



您的位置：首页 - 文章选登

2005年经济软着陆有望实现(招商证券：1月4日)

文章作者：

中国经济短期面临增速放缓，但中长期的增长趋势没有改变，经济内在基本面也为应付外部冲击和宏观调控提供了较大的空间，只要政府能较好的把握好宏观调控的力度，则经济有相当大的可能在2005年实现软着陆。我们预计2004年中国经济增长将达到9.2%，通货膨胀为4%。2005年经济增速将达到8.4%，而通货膨胀约为3~3.5%。

#### 关注三大国际因素

改革开放以来中国日益的融入世界经济，在影响世界经济的同时也必然受到世界经济的影响和制约。这种影响和制约在当前我国货币存在升值预期的情况下表现得尤其明显，我国政府如何应对这种影响和制约，对我国经济的进一步发展有着相当重要的影响。展望2005年中国宏观经济形势必须要考虑国际因素影响。2004年国际经济有三个方面令人关注，这三方面的进一步发展也将对2005年国际经济的表现有着重要的影响。首先是全球经济开始走缓；其次是美元的贬值；第三是原油价格的高位运行。

2004年世界经济复苏相当强劲，全球GDP增速预计将达到近20多年来的最高水平4%。虽然世界经济在今年下半年以来增速有所减缓，但只是从高位向趋势的回归，从历史来看依然相当强劲，2005年增速预计将维持在较高的位置。以美国经济为例，GDP同比增速在2004年一季度达到顶点，随后开始减速，但三季度同比增速仍达到了4%的历史较高水平。美国新增非农就业人口数据随着2002年经济的复苏一直处于一个不断改善的过程中。这种就业的改善也必将从收入、消费方面为2005年的经济提供需求面的保障。也正是出于对经济增长复苏的信心，美联储决定逐步结束扩张性的货币政策，将联邦基金基准利率由1%提高至2.25%。并称将进一步提升联邦基金基准利率水平以使货币政策达到中性水平。这种扩张性政策的结束意味着全球经济增速将回落至一个长期的趋势水平，但应该不会改变经济的复苏动力。

2004年国际经济中的一个热点问题就是美元的持续贬值。美元贬值基本上是由于美国巨大的财政和经常项目赤字。资金面的原因则在于美联储自2001年底以来的大幅降息。面对2001年美国经济增长的快速下滑，美联储一年之内将联邦基金基准利率由年初的6.5%降至1.75%。其后又小幅调低至30年来的最低点1%。这种低利率政策使得私人投资者开始卖出美元，买入商品或其他国家资产。美元也从2002年开始贬值，同时黄金、石油和基本金属都开始持续上涨。美元自2002年2月8日以来对日元、欧元、英镑分别贬值达23.7%、50.8%和32.9%。之所以美国能够在经常项目产生巨额赤字的同时维持低位的利率，关键原因在于中国、日本等国中央银行为维持汇率的稳定大幅增持美元国债，这使得美国融资成本相当低廉。但也正因为此，一旦这些国家调整其储备结构，那么这在增加美元贬值压力的同时也将迫使美国提高其中长期债券的收益。而这种利率的提高将对全球经济产生一定的负面影响。这种风险很大程度上取决于美国政府对美元贬值的态度以及美国对其财政和经常项目赤字的控制。预计在没有政府干预的情况下美元仍将维持弱势，但由于前述的原因美元应不会出现大幅度的贬值。

与其他许多大宗商品一样，石油价格也是随着美国大幅调低其联邦基金准备利率而开始上涨的，2004年7月开始在此前价格基础上进一步快速上升，以WTI石油现货价格为例，于10月22日一度达到56.17美元/桶。随着石油价格的不断上升，市场上产生了对石油价格高企造成滞胀的担忧。但之后石油价格又快速下滑，12月7日已跌至41.46美元/桶，其后有所反复。这种走势与我们在此前的报告中的预测是一致的。我们认为从2002年开始的这轮石油价格上涨包含了很多的需求面的因素，包括世界经济的复苏、中国石油进口波动的不可预测性等。此外，高企的石油价格还包含了美元贬值和通货膨胀的因素。而供给面的原因主要发生在2004年上半年，而且从世界石油供求来看并不存在所谓的石油供应危机。总体来说我们仍然预计短期维持高位，而2005年上半年石油价格会逐渐回落至35美元/桶以下。不过我们仍然需要强调以上估计是基于针对石油的恐怖活动等供给面的因素在半年以内能够得以缓解的假设。但是供给和地缘政治的因素仍然存在实际的风险，而市场依然比较敏感。

#### 国际环境对我国经济的影响

由于目前我国货币存在升值的预期，套利资本的流入会逐渐增加。如果央行试图把汇率维持在低估的水平，它必须在外汇市场上用本国货币买入外汇的超额供给，从而增加作为央行负债的基础货币，这将导致国内的通货膨胀，最终低估的真实汇率会通过通货膨胀实现升值。这就构成我国政府的基本政策制约：要么货币升值，要么通货膨胀。

美元的贬值趋势和国际原材料美元价格的高位运行可能通过改变币值低估程度而增加我国政府面临的政策压力。人民币的低估和美元的贬值将加大我国通货膨胀的压力。在研究汇率因素对价格影响的过程中，发现汇率因素对国内中上游价格的影响有统计上显著的正相关关系，而且这种相关性在2001年以后加大。如果我国政府坚持目前的钉住汇率，那么这种通货膨胀的压力必然要求国内政策的紧缩，这将对我国2005年的经济发展造成负面影响。

