

2009 年初的实体经济、流动性与金融市场

高善文

(本文根据安信证券 2009 年 2 月 11 日下午

召开的“宏观经济形势新春茶话会”座谈录音整理形成)

我今天的陈述分三部分: 一是讨论一下当前的宏观经济形势, 二是谈一谈我们对流动性方面的一些想法, 三是检讨一下以前提出的“下半场”看法的对错和得失。

(一)、经济形势

从实体经济方面的情况看, 目前市场存在着广泛的共识, 就是说讨论中国经济, 关键的问题不是情况有多好, 而是情况有多坏。从内外部情况来看, 中国经济无疑面临着不少中长期的问题, 这些问题在 2008 年下半年, 特别是四季度出现了集中的暴露。

从经济有多坏层面看, 就经济增长率而言, 我个人倾向性的看法是, 经济最坏的时候可能已经过去, 或者至少正在过去。具体来说, GDP 增长率的最低点应该会在去年 4 季度或者今年 1 季度出现, 今年 2 季度后可能开始逐步爬升, 其中今年 4 季度的当季增长率可能达到 9% 的水平。

如果这样的预判大体不错, 那么从经济增长率角度来说, 我们大体就看到一

个“V”型的调整。

实际上，在 2008 年 6 月份的中期策略会上，我们曾经强调经济增长可能呈现“V”型走向，但“V”的右侧明显低于左侧的水平。当时我们强调经济处在“V”型左侧比较早期的位置。现在我们仍然维持“V”型的判断，但看起来经济已经处在“V”型底部附近的位置。

从最终需求的角度看问题，目前出口、消费和私人投资无疑仍然存在明显的压力，那么我们为什么还有以上的这些看法呢？

非常关键的原因之一在于存货调整，此外货币信贷增速的显著上升以及刺激性财政政策逐步发生作用也是形成判断的重要依据。

在国家统计局公布最终数据之前，估计存货投资的规模肯定会有许多猜测的色彩，并难免会有一定的误差。但是，即使按照最保守的情况来判断，2008 年 4 季度，存货投资的下降对经济增速的影响可能不会低于 2 个百分点。换句话说，如果去年四季度存货投资变动为 0，那么经济增长率可能接近 9% 的水平。实际上，这也是去年 3 季度市场主流预测机构对经济增长的看法。

从国家统计局修正后的数据看，在正常条件下存货投资的变动应该占到 GDP 的 1.8 个百分点左右，即使向下摆动一般也不低于 1%，所以去年 4 季度 -2% 的存货投资变动是相当惊人的。

存货投资变动在短期内幅度无疑很大，但其持续时间通常比较短，有把握相信今年下半年存货投资重新回到正的增长区间。这样今年 4 季度与 2008 年 4 季度相比较，存货投资的变动规模可能达到经济总量的 2-3 个百分点。

以此来看，由于下面还要讨论的原因，存货投资应该足以弥补最终需求下降的影响，并将今年下半年的当季经济增速推升到 8-9% 之间的水平，并可能落在这一区间的上端。

就最终需求而言，在此我们想补充几点看法：

一、出口将大幅度下降是显然的事实，但大宗商品价格的巨幅下跌会造成进口的下降，反过来对收入和经济增长形成支持。粗略的估计看，进口下降的影响大约可以抵消出口下降的影响，并使得贸易顺差维持正增长。这中间当然有内需下降的影响，但大宗商品价格的下落基本是外生的。

二、房地产投资增速的落差可能达到 30-40 个百分点，但其影响大约和积极财政政策的刺激规模是相当的，例如一般预期今年财政赤字将扩大到经济总量的 2-3 个百分点。

但是对于消费减速、其它方面投资下降、以及产能过剩等所造成的影响而言，没有明显的支持性力量可以完全抵消其影响，目前比较清楚的是货币信贷供应的增长会刺激投资，但其影响程度还有待观察。

