

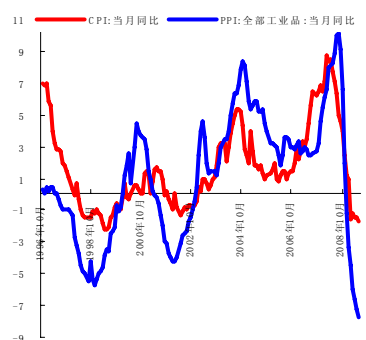
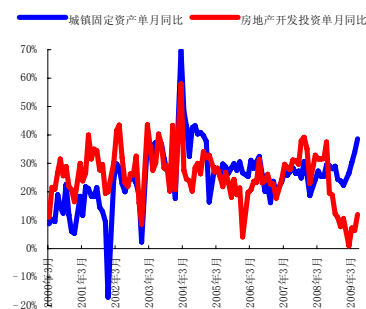
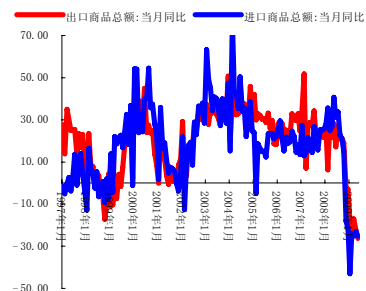
俱怀逸兴壮思飞，欲上青天揽明月

——09 年上半年宏观数据点评

要点：

- ✧ 随着出口退税的政策边际效用递减及进口套利空间的存在，我们认为贸易顺差将逐步减少，但因出口中包含很多进口产品因素，因此我们认为贸易逆差暂不会出现，贸易顺差将较长时间横亘在 0-100 亿美元之间。
- ✧ 中期隐忧暂时不能威胁到现在的房产行业，因此我们预计下半年天量投资增速仍将保持，其中房地产投资开发将显著增长，投资增速将把中国 GDP 增速推高到 8% 附近。
- ✧ 由于天量贷款流向楼市和股市，资产泡沫膨胀带来的货币幻觉导致消费增速上升。因此，未来消费水平取决于房产和股票等资产价格的上升能否持续，居民货币幻觉能否保持，而这些都是不确定的。我们考虑到货币政策暂不会调整和消费滞后的效应，将全年消费增速调高到 13%。
- ✧ 从前 5 个月的工业企业利润总额累计增速情况来看，若全年工业增加值达到 10% 的增长，可能刚刚能够保持不亏损的状态。这也就是说工业企业毛利在降低，正好与 2003 年后的那段大幅上涨形成鲜明对比——工业企业的成本压力随着资产泡沫化而逐步增大。因此，即使工业增加值全年保持 10% 的增速，工业企业利润也很难出现前两年的稳定高速增长。
- ✧ 我们预计为了保增长而释放的天量贷款，在今年下半年自动紧缩的概率并不大，全年新增贷款超 10 万亿已是不争的事实。
- ✧ 物价全面持续上涨的通胀将因居民收入下降而不会出现，但资产泡沫化程度将在通胀恐慌和投机气氛中越来越强，这种无实际需求的资产价格上升最终将导致工业企业毛利下降，从而发生大面积亏损。企业发生亏损的时点，即 PPI 刺穿 CPI 的时点，也就是货币政策转向的时机，应密切关注，或在此之前货币当局就会意识到，使紧缩时点比大家想象的要来的早很多。
- ✧ 尽管热钱当前流向中国，但我们应警惕热钱流向的突然逆转，而这一幕曾在 2008 年也发生过。这将会带来资本市场上剧烈的动荡。

2009 年 7 月 23 日



联系方式

研究员： 郑旻
联系人： 朱厚中
电 话： (86-21) 51097188-1823

电 邮： zhengmin@gyzq.com.cn

地 址： 中国上海市浦东南路 379 号
11515 金穗大厦 15F (200120)