#### 总量控制服务于结构调整

毫无疑问，2005年的宏观经济政策将是偏紧的。但是同时我们认为中央对目前经济的稳步减速是接受的，并不希望经济增速出现快速的下降，而是希望缓慢的减速能为结构调整提供机会。预计2005年宏观调控的力度将不会太大，但可能在手段和结构上会有较大的变化。政府对市场手段重视程度的提高缓解了我们在四季度报告中对政策面因素的担忧，对于2005年经济的平稳有效地增长是一个重要的保证。

具体而言，汇率方面，虽然我们认为汇率升值对我国经济是有利的，但同时我们也意识到当前情况下我国政府仍然有能力维持目前的汇率。面对币值低估导致的货币扩张从而通胀的压力，央行还可以采用公开市场操作或直接控制信贷和外汇管制两类措施以减缓货币的扩张。另外政府对货币升值还有一些担心。这种担心主要来自于日本升值的经验、投机资金的冲击以及对脆弱金融体系的忧虑。我们认为央行短期内应该不会调整汇率，仍将更多的倾向观察利率的作用。人民币升值更可能在央行多次小幅调高利率后经济依然高速增长或者美元持续贬值、国际原材料（包括石油）价格上升引发国内通货膨胀的进一步上升的情形下被采用。具体时机预计在2005年下半年升值压力有所减缓的某个时候，汇率的调整应该会采取扩大浮动范围的方式，初步升值幅度可能控制在5%以内。

货币政策方面，我们预计2005年紧缩的货币政策可能表现为小幅调升的利率和适度紧缩的货币总量。我们认为从目前短期真实利率的情况来看，调高短期名义利率使得短期真实利率回到一个相对正常的水平是应有的措施。再者从10月29日升息的决策来看，负利率导致的资金体外循环也是政府关心的一个主要问题。但考虑到2005年CPI通货膨胀水平的下降以及目前汇率水平低估对利率调整的制约作用和可能的汇率调整，2005年利率的调整预计在25—50个基点左右，目前还不能说中国已进入升息周期。

中央明确提出2005年将要实行稳健的财政政策，预计05年财政赤字和国债规模会有所削减，但估计力度不会太大，而是着重通过财政资金的投向来配合经济结构性的调整。增值税和企业所得税的改革也将进一步推进。

结构调整将是2005年宏观调控的一个主要内容。一个主要方面是消费与投资的关系。在控制投资的同时，2005年政府将提高消费对经济的拉动能力。消费能力的提高也将配合结构的调整，着重提高农村和城市低收入人群的收入水平从而提高他们的消费能力。固定资产投资方面，“区别对待，有保有压”意味着这种规模的控制也将体现产业和地区结构调整的要求。

基本上，我们认为消费结构升级、工业化和城镇化将为中国经济中长期的增长提供保证。短期来看，真实利率维持低位以及企业资产负债的改善使得中国经济内在的增长动力依然强劲。

虽然在我们四季度报告之后，央行于10月29日调高了存贷款的利率，但调整的幅度相当小，一年期存贷款利率仅调高了0.27个百分点。这样即使2005年通货膨胀率只有3%，那么预期一年期真实贷款利率也仅有2.58%。而按照历史上真实利率与经济增长的情况来看，4%以下的一年期真实贷款利率可以认为是处于对经济刺激性的水平。因此我们仍然坚持四季度报告的观点，认为目前我国真实利率显然仍处于一个偏低的水平，因此这意味着企业利润和企业资产负债表的进一步好转。

企业利润的情况自宏观调控以来只是增速有所下降，并没有出现恶化，1—10月规模以上工业企业利润同比增速仍然保持在39.7%。从历史来看，企业利润从1998年央行多次降息以来逐渐恢复，目前也达到了一个较高的水平。另外，利用外资也依然保持了较高的速度。因此，由于真实利率的偏低和企业利润上升、外资进入的高速增长导致的企业资产负债表改善，预计企业自主投资和银行自主信贷将维持一个较高的水平，经济本身有较强的内在动力。

综合以上分析来看，我国经济减速的步伐相当稳健。而从政府的态度来看，政府对这种减缓的速度应该是接受的，同时也希望在这种缓慢的减速中进行一些结构的调整，因此2005年宏观总量上的调控力度应该不会太大。同时2004年以来的政府宏观调控措施也使得政府宏观调控政策的风险大大降低。2005年国际环境仍然相对有利。因此，在总体上我们维持四季度报告的基本观点，认为中国经济短期内面临增速放缓，但中长期的增长趋势没有改变，经济内在基本面也为应付外部冲击和宏观调控提供了较大的空间，只要政府能较好的把握好宏观调控的力度，则经济有相当大的可能在2005年实现软着陆。我们预计2004年中国经济增长将达到9.2%，通货膨胀为4%。2005年经济增速将达到8.4%，而通货膨胀约为3%~3.5%。

我们也维持对2004年、2005年规模以上工业企业利润和上市公司每股盈利增长的预测。2004年全年规模以上工业企业利润同比增速将维持在37%，上市公司每股盈利增长维持在25%左右，由于经济增速的下降和粘性成本的逐渐调整，预计2005年全年规模以上工业企业利润同比增速可能将回落至20%左右。上市公司每股盈利增长在2005年将下降至10%左右。

文章出处：《中国证券报》2005年1月4日

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307

版权所有：中国社会科学院金融研究所