

存货调整与流动性转折¹

——2009 年中国经济基本趋势与资本市场走向

(高善文 录音稿 2009 年 12 月 22 日)

内容提要

本报告包括两部分内容:

第一、我们按照国民经济核算支出法的基本构成,从出口、投资和消费三个方面对中国经济目前正在面临的压力进行了梳理,认为经济增长率以及企业的盈利能力目前仍然处在快速下行和恶化趋势中,并将在明年的上半年,甚至是一季度到达底部;明年下半年以后经济增长率有可能出现比较明显的反弹。

从中期的时间跨度来看,经济增长率的恢复在很大程度上将取决于全球经济的恢复情况以及中国房地产市场的调整进程,并存在很多的不确定性。

第二、我们从流动性供应和流动性需求两个角度对目前中国实体经济领域的流动性供求平衡格局进行了分析,认为从 2007 年四季度开始,一直持续到 2008 年三季度的流动性短缺局面已经结束;受经济政策调整和其它一些因素影响,实体经济领域的流动性供求平衡正在转向宽松状态,这一反转对资本市场的估值将会产生明显影响。

¹ 本文由助手根据作者于 2009 年 12 月 22 日在北京召开的“安信证券 2009 年投资策略会”上的演讲录音整理,并经作者删改形成。

一、出口部门面临三重压力

中国的出口部门目前面临着三个方面的压力：

第一、人民币有效汇率的大幅度升值。汇率升值从 2007 年下半年开始对中国的出口增长，特别是低端劳动力密集型行业的出口增长带来了明显的压力。从历史经验看，通过出口结构的全面调整来吸收汇率升值压力需要比较长的时间，这一调整过程在 2009 年、甚至在 2010 年都不会结束。这意味着中国出口增长率的波动中轴同期内可能在系统性下降。

第二、全球经济的再平衡压力。在 2007 年之前的多年时间里，以中国等新兴经济体和产油国大量输出贸易盈余为特征的全球经济不平衡越来越严重；这一局面部分导致了全球长期利率的下降和资产价格、特别是房地产价格的持续上涨；房地产价格的持续上涨进一步支持了发达国家住户部门消费的扩大和消费倾向的提升，反过来又维持和加剧了全球经济的不平衡局面。

很长时间以来，人们普遍知道这样的不平衡注定无法长期维持，并需要在未来的某个时候通过再平衡来修正。人们感兴趣的问题是：这样的再平衡过程是否可以通过良性的方式来展开？随着美国次贷危机逐步演化和蔓延成全球范围内的金融海啸，看起来全球经济的再平衡过程以良性方式来展开的可能性已经消失。

全球经济如果要以破坏性的方式来实现再平衡，那么拥有巨大顺差国家的出

口势必大幅度下滑，这意味着中国出口增长率的波动中轴需要系统性下降。

第三、全球经济衰退的影响。这一因素从 2008 年 10 月份开始对中国出口造成了严重冲击，但其影响至少在 2009 年上半年还会进一步暴露。

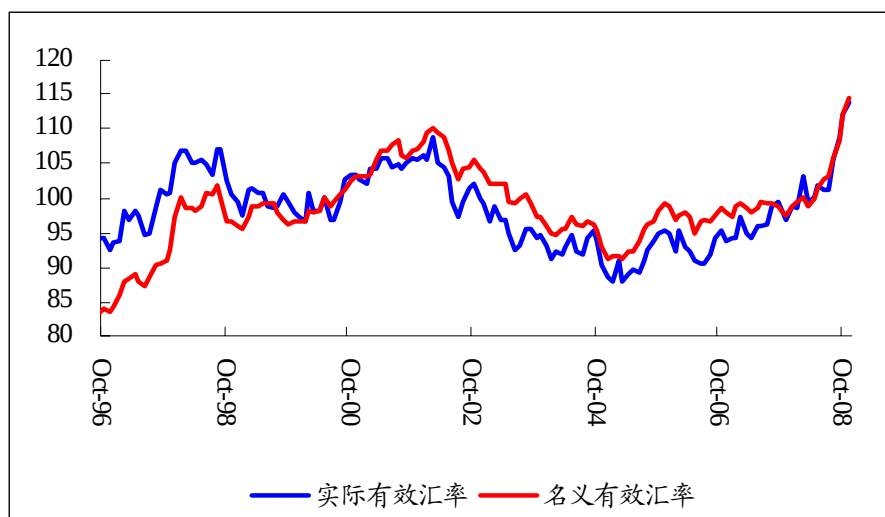
看起来至少前两种影响出口的因素将持续相当长的时间，而第三种因素可能是相对短期的。

下面我们检查一下相关的数据。

（一）汇率升值的影响

观察人民币对一揽子货币加权有效汇率的变化（见图 1），可以看到，2008 年 10 月份和 2005 年年初相比，人民币有效汇率升值幅度已经接近 27%。

图 1：人民币有效汇率（2000 = 100）

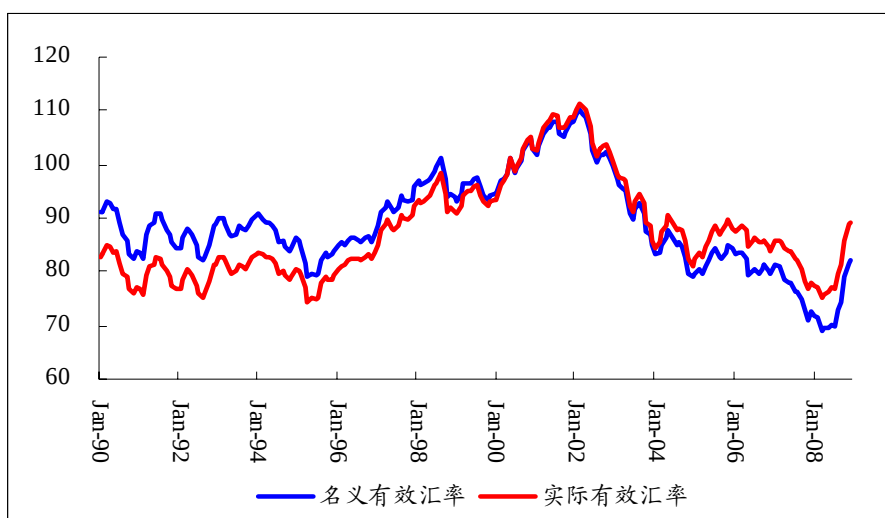


数据来源：BIS，安信证券

值得注意的是，这样的升值大部分是在过去半年的时间里发生的。之所以会

出现这一情况，主要是因为自 2008 年 7 月份以来美元有效汇率出现了急速的升值（见图 2）；因此在人民币对美元相对稳定的情况下，人民币对一揽子货币的升值幅度相当惊人。实际上，此段时间人民币汇率的升值幅度和此前 3 年时间所累积的汇率升值幅度是差不多的。

图 2：美元有效汇率（2000 = 100）



数据来源：CEIC，安信证券

另一个需要注意的重要事实是：2008 年初新的劳动合同法开始生效，出口企业用工成本出现大幅上升。草根层面的调研一般认为，新劳动合同法导致的用工成本上升幅度应该不会低于 10%，比较高的估计甚至认为用工成本的上升超过了 20%。

企业用工成本的上升造成了企业出口竞争力的下降，在这一意义上，用工成本的上升也可以理解为汇率的升值。

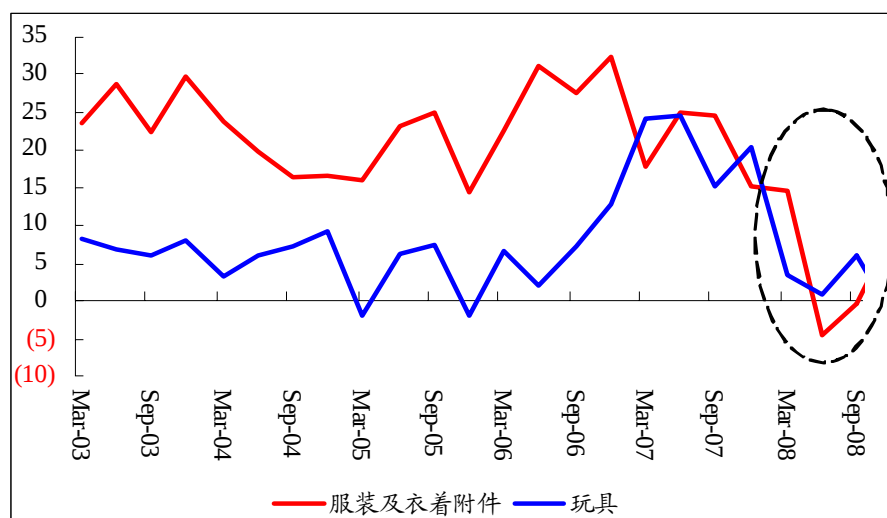
因此如果考虑到新劳动合同法的影响，迄今为止人民币对一揽子货币的累积

升值幅度将会超过 30%。这样的升值幅度放在一个大国经济体汇率历史波动的背景下来看，也都是比较可观的。作为对比，在 1990 年代后期的强势美元时期，美元对一揽子货币的累计升值幅度不到 30%（见图 2）。

从现在的情况看，我们有理由相信：除非 2009 年美元汇率出现了明显贬值，否则人民币对美元的双边汇率升值过程应该已经接近尾声。

受人民币汇率升值影响，从 2007 年四季度开始，中国的出口受到了明显影响，这在低端劳动力密集型行业中表现尤其突出，例如服装、玩具、塑料制品等行业（见图 3）。

图 3：服装、玩具等产品出口增长（%）



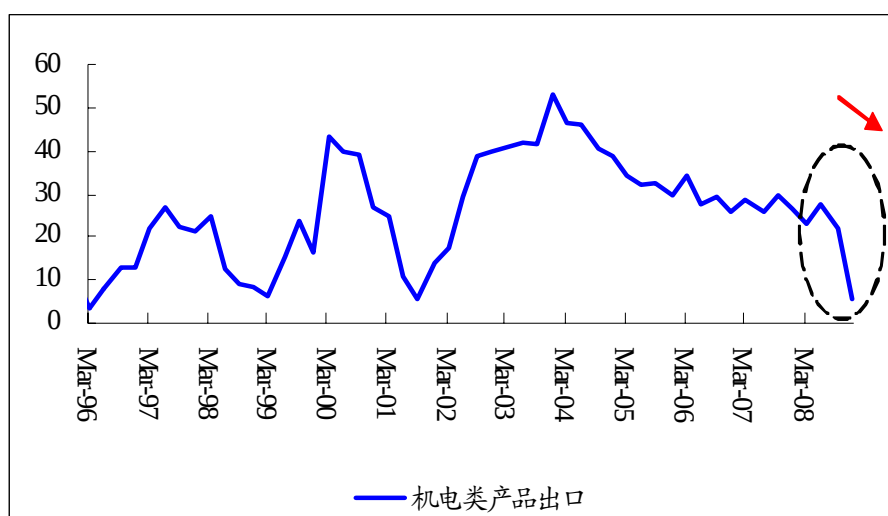
数据来源：CEIC，安信证券

注：今年 4 季度数据为 10—11 月数据

容易看到，2008 年以来中国服装的出口增长率已经下降到零附近；而在此前更长的时间里，服装的出口增长率始终维持在 20% 以上的水平。我们知道，服装在中国出口中占比在 10% 左右，是非常重要的出口商品。

作为对比，机电类产品的出口在 2008 年三季度之前相对稳定，但在 9 月份以后受全球经济减速等因素影响开始迅速回落（见图 4）。这一对比显示 2008 年前三季度中国出口压力在很大程度上与汇率升值密切相关。

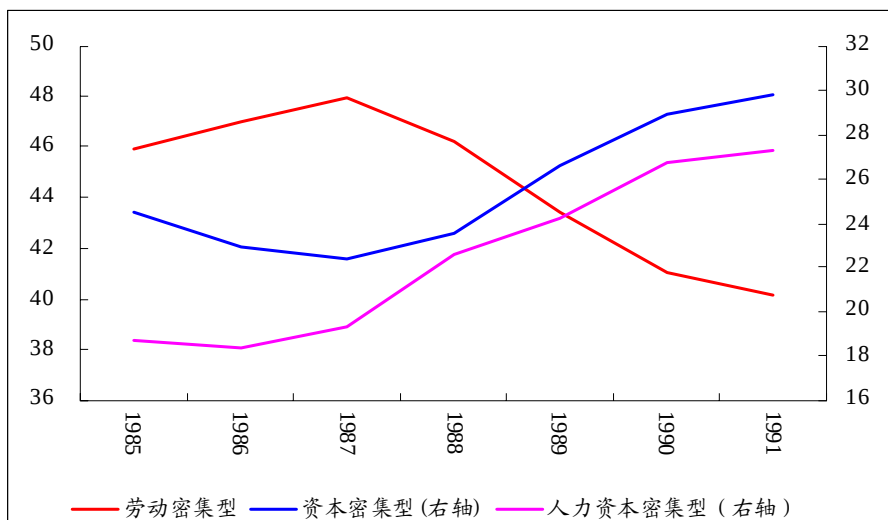
图 4：机电类产品出口增长（%）



数据来源：CEIC，安信证券

从台湾 1988 年前后汇率升值的历史经验来看，汇率升值会导致出口结构的系统性调整，具体表现为劳动力密集型出口占比的系统性下降、资本密集型行业出口占比的系统性上升以及人力资本密集型行业占比的明显提升（见图 5 和图 6）。这一过程持续了大约四年的时间。

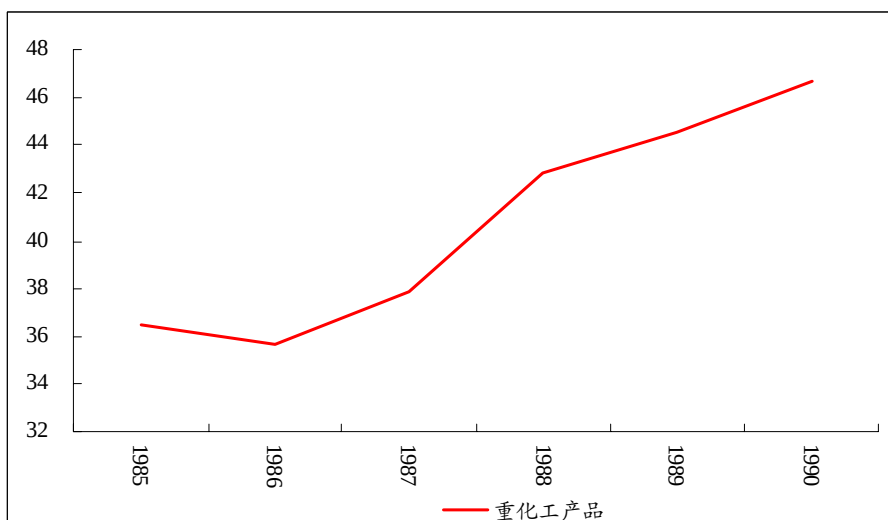
图 5：台湾出口结构变化——要素密集程度（%）



数据来源：安信证券

注：此处数据源引自：Pochih Chen, Chi Schive, and Cheng Chung Chu 所著 “Export Structure and Exchange Rate Variation in Taiwan: A C Comparison with Japan and the United States ” 一文

图 6：台湾出口结构变化——重化工产品占比（%）



数据来源：安信证券

注：此处数据源引自：Pochih Chen, Chi Schive, and Cheng Chung Chu 所著 “Export Structure and Exchange Rate Variation in Taiwan: A C Comparison with Japan and the United States ” 一文

日本在 1974 年前后日元升值期间也经历了类似调整。

从这一经验看,如果我们可以说人民币汇率升值对中国出口结构产生影响开始于 2007 年四季度,那么出口结构完成调整至少还需要两年以上的时间。

(二) 全球经济再平衡对中国出口部门冲击

在 2007 年之前的多年时间里,以中国等新兴经济体和产油国大量输出贸易盈余为特征的全球经济不平衡越来越严重;这一局面部分导致了全球长期利率的下降和资产价格、特别是房地产价格的持续上涨;房地产价格的持续上涨进一步支持了发达国家住户部门消费的扩大和消费倾向的提升,反过来又维持和加剧了全球经济的不平衡局面。

很长时间以来,人们普遍知道这样的不平衡注定无法长期维持,并需要在未来的某个时候通过再平衡来修正。人们感兴趣的问题是:这样的再平衡过程是否可以通过良性的方式来展开?

