

宏观经济分析

董先安
010-88092288-8539
xadong@live.cn

祸兮福之所倚 抓紧布局震荡牛

2009年2月12日

前期研究

2009/01/15 8月中国率先走出通缩
2008/12/26 失业率猛升至11%
2008/12/09 时间在A股一边
2008/11/27 降息空间超108基点 或有更得力减税
2008/11/18 震荡牛市的时代已来临
2008/11/11 通缩初期的投资选择
2008/10/06 人口数据打开经济调整时间窗口
2008/09/03 即将到来的调整改善宏观预期
2008/08/04 中国外部不平衡的因与果：基于真实投资周期的宏观策略
2008/08/01 预计7月CPI同比上涨6.4%
2008/07/15 上半年金融数据点评：货币紧缩趋势未改
2008/07/14 通胀有条件回落 利润空间收窄
2008/07/03 预计6月CPI同比上涨7.2%
2008/06/11 宏观点评-5月PPI创新高
2008/06/10 预计5月CPI同比上涨7.7%

内容摘要：

- 中国暂时不会染上长期通缩富贵病。90年代以来，中国经济已发生3次通胀通缩快速转换，且转换速度越来越快。
- 背后的原因是中国经济大起大落本质没变。
- 陆续出来的1月数据稍好于预期。降息空间仍然是81基点左右，但因信贷数据猛增，暂无降息迫切性。
- 十大振兴之外，建议两会前后重点关注财税方面，包括拉锯激烈的个税、营业税方面的减税，以及分税制的调整。判断将出重大减税，以防范居民消费和企业利润大幅度滑坡。如果减税及时出台，将极大提振对经济复苏的信心，大幅提高A股估值中枢。
- 消费对经济的反应滞后，受收入与就业下滑影响，消费下滑压力较大。上半年消费同比增速可能以逐月1-2%幅度下滑，这将加快财政改革与减税步伐。
- A股市场则从去年11月初以来，上证指数已累计上涨35%。从估值角度看，部分股票泡沫重起，多数权重股尚无进入高估区域。A股接下来的走势，主要还是取决与经济基本面的动态。
- 目前A股牛市格局的重要障碍基本清除，建议投资者抓紧布局震荡牛市，趁轮动时机，大跌大买，逢低吸纳素质优秀的企业，包括金融地产龙头。

目 录

祸兮福之所倚	2
震荡牛的鼻子	2
老舟正过万重山	3
A 股一路领先	5
大起大落老故事	6
为啥中国与众不同?	6
短期人口冲击	7
这次通缩短	9
长期通缩富贵病	9
中国暂无长期通缩	9
环比看通缩过半	10
投资建议	11
2 月关注	11
抓紧布局震荡牛	11

图表目录

图 1 PMI 继续回升	4	图 2 库存敏感反映经济回升	4
图 3 出口订单回升	4	图 4 工业增加值处于低位	4
图 5 A 股在低估区	5	图 6 A 股一路领先	5
图 7 中国居民消费比例猛降	6	图 8 中国出口比例猛升	7
图 9 投资率高企、贷存比下滑	7	图 10 中国储蓄率逐年攀升	7
图 11 短期人口变动	8	图 12 锯齿状人口结构	8
图 13 人口与就业数据	8	图 14 失业率猛增至 11%	9
图 15 三次通缩一次比一次快	10	图 16 真实利率向下趋势不变	10

祸兮福之所倚

祸兮福之所倚，福兮祸之所伏。10月份的时候，我确实没料到金融危机爆发得这么厉害。福祸往往相伴相生：2008-2009年世界经济陷入大调整，但同时有大收获，也即一个更加平衡的中国经济和出乎意料的大牛市。

回顾改革开放30年经验，屡次外部大冲击令中国清醒，促进改革深化、培育新增长点，进而帮助中国上更高台阶。这次百年难遇的危机重创了过分依赖出口的中国制造业，却加速我国深化改革，启动脚踏实地的经济转型。

