

FORECAST AND LOGIC

HZ Books
华章经管

预测背后的 逻辑

像鲁政委一样思考

鲁政委 著

他是“上海金融领军人才”、首届“沪上十大金融创新人物”
他因对形势和政策判断精准而被称为“预测帝”

小的预测可保日常平稳，
大的预测则能在“黑天鹅”降临前幸免于难！



机械工业出版社
China Machine Press

鲁政委 著

预测背后的 逻辑

像鲁政委一样思考



机械工业出版社
China Machine Press

本书遴选了作者作为市场经济学家出道以来的重要研究报告和精彩博文，论证翔实严谨，分析深入浅出，语言风趣幽默，文章可读性较强。通过本书，读者可身临其境地体会到作者是如何从日常零散的信息之中萃取精准研判的依据，探寻中国宏观经济和政策分析方法的门径。

本书适用于在银行、券商和基金行业从业的分析师，市场投资人士，政府部门、高等学校和海外关注中国宏观经济形势的人士。

封底无防伪标均为盗版

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

图书在版编目（CIP）数据

预测背后的逻辑：像鲁政委一样思考/鲁政委著. —北京：机械工业出版社，2012.8

ISBN 978-7-111-39350-4

I. 预… II. 鲁… III. 宏观经济分析—中国—文集 IV. F123.16—53

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 179363 号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

责任编辑：黄姗姗 版式设计：刘永青

薰城市京瑞印刷有限公司印刷

2012 年 8 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 16.5 印张

标准书号：ISBN 978-7-111-39350-4

定价：42.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 68995261；88361066

购书热线：(010) 68326294；88379649；68995259

投稿热线：(010) 88379007

读者信箱：hzjg@hzbook.com

自序

经济学家分为两类：一类是象牙塔里的；另一类是金融市场中的。如果说象牙塔里经济学家的天职是解释的话，那么，市场中的经济学家生来就是为了预测！毕竟，在金融市场中，“早知三天事，富贵一万年”。

预测有大小，“小的预测”关注即将发布的数据和政策，“大的预测”关注经济趋势和转折点。前者因易于验证而备受市场瞩目；后者则因为抽象、长远，不免为人们所忽略。如果能够保持较高的预测准确度，“小的预测”可保日常平稳，“大的预测”则能在“黑天鹅”降临时幸免于难！从对预测者的要求来说，“小的预测”因只需假定“明天可能和今天差不多”平滑外推而较为容易，“大的预测”因需要去伪存真的抽象功力而更为不易。所以，对于一个优秀的市场经济学家来说，最为难得的是将两者有机结合。

无论是做“小的预测”还是“大的预测”，经济学家手中真正的“水晶球”其实并非形式上优美的模型，而是经济的逻辑。因为模型的功能并不在于预测，而是用来保持逻辑一致性。将逻辑用于预测，其实就是一个“拼图”过程：将貌似风马牛不相及的信息，以合乎逻辑的方式连接在一起，拼得够好，就足以复原经济运行和政策选择的真实场景。

正是基于以上理解，本书收录了笔者在过去 6 年中进行中国经济形势分析的一些具有纪念意义、可读性较强、重在诠释逻辑的文章。之所以说具有纪念意义，是因为这其中既包括短期准确的“小预测”，也包含对重大转折点精确判断的“大预测”。前者包括对央行基准利率调整时点、股票市场走势等方面的判断，比如《货币政策应随食品价格而动》、《中国快速大幅降息值得期待》、《2011 资本市场——豪情开始，路径迂回》等；后者包括早在 2007 年 9 月市场一片乐观情绪中大胆断言“美国次贷余波难平或超想象”、2008 年 1 月提前 11 个月明确预言美联储可能推出前所未见的量化宽松政策（QE）。之所以说可读性强，是因为没有将数据、模型烦琐的文章纳入其中，这和笔者所体会到的逻辑重于模型的想法是一致的。重在诠释逻辑，是指选入的每篇文章都清楚包含了做出判断的逻辑，不仅如此，笔者编纂本书时还在每章开始又新加了一段进一步理清分析逻辑的“情景回顾”。

