

## 天相 2008 年夏季投资策略会实录 1——林义相演讲

天相投顾 2008 年 6 月 11 日

夏季策略会 PPT 已经发出，发言集锦可以与 PPT 对照阅读

### 事件描述：

天相 2008 年夏季投资策略会“重建新秩序，聚焦北京”于 6 月 11 日~12 日在北京举办。近 500 位业内人士与会，会议内容充实，气氛热烈。我们为能得到各界同仁的关注和支持感到无比骄傲，也深受鼓舞！在表示感谢的同时，我们也将力图更快地提升研究和服务水平来回报您们！

### 策略会发言集锦：

- |   |                       |
|---|-----------------------|
| 1、 换一个角度看通货膨胀和宏观调控政策                    | 林义相（实录1）              |
| 2、 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                   |
| 3、 重建新秩序——天相2008年夏季投资策略                 | 仇彦英<br>(实录2 - 宏观策略金融) |
| 4、 重组中寻找价值，发展中挖掘潜力——2008年下半年通信行业投资策略    | 赵磊                    |
| 5、 全球增速减缓，中国风景独好——2008年下半年半导体行业投资策略     | 赵磊                    |
| 6、 千金散尽还复来——2008年下半年煤炭行业投资策略            | 天相—山西证券研究联盟 张红兵       |
| 7、 景气度逐渐回升 期待煤电联动——2008年电力行业下半年投资策略     | 天相—山西证券研究联盟 张红兵       |
| 8、 寻找抗通胀类化工企业——2008年下半年化工行业投资策略         | 赵鹏程                   |
| 9、 需求是最大的机会和风险——2008年下半年钢铁行业投资策略        | 王招华                   |
| 10、“求索之路，任重道远”——2008年下半年工程机械行业投资策略      | 吴华                    |
| 11、 分享输变电景气，把握新能源机遇——2008年下半年电气设备行业投资策略 | 李亚辉                   |
| 12、“田头”到“餐桌”的故事——2008年下半年农业、食品行业投资策略    | 施剑刚                   |
| 13、 行业步入良性发展轨道——2008年下半年医药行业投资策略        | 周浩<br>(实录3 - 行业篇)     |

## 重建新秩序，聚焦北京

天相 2008 年夏季投资策略会

主办方：天相投资顾问有限公司

天相证券研究联盟成员单位：山西证券 世纪证券 浙商证券

支持单位：长城证券

### 实录 会议记录

## 换一个角度看通货膨胀和宏观调控政策

林义相，2008-6-11 北京

通货膨胀是 2008 年宏观经济的最重要特征，反通货膨胀也就顺理成章地成为关键的宏观经济政策，我们叫宏观调控政策。所有的中国人都希望宏观调控政策能够成功，能够取得预期的效果。但是，在大多数人顺着宏观调控政策观察和分析经济现象，主流观点都在维护和支持现行宏观调控政策的同时，我们有必要提前思考中国经济运行矛盾的演变，思考矛盾主要方面的转化，换一个角度来看看宏观经济和宏观调控政策，多设想几种可能性，多一些可以参考的想法和方案。

我们面临的一个基本事实是，全世界都面临着通货膨胀，由此我们可以得出一个基本的判断，这一轮通货膨胀不是我国所特有的，是一个世界性的经济现象。因此，通货膨胀的对策也就必须在全世界的范围内寻找，在国际市场上寻找，而不能在经济如此国际化的环境中，关起门来考虑问题和解决问题。如果我们试图依靠一个国家的努力来对付通货膨胀，其效果一定是有限的。而从国际竞争的角度来看，我们单方面的、超出自身经济承受限度的努力将不可避免地削弱我国的经济竞争力，损害我们国家的经济发展和人民生活的改善。

我们面临的另一个基本事实是，价格的上涨主要来自农产品、食品价格上涨、能源原材料价格上涨、劳动力成本上升和其他成本上升。关于劳动力成本的上升和其他成本的上升，由此引起的涨价压力显然是成本推进的，对此没有太大的争议。但是，对于农产品、原材料和能源价格上涨引起的通货膨胀，到底是属于需求拉动的还是成本推进的，并不像有些人认为的那样显而易见。

对于通货膨胀成因和性质的诊断直接决定了反通货膨胀政策的基本思路及其效果。对于相同的通货膨胀事实，从不同的角度、在不同的层面上可以进行完全不同的分析，进行完全不同的诊断，并相应地得到完全不同的对策主张。我们知道，主流的分析 and 诊断是，这一轮通货膨胀主要是由于过于旺盛的需求拉动的，因此，宏观调控的主要方向是控制需求，这种想法的政策体现就是从紧的货币政策。虽然我们听不到关于当前通货膨胀的成因和性质所做的明确阐述，但是，从迄今为止的宏观调控措施来看，这些措施的基本取向是控制需求，控制中国的需求，因此，我们可以说，暗含在当前宏观调控政策之中的对于通货膨胀的判断是，当前的通货膨胀主要是需求拉动的通货膨胀。

我今天的发言试图换一个角度来分析我国当前的通货膨胀，并提出相应的对策建议。我知道，我的观察角度和分析角度，以及与此相应的结论和推论都是非主流的。但是，我不是为了批评，更不是为了标新立异，而只是提供一种在很多人看来合理性低一些，适用概率小一些的分析，供大家参考，目的是为了有助于认真领会、分析和落实宏观调控政策。