总体而言，最终需求无疑还是下降的，但是其幅度很可能小于存货投资回补的幅度，因此我们倾向于认为经济增速最坏的时期正在过去。那么经济增速的变动是不是有意义呢？

即使经济增速变动来自于存货投资的调整，这一变动对企业盈利依然具有意义。一个企业补充存货的过程，会形成对其他企业产品的需求，这有助于提高企业产能利用率，稳定市场价格，对企业盈利的影响仍然是正面的。

就中长期的情况而言（比方说，18-24个月），经济增速的走势可能是两种前景：一种可能是V型，即经济增速爬升到9%以后开始稳定下来，大体运行在8-9%之间的水平，这一水平无疑仍然低于经济的潜在增长趋势，但相对7%以下的水平已经改善很多了。

另一种可能性是W型，即经济增速再次回落到7%以下的水平，出现二次探底。

那么导致第二种可能性发生的不确定性来自哪里呢？

第一个变数来自于出口的不确定性和国际经济的不确定性。在2010年大宗商品跌价的一次性收入效应就消失了，在这种条件下，如果出口的压力仍然很大的话，情况就会比较坏。

第二个变数在于中国房地产市场调整的进展情况。如果今年的房地产销售依然低迷的话，那么房地产投资的调整就可能会拖到2010年以后。

第三个变数来自于银行信贷增长的可持续性，以及私人部门投资对信贷放松的反应情况。

对于这些变数，我们可能要等到今年下半年才能做出更准确的评估。目前我们仍然趋向于V型这种谨慎乐观的看法，但下半年的情况要再看一看。

（二）、流动性问题

流动性的情况目前比较清楚：大约去年10-11月前后是个很重要的转折点，自那以后实体经济开始进入一个流动性相对宽裕的状态，这支持了大范围之内利

率水平的回落，支持了股票市场的资金供应和估值中枢的抬升、并有助于市场的回暖。

发生这种转折的原因也是比较清楚的：第一，大约从去年 9 月份开始，中国的贸易顺差开始重新恢复加速增长；第二，大约自去年的 11 月份以后，银行的信贷供应开始明显放量，信贷增长率向上爬升，并且我们能够断定这来自于银行的主动信贷创造，而不是被动信贷创造；第三，经济名义增速的大幅度回落。去年二季度中国经济名义增速高达 20%，但是去年四季度已经迅速下降到 10% 以下，目前仍然在继续下降。经济名义增速的大幅度下降减少了实体经济内部对于资金的需求和消耗。

在这样的背景下，判决性的证据来自利率。观察大范围之内金融市场的利率，包括票据贴现利率、民间借贷利率以及加权贷款利率来看，大约自去年四季度开始都出现了非常明显的下降。

这表明流动性正重新变得宽裕起来，并暗示股票市场的估值中枢已经稳定下来，并可能转入上升过程。

正是因为以上的原因，2008 年 11 月 16 号，当第一次观察到利率下降的确定性证据时，我专门写了一篇文章，叫《流动性转折与市场走向》，强调有比较大的把握相信流动性已经转折，强调要重视流动性转折对市场的影响。

实际上，刚才的逻辑不做调整，就可以解释 2007 年 10 月份到 2008 年 9 月份期间市场的显著下跌。当时的宏观经济背景是贸易顺差连续负增长、银行信贷增长率持续下降以及经济名义增速的显著抬升；在此背景下，2007 年晚些时候，

民间借贷利率、加权贷款利率以及票据贴现利率均出现大幅度上升，表明信贷控制和紧缩性的货币政策导致中国实体经济领域出现了非常严重的流动性短缺。从民间借贷利率的上升幅度看，流动性短缺的程度较 2004 年下半年的情况还要严重得多。

在这样的条件下，我们观察到市场非常严重的下跌以及市场估值中枢的崩溃。这样的分析并不是要否认基本面恶化以及利润增速低于预期的重要性，也不否认大小非解禁以及国际金融危机的恶化对市场造成的压力，我们想强调的是，流动性的短缺同样是造成这一下跌过程的重要原因。

