

促进消费将是政策微调的方向

陈勇(021) 5010 6011
chenyongsz@lhqz.com**张晶**(0755) 8249 2011
zhangjing@lhqz.com

报告看点

我们提出了这样的思路：未来一段时间，无论是政策退出与否，消费增长可能成为“惊喜”。因为投资和信贷的高速增长在明年难以进一步持续，金融危机后主要经济体资产负债表的缓慢调整，决定了外需的恢复将是缓慢的，2003-2007年间出口的高速增长将成为历史。

如果季度GDP同比增长10%以上，名义固定资产投资增长40%以上，这将是政策微调的信号。微调的方向将是进一步刺激国内消费。因为在管理层那里，投资和信贷重磅“弹药”几乎用完了，外需又不可控，进一步的政策指向只能是消费。

如果没有政策刺激，消费自然复苏，成为接力投资的增长引擎，那么消费就自然成为惊喜。

消费增长的惊喜源于制度变革。在农村，农民可作为城市化资本的唯一筹码是土地，如果农村土地增值的收益更多地归于农民，而不是地方政府，这将是农村消费增长的制度催化剂；在城市，庞大的国有资本存量可以成为城市居民消费增长的源泉，国有资本存量从国有转化为“民有”，其一可以提高社会保障的范围和力度，其二可以增加居民的财产性收入，其三可以降低企业储蓄和投资，优化中国的经济结构。6月份实施的国有上市公司股权划转社保是国有产权“民有化”的第一步。

数据分析

GDP：确定性的回升趋势意味着下半年GDP增长将加速，在这个时段内，投资仍将是最重要的引擎。

价格水平：在最终需求（国内和国外）恢复以前，价格水平的上升将是缓慢的。预计CPI在10月份转正，12月份达到0.9%，全年-0.53%。

工业生产：下半年的投资增长和中西部加速工业化将成为确定性的趋势，工业生产将与重工业几乎同步加速，预计工业增加值同比增速将进一步回升。

消费：工业化和城市化是中国消费增长和消费升级的基本动力。消费将继续平稳增长，超预期的可能将来自政策。

投资：投资高速增长将持续。全年城镇固定资产投资增长34.5%，随着政策的微调，下半年投资月度增长将不会加速，如果出现爆发性增长，意味着政策的直接干预。

外贸：中国出口将缓慢恢复。11月份后有望实现正增长，全年将同比负增长12%。进口增长将回升，全年同比下降8%左右，全年贸易顺差将达2100亿美元。

目 录

促进消费将是政策微调的方向.....	3
GDP：快速回升趋势有望延续	5
价格：通胀的发生需要需求助推	6
工业：投资增长和梯度工业化推动	7
消费：稳步增长，惊喜来自政策	8
投资：在加速增长和政策微调间平衡.....	9
外贸：缓慢恢复，数据惊喜最早在 11 月	10

（本报告包括 20 张图表）

促进消费将是政策微调的方向

在本报告里，我们主要是想透过刚刚公布的一系列数据，总结和预期下半年的经济走势和可能的政策变化。

最新的数据显示：

在刺激政策的推动下，投资和信贷扩张的力度超乎想象，市场此前普遍预期二季度增长将快速回升至 7.5-8.0% 的区间，而二季度 7.9% 的增速落在预期区间的上轨。经济增长的亮点主要表现在投资的快速增长，由此带动的工业生产特别是重工业的快速恢复；在工业化和城市化的基础性力量支撑下，消费快速增长，但增速总体上波澜不惊；外需疲弱是经济增长最大的拖累，出口增速短期内难以恢复。外需大幅下降所造成的缺口主要由投资需求弥补，内需成为推动中国经济快速回升的主要动力。

