

1 宏观经济形势回顾与展望

骆泽斌

2000 年以来，在积极财政政策与国际经济趋好的共同促进下，中国宏观经济运行显示了持续回暖的迹象。从经济运行趋势判断，尽管制约经济增长的一些深层次结构问题、体制问题尚未根本解决，但是经济运行已出现重大转机。2000 年经济运行保持稳步回升的增长态势，GDP 增长率约为 8%。预计 2001 年宏观经济将基本摆脱通货紧缩的阴霾，进入新一轮的经济周期。

趋势性回升：2000 年宏观经济显现转机的标志

2000 年以来，中国宏观经济运行承继 1999 年下半年的回暖走势，继续保持稳步回升的增长态势。前三季度 GDP 增长率达到 8.2%。更重要的是，这种趋势性回升的态势不仅表现在宏观层面上，而且表现在微观经济中。诸多亮点的出现，表明中国宏观经济已基本摆脱了亚洲金融危机的消极影响，出现了重大转机。

2000 年以来,在医疗保健、居住、服务项目以及肉类、水产品价格上涨的促动下,价格总水平呈现小幅回升的态势。居民消费价格指数继续了去年价格指数降幅逐季缩小的趋势,并于 2 月份上升了 0.7% 出现了始于 1998 年 4 月以来连续 22 个月下降后的首次正增长,成为宏观经济运行中倍受关注的亮点。尽管其后 3、4 月份居民消费价格转而为负,但是在综合因素的作用下,5 月份以来居民消费价格继续保持正增长。1~9 月居民消费价格同比增长 0.2%,涨幅比上年同期增加 1.8 个百分点。同时,社会消费品零售价格 1~9 月同比下降 1.7% 降幅比上年同期减少 1.3 个百分点。生产资料价格指数回升尤为明显,1~9 月上涨 3.2%。受其影响,下游产品价格缓慢回升。总体上看,价格总水平趋于企稳,基本扭转了持续两年多的下降趋势。导致价格总水平止跌企稳的主要原因在于:一方面是价格总水平经历长期下滑已经基本处于底部形态,另一方面是国际价格波动的传导与冲击,尤其是国际原油、有色金属等基础原材料价格的大幅上扬。

企业效益明显好转

受外部环境改善和短期利好因素的影响,企业经济效益继续 1999 年的向好趋势,呈现明显回升的态势。这主要表现在:一是工业企业税金总额显著增长。1~7 月工业企业税金总额及附加同比增长 11.2%,国有控股工业企业同比增长 11.4%。

值得注意的是，国有及国有控股工业企业净利润增长极为明显，尤其是大中型企业。二是工业企业产品销售收入加快，销售率显著提高。1-7月工业企业产品销售收入同比增长 21.3%。

总体而言从 2000 年宏观经济的运行看，趋势性向好是一个显著的特征，表明我国经济已经出现了重大的转机。

需求强劲增长

在一系列宏观调控政策的积极作用下，2000 年总需求呈现强劲增长的态势 尤其是出口需求继续保持高速增长 在一定程度上缓解了增长的需求约束。

◎出口高速增长 促进经济回升。

从国际经济条件看，2000 年随着世界经济环境的进一步好转，尤其是美国经济继续保持强劲增长，亚洲经济处于全面复苏，使中国出口的外部条件明显改善。从国内经济条件看，1999 年实施的旨在促进出口的一系列政策，尤其是出口退税政策的效应继续释放。同时 由于同比基数过低 导致 2000 年中国的出口呈现恢复性的强劲增长态势。据统计，1~9 月出口同比增长 33.1%，增幅创近年同期最高水平。值得注意的是，在出口保持高速增长的同时，进口也显示出显著的恢复性增长趋势，1~9 月同比增长 38.7%。出口产品主要集中于机电产品、纺织品等。出口的强劲增长，在很大程度上拉动了经济的稳步回升。

◎消费增长显著回暖。

由于 1999 年实施的收入分配调整政策提高了具有较高消费倾向的中低收入阶层的收入 增强了其货币支付能力 从而部分改善了居民的收入预期。同时 假日消费、住房政策以及消费

