

回归本土周期

陈勇

(021) 5010 6011

chenyongsz@lhq.com**张晶**

(0755) 8249 2011

zhangjing@lhq.com

周期有别¹

以美国为首的发达经济体正在经历一个大的周期性调整，但由于具有转型和工业化特征，中国经济调整并不一定完全同步。因此，应该回到中国经济自己的周期轨迹，以此判断未来一段时期经济走势。

需求缺口

对于下半年中国的实体经济，我们可以将金融危机对中国的影响归结为外需的下降。政策刺激下的内需增长（投资加消费）能弥补 95% 以上的外需缺口，因此 2009 年 GDP 增长将达 8-8.5%。但弥补缺口的不是国内消费需求，而是投资需求。

2009 年中国出口将维持在低位，同比增长情况主要看去年基期水平，全年出口同比下降 15% 左右。乐观的情况下，四季度会出现同比正增长，但出口趋势性复苏最早要到 2010 年中期。

我国消费将继续保持较快的速度增长，全年社会消费品零售总额增长将达 15% 左右，增长的动力源于全国性的消费升级和中西部地区加速工业化。但是消费增长仍然不够快，在国内，它不仅不能弥补外需下降留下的需求缺口，在国外，也远远不能取代美国消费成为全球经济复苏的动力。

投资的增长不需要担忧。在外需复苏以前，我们对私人投资顺利接力政府投资并不乐观。不过我们看好政府促进投资的积极性和财力上的可能性。但是，需求缺口更多的是最终需求，但在用中间需求来弥补，这是我们不敢对 2010 年经济过于乐观的主要理由。

结构性问题

重工业增长与发电量波动具有明显一致性，因此仅依据发电量数据不能得出看空中国经济的结论。我们也发现货物周转数据与产出波动没有显著的相关性。

在最终需求恢复以前，“宏观好，微观差”、“上游好，下游差”将持续一段时间。

货币与通胀

从商业周期的角度，货币供给和需求上升是通胀发生的充分必要条件。由于货币大幅扩张，我国发生通货紧缩的可能性大大减小，虽然我们预期价格水平三季度以后将缓慢爬升，但至少到明年中期以前，总需求水平还不支持通胀的发生。

回归本土周期

即使没有外需冲击，中国经济本身的周期性规律决定了经济也将面临调整。如果在本土周期的框架内思考未来的经济和政策走向，可能会产生这样的问题：货币政策和财政政策的大幅扩张，这些弥补外需缺口的应急措施，这样大的力度应该保持多久？我们担心，一些非常规的刺激政策退出可能比我们希望的要早。

未来，一个更加开放、更加平衡的本土周期将是中国经济的希望。这意味着，国内消费和外需的增长将相对平衡，投资扩张主要基于国内消费的增长。

¹ 感谢实习生符晨晖的帮助。

目 录

一、 他们的周期	3
二、 我们的周期	5
三、 需求缺口	7
金融危机与需求缺口	7
弥补需求缺口	10
四、 需求缺口的演变	10
外需	10
国内消费	14
投资	16
此缺口与彼需求	20
五、 结构性问题	21
宏观好，微观差	21
上游好，下游差	24
六、 货币与通胀	25
货币、需求与通胀	25
供给与通胀	28
通缩与通胀	29
七、 回归本土周期	30

（本报告包括图 50 张，表格 4 张）

近几个月以来，对于一个细心观察中国经济的投资者，总是要面对两种截然相反的观点挑战：谨慎的看法认为，面对 70 年来最严重的金融危机冲击，中国外需大幅下降、恶化的发电量和货物周转等指标没有明显好转，现在就轻言反转，观点太超前；乐观者认为，受政策刺激提振，强劲的内需恢复高增长，一些先行指标，如 PMI 指数、房屋开工和汽车销售已然启动，经济开始 V 型反转。

因此，对于看重经济基本面的投资者，以下问题是绕不开的：

如果看空中国经济，必须解释：为什么在一个巨大的金融危机中，国内需求还能如此强劲增长？如果是投资增长强劲是政策刺激的结果，那消费需求的强劲源于何处？

如果看多中国经济，必须回答：中国经济是否可以回避金融危机的负面影响？如果这个影响大得不能忽略，政策效应是否可以对冲？进一步地，如果宏观形势变好，如何看待微观层面的能源消耗、货物周转和利润等指标？

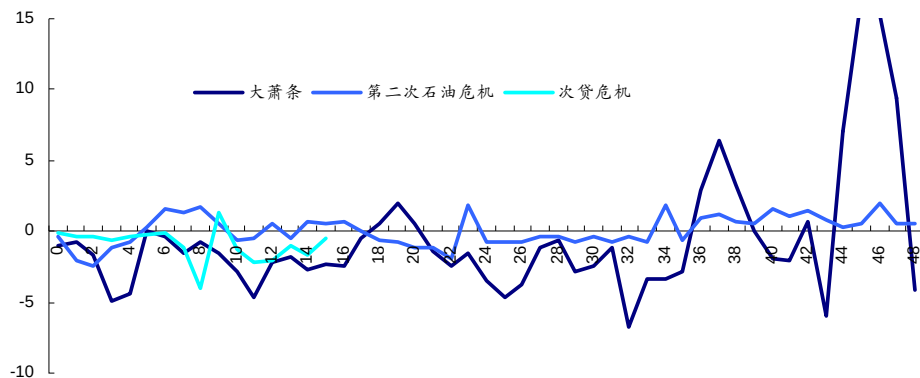
我们的分析从大周期开始。

一、他们的周期

从历史上看，那些被称作“危机”的经济冲击，其广度和深度都足够让人警惕。因为只有经济中一些根本性的缺陷所产生的累积效应，才可以引发如此严重的经济危机，而矫正这些根本性的缺陷需要较大成本和较长的时间。大萧条时期，美国工业产值最大降幅达 30%，调整时间长达 48 个月（图 1）。

图 1：从历史来看，大调整总是漫长的（%）

大级别的经济调整总是漫长的。从工业生产的环比数据来看，美国大萧条事情调整了 44 个月，第二次石油危机持续了约 34 个月。



数据来源：BLOOMBERG，联合证券研究所。取危机开始后 48 个月数据

如果与第二次石油危机的情况类比，此次危机对实体经济的负面影响似乎还没有结束。第二次石油危机中，工业生产从开始衰退到连续增长，间隔 34 个月，此次危机中工业生产的负增长持续时间为 16 个月。因此，面对一次长周期调整，保持谨慎总是有道理的。

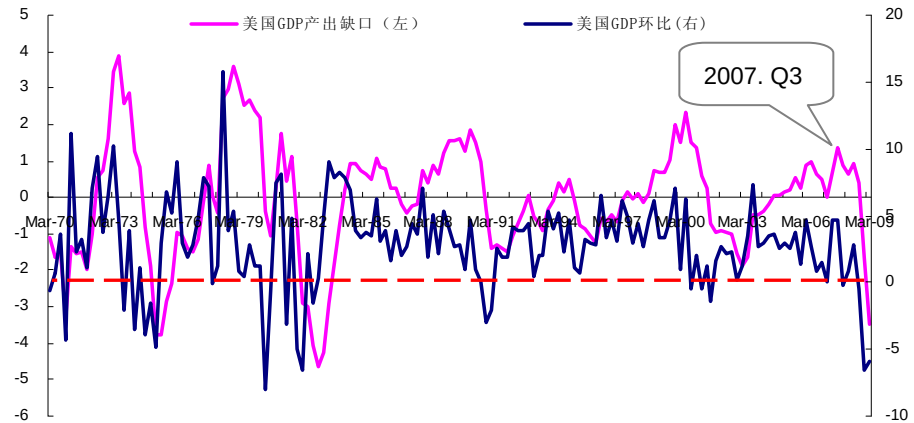
现在的问题是：如果从 2007 年底就开始谨慎，在 2009 年下半年，是否还有很多证据支持继续谨慎？

从长周期来看，美国经济仍在探底过程中。虽然最近美国经济的一些先行指标表明美国经济有望趋稳，但离经济复苏还有一段距离。按周期数据（图 2），美

国经济开始趋势性复苏应该在 2010 年中期。这样看来，对美国实体经济仍有谨慎的理由。

图 2：从长周期来看，美国经济仍在探底（1970.03-2009.03，%）

美国经济周期约 8-10 年，从周期顶部到探明底部，平均需要约 3 年时间。



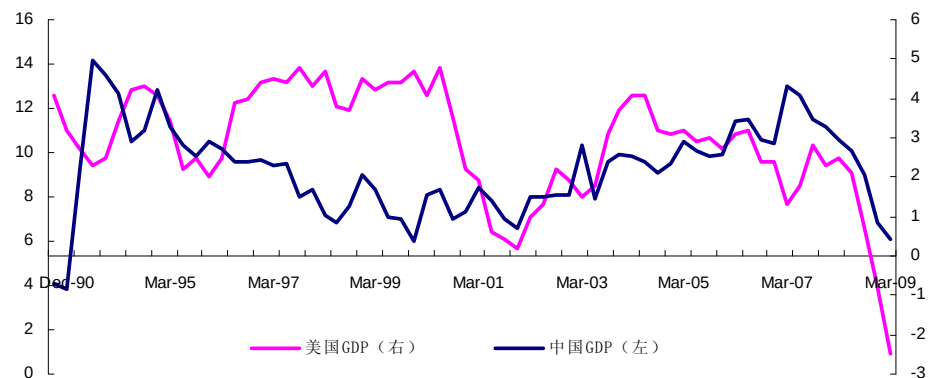
数据来源：CEIC，联合证券研究所

但进一步的问题是：如果现在对美国等主要发达国家经济保持谨慎，是不是一定要对中国保持同样的谨慎？

图 3 表明，谨慎的理由并不充分。因为从季度同比数据来看，中美经济波动的同步性并不明显。

图 3：中美经济波动并不完全同步（1989.12-2009.03，%）

从季度同比数据来看，中美经济波动的同步性并不明显。



数据来源：BLOOMBERG，联合证券研究所

我们并不是在验证所谓的“脱钩论”。中国正在拥抱全球化，中美日益紧密的经济联系无需验证。但以下原因使我们有理由相信，中国经济波动可以和美国不完全一致，这种不一致对我们判断短期经济走势颇具意义：

第一，中国的市场化转型还没有完成，制度和政策因素对经济周期的影响较为显著。虽然转型中的经济调整可能具有某种程度的刚性，但政策的强势有可能使经济调整相对缓和。

第二，中国处于快速的工业化和城市化进程，这使得中国经济和成熟经济的周期波动呈现不同的特征。工业化和城市化至少意味着，消费需求的增长是一种

较强的趋势性力量。

图 4: 中国的城市化水平 (1980-2008, %)

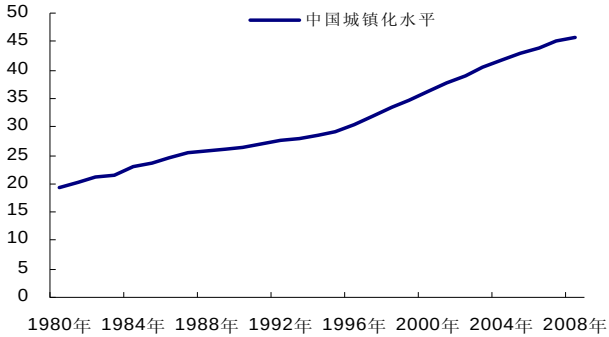
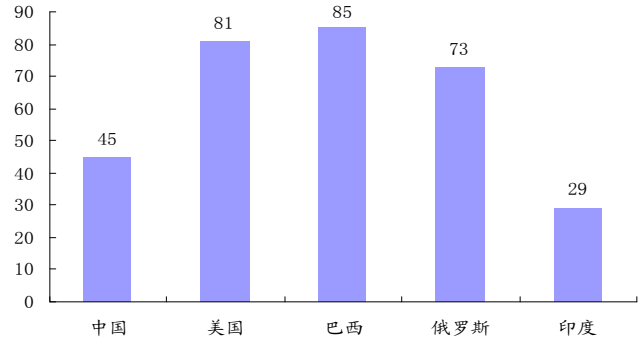


图 5: 主要国家的城市化水平比较 (2007 年, %)

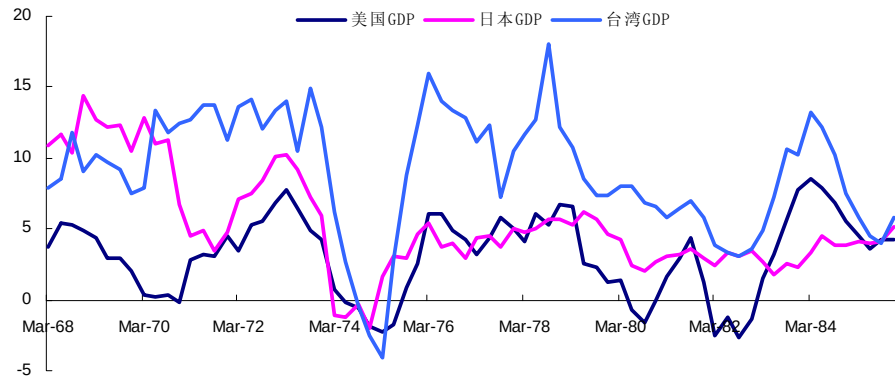


资料来源: CEIC, WB WDI, 联合证券研究所

这一判断是否可验证? 我们比较了相关国家和地区在 1968-1985 年间的经济表现, 期间爆发了两次石油危机。图 6 表明, 在第一和第二次石油危机期间, 美国、台湾地区和日本经济的反应是不同的: 美国处于后工业化时期, 经济周期波动平缓而对称; 日本当时处于工业化后期, 每经历一次大冲击, 都需要一段时间调整, 然后在一个较低增长水平上恢复 (典型的 L 型走势); 台湾处于工业化加速时期, 经济调整迅速而对称。

