



全球流动性过剩 三到五年不会改变

清华大学中国与世界经济研究中心主任 李稻葵

从明年开始,全球经济和金融市场将正式进入“后危机时代”,系统性和大规模的金融市场崩溃风险基本结束。未来一年西方主要经济体可能出现比较强劲的回升,金融市场可能出现大幅度的波动。

通胀和资产价格上涨是主旋律

尽管有部分欧洲国家存在债务危机问题,但发达国家的主流是美国、日本、加拿大、德国、法国和澳大利亚等国家,这些国家的经济增长目前已经出现了比较好的苗头,其中美国最为明显。美国明年仍将实施扩张型的财政政策,很多经济学家预测明年美国经济增速将在3%以上。日本经济得益于新兴市场国家的增长,明年可能保持过去两个季度以来的正增长。德国经济同样会受益于新兴市场国家经济增长,也受益于欧洲债务危机带来的欧元贬值。

金融市场方面,明年的主要话题仍是欧洲债务危机。应该说,欧洲总体财政情况要比美国好得多,只不过是内部的协调机制出了问题,而现在正在逐步得到解决。未来一年,欧洲中央银行可能会走美联储的老路,即以某种形式的政策来实施量化宽松,在短期内稳定金融市场,而且欧元贬值也是对欧洲有利的事情。在这个过程中,欧元对美元汇率预计会出现比较大的波动,明年上半年欧元对美元汇率可能不断下跌,到年底欧洲债务危机基本解决之后会再次回升。

总体而言,从国际上看,2011年经济增长不会成为问题,同时结构也会出现调整。国际金融市场一定会出现波动,简单来说,就是全球性的流动性过剩仍将继续。在未来的三到五年之内,全球性的流动性过剩情况都不会改变,流动性过剩对于西方国家而言是非常有利的,因为在当前的情况之下,西方国家要想恢复经济,必须推高金融市场的价格。金融危机的主要表现是资产价格下降,现在把资产价格推高,即使出现一点通胀,也是可以接受的。所以,未来两三年内,全球范围内的通胀和资产价格上涨将是主旋律,西方发达国家和其他外围国家不可能出现通货紧缩的情况。

中国资本市场非常健康

回到国内,预计明年中国经济仍会有比较强劲的增长。根据清华大学中国与世界经济研究中心的预测,今年中国经济增速在10.3-10.5%之间,明年的预测是9.5-10%之间,今明两年都是非常高的增长速度,背后的基本原因是,现在我国还处于高增长的周期之内。很多基础性建设项目还在进行当中,包括高铁投资、应

李迅雷:2011年增加对被低估的大市值传统行业股票的配置,把投资看作是一种收藏,应该不会跑输M2增速。

对各种自然灾害的基础性建设投资、节能减排的设备投资等等,这些将会保证明年固定资产投资保持在比较高的水平上。

与此同时,我国的经济结构也出现了非常可喜的变化,比如贸易顺差占GDP的比重持续下降,现在已经降至3%多一点,而这一比例在危机之前一度达到10%;今年我国的地区发展不平衡问题也出现了积极变化,广西、四川、重庆和云南等地的经济增长速度非常快,甚至超过了一些沿海省份;另外,经济结构调整进展顺利,预计明年消费将会延续今年的较快增长,增速有望保持15%以上,经济增长将给老百姓带来更多实惠。

从学术的角度来衡量,现在中国资本市场非常健康,现在市场定价合理,不存在泡沫。目前中国资本市场的市盈率和分红率数据要好于很多发达国家的资本市场,同时也好于中国市场的历史水平。房地产市场方面,明年政府会继续采取各种措施增加交易成本和持有成本,房地产市场作为投资对象而言,可能已经逐步丧失其吸引力,尤其是与资本市场相比。

最后,对于公众投资提出几点建议:一是要认识到投资是一场马拉松,是一种生活方式,应该重视长期趋势,进行长期投资,不应该过度关注短期波动;二是在投资的过程中要保住底线,要留出一部分资金抵御风险,比如购买保险和银行存款等等;三是在保住底线的基础之上要进行积极投资,尤其是在温和通胀时期;四是眼光要放到中国之外,投资者可以关注一些受益于中国经济增长的国家的机会。

