 年代的区别就可发现变化之大。

这是血汗工厂之善。

有人只看到了血汗工厂之恶，却从未看到血汗工厂之善。

殊不知，如血汗工厂减少，就业机会减少，劳动人口就会被迫主动降低尊严，降低待遇以求保住就业机会，无故加班、遭受羞辱怕也不敢争取自身利益。

工厂是在法律框架之内尽全力争取利益，工厂给出高于法律要求的薪资及人格尊重，并非来自于法律的强制，而是来自资本之间对劳动力的相互竞争。

### 03

贪婪是社会发展的原动力，一个充满负能量的真理。

非洲人懒，非洲大陆普遍的穷，本质只是非洲人贪婪程度低。

非洲人对物质的索取欲，多局限于满足基础生存就够了，换成中国的说辞叫“没有上进心”。

交易的本质是财富的物物互换，一个人贪婪，就有动力创造更多的财富用于交换，用来满足自己的欲望，微观组成宏观，财富总量增多。



与贪婪对立的“佛系”和“低欲望”代表的是另一种生活态度，当低欲望人口增多时，经济随之停滞不前。

但低欲望并非就是错的，经济发展需要对应资源的消耗，全球资源是有限的，低欲望增加了经济的可持续性。

人类上万年发展对地球的索取和破坏，都不如最近 200 年多。

然而，经济发展却不会以停步来减少对地球的伤害。

作为人类来说，地球资源及环境存量作为一个种群外的制约力量无疑是无法忽视的。

但作为国家来说，人类内部国别之间的竞争才是当务之急。

国别之间的经济竞争导致经济发展步伐无法停步，落后就要挨打。

## 04

浪费可耻到鼓励消费

新中国成立后，一穷二白，为了积累资本，快速实现由农业国向工业国的转变，中国长期农业补贴工业，长期鼓励节衣缩食，鼓励居民存款，到处可见的口号是浪费可耻，节约光荣。

小的时候，标语曾经刷满了墙面，甚至是各种器物上都有标语的踪迹。

中国常年累月的对农业统购统销（廉价收购农产品向工

业提供的方式执行了 39 年，高价出售工业产品给农业，工农业剪刀差持续扩大，1950 年工农产品比价与抗日战争前的 1930-1936 年相比，扩大了 34.4%）和鼓励节约，是中国工业化资本积累的主要力量，使得资本形成率常年居高不下，美国在 20%左右，中国长期超过 40%，2009 年中国资本形成率为 44.8%，GDP 的约一半用于投资，经济三架马车长期是投资发力。

长期的工农业剪刀差制约了农村的消费能力，进而导致工业品市场萧条，1980 年，中央提高粮食统购价格，上调 20%，随之引发一轮通胀。

随着中国长期大量的投资，投资边际效应逐渐显现，无法继续称为拉动经济增长的主要力量。

逐渐的，汽车购置税减免、家电下乡补贴、各种消费贷等鼓励消费政策出台。

悄无声息的，鼓励节约标语不见了。

未完待续。。。

2342 楼

作者:gz111678 日期:2018-12-04 10:00

一个设想

许诺大量进口，集中于上游产业，都是国企，近期受石油价格下滑影响利空上游产业，不利于国企高负债问题，此时升值是有利于进口国企压低成本。

进口扩大是影响外储存量的，外储下滑是影响汇率预期的，也是影响干预力度的，干预少了会怎样？

低进 gao 出。

或者被看死了操作路径，有真假外资进来捡便宜？

来自

2358 楼

作者:gz111678 日期:2018-12-04 10:50

“血汗工厂“才是工人尊严和待遇提高的根本原因续篇  
(超车式发展的弊端)

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

续上篇

05

中国在建国初期，在精神上鄙视贪欲，消费上提倡节约，贪婪的欲望被遏制，创造财富的欲望同样被遏制，劳动积极性被遏制。

大量投资资金落地，在供给端受制于劳动积极性低，劳动生产率达不到预期，在需求端受制于消费市场没有得到培育。投资效率极差，徒增大量债务而未实现预期目标。

1989 年，中国进行价格闯关，试图以正常的价格形成机制调节市场解放生产力，而非继续依靠行政力量配置资源，但由于持续投资形成的政府财政赤字都需以货币超发解决，

通胀压力巨大，居民不确定性心理预期引发了 1988 年 8 月中旬的抢购风潮和挤兑银行存款的现象，引发第二轮通胀，通货膨胀率一度达到 18.5%，价格闯关效果并不理想。

1993 年，大量资金投资于沿海地区房地产市场，银行、金融机构和地方政府为了实现各自不同的利益诉求，为房地产业大量融资，货币超量投放。（有没有眼熟？）

中央政府于 1993 年夏开始实行紧缩的货币政策，人民币兑美元比率也由 1:5.64 跳贬至 1:8.27，房地产泡沫破裂，海南发展银行倒闭，资金自房地产业流出进入实体，引发了 1994 年第三轮通胀。

巨量债务直至 2000 年之后，随着经济发展才得以逐步化解。

三轮通胀的都有供与需的矛盾潜藏其中，被激发的居民储蓄意愿形成国家的投资资金，却又压缩了居民的消费欲望。

大投资增加了供给，与大投资压缩了消费形成矛盾。

投资没有预期回报，居民储蓄却需提供回报，形成的大量债务，只能用货币超发来解决，最终变成通胀。

## 06

供给和需求是经济发展的两条腿。

正常情况下，经济发展需要供需两条腿走路，需求走一点，供给走一点，需求再一步，供给再一步轮流交替，难以实现弯道超车。

社会科技进步和经济发展应该来源于以下路线；

技术满足——一部分人有升级需求的财力——新产品高价供给——带动就业——带动更多人有升级需求的财富——需求升级——新产品集约化生产，供给升级——技术升级——循环。

供与需交替相互拉动，假如供给层级超过需求太高，产生的供给就会无人需求，带来的只有亏损。

譬如说原始社会阶段，温饱还没满足，造个汽车会有人去消费吗？

投资超过需求层级，就没有可持续性，只能任其报废或不断投入资金维护，变成大白象工程。

就像好多人担忧机器换人会导致群体失业。

事实是无需那么担心。

如果大量工作岗位消失，必然需要有新增工作岗位，否则，新技术的高资本投入需求高回报，会与群体失业消费不足无法产生高回报形成制约，导致技术无法落地。

07

但世界贸易一体化改变了一国经济发展的固有模式，新的技术输入，新的需求（外需），导致经济可以瘸腿走路。

一国之内，供给可以甩开需求（内需），从而实现经济弯道超车。

中国长期的超车式发展模式下，经济驱动力从早期的投

资驱动变为投资和外需双轮驱动，本应是最大驱动力的内需一直未得到充分培养，无法担当驱动经济发展的重任。

然而，放至全球来看，供需仍需平衡。

一个国家供大于需，就需要另一个国家需大于供来平衡，一个国家消费持续大于供给的背后只能是外债的持续增长，长期扭曲是不可持续的，随着债务堆积，只能面临如下四个选项；

- 1) 赖账不还。
- 2) 利用贸易争端和制裁，减少债务堆积。
- 3) 金融收割，这是美国特权，只有美国可以利用优势世界货币地位实现货币潮汐，收割别国。
- 4) 战争。