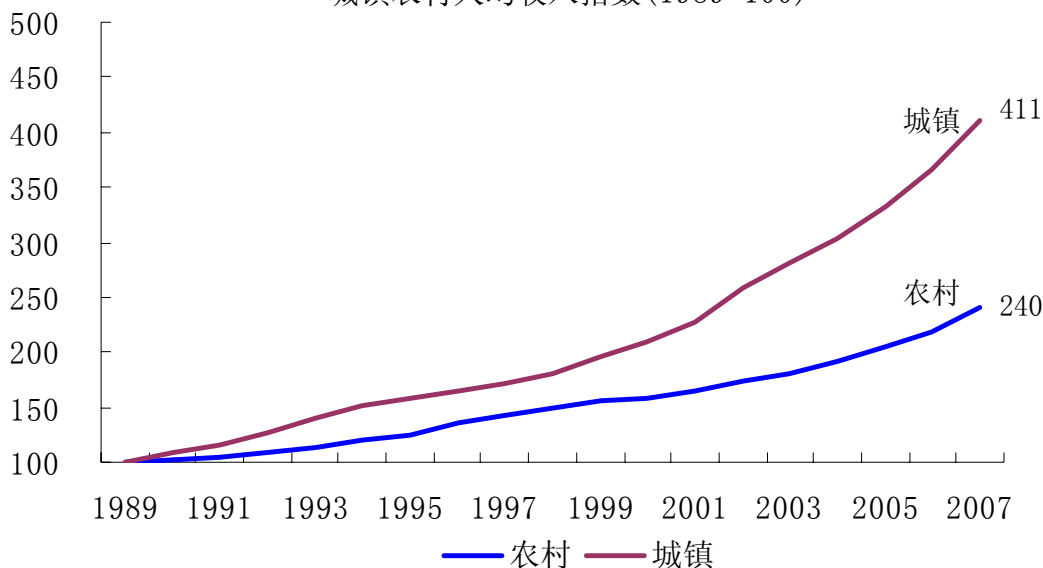
### 一、关于农产品价格

农产品、食品价格上涨是我国通货膨胀的最主要成份。在这里，我们不讨论在消费价格指数中这部分价格上涨的影响是否被过分夸大。可以肯定地说，农产品、食品价格的上涨是一个世界性的现象，不是我们一个国家能够左右的。农产品的供求状况除了受气候影响之外，也与有些发达国家拿粮食来制造能源有关。然而，正是这些发明了糟蹋粮食的新方式的人说，是因为我们中国人造成了世界的粮荒；正是那些天天吃着牛排的人说，是因为我们中国人多吃了两口肉造成了世界的粮荒。当今的粮荒，除了天灾，还有人祸。人祸从何而来？我们需要知道谁从全世界的粮荒和农产品涨价中得到好处了？可以肯定地说，从粮价大幅度上涨中得到好处的不是我们中国，而是那些粮食生产和出口大国，那些一直为农产品价格补贴打得不可开交的国家。因此，我们可以说，国际农产品市场的供求关系主要的决定因素决不是我们国家的国内需求，仅凭我们一个国家控制粮食需求是无法改变世界粮食市场的供求关系的；从人为的角度来说，农产品价格上涨的主要推动力不是来自我国，而是来自那些从粮价上涨中获得经济和政治利益的国家，仅凭我们一个国家控制粮食价格也是不可能遏制世界粮食价格上涨的。

另一方面，我们还应当有长远的思想准备，国际粮价的上涨恐怕不是短期的过渡性现象，因此也不是我们咬咬牙挺一挺就能够过去的。即使粮食价格的回落，也很可能只是短期的现象。不要寄希望于强制性的粮食限价政策躲过粮食价格上涨的高峰期，等过了一段时间以后，粮食价格上涨的压力会自然消失，那时候就可以回归正常的粮食价格政策。

从我们国内的经济和社会发展来看，农产品和食品价格上涨、质量提高、人民群众生活改善是大势所趋，是社会进步的表现。农产品和食品价格的提高有利于粮食供应的增加以及食品质量和安全性的提高。相反地，如果强制实行粮食限价收购和限制农产品价格，就会严重打击农民的积极性，损害农民的利益，进一步扩大城乡和工农业的剪刀差，这与支持三农的大政方针是矛盾的，与我国的经济发展、社会进步以及和谐社会建设的大方向是背道而驰的。因此，提高农产品价格是大势所趋，合情合理。

城镇农村人均收入指数(1989=100)



数据来源：国家统计局网站

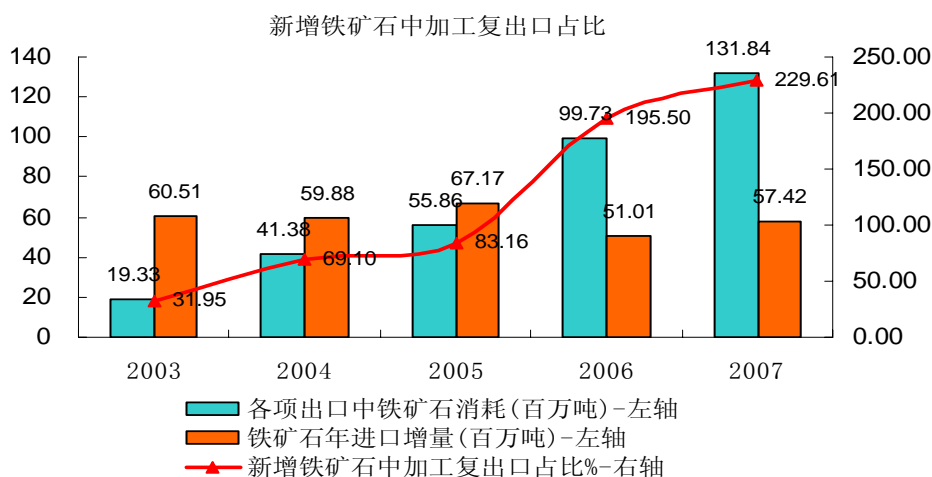
当然，提高农产品和食品价格，不能不考虑对于群众生活的影响。中低收入阶层的生活一定会因为粮食价格的上涨而受到很大影响，政府应当加大这方面的财政支出，对受影响的城乡低收入阶层进行足够的补贴。2007年，财政收入总额超过了50000亿元，2008年一季度，财政收入增加35.5%，税收收入超过33.8%，对于这点生活补贴，财政是完全可以承受的，而且应该承受的。至于中高收入阶层，甚至比较大部分的城镇居民（当然不是全部城镇居民），是能够承受在现有水平上增加一二百元，甚至更多一些的食品支出。

