

滞胀不同于通胀，理财不能豪赌

滞胀是市场盛极而衰，由通胀转为通缩的过渡。滞胀是通胀恶化的结果，是投资率下降、企业赢利下降、就业率下降、实际收入下降、购买力下降、消费率下降的持续衰退的结果。抗通胀得用紧缩手段，抗衰退又得用扩张手段。“宽财政、紧货币”的反向两手，是政府应对增长性衰退的两手。紧缩消费，择机投资，则是你迎战增长性衰退的两手。

经济回暖是假象。实质是“投资经营环境恶化”与“盲目招商引资”两大病症引起的“发烧”，导致了资产泡沫化、经济停滞化、通货膨胀化。政府救市的药方，表面看是拉动内需，本质上却是利用明天的产能过剩消化今天的产能过剩。产能过剩成了大黑洞，经济二次探底已是必然。

——郎咸平

理财岂能马后炮？

要在别人贪婪的时候恐惧，而在别人恐惧的时候贪婪。在大众贪婪时你要缩手，在大众恐惧时你要出手。当人们忘记“二加二等于四”这种最基本的常识时，就应该是脱手离场的时候了。

——沃伦·巴菲特

通胀早就来了，专家、学者们的应对高招儿也都跟着来了。“让工资跑赢物价”，“少存款，多贷款”，“少持有货币，多持有资产”，“保守存钱，不如灵活投资”，“少持有固定收益品种，多持有浮动收益品种”，“投资排序是一房产，二黄金，三股票，四收藏”，“乱世藏金，盛世藏宝”，等等。这类口吐莲花的高论，不一而足，听得你一时间不胜聒噪。

不胜聒噪，是因为你心里明白，有些高招儿，你听了白听，做不到，譬如“让工资跑赢物价”。为什么大家全都无奈地众口一词：“什么都涨了，就是工资不涨？”因为你

大体知道，通胀导致企业成本高企、盈利下降，不裁员就不错了，还想大涨工资？员工的名义工资，都难以大幅提高，实际工资怎么能跑得赢物价？

其实，如果说“什么都涨了，就是工资不涨”是事实，那么，通胀就已经不是通胀了。为什么？因为通胀是高增长的产物，是市价的连环上涨。工资作为劳动的价格，也会连环上涨。以往的通胀，都伴随着工资的上涨。可这一轮通胀来临，连名义工资都难以提高，可见通胀已经变了，早已不是单纯的通胀了。

即便名义工资有所提高，那也是被最低生活成本抬升起来的刚性提高。工资的刚性提高，仍会被生活成本的刚性给支出掉——你的边际消费并未减少。可支配收入没有提高，你的实际收入也就没有提高。原本就是维持生计的必需品被垄断、被强迫交易，才导致你的收入不敷支出。因而，除非大幅加薪，否则你的净收入难以跑赢物价。

行政事业体系涨工资好办，财税收入年年超收、超分配，不差钱。企业老板增收也好办，大不了摊高成本，缩减利润。唯独替人打工的白领、蓝领们，不给你涨工资你也不敢怎么样。罢工？怠工？想都别想。升职？跳槽？大约是个合理的努力方向。白领的工资不涨，蓝领的农民工就更难涨了——白领还得靠工资更低的蓝领给自己干活呢。总之，你看到了“民工南北荒，企业东西抢”吧？你

看到劳动法里的诸多工资条款落实不到位吧？你看到决策层喊“调整收入分配”都喊了4年了，还是“只听楼梯响，不见人下来”吧？

专家的高招儿有很多，首先说说“少持有货币，多持有资产”。按理说，固定资产是抵御通胀的理想手段，不动产具有保值增值特性嘛。但是，如果你只知道不动产能保值增值，却不知道房产的保值增值只是在均衡市价下才有可能，那么，你就是“过分教条”（克鲁格曼语）。你只知其一，不知其二；只信书本，不看市场。市场上房价虚估，一涨再涨。蜂巢式的钢筋水泥框架小隔间，卖的像是满屋贴了金箔的市价。眼下都飘过了美国别墅的国内公寓价，谁都看出它邪乎得出格，谁相信它还能保值增值？