中美来看，贸易争议就只能集中于二三点之间。

据消息，G20 峰会中美达成重要意向，中方扩大对美进口，美方暂停加征新的关税。

随着进口扩大，经济增长的三架马车中，净外需（外需-内需）逐步趋弱，经济需要重回正轨，回到供需（内需）两条腿走路。

08

世界贸易体系绝大部分以美元为载体，需要美元流动性支撑，只要美元还是世界货币，美国就需要输出美元，一旦美国停止输出美元（净出口转正），那么海外美元流动性逐

渐消失，世界贸易势必需要另找新的媒介，譬如重回黄金本位，那么就是美元世界货币地位的终结。

输出美元是美国的利益所在，却不可能白给，只能是买入货物，货物都从国外买入，国内需求被抢占了，本国的基础工业如何重建？

美元世界货币地位和重建基础工业是矛盾的，重建基础工业是镜花水月。

但海外美元无限累积也不行，这是美国的负债，周期性的金融收割必须发生，周期性抽回海外美元流动性防止满溢。

基础工业重建只可能发生在金融收割期，作为美元回流的助力。

从这个角度看，中国扩大进口是以贸易方式使得美元回流美国，达成了部分美国诉求，对中国出口产业（内销产业受创）及国际技术交流影响也较小，是体现了双方诉求的折衷。

但贸易是跨境资金流动的基本面，贸易顺差减少可通过改变投机资金预期而改变流动趋势。

贸易顺差缩减也代表着净出口缩减，净出口是拉动经济增长的三架引擎之一，代表经济下行压力加大。

增加进口自供需关系看，代表国内本就疲弱的内需又被分走一部分，拉动国内企业盈利因素在减弱。

超车式经济所叠加的供需矛盾集中爆发，经济增长压力

大增，金融是实体的投射，金融风险短期受中美关系改善影响有所弱化，长期反而在恶化，美国的金融收割风险犹存。

09

中国经济弯道超车的后果是，居民部门在经济分配中占比较低，居民消费率（居民消费/GDP）长期在 40%左右，与美国的 70%相差甚远。

疲弱的内需无法拉动经济，还可以负债拉动。

1998 年 7 月，国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，取消福利分房，货币化购置，允许银行按揭，房市全面市场化。

房产消费饿虎出闸，开始刺激负债消费扩内需。

其后，其他刺激消费措施也多有出台，却不如房地产一般立竿见影。

负债有扩内需的作用，但债务偿息也有压缩消费负面作用。

长达 20 年刺激居民负债消费来拉动经济增长的行为，使得债务偿息对消费的全面拖累逐步显现。

央行发布的《2018 年第三季度支付体系运行总体情况》显示，信用卡逾期半年未偿信贷总额 880.98 亿元，环比增长 16.43%，在 2010 年，这一数字仅为 76.86 亿元。8 年增长了 10 倍以上。

客观的说房产既可归类为消费品，也可归类为金融资产，



购入金融资产并不像消费品一样，代表消费能力的永久消失，伴随金融资产卖出，消费能力会回归。

然而，消费能力的回归必然伴随着股市和房市失去支撑，这却是金融风险。

股市和房市的繁荣必定要吸收日益增长的信贷资金，霸占资金的使用时间，使得这段时间内资金无法流向实体，导致实体领域通缩，压缩实体利润。

或者说只有消费支出趋缓或停滞不前，才可能对股市和房市形成支撑。

与 1994 年不同，94 年的时候是中央主动引发房产泡沫破裂，资金流出房产领域进入消费品导致通胀。

而本轮经济周期出于对系统性风险的顾虑在人为的延伸信贷周期，呵护资产泡沫，力求实现“软着陆”。

本轮资产价格的爆破途径将是通缩的实体价格受成本推涨报复性反弹，从而无法支撑金融资产价格，资产价格破裂后流出资金转变为消费能力从而推动通胀。

10

经济近代史中，金融危机成为主要的危机形式。

来源于市场对金融的纠错失效。

很多人都有疑问，市场经济一定会比非市场犯错少吗？

事实是相反的，非市场经济犯错更少。

市场经济有各种参与主体，绝大多数人的眼光是肯定比

不得精英统筹规划的非市场分配。

市场是以价格作为工具，以充分竞争为手段，来验证供求关系正确与否的一个平台。

市场的效率只不过是提供了一个及时判断决策对错的平台，在酿成更大的错误前予以及时修正。

而非市场经济犯错更少却很难有工具来及时判断对错，犯错的代价更大。

每一个国家，所有政府部门中一定是中央银行最开放最高效，因为货币政策赤裸在世界市场中，起效与否立竿见影，起效就是判断对错的工具。

近期中国央行货币政策明显的左右摇摆，也仅仅是在不停的试错中探寻最佳抉择。

但金融市场成型之后却并非完全如此。

中国哲学提倡辩证唯物主义，然而金融或者是个例外，金融资产价格几乎是完全的唯心主义，更多体现的是心想事成，假如众人对趋势的判断一致，统一的预期会改变结果从而心想事成，统一看多即使与基本面不符，价格仍然可以上涨。