之前我陆续探讨了经济与政策调整的方向与投资要点。去年7月初《通胀有条件回落，利润空间收窄》准确预见了下半年通胀与企业利润双双回落的走势；8月初《中国外部不平衡的根本原因》从真实投资周期的角度解释经济波动。指出在资源约束下，净出口与投资增长之间存在越发显著的对冲关系，外需不再可靠，此波经济调整成功的关键将在促进内需；9月初《即将到来的调整改善宏观预期》提示了通货紧缩苗头，若数据超预期下降，猛烈的政策调整必发生；10月初《人口数据打开调整时间窗口》解释不利于房地产与轿车产业的人口结构是08、09年，但锯齿形态的人口年龄结构决定了房地产与轿车产业低迷不会持续太久，2010年房地产与轿车有望复苏。

进入11月以来，《通缩初期的投资选择》、《震荡牛市的时代已来临》、《降息空间超108基点，或有更得力减税》连续讨论了通缩发生与官方猛烈调整政策的逻辑，指出真实利率已掉头俯冲，成就了经济与A股复苏的必要条件。今年1月15日报告《8月中国率先爬出通缩坑》指出尽管同比数据刚刚见到通缩，从环比看，去年8月就出现苗头，目前深度通缩阶段已过，并将很快走出。上述判断背后，存在一些论据：1、中国经济仍然是大起大落的格局；2、短期人口数据支持；3、官方的政策反应部分已经见效；4、保增长思路的可持久性。

在春季宏观系列报告中，我很高兴总结相关数据、逻辑和思路，抽丝剥茧，与投资者进一步分享研究心得。和我一样没耐心的投资者朋友，可以直接跳到结论。

震荡牛的鼻子

为什么3个月前，我明知1季度经济数据极为惨淡，却判断A股不会击穿1664点位，反而出现震荡上行的走势呢？这其中有运气的成分，但主要还是从数据和逻辑出发的。政策很大程度上可预测，测不准的是时间点和细节调整，大方向基本可预见。当时我主要基于下述分析思路：

1、9月份开始真实利率开始掉头，已累计下降119基点。对应的名义利率已经下降216基点。现在还有81个基点左右的降息空间。至少还有一年以上的时间，真实利率都会俯冲，这是A股熊转牛的必要条件。09年第1、2季度流动性非常好。[维持判断]

2、预计 GDP 同比增速 09 年第 2 季度见底。工业企业利润 3 季度恢复较高增长。从环比看，复苏发生更早。[维持判断]

3、按照简单的 FED 模型，目前股票相对债券低估。[维持判断]

4、世界股市本身的经验。股灾见底后 1 年的涨幅大致在 40-140%区间，对应的点位为 2400-4000 点。[维持]

5、和美、欧比，中国的低负债率说明其具备相当大的购房潜力和买车潜力。[维持]

6、大量外汇储备和贸易顺差令中国避免东南亚式的危机。[维持]

7、中国目前经济水平较低，增长趋势强劲，银行坏账尚可控，得以区别于 1989 年股灾时的日本。银行业的不良资产率处于历史最低水平，而银行业资本充足率则在历史的高点。[维持判断]

8、中国的国债余额占 GDP 的比重，仅为 22%。同期，美国、欧元区、日本分别为 71%、67%和 163%。巨额垄断资产的存在令官方财政实际风险极低，财政改革空间极大。[重点关注]

9、从低效率体制向高效率体制的任何改良都会生成巨大红利，足够托举中国经济爬出深坑。[维持判断]

10、外围市场调整已经过了恐慌阶段。[维持判断]

之后陆续出来的数据和预测吻合，甚至稍好于预期，目前 A 股牛市格局的重要障碍基本清除。10 大振兴之后将出台个税、营业税等重大调整，以防范居民消费和企业利润大幅度滑坡。

