

东海证券 5 月宏观交流会 会议记录

宏观研究/内部交流

2009 年 6 月 3 日 星期三

东海证券宏观策略小组

报告要点

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 月 1 日, 东海证券研究所特邀研究所宏观经济顾问——中国人民大学经济学院刘元春教授、国家信息中心张永军处长, 就近期投资者最为关注的中国经济是否已经出现复苏以及未来走向作了深入交流。

刘元春: 对于当前的形势应该怎么判断? 第一, 从世界经济整体形势来看, 目前不仅在中国, 在整个国际新闻界都出现乐观情绪; 第二, 我们要从 4、5 月的经济数据来看整个宏观形势该怎么解读; 第三, 是关于我们的二季度宏观报告里面将谈到的复苏的四个阶段。结合这三点我们来梳理一些情况。

先谈谈世界经济形势。目前一季度数据都出来了, 抛开一些官员在各媒体里发布的一些观点, 我们从单纯的数据来看, 美国 GDP 一季度下降了 5.7%, 日本下降 4%, 欧元区下降 2.5%, OECD 整个区域为-2.1%。国内宣扬的观点就是世界经济反弹, 像美国财长盖特纳认为是年底见底, 日本财长认为日本会在二季度反弹, 英国财长认为是明年反弹。单纯看 GDP 增速, 相比美国去年第四季度的-6.1%, 是有所反弹, 但我们应该认识到任何宏观经济都有一个季度变化的规律, 因此一季度下滑的 5.7%与 6.1%应该是在同一数量阶段, 或者有可能更糟糕一点。当然, 如果从美国本身的一些利好消息比如消费者信心指数出现了上涨, 甚至还有一些人会把一季度消费增长定为 11.3%, 这里面可能有些问题。如果我们回顾以往的一些下滑的状况, 比如美国 1980 年一季度大幅度下滑时大家认为会在 1981 年就会好转, 而 1981 年出现了另一个深度的下滑。所以, 从单纯的数据不能推断世界经济的反转。第二, 从世界板块本身来看, 出现下滑程度确实比以前要大, 一季度接近-3%, OECD 为-2.19%。这比起去年四季度来讲是呈现加深下滑的现象。同时, 失业率出现加速上升, 还有便是贸易量出现了明显下降, 特别是欧美贸易量, 一是进口下降出现较大幅度的负增长, 还有美国这次和欧洲较大幅度的下滑另外一个很重要的因素是库存的调整即减少库存。在我们国民经济的核算里面, 减少库存算是负投资。因此, 从理论上来看我们谈到复苏的几个阶段, 第一个阶段就是库存的调整。库存的调整本身是经济加速下滑的, 这个反应属于最初级的反应。如果我们把这个反应认为是萧条期的结束, 这在理论上是说不过去的。我们想强调的是虽然世界经济形势出现了一些乐观情绪, 但本身依然是出于下滑的通道。但为什么世界各方面都弥漫着乐观情绪呢? 我们认为这是政策和新闻宣传的一个需要。同时这也符合情绪调整的规律, 比如像在 1931 年世界消费也出现短暂上调。从很多金融层面来讲, 很多根源于复苏指标体系, 很明显的像美国道琼斯指数 5 月份上涨了百分之四点几, 但这种现象并不意味着公司利润的恢复。所以判断整个世界经济的形势, 金融

的见底和整体经济的见底还是个初步估计。目前美国最坏的几个指标如房地产指标持续下滑，但是目前利差在收窄说明混乱的局面在减少，据我看到的各方面材料包括美联储掌握的第二季度的分析报告，他们认为还是处于底部。由此我们看到如果世界既然是这样处于一个下滑通道，那中国会怎样？重点便是欧美对中国出口的冲击。实际这在一季度才显示出它的强烈性，也就是说中国出口下滑的贸易问题展现了第一步逻辑冲击便是国内政策，第二步冲击是美国次贷危机导致的亚洲板块的大幅回落，以及对中国贸易产生的间接冲击，第三步才是美国由于金融危机导致实体经济下滑、进口需求下滑从而导致中国贸易受影响。在第一季度才出现第三步的冲击。原来主要是前两波冲击为主体。这个冲击主要以出口、转口贸易、加工贸易及东亚板块的下滑为主要特征。结合上面来讲，如果贸易形势不是全面见底或是出现反弹的话，要想中国整体出现回暖的难度非常大。因为出口所拉动的投资规模或出口产生的收入、收入所产生的消费效益在我们二季度的报告里会有个测算，这个测算表明出口在整个宏观经济里占有举足轻重的作用。这是我想谈的第一个问题。