金融资产又可以通过涨价引导追涨来制造需求。

竞争仍在，供需却改变了，供需又改变了价格，市场判断对错的工具失效了。

工具失效导致金融风险很少被及时纠正，金融风险多发

生在破坏力蓄能较强之时。

金融资产价格脱离基本面较大，诱发看贬预期统一之时，才是金融风险的爆发时刻。

例如美元，贸易顺差是一国汇率升值的基础，美元长期巨额贸易逆差，债务问题严重，以基本面看美元应该贬值，但市场信任美元的信誉，市场看多美元，美元汇率仍在升值。

金融资产的自我加强特性使得趋势脱离基本面运行，直至无以为继，才会进行修正，回归由实体决定的基本面。

然而，政府却不会允许市场自我修正，经济发展是政府的选票，经济不佳政府就变成了出气筒，几乎所有的政府都会对金融风险加以干涉。

干涉使得金融市场错误得不到充分纠正，蓄能在一次次危机中得到加强，当利率归零时，干预政策失效，累积的破坏动能集中爆发，一个大周期。

康波周期解读的一个角度。

11

以日本为例看一下“软着陆”效果。

1987年10月19日开始的。上午9时30分，纽约股市一开盘，道琼斯指数经过一段颤动后突然下跌，惊慌失措笼罩了整个纽约股市，投资者纷纷抛售股票，急迫到不讨价还价的地步。一直到休市，道·琼斯指数暴跌508.32点，跌幅达22.62%，由此引发全球股灾。

股灾第二天，日本出现大量恐慌性卖单，日本大藏省拨了几个电话，再开盘时，卖单就奇迹般消失了，大型机构开始进场护盘，股市缓慢下挫，适逢日本电话电报公司公开筹措 370 亿美元，以 270 倍市盈率上市，其时美国电话电报公司市盈率只有 18 倍，股市再度崩盘，日本主管部门准许日本四大券商代为进场操作（日本国家队），日本券商呼吁在危机时买进股票是爱国行为，民众应爱国买股。

资料来源：索罗斯《金融炼金术》

同时发生股灾，日本的“软着陆”与美国的“硬着陆”形成对比，股灾后，日本的经济增速与美国经济增速也形成对比。

1990-99 年间，美国经济增速多在 2-4% 左右，日本则多在衰退边缘徘徊，日本经济开始进入“失去的二十年”区间。

2359 楼

作者:gz111678 日期:2018-12-05 09:32

6.83，人民币汇率暴涨驱动力来自何方？

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

两张走势图放在一起可以很明显的看出区别；

美元指数持续小幅波动，而 12 月 3 日开始人民币汇率开始大幅上扬，至 12 月 4 日午时，汇率高点至 6.8307。

G20 峰会中美达成重要意向，中方扩大对美进口，美方

暂停加征新的关税，利好消息是汇率上扬的直接驱动力，12月3日，北上资金大幅净流入126.19亿元。

金融资产中价格已经包含了预期，预期变化是价格变化的重要原因。

但人民币汇率前期贬值预期在央行干预下并未得到充分释放，基本上很难理解汇率趋势如此之大的改变。

自净外需（出口-进口）看，出口减少和进口增加，对经济和外储的影响是同样的，改变的仅仅是受影响区域。

汇率的急剧攀升或有央行的顺势推涨行为，目的或者有；（以下都为笔者虚构）

- 1) 继续威慑空头。
- 2) 美方经常发难汇率问题，汇率稳定或上扬会助力后续谈判，减少摩擦。
- 3) 助力国企。

中方许诺进口的大量美方产品集中于产业上游，执行方集中于国企，近期受石油价格下滑影响利空上游产业，不利于解决国企高负债问题，此时升值是有利于国企压低进口成本。

扩大进口是影响外储存量和经济增速的，外储存量流失加速或将迫使后期干预度减少，汇率趋贬，前期低价备货可在后期高价出手，增加国企利润，降低国企债务压力。

- 4) 或有可能被看穿了操作路径，有外资选择

进入跟随趋势获利，形成共振。

临近年底，外贸企业有结汇压力，注意时机

2363 楼

作者:gz111678 日期:2018-12-08 11:51

中国突破中等收入陷阱的可选路径及可行性探讨

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

01

经济的发展没有奇迹，经济的发展动力也不外乎由内需、投资和外需驱动，概莫能外。

二战后，美国的经济得到了巨大发展，美国开始追寻金融制高点，美元取代黄金成为国际货币变成美国的核心利益。

但在美元驱逐黄金成为世界货币的过程中，交易的模式随之改变，以黄金作为世界货币是一种货物与另一种货物的等价交换关系。

而以美元成为世界货币则不同，美元是美国的欠条，标价 100 美元的纸钞成本仅为 0.91 美元，美元可以购物仅仅是因为相信其不会违约，如果说以黄金购物是“买“，那美元就是“赊“。