当然，必须说明的是，为了在保持当时文章原貌的同时便于读者阅读，在将文章收入本书时，笔者将“当前”、“去年”、“今年”、“明年”等词语用明确的年月加以替代，其他字句则未做任何调整。由于这些文章当初并非为“书”而作，因而并不像专门写出来的书那样自成一体，为避免零散，最终决定以分章并在每章前加一段阐述逻辑的文字的方式来增强其条理性。

当然，“世易时移，变法宜矣！”总是不免给人们带来困扰的是：逻辑有时候是可变的！所以，我们必须对过去有效的逻辑始终保持“检验——修正——再检验——再修正……”的谨慎态度。

2012 年 7 月

目录

自序

第一部分

中国经济形势与政策分析

紧缩过后流动性为何更宽裕了	2
CPI 轨迹可能改变 粮价上涨打破 CPI 低位格局	6
“准备金税”揭示加息时机	12
肉蛋袭击 料成未来 CPI 上涨主动力	16
货币政策应随食品价格而动	20
“正利率规则”真义	24
全球经济大势主导“后奥运效应”	28
中国快速大幅降息值得期待	31
天量货币未必导致 CPI 攀升	35
利差对热钱重要吗	39
债市通胀预期“稻草人”	45

第二部分

人民币汇率市场与政策分析

美国利率上升空间正变得狭窄 利差升值原则或被打破	52
--------------------------	----

迷雾中的航船——人民币汇率走势分析与预测	56
“十连阴”并非真贬值	68
争吵已出现，情人能否依然热恋——货币危机外部输入风险评估	71
过速、过度升值或有逆结构优化后果	78
人民币——择良港以驻锚	86
人民币波动进入 S 弯，买好“交强险”	88
汇率之争——舆论之争	90
国际经济冲击下的人民币汇率政策选择	93

第三部分

人民币国际化与外汇储备投资分析

人民币国际化——历史潮流与政策选择	104
加快金融市场发展，应对人口红利消退	116
以金融市场的扩展推进人民币国际化	118
人民币国际化——如何预防井喷后的停滞	123
外汇储备组合宜静不宜动	127
外储从美元逃离并不理性	131
巨额外汇资产投资策略刍议	135

第四部分

美国经济形势与货币政策分析

美国次级抵押贷款危机余波难平	138
加息过头使房市回调成雪崩	164
评美联储大幅降息 75bp	167
宏观视角的 CMS 败绩分析	172

第五部分

股票与房地产市场分析

从现在到 2011 年第 2 季度前后，资本市场或有一波反弹	182
--------------------------------	-----

2011 资本市场——豪情开始，路径迂回	187
循着政策做投资	190
股市如“红绳”	193
政府意志与房地产调控	198
“土地神话”与房地产调控	203
从“V形”反弹到温和爬升——2010 年房地产形势展望	206
房价跌三成 银行真无事	217
 第六部分	
银行业转型分析	
可以不再喂肉，但需要打开笼子	222
中国银行业“不能承受之重”	225
转型之难	228
银行的苦恼	236
银行发展传统样板再审视	241
银行业数据解码	243
 后记	 252

第一部分

中国经济形势与政策分析

逻辑解析：中国的宏观形势分析，最重要的是判断经济增长和通货膨胀。笔者多年的分析经验显示，对于增长来说，其一般是在有了货币信贷释放之后才会出现的结果。因此，任何增长方面的分析，最终都必须追溯到是否会带来更多的货币信贷投放上。对于通胀来说，货币是通胀的必要条件，而超出潜在水平的增长是通胀的充分条件；由于现实中的价格黏性，通货膨胀的上升往往比经济增长的上升要迟，其下落也更晚。