我们的结论是：农产品价格上涨的主要原因来自国际市场和国际力量的推动，并且，农产品价格的上涨很可能是一个短期内无法改变的趋势，我们应该顺势而为，乘机推进农产品价格改革，缩小城乡和工农业的收入剪刀差，在农产品食品价格上涨的同时，较大幅度地提高对于低收入阶层的补贴。这样更符合我国支持三农和和谐社会建设的政策，更符合我国经济发展和社会进步的长期历史趋势。

## 二、关于原材料和能源价格

原材料能源的价格上涨，主要是因为国际市场的需求拉动，来自中国的直接需求中，有相当大一部分只是国际最终需求的中间需求。在最终需求中，中国只是国际市场总需求的一部分。对于中国企业和中国经济来说，原材料能源的价格上涨主要是一种成本推进的通货膨胀。如果一味压制中国的国内需求，对于抑制国际性的通货膨胀的效果是有限的，不仅如此，还将给我们的国际竞争对手让出更多的空间，严重损害中国企业和中国经济的国际竞争力，损害中国的经济增长和产业结构的升级。

从国际市场进口的原材料和能源的涨价，对于我国的企业来说，无疑是成本推动的产品价格的涨价压力。因此，从最为直接的层面上来说，由此引起的通货膨胀是成本推进的。但是，也有人进一步分析国际原材料和能源市场的价格上涨的原因，他们非常正确地看到了国际市场的原材料能源价格的上涨主要因为过于旺盛的世界性的需求拉动。从国际贸易来看，来自中国的需求构成了国际市场需求的重要组成部分，因此，从这第二层面来说，原材料能源的价格上涨是需求拉动的通货膨胀，中国的需求在国际市场需求中举足轻重。到这里为止，这样的分析和逻辑是没有问题的。但是，如果再往前推一步，认为要抑制国际市场的价格上涨，就要抑制国际市场的需求，而要抑制国际市场的需求，就要抑制来自中国的需求，要抑制来自中国对于国际市场的需求，就要对中国经济进行宏观调控。那就错了！因为，这不是原材料和能源价格上涨的完整故事。要是我们更进一步地分析来自中国的需求，我们可以发现除了因为国内经济发展和人民生活水平提高所增加的对于原材料和能源的需求之外，还有相当一部分的需求只是中间需求，最终的需求不是在中国而是在国际市场。比如，据有关估计数据，我国出口的钢材，加上机电、家电等产品的钢铁含量，一共达到八千万至一亿吨。换句话说，虽然我们进口大量的铁矿石，但用来炼成八千万至一亿吨钢铁的铁矿石的真正需求来自国际市场。可以这样说，正是由于中国加工后出口的相对价格较低的产品缓解了全世界的通胀压力。但与此同时，国内的企业和人民却承担了成本上升的巨大压力。



可见，从 2006 年开始，我国出口中暗含的铁矿石已经远远超过了当年新增加的铁矿石进口。换句话说，如果没有来自国际市场的最终需求，我们可以大幅度减少铁矿石的进口。有一种观点认为，因为中国的铁矿石进口

是导致国际市场铁矿石价格大幅度上涨的边际增量需求，事实证明这种说法是没有依据的。如果要减少这部分来自中国的中间需求，就意味着我国企业减少出口相应的钢铁和含钢铁的产品如机电和家电产品等。这样，国际买家不从中国进口，会转向其他国家进口。我们抑制需求的结果是主动让出国际市场，给国际竞争对手更大空间，而国际市场的原材料能源需要并没有因此而减少，价格上涨的压力也没有因此而得到缓解。

钢铁如此，能源也如此。中国进口的石油中，也有相当大一部分用于出口产品的消耗。这部分的需求最终并不是中国人民和中国经济的消耗。当然不能记在我们头上！

至于中国国内的最终需求，一方面要从生产的角度来看，适当的对策应该是帮助和推动企业提高效率，减少能源和原材料消耗。这是需要投入和投资的，需要降低企业的负担，需要营造有助于企业获得更好的经济效益的机制、政策和环境；另一方面从生活消耗来看，不能责怪中国老百姓生活消耗太高，我们的生活能耗与发达国家相比，还是低得可怜的，只是人家的几分之一，甚至几十分之一。

如果以牺牲经济增长、企业竞争力以及老百姓生活质量为代价降低我国的能源和原材料需求，是损害国家利益的。从这个意义上来说，应对通货膨胀的正确措施应当是从税收甚至直接的财政支出方面帮助企业更新技术，提高效率，降低成本，而不是增加企业负担，迫使企业不得不减少投入和投资。

综上所述，农产品、原材料和能源的价格上涨，主要是国际市场的现象，是由国际市场的需求拉动的。而国际市场的需求增加，既有直接或者间接地来自国际经济增长的固有需求，比如原材料能源；也有一些国家有意制造的需求，比如拿粮食造乙醇。中国凭一国的努力，控制国内的需求对于减少国际市场整体需求的作用是有限的。如果，我们将目前的通货膨胀误诊为国内需求拉动，采取严厉的控制需求的反通货膨胀政策，不但不可能遏制世界性的通货膨胀，而且极有可能损害我国的经济增长，损害我国企业的经营状况和国际竞争力，损害我国人民的生活质量。我认为，对于我国企业来说，这些价格的上涨就是成本的提高，成本的提高迫使他们的产品价格的上涨。因此，应对目前通货膨胀的正确政策应该是一方面帮助企业降低成本，提高效率，尽量消化输入性的成本膨胀，在此基础上，实在需要通过产品价格上涨化解成本提高的，产品价格该涨的也得涨；另一方面，要真正关注民生，加大对城镇中低收入居民以及农民工的补贴力度，尽量避免在经济增长过程中人民生活水平反而下降的现象发生；落实支持三农的政策，提高农产品的价格，使留在农村的农民也能够分享经济增长和社会进步的成果。