那么，为什么在 2007 年底我们没有预见到这一点呢？重要的原因是我们难以获取即时的利率数据，无法对流动性变化的方向做出判断，这要等到 2008 年 2 月中旬利率数据公开披露以后才比较清楚。

实际上，同样的逻辑也可以解释 2005 年中到 2007 年 10 月份的市场上涨过程。这段时期的经济背景大体上是：贸易顺差加速增长、银行信贷增长率温和攀升、经济名义增长率不断下降，以及票据贴现、民间借贷和加权贷款利率水平的下降。

把这样的逻辑继续向前追溯，情况也大体是一样的。

我们这里的分析并不否认基本面的重要性，但想强调的是，从历史数据看，流动性的多寡对中国市场短期走向的影响相当大，需要充分重视。

需要补充的是，从流动性的角度看问题，如果基本面没有大幅度弱于市场预期，在 2008 年 11-12 月基本可以判断市场即将转势，这样的预测是否正确，迄

今为止市场走向的证据可能仍然不是结论性的,并需要继续接受未来市场波动的验证。

如果这样的验证没有通过,那么这可能是因为基本面大幅度恶化,影响超过了流动性的支持力量;也可能是因为资产重估理论的逻辑是错误的,或者有严重的内在缺陷。这些情况,我们可能要再过一段时间才比较清楚。

从经济名义增速的角度来看,今年上半年物价水平会出现明显的下跌,所以上半年的经济名义增速仍然会处在较低的水平;但今年3季度到4季度之间经济名义增速可能会向上爬升;就贸易顺差而言,今年上半年应该会继续维持惊人的增长,但如果经济“V”型增长的看法是成立的,那么下半年顺差增长率可能会明显回落,甚至可能会出现负增长的局面。

就银行信贷情况而言,今年上半年的投放会有波动,但维持在较高水平应该没有太大的问题;下半年信贷能否继续高增长,可能还需要再看一下。

所以,今年下半年在贸易顺差增速出现明显下降甚至负增长,经济名义增速回升的情况下,判断流动性的走向,关键在于观察两个指标:一是非常活跃的银行信贷创造本身是否可以持续,信贷增长率是否可以继续向上爬升,或者至少可以维持在比较高的水平上;二是大范围内利率水平是在上升还是下降。

如果这两方面的答案都是否定的,那么流动性宽松的局面就基本消失、市场估值中枢上移的过程也就基本结束了。

从合理的政策逻辑角度来讲,今年下半年开始紧缩货币政策的可能性应该比较小,其中最主要的原因在于:尽管下半年可以观察到经济增速的反弹,但是这

一反弹在很大程度上来自于存货投资的调整和公共开支的增加,从私人投资到最终消费以及出口和就业的情况应该仍然比较差,在这一背景下,匆匆忙忙启动货币紧缩的风险很大,也很不明智。

因此就上半年的情况来说,流动性宽松的总体局面应该会得以维持,下半年的不确定性会大一些。从私人部门最终需求恢复的角度看问题,下半年继续维持宽松的流动性局面应该符合政策取向,但具体情况要再看一看,不确定性主要是银行信贷增速是否可以维持。

(三)、“下半场”看法对错是非的回顾和反思

现在再来讨论“下半场”问题,似乎多余,并且很不合时宜,但立足于反思和总结的角度来看,仍然有一定的意义。

仔细查阅 2007 年 7 月到 2008 年 2 月之间我们关于下半场的基本想法,它包括几个方面的内容:

一是汇率升值大体结束以后,由于出口收缩和失业压力的增强,货币政策会转向非常刺激性的方向,从而鼓励商业银行进行活跃的信贷创造;活跃的信贷创造会形成或者维持流动性宽松的局面,从而支持资产价格。我们把这一过程简单称为“下半场”,以区别于由汇率升值过程所伴生的流动性宽松局面(即上半场)。

