

宏观深度报告

变革加快负债扩张步伐

2009 年下半年宏观经济分析报告

内容提要

2009 年下半年的宏观经济运行取决于市场自我修复与公共财力消耗的博弈，博弈加快负债扩张步伐。经济增长动力从制造业美元向资产重估下的财富效应转变，以虚补实趋势明显。

全年 GDP 增长率 8%。中国经济在去库存与去产能中进行自我修复，贡献 7% 的增长率，政策进一步的刺激可以完成 1% 的增长率。2009 年下半年宏观经济将是一个“非常 7+1”的行情。

通货膨胀率 0.5%。2-8 月中国经济进入长达 7 个月的通货紧缩期，9 月后物价开始变正，11 月与 12 月将维持在 2% 的水平上，全年物价上涨率不超过 0.5%。

世界经济结束金融恐慌进入可预期的衰退，金融危机已经转化为经济危机。出口在半年内还将持续同比下跌 15% 以上，外需回暖唯有等待。政府通过直接投资扩大了公共需求，通过补贴诱导与金融信贷条件改善，较好地激活了市场的需求。投资在三季度会保持 30% 以上的增速，财富效应保证以汽车与房地产为代表的消费将维持在 15% 左右的名义增长水平上。

经济虽然在稳步复苏，但是，增长的需求与消失的需求并不是匹配的。企业的利润虽然探底回升，但是并不尽如人意。公共财力的消耗在勉强维持，如果不完成投资的空中接力，财政赤字率将突破 4%，直逼 5%，系统性风险在逐步加大，经济面临踏空的风险。

政府必将进行持续的负债扩张，能够采取的要么是以毒攻毒，继续发债或者投放货币；要么是通过变革，通过放权让利来引导市场解决问题，但不会进行刮骨疗伤式的根本性变革。穷则思变，政策开始转型，以财政增收减支为轴线的变革确保了经济的负债扩张，加速了经济复苏的进程。

政府负债扩张的结果是经济的虚实分离，即实体经济的恢复速度远远赶不上资产价格的增长速度，中国正进入一个硬启动下的资产重估过程。在全球货币定量宽松的大背景下，国际资金的流动将会进一步推高中国的资产价格。地方政府强力化解财政危机的行为，也必然导致资源与资产价格的上涨。

投资主题将会有两条主线：市场自然复苏与变革红利。

宏观经济

魏凤春

weifengchun@csc.com.cn

010-85130308

夏敏仁

xiaminren@csc.com.cn

010-85130203

胡艳妮

huyanni@csc.com.cn

010-85130973

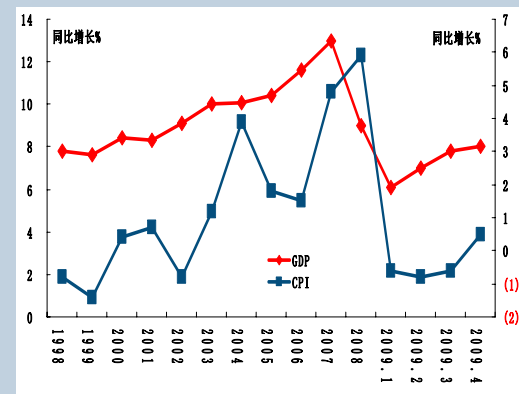
黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

分析日期：2009 年 6 月 28 日

09 年中国经济走势预测



目 录

结 论	1
一、经济复苏的逻辑	2
1.1 经济复苏的量化指标	2
1.2 经济复苏的三种情景	3
1.3 中国经济复苏的两条路线：制造业美元让位于资产重估的财富效应.....	4
二、市场自我修复进程的考查.....	5
2.1 市场自我修复的静态考查.....	5
2.2 市场自我修复的动态考查：外需.....	8
2.3 市场自我修复的动态考查：内需.....	15
2.4 经济的虚实分离程度明显.....	22
2.5 市场自我修复下的经济增长：GDP 增长 7%.....	22
2.6 简单的结论	23
三、公共财力消耗的考查	24
3.1 理解公共财力	24
3.2 公共财力消耗的静态考查.....	25
3.3 公共财力消耗的动态考查.....	26
四、变革及其红利	35
4.1 中国经济面临踏空的风险.....	35
4.2 变革旨在消除踏空风险	36
4.3 变革的逻辑：穷则思变	40
4.4 变革的内容	40
4.5 简单结论	47
五、基于变革的经济复苏路径.....	48
5.1 基于变革的负债扩张路径.....	48
5.2 基于变革的复苏路径：从总量到结构.....	49
5.3 踏空转向需求对接甚或刺激叠加的资产重估.....	51
5.4 2009 年宏观经济预测.....	53
六、宏观视角下的资产配置	54

图表目录

图 1: 经济复苏的逻辑示意图	3
图 2: 企业生产逐步好转	6
图 3: 企业短期贷款余额增速放缓	6
图 4: 原材料库存减少, 产成品库存增加	7
图 5: 5 月财政收入 4 个月来首现正增长	8
图 6: 美国经济危机演进过程	8
图 7: 3 个月 LOBOR 美元利率下降到 0.7 以下	9
图 8: 按揭重设贷款于 2009 年处于相对小的规模	9
图 9: 国债利率回升延缓复苏进程	9
图 10: 货币供应充裕	10
图 11: 房地产市场依然低迷	10
图 12: 美国制造业库存虽有下调, 但仍处高位	10
图 13: 美国经济领先指数显示经济在未来 6 月内止住下行	10
图 14: 美国的消费有所反弹	11
图 15: 失业率持续攀升	11
图 16: 美国工业产值环比增长仍为负	11
图 17: 美国产能利用率仍未止跌回稳	11
图 18: 中美欧日经济渐次复苏	12
图 19: 美欧日以及中国经济增长预测 (世行与 IMF 等)	12
图 20: 以 90 年代早期金融危机所致周期的统计值定位本次金融危机所致的实体经济衰退持续时间...	12
图 21: 中国贸易增长低位徘徊	13
图 22: 中国出口量升价跌	13
图 23: 对主要贸易伙伴出口仍大幅下降, 但恶化趋势止住	14
图 24: 分行业出口增长	14
图 25: 中国利用外商直接投资持续下降	15
图 26: 热钱有所回升	15
图 27: 固定资产投资继续快速上行	16
图 28: 地方投资热情上升	16
图 29: 房地产投资触底反弹	16
图 30: 新增及在施项目投资增长迅猛	16
图 31: 贷款资金仍未用完, 足以支持投资年内高增长	17
图 32: 民间投资增速上升	17
图 33: 5 月 PMI 继续维持高位	18
图 34: 产成品库存再度上升	19
图 35: 原材料去库存分化严重 (上升) 的行业	19
图 36: 原材料库存下降的行业	20
图 37: 社会消费品零售总额继续保持增长	20

图 38: 汽车、房地产引领消费增长	21
图 39: 2000-2009 年中国的货币化程度	22
图 40: 市场自我修复下的经济增长预测	23
图 41: 广义的公共收支	24
图 42: 国家预算资金和银行资金增速较快	25
图 43: 四万亿投资的资金来源	26
图 44: 四万亿投资去向构成	27
图 45: 中央四万亿投资进程图	27
图 46: 国家预算收支进度表	28
图 47: 2009 年中国赤字率或将在 4-5% 之间	29
图 48: 国家综合负债测算	30
图 49: 国有企业利税上缴情况	30
图 50: 6-12 月每月可放出贷款 4500-6000 亿元	31
图 51: 产出缺口为负	32
图 52: 通胀暂时未到	32
图 53: 滞后 12 个月的 M2 和 CPI 走势一致	33
图 54: 货币乘数走高	33
图 55: 中国的菲里普斯曲线是政策调控的依据	34
图 56: 年内通胀可能性较小	34
图 57: 城市化、工业化与市场化是中国三十年来增长的必由之路	37
图 58: 1978、1992、1998 年中国三次危机的解决路径	37
图 59: 日本失去的十年	38
图 60: 中国储蓄存款总量	39
图 61: 中国人口红利状况	39
图 62: 旨在增收减支的变革可能的逻辑	40
图 63: 收的内容	41
图 64: 股票市场融资需要启动	42
图 65: 土地价格、面积同比大幅下降	42
图 66: 放的内容	44
图 67: 中央与地方投资占比	45
图 68: 2009 年 5 月后地方投资累计增速超过中央	45
图 69: 地方振兴区域及内容	45
图 70: 负债扩张路径下的资产泡沫	49
图 71: 未来五年中国经济的三种情景	50
图 72: 考虑到政治周期的第三种增长情景路径图	51
图 73: 基于对接甚至刺激叠加的资产重估	52
图 74: 2009 年宏观经济数据表	53
图 75: 根据投资时钟, 下半年以股票为主	54

结 论

2009 年的宏观经济走势可以用“硬-慢-小-快-变”来概括。“硬”者，经济硬启动；“慢”者，企业利润恢复较慢，制造业美元减少。“小”者，财富效应尚小；“快”者，信贷投放与财力消耗过快；“变”者，为了继续负债扩张，政府必须进行旨在增收减支的变革。

经济增长动力从制造业美元向资产重估下的财富效应转变，以虚补实趋势明显。2009 年下半年的宏观经济运行取决于市场自我修复与公共财力消耗的博弈。

全年增长率 8%。中国经济在去库存与去产能中进行自我修复，贡献 7% 的 GDP 增长率，政策进一步的刺激可以完成 1% 的增长率。因此，2009 年下半年宏观经济将是一个“非常 7+1”的行情。

通货膨胀率 0.5%。2-8 月中国经济进入长达 7 个月的通货紧缩期，9 月后物价开始变正，11 月与 12 月将维持在 2% 的水平上，全年特价上涨率不超过 0.5%。

世界经济结束金融恐慌进入可预期的衰退，金融危机已经转化为经济危机。外需在半年内还将持续同比下跌 15% 以上，中国的实体经济将不得不等待。政府通过直接投资扩大了公共需求，通过补贴诱导与金融信贷条件改善，较好地激了市场的需求。投资在三季度会保持在 30% 以上的增速，财富效应保证了以汽车与房地产为代表的消费维持在 15% 左右的名义增长水平上。

经济虽然在稳步复苏，但是，增长的内部需求与消失的外部需求并不是匹配的。企业的利润虽然探底回升，但是并不尽如人意。公共财力的消耗在勉力维持，如果不完成投资的空中接力，财政赤字率将突破 4%，直逼 5%，系统性风险在逐步加大，经济面临踏空的风险。

政府将会进行持续的负债扩张，能够采取的措施要么是毒攻毒，继续发债或者投入货币；要么是通过变革，通过放权让利来引导市场解决问题；但不会进行也没有时间进行刮骨疗伤的根本性变革。穷则思变，政策开始转型，以财政增收减支为轴线的变革确保了经济的负债扩张，加速了经济复苏进程。

政府负债扩张的结果是经济的虚分实离，即实体经济的恢复速度远远赶不上资产价格的增长速度，中国正进入一个硬启动下的资产重估过程。在全球货币定量宽松的大背景下，国际资金的流动将会进一步推高中国的资产价格。地方政府强力化解财政危机的行为，也必然导致资产价格的上涨。

资产重估是存在着风险的：一是，当中国经济不可能更好，美国不可能更坏时，资金会从中国回撤美国；二是，当中国央行采取错误的汇率政策时，一旦可预知的贬值趋势形成，热钱流出将成为必然。三是，当中国政府不进行增收减支的改革，财政赤字率高达 5%，恶性通胀来临时；四是，央行担心通胀到来，收紧货币政策，流动性严重收敛时。

宏观经济分析对资产配置参考在一个经济增长—通货膨胀—流动性—制度变革的主题轮动的框架之内进行讨论。2009 年上半年的投资主题为超跌反弹、流动性溢价与政策刺激；下半年的投资主题将会有两条主线：市场自然复苏与变革红利，资源垄断与资产重估成为投资主题。

正文

作为宏观分析师，如果不能帮助客户深入剖析纷纭复杂的信息，并提出独立性的见解，基本上可以宣告他的失败。对于客户来讲，之所以愿意支付成本阅读分析师的报告，在于他可以直接以分析师得出的结论为平台进行资产的配置。因此，这个结论应该是直接的，分析师分析最可能的情景假定，而对一些不太可能发生的情景加以摒弃。唯有这样，才能帮助客户减少分析的成本，提高决断的效率。

从本期开始，我们将尝试通过从宏观直接透视投资的方法来表述我们的视点。如果将中国经济作为一项资产来看，宏观经济分析所关注的无非是经济增长与通货膨胀两条主线，前者决定了资产的基本价格，后者则提示了基本的风险。考虑到中国资本市场的特性，制度溢价与流动性溢价也必须深入研究。因此，宏观经济分析对资产配置参考就可以在一个经济增长—通货膨胀—流动性—制度变革的主题轮动的框架之内进行讨论。

2009 年上半年的投资主题为超跌反弹、流动性溢价与政策刺激。下半年的投资主题将会有两条主线，一条支线。市场自然复苏与变革红利为主线，通货膨胀预期为辅线。

中国经济在去库存与去产能中的自我修复过程可以贡献 7% 的 GDP 增长率，但这与市场预期的 8% 的增长率存在差距，政策进一步的刺激可以完成成为 1% 的增长率。因此，2009 年下半年宏观经济是一个“非常 7+1” 的行情。

一、经济复苏的逻辑

次贷危机的事实将真实经济周期的理论彻底粉碎了，经济运行没有周期仅有波动只是一种幻觉。传统的经济周期又回来了，于是，衰退—萧条—复苏—繁荣的时间与空间就成为决定系统性资产配置的主战场。

市场对经济复苏的态度目前发生了很大的变化。在 2008 年 10 月的时候，我们认为中国政府会进行强有力的经济“硬”启动，即采取财政突击、信贷配合、企业折价消化库存三线并举的常规方法。8 个月，经济已经结束继续下探态势，是复苏，还是进行二次探底？

1.1 经济复苏的量化指标

市场都在谈经济复苏，但对于什么是复苏缺乏一致的看法。我们认为，中国的经济复苏有一个最基本的要求，即经济增长率不能低于 8%。这是一个经验数字，是经济问题不会演化为政治问题的最低界限，市场正是以此为标杆进行操作的。8% 的增长率由两大要求贡献：市场需求与公共需求。这就是说，中国经济的复苏主要取决于两种力量的对比：市场自我修复与公共财力消耗的博弈。复苏另一个指标应该是企业的利润为正且在增长，这是最重要的指标。

在我们的研究中，8% 的增长可以分解为市场自然复苏的 7%+政策变革的 1%，即“非常 7+1”。

1.2 经济复苏的三种情景

不管中国经济是 U 型、W 型、L 型还是 V 型反转，都需要明确经济复苏的逻辑。

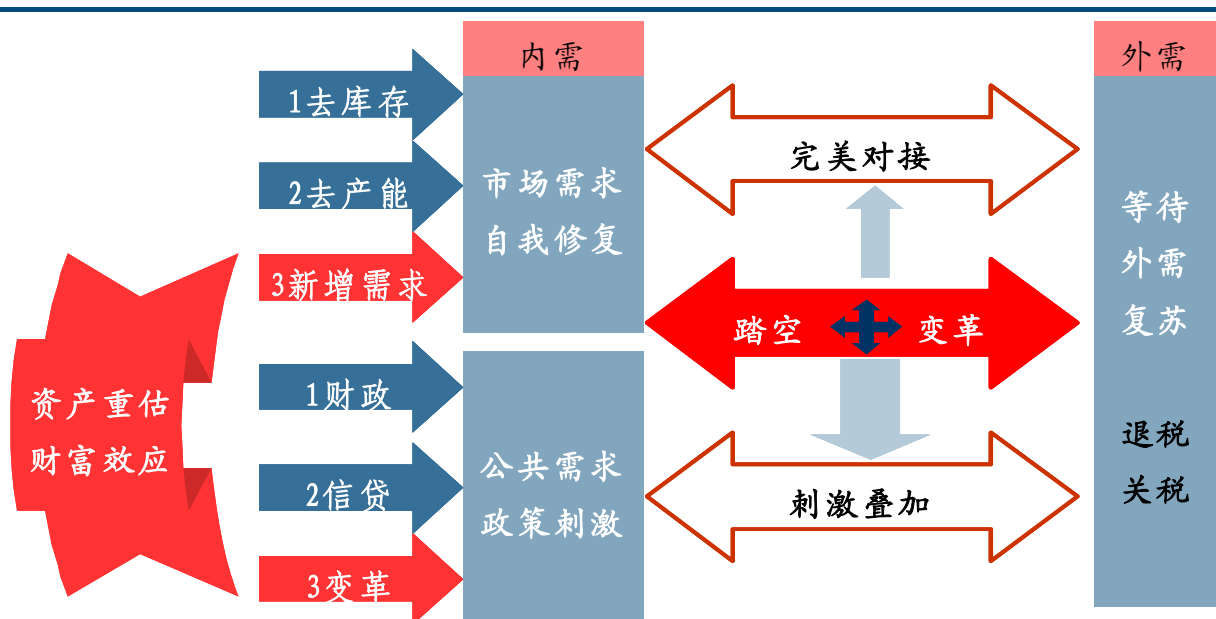
在产能过剩的背景下，我们只能等待外需的自然回升，除了提高出口退税率以外，没有别的办法。对于内需，我们一方面寄希望于市场的自我修复，通过“去库存”与“去产能”完成市场需求的回升；另一方面，政府运用财政与信贷直接投资拉动公共需求，并通过补贴诱导市场需求增长。二者的博弈可能产生三种情景。

- 完美对接。在公共风险可承受的范围之内，财力耗尽之时，恰是市场自然复苏之际；
- 踏空。财力耗竭，市场尚难复苏，财政赤字随之加大，系统性风险触发，沽空资产；
- 刺激叠加。财力投放迅猛，市场提前复苏，收益叠加，资产高估。

对于投资者来讲，不仅希望看到需求的完美对接，更希望出现刺激叠加的情形。我们认为目前踏空的概率在增大，对冲踏空的风险不仅需要市场加快自我复苏，还需要政府出台强有力的刺激措施。变革可以产生新的需求，从而将踏空行情演变成对接行情，甚至是刺激叠加、资产重估的行情。

我们不认同没有政府进一步的刺激，经济可以自然增长 8% 的结论。自去年 10 月至 2009 年 6 月，中国政府的强力刺激高峰已过，刺激的惯性还在，市场还在自我复苏之中。政府的财政压力开始加大，如果没有新的增加需求的措施，供需缺口就会加大。穷则思变，政府一定会进行变革，从而推动复苏步伐加快。

图 1：经济复苏的逻辑示意图



资料来源：CEIC，中信建投研发部

1.3 中国经济复苏的两条路线：制造业美元让位于资产重估的财富效应

经济复苏是一个财富重新创造的过程，从投资的角度来讲，资产的价值不过是财富产生过程中现金流的折现而已。自 2002 年以后，中国的财富创造模式已经开始从以外需为主要市场的制造业美元转向了以内需为主要市场的资产重估的财富效应。次按危机在重创制造业美元的同时，严重低估的资产价格几乎让财富效应消失。在本次经济复苏的进程中，制造业美元开始让位于资产重估的财富效应，中国经济重回前五年的老路。

我国市场经济的自我修复分为两条线：一条线是以制造业为代表，通过企业间的兼并、重组，在去库存、去产能的过程中，实现企业的更新替代和规模效应，从而达到产业升级和企业的盈利目标，最终带动整个经济的复苏；另一条线是通过虚拟经济繁荣来推动实体经济的复苏，即通过资产价格上涨与重估，财富效应的增加来创造新增需求。

前者一开始被政府认定为经济恢复的主力，这是市场复苏的正途。但是在修复的过程中，企业规模的缩减会造成失业的增加，并减少即期的收入，如若没有充足的公共财力，此举不可长久。

政府一开始相信中国有充足的财力，自 2008 年 10 月开始，政府经济硬启动，并通过补贴来迅速地配合企业完成第一轮去库存化。但在全球危机的背景下，这种钓鱼式的做法并不会找到新的增长点。目前这一做法的边际效应逐步递减，市场自我修复得太慢，突出表现为利润增长由负转正的难度加大。

后者一开始并没有被政府认同是经济复苏的主力，这其实是以毒攻毒的做法，非长治久安之计。但在财力恐慌的背景下，政府如若不进行强力的变革，唯有将此做大才可能恢复经济。随着财力过快的消耗，自 5 月开始，财富效应对房地产与汽车的推动作用，使政府意识到这是可为的事情，只是目前财富效应太小。

政府要做的事情，便是通过政策的调整来加快负债扩张过程，将第二条线变为主线，而将第一条线变为辅线。这是由财力消耗、市场自我修复的时间与空间以及政治周期等客观因素决定的。

二、市场自我修复进程的考查

随着 5 月份经济数据的陆续公布，越来越多的迹象表明我国经济复苏日益明显。我们判断，2009 年全年经济增长率 8% 左右。

在政府大力刺激的作用下，内需增长的拉动效应显示，在上一致“保增长”的局面及目前这种绩效考核体系下，我国的固定资产投资在今年上半年注定是个一直会超预期的数据。居民消费仍处于稳定增长的区间内，然而，外需在一系列出口刺激政策下，并没有太多起色。在世界经济仍深陷衰退泥潭之中，我们对出口不能指望太多。我们判断，市场自我修复将完成 7%，剩下的 1% 将由制度变革完成。全年 CPI 为 0.2-0.5%。

2.1 市场自我修复的静态考查

2.1.1 微观主体的利润状况逐步好转，但步伐较慢

1-4 月份，全国 22 个地区工业实现利润 4873 亿元，同比下降 27.9%，降幅比一季度减小 4.3 个百分点。我们认为，今年以来企业利润环比持续回升主要是由于去库存化基本结束、成本压力下降和行业产品价格的回升。特别是去年由于原料价格飞涨的行业由于其高价库存消化基本结束，而随着一季度经济的见底反弹，行业产品价格有所回升，因此这类行业的利润增长极为明显，如有色金属冶炼及压延加工业、石油加工及炼焦业和化纤行业。有色金属冶炼及压延加工业比一季度增盈 38.1 亿元；石油加工及炼焦业盈利同比增长 181.3%；化纤行业利润由一季度下降 87.5% 缩减为下降 57.6%。

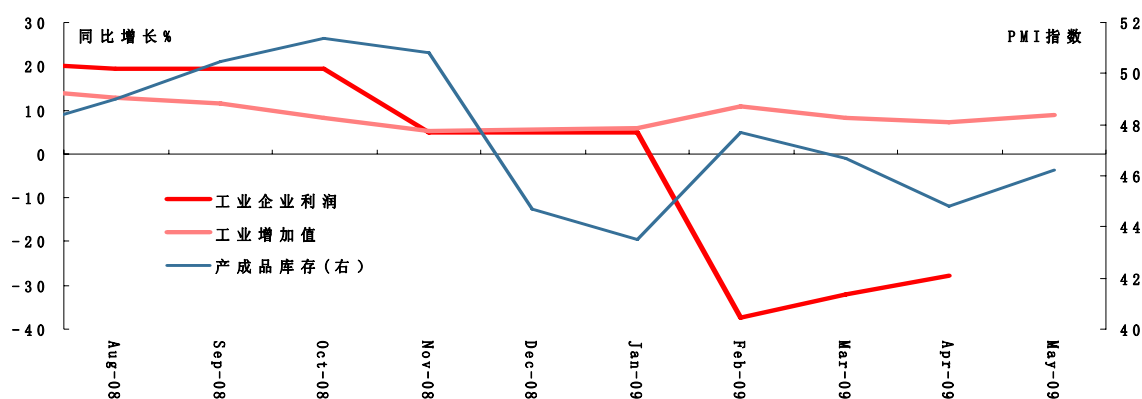
然而，部分行业如钢铁行业由于面临再一次的去库存化，价格涨幅有限，因此利润水平仍没有改观，同比下降 97.5%。