### **三、社会政策和环境政策是文明进步的表现，也是人民利益的体现。但是，这方面的进步不是一蹴而就的，政策措施的具体内容和推出时机应当综合考虑和认真权衡。**

当前通货膨胀成本推动的特点，从如下两个方面得到了明显的强化。首先是劳动力成本的上升。劳动力成本应当提高，劳动应当更多地分享经济增长的成果，甚至说劳动者应当得到他该得到的经济增长成果。尤其是在大城市和东部地区，企业对于劳动力成本提高的承受能力大一些，但是，应该允许中西部地区循序渐进，并以此推动产业向中西部地区转移，带动整个国家的发展。然而，我们看到的是，我们的劳动力成本的提高搞的是“一刀切”，在使东部企业的成本大大提高的同时，不仅没有促使产业向中西部转移，而是把企业逼到了国外，逼到东南亚，南亚，甚至非洲。我们的竞争对手，不管是发达的还是发展中的，在他们对我国企业的国际竞争力无可奈何的时候，我们却为他们找到了对付我们的长期的、全面的、致命的办法。我们的企业有多痛，我们的竞争对手就有多快。另外一类的成本上升对于企业状况和通货膨胀的负面效应也是不可忽视的。企业的社会负担增加了，企业在节能减排方面的成本大大提高，企业的税负实际上重了很多。我们说，随着社会的进步，这些可能都是应该的，但是在目前各个方面的成本都大大提高的时候，在天灾人祸不断的时候，能不能换一个时机，给企业缓一缓的机会呢？

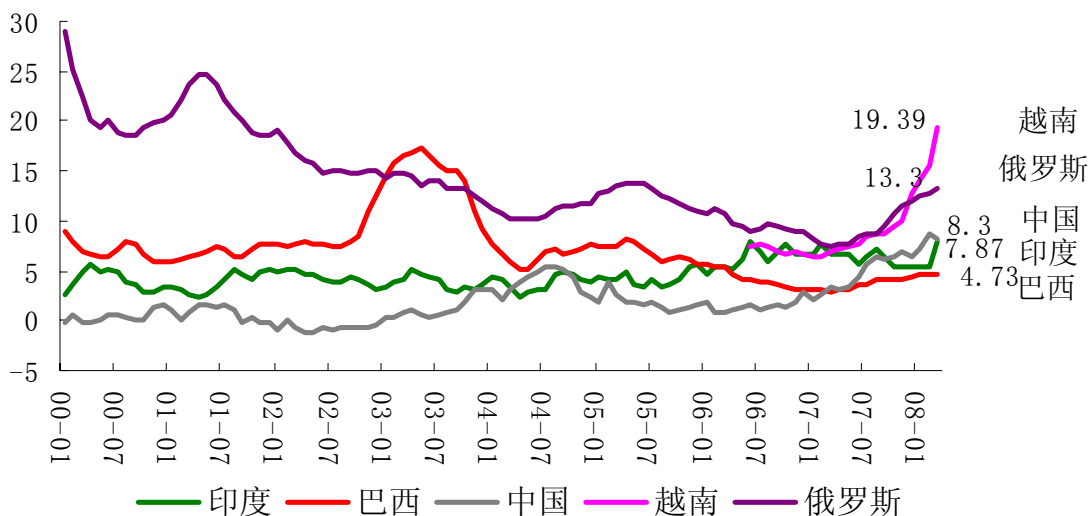
社会政策和环境政策的主体，除了企业之外，还有政府，甚至可以说在政府拥有如此大量的国有资产，政府的财政收入增长如此之快的时候，更主要的责任应该在政府。不能把就业和社会保障的责任全部推给企业，最近的一些社会政策和环保政策所要求的财务负担是非常沉重的，我们需要认真权衡在企业 and 政府之间的合理分担。

不要盲目学习西方有些国家的社会政策，我们还没有他们那样的家底，我们没有这个能力。有些人在八、九十年代在国外呆了一段时间，或者从资料上了解到一些国外的情况，脑子里装的是西方国家在上个世纪七、八十年代的一些做法。这是一些导致西方经济滞胀的政策，现在已经被西方国家抛弃了，但我们还有人奉为经典。典型的例子就是，有人主张工资和通货膨胀挂钩。

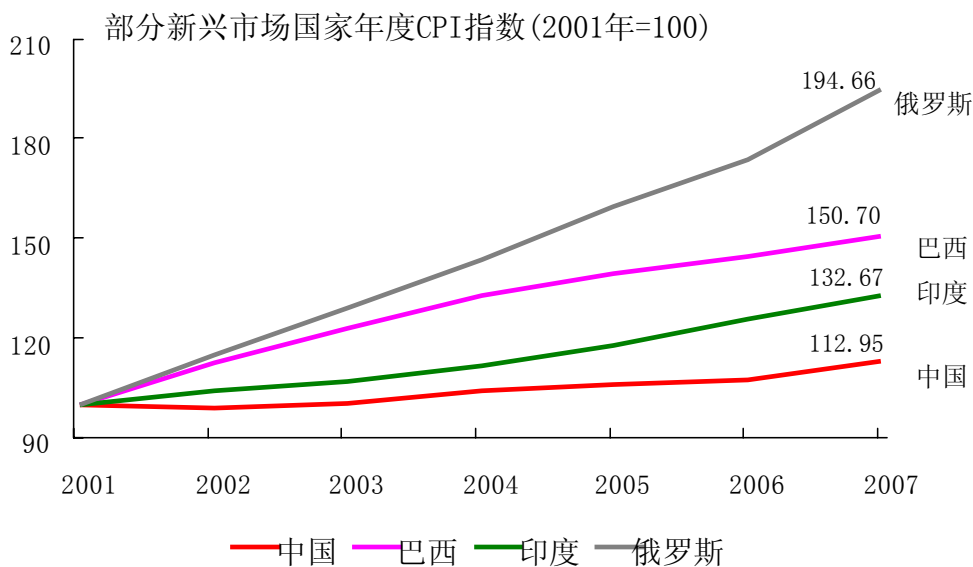
说到西方经济政策和经济理论，中国的经济和企业还没有发展到，也没有市场化到足以使西方经济理论和经济政策有效的程度。发展是硬道理，中国经济的发展政策绝不能照搬西方经济政策，因为我国的经济主体的行为与西方经济主体的行为很不一样。同样的政策，在西方产生的影响和收到的效果与在中国会很不一样。西方经济理论也绝不能简单地适用于中国，因为中西方的基本经济制度就不一样。西方企业以利润最大化为自己的目标函数，而在中国，绝大部分的企业都不可能追求利润的最大化。事实上，全中国也没有多少人真正懂得西方经济学，我们还是面对中国的现实更好。少摆弄本来就没有理解全，没有理解透的西方经济理论和经济政策理论，多从中国经济实际中找感觉，多感受老百姓的感受，多感受企业的感受，从这些现实的感受中提炼出对于中国经济的认识，制订出符合实际需要的政策。

