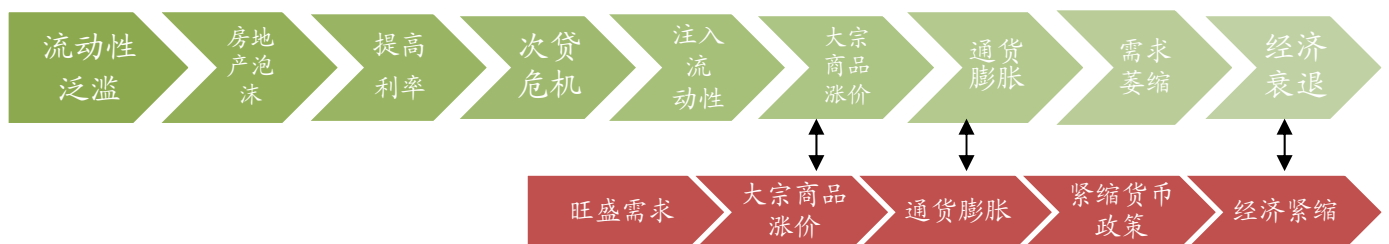


2008年9月宏观经济报告

我们依然维持原来的判断：

- ✚ 世界经济：全球通胀尚未减缓，世界经济增长乏力。高物价背景下，三驾马车增长难以继。以石油为代表的大宗资源性商品普遍下跌已是大势所趋，世界性通胀的压力有所缓解。但美国次贷危机未来存在恶化可能，美国通胀并未缓减，美元升值将压抑出口。
- ✚ 中国经济：中国经济处于扩张大周期中的调整期。通货膨胀出现拐点，PPI 未来上升是通胀趋势反转的主要隐患。各项宏观经济指标表现尚好，经济处于稳定区间，信贷市场平稳运行。但是经济风险增加，大量指标在趋势线以下运行，近期出现热钱流出迹象；宏微观层面差异较大，失业率和工厂停工率上升构成潜在威胁。
- ✚ 经济**预判**：中国未来一年内会受全球滞胀的约束进入缓慢增长期。中国经济2008年“胀”，通胀率达到7%；2009年“滞”，GDP增长率降至8—9%。通胀率将持续下降，但生产资料和消费资料生产部门利润占比将出现较大分化。企业利润增速持续降低；房地产投资随全社会固定资产投资大致等比例下降；消费增速未来将逐步下滑；出口增速下滑速度减慢，贸易顺差和FDI缓慢减少，热钱下半年开始流出；税收和财政收入增速下降，财政支出将较大幅度增加，财政赤字将逐渐增加，未来发行长期国债的可能性增强。
- ✚ 股市**预判**：A股市场仍被悲观的氛围笼罩，逢高减仓已成投资者主流思路；股市低位运行、脉冲式行情、上市公司利润增速下降、市场降低公司评级、大类资产转换在继续。
- ✚ 政策**预判**：政府会保持紧缩立场以稳定通胀预期，未来政策取向是适度从紧的货币政策与扩张性财政政策组合。政策基调为“一控一保”。国家将继续推进财税制度改革，特别是增值税改革是系统性利好；继续推进资源价格和资源税改革，推进节能减排战略，推动以铁路、电信和电网建设为主导的基础设施建设；它们的增长将是未来经济中的亮点。
- ✚ 中美经济相互影响：美国属内生性衰退，中国为外生性调整；中国无法独善其身。



一. 世界经济：全球通胀尚未缓减，世界经济增长乏力

2008 年世界经济将在高通胀低增长背景下运行，世界性通胀和次贷危机是全球经济陷入衰退的两个最大的威胁。受到以原油为代表的资源性大宗商品价格上涨的冲击，微观上，企业成本上升，产量降低，家庭消费意愿减弱；宏观上，成本推动型通货膨胀压力增大，中央银行为抑制通货膨胀必实施紧缩性货币政策，全球范围内的通胀和信贷紧缩必然导致供给和需求全面萎缩，世界经济将逐步步入经济周期的衰退阶段；直到本轮资源性大宗商品涨价势头回落为止，世界经济才会逐渐走出萧条的阴霾；预计 2010 年世界经济将跌入谷底，2013 年左右世界经济开始复苏。

通货膨胀仍然是全球一大威胁。7 月份，英国 CPI 同比上升 4.4%，达到 16 年来最高；欧元区 CPI 同比上升 4%，为 16 年新高；美国 CPI 同比上升 5.6%，为 17 年新高；日本 CPI 同比上升 2%，为 10 年新高。在处理次贷危机的问题上各国的货币政策失当，货币增速过快是全球通胀的根源，也是推动能源价格上涨这个通胀“元凶”的根源，中国也正在承受着输入型通胀的压力。前瞻的看，随着食品和油价逐渐企稳，通胀压力有望减轻。

