

编者按:时值岁末,疲弱的A股市场期待冬日暖阳。然而,动荡不安的全球金融市场,欧债危机未去美债危机又来,一波又一波的外部冲击风高浪急,让中国经济这艘大航船备受考验。在预调微调的政策基调之下,中国宏观经济将如何演绎?股市、楼市两大热点市场会有怎样的变化?证券时报记者就此采访了经济学家和机构人士。

# 政策预调缓冲外部压力 扩内需期待组合拳

证券时报记者 陈中 徐欢  
李东亮 杜志鑫

## 经济数据回落与政策微调成为影响市场两大因素

证券时报记者:您对当前的宏观经济形势怎么看?在目前经济运行出现放缓迹象的背景下,预调微调的政策基调是否意味着宏观调控将会逐步趋于放松?

国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松:2011年以来,居民消费价格指数(CPI)走势一直是影响宏观调控节奏和力度的关键指标之一。10月份以来的物价数据显示当前的通胀压力已经有所缓解,与此同时,经济运行中也出现了一些新问题,如中小企业融资困难、结构转型推进缓慢、房地产企业在压力下推高民间融资成本等,需要政策作出适度调整,以防止结构性的、局部性的问题显著影响经济软着陆的进程。从当前指标来看,固定资产投资、工业增加值的回落都是非常平稳的,经济正朝着宏观调控的方向发展,但同时也必须注意经济中蕴含的不协调、不平衡现象,以及一些可能驱动未来经济加速下滑的风险因素。

从当前情况来看,未来政策有多大的放松空间,是否可能从当前的边际改善转变为政策方向的调整,主要取决于外部市场动荡和内部调整的叠加影响程度。外部主要是欧洲主权债务危机导致的金融市场动荡以及实体经济回落,内部主要取决于一些存在明显变数的领域:

一是房地产投资。今年1月~10月房地产投资累计同比增速为31.1%,较上月回落依然平缓,但是一些重要指标蕴含未来加速下滑的风险,需要及早准备预案和对冲措施。其中包括作为先行指标的新开工面积的大幅下滑,销售面积和价格的下滑,房地产开发资金来源累计同比增速的下滑等。综合来看,未来数月房地产投资增速下滑幅度存在显著扩大的可能性。

二是出口。10月份中国出口同比增长15.9%,而环比下降7.2%,连续第三个月环比负增长。如剔除季节性因素,这3个月环比增速均显著低于近10年历史均值,外需萎缩的状况未有丝毫转变,预计未来欧洲由于债务危机引发的主动财政紧缩和被动信贷紧缩叠加,将使其经济再度陷入衰退的风险上升;美国中期财政收支平衡目标叠加私人部门去杠杆将导致其经济增长中枢下移,弱增长格局难以扭转;新兴国家受欧美经济拖累以及自身的紧缩措施,需求亦将回落。未来中国出口尚难以走出下降通道,存在明显回落可能。

还应当看到,当前中国经济存在着宏观经济在紧缩政策引导下的周期性回落,与劳动力成本上升、产业结构升级等压力下推动的结构调整和潜在经济增长速度回落趋势的叠加。在经济软着陆的过程中,需要重点关注的是经济回落过程的平稳,同时也要充分意识到,在经济结构因素出现明显变化的环境下,中国的潜在经济增长速度在预调微调是否意味着宏观经济政策的全面放松期的趋势与短期的周期性回落的叠加,可能导致经济增长短期内的明显波动。

证券时报记者:从当前的国际形



IC/供图

**中金公司首席经济学家彭文生:**微调主要体现政策灵活性,随着经济形势的变化,做一些政策操作力度上的调整。最近的变化是外部需求减少导致的出口增长放缓,国内房地产投资增长率开始下降,加上通胀最近下落态势较为明确,保增长和防通胀的平衡出现一些变化,政策在保增长方面的空间有所增加。预调主要是前瞻性,政策对经济增长和通胀的影响有一个显著滞后期。一般来讲,对增长的影响有一到两个季度的滞后,对通胀的影响有三到四个季度的滞后,所以在政策调整以后,同时如果发生同方向外部冲击,如政策紧缩的同时出口大幅下降,则对经济影响较大。因此,为防止经济大起大落,经济政策要有前瞻性。对于现在的时间点,所谓预调,就是针对明年可能发生的外部需求和全球经济受欧债危机冲击,对于这样一个风险进行防控。