但房价的一涨再涨，铸就了屡战不败的涨价预期。涨价预期，变成了越挫越勇的顽固信仰。争购者执迷不悟于房价的只涨不跌，“荒谬、妄为、极度违背常理”（亚当·斯密语）到了近乎疯狂。其实，作为通胀的始作俑者、先头部队，房价的飙涨本身，早已属于恶性通胀了。国内的资产泡沫举世无双，早已临界破裂了，还怎么能够对冲通胀？资产泡沫快要破裂了，你赶快抛售房产还来不及呢，怎么还敢“多持有资产”？

其次说说“保守存钱，不如灵活投资”，“排序是一房产，二黄金，三股票，四收藏”。专家所说的“灵活投资”，其实

大约2/3的美国家庭以拥有自己住宅的方式投资。但其实，这种投资的风险比把钱存入银行或存单中要大得多……因为它价格波动，税负较高，而流动性较低。

——约瑟夫·E·斯蒂格利茨

内幕交易、股价操纵、包装上市等顽疾，带给资源垄断者大量财富，也造就中国股市的强盗贵族时代。由于缺乏淘汰机制（退市制度形同虚设），同时缺乏有效监管（法无重典），投机猖獗及内幕交易已到了忍无可忍的地步。

——吴敬琏

就是投机。没错，大家早已按此排序，排着队投过资也投过机了：迟到的炒房者，快炒成房东了。炒股的小股民，都炒成股东了。黄金追涨得开始跌了，收藏品泛滥得多是废品了。你说，我再灵活，还能往哪儿投资？

再说“少存款，多贷款”。大家凭常识便知，现金本身就是最灵活的流动资产，也是“灵活投资”的本钱。专家主张“少存款”、“少持有货币”，可大家愣是不听。统计显示，2010年12月居民活期储蓄比11月大幅增加了约7500亿，达到了2010年的最高水平。

专家主张“多贷款”，大家更不敢轻信。先不说投资过度、产能过剩，多贷款往哪儿投，就说贷款步步收紧，利率节节升高，想多贷款也难了。没房贷的，买房的门槛筑高了，有房贷的，纷纷提前还款了，你还想多贷款？

为什么大家宁肯保守存钱，也不肯灵活投资？因为8年来的灵活投资早已蜕变成了投机成风，因果报应——国内市场早已成了个“投资靠盖房子，消费靠买房子”的病态市场，社会几乎成了一个靠盖房子、卖房子过日子的社会。大拆大建的后果是“一花怒放百花残”，实体经济被挤压得几乎靠了边，投资难以找到好项目了。

什么叫实体经济？就是“就业、工资与生产”（克鲁格曼语）——就业难不难？工资涨没涨？供给足不足？这些才能检验出你对财富增长有分享感，还是有失落感。如果就业

越来越难，实际工资也不涨，物价却越涨越高，你还敢灵活投资？你能不保守存钱？

专家建议的投资排序“一房产，二黄金，三股票，四收藏”，的确有国内市场特色。但频频经历过房价跌宕的国外专家，却把投资房产排在了股票之后。他们认为，过去被认为是安全的房产，现在更具有风险性。譬如房产的市价下跌、税收负担增加、变现的流动性减少，有时会变得不如股票容易出手。因而，国外专家建议的投资更加保守，排序一般是“一活期储蓄，二定期存单，三国债，四一般债券，五股票，六房产，七商品，八基金”（斯蒂格利茨语）。国内感觉比股票安全的基金，被排在了最难以控制风险的最后。为什么？因为基金本身具有投资风险的忌讳。什么忌讳？“运作别人的资金”（克鲁格曼语）。由此可见，国外市场迥然不同于国内市场。