二是在上下半场之间可能存在间隔,也可能不存在间隔。在 2008 年 2 月大体可以断定中国应该会出现间隔,但其后应该仍然会出现下半场。

三是下半场的标志性事件是货币信贷政策转向放松,这会促成流动性宽松局

面的形成，并支持资产价格。

四是中国货币信贷政策转向的时间点可能发生在2008年四季度到2009年一季度之间。

许多人认为所谓“下半场”意味着市场要创新高。就这一说法的理论逻辑本身而言，它只是说汇率升值后期必然出现信贷放松、信贷放松必然推升市场估值，但既无法预言市场将创新高，也无法排除这样的可能性。如果从字义上看，这样的提法可能具有很强的暗示性，但理论的逻辑本身并没有这么强的预测能力。

现在回头来反思，在2008年四季度，中国确实调整了货币信贷政策，商业银行也随后出现了相当活跃的信贷创造，这一过程可能已经促成了流动性宽松局面的形成，流动性宽松局面正在支持资产估值的上升。在这些方面，情况的发展与下半场的预测存在一致性。

需要指出的是，目前的资产价格是否确实受到流动性的支持？这种支持是否可以维持？对此人们可能仍然存在一些疑问和争论，这些疑问无疑需要时间的推移和进一步证据的积累来回答。

上、下半场之间的时间间隔也是比较清楚的；在这期间没有银行的主动信贷创造，只有银行的主动信贷收缩，所以市场处于下跌过程，这是资产重估理论的自然推论，也是我们在2008年2月下旬对2008年底之前市场走势的基本想法。

那么，“下半场”看法的问题在哪里呢？回头来检讨，这至少包括以下几个方面：

一是在2007年7月到年底之间发展出来的这些想法没有充分预见到美国金

融危机的严重性和破坏力,没有充分预见和重视经济中存在的不确定性。实际上,美国金融危机的严重恶化大大破坏了中国经济的基本面,大大削弱了信贷放松以后市场面临的公司盈利等基本面的支持因素。

二是对上、下半场间隔期间的情况讨论不够深入和充分,将预测的重心放在了信贷放松以后的情况发展,放在 2009 年以后的可能性上,而对 2008 年初市场面临的紧迫问题没有进行深入全面的推演,只是简单强调市场存在压力,压力将持续到信贷放松为止。

这提醒我们,商业研究的重心永远应该放在眼前,因为眼前是确定的,未来是不确定的。

三是“下半场”的提法本身在字义上具有太强的暗示性和倾向性。

那么就下半场的理论逻辑本身而言,是否可以认为现在已经启动了下半场呢?

从宏观经济面临的基本问题到宏观经济政策的转向,再到银行的信贷放松等情况看,这些发展大体符合此前的理论预测,具有下半场所要求的主要特征;从市场本身的情况看,可能也出现了资金推动和估值抬升的色彩,在此意义上,需要考虑这是否是“下半场”的问题。

然而,如果将下半场理解为市场进入了创新高的过程,那么这既非“下半场”理论的本意,目前可能也不是讨论这一问题的恰当时机。

(四)、总结

下面我再来总结一下今天的陈述：

一、从经济基本面的情况来看，核心的问题是经济有多坏。在这个意义上，我们认为最坏的时期已经过去或者正在过去，经济增速很可能走出一个“V”型的局面，其中4季度当季的经济增速很可能会上升到9%附近的水平。在中期内，经济可能存在二次探底的风险，我们倾向于认为这方面的风险不太大，但具体情况需要再看一看。

二、从流动性角度来看，流动性宽裕局面已经重新出现，其诱发因素主要是货币政策的转向和大规模的信贷创造。流动性可能在今年全年内都会维持相对宽松的局面，但下半年的情况需要再观察一下。