稳健的货币政策基调不会变,因为国内的需求还是较为健康,房地产投资增速虽然放缓,但总体投资增速依然比较大。但微调已经开始,尤其体现在定向宽松,对中小企业、保障房建设项目、在建项目等支持力度大一点。

**瑞士银行财富管理亚太区首席投资策略师浦永灏:**货币政策的微调并不意味着政策的全面放松,但是预计中央将适当加大贷款额度,并预计财政政策将加大投资基础建设,主要在农村水利建设、基础设施等方面,主要原则将以加强不足领域的建设,并不引起通胀上升。

**长城基金投资总监杨建华:**我们判断,除非外部环境出人意料的恶化,或者国内经济回落速度快于预期,否则宏观调控政策不会放松,但会进行结构性的微调。

**证券时报记者:**最近公布的中国制造业采购经理人指数(PMI)初值为48.0,创下32个月新低,不少市场人士认为,这是中国经济运行出现拐点的信号,您对此怎么看?这是否意味着中国经济下行风险加大?

**巴曙松:**从分类数据看,主要回落动力是内部需求减速。预期的外部需求放缓目前看尚不明显,但王岐山副总理近期强调:“不确定之中可以确定的是国际金融危机引发的世界经济衰退将长期化”,外部需求回落将成为下一步主要增速回落因素,内外部需求的同时回落会推动工业增加值增速继续回落。9~10月份的扩张更多是阶段性的,同时11月份经济收幅度目前来看是小于2008年四季度和2009年一季度的。当前通胀压力和经济增长的同步回落,给政策调整提供了更大的空间,有助于顺利实现软着陆,正如王岐山副总理强调:“确保经济复苏是压倒一切的任务,不平衡的复苏比平衡的衰退要好”。接下来市场会同时受到经济数据回落与政策微调的两个主要因素的影响。

**浦永灏:**PMI数据显示经济在放缓,预计中国经济在明年初还会放缓,除非货币政策出现大幅度放松。但是,预计宏观政策目前还是以抗通胀为主。在就业状况并没有明显恶化,外部经济环境也没有明显继续恶化的情况下,预计国内的货币政策不会出现大幅度放松,因此,预计PMI将在50上下波动,但48应该是低点。

**欧美“二次衰退”风险大 加快经济转型促内需**

证券时报记者:从当前的国际形



图中为彭文生、杨建华、巴曙松、浦永灏。

张常春/制图

势来看,欧美经济复苏的道路依然曲折,出口形势仍然非常严峻。驱动经济增长的三驾马车当中,投资、出口都受到遏制,您认为,到2011年年底或者2012年,这种态势会否好转?

**巴曙松:**事实上,2011年初,国际货币基金组织(IMF)、美国官方、部分海外投行等不少研究机构对全球经济增长及财政、金融风险的估计均比较乐观,但事后看,特别是从7、8月份以来,全球经济及资本市场依然深陷对未知风险的恐惧之中”。这主要表现在:第一,发达国家经济增长远低于预期,复苏节奏呈现缓慢而不确定的步伐,尽管内部再平衡即从财政刺激转向私人消费是发达国家实现稳健增长的必由之路,但家庭资产负债表的修复、房地产泡沫的后续持久冲击意味着这一转变仍然举步维艰,欧美经济在2012年甚至更长一段时间内仍有较大概率出现跨度更长、程度稍浅的温和“二次衰退”;第二,当债务风险从欧元区外围国家向核心国家蔓延、从欧洲内部向欧洲外部扩散,向银行业和实体经济危机传导,这意味着全球经济疲弱的增长与财政金融风险的交织恶化仍然是最大的风险点之一,下行风险不容忽视。