经济快速回升趋势成为市场的普遍预期。我们思考的问题是：如果总量上的快速增长有目共睹，经济结构性的变化特征是否需要进一步发掘？

消费，是中国经济增长的结构性瓶颈，消费的快速增长，将是中国经济未来一年内结构性变化的“惊喜”（如果有惊喜的话）。投资和信贷的高速增长在明年难以进一步持续，金融危机后主要经济体资产负债表的缓慢调整，决定了外需的恢复将是缓慢的，2003-2007 年间出口的高速增长将成为历史。

为什么乐观预期国内需求增长？我们认为，如果对中国经济乐观的话，其潜力一定是在消费。投资高速增长已成为强弩之末，如果 2010 年经济增速超过 2009 年，则消费对经济增长的贡献率还需要加大，这表现为国内消费与 GDP 的增速差将进一步拉大。

国内消费加速增长如何实现？两种可能。第一种可能是政策微调。如果 GDP 同比增长 10% 以上，名义固定资产投资增长 40% 以上，这将是政策微调的信号。怎么调？如果管理层认为政策刺激下的经济增长还有不确定性，微调的方向将是进一步刺激国内消费。因为在管理层那里，投资和信贷重磅“弹药”几乎用完了，外需又不可控，进一步的政策指向只能是消费。

第二种可能是消费的自然复苏。我们在此前的报告（《回归本土周期》，2009/06/24）中指出，中国的工业化和城市化进程没有被金融危机打断，这一历史进程是国内消费增长的基本推动力，这可以在中西部地区消费增长和升级概念的消费品种增长数据中得到验证。但这种情况发生的可能性不大，因为社会消费品零售总额增速没有下降已经超预期，如果其他因素不变，我们还找不到加速增长的动力¹。

消费增长的惊喜如何实现？除了一系列财政补贴政策，大规模的真金白银的消费刺激已不大可能。

消费增长的惊喜在于制度变革。在农村，农民可作为城市化资本的唯一筹码是土地，如果农村土地增值的收益更多地归于农民，而不是地方政府，这将是农村消费增长的制度催化剂；在城市，庞大的国有资本存量可以成为城市居民消费

¹ 市场普遍预期下半年房地产交易将环比下降，相关产品的消费不大可能加速。

增长的源泉，国有资本存量从国有转化为“民有”，其一可以提高社会保证的范围和力度，其二可以增加居民的财产性收入，其三可以降低企业储蓄和投资，优化中国的经济结构。6 月份实施的国有上市公司股权划转社保是国有企业“民有”的第一步。

从近期来讲，正在酝酿的《国民收入分配制度改革方案》将是可预期的消费增长的催化剂。我们将密切关注这一方案的进展。

GDP：快速回升趋势有望延续

受刺激政策推动，二季度经济增长快速回升至 7.9%。

数据解读：从产业看，第三产业增长加快并持续快于第二产业；从结构来看，内需特别是投资需求是推动经济增长的主要力量；与历史对比，7.9%的水平仍然低于 2000 年以来季度 GDP 增长 9.5% 均值。

确定性的回升趋势意味着下半年 GDP 增长将加速，在这个时段内，投资仍将是重要的引擎。我们认为，虽然趋势上总体向好，但下半年出口和消费总体上很难有超预期的变化（后面将分析到）。但从可控性的角度，如果出现政策微调，很有可能指向消费。