老舟正过万重山

观察中国物流协会和里昂证券中国采购经理人指数，中国制造业在 08 年 4 月之后经历逐步回落，在 3 季度降至趋势水平以下，10 月、11 月连创指数编制以来新低，大幅降至 38.8，制造业陷入 20 年最大衰退。

针对经济大变局，宏观经济政策从去年 7 月开始调整，力道越来越大。去年 12 月以来 PMI 连续 2 月回升。从生产角度来看，08 年 11 月是本轮周期拐点。产成品库存 10 月摸高之后逐月下降，原材料库存 11 月探底之后回升。

图1 PMI继续回升

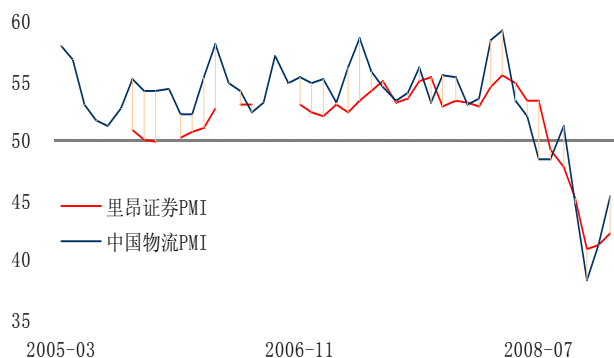
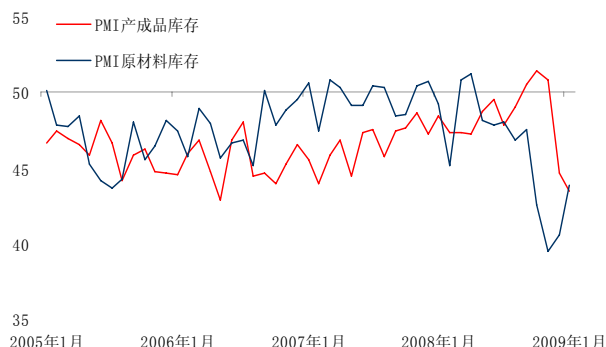


图2 库存敏感反映经济回升



资料来源：CFLP、CLSA、西南证券研发中心

去年12月份的出口额较上年同期下降2.8%，进口额较上年同期下降21.3%。年初出口数据扣除春节因素和基数效应，基本延续上个月缓慢回升趋势。

PMI新出口订单指数回升。1月该指数比12月上升3.0个百分点，达到33.7%。该指数最近两月连续回升，但依然维持较低水平，已连续六个月低于50%。20个行业中，只有饮料制造业、石油加工及炼焦业略高于50%，其余18个行业均低于50%，尤其以化纤制造及橡胶塑料制品业、纺织业为最低，不足20%。这意味着，进出口企业仍在承受煎熬。

美国、欧盟、日本占我国出口份额超过1/2。由于各国经济快速下滑，贸易保护主义抬头。美国即将通过7890亿刺激计划，其中投资与减税各占2/3与1/3，新方案还包括对盟国以外钢材采购的限制。在G3失业率上升势头扭转之前，很难指望我国出口恢复增长。以美国为例，假设调整18个月后（从2007年底计算）经济开始企稳，我国出口订单方能恢复增长。