信贷也是重要因素。2000年以来,消费市场呈现旺盛发展的态势。消费需求的较快增长,构成宏观经济出现转机的重要因素。据测算,消费需求对2000年上半年GDP增长的贡献率为58.8% 拉动GDP增长4.8个百分点。1~9月社会消费品零售总额同比增长9.9% 增幅比去年同期提高3.6%。相对1999年消费市场大多数月份运行于偏冷区域,2000年1~10月消费市场连续稳定运行于正常的绿灯区域。事实上,消费市场稳中回升的发展态势是1999年以来消费需求增长态势的延续。

◎投资增长平稳,拉动增长效应显著。

在连续积极财政政策的作用下,2000年全社会固定资产投资增长呈现平稳增长的态势,基本承继了1999年四季度以来稳步回升的趋势。投资需求的稳步增长对于促进2000年宏观经济基本摆脱紧缩的阴影至关重要。据测算,1~6月投资增长拉动GDP增长3.6个百分点。总体上看,2000年投资需求的增长呈现三个方面的特征。

第一,财政投资尤其是国债投资依然是推动固定资产投资的主要因素。据统计,1~9月固定资产投资同比增长12.9%,增幅比去年提高4.8个百分点。然而值得关注的是民间投资增长依然低迷。据统计,1~6月集体与个人投资仅仅增长7.9%,外商直接投资下降7.5%。

第二,技术改造投资增长显著。与近年持续低迷的状态相比2000年以来在财政技改贴息政策的刺激下技术改造投资增长显著。据统计,1~9月技改投资同比增长21%。从技术改造投资资金构成上看 财政预算和银行信贷发挥了主要作用 分别增长了112.1%和48.8%,而企业自筹资金增长尚无明显改善。

第三,工业投资恢复性增长。2000年1~8月工业投资同比

增长 10.1% 相比 1999 年末回升 12.1 个百分点。从其构成上看 电力、有色、纺织、电子等行业投资增长较快。

谨慎乐观 2000 年宏观经济转机基础尚需强化

尽管总体上判断,2000 年中国宏观经济将基本摆脱亚洲金融风波的冲击。但是,必须指出的是,这种趋势性回升更多地呈现复苏性特征,在相当程度上是因为外部环境的改善和扩张性政策的刺激,其持续向好的基础并不稳固,经济增长内在动力与机制的形成仍需一个阶段。

对当前的宏观经济运行必须保持充分的冷静。所谓“重要转机”,仅仅是相对前期持续强化的通货紧缩而言的。没有充分的迹象可以表明 2000 年中国宏观经济已经出现了增长拐点。我们可以对 2000 年中国经济显现转机的诸多特征加以具体分析。

◎价格总水平的止跌企稳主要是受国际市场价格波动的影响和假日经济的促动。

短期因素难以从根本上阻止价格总水平的下滑。同时,物价的提高主要表现在基础原材料价格上,尚没有波及到最终消费品价格上,而且大多工业品和农产品价格持续回落,约束了价格总水平的提高。更重要的是,影响价格总水平的市场结构与经济运行中的结构性冲突尚未发生实质性变化。

◎企业效益的改善主要是短期性因素和政策性因素共同作用的结果。

相关行业如石油、有色金属等行业企业效益的提高在很大程度上是因为相关产品国际市场价格的上漲导致的,从而部分

掩盖了效益滑坡问题。随着国际价格的逐渐回归，相关行业存在的问题将逐渐显现。同时，政策性因素也促进了企业效益的提高。提高出口退税率政策促进了企业出口的增加，增强了产品价格的竞争力。降息政策降低了企业的财务费用。但是，政策效应存在递减趋势。从政策操作的空间看，进一步提高出口退税率和降息均面临较大的难度，可能性甚小。

◎出口需求增长面临诸多约束。

2000年出口的高速增长更多地表现为恢复性的高速增长。可以从两方面分析制约出口增长的主要因素。从国际经济环境看，由于国际石油价格的冲击，世界经济的增长速度将有所回落。直接影响来自于美国经济不确定因素的增加，尤其是可能出现的通货膨胀将对我国出口的持续增长形成较大的外部压力。从国内环境看，一方面，2000年出口高速增长导致了较高的同比基数，必然对出口的进一步增长产生较强的约束；另一方面，出口退税等支持扩大出口的政策效应趋于递减。