房价下降将拖累美国消费。首先，房价调整通过财富效应影响消费。第二，消费增速下降将影响企业投资从而提高失业率，从根本上动摇消费增长的根基。美日欧之间经济具有极强的协同性。由于发达国家之间的相互投资和贸易占据世界经济总量绝大部分，三者之间经济存在千丝万缕的联系，历史上一枝独秀的情况极为罕见。又因为三个经济体总量构成世界经济的绝大部分，所以 2008 年世界经济陷入衰退的可能性很大。欧洲经济同样深受次贷危机和通货膨胀的影响。8 月 14 日欧盟统计局（Eurostat）公布欧盟及欧元区最新 GDP 数据，欧盟 27 国 2 季度经济环比下降 0.1%，同比增长 1.7%；欧元区 15 国环比下降 0.2%，是欧元区成立以来首次出现经济下滑，同比增长 1.5%。日本通胀和来自欧美需求锐减是日本经济衰退主要原因，日本的工业产出大幅下滑，国内的需求持续疲弱，日本的经济前景较为暗淡。日本 2 季度经常账户出口下降了 1.5%，为 03 年以来第一次录得负增长；2 季度消费者信心指数录得 32.3，为有纪录以来最低。世界主要工业化国家失业率上升、制造业活动萎缩、通货膨胀在继续，全球经济陷入衰退。石油价格不断创出新高，成本推动型通胀迫使各国中央银行开始转变思路，逐渐从提供流动性解决次贷危机转变为紧缩性货币政策应对通胀。。受全球能源和食品价格飙升的影响，欧元区的通胀水平不断上升。自去年 11 月份开始，欧元区消费价格指数维持在 3% 以上，5 月份该指数更是上升至 3.7% 的水平，远远超出了欧元区 2% 的

舒适区间上限。因此，视抑制通胀水平为唯一目标的欧洲央行不断发表声明表示通胀水平难以忍受，ECB 于 7 月 4 日宣布加息 25 个基点至 4.25%，这意味着货币政策方向和目标发生了全球性转变，从应对次贷危机的扩张性货币政策转变为应对通胀的紧缩性货币政策，ECB 加息成为世界经济陷入滞涨的标志。大宗资源性商品价格整体会跌，世界经济可能摆脱加速衰退的趋势，出现平稳回落，世界经济不能就此严格定义为衰退，而应定义为应对次贷危机和资源性商品涨价的结构性调整。

以中国为代表的发展中国家将在未来 10 年的经济起飞阶段内完成后工业化转型和“两个转变”，经济体制改革快速推进；中国再次依靠内生力量实现国民经济快速稳定增长，尽管因世界经济拖累增速不及改革开放后 30 年，年均 GDP 高达 8% 以上的增速足以让中国在本轮世界经济周期中脱颖而出。此外，俄罗斯、巴西、澳大利亚、南非和印度等国家凭借资源优势实现经济稳定增长，她们与中国一起将构成世界经济增长的主动力量，也是拉动经济步入复苏的主要力量。站在审视世界政治与经济格局变动的高度，我们大胆预言，未来 10 年内新兴发展中国家经济总量与政治力量将发生积极的显著变化。

二、主要矛盾：通货膨胀出现拐点，生产和消费价格走势分化

通货膨胀是 2008 年经济运行中的突出矛盾。5 月份 CPI 出现拐点，8 月份，居民消费价格总水平同比上涨 4.9%。食品类商品价格大幅上涨的趋势有所缓解，去年 5、6 月份基数较大，且目前猪肉涨价得到控制是 CPI 下降的主要原因。然而，PPI 仍然处于上升的通道。在资源性大宗商品的带动下，PPI 仍处于快速上升的阶段；采掘业出厂价格指数是经济周期的示波器，从其波动可以大致推断经济周期所处的阶段。PPI 与 CPI 之间存在较强的相关性。这支持了 PPI 向 CPI 价格传导的逻辑：作为工业产品价格的指标，当 PPI 高涨的时候，成本压力就会沿着产业链向下游传导，最终导致 CPI 数的高涨。然而，CPI 与 PPI 虽然同步运动，但是二者波动幅度却存在差异。如果将国民经济中的整体利润看做一块大蛋糕的话，工业利润将在生产资料和生活资料两个生产部门进行分配。倘若 CPI 的涨幅大于 PPI 的涨幅，生活资料生产部门将会蚕食生产资料生产部门的利润。反之则反是。更为重要的规律是，无论 CPI 与 PPI 的差距正负如何，都会出现“波动成簇”的现象，也就是说一旦差距为正或为负，这一趋势将保持较长的一段时间，直到这一趋势反转，而该趋势又将持续一段时间，直到下一个趋势的来临。掌握了 CPI 和 PPI 差距的变化规律，我们可以预测，在国际大宗商品价格高启、国内劳动力成本继续加速上涨，以及部分行业产能不足的影响下，短期内 PPI 指数将继