图3 出口订单回升

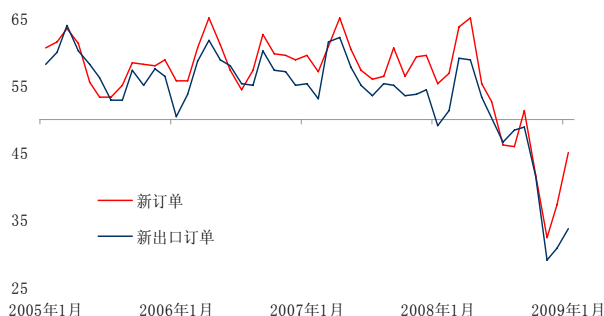
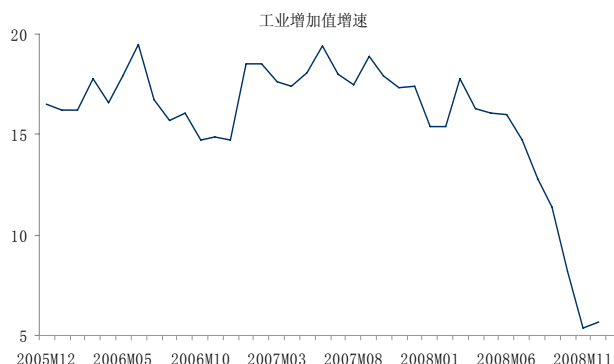


图4 工业增加值处于低位



资料来源：CFLP、CLSA、西南证券研发中心

消费对经济的反应滞后，受收入与就业下滑影响，消费下滑压力较大。上半年消费同比增速可能以逐月 1-2% 幅度下滑，这将加快财政改革与减税步伐。

最近货币政策反应比较灵敏，物价问题重要性下降。由于连续 2 个月信贷与货币数据猛增，扣除票据水分，仍然良好。

A 股一路领先

用上证所 A 股平均市盈率的倒数 (E/P) 来表示股票收益率，用 10 年期国债到期收益率来代表债券收益率，可以简单地判断股价估值。当然，投资者在比较股票收益率和债券收益率时，会考虑通货膨胀和风险溢价的水平，并可能产生偏差。

在 FED 模型中，当 E/P 大于国债收益率时，股票价格被低估；当 E/P 小于国债收益率时，股票价格被高估；只有当两者相等时股票市场的估值才处于合理水平上。按照上述标准，2001 年 5 月以来中国资本市场可以划分为以下 6 个阶段：(1) 2001 年 5 月-2001 年 12 月：股票价格被高估；(2) 2002 年 1 月-2003 年 9 月：股票市场估值处于合理水平；(3) 2003 年 10 月-2005 年 3 月：股票价格被高估；(4) 2005 年 4 月-2006 年 11 月：股票价格被低估；(5) 2006 年 12 月-2008 年 5 月：股票价格被高估；(6) 2008 年 6 月以来：股票价格被低估。

A 股市场则从去年 11 月初以来，上证指数已累计上涨 35%，在全球股市当中一路领先。

从估值角度看，部分股票泡沫重起，多数权重股尚无进入高估区域。A 股接下来的走势，主要还是取决与经济基本面的动态。

图5 A股在低估区

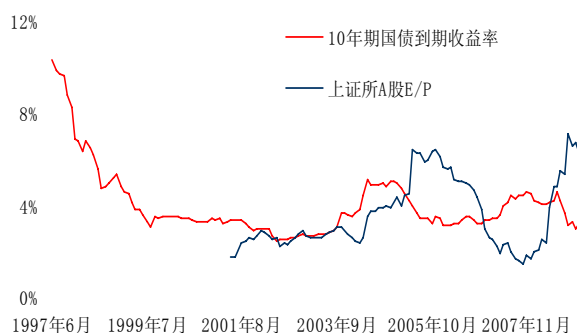
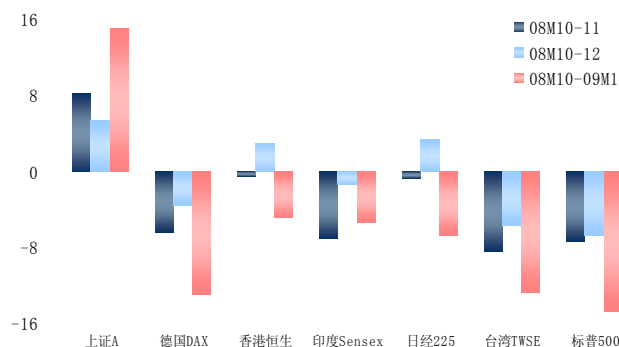