美元成为世界货币，对外输出货币的过程也是“赊购“其他国家货物，为其他国家提供外需，拉动其他国家经济发展的过程。“欲带其冠，必承其重”，也是负债迅速积累的过程。

其对其他国家经济的拉动作用与居民负债消费拉动经济毫无二致。

美国或许认识到了美元独立承担世界货币的弊处，并未利用其军事优势遏制欧元与日元的国际化进程。

美元消弭债务的回流过程中，全球贸易需要有其他世界货币的补充，否则的话极可能回归金本位。

对美元来说，“赊”太多了固然有所顾虑，回归金本位使美元失去“赊账”能力却更不可接受。

“人民币国际化”也将面对一个同样的问题，输出货币必然同步输出需求，中国内需是否有能力在承担拉动本国经济增长重任之外，再去拉动其他国家经济增长？

消费的本质是财富的互换，彼之产出汝之消费，封闭社会中，供需一定是协调发展的，经济只能一步一个脚印稳步前进，供需交替拉动。

美元的对外输出提供了额外的购买力，别国经济就可以摆脱内需钳制，从正常走路变为瘸腿跑步，进入快速发展期。

在“中国奇迹”之前，日本、西德、亚洲四小龙、四小虎都曾有”经济奇迹“。

在中国之后，“越南奇迹”正在上演。

## 02

美元的对外输出同时伴随着需求对外输出，随之而来的就是美国产业对外转移。

后发经济国家依赖自身的人口红利和土地红利，形成对资本的竞争优势，吸引产业转移。

50年代起，美国低端产业向日本和西德转移，逐步过渡到资本劳动双密集产业；

70年代起，日德产业对外转移，日本产业转移方向主要为亚洲四小龙；

90年代左右，亚洲四小龙产业转移中国。

后发经济体的经济发展方式，可以概括为；

一段高投资过程——为旺盛的外需提供产能——过程中创造了大量就业岗位——又激活了内需——新的投资为内需提供产能。

内需、外需、投资合力拉动，后发经济体经济增速高峰期多在10%以上。

随着产业转移路径国家自身的资本积累和外部资本输入，劳动力与资本的供需关系使得劳动者薪酬价格逐步增高。

人口红利随之减少，为了维持利润度，资本被迫加大投入用以提高劳动生产率，逐步形成了资本劳动双密集型产业，单纯劳动密集型开启新的转移之路。

产业逐步由劳动密集型晋级为资本劳动双密集型。

以韩日德看，多由纺织服装等劳动密集型逐步转向资本劳动双密集型等汽车机械产业。

伴随着资本继续投入，资本不再稀缺，科技的天花板对



劳动生产率的制约出现，单纯资本累积已不能继续提高生产效率，利润提升难以覆盖土地人工等要素的上涨，竞争优势逐步失去。

这个过程中，税收、内外政策、甚至贪腐成本等摩擦成本多寡决定了产业对外竞争力消失的速度，却无法改变结果。

长期的外需拉动背后是其他国家外债持续累积，其他国家外债不可能一直增加，外需拉动经济也不可能一直持续下去，随着顺差的累积，贸易制裁将逐步增多。

外需拉动动力消失。

失去外需拉动，瘸腿跑步的劣势体现出来，大量与外需匹配的落地投资变为过剩产能。

以国际较为成功经验看，这时候将出现两条路径；

1) 资本开始对外投资或转移，由于资本输出多会转变为对母国的购买力用以购买原料或设备，会形成新的外需拉动。而投资盈利汇回也会拉动母国内需，刺激第三产业发展，形成新的经济驱动力，日本尤为典型。

2) 科技引进或突破来引领劳动生产率继续提升，产业向技术资本双密集型转移，覆盖掉土地和人工成本增加对利润的侵蚀。

香港台湾等更多集中于对外输出资本，日本韩国等更多则是两条并举。

没有突破的，则失去经济增长的拉动力，掉入中等收入

陷阱，甚至由经济下滑进而诱发社会问题反复震荡，投资撤离。资本是劳动生产率提升的三大要素之一，投资撤离影响劳动生产率不但没有提升反而下滑，经济衰退。

如菲律宾 1980 年人均国内生产总值为 684.6 美元，2014 年仍只有在 2865 美元，考虑到通货膨胀因素，人均收入基本没有太大变化。

阿根廷则在 1964 年时人均国内生产总值就超过 1000 美元，在上世纪 90 年代末上升到了 8000 多美元，但 2002 年又下降到 2000 多美元。

### 03

1985 年广场协议之后，日本经济外需拉动力趋弱，后发国家的通病开始显现，内外需皆无法承担拉动经济重任，日本开始对国内、国外大量投资。

国内房地产业爆发；

国外为日本企业提供大量低息贷款，日本海外投资规模迅速扩大。

而房地产业的爆发急速侵蚀日本实体利润，日本产业转移海外步伐加快。

1990 年之后，日本房地产泡沫破裂，大量的海外日企为日本提供了外需和利润回流，一定程度上稳固了日本的经济。即便如此，日本经济增速也长期接近于零。

一个不争的事实是，中国开始出现与 85 年日本相似的

境况，外需拉动力正在逐步消失，内需又无法担当重任，对内投资成为拉动经济的主要力量，主要为大量集中于房产领域的投资。

中国的对外投资尚在努力过程中，“一带一路”正在推进。

目前中国资本项尚未完全放开，企业对外投资尚没有形成规模。相反，中国是吸引外资最为成功的国家，而外商直接投资获取的高额利润少有汇出，多作为留存利润继续投资，或形成热钱投入房产等领域，留存利润长期没有准确的口径。

这产生了一个问题，如果外贸顺差覆盖不了外商留存利润的增长，中国将变成实际负债增加。

2011 年《第一财经日报》评论部主任徐以升撰文认为 FDI 在华留存利润问题重估将使中国由债权国变成债务国。

外商留存利润显然会影响中国的国际收支安全，2016 年，清华大学中国与世界经济研究中心主任李稻葵就曾表示，中国外储须严守 3 万亿美元大关。

中国持有的大量外汇以流动性极强的外汇储备形式存在，收益极低，同时制约了中国企业的对外投资能力。

鉴于中国的对外投资尚未得到充分发展，趋势也不支持会迅速增加，中国突破中等收入陷阱的动能只能更多来自于第二条路径，科技引进或突破来引领劳动生产率继续提升，产业继续升级，向技术资本双密集型转移。

而科技已形成了多国分工模式，只需拥有自己的核心技术和创意，其余技术皆可在国际上寻找，组成自己的产品，乔布斯在实施苹果手机项目时，其所采用的高新技术，甚至没有自己的，仅凭其独到眼光在浩瀚的技术海洋中提炼出自己产品所需要的高新技术。

概括来说有三点；

第一、          引进技术。

引进先进技术，首先得知道有什么技术，可以被自己的创意所利用，还需要技术供应国的支持，在芯片问题上中国已有深刻认知。

第二、          对市场的敏锐度。

技术升级会带动一种倾向性消费，但并不是每种新技术都会有消费，需要在与国际市场的积极互动中建立对倾向性消费的准确判断。

第三、          自己的核心技术。

新技术多数难以引进，新技术的研发就尤为重要，研发闭门造车是难以完成技术研发的，对外交流同样不可少。

在几个月前，网络上曾有各种声音讨论中国是否会走向封闭时，笔者有多篇文章坚定认为中国不会走向封闭，原因就在中国经济已经步入资本劳动双密集型产业竞争力下降阶段，后续拉动经济只能是对外投资的反馈拉动或者产业升级步入技术资本双密集型，两者都需要一个更加开放的中国。

近期的中美会谈成果也显示，中国比美国更加积极推进国际合作。

04

而具有独立知识产权的核心技术，却需要高端人才储备和基础科学发展的支持。

高端人才是花费时间成本和金钱成本，长时间学习研究后，凝聚了大量资本积累的劳动力。

与普通劳动力相比，高端人才具有高流动性，表现与资本一致。

吸引高端人才既需要利润回报，更需要在人权尊重、安全、社会保障、私有产权保护、环境、子女成长教育等因素上的优势，变成了一种社会综合面的竞争。

基础学科发展又是高端人才是否具有发挥空间的基石。

此处删掉 800 字。。。

2377 楼

作者:gz111678 日期:2018-12-11 19:41

广义货币增长 8%，狭义货币增长 1.5%

11 月末，广义货币 (M2) 余额 181.32 万亿元，同比增长 8%，增速与上月末持平，比上年同期低 1.1 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 54.35 万亿元，同比增长 1.5%，增速分别比上月末和上年同期低 1.2 个和 11.2 个百分点；流通中货币 (M0) 余额 7.06 万亿元，同比增长 2.8%。当月净投放现金 457 亿元。