回到通货膨胀问题，我们改变不了世界性的通货膨胀局面，我们更改变不了或多或少影响甚或操控国际市场价格的国际力量，硬要凭一己之力改变国际市场的供求关系，结果一定是自取其害。我们只能适应。其实，我国经济的快速发展并不是以高通货膨胀为代价，相比较其他经济增长较快的发展中经济，我国的通货膨胀是控制得最好的。

部分新兴市场国家CPI当月同比增速%



数据来源: bloomberg.

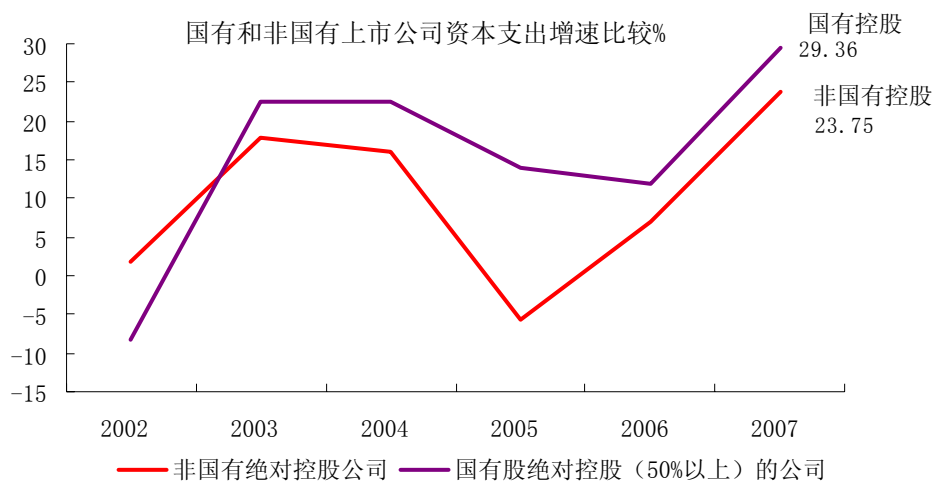


数据来源: bloomberg.

#### 四、运用财政政策，调整需求结构，深化改革，强化市场配置资源的功能，是应对通货膨胀的正确选择。

从需求的角度来看，与其强制压制需求，还不如在调整需求结构方面下些功夫。如果不能有效地调整收入和支出的分配和结构，那才是我国经济的最大隐患。

从投资角度看，我们没有整个国民经济的数据，但可以用上市公司的数据。

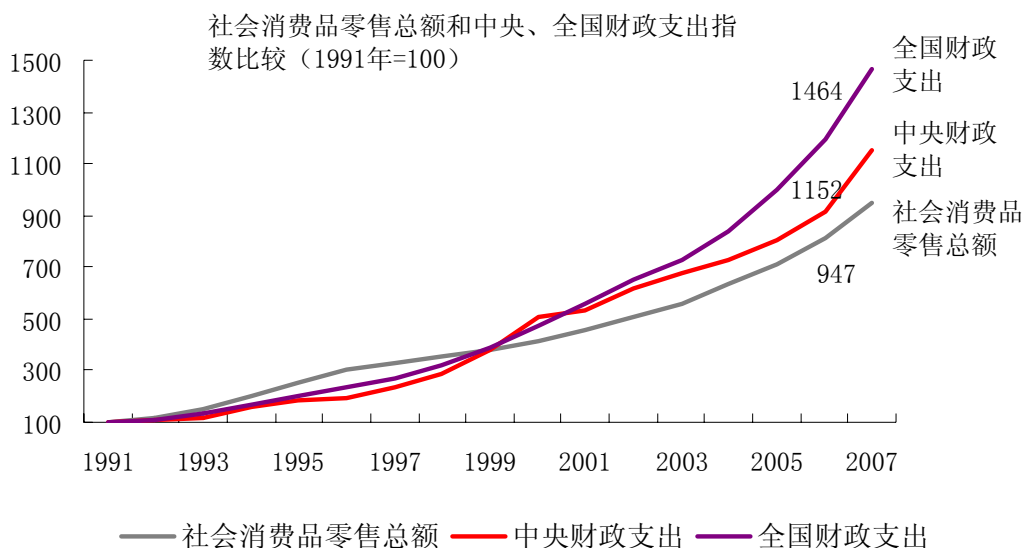


数据来源: 天相投资分析系统

数据表明，国有控股企业的资本性支出的增长速度远远高于非国有控股企业的资本性支出。结论是资本性支出的增长速度与国有股份的比例成正相关。如果我们考虑到如下几个因素：第一，国有持股 50% 以下的上市公司中，国有股东为相对控股（第一大股东）的上市公司的资本性支出超过非国有上市公司的资本性支出；第二，政府支出中给予非上市国有企业的大量投资没有统计在国有控股上市公司的资本性支出中；第三，非上市国有企业获得银行贷款的相对便利；第四，非国有的非上市公司的投资资金来源极其困难因而投资金额相对很小。那么我