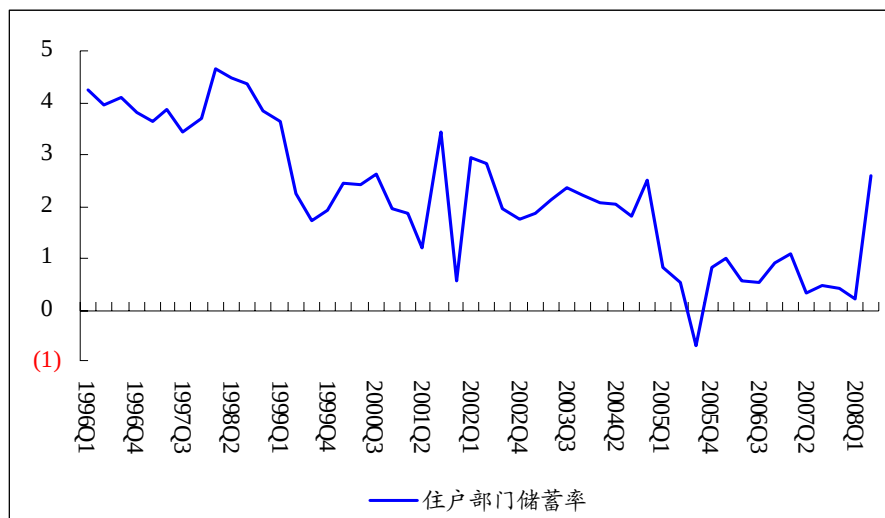
随着美国次贷危机逐步演化和蔓延成全球范围内的金融海啸,看起来全球经济的再平衡过程以良性方式来展开的可能性已经消失。由于房地产泡沫的破灭以及由此形成的破坏,美国住户部门将被迫提高储蓄率并逐步降低资产负债率,并迫使其它顺差国家通过出口降低的方式来减少对外贸易盈余。

全球经济要以这种破坏性的方式来实现再平衡,那么拥有巨大顺差国家的出口势必大幅度下滑,这意味着中国出口增长率的波动中轴需要系统性下降。

衡量全球经济再平衡的压力,我们可以检查美国住户部门的资产负债表和储蓄情况。

图 7 显示了美国住户部门储蓄率的历史变化。容易看到，1998 年以后美国住户部门的储蓄率经历了系统性下降，2005 年以后储蓄率下降到历史前所未有的水平。

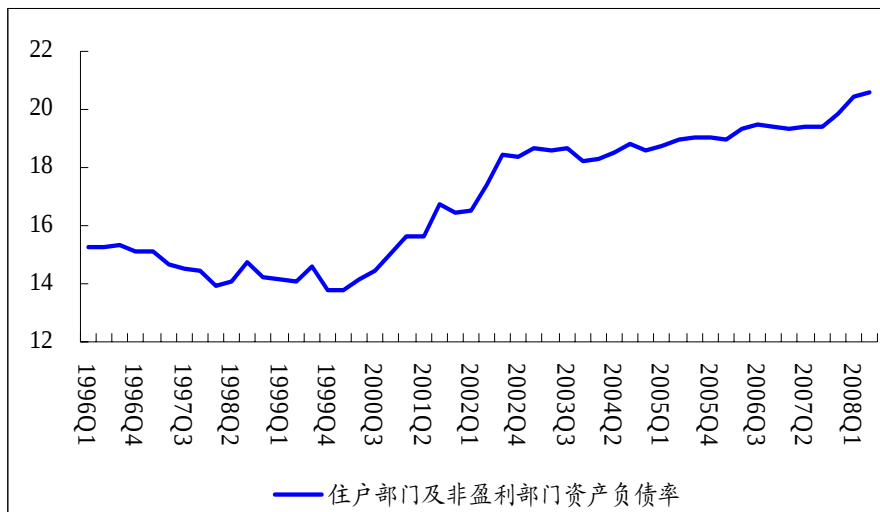
图 7：美国住户部门储蓄率（%）



数据来源：美联储，安信证券

与储蓄率的大幅度下降相对应，美国住户部门的负债率在 2000 年以后一直在不断的提升（见图 8），其目前的负债率处在有数据以来的最高水平。

图 8：美国住户部门及非盈利部门资产负债率（%）



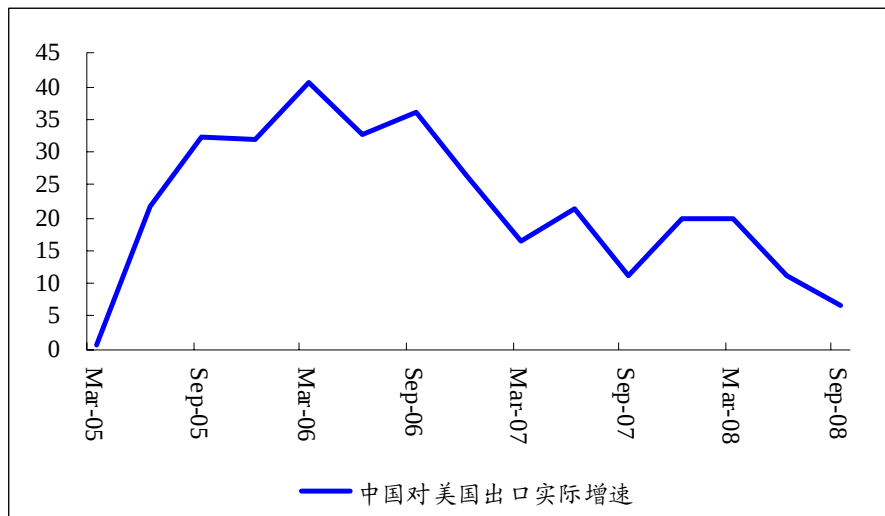
数据来源：美联储，安信证券

在这样的背景下，容易理解美国住户部门需要对自身的资产负债表进行系统性修复，这一修复过程需要通过储蓄率的显著上升来实现。实际上，美国住户部门的储蓄率上升到 1990 年代后期 4% 的水平是完全可以想象的；实际上，一些极端的估计甚至认为美国住户部门的储蓄率需要上升到 10% 的水平，并维持一段时间。与此相一致，看起来美国住户部门的资产负债率也需要下降到 1999 年之前 15% 附近的水平。

美国住户部门储蓄率的提升无疑对全球经济增长和中国出口扩大形成非常大的压力。麻烦也许在于，这样的再平衡过程在 2008 年可能刚开始，在未来几年的时间里还会持续进行。

实际上，如果观察中国对美出口的实际增长率（见图 9），2007 年下半年以来，中国对美出口增长率已经在明显下降，2008 年的情况更是如此。

图 9：中国对美出口实际增速（%）



数据来源：CEIC，安信证券

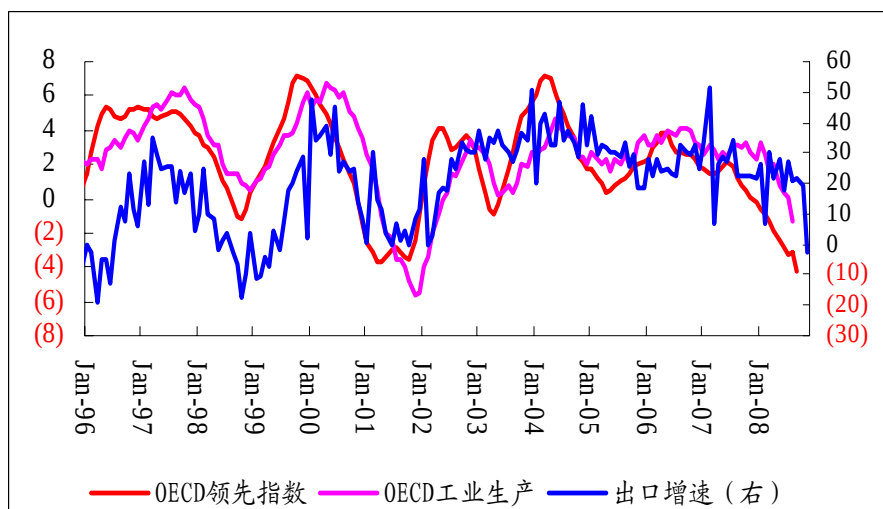
注：此处数据为美国对中国进口的名义增速剔除掉美国对中国进口的价格指数的变化

中国对美出口增长率的下降反映了全球经济再平衡过程的影响，看起来这一调整还需要更长的时间。

（三）全球经济进入衰退的压力

迄今为止没有争议的看法是：2009 年上半年全球主要经济体将进入衰退局面，全球制造业的增长也将进入比较明显的负增长区间（见图 10）。从历史经验看，中国出口总量增长率的波动同全球制造业波动密切相关。这意味着全球制造业活动在 09 年的周期性减弱和收缩将对中国的出口增长率造成非常明显的影响。

图 10：中国出口和 OECD 国家工业生产以及领先指标（%）



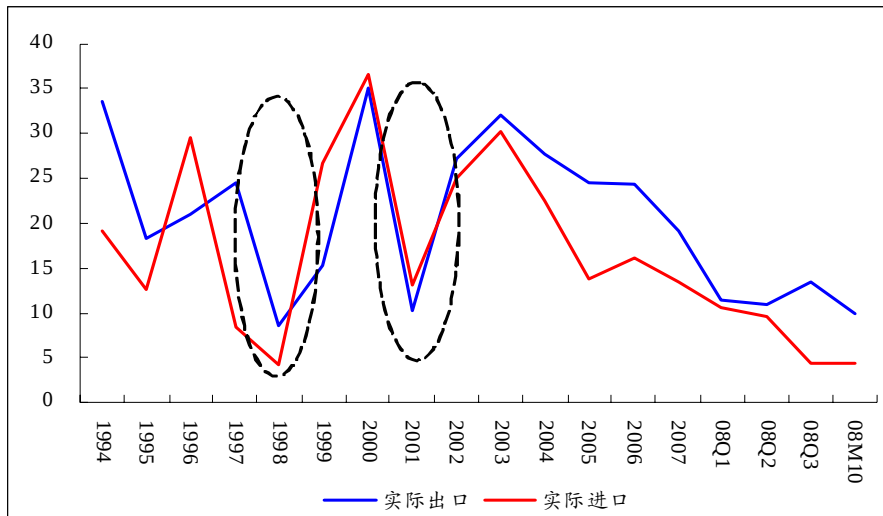
数据来源: CEIC, Bloomberg, 安信证券

从过去 10 年的情况看, 中国出口在 1998 年和 2001 年这两段时期因为全球制造业的收缩承受了很大压力 (见图 11), 其中中国出口实际增长率受 2001 年科网泡沫破灭影响下降了 25 个百分点, 受 1998 年亚洲金融危机影响下降了 15 个百分点。

一般认为目前的金融危机比 1998 年和 2001 年程度要更深; 即使在乐观的条件下估计, 认为全球经济这次衰退持续时间不长, 但经济恢复后增长水平在比较长的时间内也会很低。

剔除价格因素后, 2008 年中国出口增长率较 2007 年已经出现明显下降, 但这在很大程度上反映了汇率压力和经济再平衡的影响。实际上金融海啸和全球经济衰退的影响在 2008 年 10 月份以后的数据中才开始明显地体现出来。

图 11: 中国进出口实际增长 (%)



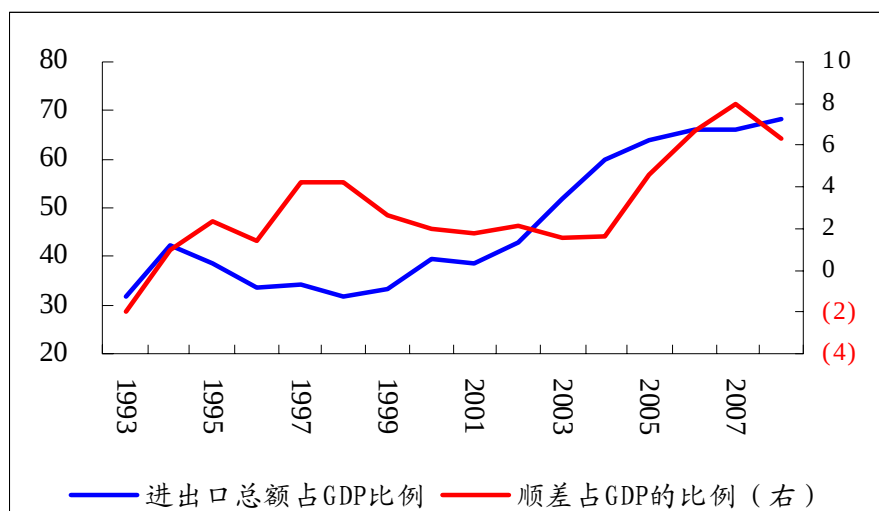
数据来源：CEIC，安信证券

以此来看，如果 2009 年中国出口的实际增长率进一步下降 20 个百分点，应该不是极端的估计，但这意味着 2009 年的实际出口增速会下降到-10%，这将是过去十几年的最低水平。

接下来的问题是：出口下降对中国经济增长率的影响有多大呢？

比较简单的办法是计算经济的贸易依存度（即进出口总额占 GDP 的比例），以及经济对贸易盈余的依赖程度（见图 12）。

图 12：中国进出口总额和贸易顺差占 GDP 的比例（%）



数据来源：CEIC，安信证券

容易看到，无论观察哪个指标，中国经济目前的对外依赖程度都处于最高水平，例如外贸依存度与 2001 年相比大约翻番。这意味着在相同出口压力的情况下，中国经济受影响的程度比 1998 或 2001 年要深许多。