极差的数据，1.5 的 M1 好难看

来自

2382 楼

作者:gz111678 日期:2018-12-12 11:08

年关难过——原油价格下滑加剧实体部门债务风险

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

十二月，已是深冬，广州冬日流火，短袖还得加空调，冬天就像“狼来了”，多次戏耍之后，让人不禁怀疑冬天是否仍然存在。

然而，冬天毕竟来了，久暖乍寒，其冷彻骨。

01

原油价格下滑将引爆实体部门债务炸弹

社会融资总量是实体部门的融资累计，目前已接近 200 万亿，社科院在 2016 年曾经针对融资成本发布了一个报告，融资利率成本平均在 5% 左右。

以此估计，2018 年债务偿息支出以年初口径计算也需要 9.29 万亿。

以 2017 年 GDP 来看(827121.7 亿)，2018 年度维持实体部门债务偿息至少需要名义 GDP 增长 11.23% (9.29/82.7)。

名义 GDP 可拆解为两部部分；

1) 实际产量的变动，也就是统计局公布的 GDP 增长数

据。

2) 价格的变动，被称作价格平减指数，可视作整体通胀。

价格平减和 CPI 最大的区别是，CPI 不包含当年新房价格。

通过比较两条曲线比较也可以看出；

2015 年房产价格对价格平减指数的负向拉动和 2017 年的正向拉动（2015 年资金炒股）。

上图价格平减计算采用（名义 GDP 增速-实际 GDP 增速）

以 2018 年前三季度看，实际 GDP 增长 6.7%，名义 GDP 增长 9.85%（一季度为 10.2%），价格平减在 3.15%左右（一季度为 3.3%）。

价格平减逐步下降，CPI 逐步攀升，差距正在缩小，显示新房房价造成的差异因素正在逐步减小。

1-9 月 CPI 平均为 2.1%。

上面已经说到，中国实体部门债务问题要求名义 GDP 增长 11.23%方可勉强维持债务偿息。

偏离越大，实体债务断链越严重。

从名义 GDP 组成的两个变量来分析一下；

1) 实际 GDP 增速

实际 GDP 由内需、外需和投资组成。

外需和投资已多次分析无需多说。

内需问题上却有一些变化；

一个是中国准备加大进口，这将分流内需，内需趋弱。

另一个是近期金融资产价格出现风险，需要资金进入呵护，这会引导居民部门资金进入。

居民部门钱就这么多，消费了，就没钱买股买房去呵护资产价格；

都买股买房了，就得省吃俭用，内需没有了；

消费了进口产品，等于输出外需，国内实体部门就得面对内需减少。

一个说简单也很简单，说难却难死人的选择题。

三驾马车同时面临失速风险，实际 GDP 增长稳步趋缓是无疑的。

## 2) 通胀

很明显，在经济增速下滑趋势下，债务问题仅有两个办法解决，要么通胀，要么爆破。

在中国，债务都是银行的风险，中国处理债务问题时更希望是软着陆。

以三季度经济数据和年初的债务存量来看，通胀也至少需要 4.5% 以上方可对实体部门债务形成一定支撑。

2018 年即将收官，随着债务规模扩大和经济增速进一步减缓，预测至少需要通胀保持至 5.5% 以上方可有望实现软着陆。



原油号称商品之王，近期原油价格大幅下滑。

油价主要由两个因素决定，供需和美元；

美元相对强势油价会下滑；

世界经济发展影响需求下降是油价下滑的主要因素。

油价下滑，中国上游产业原材料价格下降，上游产业债务问题加重。

按理来说，中下游厂家利润会上升，然而中国内外需同步下降，匹配的产能暴露出来，过剩产能的竞争压力使得成本降低即刻转化为价格降低来抢夺内需，上游价格下降迅速传递给 CPI，实体部门有通缩趋势。

国家统计局 9 日发布数据称，11 月份全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.2%，低于预期，涨幅较前月回落；环比则由升转降。

