



云卷云舒之八：战风车的超调风险

发布日期：2010年5月16日 分析师：魏凤春 电话：010-85130308 执业证书编号：S0640207100074

信息或事件：……

- 四月数据表明经济失衡明显，需求惯性，供给刚性
- 央行持续紧缩，经济存在超调的风险
- 电力紧张被认为是一种经济大干快上的代名词

第八部分：战风车的超调风险

自从二季度报告会后，市场如我们所预料的那样下行。在路演中，很多朋友讲，“你们做得不错啊”。在我们的逻辑下，这些评价对分析师来讲算是最高的荣誉了。荣誉永远属于过去，投资者对分析师的要求永远是准确地判断未来。

未来的宏观态势会如何呢？

一、已经“木生火”，下一步是“火克金”

随着四月数据的公布，我们在二季度报告中的宏观判断一一得到验证。目前中国经济正处于惯性增长时期，从五行上讲属于“木生火”阶段。接下来将是“火克金”，是刚性。这一判断是否准确，需要用五月的数据进行验证。

从GDP的核算来看，投资、消费、净出口可以看成需求，工业生产可以看成供给。中国的GDP是按生产法进行统计的，工业增加值与发电量是判断经济增长最重要的指标。三驾马车的概念是西方经济学的规范化研究，在中国，没有经济学家能够从统计局公布的投资、消费与净出口的名义值中推算出政府公布的GDP同比增长率的。至于环比折年率的测算，就更不用奢想从中得出不自相矛盾的结论。

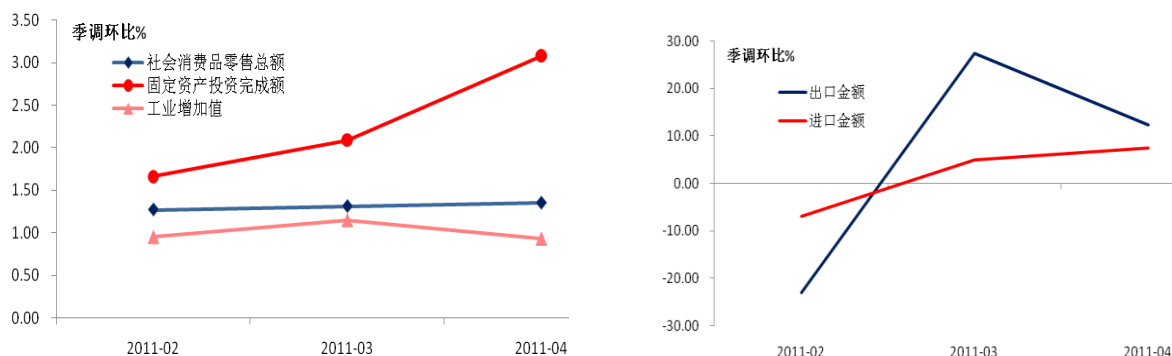
即便如此，中国宏观经济供需失衡的状态也已经出现。从下图统计局公布的季调环比来看，三驾马车中的需求是惯性增长的。2011年2-4三个月，投资环比增长分别为1.66%，2.09%与3.08%，加速上行。消费为1.27%，1.31%与1.35%。出口为-23%，27.40%与12.30%。进口为-7.00%，4.9%与7.40%。除了出口的环比增速有些下降外，其它的需求均保持了上升的态势。从这些数据来看，中国的增长是相对乐观的。

但是从供给来看，工业增加值从环比来看则出现下降的态势。2011年2-4月该值分别为0.95%，1.15%与0.93%。相对于需求来看，供给的环比增速虽然没有为负值，但幅度相对较低。从这个数据来看，中国的增长是相对不乐观的。

经济运行本来就是一个供需从平衡到失衡再到平衡的过程。现在摆在大家面前的路径有二：

- 供给增加，以适应需求，上位平衡；
- 需求减少，以适应供给，下位平衡。

图 1：四月的数据表明中国目前是供需失衡，需求惯性，供给刚性



资料来源：WIND，中信建投研发部

目前的宏观态度是供需失衡，下一步的形势是需求上拉供给还是供给下拉需求？

我们判断供给下拉需求是大概率的事件。

二、历史不会重演

在上述十字路口中，很多人宁愿相信，供给适应需求是必然的结果。

我们知道，有人将目前的电力紧张比拟于 2003 年“五朵金花”的时代，其背后的逻辑是中国经济马上就要进入那种大干快上，热火朝天的局面。我们承认那是一个很动人的时代，但现在与那时相比，有重大的不同。此处先列举一下，详细的考证还需用沉重的报告来证明。

