



系列专题之宏观经济专题(一)

扩大内需政策出台后宏观经济走势分析展望.....	3 -
三大宏观调控部门落实保增长争分夺秒	9 -
中行十大措施落实宏观经济政策.....	10 -
从宏观政策调整看中国经济发展.....	11 -
宏观经济政策大转向 带给市场四大积极影响	14 -
解读 10 月份宏观经济数据.....	15 -
张立群：亟需出台宏观政策刺激消费.....	18 -
投资究竟该看估值，还是看宏观？	19 -
放松宏观经济政策有用吗？	21 -
保经济平稳增长渐成宏观调控首要任务	22 -
前三季度中国宏观经济运行仍亮“绿灯”	29 -
面对危机, 宏观经济政策应有远见	30 -
宏观调控应转向防过冷防通缩	31 -
不必过分悲观中国宏观经济走势.....	33 -
我国宏观经济正面临严峻考验.....	38 -
应对宏观经济政策急转弯	39 -
M2 增速创三年新低 宏观政策或继续放松	40 -
2008 年宏观经济形势及 2009 年展望.....	41 -
宏观调控应该转向全力保增长.....	43 -
应对和化解全球利益调整中中国宏观金融风险政策建议	46 -
全球利益调整中中国宏观金融面临的冲击	47 -
“双率”下调发出明确信号 宏观经济平稳发展可期	48 -
专家认为不宜过早放松宏观经济政策	50 -
宏观经济亮绿灯 通胀形势仍不容乐观	51 -
易纲：防通胀仍是宏观调控首要任务	53 -



樊纲驳斥“宏观调控无效论”	- 54 -
谢伏瞻谈认识宏观调控有效性	- 55 -
煤炭、电力生产增势减缓 宏观经济走势更受关注.....	- 58 -
业绩高增长可期 宏观经济变数影响上市银行估值.....	- 59 -
化解宏观经济之难 唯有更多市场化.....	- 61 -
中国宏观经济在朝哪个方向“微调”	- 63 -

扩大内需政策出台后宏观经济走势分析展望

发布时间：2008-11-12 来源：中国证券报 作者：中国工商银行城市金融研究 詹向阳 邹新 赵新杰

综合考量国际、国内各种因素，我们仍然认为，尽管面临多方面的严峻考验，中国经济的基本面并没有改变，经济总体运行态势依然良好，内需市场增长潜力巨大。尤其考虑到今年以来，特别是11月9日政府提出了更为灵活审慎的十项扩大内需的宏观调控措施，并且再次启动积极财政政策和适度宽松的货币政策的“双组合”，出台更加有力的扩大内需措施，未来中国经济保持平稳较快增长的可能性依然较大。

一、当前经济运行中不容忽视的有利趋势

总体看，尽管前三季度的经济运行态势表明，未来中国经济增长的不确定性的确在增强，甚至出现了下行风险的诸多苗头，但在监管层审时度势的宏观调控引导下，前期的宏观调控已见成效，中国经济金融运行的有利趋势已经或正在形成。

(一) 通货膨胀风险显著下降

自今年5月份以来，CPI涨幅逐月回落，由4月份8.5%的较高增速回落至9月份的5%以下。

前三季度，工业品出厂价格(PPI)同比上涨8.3%，涨幅比上年同期高5.6个百分点。继PPI在今年8月份达到10.1%的高点后，受国际市场大宗商品价格回落的影响，9月份PPI同比涨幅较上月下滑1个百分点至9.1%，石油、钢铁价格猛跌是PPI涨幅放缓的主要原因。前三季度，原材料、燃料、动力购进价格上涨12.4%，走势与PPI大致相同。9月份其涨幅较上月下降了1.3个百分点，呈现高位回落的走势。

(二) 各项指标出现回落

除外贸受国际经济走势影响较大之外，经济各项指标的回落在一定程度上也是自2007年以来开始的对房地产行业、产能过剩行业以及高污染、高耗能等“两高一资”行业的主动性调控的结果。

宏观调控与产业结构调整压缩了部分高耗能、低技术水平行业的利润空间，抑制了其粗放型扩张的冲动，进而体现为投资和工业增速的适度回落，同时也体现为节能减排和节能降耗取得实效：前三季度，重点行业淘汰落后产能已达到全年目标的70%以上；电石、焦炭、铁合金落后生产能力淘汰力度加大；年耗能1万吨标准煤以上的重点用能企业能源消耗增幅低于同期工业增加值增幅近8个百分点；工业单位增加值能耗、二氧化硫和化学需氧量排放进一步下降。

同时，此轮经济周期从2003年到2007年实现了连续五年的GDP两位数增长，从理论上讲，这种世界经济史上少有的超高速增长必然会在出现峰值之后有所回落。从实践看，前期增速持续加快的因素也使得下一期的经济指标具有回调的内在要求。因此，经济增速适度回落也是经济自主性调整的结果。

(三) 产业结构调整速度加快，区域结构逐步改善

首先，受改善产业结构政策带动，第一产业投资增速较快，三个产业的结构更加平衡。前三季度，第



一产业、第二产业和第三产业投资同比分别增长 62.8%、30.2%和 24.8%，其中第一产业投资增长同比加快 21.7 个百分点。其次，受区域结构调整政策以及灾后重建等因素影响，中西部投资增速明显快于东部地区，区域结构有所改善。前 9 个月，东、中、西部地区城镇投资分别增长 22.7%、35.4%和 29.5%。第三，部分采掘业和交通运输业等资金密集型行业投资增速较快。1-9 月份，煤炭开采及洗选业投资 1562 亿元，同比增长 41.6%；石油和天然气开采业投资 1717 亿元，同比增长 39.4%；铁路运输业投资 1885 亿元，同比增长 35.2%。

(四) 工业行业结构不断优化

尽管今年三季度以来工业增加值增速和企业效益增速出现下滑趋势，但前三季度规模以上工业增加值增速为 15.4%，仍然保持较快水平。需要指出的是，今年三季度的工业增速下滑较大的一个重要原因是奥运停工因素的影响，四季度由于工业生产恢复正常，且中央投资项目增加 1000 亿元，2008 年灾后重建基金提前安排 200 亿元，带动地方和社会投资的总规模达到 4000 亿元，这将使得工业增速有可能出现一定程度的反弹。

前八个月，工业企业利润增速为 19.4%，名义增速较上年同期有较大程度的回落，但扣除石油化工、电力等受管制行业之后的企业利润增速依然保持在 30%左右的水平，与上年同期差别不大。

此外，前三季度工业企业经营的一大亮点是高新技术行业和装备制造业工业增加值增速较快，行业结构优化较为显著。前三季度，高新技术和装备制造业增加值分别增长 16.5%和 19.7%；大规模集成电路、笔记本电脑、液晶电视机、片式元件等高端产品生产增长 30%以上；软件业务收入增长 32.8%，其中企业计算机辅助设计制造、管理软件销售收入分别增长 10%和 40%；电信业务总量增长 23.2%，在电信综合价格水平同比下降 12.1%的基础上利润仍然同比增长 10.3%。

二、未来实现经济平稳较快增长的有利条件

综合各方面因素，我们认为，中国经济增长的内生动力依然较强，经济仍具备实现平稳较快增长的有利条件，特别是中国广阔的内需市场和雄厚的财政实力将有助于抵御外部经济金融环境恶化所带来的负面影响。基于此，尽管不能忽视中国经济面临的下行风险，我们仍然判断下一阶段宏观经济将由 2002~2007 年的加速增长期向平稳较快增长期转变，GDP 增速将有所回落，但仍将保持较快增速，内需 in 需求结构中的占比进一步提高，尤其是消费对经济增长的贡献度将显著增强。支持我们判断的主要依据为：

(一) 城镇化和工业化等因素将继续推动投资平稳增长

一是随着长三角地区一体化、中部崛起、西部大开发以及滨海新区建设、泛北部湾经济圈、海峡西岸经济带等区域发展战略的展开和深入推进，中国的城镇化进程可望进一步加速，未来三到五年城镇化率有望从 2007 年的 44.9%升至 50%-55%左右的国际平均水平，这仍需要大量投资作为推进城镇化的动力。

二是“三农”建设和大型基础设施建设仍有大量的投资缺口，有巨大的增长潜力。十七届三中全会关于《关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》指出，加强以农田水利为重点的农业基础设施建设，加强大江大河大湖治理，集中建成一批大中型水利骨干工程，加快大中型灌区、排灌泵站配套改造和水源工



程建设；继续改善农村基础设施和生产生活条件，如加大节水灌溉、农村沼气、饮水安全工程和农村公路建设力度，完善农村电网等。同时，截至今年10月底，国务院批复的铁路投资额已经达到2万亿元，较“十一五规划”制定时的额度增加了7500亿元，其中在建项目的投资规模超过了1.2万亿。铁路投资不仅可以加快完善铁路路网，还会对钢铁、水泥、机械、有色金属、电子电器等行业起到有力的拉动作用。此外，政府亦核准了包括公路、机场、核电站、抽水蓄能电站、港口和码头建设等一批基础设施建设项目并决定加快南水北调中、东线一期工程建设进度并进行追加投资，据第一财经日报报道，未来三到五年，交通部计划在交通领域内的投资总额将超过5万亿元。据国务院发布的消息，初步匡算，截至2010年，国内对重点工程项目的投资约4万亿元。

三是作为国民经济的支柱产业，建筑业投资仍将是投资增长的主要推动力之一。

四是货币政策有所放松、流动性总体充裕的背景和融资结构的进一步改善亦将在资金供给上支持一定的投资增速。

五是未来三年，四川汶川地震灾后重建需要投资1万亿元以上，这1万亿元投资分解到09、2010年和2011年，每年将新增固定资产投资3500亿元左右，相当于07年房地产投资总额的14%左右，这也将有效提高投资增速。

(二) 消费有望继续快速增长

尽管短期内消费增长面临不利因素，但得益于国内经济较快增长、消费升级需求扩张以及社保、医疗和消费环境等长期以来抑制消费快速增长的瓶颈因素的改善，下一阶段我国社会消费品零售总额可望继续快速增长，对经济增长的贡献度明显提升。主要依据：

第一，随着农村土地承包制度改革的推进、粮食收购价格大幅上升以及“支农惠农”政策的不断落实，农村消费的巨大潜力有望释放。今年前三季度，按地区划分，市县零售总额为61799.6亿元，县以下零售总额仅为16086.1亿元，农村地区的消费仅约为城市消费的1/4。我们判断，下一阶段切实向发展“三农”倾斜的政策导向和措施会继续增加，农民收入水平的提高、农村商贸流通和市场主体建设以及消费环境的改善必将推动中国农村巨大消费潜力的释放。

第二，尽管三季度居民收入增速有所趋缓，但城乡居民的实际收入水平仍将稳步提高，消费能力和消费倾向将显著提高。主要依据：一是下一阶段通胀压力的趋缓将改善居民实际收入水平。二是收入分配制度改革将逐步提高居民收入在国民收入分配中的比重并提高劳动报酬在初次分配中的比重。三是教育和医疗等社会保障体系改革的力度显著加强将增加居民消费倾向。特别是新型医疗体制改革通过建立健全现有的城镇职工医保、城镇居民医保、新农村合作医疗制度以及城乡医疗救助制度，实现医疗保障体系覆盖全体居民，这将有效增加消费者信心。据劳动保障部数据，2008年，预算安排社会保障支出6684亿元，较上年大幅增加1288亿元。

第三，消费结构升级刺激消费增长。本轮社会消费启动以来的一个明显特征是，在居民收入增速加快的基础上，消费结构升级趋势明显，每一次升级所实现的购买力水平均大幅度提高。目前，城乡居民实现了从几十元、千元和万元级消费，向十万元甚至更高级别的消费升级转型。



第四,国家统计局相关统计数据显示,中国固定资产投资当中有40%左右是以工人的工资和奖金的形式转为消费资金,因此较大规模的基础设施建设也将有效拉动消费增长。

(三) 转型使得投资和工业增长的质量和效益将提高

从工业结构角度看,在自主创新和节能减排、节能降耗政策的引导下,重化工业在工业增加值中占比可望缓慢下降,轻工业及自主创新、节能环保类型的工业行业有望得到迅速发展。

同时,我们认为,下一阶段企业效益仍将较快增长。首先,中国新型工业化的进程仍处于初始阶段,工业企业利润的增长惯性依然存在。其次,由于公司治理和管理水平的改善,工业企业的盈利能力和竞争力已经获得了重大改善。第三,消费升级步伐的不断加快、投资较快增长的态势将增大对制造业产品的需求,推动企业效益持续增长。第四,直接融资体系的提速将继续扩大企业的资金来源,为工业企业发展注入资金动力。第五,自主创新力度的增强将提高工业企业的技术层次,进而提高其可持续发展能力和综合竞争能力,从而保障企业效益维持在一个良好的水平。第六,从目前情况看,大部分行业产能过剩情况的缓解有助于未来工业企业效益持续增长。第七,税制尤其是增值税和所得税制的改革推进亦将客观上推动企业利润的增长,例如,即将全面推行的增值税转型改革将至少减轻企业负担1200亿元。

(四) 财政实力和外汇储备实力逐渐增强,外债各项指标均在安全线内

近年来,中国财政收入出现快速增长的趋势,财政实力不断增强。2007年财政收入突破5万亿元。2008年前三季度累计,全国财政收入48946.86亿元,同比增长25.8%。同时据财政部数据,今年安排中央财政赤字1800亿元,比去年预算赤字减少650亿元,预计占GDP的比重下降到0.6%。虽然三季度,特别是8、9月份财政收入增速有所下降,但财政收入总量仍稳步增长。财政实力的增强和预算赤字的降低为中国实现结构转型,抵御外部冲击提供了足够的财政手段。

与此同时,外汇储备余额也呈现快速增长态势,实力也不断增强。截至2008年三季度末,我国外汇储备余额为19056亿美元。相比而言,1997年东南亚金融危机时我国外汇储备仅为1399亿美元。外汇储备实力的增强有助于我国抵御境外资金短期内大幅度波动的风险。

此外,近年来中国外债偿债率、负债率以及债务率各项指标均持续回落,外债偿还风险较低。截至2007年末,中国外债偿债率、负债率和债务率分别为2%、11.5%和27.8%,均是1990年以来的最低水平。相比而言,1997年东南亚金融危机期间,以上三个指标分别为7.3%、14.5%和63.2%,均明显高于当前水平。

(五) 灵活审慎的宏观调控将熨平经济周期性波动

11月9日,国务院进一步发布了扩大内需促进经济平稳较快增长的十条措施,强调“扩大投资出手要快,出拳要重”。三季度以来,宏观调控政策之密集、反应速度之快和针对性之强都是1997年东南亚金融危机以来少有的。同时,宏观调控政策也相比1997年更加全面、灵活和审慎,更加注重经济增长和结构调整、短期效益和长期利益、投资与消费及促进增长和深化改革的平衡。宏观调控经验的丰富和宏观调控能力的不断增强有助于降低中国宏观经济大幅波动的风险。

此外, 尽管资本项目可兑换的进程不断加快, 但未来三年中国对境外短期资金的监测和监管必将加强, 同时央行不会最终放弃外汇市场干预者的身份, 这意味着人民币汇率大幅波动及中国发生金融危机的概率较低。

(六) 较高的储蓄率为中国经济持续增长提供了有力支持

高储蓄率是中国经济持续高速增长的一个重要推动因素, 高储蓄率通过转化形成高投资率, 高投资率直接推动投资需求增加, 进而带动经济增长。如果采用金融机构人民币储蓄存款余额与 GDP 比例粗略衡量储蓄率的变化情况, 我们可以看出, 从 1996 年至 2007 年, 我国储蓄存款余额与 GDP 比例的低值为 1996 年的 54.12%, 且总体呈现上行态势(2007 年股市走牛使得储蓄存款分流情况较为明显)。2008 年以来, 由于资本市场持续低迷, 储蓄存款再度回流银行, 增势持续加快, 储蓄率继续提高。截至 9 月末, 储蓄存款余额为 20.47 万亿元; 前 9 个月, 居民户存款增加 3.25 万亿元, 同比多增 2.49 万亿元。因此, 中国居民储蓄率的高位运行将继续为中国经济平稳较快成长提供有力的资金支持。

(七) 银行体系稳健性不断提高

截至 2008 年 6 月末, 中国商业银行资本充足率达标的银行已有 175 家, 达标银行资产占商业银行总资产的 84.2%; 截至 2008 年 9 月末, 中国境内商业银行(包括国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行和外资银行)不良贷款率为 5.49%, 其中国有商业银行不良贷款率为 7.35%; 股份制商业银行不良贷款率为 1.59%。相比而言, 1997 年东南亚金融危机期间中国银行业不良贷款率在 20% 以上, 多数商业银行资本充足率不达标。更需要指出的是, 在本次全球金融危机中, 中资商业银行由于涉及程度较轻, 因此并没有受到重大损失。

三、下一阶段宏观调控政策走向

总体看, 下一阶段监管层会充分估计国际环境的复杂性和严峻性, 充分发挥中国自身的有利条件和积极因素, 采取积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 注重各种调控工具和政策手段的有效搭配, 确保经济平稳较快增长的同时, 推进结构调整和发展方式的转变。其中切实扩大内需尤其是基础设施投资和农村市场的内需将成为调控主线。具体来看:

大力发挥财政政策在对冲外部冲击负面影响和改善产业结构等方面的作用。一是加大强农惠农政策力度, 继发改委大幅度提高 2009 年粮食最低收购价格, 政策层将继续增加各项农业(包括种植业、奶业和畜牧业)补贴并扩大补贴范围, 完善与农业生产资料价格上涨挂钩的农资综合补贴动态调整机制。二是继连续两次提高出口退税率之后, 有望继续适当提高服装、纺织等劳动密集型产品和高附加值机电产品出口退税率, 促进优势企业和产品出口。三是将在全国所有地区、所有行业全面推行增值税转型改革并有可能继续提高个人所得税起征点。四是继续加大保障性住房建设规模, 加大对廉租住房建设支持力度, 加快棚户区改造并扩大农村危房改造试点, 同时在降低住房交易税费后有可能缩短二手房交易营业税的征收年限, 促进房地产市场健康发展。五是医疗、社会保障等制度改革有望取得突破。六是继续加强财政政策与货币政策的协调、配合, 改革政府投资管理方式, 提高投资使用效益。



增强货币政策灵活性和预见性，加强货币政策国际协调。首先，存款准备金率还有继续下调的空间，预计今年年底前可能再次下降0.5-1个百分点，四季度基准利率可能继续下调一到两次，每次18-27个基点，并采取不对称降息。第二，继取消商业银行信贷规模限制后，继续坚持“区别对待、有保有压”的信贷政策，加大对重点工程、“三农”、中小企业和技术改造、兼并重组等环节的信贷支持。第三，在落实扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度并降低最低首付款比例等政策的基础上，有可能继续出台其他支持居民购买自住及改善型普通住房的政策措施。

多角度加大中小企业扶持力度。一是从政策上完善中小企业担保体系，加大对中小企业技术创新的财政支持力度。二是切实加大中小企业的信贷支持力度，信贷规模单列，同时拓宽中小企业直接融资渠道。三是针对中小企业融资难问题，努力推动民间金融正规化并发展创业板市场等多层次融资体系。

进一步稳步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币抗风险能力，保持币值稳定，同时加强外汇储备管理。一是继续按照“主动性、渐进性和可控性”原则推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。二是继续优化一篮子货币结构，降低单一货币对人民币汇率走势的决定性影响，增强人民币汇率抗风险能力。三是加强汇率政策与货币、财政政策的协调。四是短期内可能“绝对增持”、中期内“相对减持”美国国债。

加强金融监管，恢复资本市场信心，防范金融风险。加强对短期跨境资本流动的监管，并妥善把握金融开放的节奏和幅度。继续加强资本市场基础性制度建设，可能继续出台着力于恢复资本市场信心的政策措施，努力保持资本市场稳定健康发展。

通过加快地震灾区恢复重建，抓紧农业、水利、能源、交通、城镇等基础设施和民生等领域的重大项目建设，加大投资力度。

利用当前国内CPI和国际大宗商品价格走势回落的契机，继续推动资源性产品价格改革，理顺重要能源资源产品的价格关系，适时推出成品油价格市场化改革方案并适当调整电力、水和燃气价格。



三大宏观调控部门落实保增长争分夺秒

发布时间：2008-11-12 来源：上海证券报 作者：辛闻

几乎在同时，财政部和发改委、央行三大宏观调控部门分头召开紧急会议，落实和安排进一步扩大内需、保持经济平稳较快增长的十大措施。

10日下午，财政部召开地方（厅）局长会议，要求各级财政部门认真实施好积极的财政政策，落实好进一步扩大内需促进经济增长的十大措施，具体做好五项工作：一是增加中央政府投资，拉动社会投资。将增加的中央政府投资主要用于保障性安居工程建设以及农业、教育、医疗卫生、生态环境等基础设施建设。二是推进税制改革，促进企业投资和居民消费。积极做好各项准备，组织好2009年1月1日起增值税全面转型改革的实施工作。进一步研究实施扩大消费的财税政策，增加居民消费需求。调整完善出口退税政策。三是增加财政补助规模，促进提高城乡居民收入。四是进一步调整优化财政支出结构，促进保障和改善民生。重点加大对“三农”、教育、医疗卫生、社会保障、保障性安居工程建设等民生领域的投入。五是大力支持自主创新和节能减排，推进经济结构优化。实施促进企业自主创新的财税优惠政策，落实支持中小企业发展的税收优惠政策，支持完善担保体系建设，帮助中小企业融资。

财政部强调，年内各级财政部门要加强预算执行，防止年底突击花钱，配合十大措施合理安排超收，结合积极财政政策调整正在编制的2009年预算。

也就在10日，国家发展和改革委员会召开紧急会议，安排新增1000亿元中央政府投资工作，进一步扩大内需，促进经济平稳较快增长。中国人民银行召开行长办公会，提出了确保金融体系流动性充足，及时向金融机构提供流动性支持；保持货币信贷的合理增长，加大银行信贷对经济增长的支持力度；加强窗口指导和政策引导，着力优化信贷结构；进一步发挥债券市场的融资功能；进一步改进中央银行金融服务等五项措施。

