

# 中国经济的底部与脉冲

李慧勇

对于 2016 年全年以及第二季度宏观经济的整体形势,我们的核心观点是:大周期经济继续筑底,但是短周期有一个向上的脉冲。

## 大周期:经济仍在筑底

我们认为,中国经济继续筑底,一直等到世界经济显著复苏、改革红利落地、市场出清,这种格局才会改变,估计可能要等到 2018 年。

我们在此前的一篇报告中提到,中国经济前景类似于 1998 年~2002 年。中国经济可能呈现出与彼时相似的特征,见底但是不会很快回升。那么盘整需要几年? 由于 1998 年到 2002 年经历了 5 年的调整,考虑到政府企业和银行资产质量都好于当时,我们给出的判断是 3~5 年。目前 3 年已经过去了,市场还在讨论同样的问题。那么到底是什么因素使得中国经济调整比预期的时间要长?

思考下来,我们认为主要和国际经济持续低迷、改革红利仍有待释放、缺乏新的主导产业这三项因素有关,在 2016 年甚至未来相当长一段时间内,我们都需要密切关注这些因素的变化。不少机构基于此看空中国经济,甚至一度销声匿迹的中国崩溃论再次出现,我们认为也没有必要,中国作为制造大国,和其他经济体相比,总体情况还是比较好的。

第一,中国与其他新兴市场国家相比,无论是财政还是货币政策还有进一步宽松的空间。2015 年,巴西和俄罗斯的经济增速分别是-3.8%和-3.7%,但通胀高达 8.9%和 15.7%,出现了明显的滞胀;南非也存在潜在的滞胀风险,迫使其不得不采取紧缩性的货币政策以对抗通胀。滞胀意味着货币政策的进退两难,相对而言目前中国的经济增速和通胀还是比较匹配的,如果经济需要稳增长,那我们就可以宽松,不会受到通胀的制约,毕竟 2015 年的 CPI 仅仅为 1.4%,并不存在滞胀风险。

第二,相比其他国家经济增长严重依赖外债,中国是传统的高储蓄国家,总体杠杆率可控,可以通过杠杆的转移创造出新的经济增长点。中国的高杠杆和欧洲主权国家以及美国的高杠杆均不相同。欧洲国家主要是政府杠杆率较高,而“次贷”危机之前美国主要是企业和居民的杠杆率较高。对

在这一过程中,新经济将逐渐替代旧经济,中国消费和中国智造将逐渐成为中国经济的新动力。在经济筑底阶段,利率、汇率还有下行空间。

# 沪指考验2900点支撑 空头反扑不足惧

证券时报记者 汤亚平

周五 A 股市场遭遇重挫,沪指短期将再度考验 2900 点支撑,各板块全线下挫,两市超 2700 股下挫,成交量明显放大。

截至收盘,沪指跌 2.82% 报 2913.25 点,成交 2341 亿元;深成指跌 3.57% 报 10100.5 点,成交 4276 亿元。

事实上,昨日早盘沪指冲高还一度站上 3000 点,10:30 之后创业板突发跳水,主板也跟随;午后,14:30 前大盘在低位横盘震荡,跌停股几乎没有,但尾盘跳水跌停股骤增,收盘前创业板出现了多只个股冲击涨停。显然多头无法连续放量突破,最终引发释放情绪,20 日线被动突破后再度失守,形成反压。最终 3000 点功亏一篑,尾盘的跳水让指数重回起点。

现在的问题是,指数在 20 日均线与 60 日均线之间徘徊了 10 天,却以周五的放量长阴而告终,且日内下跌趋势一直没有改变,盘中反抽软弱无力,而跳水来得很突然,致使一阴

于中国来说,即使将地方政府包含在内,中国政府的杠杆率也只有 60%,而居民的杠杆率甚至不到 40%。2008 年以来,中国的杠杆率提高更多是企业杠杆率的提高,未来我们完全可以通过企业去杠杆,政府和个人加杠杆,来实现杠杆的总体均衡,通过杠杆的再造来为中国经济寻找新的增长点。