续维持上涨格局；PPI 将持续高于 CPI 运行；因此，在 2008 年上半年，生活资料部门的利润高于生产资料部门，而下半年生产资料部门的利润将高于生活资料部门的利润。因此，整体投资策略思路凸显出来，2008 年上半年重点投资于消费类行业，而下半年投资于生产资料部门；在波段中最大化投资收益。

三、实体经济：内需强于外需

实体经济喜忧参半，投资、居民收入和财政收入增速加快；企业利润和出口增速减缓，全年信贷计划必然被突破，高通胀背景下货币政策依然从紧。总体来看，中国经济还处于扩张的大周期，但未来一年内会受全球滞涨的约束而进入调整期，表现出物价高位徘徊、工业增加值增速持续递减、货币政策从紧方向不变、企业融资规模缩减和成本上升、出口增速逐渐降低；但消费和投资作为内需的主要动力仍会驱动中国经济度过寒冬。

2008 年固定资产投资将保持快速增长。固定资产投资继续保持高位运行。1-8 月，城镇固定资产投资 84920 亿元，同比增长 27.4%。其中，国有及国有控股投资 34840 亿元，增长 21.1%；房地产开发投资 18430 亿元，增长 29.1%。我们通过计算，发现新增投资的增速高达 28.1，高于潜在增长率 3 个百分点。随着通胀的继续，固定资产投资价格指数在 08 年仍将保持高位，实际的固定资产投资增长远低于名义增速。

居民收入平稳增长，国内消费需求较旺。从 2008 年前 5 个月的消费走势来看，全年消费增长将比 2007 年增长 23% 左右。我们对未来消费的预测是：预计名义消费品零售额下半年比上半年增长。居民收入增长速度减缓可能导致消费增长减缓。居民收入增速大大低于我们的预期。股市财富效应缩水对未来消费有消极影响，消费者信心指数开始趋降。

工业生产增速减缓，企业利润增幅回落。原因在于：（1）采掘业侵蚀了社会利润。扣除农业轻工业，自 2004 年以来，其他行业的利润增长速度均与采掘业利润增长速度成反比。采掘业是整个工业企业的“成本行业。”考虑到采掘业利润必定决定于采掘业价格，而采掘业价格才构成其他行业的初始成本。由于采掘业利润增长率与投资品及原材料加工业利润增长率呈现出“此消彼涨”的态势，总体利润增长率有望在二者的“制衡”中保持更加平稳的增长。（2）煤电联动；电是企业普遍面临的成本，其成本能够大面积转嫁到下游；因此，成品油和电力价格放开与否，更多地涉及不同行业的利润分配问题，而不是整体利润变动问题。如果成品油和电力放开，下游行业利润固然要下滑，但石化和电力行业利润会提升。在原材料和动力涨价的同时，多数加工制造业行业毛利率持续回落，但是最上游和最下游持续改善。

财政收入保持将近一年的高速增长。从 2007 年 5 月开始，中国的财政收入进入长达 13

个月红灯区，这样的增长速度和持续增长时间在上个世纪 90 年代以来从未出现过。在所有的宏观经济指标中，财政收入是增长最快的指标。2008 上半年季度国际收支继续保持“双顺差”格局。经常项目顺差较快增长，其中货物贸易顺差依然是主要贡献因素。外商直接投资快速增长，热钱有加速流入中国的趋势。如果从 2002 年开始计算热钱存量，截至今年 1 季度中国共有热钱存量 4244.09 亿美元，占当期外汇储备的 25.23%；如果按照 1: 7 的比率转换成人民币，则占当期 GDP 的 48.31%。如果这部分热钱控制不当，其在短期内币种转换将对国民经济产生极大的冲击。在双顺差格局下，人民币仍承受升值的压力。人民币升值有正反两方面的作用，首先是出口企业利润被侵蚀，出口的竞争力下降；其次是压低通货膨胀。