预计三季度 GDP 增长 8.7%，基期因素抬高四季度的同比增速，达 10.5%，全年 GDP 增长 8.3%。

图 1：生产法下的 GDP 增长（上年同期=100）

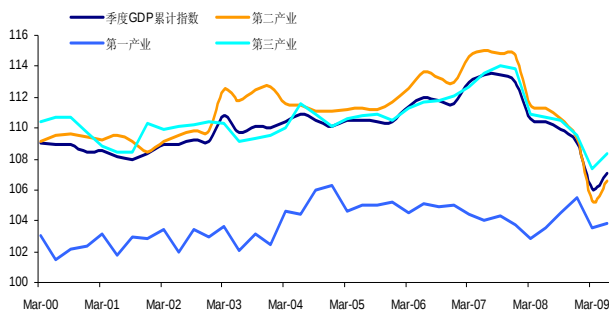
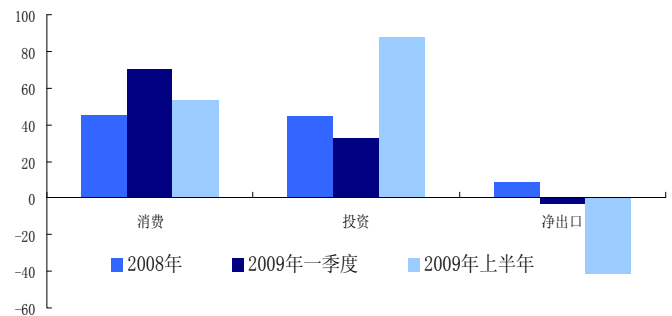


图 2：支出法项目对 GDP 增长的贡献率（%）



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

价格：通胀的发生需要需求助推

受食品和居住类价格的拉动，6月份CPI同比下降扩大至1.7%。同时，主要由于去年基期因素，6月份工业品出厂价格同比下降7.8%，原材料、燃料、动力购进价格下降11.2%。

本月CPI数据有两个看点：第一，食品价格，特别是蔬菜和水果价格环比下滑对6月份的CPI影响较大，但这更多地属于季节性因素；第二，总需求的恢复依然缓慢，这将制约CPI的快速上行，而上游产品的价格将主要受国际大宗商品价格影响。

在最终需求（国内和国外）恢复以前，价格水平的上升将是缓慢的。预计CPI在10月份转正，12月份达到0.9%，下半年0%，全年-0.53%。

图 3：上中下游物价指数（%）

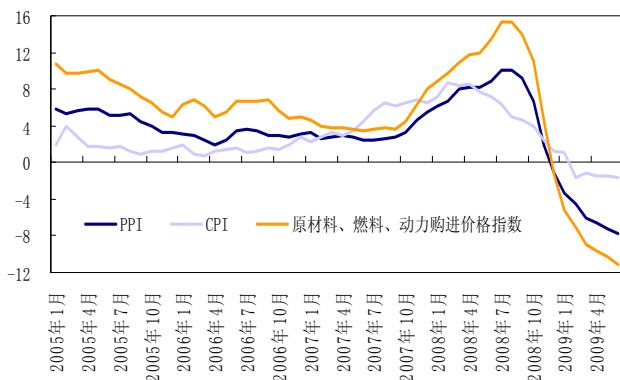
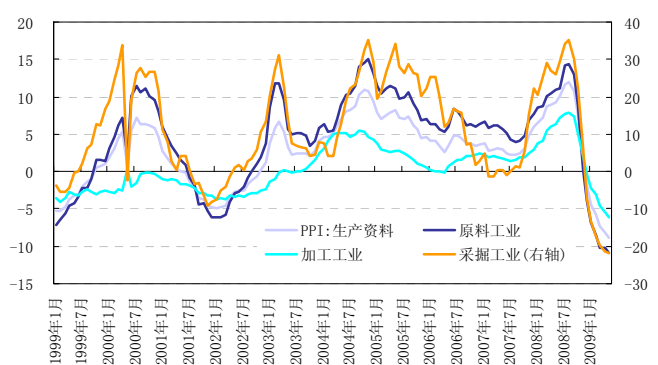