第二个问题，四月的数据已经完全出来，部分5月数据也相继出炉，这些证明我们在一季度里作出的判断是正确的：即反弹缺少一种坚实的基础，因此经济反弹在某种程度上意味着中国加速下滑的终结，但并不意味中国经济的全面复苏。为什么可以这么讲呢？4月工业增加值增速相比3月份出现回落，发电量出现明显下滑，企业利润降幅虽然收窄，但同比来讲依然高达27.9%的下滑，官方PMI指数5月较4月又回缩了0.4。当然还有4月的BDI指数出现下滑，5月部分地区所统计出来的房地产的成交量也出现了回落，一些关键的行业也出现了明显回调。特别是前一段跑得很快快的行业，比如钢铁行业、水泥行业等。这说明了政策加速刺激的效果，另外也是去年过度去库存的一种产物。这两种支撑力量本质上会导致出现我们第二季度报告中所说的“分化与震荡中的中国经济”。简单来讲，中国经济出现分化，在政策加速刺激的条件下靠近政策层面、基础产业层面、投资层面会出现政策性的回暖。但是靠近出口和一些低端的行业还是处于相对下滑的状态。因此我们看到中国经济在政策层面上出现反弹，而市场层面还是出现相对低迷的现象。这两种力量在未来的变化会决定中国宏观经济出现震荡的趋势。这种震荡的幅度和频率取决于两个因素：第一，政策刺激的持续性和加速性，1-4月我们的财政投入为3000多亿，刺激力度还是非常大的；第二取决于加速性刺激本身的市场反应。这两点对未来的震荡起决定性作用，但我们认为总体分化是2、3季度的重要特征。我们看到政府与市场投资的分化，大企业行为模式和小企业间分化，中西部与东部的分化、重工业和轻工业、国有企业和外企的分析以及金融层面和实体层面的分析。第三是我们报告里谈到的几个复苏阶段。第一个意识便是GDP增速的指标并不意味着整体经济的回暖；其次是需求的小幅上涨并不意味着经济全面逆转。再次，最核心的判断是，总体经济的回暖必须是产出缺口的减少。我们不仅仅要看总需求的变化，也要看潜在的供给。即使现在需求出现了一些抬头，但是产出缺口还是在增加。

张永军：刚才刘教授谈了基本情况，大部分看法我和他比较一致，在此只是做一些补充。

首先是国际经济形势。

目前国际上一些指标确实出现了一些好转,不过这种乐观的情绪通过媒体得到了一定程度的放大。经济好转的主要依据是欧美国家的一些先行经济指标出现了明显的好转,比如美国著名机构——世界大型企业联合会编制的4月份美国和欧元区的先行指数都出现大幅度上升,与上月相比上升了1%(该指标以前一直是处于下降趋势),3月份OECD先行指数(包括OECD成员国以及中国、巴西、印度、俄罗斯、南非等六个非成员国)都出现了明显的反弹。但是,对于先行指数的好转需要多久才能传导到一致指标,即实体经济的好转,如工业增加值、就业等,需要仔细分析。一般来说,先行指数与一致指数之间存在一个时滞,这个时滞在每一个经济周期之间不是很稳定。过去在美国一般是5个月左右,但是考虑到本次经济危机是几十年来幅度最大的一次,对于人们信心的打击也最大,因此,根据过去的经验,这个时滞可能会被拉长。

对于美国经济,乐观的看法,比如世界大型企业联合会的首席经济学家等认为3季度GDP环比会出现正增长;悲观的看法,比如马丁·费尔德斯坦、克鲁格曼等人认为美国经济微弱的反弹受到了一些短期因素的影响,能不能持续还需要继续观察。虽然1季度美国GDP中的私人消费由上季度的环比下降转为环比上升,成为各机构乐观的主要依据,但是克鲁格曼等人认为,好转的主要原因与政府的刺激政策有关,例如减税和政府对于失业者,包括低收入人群的补贴的增加,这些措施的实施对1季度居民的可支配收入和消费的增加比较有比较明显的影响,这点可以从美国GDP的分项数据看出。因此,美国这种短期的好转若没有后续政策支持的话,能否持续下去,还需要继续观察。另外,考虑到目前美国失业率指标还比较高,虽然该指标是一致偏后指标,但是这么多人失业,若不解决,就会影响收入从而影响消费。在这种情况下,若仅依靠减税等政策,而失业率却不能明显下降,消费能否持续下去,还存在较大的疑问。