从微观上来讲,中国货币投放渠道的变化也值得我们关注。过去中国的货币创造机制很简单,内靠贷款,外靠外汇占款,以贷款为主,外汇占款为辅。但近来我国出现资本外流,外汇储备趋势性下滑,外汇占款已经成为货币的负贡献因素。但是我们的广义货币 M<sub>2</sub> 并没有减少,去年甚至出现了 13.3% 的高增长。究其原因就在于商业银行的证券投资,包括购买地方政府发行的债券、商业银行之间进行基金投资,使我国货币获得了一个新的投放渠道,也使中国经济相比其他新兴市场有了更大的运作空间。

第三,我国外汇储备的空间仍然充足。当年的亚洲金融危机是由于外国资本大举流出,部分国家外汇储备衰竭所引发的,811 汇改之后,很多人担心中国也面临类似的困境。我们基于 IMF《外汇储备充足性评估》规则,测算了不同情形下中国所需要的外汇储备规模。在固定汇率情形下,我国外储的合理规模在 1.5 万亿美元到 2.5 万亿美元之间,如果假定汇率自由浮动,合理规模可以进一步下降到 1.25 万亿美元。截至 2016 年 3 月,我们的官方外汇储备是 3.2 万亿美元,按照最保守的估计,还有近 1 万亿美元的外汇储备使用空间。这其实也是其他新兴市场国家所不具备的。

因此,虽然目前中国经济困难重重,但同时我们也应该看到中国与其他新兴市场国家相比,操作空间依然很大,因而无需过度悲观。

那么中国经济最快什么时候能够结束调整,步入新周期呢,我们认为 2018 年前后值得期待,原因有三方面:第一是世界经济可能会显著复苏,第二是市场供求可能达到均衡,第三是我们认为本届政府十年磨一剑,前面 5 年可能更多的是打基础,那么后面 5 年就需要改革落地、开花结果,能够看到改革红利的体现,这就使得中国经济在“十三五”期间呈现出一个前低后高的走势,步入一个新的周期。

在这一过程中,新经济将逐渐替代旧经济,中国消费和中国智造将逐

渐成为中国经济的新动力。在经济筑底阶段,利率、汇率包括其他金融资产价格还有下行空间,预计 10 年期国债收益率最终可能见到 2% 以下,人民币汇率蒋调整到 7 左右,极端情况下可以看到 8 左右。

## 小周期:向上脉冲再现

尽管一年的时间才过去了三分之一,但全球经济以及相关的金融资产、中国经济以及相关的金融资产都经历了一个从危机到蜜月的转变。

回顾 1 月份的全球危机模式,主要和三个因素有关。一是中国经济硬着陆。二是大宗商品价格下跌。三是美国加息美元走强。三个因素相互影响使得全球风险资产遭受重创。

令人欣喜的是,一季度大宗商品的价格已开始逐渐反弹,新兴市场股市亦从低位回升。目前,原油价格已从 30 美元回升至 40 美元,铁矿石自去年底低位反弹了 48%,铜反弹超过 10%。新兴市场货币随美元加息节奏放缓也已止跌回稳。新兴市场国家主要出口原材料价格的反弹,同时提振了这些国家汇率与核心股指的转暖。例如,铜价的反弹对智利比索的支撑,铁矿石现货价格对巴西雷亚尔的支持,此外还有俄罗斯 INDXCF 与巴西 IBOV 指数的迅速回升。

可以说,全球经济在 2016 年一季度经历了危机模式以及危机模式之后的喘息,是什么因素导致全球经济走出了恶性循环呢? 我们认为有三点:一是全球政策协调性增强,美联储突然变得鸽派;二是大宗供给端的改善以及中国供给侧改革;三是中国的房地产投资开始回升,是对中国经济前景与信心的支撑。我们认为,三个因素中的中国因素相对可控,不可控的是美元和国际因素。

中国房地产投资的可持续性不大。现阶段房地产投资对 GDP 增速的拉动作用仍然至关重要,短期内必须依靠房地产增长维持一定的经济增速。因此我们认为,国家将在总体上维持利好房地产的政策环境,不会出重手打压房地产,各地也将根据当地情况因地制宜,出台差异性的政策。一线城市房地产的销售增长和去化将带动二线、三线乃至全国库存的消化。如果上述逻辑成立,房地产将在总体上保持一个增长恢复的态势。相比去年 1% 的增速,今年一季度房地产投资增速已经恢复到 6.2%,全年投资增长可能比我们预测的 5% 还要乐观。