通胀和经济增速的双下滑趋势使得名义 GDP 增速，与软着陆所需增速（11.23%）偏离加大，实体部门债务问题恶化。

年关将至，实体部门恶化的债务问题将面临严峻考验。

## 02

保资产价格还是保实体债务？这是一个单选题。

M2/GDP 是一个金融深化的指标。

以美国看，指标在 70%，但中国已经超过 200%，考虑相同口径，美国的指标应该在 100%左右，仍然差距悬殊。

中国 M2/GDP 迅速增长与房地产业发展同步，远超 GDP

的 M2 存量喻示着大量货币用以维持金融资产交易，主要存于房产池中。

支撑 M2 增长的主要动力来自于可贷项目。

而现在实体部门债务需名义 GDP 增速 11.23%，方可勉强维持不炸，实际却并没有达到，资金难寻安全之处投放，必然会发生项目荒。

资金无处可投，牛不喝水难摠头，M2 增速就上不来。

即算摠下去了，资金天性就会追寻高收益，没有收益硬投的资金会跨境寻求收益，M2 增速仍然难以提升，反而加剧了资金跨境流动风险。

而目前，实体债务风险和金融资产价格风险并存。

维护风险都需要资金流进，在 M2 增速难以快速反弹的情况下，资产价格风险和实体债务风险就难以同步维护，保资产价格还是保实体债务？

而无论保那个，背后都是银行的风险问题。

03

外汇局严打非法换汇背后的逆周期管理。

12 月 6 日外汇局例行通报 15 起外汇违规案例，涉及民生银行等 4 家银行、江苏五洋集团等 4 家企业以及 7 位个人。

与之前不同的是，此次企业和个人的处罚信息均被纳入央行征信系统，同时个人被实施“关注名单”管理。

在国外收益比国内收益高的时候，“聪明的资金”就会

想办法外流以争取更高的收益，但资金外流会对国内造成紧缩效应，加剧债务问题。

从中国国际投资头寸表可以看到，截至 2018 年 6 月，净头寸为 1.7 万亿美元，这是中国真正的资产。

而负债的最大科目是外商直接投资，按照国际收支管理规则，外商投资资金随时可以无条件兑换成外币并撤离。

2015 年 9 月份开始至 2016 年 3 月末，外商直接投资总额下滑，显示资金外流，央行随即加强了逆周期的管理，国内部门换汇管理事实加强，防止形成共振。

2018 年 3-6 月，国际投资头寸表显示，外商直接投资下降 1163 亿美元，其中实体部门下降 1037 亿美元（头寸表，负债，1.b 项）。

而商务部数据显示外商实体部门直接投资在 3-6 月间增加 338.1 亿美元，一增一减显示外商实体部门直接投资至少流出 1375.1 亿美元。

央行随即开始严打国内部门非法换汇行为，加强逆周期管理。

2383 楼

作者:gz111678 日期:2018-12-12 18:19

我仅仅从逻辑分析一种趋势，破七是必然，维持难度越大。

3-6 月间，明面上，外商资金流走 1300 多亿。

国内实体盈利下降是共识，还维持高汇率后果显然利于。。

来自

2388 楼

作者:gz111678 日期:2018-12-15 10:08

投资就是赌国运？国运之争，厘清国运构成

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

老子曰“大道至简”。

就像智能系统，如此复杂，本质却仅是 0 和 1 组成。

“道生一，一生二，二生三，三生万物”。

万物衍化中繁花迷眼，却再难觅“一”。

有时候，是“道不轻传，法不贱卖”，在传承中遗忘了本质。

有时候却不是，一个新的解读并不一定是深度，还可能是假扮深度，更可能是骗你入局。

01

投资就是赌国运——巴菲特

巴菲特是一位爱国的投资家（当然是爱美国），他多次表达出这个观点，也曾以全副身家押注美国经济增长前景。

问题是，国运是什么？

以笔者这种标准直男思维，难以接受这种没有逻辑的虚

幻名词，更想找出国运一词中蕴藏的内涵。

注：下文为笔者所构思之国运内涵，或有不到之处，敬请留言指教。

在一个信息爆炸的年代，各种解读中掺杂了有意无意的定向引导，乱花迷眼，真真假假，本质难寻。

然而万物幻生幻灭，唯有进化永恒。

或者应该从进化角度来捋一捋，觅得那个“一”。

## 02

进化的本质就是“生存和繁衍”，“适者生存，强者繁衍”。

人将生存所需要的物资称之为“财富”，聚拢更多财富是生存和繁衍的保障。

“追寻财富”是人类社会进化的本质动力。

财富来源于两个方面；自身创造，或抢掠（对应抢掠的是储存与保卫财富）。

在人类“追寻财富”历史的所有时间段中，创造与分配、抢掠与保卫从未分离。

人类个体能力不强，人类的强大之处在于人的群体协作能力。

群体组成了国家。

作为个体如何维持本国之内的竞争优势（争取更多财富），和作为国家如何维持对外的竞争优势，分别成为人类

社会进化的内部竞争压力和外部竞争压力。

而国家的进化之路——就是国运。

### 03

皮之不存，毛将焉附，对绝大多数人来说，个人命运依附于国运。

这决定了人类社会内外进化压力又需以外部压力优先。

阻碍了经济发展的政权、体制、法律、道德，最终会在进化竞争压力下被淘汰。

抢掠与保卫，是基于双方实力评估，付出一定成本博取更大收益的渠道，仅仅涉及财富的转移，却没有创造（后文将抢掠与守卫简称为冲突）。

冲突盛行为一些武力强盛的个人或国家提供了财富快速积累的渠道，对外冲突可以增加强国的竞争优势，然而如果群体内部冲突盛行却从三个方面消弱了外部竞争力；

- 1) 内部冲突中投入的财富成本永久消失。
- 2) 占用了本可用于创造财富的机会。
- 3) 打击了受抢掠一方财富积累的热情。

有效减少内部冲突，就可在外部冲突中取得优势；

反之，内部冲突盛行，部分个体或阶层虽会从冲突中收益，却会消弱整体国力，招致外部抢掠，最终被淘汰。

经济政策致力于创造财富，是经济学着力研究的方向。

而执政政策、暴力机构、法律、道德、舆论、对外政策

等致力于解决冲突。

两者互为依存，难以独力发展。

好的经济政策致力于激发创造财富的活力；

好的执政政策致力于消除内部冲突，防止内耗，形成对外竞争优势。

评判经济政策、执政政策、道德、法律、外交是否好的标准是统一的，即是否有益于群体竞争力（国运）提升。

例如通过保护私有产权，个人保卫财产的投入就可以减少，释放的生产力可用于创造新财富，这是好的经济政策。

法律通过保护弱者，遏制了强者通过冲突抢掠财富的欲望，减少了对群体财富积累的损害，这是好的法律。

通过道德约束也可以达到同样效果。

## 04

### 外部竞争进化型

当一个国家外部压力较大时，既得利益派阻碍改革的阻力较小，当政政权在制定政策及法律时，会优先考虑减少内部冲突，激发经济活力。

这时，有益于群体进化的好的法律、好的道德会慢慢完善。法律的权威性也会得到确认，法律的权威性有利于最小的成本解决内部冲突，最终都指向提升本国实力，提升在对外冲突中胜利机会。

好的政策使得国家逐步形成外部竞争力，激发对外抢掠，

消灭没有改变的国家或政权。

欧洲大陆并不算大，一个小小的地区却分为多国常年征伐，外部进化压力驱使欧洲各国想办法解放内部生产力，保护产权激发保家卫国的同仇敌忾，法律、政权发展趋向于减少国家内部冲突损耗。