在这种大的背景之下,下一阶段中国出口会持续受到海外增长疲弱的冲击,中国的增长从过去较多依赖出口的情况也将不可避免地转向更多地依赖国内消费。当然,扩大国内消费最终还是取决于收入分配、减税等一些结构性改革措施的推进,以及城市化的推进、服务业的发展等。

**彭文生:**从现在的角度来看,我国出口增长率明年将继续放缓,欧洲经济第四季度已经进入衰退的状态,欧债危机有进一步恶化的迹象,看不到有明显的改善,因此明年的外部需求很难改善。从消费来讲,提升国内的消费,有结构性的改革措施,如结构性减税、政府出台政策改善社会保障体系和改善社会收入分配等,对拉动国内消费有所帮助,但消费仍主要取决于收入的增长,其他政策只能说是帮助,短期内效果不大。从历史上讲,消费还是较为稳定的,受外围的影响小一点。我国经济周期的波动,主要还是体现在出口和投资上。

**浦永灏:**欧美需求降低,中国的出口形势在今年末以及明年初均十分严峻,经济增长还需要靠消费,比如工资上涨、建立经济适用房等,让居民用于消费的钱增加,以此刺激内需。内贸“十二五”规划的思路是很好的,大方向是对的,主要是要通过拉动内需来刺激经济发展。从投资方面来看,还需要建立宽松的环境,给企业创造投资机会。中国政府应该适时利用经济周期的下行阶段抓紧加快中小企业的转型以及

技术创新。

**杨建华:**出口形势的确很严峻,但目前看来,投资增速仍然比较平稳,消费仍然呈现平稳增长的态势,这种态势会持续到明年。目前政府在推动加快转变经济发展方式,调整经济结构,调整的方向就是扩大内需和发展战略新兴产业。商务部牵头推出的内贸“十二五”规划就是其中重要的组成部分,相信还会有更多的配套措施的出台。我们认为中国经济结构调整势在必行,扩大内需是必然选择。我们也长期看好内需相关的产业的长期发展前景。

**房地产市场调整幅度将加大支柱地位难动摇**

**证券时报记者:**中央对房地产调控继续保持高压态势,温总理表态“绝不放松”,这是否意味着房地产行业将出现深度调整?这对整体的经济形势会产生怎样的影响?

**巴曙松:**从10月份的最新数据来看,房地产市场的这种调整已经开始,而且调整的幅度有可能在未来几个月有所加大。目前来看,开发商信贷资金来源已降低至历史低谷,销售额单月同比增速从2011年10月份开始已负增长,信贷资金与销售资金的同向负增长将明显加大开发商的资金压力。综合判断,未来一到两个季度将是房地产市场明显调整的时间窗口。如果这种调整发生,不仅会通过房地产自身及其上下游投资下滑对经济增长产生直接影响,而且一旦出现“量价齐跌”的情况,会对金融企业的资产质量形成压力。此外,房地产市场调整会对地方土地出让金、税收产生冲击。预征的土地增值税、营业税及附加、预征的所得税加总之后占销售额的比例为10%以上,那么销售额每减少10个百分点,对税收的负面影响为1个百分点。

从这个角度来看,较早对房地产市场的走向做出研判,面对可能出现的风险,做出有效的政策对冲准备,应该是当前需要考虑的重要课题。特别是2011年的财政收入增长较快,可能将有效的财政资源运用在经济结构调整和有利于经济平稳运行的基础性领域。未来的政策不能再简单以投资为主,应该在投资和消费之间取得平衡,以保障民生和推动消费为主线。投资方向应当注重于提高效率,注重资本存量的提高。保障房、水利设施和有助于提高社会管理能力的城市基础设施,如污水处理、污染治理、教育、医疗等领域都需要进一步加强。