图 6: 面对大调整, 美国、台湾和日本经济的反应不同 (1968.03-1985.12, %)

季度 GDP 同比数据表明, 面对两次石油危机, 台湾和日本经济的反应有差别。



数据来源: BLOOMBERG, 联合证券研究所

这可以给我们启发: 我们可以认为, 以美国为首的发达经济体正在经历一个大的周期性调整, 但由于具有转型和工业化特征, 中国经济调整并不一定完全同步。因此, 应该回到中国经济自己的周期轨迹, 以此判断未来一段时期经济走势。

二、我们的周期

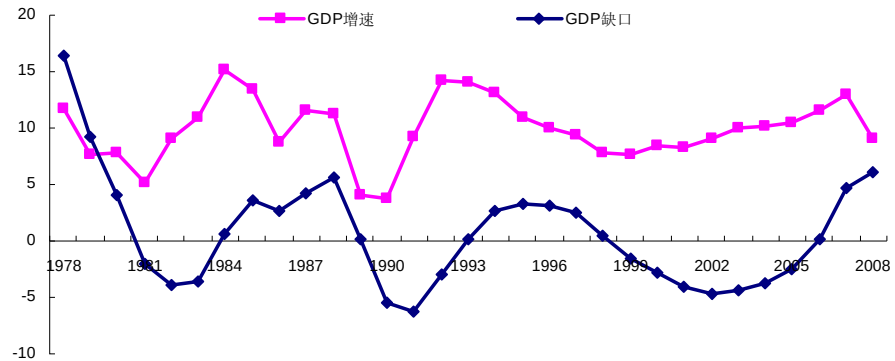
从年度 GDP 增速数据看, 本轮经济周期的顶点在 2007 年, 这样算来, 中国经济正好走完了自 1978 年以来完整的三个周期, 周期长度约为 10 年。

从 2007 到 2008 年, 中国经济增速从 13% 快速下滑至 9%, 但产出水平仍在

长期趋势之上（如图 7）。GDP 增速高位回落意味着：如果不考虑外部因素，中国经济也将缓慢降温，按照自身的周期性规律实现着陆。

图 7: 中国经济已经形成三个完整周期（1978-2008，%）

2007 年是中国经济的周期性顶部，即使没有金融危机，中国经济增速也将周期性回落。

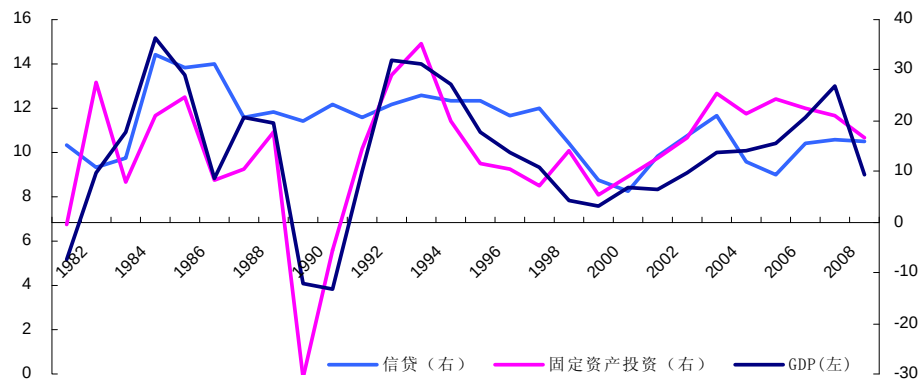


数据来源：CEIC，联合证券研究所

这一周期规律是什么呢？——投资和信贷的“收放”。这一点在前两轮周期中表现尤为明显。在 90 年代中期以前，投资的驱动力源于国有企业的扩张冲动（预算软约束），此后国企改革取得进展，投资的源动力变成地方政府的增收冲动（财政分权）。因此，只要中央政府放松对投资和信贷的控制，投资和信贷最终像脱缰的野马，带动经济快速上行，迫使中央政府不得不收起缰绳，一次经济周期的涨落就这样完成了。

图 8: 中国的经济周期主要由信贷和投资驱动（1981-2008，%）

投资和信贷是影响中国经济周期波动最重要因素。



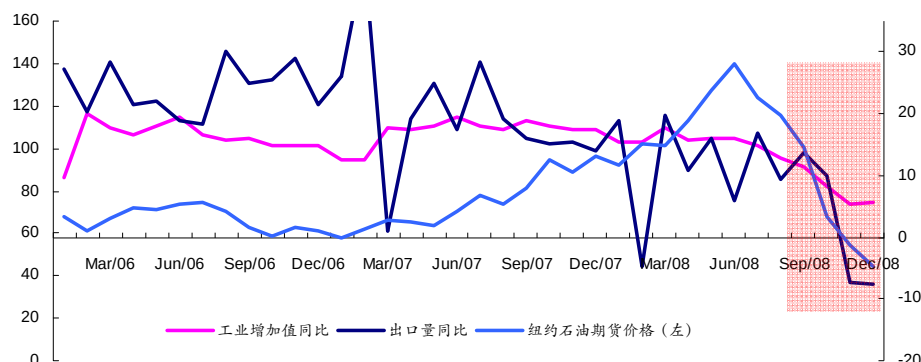
数据来源：CEIC，联合证券研究所

这次的情况有所不同。中国加入 WTO 后，外贸对中国经济的影响越来越大，在 2004 年后，虽然投资和信贷增速下降，但出口强劲增长继续带动 GDP 上行。这也是为什么在 2008 年中期以前，政府的政策基调是“防通胀、防过热”，政府调控政策表现为，一手抑制信贷和投资，一手平衡贸易顺差、抑制出口快速增长。

08 年四季度的情况打乱了这一步调。与前两轮相比，此次经济调整不同的是，在引发经济增长急速下行的直接因素中，主要不是政策紧缩导致的投资增速骤降，而是外需下降和商品价格暴涨暴跌导致的生产急剧萎缩。

去年四季度生产急剧下降，与外需下降和商品价格暴跌具有数据上的相关性、逻辑上的因果性。

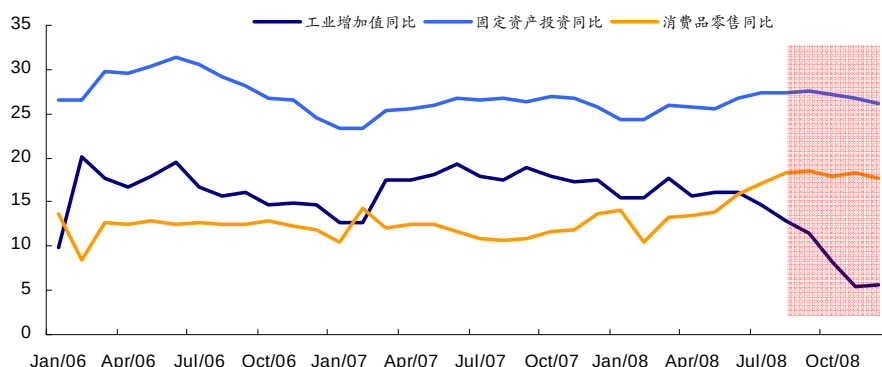
图 9: 外部因素直接导致经济快速下滑 (2006.01-2008.12)



数据来源: CEIC, Bloomberg, 联合证券研究所

从国内需求看，即使经历了政策紧缩，消费和投资在去年年底下滑的态势并不严重。为什么？工业化、城市化推动的消费升级和体制性的投资冲动。

图 10: 内需依然平稳 (2006.01-2008.12, %)



数据来源: CEIC, 联合证券研究所

2008 年底，中国的内需下滑并不明显，但生产急剧萎缩。

在一轮大规模的刺激政策后，情况开始向历史回归。这就是，经济增长更多地依靠投资和信贷。我们把这种以投资和信贷驱动的经济周期性涨落称为“本土周期”。

三、需求缺口

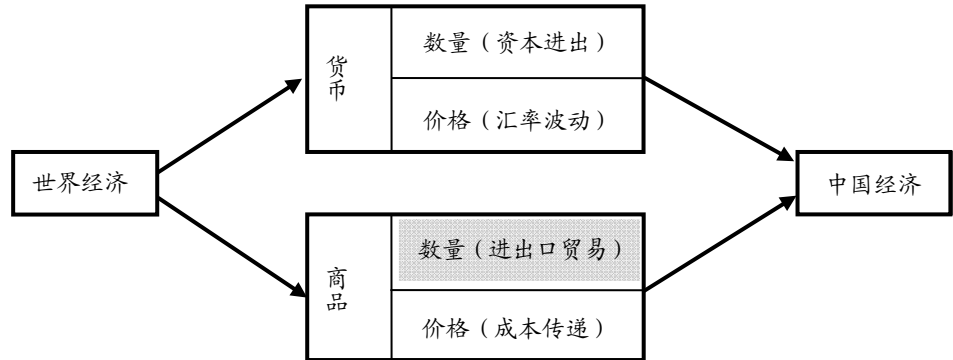
金融危机与需求缺口

在对我们的周期做进一步分析以前，还需要解决一个疑问，那就是，既然中国经济没有“脱钩”，讨论中国经济，怎么能对如此严重的金融危机置之不顾？

我们将外部对中国实体经济的影响归结为两个渠道：从货币渠道看，金融危机对中国经济的影响主要表现在资本流动和汇率波动；从商品渠道看，其影响主要表现为成本传导和贸易差额。

图 11：金融危机影响中国经济的渠道

我们分析世界经济对中国的影响从货币和商品两个渠道，数量和价格两个维度。



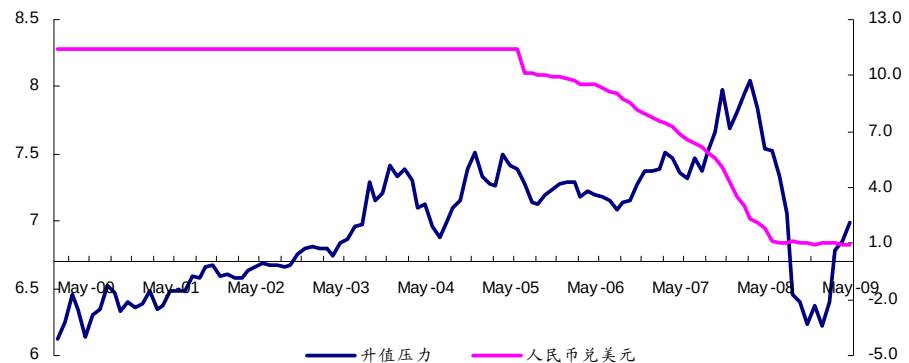
数据来源：联合证券研究所

货币渠道是受控的。一方面，中国对资本项目的管制较为严格，虽然热钱的流动不完全可控，但热钱流动的负面影响一定程度上可以对冲，比如，通过发行央票对冲（热钱流入导致的）货币供给的被动增加，对外资投资股票和地产实施严格准入制度。

另一方面，人民币汇率是“有管理的浮动”，图 11 表明，虽然人民币汇率在不同时期面临不同程度的升值或贬值压力，但人民币对美元的汇率变化显得非常平稳：05 年 7 月到 08 年 5 月缓慢升值，此后基本保持平稳。我们预计 09 年下半年人民币兑美元汇率将继续保持稳定²，对其他货币则跟随美元。

图 12：虽然人民币汇率有压力，但实际走势“独立”（2000.01-2009.05）

以 NDF 反映人民币兑美元的相对升值压力，我们发现，面对压力，人民币汇率实际走势相对独立。



数据来源：BLOOMBERG，联合证券研究所

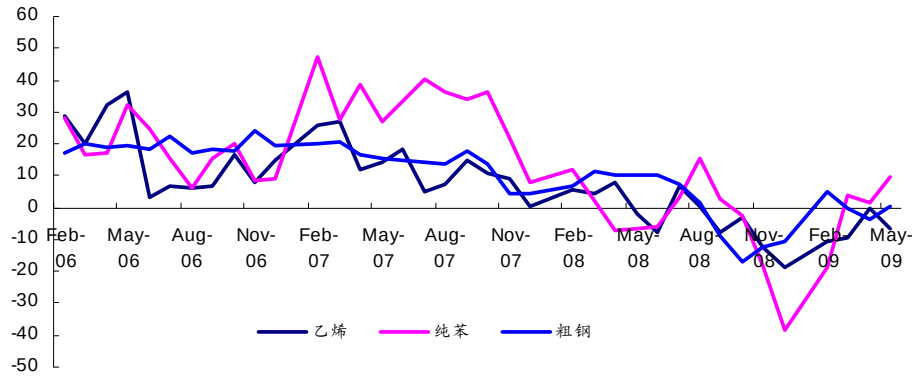
通过商品渠道，金融危机对中国经济的影响显著。在价格传导方面，国际大宗商品价格波动对中国企业的经营行为和经营成本造成直接冲击，这一效应在 2008 年商品价格保障暴跌后表现显著。国际大宗商品连续大幅上涨，不仅增加企业生产成本，而且刺激了企业增加库存的冲动。商品价格暴跌后，高成本库存不能通过低价和滞销的产成品来消化，导致了去年四季度一些行业生产几乎停顿。