## 05

### 内部竞争进化型

而当一个国家外部压力较小时，当政政权却会更多的利用国家机器为自身谋取冲突利益（不创造财富，仅仅转移）。

坏的法律出现，执政方利用法律强征财富，甚至有法不依，内部冲突成本大增，道德滑坡，经济下滑。

随着时间的推移，执政阶层群体扩大，阶层不创造财富仅转移财富，民众负担加重难以承担。

这时即算没有国家外部压力，内部阶层之间也会出现以冲突手段获取财富的动力，多数人阶层会利用冲突血腥掠夺当政阶层。

而当多数人阶层成功后，一小部分人又会窃取革命成果，继续新的循环。

中国历史上长期是周边最强大的国家，外部压力较小，长时间处于内部竞争进化，有利于群体进化的法律法规、产权保护等推进极慢。

所制定规则长时间用于维护统治阶层利益，影响了群体



进化程度（国运）的提高。

在西方进入资本主义社会时，中国尚处于封建时代。

05

二战后的抢掠趋向

二战后，世界一体化进程大大加快，西方国家长期处于对外竞争进化，表现的更为适应国与国之间的竞争。

美国建国时全盘接受了西方体系，却又没有形成庞大的既得利益派阻扰改革。

而中国历史中长时间处于内斗，对外竞争尚需适应。

随着世界一体化进程和资本的积累。

直接武力化的抢掠行为因其投入成本过于高昂，逐步在消失，但仍然是最根本的决定性力量。

利用金融资本实现隐蔽性对外抢掠行为在增多，金融收割和贸易战等非暴力冲突增多。

事实上，金融资本存在的本身就是一种抢掠，因为其并不创造财富，而仅仅参与财富的分配。

从群体进化角度看；

金融对内的过度发展是一种坏的政策，其遏制了群体内财富创造的热情，驱使人人都希望以金融手段掠夺他人来参与财富分配，是一种内耗手段，不利于群体进化。

但金融对外掠夺却增加群体财富，是有利于群体进化的。

马克思曾经预言资本主义制度不可持续，但西方资本主

义国家却维持至今，西方制度之所以能维持，即在于其资本的对内掠夺已转向于对外掠夺。

对外掠夺是有利于群体进化的，从而顺应了群体进化的大势。

房地产业身上的金融属性，仅能对内，不能对外，无法形成对外抢掠实力，是一种内耗，对任何国家来说都只会削弱国力，是一种典型的影响群体进化（国运）的逆流。

而美元的世界货币化是对外抢掠的武器，抢掠能力的实现来自于美联储的货币潮汐。

其输出货币购入财富，再利用金融收割使货币回流，从而实现抢掠他国财富，增加本国实力。

金融抢掠的最根本的保证仍是武力，没有武力威慑的金融抢掠相当于给别人送钱。

欧元、日元连武力都没有谈何世界货币地位，也没有能力对整个世界发动货币潮汐，不外乎是补充美元收割期美元回流过程中世界货币的缺乏，防止世界贸易返回金本位而已，随时会面对美元的收割。

想要有个稳固世界货币地位，首先要有武力冲突中想抗衡的能力，其次有对世界发动货币潮汐的能力。

输出货币即输出需求，发动货币潮汐对应需要本国强大的内需能力提供支持，而货币回流又需金融战能力提供支持。

2408 楼

作者:gz111678 日期:2018-12-16 19:33

外汇局局长：防范跨境资金流动风险，维护国家经济金融安全

？

澎湃新闻

23 分钟前？·？澎湃新闻官方网易号

已关注

？

潘功胜 资料图？

来自

2417 楼

作者:gz111678 日期:2018-12-19 11:19

经济周期伴生抢掠周期，中国经济将如何破局？

凭栏欲言 凭栏欲言 昨天

文：凭栏欲言

引文：

澳大利亚《悉尼先驱晨报》网站当地时间 12 月 13 日刊载题为《“五只眼睛”是如何炮制扼杀华为的行动的》的报道。

该报道详细披露聊西方情报组织“五眼联盟”联手策划打压华为内幕。

该报道指出，“五眼联盟”成员国曾在 7 月举行过一场

秘密的晚宴，讨论如何封杀华为。

在那之后的几个月里，参与晚宴的国家澳大利亚、美国、加拿大、新西兰和英国发起了一场阻止中国技术巨头华为公司为它们的下一代无线网络供应设备的行动。

而这一对中国越来越强硬的姿态因华为首席财务官孟晚舟在温哥华被捕而达到高潮。

## 01

### 经济周期与抢掠周期

经济周期理论主要是从财富创造方向来解释的；

经济繁荣多是新技术（研发或引进）引发的固定资产投资高峰；

投资带来需求和新工作岗位——劳动生产率提升——更高收入——更高消费需求——刺激投资——投资消费双高带动经济发展。

而经济步入衰退期最重要的一个特征就是产能过剩；

减少投资——投资带来的需求消失——关停产能——裁员——降薪——消费需求下滑——继续关停产能——消费投资双下滑拉动经济下滑。

自 1825 年英国发生第一次经济危机开始，平均每间隔十年左右，经济危机便会爆发一次。

然而，伴随经济周期同步发展的还有一个抢掠周期较少得到重视。

当资本投资于实体创造财富回报率不足时，资本就会过剩，资本逐利天性会导致资金脱实向虚，炒作各种生活必需品和金融资产抢掠财富（不通过创造，仅转移别人创造的财富），群体内部矛盾加剧。

内部矛盾加剧降低了群体竞争优势，与其让资本对内抢掠徒然内耗，不如让资本投入对外抢掠，谋取战后收益。

战争就会出现，这是进化的规律。

"兵马未动，粮草先行“，战争中军事领域战斗仅是表象，战争打的就是资本，战争中投入的资本是为了博取战后收益，战争也可以看成一种投入与产出的经济活动。

由于战争中投入的资源永久灭失，风险巨大，过于剧烈的战争即使胜利，战败方的财富也已消耗殆尽，难有收益。

对失败方的战后管理也是胜方头疼的问题。

二战后，随着全球一体化进程，一国内过剩资本可以投入国外经济活动博取收益，资本过剩后不投入战争即对内抢掠的现象得到缓解，资本主义国家的本质矛盾虽未消除，但已得到缓解。

对外输出过剩资本，有两种方式；

1) 利用资本缺乏国的土地红利和人口红利（土地红利涵盖空气、水源、环保容纳量、矿产、粮食等一切依附于土地的东西），创造财富，博取回报。

2) 不创造财富，仅通过炒作金融资产（股汇楼

房等）价格、对外贷款等方式，参与财富分配，可统称做金融抢掠。

随着全球经济领域合作逐步深化，全球经济周期越发同步，资本对外输出在经济繁荣期更倾向于共同创造财富，在萧条期却倾向于金融抢掠，但两者同时存在。

抢掠周期与经济周期叠加共振，群体进化占优方会抢掠群体弱势方，从而对冲经济周期。

例如，1997 年亚洲金融危机之时，美国反而保持了较高经济增速。

而弱势方被抢掠，危机加深。

随着世界经济运转日渐复杂，被收割方又会收割别人，你中有我，我中有你，缠杂不清。例如日本遭受美国资本收割却又对外输出资本赚取收益。

## 02

人类已经是地球霸主，人类群体之间争夺对蔚蓝星球的掌控权而竞争进化已成为进化的主要压力。

对于人类来说，相比于个体的进化，社会组织形式、制度、科技、文化等群体因素进化的更为迅速。

进化的通过为群体积累更多财富形成对外的竞争优势。

累积财富的方式有两种；创造和抢掠。笔者在上篇文章中详细解释过。

个人命运依附于群体，个体激励目标应该符合群体的目

标（即群体财富积累形成对外优势）。

群体内部抢掠盛行，无疑会遏制群体财富的创造，道德会约束内部抢掠，使个体激励集中于创造从而与群体目标一致。

但道德并不会约束群体的对外抢掠，群体对外抢掠有利于群体财富积累。

对外不道德行为只需要冠以国家利益之名便具有先天的正义性，便能得到群体内最大的呼应，如特朗普可以光明正大的喊出“美国优先”，道德（也可称为正义、舆论等）对国家之间抢掠行为钳制度较低，更多只是赤裸裸的利益。