至于专家建议的“少持有固定收益品种，多持有浮动收益品种”，则是鼓励你放弃低风险品种，转投高风险品种的一招险棋。当下市场消费者观望，投资者找不到投资方向，皆因经济转型期前景不明，收益难以预期。按理说，你应当规避风险，选择相对安全的固定收益品种才对。不说股市，就说大学生骆驼穿针眼似的争相报考公务员，宁当掏粪工也要挤进事业编制，是不是在逃避“浮动收益品种”？是不是在争夺“固定收益品种”？

做股民就像是当农民，一是播种时机要抓住，春耕及时才能秋收丰厚；二是作物品种要选好，经济作物当然要比一般农作物赚钱。另外就是不能贪心，免得短线套牢变中线，最后被迫长线持股做了贡献！

——杨百万

听我这样逐一分析，像是把专家的高招儿分析成了损招儿，其实不是。专家的高招儿本身没错，错的是秋后播种的不是冬小麦，就违逆了农时。“人有千算，天只一算”，是说形势比人强。人再能盘算，也盘算不过天时。通胀的列车，6年前就已启动，当下已开进了滞胀地带。专家卖出的旧船票，已登不上离港的客船了。铁道部也出台了过时不候的车票作废规则，何况理财最讲究“当断不断，盈亏立变”。

总之，专家的上述理财策略，拿来应对通胀全都没错，错的是拿来应对滞胀。这就像是售卖过期食品，会吃坏你的肚子。但自己理财得自己做主，不能轻信盲从。自己吃多了拉稀，也怪不得人家卖李子给你。

不同品种的播种期不同，收获期也不同。一般把资产分为股票、债券、资产、商品、现金5大类，这5类资产在不同周期的不同阶段，表现迥异。如股票在复苏阶段表现最好，但在滞胀阶段表现最差。如债券在衰退阶段表现最好，但在滞胀阶段表现最差。如资产与商品在滞胀阶段表现最好，但在衰退阶段表现最差。如现金在衰退阶段表现最好，但在滞胀阶段表现最差，等等。作为一个农民，如果违逆了农时，选错了品种，就砸了自己的饭碗。而作为一个市场人，如果违背了市场规律，选错了资产，也就砸了自己的“身家”。

专家不是农民。靠市场吃饭的人，像是“一年只有一个麦子黄”的农民，全凭春种秋收吃饭。而专家大多靠财政

供养吃饭，月月发薪，“月月有个麦子黄”。因而，国内的专家、学者，大多属于超市场生存一族。他们大多衣食无忧，不像市场化生存一族，不像随时有衣食之忧的农民。

专家不是农民，对农时不敏感，不是春种秋收的行家里手。不靠市场吃饭的专家，却喜欢一拥而上，给靠市场吃饭的人支招儿，难免会放马后炮。譬如上述的高招儿招招落空，成了后见之明，使专家们“黄泥巴掉进裤裆里——不是屎也是屎”，背上了“事后诸葛亮”之名。

总之，“物价涨，增长跌”，“物价涨，盈利跌”，“物价涨，就业跌”，“物价涨，股市跌”，“物价涨，房价跌”，“物价涨，实际收入跌”，通胀早已经变成滞胀了。专家们没有先见之明，还在马后炮地教你如何应对通胀。滞胀之下，理财策略全然不同于通胀。而要弄懂滞胀下怎么理财，你不能只埋头播种，先得抬头看天，看清楚农时已经到了什么节气。你要看清楚原本的通胀，怎么就一步一步地变成了滞胀。

表象是通胀，真相是滞胀

一个经济体仍在增长，但增长的速度赶不上产能的扩张，于是，闲置的产能和失业者越来越多。

——保罗·克鲁格曼

研究表明，信贷的迅速增加是金融系统不稳定的最重要的领先指标。资产价格泡沫的出现是第二个最为可靠的危机指标。低利率和快速的货币增长也是明显的警告标志。由于投资泡沫造成资本错配，股市的崩盘会造成严重且长期的经济衰退。典型的投机狂热往往由一个令人信服的增长故事和对当局的盲目信任相伴而来。这一切因道德风险和猖獗的腐败而变本加厉。