² 这样的预期是基于下半年美元不会大幅贬值。我们认为国际货币体系将面临一些大的不确定性，这主要包括货币对商品比价的变化（通胀）和货币之间的比价变化（汇率波动）。但就汇率方面讲，我们认为下半年美元大幅贬值可能性不大。但如果美元大幅贬值，则人民币升值压力将增加，无论出于外部压力，还是出于降低原材料进口成本的考虑，人民币将出现一次性升值，转而钉住一篮子货币浮动。当然这不是现在讨论的主要问题。

现在的情况有所好转。数据表明，一些基础的工业产品，如乙烯、纯苯和粗钢，生产明显恢复，表明去年四季度的商品泡沫冲击已经过去。我们预期下半年出现新一轮商品泡沫的可能性不大³，国内厂商也不会再次投机性增加原材料库存。关于商品价格对CPI的影响，我们将在后面专门讨论。

图 13: 曾经“休克”行业开始恢复 (2006.01-2009.05, %)

一些基础的工业产品，如乙烯、纯苯和粗钢，生产明显恢复，表明去年四季度的商品泡沫冲击已经过去。

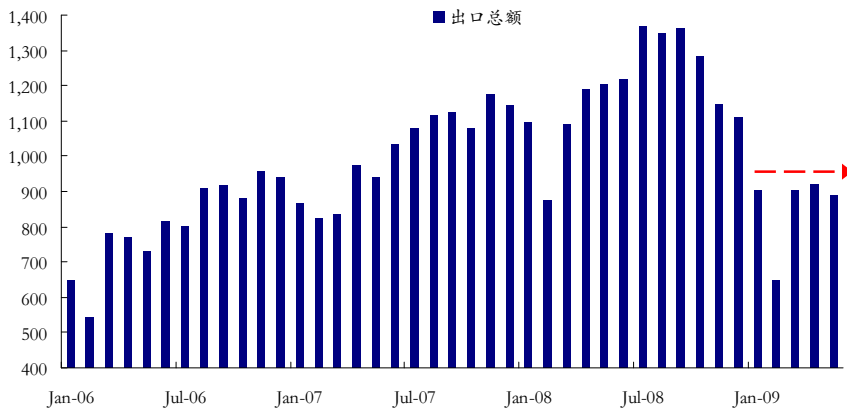


数据来源: CEIC, 联合证券研究所

商品渠道的另外一个影响是进出口。最新的数据表明，5月份出口同比下跌26.4%，比上月22.6%的降幅进一步扩大。从环比情况看，2009年1-5月份出口值表现为盘整态势（图14）。考虑到外围经济复苏趋势仍不明朗，2009年的出口复苏并不值得乐观，全年出口将是两位数的负增长。

图 14: 2009 年中国出口将在低位缓慢爬升 (2006.01-2009.05, 亿美元)

2009年1-5月，中国出口的绝对数值平稳，没有明显的上升趋势。



数据来源: CEIC, 联合证券研究所

图 11 中所示的其他三个方面的影响要么受控，要么已经消失，但外需下降对中国经济的影响短期内仍不能消除。因此，如果讨论下半年中国的实体经济，我们将金融危机对中国的影响归结为出口（外需）的下降。

³ 经济基本面有所企稳，最近的G-8峰会、美联储和欧洲央行开始讨论：前期的紧急刺激政策是否该退出，以应对日益强化的通胀预期。这种形势下，我们认为，下半年全球流动性收紧可能性大于放松的可能性。另一方面，全球需求也不支持下半年爆发商品价格泡沫。

弥补需求缺口

外需的下降使我们必须回到本土周期。本土周期的共性在于，刺激政策的重点在于扩大投资和信贷扩张，经济恢复的着力点在内需。但此次周期有两点不同：

第一，促使经济探底的，主要不是由于投资信贷的骤然紧缩，而是外需冲击和商品价格泡沫冲击（去年四季度）；

第二，银行部门和投资主体受到的冲击不大，受空前力度刺激政策推动，投资和信贷迅速恢复高增长。

分析上述不同所造成的影响，我们需要甄别：外需下降造成的需求缺口，多大程度上可以由刺激政策引致的新增需求来弥补。

表 1 是我们的测算。如果对消费、投资和外贸分别按照实际增速 14%、30% 和 -15% 的计算，政策刺激下的内需增长（投资加消费）能弥补 95% 以上的外需缺口。需要注意的是，消费 14% 的实际增长速度仅次于 2008 年的 15.7%，投资增速仅次于 1994 年的 35.2%。

而且，弥补缺口的不是国内消费需求，而是投资需求。

表 1：政策刺激能否弥补需求缺口？（亿元人民币）

	08 年名义值	09 年（惯性增长） 名义值	09 年预期名义值	缺口
投资	133612	160936	165744	4808
消费	149113	172673	172569	-104
净出口	24135	24915	20103	-4811
需求缺口合计				-107

数据来源：CEIC，联合证券研究所。09 年惯性增长按 08 年增速，09 年预期增长中，消费、投资和外贸实际增速分别为 14%、30%、-15%，然后按照 GDP 支出法计算

四、需求缺口的演变

回顾一下前面所讲的故事：夏天刚刚过去，一个巨型寒流提前袭来，重感冒使我们几乎昏迷过去。急救后我们苏醒过来，外面还有些寒意，眼前的情景似曾相识。

对需求缺口的估算使我们意识到：大剂量的补药能保证我们在下半年还能抵挡寒意。我们还需要确认下面三个问题：第一，寒意何时消退（外需的复苏）？第二，如果短期不能消退，身体机能的改善是否可以抵御寒冷（国内消费的增长）？如果不可以，第三个问题是，补药可以用到什么时候（投资的持续性）？

外需

第一个问题是关于出口何时复苏的问题。中短期内，出口增长关键在于主要进口国（区）消费的恢复情况。

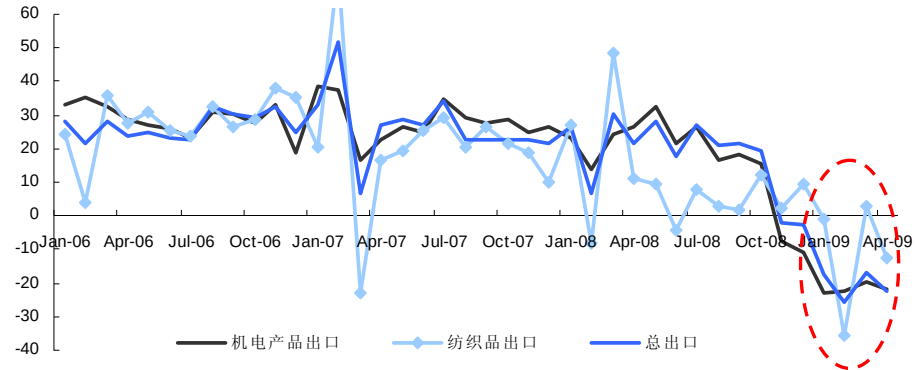
有观点认为，中国出口产品中必需品比重大，收入弹性较小，即使收入下降，对中国产品的需求依然保持强劲。

我们的数据不完全支持这一看法。机电产品和纺织品是中国出口最多的两类

产品，2009 年 4 月，两者的份额分别为 44%和 13%。虽然纺织品出口下降幅度相对较小，但由于所占比重较小，并不能改变出口总体上大幅下降的态势。

图 15: 机电产品和纺织品出口降幅不一致 (2000.01-2009.04, %)

纺织品出口降幅没有
机电产品出口降幅那
么严重。

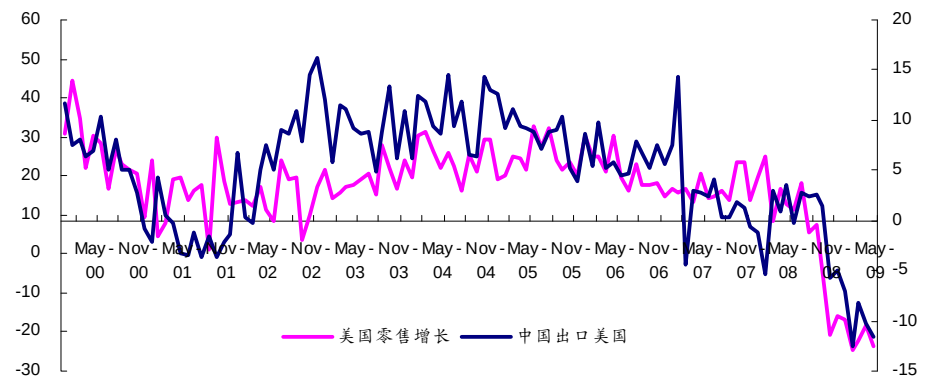


数据来源: CEIC, 联合证券研究所

实际上，将中国出口产品看作一个综合商品篮子，国外消费变化情况可以反应中国外需。图 16 表明，美国国内消费对中国（向美国）出口的影响显著，两者波动具有显著的相关性。

图 16: 美国消费对中国出口影响显著 (2000.01-2009.05, %)

美国国内消费影响中
国向美国的出口，两
者相关性显著。



数据来源: BLOOMBERG, 联合证券研究所

按照这个逻辑，我们分析了中国最大的 5 个出口对象国（地区）的情况，5 月份占中国出口总额的 68.7%。2009 年以来，中国向这些国家的出口都同比大幅下降（图 17），环比也没有明显的上升趋势（图 18）。

图 17: 对主要国家（区）的出口大幅下降

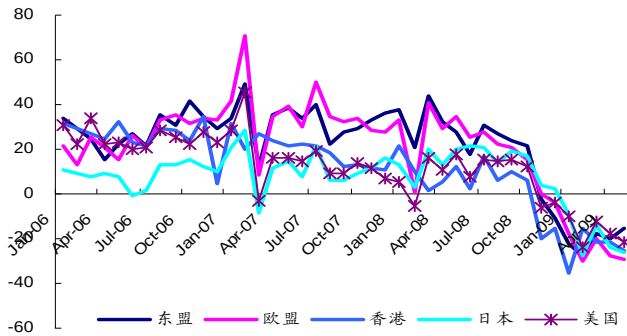
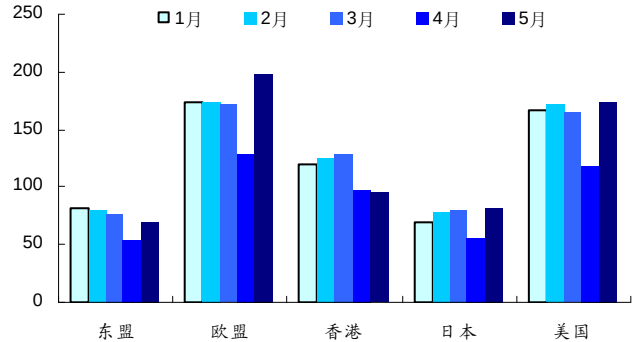


图 18: 出口环比没有明显上升趋势（亿美元）



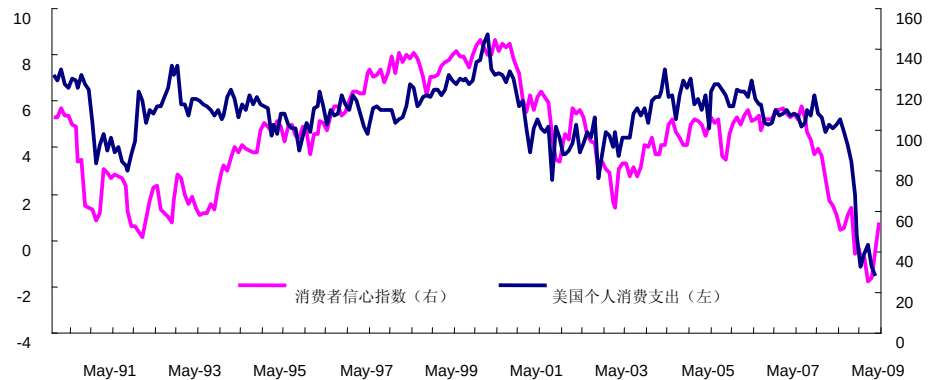
资料来源: CEIC, 联合证券研究所

这些国家的消费大约会在什么时候反弹？我们以美国为代表进行分析，因为美国经济影响力最大，调整速度相对较快。

有两个指标可以帮助我们确定美国消费好转的时间点。美国的消费者信心指数领先消费支出约 6 个月（图 19）。消费者信心指数似乎在历史低位企稳，我们基本可以确认美国消费继续大幅下降的可能性不大。消费者信心指数 2 月份开始连续 3 个月反弹，常规地预期，美国个人消费支出可能在 3 季度上升。

