

重提脱钩： 信贷周期启动下的中国经济

巴曙松

近期，关于宏观经济和金融市场的分歧非常明显。不过，在中国相互矛盾的宏观数据中，我认为信贷的高速增长、以及实际利率水平的大幅降低，对把握整个宏观经济走势具有重要的意义。2009年底，中国经济与西方经济脱钩的说法一度盛行，2008年下半年中国经济的迅速回落使得这种分析几乎销声匿迹。但是，从各种经济数据分析，在这些国际金融机构几乎忘记脱钩论的时候，2009年可能是中国经济重提脱钩论的合适时机。

中国经济增长脱钩的逻辑

储蓄的使用效率提高。宏观经济学中强调：储蓄—投资 = 经常项目顺差。经常项目顺差从金融角度看是流出的储蓄，中国的储蓄率高，本土的投资没有吸收掉，流出去了，回来变成顺差之后，央行进行购买，形成外汇储备，再用外汇储备购买美国国债。这个储蓄放在外汇储备、美国国债上，收益率是极低的，某种程度上甚至可以说是负的，如果按照人民币的购买力换算的话缩减更大了。因此与其把储蓄放在美国负的收益率极低的国债上，远不如把它投资中国的城市化进程和应对危机的一系列项目中，只要这些投资的回报率高于外汇储备投资在美国国债上的收益水平，就可以说是一个改进。从这个逻辑出发，我愿意看到2009年中国加速的城市化投资带动的进口增加，促使外汇储备平稳回落。这个过程也就是把流到海外的储蓄带回国内运用的过程，本身也是储蓄使用效率提高的过程。

地方政府围绕城市化所进行的投资规模正在填补因为出口调整形成的增长缺口，其力度大概只有1992-1993年的投资热潮时期可以媲美。与1998年相比，这次我们面临的问题是出口所受冲击比想象中的要大，因为出口占GDP的比重差不多上升了一倍多。再加上房地产调整，冲击会更大。从前四个月的数据来看，地方政府、中央政府围绕城市化进行的一系列投资，已经基本可以覆盖出口下滑和房地产调整的增长缺口了。二月份固定资产投资增速明显恢复，预计的固定资产投资规模比2008年同期增长可能达到80%以上，预计接下来有几个季度的投资高峰期即将到来。印证这一点的就是PMI指数，从2008年11月份见底以来，逐月回升。

国际和国内经济结构的调整不利于出口部门的恢复。2009年，出口部门依旧不看好。因为国际市场来看危机还在恶化。东欧的情况可能会带动西欧的银行业出现问题。这意味着中国的出口部门至少在下一年还面临着艰难时势，订单量都难以恢复。

不过，这也是中国结构转型的一个机会，可以说外需的大幅下滑会给中国扩大内需形成了一股强大的倒逼压力。现在的宏观数据往往不一致或者矛盾，我更愿意把这看成是结构调整慢慢显现出来。所以这可能也是一个转型的具体进展，一些过剩的产能正在逐步消化，国内的增长点在酝酿之中。

去年4季度是调整的底部

2007年下半年和2008年上半年有国际原材料大幅上涨形成的通胀预期，所以企业大幅度增加库存。到了2008年下半年，由于国际原材料下跌，企业又非常激进地压缩库存。压缩库存的时候，比如说用电量、工业增加值、企业盈利都在大幅恶化，恶化速度超乎想象。根据年报，很多企业在二三季度很好，而四季度利润则大大降低。一个通常的库存调整周期需要

两年时间，但是中国企业这次库存调整之快大概是两个季度。2009年一、二季度之间库存调整告一段落，慢慢地会下新订单，工业增加值和用电量在恢复。

增值税转型的很多企业把固定资产投资的计划放到2009年来做。由于一月份有春节，所以从二月份开始起步。因此二月份公布的固定资产投资的迅速恢复并不是偶然的，而是在预料之中的。

需要关注的几个问题

二次探底问题。由政府强力推动的政府投资迅速增长，带动中国经济走出低谷，这种大规模的政府投资无疑具有应急的成分，是十分有必要的，但是，如果要这种增长趋势持续下去，就必须在政府投资面临财务约束之后，有社会投资的跟进，否则就可能形成所谓“二次探底”问题。

当前，这么高密度的投资在短时期内密集进行，而且基本上靠政府投资带动。一些有自我约束力的地方政府，据了解，实际上是在有意无意设立一个举债边界，比如有一年的财政收入，以及现届政府的任期作为筹资界限，不把债务带到下一届政府等。这样计算下来，全国2007、2008年所有地方财政收入每年大概是2—3万亿，全部拿来做投资能带动多少？中央财政赤字的扩张有较大的空间，但是不太可能没有边界地扩张下去，需要找到新的投资的增长点。