◎消费需求回暖基础有待加强，新的消费热点有待培植。

2000年消费市场回暖受短期因素影响较大，尤其是政策性因素的刺激。抑制消费的因素仍然存在，汽车、住房等消费热点的培植尚需过程，消费结构的转换尚未完成，供求结构性矛盾依然突出。在诸多抑制消费需求增长的因素中，有两个因素应该给予重点关注。一是农村经济发展缓慢严重制约了农村有效购买力的提高，尤其是2000年农业经济结构调整、自然灾害、农产品降价等因素必然对消费市场的继续回升产生阵痛与冲击；二是居民的收入预期仍然没有根本性改善。

◎投资需求增长对财政投资的依赖性较强，民间投资仍然缺乏启动的迹象

2000 年投资增长主要依赖增发国债及其带动的银行信贷。尽管从总体上看，投资增长对促进经济全面回升发挥了重要作用，但是投资增长速度依然缓慢。基本建设投资增长的显著回落充分说明了这一点。据统计，1~8 月基础建设投资增幅同比下降 4.6 个百分点。尽管工业投资恢复性增长，但是整体上工业投资需求明显不足，尤其是制造业投资增长依然疲软。同时，投资与消费之间尚缺乏良性的循环机制，主要表现为投资增长的收入效应与消费效应显著减弱。更重要的是，制约民间投资回升的体制性障碍尚待有效解决。

拐点显现 2001 年宏观经济启动新周期

从当前经济运行趋势上看，尽管仍面临诸种不确定性，宏观经济运行的基础需进一步强化，但是不容置疑的是，2001 年中国宏观经济将继续保持稳步回升的增长态势，将出现增长拐点，经济即将进入新一轮的周期。预计，2001 年中国 GDP 增长率将为 8% 左右。

2001 年中国宏观经济面临的有利条件

◎ 宏观经济出现转机，有助于改善市场预期

从某种意义上说，2000 年宏观经济运行出现转机导致的最富有成效的结果之一，是居民预期一定程度上的改善。相对 2000 年前三季度高速增长的运行态势，尽管第四季度增速将有所回落，但是全年经济运行的好转将进一步强化居民的预期。随着 2001 年宏观经济的继续向好，从而在预期与增长之间形成

良性的互动。这将加速宏观经济走出紧缩的阴影，步入上升通道。

◎政策继续保持连续性和扩张性，奠定了宏观经济启动新周期的基础

基于当前的经济运行态势，并结合影响未来一段时期增长因素分析，2001年中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。这是判断2001年宏观经济继续向好，并出现增长拐点最为重要的依据。

◎西部大开发战略的实施为启动新一轮周期注入活力

西部大开发战略在2001年将进入实质性实施阶段。随着西部大开发的逐步实施，将有力地促进固定资产投资的增长，尤其是基础建设投资的增长。同时，也有利于带动外资及民间投资的增长，对于启动新一轮经济增长和促进消费将发挥积极的作用。尽管西部大开发是一个长期的过程，但是由其导致的联动效应不容忽视。

◎国际经济继续向好，有望保持增势

尽管由于国际石油价格的冲击，2001年全球经济相对2000年将有所降低，但是根据有关国际机构的预测，2001年全球经济将继续保持较高的增长格局。据国际货币基金组织的预测，2001年全球经济将增长4%左右。尽管通货膨胀的预期趋于增强，但是2001年美国将继续保持较高的增速。同时，日本经济在经历长期衰退后将逐步走出低谷，预计2001年增长率约超过2%。2001年全球经济增长最大的不确定性来自OECD经济。这是由于受到欧元持续走势疲软和通货膨胀的影响。即使根据最为保守的预测，2001年OECD经济增长率亦将超过3%。

◎加入WTO为新一轮经济增长产生制度创新效应

2001 年中国将正式加入 WTO。根据有关协议，中国的关税将大幅降低，这对于促进消费、投资和进口均有积极的影响。但是，考虑到市场准入的渐进性，这些效应在 2001 年难以充分体现出来。加入 WTO 带来的最大冲击首先是观念的冲击，是体制的冲击，是游戏规则的变化。与国际惯例接轨，有利于加快中国制度重新的进程。

