

## 通货膨胀成为全球最大担忧——2008年下半年全球宏观经济

汤云飞 CFA

女士们，先生们：大家好。

能在这里和大家交流我们对全球经济的看法，很荣幸。

本讲主要内容将分四个方面：

- 一、 全球经济概况，通胀已经成为全球最大的担忧
- 二、 美国经济增长概况，主要说明最坏的情况已经过去
- 三、 中国经济增长和石油需求控制
- 四、 全球经济展望

### 全球经济增长概况

受到次级贷款危机的影响，全球信贷依旧紧缩，经济扩张有所放缓。

发达经济体的增速有所放缓，新兴经济体在金融上受美国影响依然较大，但实体经济上有较强的抵御能力，其逆势增长将弥补美国增长放缓带来的影响。

受房地产市场和消费市场的拖累，美国今年第一季度环比年化增速修正为 0.9%，去年第四季度为 0.6%。同比增速为 2.5%。

除美国外，欧元区第一季度增速维持 2.2%的同比增速，英国经济增长放缓至 2.5%，日本第一季度经济增速则上升至 3.3%。

新兴发展中经济体受金融市场的影响有限，中国、印度仍维持高速增长。

石油、粮食等价格飙升，全球通胀水平有上行压力

除新兴国家的强劲增长之外，石油价格飙升，创下历史新高，给全球通胀水平带来上行压力；同时粮食等大宗商品价格的上升也推高了全球通胀水平。

第一季度美国通胀趋于上行。核心 PCE 为 2.1%，4 月份核心 CPI 为 2.3%。

4 月欧元区核心 CPI 为 1.6%，总体 CPI 为 3.3%，大幅超出舒适区间。

4 月英国核心 CPI 为 1.4%，总体 CPI 为 3.0%，高于舒适区间。

4 月日本核心 CPI 为 -0.1%，总体 CPI 为 0.8%。

### 这一时期的主要特征是：石油、商品价格飙升加大全球通胀压力

在发达经济体，增长有所放缓，通胀趋于上行。在发展中国家，增长在依然较快的基础上，有所放缓，但是通胀趋势显著上行。…

由于新兴经济体占全球经济增长比重上升，美国所占比重下滑，因此全球通胀由新兴市场带来的影响与日俱增。

当前货币环境由于英、美降息，全球利率水平较低，流动性实际上较为充裕。只是国际大银行间由于缺乏彼此之间对对方资产负债表的信任而收缩信贷标准。

### 全球劳动力市场各地区表现不一

4 月份受美国制造业、建筑业和零售业失业人数的增加的影响，其失业率水平上升至 5.0%，向历史平均水平靠拢

3 月欧元区失业率为 7.1%，处于历史低位，劳动力紧张状态增加

4 月日本失业率上升为 4.0%，劳动力紧张状态有所缓和

3 月英国维持历史平均偏低的失业率 5.2%

### 以下介绍美国经济增长概况

次级贷款危机的爆发使美国经济增长在 08 年第一季度基本维持放缓趋势。由于预期汽车和房地产业要削减库存，制造业数据可能还将进一步下滑；但鉴于前期美元贬值对出口的促进（J 曲线效应），旅游业的进一步开放也会使中国、欧洲游客也将零售增长有所贡献，加上正在生效的退税法案对销售的刺激，最终将维持美国缓慢增长。

信贷危机导致房屋市场下滑，但最新数据显示房屋市场仍处于底部盘整状态，价格的趋势也暗示了房屋市场可能将触底反弹。

制造业，金融业和房屋市场的疲弱表现，使非农就业人数持续下滑，失业率可能将继续上升，有利于维持企业人力成本以及减缓通胀压力。

谘商会领先指标 3 月份以来持续上升，暗示美国经济前景的扭转。

由于美元在去年第三季度以来，到今年第一季度的持续下滑，贸易余额 J 曲线效应支撑美国的国际贸易。

受到美国房地产和次级债危机的影响，第一季度增速放缓。但是 ISM 制造业指数的情况显示我们之前的预期还是相对合理。5 月份的数字是 49.6，大幅好于预期。前五月的平均水平是 49.2，隐含意义是 GDP 增长率为 2.5%。同时我们判断房屋市场已经到达底部盘整的状态。NAR 房屋价格中值 3 月以来已经连续上升 3.42%，房价可能将触底反弹。根据 NAR 的预期，美国房地产市场将在第三季度见底并回升。