从中国自身的经验看，1998年财政的第一波投资资金投放后经济反弹了，但1999年社会投资没跟进，工业投资下滑，导致中国经济的“二次探底”。从美国大萧条过后的历史经济波动来看，绝大部分在政府干预经济回落之后往往都有一个“二次探底”。

产业振兴计划必须同时注重过剩产能的消化整合。产业振兴计划提振企业竞争力，将微观冲击比想象中的要大，因为出口占GDP的比重差不多上升了一倍多。再加上房地产调整，冲击会更大。从前四个月的数据来看，地方政府、中央政府围绕城市化进行的一系列投资，已经基本可以覆盖出口下滑和房地产调整的增长缺口了。二月份固定资产投资增速明显恢复，预计的固定资产投资规模比2008年同期增长可能达到80%以上，预计接下来有几个季度的投资高峰期即将到来。印证这一点的就是PMI指数，从2008年11月份见底以来，逐月回升。

国际和国内经济结构的调整不利于出口部门的恢复。2009年，出口部门依旧不看好。因为国际市场来看危机还在恶化。东欧的情况可能会带动西欧的银行业出现问题。这意味着中国的出口部门至少在下一年还面临着艰难时势，订单量都难以恢复。

不过，这也是中国结构转型的一个机会，可以说外需的大幅下滑会给中国扩大内需形成了一股强大的倒逼压力。现在的宏观数据往往不一致或者矛盾，我更愿意把这看成是结构调整慢慢显现出来。所以这可能也是一个转型的具体进展，一些过剩的产能正在逐步消化，国内的增长点在酝酿之中。

股指迎来反弹 期待政策利好

万国测评 谢祖平

调查显示，虽然投资者普遍认可目前股指处于反弹过程中，但对于后市股指运行的高度则存在着明显的分歧，并期望后市有进一步的政策利好；另一方面，虽然对于外围市场的表现是否已见底分歧也较大，但普遍认为外围市场对A股的影响有限，不足以对A股起到决定性作用。

本周五个交易日沪深两市股指双双呈现出震荡走高的格局，其中上证指数最高已接近2300点，而深成指和中小企板股指则接近前期高位，同时市场成交量再度放大，沪市单日成交最高已回升至1300亿元以上。此外，本周外围市场也纷纷走出大幅反弹的行情。近期国内外证券市场的大幅上扬动力是什么？是否意味着市场已经探明底部呢？本周与智慧联合举行的专题调查“反弹动力从何而来？”为主题，分别从“经过一轮调整，A股目前是否又迎来了一轮反弹行情？”、“你预期上证指数能反弹到什么点？”、“你认为支持后市反弹的最大利好因素是什么？”等五个方面展开。此次调查时间为2月25日及26日，合计收到1322张有效投票。

反弹难过2400点

观察本周主要股指的表现，虽然周初两市股指小幅下探，但随后在金融、地产、有色金属、煤炭以及石化等板块相继走强的带动下，股指一路震荡上行，上证指数最高达到2294点，而深成指与中小企板股指最高则分别达到8692点和3506点，三大指数周涨幅则分别达到7.15%、9.80%和7.40%，周成交金额则分别放大四成、五成和三成。这是否意味着股指已摆脱震荡调整的格局迎来反弹呢？根据“经过一轮调整，A股目前是否又迎来了一轮反弹行情？”的调查结果，其中选择“否”、“是”和“不清楚”的票数分别为256票、740票和326票，所占比例分别为19.36%、55.98%和24.66%。从该结果上显而易见，多数投资者认可目前股指处于反弹行情之中，而不认可的比例则不到两成，短期市场做多思维较为明显，盘中热点此起彼伏。不过从周五股指表现来看，市场由普涨格局转化为“二八”行情。虽然中国石油、中国石化盘中大幅

上攻，但中小市值股则普遍出现回落。这是否会制约股指的上行高度呢？关于“你预期上证指数能反弹到什么点？”的调查显示，其中选择“难以超过2400点”、“超过2400点”和“不好说”的票数分别为655票、575票和92票，所占比例分别为49.55%、43.49%和6.96%。不难看出，对于目前股指的反弹性质投资者分歧比较大，认为不会超过2400点的比例占上风但优势并不大，两者得票比例相差只有6%。上证指数究竟是将向上突破创新高还是构筑双顶唯有等待市场给出最终答案。