图 4：上游物价指数（%）



资料来源：CEIC,WIND,联合证券研究所

图 5：出口价格变化情况（上年=100）

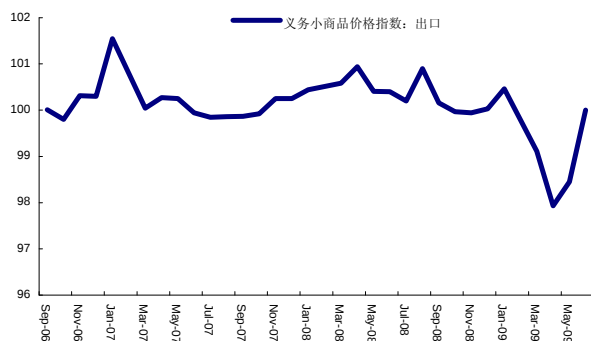
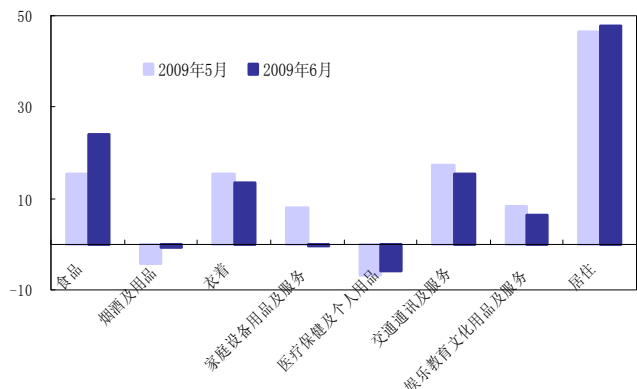


图 6：CPI 各子项目的贡献率（%）



资料来源：CEIC,WIND,联合证券研究所

工业：投资增长和梯度工业化推动

6 月份工业增加值同比快速攀升至 10.7%，其中轻工业增长 10.2%，重工业增长 10.9%。

内需的稳步增长和出口企稳，是工业生产企稳回升的基础。而工业生产的加速，则应主要归因于投资需求拉动的重工业增长和中西部地区的工业化相对加速。中西部地区的工业产值约占全国 1/4，工业化的潜力巨大。而投资高速增长对重工业产品的需求将逐渐释放。这种积极态势在工业部门的销售增长中得到体现。同时，销售的回升推动了工业企业的不库存行为，6 月份的工业库存超预期增长，如果这种态势在 7 月份延续，我们将提高对工业增速的预期。

下半年的投资增长和中西部加速工业化将成为确定性的趋势，工业生产将与重工业几乎同步加速，预计工业增加值同比增速将进一步回升，全年增长 11%，12 月份同比增长将超过 15%。

图 7：工业生产触底回升（%）

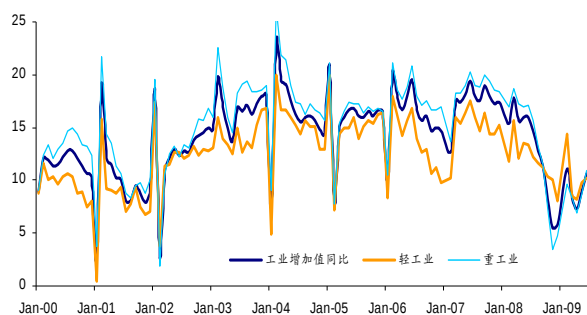
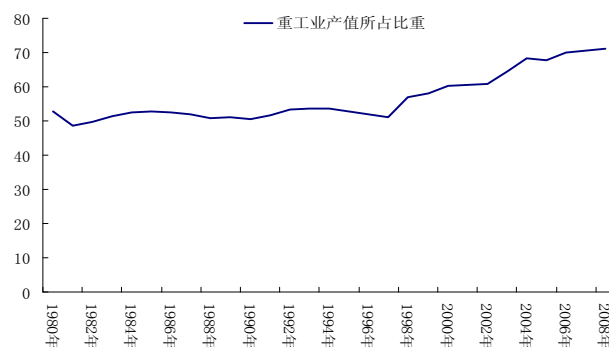