我国宏观政策的制定和执行，一直都是在经济增长和通货膨胀之间相机抉择的结果。对经济增长和通货膨胀的判断清楚了，政策选择也就自然明了：增长过低则首要任务应“保增长”；通胀超过合意水平则应“控通胀”；两者都处于合意区间则执行“稳健政策”以“调结构”。

对于货币政策来说，与成熟市场经济国家只有“量价合一”的单一基准利率工具不同，我国的货币政策同时有数量工具（法定存款准备金率与公开市场操作）和价格工具（调整存、贷款基准利率），虽然在趋势上量价一致（因此，法定存款准备金率的调整可以预示基准利率的调整），但在短期却可能常常出现量价不统一的情况，在对流动性的对冲仅仅是适应性而非前瞻性的情况，尤其可能如此（因此，紧缩后流动性常常更加宽裕）。

紧缩过后流动性为何更宽裕了

情景回顾

通常认为，法定存款准备金率的升降意味着货币政策的紧松。但本文的分析却清晰显示：往往在准备金率上调之后，市场利率显示的货币市场流动性反倒还更加宽松了。这其实是因为在 2006 ~ 2007 年，我国法定存款准备金率的上调对外汇占款的对冲是“事后适应性”而非“前瞻性”的。也就是说，上调准备金率恰恰说明流动性已太多，政策不得不为。而“上调未必等于抽紧，下调也未必等于放松”的逻辑，到目前还有相当多的人士无法真正意识到。

连续的紧缩性货币政策出台后，2006 年 8 月的流动性过剩显得愈加严重了。笔者通过分析发现，紧缩政策出台后中国人民银行（简称“央行”）对冲的放松，以及货币无明显紧缩下的信贷减少，构成了历次紧缩政策后流动性更加宽裕的主要原因。

似成一条经验规律

如果采用金融机构人民币存贷差和贷存比来衡量流动性情况，根据图 1-1 提供的数据，2006 年 8 月存贷差较上月有所提高，为 10.51 万亿元，达到了 2002 年以来的最高位。与此同时，贷存比也较上月下降了 0.24 个百分点，达到了 67.56%，为 2002 年以来的第三低水平（2006 年 2 月为 67.53%，3 月为

67.33%)。上述数据表明,加息之后流动性过剩的问题更严重了。

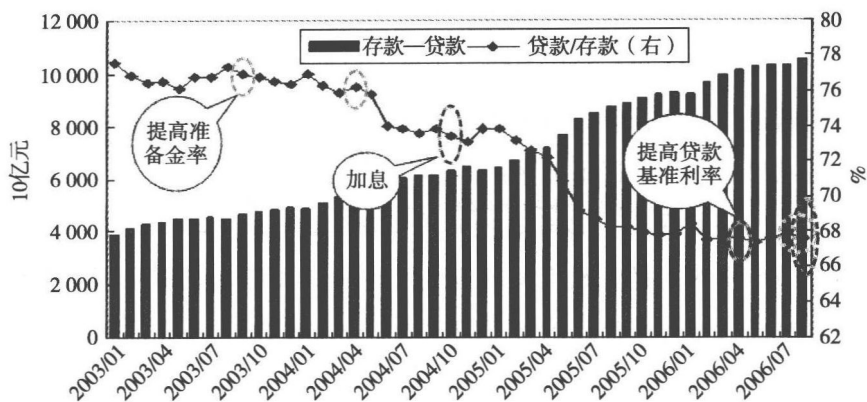


图 1-1 紧缩后流动性相对宽裕

注：---表示提高法定存款准备金率；---表示同时上调存贷款利率；——表示单边上调贷款基准利率。时间均为执行上调月份。

资料来源：中国人民银行，兴业银行。

进一步地,如果我们观察2003年以来央行历次紧缩政策后的情况,不难发现:在每次紧缩之后,至少在紧邻其后的月份,银行体系的流动性都出现了相对宽裕的情况。这似乎已经成了一条经验规律。