中行十大措施落实宏观经济政策

发布日期：2008年11月12日 来源：上海证券报 作者：周鹏峰

中国银行率先对中央近期的宏观经济政策做出反应。中国银行昨日对外宣布，将出台10大措施加大对重点行业和产业的信贷支持力度，有效满足实体经济对金融服务的合理需求。据中国银行新闻发言人王兆文介绍，中行即将出台的10大措施包括：

加大对铁路行业的信贷支持力度，重点支持干线项目；加大对中西部干线机场授信支持力度，特别是对区域中心、客货流量较大机场建设项目的授信支持。

加强对中心城市的轨道交通、道路、供水、污水及垃圾处理等市政建设项目的支持；对于采取商业化模式运作、未来收益有保障的项目，重点予以支持。

对技术改造及产业升级等促进经济增长的项目，凡涉及成套设备、高新技术进口的，给予充分的进口授信支持，提供有效的贸易融资产品和国际结算服务。

重点支持资质等级高、规模大、收入稳定的综合性医院，加大力度支持位于中西部的生源充足、教学水平较高、发展前景较好、还款有保证的区域性重点大学和重点中学。

积极支持由省交通厅和公路局统借统还的农村公路项目，支持纳入国家电网和南方电网改造规划的农村电网项目，支持纳入国家及省一级地方的水利改造项目。

积极支持资质良好的房地产开发商以及通过政府融资平台统借统还的经济适用房和廉租住房建设开发项目。

紧密结合国家整体规划和中行业务发展战略，以基本符合商业合理性、基本达到风险管理标准为原则，积极提供各项金融服务。

对于获得地方政府资金贴息支持及其获得担保机构担保支持的项目，加大信贷支持力度；优先支持产业链中属于中行重点支持的大型优质客户上下游的中小企业。

对于产品有稳定海外需求的出口企业，继续给予授信支持，向企业提供全方位的出口融资产品和优质的国际结算服务，帮助企业控制市场风险、出口收汇风险和汇率风险。

利用总行多元化经营的平台，提供包括全球统一授信、银团贷款、贸易融资、出口信贷、全球现金管理等各类产品在内的一揽子解决方案，为“走出去”企业提供涵盖商业银行、投资银行、直接投资、保险业务等的综合性金融服务。

王兆文说，为保证上述十大措施落实到位，中行将对相关配套政策进行调整。比如取消对各分行人民币公司贷款新增规模的限制；调整经济适用房开发商的新客户准入权限，一级分行和总行直属分行可自行审查批准经济适用房的新客户准入；对总行级重点客户、国家级重点工程、重点基础设施建设和西部重点资源项目实行“因客授权”，扩大分行的授信审批权限等。

从宏观政策调整看中国经济发展

发布日期：2008年11月11日 来源：上海证券报

在世界金融危机日趋严峻、中国经济遭受冲击日益显现的背景下，近日，党中央国务院决定对宏观调控政策作出重大调整，实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并在今后两年多时间内安排约4万亿元资金强力启动内需，促进经济稳定增长。

回顾今年以来的历程，我们深感取得的成就来之不易；分析形势，我们更加清醒地认识到面临的严峻挑战；展望未来，一系列新的政策发出了保持经济平稳较快发展的明确而强烈的信号。这一切都增强了全国人民迎接挑战、战胜困难，取得经济社会发展新胜利的信心和决心。



“非常时期”采用“非常之策”

2008年是中国发展进程中极不寻常、极不平凡的年份。国内相继发生的自然灾害，加大了经济社会平稳较快发展的难度。同时，世界经济增速放缓趋势越来越明显，中国经济增长的外部环境面临前所未有的挑战。

“近日召开的国务院常务会议出台的十大扩大内需举措，是一个遏制经济下滑的综合政策，是在非常时期采用的非常之策。”中国国际经济研究会副会长张其佐说。

根据国内外经济形势的新变化，党中央、国务院准确把握宏观调控的方向、重点和节奏，及时将宏观调控的首要任务从年初的“防经济过热、防明显通胀”调整为年中的“保持经济平稳较快增长、控制物价过快上涨”，并采取了提高部分纺织品、服装的出口退税率等措施。这对于稳定经济大局起到了重要作用。

下半年以来，美国次贷危机进一步演化为全球金融危机，并且愈演愈烈，而且向实体经济蔓延。中国经济发展受到的影响程度也日益加深。

前三季度，在拉动中国经济增长的“三驾马车”中，除消费仍保持较高增长外，出口增长因外需低迷而明显减速，投资实际增速也出现显著回落，剔除价格因素后，同比大约回落了10个百分点。从主要经济指标的变动情况看，我国经济增长减速的趋势已经显现。

当前，中国经济发展面临的国际环境将更加严峻，特别是保持经济平稳较快增长的难度加大。世界经济增长速度的减缓，势必会造成外部需求收缩更加明显，我国出口面临更大的困难；企业投资意愿下降，投资后劲不足；消费增长也受到收入预期下降、财富效应减弱等因素的制约。

促进农业增产、农民增收的难度加大。农业比较效益下降的问题突出，农业发展后劲不足，连续五年丰收后粮食继续增产的难度较大。企业生产经营困难直接影响农民工就业和收入。

房地产市场观望气氛较浓，销售面积下降，持续下去会进一步影响房地产投资、相关产业发展和经济金融稳定。

在全球金融危机深度蔓延，我国经济遭受到冲击日益显现的背景下，实施积极的财政政策和适当宽松的货币政策，是中央审时度势对宏观经济调控政策所作出的重大调整，显示了党和政府在宏观经济调控方面的前瞻性、及时性和灵活性。

调控政策力推经济平稳较快增长

当前，财政和货币这两大宏观调控政策取向均发生了重大变化，将会对未来经济产生重要影响，其政策中心目标就在于“促进经济平稳较快增长”。

实施积极的财政政策，是1998年我国应对亚洲金融危机时的成功经验。“实施积极的财政政策，增加财政支出，加大政府投资特别是中央投资力度，进而带动社会投资，对拉动经济增长作用明显。”社科院经济所宏观经济室主任张晓晶说。

7月份以来，国家已经采取了比上半年更加积极的财政政策，包括增加在薄弱环节支出，加大支农惠农政策力度，适当调高出口退税率，鼓励居民首次购买住房，核准了一批事关长远发展的基础设施建设项目等，在稳定出口的同时着力拉动内需。

适当宽松的货币政策意在增加货币供给，在继续稳定价格总水平的同时，要在促进经济增长方面发挥更加积极的作用。其实，年中以来我国货币政策已进行了一些灵活调整，9月份后央行连续三次降低利率，两次降低存款准备金率，意在适度放松信贷供给。

专家指出，积极的财政政策和适当宽松的货币政策同时实施，符合当前灵活审慎宏观经济政策的本意，将在今后经济发展工作中发挥重要作用。

发展从来都不是一帆风顺，挑战和困难是最好的磨砺。过去的历史一再证明，在挑战中前行、在困难中奋起，中国经济必将会获得更大的发展，迎来更加光明的前途。中国的发展可以保持着应有的自信，来源于诸多发展的有利条件。

强大的物质基础，巨大的市场潜力，铸就了扩大内需的广阔空间。当前，中国综合实力不断增强，金融体系总体稳健，居民储蓄率较高，劳动力供给充裕，目前价格上涨压力已明显减轻，宏观调控政策余地较大。企业应对市场变化的意识和能力不断提高，许多企业主动迎战，化“危”为“机”。此外，较为完善的产业配套体系也增强了对外竞争力和国内供给能力。

宏观调控更加注重质量和效益

相比1998年,我国综合国力和财政实力更加雄厚,而且国内市场空间和内需潜力巨大。这次国家实行积极的财政政策和适当宽松的货币政策,更加注重经济增长的质量和效益。

这次国务院常务会议特别强调,扩大投资要突出重点,认真选择,加强管理,提高质量和效益。要优先考虑已有规划的项目,加大支持力度,加快工程进度,同时抓紧启动一批新的建设项目,办成一些群众期盼、对国民经济长远发展关系重大的大事。

从十项措施可以看出,此次实施的政策不但着眼于拉动经济增长,更强调了夯实基础、保障民生,体现了扩大投资与优化结构并举。另外,这次出台的政策把促进增长和深化改革更好地结合起来。通过增加投资,可以集中解决一些制约经济社会发展的结构性矛盾,弥补“三农”、生态环境保护、基础设施,特别是民生等领域的历史欠账,有利于改善民生和促进社会和谐。

“这次实施的政策多集中在加快民生工程、基础设施、生态环境建设和灾后重建,提高城乡居民特别是低收入群体的收入水平等方面,不是乱投资,不是病急乱投医,而是抓住了经济发展的根本点。”国家发展改革委投资研究所研究员张汉亚说。

“十大措施及时的出台,重在提振信心。如果年内全球经济不出巨大问题,中国经济增长就可以保持9%以上的水平,这也将是中国对防止世界经济衰退作出的重大贡献。”张其佐说。

新的举措,新的开始。我们面临的经济发展任务十分艰巨,做好经济社会发展工作,对于有效应对国际金融危机冲击、保持经济社会稳定至关重要。只要我们把思想和行动统一到中央对经济形势的判断上来,统一到中央的决策部署上来,统一到落实科学发展观的要求上来,就一定能实现中国经济平稳较快发展。

宏观经济政策大转向 带给市场四大积极影响

发布时间: 2008-11-11 来源: 中国证券报 作者: 李明亮

近日中国政府对财政和货币政策进行了重大调整,即由稳健的财政政策和从紧的货币政策转为积极的财政政策和适度宽松的货币政策。

实际上,随着灵活审慎的宏观调控政策在年中推出,新政策框架内的一大批措施已经付诸实施,包括提高出口退税率、降低利率和存款准备金率、支持房地产业健康发展、批准新的重大基础设施建设项目等。

我们认为,管理层此次宏观经济政策的调整将为市场带来四方面积极影响。

第一,宏观政策的转向将有利于投资者对市场信心的恢复。从新确定的措施中可以看出,管理层将以扩大固定资产投资为主要切入点。十项措施中,大部分都与欠发达地区或低收入人群有关,同时重点提到了生态环境与节能减排。我们认为,这些措施对促进中国经济增长的效果将会比较明显,有利于上市公司业绩的稳定增长,预计2009年中国经济增长率保持8.5%—9.0%。

第二,宏观经济政策的及时调整,将有利于缓解市场资金面的压力。从紧的货币政策转为适度宽松的货币政策,表明银根将进一步放松,有利于缓解社会资金面偏紧的压力。比如取消对商业银行的信贷规模限制,合理扩大信贷规模,加大对重点工程、“三农”、中小企业和技术改造、兼并重组的信贷支持。我们认为,随着社会资金面过紧的压力解除以后,资本市场资金面压力有望缓解。

第三,重大基础设施、农村基础设施、医疗卫生、文化教育事业等基础性行业及相关上市公司将明显受益。这次国务院常务会议指出,将加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设,加快医疗卫生、文化教育事业的发展,加快建设保障性安居工程。加大对廉租住房建设支持力度,加快农村基础设施建设。

第四,增值税转型改革将全面推进,将有利于增厚上市公司利润。在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革,鼓励企业技术改造,减轻企业负担1200亿元。

我们认为,此次宏观政策的转向再次表明在国际金融危机愈演愈烈、全球金融市场动荡加剧的大背景下,中国政府保持经济增长的决心。货币政策继续放松后,我国迎来较为成熟的降息时机,而在最近两次下调贷款利率以后,国内利率水平仍有下降的空间。我们预计,中国在2009年末之前可能降息4-5次,每次降息幅度为27个基点;存款准备金率将被下调500-700个基点。适度放松行政性的信贷限制,使更多的资金需求从正规的金融体系得到满足。

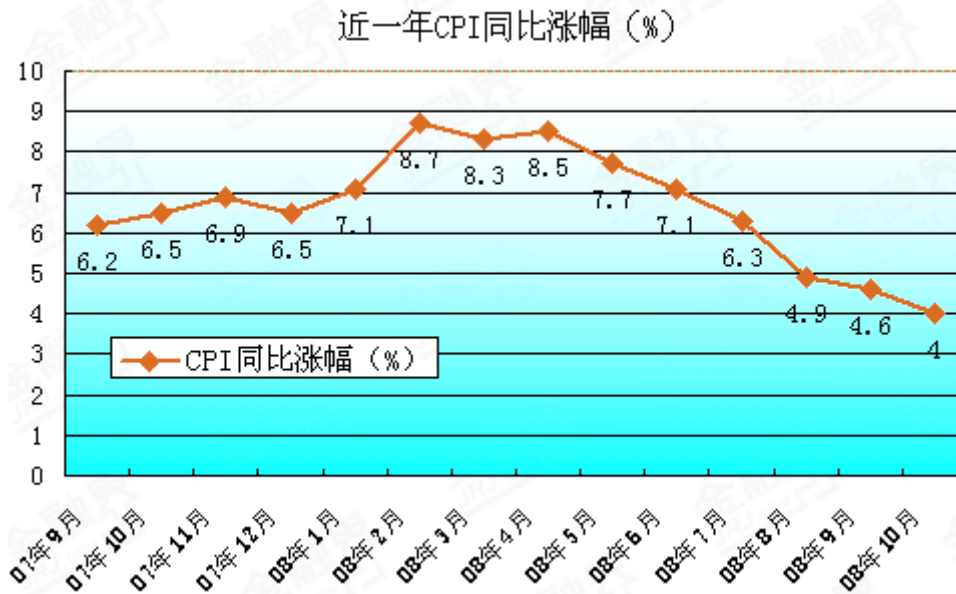
另外,积极的财政政策在稳定需求、保障民生、促进结构调整和灾后重建方面将发挥更大的作用。未来一段时期,我国实施积极的财政政策有相当大的空间。初步测算,2009年财政赤字将达到GDP的2%左右,而2010年将达到GDP的3.5%左右,对应的财政赤字规模为5400亿元和1万亿元人民币。



解读 10 月份宏观经济数据

10 月 CPI 同比上涨 4.0% 食品类价格同比上涨 8.5%

发布日期：2008 年 11 月 11 日 来源：国家统计局



10 月份，居民消费价格总水平同比上涨 4.0%。其中，城市上涨 3.7%，农村上涨 4.6%；食品价格上涨 8.5%，非食品价格上涨 1.6%；消费品价格上涨 4.9%，服务项目价格上涨 0.9%。从月环比看，居民消费价格总水平比 9 月份下降 0.3%；食品价格下降 0.9%，其中鲜菜价格上涨 3.9%，鲜蛋价格下降 4.4%。

一、食品类价格同比上涨 8.5%。其中，肉禽及其制品价格上涨 6.7%（其中猪肉价格下降 1.2%），鲜菜价格上涨 0.2%，粮食价格上涨 6.9%，油脂价格上涨 10.9%，水产品价格上涨 12.7%，鲜果价格上涨 5.5%，鲜蛋价格上涨 4.2%，调味品价格上涨 6.3%。

二、烟酒及用品类价格同比上涨 3.4%。其中，烟草价格上涨 0.5%，酒类价格上涨 8.6%。

三、衣着类价格同比下降 1.3%。其中，服装价格下降 1.6%。

四、家庭设备用品及维修服务价格同比上涨 3.4%。其中，耐用消费品价格上涨 1.6%，家庭服务及加工维修服务价格上涨 8.3%。

五、医疗保健及个人用品类价格同比上涨 2.4%。其中，西药价格上涨 1.4%，中药材及中成药价格上涨 3.9%，医疗保健服务价格上涨 0.2%。



六、交通和通信类价格同比持平。其中，交通工具价格下降0.9%，车用燃料及零配件价格上涨22.4%，车辆使用及维修价格上涨0.9%，城市间交通费价格上涨5.3%，市区公共交通费价格上涨0.9%；通信工具价格下降18.8%。

七、娱乐教育文化用品及服务类价格同比下降0.3%。其中，学杂托幼费价格上涨1.0%，文娱费价格上涨1.9%，旅游价格上涨0.7%，文娱用耐用消费及服务价格下降8.2%。

八、居住类价格同比上涨4.6%。其中，水、电及燃料价格上涨6.8%，建房及装修材料价格上涨7.0%，租房价格上涨2.0%。

1-10月份累计，居民消费价格总水平同比上涨6.7%。其中，城市上涨6.4%，农村上涨7.3%；食品类价格上涨16.3%，烟酒及用品类价格上涨2.9%，衣着类价格下降1.4%，家庭设备用品及维修服务价格上涨2.8%，医疗保健及个人用品类价格上涨3.1%，交通和通信类价格下降0.9%，娱乐教育文化用品及服务类价格下降0.7%，居住类价格上涨6.7%。

10月PPI涨幅回落至6.6%

国家统计局昨日(10日)公布，10月份工业品出厂价格(PPI)同比上涨6.6%，涨幅比上月回落2.5个百分点；原材料、燃料、动力购进价格上涨11.0%，比上月回落3个百分点。

国家信息中心经济预测部宏观经济处处长张永军认为，10月份PPI尤其是生产资料价格显著回落，主要原因是国际大宗商品价格持续下跌，以及国内外经济需求走低。未来一段时间，PPI下降势头仍将持续。

数据显示，10月份，在工业品出厂价格中，生产资料出厂价格同比上涨7.7%，涨幅比上月回落3.1个百分点；生活资料出厂价格同比上涨3.1%，涨幅比上月回落0.6个百分点。分品种看，原油出厂价格同比上涨11.3%，成品油中的汽油、柴油和煤油出厂价格分别上涨31.7%、19.5%和36.3%；原煤出厂价格上涨40.6%；黑色金属冶炼及压延加工业出厂价格同比上涨15.3%；有色金属冶炼及压延加工业出厂价格同比下降9.8%。

在原材料、燃料、动力购进价格中，燃料动力类、黑色金属材料类和化工原料类购进价格同比分别上涨24.6%、17.7%和5.7%，有色金属材料类购进价格同比下降8.2%。

此外，1-10月份累计，工业品出厂价格同比上涨8.2%，原材料、燃料、动力购进价格上涨12.2%。

10月社会消费品零售总额增22.0%

据国家统计局数据显示，10月份社会消费品零售总额10083亿元，同比增长22.0%。



分地域看,城市消费品零售额 6833 亿元,同比增长 22.1%;县及县以下零售额 3249 亿元,增长 21.9%。

分行业看,批发和零售业零售额 8411 亿元,同比增长 21.9%;住宿和餐饮业零售额 1473 亿元,增长 25.8%;其他行业零售额 198 亿元,增长 3.0%。

分商品类别看,限额以上批发和零售业吃、穿、用商品类零售额同比分别增长 13.1%、18.7%和 19.4%。其中,粮油类增长 10.2%,肉禽蛋类增长 13.1%,服装类增长 20.3%,文化办公用品类增长 16.6%,体育、娱乐用品类增长 2.1%,日用品类增长 12.4%,家用电器和音像器材类增长 0.8%,家具类增长 12.8%,化妆品类增长 14.5%,金银珠宝类增长 30.6%,汽车类增长 19.6%,石油及制品类增长 39.7%,建筑及装潢材料类下降 14.8%,通讯器材类下降 7.0%。

1-10 月累计社会消费品零售总额 87968 亿元,同比增长 22.0%。

我国前 10 月使用外资金额增 35.05%

商务部 12 日发布的数据显示,今年前 10 个月,我国实际使用外资金额 810.96 亿美元,同比增长 35.06%;外商投资新设立企业 22736 家,同比下降 26.24%。

据统计,10 月当月,我国实际使用外资金额 67.22 亿美元,同比下降 2.02%,同时,外商投资新设立企业 1935 家,同比下降 26.15%。

352.39 亿美元 10 月贸易顺差再创新高

海关总署昨日公布的数据显示,10 月份,我国出口增速继续放缓,同比增长 19.2%;进口增速大幅下降,同比增长 15.6%,为今年以来最低增速。当月贸易顺差为 352.39 亿美元,连续第三个月创下历史新高。

分析人士指出,进口增速大幅回落,主要是由国际初级产品价格大幅下跌导致;此外,工业企业特别是加工企业,因为出口减少而相应削减了对能源、原材料及半成品的进口。

今年 1—10 月,我国进出口总值为 21886.69 亿美元,比去年同期增长 24.4%。其中,出口 12023.31 亿美元,增长 21.9%,增速比去年同期减缓 4.6 个百分点;进口 9863.38 亿美元,增长 27.6%,增速比去年同期加快 7.8 个百分点。1—10 月,我国累计贸易顺差 2159.93 亿美元,净增加 36.24 亿美元。

商务部研究院副研究员梅新育认为,金融危机对出口的影响正逐步显现,从而出现出口增速逐月下降的态势,不过,由于进口金额增幅锐减,预计贸易顺差将改变此前几个月同比下降的趋势,而全年顺差或与去年大体持平。

张立群：亟需出台宏观政策刺激消费

发布日期：2008年10月27日 来源：上海证券报 本报记者：李丹丹

26日，国务院发展研究中心宏观经济研究员张立群在首届北京大学中国企业人力资本论坛上表示，明年中国消费需求和消费结构升级的步伐有可能减慢，但国家若采取得当的财政、货币政策，2009年中国经济将“先低后高”，并且将从前五年量的扩张转变到内在素质的提高这个发展方向上来。

张立群首先指出，2009年消费需求和消费升级的步伐有可能减慢。据张立群统计，今年1到9月份城乡居民收入在减慢，而对消费信心产生不利影响的因素在增加，包括房市股市的降温、股票房产的缩水以及企业困难增加、局部失业增加、世界经济变化等等，在此影响下，居民户购买活动降温。因此，他认为在收入和影响消费信心的因素的作用下，明年消费持续旺盛的情况有可能会发生改变。

同时，他认为中国的投资活动有一个趋降的变化可能，这种情况对明年的投资增长会有一些的影响。第一是房地产投资，目前该投资占到全部固定资产投资的四分之一，对总投资的影响显而易见。但今年房地产企业困难重重，资金回流受到较多限制，这种情况对新的开发建设活动正在发生影响，而对明年的房地产投资的影响会逐步的有所表现。社科院经济研究所研究员袁钢明认为，更应该关注银行的资金状况，因为房地产资金链条锻炼会影响银行。

另一方面，企业投资能力在下降。今年以来，很多企业成本增加但是产品的销售价格提升困难，因此企业利润空间不断缩小，会影响到企业投资能力以及银行向企业贷款的主动性。

此外，张立群指出，美国消费市场逐步收缩对我国外贸出口的影响会进一步的发展。因此他总结，2009年如果政策不加以任何干预的话，我们国家的经济增长有可能进一步的回调。

张立群认为，中国经济今年的调整实际上是过去五年从紧的政策累积的结果，外部环境的变化给它加了一重压力，但是居于第二位。他表示，如果在中国经济的发展基础上，政府的政策有一些新的改变，他相信明年中国经济增长会回稳。

面临宏观经济下行压力以及国际金融危机的双重困境，政府正在从政策方面做出积极反应。今年七月份之后财政政策做积极的调整，明年增值税的改革从生产型向消费型改革全面推开；而货币政策方面，存款准备金率下调、贷款基准利率下调，而且在买房控制需求的方面也做出一系列调整；而十七届三中全会



提出来进一步扩大内需,明确提出扩大需求的目标,强调不仅要进一步扩大消费,对投资也要“区别对待,有保有压”的原则,支持对外投资加快增长。

因此,他认为明年的中国经济是前低后高,走势总体来看是一个平稳发展的走势,国内的竞争会变得更加激烈,中国经济会从前五年量的扩张为主转变到发展方式的转变为主的方向上来,所以中国企业应该准备为自己建立更长远的发展基础。

投资究竟该看估值,还是看宏观?

