本轮行情走向哪里 宏观背景到底如何

■嘉宾

张新法：银河证券研究中心高级研究员。研究领域：宏观经济和金融。

⊙主持人：邹民生 乐嘉春

近期A股市场大跌，深层次原因何在

主持人：今年年初有报道称，据美国花旗银行预测，作为“去年世界表现最佳”的中国资本市场，今年将成为“最不受青睐”的亚洲投资市场。真是一语成谶。沪深股市自去年10月下跌至今，跌幅早已超过50%。为何会这么个跌法？最近各大机构都在作年中投资策略报告，你们银河证券也刚刚开了年中报告会，你们有研究，你的看法是什么？

张新法：是的，对目前的行情，很多人忧心忡忡。进入6月份以来，A股市场持续、大幅下跌，将前不久因印花税而起的反弹一扫而光，2990点的“政策底”也被彻底击穿。

怎么来看这个问题呢？我想，有必要先来看看A股市场经曾经有过的七次大跌：

1，1992年5月-1992年11月1429点跌至400点，历时5个月，最大跌幅达72%。

2，1993年2月-1994年7月1553点跌至325点，历时18个月，最大跌幅达79%。

3，1994年9月-1996年1月1053点跌至512点，历时16个月，最大跌幅达51%。

4，1997年5月-1999年5月1510点跌至1047点，历时24个月，最大跌幅达30%。

5，1999年6月-2000年1月1756点跌至1361点，历时6个月，最大跌幅达22%。

6，2001年6月-2005年6月2245点跌至998点，历时48个月，最大跌幅达55%。

7，2007年10月-2008年6月6124点跌至2729点，历时8个月，最大跌幅达55.6%。

尽管这次大跌的跌幅还不是七次之中最大的，但其杀伤力却是巨大的。因为与以往相比，如今A股市场的规模和容量是历史上最大的，数万亿计的流通市值在这次大跌中灰飞烟灭，投资者损失惨重。

令人感到意外的是，出现这次大跌后，与投资者的惊恐慌乱相比，有关方面一直保持沉默。所有这些，使市场的氛围显得神秘怪异，投资者也感到更恐惧，更不知所措。

回顾历次大跌，似乎可以找到某些佐证（见表）：第一，通胀无牛市：前3次大跌发生在高通胀期间；第二，金融动荡期间无牛市：1997年东南亚金融危机（第4次大跌）和2007年四季度以来的次按危机（第7次大跌）；第三，经济低增长期间无牛市：如第5次大跌。

其实，从估值来看，目前市场的市盈率水平进入到比较合理、甚至相对较低的水平。经过连续大幅下跌，目前市场的估值中枢进一步下移，当前沪深300指数成份股按2008年业绩的动态估值倍数约17倍，意味着以该市盈率计算的基础年收益率可以达到5.88%，比一年期人民币存款利率高出100多个基点，显示出A股市场泡沫已被挤出。

若作国际比较，沪深300市盈率已经低于美国标普500的市盈率值，而对比中美两国的经济发展前景，中国的长期成长性要领先于美国。这也从一定程度上反映出，抑制当前股价的主要因素是心理层面的恐慌情绪。

我们认为，市场动态估值水平已被低估，在克服短期不利因素影响后，市场投资信心将逐步恢复，股指有望踏上回归合理估值水平的震荡盘升之路。

在奥运召开之前，受上市公司中报业绩、经济增长、通胀压力、海外因素等诸多不确定性因素的影响，投资者的信心将受到制约，预期市场难以出现明确的趋势性大幅上涨行情，而以区间震荡、缓慢盘升的运行格局为主。

奥运会之后，随着经济运行改善，翘尾因素消失导致通胀压力缓解，资源品价格管制逐步放松，宏观紧缩力度放松甚至转向，则市场预期改善，投资信心增强，资本市场的资金供求状况将逐步改善，从而推动市场活跃，上证指数将回升到4000点以上的合理价值区域。

CPI第一个洪峰已经过去：同比增幅回落，环比出现负增长

主持人：看来，你还是比较乐观啊。不过，在最近的持续下跌中有一个很重要的理由，就是担心通胀问题。按照有关方面的说法，目前我们只是有通胀的趋势。对此，你怎么看？未来通胀趋势会朝什么方向走？

张新法：我们认为，CPI的第一个洪峰已经过去。今年2-4月份为CPI的第一个洪峰（2月份的8.7%为年内峰值），之后将逐月回落。全年CPI水平为6.4%，波动区间为6.1%-6.9%。