们可以非常有把握地说，中国经济中投资需求的主要增长因素来自于国有企业。要控制投资需求的增长，关键绝对不在控制中小企业的投资需求。如果一项旨在控制投资需求的政策没有控制住国有企业的投资，而是控制了中小企业的投资，那么这项政策不仅收不到预期的效果，还会害死很多中小企业。

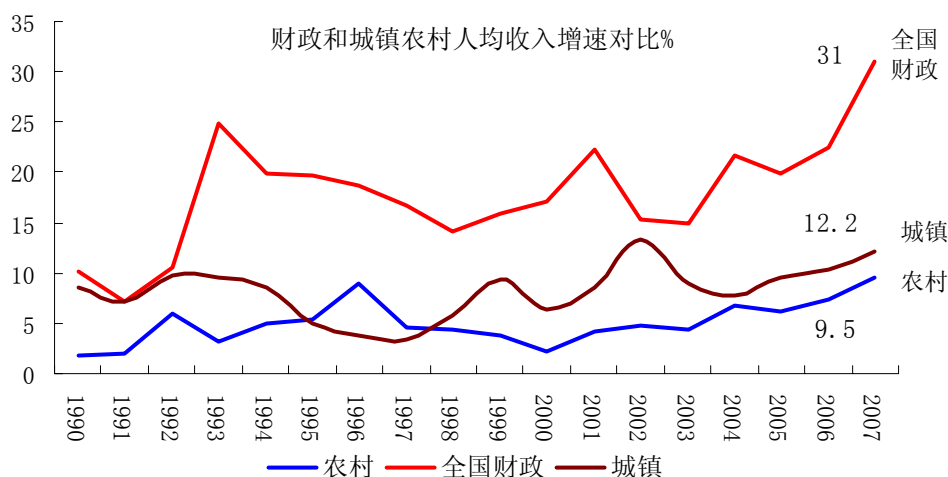
我们再来看看不同类型经济主体的支出增长速度：



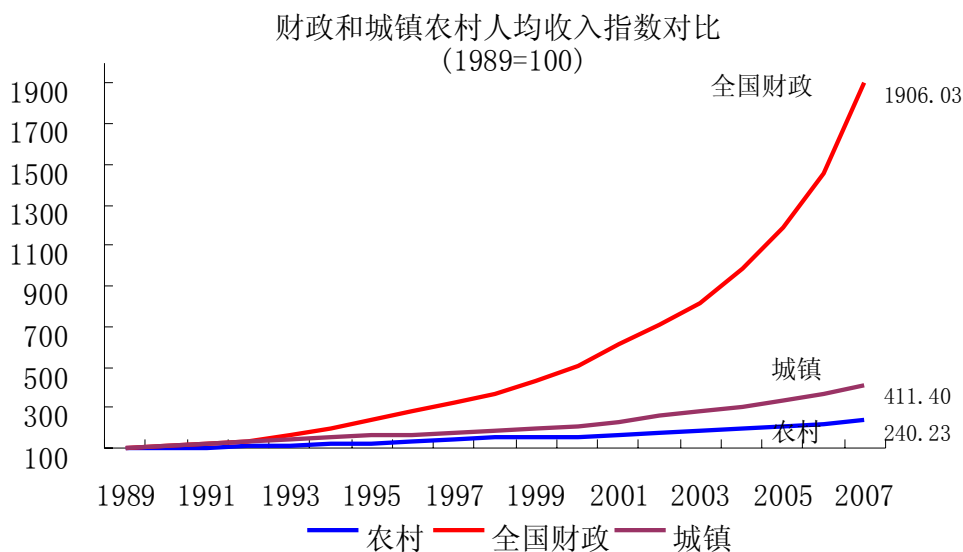
数据来源：统计局和财政部网站

花钱增长最快的是财政，顺理成章，我们就知道了控制需求首先应该控制谁的需求。至少，我们应该有一种观念，财政除了维持行政机构的运转之外，最应该花钱的地方是民生和国防。

我们知道，支出增长在很大程度上依赖于收入的增长，这种支出增长格局背后是什么样的收入增长状况呢？



数据来源：统计局和财政部网站



面对这些图，已经什么也不用说了。

## 五、发展是硬道理，发展的政策一定是有利于企业发展的政策，一定是有利于中小企业发展的政策，一定是有利于创造就业的政策，一定是有利于老百姓生活水平提高的政策。

中国绝大部分新的就业机会来自于中小企业，中小企业对于老百姓的日常生活最为接近，中小企业也是创新和经济活力的主力军。但是，从紧的货币政策大大提高了企业的成本，而中小企业首当其冲，受害最甚。中小企业，绝大部分是民营企业，是中国企业中的边缘企业。任何一个紧缩的政策，首先就紧缩到他们头上。缩减银行信贷规模，如果缩减 5000 亿元，我相信至少 4000 亿元缩减在中小企业头上，而这 4000 亿元的就业密集程度是最高的。现在，很多中小企业连生产经营所必需的流动资金贷款都得不到，他们挣扎于破产的边缘。运气好一些的，借到月息高达、甚至超过 5% 的民间融资，这显然也是饮鸩止渴！看看长三角的民营经济，看看珠三角的合资企业，看看全中国的中小企业。相反地，大部分的优惠政策，首先不会优惠到他们头上，只有优惠的范围和程度足够大，他们才能够享受得到那么一点点，因为他们是边缘的企业。增加 5000 亿元贷款，估计有个 1000 亿元到中小企业就很不错了。要创造足够的就业，要改善民生，就必须要有足够力度的经济扩张政策。除非，我们能够做到在金融信贷和其他政策的实施过程中真正把中小企业的发展摆在战略优先的地位。即使在 2006 年和 2007 年这样非常有利的资本市场环境下，融资的绝大部分都给了其实并不缺钱，或者用钱效率低下的国有大型企业，一个大型国有企业一次融资就能够达到 500 多亿元，600 多亿元。要知道，中小企业板所有 246 家上市公司的首发融资总规模也不过 800 多亿元。在改善民生，增强经济活力上，难道 246 家中小企业也没有一两家国有大型央企重要吗？

