

2008 年 7 月宏观经济报告

万家基金研发部

- ✚ 世界经济逐渐陷入滞涨的泥潭，工业化国家政策方向发生转变。
- ✚ 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。
- ✚ 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。中国未来 10 年处于经济腾飞阶段，中国经济将完成发展方式的转型，各期 5 年规划将如期实现；但近 2 年来内，在世界滞涨背景下中国经济将进入这轮大周期中的短期下凹阶段。实体经济喜忧参半，投资、居民收入和财政收入增速加快；工业增加值增速、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。中国经济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。
- ✚ 政府会保持紧缩立场以稳定通胀预期。PPI 继续上扬的可能性很大，国家为预防经济滞涨，采用松财政紧货币的结构性搭配政策，考虑到财政收入连续 13 个月红灯的情况，未来政府将通过增加政府支出维持国民经济 10%以上的增速。从国家推动经济发展方式转型的抓手来看，强制推行节能减排、压缩高能耗高污染行业、培育新能源产业、重点支持军工航天产业，这些产业可以作为资产组合中的战略性资产。
- ✚ 信贷市场活跃，股票市场低迷。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，上半年信贷规模计划已经突破，全年不再能达到中央银行的控制目标。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（间或反弹）格局，熊市格局恐还将延续相当长一段时间。
- ✚ 世界经济形势发生较大的变化，以石油为代表的大宗资源性商品出现普遍大幅下跌的迹象，意味着世界性通胀的压力有所缓解。美国次贷危机未来存在恶化可能。
- ✚ 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”。

一、世界经济：石油涨价全球通胀，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。

美国经济即将步入衰退。次贷危机是美国经济走向衰退的导火索，而以石油为代表的资源性大宗商品在全球范围内出现普遍的飙升是美国经济衰退的主要原因。美国次贷危机始于美联储加息控制通胀，根本原因在于房地产供给与有效需求之间的缺口不断拉大，传导机制是次级贷款证券化形成的债权债务链，直接受影响的是房地产业主和次贷机构。房价下降将拖累美国消费，以石油为代表的资源性大宗商品的飙升进一步加快了美国衰退步伐。历次石油危机之后都伴随着美国经济的衰退。由于美联储实施紧缩性货币政策抑制通胀，加之利率上升导致财务费用的增加和生产要素提价导致生产成本的增加，供给曲线向左移动的幅度和速度快于需求曲线。总供需同时衰退过程中出现的结构性差异，国民经济会出现总量萎缩和价格上涨共存的局面，这就是“滞胀”。目前美国经济中的通货膨胀主要由成本推动，未来 2~3 年内滞胀局面在总需求萎缩大于总供给的情况下才会出现根本性的转变。

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，全球经济陷入滞胀。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。本月世界经济形势发生较大的变化，以石油为代表的大宗资源性商品出现下跌的迹象，意味着世界性通胀的压力有所缓解。如果大宗资源性商品价格整体下跌，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，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

通货膨胀是 2008 年经济运行中的突出矛盾，一切宏观政策都必须服从抑制通货膨胀的目标，前 6 个月从紧货币政策的基调没有改变，货币规模尚处严格的控制之内，法定存款准备金率仍存在上调的空间。然而，5 月份 CPI 都出现拐点，6 月份 CPI 和 PPI 分别为 7.1 和 8.84。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。中国经济有一条独特的规律，每逢政府换届选举

的年份，固定资产投资会达到 5 年来的顶峰，1982、1988、1993、1998 和 2003 年基本上都符合这一规律。08 年上半年投资有三个特点：一是经济对房地产的依赖越来越大，房地产行业的增速持续高于固定资产投资增速；二是新开工投资增速下降，社会投资需求受到中央银行信贷规模计划的控制。三是固定资产投资价格指数同比上涨 8.6%，创下自 1994 年以来 13 年新高。根据固定资产投资价格指数测算，今年一季度全社会实际投资增长速度只有 16%，比去年同期实际投资增长速度 21.4% 大幅下降 5.4 %。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。企业利润回落的原因在于：（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 的比率兑换成人民币，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：两房巨亏和“一防一控”

美国众议院 7 月 23 日通过了一项总额达 3000 亿美元的大规模住房及按揭市场救援法案；同时还限制对金融企业的裸卖空行为，市场预计这种限制在未来可能涉及到次贷危机受牵连的房地产行业；美国干预市场的行为在短期内振奋了股市的情绪，但长期内收效并不显著。

“一保一控”成宏观调控首要任务（中共中央政治局会议）。国际经济不利因素和严重自然灾害没有改变我国经济发展的基本面，国民经济继续朝着宏观调控预期方向发展。把保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务，把抑制通货膨胀放在突出位置。继续加强和改善宏观调控，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，着力解决经济运行

中的突出矛盾和问题，增强宏观调控的预见性、针对性、灵活性，把握好调控重点、节奏、力度；深化改革开放，着力推进经济结构调整和发展方式转变，提高经济发展质量和效益，切实加强节能减排和生态环境保护。保持经济平稳较快发展，着力抑制物价过快上涨，坚定不移地推进结构调整和节能减排。**正确把握当前经济金融形势，努力做好金融调控工作**(人行两会)。当前要把**保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨**作为宏观调控的首要任务，把**抑制通货膨胀**放在突出位置。支持和促进中小企业和对外经济平稳发展。要继续加强异常外汇资金流动监管，有效防范短期资本流动的冲击。

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。