坚守估值 还是追随成长

国泰君安证券首席经济学家 李迅雷

2010年中国无论是股市还是债市,表现都不佳,尽管经济相当不错,GDP增长率在10%以上,通胀率也不过3.3%。股市下跌的主要原因,应该还是政策趋紧,A股历来重政策,A股与政策周期变化的相关性要高于经济周期,而政策往往会采取反周期的方式,因此,经常出现实体经济走好而股市变坏的反常现象。

对2011年的三点思考

A股的格局是大盘股的动态市盈率已经跌至15倍左右,几乎是历史最低,而创业板的市盈率在70-80倍之间,中小板市盈率在38倍左右。中小市值股票的走势缺乏盈利面的支持,中国经济增长减速是必然的,上市公司的盈利增长预期将从2010年的30%左右降至20%左右。2011年资本市场面临的困惑至少有三方面:第一,经济减速导致盈利增速下降,一个成长性不佳的市场前景如何?第二,大市值周期类股票估值水平尽管非常有吸引力,但政策趋紧会不会造成未来盈利的负增长,它们会失去估值优势?第三,如果只是选择有政策扶持、防御性较强的新兴产业,面对估值水平已经透支未来,且未来的成长性又不是太确定的中小市值股票,你担心泡沫破灭吗?

关于这三个问题,我的思考是:

期望2011年指数大幅上扬似乎不太现实

李稻葵:中国资本市场非常健康,市场的市盈率和分红率数据要好于很多发达国家的资本市场,同时也好于中国的历史水平。

实。因为中国经济高速增长时代已经步入后期,经济增长的速度将逐步放慢,中国已步入资本过剩时代,企业盈利占GDP的比重将下降,“暴利型”上市公司的数量会减少,股市的波动幅度或会收敛。由于有股指期货和融资融券等工具,市场的魅力不减,但投资需要更专业的技巧才能获取超额收益。即便是盈利增长有所回落,也属于中高速增长水平,中国股市依然是全球最有吸引力的市场之一。

增加对被低估的大市值传统行业股票的配置。有不少金融、地产、钢铁、煤炭等行业的股票被明显低估,很多带有H股的大市值A股股价水平低于H股20-30%。如果认为这些股票是因为国家宏观调控或本身属于传统产业或夕阳产业而只能给予较低的估值,显然是依据不足的。中国的城市率只相当于日本60年代末的水平,大量的基础设施建设、房地产等,都需要银行提供融资服务。无论是新能源、新材料还是其他新兴产业的崛起,都不意味着传统产业衰退拐点的出现。早在15年前,央行已经提出要直接融资的比重,但仍没有明显提高,其背景就是城市化过程中的绝大部分融资无法通过直接融资实现。

中国经济虽然会有短周期的波动,但7%-9%的增速维持5年以上的概率很大,上市公司盈利平均增长率每年上升10%以上的概率也比较大,这为传统产业市值占总市值70%以上的A股提供了长期的支持。因此,2011年增加对被低估的大市值传统行业股票的配置,把投资看作是一种收藏,应该不会跑输M2增速。

小盘股已经持续两年走强,但并不是所谓新兴产业崛起使然,更多是新兴市场参与者的投机偏好所决定。对于成长性行业,必须分清哪些成长只是昙花一现,哪些成长性行业中的企业只是融资规模的增长而不能带来盈利增长,哪些企业虽然成长,但股价已经远远透支了其成长预期。目前,小市值股票的泡沫已经不下于网络股时代,但2011年是否马上发生风格转换呢?也未必,2011年上半年宏观政策的收紧还是会持续,只有下半年政策放松,周期性行业走出低谷,才是风格转换的契机。

对政策收紧的恐慌可能造成集体误判

2011年被忽视的机会或许在于投资者的集体误判,即对政策收紧的恐慌,但2010年的经济并未过热,过热的只是物价。2011年潜在的机会或许是市场回归常态,就如货币政策转向那样,即价格回归价值,市场回归理性,而契机是否是2011年国际板的推出?共同基金的崛起和QFII的进入,都曾给市场带来了倾向价值投资风格的转换,但都好景不长。说明中国资本市场要走向成熟是漫长的过程,但2011年肯定是一漫长过程中得以进步的一年。2011年追随成长不应忘记估值,而坚守估值却不要被静态的估值水平所迷惑。

彭文生:如果国际经济增长及大宗商品价格涨幅超预期,国内通胀压力加大,政策紧缩力度可能比我们预期的更强。

通胀回落为时不远

中金公司首席经济学家 彭文生

2010年,CPI不断攀升,通胀压力在年底几个月显著超出预期。

为应对通胀,央行已六次调高存款准备金率,两次加息。2011年,政策的走向倍受关注,货币政策会收紧到什么程度?中国经济增长是否会因政策紧缩而二次探底?