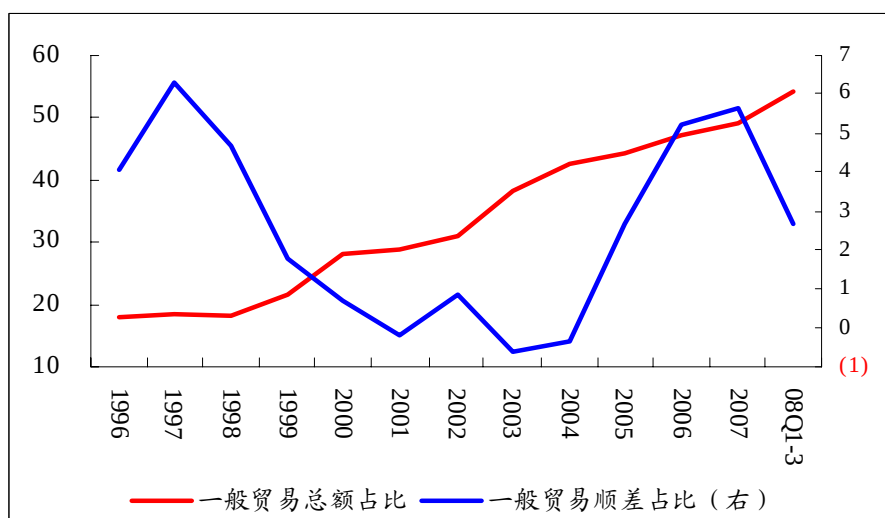
但这是否意味着和其它大国经济体相比，我国的外贸依存度处于不恰当的水平呢？

实际情况可能要更复杂一些，其中至少涉及两个方面的问题：一是大量存在的加工贸易放大了中国的进出口总额；即使对于一般贸易而言，中国的出口货物中也包含了大量的进口内容。有一些估计认为在一般贸易项下的中国出口中，来自进口的内容大约占到 25-50%，其中制造的复杂程度越高，进口内容占比越大。

二是任何一个经济体之中都有庞大的不可贸易部门，经济越发达，不可贸易部门的相对比例也越大。在进行国际比较的时候，不可贸易部门产出的换算涉及到汇率的选取，究竟是采用市场汇率还是购买力平价会存在很多的争议。

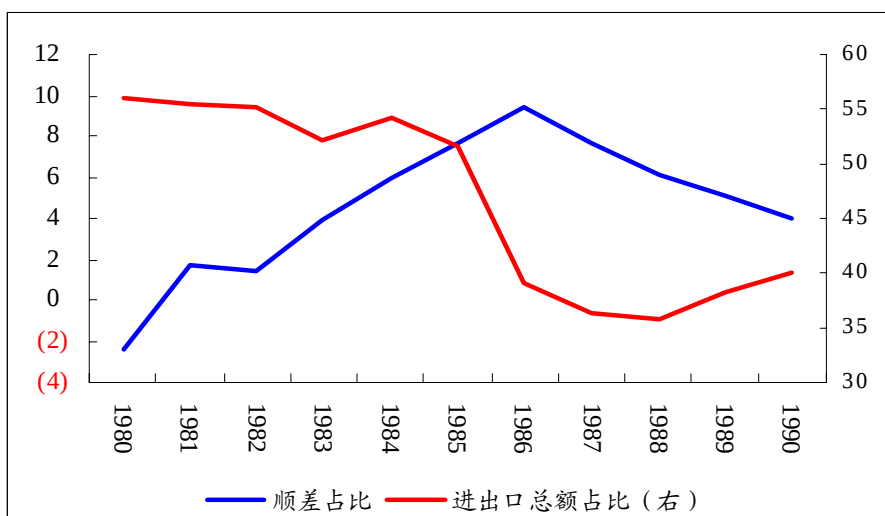
考虑到这些问题，一个相对简单的替代指标是计算一般贸易占可贸易 GDP（或制造业产出）的比例（见图 13、图 14 和图 15）。但即使是这一指标也没有考虑中国一般贸易出口中所包含的进口内容，从而可能高估出口波动对中国的影响。

图 13：中国一般贸易总额和顺差占可贸易 GDP 的比例（%）



数据来源：CEIC，安信证券

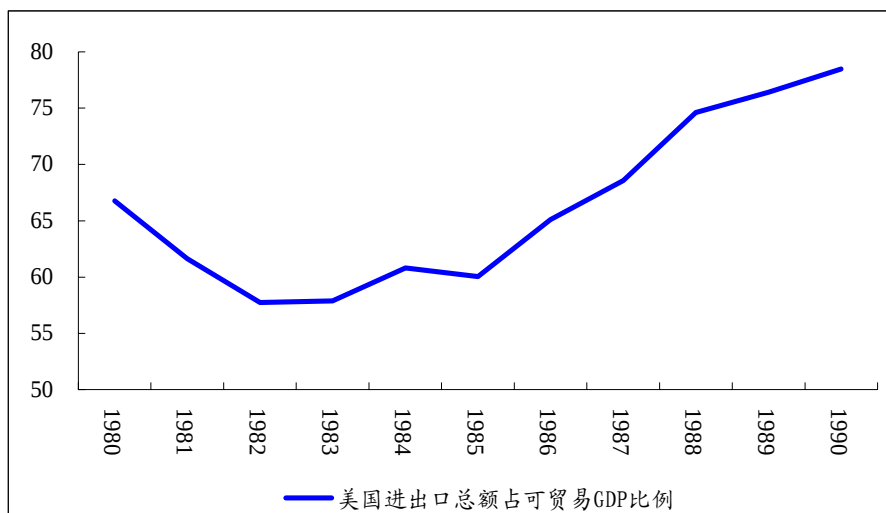
图 14：日本贸易顺差和进出口总额占可贸易 GDP 的比例（%）



数据来源：CEIC，安信证券

注：可贸易 GDP 指第一、二产业 GDP 总和

图 15：美国贸易进出口总额占可贸易 GDP 的比例（%）



数据来源：CEIC，安信证券

注：可贸易 GDP 指第一、二产业 GDP（不包括公用事业和建筑业）总和

容易看到，这样的估算显示中国经济对出口的依赖程度略低于日本 1985 年前后的水平，与美国的情况大体类似。因此中国经济的出口依存度近来确实在快速提升，但目前和其它大国经济体相比仍然基本处在正常区间。

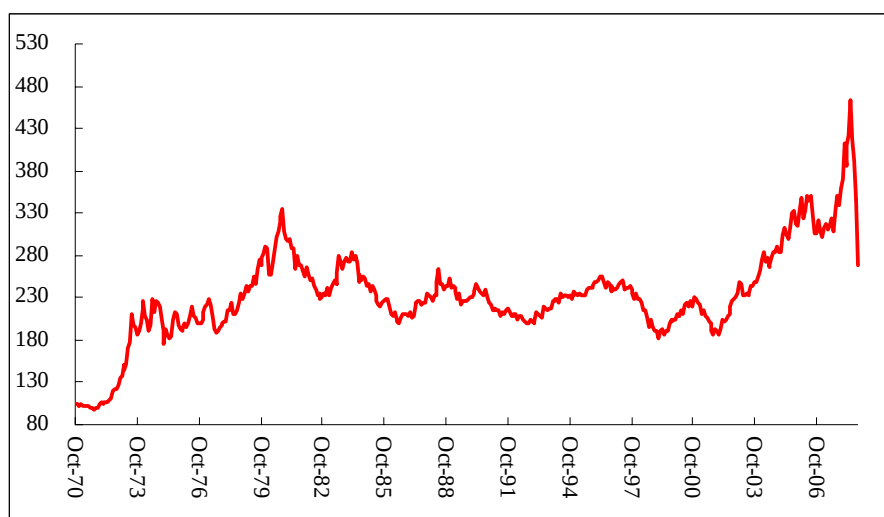
二、大宗商品价格暴跌支持经济增长

就对外部门而言，还需要考虑进口方面的变化。正如以前我们所讨论的那样，进口的波动受到国内需求强弱、特别是国内总供求松紧的强烈影响；此外，由于中国出口中包含的进口内容，进口快慢还直接受到出口波动的影响。

然而，在此我们想讨论的重要事实是：大宗商品价格近来的暴跌将在 2009 年显著改善中国的贸易条件，降低中国的进口成本，从而对经济增长构成明显的推动和支持。尽管商品价格的下跌是一次性的，但其在 2009 年形成的收入效应大约可以抵消出口下降的影响。总体上来看，2009 年中国的贸易顺差可能重新恢复增长，这一趋势在上半年应该相当确定。

观察 CRB 大宗商品价格指数变化可以看到（见图 15），2008 年 7 月份以来大宗商品价格出现急速下跌，这一过程目前也许还没有结束。

图 16：CRB 指数变化（%）

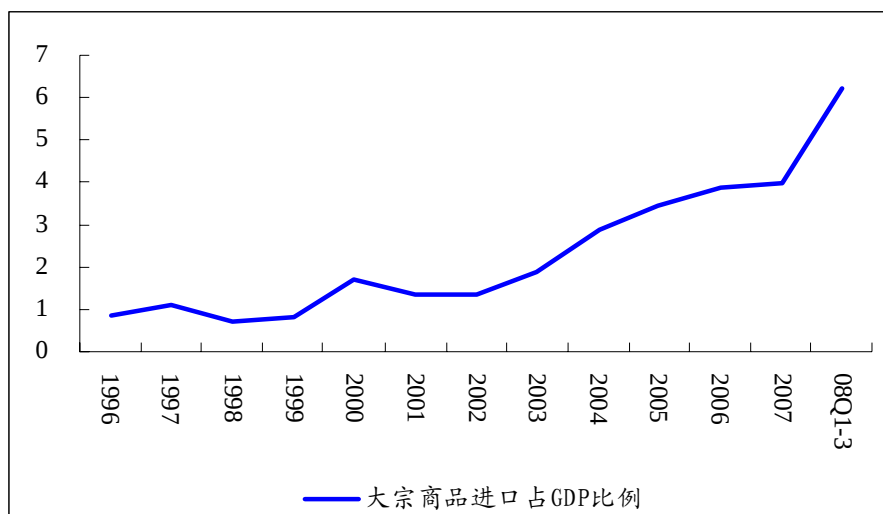


数据来源：CRB，安信证券

我们还知道，中国是一个大宗商品的净进口国。迄 2008 年三季度为止，中国大宗商品的净进口占中国 GDP 的比重大约在 6—7%（见图 16），这与房地产投资的占比大致相当。显然，在大宗商品价格暴跌的背景下，通过贸易条件的改善和进口成本的下降，居民和企业的实际收入水平会出现上升，并通过这样的收入

效应形成对经济增长的支持。

图 17: 中国大宗商品进口占 GDP 的比例 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

注: 此处大宗商品包括铁矿砂及其精矿、原油和成品油

从产品结构来看, 中国进口的大宗商品主要是原油、成品油和铁矿砂, 这些领域大宗商品价格的暴跌尤为明显 (详见下表)。那么这一影响大约有多大呢?

表 I: 中国主要大宗商品进口价格波动情况 (%)

进口价格涨幅	铁矿石	原油	成品油
2006	-4.22	21.82	28.52
2007	37.81	6.80	15.08
2008E	70	60	70
2009E	-30	-27	-20

表 II: 中国主要大宗商品进口数量波动情况 (%)

进口量增长	铁矿石	原油	成品油
2007	17.57	12.41	-7.12
2008E	20.00	-17.00	-8.00
2009E	-30	-10	-10

表 III: 中国主要大宗商品进口占比情况 (%)

进口占比	铁矿石	原油	成品油
2006	2.63	8.39	1.96
2007	3.54	8.33	1.71
2008E	5.38	11.76	2.93

表 IV: 大宗商品价格波动对中国进口增速的影响 (%)

	铁矿石	原油	成品油	合计
2007	1.30	-1.42	-0.25	-0.36
2008E	1.37	3.68	0.86	5.91
2009E	-3.76	-9.21	-2.38	-15.35

数据来源: CEIC, 安信证券

注: 此处假设石油价格 11 月以后逐步回升并从 2009 年年初开始稳定在 80 美元/桶; 铁矿石价格则假设下降 30%。

静态来看, 如果 2009 年中国大宗商品进口到岸价格比 2008 年下降 30%, 应该不会是极端的估计, 这也是前文表格的估算所使用的假设。此时给定其他条

件不变，中国进口的增速将会下降 15 个百分点，与出口可能的下降幅度大体接近。实际上，如果大宗商品进口到岸价格出现 50% 的下降，也不令人意外，但此时进口的下降幅度将会更大，并超过出口的降幅。

需要说明的是，这些推算假设商品价格的波动外生并独立于中国进口的增减，对于原油和成品油而言这一前提应该没有问题，铁矿砂的情况可能略为复杂，此处不深入讨论。

因此，总结进口和出口的情况看，并考虑到国内供求的平衡格局对进口的影响，看起来 2009 年贸易顺差将重新恢复增长，这在上半年尤为确定。

三、投资受到存货调整和地产冻结的冲击

目前投资领域面临着三个方面的压力：一是存货调整；二是住宅市场冻结；三是次生效应。

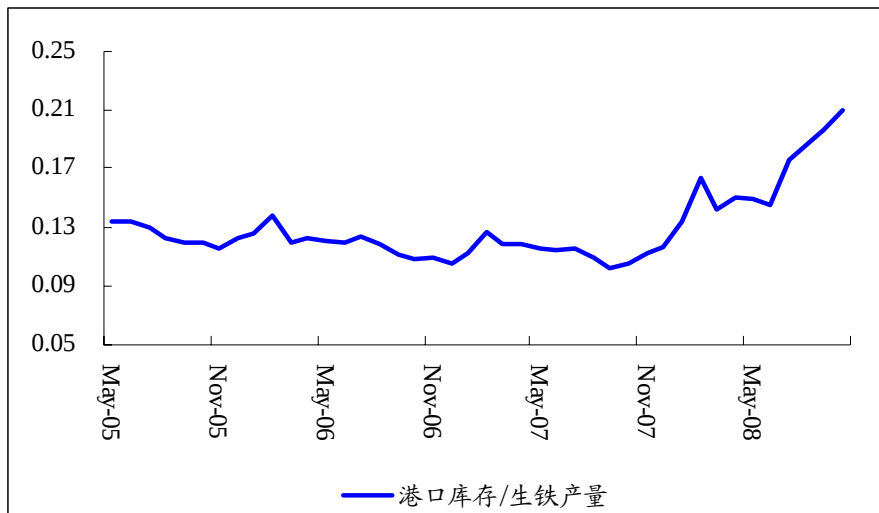
（一）存货调整压力

2008 年上半年国际大宗商品价格急速上涨，再加上其他一些原因，推动了通货膨胀预期的形成。受此影响，企业普遍出现对原材料、半成品和制成品的囤积行为，形成存货的主动积累。

例如，观察中国港口铁矿石库存和季度中国生铁生产量的比例（见图 18），可以看到在 2007 年底之前的很长时间内，这一比例大约维持在 0.1 附近，但 2008 年上半年开始持续异常攀升，迄 3 季度为止大约较正常水平翻了一番。这在很大