原因之一：对冲放松

图 1-2 提供的新增外汇占款和公开市场操作对比数据显示：几乎在每次

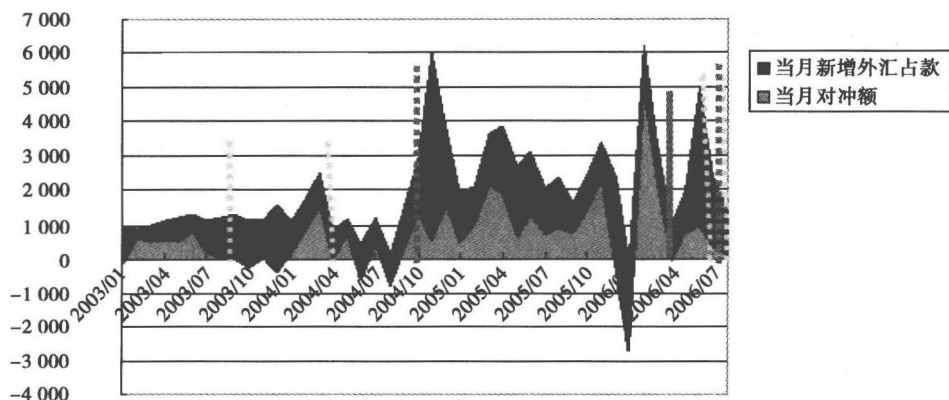


图 1-2 紧缩之后的对冲（亿元）

注：---表示提高法定存款准备金率；---表示同时上调存贷款利率；——表示单边上调贷款基准利率。时间均为执行上调月份。

资料来源：中国人民银行，兴业银行。

紧缩政策出台之后，外汇占款新增额与当月对冲额（净回笼货币）之间的距离都较此前有明显拉大。这意味着：出于对短期内可能存在过大冲击的担忧，央行在每次紧缩政策之后都相对放松了对冲操作。

我们构建了包含公开市场操作与外汇占款、紧缩性货币政策在内的模型，计量结果进一步验证了上述推断。

正是因为对冲操作的放松，使得在 2003 年 1 月 ~ 2006 年 8 月共 5 次（即剔除 2006 年 8 月的一次上调准备金率和一次加息）紧缩政策的操作中，有 3 次在其后一个月中的基础货币同比增长出现反弹（见图 1-3）。

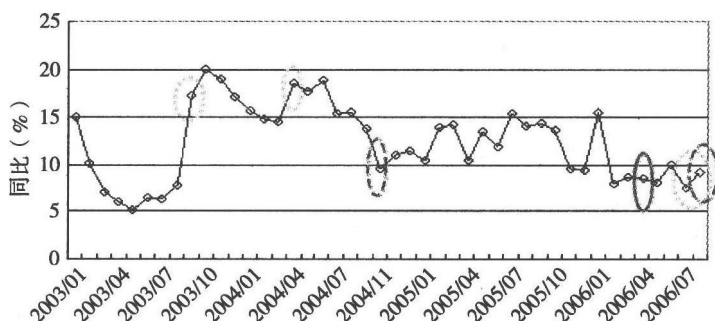


图 1-3 紧缩政策后的基础货币增长

注：---表示提高法定存款准备金率；---表示同时上调存贷款利率；——表示单边上调贷款基准利率。时间均为执行上调月份。

资料来源：中国人民银行，兴业银行。

原因之二：信贷减少

与国外紧缩性的货币政策通常都伴随着货币市场流动性的相应收缩不同，我国的紧缩性货币政策措施并未在货币市场流动性之间建立起有机联系。就像前文所分析的，在紧缩性政策后，央行反倒常常放松了对冲操作，由此导致紧缩后货币市场流动性供给并无显著减少。与此同时，我国每次的紧缩政策出台，通常都伴随着各种形式的“信贷控制”，这使得金融机构不得不压缩信贷，反倒降低了政策在货币市场上真正紧缩的必要性和迫切性。在供给无显著减少，但需求（主要是金融机构压缩信贷）却显著降低的情况下，紧缩后银行间流动性相对宽裕就是必然的了。