我们相信，发展是硬道理，发展的政策一定是支持供给的政策，一定是有利于企业发展、鼓励就业的政策，一定是有利于老百姓生活水平提高的政策。

## 六、通货膨胀作为一个货币现象，根源在于美国的货币政策，在中国一国范围内，货币政策的作用是有限的，应负的责任也是有限的，更有效的对策应该通过财政政策来实现。

作为经济学的普遍说法，通货膨胀是一种货币现象。因此，从货币政策入手反通货膨胀好像是名正言顺的事情。其实，我们要充分认识到在经济全球化，国际金融和资本市场相互联系和影响不断加强的今天，如果说通货

膨胀是一种货币现象，那也是国际上主导货币的现象，说白了就是美元的现象，而不是人民币的现象。中国的通货膨胀，主要责任不在于我们的货币政策不够紧，主要责任也决不在于中国的中央银行。如果说货币管理上有问题，也不在传统的货币政策和货币政策手段上，而在相当于十多万亿元人民币的外汇储备上，其中有不可忽视的一部分属于投机资本，掌握在资本玩家的手里。如果我们不区分由此引起的所谓的流动性过剩与企业经营必需的资本供给，没有运用可以区别对待的政策手段，那么消除流动性过剩的政策必然导致正常资本供给的严重不足，导致生产系统的瘫痪。我认为，在我国企业目前面对的主要问题，不是流动性过剩，而是资本供给的严重不足。外汇储备问题还不仅限于此，在实物市场上，前面分析过的国际市场上的旺盛需求，有一部分是靠我们的外汇储备支撑的；在投资市场上，一部分的外来投资事实上是靠我们的外汇储备实现的。

为了对付次贷危机，美国可以增加数千亿美元的财政支出，可以直接干预金融市场和金融机构，可以无节制地印制美钞，可以一而再再而三地降低利率，可以让美元大幅度贬值，可以让全世界的投资者和储户为赖账的美国家庭买单。在这种情况下，我们却在勒紧腰带，甚至勒紧脖子。即使看不到谁在偷着乐，难道还看不到我们的众多企业在哭吗？

如果这次世界性的通货膨胀继续恶化，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我国重复，但我们要认真审视金融的对外开放。

很多人把通货膨胀叫做经济过热，有点像人发高烧。治通货膨胀就像治病一样，不同的诊断会有不同的药方。如果一年半吃了 15 服药还不见效，一般的人就会认为用错药了。但高明的大夫或者固执的郎中可能会认为是剂量不够，这次干脆一下子开两副药，以前一个月服一次，现在十天服两次。如果这是个高明的大夫，这就是其高明的地方；如果这是个固执的郎中，是会出人命的。当然，人被治死了，自然就凉了，也用不着治高烧了。但这不是治病救人的办法。

如果这一轮通货膨胀的成因是世界性的，我们就不能把消除通货膨胀的压力，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；如果这一轮通货膨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；如果较高的通货膨胀是不可避免的，我们就应当有勇气面对和接受通货膨胀的事实，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；如果通货膨胀对老百姓、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，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，帮助经济渡过通货膨胀的困难时期上。

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，共渡通货膨胀的难关是一定能够实现的。

## 七、关于政策的指导思想和具体措施

我们的政策的指导思想是很好的，关键是要找到能够确保这些政策得到落实的具体措施。我们看到：

一方面，要防止经济过热，另一方面，政府投资，国有企业投资和政府支出遥遥领先；

一方面，要推进国有经济和国有企业改革，另一方面，国有机制聚集越来越多的资源，并且垄断性不断加强；

一方面，要建设和谐社会和以人为本，另一方面，把更多的公共事务和负担推向社会和企业；

一方面，要调整发展模式，扩大内需，降低对外依赖，另一方面，一系列的措施严重抑制国内需求；

一方面，要推进市场化改革，另一方面，行政集权、行政聚财和行政聚才越演越烈，行政干预越来越严重，行政定价，政府（对企业的）补贴越来越多；

一方面，要节能减排和可持续发展，另一方面，能源低价格鼓励消费和浪费；  
一方面，要关注和扶持弱势群体，另一方面，财政补贴能源价格对富裕阶层有利；  
一方面，要支持三农，另一方面严格限制农产品价格；  
一方面，要发展中小企业，鼓励创新和创造就业，另一方面，紧缩措施使得众多的中小企业面临艰难困境；  
一方面，要关注民生和执政为民，另一方面，对关系到几亿人切身利益的十多万亿元的股票市值损失无动于衷。

## 八、能源价格管制是本轮股市大跌的最直接原因

2007 年 11 月初以来，两个市场的市值一共跌去了 12.5 万亿元，其中石油石化和电力行业的市值跌掉了 5.6 万亿元，占到两市全部市值损失的 45%。中国石油一家跌了 4.3 万亿元，占两市全部市值损失的 35%。考虑到中石油在中国股市上的标志性意义，它的下跌带动了整个市场的下跌，因此，中石油的股价下跌对于本轮股市下跌的拉动作用比上述数字显示的会更大。

能源类股票价格的大跌是因为它们的经营业绩远远落后于上市公司整体业绩。2007 年，如果剔除石油石化、电力行业，上市公司的经营业绩增长 73.27%，而这几个能源类行业的上市公司的业绩增长是 5.75%。2008 年一季度，如果剔除石油石化、电力行业，上市公司的经营业绩增长 49.61%，而这几个能源类行业的上市公司的业绩是下降了 44.6%。在能源紧缺，油价屡创新高的时候，能源类上市公司业绩比其他公司都差，显然是违反经济规律的，是不正常的。我们估算一下这样的不正常对于能源类上市公司和整个股票市场的影响。我们作一个很保守的假设，假设能源类上市公司的经营业绩与其他公司的经营业绩保持同样的增长。那么，2007 年的上市公司净利润总额应该是 1.07 万亿元，而不是现在的 0.93 万亿元。2008 年一季度的上市公司业绩应该是 3272 亿元，而不是现在的 2667 亿元。