除消费角度外,对于美国经济还可以从另外一个角度进行分析,即外需。美国去年4季度经济下滑主要是因为内需下降比较快,而外需没有像内需下降那么快。但是1季度的情况却不同,内需对GDP影响明显好转,但外需受经济危机向外国扩散的影响变得比原来要差,现在外国经济体的好转情况明显不如美国,这使得美国一季度出口下降幅度明显扩大,从而使得外需对美国经济的负面作用在增强。基于这个角度的判断,外围难以短期好转将会使得美国国内调整可能会持续一段时间,因此,费尔德斯坦、克鲁格曼等人认为2季度和3季度美国经济还是下降的,下降幅度环比折年率为百分之三左右。

总的来说,对于美国经济的状况,大家还是存在较多的分歧,个人比较同意费尔德斯坦等人的观点,即政策作用和技术性调整本身会使得美国经济短期存在一个反弹,从而使得美国经济从增长率来看有一个好转,但从设备利用率、就业率等指标来看还比较差。因此,美国经济短期从数据来看虽然比较好,但整个经济活动强度还处于比较低迷状况,这种态势下,将会持续一段时间。

其次是国内经济形势。

第一,出口方面。基于对美国等国家经济形势的判断,对于中国出口,好转并不明显。一方面,美国外需逐渐被内需替代,将会对我国出口产生影响。另一方面,去年4季度以来,人民币有效汇率升值幅度比较大,对出口有负面影响。根据我们的研究,今年全年出口下降幅度能控制在10%之内可能就算比较好的结果。我们的测算结果是:全年出口下降幅度要想控制在10%之内,后面八个月出口降幅就要控制在5%以下,这从目前情况来看比较难。

从国内外关系来看，我们的出口应滞后于美国、欧洲和日本经济的变化，他们经济的好转才有可能使得我们出口的好转真正稳定下来。美国是西方国家中经济好转最快的国家，但即使这样也要到四季度，况且还存在时滞作用，因此，3季度我国出口要出现好转情况很难，4季度受基数影响比较大，但能否出现正增长也需要继续跟踪。进口方面，近期原油等生产资料的价格上涨对我国进口影响比较大，外贸顺差的变化对我国实体经济的影响也不是很乐观。

第二，投资方面。今年经济增长幅度的大小主要看出口下降的影响多大程度上能依靠投资来弥补。虽然投资拉动确实比较强，但是对于投资的拉动效果也不能太乐观。从1季度支出法GDP来看，固定资产投资增加被存货减少所抵消，对GDP的贡献并不理想；另外，4万亿投资的实施在实际中也存在一些问题，从前不久监察局、审计署等4个部门审计的情况来看，地方资金的配套情况比预想的要差很多。

此外，对于投资，大家乐观的情绪跟房地产的情况也有关系。最近房地产销售情况不错，但是房地产市场的销售情况能在多大程度上带动房地产投资的提高，还需要进一步观察。其一，二手房的好转程度比新房要更高，而这对投资的影响不是很显著，更需要关注的是新房的销售情况；其二，销售市场的短期好转源于前段时间即去年房地产市场的销售情况不好，其持续性有多强值得观察；其三，从目前地方政府财力的情况来看，经济适用房的投资能否以比较快的速度增还还存在疑问。

因此，在出口未好转的情况下，投资的快速增长能否比较好的拉动经济，还需要进一步观察。从纯技术角度来看，一季度增长那么快，与中央投资相关，而历史情况是一季度中央投资都比较少，后三季度比较高，因此，技术角度方面，一季度适当增加投资，对投资拉动作用将会非常明显，而2、3季度在投资计划确定和基数确定的情况下，要想继续保持这么高速的增长是比较困难，值得进一步观察。