图6 A股一路领先



资料来源：WIND、西南证券研发中心

大起大落老故事

中国经济还在大起大落怪圈边缘徘徊，尚未真正走出。

大起大落的重要原因有：

- 1、早期不安全感导致重化工业导向，并采取计划经济的后遗症；
- 2、早期不安全感导致国家大力鼓励出口，猛挣外汇储备；
- 3、不安全感导致政府参与经济与社会活动的意愿太强，预算规模过大；
- 4、不安全感导致百姓被动储蓄，以抵御医疗、教育与养老保障匮乏和中低收入人群金融服务可获得性低下的风险；
- 5、短期人口冲击。

为啥中国与众不同？

冷战初期，与许多高度不安全的新兴独立国家一道，中国选择了重化工业导向的发展战略，并因而采用高度集中控制的计划体制。国家通过各种制度安排压低工资、原材料等投入成本，提高了投资率，却挤压了消费发展空间。中国的投资率远高于其他大经济体。

改革开放 30 年来，市场化推进在许多领域很快，但残留汇率、利率、能源、土地等投入品价格控制以及劳动力市场壁垒，投资率居高不下。

改革开放以来，我国摸着石头过河，很快就发现一条依赖出口拉动 GDP 的捷径。

所获得的直接好处包括：1、地方政府的土地收入与工商税收；2、关税与外汇储备；3、农村劳动力向沿海制造业转移；4、沿海出口加工地带的经济腾飞和就业。而且，通过贸易，国内经济、技术与发达经济体迅速挂钩。

迄今，中国与外部经济体往来规模已非常庞大，贸易开放度达七成。95 年以来出口平均增速高达 21%，进口额平均增速高达 19.5%，进出口总额平均增速高达 20%，远高于 9.8% 的经济趋势增长率。贸易总额一半是进料与来料加工贸易。

这样一来，中国经济受困于高投资率、高出口依赖的结构问题，逃不开大起大落的怪圈。08 年居民消费占国内生产总值 1/3，远低于不同发展阶段的主要经济体的水平。更重要的是，该比例逐年下滑。

图7 中国居民消费比例猛降

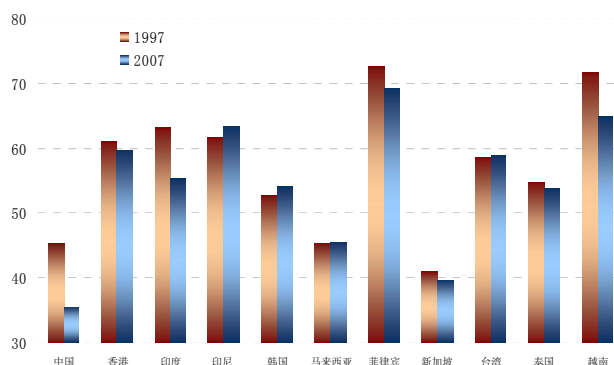
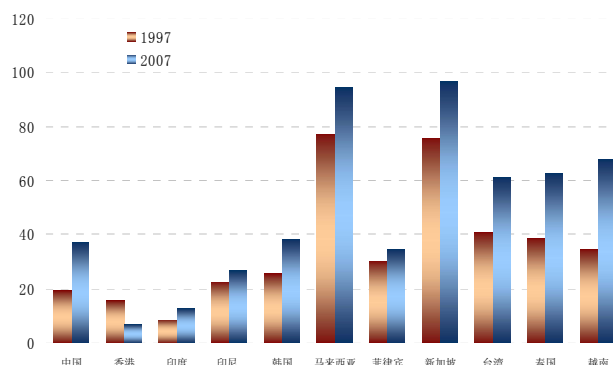