发布日期: 2008年11月09日 来源: 上海证券报 作者: 中证投资 徐辉

本周A股市场继续围绕1700点窄幅波动,港股方面的波动更大一些,两地市场的差价依然保持在38%的水平上。美股方面,在奥巴马宣布获胜后,华尔街股市连续两个交易日大幅下跌,两日累计下跌接近10%。而伦敦隔夜拆息水平尽管从5个多点回落到目前3个点以下,但其依然比1个多点的基准利率高出约一倍,表明金融市场资金的压力依然较大。

本周令人关注的信息包括以下几个方面:一、呼应巴菲特,亚洲超人李嘉诚大举入市;二、罗杰斯依然不看好救市,看淡股市看好商品,尤其对农产品情有独衷;三、包括张五常、吴敬琏在内的多位著名经济学家,认为宏观经济存在崩盘的危险;四、最新的采购经理指数显示,目前经济运行减速非常明显,照目前情形推测,当下GDP增速已经回到6%以下。一方面宏观基本面的情况不容乐观;另一方面,东、西两大股神——巴菲特和李嘉诚在市场估值大幅走低的背景下大举入市,买入股票。那么,当下投资究竟该看估值,还是看宏观?

金融危机对经济影响不可低估

吴敬琏先生近期在一个国际论坛上表示,次贷危机发生以后,很多问题都显现出来了。这次金融海啸是世界金融体系的危机,虽然源自美国,但不只是美国金融体系危机,而是世界金融体系的危机。次贷只是这次危机的一个触发点,而不是它全部的原因。随着虚拟财富的大量消失,内地宏观经济崩盘的可能性是存在的。张五常先生也称,如果政策不到位,明年中国实际的GDP增长可能为负数。从已公布的经济数据看,10月份PMI(采购经理指数)急跌至44.6。这是PMI四个月中第三次跌破50大关(表明经济活动在收缩),而且这已低过PMI历史上任何一个低位。中国的PMI指数比较波动,但它对经济走势的前瞻性预测,多数时候证明是准确的。按照某种的测算方式,10月份PMI表明,中国经济目前可能只有5.5%至6.5%的增长速度,远远低过过去30年平均9.9%的GDP增长。对上述这些观点和看空的程度自然还需时间来检验,但有一点是可以肯定的,这一危机对中国经济的影响将是不容怀疑的。

重要的是企业长期的内在价值

但即便宏观经济危机到这种程度，我们依然看到——东西两大股神不畏宏观困境大举扫货。

巴菲特就不用说了，在短短几个月里，他和他控制或作为大股东的公司，累计耗资 500 亿美元，扫货华尔街。而李嘉诚方面，近期的动作也非常大。其一方面暂时放缓了实业方面的投资，另一方面又大举买入旗下多家公司股票。李嘉诚在 10 月 3 日至 30 日期间陆续买入旗下上市公司长江实业及和记电讯股份，“超人”这轮增持共耗费资金约 2.6 亿港元。

我们可以看出，巴菲特和李嘉诚入市时间选择基本一致，都是在 10 月下旬左右。作为实业界的代表人物，李嘉诚的入市表明了当前金融市场普遍低估的局面已经形成。而且，更为重要的是，实际上李嘉诚在长江实业 109 元附近就大举买入，一直买到现在 72 元至 82 元的水平。也就是说，市场实际上早就处在低估的水平上，才会引发李嘉诚的持续买进。

当然，李嘉诚的买进的策略本身，也有值得我们借鉴的地方。这就是，持续买进，而不是一次买完；试探性进场，而不是自大到可以完全预测市场；从左边入市，而不是从右边入市。那么，为什么东西两大股神会在宏观经济如此惨淡的背景下，大举投资呢？笔者认为，宏观面情况空前严峻，估值水平空前低企。估值已经包含大多数宏观面恶化因素。所以，但估值低估的非同寻常时，短期宏观面的情况已经不再重要。

具体而言，企业的长期内在价值，是由企业未来现金流贴现来决定的；一个健康的企业，在短期内（二、三年）遭遇了经济的不景气，这对于其价值而言，影响是非常非常小的；因为它仅影响一串贴现加总中的两三项，最终对企业内在价值的影响，大多只在 10% 以内。当然，这主要指健康的大型企业，如果企业出现了倒闭，那种情况不在我们讨论之列。

股票是投资品种中的最优选择

如果跳出股市来看待股票资产的价值的话，我们会更加清晰地看到，股票是几乎所有投资品种中最优选择。

首先，与楼市相比，楼市的市盈率是股市的 300%。经过 30% 大幅下跌的深圳楼市，目前租金收益率在 3% 至 4% 左右，也就是说，其市盈率在 25 倍至 33 倍之间，平均为 30 倍。这与 A 股 13 倍左右的市盈率相差接近 2 倍，与 B 股 6 倍市盈率就更是相差达到 5 倍之巨。而长期数据显示，从增值的角度而言，股权投资的增值率要显著大于房产。

其次，与国债相比，目前国债市盈率也在 30 倍左右，也明显高于股市 13 倍市盈率；而且从分红的角度看，A 股分红率也高于国债收益率。目前 A 股未来 12 个月的分红收益率预计为 3.4%，与 10 年期国债收益率为 3.2%。

综合而言，目前市场确实处在一个显著低估的区域中，其中 B 股和 H 股低估就更加明显，那么，市场究竟会什么时候企稳、并反弹，这取决于市场投资者对各类资产收益率的反应速度。也就是说，取决于投资者能够看到这种显著的收益率差别，并采取适当的行动的时间。

放松宏观经济政策有用吗？

发布日期：2008年11月04日 来源：上海证券报 作者：姚炯

放松宏观经济政策有用吗？

国泰君安：

近期由紧到松的宏观经济政策接二连三的出台，如房地产、降息、放松贷款额度等，但是市场对此无动于衷，认为在次贷危机影响下中国经济下滑趋势无法被政策所改变。那么政策到底有用吗？我们在此回顾1997-1998年东南亚金融危机期间的情况，看看当时的扩张性货币和财政政策是否有用。

1997-1998年，央行四次降息，两次下调准备金率，通过放松国有商业银行贷款限额控制进行扩大信贷投放的“窗口”等手段推动商业银行信用创造的扩张。虽然央行货币政策偏宽松，但是效果并不明显。从1997年开始，在一系列降息刺激下，M2增速仍然维持在15%左右。这是由于：首先，虽然名义利率不断下降，但是由于通货紧缩，实际利率仍然是上升的；其次，经济下行周期下，企业投资需求萎缩，而国有银行为了控制信贷风险，惜贷严重。

1998年8月，决策层对预算进行了大规模的修改，从而开始转向积极的财政政策。积极的财政政策主要围绕发行国债、扩大经常性项目支出和充实商业银行资本金三个方面的措施来进行。根据对国家统计局数据分析测算，1997-1999年，财政政策对GDP的拉动分别为0.79、1.06和1.41个百分点，增幅迅速。

综上所述，在经济下滑期间，扩张性的财政政策才能力挽狂澜，尤其是基建投资将起到立竿见影的效果，而货币政策更多的是对市场估值提供支持。

保经济平稳增长渐成宏观调控首要任务

发布时间：2008-11-01 来源：上海证券报 作者：国家信息中心

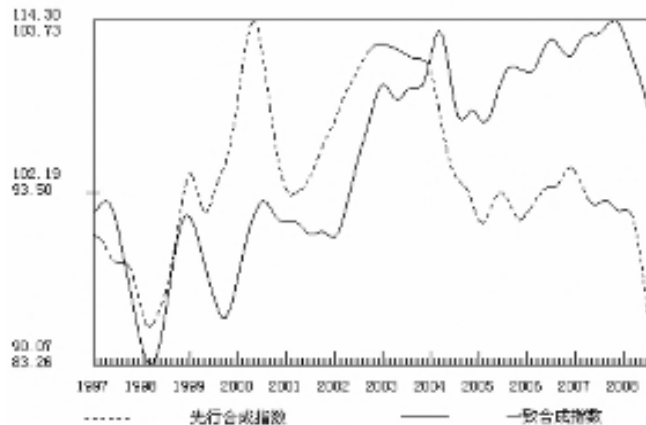


图1 1997年以来先行与一致合成指数趋势变动图

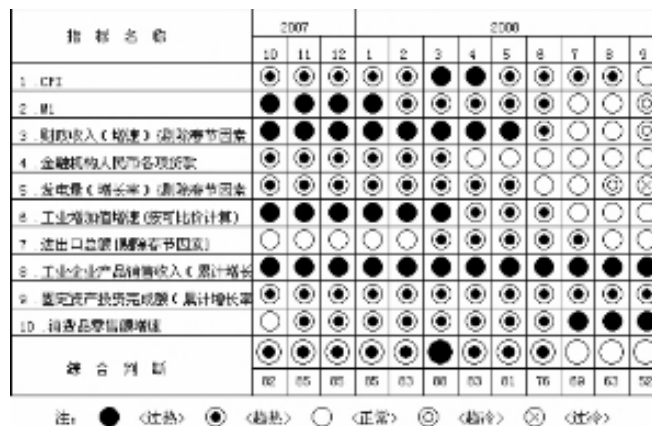


图2 综合警情指标冷热状态显示图

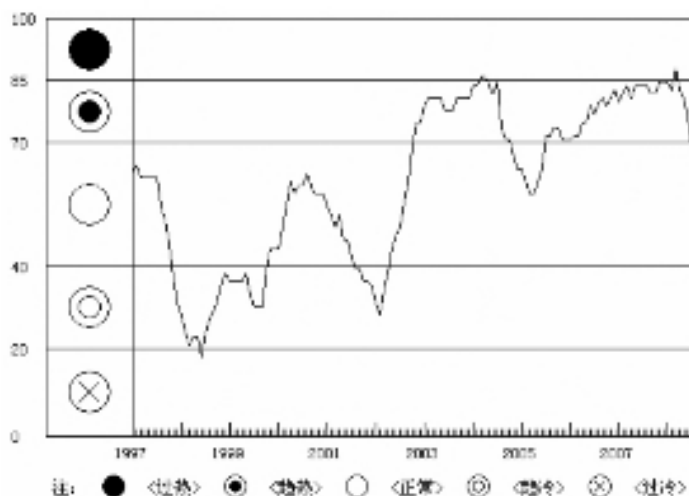


图3 综合警情指数趋势变动图



图4 CPI变动走势

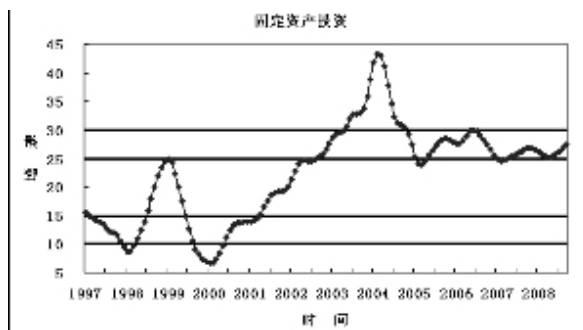


图5 固定资产投资变动走势

■9月份,经济景气继续下行,综合反映宏观经济运行情况的一致合成指数已连续11个月回落,描述未来经济走势的先行指数继续回落,从2007年12月以来已经连续21个月小幅回落。先行指数的这种走势表明,在外部需求减弱和内部增长乏力的双重作用下,我国经济景气在短期内将难以回升,继续趋势性下滑的风险很大。

■9月份,构成综合警情指数的10个指标呈现“三升、七降”的走势。其中,上升的有:贷款总额、固定资产投资和消费品零售额;回落的有:CPI、工业增加值、M1、财政收入、工业企业销售收入、发电量和进出口总额。10个指标中,CPI、工业增加值、贷款总额、进出口总额等4个指标位于绿灯区,固定资产投资处于黄灯区,消费品零售额、工业企业销售收入处于红灯区,M1、财政收入处于趋冷区间,发电量处于过冷区间。

一、经济景气指数继续回落,综合警情指数在绿灯区下行

1、一致先行指数继续回落、经济景气保持下行态势。2008年9月,经济景气继续下行,综合反映宏观经济运行情况的一致合成指数已连续11个月回落(如图1所示)。9月份,一致合成指数继续出现回落走势主要原因在于经过季节调整后的工业增加值、发电量和财政收入增速呈下降走势。而构成一致合成指数的另两个指标,季节调整后的固定资产投资、当月消费额增速小幅上升。

9月份,描述未来经济走势的先行指数继续回落,从2007年12月以来已经连续21个月小幅回落。从先行指数的构成指标来看,狭义货币M1、商品房新开工面积指标增速指标、钢产量、产成品资金占用逆转指标、沿海港口货物吞吐量全部下降。先行指数的这种走势表明,在外部需求减弱和内部增长乏力的双重作用下,我国经济景气在短期内将难以回升,继续趋势性下滑的风险很大。

2、综合警情指数在绿灯区继续下行。9月份,反映宏观经济景气状况的综合警情指数在绿灯区继续回落(见图2、图3)。

9月份,构成综合警情指数的10个指标呈现“三升、七降”的走势。其中,上升的有:贷款总额、固定资产投资和消费品零售额;回落的有:CPI、工业增加值、M1、财政收入、工业企业销售收入、发电量和进出口总额。10个指标中,CPI、工业增加值、贷款总额、进出口总额等4个指标位于绿灯区,固定资产投资处于黄灯区,消费品零售额、工业企业销售收入处于红灯区,M1、财政收入处于趋冷区间,发电量处于过冷区间。



根据以上分析和监测结果,我们可以判断,1997年以来的第三个周期波动中的转折点已经在2007年三季度出现,经济运行已经步入该轮经济周期波动中的收缩期,经济运行已经回到正常的“绿灯区”内。由于CPI也已经步入了“绿灯区”内,这表明,“双防”中的宏观经济运行中出现的“从偏快转向过热”的风险已经解除,“防止物价水平从结构性上涨转变成全面的通货膨胀”的风险也已经减弱。当前国际金融市场急剧动荡,世界经济增长明显放缓,国际经济环境中不稳定因素明显增多,对我国的影响逐步显现。

国内经济运行中出现了一些新情况、新问题,主要是经济增长放缓趋势明显,企业成本上升和外需明显收缩使部分行业和企业生产经营困难加大,企业利润和财政收入增速下降,房地产市场观望气氛浓厚,资本市场持续波动和低迷,制约农民持续增收的不利因素较多,服务业发展仍然面临诸多体制性障碍。

受国际国内不利因素的影响,本轮周期波动中的收缩期中,一致指数和预警综合指数都出现了快速下滑,因此在未来的一段时间内,保持中国经济在适度区间内的平稳增长,维护货币和金融稳定,维护资本市场稳定,将成为政府宏观调控要面对的主要任务。

二、主要经济景气指标变动情况

1、工业增速在绿灯区继续回落。9月份,尽管奥运会对工业生产的影响已消除,但工业生产并未出现预期的反弹,反而延续了回落态势。当月规模以上工业企业增加值同比增长11.4%,比上月下降1.4个百分点,为2002年4月以来月度最低水平。季节调整后,工业生产增速在绿灯区继续回落。

分类型看,重工业生产增速较轻工业回落幅度要大,重工业增加值当月同比增长11.5%,比上月下降1.7个百分点;轻工业增长11.2%,比上月下降0.5个百分点,轻重工业增速差距比上月缩小1.3个百分点。工业出口交货值增长继续放慢。9月份,规模以上工业企业出口交货值同比增长12.6%,比上月下降3.7个百分点。1-9月份,规模以上工业企业增加值同比增长15.2%,比去年同期回落3.3个百分点。

2、发电量增速下探至蓝灯区上沿。9月份,规模以上电厂发电量同比增速延续了下降势头,当月发电量仅同比增长3.4%,比上月下降1.7个百分点,继6、7、8月大幅下降后再次下降,这已是发电量增速连续第六个月下降。季节调整后,发电量增速下滑,进入蓝灯区。由于奥运会对相关地区发电企业的干扰基本结束,发电量增速继续下降反映了经济下滑的势头。

3、CPI当月涨幅回落,处于绿灯区。9月份,CPI同比上涨4.6%,涨幅比上月回落0.3个百分点,这已是CPI同比涨幅连续第五个月回落。季节调整后,CPI涨幅在绿灯区继续下行。1-9月,CPI累计同比上涨7.0%。翘尾因素的衰减是9月份CPI同比涨幅回落的主要原因。

在当月CPI4.6%的同比价格涨幅中,新涨价因素为2.6%,翘尾因素为2%。翘尾因素比上月减少了0.3个百分点,新涨价因素与上月持平。食品价格涨幅回落仍然是带动CPI涨幅回落的主力,但非食品价格涨幅也在回落。

4、固定资产投资增长平稳,位于黄灯区。1-9月,全社会固定资产投资同比增长27.0%,比1-6月提高0.7个百分点。其中,农村投资增长23.3%,比1-6月提高0.1个百分点;城镇固定资产投资增长27.6%,比1-6月提高0.7个百分点,比1-8月提高0.2个百分点。季节调整后,城镇固定资产投资增速小幅攀升,继续位于黄灯区。



从项目隶属关系看,中央项目投资增长小幅回落,地方项目投资增速出现反弹。1-9月,中央项目投资同比增长27.2%,比1-8月下降0.5个百分点;地方项目投资增长27.7%,比1-8月提高0.3个百分点。

分产业看,第一、三产业投资增长有所放慢,第二产业投资增速反弹。投资增长的后劲在减弱。一是受房地产市场低迷影响,二是新开工项目计划总投资增长放慢。

5、消费增速继续攀升,处于红灯区。9月份,消费增长持续升温,当月社会消费品零售总额同比增长23.2%,增幅与上月持平。1-9月,社会消费品零售总额同比增长22.0%,剔除物价因素,实际增长14.1%,增幅比1-8月提高0.3个百分点,比去年同期高1.8个百分点。

分地域看,城市消费品零售额名义同比增长22.7%,实际增长15.2%,比去年同期加快2个百分点;县及县以下零售额名义增长20.6%,实际增长11.8%,比去年同期加快1.6个百分点。分商品类别看,1-9月,限额以上批发和零售业吃、穿、用商品类零售额同比分别增长23.3%、25.9%和28.6%

6、出口增速小幅加快,进口增速继续放慢,进出口总值增速回到绿灯区。9月份当月我国进出口总值增长21.4%,季节调整后,小幅回落,回到绿灯区。造成当月进出口总值增长放慢的主要原因在于进口增长放缓。当月出口增长21.5%,增幅比上月加快0.4个百分点;进口增长21.3%,比上月下降1.8个百分点。进出口相抵,当月实现贸易顺差293.7亿美元,比上月扩大6.7亿美元,月度规模再创历史新高。当月贸易顺差规模的攀升也主要应归因于国际大宗商品跌价导致进口额增速的回落。

出口商品中,机电产品出口增势良好。同期,我国传统大宗商品出口大多增幅回落。9月份市场预期的出口大幅下滑并没有出现,还看不出全球金融动荡对我国出口造成什么实质性影响。但需要注意的是,9月份出口名义增速加快除了有出口价格上升带来的虚高外,还有去年同期基数低的原因。

7、M1增速继续快速下滑,进入浅蓝灯区。9月末,M2余额同比增长15.29%,比上月末低0.71个百分点,比去年同期低3.16个百分点;M1余额同比增长9.43%,比上月末低2.05个百分点,比去年同期低12.64个百分点。季节调整后,M1增速继续快速下滑,进入浅蓝灯区。从构成看,人民币企业存款增速显著放缓,尤其是其中的活期存款增速放慢是造成M1增速快速下滑的主要原因。同时,居民储蓄存款增速仍在攀升,对M2增速保持相对平稳起到了支撑作用。9月末,人民币储蓄存款余额同比增长21.14%,比上月末提高2.69个百分点,比去年同期高14.27个百分点。

8、贷款增速保持平稳,处于绿灯区。受信贷政策松动的影响,9月份贷款投放有所反弹。9月末,人民币各项贷款余额同比增长14.48%,增幅比上月末高0.19个百分点,比去年同期低2.65个百分点。季节调整后,贷款增速保持平稳,停留在绿灯区。当月人民币贷款增加3745亿元,同比多增910亿元。