总的来说，在消费增速大体保持稳定的情况下，从出口和投资两种力量的变化来看，经济会出现一些反弹，但是个人认为反弹的力度不会太大，而且中间不排除出现反复的情况可能。根据我了解的情况，经济总体来说确实出现好转，但是好转的程度并没有媒体宣传的那么乐观，5月份有些指标可能还不是很理想，短期内寄希望于明显的反弹还是不太可能。虽然最近国内外政策刺激力量比较大，例如流动性的大量投放，但是其实施存在一些问题，比如，非金融企业拿到贷款转换成存款，是否形成支出，要取决于其对市场的判断；M2比M1增速高，活期存款定期化的情况可能并没有太大的好转。

最后，未来的政策环境。

从提前反映经济变化的情况来看，证券市场已经比较充分地提前反映了实体经济。个人认为，证券市场的上涨幅度已经不小，下一步能否持续上涨关键还要看国内比较宽松的货币政策能维持多久，以及国家是否会出台新一轮经济刺激政策。个人认为，大规模刺激经济的政策短期内肯定不会出台。因为政策的出台都需要对前期经济状况及政策效果进行分析，一般要等到上半年的经济情况明朗之后，比如5月份数据出来后，国家发改委和主要部门首先会对上半年做

一个分析，然后再给国务院提供建议到底出不出台政策。就目前情况来看，国家出台大规模刺激的政策，会受到一些限制，比如，财政收入的情况比年初预想的差很多，因此若实施大规模刺激政策，财政赤字规模会比较大，这需要全国人大常委会的审议，对此决策层会比较慎重。因此，对于决策层是否会出台大规模刺激的政策，需要密切关注决策层的态度。

提问 1: 石油价格的提高对通胀存在什么样的影响？有多大？未来石油价格走势如何？

刘元春: 计算石油价格的提高对通胀有多大的影响需要一些前提，我们的测算结果大致是，石油每提高 10%，对 CPI 影响是零点一几的水平。若石油停留在 70 美元/桶，则意味着今年的上涨幅度接近 80-90% 的水平，单这一项对我国 CPI 的影响就会非常大。目前态势来看，未来石油价格可能会出现很大的变化，要想停留在 70 美元/桶的困难会比较大。一方面，这与石油本身的基本面相关。其一，从我们收集的数据来看，石油输出国组织今年预计减产是每天 420 万桶，而石油需求下降仅 240 万桶，因此，只要石油输出国组织完成 60% 的减产目标，就能抵消需求下滑的影响，这将会导致今年的供给相对减少。其二，石油的成本上涨很快，过去八年内翻了 4 倍。其三，未来石油供需格局可能会发生较大变化。从去年 4 季度到今年 1 季度，需求收缩很厉害，而供给下降并不是很快，而未来的格局并不是这样，供给方面可能会存在较大问题，这可以从一些先行指标看出，如，石油钻探过去 12 个月下降了 43%，石油勘探活动下降了 38%，石油开采权的购买下降了 80%，先行数据下降严重意味着未来即使石油价格的快速上升，供给也不会快速跟进。另一方面，石油价格还与国际资本运作方向有关。国际资本运作的方向与美国金融危机有关，一旦美国金融危机见底，就是国际资本流向变化的转折点，特别是在当前这种乐观情绪的支配下，最先变化的首先就是国际资本。最明显的指标是美元指数，这半季度来开始在走软，虽然美国财长盖特纳仍支持强势美元，但其本身并不能支撑，贸易状况的恶化也使得美元价格恢复到危机前的状态是顺理成章的结果。因此，后危机时代国际汇率体系的重构对国际资本流动方向变异的逆转，将会对大宗商品的价格产生重大的影响，而这对国际制造业特别是以高级制造业为核心的国家带来的冲击将会是致命的。金融危机对东亚区域的冲击前期已显示出（GDP 下滑比其他国家多 1 个百分点），但对于后危机时代的冲击，延续的时间将会更长、更猛烈。因此，对于石油价格，我们要保持密切关注，无论是基本面，还是资金面，都有可能可能会出现变异。