图 1-4 证实了上述判断，自 2003 年以来，总的来看，贷款同比增长较

快的时期也是贷存比相对较高的时期；反之，贷款增长较慢的时期也是贷存比相对较低（流动性宽裕或过剩）的时期。

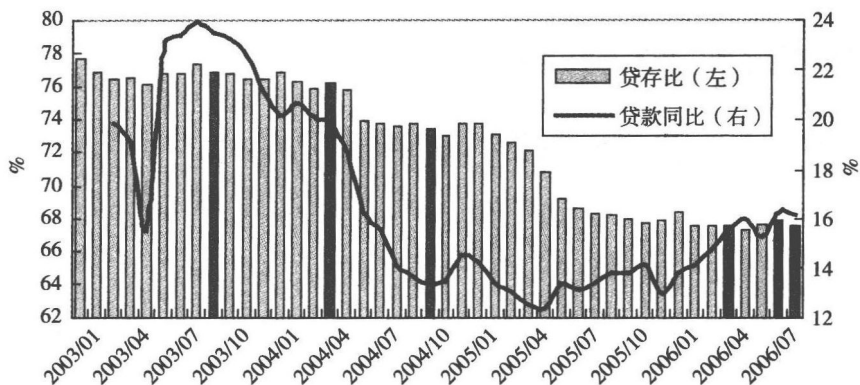


图 1-4 贷款同比增长与贷存比变化

资料来源：中国人民银行，兴业银行。

2006 年 9 月 26 日

CPI 轨迹可能改变 粮价上涨打破 CPI 低位格局

情景回顾

面对粮价上涨，迄今为止的主流思维仍然是从粮食收成好坏的角度来进行分析的。本文的最大不同是认识到：除非是大灾之年，否则，与供给相比，需求具有更大的波动性，因而粮食价格的波动其实更多的是受到需求的左右，而需求深受经济增长影响。实际上，2006~2007 年出现的粮价上涨，正是在我国粮食连续多年丰收的情况下出现的。事后看来，按照国家统计局提供的数据和定性口径，我国粮食在 2004~2011 年不仅是连续 8 年“丰收”，更是连续 8 年“增产”。在本文写作的当时，主流的“收成论者”认为粮价最多只会上涨 3 个月，在粮食收上来之后粮价就会下降的背景下，本文则认为：2007 年的 CPI 将不可避免地会被粮价推高。事后看来，这种判断是较为准确的。

在 2006 年第 4 季度国际粮食紧缺的大气候下，2006 年 11 月国内粮价上涨带动 CPI 创出了年内高点。粮价不仅是关系国计民生的大问题，也是管理层判断未来通胀状况的重要依据，在一定程度上影响着未来货币政策的趋向，值得债券市场投资者关注。

我们判断，2006 年 12 月 CPI 当月同比将会高于 11 月，2007 年上半年

CPI 水平仍会受到粮油价格支撑。考虑到 2006 年总体较低的基数, 2007 年 CPI 轨迹将不可避免地因此而改变, 并保持在相对略高的位置。

自 2006 年 8 月在局部地区开始出现粮油价格上涨, 在 2006 年 11 月扩展到了全国更多地区, 并直接造成 2006 年 11 月当月 CPI 骤然跳升到 1.9%, 较上月突增 0.5 个百分点。由于食品价格在我国 CPI 篮子中占约 1/3 的权重, 而粮食又是食品最重要的组成部分, 因此食品价格的剧烈波动直接带来 CPI 未来走势的不确定 (见图 1-5)。