图8 中国出口比例猛升



资料来源：CEIC、西南证券研发中心

高投资加上高出口与高储蓄是同一枚硬币的两面。

中国储蓄率逐年攀升至 1/2 以上。居民因医疗、教育、养老保障、金融服务起点太低，发展滞后，普遍缺乏安全感，存在一定比例的被动储蓄，但居民储蓄倾向稳定在 1/3 以下，而政府储蓄占比仅一成，均非解释高储蓄的关键。

国有企业储蓄猛增。亚洲金融危机以来，企业净收入占 GDP 的比重猛增至 1/5 左右，其间大型垄断国企留利猛增。同期商业银行贷存比猛烈下降，这反映企业经营活动中银行中介的作用被边缘化，企业自筹资金投资比例攀升。

图9 投资率高企、贷存比下滑

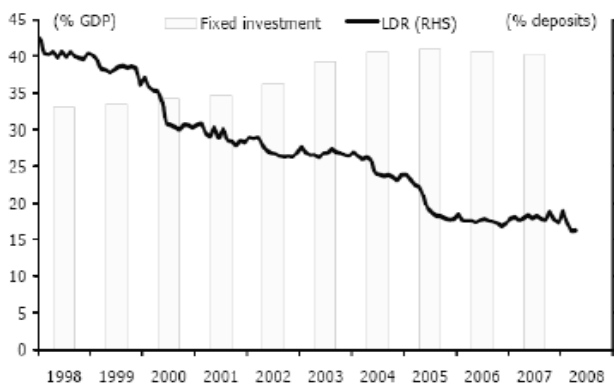


图10 中国储蓄率逐年攀升



资料来源：CEIC、西南证券研发中心

短期人口冲击

中国的人口年龄结构呈锯齿状，而发达经济体的人口结构呈披针形，欠发达经济体的人口结构通常呈金字塔形。因此中国各年龄段人口数逐年发生激烈变动，对经济冲击大过别国。这也是人口因素与中国宏观经济关系密切，值得密切关注的一个依据。

2006 年大陆人口图显见 20-34 岁区段明显凹陷，对应出生时间从 1972，尤其 1977-1986 年人口骤降。1987-1991 年出生人口猛增，之后又骤降。逐年滚动形成一波波婴儿潮，一波波冲击经济，需要几代人才衰减成平滑结构。

目前 1964-73、1987-91 婴儿潮对经济冲击明显。例如 05-08 年期间，20-24 年龄段的人口猛增 34.5%，支撑了经济高增长。

预计 08-10 年期间总人口微增 1%，抚养比将基本不变。09 年 20-24 年龄段人口将增加 5.6%，略高于 08 年的增速，表明新进入劳动力市场的人口就业压力加大。

此外，25-39 年龄段人口将减少 2.9%，40-49 年龄段人口将增加 5.2%，55-64 年龄段人口将增加 7.8%，就业人口平均年龄继续上移。

偏好重化工业的赶超冲动，反而导致城市化速度缓慢，令城乡分化严重。一旦有限的资源优先满足了就业需求极少的产业部门，符合比较优势的产业部门处境必然艰难，整个经济的城市化步伐反而变得更加缓慢。

图11 短期人口变动

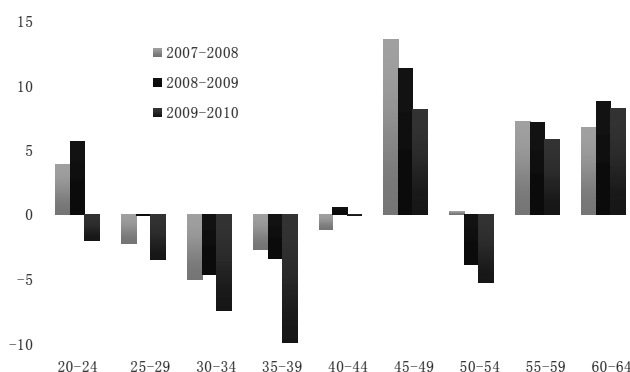
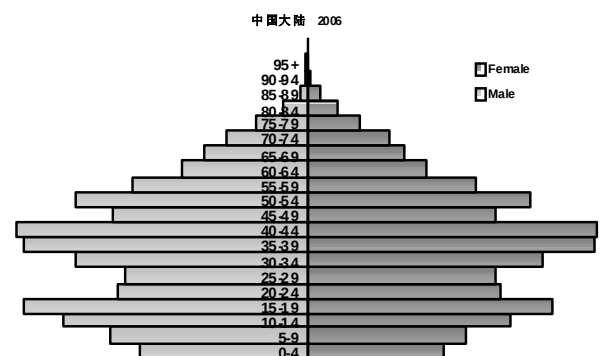