图 19: 美国消费者信心指数开始反弹（1990.01-2009.04，%）

从历史数据来看，美国消费者信心指数领先消费支出约 6 个月。



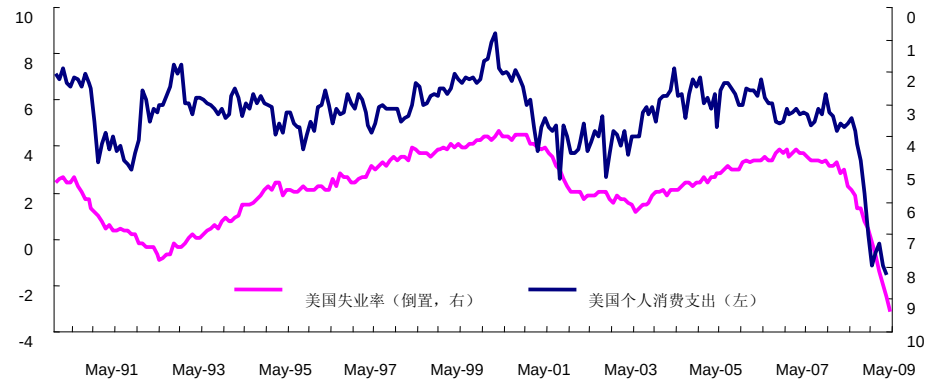
数据来源: BLOOMBERG, 联合证券研究所

但判断消费支出的上升是否形成趋势，还需要更多的证据，因为消费者信心指数可能有反复，历史上也出现过与消费支出波动不一致的情况。

我们找到了失业率这个周期性更明显的指标。图 20 表明，失业率见顶时，美国个人消费支出将趋势性上升。这个逻辑容易理解，因为就业好转是收入改善和消费意愿增加的可靠保证。

失业率指标具有良好的周期性。失业率见顶，将是消费支出趋势性上升时。

图 20: 失业率周期性与消费的相关性很强 (1990.01-2009.04, %)



数据来源: BLOOMBERG, 联合证券研究所

美国失业率大约什么时候见顶? 从历史上看, 在大的经济危机中, 美国失业率调整时间比较长, 如果比照网络泡沫危机中的情况, 美国失业率上升将持续到 2010 年中期。

表 2: 美国失业率的历史波动

危 机	低点 (时间)	高点 (时间)	波 幅	跨 度
1、第一次石油危机	4.6 (1973 年 10 月)	9.0 (1975 年 5 月)	4.4	19 个月
2、第二次石油危机	5.6 (1979 年 5 月)	10.8 (1982 年 12 月)	5.2	43 个月
3、网络泡沫破灭	3.8 (2000 年 4 月)	6.3 (2003 年 6 月)	3.5	38 个月
4、次贷危机	4.4 (2007 年 3 月)	9.4 (2009 年 5 月)	5	26 个月

数据来源: CEIC, 联合证券研究所

也就是说, 2010 年中期, 将是美国消费支出趋势性上升的开始。考虑到以下两点, 这一判断仍显乐观: 第一, 我们将次贷危机与网络泡沫危机相类比, 低估了次贷危机的严重程度; 第二, 次贷危机使美国人认识到, 即安全的资产负债表非常重要, 未来一段时间内, 美国居民将增加储蓄、修复资产负债表 (图 21), 这将降低消费倾向, 也将抑制美国的消费增长。

90年代以前,美国私人储蓄率在7-10%的水平。新世纪以来,美国私人储蓄率降到1-2%的水平,2008年以来,迅速上升到

图 21: 美国私人储蓄率大幅攀升 (1959.01-2009.04, %)



数据来源: CEIC, 联合证券研究所

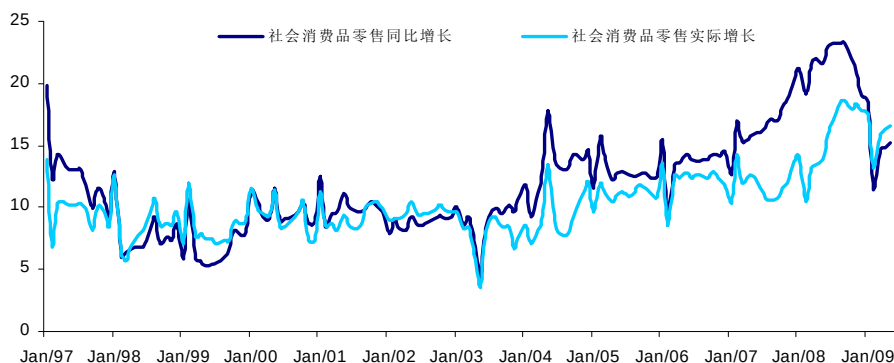
因此,我们预期2009年中国出口将维持在低位,同比增长情况主要看去年基期水平,全年出口比2008年下降15%左右。乐观的情况下,四季度会出现同比正增长,但出口趋势性复苏最早要到2010年中期。

国内消费

在表1的估算中,消费几乎没有造成明显的缺口,这种估算反映了我们对消费的乐观预期。实际上,如果以社会消费品零售总额表示国内消费增长情况,我们也没有过分悲观的理由。图22表明,社会消费品零售总额实际增长已近08年的高位,5月份实际增长16.6%。

但这容易给人造成困惑: 当一个巨大的金融危机来袭,国内消费竟然看不到显著影响,增长还如此强劲?

图 22: 以社会零售表示的消费增长依然较好 (1997.01-2009.05, %)



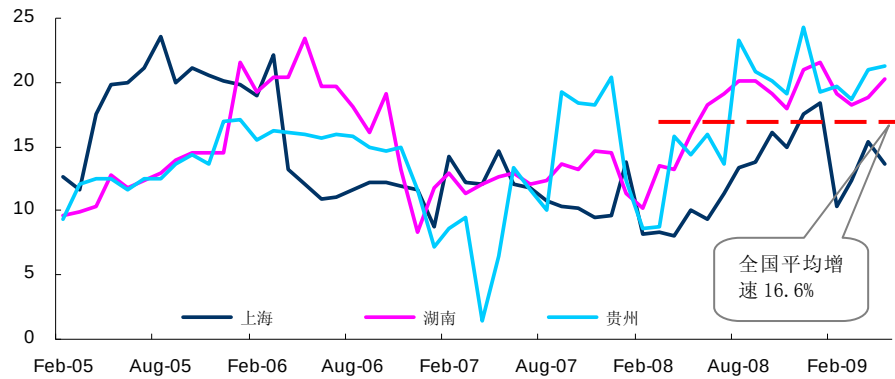
数据来源: CEIC, 联合证券研究所

社会消费品零售总额的实际增长已经接近2008年的高位水平。

从分区域的零售增长情况,我们还是能看到金融危机留下的证据。在上海、浙江、深圳等沿海外向型地区或城市,社会零售的增速速度都有明显的下滑。但部分的沿海省份(江苏、广东、山东)大部分中西部省份,社会零售增速仍在高位攀升。

东、中、西部消费的增长速度不一致，东部地区受金融危机的影响较显著。中西部大部分地区消费增速依然在高位攀升。

图 23: 东、中、西部消费的增长速度不一 (2005.02-2009.05, %)



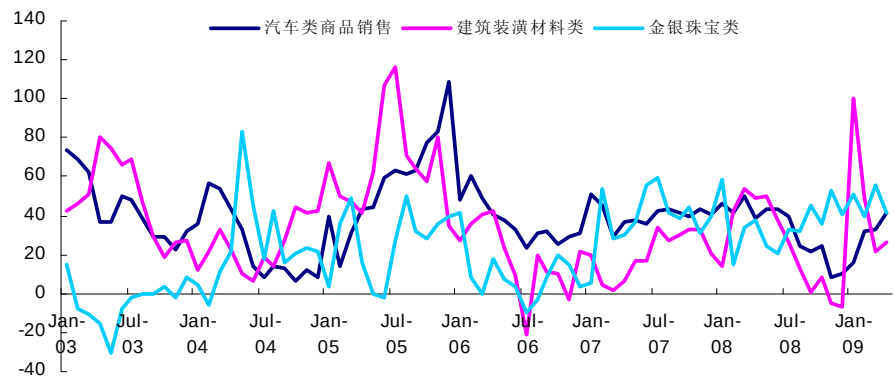
数据来源: CEIC, 联合证券研究所

理由很容易理解。这次主要由外部冲击导致的经济调整,受影响最大的主要是东部外向型城市或地区。但中西部地区因为经济外向程度不高,需求所受的冲击较小。

我们还发现,外需冲击没有明显阻碍我们工业化和城市化进程中消费升级的动力。

我们考察了各类商品的零售增长情况。图 24 表明,反映消费升级的汽车类、建筑装潢类和金银珠宝类商品的销售增长依然迅猛,4 月份的实际增速分别为 41.2%、26.7%、41.5%。即便是必需品的零售数据,我们也能看到较快的增长速度,4 月份,限额以上企业零售的服装鞋帽纺织品类和日用品类分别增长 20.1% 和 12.8%。

图 24: “消费升级”概念的商品销售增长强劲 (2003.01-2009.04, %)



数据来源: CEIC, 联合证券研究所

反应消费升级的商品部,如汽车、建筑装潢材料和金银珠宝类商品,4 月份的实际增速分别为 41.2%、26.7%、41.5%。

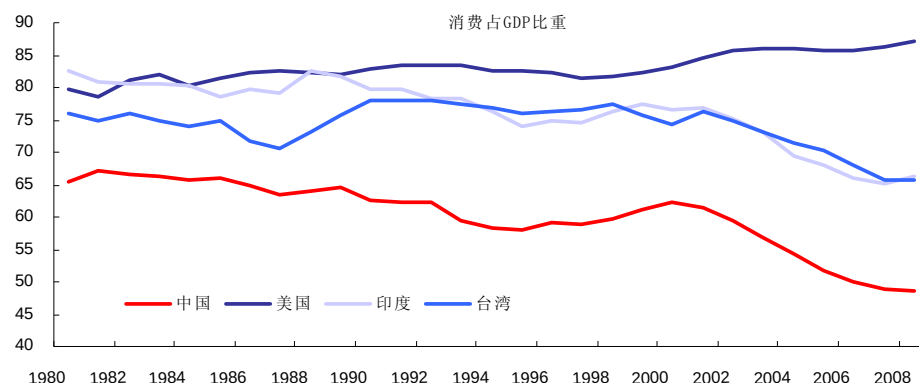
以此预期,2009 年,我国消费将继续保持较快的速度增长,全年社会消费品零售总额增长将达 15%左右,增长的动力源于全国性的消费升级和中西部地区加速工业化。

实际上,这一增速仍然显得不够快。2003 年开始的新一轮经济增长以来,消费增长稳步攀升,但消费占 GDP 的比重却缓慢下降。无论是比发达国家,还是比发展中国家,中国经济增长中消费所占的比重太低。2008 年,中国、美国、印

无论是与发达国家（区）比，还是同发展中国家比，中国的消费还是太低

度和台湾的这一比重分别为 48.6%、87.2%、66.2%、65.7%。

图 25: 中国的消费所占比重太低（1980-2008，%）



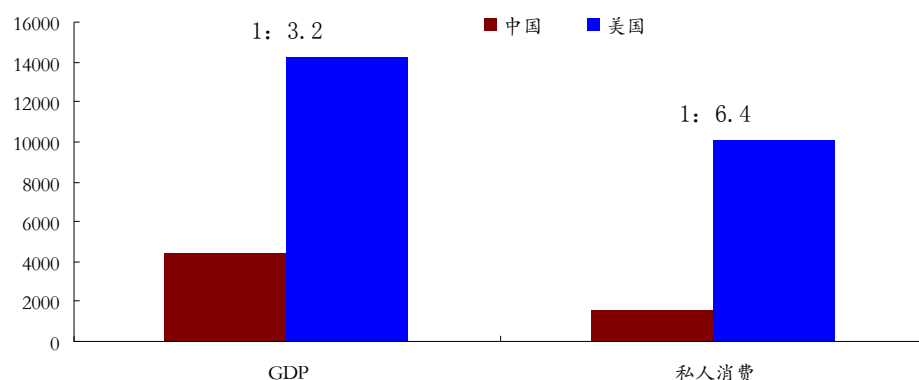
数据来源：CEIC，联合证券研究所。全部国家（地区）数据都包含了政府消费

这可以带给我们这样的启示：第一，中国的消费应该增长得更快，简单地说，消费名义增长必需超过名义 GDP 增速，对于中国来说是一个合理的速度，只有这样，未来消费占 GDP 的比重才有望逐渐缩小；第二，即便按照现在的增长速度，中国的消费仍不能弥补外需下降留下的需求缺口，也不足以拉动其他国家的经济增长，因为中国的消费水平太低。