程度上反映了进口商在价格将进一步上涨的预期作用下，对铁矿砂进行投机，主动积累和囤积存货的行为。

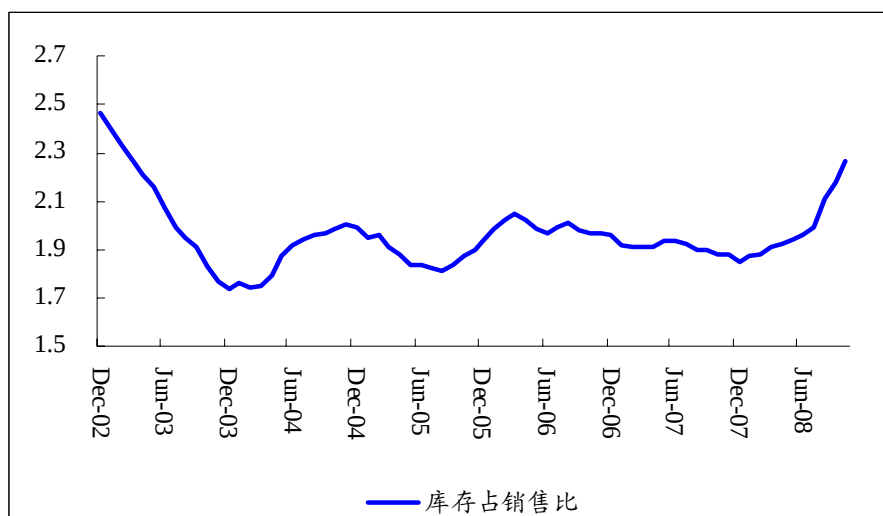
图 18：铁矿石港口库存与生铁产量比例



数据来源：Bloomberg, My steel, CEIC, 安信证券

另外存在的一种情况是，由于需求的意外下降，企业的生产过程没有及时调整，从而被动积累了一定数量的存货。例如，由于房地产市场的冻结，2008 年 3 季度以后房地产开发投资开始快速下降，钢铁需求迅速萎缩，受此影响，钢铁生产企业出现一定程度的存货被动积累（见图 19）。

图 19：大中型企业钢铁库存销售比（%）



数据来源：CEIC，安信证券

注：库存数据为过去 12 个月滚动平均，销售数据为过去 12 个月滚动加总

在大宗商品价格暴跌的背景下，通货膨胀预期迅速消失，由此形成的主动存货积累面临明显压力；需求意外下降导致的存货被动积累也需要企业对生产进度做出调整。看起来这样的去除存货过程至少包括三个部分的内容：

第一、企业需要大量计提存货跌价准备。这对目前企业当季盈利造成了非常大的压力。一般认为这一影响在 2008 年四季度和 2009 年一季度会比较严重。

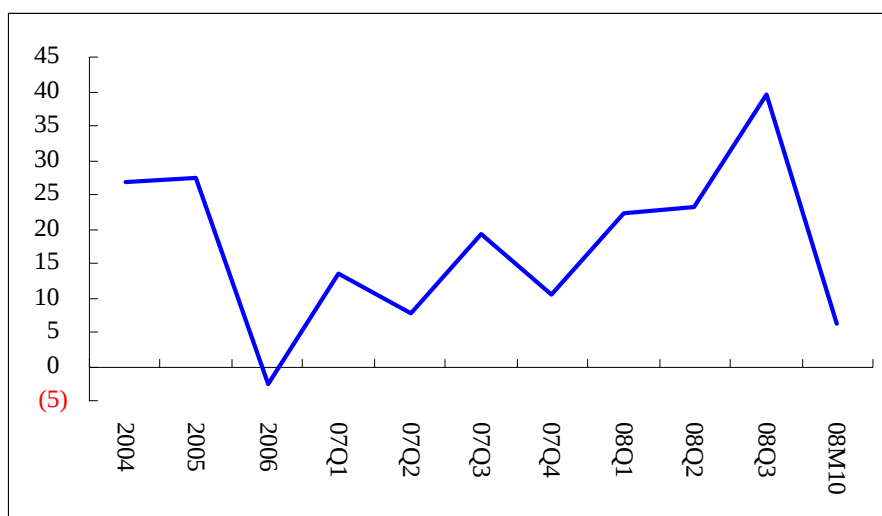
第二，企业需要降低采购量来消化原材料和半成品的存货，需要减慢生产进度来消化制成品存货。这意味着在宏观层面经济会出现快速的下降和收缩。中国工业生产在 2008 年 10 月份之后的急速下降与此存在一定关联。

第三，在大宗商品价格暴跌的背景下，大宗商品开采和冶炼领域的投资、相关替代能源的研发和投资、以及为此进行的基础设施投资都将被迫全面清理，并大幅度收缩，这也会降低经济的总需求（见图 20）。

例如在油价跌破 40 美元的背景下，替代能源投资项目的商业合理性需要重

新评估；开采新的油田并为此修建道路和港口的商业合理性也需要重新考虑。这样的需求调整在短期内对经济形成了非常大的一次性冲击，其对中国出口和国内经济的影响在 2008 年 10 月份以后也开始暴露出来。

图 20：黑色金属冶炼及压延投资（%）



数据来源：CEIC，安信证券

注：2004 年前后数据不可比；2007 年以后为季度数据，其中，08 年 10 月为月度数据

一般认为存货调整的周期不会很长，比如在 2-3 个季度之间。以这样的周期来考虑，2008 年四季度和 2009 年一季度经济还会有非常大的下降，这一过程甚至可能持续到 2009 年二季度。

但是随着存货调整的结束，经济增长率应该会出现明显的恢复性反弹。

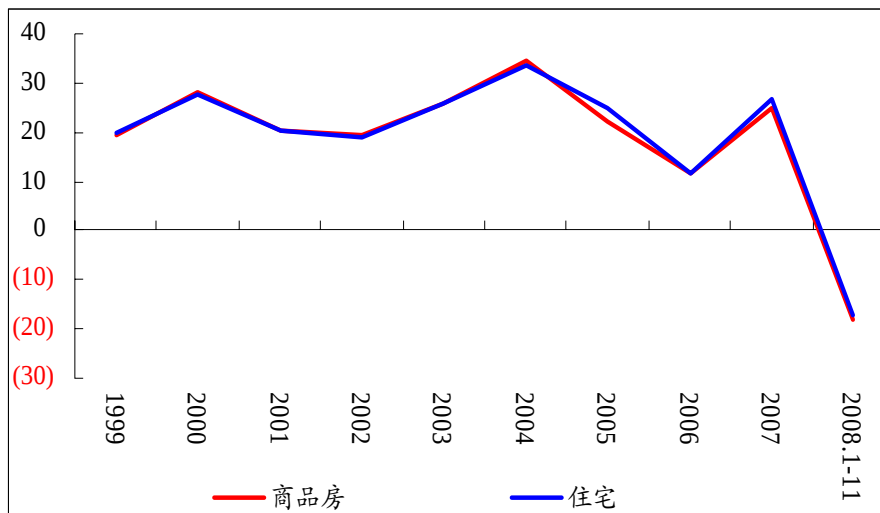
（二）住房市场的冻结

如果说大宗商品价格暴跌等因素在短期内通过存货调整机制正对经济形成非常大的冲击，那么住房市场调整对经济的影响目前正在全面显露，其影响至少

在中期内（例如一年以上的时间内）将持续存在，并且幅度可观。

图 21 显示了以面积来衡量的中国商品房销售增速。容易看到，2008 年中国商品房销售显著收缩，增速较 2007 年下降超过 40 个百分点，幅度之大前所未见。

图 21：商品房销售增速（年度，%）



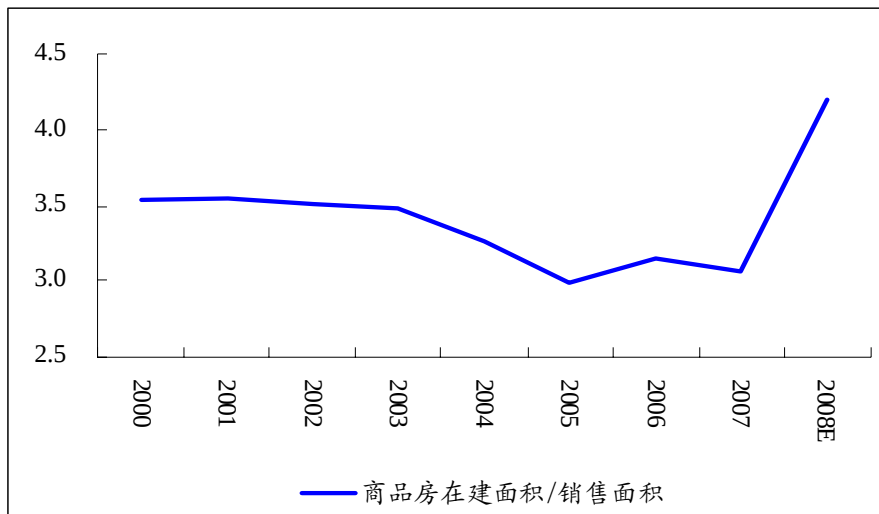
数据来源：CEIC，安信证券

注：商品房销售数据截止 2008 年 11 月，住宅销售数据截止 2008 年 10 月

受商品房市场销售急速下降的影响，其库存开始快速积累。如果以在建面积与销售面积的比来大体估算存货情况（见图 22），可以看到在正常情况下，这一比例大约在 3 附近的水平，但目前该比例已经上升到接近 4.5 的高位。

这显示如果销售情况在未来没有明显改善，即使将新开工面积缩减到 0，也需要一年以上的时间才能将在建面积调整到正常水平附近。

图 22：商品房在建面积与销售面积比



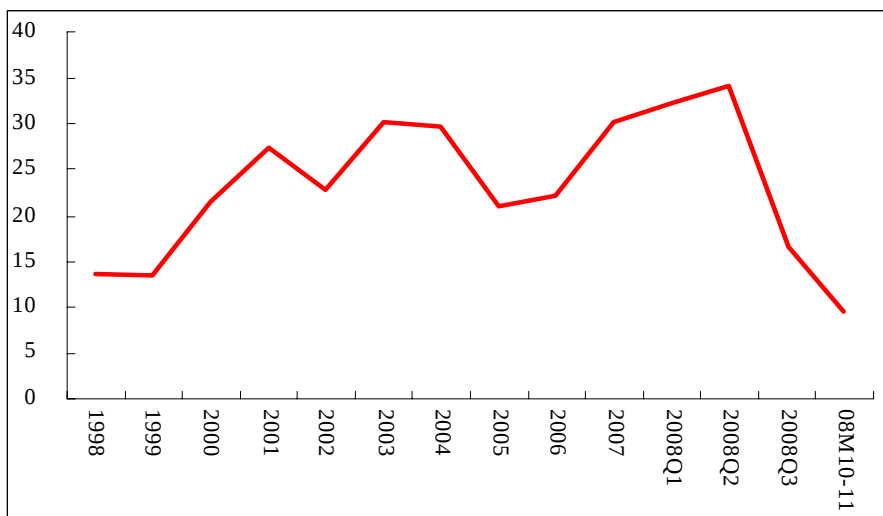
数据来源：CEIC，安信证券

实际上，中国商品房销售领域出现的问题在 2008 年 5 月份已经可以看得比较清楚²，当时就可以断言自 2008 年下半年起，房地产投资将开始下降，并对许多相关行业产生明显冲击，实际情况确实如此。

图 23 显示了房地产开发投资增长情况，容易看到从 2008 年三季度开始，房地产开发投资增长率开始快速下降，迄今尚无稳定迹象。实际上考虑到目前销售和库存方面的情况，即使 2009 年一季度房地产开发投资出现两位数的负增长，也不会令人意外。

图 23：房地产开发投资增长情况（%）

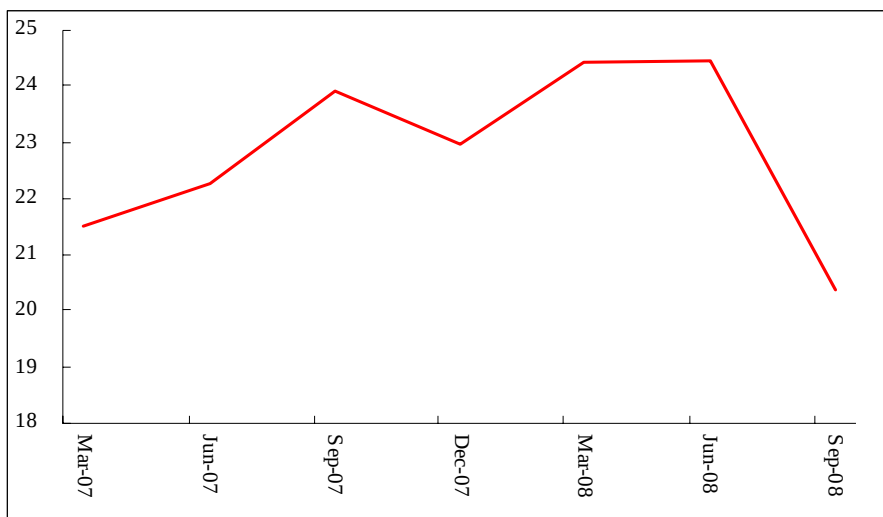
² 实际上我们在 2008 年 6 月份的半年度策略会议上以及相关的主题报告中，就已经开始强调房地产市场调整对经济的影响值得高度关注。