同时非农就业人数持续下滑，失业率将继续上升。目前失业率的状态处于历史平均水平。尚未发展到危险局面。

而谘商会领先指标持续上升，6 个月降幅年化为-2.3%，离开了-4.5%的警示线。

我们认为美联储出手救助贝尔斯登标志次级信贷危机最坏的时候已经过去，因为它表示着：

1. 无限制地提供市场所需流动性
2. 最后的借贷者表示为所有的失误买单。
3. 出手及时，正确，但副作用是触发石油和大宗商品市场的投机性行为，危及通胀前景。

美联储关注点完全在于挽救国内经济，不应受指责。我们预期近几个月美国会维持利率不变，第四季度会加息到 2.50%。提前加息将打破能源和大宗商品投机者的预期，使投机者提前退出，从而降低通胀压力。

从市场的一系列指标看，我们可以看到：隐含波动率恢复中间位，TED 利差趋于降低，美国国债收益率曲线中短期正陡峭化，欧元区国债收益率曲线中期大幅上抬，联邦基金有效利率波动渐稳，次贷相关资产抵押商业票据渐行渐稳，隐含通胀预期上升，中期美国互换利差趋稳，高于长期，短期欧元区互换利差上行，暗示对欧元区短期前景信心不佳及通胀预期的上升，标普 500 指数估值趋于历史低位，标普 500 风险溢价趋于高位有下行趋势，标普 500PE 值有上行趋势。总地看来，这些指标显示全球投资者对经济危机前景的担心在减弱，但对通胀风险的担忧在增加。

市场对美国联邦基金利率的预期也充分显示了这一点。6 月 25 日美联储降息预期概率从 3 月的大幅波动，演化为近来的稳定在 90%左右的可能性维持不变。

本年内美联储利率预期，预期第四季度升息道 2.50%的大幅上升。

### 以下我要讲一下中国经济增长和需求调控的问题

中国固定资产投资增幅远高于名义 GDP 增速，同时 M2 增速和名义 GDP 增速趋同，表明固定资产投资效率较低，但总体货币供应和信贷增速已经趋于合理。

固定资产投资的低效率催生资产泡沫，且不利于改变中国粗放型增长模式。导致石油需求增速迅速上升，可能是石油价格不断创下历史新高的重要因素之一。

但是中国的利率环境依然过分宽松，需要采取正确的措施以提高投资效率。

中国对石油进口需求不断飙升，和固定资产投资大热可能是不无关系的。

需要对调控措施研讨

如果中国央行仅仅采取上调存款准备金率和限制信贷等行政手段的数量紧缩政策，国有大型企业的资金成本得不到本质提升，固定资产投资冲动无法消除，不利于石油需求的长期控制。

如果采取急速加息，必然会损伤国内经济增长和企业盈利情况。

如果缓慢加息，但是不给市场以明确预期的政策将使企业无法做出有意义的长期财务规划和经营计划，这也将降低资金运用效率。

我们发现发达国家名义 GDP 同比和贷款利率曲线处于相对应水平。发展中国家大致亦是如此。而中国今年来名义 GDP 在贷款利率之上许多，贷款利率竟然都处于负利率状态。

这是金砖四国贷款利率图。我们看到其它国家的贷款利率都起码处在实际 GDP 增速或以上的位

置。

### 我们认为最好的应对措施应该是：

逐步加息，同时传达给市场一个透明且明确的缓慢有序的升息预期，这样企业才能切实可行地制定并调整战略计划和财务计划，不至于造成太大的负面影响；

有利于改善经济结构，提高资源配置效率。由于中国整体货币环境依然极为宽松，需要较长的一个时期才能逐步接近中性利率水平，因此在此期间，加息对整体企业利润的负面影响，将被企业有计划的提升效率行为所弥补；

总的说来，GDP 增速和企业利润都不会受到太大影响，但是资源利用效率和经济结构将得到缓慢而有序化地改善。而这将改变石油长期的需求曲线，有利于缓解石油价格的压力。

以下是全球经济展望，这是世界 GDP 增长前景

**总结一下：**

信贷紧缩和房地产低迷使美国经济增长放缓，但美元贬值对出口的 J 曲线效应，美国政府的退税财政刺激计划以及美联储降息、收购不良贷款等财政刺激举措的滞后效应将刺激美国经济的增长。

除美国外，各国国内需求的稳定增加支撑各国经济。

金融市场状况正逐步好转，但不确定性依然存在。

石油、粮食等价格的飙升，使通胀成为全球主要担忧。

中国最好的货币政策路径是有序化缓慢加息至中性利率，同时数量化调控政策要灵活化。