理由是：第一，作为拉动CPI上涨主动力的食品价格，最近涨势已大为放缓。今年一季度，CPI上涨8.0%，食品价格直接拉动CPI上涨6.8个百分点（居住类价格拉动价格总水平上涨1个百分点）。而最近两个月，食品价格的涨幅已明显趋缓。今年4月份，食品价格环比下降0.1%，5月份月环比进一步下降1.3%，在目前没有出现其他新涨价因素的情况下，食品类价格作为拉动CPI上涨的主动力连续两个月环比下降，初步奠定了CPI今后逐步回落的走势。

第二，翘尾因素的影响将导致CPI在下半年出现明显回落。一年来，CPI同比涨幅较高，是与2007年下半年以来消费物价大幅上涨所带来的翘尾因素密切相关的，而今年以来新涨价因素对CPI的影响一直小于翘尾因素。随着猪肉等食品的供应改善，食品价格出现环比下降的势头，预计5月份以后新增涨价因素将下降至3%以下。我们预计，9月份CPI将回落至4.5-5%，10-11月份回落至4%附近。

PPI洪峰将于年底结束

主持人：你讲的CPI情况，不少分析人士也有同感。那么，PPI又怎样呢？对PPI与CPI死亡交叉，你怎么看？

张新法：没错，这段时间PPI的表现确实有些奇怪。关于PPI我想讲两点。

第一，PPI之所以一路上扬，主要受输入性通胀影响。自去年10月份以来，受美元贬值、需求旺盛和国际投机资本炒作等因素影响，在国际市场上原油、铁矿石、有色金属等能源和原材料价格出现暴涨，由于我国对这些商品的外来依存度较高，国内相关产品价格也水涨船高。今年5月份PPI同比上涨8.2%，为3年多来的新高，离历史高点2004年10月（8.4%）只有一步之遥。

第二，PPI洪峰有望在今年年底结束。鉴于美元短期内走强无望，欧佩克增产的动机不强，在需求旺盛、投机炒作等因素的支撑下，国际原油价格很可能在夏季用油高峰时创出新高，并有望达到每桶150美元之上。受此影响，国内PPI在今后几个月将稳步上行。波峰在7月份出现的可能性极大。

但有三方面因素将使PPI在今年年底回落。一是基数原因和受翘尾因素影响，进入四季度后尤其是在11月份以后，PPI将明显回落，12月份有可能回到全年的较低水平。二是受CPI食品价格涨幅回落影响，PPI中的生活资料价格涨幅有望趋缓，从而拉动PPI下行。三是人民币升值有助于降低进口大宗商品的价格。

我们预计，全年PPI水平为约为8%，波动区间为7.8%-8.6%。PPI的峰值将在7月份出现，大约为9%，6-8月为PPI的第一个洪峰，并在年底结束。

基于对经济周期的考察，此轮通胀需要2年方能结束

主持人：综合PPI与CPI走势，你对未来通胀趋势怎么看？

张新法：讲两点看法。

第一，高增长必然引发高通胀压力。1979-2007年，是我国经济发展的黄金时期。其间，GDP年均增长率为9.8%，若以大体上下一个百分点为区间（即8.8%-10.8%）作为我国经济增长的长期潜在增长率区间衡量，不难发现，凡是经济增长率连年超出这一区间的上限，高通胀便会紧跟着来临。如1984年-1988年（1986年除外）、1992年-1995年。

2006年和2007年，我国GDP分别增长11.6%和11.9%，显然已经超出这一区间的上限。由此来看，2007年下半年开始的物价上涨虽然表面上以食品价格结构性上涨为主，但其背景是成品油、天然气、电力、铁路运输价格等一系列资源性产品价格、公用事业价格的行政性管制措施延缓了非食品价格隐性通胀显性化，货币和信贷连续多年的高投放、固定资产投资连续多年的高增长、国际贸易连续多年的高顺差、煤电油运连续多年的紧张局面都表明，我国这一轮物价上涨不仅仅有农产品供给面的因素，更有社会总需求大于总供给的因素。

第二，结束此轮通胀还需要2年。根据按照国家统计局许宪春的观点，自1990年以来，中国经济增长经历了两个周期：1999年以前为第一个周期，1999年以后为第二个周期。第一轮经济增长周期从1990年到1999年。1990年，经济增长处于波谷，谷值为3.8%，是改革开放以来的最低值；1992年，经济增长处于波峰，峰值为14.2%，是改革开放以来仅次于1984年15.2%的次最大值；1992至1996年，连续5年保持两位数增长，年均增长12.4%；1999年，回落到经济增长波谷，新的谷值为7.6%。第二轮经济增长周期从1999年经济增长处于波谷开始；2003至2007年，连续5年保持两位数增长，年均增长10.8%；2007年，处于经济增长波峰，峰值为11.9%。到目前为止，本轮经济增长周期尚未结束。