从需求看，内需对工业增长的拉动作用正在逐步增强，企业最坏的时期已经过去，影响利润下降的主要因素正逐步向有利于盈利改善的方向发展。虽然工业生产和外部需求仍会有所反复，但工业利润从谷底爬升的趋势已开始形成。同时，由于价格下降最剧烈的时期已告一段落，4 月份企业商品价格环比出现 8 个月以来的首次上升，企业存货跌价损失在去年四季度和今年一季度已得到大部分的消化，4 月份工业生产也出现明显回升，预示着未来工业利润同比降幅将有所缩小。

但我们也必须看到，目前这种利润状况的改善步伐太慢。今年前 5 个月全国国有企业累计实现利润 4254 亿元，同比下降 30.3%，降幅比 1-4 月减小 2 个百分点，5 月比 4 月环比下降 7.5%。4 万亿投资增加了企业的贷款量，在为企业“补血”的同时增加了企业的财务费用。贷款量的增加，反映了企业资金的周转速度变慢。造成这种情况的原因可能是企业规模扩大，另一个原因可能是库存增加，生产周期放慢，效率变低。我们认为，后者的可能性远远大于前者。最新数据也印证了这一观点，今年 1-5 月，国有企业存货同比增长 11.7%，增幅比 1-4 月下降 1.4 个百分点。平均总资产周转率为 0.2 次，比去年同期减慢 0.1 次。存货周转率为 1.8 次，比去年同期减慢 0.4 次。应收账款周转率为 4.8 次，比去年同期减慢 0.9 次。

值得注意的是，国企库存变大是在其加大营销力量的情况下实现的。这就意味着，国企在未来打开销路的潜力不容乐观。依靠政府带动企业利润增长是难以持续的，对于目前库存的再次回升，还需要企业及时找到内生性的增长模式。

图 2：企业生产逐步好转



资料来源：CEIC，中信建投研发部

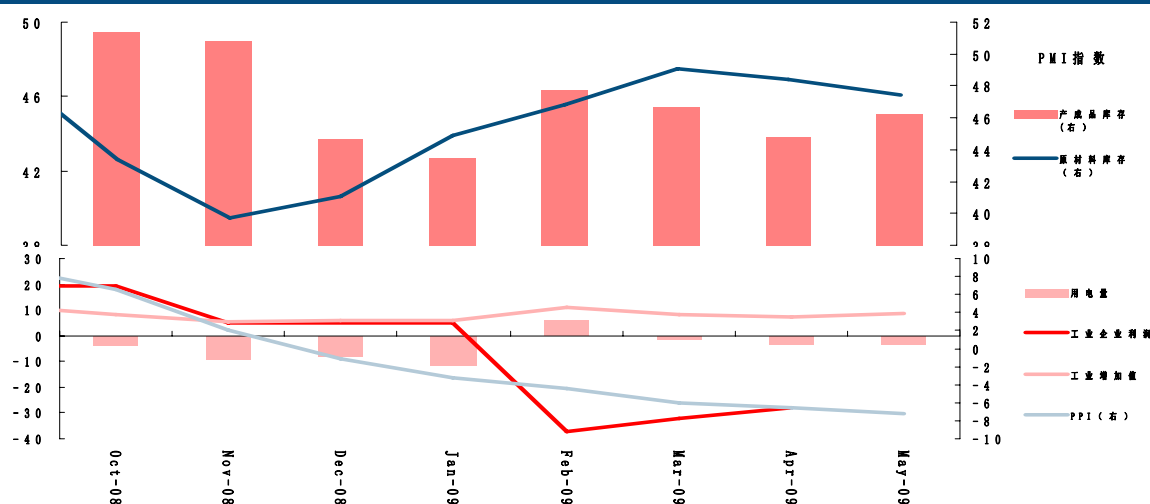
此外，企业4、5月份短期贷款余额增速长出现明显回落，这表明企业的活跃程度有所减弱，但这一数据仍有待进一步观察。

图 3：企业短期贷款余额增速放缓



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 4: 原材料库存减少, 产成品库存增加



资料来源: CEIC, 中信建投研发部

2.1.2 财政收入转负为正

6 月 15 日, 财政部公布了 5 月份财政收入数据, 值得注意的是, 在今年前 4 个月全国财政收入逐月均为负增长的背景下, 5 月份, 全国财政收入 6569.47 亿元, 首次实现正增长, 比去年同月增加 301.32 亿元, 增长 4.8%, 呈现同比上涨趋势。5 月份财政收入的情况与近期我国经济基本面的好转形成了明显的呼应。

5 月份财政收入转为正增长, 首先是因为财政收入增长和整体经济情况紧密相连, 随着经济的回暖, 财政收入肯定会出现恢复增长。此外, 从结构来看, 财政收入增长与我国政府出台的经济刺激政策密切相关。

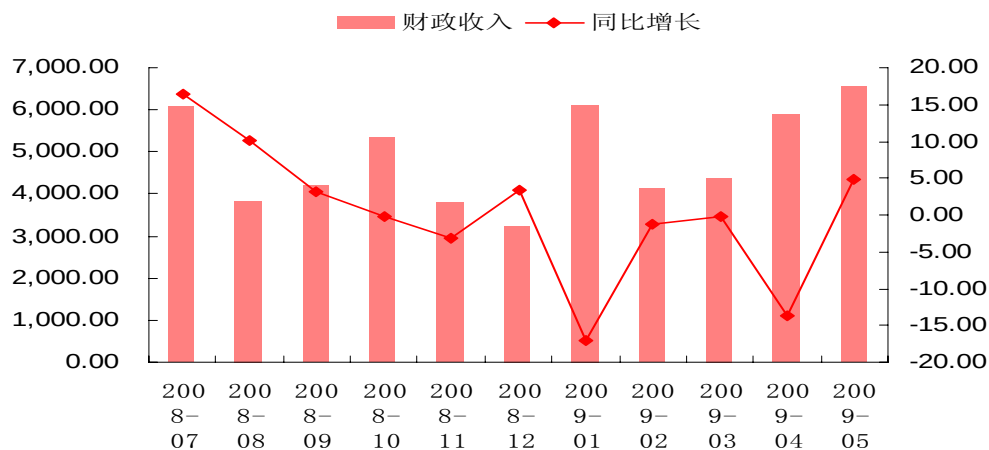
从财政部公布的数字看, 5 月份全国营业税同比增长 14%, 这一增幅较前几个月明显上升。营业税的增长主要是因为中央和地方投资相继到位, 大量项目开始上马。

在具体财政收入项中, 5 月份最大的亮点是国内消费税同比增长 91.2%。这是继今年一季度我国国内消费税实现同比增长 38.5%、4 月份国内消费税同比增长 81.6%后再创增幅新高。国内消费税的快速增长, 主要是政府刺激消费的政策在发挥作用。为应对金融危机给我国经济带来的负面影响, 政府一方面通过加大公共投资刺激消费增长, 另一方面采取了全面实施家电、汽车下乡, 减征小排量汽车购置税等措施扩大国内居民消费, 由此大大增加了消费税收入。

另外, 中央本级收入 4063.43 亿元, 同比增长 5.7%; 地方本级收入 2506.04 亿元, 同比增长 3.3%。本级收入的增长, 说明在经济复苏过程中, 中央企业经营状况已先于地方企业好转。

5 月份全国财政收入虽然有好转迹象, 但还不能说出现全面好转, 因为反映企业效益的最重要税种——增值税和企业所得税仍然下降, 这说明我国经济回升的基础还不是很牢固。因此, 对未来财政收入的形势不能盲目乐观, 下半年我国财政压力依然很大, 完成增长目标的困难也很大。

图 5：5 月财政收入 4 个月来首现正增长



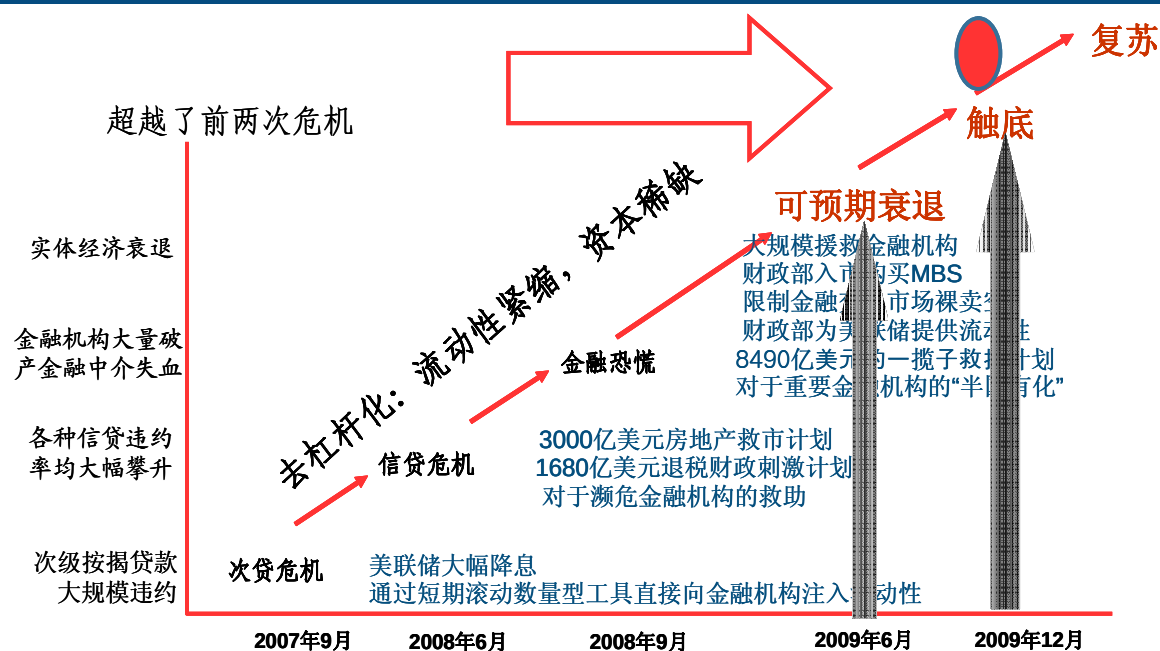
数据来源：WIND，中信建投研发部

2.2 市场自我修复的动态考查：外需

中国经济的“硬”启动的核心是通过财政的单兵突进来等待外需的恢复，世界经济的恢复如何，直接决定着政府财力消耗的水平。

2.2.1 世界经济复苏的路径

图 6：美国金融危机演进过程



资料来源：CEIC，中信建投研发部

2.2.2 全球经济从金融恐慌进入到可预期的衰退期

对投资者来讲，与其在危机的成因、触发点等没有答案的问题上耗费精力，还不如密切关注危机的时间窗更有意义。一般来讲，危机包括以下几个阶段：流动性骤然衰竭—金融恐慌—可预期衰退—复苏，目前危机开始从虚拟经济体的金融恐慌进入到可预期的衰退期。这意味着复苏路径虽然漫长，但是已经开始进入到市场自生能力的修复期，目前需要担心的是政府的财力消耗是否能够对接市场的自我复苏而已。

做出这种判断的依据如下：

- 以 LIBOR 表示的金融市场的利率趋于稳定，这表明金融市场的流动性得到有效补充。同时按揭重设贷款时间表表明 2009 年信贷危机基本结束。

图 7：3 个月 LOBOR 美元利率下降到 0.7 以下

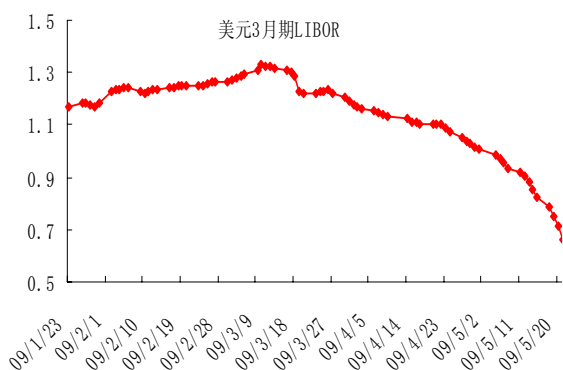
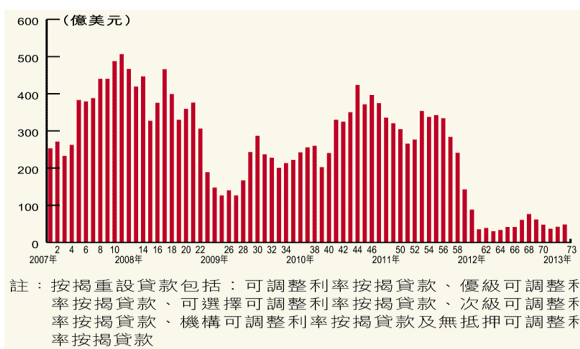


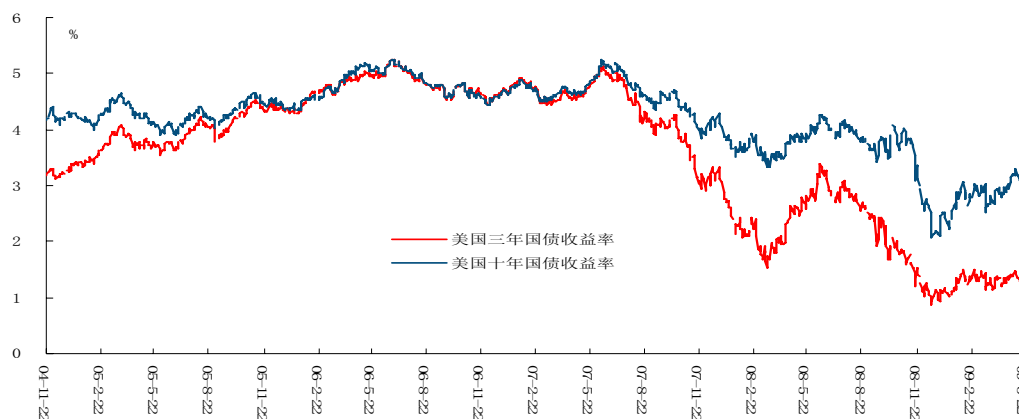
图 8：按揭重设贷款于 2009 年处于相对小的规模



资料来源：CEIC，中信建投研发部

- 实体经济的融资成本依然较高，金融市场的流动性尚未传递到实体经济，杠杆化尚未处于复苏要求的合意水平。十年期国债的收益率已经从底部的 2.13% 提升到了 6 月底的 4%，利率的走高会延缓经济复苏。

图 9：国债利率回升延缓复苏进程



资料来源：CEIC，中信建投研发部

- M2M(M2 减去定期存款再加上货币市场基金)从年初的 9300 上升到五月底的 9500,货币供应资金比较充裕,但是房地产市场依然低迷,这表明消费暂时还难恢复。下图显示,至 2009 年 4 月,美国新建住宅开工同比下降 54%,环比下降也高达 13%。

图 10: 货币供应充裕

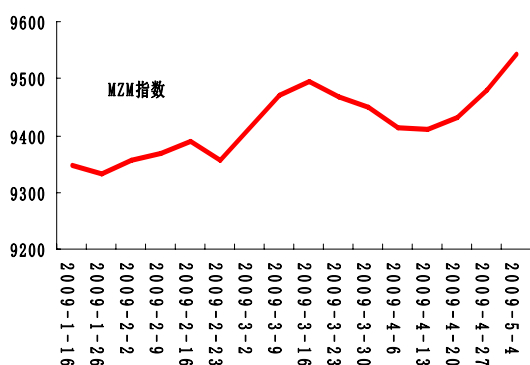
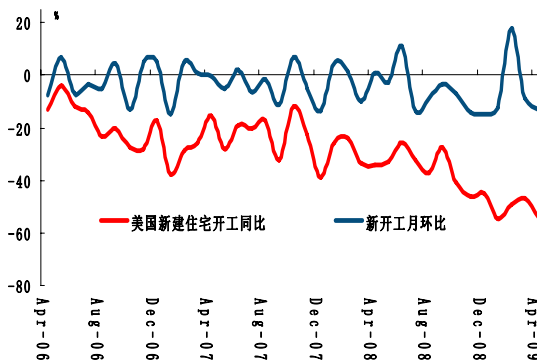


图 11: 房地产市场依然低迷



资料来源: CEIC, 中信建投研发部

- 美国的库存调整基本并没有结束,一季度美国的全部制造业、耐用品总存货量经季节调整依然处于高位,而新增订单虽小幅回升,但依然低迷。虽然美国四月份领先指标综合指数上升 1.0%,显露明显复苏迹象,但现在实体经济运行并不支持经济进入可预期的复苏。

图 12: 美国制造业库存虽有下调,但仍处高位

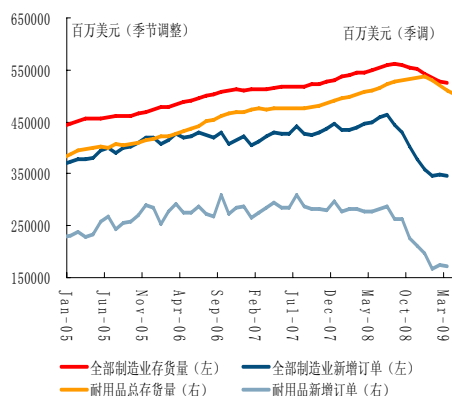
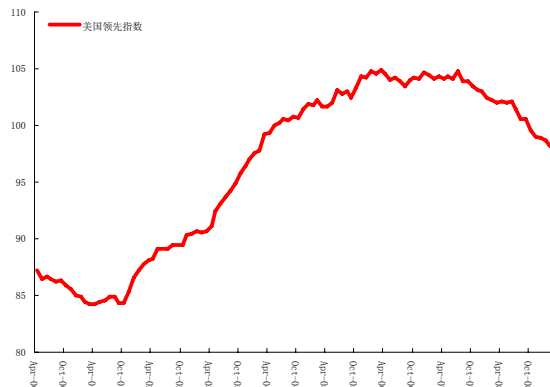


图 13: 美国经济领先指数显示经济在未来 6 月内止住下行



资料来源: CEIC, 中信建投研发部

- 美国经济的复苏取决于消费能力的回升,这又取决于储蓄率的提高与新增就业带来收入的回升。一季度,美国的消费有所回升,但是失业率又创新高。

图 14: 美国的消费有所反弹

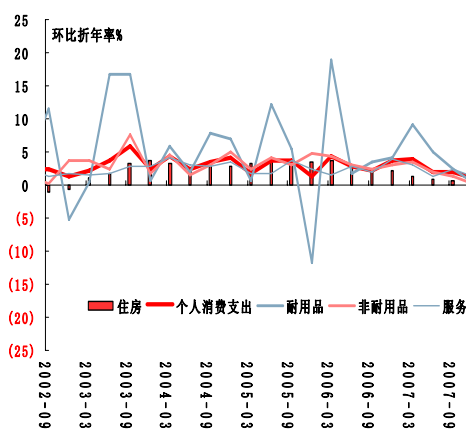
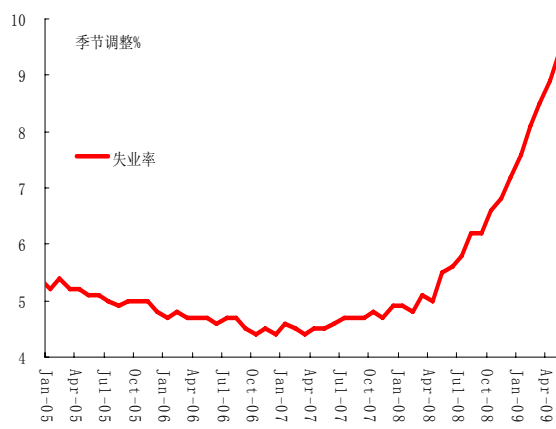


图 15: 失业率持续攀升



资料来源: CEIC, 中信建投研发部

- 刚公布的美国的工业产值与产能利用率数据表明美国工业生产情况并不乐观。5月工业产值月环比下降1.1%，4月该指数向下修正为月环比下降0.7%。5月制造业产出下降1.0%，且各行业全线下降。整体工业行业的产能利用率进一步从4月的69%下降至68.3%，较1967年美国该数据有统计以来的最低点，较该指标的平均值下降12.6个百分点。因此来看，美国的实体经济仍处于实质性的衰退之中，但这种衰退是在可预期范围之内，恶化可能性减小。

图 16: 美国工业产值环比增长仍为负

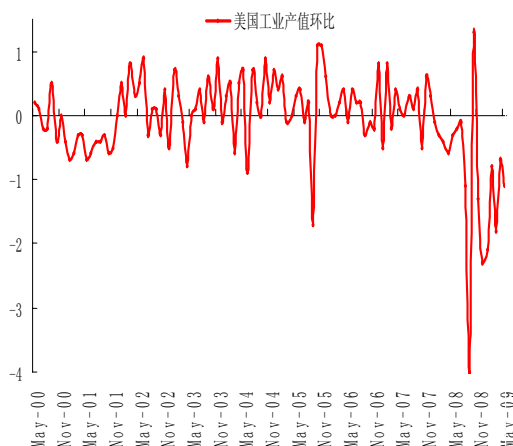
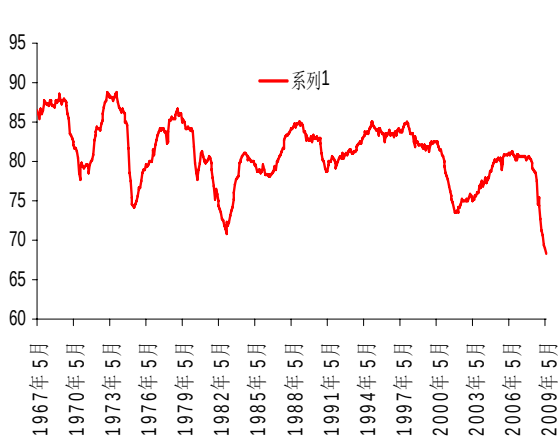


图 17: 美国产能利用率仍未止跌回稳

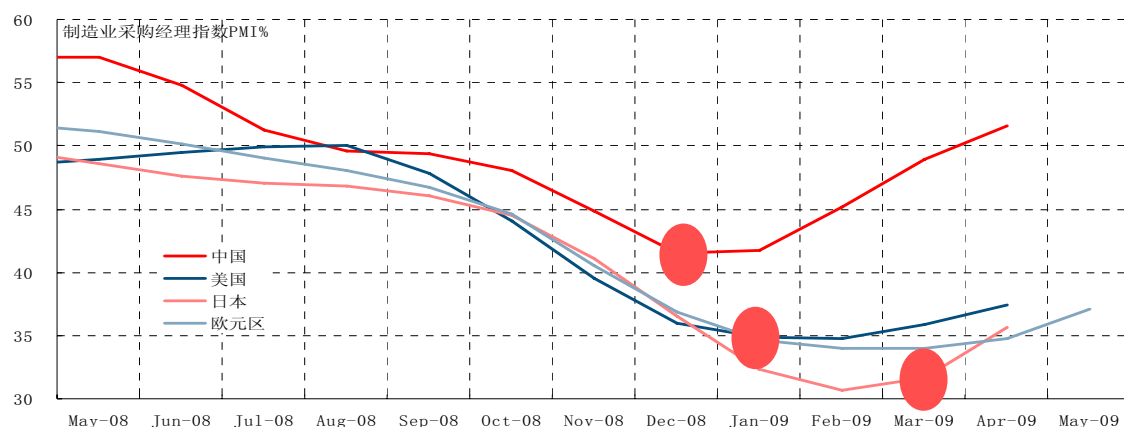


资料来源: CEIC, 中信建投研发部

2.2.3 世界各国复苏时间表

从中美欧日经济共同的一个先行统计指标 PMI 数据显示来看，中美欧日经济渐次复苏的迹象十分明显。其中，中国在2009年一季度已经触底，紧随其后的是美国 PMI 指数的触底，欧日两个经济体将在美国之后才会触底回升。