2001 年我国宏观经济运行特点

第一，出口增长保持在一个较高区间，增幅较 2000 年将有所回落。进口依然保持强劲增势，贸易顺差与 2000 年基本持平。

第二，投资基本保持平稳加快的格局，实际增幅轻微回落。同时，投资结构进一步得到调整优化，主要是继续大力压缩供给过剩的原材料工业投资。

第三，价格总水平维持在零度通货膨胀区间。

积极与稳健 宏观经济政策的基本取向

考虑到保持政策连续性的需要，2001 年中国将继续实施积极财政政策。同时，支持这种政策选择的因素主要包括：

第一，宏观经济继续向好的基础并不稳固，尚未形成经济增长的内在动力与机制；

第二，有效需求不足的矛盾依然存在；

第三，加强农业的基础地位需要继续增加财政投资；

第四，西部大开发战略的正式实施需要大规模的投资，尤其

是基础建设投资；

第五，启动民间投资需要发挥财政投资的先导示范作用。

根据经济运行趋势判断 2001 年财政政策将继续以增发国债为主 国债发行规模基本与 2000 年持平。但是，在财政投资的投向上将进行调整。其中，用于技术改造投资和加大社会保障投资的力度将显著增加。

从主要的货币指标看，我国 2000 年金融运行基本平稳，2001 年将继续实施稳健的货币政策，货币供应增长率将基本保持 2000 年的水平或略低。基于利率已对居民流动性偏好产生重大影响。同时 由于人民币利率低于美元利率 而且有迹象表明央行将扩大汇率浮动幅度 逐步尝试放松资本项目管制 因此不能排除利率上调的可能性。

2001 年货币政策的重点是在确保金融安全稳健运行的同时 积极推进利率市场化改革 逐步建立现代银行制度 疏通并逐步完善货币政策传导机制。

2 A 股市场走势分析

郭 勇
曹 新

从根本上讲，中国股市的行情仍处于政策面主导下的大牛市之中，保持市场繁荣稳定仍是较长时间内的政策中间目标。规范市场是为了更好地发展股市和发挥市场职能，调整只是阶段性的，并将促成市场价值观念的转化和市场自身的成熟，因此 2001 年乃至今后几年的走势都是 1999 年大牛市的延续。只有把握这一实质，才能抓住分析的关键。

影响 2001 年 A 股市场的主要因素

宏观经济止跌回稳，封住了股市的下跌空间

国家连续几年持续实施的扩张性财政政策和促进最终需求的一系列政策，对需求的拉动效应已日益明显，使宏观经济出现了趋好的重要变化，今年上半年 GDP 增长率达到 8.2%。从目前的宏观经济发展势头来看，可以说我国经济初步摆脱了前几年持续减速运行的局面，呈现出逐步回升的新趋势。预计 2001

年国民经济增长将保持较快速度。与以往不同的是，这次宏观经济复苏带动了能源、原材料等资源类行业的快速增长，说明今年上半年的宏观经济增长是比较稳定扎实和有后劲的。预计资源类行业的增长会逐步向下游产业传递，从而带动上市公司整体业绩改善。所以，我们认为，2001 年股市具有继续向好的经济基础。

证券市场政策导向左右股市运行

政策总体上将维持股市稳定发展，但明显带有偏空性质。预计 2001 年将出台的几大政策都带有较强的针对性，对市场运行会产生多方面的影响：

◎规范整顿将是 2001 年股市政策的主基调，市场将以震荡态势运行。

1999 年政策最明显的特点是市场化改革的步伐加快，无论是一级市场还是二级市场，无论是监管手段还是调控措施，都带有明显的市场化特征，规范了证券市场行为，符合证券市场的发展趋势，因而赢得市场的普遍认同。从这一点来讲，2000 年行情展开既是市场化改革的结果，也必将随着市场化改革的深入而向纵深发展。

从 2000 年 9 月份基金黑幕到 10 月份郑百文事件的披露，从一系列上市公司违规行为的查处到 11 月 24 日《加强市场监管 打击市场操纵行为》的出台，我们不难看出管理层的规范整顿思路已非常明确，2001 年将是证券市场规范整顿年，尤其会集中加强一线的监管力度。如从完善上市公司的信息披露和加大对上市公司违规行为的查处力度等方面加强对上市公司行为