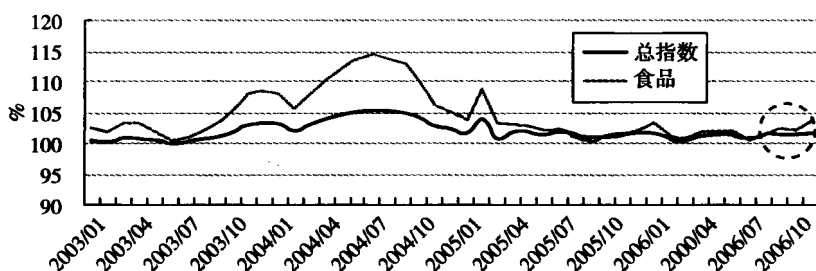


图 1-5 CPI 总指数与食品子项 CPI

资料来源: 国家统计局, 兴业银行。

丰收年粮价也可能涨

首先对我国“粮食”概念进行一个简略的解释。在我国的粮食统计中, “粮食”包括谷物、豆类和薯类, 而“谷物”又包括稻谷、小麦和玉米, 这三者也同时是国家粮食储备的主要品种。其中, 稻谷和小麦为我国居民最重要的粮食品种, 在我国居民粮食消费结构中的比重约为 85%。玉米在居民消费中的比重则在不断下降, 其在国家粮食收购和储备总量中的比重也不断降低, 目前在 10% 左右。

如果说可以将粮食需求划分为口粮需求和非口粮需求的话, 那么, 主导我国粮食价格走势的基本力量就是非口粮需求。根据资料, 近年来随着人民生活水平的不断提高, 无论是农村居民还是城镇居民, 人均口粮消费都在不断下降, 我国粮食产量完全能够满足口粮需求 (见表 1-1)。

表 1-1 我国粮食产量完全满足口粮需求 （单位：万吨）

时间	粮食总产	稻谷 + 小麦	(千克/人)		口粮 总需求	粮食总产 - 口粮	稻谷 + 小麦 - 口粮
			农村	城镇			
1989	40 754.9	27 093.7	262.0	133.9	25 745.6	15 009.3	1 348.1
1990	44 624.3	28 756.0	262.1	130.7	25 999.7	18 624.6	2 756.3
1991	43 529.3	27 976.6	255.6	127.9	25 620.7	17 908.6	2 355.9
1992	44 265.8	28 780.9	250.5	111.5	24 879.0	19 386.8	3 901.9
1993	45 648.8	28 390.4	251.8	97.8	24 733.3	20 915.5	3 657.1
1994	44 510.1	27 523.0	257.6	102.0	25 556.7	18 953.4	-1 966.3
1995	46 661.8	28 743.3	260.1	97.0	25 766.7	20 895.1	-2 976.6
1996	50 453.5	30 567.2	256.2	94.7	25 330.7	25 122.8	5 236.5
1997	49 417.1	32 402.4	250.7	88.6	24 598.0	24 819.1	7 804.4
1998	51 229.5	30 843.9	250.2	86.7	24 412.3	26 817.2	6 431.6
1999	50 838.6	31 236.7	247.5	84.9	24 018.6	26 820.0	7 218.1
2000	46 217.5	28 754.4	249.5	82.3	23 946.9	22 270.6	4 807.5
2001	45 263.7	27 145.3	238.6	79.7	22 814.4	22 449.2	4 330.9
2002	45 705.8	26 482.9	236.5	78.5	22 445.6	23 260.1	4 037.2
2003	43 069.5	24 714.4	222.4	79.5	21 255.6	21 814.0	3 458.8
2004	46 946.9	27 103.9	219.3	78.2	20 847.0	26 099.9	6 256.9
2005	48 402.2	27 803.4	208.9	77.0	19 895.7	28 506.5	7 907.6