图 18: 中美欧日经济渐次复苏



资料来源: CEIC, 中信建投研发部

图 19: 美欧日以及中国经济增长预测 (世行与 IMF 等)

	IMF		WB	
	2009	2010	2009	2010
全球	-1.319	1.888	-2.9	2.3
美国	-2.751	-0.049	-2.4	2.0
欧元区	-3.989	-0.329	-2.7	0.9
日本	-6.197	0.515	-5.3	1.5
中国	6.52	7.51	7.2	7.5

资料来源: CEIC, 中信建投研发部

图 20: 以 90 年代早期金融危机所致周期的统计值定位本次金融危机所致的实体经济衰退持续时间

	前期谷底到波峰：资产价格涨幅（%）			波峰到谷底：资产价格降幅（%）		
	股票价格	房屋价格	信贷总市值/GDP	股票价格	房屋价格	信贷总市值/GDP
90年代早期的金融危机						
芬兰	80	36.1	16.6	-16.8	-39.8	-16.8
瑞典	68.5	17.5	19.1	-21.3	-20.1	-21.3
挪威	73.9	26.5	18.8	-2.7	-24.6	-2.7
日本	54.4	12.2	7.4	-6.8	-11.1	-6.8
英国	19.9	22.9	2.5	-5.6	-23.3	-5.6
美国	14.5	4.9	3.1	-3.8	-4.8	-3.8
平均值	51.9	20	11.3	-9.5	-20.6	-9.5
当前时期						
美国	27.7	5.9	3			
欧元区	44	2.9	4.5			
日本	25.1	5.4	6.4			
英国	29.4	3.2	5.1			

	实体经济杠杆率降幅（%）		产出降幅（%）	恢复季度
	居民部门	企业部门		
90年代早期的金融危机				
芬兰	16.2	17	-13.6	27
瑞典			-5.8	19
挪威	16.5	8.5	-3.9	12
日本	0.5	15.4	-5.1	19
英国	9.6	4.4	-2.6	13
美国	0.8	0.6	-1.3	5
平均值	8.7	9.2	-5.4	15.8

资料来源: CEIC, 中信建投研发部

根据历史的经验,美国经济的衰退期一般为16-20个月。如果从2008年9月开始算起,最乐观的估计是美国第四季度开始触底。本次危机是全球性的,美国经济走出衰退的时间一定比历史上所经历的时间要长,其危害程度远远的超过二战后的任何一次,因此,此轮美国的经济复苏将延长历史的经验时期,乐观估计明年二季度开始复苏。我们认为,美国要想真正走出经济衰退的泥潭,真正解决危机还是要找到新的经济增长点,而这是漫长的。

所以痴痴地等待美国的复苏,只会徒耗政府财力。

2.2.4 外需下降对中国经济的影响: 减少的制造业美元 VS 增多的热钱

制造业美元的减少

5月当月出口总值为887.58亿美元,同比下降了26.4%,进口总值为753.69亿美元,同比下降了25.2%,贸易顺差为133.89亿美元。外贸形势较之于上月有所下滑。5月出口下降主要是主要由于基数原因,但主要原因一方面是由于外部因素即国外需求的萎缩已经对我国出口形成了强约束;另一方面是由于包括原材料和劳动力价格在内的成本上涨带来的竞争力下降以及我国的出口企业在议价能力上的天然弱势所致。预计出口降幅下个月将再次收窄,但全年均面临严峻的外贸压力。此外,进出口下降在一定程度上反映了国内商品价格与国际市场大宗商品价格的回落。

这意味着中国的制造业美元在逐步减少,这是一种趋势,也是中国必须转向内需的理由。虽然如此,在全球制造业产能第一的背景下,但外需对中国的影响依然重大

从前面的分析来看,世界的经济并没有如中国政府期待的那样复苏。外需复苏时间越长,中国的经济复苏难度越大,财力耗竭的概率也越大。我们以前的报告中反复强调,中国是对外开放,但并不依赖。中国对外依存度并不是市场所传言的70%而是低于35%,但这并不意味着外需并不重要。外需要对中国最重要的是解决了大量的就业问题,而这一问题是中国公共风险是否触发的关键因素。就业不足不仅不能产生收入,而且耗费大量的存量资产。在中国特殊的国情下,这是将经济问题演化为政治问题的导火索。

中国对主要经济体出口累计增速下降20%

图 21: 中国贸易增长低位徘徊

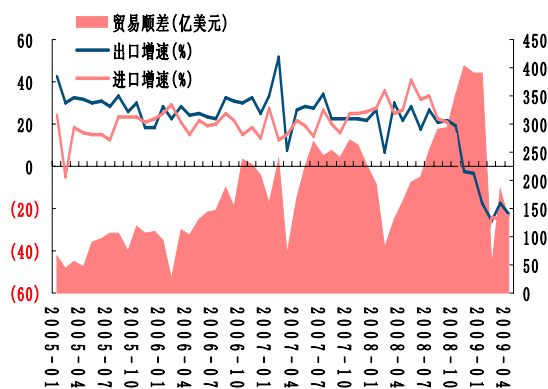


图 22: 中国出口量升价跌

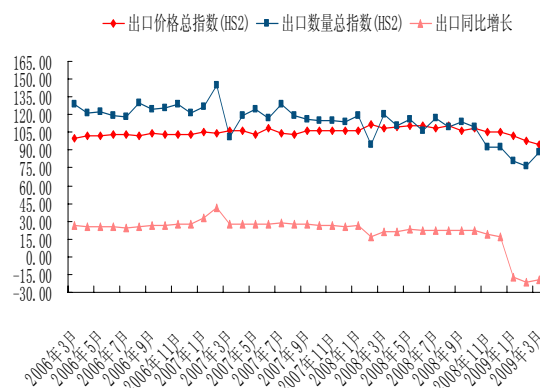
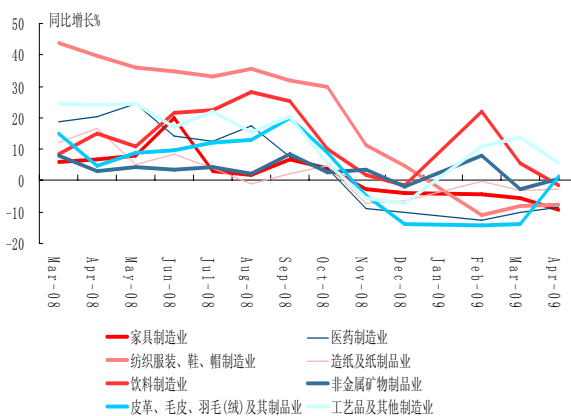
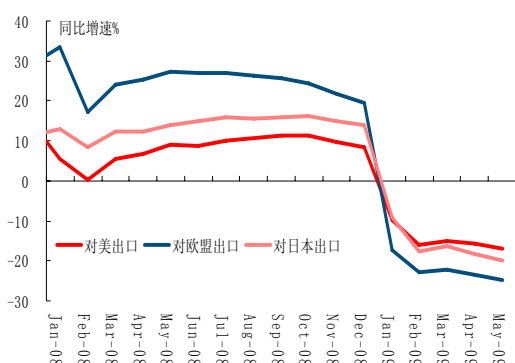


图 23: 对主要贸易伙伴出口仍大幅下降, 但恶化趋势止住 图 24: 分行业出口增长



资料来源: CEIC, 中信建投研发部

中国对美国、欧盟以及日本的出口已经占了全部出口的 50%，对三者的出口增速自 2009 年 1 月开始为负，至 4 月出口增速分别为-16%、-24%与-18%。从图 14 可以看出，美国的消费支出折年率回升较大，但这并没有带来中国出口的增长，而且随着美国失业率的提升，消费能否如这般增长还值得怀疑。我们在前面已经讲过，美欧日渐次复苏，至 2010 年 1 季度止，对这些国家的出口增速难以回升到 10%以上。

对外需的恢复，我们只能等待

由于人民币贬值可能带来资本的外流，它对外需的恢复弊大于利。从可见的政策来看，政府除了提高出口退税率以外，基本上难以采取有效的举措来应对外需的萎缩。6 月 8 日财政部和国家税务总局年内第三次（自去年 8 月以来第 7 次）上调出口退税率，依然不能扭转外贸下行的局面。

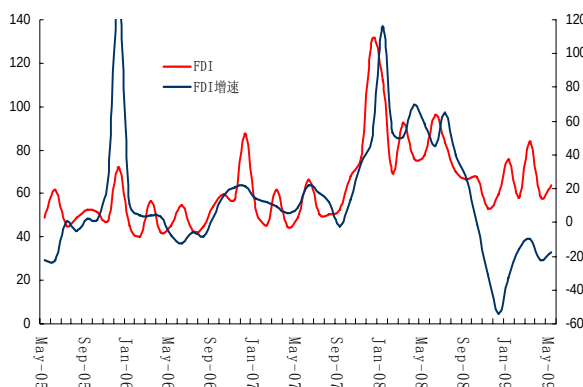
外资更侧重于资本商品，而不是实体经济

中国 1-5 月份实际使用外资金额 340.5 亿美元，同比下降 20.4%；其中 5 月份实际使用外资金额 63.79 亿美元，同比下降 17.8%，已连续 8 个月下降，全国新批设立外商投资企业 1649 家，同比下降 32%。由于世界经济的衰退，海外资本受到了严重的创击，市场需求疲软，导致了全体投资的下降，国际实业资本的流动下滑。

外资的减少，不利于中国经济的复苏，尽管在政府经济刺激计划的提振下，中国工业增加值和固定资产投资均实现增长，但外资项目却并没有出现大幅的改善，仍以投资原有项目为主，新开工项目较少。由于中国经济向好的预期强烈，随着中国经济的发展和政策到位，中国仍将是全球 FDI 的首选地。

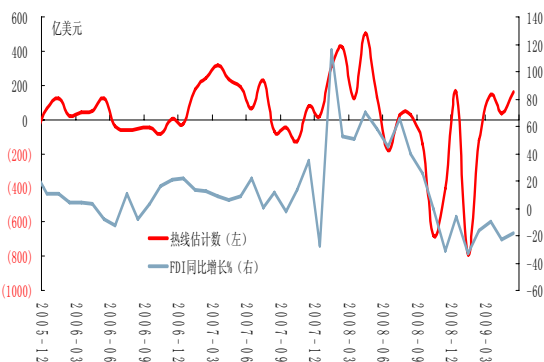
从另外一方面来看，美国越低迷，中国越有吸引力。从进入我国的热钱统计来看，我国的国际热钱已经实现净流入。5 月份当月，扣除 FDI 与逆差的外资金额达到 140 亿美元，从我国资产价格（包括高档房地产价格）的快速回升表明外资更侧重于资本商品，而不是实体经济，这到有利于我国资本市场的繁荣。

图 25：中国利用外商直接投资持续下降



数据来源：WIND，中信建投研发部

图 26：热钱有所回升



2.3 市场自我修复的动态考查：内需

2.3.1 投资增长短期无忧，国有资本与民间资本对接决定其持续性

在中央政府“看的见的手”力推下，地方政府迅速行动，加大措施，加快资金落实和项目开工，迅速推进项目形成实物工作量。如此“赶超”下，地方投资急速扩张。目前新开工项目将逐步由中央主导的大型项目向地方政府政府主导的中小型项目转变，项目数量的增长幅度要较投资金额的增长更为显著。

6月11日，国家统计局公布2009年1-5月城镇固定资产投资数据即再次印证我们的判断。1-5月，城镇固定资产投资53520亿元，同比增长32.9%。我们推算，5月份当月城镇固定资产投资同比增长38.6%，相较4月份继续上升近5个百分点，连续创出新高。固定资产投资资本金比例下调客观上撬动了民间的投资热情，政府投资撬动全社会投资的杠杆效应开始初步产生效应。

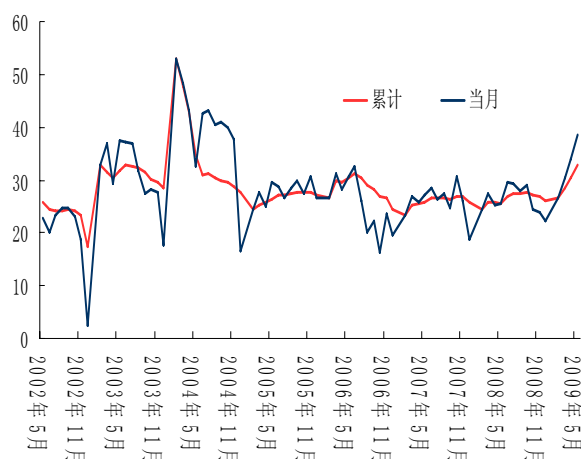
政策刺激滞后效应将在短期内保证投资高增长，其持续性将取决于国有资本与民间资本能否实现完美对接。

其一，发展改革委下发了《关于进一步落实新增中央投资项目地方配套投资有关问题的紧急通知》，在中央政府“看的见的手”力推下，地方政府迅速行动，加大措施，加快资金落实和项目开工，迅速推进项目形成实物工作量。如此“赶超”下，地方投资急速扩张，预计余下几个月这种情形将持续维持，演进的情形是，目前新开工项目将逐步由中央主导的大型项目向地方政府政府主导的中小型项目转变，项目数量的增长幅度要较投资金额的增长更为显著。

其二，国务院调整固定资产投资项目资本金比例。此次调整带有明显的结构优化特征，调整范围和幅度属于特定范围，主要体现在拉动基础设施、保民生、促消费的方向上。这样的选择，当然意在促进地方项目与民间投资的稳定增长。其中房地产投资资本金比例有过去的35%已经降至20%，客观上撬动了民间的投资热情，政府投资撬动全社会投资的杠杆效应开始初步产生效应，投资对经济增长的拉动更重要的是要依靠全社会投资，政府投资只占其中一小部分。今年春节过后，国内房地产成交量开始上扬，房地产投资已出现反弹苗头。1-5月房地产开发完成投资增长6.8%，较之1-4月高出近2个百分点。民间投资的回暖是其二。

其三，在政府适度宽松的货币政策作用下，配合政府庞大的刺激经济的产业振兴以及基础设施政策的出台，国有大型商业银行对这些项目进行了大规模的放贷。截止到5月末，今年人民币新增贷款额达到5.84万亿。4月与5月，固定资产投资资金来源与固定资产投资完成额之间的差额分别为1.8万亿元与1.3万亿元，这是货币政策刺激滞后效应的表现。

图 27：固定资产投资继续快速上行



数据来源：WIND，中信建投研发部

图 28：地方投资热情上升

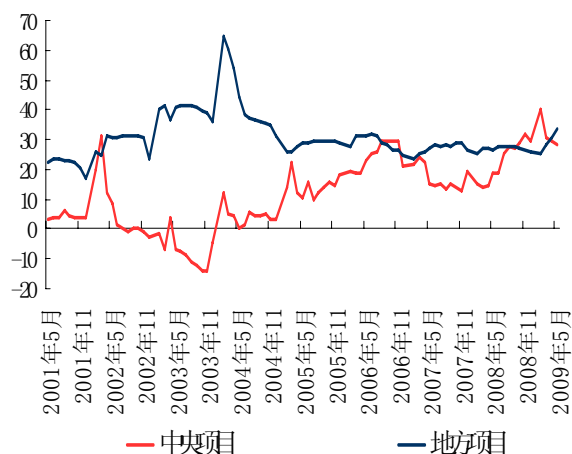
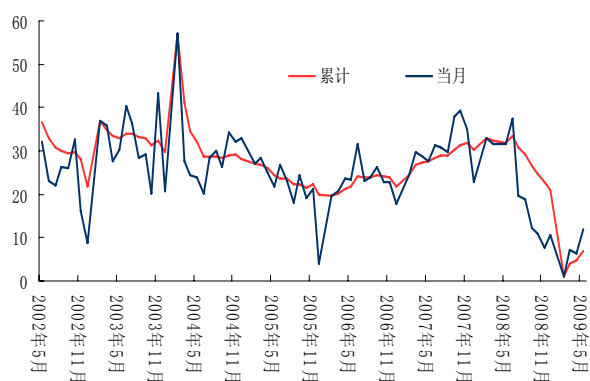
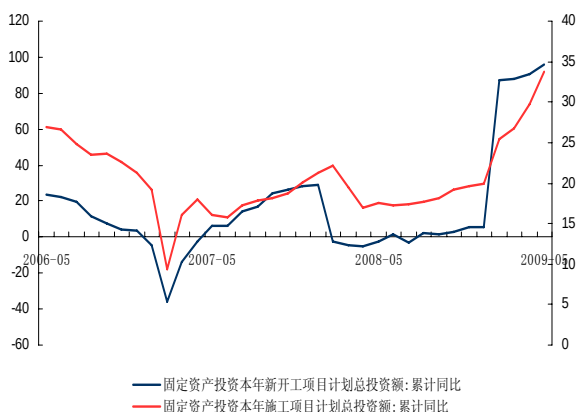


图 29：房地产投资触底反弹



数据来源：WIND，中信建投研发部

图 30：新增及在施工项目投资增长迅猛

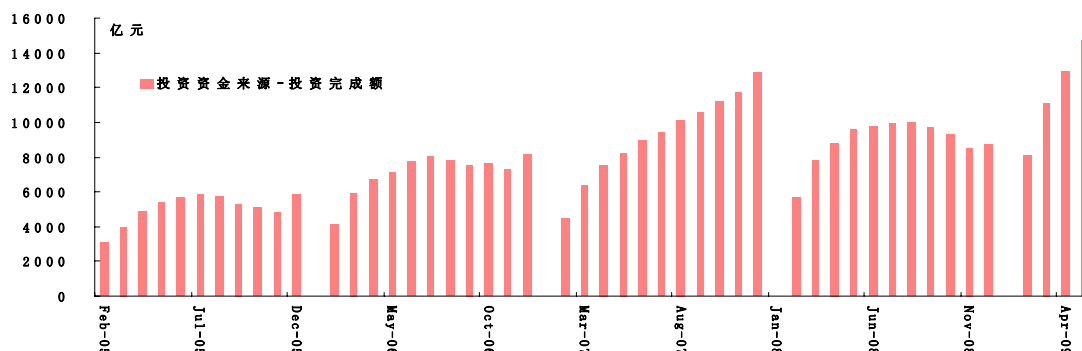


同时，我国的信贷结构在悄然发生转变，银行的信贷资金逐步向实体经济以及个人渗透，资金对经济的推动作用将逐步显现。我们这种宽松的货币政策将会持续，但相对于一季度将会适度从紧。未来每个月的新增贷款将会呈逐月递减的趋势，维持在5000 亿左右的规模。

此外，新开工项目计划总投资继续大幅高增，1-5 月份累计增长 95.9%，较 1-4 月份显著高出 5.2 个百分点，我们判断短期内投资仍能维持高位。

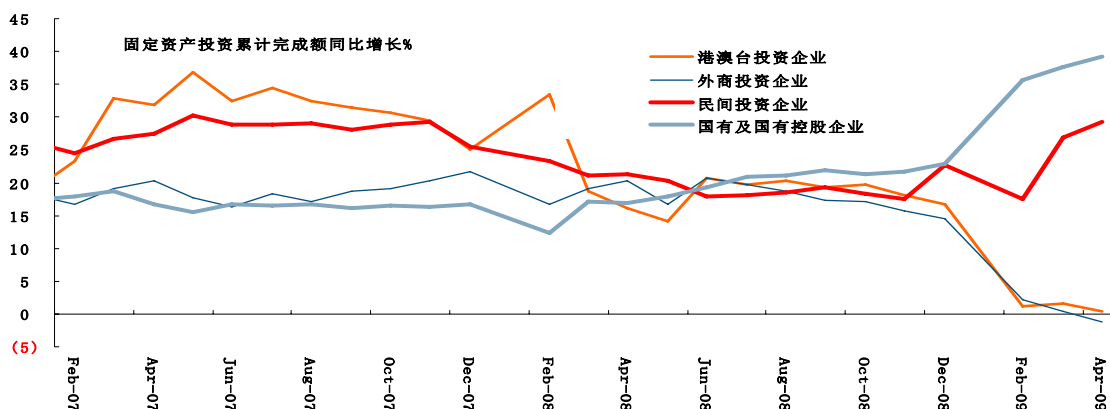
今后的难题是，目前民间投资才刚刚启动，政府撬动民间投资的杠杆比例有待持续放大。从数据来看，1-4月民间投资占比48%，比国有企业投资增速低13%，未来如果能从上半年政府投资为主导，过渡到下半年民间投资为主导，中国经济的复苏才更有持续性。另外就是地方政府出于保增长、保政绩而竞相投资的行为将可能进一步加剧产能过剩和经济的失衡。为保持中国经济可持续复苏，决策层必须采取措施，以保证消费处于强劲的回升通道，且避免投资加剧经济结构失衡。鉴于目前处于非常时期，部分产能过剩行业投资增速高企，为以后行业的调整埋下隐忧。银行为地方项目提供资本金贷款，都隐含相当的风险。

图 31：贷款资金仍未用完，足以支持投资年内高增长



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 32：民间投资增速上升



资料来源：CEIC，中信建投研发部

2.3.2 PMI 的视角：产成品去库存化完成，原材料去库存化分化加大

继 PMI 连续五个月回升后，本月小幅下跌，主要有季节性因素影响，总体仍处于 50 以上的扩张区间，这表明中短期内经济在投资驱动下仍处于稳定扩张阶段。

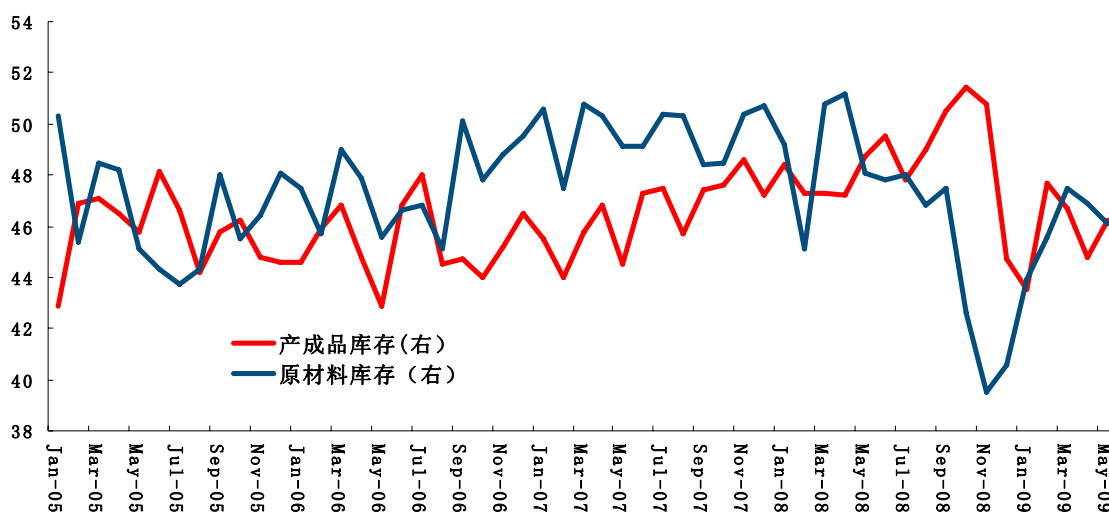
原材料库存指数持续减少，5 月份再次下降 0.8 个百分点，该指数自 08 年 4 月份下跌以来从未达到过 50 以上，一方面显示出企业家对将来预期的谨慎，另外也和企业自身资金链的紧张不无关系，以至于未能在底部“抄底”成功。随着原材料价格的再次上涨，预计 6 月份这一数据将会回升。