图 8：重工业依然是绝对主体（%）



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

图 9：工业销售开始反弹（%）

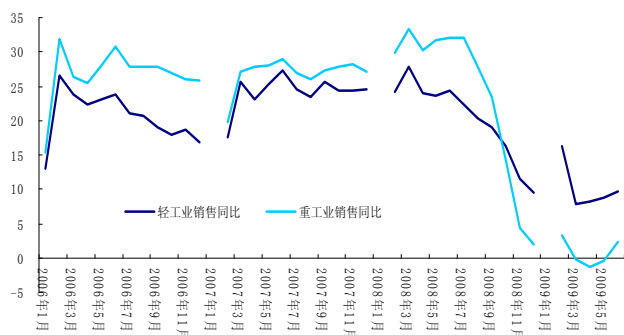
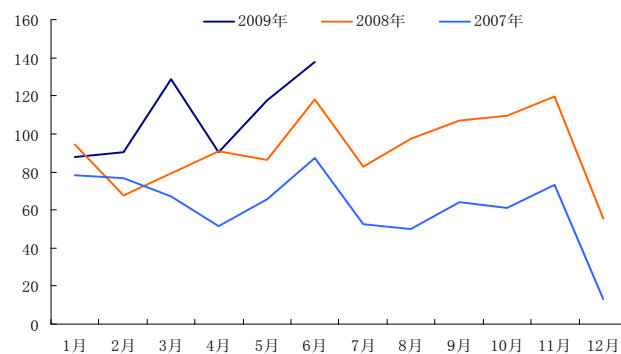


图 10：工业部门库存流量超预期增加（十亿元）



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

消费：稳步增长，惊喜来自政策

6 月份社会消费品零售总额同比增长 15.0%，实际增长 17.3%。

消费增长超预期好，主要是因为中国工业化和城市化的历史进程并没有因金融危机而中断，而工业化和城市化是中国消费增长和消费升级的基本动力。在中西部地区，工业化和消费升级的潜力较大，消费增长明显快于东部地区。但需要指出的是，消费的平稳增长很大程度上由于政府消费和集团消费的刚性，受收入增长趋缓的影响，私人消费增长较为缓慢。

预计消费将继续平稳增长，下半年平均增速为 15.5%，全年名义增长 15.3%，实际增长 16.1%。

需要指出的是，如果按照自然趋势，消费不大可能超预期增长，在国内，它既不能弥补外需下降留下的缺口，在国外，也不能弥补美国消费下降留下的需求缺口。考虑到去年的基期因素，四季度增长数据将很“好看”。

如果投资增长过快遭遇政策抑制，或者投资增长乏力需要后续政策跟进，消费无疑将成为政策首要着力点。

图 11：消费依然平稳增长（%）

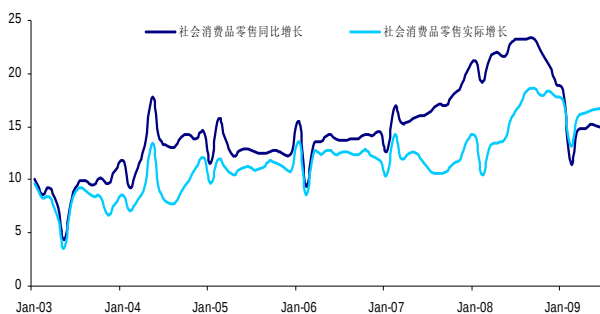
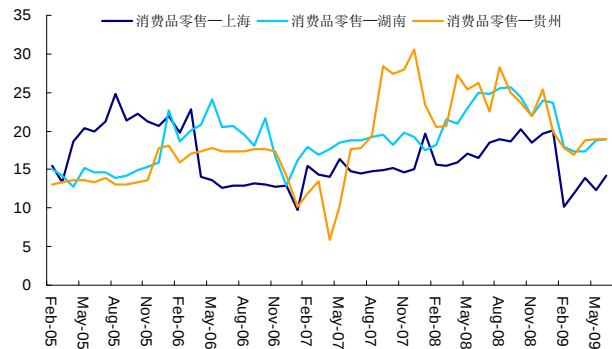