从贷款期限看,9月份增长反弹的主要是短期贷款和票据融资,中长期贷款增长反而有所放慢。中长期贷款增长的减慢一方面反映出房地产市场低迷,居民住房抵押贷款增长情况不佳,另一方面反映出投资增长的贷款资金来源增长放慢。9月末,固定资产投资资金来源中,贷款资金同比增长14.5%,增幅比上月末下降0.3个百分点。



9、财政收入增速大幅下降，进入浅蓝灯区。受经济增长放缓、股市与楼市低迷以及企业盈利下降等诸多因素影响，9月份全国财政收入增幅继续回落。当月全国财政收入仅同比增长3.1%，增幅比上月下降7个百分点。季节调整后，财政收入增速下降，进入浅蓝灯区。1-9月累计，全国财政收入同比增长25.8%。前9个月，全国财政收入增长呈前高后低、逐月回落态势。1-9月累计增幅较高，主要是由于上半年收入较快增长拉动。

金融市场与证券市场运行

一、货币与债券市场

1、央行连续下调“两率”，公开市场操作回笼货币力度加大。9月份以来，全球金融动荡不断加剧，各国央行纷纷推出注资、降息等一系列救市措施。我国央行也根据国内经济金融形势的需要，连续降息和下调法定存款准备金率。除两次下调存款准备金率外，央行还分别于9月16日、10月9日和10月30日三次下调存贷款基准利率。

为控制银行体系流动性，配合存款准备金率的下调，9月份公开市场操作资金回笼力度有所加大。当月共发行9期央行票据，共4820亿元，完成正回购操作7次，共3374亿元，对冲完共计1020亿元的央票到期兑付、3434亿元的正回购到期以及83亿元的利息支付总量后，货币净回笼量3657亿元，较上月大幅增加2744亿元。前8个月，各期限品种的央票发行利率和正回购利率均与年初相同期限品种利率基本持平。9月中旬以来，为配合存贷款基准利率的下调，央行票据发行利率也开始下降。

2、银行间长期债券发行有所上升。9月份，银行间债券市场发行债券2096.2亿元，较上月减少14.4%，其中，政策性金融债券和短期融资券的发行量均有所减少，而商业银行次级债券发行量增加。从期限结构变化趋势看，9月份，中期和短期债券发行维持稳定，长期债券发行有所下降。

3、银行间拆借交易成交减少，拆借利率有所回升。9月份，银行间同业拆借成交12167.7亿元，较上月减少10.8%，交易品种以隔夜拆借为主。9月份，同业拆借市场利率总体有所回升。从当月情况看，整体呈现前低后高走势，月末隔夜拆借加权平均利率为3.24%，较月初上升61个基点；7天同业拆借加权利率为3.27%，较月初上升15个基点。

4、银行间回购交易保持平稳，回购利率上升。9月份，银行间债券质押式回购成交49951.8亿元，较上月减少0.3%。交易品种以1天为主。9月份，银行间债券市场回购利率呈现上升走势，且短期限品种利率上升趋势更为明显。

5、银行间现券交易量减少，债券指数大幅上涨。9月份，银行间债券市场现券成交3.1万亿元，较上月减少13.4%。9月末银行间债券指数延续升势，月末收于122.91点，升幅为1.43%。9月份，受央行票据发行利率下调的影响，机构普遍存在降息预期，从而导致债券收益率整体下行。其中，中长期债券尤为明显。但因为短期资金面趋紧，短期债券收益率走高，整个债券收益率曲线持续下移并更趋平坦化。

二、股票市场

1、新股发行趋于停滞，融资额大幅下降。9月份，市场继续恶化，市场融资功能月中开始停滞。当月共有4家公司进行了新股首发，融资总额仅为12.35亿元，不到8月份的五分之一。9月16日后，沪深两市已无新股首发，新股发行暂时进入真空期。今年以来，A股市场IPO速度明显放缓。

2、二级市场大落大起，颓势难改。9月份，A股市场走势跌宕起伏，震荡加剧，历经大落大起之后，市场最终仍以下跌收尾，月度继续下跌。9月份，上证综指以2380.47点开盘，随后一路下行，至9月18日大幅下跌至低点1802.33点；随后在18日晚间财政部宣布印花税单边征收、国资委支持中央企业控股上市公司回购股份和汇金公司宣布在二级市场增持中国银行、建设银行和工商银行三大行股票三大政策刺激下，19日A股市场出现集体涨停的极端走势，最后几个交易日则在高位大幅震荡；最终，上证综指收盘于2293.78点，月度跌幅为4.32%。

3、三大政策效果可能有限，不可过度乐观。9月18日晚间，面对A股市场的失控走势，财政部、国资委和汇金公司分别宣布印花税单边征收、支持中央企业控股上市公司回购股份和汇金公司在二级市场增持中国银行、建设银行和工商银行股票的三大政策，随后中国证监会也放松了对回购的管制，这些政策无疑对股市即期走势产生强大刺激作用。

但是，对这些政策效果需要客观评估。从实际实施情况看，增持或回购股份实施力度与市场期望相距甚远。另外，从央企回购或增持潜力看，未来也不容乐观。

4、投资者股市投资意愿持续下降。由于市场的持续大幅下挫，投资者信心日益下降，投资意愿持续降低。9月下旬公布的央行三季度问卷调查显示，居民储蓄意愿达到43.8%的历史最高值，且有六成多的居民家庭主要金融资产为“储蓄存款”，居民投资意愿已连续4个季度下跌，仅8.2%的人有投资股票或基金意愿。数据显示，9月新基金发行规模再创新低，当月共有4只新基金成立，募集资金总份额仅为40.52亿元。

5、大小非持续减持。中国证券登记结算公司发布的最新股改限售股份解禁减持情况统计显示，9月“大小非”当月减持量为4.53亿股，比8月份的4.8亿股略有下降。

对策——四大政策建议

1、发挥财政政策在稳定需求方面的作用

首先，在优化结构的前提下，保持合理投资规模。在灾后重建、保障性住房和重大基础设施等方面，适时适度地增加财政投入。进一步加强“三农”、结构调整、节能减排、自主创新、社会事业等方面的建设。推进一批有利于消除瓶颈制约的能源和交通基础设施项目建设。

其次，通过财政补贴与提高出口退税率等方式，支持劳动密集型企业、自主品牌产品与高技术附加值产品出口，缓解出口企业面临的压力，防止外需过快下滑。



最后,进一步提高个人所得税费用扣除标准,完善城镇职工最低工资制度,继续提高企业退休人员基本养老金水平。加快教育、医疗、养老等方面社会保障体系的建设,增加对中低收入者、困难群体的生活补贴,通过多种措施提高居民可支配收入,改善居民消费预期。扩大家电下乡补贴的品种和地域范围,促进农村消费。

2、强化各项支农惠农政策,确保农民增产增收

一是进一步加大对农村基础设施建设的投入,重点是农村水利、道路、安全饮水、电力、沼气等方面的建设。改善农村基础教育、公共卫生、文化设施。

二是进一步加大对支农补贴力度,并改进完善补贴政策和方式。较大幅度地提高粮食最低收购价水平,稳定农民种粮收益。

三是支持在全国范围建立农村最低生活保障制度。

四是出台振兴奶业、稳定生猪生产的政策,推进农业结构调整。

五是全面实行新型农村合作医疗,提高参合农民的受益水平。

六是继续增加对农村教育经费的投入,切实将农村义务教育经费纳入中央和地方财政保障范围。

3、实行灵活审慎的货币政策

一是灵活运用公开市场操作和降低存款准备金等政策,将银行体系流动性保持在适度水平,引导货币信贷合理增长。

二是适时通过降低存贷款利率等办法实施调控,稳定市场预期。

三是保持人民币汇率的基本稳定,发挥人民币汇率在隔离外部冲击中的作用。

四是完善个人住房贷款相关政策,支持房地产企业的合理有效信贷需求,促进房地产信贷市场平稳运行。

五是加大对“三农”、小企业和灾区重建等经济重点领域和薄弱环节的信贷支持。

4、积极稳妥地推进价格改革

当前,国内农产品价格上涨压力逐步减轻,国际石油等大宗商品价格全面回落,为我国理顺资源能源价格、改革资源能源价格形成机制提供了有利时机。要标本兼治,以治本为主,下决心适时推出成品油价格形成机制改革,加快电价改革步伐,促进合理电价机制的形成。主要采用经济手段解决当前电煤、成品油、供热等由价格引发的供需矛盾。改革资源税费制度,完善资源有偿使用制度和生态环境补偿机制。根据物价涨幅回落情况,推进成品油价格和国际油价并轨。进一步理顺煤电价格,择机调整销售电价。

前三季度中国宏观经济运行仍亮“绿灯”

发布日期：2008年10月31日 来源：上海证券报 作者：李雁争

国家统计局30日发布的报告显示，前三季度中国宏观经济预警指数为113.2，仍处于稳定状态的“绿灯区”。

宏观经济预警指数以100为理想水平，统计局数据显示，前三季度中国宏观经济预警指数与上半年相比略降1.7点。

据了解，宏观经济预警指数由10个指标构成，包括工业生产、固定资产投资、进出口、财政收入、工业企业利润、金融机构各项贷款、货币供应M2、居民消费价格、消费品零售、城镇居民人均可支配收入。



此前发布的数据显示，前三季度中国经济同比增长9.9%，经济保持平稳较快发展，总体运行良好，不过增速同比回落2.3个百分点。

国家统计局此次发布的宏观经济预警监测结果还显示，反映经济未来变化趋势的先行指数今年前三季度为101.6；一致指数为102.8；滞后指数为101.8。以上数据与上半年相比普遍下跌。上半年，我国先行指数为102.3；一致指数为103.1；滞后指数为102.5。

对此，申银万国宏观经济分析师李慧勇认为，经济从热变冷的过程通常是由点及面，先行指数体系普遍下跌，意味着宏观经济已经进入调整阶段。

对于以上数据，东方证券宏观经济高级分析师高义在接受采访时表示，前三季度的地震、洪涝灾害、奥运会等因素都会影响到指数的变化，因此现在断言经济已经进入调整阶段，也许还为时尚早。

在统计局公布预警及先行指数的前一天，央行刚宣布了降息的决定。对此，李慧勇认为，“虽然本次降息幅度较小，但是足以显示出有关部门‘保增长’的决心，不排除将来央行继续采取降息等措施来刺激经济和稳定市场。”

高义表示，未来三个月通货膨胀压力将持续回落，这为央行进一步放松货币政策提供了空间和动力。高义预计，四季度我国的货币政策将继续放松。他认为，如果货币政策反应及时，并与扩张性财政政策相互配合，我国宏观经济有望实现“软着陆”，宏观经济调整的周期也会缩短。

面对危机,宏观经济政策应有远见

发布时间: 2008-10-24 来源: 南方都市报

金融海啸波及全球,中国的国内经济也正面临日益严峻的形势,对此中央政府给出了积极应对的姿态,最近频繁出台财政与货币政策。这些措施及可能的收效,也正被社会各方紧密关注、激烈议论。

受次贷危机及此危机导致的国际宏观经济形势恶化的冲击,受国内周期性因素的影响,中国经济目前已经处于下滑期。财政收入最能说明问题:财政部20日公布,今年上半年全国财政收入累计增长还有33.3%,第三季度却仅有10.5%,且7、8、9三个月增速呈逐月回落态势,增速分别为16.5%、10.1%、3.1%。另外一个指标更为触目惊心:央行公布的数字称,2008年前9个月,上证综合指数累计跌幅达56.5%。据此,中国经济已经出现某种程度的危机。

面对这种情形,政府各个部门开始频繁推出各项宏观政策。首先,过去半个月,央行两次调整货币政策,下调人民币存贷款基准利率和存款类金融机构人民币存款准备金率。

财政政策方面,10月21日,财政部、国家税务总局宣布,从11月1日起,适当调高部分劳动密集型和高技术含量、高附加值商品的出口退税率。10月22日晚,财政部宣布了房市税费政策调整方案。

另有消息称,财政部9月初提交的千亿元减税规模的增值税全面转型方案已获国务院批准,减税规模保底为1500亿元,有望达到2000亿元,2009年1月1日起实施。

宏观经济政策出台如此频密,为多年来所罕见。此景显示,政府已经意识到经济下滑趋势之严重性。事实上,在中国当下的社会生态中,经济问题具有极大的外部性,稍微严重一些的经济衰退将会引发社会危机。因而,当机立断,阻止经济进一步下滑,就是十分必要的。但是,目前各类政策出台的方式似乎存在某种问题。首先是政出多门,政策缺乏足够连贯性。一方面是中央政府各个部门分头出台政策,另一方面,中央政府与地方政府同时出台政策。后一点,在房市表现得最为明显,全国多个城市已经出台了拯救房市的措施,中央政府的政策是否与此存在重叠?

可以预料,经济下滑的趋势将在各个领域陆续表现出来,并且波及社会领域。比如,企业倒闭、失业问题将会趋向严重。这个时候,政策之间的连贯性就十分重要。比如:一方面,财政收入已经在下滑,政府为刺激生产又准备出台减税措施;另一方面,政府可能需要更多的公共资源用于救助失业者。这两者显然是矛盾的,如何权衡取舍,需要打破决策部门化格局,以一种合理、有效的决策程序进行决策。这种决策程序可以使政府对问题的轻重缓急进行排序,并作出最不坏的政策安排。

其次,目前各类政策的出台缺乏与民意的良性对话。宏观经济政策需要科学依据,但更需要民意支持。否则,政府本来用于稳定宏观经济的措施,很可能被民众误解为照顾某些利益集团的措施。

政府拯救房市的措施就遭遇了这种尴尬。对于地方政府出台的拯救房市的措施,普通民众多数表示反对。有网站调查显示,参与表态的近20万网友,84.74%的人反对房地产救市。这种民意可能不是十分理性,表达这些意见的民众可能未能充分理解在目前经济情势下阻止房市衰退的经济与社会意义。但无论如何,



政府不能无视民众的意见。在制定任何政策、包括宏观经济政策的时候,政府应当面向民众,对于民众表达的也许缺乏科学依据的意见,政府也应当作出回应,向民众阐明道理。假如政府做到了这一点,大多数民众是可以接受政府救市举措的。假如政府漠视民众意见,则宏观经济政策的正当性就会大打折扣。

最后一点,目前的宏观政策缺乏足够远见。中国的经济情势与美国、欧洲大不相同。中国仍然处于转型过程当中,目前的经济下滑趋势,既有外部冲击因素,也有内在的宏观周期性因素,同时也有结构性与制度性因素。因而,宏观政策既要考虑稳定宏观经济,同时也要考虑推动体制转型。如果只考虑眼前的稳定问题,而忽视转型问题,则将为未来留下后患。从这个角度看,提高部分商品的出口退税率,未必是一项明智的政策,因为这让本已开始进行的经济结构调整逆转。财政部拟议中的减税方案则较为可取,因为它是以税制改革的方式实现减税,在减税的同时,推动整个税制从生产型向消费型转型。

总之,治大国若烹小鲜,应对经济下滑危机亦复如是。政府需要通过恰当的决策程序,在尊重民意的基础上,寻找更有连贯性的方案:既能协调中央政策与地方政策,又能协调各部门政策,并通过宏观政策推进结构调整与制度改进。

宏观调控应转向防过冷防通缩

发布时间: 2008-10-22 来源: 中国证券报 作者: 赵晓

1997年和1998年的历史经验告诉我们,如果在经济开始下滑时不及时启动经济,则后果是下滑的趋势需要更大的力度和更长的时间才能挽救回来。

作者认为,在当前宏观政策基调调整为保增长之际,在保证充分就业的同时,我们还应该在努力保证人民币币值稳定;进一步调整汇率制度;改善中小企业的政策环境;放松信贷控制,大幅下调准备金及贷款利率;加强医疗、教育等服务领域投资,稳定房地产业发展以及放松价格管制等方面加大改革力度。

2007年以来,保持多年的高增长低通胀局面发生改变,先是物价突然大涨,CPI价格指数高企,物价渐成为宏调重点。然而,2008年一季度之后,物价涨势趋于缓和并连续下降,8月份CPI已降至5%以下,但受原料价格上涨影响,PPI指数超过10%,因此仍在干扰管理层视线。与此同时,GDP增长出现快速回落,经济可能走向过冷成为人们新的担心。再加上国际金融局势急剧恶化,欧美日等发达国家已经或正在步入衰退期,外需大幅降低。显然,当前我国的宏观经济政策已经转向以维持国内经济稳定,促使中国经济增长保持平稳快速,不出现大幅回落为最主要目标。

回顾1997年和1998年的历史经验,我们发现,如果在经济开始下滑的时候不及时启动经济,则后果是经济下滑的趋势需要更大的力度和更长的时间才能挽救回来。当时,为了应对急剧变化的经济,1998年3月份法定存款准备金和备付金账户合并,准备金比率下调5个百分点,同时大力度刺激内需,然而经济增速仍不可避免地下滑,同时物价也迅速回落。1998年刺激内需的结果是GDP增长7.8%,1999年为7.1%,2000年为8%,2001年GDP增长率再次回落到了7.3%。



在当前投资价格指数高企、经济活力快速下降的情况下,同样的贷款和货币供应增长能够支持的实际经济量也将是一个快速下降的数量。目前的货币增长速度不仅没有推动价格上升的压力,甚至有收缩物价至负的可能性。基于上述分析,笔者认为宏观政策基调应该转向全力保充分就业与经济增长目标。具体政策建议如下:

一、应努力保证人民币币值稳定。现在看来,人民币升值并没有解决前段时间的国内通胀问题,同时由于中国出口导向劳动密集型模式的高度竞争,汇率上升对出口企业打击也越来越大。舆论总喜欢把今天的中国和1980年代的日本相比较,认为这样会促使企业转向附加值更高的行业,从而加快产业升级过程。其实,由于种种原因,国内的私营企业根本不能和1980年代日本企业在技术升级和创新能力上相提并论。实际上,在私营企业这一层面,今天的中国跟当年台湾地区而非日本更类似。1970年代后期开始,台湾地区出现持续超外汇储备累增,导致严重的通货膨胀和房地产、股市泡沫,最终不得不以汇率升值和贸易自由化来化解,只经历了1990年代短期的经济低迷,经济发展很快走上正轨。

二、进一步调整汇率制度。这一轮通胀表明现行的汇率制度仍存在很大缺陷,限制了货币政策的自主性,一旦与挂了钩的汇率脱节,极易引起外汇投机行为和货币供给问题。应当利用强制结售汇取消的契机进一步调整汇率制度。强制结售汇取消后,企业可以自主选择是否保留外汇收入。如果企业不愿意结汇,则这部分资金将保留在企业的外币账户上。应当允许进出口商利用这部分资金成立一个外汇市场,并形成市场价格,实现可调整汇率向浮动汇率过渡,到时进出口贸易的汇率波动可利用远期外汇市场来消除,这也是大势所趋。

三、改善中小企业的政策环境。中小企业机制比较灵活,竞争较为自由,对市场价格敏感,能迅速提高有效供给,而且自我循环,自我支持,能帮助缓解通胀压力。对于中小企业遭遇的融资困难,要加快民间金融的开放。国家新一轮金融政策已经开始引导给中小企业贷款,但要从根本上改变银行的歧视性政策,并着手建立多层次的民营银行和农村金融融资制度。外贸方面,要加快放开进口限制,满足进口企业的外汇需求,通过减低进口关税等方法,让进口增加来使国际收支平衡,藏汇于民,降低外汇储备,提高外汇使用经济效率。

四、放松甚至取消信贷控制,并连续、大幅下调准备金,同时随物价下降下调贷款利率。在信贷控制下,货币政策调整的影响有限,最终效果可能与初衷背道而驰。如降低存款准备金率可以增加市场的流动性,降低市场利率,但真正获益的是能够参与市场交易的大企业。信贷控制使信贷资金更多地向大企业和政府背景的项目倾斜,中小企业获益不大,影响信贷资源的有效配置。而有针对性地增加对中小企业的贷款额度等微调措施难以根本解决问题,因为银行没有意愿,信贷分配也有很大的随意性。未来一段时间,准备金率应该降到10%以下,这将对经济增长大有裨益。

五、要放松医疗、教育等服务业领域的民间投资准入,但同时要清醒地意识到以房地产为主导的城市化建设是中国经济抵抗严寒的关键。最近美国不断传来的坏消息表明,美国经济和全球经济还将进一步衰退,在这种情况下,目前政策的着力点是刺激内需,而刺激内需的重点不是消费而是投资,特别是以房地产投资为主导的城市化建设,同时也有必要通过减缓人民币升值来保证出口加工业的增长发动机不要完全熄火。



六、短期内，应继续放松消费品价格管制，同时油电煤运等生产要素的价格管制的放松应本着慎重稳妥的原则进行，切不可大干快上。在目前激烈的市场竞争态势下，放松消费品价格管制，对消费者有利；而稳妥地进行油电煤运等生产要素的价格改革，将有助于限制地方政府和国有垄断企业的扩张，可以缓和社会矛盾。在上游企业垄断没有打破之前，要素市场价格急于与国际价格接轨，可能导致1988年价格闯关一样的后果，当时推行商品市场的价格的国内接轨，却没有解决商品生产企业的激励问题，于是涨价的收益都会被垄断利润截留，而不能刺激有效的供给，带来严重的通货膨胀。

目前，中国经济面临许多问题需要解决。但即使出现最坏的局面，全球贸易保护主义抬头，恶化的国际经济形势严重打击国内投资信心，同时股市、楼市出现萧条，短期内仍可以依靠目前较好的财政状况，核销银行呆坏账，扩大政府支出刺激经济增长，保持好的政治和社会环境，来解决长期改革和经济发展模式转变问题。只要措施及时得当，中国经济增长前景依然看好。