——美国波士顿
GMO 公司报告

2011 年新年伊始，国内市场重演 2008 年的民工返乡潮。返乡潮其实是留乡潮。你只见骑着机车长途跋涉回乡的队伍浩浩荡荡，但没见他们又成群结队地骑回来吧？你也许不知道，许多农民工原本是因为不再返回，才携带机车回乡的。

总之，你只看到“民工南北荒，企业东西抢”，没想到这是企业成本高企，盈利空间缩减，不得不减人减产吧？你只看到年初出口环比下降，进口环比增长，贸易顺差大降。你可能还没意识到，这是市场正在丧失低成本优势，增长动力在下降吧？

经济通胀时期，作为消费者的你节衣缩食，是因为你明白“吃饭穿衣要量家当”。但作为投资者的你，该怎样量

人为出地理财？你知道理财全靠你能看懂市场、看透市场。你已经看出来了，通胀不是刚来，隐性通胀已经持续了6年。去年开始发力的高通胀，似乎是强弩之末，只是市场的表象。那真相是什么？其实，你知道真相可能是滞胀，只不过大家话到嘴边全都不说。为什么不说？是怕当人见人厌的乌鸦嘴，还是怕捅破了窗户纸后泄了人气？

在网上，经济学硕士黄铁鹰贴出过他与他老爸的一番对话。

“什么叫滞胀？”黄爸爸问。

黄铁鹰答曰：“经济增长率下滑、失业率和通货膨胀率上升同时出现，但是，是不是滞胀还得看经济数据。”

黄爸爸再问：“我看不懂你那些数据，但我还能看懂市场。现在的市场是这样：猪肉两年前7块，现在15块；大米两年前1块，现在1块7。咱家保姆去年工资700块，今年你妈给涨到了900块。咱家大院外一溜儿开了几年的店面，有不少关门的、转让的吧？十字路口挂牌子打零工的人，去年20、30个，今年增加到40、50人。经济形势太严峻了。”

经济形势确实不容乐观。超强扩张、超高增长的市场具有巨大惯性，虽然经济增长率开始下滑，但经济仍有增长。

又增长、又衰退，原本是两个分道扬镳的相反走向，现在却同时并存于市场。这种又增长、又衰退的自相矛盾，与其叫做滞胀，不如叫做“增长性衰退”（克鲁格曼语）。因而，

这几年根本不是我们经历什么了不起的增长，基本上都是基础设施建设房地产所拉动的结果，也就是说钢筋水泥所拉动的结果，这就是为什么2008年我国GDP当中57%是钢筋水泥，从而使得消费压缩到只有35%。到2009年更糟糕，67%是钢筋水泥，消费只有29%了。你听到这个数据一定有恐惧的感觉，全世界没有这种国家，其他国家的消费都占到GDP的80%，全世界只有一个国家是30%以下的，那就是中国。

——郎咸平

要论当前市场的难以捉摸、复杂棘手，说我们遭遇了滞胀，不如说我们遭遇了“增长型衰退”更准确、更形象。

什么叫“增长性衰退”？增长性衰退的表象是高增长的惯性还在，反复出现的衰退还没有那么明显，没有出现连续的负增长。那增长性衰退的实质呢？克鲁格曼的萧条经济学对增长性衰退的解读最为权威。他对增长性衰退的解读是：“一个经济体仍在增长，但增长的速度赶不上产能的扩张，于是，闲置的产能和失业者越来越多。”增长性衰退的根源，克鲁格曼认为是“经济的需求面失灵”，即“私人消费不足以充分利用可用的生产能力”。

一听此论，你就会豁然有悟：这不就是当下的市场吗？难以为继的人为扩张与过高增长留下的后遗症，就是“增长性衰退”——产能过剩，是过度投资、过度出口遗留下的开工不足、产能闲置。政府投资与国企的垄断扩张替代了民间投资，挤压了民间消费。巨额赤字透支与信贷洪水之后，面临的仍是需求下降、就业下降。