新基建是新时期的投资热点。根据 2016 年政府工作报告,今年的传统基建投资目标与去年相比差距不大。经过多年建设,铁路投资的增长速度已趋于稳定,难以出现数年前超高的投资增速。从 2016 年政府工作报告中来看,去年计划铁路建设投资数额为 8000 亿,而今年计划仍为 8000 亿左右,投资规模趋于稳定,未出现大的变动。同样,今年政府报告中公路和水路的投资目标 1.6 万亿,也未发生变化。因此,基建投资能否达到

说不通的。

新浪博客鸡牛进一步指出,虽然昨日大盘的杀跌幅度超过 4 月 20 日,但是成交量远远低于 4 月 20 日,且盘中最低点明显高于 4 月 20 日,故而可以将周五的走势,结果深 V 没有来,却出现了大黑棒,一阴抹去前面四根阳线,所以在这个市场博弈,就必须有逆向思维。

有投资者分析,证监会或将给借壳降温“这是昨天大盘大跌的一个逻辑。但细想一下,根本就站不住脚的,难道我们 A 股离了壳资源就不能活了? 所以今天的下跌有人为故意制造恐慌情绪了。大盘自从 4 月 20 日那根长阴线以来,多次下探都是守住 60 日线的,这可是国家队努力的结果。而尾盘 60 日线被击穿了,吓出了很多跟风止损盘。

署名丁大卫的投资者直言:中概股回国内上市并不是利好,是利空,他们是来这个市场圈钱的,如果按照这个传闻,监管部门限制,减轻市场压力,不是好事吗? 为什么市场会应声大跌呢? 所以从道理上、逻辑上是

第二则消息:证监会在昨日休市后召开的周末例会中,回应中概股回归受限传言:证监会已经注意到相关舆情,

中国经济继续筑底,一直等到世界经济显著复苏、改革红利落地、市场出清,这种格局才会改变,但是短周期有一个向上的脉冲



吴比较/制图

18%~20%的增速,取决于地下管廊、充电桩、社会停车场、PPP 等新基建项目,而不依赖传统的基建项目。在新基建项目中,尤其应关注今年的政府工作报告中首次提出并给出目标的项目。比如,今年地下综合管廊首次明确提出了 2000 公里的建设目标。此外,在政府工作报告和十三五规划中均提出推动建筑产业现代化,发展钢结构和装配式建筑,也是值得关注的重点领域。

可见,国内因素对经济的影响相对确定,但国际因素却难以把握,对于其中一些重要时点必须给予足够的关注。第一,尽管美联储的货币政策非常透明,但当前美联储决策不仅需要考虑美国国内的经济运行情况,还可能需要考虑美国货币政策对新兴市场和全球经济的影响,每次议息的时间将成为一个重要的时间窗口。第二,OPEC 与非 OPEC 产油国能否就石油产量达产协议,充满了不确定性。基于供给端改革对这对大宗商品价格上涨的重要作用,OPEC 会议值得关注。此外,其他重要时间点包括英国脱欧、美国大选也值得关注。

如今,上市公司去年年报都已经公布了,显示“国家队”持有的股票市值超过 2 万亿元,扣除去年“股灾”之前就持有的部分(主要是一些银行股)后,总量也在 1 万亿元以上。无疑,这是一个十分庞大的数字。而更加引人关注的是,“国家队”现在还是 40 余家上市公司的第一大流通股股东,而这些公司大都分布在中小板与创业板上。换言之,“国家队”掌控了一批中小市值上市公司相当数量的流通股,从而在市场上扮演了一个完全不同于以往的角色。

在人们的印象中,过去“国家队”持股一般周期都很长,汇金公司以前就买入过不少银行股,大都拿了好几年,它们买的 ETF,也在持有多年后才在去年股市暴涨时卖出了一些。当然,这符合其稳健投资、寻求中长期收益的投资宗旨。但问题是,现在还大量投资了中小市值股票,在这些公司,股东的收益恐怕很难通过红利分配实现,而是需要在二级市场上以买卖差价的方式来实现。

那么,问题就来了,“国家队”对于所持有的这批股票,究竟是坚持长期持有,还是会找机会做差价呢? 在中国股市目前的状况下,长期持有某只股票,到底划算有多大,也是一个问题。而如果要去做差价的话,那么对二级市场的影响就很大了。