的监管，对操纵市场行为严厉打击等。

因此，股市内幕交易行为、恶意制造炒作题材等必有所收敛，恶庄可能会得到遏制，市场将不时受到冲击而呈现震荡调整态势，相当一批依靠违规手段造就的持续单边上扬的慢牛股将会消声匿迹。

◎国有股减持会对市场构成冲击，但心理压力会大于实际影响。

在转配股问题基本圆满解决之后，国有股减持被提上重要的议事日程，尽管目前方案还在讨论之中，但无论对国家还是对市场而言都是势在必行的。因为国家急需一大笔资金解决社会保障体系、国防建设和教育等一系列问题，而解决市场中 60% 以上股权不能流通的制度缺陷也是推进市场化和迎接入世挑战的需要。所以，我们认为，2001 年出台国有股减持方案的可能性非常大。

研究表明，国有股减持会依减持数量、减持时间、减持方式的不同，而对市场产生不同的影响，由于目前减持方案尚无定论，所以对市场的影响暂时难以估计。鉴于 1999 年向二级市场公众投资者配售的试点未能得到市场认同，因此 2001 年开展试点会更慎重，根据目前情况估计，2001 年上半年仍将处于方案设计和完善阶段，到年中甚至更晚才会进入舆论宣传和实施阶段，试点的数量也可能限于 40~60 亿股，这对比 2000 年转配股上市的数量和吸收市场的资金总量来讲，当期资金面的实际压力是非常有限的，但关键是由于市场心理压力却不容忽视的，当市场预期到这种潜在的供求变化发展趋势并形成马太效应，很可能会形成行情演化的分水岭。

但反过来看，一旦正式拉开国有股减持的序幕，保持市场平

稳将会成为重要的政策目标，因而在今明两年都不宜盲目过份看空。

◎开放式基金的设立和指数期货的推出。

随着 2000 年老基金改制接近完成 估计 2001 年上半年开放式基金试点就可能出台。同时，为了防范开放式基金的市场系统风险 推出指数期货也顺理成章 这两大措施的出台 为股市带来复杂的影响。开放式基金不但带来了增量资金，而且操作会上会带来稳健的投资风格，对大盘绩优蓝筹股的支持作用不可低估 而绩优蓝筹股大多又是指标股 所以对股指也有稳步推高的作用。

指数期货是证券市场深化和发展的重要标志，建立有效做空机制方便机构进入证券市场 有利于提高市场效率 降低金融市场风险，扩大机构投资者队伍。根据香港及国外成熟市场的经验，指数期货的出现会带来一系列新的市场特征。如增加市场的流通量和活跃市场；指数期货与现货市场将出现明显的互动作用；同时为了达到控制现货指数变化的目的，一批权重股龙头指标股将为成为大主力资金操作的重要对象；多空方机构的斗争将随着新的金融工具的出现而成为市场波动的主要特征。

◎设立创业板市场会为市场带来阶段性的波动。

创业板市场什么时候能出台目前尚无定论，即使 2001 年推出，对主板市场的影响也不会太大。因为在 2000 年末的大肆渲染中 利空已得到基本消化 而实际上创业板上市公司流通盘都较小 在初期整体市场容量不会太大 从主板市场分流的资金不会太多。但需要注意的是，在创业板推出的前后可能会有许多资金从主板市场退出观望，从而影响主板市场的运行。而推

出之后反可能给主板市场上的高科技股等带来有益的影响。

◎ 进一步培育机构投资者和引入外资有利市场。

2000 年以来，机构投资者队伍呈现快速增长态势。到 2000 年 7 月 31 日 沪深交易所 A 股机构投资者已达 35.67 万户 比 1999 年年底的 28.2 万户增长了 26.49%。从目前情况来看 想入市的“三类”企业已基本入市，2001 年入市企业数量增长速度将放缓，但投资基金仍将快速发展，2001 年基金发展将在多方面取得突破 其一，《证券投资基金法》有望 2001 年出台 私募投资基金也可能成为合法。目前，许多代客理财业务以各种形式在潜流暗涌 私募基金一旦合法化 这支队伍对市场的影响力将非常大。其二 开放式证券投资基金的出台。其三 中外合作基金和 QFII（外国机构投资配额制）试点。这意味着 2001 年有可能为外资进入 A 股市场打开第一道闸门，市场反应可能带出一段高潮行情。其四 保险资金的入市渠道将彻底打开。目前 保险资金只能投资证券投资基金间接入市，且入市资金量非常有限。据统计 2000 年上半年全国中资保险公司投资证券基金的资金为 96.5 亿元 只占保险资金中很少部分。2001 年有望成立专门的保险基金管理公司 拓展保险资金的入市渠道 解决保险资金的理财问题。因此，股市资金仍源源不断。