需求下降，不是需求欲望下降，而是有支付能力的购买力下降。购买力下降，源于持续的通胀造成了人民币币值的持续下降。就业下降，不是就业愿望下降，而是增长下降导致的就业机会减少。就业机会减少，源于政府赋敛与政府开支的双双扩张之下，民间投资与民间消费的双双下降。

我们先看滞胀不同于通胀。你可能对滞胀感到陌生，但

仅看字面，你也不难看出，它不同于通胀，它比通胀复杂棘手。滞胀是增长下滑了的通胀，通胀则是高增长的副产品。也就是说，滞胀与通胀这两者的前提大不一样。不一样在于，一个是衰退与紧缩下的通胀，一个是增长与扩张时的通胀。早在6年前，国内就形成了通胀。早在4年前，政府就提出过“防过热、防通胀”。4年前的“双防”，指的是增长与扩张造成的通胀。但经过力挽狂澜于既倒的4年后，当下你遇上的早已不是先前的通胀，而是衰退与紧缩下的滞胀了。

滞胀与通胀都是通货膨胀，但性质大不相同。不同在于，通胀先于滞胀发生，是投资高增长、盈利高增长、就业高增长、收入高增长、消费高增长下扩张过度的结果。而滞胀是市场盛极而衰，由通胀转为通缩的过渡。滞胀是通胀恶化的结果，是投资率下降、企业盈利下降、就业率下降、实际收入下降、购买力下降、消费率下降的持续衰退的结果。

你对滞胀陌生，但对通胀并不陌生。2003年“非典”后开始了信贷扩张，2004年全国掀起了重化工投资大潮，2005年各地房地产加速升温，物价也跟着上涨。也就是说，2005年温和通胀就已经抬头了。2006年行政事业体系大幅度加薪，发钱补钱，无异于助推了通胀，隐性通胀变成了显性通胀。于是，2007年末，政府提出要“防止经济增长由偏快转为过热，防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀”。

中国为实现高速增长付出了昂贵的代价。这种代价可能只有后代子孙才能够真正计算清楚……这种发展模式现在已经耗光了大部分潜力。因此中国已经到了紧要关头：如果不进行痛苦的结构调整，中国的经济增长势头就有可能戛然而止。

——余永定

紧接着，你对增长突然减速、大幅放缓也会记忆犹新。“双防”的话音未落，股灾已突如其来。短短8个月，股指从6000多点暴跌至1600多点，跌去70%以上。2008年，GDP增长突降到6%，1/3出口企业倒闭，2000万农民工回乡。2000万人失业，隐性失业变成了显性失业。什么是滞胀？就是“失业紧跟通胀”（哈耶克语），“失业与通胀相互加强”（弗里德曼语）。比通胀更令人难受的滞胀，必然会推高民生痛苦指数。“什么是痛苦指数？就是失业率与通货膨胀率之和”（菲利普斯语）！

据国家统计局发布的数据，2009年中国的登记失业率为4.3%。据中国社会科学院《社会蓝皮书》称，2009年中国的实际失业率可能接近10%。据2010年9月国务院新闻办公室颁发的《中国人力资源状况白皮书》数据，2009年底，中国大陆劳动力人口为106969万人，城乡就业人员总计77995万人。据此推算，中国约有27%的劳动力年龄人口未就业。

——杨连宁

2009年初，曾出现“心暖则经济暖”一说，希望全体中国人都要以自己的暖心来暖中国的经济。为什么要“暖中国的经济”？因为中国经济当年已转冷了。高增长当时已达到顶端，抵达拐点，拐入了衰退。“防过热、防通胀”的“双防”方针在2008年急转弯，变成了挽救下滑的救市。问题严峻到什么程度？严峻到“国家在非常时期自动放弃预算平衡的规则……采取负债筹款等手段应对突发事件”（布坎南语），不得不加倍了重启赤字透支与信贷扩张。