总之,上述三则消息对市场构成市场重大利好,对于昨日指数的波动,误读、误导绝不可取。

我们认为,在经济以及和经济相关的大宗商品价格急剧调整之后,脉冲式波动将是 2016 年中国经济底部的最主要特征。我们预测 2016 年的中国 GDP 全年增速将达到 6.7% 左右,仍然保持在 6.5% 以上。GDP 增速的变化模式应与过去三年类似——基于经济下行压

## 当“国家队”成了股民新伙伴

桂浩明

如果说大半年前,“国家队”资金为稳定市场而大规模入场时,人们更多的是把它们视为“救火队”,想到的只是这“千股跌停”的格局可以改变了,至于说“国家队”资金进入股市后,将怎样影响行情的变化,大家恐怕还没有来得及去想。

如今,上市公司去年年报都已经公布了,显示“国家队”持有的股票市值超过 2 万亿元,扣除去年“股灾”之前就持有的部分(主要是一些银行股)后,总量也在 1 万亿元以上。无疑,这是一个十分庞大的数字。而更加引人关注的是,“国家队”现在还是 40 余家上市公司的第一大流通股股东,而这些公司大都分布在中小板与创业板上。换言之,“国家队”掌控了一批中小市值上市公司相当数量的流通股,从而在市场上扮演了一个完全不同于以往的角色。

在人们的印象中,过去“国家队”持股一般周期都很长,汇金公司以前就买入过不少银行股,大都拿了好几年,它们买的 ETF,也在持有多年后才在去年股市暴涨时卖出了一些。当然,这符合其稳健投资、寻求中长期收益的投资宗旨。但问题是,现在还大量投资了中小市值股票,在这些公司,股东的收益恐怕很难通过红利分配实现,而是需要在二级市场上以买卖差价的方式来实现。

那么,问题就来了,“国家队”对于所持有的这批股票,究竟是坚持长期持有,还是会找机会做差价呢? 在中国股市目前的状况下,长期持有某只股票,到底划算有多大,也是一个问题。而如果要去做差价的话,那么对二级市场的影响就很大了。

力,政府推出扩张政策刺激经济,3~4 个月后,经济指标回升。基于这样的预测,我们判断 2016 年一季度的 GDP 增速可能是未来三个季度的低点,第二、第三季度可能回升,而第四季度可能会略有回落。

(作者系申万宏观首席宏观分析师)

从普通投资者的角度来说,过去公司的自由流通股,很多是集中在公募和私募基金上,当然也有所谓的“牛散”也会拿一些。客观而言,这些自由流通股的股东,在操作上都以短线为主,在行情大幅度波动时,其操作频次会很高,博取差价收益的特征也十分明显。而这样的操作模式,“国家队”是否也会沿用呢? 一段时间来,坊间也一直有“国家队”卖股票的传闻,他们似乎也在博差价。不过,现在不少投资者关注到“国家队”成为其股市上的新伙伴后,还是很感慨的,也有些新的想法出现。

譬如说,如果“国家队”还是中长期投资,那么因为其持有相当数量的自由流通股,在市场上实际流通的股票数量自然也就减少了,这样在具体的操作上就会有新的变化,毕竟“盘子”是比较轻了。再譬如说,如果“国家队”调整了操作模式,也注重挖掘短线的操作机会,那么其它投资者对于这个股票,自然会望而生畏,面对最大的自由流通股股东,别人就不会轻举妄动。这是否会影响到相关股票的价格弹性,尽管现在还缺乏这方面的实证研究,但的确有很多投资者对此事有一些想法,市场上也出现了“暂且”回避这类股票的投资建议。

其实,对于广大投资者来说,与其费尽心思地琢磨“国家队”的行为举措,不如深刻研究股市的发展规律。中国股市的过度投机以及漠视价值的模式,早晚是会改变的,而机构投资者的进一步发展,也是早晚的事情。因此,大家需要了解“国家队”的行为,并且与之形成良性的互动,展开合作型博弈,共同持有好股票。在这里,抛弃短线思维,更多地企业成长中实现投资收益,这样不但与“国家队”和谐了,也找到了一种新的盈利模式。

(作者系申万宏源证券首席分析师)