资金面的改变对大盘走势产生微妙影响

2000 年的大牛市完全是资金供给过度的必然结果，但这是阶段性的。1999 年四季度以来，在各大利好政策的诱导下资金源源不断流入股市，“三类”企业和民间资金入市达到历史最高水平 并出现城乡居民储蓄存款增幅下降 同时金融机构入市资

金渠道也得到了最大限度的拓展，券商增资扩股、股票抵押融资、基金扩容、保险资金入市接连推出，使股市资金面达到空前繁荣。一级市场沉淀申购资金总量已达到 5000 多亿 表明目前市场资金非常充裕，只要股市供求关系没有发生根本性的转变，这种牛市行情仍将延续下去。

但动态的变化趋势却不太乐观：一方面 自“三类”企业获准进入股市以来，银行的信贷结构出现了一些微妙变化，反映出银行资金通过“三类”企业流入股市的问题，这类资金可能是目前股市增量资金的一个重要来源。但 2001 年资金渠道如果被堵住，行情就会受到严重挑战。另一方面，券商推出手机炒股和网上交易等业务创新手段，使客户炒作更具空间和时间上的优势，而银证联合推出的存折炒股，以及可能推出的抵押贷款等业务也将为股市炒作提供资金上的便利和支持。远程证券服务部的推广将是对社会闲资的二次深度开发。但关键是，从市场机会看，一级市场的收益率正在不断快速下降，2001 年甚至会形成一级市场风险，如果二级市场受不明朗因素压抑气氛转淡，交投萎缩，市场空间和机会将大幅减少，证券市场走向成熟也意味着风险与收益趋于对称，市场机会趋于均衡，宏观经济回升也可能带动部分企业资金回流实业。

进一步分析各类资金的行为表明，场内存量资金在个股大面积淋漓尽致的炒作获利后会经历出货、休整、低吸的阶段，而新增的机构资金倾向保守的比重在增大，例如以长线投资为目标的保险资金，在商业利益上讲决不会为短期收益去推高大幅折价的证券投资基金的，更何况本身还有大头等着要入市。至于新增的中小额投资者，经验上向来是追涨杀跌的，网上交易等手段只会助长这种风气，因此没行情的时候不会发挥支持作用，

有行情的时候会推波助澜，缩短行情的周期。

其他潜在因素的影响

◎利率见底。

经过几年的连续降息，目前国内的名义利率已处于历史低水平，2000年国内银行利率停止下调，而国债市场、拆借市场等市场的实际利率水平都高于名义利率，这些现象表明利率水平已基本见底，随着我国经济逐步走出低谷，中长期看利率有回升压力，利率市场化建设也起到积极的推动作用，估计2001年中或更晚些时候压力将趋于明显，若此推动股市上升的另一源动力——宽松的货币政策也将发生趋势性转变，不利股票市场上升，并且使得对指数有举足轻重影响的银行股会被进一步看淡。

◎国际政治经济形势对股市的影响。

虽然我国资本市场尚未与国际资本市场对接，目前国际经济、股市形势对我国股市的直接影响还不是很大。但在国际股市普遍持续走低，美国经济走软的大背景下，我国股市能否一枝独秀，继续走牛，却是我们应该认真思考的问题。美国经济的走软在一定程度上会影响我国的出口，可能会影响我国宏观经济乃至世界经济的进一步复苏，而美元的疲软可能削弱我国对其他国家的出口竞争力。这些因素都不利我国股市的持续走牛。此外，台湾问题的潜在变数也是所有波段操作投资者绝对不容忽视的。

综上所述，目前支持我国股市走牛的关键因素之一——资金仍然相当充沛，所以对市场看空显然是不明智的。但2001年的市场规范整顿、国有股减持等因素又不利股市，因而对2001