与经济增长周期同步的是，1990年以来，中国价格增长也经历了两个周期：第一个周期从1990年到1999年。1990年，价格增长处于波谷，谷值为3.1%；1994年，价格增长处于波峰，峰值为24.1%；1999年，价格增长回落到波谷，新的谷值为-1.4%。第二个周期从1999年价格增长处于波谷开始，在波动中呈上升的趋势；2007年，价格增长处于本轮周期迄今的最大值，为4.8%。到目前为止，本轮经济增长周期尚未结束，因而本轮价格增长周期也未结束。”

比较两轮经济增长周期，有一个重要启示，即，从第一个周期来看，价格增长的谷值期与经济增长的谷值期相同，经济增长在1990年处于谷底，价格增长在1990年也处于谷底；经济增长在1999年回到谷底，价格增长在1999年也回到谷底；而价格增长的峰值期却与经济增长的峰值期不同，经济增长在1992年到达峰值，价格增长却在1994年到达峰值，价格增长的峰值期比经济增长的峰值期滞后两年。

我们的观点：本轮通胀趋势将于2010年年底前结束

综合来看，由于价格黏性，经济的适度回落并不会马上带动物价涨幅的回落。应该看到，导致目前这轮通胀压力的原因是多方面的，既有国内因素，也有国际性因素；既有供给与需求方面的原因，也有成本推动的因素。当下，输入性通货膨胀因素不减，国际热钱流入使货币流动性过剩局面没有根本改观，全球经济体同步进入通胀阶段所形成的“共振”，更进一步增大了我们抑制通货膨胀压力的复杂性。

另外，放松价格管制和资源品价格改革的推进，将把以前的隐性通胀集中释放出来。根据经济增长与物价水平变化的时滞规律看，始于2007年二季度的这一轮物价上涨，目前仍然处于压力递增阶段，多年累积的通货膨胀压力需要一个陆续释放的过程。我们判断，将来政府主导的资源品价格改革不大可能会采用“一步到位”的方式，而采用平稳推进的可能性很大。这样，从价格改革推出到隐性通胀释放并传导出来，完成这个过程大约需要两年的时间。如此算来，这一轮通胀趋势将于2010年年底结束。

从经济周期的角度来看，2007年在第二个增长周期中为GDP的峰值之年，2008年经济开始从高位回落，至2010年平稳回落的GDP很可能为本周期的谷底值；从价格增长周期来看，2009年是价格增长因素最多的一年，全年价格涨幅会保持在偏高水平，但考虑到2008年的基数较高和价格传导的滞后性，价格增长的峰值将在2010年出现。从月度CPI观察，历史上高通胀期间，月度CPI一般会在高位持续3年以上，若本轮通胀趋势的启动时间从2007年7月（超过5%）算起，也要到2010下半年才能结束。由此我们推断，CPI的第二次洪峰将在2010年一季度出现，PPI的第二次洪峰将在2010年三季度初出现，但无论是经济增速还是价格涨幅，波峰值都会比第一个周期低，谷期值都会比第一个周期高，而波动性趋于减小。本轮通胀趋势发展成恶性通胀的可能性比较小，但会长时间在5%以上运行（1990-2007年的CPI均值为5.1%）

1990年以来GDP与CPI增长情况比较

年度	现价GDP增长率	不变价GDP增长率	CPI增长率
1990	9.9	3.8	3.1
1991	15.7	9.2	3.4
1992	23.6	14.2	6.4
1993	31.2	14	14.7
1994	36.6	13.1	24.1
1995	26.1	10.9	17.1
1996	17.1	10	8.3
1997	11	9.3	2.8
1998	6.9	7.8	-0.8
1999	6.2	7.6	-1.4
2000	10.6	8.4	0.4
2001	10.5	8.3	0.7
2002	9.7	9.1	-0.8
2003	12.9	10	1.2
2004	17.7	10.1	3.9
2005	14.8	10.4	1.8
2006	15.7	11.6	1.5
2007	17.7	11.9	4.8

在经济增长与抑制通胀压力之间寻找平衡点

⊙张新法

寻找到经济增长与抑制通胀压力的最佳平衡点，无疑是目前宏观调控政策面临的最大考验。当下，全球经济放缓、通胀上升的趋势已然形成，对已经融入经济全球化的中国经济而言，受国际经济影响的程度超过以往，宏观调控的难度自然不小。在寻求经济增长与抑制通胀压力最佳平衡点的过程中，有以下几点是需要特别注意的。