与此同时，5 月产成品库存指数并没有伴随原材料库存指数的下降而下降，反而大幅上升 1.4 个百分点，二者走势背离，这可以从两个方面理解：一是下游需求跟不上，企业被动增加产成品存货。二是由于国际大宗商品价格的快速上涨，企业存在着再次“囤货”的动机。

从行业上看：一是生活必需品制造业，如饮料制造业、烟草制造业 PMI 高于 50。二是受益于大宗商品价格上涨的行业表现较好，但以此为原材料的中游加工工业 PMI 总体不乐观。三是有政府需求保障的行业也表现较好。

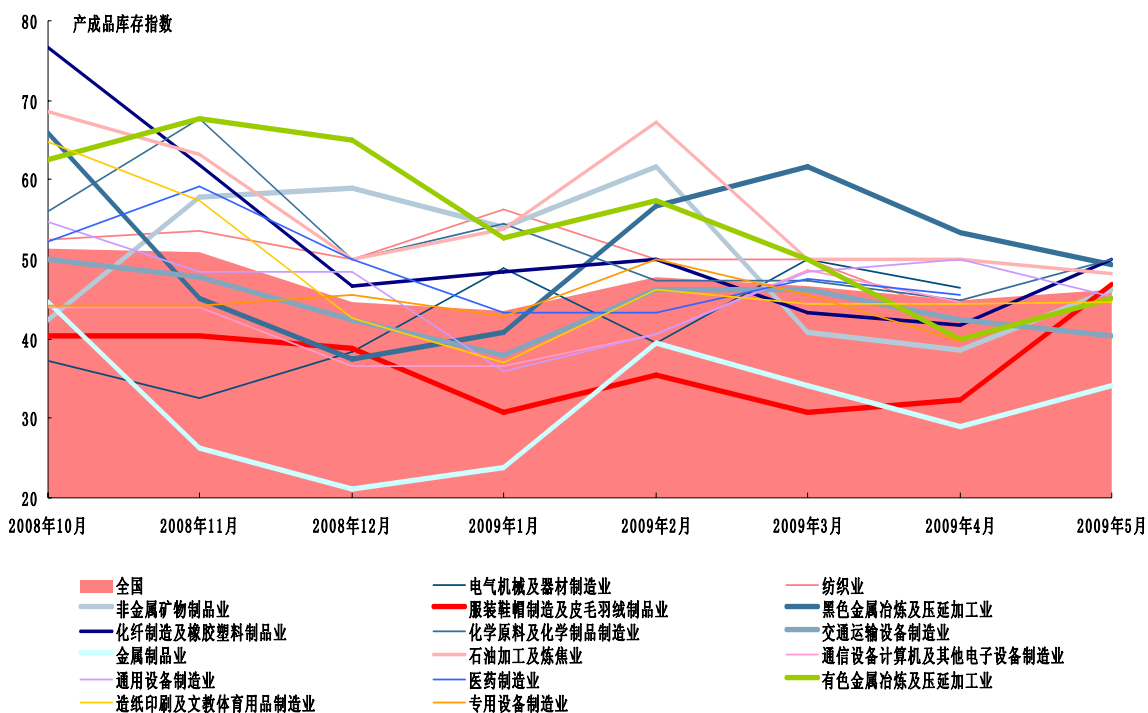
我们认为 PMI 所代表的经济总量扩张趋势已经形成且得到确认。

图 33：5 月 PMI 继续维持高位



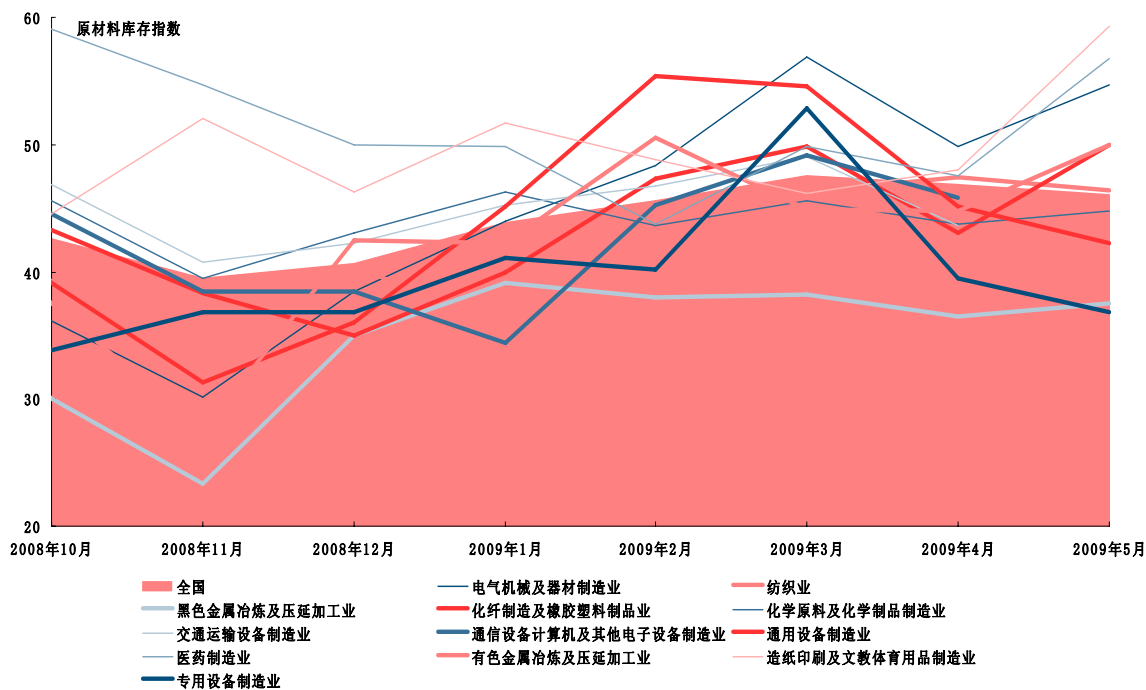
资料来源：PMI，中信建投研发部

图 34: 产成品库存再度上升



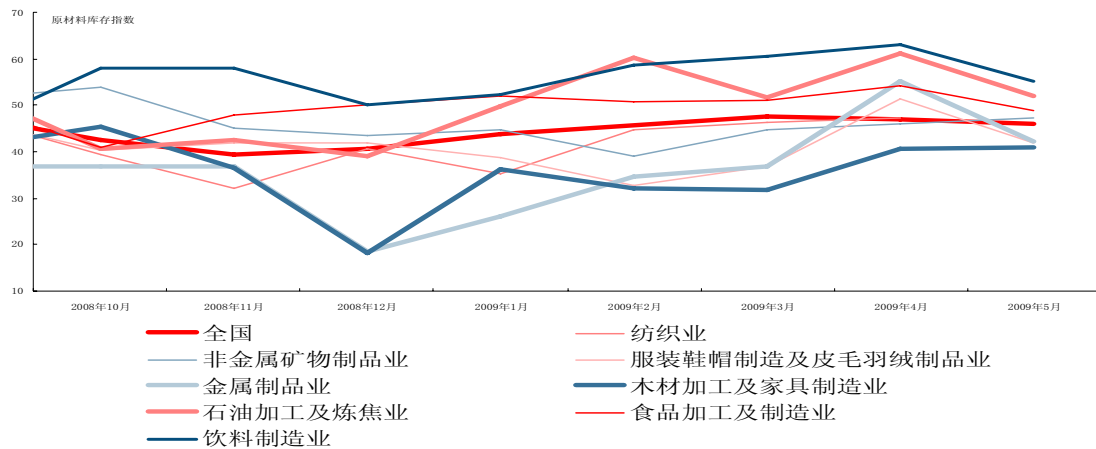
资料来源: PMI, 中信建投研发部

图 35: 原材料去库存分化严重(上升)的行业



资料来源: PMI, 中信建投研发部

图 36: 原材料库存下降的行业



资料来源: PMI, 中信建投研发部

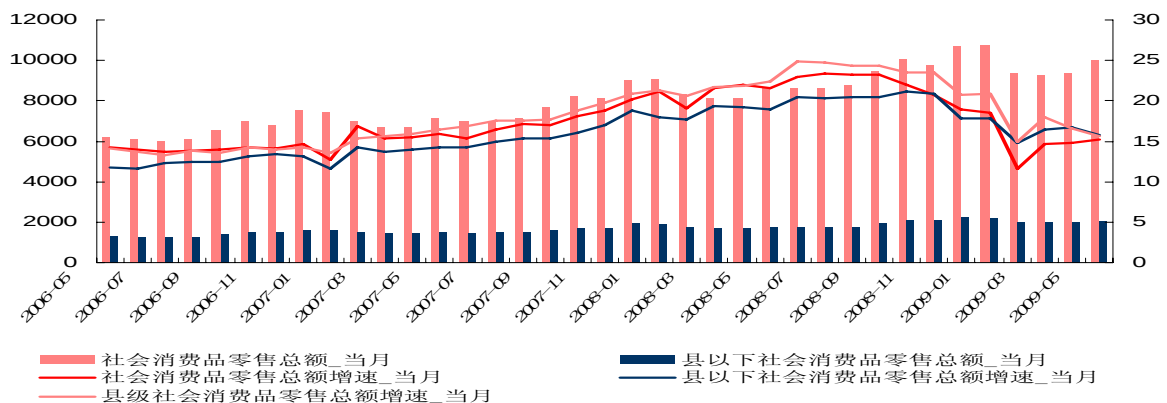
2.3.3: 财富效应催生消费稳定增长

消费之迷: 危机时期的消费为什么如此强劲?

最新的消费数据显示社会消费品零售总额继续保持增长, 可选消费品继续成为消费亮点, 必需消费品加速回升。1-5 月累计社会消费品零售总额 48770 亿元, 同比增长 15.0%。在国家系列政策的刺激下, 5 月份可选消费品继续保持前期快速增长的势头, 其中家电销售增长势头迅猛, 从 4 月份的同比增长 0.6% 上升到 5 月份的 12.0%。

就名义的同比增长速度看, 5 月份社会消费品零售总额增速较 4 月份上升 0.4 个百分点; 而从扣除价格因素后的实际同比增速看, 当月实际增速为 17.4%, 较 4 月份提高 0.4 个百分点。实际消费增速已基本接近 2008 年 11 月份的高点。从经季节因素调整后的环比数据看, 5 月份社会消费品零售额实际的环比增速为 1.7%, 已经连续 3 个月处于高位水平, 消费增长的趋势得到延续。

图 37: 社会消费品零售总额继续保持增长



这与常理是不容的。一般认为，消费是具有刚性的，它取决于持久的收入。在实体经济处于去库存与去产能的过程中，失业率增加带来收入的下降是必然的结果。收入决定了消费水平，危机时期，刚性只会使得消费不会下降，但很难使得消费增加。因此，消费迅速提升的动力并不是收入的增长。

动力在哪里呢？

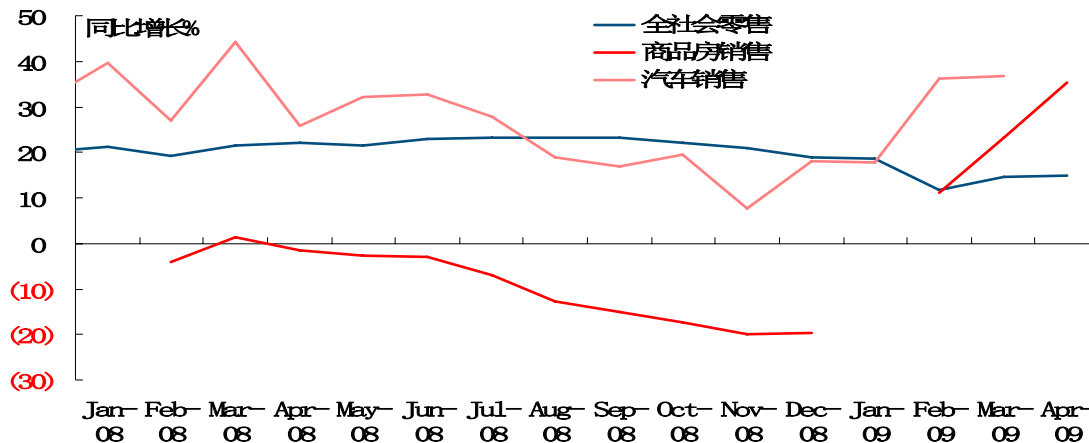
财富效应

从今年的数据可以看出，消费增长主要是由于汽车与房地产销售快速增长带动的，这意味着中国财富的创造开始从制造业美元转向资产重估下的财富效应。

政府一开始将刺激的重点放在通过补贴、降低利率等手段来消化过剩的库存，并没有将财富效应放在第一位。在 2008 年政府财力充裕的背景下，政府是充满着信心的。如此，我们看到，前期实行的“家电、汽车下乡”以及对房地产、汽车交易的各项减免税政策刺激了部分刚性需求的释放。

但是，正如前面所言，通过消耗库存并不会增加新增需求，也不会产生政府所希冀的财富增加，政府希望的是“钱市—股市—楼市”的循环。因此，我们看到股市的回升恰恰是政府所希望看到的。在流动性充裕的推动下，这一循环渴望成为财富新的增长模式，即通过楼市的回升产生财富效应，并逐步消化制造业的过剩产能。

图 38：汽车、房地产引领消费增长



资料来源：CEIC，中信建投研发部

政府必将扩大财富效应

这其实是以虚补实的做法，目标的问题在于虚拟经济的价上去了，但是量并没有回升，即财富效应还不是足够大。政策下一步的做法自然是将财富效应做大，因为目前平稳的消费并不能完全对冲外需下降的风险。

一是虽然我国经济增长已经触底启稳，但仍然处于比较困难的时期，国际金融危机影响尚未消除，我国经济增长的基础还不牢固，就业的压力并未减轻，同时企业利润的负增长在一定程度上也制约了个人收入的增长。这也影响了消费者的预期。目前消费者信心指数、预期指数和满意指数仍在历史低位徘徊，表明消费者对未来消费形势仍存在担忧。考虑到这三项指数具有时滞效应，因此下半年消费增速难以快速提高。

二是促进内需的政策效果将继续显现。农村消费升级对消费增长有一定正面拉动作用。家电下乡政策，汽车购置税政策对拉动此类产品消费的增长起到了明显作用，未来这些政策还将继续产生影响。医疗和社会保障方面的政策效果还将有所显现。

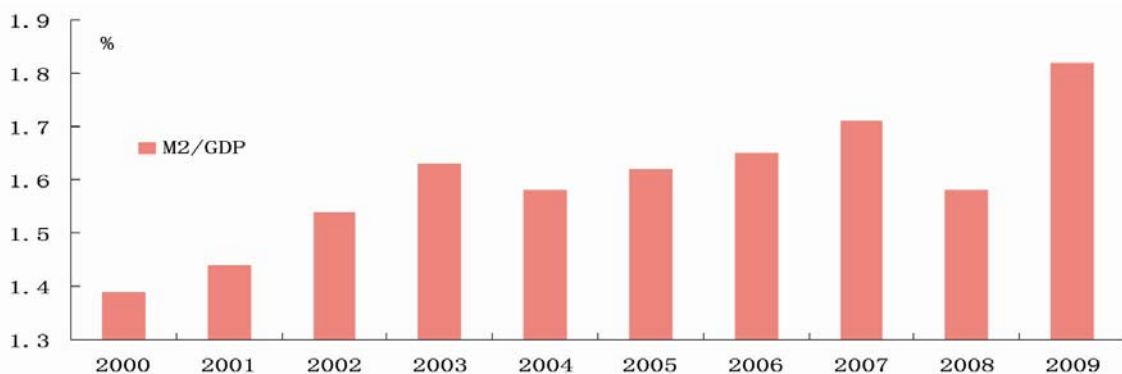
三是由住房和汽车销售带动的整个消费增长能否具有持续性还需进一步观察。从经验来看，上半年在政策刺激下，房市和车市都出现了“小阳春”，汽车销量连续三个月在百万辆以上，这相当于经济繁荣期的销量，但由于我们目前还处于经济增长的困难时期，因而未来销量面临的形势压力不小。这从县及县以下消费3至5月份连续出现回落，且5月份还有加速回落的趋势得到反映。

综合分析，社会消费品零售总额指标包括价格和数量两个影响因素，由于去年同期，我国的价格总水平处于较高的位置，同时受制于去年高基数影响，我们预计2009年消费将保持平稳增长，社会消费品零售总额在15%左右。

2.4 经济的虚实分离程度明显

在实体经济处于自我修复的过程中，中国的杠杆化率迅速提升，经济的虚实分离越来越明显。虚实分享的重要表现是资产价格持续走高，这与M2与GDP的比值是直接相关的。2007年这一比值为1.71，2008年为1.58，按2009年GDP增长8%，M2同比增长25%计算，这一比值将高达1.82%。

图 39：2000-2009 年中国的货币化程度



资料来源：CEIC，中信建投研发部

2.5 市场自我修复下的经济增长：GDP 增长 7%

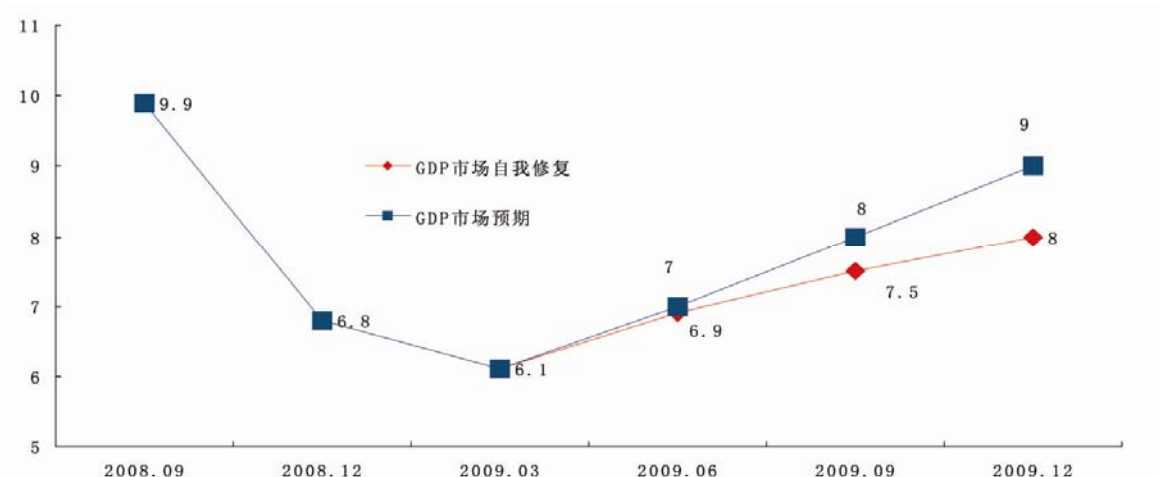
年初，市场对中国四个季度经济增长率乐观的判断是GDP按6%、7%、8%、9%渐次复苏的，第一季度GDP增长6.1%符合预期。但市场对这一指标是存在着很大的争论的，特别是以发电量与PPI为代表的微

观指标与政府公布的宏观指标反映的是一种背离的态势。中国 GDP 统计上的不透明使得通过支出法无法正确预测 GDP，因为政府不公布资本形成总额，也不公布政府消费，也不公布 GDP 环比数据。

从中国的经验来看，GDP—工业生产—发电量反映了中国产业态势，因此，即通过生产法来预测 GDP 更为准确。根据我们的预测，如果只是依靠市场的自我修复，四个季度的 GDP 增长可能只会达到如下图所示的 6.1%、6.9%、7.5% 与 8% 的水平。市场预期的 GDP 增长率就是政府承诺完成的 8%，显然，7% 的增长率不符合大部分群众的要求。

这意味着政策还将进一步变革，以保证经济的稳定增长。在下文中，我们将指出变革的具体内容，它不仅仅是保证了负债扩张的路径，提供了系统性资产重估的机会，而且变革本身还存在着巨大的红利，这是结构性的投资机会。

图 40：市场自我修复下的经济增长预测



资料来源：CEIC，中信建投研发部

2.6 简单的结论

- 自 2008 年后，中国已不可能从国际获得更多收益，全面转向内需是必然的结果。
- 制造业在去库存与去产能过程中，需求与利润在缓慢回升之中。制造业产能全球无可替代，无利润增长概率在增大。
- 新增需求转向资产部门，虚实分离严重，政府尝试以虚补实。
- 在低利率环境下，国内外资金推动了资产价格的攀升，财富效应明显，可望推动市场自然复苏。
- 只要政府可动员的资源边界未到，负债扩张模式便可以持续。
- 问题在于制造业自我修复太慢，财富效应太小，财力消耗太快。
- 下一步的问题是，推动财富效应的动力还在吗？

三、公共财力消耗的考查

2009 年我们坚持一点：公共财力的消耗决定着经济复苏的进程。因此，认真核算公共财力显得尤为重要，前提是则是在公共财力的内涵上取得共识。对于中国政府来讲，之所以被世界认定为经济复苏的火车头，至少有两点是明确的。一，中国有近 20000 亿美元的外汇储备，二，中国有超过 60000 亿的税收收入，并且可以将信贷视为第二财政。从实践中看，中国政府可以动用的财力并不仅于此。

3.1 理解公共财力

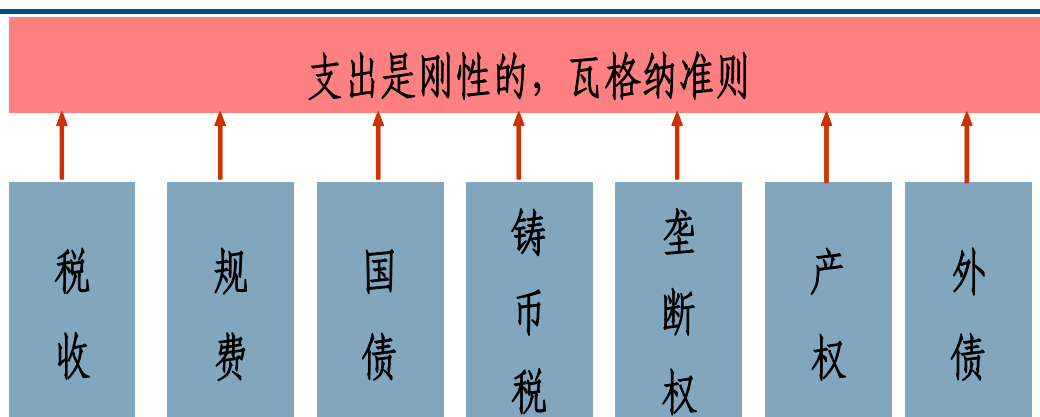
对政府来讲，公共收入与支出是对应的。受制于刚性，支出短期内是不能下降的，因此，理解公共财力消耗，只需要从收入角度进行理解即可。