不必过分悲观中国宏观经济走势

发布时间：2008-10-17 来源：上海证券报 作者：苑德军

中国经济前景并非如市场预期的那么黯淡，美国金融危机也不会改变中国经济走势。相反，物价上涨压力将逐步得到缓解及目前中国经济基本面没有改变等都表明，目前经济增长放缓，只是经济增长速度的“量”的调整，而非经济高速增长阶段的“质”的变化。中国经济增长的内生动力依然强劲，且仍处于高速增长周期。中国经济的这一质态并没有因美国金融危机而改变。

在当前美国金融危机恶化有可能导致全球经济衰退的情况下，有相当一部分人对中国宏观经济走势持悲观态度，甚至有人认为中国经济已经进入“下降周期”。中国宏观经济走势真的会像有些人预想的那样糟糕吗？回答是否定的。

未来物价上涨压力将逐步缓解

未来宏观经济走势如何，观察物价走势是一个重要的关键点。自6月份以来，CPI呈现明显的回落态势，8月份CPI已降到4.9%，远远低于人们的预期，但好多人仍不看好未来的物价走势。笔者认为，要正确、科学地看待物价走势，需要厘清几个基本问题。

第一，衡量适度物价水平的“参照系”问题。回答这个问题，实际上是要解决衡量物价水平的标尺问题。按通货膨胀程度划分，经济学教科书把通货膨胀分为三种类型，即温和的通货膨胀、中性通货膨胀和恶性通货膨胀。尽管没有一个世界统一公认的标准，但一般都把5%以下的通货膨胀视为“温和的通货膨胀”，意即这样的通胀水平是人们可以承受的。



在现实经济生活中,尽管没有谁刻意划定,但社会公众和政府潜意识中也都觉得超过5%的通胀率似乎是难以接受的。在2000年至2006年的7年时间内,我国实现了“高增长、低通胀”,GDP年均增长率为9.9%,而CPI年均增长率只有1.4%,远低于5%的水平,增长和物价两者实现了“黄金组合”。

必须看到,过去几年的低通胀,是建立在价格管制和成本压制基础之上的。资源价格、能源价格长期受政府管制,相关企业年复一年坐享政府的财政补贴;劳动力成本也被人为压低,环境成本在企业的产品成本中则根本没有得到体现。价格管制和成本压制的结果,不仅使价格机制扭曲,价格不能客观、真实地反映资源的稀缺程度,不能很好地发挥调节资源供求关系的资源配置的“指示器”作用,导致了资源的浪费和使用的低效率,而且也使通胀水平在行政力量的干预下被人为压低。

也就是说,过去几年的低通胀,是在有悖市场经济定价原则和依靠政府行政管制基础上形成的,并非社会通胀水平的真实反映。在资源价格和能源价格逐步走向市场化、劳动力成本与环保成本上升愈来愈具有客观性和必然性的今天,通胀率已经不可能重新回到过去几年1%左右的水平。因此,不应以过去几年的低通胀率作为衡量适度物价水平的“参照系”。

那么,到底应以何种标准作为衡量适度物价水平的“参照系”呢?笔者认为可以有两个标准:一是在现实的物价变动约束条件下,社会公众可能接受的物价上涨程度。当前我国物价上涨的因素较为复杂,既有国内部分农产品供给不足引起的供给方面和成本推进型通胀方面的原因,也有国外输入型通胀的因素,同时还有流动性过剩的压力。尽管这些因素对未来物价走势的影响程度可能发生大小不一的变化,但毫无疑问,它们仍将是影响物价上涨的长期性因素。这种影响物价上涨的多因素作用机制将长期存在,而且在未来一段时间内,引致物价上涨的动力仍可能大于引致物价下降的动力。考虑到这种情况,适度物价水平的“参照系”应以温和通胀的标准—5%的通胀率为宜。通胀率处在这一标准下,就是可容许、可接受的。

二是世界大多数国家,特别是与我国处于同一发展阶段的新兴市场国家的通胀率水平。在经济全球化背景下,我国经济与世界经济的联系越来越紧密,物价这一经济变量指标也越来越受到国际因素的影响。把我国的通胀率同世界其他国家特别是新兴市场国家进行对比,也是考察我国物价水平的一个视角。

第二,物价上涨压力问题。在展望未来物价走势时,有人总以物价存在上涨压力为由而对物价走势持不乐观态度。其实,由于影响物价的各种经济因素是经常性发生变化的,因而物价变动的压力也是时时存在的,即要么是通货紧缩压力,要么是通货膨胀压力,要物价恒定在一个水平上几乎是不可能的。从这个意义上说,物价存在上涨压力原本是再正常不过的事情。

问题的关键在于,这种压力到底有多大?这种压力在抵消了导致物价下降的压力后对物价上涨究竟有多大程度的推动作用?不对这些问题进行认真、细致的分析,只是笼统地认为物价有上涨压力就不看好物价走势,是没有道理的。

按着前面的两条标准,站在客观的角度考察我国物价现状及影响物价的各种因素的可能变化,我们有充分理由对物价形势感到乐观。8月份CPI已下降到4.9%,今年前8个月累计CPI平均为7.3%,预计全年可降至6%以下的水平,与前面界定的适度通胀率水平差距不大。



今年前8个月,全世界有50多个国家的通胀率达到了两位数,“金砖四国”中只有巴西的通胀率稍低为6.17%,印度为8.33%,俄罗斯更是高达15%,均高于我国的通胀水平。

从物价走势的影响因素看,世界经济受美国金融危机拖累会减速,从而降低对大宗商品的需求使大宗商品价格下降。目前,国际油价大幅下降已跌破90美元,其他大宗商品价格也明显走低,输入型通胀的压力显著减缓。同样,农产品对物价上涨的拉动作用也在减弱。尽管目前PPI仍处于高位,但下降的拐点体现在即将公布的9月份宏观经济数据中,加之我国商品供求的总格局是绝大多数商品供过于求或供求基本平衡,因而PPI上升的压力向CPI传导的过程严重受阻。近几个月PPI节节走高但CPI却逐月回落,已经充分说明了这一点。

当然,未来可能推出的一些价格改革措施会成为推高通胀的潜在压力,但政府会慎重考虑改革措施出台的时机和力度,使这种改革对物价向上拉动的程度能够控制在公众和政府物价调控目标所能承受的范围之内。总之,物价走势逐步向好是可以预期的。

经济增长放缓但高增长趋势仍未改变

美国金融危机恶化,外部需求下降,贸易顺差减少,中小企业经营困难甚至有些破产倒闭,诸多因素迭加导致中国经济增速放缓,增加了部分人士对经济增长的前景感到忧虑。另外,美国金融危机产生的连锁反应并波及全球,也加重了人们对中国经济的担心。

不过,目前中国经济的基本面并没有改变,支撑中国经济增长的内生动力依然强劲,中国仍是一个处于高速增长周期的充满活力的经济体,中国经济的这一质态存在并没有因美国的金融危机而改变。

首先,以“次贷危机”为发端的美国金融危机对中国的直接影响并不大。在人民币还未实现资本项目下可兑换的情况下,尽管中国经济不可避免地会受到金融危机的冲击,但冲击的范围和力度受到了很大限制。

中国的商业银行所投资美国次按债券的金额不到百亿美元,所造成的直接投资损失对商业银行的利润和经营不会产生太大影响。

当然,这场金融危机有可能会使美国和世界步入衰退,一旦美国和世界进入衰退周期,中国经济势必将被拖累。这也是美国金融危机对我国造成冲击的最主要影响方面。

不过,尽管金融危机已重创了美国金融体系,但我们也没有必要过分看空美国经济。美国政府针对危机采取和将继续采取的一系列政策措施,将有助于损失的降低、危机的缓解和经济能力的修复。而作世界其他主要经济体和相关国家纷纷实施救援计划,同样也有助于减轻危机的负面影响。

虽然7000亿美元金融救助方案公布后,美国投资者对经济基本面的忧虑并未完全缓解,股市持续下跌,但随着该方案的分步实施,投资者对经济和市场的信心有望逐渐恢复,美国的信贷市场能够恢复平稳态势,美国的金融和经济运行状况也将出现明显转机。



从目前来看,这一救援方案的效力已开始显现。国际货币基金组织主席卡恩在10月13日表示,美国金融危机中最坏的一天已经过去。“欧元之父”蒙代尔则更为乐观,预言美国金融危机两个月就会结束。

所以,我们不必对美国和世界前景持过分悲观的态度。美国和世界会减速,但不会进入衰退。还应该看到,以“金砖四国”为代表的新兴市场国家和一些发展中国家的经济持续增长,成为推动世界经济增长的强劲动力,从而也将有利于避免世界经济出现大萧条。

在笔者看来,对中国经济而言,美国金融危机带来的实质性冲击,要远远小于对经济主体的心理冲击。因此,过分渲染美国金融危机对中国经济的负面影响,是不合适的。

其次,出口需求下降不会促使中国经济高增长的趋势发生逆转。由于国际经济环境的变化,今年前9个月外贸顺差比去年同期下降2.6%,净减少49.2亿美元。其实,这个下降幅度并不大。况且,外贸顺差下降是中国经济外部失衡有所缓解的反映,符合宏观调控的方向,恰恰是政府追求的和政府希望看到的。同时,也为转变经济增长过分依赖出口,改善经济增长的动力结构提供了良好契机。

今年以来,与外贸顺差下降形成鲜明对照的是消费的快速增长。1月至8月全国累计实现社会消费品零售总额68439亿元,同比增长21.9%,增幅比去年同期加快6.2个百分点。2007年,消费对经济增长的贡献率首次超过投资,成为“三大需求”中贡献最大的一项,今年消费的快速增长使这种势头得以延续。

从制约消费的因素看,尽管受经济放缓、就业困难、股市财富效应严重下降等因素影响,消费增长仍存在较大压力,但推动消费扩张的有利因素也很多。其一,正如有的专家指出的那样,我国现已进入工资上升时期。其二,社会保障制度改革逐步深入,覆盖面不断扩大,这有助于解除居民的后顾之忧,提升居民的消费信心。其三,房价逐步走低,可降低这住房消费对居民消费的“挤出效应”。其四,政府出台的一些减税政策,可相应增加居民可支配收入,刺激居民消费。其五,文化娱乐、旅游等一些消费新热点的形成,可带动消费结构升级。其六,消费基础设施和消费环境的明显改善,也有利于扩张居民消费。在2003年至2007年5年间,中国消费年均13.1%。据专家测算,未来即使年均增长10%,到2020年消费总规模也将超过30万亿元。巨大的消费增长潜力,是推动未来中国经济增长的主要动力。

再次,国内投资的增长空间也十分广阔。城市化和工业化的快速发展,将极大地促进投资需求的扩张。中国的城市化水平以每年1个百分点的比率在提高,这意味着每年有1300万农村人口要进入城市从事非农产业。我国目前正处城市化和工业化发展的中期阶段,这一阶段也是投资需求的快速扩张期,投资需求释放的规模和频率都达到了较高水平。此外,缓解日益增大的就业压力,落实科学发展观会加大节能、环保和新农村建设等方面的投资,也是推动投资保持较高增速的重要因素。随着宏观政策松动和CPI逐步下降,中国经济已经进入降息周期,资金的可得性会明显提高,这将刺激投资主体的投资热情,从而也有助于投资规模的扩张。

中国内需的增长潜力巨大,这是中国经济运行的一个重要特点,也是我们对中国经济增长充满信心原因所在。当然,要有效扩大内需,适宜的宏观政策选择是至关重要的。我们看到,面对经济下滑的风险,政府宏观调控的任务已由原来的“双防”转变为“一保一控”,并且随着国际经济形势的变化,“保增长”越来越成为宏观政策的侧重点和主攻方向。随着未来经济形势的变化,政府一定会审时度势,继续出台各种有力的政策措施来刺激内需,确保经济增长。



最后，改革深化将为未来的经济增长注入不竭动力。当前，我国的改革已进入攻坚阶段，一些难度很大的深层次改革将在未来几年取得实质性进展，这必然成为推动经济增长的持续动力源。

比如，箭在弦上的资源价格改革将大大提高资源定价的市场化和合理化程度，改善资源配置效率；社会分配制度改革可以增加低收入阶层的货币收入，缓解社会不同阶层贫富差距过大的状况，有利于刺激消费需求；等等。相对于三大需求，可以说，着眼于体制和制度创新的改革需求，是拉动中国经济增长的“第四大需求”。

改革开放30年来，中国经济实现了年均9%以上的高增长，创造了世界经济发展史上的奇迹。在世界经济面临衰退威胁的时下，中国经济仍然呈现出勃勃生机，成为世界经济中的一大亮点。

笔者认为，目前中国经济的减速，只是经济增长速度的“量”的调整，而非经济高速增长阶段的“质”的变化。并且，这种“量”的调整有助于积蓄经济增长后劲，使高速增长周期持续更长时间。同时，这种减速也是政府宏观调控成效的实际表现。

综合分析显见，尽管中国经济面临了复杂多变的国际经济环境和各种不确定性因素，但仍处于起飞阶段的中国经济仍将会奋步前行。如果宏观政策得当，中国经济在7年至8年内仍将会保持每年9%以上的高增长。所以，看好中国未来经济增长趋势是毋庸置疑的，我们应该对中国经济增长的前景充满信心。

我国宏观经济正面临严峻考验

发布日期：2008年10月20日 来源：上海证券报 作者：陈波翀

央行9月金融运行情况报告对于当前宏观经济形势的判断明显比较乐观，依据大致有以下几点：其一，国内金融机构整体经营比较稳健。从公布业绩预增公告的上市商业银行来看，前三季度业绩基本上同比增长均在50%以上。且上半年银行大部分实现了不良率和不良余额的双降，次贷危机向国内金融机构蔓延的路径并不存在。其二，9月贸易顺差再创月度历史新高。其三，下半年以来贷款投放加速。据推算，全年可投放贷款较去年底央行核定的额度多增1万亿元。

然而，宏观经济的隐忧并未消除，反而极有可能在四季度集中爆发。首先，贸易顺差并非真实反映经济增长的强劲需求。1至9月，我国出口增速已显著低于进口6.7个百分点。对比近两月的外贸数据，不难发现，正是因为内需的快速回落才导致了贸易顺差的异常增长。

其次，M1环比下滑预示企业资金链极为紧张。通常，M1的环比下滑主要出现在春节长假及五一黄金周，因为企业要将闲散资金转存七天通知存款，然而，9月M1的环比下滑，却不仅仅是上述原因。今年前9个月，居民户存款增加3.25万亿元，同比多增2.49万亿元；非金融性公司存款增加2.18万亿元，同比少增6951亿元。不难看出，即便是在贷款投放加速的背景下，企业资金链依然十分紧张。

最后，热钱流入极有可能逆转。9月外汇储备增加214亿美元，较FDI及贸易顺差之和低146亿美元。除了企业和居民因人民币升值预期放缓因素，而主动选择持有外汇外，热钱的流出也是不容忽视的力量。究其原因，热钱流出自救的可能性较大，也不排除对我国宏观经济预期恶化而采取的主动避险行为。

种种迹象表明，我国经济基本面正面临严峻考验：发电量同比增速已连续四个月低于10%，交通运输量也已下滑；钢材价格的暴跌，铁矿石现货价格与协议价格七年来首次倒挂，无不预示着下游需求正急速回落。且海关公布的初级产品进口数据显示，进口的同比大幅增长主要为价格推动。随着原油期货价格跌至每桶70美元左右，大宗商品价格的回落必然在未来有效压缩进口，贸易顺差继续在高位运行的可能性较大。

因此，我们不应为宏观经济数据蒙蔽双眼，更应该看清数据背后隐含的趋势及动因，防患于未然总比事后补救来得容易。可以预计，如果不采取更为有效的“救市”措施，四季度及明年一季度实体经济受损的概率极大。

应对宏观经济政策急转弯

发布时间：2008-11-16 来源：中国证券报 作者：应健中

短短几天，中国经济出现了战略性调整，出台的一系列刺激经济的政策可以说招招见效，在中国要将自己的事情办好的基本精神下，中国经济这艘航空母舰开始了大转弯。

多少年来，我们听惯了“适度从紧”货币政策的关键词，如今这个关键词被“适度从宽”所替代，这一“紧”一“宽”的一字之差，其背后还将引申出一系列措施的出台。在两年时间内国家将用4万亿投资来刺激经济，这实质性举措带来的市场效应不可估量。

首先，4万亿投资的出手，其规模之大、措施之坚决，是近30年来的首次，也是共和国成立以来的首次。4万亿元人民币相当于5860亿美元，略小于美国的7000亿美元的救市计划，但中国是个发展中国家，能拿出这点钱来救市，在各国救市中令人瞩目，美国的7000亿资金去救的是千疮百孔、奄奄一息的金融机构，这两天美国股市几乎天天出现坏消息，信用卡信贷出现危机、养老基金告急、AIG三季度巨亏、已经拯救过一遍的房地美再度巨亏又需要抢救……，这7000亿美元可能打水漂了；而中国救市投入的资金是实实在在投在了自己的祖国大地上，是实实在在有惠于中国老百姓的，中国将自己的事情办好了就是对世界最大的贡献。

其次，4万亿的投资将会呈放大效应，拉动新一轮的投资潮。在未来的两年中分段释放的4万亿元人民币是国家的投资，而与之相配套的地方财政投资、商业银行配套投资以及民营资本投资也会随之放大，所以，4万亿的启动资金可能产生的放大作用不可低估，中国经济不转弯则已，一转弯可谓惊天动地。

再次，尽管4万亿的巨额投资是投入到基础设施建设以及安居工程等行业上去，但其对产业链的拉动也是不可估量的。除了对钢铁、水泥、工程机械等行业直接拉动之外，对老百姓的就业及消费市场的拉动作用也是巨大的。在当下国际金融危机乱云飞渡、国际金融体系有待重建的时候，中国政府的救市效用最大，这是因为中国式救市是实实在在将资金投到了自己的土地上，并且乘机机会进行产业结构的大调整，这也是历史留给中国的机会。中国经济在短期内的快速调头，使股市的基本面发生了重大的变化，这对明后两年的股市走向起着重要的作用。

2008年实际上已经进入了尾声，还有30来个交易日，股市的收盘钟声将要敲响。年末即便还有行情，离今年上证指数的开盘5265点还是有着天壤之别。即便反弹，无论多少高度，套着的依然套着、资产缩水的依然缩水，机构、个人概莫例外。

我们还是寄希望于明年。在4万亿巨额投资中主要启动的资金还是在明后年，经济衰退和救市的拉锯可能成为明年市场多空双方博弈的一大题材，这是其一；其二是，经济的180度转弯对股市的效应会有一些的滞后，就像当初在6000点时，股市对宏观调控措施的出台一直置若罔闻，而到后来股市的跌势形成趋势则一发不可收拾，这样的滞后也许会在本次经济大转弯上重演，现在中国经济这艘航母的调头才刚刚开始，其对股市的刺激作用也会有一个滞后效应，市场也会有一个由量变到质变的过程；其三，更重要的也是最根本的还是在于，一年前人们买1万股股票所花的钱，现在可以买3万股、5万股了，这钱在当下效用更大、这钱变得更值钱了，没有什么利多比这个实质性利多更大的了。

M2 增速创三年新低 宏观政策或继续放松

发布时间：2008-10-15 来源：上海证券报 作者：但有为

中国人民银行昨天公布的数据显示，2008年9月末，广义货币供应量（M2）余额为45.29万亿元，同比增长15.29%，比上月末低0.71个百分点。这是自今年6月份开始M2数据连续第四个月出现放缓，M2增速也创下2005年6月份以来的最低值。狭义货币供应量（M1）的降幅更大。截至9月末，M1余额为15.57万亿元，同比增长9.43%，比上月末低2.05个百分点。



市场人士认为，上述数据显示经济存在进一步下滑的压力，下一步宏观政策预计将继续放松，除了继续降息降准备金率外，财税部门可能出台减税政策。

兴业银行资金运营中心首席经济学家鲁政委认为，尽管从7月底开始，央行从紧力度在减弱，但M2增速还是在下降，这说明国内经济活跃程度在下降。

中信证券首席宏观分析师诸建芳则认为，M2偏低，但是更加突出的是M1非常低。这说明经济活动正在收缩。原因可能主要有两个：一是担心经济下滑导致银行惜贷；二是企业对实体经济比较悲观，信贷需求放缓。

而根据国家统计局10日公布的数据，三季度全国企业家信心指数大幅回落，其中房地产业的企业家信心指数跌幅最深。

虽然9月当月人民币贷款增加3745亿元，同比多增910亿元。但诸建芳认为，去年央行对信贷实行严格的规模控制，年底控制的力度甚至更大，导致去年同期贷款基数很小，所以今年9月份新增贷款达到3745亿元也并不算多。

谈及下一步的宏观政策走向，市场人士普遍认为，政策将进一步放松。

近日召开的央行货币政策委员会会议指出，当前要根据国内外形势变化采取灵活审慎的宏观政策，适时适度把握调控的方向、力度和节奏，进一步加强货币政策与财政、产业、外贸、金融监管等政策的协调配合，加快经济结构调整和增长方式转变，着力扩大内需，促进国际收支趋于基本平衡。

鲁政委认为，要防止经济继续下行，货币政策应进一步放松。他预计今年央行至少会再降一次息，存款准备金率会下调2-3次。此外，央行将会解冻一部分定向央票。他同时认为，由于目前对通胀压力不必担心，上述政策有实施的空间。

根据目前多家机构发布的预测数据，市场普遍认为9月份CPI仍会进一步下降，同比增幅在4.5%-4.9%之间。



光大证券首席宏观分析师潘向东认为,由于通胀压力在年底会继续减小,在货币政策方面,首先应该实施的是降息。存款准备金率也应该下调。在财政政策方面,他认为应该减税。

本月8日,央行决定下调一年期人民币存贷款基准利率各0.27个百分点,同时10月15日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。此前,央行已于9月15日下调人民币贷款基准利率,及部分中小金融机构的人民币存款准备金率。

2008年宏观经济形势及2009年展望 经济进入调整期 宏观政策需“中性偏松”