抑制通胀压力不能以牺牲经济增长为代价

不能用所谓的历史经验来一味地压制总需求，更不能简单地认为消除经济过热就一定能控制住通胀压力。与1985-1988年、1992-1996年两次经济过热不同的是，前两次都是由投资规模扩张引起的总需求膨胀，属于内部需求膨胀所致，通过控制总需求尤其是控制住投资需求就能解决所出现的问题。而这次则有所不同，因为总需求里相当大部分表现为外部需求，这部分需求并没形成国内的最终需求，而是跑到了国际市场上。也就是说，在这五年里，我们的出口导向型经济发展到了极致，我们一直用低廉的劳动力、土地、能源和原材料等要素价格来补贴全世界，其后果是国民福利的牺牲、增长的低效率和发展方式的粗放。应当看到，世界经济放缓有利于中国经济的自动降温，出口增速下滑为我们转变经济发展方式、改善贸易增长方式提供了良好的时机，在此情况下，不宜再采用紧缩总需求的方式来“防过热”，以免经济下滑过快。5月份的最新数据显示，这种担心绝非杞人忧天，在出口增速同比明显下滑的同时，1-5月份名义的城镇固定资产投资增速同比放缓0.3个百分点，但由于今年以来固定资产价格指数大幅攀升，剔除价格上涨因素后，一季度我国城镇固定资产投资实际增速同比增长只有18%左右，比去年同期低4个百分点之多。这表明在消费保持稳健的情况下，今年经济增速下滑过快的势头已经显露出来。

采取什么方法应对通胀趋势

目前的这轮通胀趋势是全球性的，不是中国独有的。世界通胀是需求拉动的，而中国的通胀压力更应当按照成本推动来应对。因此，反通胀的基本思路应当逐步从控制需求，转向支持供给。具体来说，就是要帮助企业降低成本和渡过高成本的难关，对于企业，要帮助其降低成本，给予贷款，减轻税负，鼓励提高效率和节能减排的投资，尤其是要支持中小企业，鼓励创造就业；对于老百姓，要帮助其承担价格上涨后的生活成本，要对低收入阶层进行更大力度的补贴，要提高农产品价格。在政策手段上，应当逐步弱化货币政策，强化财政政策。改变财政收支增长远远高于整个经济增长和其他经济主体收支增长的状况，调整财政收支结构，让广大老百姓富起来。

关注美国经济和美元走势

次贷危机爆发后，美国便成为全球经济放缓、通胀上升的始作俑者。为避免陷入经济衰退，美联储连续大幅降息，任由美元贬值，向外输出通胀和泡沫，稀释别国资产，让全球为美国的经济调整来埋单。由此可以这样认定，如果说通货膨胀归根到底是货币现象，那也是美元现象，而不是人民币现象。对中国央行来说，紧缩货币不仅对治理通胀压力无效，反而加剧企业本来就存在的资本短缺，最终伤害经济增长，甚至导致“滞胀”。

应当看到，如果这次世界性的通胀继续恶化，那么会有越来越多的国家出现危机。危机首先出现在经济力量最薄弱的国家或地区，然后会是一些一定程度发达的经济，最后甚至会拖累一些发达的经济，美国的传统盟友。到时候会有一股强大的国际性的求变力量出现，这是一个看谁能够熬到最后的较量。我们有这么多的外汇储备，虽然经济发达程度不高，但是有能力坚持到最后的。既然如此，我们就没有必要在现在这个时候挺身而出，去承担我们承担不了的责任。我们用不着担心越南的危机会在中国重复，但我们要认真审视金融的对外开放。

如果这一轮通胀趋势的成因是世界性的，我们就不能把消除通胀的压力，减少需求的努力都由我们一个国家来扛，硬扛是扛不起的，硬扛只会把自己压垮；如果这一轮通胀的压力是较长时期积累起来的，并且会持续一段时间，我们就不能希望咬咬牙挺过这一阵就好了，侥幸心理只是把问题往后推，并且很可能会使问题更加恶化；如果较高的通胀压力是不可避免的，我们就应当有勇气面对和接受通胀压力的事实，不要强为不可为之事，不要一味地限制国内需求，压制经济活动，甚至在改革上倒退；如果通胀压力对老百姓、对企业、对经济造成伤害，我们就应当努力将这些伤害降到尽可能低的程度，把主要精力放在帮助老百姓维持和提高生活水平，帮助企业降低成本，帮助经济渡过通胀趋势的困难时期上。

我们相信，以这么多年积累的国家财力和经济实力（还有这么多需要好好利用的外汇储备），财政、企业和老百姓一起努力，运用好财政政策，调整国内需求结构，降低企业的成本，提高百姓的收入，共度通胀压力的难关是一定能够实现的。