最大利好在于政策预期

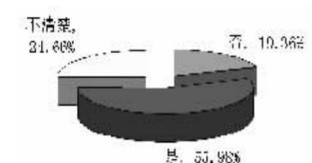
从市场消息面看，上周由于处于两会期间，虽然国内2月份部分经济运行数据不佳，但另一方面管理层释放出偏暖的信息进行对冲，从而维持股指出现宽幅震荡的行情；那么，近期市场的反弹动力又何在呢？根据“你认为支持后市反弹的最大利好因素是什么？”的调查结果，其中选择“经济向好”、“政策利好”、“外围市场反弹”、“市场流动性充裕”和“其他”的票数分别为327票、589票、143票、229票和34票，所占比例分别为24.74%、44.55%、10.82%、17.32%和2.57%。从该结果上看，接近五成的投资者认为支持反弹的最大利好在于政策利好，表明投资者预期在政策方面管理层将会有进一步的利好释放出来。不过从近期市场来看，除地方发债、钢材期货将推出等消息之外，诸如降低存款准备金率、推出纺织服装调整振兴规划细则等所谓利好消息主要为市场揣测。当然，不可否认这些揣测性信息对短期市场做多情绪的恢复效果是成功的。此外调查显示，投资者期望经济能向好从而支撑市场反弹，毕竟题材无法永久支撑股价，只有实实在在的业绩才是股市的根基。

外围市场走向影响不大

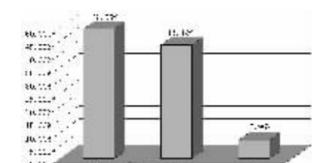
近来受到花旗银行表示今年前两个月盈利以及美联储将购超过1万亿美元政府担保债券努力使美国经济走出衰退等消息刺激，花旗银行、AIG等股价出现强劲反弹，外围主要证券市场出现连续的大幅上扬，截止周四美国道琼斯指

数、标准普尔指数、纳斯达克指数、英国金融时报指数、法国CAC指数、日经225指数以及香港恒生指数从低点以来的最大反弹幅度分别达到17%、20.4%、19.3%、13%、15%、14.7%和16.6%。不过，关于“你认为外围市场的大调整见底了吗？”的调查显示，其中选择“见底了”、“没有”和“不好说”的票数分别为364票、488票和470票，所占比例分别为27.53%、36.91%和35.55%。从该结果上看，投资者对于目前外围市场已经见底认可度较低，后续能否上行的持续性需继续观察。另一方面，关于“外围市场涨跌对你的A股投资有多大影响？”的调查显示，其中选择“几乎没有影响”、“稍有影响”和“有决定性影响”的票数分别为184票、984票和154票，所占比例分别为13.82%、74.43%和11.65%。从该项调查结果上看，虽然外围市场走向不会对A股市场有决定性的影响，但也并不是无任何影响，外围市场在一定程度上将会影响到A股市场的走势，若外围市场走强，将缓解国内过高的估值压力；反之，则会加大国内A股的估值压力。

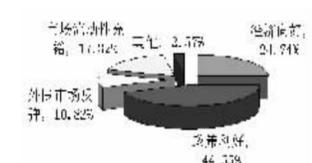
综合以上调查结果，虽然投资者普遍认可目前股指处于反弹过程中，但对于后市股指运行的高度则存在着明显的分歧，并期望后市有进一步的政策利好；另一方面，虽然对于外围市场的表现是否已见底分歧也较大，但普遍认为外围市场对A股的影响有限，不足以对A股起到决定性作用。笔者认为，由于市场担忧美元贬值导致国际原油、有色金属以及黄金等资源价格上涨，A股市场中相关板块大幅走强，另一方面投资者对于出台政策利好等预期也左右着市场，从而激发A股走强，显示出短期做多信心的恢复。从目前市场技术形态上看，上证指数已经回到布林线中轨上方，并远离60日均线，形态上存在着向上突破的迹象，不排除股指将可能向上试探年线位置。不过，虽然目前市场整体估值处于相对合理的区域，但中小市值个股普遍估值水平较高，周五盘中调整也显示出获利盘回吐的压力，另一方面在上涨过程中解禁股的抛压被忽视，一旦股指上冲乏力，其对市场的负面冲击将会显现。