通胀明年一季度后可能回落

货币数量理论认为,通胀归根到底只是货币现象;凯恩斯学派理论则认为需求过旺和供给冲击是引发通胀的两个基本原因。两种说法各有道理,货币数量理论适合货币供应与通胀的长期趋势性关系研究,凯恩斯理论模型则适合于分析和预测中短期通胀走势,两种分析框架应结合运用,不应单独倚重其一。

分析半年以后通胀走势应该综合考虑以下三个因素:需求推动,成本推动,以及货币发行量,仅依靠货币发行(M2增速)推断短期通胀走势可能有失偏颇。

总体上看,在经济转型的大背景下,2011年经济增长将比2010年放缓,需求压力将有

所放缓,另外,M2的增长将逐渐下降到16%,低于过去3年的水平,明年通胀将呈前高后低的走势。

通过对比本次通胀与过去两次通胀周期(2003-04年,2007-08年)比较,也许我们可以把问题看得更清楚一些。过去两次通胀上行周期持续了13个月和19个月,而本轮通胀上行周期从2009年7月的-1.8%持续攀升至11月份的5.1%,已历时16个月。2003-2004年期间,GDP同比涨幅达10.1%,总需求同比增长达14.9%;2007-2008年期间,实际GDP同比增长达13.2%,总需求同比增长达17%,经济出现明显过热。本轮CPI攀升期间,截至3季度,实际GDP同比涨幅达到10.7%,总需求同比增长达15%,与2003-2004年的情况更接近。另外,现在输入型通胀压力也小于2007-2008年。当然,本轮通胀的流动性比前两轮周期更为充裕,主要反映2009-10货币信贷扩张很快,但是今年货币供应增长已经显著放缓,处在回落到历史正常水平的通道上。

2011年,我们还需要进一步的调整,使得整体货币条件回到全球金融危机之前的水平。但由于本次通胀周期相对比较温和,加上全球经

济的不确定性,我们预计政策反应的力度不如07-08年猛烈,应该更接近03-04年的情形。

2003-2004年:通货膨胀相对温和,经济过热风险不明显,政府逐步、适度地调节货币政策。2003年底CPI上升至3%以上,并在2004年进一步升至5.3%。货币政策上,政府从2003年底开始收紧信贷业务,并在2003年9月和2004年4月两次调高存款准备金率;而直到2004年10月,在负利率已持续11个月,并高达3.32%的情况下,政府才加息一次。而后没有进入加息周期,2.25%的1年期存款利率维持不变长达21个月。其间政府对货币总量进行控制,M2增速下降5.5个百分点。

12月召开的中央经济工作会议指出,要实施积极的财政政策和稳健的货币政策,增强宏观调控的针对性、灵活性、有效性”。随后国家发改委工作会议提出明年经济增长目标为8%,通胀率为4%。这预示着2011年货币政策大幅紧缩(特别是多次大幅加息)的可能性较小,预期2011年货币条件将较2010年有所收紧,但不至于大幅紧缩。

通过和过去10年两次通胀周期的比较,考虑近期政策调整,我们认为本轮通胀明年1季度

后会有所回落。预期从现在到2011年将可能加息两次,每次25个基点,加息在今年和明年上半年的可能性较大。预计明年M2增长目标会回到全球金融危机之前的水平,也就是16%左右,可以支持新增贷款7万亿人民币左右。预计2011年下半年通胀将呈现回落态势,紧缩压力即会减轻。2011年全年CPI通胀在4.3%左右。我们预计明年经济增长9.3%,比2010的10.2%有所放缓,但还是较快速度。

发达市场经济复苏可能加重通胀压力

全球经济的走势将对明年中国经济增长、通胀和宏观政策有重要影响。近期美国的经济数据转好,可能显示超宽松的货币政策正在起作用,2011年发达市场经济增长可能超预期。而同时,欧洲债务危机仍然有进一步恶化的可能。我们判断未来宏观经济政策会强调灵活性,根据全球经济的变化和对中国经济的影响做出及时调整。

在我们通胀已经处在一个相对较高的情形下,更大的风险是如果国际经济增长及大宗商品价格涨幅超预期,国内通胀压力加大,政策紧缩力度可能比我们预期的更强。