我们目前有1.8万亿美元的庞大外汇储备、雄厚的财政家底、5000亿美元美国国债，美元走强之日（对欧元低估20-30%，OECD计算），就是我们欢呼胜利之时。

■今日看板

中国证券市场的主导权在谁手里

⊙亚夫

中国证券市场的主导权在谁的手里？这个看似不成问题的问题，其实真有可以讨论的地方。为什么会有这个问题呢？这与近年来读了不少国内外证券投资机构及其相关分析人士的宏观分析报告与市场策略报告有关。近日，有不少证券研究机构在召开年中投资分析报告会，又看了一些报告，对这个问题又有了一些新的感慨，需要谈一谈。

先说一个真实的事情。今年1月，国内的《环球时报》有报道称，据美国花旗银行预测，作为“去年世界表现最佳”的中国资本市场，今年将成为“最不受青睐”的亚洲投资市场。真是一语成谶。沪深股市自去年10月下跌至今，跌幅已超过55.6%。仅次于越南，成为全球最惊人的市场之一。现在，还留在市场里的投资者除了普遍亏损、一片错愕之外，难以理解中国股市何以溃跌如此。

什么原因？是中国经济基本面像越南一样不堪？有严重的外汇储备匮乏问题？有通货膨胀高达25%的问题？有本币急剧贬值问题？还是有其它什么难以言喻的问题？看看目前的情况，好像都不是，甚至正好相反，中国经济基本面没有理由支持沪深股市如此走法。

先看看中国的家当，目前中国的外汇储备有1.8万亿美元，高居世界第一，相当于7国集团的总和。其中5000亿美元的美国国债，在国际金融市场上有足够分量。再看本币情况，人民币对美元中间价日前一举突破6.9关口，收报6.89，人民币继续保持着快速升值势头。而CPI在上月出现回落，GDP增速虽受地震等灾害的影响，但未见明显放缓。

既然如此，为什么市场还要有如此深幅的大跌，还要“以自己的实际行动”来印证花旗银行早先作出的预测呢？既然从目前的基本面上找不到大跌的理由，那么又该从哪里来寻找支持沪深股市大跌的判断依据呢？是外国的“和尚”特别灵，还是有别的什么原因？

对照分析国内一些知名证券投资机构在去年年初、今年年初，以及今年年中也就是最近这几天提出的各种分析报告，可以发现，除了“大小非”这个早在三年前股改当初就已存在的因素外，不少机构解释并看淡后市的一个很重要的依据，就是从国内外宏观基本面的长期趋势上做文章，似乎找到了足够的理由。比如，油价问题、粮价问题、通胀问题等等。而这些理由，似乎早在一些知名的境外投资机构的分析报告中，就已经有先知般的预见了。

这说明什么？不用往神秘复杂的地方去想，只要看看境内投资机构，特别是证券分析师所接受的思想理念、分析框架、分析方法、分析工具，以及信息来源、数据来源，所关注的国内外同行情况等基本的作业方式，就可以明白为什么沪深股市的行情会如外国“和尚”指点的那般运行了。

在这个市场上，有两样东西蒙蔽了分析人士的眼睛，一个是一己的短线私利，一个是跟风炒作的投机做法。一己私利是为了本公司甚至个人的利益，跟着趋势走，趋势向上的时候极力唱多，趋势向下的时候极力唱空，缺少应有的价值判断和社会责任。跟风的做法就是盯着洋机构、大机构、大资金亦步亦趋，没有自己的主见、自己的职业坚持和道德坚持。

尽管中国的国情、经济与市场情况与国外有极大差别，尤其是中国的经济制度变革对经济利益格局的调整，甚至微观的财务结构都有重大影响，但很少有分析人士能够注意到这一点，能深入中国经济的内核，提出并坚持自己的独立见解，特别在资金运作上、投资操作上能够保持自己的信念以及对长期价值投资的坚守。

在这种情况下，除了普遍的投机还能有什么呢？只可惜从这两年大起大落的行情看，特别是最终的利益获得者看，这个市场的真正主导者显然不是那些跟风者，而最大的可能是那些从思想理念到具体操作上具有绝对话语权的国际大玩家。而被国家大玩家过度忽悠的市场，只能是损害大多数投资人的市场。这真是很让人叹惜的事。

回到主题，中国股市真正要走好，要掌握在价值投资者手中，也许有必要讲一讲“三自”：一是自省，要有自己的独立思考；二是自重，要有自己的价值判断；三是自尊，不仅尊重自己，更要尊重国人的利益。惟其如此，才能走上价值投资的理性轨道。