发布时间:2008-10-13 来源:中国证券报 作者:樊彩跃

2008年,成为本轮经济增长周期的转折之年,国民经济增长由上升趋势转为下降趋势。从一季度开始经济增速逐季放慢的态势十分明显,但全年经济增长率仍将达到10%左右。由于担心经济增长下滑过快,党中央、国务院及时对宏观经济政策作了微调,调控目标由“两防”转为“一保一控”。

展望2009年,宏观经济面临的国内外环境更加严峻,经济增长将会继续向下调整。为防止经济过度下滑,我们建议,2009年宏观调控政策取向应对去年以来的“偏紧型”政策进行调整,采取中性偏松的政策,即在“稳健的财政货币政策”下进行结构性松动。预计2009年我国GDP增长9%左右,通胀压力明显缓解。

对当前经济形势的基本判断及全年增长预测

(一) 经济增长由繁荣期转为调整期

今年以来,我国经济增长呈逐季回落的态势。上半年国内生产总值同比增长10.4%,比上年同期回落1.8个百分点。分季度看,二季度GDP增长10.1%,比一季度回落0.5个百分点,同比大幅回落2.5个百分点;一季度增长10.6%,比上年四季度回落0.7个百分点,同比回落1.1个百分点,逐季惯性下滑趋势非常明显。

经济运行呈现“四落两升”特点。“四落”即GDP、工业、净出口、投资(实际投资增长率)增幅均明显回落;“两升”即消费增幅上升和物价明显攀升。四大因素影响导致经济增长出现“拐点”性变化。一是由美国次贷危机引发的世界经济增长放慢,直接影响我国外部需求减弱,净出口对经济增长的贡献明显降低;二是持续偏紧的宏观调控政策效果显现,为抑制“三过”问题,国家近两年调整了外贸政策,采取持续紧缩的货币政策,这些政策的作用今年明显显现;三是内生需求增长放慢,主要是房价长期过快增长及能源原材料价格、劳动力成本的明显上升抑制了需求增长,投资增长的拐点显现。四是重大自然灾害



的频繁发生对经济造成一定不利影响。从今年开始,我国经济由繁荣期开始进入调整期,估计这种态势将持续两至三年左右时间。

尽管未来经济存在过度调整的可能,但从目前状态看,这种调整是适度的,经济仍处于快速增长区间。首先,全年GDP增速仍达10%,且每季均在9%以上,属于大家普遍认可的9%—10%的潜在增长水平内。其次,三大需求中,内需增长仍然较为强劲。1—8月份累计,投资需求名义增长27.4%,高于去年同期0.7个百分点;消费需求名义增长率在20%以上,实际增长超过13%,这是自1998年我国实施扩大内需方针以来消费增长最快的时期。今年经济增长放慢的主因是出口增长明显放慢和顺差的减少,初步预计因净出口增长放慢而导致GDP增长放慢1.8个百分点左右。本轮经济增长周期以来经济增长由过度依靠投资和出口拉动开始向主要依靠内需拉动(从长期看主要是消费内需)转变,符合我国宏观调控方向和长期发展战略目标。其三,就业形势基本稳定。前7个月已完成全年新增就业目标任务的76%;截至6月末我国城镇登记失业率为4%,与2007年持平。

但是,当前经济运行中存在三大突出问题不容忽视。一是中小企业受出口受阻、生产成本上升、融资困难等多重因素影响,生产经营面临前所未有的困难。二是成本压力增加和需求减弱将导致企业利润明显下降,这会大大降低企业投资的积极性,也对就业增长和居民收入增长形成较大的压力。三是股票市场和房地产市场调整的风险日趋加大,成为影响我国金融安全以及整个经济增长的不稳定因素。以上三方面问题已构成未来宏观经济进一步向下调整的压力,对此,宏观调控应加大政策的微调力度,突出前瞻性、灵活性和有效性,以确保今后经济增长回落不至于过猛。

(二) 对全年经济增长的预测

经济增速明显回落,但通胀率创出新高。初步预计2008年国内生产总值为296513.4亿元,比上年实际增长10.1%,比上年增速放慢1.8个百分点。全年CPI增长将创新高,达6.3%左右,但月度下降趋势明显,CPI增长已连续4个月回落,未来几个月将继续小幅回落,其中食品价格回落是主因。

三大需求增长“两落一升”。固定资产投资实际增长明显回落,1—8月累计城镇固定资产投资名义同比增长27.4%,比上年同期加快0.7个百分点。全年固定资产投资增长“名稳实降”,初步预计全社会名义固定资产投资增长24%,实际投资增长15%左右。出口增长明显回落,且顺差大幅减少。预计全年出口14372.5亿美元,同比增长18%,进口11852.5亿美元,同比增长24%。全年贸易顺差2520亿美元,比去年下降3.9%。消费增长创新高。1—8月社会消费品零售总额同比增长21.9%,比上年同期提高6.2个百分点,扣除价格上涨因素,实际增长13%以上。初步预计,全年社会消费品零售总额名义增长20.7%左右,实际增长13.3%。

工业增速明显回落,企业效益大幅下滑。受国内多重自然灾害和出口放缓以及奥运期间个别施工企业停工等因素影响,今年工业增长呈明显回落趋势,1—8月累计规模以上工业增加值同比增长15.7%,比去年同期回落2.7个百分点。奥运后工业增速有望反弹,但在总需求可能继续有所收缩的情况下,工业整体回落趋势不会改变,预计全年规模以上工业增加值同比增长16%,比上年回落2.5个百分点。与此同时,企业效益在成本上升和需求下滑的双重压力下,将可能继续大幅下滑。

宏观调控应该转向全力保增长

——对当前经济形势、宏观政策的若干意见和建议

发布日期：2008年09月26日 来源：上海证券报 作者：赵晓 任若恩

作为发展中国家，就业和增长在绝大多数时期都应置于更为优先的目标。目前通货膨胀已不是宏观经济的焦点，不应再成为困扰货币政策由紧缩转向扩张的障碍。或许宏观调控包括货币政策取向的调整已丧失了最佳时机，货币政策可能要大刀阔斧地扩张才会奏效。

近期，美国经济进一步恶化、国际经济也因此变得险象环生。原本处于“战略机遇期”的中国经济同样面临极大考验。在这种形势下，能否审时度势、趋利避害，把握好宏观调控的方向、力度和节奏，成为胜负关键。本着知无不言、言无不尽的学术态度，我们谨对中国当前的经济形势、宏观调控尤其是货币政策提出以下意见和建议。

1、宏观调控的四大目标（经济增长、充分就业、物价稳定和国际收支平衡）应该兼顾，但作为发展中国家，“发展才是硬道理”，就业和增长在绝大多数时期都应置于更为优先的目标。尤其在矛盾丛生的转型时期，经济增长作为和谐社会的润滑剂，其意义更是无可比拟。目前，中国的城镇实际失业率，如果科学计算，应该至少在10%以上，如果没有农村的缓冲作用，还会更高。解决的方法是将提高就业放在宏观经济政策目标的首位，货币政策的制定要放弃只考虑通货膨胀的狭隘目标。

2、本轮宏观调控以来，货币政策在2003年率先对经济过热作出反应，并作了微调，堪称先知先觉。但去年第四季度，全球经济和中国经济都已转向下滑周期，这个时候，包括货币政策在内的宏观调控本应按反周期的做法调整紧缩方向，然而宏观调控提出“双防”，货币政策首次提出“紧缩”，我们以为，在方向判断上均值得商榷。

3、我们的计算表明，今年以来中国经济已快速下滑，按支出法上半年仅实现8.56%的增长，而明年中国经济有可能再次滑入“保八”困境。相比之下，国家统计局用生产法计算的GDP增长可能掩盖了问题的严峻性。然而，即便按生产法口径，上半年同比也回落了1.8个百分点，而明年下半年经济增长可能进一步下滑至8.5%左右，远低于大概10%的潜在增长率水平。形势的变化可谓急转直下！

4、全国规模以上工业企业增加值8月同比增长12.8%，比上年同期回落4.7个百分点。6月增长16%，7月增长14.7%，工业增速在逐月明显地减缓，虽然8月有一些特殊原因，但根本问题是，工业和整个国民经济增长正在逐月减速。

5、考虑到价格上升的因素，8月城镇投资的实际增长为17%，继续维持在较低水平。显然，如果不改变对于投资的压制态度，调整相关政策，投资实际增长将继续保持低位，甚至进一步减缓。

6、居民消费价格总水平8月同比上涨4.9%。消除季节波动后的环比下降0.08%。从现在的CPI下降趋势来看，未来也该是继续下降的趋势。今年已有两个月环比负增长（5月和8月），假设按照今年已有8个月的不同月环比预测未来一年的趋势，两个负增长的月环比，意味分别在2009年4月和6月CPI将负增长，2月的月环比意味着物价增幅上升，而其他月份的趋势都意味物价增幅继续下滑。因此有12%的可能性物价出现反弹，但考虑到2月的特殊性，这个可能性应该在10%以下，是小概率事件，不可能发生。



7、虽然8月PPI价格指数略高于7月，但差异并不显著。因此还是可以判断，目前PPI也已达到今年高点，考虑到全球经济的前景，能源和其他大商品的价格过去一段时间的下降趋势，PPI未来也将是逐步下降的趋势。显然，目前通货膨胀已不是宏观经济的焦点问题，也不应成为困扰货币政策由紧缩转向扩张的障碍。

8、货币政策真正要担心的是经济快速下滑以及通货紧缩的阴影。8月末，广义货币供应量(M2)余额为44.9万亿元，同比增长16%，增幅比上月末低0.35个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为15.7万亿元，同比增长11.48%，增幅比上月末低2.48个百分点；市场货币流通量(M0)余额为3.1万亿元，同比增长10.89%。综合工业增长减速，物价下降和货币供应量增长减缓来看，1998年、1999年出现过的通货紧缩特征正在逐步显现。

9、目前，央行货币政策的转变还可能会担心所谓的“流动性过剩”，但真正值得担心的是“流动性不足”与“流动性扭曲”。从反映资金宽紧的市场利率变化来看，受央行不断紧缩的货币政策的影响，当前民营企业通过贷款渠道融资越来越困难，民间信贷利率不断走高，这足以证明流动性过剩在市场和微观层次不仅不存在，问题甚至是相反的。而从国民经济和投资结构来看，在紧缩的货币政策操作下，还很明显地出现了“流动性扭曲”，即表现为外挤内资，政府挤压民间、国有挤压民营以及垄断企业掠夺中小企业的特征。这是一个相当有危害的方向。

10、在当前投资价格指数高企、经济活力快速下降的情况下，同样的贷款和货币供应增长能够支持的实际经济量也将是一个快速下降的数量。为了进一步理解目前的货币增长的意义，不妨与1997年的货币增长速度做个比较。1997年第一季度的M2货币供应量比上年同期增长21.1%，而1996年底的增长率是25.3%。在那样高的货币增长速度下，1997年1月的CPI同比增长5.9%，而4个月之后，4月份的CPI就降为3.2%。1997年和1998年的经验表明，目前的货币增长速度不仅没有推动价格上升的压力，甚至有收缩物价走势至负的可能性，并且这一轮经济增长下滑的主要原因也是货币紧缩过度。

11、1997年和1998年的经验表明，如果在经济开始下滑的时候不及时启动经济，则后果是经济下滑的趋势需要更大的力度和更长的时间才能挽救回来。为了应对急剧变化的经济，1998年3月法定存款准备金和备付金账户合并，准备金比率下调5个百分点，同时大力度刺激内需，然而经济增速仍不可避免地下滑，同时物价也迅速回落。1998年刺激内需的结果是GDP增长7.8%，1999年GDP增长7.1%，2000年GDP增长8%，2001年GDP增长率再次回到7.3%。物价方面，1998年4月居民消费价格指数同比仍下降0.3%，比3月份下降0.8%。

12、如果上述判断为真，则宏观调控也包括货币政策取向的调整可能已丧失了最佳时机，延误期大约为10个月。如此，货币政策的后期操作不仅需要从紧缩转为扩张，而且要大刀阔斧地扩张才有可能奏效。近期“二率”下调后证券市场仍以下行回应就是例证。事实上，存款准备金率下调实行所谓有“保”有“压”在目前并不合适。这种犹豫和试探的态度是不需要的，存款准备金率全面下降才是所需要的。

13、最近美国不断传来的坏消息表明，美国经济进而全球经济还将进一步衰退，因此外部需求会继续减弱，在这种情况下，目前的政策取向应该转向全力保经济增长，着力点是扩大内需。而扩大内需的关键不是消费，而是投资，特别是以房地产投资为主导的城市化建设——这也是中国经济能够确保度过本轮冬天、不被美国拖入冰窟的命门所在。同时，也有必要通过停止人民币升值来保证出口加工业的增长发动机



不要完全熄火。中国经济今年上半年已快速回落 1.8 个百分点甚至可能是三个百分点以上，而未来的经济形势会更加严峻，宏观政策绝不能再延误时机了。

14、我们主张，货币政策应该发挥主要作用，并做根本性的调整，首先是大刀阔斧地下调准备金率，其次是取消信贷额度，然后是逐步降低利率。未来一段时间，准备金率应该降到 10% 以下。其次，才是财政政策的配套。在货币政策放松的基础上，辅之以财政政策，出台一些税收调整政策。例如已在东北成功实行的增值税转型政策应尽快向全国推广，在企业和个人所得税方面，政府也要果断调整。在这样的货币政策与财政政策的共同作用下，才有望阻止经济的进一步下滑。

15、我们还想强调，中国的资本尤其是金融资本在当前绝不应该走上对美“抄底”之途，这不仅是因为中国金融机构治理不善、能力欠缺，更因为美国经济的底部在那里现在根本不清楚，“抄底”之举或将变成“填无底洞”的荒谬之举。

16、相比于美国的战略抄底机会，中国自己的金融与资本发展的战略机会其实是更加伟大的机会。政府要充分汲取本轮股市与房市调控的经验教训，稳定和发展资产市场。假如中国经济能够在美国经济下滑时期继续保持增长，进而通过证券化与资本化实现社会财富的增长，则中国将迎来全球历史上最伟大的资本时代，中国也将完成大国崛起的第三阶段——金融与资本阶段，同时一举建立起覆盖全社会的较为完善的社会保障体系。

17、最后，我们判断，胡总书记所提出的中国“战略机遇期”的说法在当前全球的危难之际不但没有消失，反而更加呼之欲出了。假如中国决策正确，经济增长平稳，向金融资本大国的进展顺利，则冷战后的一极世界即将崩溃，多极世界即将兴起，而中国将实现其伟大复兴的梦想，成为重要一极。成功与失败，当前政策的转型堪称关键。

应对和化解全球利益调整中中国宏观金融风险政策建议

发布时间：2008-09-19 来源：中国证券报 作者：王晋斌 朱戎 阎衍

为了应对此轮调整的冲击，我们必须明确金融已成为国际利益调整的主要渠道，明确全球利益调整具有中长期性，必须实施金融大发展战略，抛弃传统的“重实体、轻金融”的发展思路，采用“重金融、重实体”的双重发展战略。金融大发展战略包括两个基本方面：一是在国内金融市场不可能完全开放的条件下，要利用香港的国际金融中心地位，实施中国金融局部“大推进”发展战略。二是要明确在未来相当长的一段时期内，加工制造业仍是促进中国经济与就业增长的重要部门，因此必须进一步加大金融资本与产业资本的结合，促进加工制造业的产业升级和“梯度”转移，扩大内部需求。

1、重新审视已有的金融“渐进”开放战略，传统的按照产品渠道开放的金融“渐进”开放战略已经走到了极限，必须用区域金融“大推进”战略替代原有的金融产品“渐进”开放战略，以形成局部经济体中市场化的金融资产价格来为整个经济体提供可用的参照系。

单纯依靠产品开放的“渐进”模式无法形成全局性的资产定价机制，反而会扭曲资金价格。要形成市场化的资金价格，必须实行局部金融“大推进”发展战略，在一个区域内实行完整的“试点”改革，而不是采取传统的产品分割的办法来进行试点改革。一个办法是实行“港深”金融一体化发展战略。允许人民币和港币在香港和深圳之间自由兑换，一方面可以解决国际资本的流入流出问题；另一方面，可以形成人民币和美元之间市场化的汇率水平。只有在一个重要的经济局部区域形成市场化的利率和汇率水平之后，才可能为内地的市场利率和汇率水平提供一个有用的参照系。

为了扩大“港深”一体化对内地金融市场与经济的辐射作用，应在内地发展“金融特区”，如天津的“滨海金融特区”，为“港深”金融一体化向内地的辐射提供通道，这样有利于在更大范围内形成市场化的汇率水平和利率水平。

2、重新定位金融监管和金融创新，以“硬堵”的方式切断国内外资本市场的联系将不复存在。重点是加强审慎监管，在对现有各种资本流动渠道进行调查和梳理的基础上，从法律和制度层面对经常项与资本项下的各种资本流动渠道进行有选择的事后认可、调整和再管制。与此同时，要依据时机加速金融衍生品的创新，培养企业利用金融工具对冲风险的能力。

在当前世界经济形势下，靠传统“硬堵”的思路已经不能解决问题，这意味着一些额度管制方法（如QFII额度限制）已经失效。依照发达国家金融自由化改革的经验，金融开放更多的是对金融市场微观行为的一种事后认可。中国金融自由化改革的重点应该是在对现有各种资本流动渠道进行调查和梳理的基础上，从法律和制度层面对经常项与资本项下的各种资本流动渠道进行有选择的事后认可、调整和再管制。通过一些措施在提高名义金融开放度的同时降低实际金融开放度，缩小名义与实际开放度之间的差异，提高跨境资金流动的可观察性和可控性，避免跨境资本流动对国内金融深化所带来的利益格局调整的冲击。

在加强审慎监管的同时，必须推进金融创新，培养企业利用金融工具防范价格风险。在目前国内不可能大规模实施金融衍生工具创新的背景下，要有效利用明年即将运营的香港商品期货交易所，开发人民币计价的大宗产品期货，使产品的消费量和定价权逐步匹配，以降低大宗产品价格上涨对国内企业的冲击。

全球利益调整中中国宏观金融面临的冲击

发布时间：2008-09-19 来源：中国证券报 作者：王晋斌 朱戎 阎衍

(一)从金融层面来看,投机行为导致的大宗产品价格的快速上涨,通过“价格损耗”和“估值效应”使得本币计价的外汇储备的资产价值明显缩水。与此同时,受次贷危机和人民币升值等因素的影响,流入中国的外国资本急剧增加,对现有的汇率制度形成了一定的压力。中国金融资产的风险更多地暴露在国际资本之下,过大的资产价格波动,会冲击金融市场的稳定性。

1、金融市场上投机行为导致的大宗产品价格快速上涨通过“价格损耗”渠道大幅度降低了中国外汇储备的实际购买力。

制造加工业在未来相当长的一段时期内仍将是中国经济的支柱产业之一。由于进口的大宗产品大多是投入品,且存在刚性增长需求,大宗产品价格的急剧上涨会给外汇储备带来巨大的“价格损耗”。以2007年底每单位进口的美元价格为基期,2008年1-7月中国为进口主要大宗商品而多支付的美元达到565.20亿美元,同期中国贸易顺差为1237.2亿美元,这意味着仅大宗产品进口就消耗了近一半的同期贸易顺差。进一步考虑到这些大宗产品仅占同期进口总额的25%,随着大宗产品进口的刚性增长,美元贬值和金融市场投机行为所导致的大宗产品价格上涨对于中国贸易顺差的“价格损耗”将更为严重。

2、受美元贬值、投资收益等因素的影响,人民币对美元升值通过资产的“估值效应”使得以本币计价的外汇储备的资产价值明显缩水。

自2005年以来,外汇储备资产的名义价值出现迅速亏损。截至2008年3月,按即期汇率计算的累计净亏损达到360亿美元。由于外汇储备的历史成本并不包含储备资产的利息收益,因此汇率变化所造成的资产价值损失被低估了。如果以2006年中国国外资产收益率为4.1%来计算,2005-2007年投资收益共约1300亿美元。上述数据表明,2005年初至2008年3月,在所获投资收益约为1300亿美元的情况下,汇率变化导致外汇资产从名义净盈余516亿美元变为净亏损360亿美元,“估值效应”带来了巨大损失。

3、受次贷危机和人民币升值等因素的影响,流入中国的外国资本急剧增加,对现有的汇率制度形成了一定的压力。与此同时,中国金融资产的风险更多地暴露在国际资本之下,过大的资产价格波动,会冲击金融市场的稳定性。

2006年流入中国的组合投资高达2816.42亿美元,其中股票组合投资达94.45%(IMF,2008)。从最近一些研究来看,一个基本判断是流入中国的外国资金数量应该不低于外汇储备的50%。由于大量的资本是通过非贸易、非FDI途径流入的,具体途径并不清楚,庞大的国际资本流入对中国金融资产价格的潜在影响巨大。

流入中国的外国资金带有多重目的。一是从人民币升值预期与中美利率差中获得收益。二是追逐中国经济中要素收益率上升的收益。由于这部分资金具有长期性,因此,股价发生大幅度震荡,就难以避免部分资金长期行为的短期化给中国金融市场稳定性带来的冲击。



从股市来看,受次贷危机等因素的影响,此轮价格下跌幅度已达到2/3以上。目前的流通市值已经比2007年底缩水了近5万亿,占2007年GDP的20%以上。尽管财富效应在中国经济中的影响力还不大,但过低的股价风险巨大:一是基金流动性风险。2007年底,开放式基金持占总基金的80%。如果股价持续下跌,基金将面临严重的流动性风险;二是企业净值大幅度下降,抵押物价值持续缩水;三是在国内居民逐步撤离股市时,由于无法堵住外国资本的流入,大量国外资本会进入股市,并最终享受到要素收益上升的好处,同时也埋下了未来股价波动不确定性的隐患。四是带来散户投资者的“民生”风险。