一个简答的比较可以说明这个问题。2008 年，美国的名义 GDP 是中国 GDP 的 3.2 倍，而美国私人消费是中国的 6.4 倍。也就是说，如果 2009 年美国私人少消费 16%，就相当于中国私人部门一年没有任何消费。

负面地看，中国私人消费水平太低，不利于经济的健康发展，积极地看，中国消费水平提高还有很大的空间。

图 26: 中国和美国 GDP 和私人消费比较（2008 年，十亿美元）



数据来源：CEIC，联合证券研究所。按照 2008 年人民币兑美元平均汇率 6.92 换算

投资

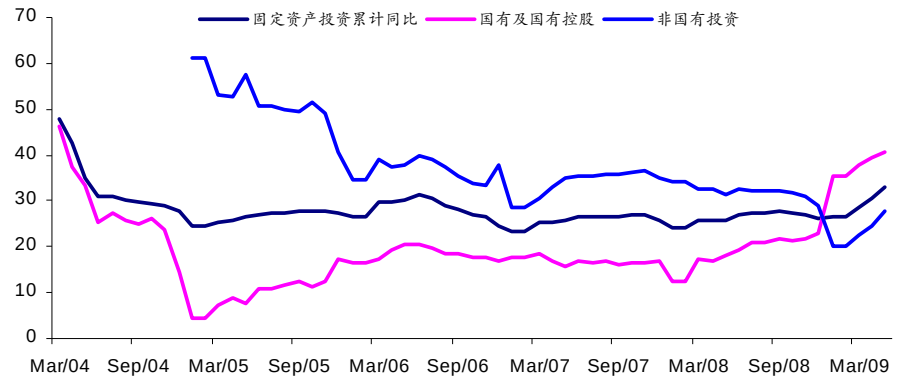
在 4.1 和 4.2 中，我们回答了：寒意的消退最早会在 2010 年中期，身体机能在稳定改善，但由于底子薄，还不至于抵抗寒冷。这意味着，刺激投资这味补药还得继续吃。

考虑投资问题，我们分两个层面：第一，私人投资启动的情况如何？如果启动了，我们就不用担心投资的持续性和效率问题；如果私人投资启动不明显，就

需要考虑：第二，政府推动的投资增长在 2010 年的持续性如何。

就已有的数据来看，国有企业投资是本次投资增长主力。5 月份累计同比增长 41%，远高于 32.9% 的平均增速。非国有投资增速有所上升。但我们发现，外资企业和港澳台投资企业投资增长仍然在零的水平徘徊。因此还需要验证，非国有企业投资增速回升，是因为信贷放松条件下的被动增长，还是因为经济复苏预期驱动的自主增长。

图 27: 国有投资依然是主力 (2004.03-2009.05, %)



数据来源: CEIC, 联合证券研究所

刺激政策启动以后，
国有企业投资快速增长。

我们从投资的行业分布情况寻找证据。大致有以下几个特点：第一，基础设施和公用事业投资突飞猛进；第二，上游行业投资增速高位下降；第三，面向国内市场的下游和中游行业投资稳定，面向国外市场的行业投资明显放缓(图 27-30)。

图 28: 公用事业和基础设施业投资增长迅猛

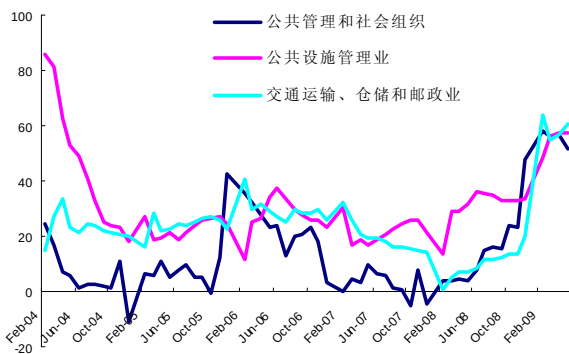
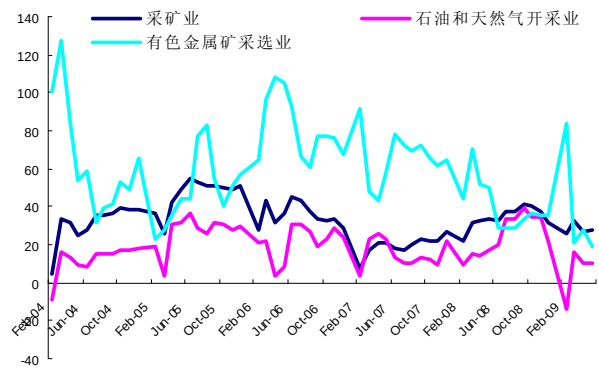


图 29: 上游行业投资减速 (2004.02-2009.05, %)



资料来源: WIND, 联合证券研究所

图 30：下游“外需”比重较大的行业投资放缓

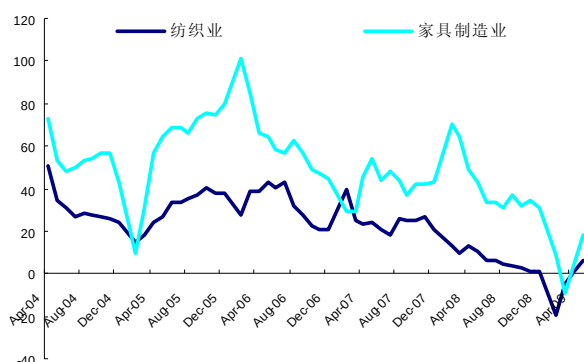
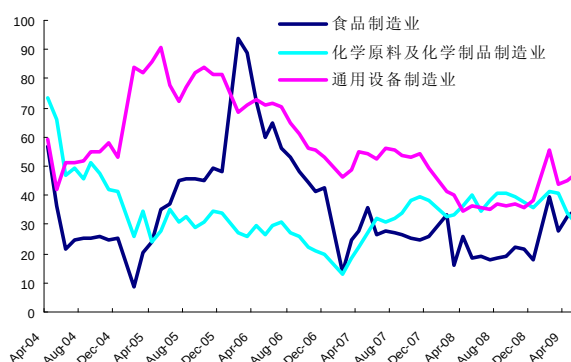


图 31：中游和“消费”相关行业投资增长稳定



资料来源：WIND,联合证券研究所

上面的数据可以给出这样的结论：对市场主体来说，下游行业的产能基本能满足消费需求，扩大投资的动能不强；对政府来说，扩大投资的着力点主要在于基础设施和公用事业管理行业；中游行业投资增速稳定，投资的动力短期看国内投资需求和消费需求，中期看出口。

我们在 4.2 详细讨论了国内消费需求，虽然稳定增长可以预期，但因为规模较小，还不能弥补外需下降留下的需求缺口，同样的道理，它也不能消化为满足快速增长的国外需求而累积的产能过剩。也就是说，如果政府投资退出留下的空档能被私人投资增长顺利弥补，（中短期内）关键在于出口恢复情况。

回看图 27-30 中的行业投资增长情况。2004 年至 2009 年间，基础设施和公用事业投资增速呈 U 型走势（图 27），而其他的中下游行业投资增长正好像“倒 U”（图 28-30），其中的起伏变化，背后的主要原因一个是政策变化，一个就是强劲的外需。

如果外需在 2010 年中期前后恢复，政府推动的投资增长能坚持到那个时候吗？答案是肯定的。这不仅是对中国各级政府的资源动员能力有信心，也是对政府的投资意愿有充分的估计。在中国，投资是一种体制性的冲动。

财力上的问题也不大。对中央政府来说，发行国债可以解决弥补扩大了财政赤字。从表中可以看出，即便 2009 年有较大压力，相比其他主要国家的财政状况，中央财政状况并不值得担忧。

表 3：中央财政的压力分析

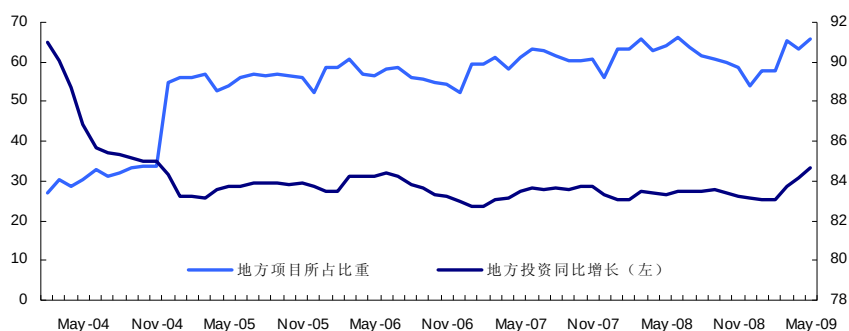
	财政赤字	GDP	赤字率	国债到期额	修正后的国债到期额	国债发行额	国债依存度
2008	1110	300670	0.37	7376	7376	8615	13.8
2009F	9500	327971	2.90	8192	8192	17692	23.3
2010F	11046	368213	3.00	6067	7567	18613	20.4
2011F	12522	417406	3.00	5842	7342	19864	18.1

数据来源：CEIC，联合证券研究所

实际上,对于投资,中央财政从来就不是问题。因为地方投资才是绝对的主体,1-5月,地方投资占全部投资的91.2%,增速超过总体水平。因此,地方财政能否支持地方投资增长,这才是真正的问题所在。

图 32: 地方投资是绝对的主体 (2004.02-2009.05, %)

地方投资增长超过
总体水平, 占全部投
资的 91.2%。



数据来源: CEIC, 联合证券研究所。按照 2008 年人民币兑美元平均汇率 6.92 换算。2009 年的数据为 1-5 月的数据。1990 年以前的固定资产价格指数采用郑玉歆 (1998) 4。

公开的财政统计数据表明,地方政府的财政状况较为紧张。但如果考虑土地转让金收入,地方财政压力就大不一样。国土部的统计显示,2007 年全国土地出让收入近 13000 亿元。即便是 2008 年受房地产市场低迷影响,全国土地出让收入缩水,但仍然维持在 9600 亿元的高水平上。从表 4 可以看出,2007 年,地方政府的总赤字 12957 亿元,仅土地出让收入一项,就可以弥补地方政府的财政赤字。

表 4: 地方财政的历史表现 (亿元)

	地方财政总收入	地方财政总支出	地方财政总赤字
1996	3975.1	5558.1	-1583.0
1997	4518.4	6307.6	-1789.2
1998	5275.7	7380.9	-2105.2
1999	5924.3	8661.7	-2737.4
2000	6768.7	10091.6	-3322.9
2001	8181.5	12756.4	-4574.9
2002	9043.5	14752.9	-5709.4
2003	10496.6	16583.2	-6086.6
2004	12513.9	19772.3	-7258.4
2005	15666.6	24371.9	-8705.2
2006	19187.8	29547.1	-10359.3
2007	24477.5	37434.5	-12957.0

数据来源: WIND, 联合证券研究所

土地出让金的增长趋势并不值得悲观。2008 年全国房地产降温,我们也没有看到土地出让面积和转让价格趋势性的下降(图 32 和 33)。不过从增速看,2009 年,土地出让收入将落后于地方政府的财政支出。这又反过来将增加地方政府的投资冲动和刺激房地产发展的动机,最近出台调低投资资本金比例的政策,可以看作是对这一动机的鼓励。

⁴郑玉歆, 1998:《生产率与中国工业经济增长》,载于《中国生产率分析前沿》,李京文、钟学义主编,社会科学文献出版社。

图 33: 全国土地出让面积没有明显下滑(千平方米)

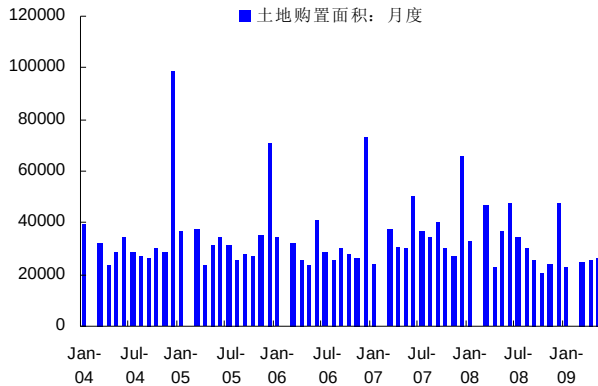
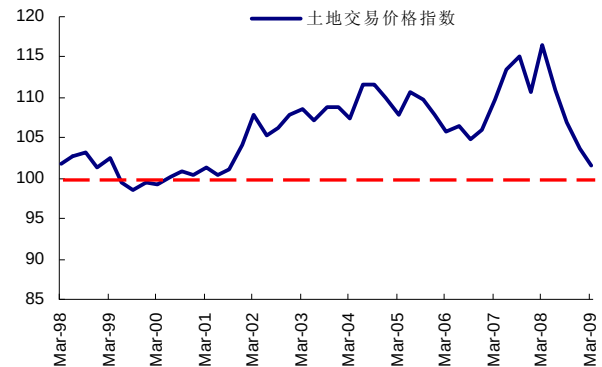