图 12：东中西部增速不同（%）



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

投资：在加速增长和政策微调间平衡

6 月份，城镇固定资产累计同比增长 33.6%，月度同比增长 35.3%。

从已有的数据来看，投资的增长主要推动力是政府投资、地方项目投资和国有企业投资。外需相关的行业投资增长依然在低位，内需相关的行业投资增长保持平稳，房地产供求形势的变化意味着未来房地产投资将逐渐加速。需要指出的是，鉴于土地及房地产价格逆周期上升，预计按 GDP 口径计算的投资将有较大的提出和价格平减。

考虑到地方政府的投资热情和新开工项目依然高位，预计投资高速增长将持续。考察投资的历史增长情况，如果投资增速超过 40%，将是管理层抑制投资增长的信号。

预计全年城镇固定资产投资增长 34.5%，随着政策的微调，下半年投资月度增长将不会加速，如果出现爆发性增长，意味着政策的直接干预。

图 13：投资增长加速

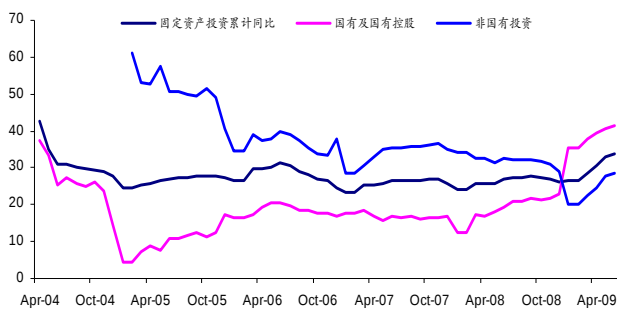
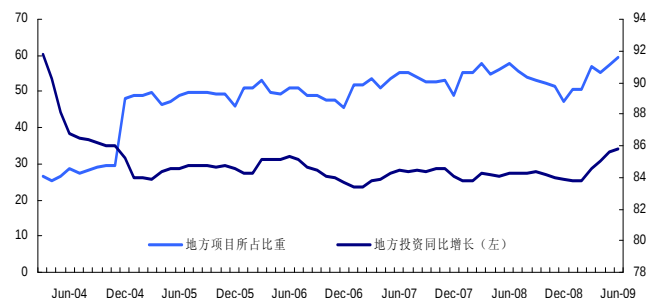


图 14：地方项目占绝对比重（%）



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

图 15：政府投资的重点行业高速增长（%）

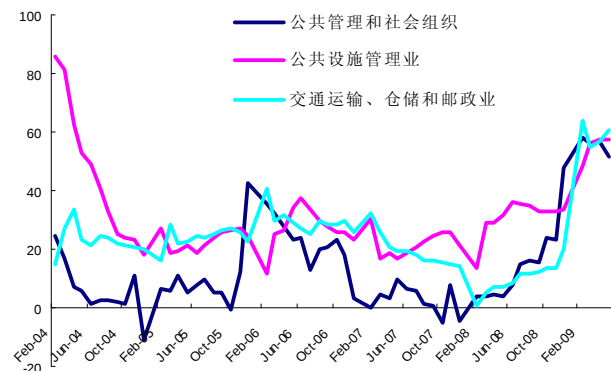
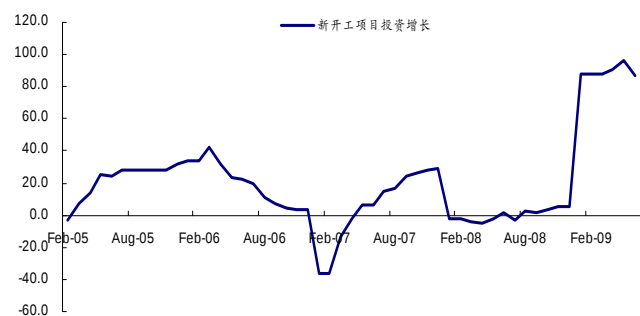