数据来源：CEIC，安信证券

受房地产开发投资急速下降的影响，中国建筑业总产出的增长率自 2008 年三季度以后开始明显放缓（见图 24）。

图 24：建筑业总产出的增长（季度数据，%）



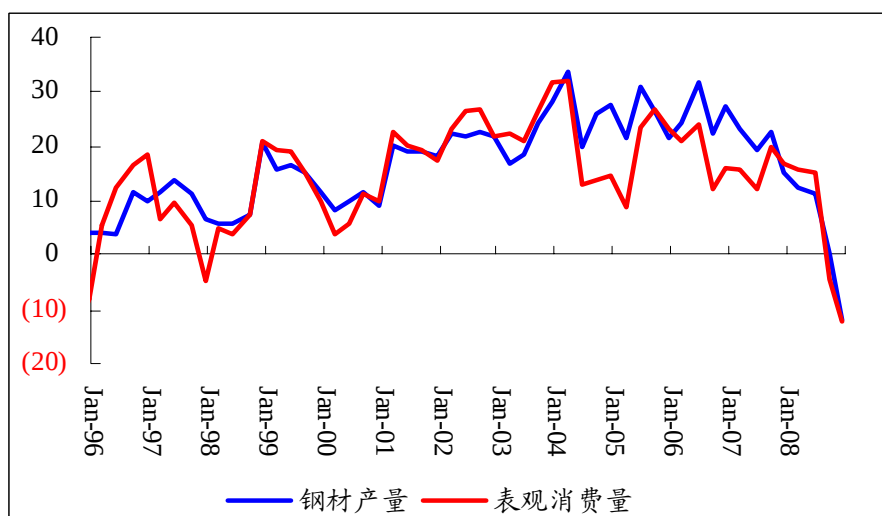
数据来源：CEIC，国家统计局，安信证券

注：此处增长未扣除价格因素

房地产开发过程形成了对钢铁、建材、有色金属和化工等行业的终端需求，

并进而影响到电力、煤炭、铁路、港口和远洋运输等相关行业。因此，在房地产开发投资下降的同时，钢铁、建材和电力等行业的生产受到巨大压力（见图 25-图 28）。

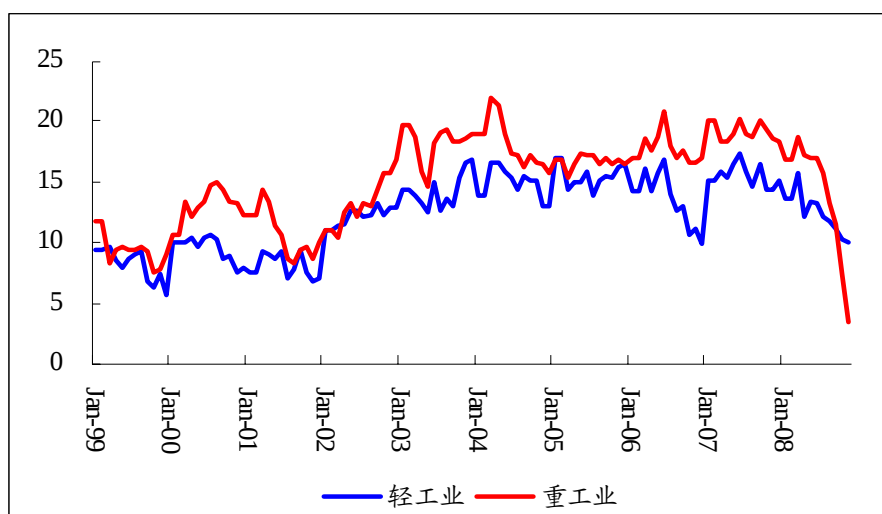
图 25：钢铁产量和表观消费量增长情况（%）



数据来源：CEIC，安信证券

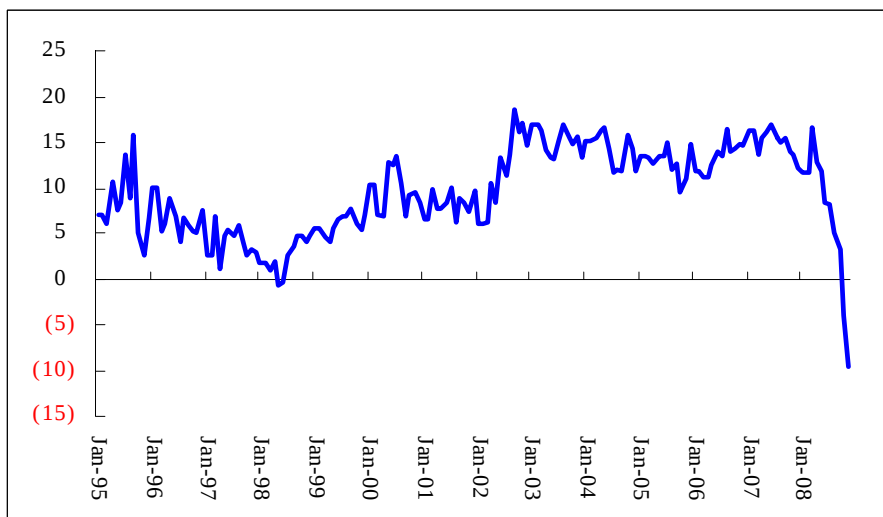
注：今年 4 季度的数据仅包含 10—11 月的数据

图 26：轻、重工业生产增长情况（%）



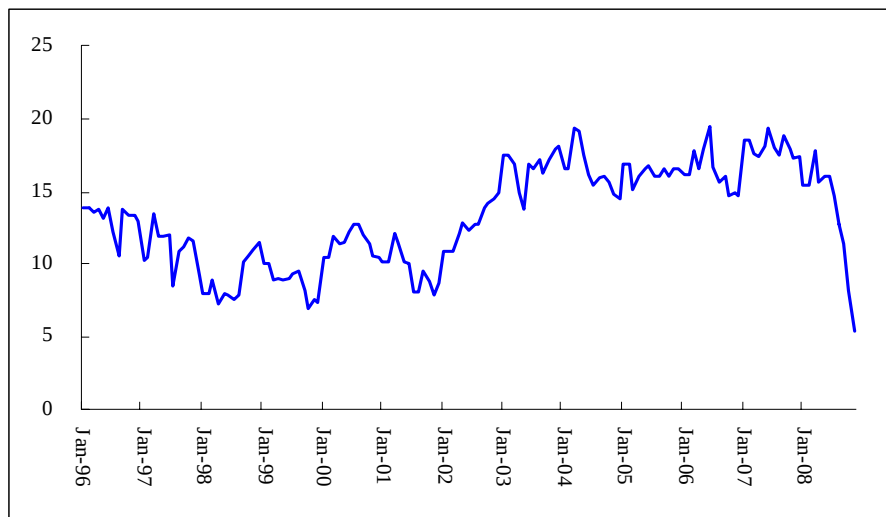
数据来源：CEIC，国家统计局，安信证券

图 27：发电量历史增长情况（%）



数据来源：CEIC，国家统计局，安信证券

图 28：工业生产增长（%）



数据来源：CEIC，安信证券

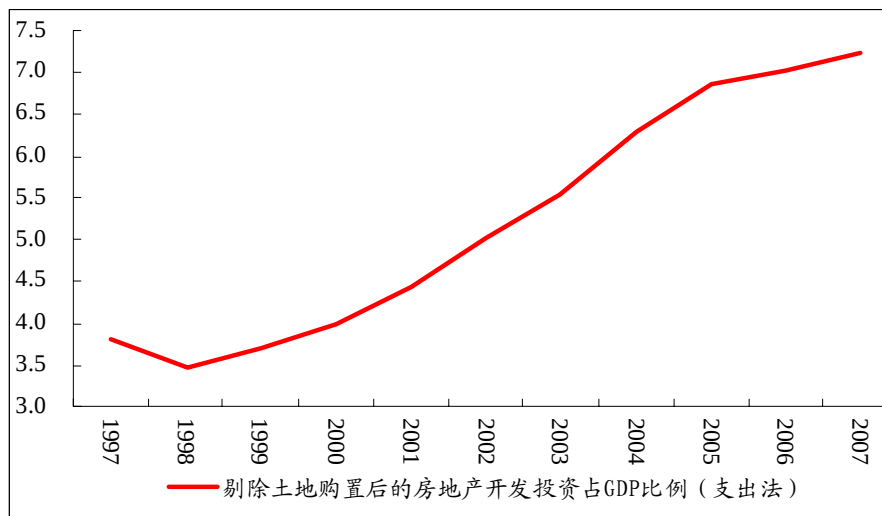
目前的快速降息和扶持房地产行业的相关政策将有助于加速房地产的库存

清理过程，但高估的房地产价格在下降过程所表现出的粘性、以及经济下降导致居民收入预期恶化等因素也在妨碍着市场的出清速度，未来几个月房地产市场的存货调整速度有多快，仍然是值得我们密切关注的数据。

在这样的背景下，从较长的时间跨度看问题，我们还需要知道的是：中国经济对房地产市场的依赖程度是不是太高？房地产作为经济增长引擎的历史作用是不是已经终结？

剔除土地购置费用以后，中国房地产开发投资占 GDP 比例的历史序列见图 29。容易看到自 1998 年住房制度市场化改革以来，该比例持续上升，目前大约在 7% 附近；这一变化显然反映了房地产逐步成为经济增长引擎的结构变迁。

图 29：剔除土地购置费后的房地产开发投资占 GDP 比例（%）

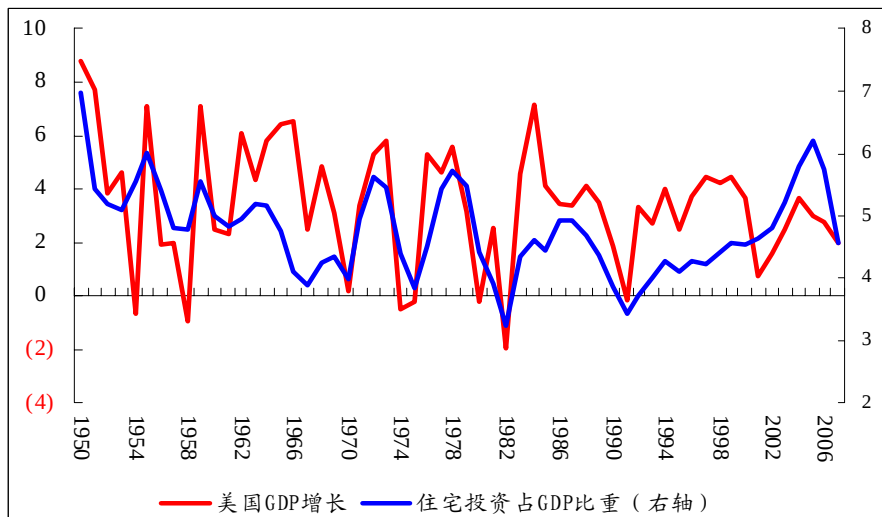


数据来源：CEIC，统计年鉴，安信证券

在中国房地产开发领域，住宅所占比重大约在七成到八成之间，这暗示住宅投资占 GDP 的比例大约在 5-6% 之间。作为对比，美国 1950 年以来住宅投资比

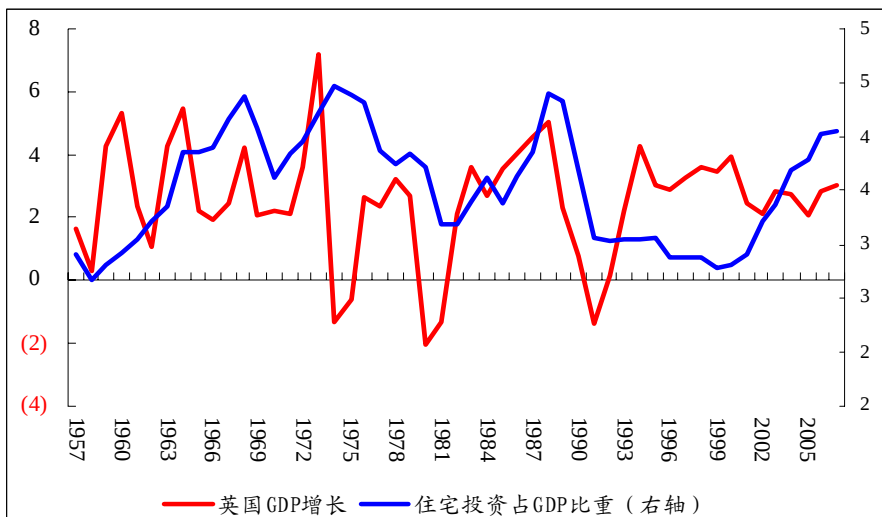
例的平均水平大约在 4.5%，英国可能接近 4%（见图 30 和图 31）。与其相比，中国目前的住宅投资比重似乎偏高。

图 30：美国经济增长与住宅投资占比（%）



数据来源：CEIC，安信证券

图 31：英国经济增长与住房投资占比（%）



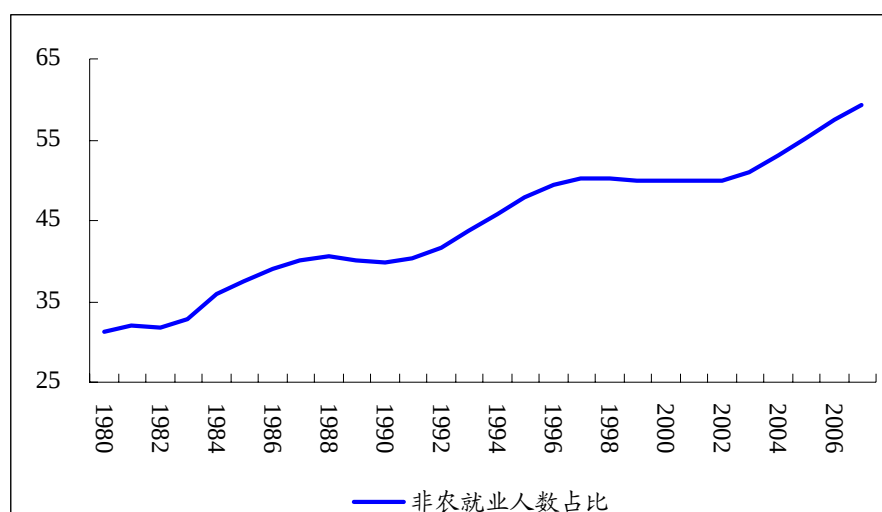
数据来源：CEIC，安信证券

然而，需要注意的重要事实是中国仍然处在城市化进程中，这对住宅投资形

成明显支持，而美英等国在 1950 年之前早已完成城市化。考虑到这一因素，也许有必要考虑中国目前的城市化进度，并与处在相似历史时期的其它国家进行对比。

如果以非农就业人口占有所有就业人口的比例来衡量城市化进度，容易看到 2007 年中国的比例在 60% 附近（见图 32），这与 1978 年 30% 的水平相比显著提升，表明过去 30 年中国城市化程度不断加深。

图 32：中国非农就业人数占总就业人数比例（%）



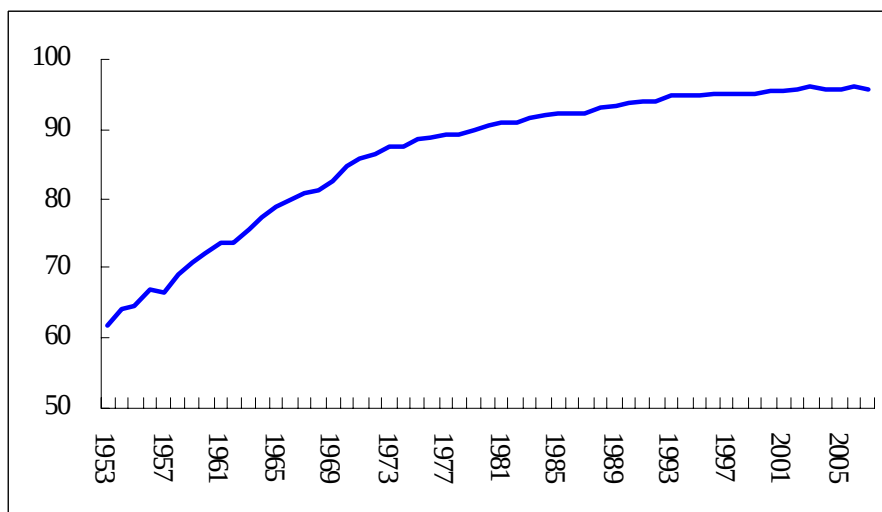
数据来源：CEIC，安信证券

然而这一比例在国际比较中大约处在什么位置呢？这大约相当于日本 1955 年（见图 33）以及韩国 1980 年前后的水平（见图 34）。在 1975 年日本基本完成城市化以及 1995 年韩国基本完成城市化的时候，这一比例均已上升到接近 90% 的水平。

以此为基础，并结合草根层面的证据来判断，应该说中国目前仍然处于城市

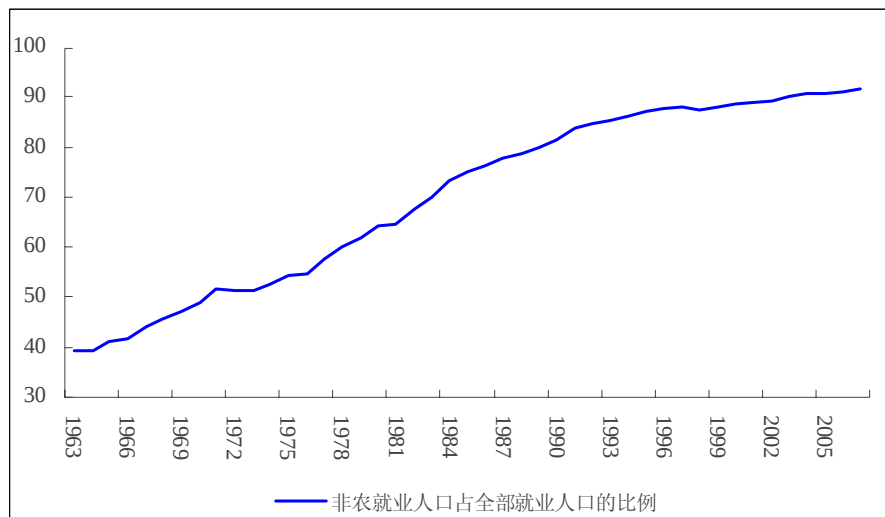
化相对中期的阶段，房地产市场在需求层面未来仍然存在比较强的支持。

图 33：日本非农就业人员占总就业人员比例（%）



数据来源：CEIC，安信证券

图 34：韩国非农就业人员占总就业人员比例（%）



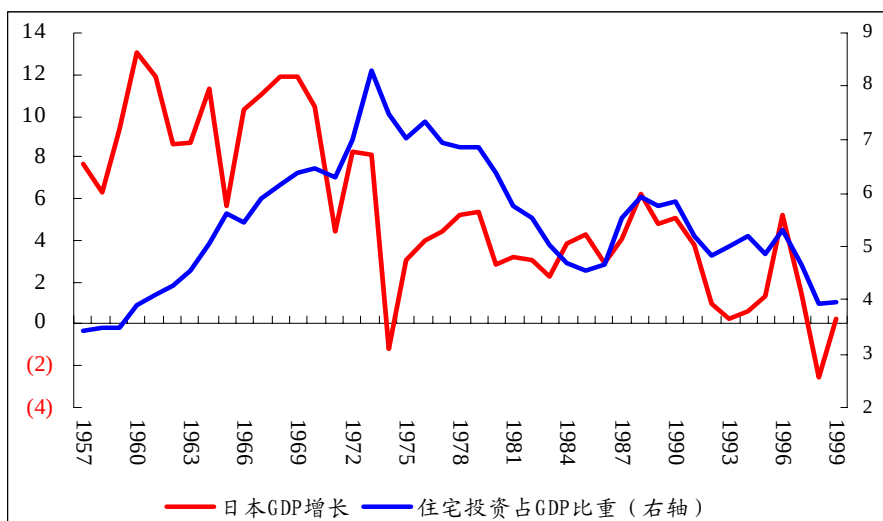
数据来源：CEIC，安信证券

那么，日本在 1975 年之前的高速城市化进程中，住宅投资的表现如何呢（见

图 35) ?