公共财力不过是民间财力的让渡而已，政府一般会通过税收、规费、国债的方式获取收入。除此之外，通过发放货币获取铸币税、垄断消费弹性低的商品与服务，并直接通过拥有公共产权而获取收入。这是一国之内的财力组成，广义的财力还包括从国外的融资。

公共财力的取得方式是不一样的，任何财力的取得都是对微观经济主体利益的占有，因此，政府会通过最大可能产生财政幻觉的方式来取得收入。一般来讲，国债被看作是最有稳定收益的资产，规费是提供服务的回报，税收则是通过法律严格界定并用来提供公共品的最低成本。这是显性的收入，通过铸币、垄断权与产权获取收入一般是隐性的。在中国目前的背景下，外债不是政府融资的手段，因为有更多的国家正在向中国融资。

公共政策的变化，最核心的原因在于公共财力的变化。政府行为是短期的，在公共支出不差钱的时候，政策是不会有大的变化的。穷则思变，当公共财力消耗已经很大，特别是难以为继的时候，变是唯一的选择。

图 41：广义的公共收支



资料来源：CEIC，中信建投研发部

3.2 公共财力消耗的静态考查

公共财力消耗到什么程度，并且未来是否能够持续，直接关系到内需与外需是否对接。图 42 显示了国家预算内资金、国内贷款、国有企业及国有控股企业固定资产投资累计同比增长的情况。

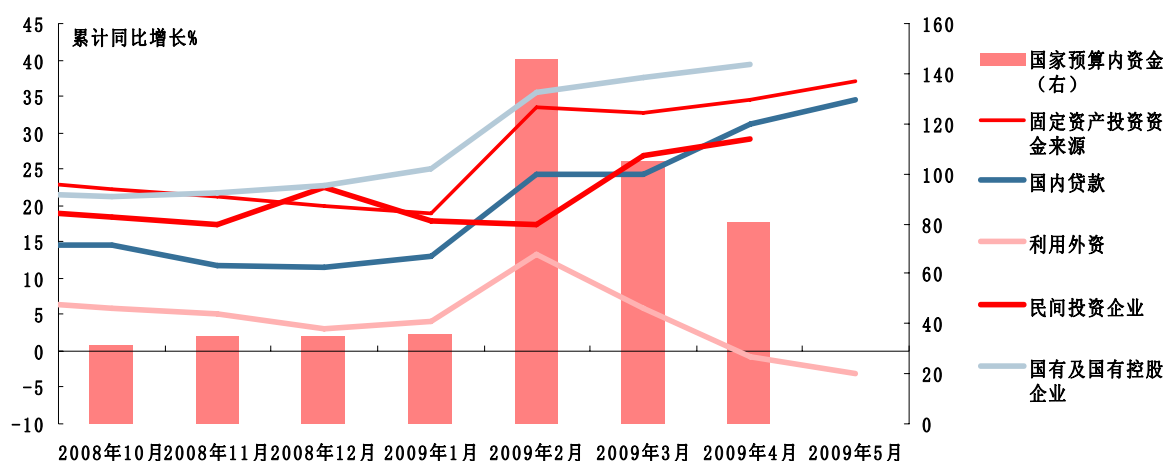
从中，我们可以看到，公共财力的消耗经过了以下几个阶段：

- 2008.10-12 月，政府硬启动。中央政府增加 1100 亿投资，信贷新增投资 16000 亿。经济恐慌结束，GDP 同比增长 6.8%。
- 2009.1-3 月，财政信贷高峰刺激。预算内固定资产投资累计增速最高达到 140%，信贷投放三个月达 4.58 万亿，接近 2008 年全年 4.9 万亿的限度。
- 2009.4-6 月，财政信贷高峰刺激已过，惯性刺激。1-5 月，中央财政四万亿拨款 5620 亿元，完成当年 9080 亿元的 62%。自四月后，新增贷款从月均 1.5 万亿下降到月均 6000 亿左右，五大国有银行开始有意识放缓贷款进度，中小银行担心三季度贷款额度管制而加紧放款。
- 在第二季度，地方公共财力已经难以配套中央投资，资本金比率开始下调，经济继续负债扩张。

与公共财力消耗相对应的是民间财力。民间资本从规模与增速都低于国有资本，发改委统计的数据是 1-4 月民间资本占比只达 48%，固定资产投资增速较国有资本低 13%。中信建投测算的数据是国有资本投资增长 39%，民间资本投资增长 29%，二者相差 10 个百分点。

在国际经济从金融恐慌进入可预期衰退的情况下，国际资本进入中国更多是出于短期套利的考虑，对于长期的固定资本投资下降很快。2 至 5 月，利用外资同比累计下降-3.1%，外商直接投资下降 20%。

图 42：国家预算资金和银行资金增速较快



资料来源：CEIC，中信建投研发部

3.3 公共财力消耗的动态考查

如果没有大的政策变化，从单一的维度考虑，在市场自我修复仅能完成 GDP 增长 7% 的背景下，经济的预期复苏完全取决于公共财力能否持续消耗。因此，对公共财力的测算就显得异常重要。

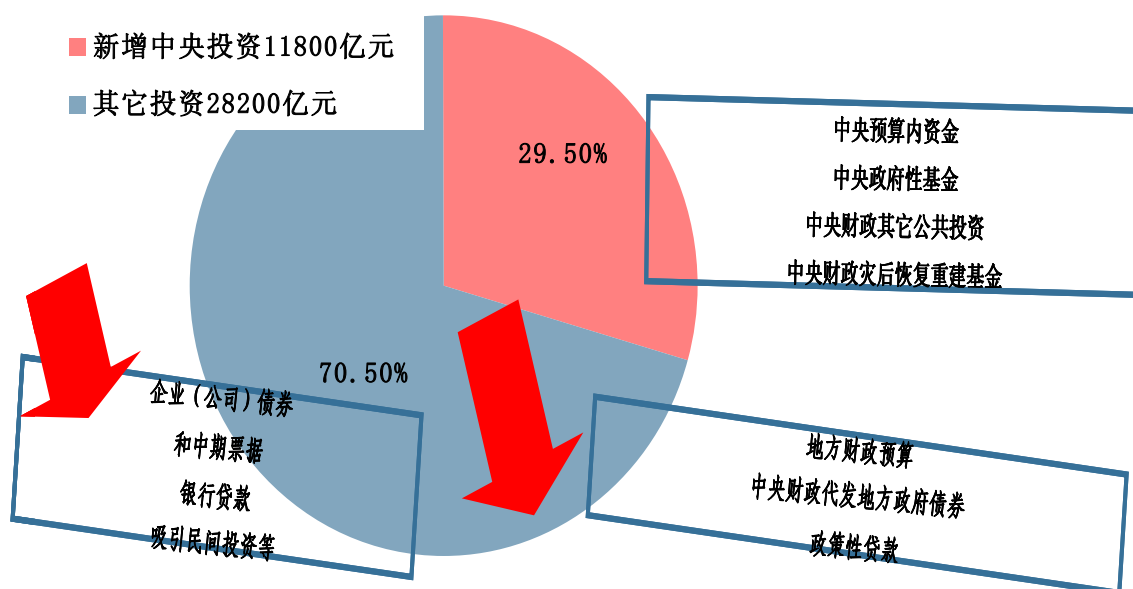
3.3.1 四万亿投资的真相

四万亿投资给市场以政府投资托底的感觉，市场想当然地认为政府一定会完成四万亿的投资。事实不是这样的。

根据发改委公布的四亿计划，中央投资占 29.5%，为 11800 亿元。地方投资占比为 70.5%，为 28200 亿元。其中 2009 年中央投资 9080 亿元，占中央全部投资的 77%，2010 年投资 2720 亿元，占 23%。地方的投资并不完全是由地方政府完成，图 39 表明，地方政府预算、地方债券 2000 亿、政策性贷款以及企业债券、中期票据、吸引民间投资完成。在地方财力紧张的背景下，地方的配套资金不可能跟上。

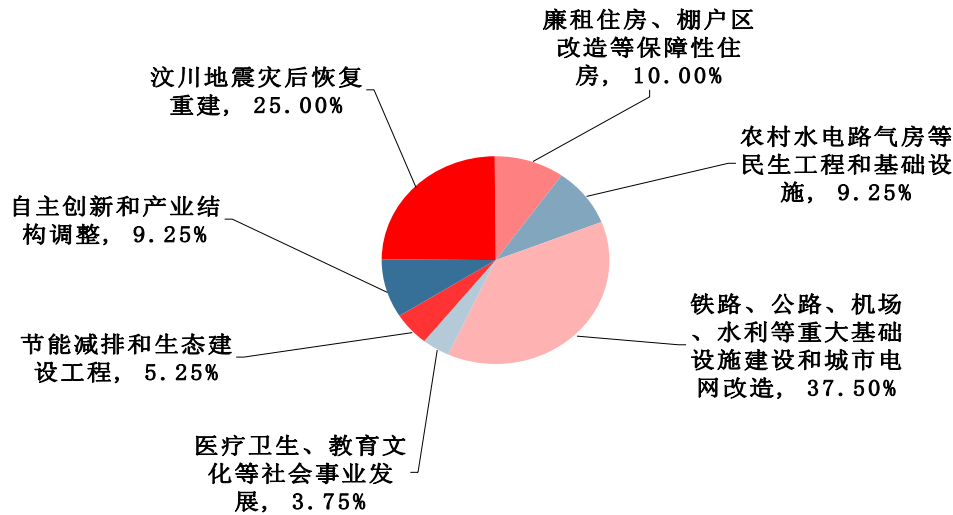
5 月 31 日财政部公布四万亿投资细项，计划中的灾后重建资金 10000 亿元，中央拨款 848 亿元，完成应拨款（1300 亿元）的 65%，地方配套资金显然不可能完成剩余的 9152 亿元。图 45。

图 43：四万亿投资的资金来源



资料来源：发改委，中信建投研发部

图 44：四万亿投资去向构成



资料来源：发改委，中信建投研发部

图 45：中央四万亿投资进程图

四万亿投资中央投资进度表									
亿元	计划总投资				计划总投资				
2009-2010 中央总拨款	11800				医疗卫生	医疗卫生	310		
2009 年计划拨款	9080				医疗卫生教	教育	114		
中央已拨款（2009.5.31）	5620	40000			育文化等社	文化及旅游	18		1500
					会事业建设				
进度	61.89%				总计		442		
城市廉租住房	330				重点流域水污染治理工程		40		
煤矿棚户区改造	35				节能减排和	十大重点节能工程	54		
保障性住房	43	4000			生态建设	城镇污水垃圾处理设施及污水管网	130	2100	
国有林区和垦区棚户区改造	43					循环经济和资源节约重大示范项目	54		
游牧民定居	19				总计		278		
总计	427								
南水北调等重大水利工程	185				重大科技基础设施		289		
病险水库除险加固	158				支持企业自	农业科技服务工程	35		
大型灌区及中部排涝泵站	30				主创新、技	自主创新和高技术产业化	11		3700
优质粮食工程	8				术改造及服	促进服务业发展	4		
农村基础设	202				务业发展	信息安全基础设施等其他项目	73		
施及农村民	82	3700			总计		412		
生工程建设	170				城乡住房		170		
农村沼气工程	80				教育卫生等社会事业项目		277		
大中型水库移民后期扶持发展	171				地震灾后恢	铁路、公路和机场等基础设施	192		10000
农产品质量安全检验检测体系等	295				复重建基金	生态建设和环境整治	42		
						城镇和农村基础设施建设、防灾、减灾	167		
总计	1381				总计		848		

铁路、公路、机场和港口等重大项目基础设施建设	铁路	732	15000		
	公路	653		公共服务基	
	机场	171		础设施等	197
	水运基础设施建设	79			
	总计	1635		总计	197

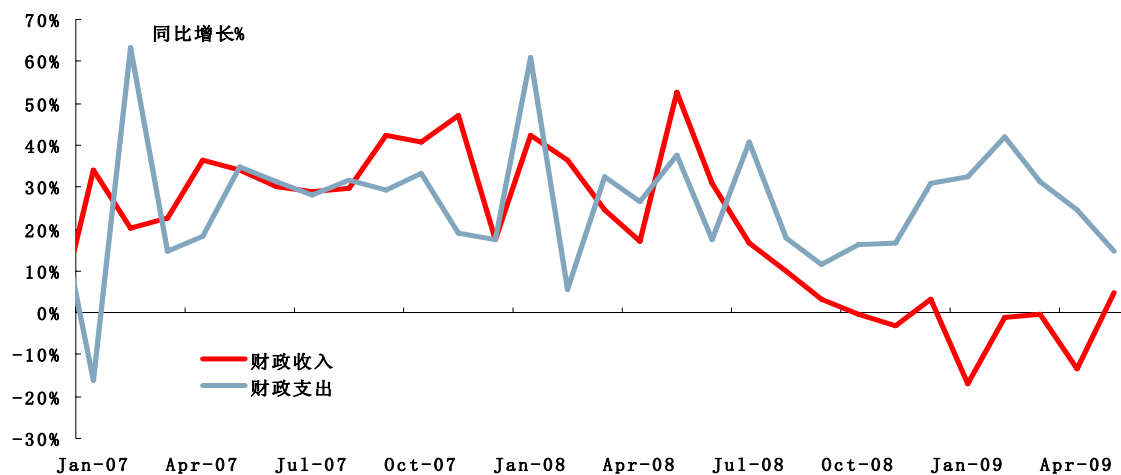
3.3.2 公共财力消耗（债务）

财政收支进程

2009年1-4月，财政收入同比下降13%，支出同比增长24.5%，财政收入累计下降9.8%。5月财政收入同比增长4.8%，结束七月连阴，财政收入累计下降6.7%。财政支出累计增长27.8%。财政部认为全国财政收入下降的主要原因有三：一是经济增长放缓，企业效益下滑，财政收入来源减少；二是实施积极的财政政策，进行结构性减税，增加出口退税，政策性减收很多；三是PPI、CPI双下降，相应使以现价计算的财政收入减少。

五月的财政收支有较为特殊的原因，一是国内消费税同比增长91.2%，剔除成品油税费改革增收因素实际增长9.1%。二是去年5月份抗震救灾支出增加较多，支出基数较高。全国财政紧张是一个不争的事实，新浪网的消息称财政部1000万元的支出都需要财政部长亲自过问。

图 46：国家预算收支进度表



资料来源：CEIC，中信建投研发部

2009 赤字率在 4-5%之间

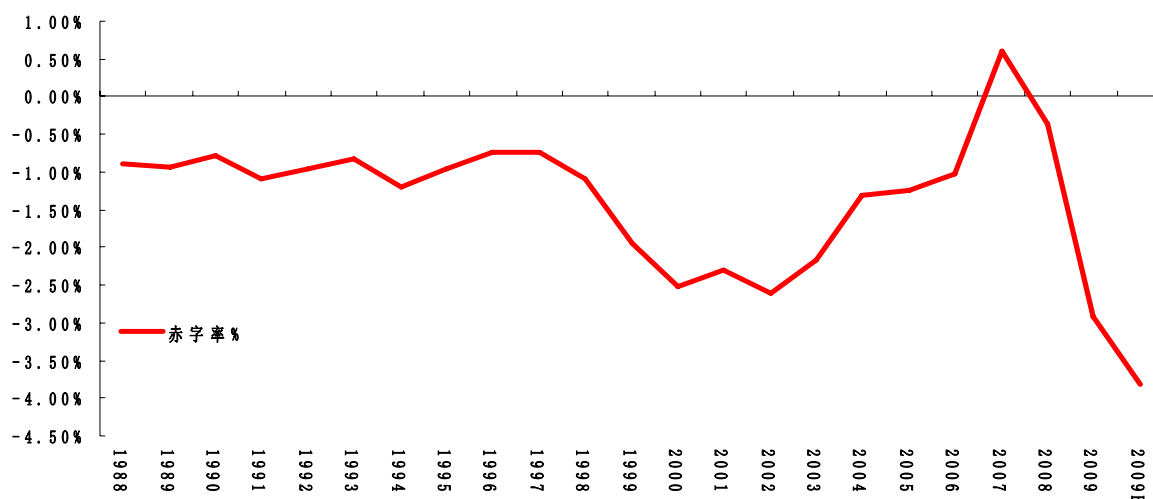
2009 年国家财政预算是按照收入增长 10%，支出增长 20%来进行核算的，赤字 9500 亿。其中，中央 7500 亿，地方 2000 亿。由于地方财政预算是不允许有赤字的，因此，按全国经济增长率 8%计算的赤字率是 3%，在公认的安全线内。

按目前的财政收支走势，全年完成预算将非常困难。简单估算，收入增长 5%，支出增长 25%，那全年的财政赤字将会达到 13650 亿元，赤字率为 4.2%。若收入增长为 0%，支出增长 25%，赤字率将超过 5%。图 43。

一旦赤字率超过 3%，对发展中国家来讲，系统性风险将会增加，通货膨胀、汇率贬值、资本外逃、资产沽空等等概念就会应用到其方面。

这是不能容忍的。在目前的情况下，政府不可能通过正常的加税来对冲财力的消耗，继续发债也没有余地。这意味着，政府继续负债扩张需要另寻思路。

图 47：2009 年中国赤字率或将在 4-5%之间



资料来源：CEIC，中信建投研发部

国家综合负债率将达 80%

国家综合负债率反映了一个国家综合的所有可能的负债，是一个大致估计数。当经济繁荣的时候，这都不会产生不良的后果，负债率将会逐步下降。但是当经济陷入衰退的时候，很多软的负债都将变成硬的负债。如下图所示，社会保障基金缺口、现有银行不良贷款等都是些不定时的风险点。

与 1998 年相比，国家综合负债率从 63%提升到了 80%，考虑到养老、政策性金融机构的负债等或有负债的支付具有巨大的弹性，因此，2008 的硬启动将会比 1998 年难度小得多。或有负债的弹性是良机也是风险点所在，如果启动不成功，政府背负的强大或有负债务真得就会变成真实的负债了。这就要求启动必须“稳、准、狠”。

图 48：国家综合负债测算

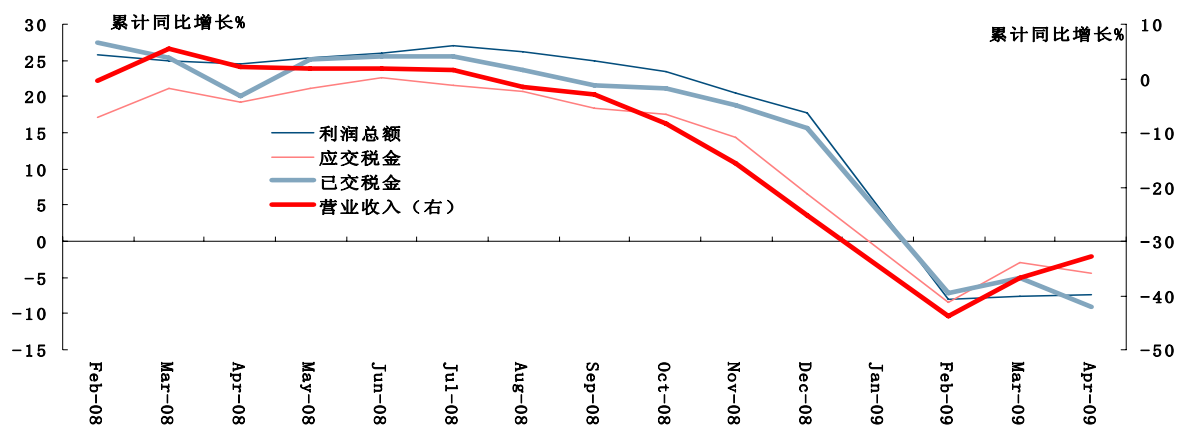
科 目	1998	2005	2008	2009	2009 综合 负债结构
1、内债	5162	31848.59	49207	63000	19.47%
2、特别国债（未纳入预算债务）		2700	18200	18200	5.63%
3、外债	7185	19059	23796	24528	7.58%
4、政策性银行金融债	17698	16680	35657	50000	15.45%
综合负 5、地方政府债务		10000	10000	20000	6.18%
债(亿 6、金融或有债务	22948	35000	36500	38500	11.90%
元) 7、现有银行不良贷款		12196	5602.55	8000	2.47%
8、社会保障基金缺口		37000	37000	37000	11.44%
9、人民币升值导致的外汇储备账 面损失		1000	1391	1000	0.31%
合计	52993	153709	217405	260228	
GDP(亿元)	84402	183217	300670	323521	
综合负债/GDP	62.79%	83.89%	72.31%	80.44%	

资料来源：CEIC，中信建投研发部，

3.3.3 公共财力消耗（国企利润）

国有企业利润被认为是财政的后备军，国有资本经营预算体制的变革，可望将国有企业的利润上缴纳入国家财政预算的范畴，从而缓解财政的压力。

图 49：国有企业利税上缴情况



资料来源：CEIC，中信建投研发部

在目前国有企业利润下降的背景下，这一储备财力难以应急。据国资委数据，1 到 4 月份，中央企业的营业收入下降 9.2%，利润下降 36%。同期地方国有和国有控股企业营业收入下降 8.4%，实现利

润下降 58.1%。1-4 月，全国国有企业实现营业收入 59789.2 亿元，同比下降 7.3%，降幅比 1-3 月缩小 0.3 个百分点，4 月比 3 月环比下降 5.1%。

受此影响，企业应交税金持续下降。1-4 月，全国国有企业应交税金 5540.7 亿元，同比下降 4.4%，4 月比 3 月环比增长 2.3%。这种情况短期很难改变。国资委的判断是“前些年我国经济高速增长所形成的一部分生产能力，其对应的需求实际已经不存在。尽管国家刺激经济的措施已收到一定成效，经济有企稳迹象，但消失的需求和启动的需求不一定能够匹配，同时以大量财政支出和货币投放为主要内容的启动内需政策是否具有持续性尚需研究”。

3.3.4 公共财力消耗（铸币税）

通过铸币税筹资是政府常用的手段，在所有的发展中国家，信贷都是作为第二财政来运用的。从这个意义上讲，财政压力超大，货币发放会越多，政府唯一要担心的是过量的货币发放可能会引发恶性通胀。自从政府垄断了铸币权，特别是纸币本位制实行以来，财政压力总是与通货膨胀联系在一起。

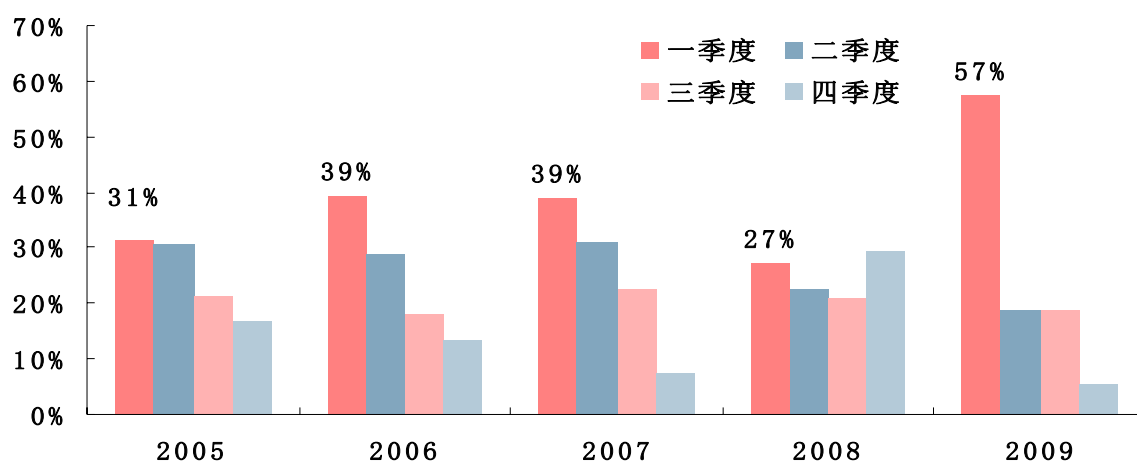
2009 年还能新增多少贷款

自 2008 年 10 月开始，政府已经投入了 7.4 万亿的新增贷款，月均 1 万亿元。2009 年 1-5 月新增贷款 5.8 万亿，月均 1.16 万亿元。保守估计，2009 年全年新增贷款会达到 8 万亿元，乐观估计会在 9 万亿元。按此进程，1-5 月贷款分别已经完成 73%与 65%，6-12 月度新增贷款在 4500-6000 亿之间。