图 16：新开工项目增速在高位（%）



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

外贸：缓慢恢复，数据惊喜最早在 11 月

6 月份，中国出口 954.1 亿美元，同比下降 21.4%，进口 871.6 亿美元，同比下降 13.2%，实现顺差 82 亿美元。

进出口止跌回稳可以确认。但进口明显好于出口。不过这种反弹是否是一种确定性的趋势，还需要进一步的观察。因为从历史上看，出口在 6 月份环比明显上升是一种常态。而且，历史也告诉我们，6 月份以后，11 月份以前，出口增长将变得平缓，因此在此期间内，出口超预期的可能性不大。

考虑到美国失业率和居民储蓄率还将进一步攀升，美国消费短期不会明显好转，以及中国出口将缓慢恢复。11 月份后有望实现正增长，全年将同比负增长 12%。进口增长将回升，全年同比下降 8% 左右，全年贸易顺差将达 2100 亿美元。

图 17：出口增长平缓

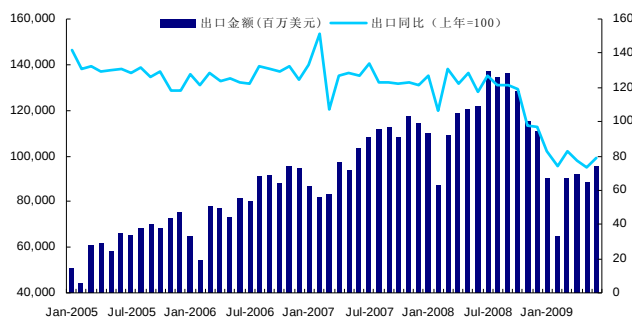
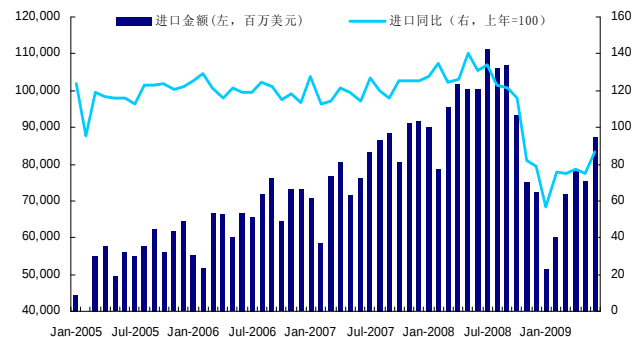


图 18：进口回升趋势明显



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

图 19：剔除价格，进口明显好于出口（上年=100）

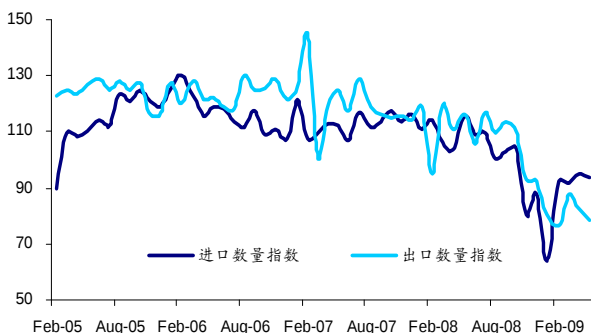
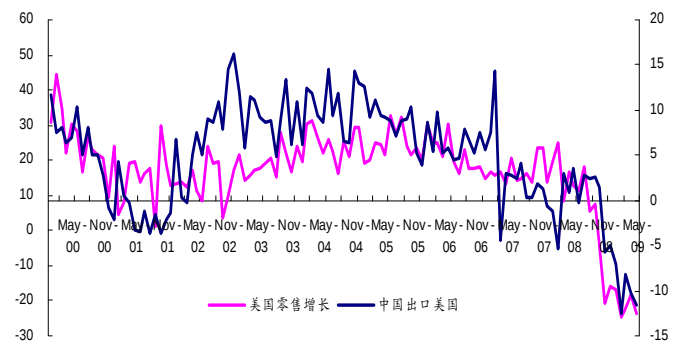


图 20：中国出口有赖于美国消费好转（%）



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

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@lhqz.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@lhqz.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。