容易看到，在日本 1952—1974 年城市化高速发展时期，其住宅投资占经济的比重持续上升，并最终达到 8% 的水平，明显高于我们目前的比例；在 1960 年代的大部分时间，日本住宅投资的比例都在 6% 以上。

图 35：日本经济增长与住房投资占比 (%)



数据来源：CEIC，安信证券

这些对比暗示，中国经济对房地产市场的依赖程度应该大体正常，同时房地产作为经济增长重要引擎的作用在未来将继续发挥。在这一意义上，房地产市场目前所面临的调整压力应该是中期的。

(三) 需求冲击的次生影响

我们知道从 2002 年到 2007 年，中国经济经历了持续 5 年的扩张和繁荣，在此过程中，经济各领域不可避免地会积累大量的过剩和不平衡；在经济的下降和

收缩过程中，这些过剩和不平衡需要全面清除。那么这些过剩和不平衡的本质是什么呢？

尽管存在许多技术性的原因和解释，但是产生过剩和不平衡的根源可能在于人性，在于人性在贪婪和恐惧之间的摇摆。

在持续的经济上升和繁荣过程中，人们对于未来的看法会不断向着更加乐观的方向调整，这意味着有许多投资项目、许多消费行为和许多信贷决策将建立在过于乐观的商业假设基础上。

在经济进入收缩和调整过程的时候，这些投资项目和信贷决策的商业合理性将受到考验，并会因此形成企业的关闭和破产，形成银行的坏帐，从而迫使经济进入对过剩和不平衡的清除和修理过程。

由于这样的原因，一般来说，长期的经济繁荣之后，通常都会出现比较剧烈的经济调整。

因此，在推断 2009 年之后的经济调整趋势时，需要记住的重要事实是 2002—07 年期间中国经济经历了持续的加速和繁荣，并必然在此过程中积累许多的不平衡因素。

随着时间的推移，这些不平衡因素将逐步暴露出来，从而对经济造成压力，并需要时间来进行必要的清除。

这些不平衡因素至少将表现在两个相互联系的层面：

第一、银行资产负债表的风险。如果银行不良资产全面上升，资本基础受到侵蚀，就很容易产生惜贷现象，并妨碍货币政策的传导和经济的恢复。

第二、企业的关闭和破产以及企业和住户的去杠杆化过程。不恰当的投资项目将需要通过破产来清除；过于乐观的假设所支持的企业扩张和住户消费将需要收缩，并形成去杠杆化的资产负债表修理过程。

这些次生性的影响因素也将在未来较长时间内制约投资增长。

四、消费增长拐点已现

消费的情况应该还是比较清楚的，即全面减速过程已经开始。

造成消费减速的原因主要来自于两方面：

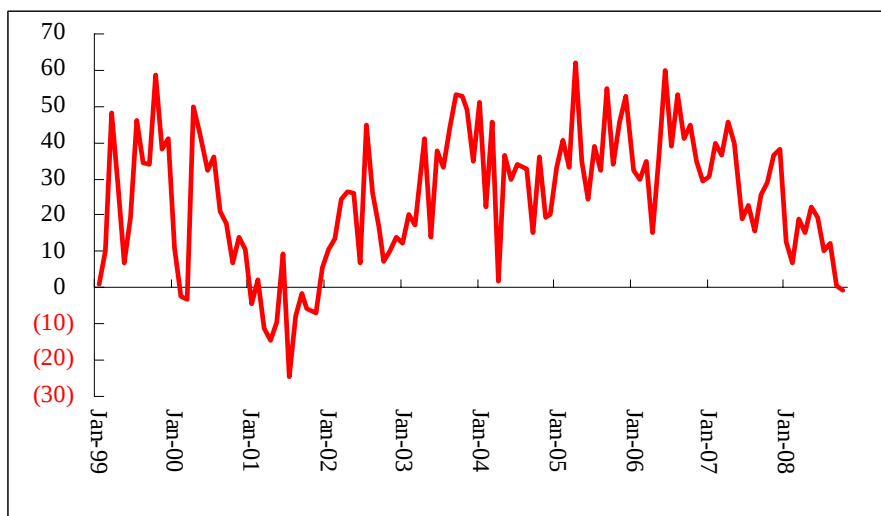
一是各类资产市场（包括股票³和房地产市场等）大幅调整带来的显著的财富损失，其效应自 2008 年下半年开始对消费产生明显影响。

二是失业率上升、就业安全感下降，与之相伴随，居民收入增长开速减速，收入增长预期恶化等。

2008 年三季度之前，消费领域的压力主要集中在部分市场，例如房地产市场冻结对家具、家用电器以及建筑装饰材料等产品的影响（见图 36）；上半年油价高涨和资本市场暴跌对汽车消费也产生了比较显著的抑制作用（见图 37）；然而这段时期总量的消费增长率保持强劲，无论观察名义还是实际数据均是如此。

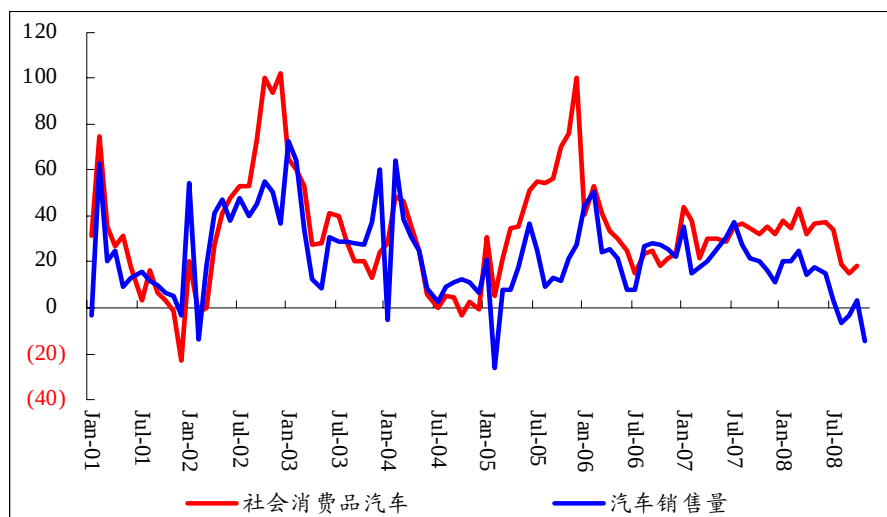
图 36：家具销售增长（%）

³ 2008 年 9 月与 2007 年底比较：股票市场财富增减占 GDP 比例：流通市值损失占 GDP 比例超过 20%；总市值损失占 GDP 比例接近 90%。



数据来源：CEIC，安信证券

图 37：汽车销售增长（%）

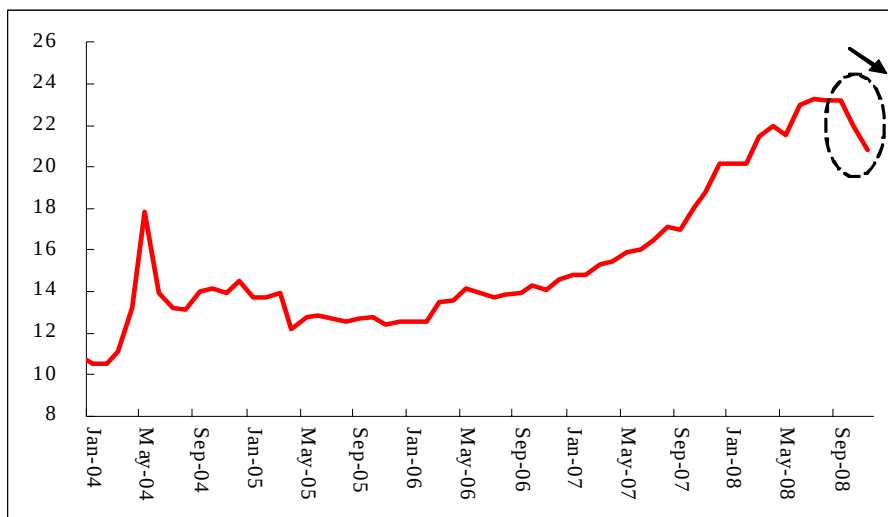


数据来源：CEIC，安信证券

然而 2008 年 10 月份以后，社会消费品零售增长率开始明显减速（见图 38），其各大类的组成部分均出现销售放慢的势头，我们认为这意味着消费增速拐点的出现，并预期在未来较长时间内消费增长率可能波动下行。尽管消费下降存在负向财富效应释放的一次性冲击，但这更大程度上来源于经济周期下降的内生影

响。

图 38：社会消费品零售增长（%）



数据来源：CEIC，安信证券

如果我们沿着时间轴来总结前文的讨论，应该看到在经济面临的诸多冲击中，有一部分是短期性的，在未来 1-2 个季度内会对经济增长造成非常大的压力，但是一段时间过去以后，这些冲击就消失了。这其中最明显的是工业企业的存货调整；但也包括负向财富效应对消费的一次性影响，以及大宗商品价格下跌造成的基础资源领域投资的下降。有一些比较乐观的估计认为 2009 年下半年全球经济有可能重新恢复增长，如果这样的看法能够成立，那么全球经济周期性下降对中国出口的压力也属于比较短期的冲击。

在短期压力之外，有一些冲击持续的时间可能是中期的，比如住房市场的冻结。住房销售一旦恢复增长，将带动建筑装修、家具等消费品的扩张，并通过加速存货调整推动房地产开发投资的反弹。住房销售方面的情况仍然存在许多不确

定性，但从房地产开发投资的角度来看，增速的反弹可能要等到 2010 年，当然这方面的判断存在许多不确定性。

目前中国经济显然还面临一些持续时间将相当长的冲击因素，这包括汇率升值压力对出口结构的影响，包括全球经济再平衡过程对经济增长模式的影响，以及对经济扩张过程之中所积累的过剩和不平衡因素的全面清除。更一般地看，经济的收缩过程是一次破坏性的重建，这样的破坏和重建过程都需要比较长的时间来完成。

2008 年四季度到 2009 年一季度，也许还包括二季度，影响经济的长、中和短期因素都在发生作用，并导致经济增增长率快速下降；但 2009 年下半年以后，随着短期冲击因素的消失，以及刺激性的宏观经济政策开始全面发生作用，经济增长率可能出现明显反弹，并形成“V”型走势，当然中长期冲击的持续存在意味着 V 型的右侧会明显低于左侧的高度。

五、财政货币政策的积极作用

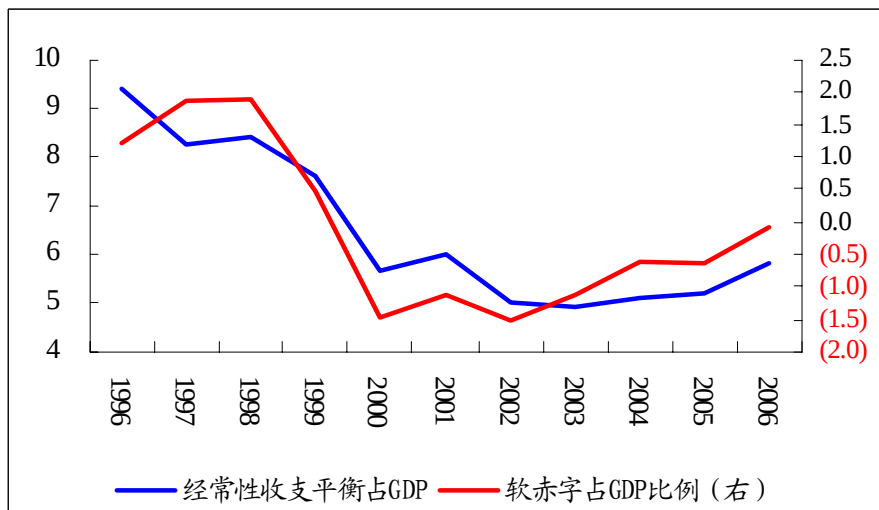
宏观经济政策的重要目标是通过反周期操作熨平经济波动，在目前经济快速下降的背景下政府启动了全面的经济刺激政策，这无疑十分必要和明智。那么中国的财政和货币政策是否能够对于稳定经济产生必要的影响呢？。

政府财政方面的情况是比较清楚的，无论从收支指标看，还是从债务依存度指标看，中国政府的财政状况目前都处于相当稳健的水平，完全有能力支持在未

来一两年的时间里，对经济进行有足够力度的刺激，并使得刺激政策的实施不危害财政的可持续性。

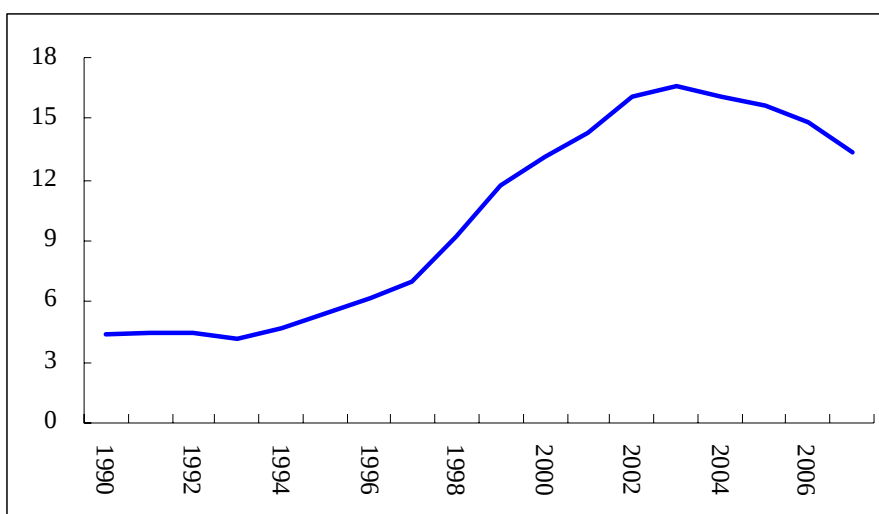
2008 年中国财政赤字占 GDP 的比例不到 1%；财政正常债务占 GDP 的比重大约在 15% 附近（见图 39 和图 40）。作为对比，OECD 国家的平均情况是：政府债务余额占 GDP 的比重在 60% 附近，财政赤字一般在 2-3% 之间（见图 41 和图 42）。