自 2008 年 4 月信贷投放开始下降到月均 6000 亿元的时候，我们已经提出，指相对于以前的无限制放贷而言，下半年的贷款规模将会大幅度降低。流动性主要指以下内容：银行贷款在资本市场与实体经济之间的分配、进入中国的国际热钱，储蓄的变化，以及因为外汇占款而增发的货币。

下半年流动性充裕的局面不会有大的改观，但是相对于上半年，流动性加速度会逐步减弱。我们判断未来三个月内的货币政策依然是宽松的，从第四季度开始，积极宽松会向适度宽松转变。

图 50：6-12 月每月可放出贷款 4500-6000 亿元



资料来源：CEIC，中信建投研发部

产能过剩背景下，过量贷款暂时不会引发通胀

货币流通速度的放缓，反映的是实体经济的不活跃态势。通俗地讲，通货膨胀就是一个钱与物的关系。产能过剩意味着钱多，物更多，因此，物价难起。这意味着总需求的变化必然导致潜在产出与实际产出缺口的变动，也必然影响到通胀走势的变化。设 $\{Y_t\}$ 是经过 X12 方法季节调整后的 GDP 季度数据，

而潜在产出利用 HP 滤波计算出来的趋势项 $\{Y_t^T\}$ 代替，用 Gap 表示相对产出缺口，则

$$Gap_t = \frac{Y_t - Y_t^T}{Y_t^T} * 100\%$$
，产出缺口与通胀之间有极强的一致性，格兰杰检验的结果表明，产出缺口的变动是影响 CPI 变动的原因，反之则不成立。

如图 47 所示：2007 年以来正产出缺口将逐渐下降到 2009 年的负产出缺口，CPI 随之回落。近 6 个月的经济刺激计划，虽然在一定程度上消化了企业的库存，负的产出缺口开始变小，但 2009 年难以为正。在 2009 年上半年出现的通货紧缩至少会持续到 2009 年 8 月，高于 3% 的通货膨胀难以再起。

产能过剩的结果是企业 PPI 持续为负，历史的经验表明 PPI 的走势与 CPI 的走势是一致的。（图 48）

钱多，物更多，产能过剩不会引发通胀，因此，政府可以发放更多的贷款，持续刺激。在这种理念支持下，政府可以更便宜地融资，这是一种市场普遍认同的逻辑。

图 51：产出缺口为负

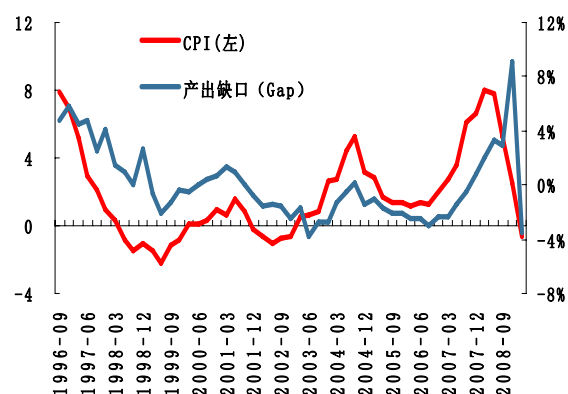
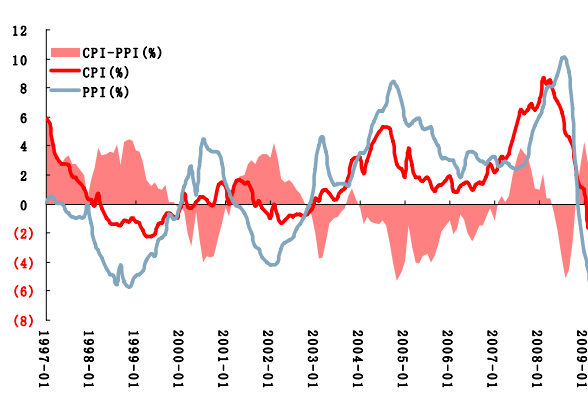


图 52：通胀暂时未到



资料来源：CEIC，中信建投研发部

通货膨胀是个实实在在的货币现象

对于 2009 年下半年以至 2010 年通货膨胀是否再起，市场上存在着巨大的争论。“通货膨胀是一定会到处发生的货币现象”，从长期趋势上看，这是一个不会错的结论。图 53 是中国 M2 投放与 CPI 的直接关系，数据显示，M2 滞后 12 期后与 CPI 的走势高度一致，这预示着自 2009 年 10 月以后物价上涨速度将会加快。

但是通货膨胀本质上是一种资本无差异化回报与行业利润率差异之间的博弈，这直接影响到资本在不同行业之间的流动，从而影响到货币化与杠杆化的程度。从图 54 表示的货币乘数来看，显然，货币

流通速度虽有所回升，但是距离 2005–2007 年通胀起势时的速度还有些差距。从观察物价变动程度最基本的公式 $PT=MV$ 来看， V 的放缓是制约 P 起来的非常重要的原因。

货币供应量=货币乘数×基础货币 ($M=K*B$)，在货币乘数 K 随着经济下滑不断下降时，提高基础货币 B 的供应，短期内是无法有效提高货币供应量 M 。经济前景的悲观预期下，大量的货币沉淀在金融体系，一旦经济从低谷走向复苏，货币供应量在货币乘数的作用下会加速上涨，过多的货币为下次通胀的到来营造了环境。但是，2009 年第三季度并不会出现，因为：（1）产出缺口将继续带动通胀下行。（2）信贷高峰已过， M 的增速也将会逐步放缓。

不过接近 10 万亿的贷款，对于政府来讲，如同一道不可不面对的堰塞湖。在全球都进行定量宽松刺激的背景下，通胀是不可避免的事情。通胀预期是存在的，只是对于投资者来讲，需要注意资金的机会成本而已。

这也意味着政府不能再肆意通过增加货币投放来进行负债扩张。

图 53：滞后 12 个月的 M2 和 CPI 走势一致

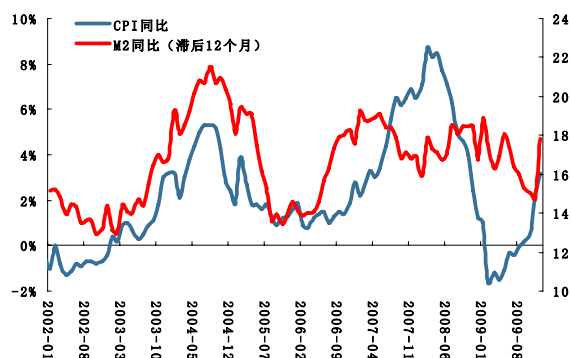
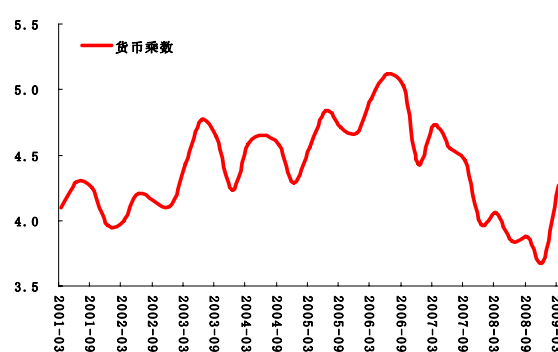


图 54：货币乘数走高



资料来源：CEIC，中信建投研发部

CPI 与 GDP 有稳定的关系，中国的菲里普斯曲线要求政府必须严控通胀

简单地讲，经济政策就是处理通货膨胀与经济增长的互动关系，由于政府掌控了铸币权，所以通货膨胀无一例外是由政府发起的。因此，明了政策取向是洞察通胀走势的核心。

图 55 是我们根据中国经济长期经济增长和物价计算出的均衡值得出以下经验值，这可以称为中国的菲里普斯曲线。这些经验值告诉我们国家的政策取向：先来看增长。自然增长率是指无通胀的增长。中国改革三十年长期增长的均值为 9.7%，无通胀的增长以 8.5–9.5% 为区间。9.5% 为控制上轴，10.5% 以上为偏热，11.5% 表示过热；8.5% 为控制下轴，8.5% 以下表示偏冷，7.5% 以下为过冷。再来看物价。5% 指温和的通货膨胀，10% 以上则为恶性通货膨胀，负值为通货紧缩，最佳区间为 2–4%。

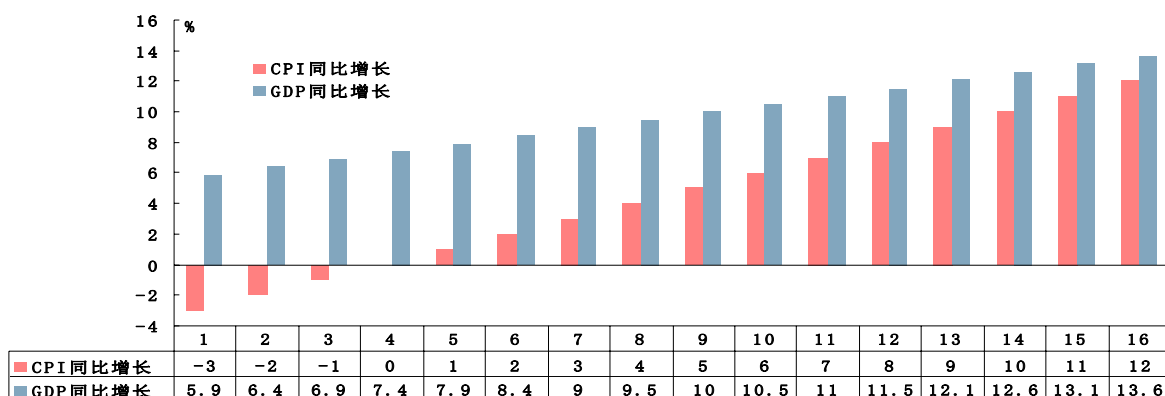
一般来讲，经济增长速度与物价变动是平衡的。经济增长处于衰退时，物价也必然随之下降。表现在：（1）经济衰退导致总需求的收缩，物价总体回落；（2）需求收缩直接抑制了生产资料价格（PPI）的上涨，成本推动物价上涨的因素减弱；（3）国际经济衰退，大宗原材料价格暴跌，外部的价格冲击减弱；（4）宏观政策的抑制效应渐显。从中可以看出，在最佳的通货膨胀区，经济增长率为 7.5%–9%。冷

热在政府眼中便是增长的快与慢，一般来讲，当经济增长在上边界时，政府肯定会进行严厉地紧缩，以防止经济超热；而当经济增长在下边界时，政府一定会进行强烈地扩张。

从政府目前所采取的政策来看，政府并不担心通货膨胀，或者是政府想通过适度的通胀来换取经济的复苏。根据我们的测算，2009 年下半年经济增长率在 6.9%到 8.4%之间，与之相对应的 CPI 为-1%到 2%之间。

目前政府只是成功地造成了通胀预期，在负债扩张的路上，政府不希望通胀起来。因为较低的资金成本是资产重估的基础，在 CPI 较低背景下，政府可以保证较低的市场利率。而在通胀起来的时候，则意味着要进行加息，这并不利于资产的重估与财富效应的扩大。

图 55：中国的菲里普斯曲线是政策调控的依据

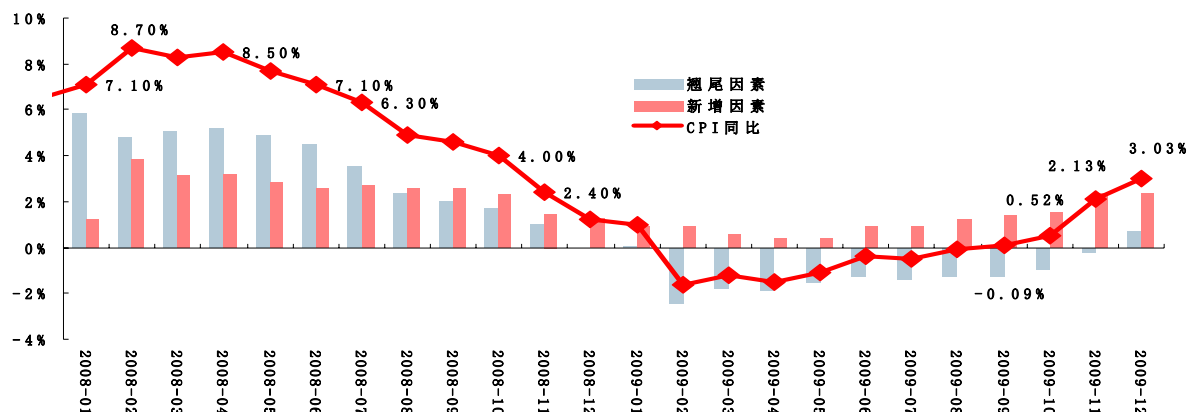


资料来源：CEIC，中信建投研发部

2009 年不会发生通货膨胀

我们认为 2009 年第三季度通胀难起，2-8 月会有长达半年的通货紧缩期。最乐观地估计，自 8 月份开始，CPI 掉头向上变正。11 月份以后，CPI 会高于 2%，全年通货膨胀最高可至 0.5%。

图 56：年内通胀可能性较小



资料来源：CEIC，中信建投研发部

四、变革及其红利

4.1 中国经济面临踏空的风险

宏观经济走到了十字路口，公共财力的快速消耗与市场缓慢调整的背离使得中国经济产生了一种踏空的风险，具体表现在资产价格的上涨与微观经济主体的利润下降之间长期并存。在不能痴痴等待国际经济复苏成为共识以后，内需的压力显得极大，政府面临着艰难的选择。

4.1.1 政府的囚徒困境

- **在财政压力下，就业诉求大于产业结构调整诉求。**在产能过剩的背景下，传统产业的结构调整是唯一走出困境的出路，但是在巨大的失业压力面前，这一进程必然会被推迟。在 2007 年聚集起来的资产价格也因为财政的巨大压力而无法得以调整。
- **背水一战的硬启动加剧了经济的虚实分离。**继续刺激会导致虚实分离更加严重的局面，没有量，只有价格的资产泡沫迟早会破灭，经济的损失会更大。
- **目前我国经济正处于企稳回升关键期，政府必须巩固效果。**如果不继续刺激，则前功尽弃，前期巨大的投入就变成了沉没成本。作为一个投资者的政府，这样做是不符合利益最大化的。目前政府陷入一种财政的恐慌之中。政府担心踏空，必须毕其功于一役。
- **市场需要比简单补贴+信心更重的刺激。**攻不可再，战不可三，量力而用，用多则费。政府的三板斧用过之后，稳定了经济下行的局面，但是公共财力消耗是不可持续的。对于财政来讲，是需要量力而用，对于信贷来讲，则是用多则费。目前的负债扩张需要接力棒。
- **留给本届政府的时间并不多了。**2012 年是中国政府换届的时刻，政治周期决定了经济必须稳定运行，这又为经济启动设置了一个硬性的时间界限。

因此，结论也只有一个：变革是必须的。

4.1.2 继续以毒攻毒，负债扩张

治理危机需要两条思路，以毒攻毒或者刮骨疗伤。在全球陷入普遍危机之时，没有哪个国家会有机会进行全面的调整，所以市场认为：

- 短期内的刺激是必须的，也是唯一的做法。
- 中国必将坚持积极的财政政策与宽松的货币政策，走持续负债扩张之路。

- 在这种背景下，中国的经济就变成了日本失去十年的翻版：前五年，庭前泡起泡泡落，后十年一蹶不振。

4.2 变革旨在消除踏空风险

其实政府能够做的事情还有很多，并不是只有消耗公共财力才能完成负债扩张。当政府毕其功于一役而未果时，负债扩张的主力从政府转向市场，让民众负债投资并促进消费，可以实现经济刺激的空中加油。华丽的转身应该是明智的选择，前提是政府必须进行变革，进行让利。

4.2.1 变革，基于常识的判断

如果认同本次全球危机可堪比拟十九世纪三十年代的大危机，中国目前的危机程度更甚于 1998 年危机的话，那么就应该认同经济复苏不是政府简单地通过补贴以消化过剩产能就能解决的事情。

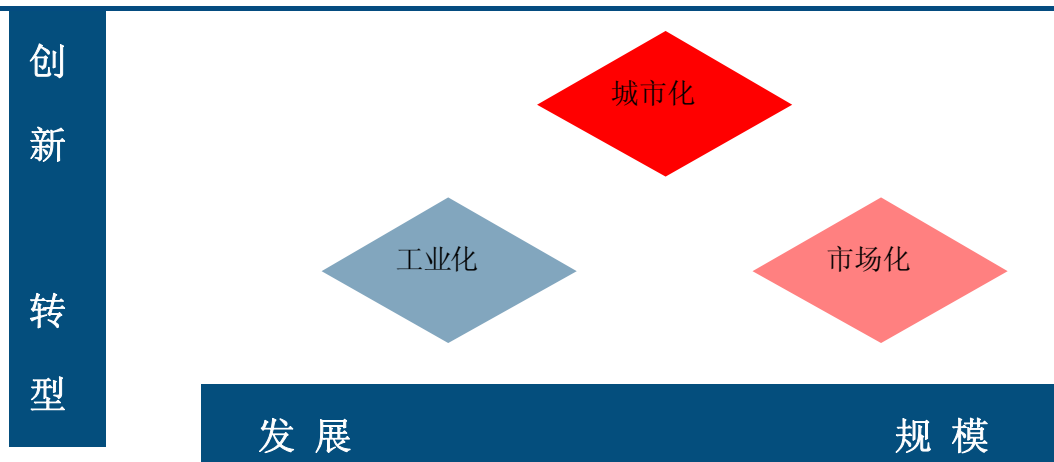
- 中国近三十年的历史表明，只有找到了新的经济增长点，危机才能根本解决。穷则思变，当公共支出由于刚性而不能减少，政府无法从税收、规费、国债、铸币税处获得更多收入时，垄断权的加强或者让渡，产权的出售便成为必然的选择。旨在缓释财政压力的变革往往激发出市场的活力，从而带来意想不到的制度溢价。
- 半年的财力消耗并未取得理想效果，财政赤字面临突破安全边界的风险，公共政策从技术变革转向制度变革，可以确保经济有效复苏。制度变革直接改变微观主体的赢利模式，带来系统性的投资机会，《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》明确“对年内能够完成的改革任务，要集中力量，确保完成；对跨年度的改革任务，要积极推动，尽快取得突破”，这意味着投资机会是确定的。
- 政府“增收减支”的收放之举也带来结构性的投资机会，成品油、天然气、自来水等的涨价，地方政府激活房地产以缓解财政压力之举也会引发资产价值的重新定价。
- 基于常识的判断，政府不会进行特别强烈的变革，但仅仅是财政的收收支支都会带来投资机会的变化。

4.2.2 中国的经验

危机对中国不是什么新鲜的事情，中国三十年的经验足以应对本次危机，只不过是，我们不能只从技术上进行简单的操作，而要进行一系列有助于长期增长的变革。一般来讲，政府公共政策的实施要么是已有的成功经验的翻版，要么是国外成功案例的本土化。因此，历史的经验有助于我们走出危机。

中国三十年的增长也不过是工业化、市场化与城市化交互演化的一个过程而已。改革三十年来，中国出现过三次重大的危机。1978，1992，1998，我们都是通过迅速提升市场化来解决问题的，继而延续了城市化突前，工业化跟进的老套路。

图 57：城市化、工业化与市场化是中国三十年来增长的必由之路



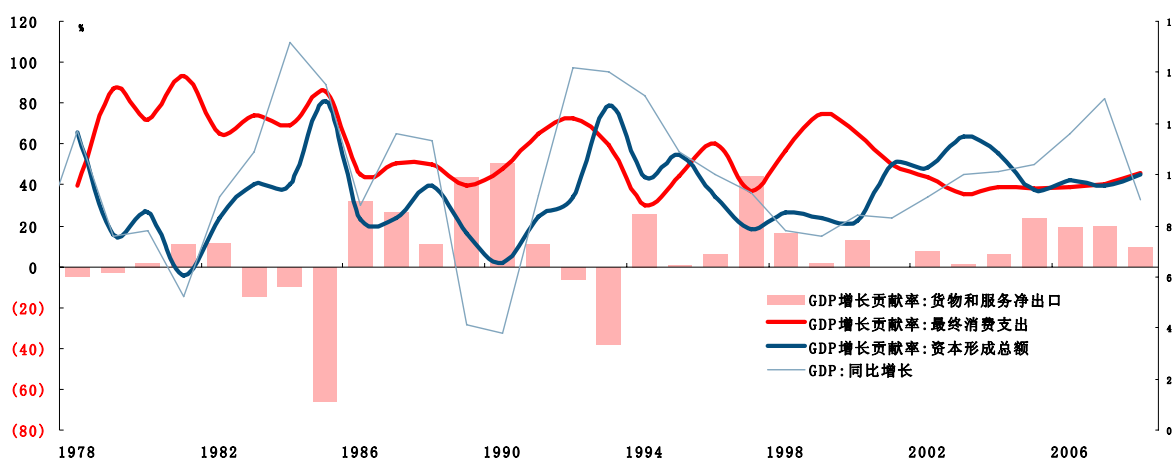
1978 年。上个世纪八十年代靠农民的承包制和乡镇企业带动了经济的内需发展，调整了经济结构，奠定了中国改革和发展的基础。

1992 年。中国经济在上个世纪八十年代末因为国内农业发展的衰退引起了两年的调整，而后的积极开放和扩大投资（包括第一轮房地产泡沫）需求导致了经济的复兴。

1998 年。1997 年在亚洲金融危机时，外需有所下降，经济增长放缓的时间较长。由于国家积极的财政和货币政策的激励，以及人民币超贬和贸易政策激励的强大比较优势，经济增长依然在世界范围内是一支独秀。投资加外需成为了“九五”期间经济增长的主要动力，为新世纪中国城市化这一更大的经济扩张打下了基础。

2008 年，我们做了什么？在前面的分析中，我们发现到目前为止，政府只不过是直接投资与补贴消化库存并加上信心来解决问题的。这显然与之前的危机处理方案的思路相差甚远，如果认同本次危机的严重程度不亚于前几次，显然，政策需要调整。