能源价格管制是一种反市场化的措施。当然，我们不能仅仅因为这种措施是反市场化的就予以排斥，尤其是在非常的时期，在非常的情况下，就需要采取一些非常的措施。非常措施很可能是反市场化的措施，并可能是最好的措施。但是，这一轮能源价格上涨不是突发性事件，也不是临时的过渡性事件，因此不能作为非常时期的非常事件来处理，而必须采取符合中国经济发展和改革大方向的、可以长久持续的对策。能源价格管制、政府补贴和征收特别收益金，一整套的措施看起来就像是政府完全控制了影响石油石化企业的收入、成本和利润的最关键要素，再往前推一步，还不如把这些企业全纳入政府预算算了。显然，这种做法违反了能源市场和能源企业运行的基本规律，是行政干预的回归，是改革的倒退。这样的措施导致了能源的浪费，市场的混乱，消费者的排队，权力的腐败，生产者的损失并进而加剧了供给的不足和通货膨胀。从社会影响来看，限制能源价格是对相对富裕阶层的倾斜政策，对弱势群体和社会和谐是不利的。

能源价格管制对于股票市场的估值有什么影响？根据 2008 年 5 月 26 日的股票价格，以 2007 年实际利润计算的市盈率是 24；按照我们假设的能源类上市公司业绩与其他公司的业绩增长持平计算的市盈率是 20；按照 2008 年一季度末的前十二个月实际业绩计算的市盈率是 21，按我们假设计算的市盈率是 20。如果整个市场的利润增长达到 25%，假设市盈率为 30，那么，现在的上证指数应该是 5500，而不是 3400。

在国际能源价格大幅度上涨和通货膨胀压力很大的背景下，当然不能放任垄断性的能源行业自由定价，而是应该在价格浮动上有一定空间，使得这些行业能够得到不低于其他行业的利润水平。从目前的情况来看，石油石化和电力行业都可以选择对通货膨胀直接影响相对小的措施开始。在电力行业，可以先从提高上网电价开始，解决发电企业的困境，以后择机提高面对电力消费者的销售电价。在石油石化行业，可以在成品油价格放松上谨慎一些，在降低甚至取消特别收益金上面步子大一些。2007 年，政府从给予中石油和中石化的补贴是 49 亿元，收取的特别收益金是 558 亿元；如果 2008 年政策不做调整，预计收取的特别收益金为 1400 亿元，政府补贴 770 亿元。降低甚至取消特别收益金，不影响价格和通货膨胀，只是减少一点点财政的爆发收入而已。大家知道，减少点财政收入是为政府作好事，为整个经济作好事。

大家一定不会忽视能源行业的垄断情况，我们也完全理解在行业垄断的情况下提高其产品售价带来的巨大的长期的负面影响。但我们认为，一个全行业亏损的局面只会加强不在乎经营业绩企业的垄断地位，因为追求利润的企业不会进入，只会退出这样的行业。只有当行业经营状况相对改善，经营环境较为宽松的时候，才有利于推出改革的措施，才有可能逐步改变行业垄断的状况。那种置之死地而后生，绝境中求改革的思路，对目前中国的能源行业肯定是行不通的。

## 结论

通货膨胀是一个世界性的问题，不是我们一个国家面临的问题，也不是我们一个国家能够解决得了的问题。国际市场供求状况，既有经济增长的因素，也有国际政治力量博弈的成分。原材料、能源和农产品等的需求过旺，不是中国一个国家的需求造成的，控制中国一国的需求，对于改变国际市场整体的供求关系的效果是有限的。中国的需求中，有很大一部分是中间需求，最终需求来自国际市场。减少中国的中间需求，意味着中国经济竞争力的削弱，意味着众多出口企业的经营困境，意味着大量就业机会的丧失。

通货膨胀是一个货币现象，世界性的通货膨胀是在世界上主导的货币的现象，说白了是美元的现象，而不是人民币的现象。中国的中央银行不应该对此次通货膨胀负责，也负不了这个责。过紧的货币政策，对于通货膨胀的抑制作用是有限的，但会造成严重的资本供给不足，使大量企业陷于经营困境，破坏经济的供给能力，反而会使通货膨胀恶化。近两万亿美元的外汇储备，是一把锋利的双刃剑，运用得好，是帮助我们渡过通货膨胀难关的资本，运用得不好，是我们丧失货币主权，承受国际资金巨大冲击的祸害。

世界通货膨胀是需求拉动的，而中国的通货膨胀更应当按照成本推动来应对。因此，反通货膨胀的基本思路应该是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，要放贷款，要减税，要鼓励提高效率 and 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。

在反通货膨胀的思路方向上，应当逐步从控制需求，转向支持供给。没有企业哪有经济？没有供给哪有经济？改革是最终的出路，价格管制是改革的倒退，对生产企业的财政补贴同样也是改革的倒退。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，把国有资产用起来，把钱花在国防上，花在民生上。

经济的发展，民族的复兴，国家的强盛，人民的幸福，是中华民族多少年多少代的企盼和追求。发展是硬道理，经济发展是国家强盛和人民幸福的基础。我国 30 年的经济快速发展，是中华民族复兴的必然，是一个古老而年轻经济的生命力的蓬勃展现！中国的经济就像年轻人一样，正处于快速成长的阶段，我们绝不能拿西方发达国家每年 2—3% 的经济增长速度束缚自己，不要患上经济增长恐惧症，而应当顺应发展大势，感激并接纳历史赐予的厚礼，决不能学叶公好龙！

**得时无怠，时不再来，天予不取，反为之灾。**

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+ )5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦 2801 室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014