这是进化使然。

而进化压力又分层级；

个人——内部阶层——国家——价值观共同体——人类整体。

层级越高越重要；

优先解决高层级进化压力的同时，兼顾低层级进化压力是进化的规律。

例如；

人类面临生存危机是必须要全体人类协力共度，否则毁灭。

当没有人类整体生存压力时，价值观共同体就会形成对其他价值观共同体的进化竞争，例如美苏争霸。

当价值观共同体之下又有国家之间的进化竞争；

国家之内又有不同阶层利益的进化竞争；

阶层之内又有个人之间进化竞争。

当更高层级进化压力大时，低层级就必须符合整体利益，内部需以创造财富为主，而非抢掠。

违反进化规律的群体或体制就会被淘汰。

在国家进化竞争中淘汰最为常见，历史上由于阶层对立而亡国的例子举不胜举。

原因就是利益阶层顽固维护自身利益，抢掠其他阶层，社会风气不着重于创造财富而惯于对内抢掠，进化压力次序颠倒，从而被淘汰。

“五眼”遏制华为是其一种表现，是“价值观共同体”的对外进化竞争，只要存在进化竞争，就是必然。

世界和平虽久，但群体进化竞争从未消失，“对抗”也从未远离。

是合作还是对抗（共同创造财富还是掠夺），也不过仅仅是哪个渠道可以获得最大的投入产出比。

在合作可以更好的增加财富积累时，对抗弱化，“大事化小”，即算有争端也会互相让步。

而反之，“小事化大”或者“无中生有”。

由于国家之间道德钳制极低，与其谴责别国的不道德，不如想办法破局。



而破局的唯一出路，即在于提高自身群体的进化优势。

### 03

提高群体进化优势，也不外乎两条路；

对内，抑制抢掠，重视创造；

制度、法律、政策、道德等引导个体与群体的诉求一致，遏制内部抢掠，减少内耗，引导创造创新，增加群体财富。

对外，创造与抢掠同步发展；

以投入产出比决定创造优先还是抢掠优先。

对内的金融、及房地产身上金融属性，皆属于对内抢掠属性，阻碍群体进化，而金融对外抢掠则不同，有助于群体进化。

美国等开放的金融市场以机构为主要参与主体，美国金融机构通过把控关键资源价格、对外贷款、资金投入国外股汇债楼等金融资产，以多种方式抢掠国外财富，增加群体财富累积，为国内居民资本博取收益。（也存在一定比例的对内抢掠）

日本则偏向对外输出资本参与国外财富创造过程，增加群体财富。

香港、伦敦是金融城市，典型的金融对外抢掠增加群体财富。

由于对外资本输出回报集中于少数从业者手中，这部分人群有强烈的被服务欲望，有统计一个华尔街从业人员可以

带动四个服务业就业岗位，从而带动第三产业发展最终反哺母国经济发展。

中国尚未形成金融的对外抢掠实力，对外实体投资也未成规模，尚没有优势行业对内反哺，难以指望第三产业发展拉动中国经济(较多专家认为中国未来靠服务业，笔者难以认同)。

与美国是金融机构对外抢掠不同，中国金融产业仍以对内抢掠为主，股市仍是散户市场，体现为国内机构抢掠国内散户的财富。

“中国的三千多家上市公司利润，银行和房地产板块拿走三分之二，1774 个中小板上市公司的利润比不上一个半工商银行。”——向松祚。

房地产业和银行为代表的金融对内抢掠显示中国国内仍以对内竞争进化为主，忽视外部进化竞争。

上市套现是最受追捧的造富概念，背后体现的是财富转移（抢掠）而非创造。

政策、法规、道德等没能遏制住对内掠夺，甚至想反，由于金融体系已经大而不能倒，还要国家出面兜底金融体系，金融业赚取利润时为少数人赚取，发生的风险时无论引发政府怎样的的救援行为，成本必然由全民买单，无形中保护了抢掠行为，偏离群体进化目标。

以中国创新低的 M1（11 月份 1.5%）来看，资金无处可

投迹象显露，显示国内资本过剩，如不能及时寻找到对外投资机会，资本将会国内市场兴风作浪，国内金融资产不能提供收益，资金就会转战炒作刚需消费品进行对内掠夺。

目前看，无论对内还是对外，提升群体进化竞争力可着力之处还有很多，而遏制对内抢掠减少内耗是根本。

中央经济工作会议召开在即，改革开放有望大步前行，实现经济破局，提升对外进化竞争优势，从而实现强国梦。

2426 楼

作者:gz111678 日期:2018-12-19 13:38

@楼上陌陌

我很欣赏楼上对世界报以博爱的观点，人都有向往更好生活的权利，但假如每个人都按照美国人生活标准的话，地球资源不支持。

所以，竞争不可避免。

而对内搜刮和对外搜刮是完全冲突的，所以谁都不可能以世界人民为韭菜。国内～或～国外，选一。

想想委内瑞拉，有实力对外搜刮吗？

在必须选择对内好或对外好的情况下，多数人阶层都希望对内好，只有极少数既得利益派才会选择对外输出利益换取继续对内搜刮，因为对内更省力。

却是竭泽而渔，不具有持续性。

另外我分析上仅从逻辑推断而已，不涉及我本身品性。

情绪完全无益于分析问题，只会干扰看清问题。

如我在上篇文章中描述，博爱是一种道德，是用来减少对内抢掠，提升合作，提升群体进化能力的。

群体内可以是公司，可以是国，可以是人类，视那部分进化最大压力而定。

相信就算以公司而言，抢夺别的公司客户这种不道德行为也会被视作自身能力，而非不道德。

来自

2427 楼