“双率”下调发出明确信号 宏观经济平稳发展可期

发布时间:2008-09-16 来源:上海证券报 作者:但有为 苗燕

当“保增长,控通胀”的天平偏向“保增长”时,央行货币政策迅速做出了反应。

央行15日宣布,自9月16日起下调1年期人民币贷款基准利率0.27个百分点,存款基准利率保持不变。与此同时,还下调中小金融机构人民币存款准备金率1个百分点。

“保增长”任务更突出

对于此次货币政策的调整,央行称,是“为了贯彻党中央、国务院对下半年经济工作的部署,解决当前经济运行中存在的突出问题,落实区别对待、有保有压、结构优化的原则,保持国民经济平稳较快持续发展。”

国家发改委对外经济研究所所长张燕生表示,“双率”同时下调给市场的信号非常明确,实际上就是央行针对目前企业的银根比较紧、民间信贷利率很高的情况进行的一个调整,它能够增进人们对于经济平稳增长的预期。

国务院发展研究中心宏观经济研究部研究员张立群也表示,货币政策此次调整可能是根据8月份的最新数据作出的微调,从时机来看,显得比较及时。

国家统计局近期公布的一系列数据显示,8月份我国通胀压力进一步下降,与此同时,在拉动经济增长的“三驾马车”中,实际投资和出口增长的幅度下降,消费也面临增幅放缓的局面。

张立群表示,8月份的经济数据显示,保持宏观经济稳定增长的任务更为突出,而通货膨胀的压力有所减小,此次货币政策的放松有助于使得货币形势更加适合经济增长的需要。

不过张燕生同时表示,目前“保增长,控通胀”的大目标没变,此次调整仍然是过去既定方针中的调控的一部分。不能片面地认为现在要改变货币政策。他同时认为,现在通胀压力仍然没有消除。

兴业银行资金营运中心首席经济学家鲁政委也表示,央行此次降息并下调存款准备金率是为了刺激信贷的增长,并不意味着从紧货币政策的全面转向,这从贷款占金融机构80%的六大行并不下调存款准备金率中可以看出。

不会加大通胀压力

针对此次货币政策的微调是否会导致通胀压力加大的担忧,专家们表示并不认同。

张立群认为,近几个月通胀压力的回落并不是需求方面的变化,而主要是食品供给状况改善,使得CPI上涨的风险下降。正因为如此,此次货币政策的调整不会影响CPI的回落态势,他预计未来CPI会进一步下降。

中信证券首席宏观分析师诸建芳也表示,因为现在CPI下降的趋势已经很明显,PPI可能也已经见顶。货币政策的小幅放松不会给CPI的下降造成太大影响。

此外,诸建芳认为,此次政策调整体现了差别化的特点:首先,对短期贷款利率下调的幅度更大,体现了对短期经营性贷款的支持;其次,考虑到中小银行可以更好地服务中小企业的点,只下调中小银行的准备金率,也体现了政策对中小企业的支持。

对于货币政策的下一步走势,鲁政委表示,没想到此次降息如此之快,这说明有关部门认为经济下滑的风险在加大。同时,雷曼宣布破产等种种迹象表明,美国次贷危机最坏的时候还没有到来。央行此次降息具有前瞻性,可以看作是中国进入新一轮降息周期的开始。

银河证券首席经济学家左小蕾也表示,现在还不能说已经进入了一个比较长的降息周期,但是从此次降息的幅度来看,27个百分点不足以改变目前的状况,因此预计央行在年内还有1-2次降息的可能性。

专家认为不宜过早放松宏观经济政策

发布时间：2008-09-10 来源：中国证券报 作者：张朝晖

中国社科院世界经济与政治研究所所长余永定等专家学者日前指出，目前我国通胀处于高位运行阶段，央行应在坚持从紧政策不变的前提下，适时灵活进行货币信贷调控，不宜过早放松宏观经济政策。

过早“松货币”不足取

余永定认为，尽管未来一段时间CPI的上升速度可能会因基数和农产品价格回落等原因出现回落，但对通胀的警惕不能放松，宏观经济政策仍应把抑制通胀作为首要目标。如果中国能及时采取措施抑制通胀，经济就不需要急刹车；如果过早放松宏观经济政策，通胀就可能反弹。最终不得不急刹车，损失则要大得多。必须看到，在这种情况下，为求抑制通胀，需要付出更大的经济增长速度下降的代价。遗憾的是，我们没有更好的选择。

余永定表示，在执行货币政策时也存在尽量使用市场手段的问题。除目前经常使用的货币工具之外，应加快利率市场化步伐，尽快实现由控制商业银行存贷款利率转向控制银行间短期拆借市场利率。通过改变银行信贷成本，间接影响商业银行行为。而信贷管制将导致金融资产配置的低效率，从长远来看，不利于治理通胀。

中小企业对信贷资金的“饥渴”以及“三农”信贷呼声的高涨在从紧政策压力下浮出水面。社科院金融研究所副所长王国刚认为，大家都对今年施行从紧的货币政策给予了密切关注。其实，前两年施行的货

币政策，尽管有“适度”二字，却更为紧缩。比如，2007年10次上调存款准备金率、6次加息，从紧程度可见一斑。从信贷角度看，今年预期信贷规模是3.6万亿元，但根据实际运行情况，这一规模可能会扩展到4万亿元。从绝对量上看，贷款规模与去年相比并没有减少，甚至今年1-7月份贷款新增额同比还增加了一到二千亿元。

财政政策空间较大

财政政策应在稳定经济、促进结构调整中发挥更大作用。余永定认为，由于银根紧缩、人民币升值，以及外部经济体增速下滑等原因，我国出口形势会更严峻，经济增长速度将下降。这时，财政政策应发挥更大作用，以帮助经济增长方式平稳转型和经济结构调整。比如，采取减税政策、增加对低收入者补贴、完善社会保险体系等举措。尽管财政政策应发挥更大作用，但在中国经济增长速度依然超过10%、就业形势良好的时候，出台以抑制经济减速为目标的财政刺激方案似乎为时过早。

光大证券首席宏观分析师潘向东认为，要刺激投资复苏，财政税收所起的作用要比信贷放松更为明显。比如，对产业结构升级和需要扶植的产业的相关企业进行减税，可以明显改善中小企业的资产负债状况。只有在财税政策积极配合的情况下，中小企业的投资才有望复苏，放松的信贷才可能进入实体经济。

宏观经济亮绿灯 通胀形势仍不容乐观

发布时间：2008-09-07 来源：21世纪经济报道 作者：定军

5月29日，国家统计局发布最新一月宏观经济景气指数预警报告显示，4月份的财政收入首次告别过热区，步入偏热区。自此4月份十大经济指标全部告别过热的红灯区域，整个经济也连续4个月进入稳定的绿灯区。

国家统计局中国经济景气监测中心副主任唐有成对记者指出，整个经济正在告别趋热是没有问题的，“今年全年经济过热不太可能，但是经济大幅下降的可能性也不大，原因是灾后重建的因素。”

国家统计局把宏观经济景气指数指标分为5大类——冷（蓝灯）、偏冷（浅蓝灯）、稳定（绿灯）、偏热（黄灯）、热（红灯）。2007年第三、第四季度经济指数一直处于黄灯区。为此，2007年12月份的中央经济工作会议决定，在2008年实施“双防”调控政策（防止经济由偏快转为过热，防止物价由结构性上涨转为明显通胀）。

不过，进入2008年，随着雪灾灾害和美国次贷危机的影响，前3个月经济增长比去年同期有所下降，整个经济逐步告别偏热区。而4月份数据显示，整个经济步入良性的“稳定”（增长）的绿灯区，但是通胀的压力仍然存在。

宏观经济告别趋热

唐有成告诉记者，目前经济进入绿灯区，主要原因是外部需求下降，经济增长动力主要由内需决定。考虑到雪灾以及“5·12”地震灾害的灾后重建因素，“滞胀的情况肯定不会出现”。

所谓的滞胀情况，是指经济增长出现停滞，但是物价仍然快速增长。2008年一季度，由于冰雪灾害和外部需求下降等因素的影响，经济增幅为10.6%，比上年同期回落1.1个百分点，出口对经济增长的贡献也降低，同时，居民消费价格总水平上涨8%，担心出现“滞涨”的声音开始出现。

继一季度的冰雪灾害后，5月12日发生的汶川大地震，再次给国内经济造成了巨大的损失。不过，由此导致的下半年投资加快已经没有疑义。

在5月28日国务院新闻办举行的发布会上，国家发改委副主任穆虹指出，这次地震灾害给灾区，特别是重灾区的存量资产和生产设施造成极大的破坏，对当地生产总值的影响肯定是巨大的。但是他也强调，“这次灾害对全国生产总量相信会有一些影响，但是是有限的。”他指出，目前国务院已经开始启动灾后重建建设工作。整个过程大体分三个阶段：前期工作阶段、编制规划阶段、组织实施阶段。

据了解，这次国家预计用三个月的时间完成前期工作和灾后重建的总体规划，大体用三年的时间基本完成灾后重建的主要任务。目前中央财政今年已经明确，先拿出700亿作为灾后重建资金，并已经明确明年还要做相应的安排。灾后重建究竟需要多少资金，目前正在加紧研究。

唐有成指出,原来预计奥运会后重大建设项目会减少,不过灾后重建因素,将使得投资对经济增长的贡献仍维持在较高水平。

通胀形势仍不乐观

根据国家统计局发布的经济景气预警报告,4月份处于偏热的单项经济指数有财政收入、消费品零售总额和居民消费价格指数(CPI)3项。其中,财政收入是连续十个月亮红灯以来首次回到黄灯区域。

而CPI增长水平未来仍不容乐观,已经连续8个月维持偏热趋势。一位统计部门的研究人士指出,5月份食品价格的确在下降,但这是季节因素的影响,实际上同比价格仍然较高,比如猪肉价格仍未降下来,而一般农产品价格水平也不低。“人力成本上升导致农产品价格难以降下来”。

一季度物价涨幅达到8%以后,4月份物价仍维持在8%水平以上。而下一步工业品资料价格上涨,对于消费品价格的上涨仍存在很大的压力。

国家发改委对全国36个大中城市46种重要商品和服务项目价格监测发现,4月(4月20日)与上月(3月20日)相比,价格上涨的项目有14种,主要是化肥、钢材等生产资料价格;价格下降的有13种,主要是鲜菜、食用植物油等农产品价格;价格保持稳定的有19种,主要是水、电、管道煤气。

本期36个大中城市生产资料价格继续上涨。其中,化肥、钢材等价格分别比上月上涨1.5%到5%不等。中国社科院原副院长、学部委员刘国光指出,目前担心的是钢材、化肥等这些工业品价格上涨在未来影响下游产品物价。

他认为,面对通胀压力,继续降低经济增幅对于缓解物价过快上涨有利。他建议国家继续加息,这对于减少CPI上涨的预期有好处。

汶川地震发生后,一些投行认为,中国全年物价增幅可能为7%以上,大大超过国家预定的4.8%的水平。

不过国家发改委综合司司长石刚认为不用过分担心,他在国务院新闻办发布会上透露,四川省是农业大省,估计今年夏粮仍然可以获得比较好的收成。从这样的角度来看,保持粮价的平稳有比较好的条件,不会对CPI形成很大的影响。

易纲：防通胀仍是宏观调控首要任务

发布时间：2008-09-07 来源：中国证券报 作者：王光平 韩晓东

预计今年 GDP 增速 10%左右 人民币对外升值对内贬值两者不矛盾

中国人民银行副行长易纲昨日表示，防止通胀仍是今年宏观调控的首要任务。面对美国次贷危机影响进一步扩大和国内冰雪灾害，要继续坚持稳健的财政政策和从紧的货币政策。央行将落实从紧货币政策，促进经济又好又快发展，采取综合手段使通胀保持在可接受的范围内。

他指出，要密切监测货币供应量的增长，综合运用多种货币政策工具，控制货币信贷过快增长；继续通过公开市场操作并搭配上调存款准备金率的方式大力对冲流动性；通过窗口指导和道义劝说，引导商业银行合理控制信贷投放；加强信贷支农，做好灾后恢复生产和春耕备耕的各项金融服务工作。

易纲表示，在经济总量加大的前提下，预计 2008 年 M2 的增速在 16%左右，银行贷款增长率低于 2007 年，2008 年 GDP 增速在 10%左右。

易纲强调，继续完善以市场供求为基础、参考一揽子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，进一步发挥市场供求在人民币汇率形成中的基础性作用，增强人民币汇率弹性，继续按照主动性、可控性和渐进性的原则，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。他指出，资本管制无法根除资本大规模流入。“局部性的资本管制对于开放经济体作用有限，衍生工具的发展降低了资本管制的有效性。”

易纲表示，人民币对外升值、对内贬值两者不矛盾，是同方向调整的两个渠道。“中国的东西便宜，要变得不那么便宜，通过人民币升值和价格上涨两个渠道调整。”他还表示，人民币升值，对外国商品和服务的购买力上升；国内物价上涨，人民币对国内的购买力下降；若中国一年进口 1 万亿美元，相当于 GDP 的 30%，以此为权重综合考虑人民币对内对外的购买力，人民币的加权购买力并没有减少。

樊纲驳斥“宏观调控无效论”

发布时间：2008-09-07 来源：北京晨报 作者：邢飞

樊纲表示，要从根本上解决经济问题，急需解决深层次的体制问题，但体制问题不是宏观调控所能解决的。

“有人表示宏观调控不起作用，可是如果没有我们的宏观调控，如果没有央行的货币政策，又会是什么情景？”在昨天的“第十届成长中国高峰年会”上，一直以温文尔雅、低调谦和著称的央行货币政策委员会委员樊纲，对于“宏观调控无效论”反常地以激烈语气加以反驳，并反复强调“宏观调控取得了预期成果”，“成功避免了经济过热”。

“中国宏观调控取得预期成果”

事实上，自樊纲担任央行货币政策委员会委员的一年多来，市场对于宏观调控抑制流动性过剩效果不佳，从而导致物价、房价不断攀升的批评一直挥之不去。

樊纲表示，中国经济今年将继续保持平稳、较快增长的势头，“正是我们多年来通过宏观调控，有效地抑制了过剩生产力的产生，成功避免了经济过热，实现了经济平稳快速的增长。”作为中国经济的观察者和决策的参与者，樊纲对中国宏观调控措施作出了上述评价。

不过，樊纲同时承认，当前我国经济确实存在失衡问题，主要表现为储蓄多、贸易顺差多、外资流入多、外汇储备多和流动性多的“五多”特征。“由于流动性过剩很容易引起经济过热风险并产生资产泡沫，央行一年多来已经采取大量措施以抑制流动性过剩”。

樊纲所指的“大量政策”，包括央行九次提高金融机构存款准备金率、五次加息，发放相当规模央行票据。樊纲表示，“这些政策已经基本实现货币增长稳定。”

“当务之急是财税体制改革”

而对于流动性是否得到有效控制，正是目前学术界争论的焦点。部分观点认为，今年以来，物价蹿升以及股市、房地产价格的攀升与流动性过剩密不可分。樊纲对此激动地表示，“如果不采取这些措施，我们的货币增长速度将会是30%，甚至40%，而不是目前的18%，由此导致的流动性泛滥必然引发通货膨胀、房地产泡沫。”

“要从根本上解决目前的经济问题，急需解决深层次的体制问题。”樊纲表示，体制问题不是宏观调控所能解决的，而是需要通过经济结构的调整来配合，而当务之急是要推进财税体制改革。

樊纲进一步解释，国企不分红和资源价格猛涨，使得资源性企业的盈利变成了企业留利，大量的盈利又变成了储蓄，这些都是财税制度方面的问题。解决上述问题，需要一系列财税体制改革，“比如有企业分红、资源有偿开采、个人所得税体制改革等”。



谢伏瞻谈认识宏观调控有效性

发布时间：2008-09-07 来源：人民日报 作者：谢伏瞻

编者的话

沿着中国特色社会主义道路阔步前进的五年

近几年宏观调控是在树立和落实科学发展观过程中进行的，也是在经济体制加快转轨、经济全球化深入发展和我国加入世贸组织的大背景下进行的。国内经济与国际经济联系更为紧密，经济深层次问题与新情况新矛盾交织，风险和挑战严峻，宏观调控面临的复杂性、特殊性和艰巨性前所未有。实践证明，由于见事早，决策果断，措施有力，标本兼治，宏观调控有效防止了苗头性问题演变为趋势性问题、局部性问题演变为全局性问题，避免了大起大落，取得了显著成效。当然，社会上对宏观调控还存在一些模糊或错误认识。为了澄清事实、统一思想，正确认识加强和改善宏观调控问题，本报从今天起在理论版开设“如何认识宏观调控有效性问题”专栏，陆续刊发国家统计局局长谢伏瞻、中国社会科学院经济研究所所长刘树成、中国社会科学院数量经济与技术经济研究所所长汪同三的文章，分别论述宏观调控取得的显著成效、宏观调控的主要做法和特点、正确认识宏观调控的有效性等问题。这些文章用事实说话、用数字说话，析事明理、答疑释惑，有助于读者深化对宏观调控的认识。

2003年以来的五年，是我国经济社会发展进程中极不平凡的五年。五年来，全国各族人民在以胡锦涛同志为总书记的党中央领导下，全面贯彻落实科学发展观，大力推进改革开放，加强和改善宏观调控，全面加强社会建设，努力克服复杂多变的国际环境以及国内突如其来的非典疫情和严重自然灾害等不利影响，经济社会发展取得了举世瞩目的成就。

国民经济持续平稳快速发展，综合国力迈上新台阶

2003年以来，国民经济不仅增长速度快，而且持续时间长、稳定性好，为实现现代化建设第三步战略目标奠定了坚实基础。

经济实现了连续五年10%或以上的增长速度。2003年以来，国内生产总值年均增长10.6%，是改革开放以来经济增长快、持续时间长的时期之一，不仅比同期世界年均增长4.5%高出6.1个百分点，而且比改革开放以来年均增长9.8%高出0.8个百分点。同时，年度之间波幅比较小。

经济总量在世界上的位次五年内连升两位，居于第四位。2002年我国国内生产总值为120333亿元，2007年达到246619亿元，年平均增加25257亿元。到2005年，我国国内生产总值连超法国和英国，在世界上的位次由第六位跃居第四位。2002年我国国内生产总值分别相当于美国、日本和德国的13.9%、37.0%和71.8%，到2006年已分别相当于美国、日本和德国的20.0%、60.6%和90.7%。相应地，我国国内生产总值占世界的份额也不断提高，2002年为4.4%，2006年提高到5.5%，2007年又有提高。

财政收入在五年间增加了近两倍。2007年国家财政收入达到5.13万亿元，五年年均增长22.0%。财政收入增加量一年多于一年，2003年比上年增加2812亿元，2004年增加4681亿元，2005年增加5253亿元，2006年增加7111亿元，2007年增加超过1万亿元，五年间增加了近两倍。依靠财政收入的快速增长，



我们办了多年想办而无力办的一些大事，加强了经济和社会发展中的很多薄弱环节，有效保障了经济社会的稳定协调发展。

企业利润连续五年保持高速增长。2006年全国规模以上工业企业实现利润19504亿元，比2002年的5784亿元多13720亿元。全国规模以上工业企业实现利润连续五年高速增长，五年年均增速超过30%。

经济结构调整出现积极变化，产业及地区发展和投资与消费关系的协调性增强

优化经济结构是转变发展方式、提高发展质量的重要内容。2003年以来，经济结构调整出现了积极变化。

农业基础得到加强，粮食产量连续四年增产。2003年以来，农林牧渔业增加值年均增长4.5%。2004年粮食生产出现重要转机，全年粮食总产量达9389亿斤，扭转了1999年后连续下降的局面。此后又连续三年增产，实现了1985年以来的首次连续四年增产。2007年粮食总产量达到10030亿斤，成为历史上第四个高产年。2007年棉花总产量达到760万吨，比2002年增长54.6%。

工业生产增长迅猛，装备制造业不断升级。2007年工业增加值突破10万亿元，达到107367亿元，按可比价计算，比2002年增长了79.7%，年均增长12.4%，比改革开放以来的年均增长速度快0.8个百分点。主要工业产品产量增长迅猛。初步统计，附加值较高的发电设备2007年比2002年增长5.1倍，冶炼设备增长3.4倍，工业锅炉增长1.3倍，数控机床增长3.7倍，金属切削机床增长96.6%，交流电动机增长1.7倍。装备制造业明显升级。

服务业快速增长，呈现出全面发展的格局。过去五年，第三产业比重平均达到40.0%。多种所有制、各种业态、不同规模的商业企业保持了较快发展，活跃、繁荣了市场。2007年社会消费品零售总额89210亿元，五年年均增长13.1%。金融机构发展壮大，各项贷款余额大幅增加。交通通讯保持了较快增长，五年旅客周转量年均增长9.0%，货物周转量年均增长15.0%，邮电业务总量年均增长27.7%。

中西部地区发展加快，区域发展的协调性增强。随着区域协调发展战略的逐步落实，区域经济发展的协调性出现了积极变化。东、中、西部及东北老工业基地快速发展，2007年分别比2002年增长1.3、1.3、1.3和1倍。2007年中部、西部、东北三省全社会固定资产投资占全国比重分别为20.2%、20.5%和10.2%，比2002年分别提高3.1、0.9和2.2个百分点，表明这些地区经济发展后劲增强。

投资保持较快增长，消费增长加快。2003年至2007年，全社会固定资产投资分别增长27.7%、26.6%、26.0%、23.9%和24.8%。投资增速总体呈现稳中回落的态势。而消费增速逐年加快，2003年至2007年，社会消费品零售总额分别增长9.1%、13.3%、12.9%、13.7%和16.8%。投资与消费关系的协调性有所增强。

薄弱环节进一步加强，支持经济快速增长的能力明显提高

2003年以来，一大批重点建设项目建成投产，交通、通讯、能源等基础设施得到加强。



一批重大基本建设项目和重点骨干企业的技术改造项目建成投产。以青藏铁路通车为标志,宁西线、渝怀线、株六复线、浙赣线、朔黄线、内昆线等铁路项目,福建三福高速公路项目,广州地铁二号线工程,天津港扩建工程,上海洋山深水港集装箱项目一期工程,广州白云机场迁建工程等一批交通运输项目建成运营。