注：口粮 = 农村人均粮食消费量 × 农村人口总量 + 城镇人均粮食消费量 × 城镇人口总量。
资料来源：《中国统计年鉴（2006）》，兴业银行。

给定口粮需求与供给之间的关系，并非影响粮食价格波动的主要原因，那么，主导粮价的因素就只能是而非口粮需求。遗憾的是，由于无法得到粮食消费总量、非口粮需求总量的准确数据，我们只有寻找其他替代方法来考察非口粮需求对粮价的影响。据观察，经济的高速发展，一般也会同时伴随着食品加工、饮料、饲料加工、植物能源等行业的高速发展。因此，我们可以大致采用 GDP 增速作为非口粮需求增速的替代指标。而图 1-6 提供的数据的确显示，大致自 1990 年以后，我国粮食零售价格就与经济增长趋势总体一致：经济增长速度较高的年份，一般也同时是粮价较高的年份；反之亦然。这充分表明，的确是而非口粮需求主导了粮食价格的总体走势。

经济发展、非口粮需求增加的同时，粮食播种面积却因经济更快增长而缩小。根据图 1-7 提供的信息，一般在我国所谓的经济过热年份，比如 1994 年前后、2004 年前后，几乎都是粮食播种面积相对较低的年份。除非粮食产量能够超过非口粮需求量，否则，即使是丰产年份，粮食仍然可能涨价。

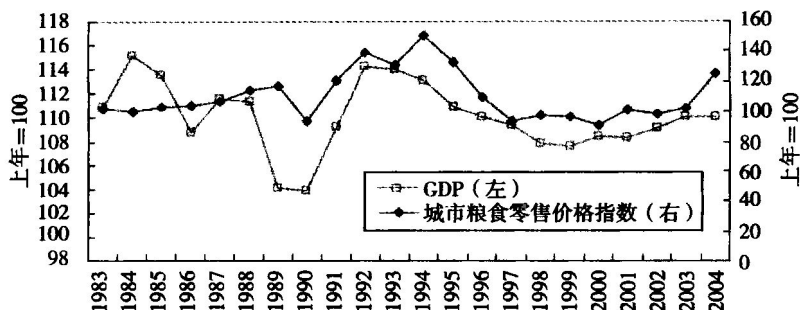


图 1-6 我国 GDP 增速与城市粮食零售价格指数

资料来源：《中国农业发展报告（2005）》，兴业银行。

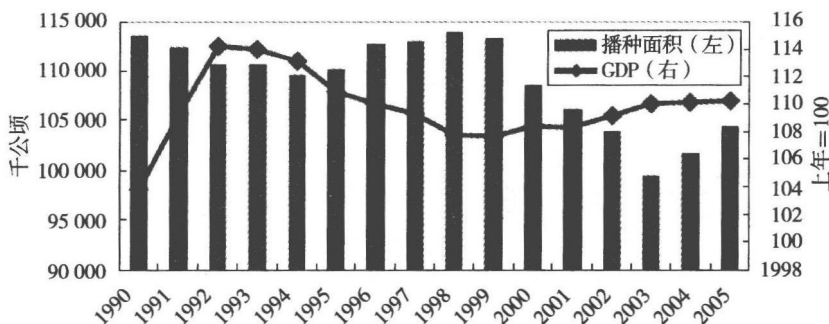


图 1-7 经济增长与粮食播种面积

资料来源：《中国统计年鉴（2006）》，兴业银行。

粮价上涨启动晚回落慢

中国的粮食价格不只是受国内情况变化的影响，而且还深受国际粮价的影响。只是在国际粮价上涨面前，我国国内粮价的上涨明显启动较慢。图 1-8 提供的资料显示，一般在高盛农产价格指数上涨之后大约 6 个月（GS-6），国内 CPI 才开始在国内食品价格上涨的驱动下跟随上涨。这一时间差给贸易商带来了套利机会，这使国内粮食的过度出口成为可能，由此使得国内粮食价格涨幅可能会较预期的更大、持续时间也更长。

根据图 1-9 提供的资料，从 1983 年以来的我国三次粮价比较明显的上涨中，我国通过进口来平抑粮价的反应总是较为迟钝的。初期的粮价上涨在净进口上通常并无明显反应，只有当价格上涨了一年甚至更长时间的情况下，净进口才会由负转正。