图 58：1978、1992、1998 年中国三次危机的解决路径

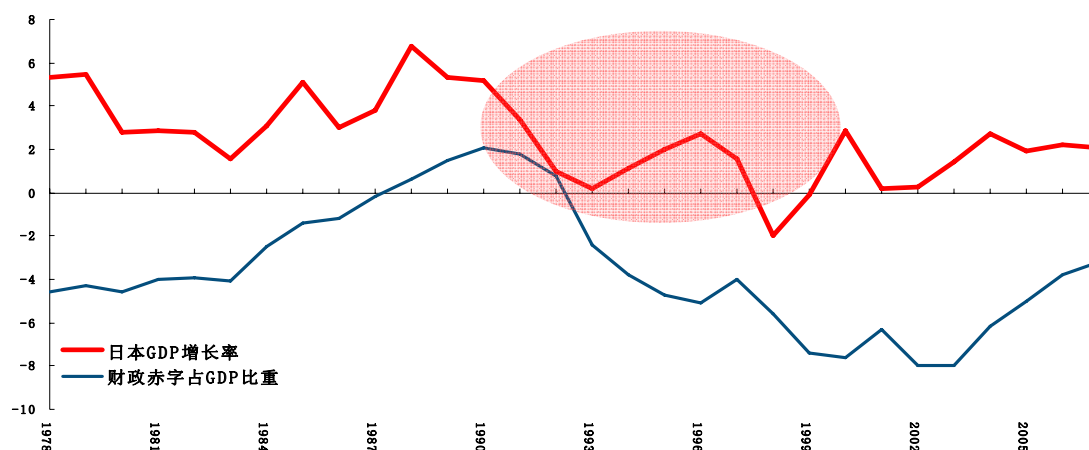


资料来源：CEIC，中信建投研发部

4.2.3 日本的教训

日本的过去(图 59)被是被认为是中国的未来。是的,如果中国不进行产业结构的调整,并且继续实行不计后果的刺激,中国一定会如同日本那样,泡沫破灭之后是失去的十年。失去的十年,对政府来讲,是财赤持续增长,经济低迷的十年。

图 59: 日本失去的十年



资料来源: CEIC, 中信建投研发部

但是中国不会是第二个日本,政府可以操控的余地还非常大。

第一,中国的人口红利还在,日本老龄化问题严重。

第二,中国的城市化只有 46%,而日本已经完成了城市化

第三,中国的市场化与工业化程度还早,产业升级可以与内需市场扩大很好地对接

第四,最重要的一条是,中国的制度变革存在着巨大的溢价空间。

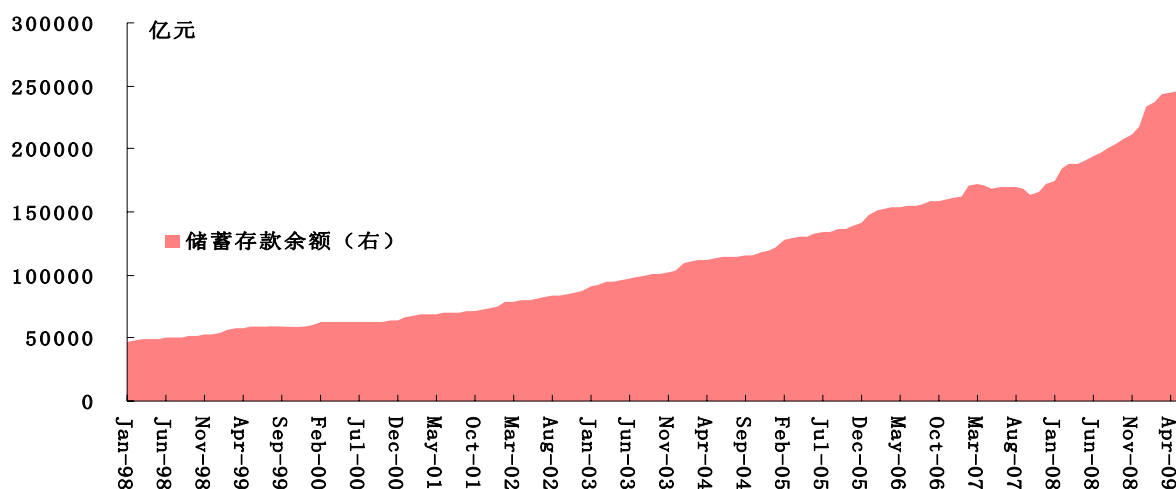
4.2.4 变革是为了负债扩张

负债扩张的基础尚在

变革的目的也不过是走继续负债扩张之路,此路能走,是因为负债扩张的基础还在。

扩张得以实施的前提是人口红利的存在。人口红利的重要作用在于它保证了中国很高的储蓄率,从而为政府提供了可动用的资源,这是市场通过高负债并实施扩张机制的基础。人口红利的消失意味着中国这种负债扩张机制的结束。这也意味着在红利还没有消失的这段时期,中国还可以重复这种增长方式。在红利消失之后,经济增长方式将不得不转型。

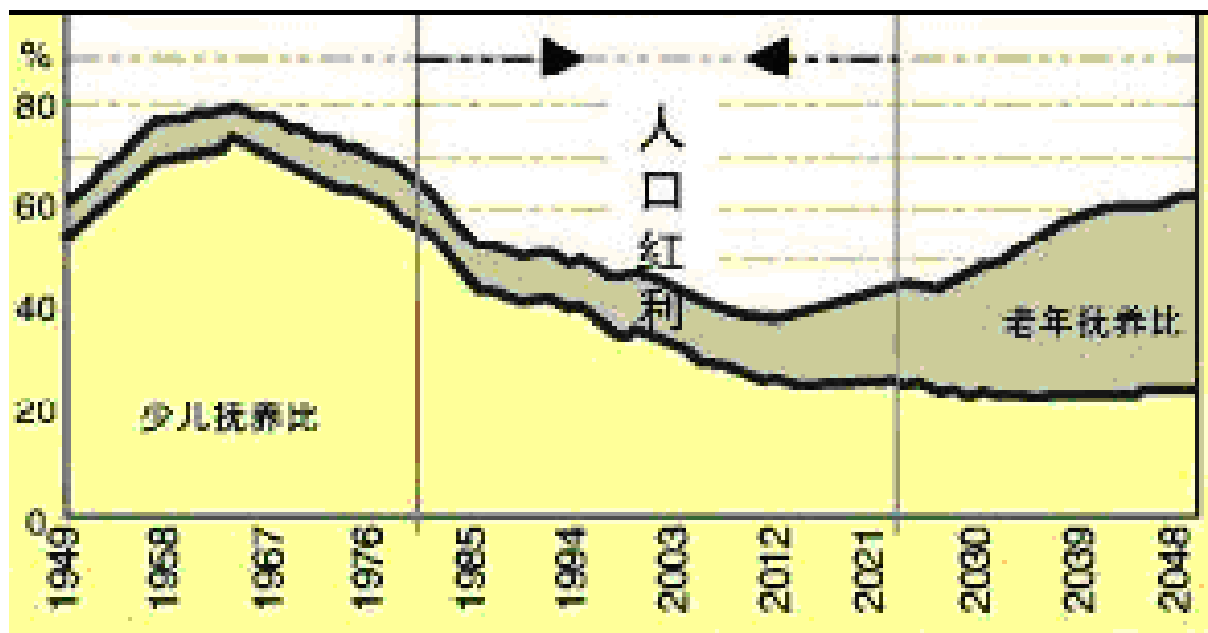
图 60：中国储蓄存款总量



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 61 表明，在 2015 年之前，中国的人口红利还存在。因此，中国经济现在可以不进行转型，因为我们还有可以回旋的余地。如果扩张性激励保证了短期的经济增长，适当地体制复归是可以的。而在经济必须转型时却没有转，必然产生巨大的问题。如果没有外部冲击，风险还可拖延爆发的时间。一旦外部冲击增大，风险必然集中爆发。

图 61：中国人口红利状况



资料来源：CEIC，中信建投研发部

4.3 变革的逻辑：穷则思变

对政府来讲，变革的理由就是四个字：穷则思变。即，财政压力是变革必要条件，而非充分条件。变革的目的也就在于缓解财政压力，完成负债扩张的接力棒。让市场来解决市场的问题，通过供给创造来引导消费需求，通过让渡权利来吸引民间资本接手供给创造。政府保留下公共资金以防范公共的风险。

缓释财政压力有两条途径，增收与节支。

广义上讲，政府可以从以下五个方面取得财政收入：税收、规费、国债、铸币税、垄断权、公用产权。政府财政收入的取得是一个私人权益向公共权益转移的过程，也是一个博弈的过程。政府一般会采取巧取的方式获得收入，在这个意义上讲，政府不会非常明显地增加直接税的负担，而会实行间接税的增收。

当一个政府内部资金不足以应对其公共支出，并且通过发债、铸币税或者收费亦不能满足时，政府往往出让垄断权。政府取得收入的依据一是公共管理权，一是资产所有权，二者随着政府财力的变化而变化。政府凭借资产所有者身份获取收入一般是以专卖权的形式出现的，也就是一种垄断权，垄断可以短期内取得高额利润。

短期收益最大化的政府还是在很大程度上倾向于自身掌握着专营权。因为那可以直接控制财源。

一般来讲政府如果能够通过其他的途径获得财政收入，政府是不会通过激烈的变革来获得收入的。行为经济学的观点证实了只有在危机的时候，政府才会实施风险极大化的政策。产权改革就是激烈的政策变化。产权改革的方式无非就是公共产权和私有产权的转化，要么将个人的权利没收，要么将公共的义务下放。前者是增加财政收入，后者是减少财政支出，也就是甩包袱。一般来讲，产权的改革是为了解决目前的财政压力。

因此，我们认为，以增收减支为内容的变革顺序如下图所示。

图 62：旨在增收减支的变革可能的逻辑



资料来源：CEIC，中信建投研发部

4.4 变革的内容

变革在收放之间。“收”，不过是政府增加收入的技术操作，这包括融资体制的变革、税收体制的变革、资源垄断的加强以及公用品的提价等。

“放”，则包括区域振兴、新兴产业振兴、公有产权出售与垄断权的放开等。

对政府来讲，先收后放是符合逻辑的。先收，保证最基本的财政安全，可以防范可能的公共风险，这是财政存在的前提。后放，是通过让利来扩大市场，从而增加财政收入。让利是需要与既得利益集团进行博弈的，它注定是一个相对困难的过程。正如我们前面讲过的，这是解决重大危机所必经之途。想要真正的复苏，或者说可持续发展，放是必须的，其投资机会是制度性的。

4.4.1 变革的红利（收）

图 63：收的内容

类别	项目	内容	可行性
融资	资本市场融资	创业板 IPO	*****
	土地	折价出让	*****
	养老金	个人账户做实，养老金省级统筹	*
	国有股	大非减持、国有股转持	*
	国企高管薪酬	降薪	*****
收	省直管县		**
	国有资本经营预算	国有企业利润上缴	***
	增值税转型	加快固定资产抵免	***
	内外资企业和个人城建税、教育费附加	统一	***
	个人所得税	分类所得与综合所得	***
	资源税	按价计征	*****
	环境税	按污染量计征	*****
	消费税	烟酒加税	*****
	物业税	小产权房试点	*****
	电价改革	上网电价竞争	***
资源垄断	煤炭价格	成本核定	*****
	石油价格	提价	*****
	天然气	提价	*****
	水价	提价	*****
	污水处理、垃圾处理收费制	加费	*****
公用品提价	排污权交易	试点	
	矿产资源补偿费	提价	****
	有线电视	区域垄断提价	***
	农产品价格	提价减少补贴	*****
	农资	综合补贴动态调整机制	***

资料来源：中信建投研发部

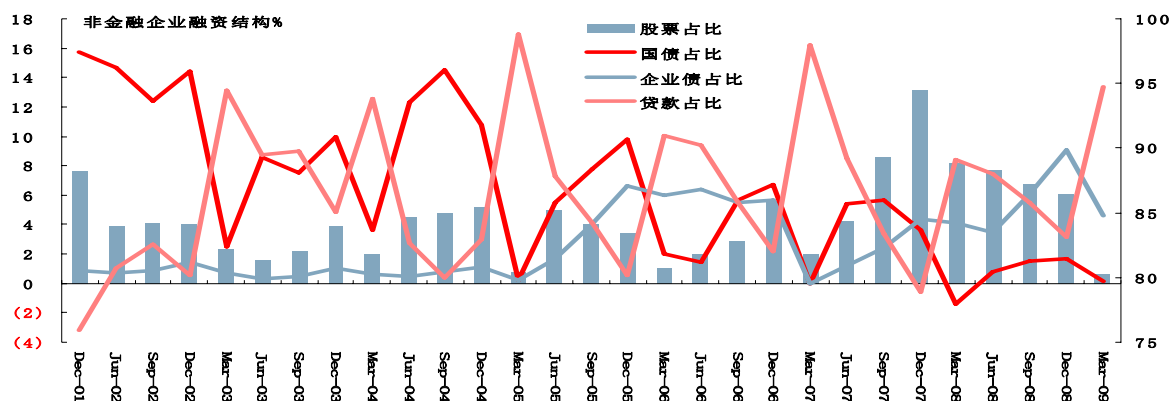
融资方式改变

融资方式之一：重启资本市场融资

在非金融企业融资结构的构成中，至 2009 年 5 月，贷款占比高达 95%，股票融资占比接近 0%。政府重新开通资本市场直接融资，以减弱银行贷款间接融资的风险是顺理成章的事情。政府刺激经济的目

的在于实体经济与虚拟经济一起上升。当虚实分离加剧时，政府希望资本市场的资金部分进入实体经济。在这个背景下，资本市场应该更加繁荣才符合政府的意图，理由就是，只有这样才能筹到更多的钱。

图 64：股票市场融资需要启动



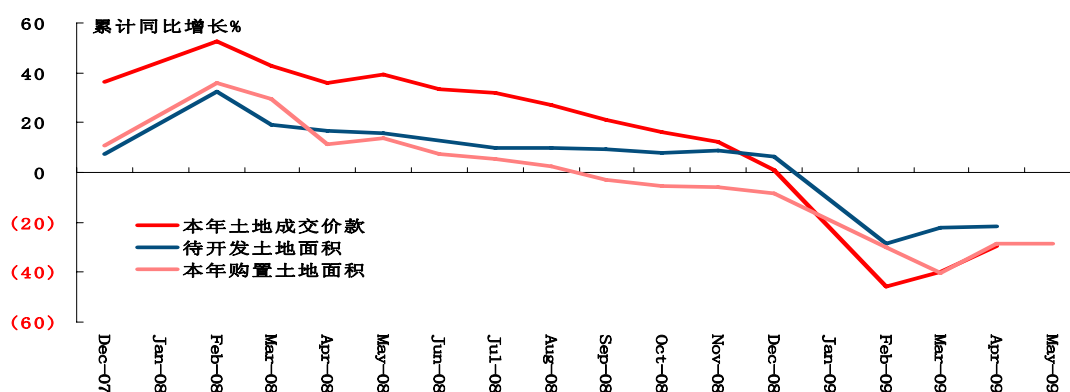
资料来源：CEIC，中信建投研发部

融资方式之二：折让土地

在财政压力增大的背景下，对地方政府来讲，折价出让土地是目前唯一可行的选择。图 65 表明，1-4 月，房地产开发中，本年土地成交价款下降 30%。1-5 月，本年购置土地面积下降 28.6%。当房地产还处于消化存量的时候，它对其它产业的拉动并不会很明显。我们在前面的分析中，明确指出，房地产目前还不足以成为推动经济全面复苏的利器，原因正在于此。而只有当新增投资增长的时候，房地产经济复苏主力军的身份才能确认。

地方政府折价出让土地的结果是早完成去库存的房地产公司大获其利，而小的公司受制于资金而无能为力。从这个角度讲，房地产行业未必很快复苏，便是上市公司却可以提高估值水平。

图 65：土地价格、面积同比大幅下降



资料来源：CEIC，中信建投研发部

融资方式之三：国有股减持持有

对于地方政府来讲，当财政压力极大时，不排除减持手中持有的大小非股票。国有股减持总是一个对资本市场很有消极影响的事件。产业资本与金融资本的套利关系对地方政府的影响不大，财政压力大。

融资方式之四：地方借债

中国的预算法不允许政府借债，今年首开其口，由中央代地方发债 2000 亿，此乃杯水车薪。允许地方政府区域振兴，地方政府极有可能通过其所控制的国有企业进行大量借债。

财税改革

消费的刺激要求政府减税，支出的刚性需求又要求政府加税。从目前的税制变革方向来讲，政府会通过提高个人所得税的免征额来促进消费，并通过加快增值税的转型来促进投资。物业税、环境税以及资源税的开征是争议最大的问题。

财税改革之一：物业税

物业税的开征，最大的问题在于如何解决征税对象的问题。我们研究的结论是，政府可能会在新销售的商业用房上面试点。各地方政府可能希望将小产权房确权后，开征物业税。由于对保护耕地的考虑，中央政府一直不承认小产权的交易合法性。从深圳的实践来看，小产权已经属于事实婚姻，政府要做的只不过是发证并征税而已。中国三十年的渐进的制度变革就是这样完成的，本次危机的解决估计也不会有什么新意。

财税改革之二：资源税

资源税的改革方向主要是改变改以前的从量征收为从价征收，这有助于体现资源的稀缺程度，并增加财政收入。资源税的改革难题在于中央与地方的分成难以达成一致，只要资源税全部归地方，此税明天就可以开征。

财税改革之三：消费税

目前消费税最大可能的变化是提高烟酒等产品的税率，消费价格弹性低，此税极易转嫁。政府已经提高了香烟的消费税，下一步高档白酒的消费税一定会提高。

资源垄断

资源的垄断主要体现在政府对石油、煤炭、天然气等的集中提价。在国际上，能源处于一种垄断状态，在财政压力的背景下，地方政府也会推动能源价格联盟的形成，这是保证地方收入最有效的办法。从山西煤炭资源的整合，深圳能源集团的重组等，我们可以看出，这一趋势将会更加明显。

公用品提价

主要指自来水、污水处理等的提价。在地方政府补贴困难的背景下，公用品提价是政府减少财政支出，或者增加收入的最直接手段。2009 年较低的物价水平给地方政府很好的提价借口，地方政府应该马

上提价，等到物价变正的时候，提价会遇到极大的阻力。从已公开的数据来看，上海市等已经提高了水价，相信下一步上海后方的地方会更多。

4.4.2 变革的红利（放）

图 66：放的内容

类别	项目	内容	可行性
地方创新	区域振兴	政府核准投资项范围缩减，权限下放	*****
		行政管理、财政金融、土地制度创新	***
		区域和次区域经济合作	*****
新兴产业	新能源	补贴、创新支持、价格支持	*****
	3G	补贴	*****
	生物产业	补贴	*****
	国家创新体系	鼓励自主创新	**
	政府机关和事业单位后勤	出售	***
	公立医院	经营不善者出售	*****
公有产权出 让	学校	民办高校	***
	出版传媒	出售	*****
	国有农场	使用权延期	***
放	集体林权	所有权细化	***
	体育产业	出售	***
	军工	转制	*****
	石油	成品油销售	**
	铁路	铁路融资	*****
	电力	电网企业主辅分享及农电改革	**
	邮政	邮政速递物流	***
	电信	广电电信双向进入，三网融合	*****
	盐业	生产市场化与专营	*****
	垄断权放松	供水、热、气、污水、垃圾处理	*****
金融		扩大特许经营范围	*****
		民资参股地方商业银行、信用社	*****
		中小企业贷款担保基金、创业板、中小企业集合债券、	***
	金融业	中小企业短期融资券	*****
		创业板、股权投资基金、	*****
		放贷人条例	*****
		境外投资条例	*****
	房地产	降低资本金比率	*****
		农村集体建设用地	**
		棚户区房屋产权	*****
中小城市	中小城市户口	中小城市户口	*****

资料来源：中信建投研发部

地方创新

自 2009 年初至现在，地方振兴方案层出不穷，下一步会有更多的地方振兴的批准意见出台。6 月 17 日，国务院常务会议认为要“进一步推动城乡统筹和地区协调发展，拓展新的发展空间。全面实施区域发展总体战略，鼓励各地充分发挥自身优势，积极拓展新的发展空间，培育新的经济增长地带。”

中央有问题了，通过放权地方，是中国历来解决危机的不二法门。下图的数据实际已经表明，地方的积极性已经开始调动起来了，地方投资占比自 2009 年 3 月后连续高于中央占比 80% 以上。从投资增速上来看，2-5 月，地方投资上升，中央持续下降，自 3 月后，地方增速开始超过中央。

中央下放权利的结果是非常明确的，地方创新，百花齐放。地方的做法不会超出继续城市化的框架，失去了中央的约束，能迅速带来财政收入增加的资产会被政府迅速掌握，并推高。于是，虚实分离越来越大是自然而然的逻辑。

图 67：中央与地方投资占比

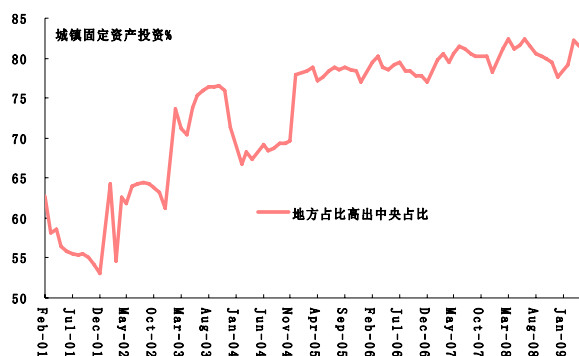
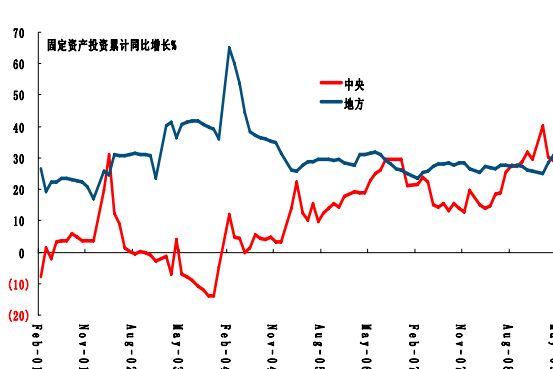


图 68：2009 年 5 月后地方投资累计增速超过中央



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 69：地方振兴区域及内容

经济区	政策导向：由救急式的“保增长”政策逐步演变为均衡型的“调结构”战略布局 政策目标：以区域经济一体化带动全国，并使之成为带动全国经济发展的主要模式 功能定位
浦东新区	加快发展现代服务业、先进制造业，建设成为“双中心”
深港五个中心	借力“先行先试权”构建全球性的金融、物流、贸易、创新和创意中心
滨海新区	建设成为我国北方对外开放的门户，现代化制造业、航运物流中心
两江新区	发挥现有工业基础优势，培育发展新兴产业，建设成为先进制造业和现代服务业的主要聚集区
海西经济区	构筑两岸文化交融平台、构建九大支撑体系，建立产业集群，集聚规模效益
成渝经济区	重点发展、带动周边、形成示范效应，力争成为全国第四个重要增长极
武汉城市圈	充分发挥“居中”的区位优势，把武汉和武汉城市圈建设成为内陆地区最大的满足内需为主的生产要素和产品服务市场中心
江苏沿海地区	提升长江三角洲地区产业优化升级和整体实力，完善全国沿海地区生产力布局，促进中西部地区发展，加强我国与中亚、欧洲和东北亚国家的交流与合作

资料来源：中信建投研发部

新兴产业

民间资本是充裕的，但不会进入传统产业，因为传统产业产能过剩。政府会通过税收、信贷、财政补贴等吸引民间资本进入。因此，新能源、3G、生物产业、高新技术产业等将成为政府着力推动，而民间投资全力跟进的行业。