图 34: 土地交易价格仍有上涨（上年=100）



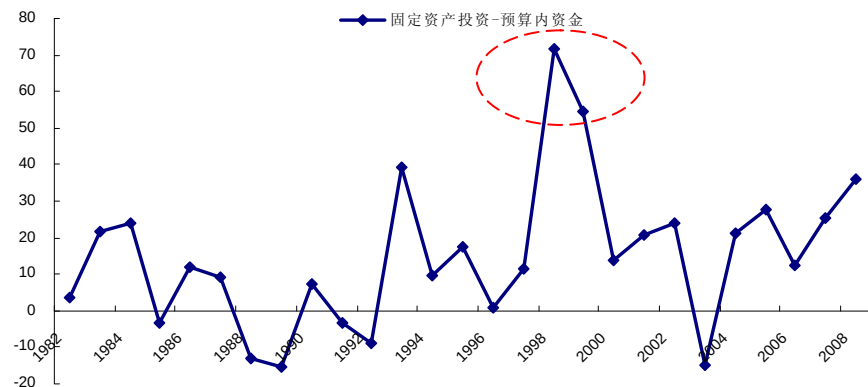
资料来源: CEIC, 联合证券研究所

如果从地方政府财政压力的角度理解房地产投资，我们还可以看高房地产业的投资增长。因为房地产不仅是我国城市化和居民消费升级的主要载体，也是地方政府改善财政收支的重要渠道。

给定中国的发展阶段，房地产业的长足发展从来就不应该成为问题，但如果它被异化为收入分配的一种工具，需求和资源过分集中于房地产行业，它就可能成为城市化和国内消费增长的障碍。这是我们对当前房地产业发展模式保持谨慎的主要原因。

总之，在外需复苏以前，我们对私人投资顺利接力政府投资并不乐观。不过我们看好政府促进投资的积极性和财力上的可能性，即便到 2010 年，政府以较大的力度扩大投资也是有可能的。这种故事曾经在 1998-1999 年间发生过，期间政府预算内资金分别以 72%和 55%增速刺激投资。与当年不同的是，地方政府的财力和投资积极性大增，银行业和投资主体并没有经受严厉的紧缩政策冲击，因此，除非政策收紧，2010 年的投资增长仍值得期待。

图 35: 财政曾经连续两年刺激投资（1982-2008，%）



数据来源: CEIC, 联合证券研究所

1998-1999 年间,以当时的财力,政府预算内资金以年增60%左右的速度刺激投资。

此缺口与彼需求

在外需冲击过后，我们对总量上的需求恢复保持乐观。短期内，扩大投资能

直接产生 GDP 效应。而如果政府着力于扩大投资，当然的选择是基础设施和公用事业。基于对投资增长的乐观预期，我们预计全年 GDP 增速将达 8.0-8.5%。

但问题是，留下的缺口很大程度上属于最终需求，我们却用中间需求（投资）来弥补。这是我们对 2010 年经济不够乐观的主要原因。

从应然的角度，国外消费需求的下降，正好是国内消费需求加快增长、弥补缺口的好时机，因为中国十几亿居民潜在消费能量的释放，如果和外部需求高涨在时间上重叠，将遭遇供给瓶颈，结果就是上游商品价格上涨，从而导致供给曲线上移，最终导致需求和产出下降。

从全球分工的角度，如果世界上最大的一个群体主要是在生产和储蓄，而不是消费，自然的结果是——出口低价商品，经济失衡。

五、 结构性问题

在某种程度上，对于经济失衡，经济危机是一个强制性的纠错机制。如今，美国已经开始减少消费、增加储蓄（图 16），但中国主要还在为增加未来生产能力做准备。

如果不断增加的供给能力只能依靠外需恢复来消化，那么在外需恢复以前，我们将会看到中国经济增长中的一些结构性问题，分解这些结构性问题将有助于我们挖掘投资标的。

宏观好，微观差

宏观好，微观差，这是上轮经济调整中颇受关注的经济现象。在终端需求（消费和外需之和）恢复以前，投资者需要有些心里准备，面对已经出现或可能将出现的经济指标间的反差。

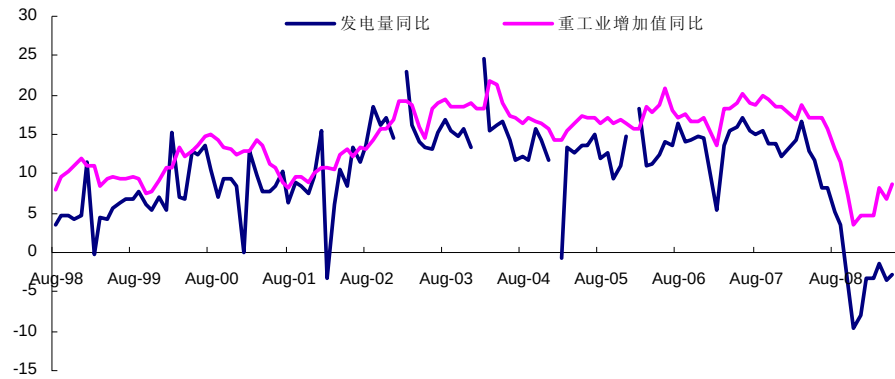
一、能耗与产出

一个广为关注的问题是，为什么发电量连续同比下降，GDP 还能以 6% 以上的速度增长？对这个问题，国际能源局在 6 月初进行过仔细的讨论，理由有四：第一，三次产业结构的变化，第二产业比重明显下降；第二，工业内部结构的变化，重工业产出下滑相对严重；第三，高载能产品“去库存化”；第四，产业能耗下降。

我们验证其中最重要的一条——重工业增长与发电量变化，因为“重工业是用电大户，约占工业用电的 80%”。而工业又是三个产业中的用电大户，2007 年，工业用电占总量的 76%。

重工业增长与发电量波动具有系统性联系。因为其他行业用电相对较少，波动较小，重工业用电量对发电量变化的边际贡

图 36: 发电量和重工业增长具有系统性联系 (1998.08-2009.05, %)



数据来源: CEIC, 联合证券研究所

图 35 表明，重工业增长与发电量波动具有系统性联系。由于其他行业用电相对较少，波动较小，重工业用电量对发电量变化的边际贡献很大。

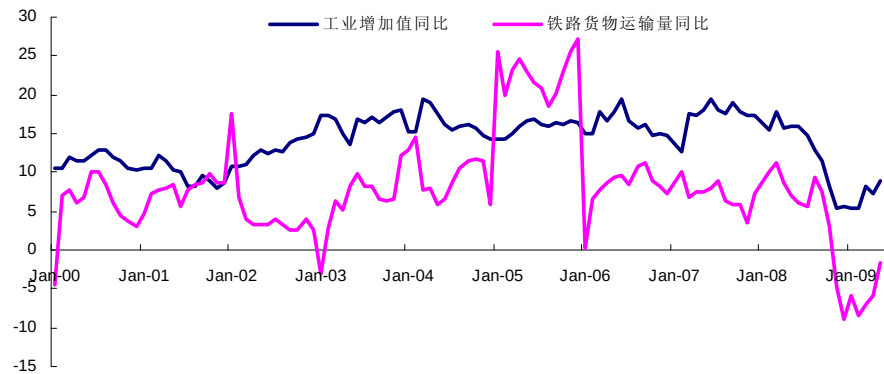
重工业增长与发电量波动的一致性说明，仅仅依据发电量数据不能得出看空中国经济的结论。随着重工业生产的恢复，发电量增长将逐渐回归正常。

二、货物周转与产出

同发电量情况相似，2009 年 1-5 月，铁路货运周转量连续同比负增长，这也容易得出悲观的结论。

图 36 显示了铁路货物周转与工业产出之间的关系⁵。我们发现两者并不具有显著的系统性联系。而且由于铁路货物周转数据没有覆盖一个完整的周期，很难知道两者关系的全貌，因此依据铁路货物周转判断宏观经济形势需要谨慎。

图 37: 铁路货运周转与工业产出相关性不显著 (2000.01-2009.05, %)



数据来源: CEIC, 联合证券研究所

铁路货物周转工业产出之间的关系并不具有很强的系统性联系。而且由于铁路货物周转数据没有覆盖一个完整的周期，我们很难知道两者关系的全貌。

不过从 2008 年底的情况来看，两者波动的方向基本一致。在宏观经济正增长的情况下铁路货运负增长，我们认为原因主要有二：第一，出口减少，可以合理认为出口生产的运输半径较长；第二，经济不景气时，地方保护主义有所抬头，这也将缩小运输半径。

⁵ 显然铁路货物运输并不完全为工业服务，我们这里将工业增加值作为月度总产出的替代。

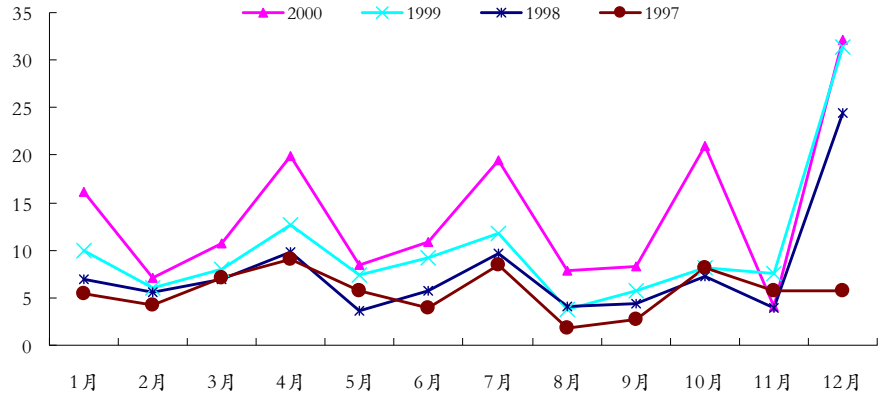
因此，货物周转数据不能作为判断短期经济走势的主要依据。

三、利润与产出

当终端需求还没有完全恢复时，微观层面的企业利润增长也不值得乐观，因为企业利润的最终源头是消费者的购买。对于可能出现的企业利润与宏观产出增长的不一致，需要仔细辨别一下。

图 38: 1997-1999 年间企业所得税增长缓慢（十亿人民币）

1997-1999 年间，所得税数据反映企业利润增长情况不佳。



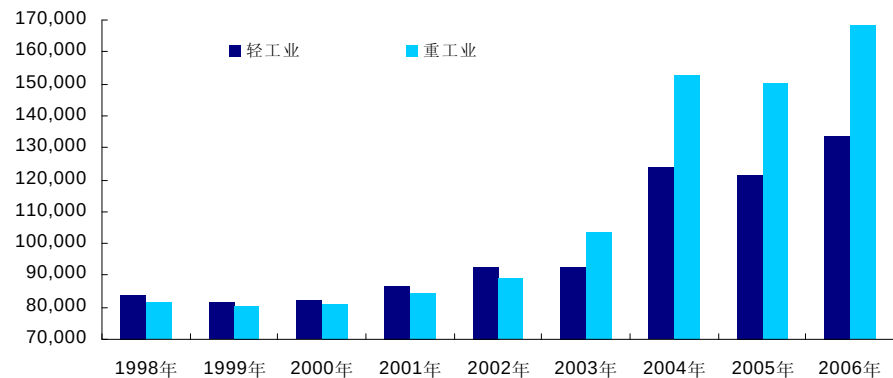
数据来源: CEIC, 联合证券研究所

由于现有的行业月度利润统计没有覆盖到上个经济周期，我们用企业所得税数据作为利润情况的替代。图 37 表明，在 1997-1999 年间，企业所得税增长缓慢甚至有所下降，这与当时 GDP8%左右的增长形成反差。

另外的证据是企业数目。在经济迈入成熟期之前，随着经济的增长，企业数量趋于增加。但我们发现，1998-2000 年间，全国工业企业的数量趋于减少，这可以说明：微观层面经济状况不佳，企业退出较多，进入较少。

图 39: 1998-2000 年间企业数量是减少的（个）

企业数量减少说明：微观层面经济状况不佳，企业退出较多，进入较少。



数据来源: CEIC, 联合证券研究所

如何解释这种反差？我们认为，政府扩大投资避免了经济增速严重减速，但中间需求的外生性增长并没有明显提振终端需求，终端需求的低迷压制了企业利润增长，因为企业利润的最终源泉是消费者的购买。这就是“增长好，利润差”的主要原因。