图 39：中国政府财政盈余占 GDP 比例（%）



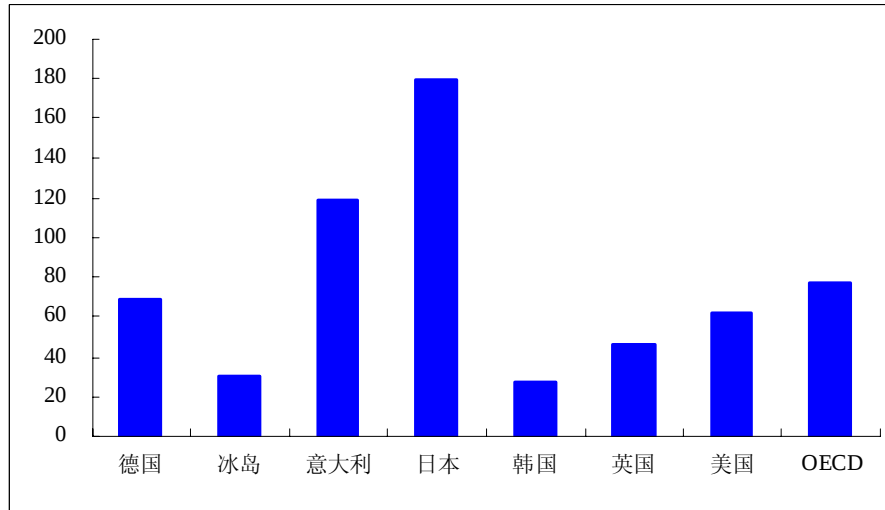
数据来源：CEIC，安信证券

图 40：中国政府的债务依存度（%）



数据来源：CEIC，安信证券

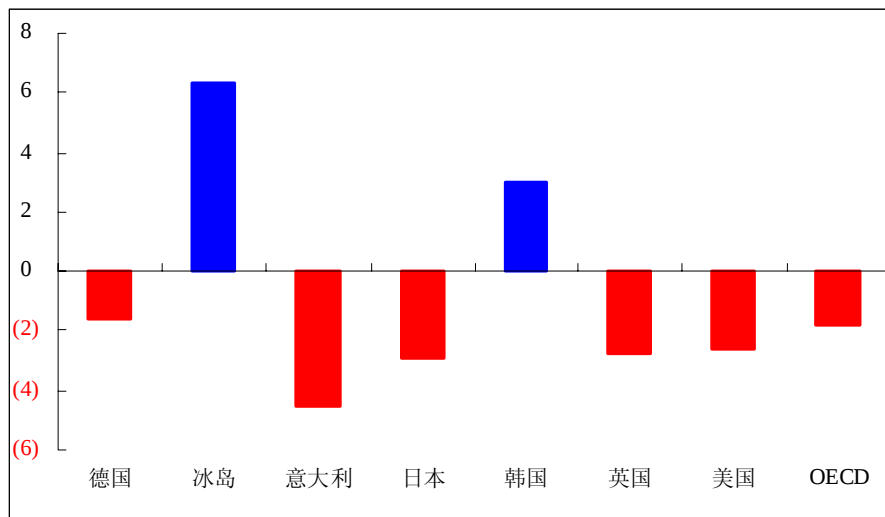
图 41：OECD 主要国家债务余额占 GDP 比重（%）



数据来源：OECD，安信证券

注：此处债务余额占 GDP 比重为 2006 年数据

图 42：主要国家财政盈余（赤字）占 GDP 比重（%）



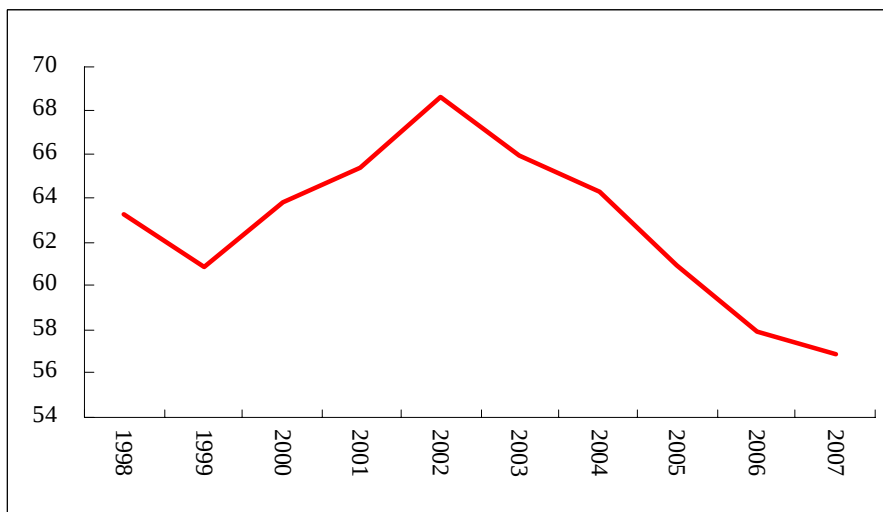
数据来源：OECD，安信证券

注：此处债务赤字占 GDP 比重为 2006 年数据

我们还可以将中国的情况与印度进行对比（见图 43 和图 44）。2007 年印度

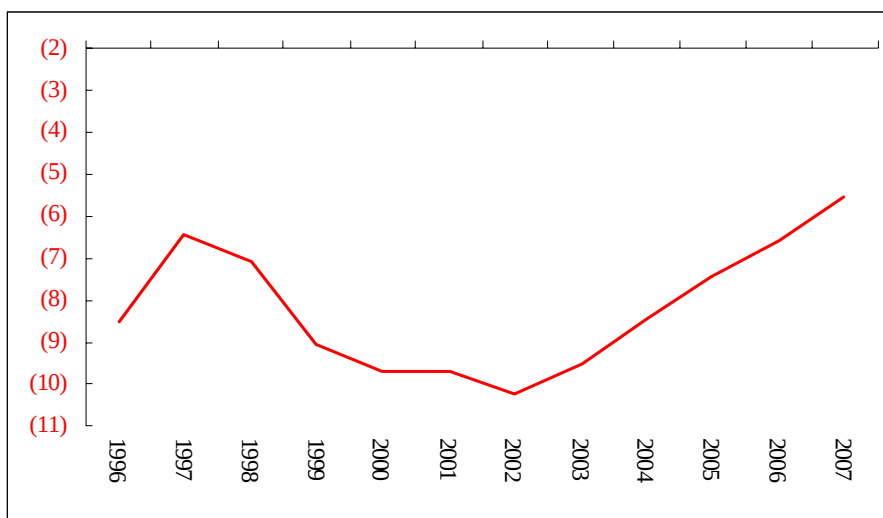
的债务依存度为 57%，财政赤字占 GDP 的比重超过 5%。

图 43：印度中央政府债务余额占 GDP 比重（%）



数据来源：CEIC，安信证券

图 44：印度政府部门财政赤字占 GDP 比重（%）



数据来源：CEIC，安信证券

注：此处赤字为：Gross Fiscal Deficit

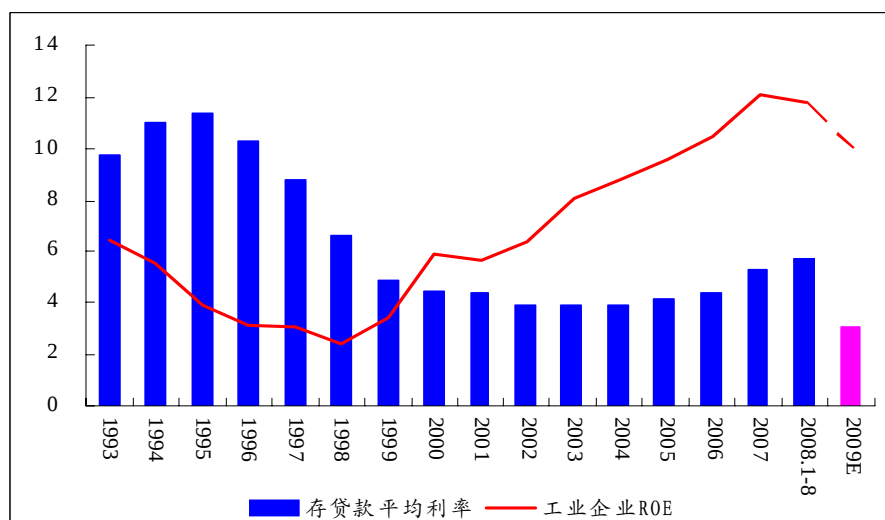
从货币政策角度来看，最主要的方法当然是大幅度减息，以及鼓励银行投放信贷。此前我们曾担心银行会出现明显的惜贷倾向(就如 1998 年所发生的那样)，

但是从 9 月份以来的信贷数据看,信贷增长率温和加速,月度新增贷款连续放量;其中 2008 年 11 月份的信贷投放量十分庞大。尽管我们还不清楚这样的趋势是否可以维持,但至少在目前来看,对银行惜贷的担心可以有所缓解。

货币政策影响经济的渠道广泛而且复杂,例如货币政策放松可以诱导商业银行主动进行信贷创造,这将支持资产市场估值水平的抬升,但货币政策操作对企业资产负债表和现金流报表能够产生影响,这显然是其传导机制的重要一环。以下我们从这一角度来观察问题。

图 45 中的柱状图是中国的存贷款利率的加权水平,其中权重根据企业的负债率来选取;折线则是中国工业企业净资产回报率(ROE)的水平。

图 45: 规模以上工业企业盈利状况(%)



数据来源: CEIC, 安信证券

注: 此处我们假设税率为 33%; 2008 年前后数据不完全可比, 2009 年的 ROE 预测值已经考虑到降息的影响。此外, 存贷款平均利率为根据资金负债率算出的加权平均利率。

我们可以注意两段事实。在 1998 年前后, 当政府正在通过积极的财政政策

全力扩大和刺激内需的时候，容易发现，当时存贷款加权利率接近 7%，而同期工业企业的净资产回报率不到 3%。这一对比有助于我们理解为什么当时刺激内需的政策没有带来私人部门投资的增长。

2001 年以后，企业的净资产回报率显著提升，再加上存贷款利率的下降，两者之间的对比完全扭转，在这样的背景下，我们看到了私人资本的全面扩张和经济的加速增长。

一个很自然的问题是，从 1998 年到 2001 年期间这样的转折是如何实现的？

尽管这期间累计 3600 亿的财政刺激无疑会产生积极影响，但更加重要的可能是两项措施：一是银行坏帐的大规模冲销（包括通过债转股等方法）。数据显示这期间累计冲销的银行坏帐总额超过 13000 亿，大大高于财政刺激的规模；二是大规模的国有企业兼并重组、破产关闭和对员工的下岗分流等。

这些措施大大改善了企业的资产负债表和现金流报表，提升了企业的盈利水平，清除了此前的广泛过剩和不平衡因素，并最终转化为私人投资的全面扩张。

容易看到这期间非常明显的政策失误是利率水平下降太慢，货币政策操作动作迟缓。

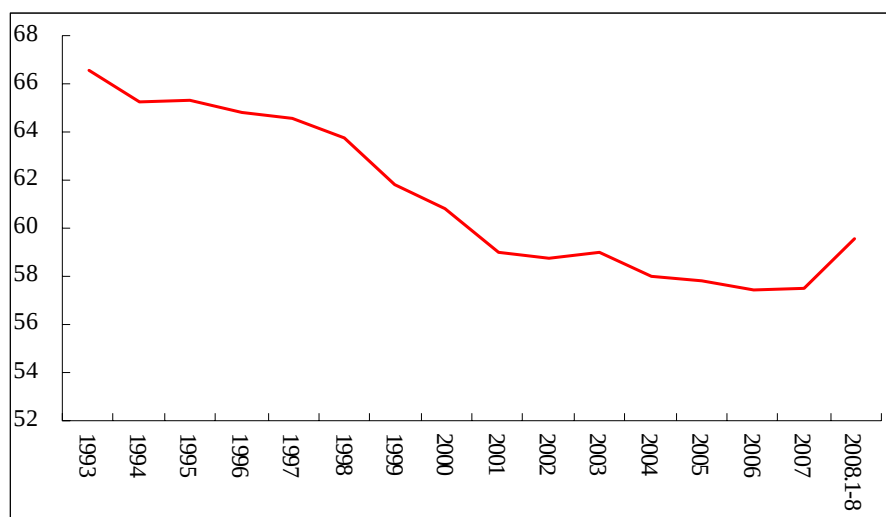
虽然此前我们曾经担心 2009 年货币政策可能重犯 1998 年的错误，但从目前情况来看，这种可能性应该很小。目前在工业企业的净资产回报率快速下降的同时，银行的存贷款利率也在以惊人的速度下降，这对于保护企业的资产负债表和现金流报表，防止出现广泛的不良资产，并支持总需求将发挥明显作用。

我们预期在未来一到两季度里存贷款利率可能继续下调 100 到 150 个基点；

如果进一步考虑到大宗商品价格的暴跌，这两项因素将在 2009 年为企业额外提供大量现金流，从而有助于企业应付需求疲软对资产负债表的影响。

在这样的背景下，另外一个重要事实是，总体上看，目前企业的负债率处在比较正常的区间，虽然一定范围的去杠杆化难以避免，但形成长期去杠杆化过程的压力并不大（见图 46 和图 47）。