**浦永灏:**预计房地产行业会有20%的调整,在正常的经济环境下,需要逐步、缓慢地调整房地产,一次性的、强硬的调整将会导致经济出现较大的问题。中国房地产确实有些泡沫,但是,

如果要大调将影响中国银行体系。

**杨建华:**从政府本轮对房地产调控政策的态势来看,态度是非常坚决的。近期部分地区的房价有所松动,说明调控政策开始逐步见效,但是这只是第一步。总理也强调房价要回到合理的水平,这意味着房地产调控还有很长的路要走。这种调整对房地产行业的影响是深远的,既包括对未来几年业绩的影响,也包括对房地产行业发展方向、盈利模式产生深远的影响。对宏观经济的影响也是比较显著的,主要是对投资的影响。这需要加大对民生相关领域的投资以及促进民间投资的增长,以此来对冲这种影响。

**证券时报记者:**十七届六中全会将文化产业提升到国家支柱产业的战略高度,这是否意味着房地产、汽车等行业正在退出支柱产业地位?您认为,这样的经济结构调整意味着什么?未来有哪

些行业值得投资?

**浦永灏:**房地产行业一直都是支柱产业,拉动各类行业的发展,因此不会被取代。文化产业属于创意类产业,绿色经济,但是不会像房地产那样拉动多种行业共同发展,也起不到一个经济龙头的作用。中长期来看,消费、保险、医疗、新能源都是很好的投资领域。

**杨建华:**房地产和汽车等行业由于产业链长,尽管未来增长速度可能逐步放缓,但是在未来相当长的时间内都将是支柱产业,在宏观经济中继续发挥重要作用。文化产业首次被提升到国家支柱产业的战略高度,是符合经济发展的方向和人民需求的,也是经济结构战略调整的重要支点,是国家推动转变经济发展方式的重要举措。并且文化产业需求巨大,发展空间巨大,孕育着巨大的投资机会。

## ■ 机构视点 | Point

# 经济底部尚未来临 A股市场反转还需时日

证券时报记者 杜志鑫 李东亮

经历了监管层换帅、新政迭出的A股市场,刚刚出现令人憧憬的反弹,却又回到谷底。距离年底还有最后一个月时间,A股市场是否还值得期待?

**证券时报记者:**最近监管层接连推出强制分红等监管新政,您对此怎么看?您认为,当前困扰A股市场的主要因素有哪些?

**长城基金投资总监杨建华:**随着CPI逐月回落,政府宏观调控政策开始微调,银行间市场资金面紧张状况逐步缓解,民间借贷风险的逐步释放,对宏观经济硬着陆风险的担忧也逐步缓解,证券市场也开始发生了积极变化。前期市场的深幅调整一定程度上是资金紧张的结果,资金面缓解后,市场开始反弹,并伴随着成交量的放大是非常正常的现象。

目前困扰A股市场的最主要的因素是扩容速度过快和发行制度的缺陷,最根本因素则是发行制度的缺陷。对询价机构、承销商和上市公司都缺乏应有的制度约束导致目前发行价格过高,过高的发行价格带来过度的融资,以及原有股东较强的减持动力。从长期看将会磨灭股东和管理层的企业家精神最终对实体经济产生严重的负面影响。

强制分红政策对市场会有非常正面的影响,但如果能在税收政策上加以保障,比如取消重复征税性的红利税,则更能推动上市公司积极主动地通过分红回馈投资者,这对价值投资者来说才是实实在在的长期利好。

从今年三季报的情况来看,受到国内宏观调控政策和外部环境的不利影响,上市公司业绩增速普遍回落,这种态势是同宏观经济增速回落相呼应的,在年报中也会得到体现。

**长江证券首席宏观策略分析师李冒余:**前期困扰A股市场的因素主要有紧缩的货币政策和欧美债务危机等因素,对货币政策微调的预期和信贷规模增速超预期支撑了A股近期的反弹,但由于欧美债务问题和经济放缓问题都未得到根本解决,经济底部远没有来临,A股市场真正反转尚需时日。

**证券时报记者:**目前来看,A股市场有哪些投资机会?您对中小投资者有何建议?

**杨建华:**从中长线的角度依然看好内需和战略新兴产业中孕育的投资机会。

**李冒余:**由于经济的底部尚未来临,因此对股市不可报以太高期望,建议中小投资者根据自身风险承受能力适当控制仓位,可关注盈利预期较为确定的金融和交通运输板块中的重卡行业。