图12 锯齿状人口结构



资料来源：Population Reference Bureau、西南证券研发中心

2007 年中国就业人口占总人口比例为 57%，比美国二战以来达到的就业率峰值高出近 10 个百分点。中国就业人口占 16-64 岁人口比例为 78.8%，比后者峰值高出 4.9 个百分点。但 2007 年我国从事农业的就业人口（3.87 亿）仍占总就业人口（7.6 亿）1/2 左右，在城乡隔离政策下，维持着效率极低的就业。

在经济高涨和收缩期，还有 1.3-1.5 亿民工在沿海和内地来回折腾。这次危机导致失业率猛增至 11%。

图13 人口与就业数据

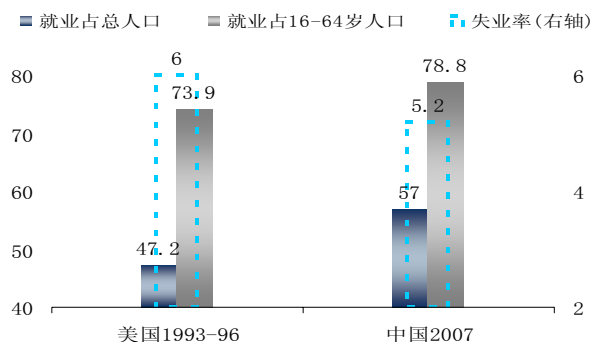
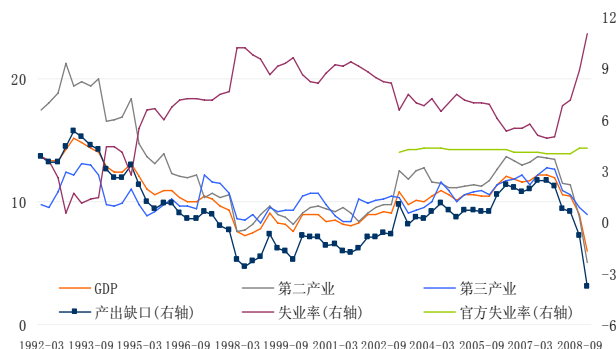


图14 失业率猛增至11%



资料来源：DRI data bank、西南证券研发中心

这次通缩短

长期通缩富贵病

长期通缩本质上是发达国家的富贵病。只有基础设施已基本完善的经济体才可能出现长期通缩，比如日本，它不可能有中国这样大规模投资拉动，增量意义和中国相差太远。

1992-2003年，日本CPI和GDP平减指数年均变动0.1%和-0.8%；90年代中后期更持续下降。03年后，日本经济逐步走出通缩，连续5年以平均2%的高增速运行，直至08年金融危机爆发。

中国暂无长期通缩

中国经济的牛鼻子是发展和转型特征。中国人均收入仅3000美元，且横跨发达水平接近香港的沿海和穷困程度接近卢旺达的内地农村。真实城市化率远不及1/2。起点低起飞不久决定了中国经济还有多年高增长空间，给定折腾越来越少，经济崩溃的风险越来越小。和投资、消费饱和的发达经济体不同，中国不会陷入长期通缩。