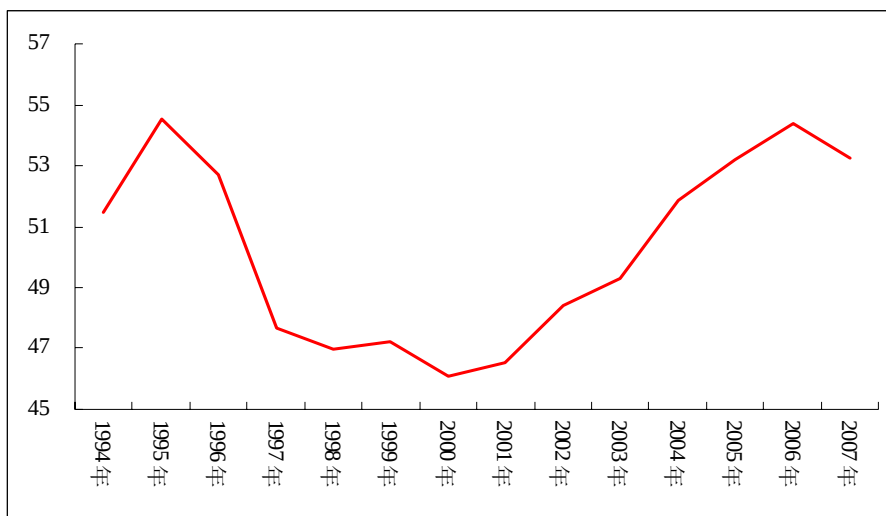
图 46：工业企业的资产负债率（%）



数据来源：CEIC，安信证券

注：2008 年前后数据不完全可比；但比较历年 1-8 月的工业企业资产负债率，可以看到该数据在 08 年出现了小幅抬升的现象，值得关注。

图 47：上市公司（剔除金融）的资产负债率（%）



数据来源：Wind，安信证券

显而易见的事实是，中国仍然维持着庞大的经常账户顺差，国际收支状况相当稳健，而印度和韩国等则面临着资本外流和汇率贬值的压力，并因此限制了其国内政策的空间。

从更基本的微观机制角度看问题，我们可以看到，在过去几个月的时间里，面对需求的快速下滑，企业削减生产、降低价格、控制库存和投资、降低人工成本的努力相当普遍，这显示企业对于需求和价格信号可以做出灵敏的反映，表明在微观机制的层面上，企业的经营机制出现了非常大的改善，这样的改善意味着经济体系开始具有非常强的弹性和韧性。

需要强调的是，这样的微观机制是降低需求冲击的破坏力，并使得经济可以快速修复和恢复的重要基础，而在此前的中国经济波动中，这样的基础是不存在的。

如果把我们的对于经济的看法和判断打一个形象的比方，我们可以说 2009 年

以后支持经济增长的力量就象一个接力赛一样。

接力赛的第一棒是政府的财政货币刺激,其目的是在经济面临一系列内外冲击的背景下,将经济增长维持在接近潜在增长率的水平。考虑到目前经济的潜在增长率可能在 9-10% 之间,一般认为这意味着需要将增长率至少维持在 8%—9% 之间。为了实现这一目标,就需要在短期之内扩大财政支出的规模,需要通过减税和降息支持私人部门的需求。

到 2009 年下半年,随着工业企业存货调整的结束和其它短期冲击因素的消失,再加上刺激政策开始全面发生作用,经济增长率可能从上半年非常低的水平开始反弹,并达到 8% 以上的位置。

中期之内支持经济调整和恢复的重要力量将是房地产市场的解冻和恢复,这方面还存在一些不确定性。但房地产市场一旦解冻和恢复以后,再加上全球经济周期性下降过程的结束,私人部门的消费和投资将受到全面影响,此时财政货币政策将逐步正常化,但这可能要到 2010 年以后才会出现,这是接力赛的第二棒。

接力赛的第三棒是经济结构和增长方式调整的基本完成,经济过剩和不平衡因素的全面消除,以及破坏性重建过程中重建阶段的全面出现,这可能需要比较长的时间来实现。

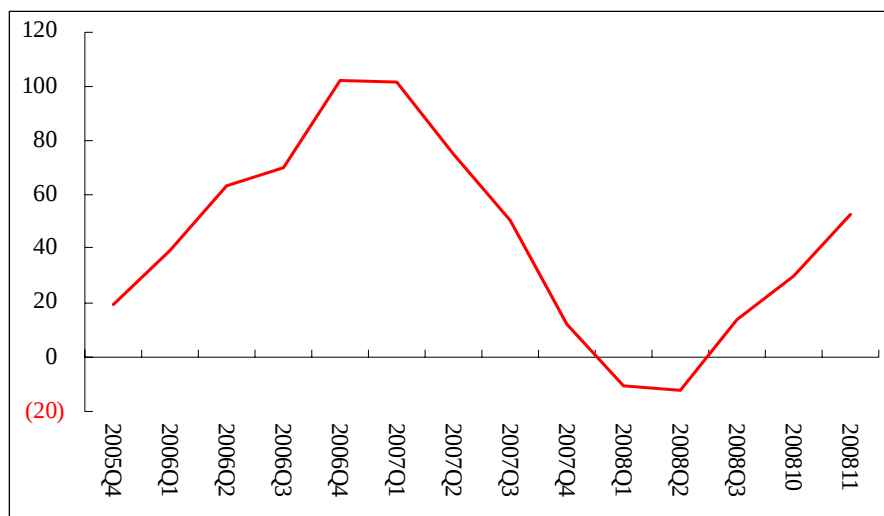
六、流动性供求平衡正在转折

在本部分我们讨论流动性的供求平衡状况,我们的基本看法是,随着贸易顺

差在 2008 年 10 月以后重新恢复增长，以及银行信贷增长率进入上升过程，流动性的供应正在恢复；同时，经济名义增速的下降和私人部门投资意愿的萎缩导致实体经济对流动性的需求开始显著下降。受此影响，流动性供求平衡的格局正在发生转折，正在从 2007 年 4 季度 - 2008 年 3 季度之间明显紧张和短缺的状态，转入相对宽松和过剩的状态；这一转折目前大体可以确认，其对资本市场的影响值得重视。

以下我们简单观察相关数据。首先从贸易顺差角度来看，2008 年 10 月份以后贸易顺差已经恢复增长，并且达到经济名义增速以上（见图 48）。

图 48：中国贸易顺差增长情况（%）



数据来源：CEIC，安信证券

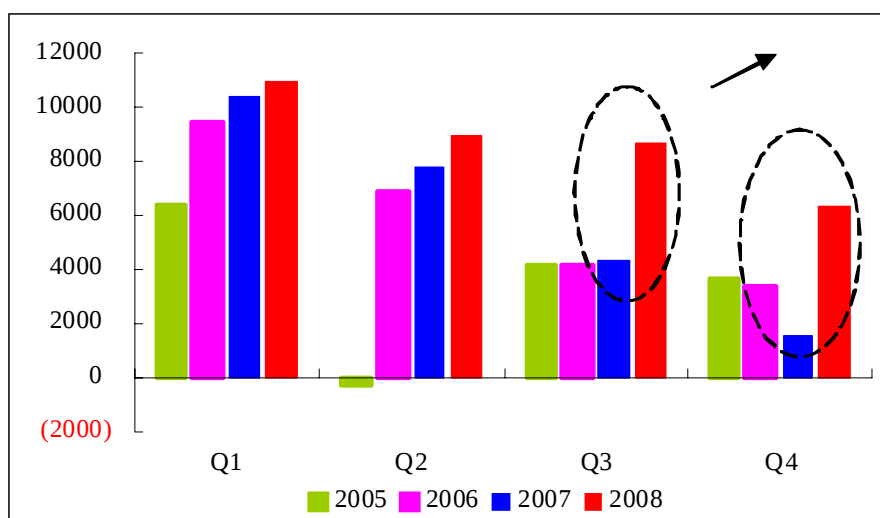
注：2008 年 10 月、11 月为月度数据，其它为季度数据

在上图中可以看到，从 2007 年四季度到 2008 年三季度，我国贸易顺差增长率非常低，其中大部分时间是负增长，同期股票和房地产市场大幅度调整，这并不完全来自偶然性的巧合，还存在一些更基本的原因。

需要注意的是，2008 年 10 月份以后，贸易顺差重新恢复加速增长，预计这一局面至少在明年上半年可以维持。

其次，从商业银行的信贷创造角度看，进入 2008 年四季度以后，随着宏观经济政策的转向，信贷投放量在明显放大，信贷增长率出现加速（见图 49）。

图 49：非金融企业及其它部门新增贷款变化（亿）



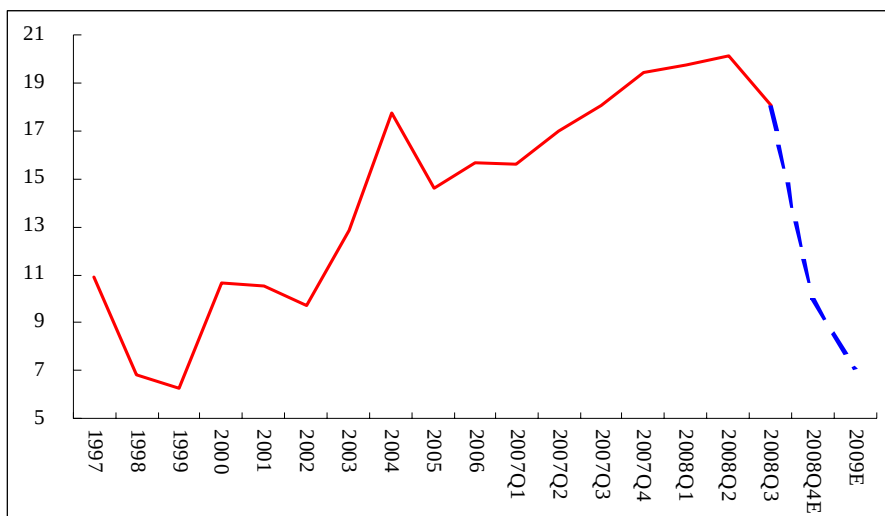
数据来源：CEIC，人民银行网站，安信证券

注：其中 2008Q4 数据为 2008 年 10 月、11 月贷款量之和。

这些数据意味着流动性的供应正在全面恢复。

从流动性需求的角度来看，显然的事实是中国经济名义增长率正在迅速下降（见图 50），而从 2007 年四季度到 2008 年二季度，经济名义增速则不断上升，并达到十多年的最高水平。

图 50：GDP 名义增速变化（%）



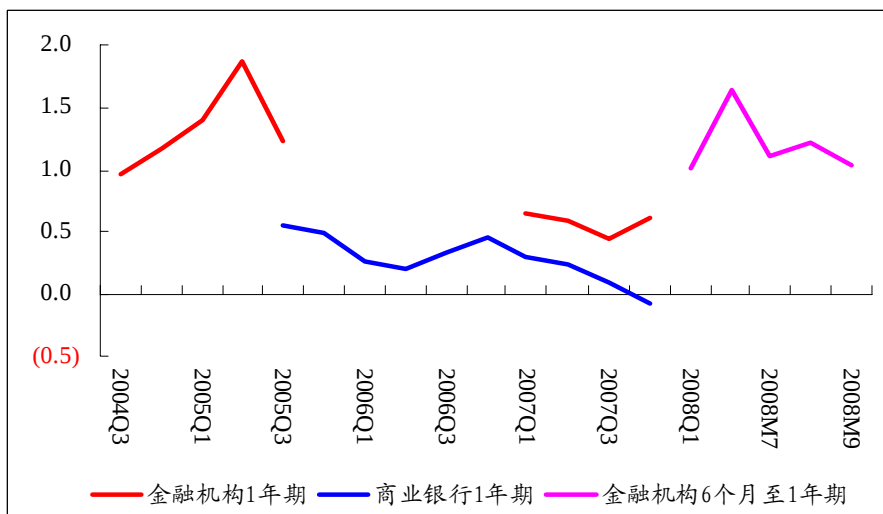
数据来源：CEIC，安信证券

经济名义增速的崩溃，意味着实体经济生产和交换领域对于流动性的需求正在全面下降，进一步考虑到私人部门投资意愿的萎缩，实体经济流动性需求的下降更为明确。

在流动性供应上升的背景下，实体经济对流动性需求开始下降，这意味着流动性的转折可能正在出现。

实际上，从信贷市场上的利率情况来看，特别是剔除掉法定利率因素以后，近来的利率水平似乎出现明显松动（见图 51）；从草根层面观察到的民间资金借贷利率，到商业银行的票据贴现利率，近来都出现下降势头，这些数据暗示流动性的转折可能确实正在发生。

图 51：中国加权贷款利率与法定基准利率之差（%）

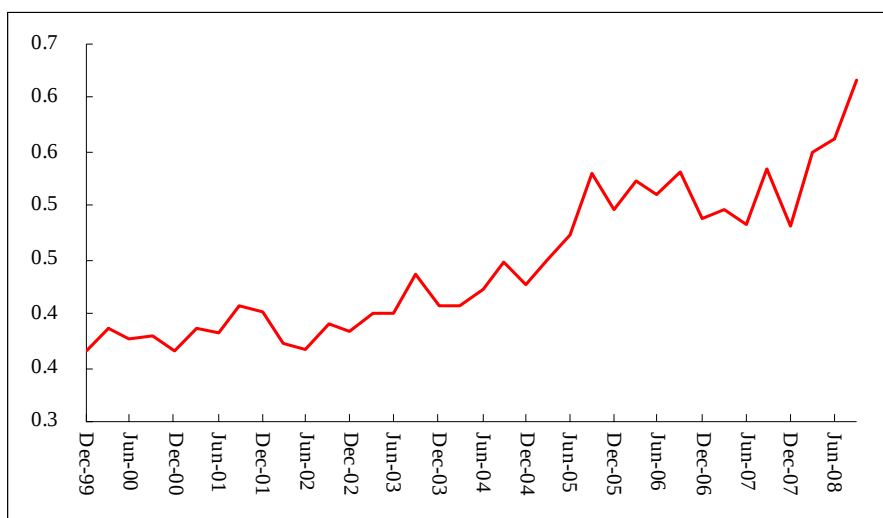


数据来源：中国人民银行，安信证券

注：由于数据的公布的原因，红色为金融机构1年期加权贷款利率，蓝色为商业银行1年期加权贷款利率，紫色为金融机构6个月至1年期贷款加权利率

另外一个值得注意的发展是企业部门的定期存款相对活期存款的比例近来在快速上升（见图 52）。

图 52：企业部门定期存款和活期存款的比例



数据来源：CEIC，安信证券

这一比例的上升可以存在许多解释,其中一个可能的解释是企业的生产和经营活动对短期资金的需求在下降,同时企业持有多余现金。

这一比例变化的重要性在于,在历史上它通常预示着流动性过剩局面正在出现,例如 2005 年下半年该比例曾出现显著上升,1995-96 年该比例也曾经异常提高,这两段时期之后都出现了显著的资产重估。

显然,中国经济和资本市场仍然面对着众多不确定性,这既增加了形势预判的困难,也需要我们密切跟踪数据的发展,并适时调整对经济和市场的看法。就目前的情况而言,明显的不确定性至少包括:

房地产市场的显著恶化、商业银行爆发严重坏帐并导致惜贷、资本流动出现大规模逆转,大量热钱集中外逃、国际金融市场和国际经济的不稳定性(例如全球经济陷入严重萧条,或主要金融市场进一步大幅度下跌)、仍然存在的“大小非”减持压力、以及企业和银行部门未知的各种脆弱性。

七、结论

本报告包括两部分内容:

第一、我们按照国民经济核算支出法的基本构成,从出口、投资和消费三个方面对中国经济目前正在面临的压力进行了梳理,认为经济增长率以及企业的盈利能力目前仍然处在快速下行和恶化趋势中,并将在明年的上半年,甚至是一季度到达底部;明年下半年以后经济增长率有可能出现比较明显的反弹。

从中期的时间跨度来看,经济增长率的恢复在很大程度上将取决于全球经济

的恢复情况以及中国房地产市场的调整进程，并存在很多的不确定性。

第二、我们从流动性供应和流动性需求两个角度对目前中国实体经济领域的流动性供求平衡格局进行了分析，认为从 2007 年四季度开始，一直持续到 2008 年三季度的流动性短缺局面已经结束；受经济政策调整和其它一些因素影响，实体经济领域的流动性供求平衡正在转向宽松状态，这一反转对资本市场的估值将会产生明显影响。