提问 2: 最近政府出台的经济刺激政策虽然不大，但是很多，比如，产业振兴规划细则、新能源、区域振兴规划等，后面的政策方向如何？

刘元春: 对于后期的政策，关键还要看政府的关注点，现在最重要的是 4 万亿投资的落实。例如，地方政府落实才 48%，因此，中央政府感觉 4 万亿投资本身的落实还有很大的空间，也就是说，4 万亿投资并没有完全落实，特别从一些项目的实施本身来看，并不像中央预想的那么好。另外，中央目前实施的政策表明其政策方向开始有所转变，主要体现在三个方面，最大的信号是结构的调整，其次是发改委的《深化经济体制改革意见》，再次是区域板块的发展（区域的政策不是通过项目来推动，而是全面放开政策让各区域自己去做）。这三方

面政策的调整表明政府在内部刺激的方向开始发生变化，即在刺激政策的同时进行改革措施的大力推动，实施的途径由原来的项目为主体演变为区域板块性的整体推动，这些都说明政府在某种程度上相对淡化了以往的投资色彩。

因此，若我们认为中央政府的思维逻辑相对理性而不是比较混乱的话，我们认为这个整体政策思路是比较清楚的。至于为什么这样，主要是因为1季度经济数据给中央吃下了一颗定心丸。去年底大规模刺激政策主要是因为4季度大家很恐慌，政府也非常担心，这就使得政府1季度信贷投放很猛，当时的观点是“前所未有的重大考验”，因此当时大规模刺激政策不仅仅是经济刺激，而且是政治任务。因此，按这种逻辑看，现在已经从危机救助的色彩转向一般性的、全局的经济复苏和结构调整，由此，我们认为未来在三季度不会出台大规模的刺激政策，唯一的可能是二季度经济数据太差。

提问 3：上一轮经济复苏主要依靠出口带动的制造业和房地产这两个经济增长点，未来中国经济复苏的经济增长点是什么？

刘元春：在我们教学中，也讨论过这个问题，当时的提出的增长点有消费、进一步城市化、大飞机或军工产业、服务业、新技术或新能源等，但最后分析的结论是中国未来的经济增长点不会像以前那样单一，即未来产业亮点本身不会像以前那么突出，而是多元的，在这种多元的体系中要寻找一个相对的平衡需要我们去摸索，这不仅意味着未来的投资不是在单一、个别点，而且也意味着我们将会面临的一定时期的摸索阶段，也许持续10-20年。对于上面提到的增长点——服务业，我们认为在中国这种政治格局下难以形成；城市化，现在城市化率百分之四十多，未来能不能提高到80%？在目前的政治理念下用什么样的前提才能提高？即使得城市化呈现加速形成像制造业和房地产这样的支柱产业。从过去情况看，我们能走出东南亚金融危机，主要依靠2001外贸出现根本性的变化和02年房地产的全面崛起，这两条引擎除带动了制造业的高速发展和重化工业的深化外，也带来了城市化的加速，每年城市新增人口基本上达到1800万左右，因此，要想中国经济保持这样的增速，城市新增人口要保持在2千万以上，但实际上这两年城市新增人口处于一个下降的状态，06年2千多万，去年才1800万。因此，分析完这些因素，未来无论哪个经济增长点都不可能像以往制造业和房地产那样分别贡献8%和13%，制造业在外贸出口中占60-70%，每年增速在30%以上。

不过，国家在探索新产业上面还是下了很大功夫，比如新能源方面。不过，个人认为，新能源主要取决于技术，具有强烈的不确定性，若美国没有出现新能源的经济繁荣，就不太可能会形成支柱产业。短期内寄希望于中国新能源的崛起，个人认为不太可能。因为在中国政治口号大于经济口号，而美国已经步入了成熟经济，只是平稳增长阶段，要想高速增长，只能往新能源方面走。高盛最近一份报告认为，明年石油价格可能会到247美元/桶，IEA的保守分析认为，2015年石油价格应该突破200美元。不过，考虑到生物制油65美元，煤化油60美元，因此，若石油价格超过70美元，这些项目都会存在市场支撑点，创新的速度也将会加快。这与IT和互联网产业类似，他们成为支柱产业并不是在60年代，也不是70-80年代，而是在90年代，因为当时有市场支撑。至于大飞机及军工产业，考虑美国军工对经济的影响，以及国内海、陆、空军的发展阶段，未来也可能会成为中国经济增长的一个重要支撑点。

总的来说，我认为未来中国经济增长点是多点开花，而不是单点突出。

附注:

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122