公有产权转让

从目前出台的文件可以看出，公有产权的出让集中在以下领域：

公有产权转让之一： 医疗卫生

鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业。积极促进非公立医疗卫生机构发展，形成投资主体多元化、投资方式多样化的办医体制。抓紧制定和完善有关政策法规，规范社会资本包括境外资本办医疗机构的准入条件，完善公平公正的行业管理政策。鼓励社会资本依法兴办非营利性医疗机构。国家制定公立医院改制的指导性意见，积极引导社会资本以多种方式参与包括国有企业所办医院在内的部分公立医院改制重组。稳步推进公立医院改制的试点，适度降低公立医疗机构比重，形成公立医院与非公立医院相互促进、共同发展的格局。——《国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》

公有产权转让之二： 出版传媒

鼓励和支持非公有资本以多种形式进入政策许可的领域；积极支持条件成熟的出版传媒企业，特别是跨地区的出版传媒企业上市融资。——《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》

垄断权放松

推进铁路投融资体制改革，深化电信体制改革，推动“三网融合”，推进市政公用事业改革，加快研究鼓励民间资本进入石油、铁路、电力、电信、市政公用设施等重要领域的相关政策，带动社会投资。

——《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》

山东省政府提出，凡是国家法律、法规没有明令禁止的行业和部门，都要对民间资本开放。其中，能源、交通等垄断行业和领域也将逐步允许民间资本进入。——《关于促进和支持民间投资发展的意见》

房地产

我们认为目前的房地产尚处于中央与地方博弈，地方稍占上风的地步。下一步的走势应该是地方完全占据主动，中央开始与地方共享资产重估收益。

第一，中央希望地产价格下来，以降低城市化的成本。而地方因为财政压力而希望房价起来。如果房价起不来，则会通过卖地来解决财政问题。

第二，中央希望开征物业税，应该会选地方那些没有交土地出让金的地方试点。深圳的小产权房的争论便是之一。如果小产权房被扶正，则对房价影响很大。

第三，中央下调房地产企业的资本金比例，表明房地产业资金链紧张。为了解决这一问题，最好的办法是降价卖房。

第四，中央不希望实体经济未起来，而金融泡沫起来，这会严重影响到经济的安全与继续城市化，但是地方政府希望房地产量价齐升，以缓解财政压力。

4.5 简单结论

- 先收，保证政府收入不减少，以垄断资源为主要特征
- 后放，以推动资产重估的财富效应为主，房市、股市、钱市互动
- 负债扩张从中央向地方、从政府向市场传递接力棒。

五、基于变革的经济复苏路径

变革之所以重要，不仅是它可以完成 2009 年经济增长下半年的空中接力，更重要的是可以保证未来几年经济负债扩张的持续性。负债扩张从满足需求开始，而供给创造需求，消费升级是最大需求。同时，变革带来资源与资产价格重估，并创造财富效应，财富效应带动新增需求。这一景气周期仍然没有改变扩张性政策下的微观经济增长的机制，依然靠负债和规模扩张发展。这一发展路径最为有效，政府、企业都愿意沿着这一增长路径继续下去。财政压力下的地方政府是主力军。

5.1 基于变革的负债扩张路径

5.1.1 中国负债扩张的历程

政府通过金融抑制，保证了在人口红利存在的背景下，政府可以便宜地动用高额的储蓄，通过负债进行低成本的扩张。经济过热，于是紧缩，过度的紧缩增大了将经济问题变为政治问题的可能性，因此，倒逼机制形成，政府开始大幅放松。

微观企业的不断发展需要宏观政策的不断激励，宏观政策激励的范围和程度也在不断提高。上个世纪八十年代靠农民的承包制和乡镇企业带动了经济的内需发展，调整了经济结构，奠定了中国改革和发展的基础。这一时期，宏观政策的特征是货币创造的激励。例证之一是，直到 1994 年国内银行都是贷差，即银行在没有储蓄条件下进行超额贷款以刺激经济的发展，乡镇企业和国有企业的发展在很大程度上是依靠银行负债而发展起来的。

上个世纪九十年代，国家主要的激励手段是在出口上。1994 年人民币贬值激励出中国企业的全球竞争优势，从 1994 年后中国外贸持续顺差，外汇积累不断增加。在税收方面，政府通过所得税三减两免等措施激励外资的流入，并通过出口退税激励企业出口。

1997 年，采取了积极的财政政策，直接改善了基础设施，为中国工业化和城市化的大发展打下了坚实的基础。在货币创造方面，1995 年结束了贷差，开始进行了金融深化。中国持续保持了 M_2 / GDP 的高比例，为社会经济活动提供了宽松的货币条件。低利率的货币政策和消费信贷政策成为启动新世纪城市化大发展的基本条件。

新世纪城市化在加速中国发展的同时，也加大了中国经济的整体负债水平，地方政府、房地产和家庭增加了负债。1997 年，银行消费信贷启动成为了城市化启动的根本，资金流程改变加强了资金全面动员能力，居民在消费信贷的激励下负债加入到了城市化的进程中。

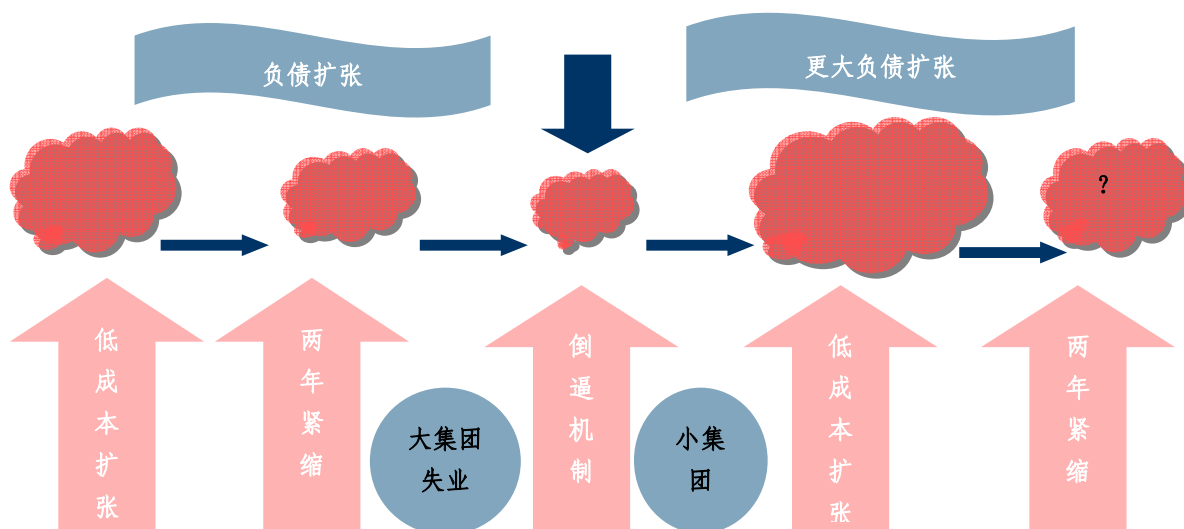
2002 年地方政府通过土地抵押进行土地开发，加速了其负债水平，新的负债-增长道路开始形成。

2008 年金融危机严重收缩了财富的价值，政府的紧缩政策抑止了财富效应的扩大。

中国当前面临着国际金融危机的冲击，必须通过政府政策的“硬启动”来完成扩大内需并且转型，靠着规模扩张和负债的发展机制在中国现有的发展阶段仍有发展的余地。

危机只是暂缓了这一进程，路还要走。

图 70：负债扩张路径下的资产泡沫



资料来源：中信建投研发部

5.1.2 城市化过程中以房地产为核心的扩张路径

城市化带动了一轮高速—平稳的景气扩张周期。我国目前的城市化率还远远没有达到一般发达国家的标准，还有较长一段路要走。随着城市化进程的加快，中国的经济发生了重大的变化，城市化成为了带动经济发展的主要动力，但依赖扩张政策的微观机制并没有变化。从微观看，城市化快速发展需要巨额资本投入才能支撑，从地方政府、金融机构、家庭、地产商和到城市化发展相关的企业都因城市化的发展而进行了极大的资金动员和负债。即政府开发土地，房地产商建房，居民购买，这一循环带动了所有产业的发展。政府在这循环中获得了更多的税收，并把它投入到“公共财政”上，让城乡居民享有更好的福利安排。

房地产企业和银行成为了城市化主要的引擎，房地产企业为了扩张，大规模负债已经为世人所共识。银行也靠着房地产、地方政府和居民的负债调整了其贷款结构。从原有的仅给制造业贷款转变为中长期贷款集中到了住房贷款、房地产开发贷款、政府土地抵押和基础设施建设等贷款项目上，城市化的扩张景气激励了所有企业的规模扩张。

5.2 基于变革的复苏路径：从总量到结构

2009—2010 年是中国硬启动的两年，2008 年底，我们提醒过这会导致三种截然相反的增长路径的出现，最可能出现的是硬启动下的泡沫重生，结果是中国有可能难以跨过中等收入陷阱。财政压力下的变革，是强化了这一负债扩张的步伐。

从目前的情况来看，情景三是最可能出现的情况。2008 年底，我们预测资产重估背景下，泡沫重生的可能性只有 60%，现在来看，这一概率要上升到 80%。

在政府一系列的“猛药”，尤其是宽松的货币政策的刺激下，经济暂且回暖，但是增长方式没有任何改变，经济失衡愈演愈烈。另外，随着经济止跌回升，央行一味放任的行为使沉淀在金融系统的流动性逐步释放。历史总会重演，不同的是中国将迎来再一次更大的资产泡沫，也只有更大的资产泡沫才能掩盖掉经济结构的种种失衡。

2015 年前后，随着人口红利逐渐消失，储蓄不足，城市化进程达到饱和，财政压力加大，政府可动用的资源减少。扩张性政策力不从心，转型面临极大困难，中国经济将进入长期低增长状态。

图 71：未来五年中国经济的三种情景

	情景一	情景二	情景三
发生概率	5%	15%	80%
最终结果	刺激经济计划失败，经济陷入衰退，但长期有向好的可能。	这是最理想的一种情景。经济被成功救起，步入稳定增长阶段，而后逐渐成型，谋求长治久安。	经济暂时被救起，但是经济体内积累了大量的流动性，又一个泡沫破裂，但唯有变革才可能防止经济陷入持续性衰退。
实体经济	宏观经济面继续恶化，企业需要准备过冬的粮食，耐心等待下一个春天的到来。	经济短期调整结束，最难熬的日子很快过去，企业拥有了充足的流动性支持，重新开启了新的生产周期。	短暂的调整之后，市场开始自我复苏，但虚实分离明显。传统产业去库存与去产能，兼并重组。新兴产业在政府鼓励下迅速发展，全球定量宽松政策引致资产价格迅速膨胀，压制经济复苏过程。
虚拟经济	实体经济不振，资本市场持续低迷	资本市场快速回调后缓慢上升，进入慢牛状态。	资本市场短暂低迷后，在过多货币的追逐下，资产价格迅速膨胀、迎来新一轮的牛市。泡沫破裂后，长期熊市开始。

资料来源：中信建投研发部

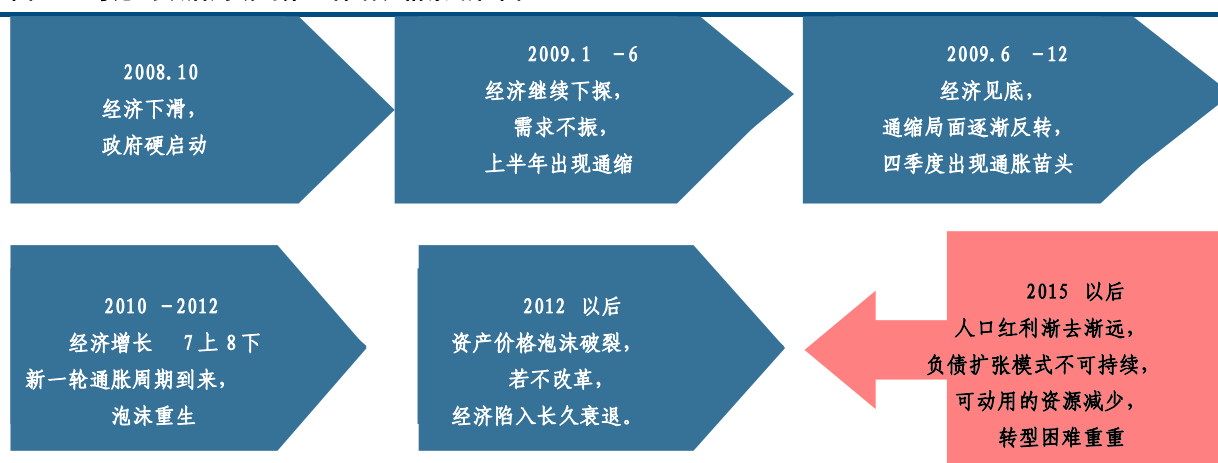
这种可能性有 80%，因为扩张性激励会带来财力和效率的同步下降。理由如下：

第一，扩张性的激励是有边界的。政府不断地激励会导致政府综合负债过高，即任何激励都会导致中央政府增加相应的负债，如撇坏账就导致政府负担一块金融坏账留下的债务。积极财政导致了国家要大量发行国债。政府长期对社保、环保等的欠帐依然要还。因此，扩张激励不是一个可持续的政策，不仅如此，它形成的增长机制却会很长时间才能够转变。

第二，不断需要创造的规模性需求也是不可持续的。八十年代靠农民，九十年代靠老外，新世纪外需仍是重要的，但经济增长主要还要依靠房地产投资拉动的内需。城市化需要不断的资金激励才能保持持续的内需扩张，动员储蓄和负债是一个重要的选择。过去是企业高负债，现在个人、地方政府都处在高负债状态，这会导致激励的难度加大。

在这种背景下，我们可以把第三种情景进行细化。如下图所示。

图 72：考虑到政治周期的第三种增长情景路径图



资料来源：中信建投研发部

5.3 踏空转向需求对接甚或刺激叠加的资产重估

5.3.1 资产重估的历程

在上述背景下，资产重估是必然的。自 2002 年以来，中国就一直处于资产重估的过程，只是有时偏高，有时偏低。在 2005 年以前，人口红利以及较低的生产成本提高了实体经济的溢价，实业的投资加速了中国的工业化。在国内财富形成的初级阶段，工业品出口的现金流入支撑着国内的资产价格重估。在原有管制条件下，现金流不能参与到资产部门中，而只能积累在银行或海外，当金融管制放松，汇率改革触发这些“迷失的货币”和国际上大量的热钱参与到资产重估中来，在制度性条件支持下，引起资产价格的上涨。当虚拟经济体对货币的吸纳尚存在着空间时，流动性过剩只引起资产价格的膨胀，而当资产重估对实体经济的影响逐步显现时，部门之间、国际之间成本传递的累积效应便会启动，于是资产膨胀与通货双膨胀局面便开始形成。

市场的开放与分割程度决定着双膨胀的进程，也左右着产业周期与金融周期的变换。国内制造业所赚取的美元和国际上小型流动热钱的涌入冲击了中国的资本市场。

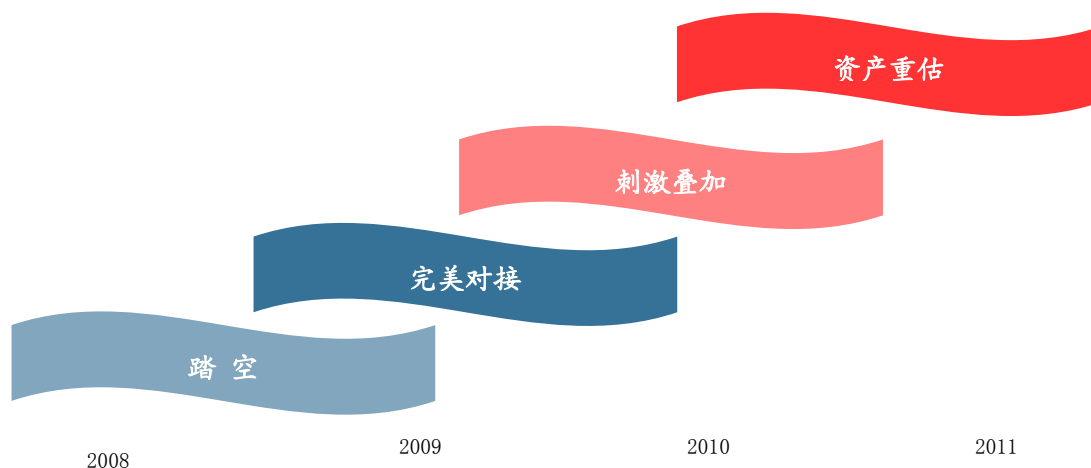
这是 2007 年之前的事实。

2008 年投资者并没有等来国际上大的对冲基金、投行等更大的冲击。国际金融危机的扩大使得国际资本自顾不暇，去杠杆化的结果是世界流动性不足。

金融周期是围绕着产业周期进行波动的，不论是真实的投资，还是热钱，进入中国的借口都是旨在分享中国实体经济的潜在收益。当这种潜在的收益变小或者消失时，国际冲击将会消失得无影无踪。也就是说如果资产重估越来越推高了可贸易工业部门的成本时，国际竞争力的下降势必引发现金流入的不断下降，则资产重估的支撑就会出现。这是 2008 年中国资产估值下降的重要原因。

2009 年是资产重估的一年。上半年是以超跌反弹，流动性与可预期通胀为引线。下半年会在实体经济去库存与去产能的自我修复与财富效应的推动下进行资产配置。

图 73：基于对接甚至刺激叠加的资产重估



资料来源：中信建投研发部

5.3.2 资产重估的风险

资产重估是一个必然的逻辑，其中隐含着风险，下面是这些风险点的触发条件。

风险点的提示

风险点一，中美复苏节奏决定了国际资金的流向。当中国经济不可能更好，美国不可能更坏时，资金会从中国回撤美国。国内巨额的经济刺激计划是否能够力挽狂澜，扶大厦于将倾。中、美等经济体复苏时间的长短直接决定了资金的流向

风险点二，央行错误的外汇政策，形成贬值预期。中国央行采取错误的贬值策略。这取决于出口压力是否已经让央行采取本币足够幅度的贬值措施，一旦可预知的贬值趋势形成，热钱流出将成为必然。

风险点三：财政赤字超过 5%，政府拖延变革。政府不进行增收减支的改革，财政赤字率高达 5%，恶性通胀来临。

风险点四，央行担心通胀，快速收紧货币。央行担心通胀到来，收紧货币政策，流动性严重收敛。

风险的时点

我们可以判断在第三季度，上述风险点不会出现。第四季度，最大的风险点在于财政赤字的增大对公共风险的扩散；其次，美国经济的复苏与资产的重估会吸引涌入中国的热钱撤出。我们正在密切关注。

5.4 2009 年宏观经济预测

2009 年的经济走势在市场自我复苏与变革中完成 8% 的增长率，其中市场完成 7%，变革完成 1%。

- 四个季度的经济增长率分别为 6.1%、7.2%、8.5%，9.5%，全年 8%。
- 物价自 9 月后变为正，11 月后将为 2% 以上，全年维持在 0.5% 左右的水平。
- 投资在四季度前保持在 30% 以上的增速，四季度同比会有所下行，全年保持在 25% 左右。
- 进出口降幅逐渐萎缩，全年降幅仍然在 -16-17% 左右。
- PPI 会在 9 月后逐步回升，但全年企业利润恢复不甚至理想，全年 PPI 将在 -3-5% 之间。
- 央行基本维持当前利率不变，不排除在控制信贷规模与不降低存款准备金的前提下，降息 27 个 BP，然后利率进入上升通道。
- 人民币汇率保持在 1 美元兑换 6.8 元人民币左右的水平，央行不会主动进行贬值。
- 变革是必须的，政府正在进行先收后放的政策调整，这会加快经济的复苏。

图 74：2009 年宏观经济数据表

	2005	2006	2007	2008	2009 Q1	2009 Q2	2009 Q3	2009
GDP	10.4	10.7	11.9	9	6.1	7.2	8.5	8
消费	12.9	13.7	16.8	21.6	15	15.1	14.6	14.9
投资	27.2	24.5	25.8	26.1	28.6	32.8	30.5	27.7
出口	28.4	27.2	25.7	17.8	-19.7	-20.83	-22.52	-17.6
进口	17.6	20	20.8	18.5	-31.9	-19.38	-19.48	-16.1
CPI	1.8	1.5	4.8	5.9	-0.6	-1.1	-0.3	0.5
PPI	4.9	3	3.2	6.9	-4.6	-7	-8.1	-5
利率				2.25	2.25	2.25	2.25	1.98
汇率				6.83	6.83	6.83	6.82	6.8

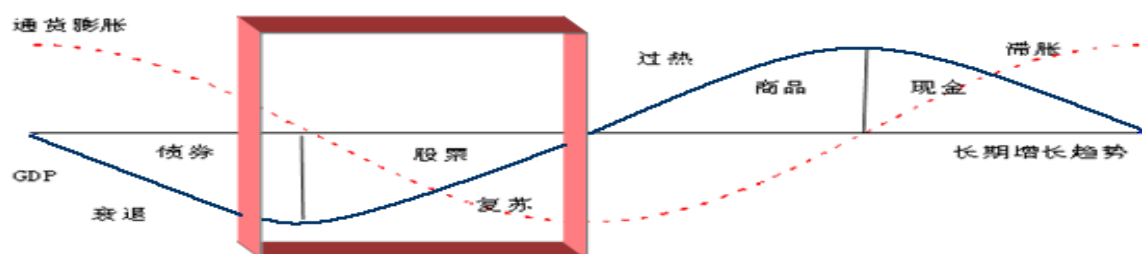
资料来源：CEIC，中信建投研发部

注：除利率与汇率外，全部指标为同比增速。

六、宏观视角下的资产配置

2009 年经济处于 7+1 的增长与物价由通缩变正的时期。货币政策将会由极度宽松向适度宽松转变，财政政策进行转型。根据投资时钟，下半年的资产配置以股票为主。

图 75：根据投资时钟，下半年以股票为主



资料来源：中信建投研发部

2009 年上半年的投资主题为超跌反弹、流动性溢价与政策刺激。下半年的投资主题将会有两条主线：市场自然复苏与变革红利。

主线 1：市场自我复苏。全救经济从金融恐怕进入到可预期的衰退，至 2010 年一季度外需低迷依旧。信贷投放与财政政策刺激高峰已过，在微观主体去库存化结束后，企业利润依旧低迷。虽有政策的滞后效应，市场在进行逐步的复苏。先期调整到位的公司可在重组中获取规模收益，并成为未来统领市场的主力。

主线 2：变革红利。自 2008 年 10 月至 2009 年 5 月，政府三板斧过后，经济复苏推迟，单纯财力消耗难以对冲全球经济衰退的风险。穷思则变，变革成为下半年的投资主题。以继续负债扩张为主要目标的改革不仅带来加快了经济的复苏，而且带来了制度溢价。对于投资机会来讲，按先收后放的次序进行。具体来讲，资源的垄断与资产重估下的财富效应是政府所希望的，也是投资机会所在。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构

第一家与保险公司签约的证券研究机构

第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构

第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构

2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名

2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名

2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点

2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点

2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

魏凤春，经济学博士，首席宏观分析师；夏敏仁，经济学博士，高级宏观分析师

胡艳妮，经济学硕士，宏观分析师；黄付生，经济学博士生，宏观分析师

关于中信建投 证券研究发展部

作者简介

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010