第一，当时是新的长达十年政治周期的开始，目前是旧的政治周期的末端，领导者的诉求并不一样。当时大干快上是顺天应时，现在稳定压倒一切也是上达天意，下通民心。

第二，当时的宏观背景是增长第一，现在的宏观背景是分配第一。

第三，当时中国进行了剧烈的制度变革，制度红利引发市场追逐红利的热情。对内，中国进行了大规模的国有资产出售，政府让出了市场的空间。对外，通过 WTO 将市场拓展到全球，中国的制造业美元大行其道。目前，囿于利益的纠结，全局性的制度变革难见其踪。大家期待已久的非公三十六条的细则估计在 2012 年之前是很难看到的。

第四，2003 年之前，中国也进行了以“积极财政政策”为代表的刺激措施，也产生了不良的后果。但与本次的“四万亿”刺激相比，不良后果简直是小巫见大巫了。

第五，与第四条相联系，当时的通缩持续了四年，目前的通缩还不到一年就结束了。在通缩的背景下，大千快上基本上没有后顾之忧，而现在还有什么人敢搅“黄金十年梦”的局呢？

因此，虽然我们认为中国进入了新的经济周期，内生性增长取代外生性增长成为经济运行的主要特征，但我们并没有对市场的力量表现出那么强烈的激情。市场的力量是强大的，但再强大的人也需要休整，中国经济目前从惯性到刚性正体现了这一特征。

现在天热了，午休是很必要的，至于说是下午一点起床，还是三点起床，那就要看昨天晚上加班到几点了。不过我们可以确定的是，下午是一定要起床的。现在是藏伏的时刻，起床太早了，会伤元气的。

三、央行已成堂吉诃德，超调风险或现

我们前面所讲的，藏伏其实是一种顺应自然的状态。在内生性增长的逻辑下，政府最重要的工作是为市场的发育准备土壤。要培植根本，最根本的是还市场以空间，而不是只从技术上一根筋地做一些皮毛的工作。如果是这样了，那么市场运行的基础就会受到削弱，超调的风险就会出现。

央行五一不劳动，五一刚过两周就又成为劳动模范了。提存，发行三年期的央票，其目标还是直指CPI。我们曾经指出过，CPI的高启是商业银行放出巨额的信贷所致，但央行只是通过回收流动性并不能真正解决通货膨胀问题。通胀是一个货币现象，更是一个生产现象，是一个财政现象，但其根本还是利益分配的现象。通胀已经成了慢性病了，中药的效果相对较好，西药我们已经吃了8个月了，CPI还是没有下来。

在这种情形下，央行已经成为了堂吉诃德，对着那辆风车大战。风车或许能停下来，但超调的风险也就此产生了。在信贷管制的背景下，产业的利润被迫转给金融资本，虚实分离更加严重，这显然是没有良知的行为。当不对称加息迟迟不能来的时候，央行的这种行为只会对已经放缓的经济增长持续加压，而对通胀并不会产生实质的作用。

我们这些鲁人都能看出，央行的努力并不能从根本上解决通胀，英明的货币决策者能看出来吗？那央行为什么还不顾一切地线性地努力呢？或许我们可以以小人之心度君子之腹：我已经尽最大努力做了，通胀还下不来，就不是我的责任了。为了避免上级对自己的指责，我先把自己能做的事做到底。至于它是不是影响到增长，那就不是我应该管的事情了。西方的经济理论不是已经讲了嘛，央行的基本职责就是维持物价的稳定。

将央行比做堂吉诃德，并非是一种贬义的说法。在别林斯基看来，堂吉诃德是一个“永远前进的形象”。伟大的革命导师马克思、恩格斯、列宁在著作里不止一次地提到堂吉诃德，堂吉诃德的形象在今天仍保持它的意义。

（未完待续）



分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。2009“远见杯”宏观预测第二名，2010年《新财富》宏观组最佳分析师第六名。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。