上游好，下游差

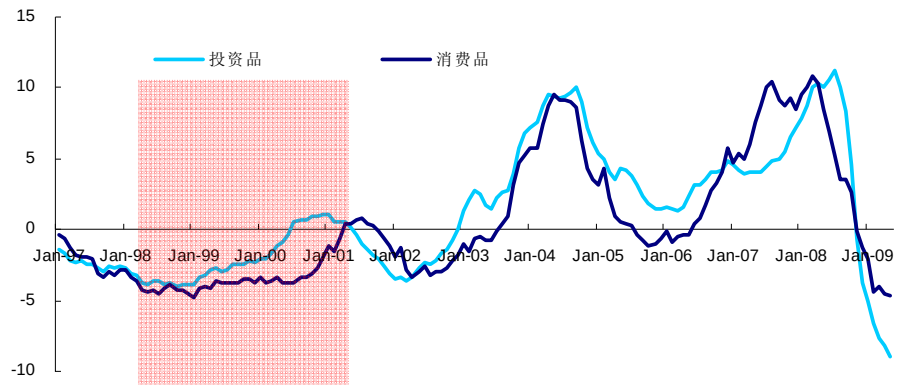
投资者也许会关心：宏观好，究竟会好在什么地方？我们在行业层面找线索。

我们发现，在上一轮周期长达 4 年的经济调整中，上游始终好于下游。从正常商业周期的角度，下游低迷的结果是上游更加低迷。但中国不同的是，一个政府刺激的投资需求始终支撑着经济增速，从而支撑了上游行业的发展。投资增长结果是对投资品的需求增加。但消费增长更多是内生性的，于是投资和消费两层皮，只有外需才可以把着两层皮黏合起来。

在 1998-2001 年间，投资品价格始终好于消费品价格，这种比价变化反映了上下游行业发展的落差。

图 40: 投资品和消费品价格变化具有规律性特征 (1997.01-2009.05, %)

除了经济上升后期和收缩初期，投资品价格上涨都明显快于消费品。

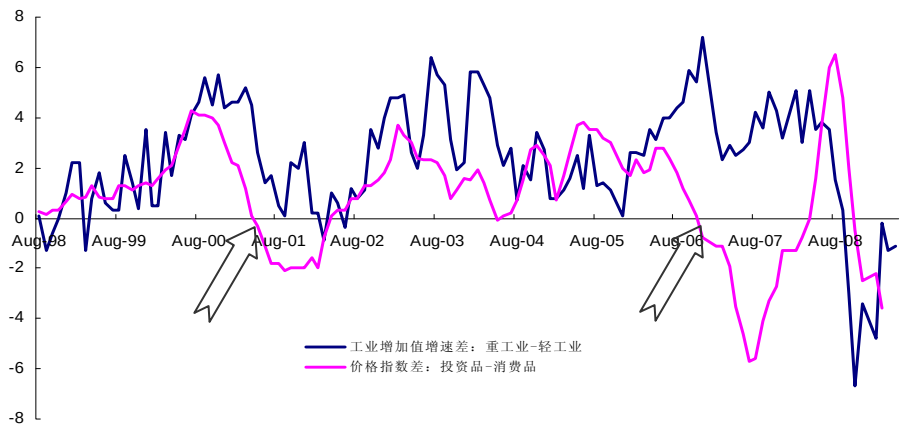


数据来源: CEIC, 联合证券研究所

价格的变化最终在产出上得到体现。在大部分时间里，由于投资品的价格涨幅大于消费品，重工业的产出增长也明显快于轻工业。图 40 表明，当消费品价格上涨幅度开始超过投资品时，行业发展的重心就开始转向轻工业——由于成品端价格上升快于成本端，轻工业发展将相对变快。

图 41: 上下游行业发展随着相对价格变化而变化 (1998.08-2009.05, %)

当消费品价格上涨幅度开始超过投资品时，行业发展的重点就将发生转移



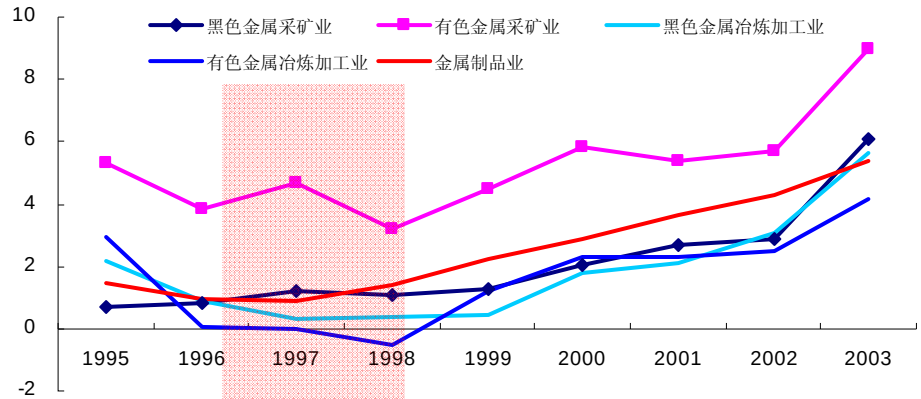
数据来源: CEIC, 联合证券研究所

以金属制品的产业链为例。有色金属和黑色金属冶炼业位于产业链上游，有

色金属和黑素金属冶炼及加工业居中，最终产品 由金属制品业生产。在经济低迷时期。下游产业的盈利情况较上游行业差，我们发现，经济低迷时期，产业链下游的行业盈利状况差于上游。

在金属制品产业链中，经济低迷时期，下游产业盈利情况较上游行业差。

图 42: 金属制品产业链中上下游总资产收益利润情况（1995-2003，%）



数据来源：CEIC，联合证券研究所

六、货币与通胀

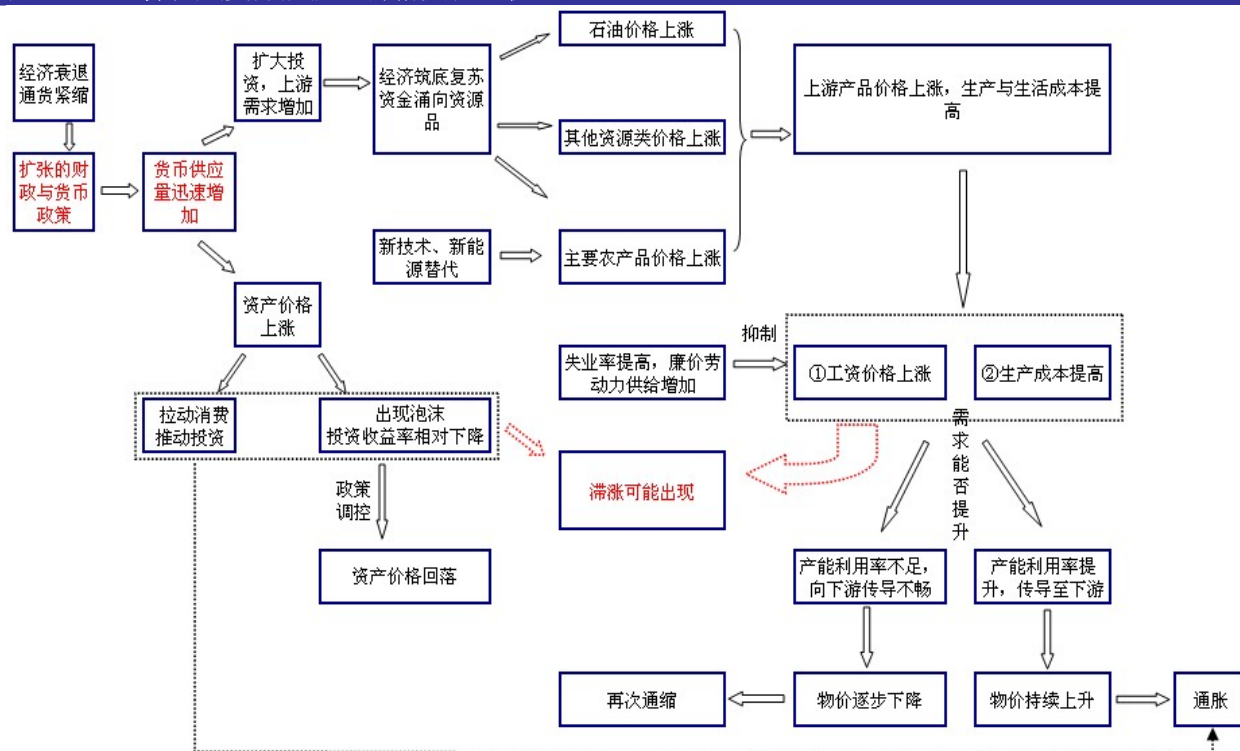
前面部分主要讨论产出，下面讨论价格。

对于下半年的通胀或者通胀预期，以下问题是争论的焦点：第一，如果货币信贷大幅扩张的影响最终传导至价格，如何看待依然低迷的最终需求（消费和外需之和）？第二，如果最终需求不支持通胀发生，如何看待大宗商品价格上涨导致的成本压力？

货币、需求与通胀

从定性的角度，当前的终端需求不及前两年，产能利用率的水平也处于较低的水平，因此上游成本的上升对中下游的传导并不顺畅，物价变化可能出现结构性差异。这一现象将对企业利润产生负面影响，从而影响经济的复苏进程。而这其中的关键因素是政策的引导。我们预期下半年物价水平有望见底回升，但通胀仍处于预期的阶段。

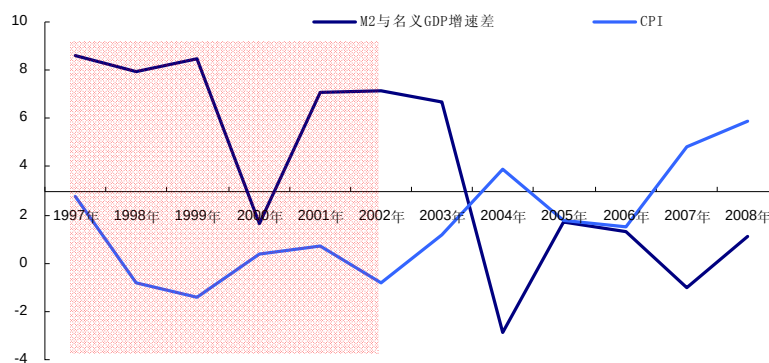
图 43： 经济筑底复苏阶段通价格变化的机理



资料来源：联合证券研究所

当从定量的角度分析货币扩张对通货膨胀的影响，结果就没有那么明确。图 43 表明，1998-2002 年间，货币供给超过了实体经济增长所需，但价格水平依然在低位。

图 44： 货币供给增加并不必然导致通胀（1997-2008，%）



数据来源：CEIC，联合证券研究所

进一步地我们发现，政府影响货币供给的变量是 M2，但实际上对 CPI 影响更显著的是 M1。图 44 表明，M1 增速变化显著地影响 CPI，滞后期大约 6-9 个月，经济高涨时期传导速度快于经济调整时期。

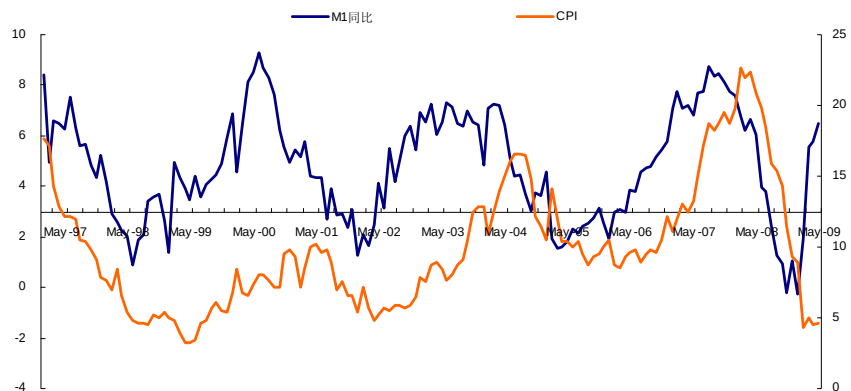
我们还发现，M1 波动影响的是 CPI 的变化趋势，并不能影响其绝对水平。也就是说，我们很难找到两者间定量的线性关系。

因此对于通胀，货币只告诉我们这个确定性的结论：CPI 将会三季度趋势性上升。因为 M1 的周期性低点出现在 2009 年初。

1998-2002 年间，货币供给超过了实体经济增长所需，但价格水平依然在低位。

图 45: M1 能滞后地影响价格变化趋势 (1997.01-2009.05, %)

M1 增速变化显著地影响 CPI, 滞后期大约 6-9 个月, 经济高涨时期传导速度快于经济调整时期。



数据来源: CEIC, 联合证券研究所

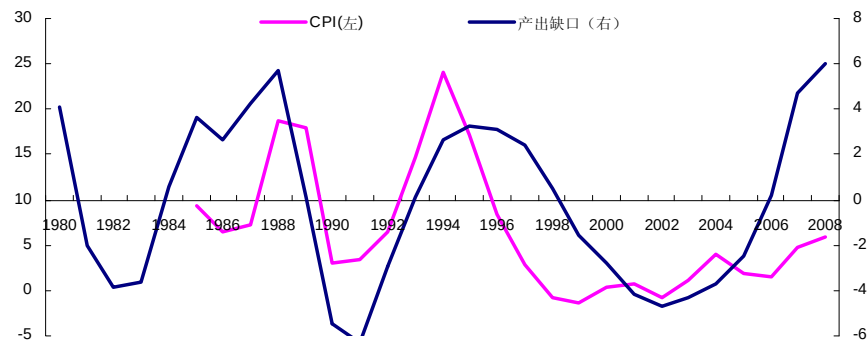
但我们还是不能据此判断通胀是否发生, 需要引入其他因素。

逻辑上, 从货币扩张到通货膨胀, 要经过两个层次: 第一, 扩张的货币要有进入实体经济领域, 这个渠道是信贷, 在 1990 年代末期, 由于银行普遍“惜贷”, 这个渠道不够顺畅; 第二, 获得信贷照顾的经济主体 (企业和个人) 要将“新发的货币”用来投资和消费, 也就是说, 货币增加要转化为需求增加。只有这两个条件同时成立, 通胀的发生才变得现实。