同时，中国经济改革起点是高度集中控制的计划经济，且已实现部分市场化，这一时期权贵集团参与社会与经济活动的激励必然过于强烈，导致汇率、利率、土地、煤电油与劳动力流动等核心方面市场化改革滞后，市场自发调节作用不能充分发挥，放大了经济波动。按住关键价格，经济更容易大起大落。

1990年代以来，已3次发生通胀通缩的快速转换，且速度越来越快。从同比看，98年2月到00年4月；01年9月到02年12月；以及本次通缩。前2次通缩分别历时26和

15 个月。更加灵敏反映通缩的指标是季节调整后的环比，大约提前 2 个季度先行反映通缩发生。

环比看通缩过半

从季调后的环比看，本次通缩始自 08 年 8 月，将于 09 年 8 月全面走出。PMI、工业增加值、就业和存货等多项指标均显示经济刚刚从一个痛苦的深度通缩走出，还需约半年左右全面走出。

从物价走势来看，08 年 2 月份是物价高峰，6 月后物价稳定向下，09 年 2 月同比 CPI 将见负。

外需与地产市场大幅下滑导致去年 2 季度 GDP 增速降至 10.1%，3 季度降至 9%，4 季度进一步降至 6%。如此猛烈的季度降幅超过了 98 年亚洲金融危机时期。在半年内工业增加值跌幅超过 10%，是 30 年来最剧烈的波动。

如 9 月份月度报告所提示，8 月份生产与价格走势大幅下降标志着经济正在迅速趋冷，通货紧缩苗头显现。由于总需求猛烈收缩，官方做出了较为灵敏的反应，对货币、汇率、出口退税、财税和产业政策进行调整。

08 年 7 月已开始适度的政策调整，11 月将稳健财政转变为积极财政，从紧货币转变为适度宽松货币。为了维持投资增长，官方大幅增加财政支出；并 5 次下调贷款基准利率，4 次下调存款准备金率。

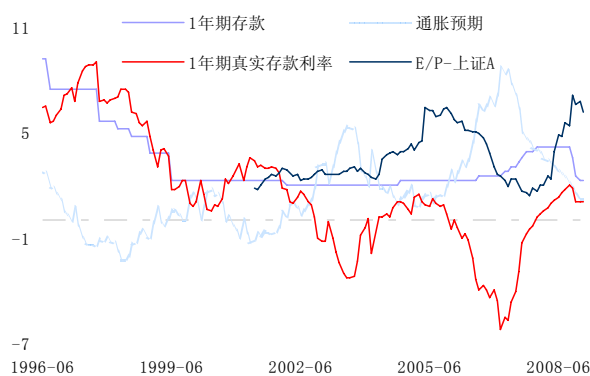
本次通缩历时 12 个月，将是复苏最快的一次。这一方面得益于官方反应还算灵敏；另一方面，是上述大起大落的规律使然。

考虑通胀预期调整，1 年期真实存款利率已从 9 月份高点猛降 119 基点，继续下降无悬念。降息空间仍然是 81 基点左右，但因信贷数据猛增，暂无降息迫切性。

图15 三次通缩一次比一次快



图16 真实利率向下趋势不变



资料来源：WIND、西南证券研发中心

投资建议

2月关注

陆续出来的1月数据和预测吻合，甚至稍好于预期。十大振兴之外，建议两会前后重点关注财税方面，包括拉锯激烈的个税、营业税方面的减税，以及分税制的调整。判断将出重大减税，以防范居民消费和企业利润大幅度滑坡。如果减税及时出台，将极大提振对经济复苏的信心，大幅提高A股估值中枢。

抓紧布局震荡牛

目前A股牛市格局的重要障碍基本清除，我已多次确认震荡牛市判断。建议投资者抓紧布局震荡牛市，趁轮动时机，大跌大买，逢低吸纳素质优秀的企业，包括金融地产龙头。

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座4层

邮编：100032

电话：(010) 88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>