四、金融市场：政策从紧，股市震荡下行

货币供应量逐步增加，新增贷款继续攀升。2008 上半年货币供给保持快速增长。6 月末，M2 增长 17.4%，比上年末低 0.7 个百分点。按照正常的信贷增长趋势，预计全年信贷规模将被突破。A 股市场情绪悲观，震荡下行。2008 年上半年世界发达国家股市如退潮的海水，前半段受次贷危机的冲击，后半段受全球性通胀下紧缩性货币政策的影响。美、英、法、德、日等 OECD 国家股市年初以来出现大幅快速下跌；印度、越南等发展中国家金融市场出现震荡。从全球金融市场的运行趋势判断，除了少数以出口矿藏资源类产品为主的国家之外，绝大部分国家股市大幅下跌。A 股则呈现悲观情绪中震荡下行的趋势。上证综指从 2005 年 6 月 6 日上涨到 2007 年 10 月 16 日的 6124.04 点用了 28 个月，之后开始了大幅下跌，到 2008 年 7 月 3 日盘中创出 2566.53 点的低位，下跌幅度达 58%，总市值蒸发超过 10 万亿元。期间出现历史上极为罕见的 10 连阴，情绪悲观到了极点。集中表现在 6 月 10 日，上证综合指数竟然在连阴过程中跳空低开 3.83%，A 股在狂泻途中投资者悲观情绪演化为恐慌。政策当局以 A 股市场稳定为目标连续出台利好政策，然而大小非解禁形成供给压力、通胀下的紧缩性货币政策和工业企业利润大幅下滑等诱发悲观预期的根本因素仍是投资者心头大患。牛去熊来已经成为既成事实，未来很可能出现长期缩量阴跌格局，熊市格局恐还将延续相当长一段时间。

中国经济尚处于扩张期。根据信贷期限结构理论，商业银行主要依据流动性调节信贷的期限结构。在经济紧缩期，商业银行增加短期贷款而减少长期贷款；而在经济扩张期，商业银行必然提高信贷组合久期，增加长期贷款而减少短期商业贷款。根据目前长短贷款的期限结构，我们判断，2004 年是中国经济进入扩张周期阶段的真正转折点，1998 年是上一个周期的波谷，而目前经济尚处于经济扩张期（大周期）中的调整阶段（小周期）。

五、重大事件：增值税改革

增值税转型对企业利润的增厚体现在：（1）折旧额的减少（由于进项增值税抵扣带来企业新增固定资产原值降低）；（2）营业税及附加的节省（城建税及教育附加费以包括增值税在内为税基）。在增税税率及所得税率一定的情况下，增值税转型对企业当年净利润绝对值的影响取决于当年允许抵扣固定资产税款以及折旧年限。增值税转型对企业净现金流的影响体现在：（1）企业当期缴纳的增值税额减少带来现金流增加（固定资产所含的进项税款可以从当期销项税额中予以抵扣）；（2）缴纳的营业税及附加减少带来现金流增加；（3）当期及未来企业所得税的增加带来现金流减少（由于利润增厚）。

短期而言，增值税转型对整体上市公司盈利影响比较有限，即便我们按所有新增固定资产进项增值税款全额抵扣的方案来测算，也仅2%左右，但对于重资本开支的行业和个股将明显受益于新增固定资产折旧成本减少带来的净利润的增长（和增值税抵扣带来的现金流增加；长远来看，有利于企业设备更新和技术升级，进而有利于提高企业整体竞争力。

六、政策预测

中国宏观调控政策面临较大的变化，以“双防”为主的基调转变为“一控一保”。在全球性通胀背景下，各国政府面临抑制通货膨胀和保障经济增长的抉择。短期内两大目标不可调和，前者必然意味着国内经济紧缩但有利于缓减世界通胀的压力，后者是牺牲全球其它国家的利益确保本国经济增长。世界上大多数国家都将内部利益置于外部利益之上，中国在世界性通胀有所缓解的情况下，选择了通过货币政策和行政干预控制物价、启用财政政策推动经济增长的政策组合。这对于缓解通胀和就业压力，为市场经济改革创造了良好的氛围。

由于通货膨胀仍是当前中国经济的主要矛盾，预计在CPI趋势未见逆转的情况下，政府全年从紧货币政策的基调不变。从货币政策执行力度来看，年度信贷规模控制可能松动，预计全年信贷规模计划将会突破。中央银行将会继续保持紧缩规模控制的力度，通过提高存款准备金率降低可贷资金规模和货币乘数。财政政策开始出现结构性松动。印花税从0.3%降到0.1%，政府意在推高2008年1月以来大幅下挫的A股市场；出口退税率再次上升；对限价行业的财政补贴将会进一步提高。

产业政策仍然服从节能减排和相对优势战略。第一，节能减排是一项推动经济发展方式转型的长期战略。第二，中国要想融入国际市场，就必须遵循相对优势合理安排产业演进路径。立足现阶段的实际情况，劳动密集型产业仍然是中国吸收劳动力的重点产业，金融保险和房地产在政府的庇护下虽是经济起飞阶段中增长最为快速的产业，但以世界眼光来看并非中国具有相对优势的产业。