第一个层次不用验证, 除了 90 年代末期的惜贷现象, 中国的信贷收放主要跟着政策走, 2009 年的信贷数据再次证明了这一点。图 45 可以验证第二个层次, 它表明, 从年度看来, 产出缺口比货币供给的变化更能影响 CPI 走势 (对比图 43), 当产出缺口开始出现方向性变化时, CPI 拐点就出现了。

图 46: 产出缺口与 CPI 相关性明显 (1980-2008, %)

当产出缺口开始出现方向性变化时, CPI 拐点就出现了。



数据来源: CEIC, 联合证券研究所

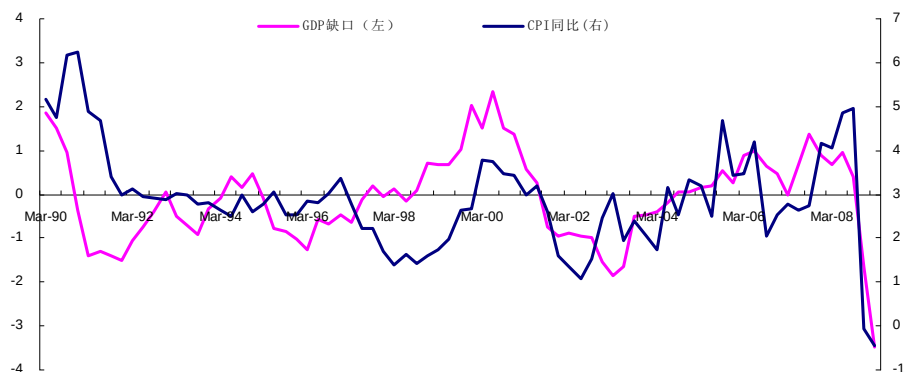
用年度数据检验显得很粗糙, 而且时间序列太短, 不能给我们判断短期走势提供帮助。我们用美国的数据。图 46 给出了类似的结论, 产出缺口与 CPI 具有显著的相关性⁶。

图 46 得出的另外一个重要结论是, 1990 年以来, 当需求不足, 也就是总需求低于潜在产出水平时, 美国没有发生 3% 以上的通胀。

⁶ 美国 M1 和 M2 与 CPI 的相关性不显著, 出于篇幅考虑, 我们没有给出相关图表。

当需求不足，也就是总需求低于潜在产出水平时，美国没有发生 3% 以上的通胀。

图 47: 美国产出缺口与 CPI 相关性也很明显 (1990.Q1-2009.Q1, %)



数据来源: CEIC, 联合证券研究所

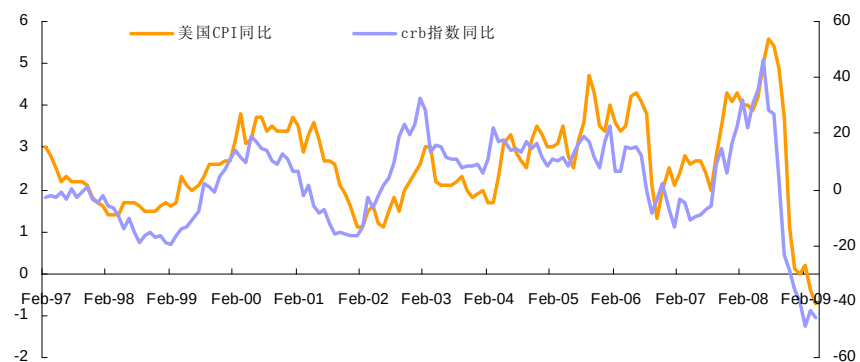
这个规律运用到中国，我们就能得出：虽然货币扩张使得 CPI 从四季度开始趋势性反弹，但如果中国存在产出缺口，即，总需求水平低于潜在供给，通胀就不大可能发生。

供给与通胀

从需求角度看，中短期内通胀不大可能发生。但我们还需要解决一个困惑，那就是大宗商品（以下称商品）价格的影响。如果货币不能够通过增加需求引起通胀，闲置的货币会抬高商品价格，在供给端抬高价格水平。

图 47 部分支持了这一假设。商品价格（CRB 指数）波动与 CPI 具有显著相关性，领先 1-2 个月。

图 48: 商品价格直接导致 CPI 波动 (1990.02-2009.05, %)



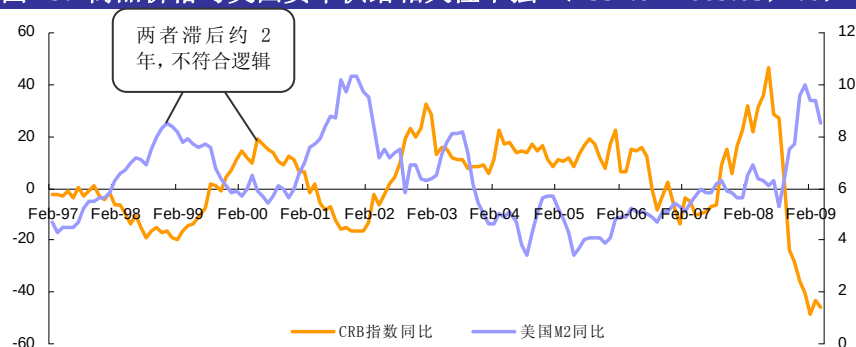
数据来源: BLOOMBERG, 联合证券研究所

这里有一个前提需要验证：商品价格上涨到底是货币推动，还是需求推动？

我们在图 48 和 49 比较了美国需求波动和货币供给变化对商品价格的影响。很容易看出，需求对商品价格变化的影响明显更为显著。

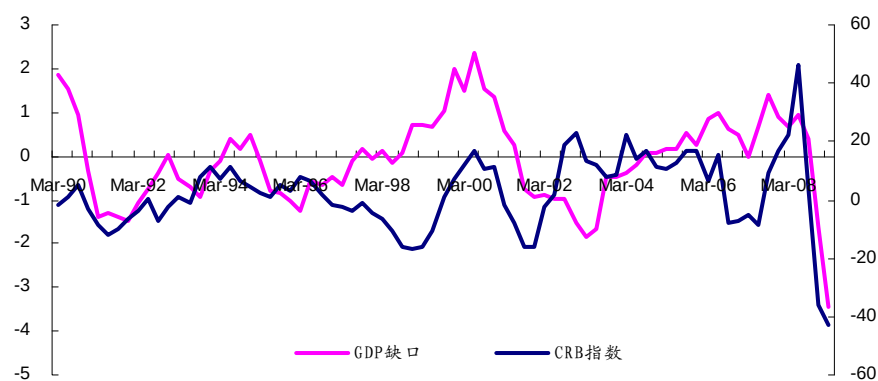
商品价格（CRB 指数）波动与 CPI 具有显著相关性，领先 1-2 个月。

图 49: 商品价格与美国货币供给相关性不强⁷ (1997.02-2009.05, %)



数据来源：BLOOMBERG，联合证券研究所

图 50: 商品价格受需求波动的影响较大 (199.Q1-2009.Q1, %)



数据来源：BLOOMBERG，联合证券研究所

因此我们认为，虽然商品价格上涨将推高 CPI，但商品价格的上涨主要基于实际需求的增长，而不是货币的增加。

关于供给面影响通胀的另一个问题是中国的食品价格。我们认为，如果没有大灾，中期内包括粮食和猪肉在内的食品价格都不会成为影响 CPI 的主要因素。虽然猪肉价格到了相对底部，但政府一系列保护政策将使未来猪肉供给不会严重下滑，世界粮食供需状况因前期粮价大幅攀升而刺激了供给扩张，全球粮食供需关系已经转变为产量高于消费。

通缩与通胀

对于下半年的通胀问题，上面的分析确认了，货币扩张将在一个滞后期内驱动价格水平上升，但是，如果价格上升到通胀的水平，需要需求的配合。也就是说，货币扩张只是通胀的必要条件。

如果从供给端考虑，我们发现商品价格上涨确实能推高价格水平从而导致通胀。但从终极的原因看，主要是需求，而不是货币，导致商品价格的上涨。这说

⁷ 这里还有一个疑虑：用美国 M2 数据是否能衡量全球的资金供给状况？于是我们也用了反映全球资金状况的银行间拆借利率数据。结果发现：中长期看，货币与商品价格涨跌的相关性也不够明显。

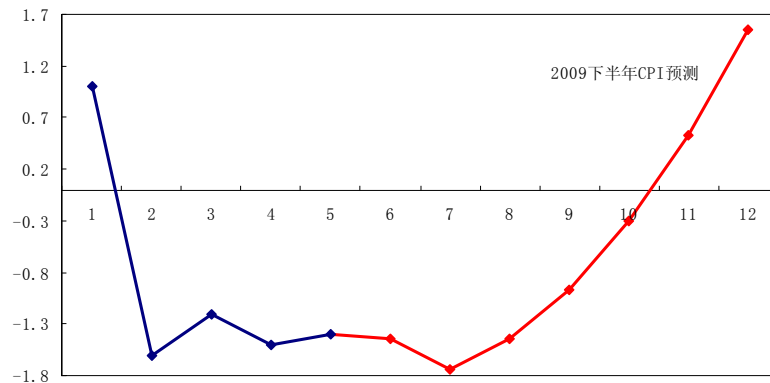
明，从商业周期的角度，货币供给和需求上升是通胀发生的充分必要条件。

我们不得不指出其中的例外，上个世纪七八十年代，在总需求低迷的情况下不断攀升的油价导致了通货膨胀。但细心的读者可以发现，导致油价上涨的不是基本面的供需因素，而是政治和军事等非经济因素。

由于货币大幅扩张，我国发生通货紧缩的可能性大大减小，虽然我们预期价格水平三季度以后将缓慢爬升，但至少在明年中期以前，总需求水平还不支持通胀的发生。

对于下半年的物价走势，我们认为，前期抑制物价的主要因素——食品类，特别是猪肉价格将逐步回升。三、四季度为猪肉的消费旺季，加上日前国产冻猪肉的收储启动，我们判断猪肉价格在三季度见底，四季度回升。同时，从目前房地产回暖的情况看，下半年居住类及服务类的价格也将有所上升。因此整体而言，三季度末四季度初将是物价由负转正的时机。

图 51: 我国下半年 CPI 预测



数据来源：联合证券研究所；注：红色部分为预测值

七、回归本土周期

一场 70 年来最大的金融危机中止了全球近 30 年的大景气周期。我们发现，危机后的调整出现了某种程度的去全球化。

深究起来，当一场休克式冲击过后，危机对中国的影响主要表现为外需的下降，这使得中国经济被迫回到传统的本土周期，即，投资信贷的收放决定了经济增长的起落。

即使没有外需冲击，中国经济本身的周期性规律决定了经济也将面临调整。如果在本土周期的框架内思考未来的经济和政策走向，可能会产生这样的问题：货币政策和财政政策的大幅扩张，这些弥补外需缺口的应急措施，这样大的力度应该保持多久？我们担心，一些非常规的刺激政策退出可能比我们希望的要早。

我们发现，外需的下降短期内不会明显好转，趋势性复苏最早会在 2010 年中期出现，考虑到美国经济结构的调整，我们对未来外需复苏的力度仍保持谨慎。

国内消费的增长有一股很强的趋势性力量支撑，那就是中国的工业化和城市化，这股力量并没有因巨大的金融危机而明显消退。但是，消费增长仍然不够快，

在国内，它不仅不能弥补外需下降留下的需求缺口，在国外，也远远不能取代美国消费成为全球经济复苏的动力。

投资的增长不需要担忧。在中国，需要担忧的是投资增长太快，而不是太慢。投资的高速增长弥补了外需留下的需求缺口，因此我们对 2009 年的经济增长保持乐观。但是，需求缺口更多的是最终需求，而现在主要用中间需求来弥补，这是我不敢对 2010 年经济过于乐观的主要理由。

去全球化，是以各国经济的“自主平衡”为特征，它以美国人的储蓄倾向增加为动力。这意味着，在一段时间内，指望外需把我们带出本土周期将显得被动。简单假设，如果未来消费能力年均增长 15%（出口和消费），供给能力年均增长 20%（投资），谁能消化过剩的产能？

而且，对于一个具有最具消费潜力的经济大国，我们在全球分工体系中的功能主要是生产和储蓄，这种格局不具有持续性。它的问题是：最大的群体在生产，谁来消费？

未来，一个更加开放、更加平衡的本土周期将是中国经济的希望。这意味着，消费和外需的增长将相对平衡，投资扩张主要基于国内消费的增长。

让我们共同期待。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。