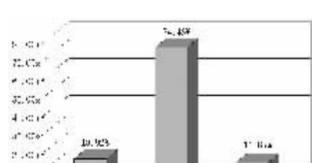
一、经过一轮调整，A股目前是否又迎来了一轮反弹行情？



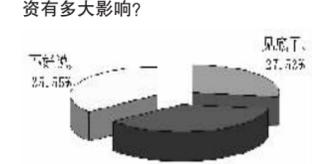
二、你预期上证指数能反弹到什么点？



三、你认为支持后市反弹的最大利好因素是什么？



四、外围市场涨跌对你的A股投资有多大影响？



五、你认为外围市场的大调整见底了吗？

数据来源：大智慧投票箱

短期政策工具：重数量轻价格

——有关货币政策的预期分析

光大证券 潘向东

必然会从实体经济的衰退推波助澜。因此，2008年下半年我们认为央行应该果断降息，改善企业的资产负债状况，刺激商业银行的信贷投放。

但由于政府对商业银行信贷投放的鼓励，我们以前所担心的信贷会出现收缩的状况已经完全被政府的鼓励措施所稀释，信贷不仅没有出现收缩，还出现了投放规模超出市场的普遍预期，1-2月份新增贷款达到2.7万亿。目前，只要这种信贷的投放能持续，那么通过降息来刺激信贷的投放就没有任何意义。相反，再次利用价格工具加大外汇市场的波动，不利于在复杂的国际环境中稳定。

用数量工具对冲“外冷”

随着贸易顺差的减少和资本项目逆差的显现，外汇储备在1-2月份应该已经出现负增长。据社科院世经所的测算，2008年10月、11月、12月的短期国际资本净流出额分别达到-231亿美元、-436亿美元、-275亿美元，而1月份贸易顺差为391亿美元，FDI为75亿美元，2月份的贸易顺差为48亿美元，FDI为52亿美元，考虑到当前的国际环境与2008年4季度相比没有得到任何改变，同时考虑到外汇储备中欧元的大幅缩水，因此1-2月份的外汇储备应该是负增长。由于外汇占款的负增长以及在1、2月份商业银行信贷的强力投放，目前商业银行系统超储率已从2008年底的5.11%快速下降至2月底的3.8%附近水平，超储的减少未来会影响到银行系统的流动性，影响到未来信贷的投放。

就短期而言，外汇占款负增长的情

况还难以改变，因为：其一，全球金融萎缩衍生的发达国家金融市场去“杠杆化”仍在延续，这会导致短期内国际资本流出国内市场；其二，国际经济环境很难短期内得到大的改善，出口数据仍会处于低迷，同时，未来进口增速会提升，因为在全球经济出现急速下滑，其他经济体都面临着失业率急剧攀升，假若我们还维持高贸易顺差，势必助长其他经济体

施压人民币升值或促使国际贸易保护主义重新抬头，这显然不利于中国经济的平稳发展，从而未来国家将通过扩大进口的方式来缓解国际压力。

因此，考虑到外汇占款和仍需保持信贷较高速增长两方面的因素，短期内央行可能会通过降低存款准备金率和减少公开市场操作来保证“稳增长”过程中流动性的相对充裕。

市场面临震荡加剧

九鼎德盛 肖玉航

本周深沪A股形成对近期三角形整理的突破后，强势上行，周K线收出放量中阳线，但总体量能相对于前期2200-2400区域量能明显减少。股指的上升主要得益于指标股中的石油、有色等权重的推动，从上证指数来看，周收盘于2300点关口之前，而在市场启动较大权重股的情况下，仍然难以回补前期2313-2316点缺口表明，市场虽收周阳，但总体实际量能仅切入到远大于本周量能的密集套牢区域内，因此配合短期技术指标与量能变化来看，下周进入震荡加剧的可能性较大。

从本周成交量来看，深沪A股市场总成交呈现明显的放大，但与前期2200-2400点时两市万亿的成交相比明显不足。也就是说，实际成交量仍显单薄，因此量能的相对不足，加上目前密集区内的套牢盘、获利盘、累积限售股等将加大A股

的动荡。从时间因素来看，上证指数下周将进入反弹以来的第20周，离21周时间窗口已经较近，因此在重要时间窗口之前的周内震荡也将加大。经过反弹，目前上证指数来到2300点关口，应该说从周阳的角度来看，市场有封闭缺口的可能，但一旦回补，市场多头反弹的动力将会减弱。从周五深沪A股拉升最大权重板块效果来看，盘中最高点位2294点离缺口仅一步之遥，显示此缺口压力较重，同时市场层面的逢权重股上拉就出货的格局没有改变。从周五收盘来看，两市放量收出的十字星形态，表明短期市场震荡加大、风险加大的格局将可能产生。

总体来看，深沪A股虽然连续反弹，但从市场层面来看，量能相对较弱，市场有可能在短期技术指标高企、解套盘、获利盘等因素影响下，出现剧烈震荡。