滞胀在2008年就已经出现了，滞胀的最大特征就是失业与通胀并存。滞胀令政府的救市处方左右为难：继续用紧缩手段压制通胀，失业会更严重；转而在用扩张手段推动就业，通胀会更严重。怎么办？失业与通胀，哪个更可怕？只能两害相权取其轻。

“中国的就业压力有2亿人”，失业率的蹿升显然比通胀率上升后果更可怕。因此，政府宁肯冒着加剧通胀的风险也要扩张，也要促增长、保就业。因此，左右为难的救市处方，写就了4年来的两手交替投药：先扩张，促增长，保就业；后紧缩，压通胀，稳增长。

但是，正如“仅靠高投入而不注重技术创新和提高效率”（克鲁格曼语）的繁荣是“泡沫繁荣”一样，“由政府花钱、银行放贷支撑起来的复苏”（许小年语）也是“泡沫复苏”。也就是说，赤字透支与信贷扩张也回天乏力。虽然救市延缓了下滑，延缓了失业，却无法根本扭转减速与放缓。但透支与扩张却雪上加霜，在已有的通胀上加剧了通胀，滞胀由台下走到了台上。

4年前“防过热、防通胀”的紧缩政策，经过3年来救市的“抗转冷、抗下滑”的扩张政策，变成了2010年以来“抗通胀，保增长”的又紧缩、又扩张的两手政策。一手紧缩、一手扩张的两手政策，是典型的应对滞胀的复杂政策。前所未有地，政府已将今后3年的GDP预期调降为7%了。当下实施的“宽财政、紧货币”的两手政策，就是财政政策与货币政策分道扬镳、走向了相反方向的棘手政策。由此也能反证出，当下不是增长过热的通胀，而是增长下滑的滞胀。

国内的总量增长总是被人均增长大打折扣。“如果人口实际上增长很快，那么为了保持现有的消费水平，资本的

美国和世界其他地区的低息政策使发生“重大通货膨胀”风险增加，低息政策不可能无限期持续。不可能永远依靠巨大的财政赤字和增加流动性刺激经济……世界会以怎样的方式告别巨大赤字财政，难以预料。

——沃伦·巴菲特

2011年以来上市新股21家，已有14只新股破发了，首日破发9只，约占今年以来上市新股的43%。

——《财经时报》

增长率也要很快才行”，于是，那些“表面增长很快的国家，实际人均GDP的增长并没有那么快”（达斯古普塔语）。你出门就能感受到，与各地气候异常相伴的，是通胀的高气压与增长的低气压。最新数据是，反映制造业荣枯指数的采购经理指数（PMI）已经连续数月下降，其中新订单指数明显下降。尽管由于救市，经济数据没有全面逆转，但出口下降、投资下降，增长性衰退已成为不可逆转的市场趋势。

同时，变本加厉的通货膨胀也为GDP增长大打了折扣。且不论GDP有没有高估，也不论CPI有没有低估，只论公布的2010年10.3%的GDP名义增长率，按可比价格计算，也即扣除价格因素，减去公布的3.3%的通货膨胀率，2010年GDP的实际增长率为7%，没有保住8%，仍接近2008年的降幅。

另外，会计账面上的增长，不同于经济学家账面上的增长。会计账面上，只要收入减去支出，剩余的就算增长；但经济学家账面上的增长，不限于官方的统计数字，而是指收益要扣除全部成本，包括扣除资源环境成本、人口成本与社会成本之后，才是良性增长。因而，世界上没有哪个国家能靠信贷扩张或通货膨胀维系泡沫式增长。资源价格攀高，农产品价格攀高和劳动力成本攀高，又不断抬升了企业的刚性成本。对于中国经济来说，低成本、高增长的好日子将一去不复返了。

中国市场正在丧失低成本优势，因而，与低成本一同丧失的，将是持续了 25 年以上的高增长，增长性衰退开始变得不可抗拒、不可逆转了。股市 2007 年的暴涨和暴跌，原本预演了市场的急升和急降。但救市的超常复苏措施，把急骤的显性衰退延缓为慢性的隐性衰退了。