一批石油、化工和钢铁等项目顺利建成。其中百亿元以上项目有:西气东输管道基建项目,大庆油田开发产能建设工程,胜利油田原油天然气开采项目,中石化西北油田勘探开发项目,长庆油田基建项目,中海油油气田勘探开发投资项目,浙江镇海800万吨/年炼油扩建工程,天津、鞍山、武汉等钢铁集团技术改造工程,广东江门等电力项目。

交通运输供给能力大大加强。铁路、公路、水路和航空等多方式、多渠道的交通网络得到明显改善。铁路营业里程由2002年的7.19万公里增至2006年的7.71万公里。公路里程由2002年的176.5万公里增至2006年的199.4万公里,其中高速公路由2.51万公里增至4.53万公里。2006年底,民用航空运输线路长度211.35万公里,比2002年增长29.1%。管道运输里程由2002年的2.98万公里增加到2006年的4.82万公里。

已建成覆盖全国、通达世界、技术先进、业务全面的国家信息通信基础网络。网络规模居全球第一,发展速度也位居世界前列。从2002年到2007年,固定电话用户由21422万户增加到36545万户,增长70.6%;移动电话用户由20601万户增加到54729万户,增长近1.7倍;互联网上网人数由5910万人增加到2.1亿人,增长2.6倍;全国邮电业务总量从5696亿元增加到19361亿元,增长2.4倍;2006年已通邮的行政村比重达到99.4%。

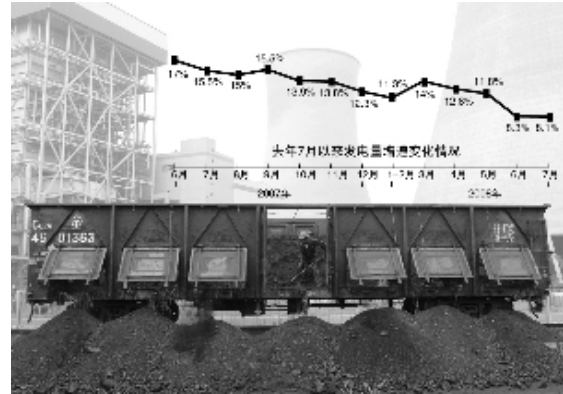
能源生产能力明显提高。2007年,能源生产总量达到23.7亿吨标准煤,比2002年增长64.5%。2007年末,发电装机容量超过7亿千瓦,五年新增发电装机容量3.5亿千瓦。2007年发电量达到32777亿千瓦时,比2002年增长98.2%,电力紧张状况得到缓解。

煤炭、电力生产增势减缓 宏观经济走势更受关注

发布日期：2008年09月03日 来源：上海证券报 本报记者：于祥明

国家发改委昨天发布的7月份主要工业行业运行情况分析报告显示，7月份全国煤炭产量为2.2亿吨，同比增长10.9%，增速比上月减缓6.4个百分点；1月-7月，全国煤炭产量为14.75亿吨，同比增长14.7%。同时，7月份全国发电量同比增长8.1%，增速比上月减缓0.2个百分点；1月-7月，全国发电量20063亿千瓦时，同比增长11.9%，增幅比上年同期减缓4.6个百分点。

分析人士认为，中国7月份煤炭产量增速环比下降可能是受两方面因素影响：一是为确保奥运期间的稳定，各地纷纷加大了对煤矿的监管，一部分小煤炭可能因此停产；二是中国6月份实施的电煤临时价格干预措施，在一定程度上打击了煤炭生产企业的积极性，从而对7月份的煤炭产量产生了影响。



煤炭工业协会有关负责人认为，由于煤炭价格管制将持续到2008年12月31日，且奥运期间地方政府不会过度放松对小煤矿的安全检查和资源整合，预计整个8月份煤炭产量可能延续7月份的平稳增长态势。在奥运会结束后，受惠于小煤矿复产验收进度加快以及国家可能出台鼓励大煤矿增加产量的有关政策，煤炭产量很可能会集中释放。

但是，“只要地方政府在奥运会后不过度放松对小煤矿的安全检查和资源整合，中国煤炭供需偏紧的形势不会发生变化。”平安证券煤炭行业高级研究员陈亮说。

对此，东方证券煤炭行业首席分析师王帅也认为，奥运会后煤炭产量增长空间有限，而且目前煤炭市场供需矛盾比较突出，短期内出现供大于求的可能性不大。

但是，需要关注的是，“与宏观经济发展密切相关的电力业发展状况，却使业内人士对未来整个经济前景非常担忧。”王帅说。

记者也注意到，根据中电联的统计，7月份全国发电量同比增速比上月（8.3%）减缓0.2个百分点，远低于5月份的11.8%。并且，当月火电增长仅6.1%，较6月份增长率（6.8%）又有比较明显的下降。

“中国未来两三个月电力需求增速可能将走低。而且，如果考虑到GDP与发电量之间的关联性，即1:1.2的正相关性，上述数据预示着宏观经济正处于下滑之中，前景不太乐观。”另一位业内人士直言，如果宏观经济出现下滑，煤炭和电力等产业也难以独善其身。

但是，陈亮对此却有不同看法。“经济衰退，用电需求不一定会萎缩。韩国在上世纪70-80年代处于工业化阶段时，就曾遭遇两次因石油危机引发的全球经济衰退。韩国当时的情况是，处于全球衰退的环境下，经济增速下降在所难免，但电力弹性系数仍高于1。”陈亮认为，即使采用目前比较悲观的假设，即“2009年中国经济增速只有6%”，煤炭也不会过剩。他指出，目前来看，小煤矿才是供给的最大变数。



业绩高增长可期 宏观经济变数影响上市银行估值

发布日期：2008年08月29日 来源：上海证券报 本报记者：谢晓冬



半年报陆续公布完毕，上市银行上半年盈利再度保持了强劲增长。不过展望未来，增长的驱动因素正在逐渐减弱。机构普遍预计银行业下半年赢利增速将会放缓，但全年仍有望保持50%以上的增长，并有超预期的可能。

在股票市场上，尽管银行股年初以来出现了大幅调整，但A股银行的表现仍略好于大盘指数。就估值水平来看，当前整个银行板块PB(2-3倍)尽管还高于发达市场，但PE(12倍左右)已经跟发达市场逐步接轨，估值中枢正趋于稳定。

不过这并非意味着银行股没有进一步下挫的可能。“当前的关键问题，还是要等宏观经济趋势的明朗。”银河证券银行业分析师张曦对记者说。事实上，这也代表了目前机构的主流看法。中金公司的一份研究报告进而强调，在此之前，不仅难以出现趋势性机会，可能还会因风险因素存在超跌的可能。

盈利增长动能将逐渐减弱

主要受益于去年的多次加息和今年以来的贷款重定价，上市银行上半年盈利再度延续了去年的辉煌。统计显示，大型银行净利润平均增长达到60%，中型银行增长110%，城商行增长120%。

透过半年报发现，除了规模因素的贡献之外，与2007年相比，银行普遍提升的净息差也是一大主因。不过，这一增长在二季度已经开始分化，部分银行与一季相比，净息差已经开始有所收窄。

一家股份制银行公司部负责人向记者表示，这主要是在信贷紧缩背景下，银行虽然在挑选客户方面更具主动性，但并不像外界想像的那样，会在基准水平上大幅提高利率。“我们要保证长期客户关系，还希望他们需要贷款以外的其他产品，就不能太利用一个短期的紧缩政策。但是股市不好，储蓄回流，存款定期化却对我们的成本有很大影响，这就影响到净息差。”上述负责人说。

天相投顾分析师王逸峰向记者分析，由于贷存比降低、定期存款继续重定价和贷款议价能力的弱化等因素，多数银行的净息差下半年虽然仍会在高位运行，但可能会略有收窄；而至于信贷规模方面，目前尽管政策渐显宽松迹象，但多数机构认为，这对银行的短期利润影响较为有限。

上半年，银行非息业务收入的增长超出了机构的预期，这主要是在股市低迷的同时，各家银行加大了对固定收益理财、对公理财、汇率风险管理、财务顾问等业务的开拓；但中金公司的报告指出，由于股票市场明显活跃的可能性不大，下半年理财产品销售面临可能会更大压力。

宏观经济变数影响估值

与银行靓丽业绩形成鲜明对比的，是银行股以及大盘指数今年以来的大幅下挫。尽管机构大多认为，当前整个市场估值水平已经反映了宏观经济的下行风险，但油价、外部经济减速的不确定性、食品价格、房地产市场调整等不确定性因素，使上市银行未来业绩增长仍存在相当不确定性。

“在这种情况下，整个市场的价值中枢都在下移，做为顺经济周期的银行业，面临宏观经济的不确定，简单讨论 PB 和 PE 就是没有意义的。”张曦说。招商证券分析师李珊珊也认为，虽然 7 月以来银行股表现强于大盘，但在趋势投资占据主导的市场上，预计短期估值难以获得实质提升。

中金公司强调指出，股价趋势性上涨仍需等待宏观经济预期的明确。在低增长、高通胀时期，只有当市场预期通胀实质性反转、经济即将见底、不良贷款率即将见顶时，银行股才会出现趋势性变化。在此之前，如果盈利增长不能达到市场预期，或者房地产、制造业等领域出现负面事件，都可能会使银行股出现超跌的可能。此外，大小非的持续解禁也给银行股带来一定压力。

据记者了解，许多银行今年以来已经纷纷进行了与宏观经济相关的压力测试。一个比较普遍的测算结论是：一旦 GDP 增速低于 9%，房价下跌超过 30%，银行在盈利和不良资产大幅反弹方面，都将面临很大压力。

瑞银中国经济研究主管汪涛昨日对记者表示，预计今年中国经济的增长仍将有望达到 10%左右，且一旦经济减速超预期，政府可能会出台包括财政和货币政策在内的刺激政策，以达到保增长的目的。她一并预计，银行可能会在此间承压，但影响预计不会太大。

天相此前预测上市银行全年业绩增长会达到 50%以上。“半年报出来后看，最后的数字可能比这还要高一点。”王逸峰说。不过他表示，受驱动因素减弱的影响，明年上市银行盈利增速可能会降至 10%—20% 之间。

化解宏观经济之难 唯有更多市场化

发布日期：2008年08月28日 来源：上海证券报 作者：王福重

当宏观经济遇到困难时，更应继续深化改革，更多利用看不见的手的力量，这既有利于解决当前的经济困难，也有利于建立起经济长期稳定发展的基础。政府要做的，不是去更多管制资源和价格，而是实行适当的财政政策和货币政策。在当前，重点应是大幅度削减增值税和所得税，推进利率进一步市场化。

今年经济形势可谓变幻莫测，总趋势不容乐观。消费者明显感到生活费用上涨的压力，企业面对成本不断上涨压力，资本市场也经历着持续的下跌，连宏观调控部门也说调控经济运行比以往更困难了，这种情况还从未出现过。

宏观调控之难，首先在于预测未来宏观走势愈发困难。比如，年初还认为2008年的经济极有可能过热，宏观调控的目标是“两防”，哪知下半年伊始，宏观经济增速却呈下降态势，CPI也逐月回落，于是，宏观调控的目标转而变为保经济增长和控制价格上涨。

出乎意料的还有，国际原油价格由不断飙升到急转直下，多年的出口猛增突然转为众多企业出口困难甚至倒闭；次贷危机以来人们一直忧心忡忡的是跌跌不休的美元何时企稳，突然间美元重拾升势，人民币的升值步伐陡然放慢；沪深两市持续下跌，任何刺激都不奏效；仅仅在一个月前，管理部门还在忧虑热钱流入规模过大，阻止热钱流入还是工作的核心，而现在对热钱规模究竟有多大的争论还未有定论，一切都反过来了，随着人民币升值趋势的逆转，管理部门转而担心热钱撤出太快，而且有人说，正是热钱大规模撤退才导致了股市的下跌……

宏观经济调控的前提，是对未来有比较准确的预期，而在这个世界上，大概没有比预期未来更困难的事了。在全球化时代，中国经济不但取决于国内因素，也依赖于国际因素，预测未来的难度比封闭状态困难得多，单是信息的收集，就是几乎难以完成的任务。

宏观调控除了使用财政、货币政策外，还大量使用行政手段，如对价格的控制以及对企业的管制等。这是宏观调控困难的第二个也是制度性的原因。宏观调控不但要更正市场的问题，还要通过行政手段调节不同阶层的利益。在封闭条件下，宏观调控相对容易，但在开放经济条件下，行政调控就要面对市场化的外部市场，又要面对存在管制的国内市场，就有些有力不从心了。

成品油价格调整，就凸显了宏观调控面临的这两个难题。在油价市场化下，政府要做的，是调整石油战略储备，而在油价管制下，政府还要规定、调节国内成品油价格。要调节成品油价格，不但要对国际原油价格走势有一个大致正确的估计，还要考虑价格调整所引发的利益格局的变化。但是，油价既与石油供求相关，又涉及地缘政治和投机因素，预测何其难，所以，国内油价的调整总是滞后，国内成品油定价一直明显低于国际水平。





低油价的初衷主要是照顾低收入者，但执行效果却恰恰相反，不但不公平，更缺乏效率。因为补贴所需的财政资金，本来有其他更重要的用途，用于补贴成品油是一种浪费。如果油价与国际油价更充分接轨，调控的困难也就消解了大半。

在煤价完全市场化的条件下，控制电价，实行低价政策，结果也是用电少的穷人补贴用电多的富人。近年来，如何缓解电荒，解决发电厂的困难，有关部门没少下心思，遗憾的是，至今也没有找到能让大家都满意的办法。煤电联动被认为是最佳方案，但是真正的联动从来没有实现过。其实，这也是一个市场与行政控制的矛盾。解决之道，无非是两个：一个是在控制电价的同时，把已经市场化的煤价重新控制起来，煤电之间的矛盾可以得解，但这不是好办法，因为受到控制的煤价和电价，无法达到有效配置资源的目的。另一个办法，是在放开煤价的现有基础上放开电价。让电价反映所有的生产成本，让全社会承担资源成本上涨的压力，以期达到有效的配置资源。

通货膨胀的危害不是膨胀本身而是利益的再分配，放开资源价格，会引起价格短期上涨，但是，却不会出现利益的再分配，同时消除了继续上涨的预期，有利于从根本上抑制通胀。

如果还没有让市场发挥作用，就先入为主地认为市场化会出现问题，而采取管制措施，宏观调控的目的不但达不到，还可能按下葫芦起了瓢，产生新的麻烦。如果先让市场充分发挥配置资源更有效的作用，在此基础上去调节以保证公平，宏观调控就会变得轻松。

市场化，就是利用全社会的智慧和力量解决问题，而行政性管制，利用的仅仅是少数精英的智慧和力量，而且不同调控部门的力量经常形不成合力，比如对股市有影响的部门就有多个，当证券监管部门努力维护股市稳定时，其他部门却出台有“做空”嫌疑的政策，令投资者无所适从。

所以，当宏观经济遇到困难时，更应继续深化改革，更多利用看不见的手的力量，这既有利于解决当前的经济困难，也有利于建立起经济长期稳定发展的基础。

政府要做的，不是事倍功半地去更多管制资源和价格，而是实行适当的财政政策和货币政策。在当前，财政政策重点是减税，特别是大幅度削减增值税和所得税，利用财政盈余补贴困难群体；货币政策则是推进利率的进一步市场化，让所有企业都能享受到同等的金融待遇。

中国宏观经济在朝哪个方向“微调”

发布日期：2008年08月27日 来源：上海证券报 作者：亚夫

此次宏观政策微调，固然有短期原因，但更与2005年以来实施的一系列战略措施有关。相关措施的集中实施，对大多数企业的应变能力构成了挑战。面对复杂的国内外经济形势，只有搞活微观经济主体，巩固民营经济、扩大国内需求、改善财富分配、提高开放水平，才能实现内外需并重、均衡发展的目标。

面对复杂的国内外经济形势，中国的宏观经济政策正在做适度微调。这种微调是不得已的权宜之计？还是与中国经济的历史性转折相吻合，甚至在某种程度上有些许政策导向的预兆？值得观察。

从相关的经济指标和已经推出的政策措施看，巩固民营经济、扩大国内需求、改善财富分配、提高开放水平，既是“微调”的应有议题，也是中国经济走向内外需并重、均衡发展之路的必然选择。

中国经济经过近30年以外需为主导的快速发展，到今天，国内外经济环境都已发生了巨大变化。尤其是外部环境，以2005年人民币汇率改革为标志，中国的国际金融环境、国际贸易环境，与以往有极大不同。

以美元为参照对象，一方面，在金融层面，在人民币升值的同时，以美元为代表的外汇资产在快速贬值。在企业经营层面，本币升值使相当数量的外向型微利企业遭遇困难；另一方面，在国际市场上，在国际投机巨头的炒作下，石油及原材料价格以成倍的比例大幅飙升，完全抵消了本币升值可能带来的好处，使企业的生产成本大幅提高。这就是中国面临的外部环境。

从国内情况看，根据国家信息中心预测部经济景气监测数据，描述中国经济未来走势的先行指标，从2006年底到今年6月，已经连续18个月小幅回落；综合反映经济运行状况的一致合成指标，从2007年四季度到今年6月，已经连续8个月小幅回落。尤其是构成先行指数的主要监测指标继续回落，预示着短期内经济景气仍将呈下行态势。

先行指标与一致指标的双双回落，构成景气监测的主要指标大部分趋于正常，一方面表明，中国经济过热的风险已经解除；另一方面也表明，经过持续两年多的综合治理，中国经济的微观面已经受到很大影响，如不采取微调措施，不仅要打乱经济增长的正常轨迹，而且也会造成意想不到的社会损失。

从今年上半年6万多家规模以上企业歇业，以及长三角、珠三角相当一部分中小企业面临的经营困境看，之所以出现如此状况，固然与国际经济环境有关，更与2005年以来集中出台的一系列政策措施直接相关。比如，汇率改革、出口退税政策调整、节能减排计划实施、员工社会保障措施增强，等等，对企业来说，哪一项政策都是很大的挑战，更何况这些政策在如此短的时间内集中实施，无疑把企业逼到了墙角。

现在，如果更进一步分析，包括汇率改革在内的上述一系列重大政策措施的推出，从每项政策自身看，都有其道理、有其必要性。但从总体效果看，在如此短的时间内集中实施，显然超出了绝大多数企业的改造应变能力，超过了一般微观经济主体的承受能力，因此，这些措施虽然对经济降温有明显作用，但也对微观经济造成了很大影响。

在国内外多重因素的综合影响下,在经济增长速度回落过快的预警下,中国的宏观经济政策开始了有针对性的微调。目前采取的措施有,缓解中小企业融资困难,调整部分行业、部分出口企业的出口退税政策,等等。这些政策,表面看是为企业解困的应变措施,但从作用对象看,政策的落脚点主要在企业。这是否意味着中国的经济政策开始更注重微观经济效益?有待观察。

现在,有鉴于国际经济环境异常、国际金融风险难测、外部需求的不确定性增加,而国内需求又正处于在升级换代的持续发展阶段,在实施政策微调时,除了要相机而行,把握微调的时间点和节奏外,更要化不利为有利、化被动为主动,从四个方面做大做强本国经济,使微调措施与经济长远目标有机地结合在一起。

首先,要采取长效机制,发展、壮大、巩固民营经济。改革开放30年,中国经济取得的一大成果,就是民营经济。民营经济不仅吸纳了大批社会劳动力,创造了大量社会财富,同时也极大地活跃了整个社会的经济生活。然而,在本轮宏观调控中,从融资环境到经营环境,受影响、受冲击最大的也正是这一群体。现在,微调措施首先关注到这一群体,这固然是好事,但仅止于此,显然不够。从长远看,没有一个庞大、健全、活跃的民营经济基础,中国经济要实现完全市场化,要有充沛活力,显然是不可能的。

其次,在充分参与国际经济的同时,要把扩大国内需求放在前所未有的位置。在国际环境变化莫测、外部需求不确定性增加的情况下,在一个已经具备初步积累、国民财富已经达到升级换代的历史阶段,适时采取财税等措施,释放国内合理的消费潜能,将会为中国经济注入持续增长动力。

而此举对外需依存度一向偏高的中国经济来说,不仅能化解外需不足的矛盾,降低外部因素对中国经济的冲击,同时也能增加中国经济在世界经济中的分量,增加中国企业在国际市场上的谈判筹码,不仅可以赢得实体经济的话语权,也可以增加在虚拟经济中的话语分量。

其三,要通过政策调整,改善财富分配,使国民收入在地区间、行业间、社会阶层间,更趋合理、均衡。尤其是要通过完善公共服务、增加城乡居民的收入,特别是欠发达地区居民的收入,进而激发13亿人的整体消费潜力,使中国经济步入自主发展的轨道。

中国人口众多,是一个巨大市场,这是谁都看到的事实。但是,为什么以前这个市场就起不来?这和居民的收入与消费能力有关。现在,如果适时调整财税政策,提高城乡居民收入,调整公共服务政策、社会保障政策,不仅可以解除居民消费的后顾之忧,同时也能为企业创造巨大商机,从而提高员工的收入水平,使经济走向良性循环的发展道路。

此外,在当今世界政治经济格局发生巨大变化的背景下,如何通过对国际国内不同经济力量此消彼长的研判,来认识彼此关系,通过政策调整,来提高对外开放水平,最有效地吸纳先进理念、经验、技术,改变我们在经济博弈中的位置,也是政策微调时需要考虑的一个侧面。

由此来看,中国宏观经济政策的此次微调,固然有短期原因,但更主要的与2005年以来实施的一系列战略措施有关,而这些措施指向的是“又好又快”、内外需均衡发展目标。只是,这里要议的是,只有搞活微观经济主体,才能达成这个目标。这也许是“微调”特别需要注意的地方。