目 录

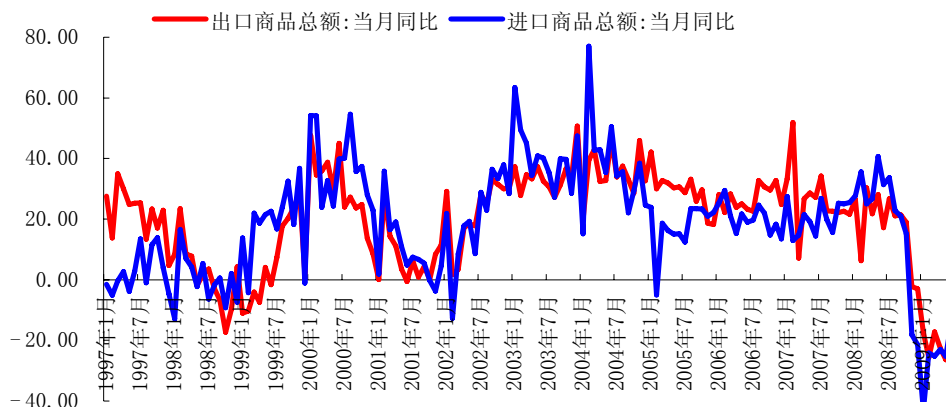
一、有心无力的对外贸易	3
二、急速狂飙的固定资产投资	5
三、瞬间爆发的消费增速	6
四、隐忧显现的工业利润	7
五、山洪爆发的货币供应量	9
六、通胀恐慌推升资产泡沫	11
七、一马狂奔的 GDP	14
八、捉襟见肘的财政收支	15
九、警惕热钱流向突然逆转	16

图 1：进出口同比状况	3
图 2：钢材净出口状况	4
图 3：钢材进口数量和金额状况	4
图 4：固定资产投资和房地产投资增速	5
图 5：房地产投资和投资对 GDP 的贡献率关系	5
图 6：奢侈品消费和股市的关系	7
图 7：居民可支配收入和实际可支配收入增长率	7
图 8：工业增加值	8
图 9：工业企业效益	8
图 10：工业增加值和工业企业利润总额累计同比	9
图 11：M1 和 M2 同比增速	10
图 12：贷款流入实体经济	10
图 13：房地产开发资金来源	11
图 14：固定资产投资和新增固定资产投资增速	11
图 15：CPI 的同比和环比	12
图 16：CPI 食品项的同比和环比	12
图 17：PPI 的同比和环比	12
图 18：大豆和铜的期货价格变动	13
图 19：玉米和原油的期货价格变动	13
图 20：CPI 和 PPI 同比	14
图 21：GDP 当季同比	14
图 22：税收及非税收入累计同比增速	15
图 23：热钱和人民币实际有效汇率	16
图 24：NDF 走势	16

一、有心无力的对外贸易

据海关统计,6月份当月,我国进出口总值1825.7亿美元,比去年同期(下同)下降17.7%,环比增长11.2%;其中出口954.1亿美元,同比下降21.4%,环比增长7.5%;进口871.6亿美元,同比下降13.2%,环比增长15.6%。

图 1: 进出口同比状况



资料来源: WIND 资讯、国元证券研究中心

进出口贸易同比跌幅迅速缩减, 环比略有好转。从绝对额来看, 2009年上半年出口当月值维持在900亿美元附近, 与2007年上半年相当, 且从趋势来看已经得到稳固。而进口的绝对额当月值则在半年内500多亿飙升到800多亿元, 环比出现了快速的增长。

政策刺激是出口稳固的重要因素。我国主要劳动密集型产品出口同比降幅均小于总体降幅21.8%的水平。其中服装及衣着附件出口458.6亿美元, 下降8.5%; 鞋类出口129.1亿美元, 下降4.3%; 家具出口117.6亿美元, 下降9.8%; 塑料制品出口65.7亿美元, 下降7.1%; 箱包出口58.9亿美元, 下降7%。同期, 我国机电产品出口3066.7亿美元, 同比下降21.2%。

机电产品6月出口561亿美元, 相对5月环比上升了7%; 而服装及衣着附件在6月的环比上升幅度却高达17.21%, 这说明在出口退税政策的刺激下, 劳动密集型产品占优, 高附加值产品退税刺激的效果不如劳动密集型产品。

自2008年8月到2009年6月, 我国在10个月内7次提高部分出口商品的出口退税率。部分商品如CRT彩电、部分电视机零件、光缆、不间断供电电源(UPS)、有衬背的精炼铜制印刷电路用覆铜板等商品的出口退税率提高到17%, 已经完成了全额退税。纺织服装出口退税率提高到16%, 与全额退税只差一个百分点。

可见, 退税力度加大是劳动密集型产品出口稳定下来的重要因素, 从而也带动了整体出口水平企稳。但是, 退税已到极限, 政策边际效应递减, 给出口进一步回升带来不确定性。

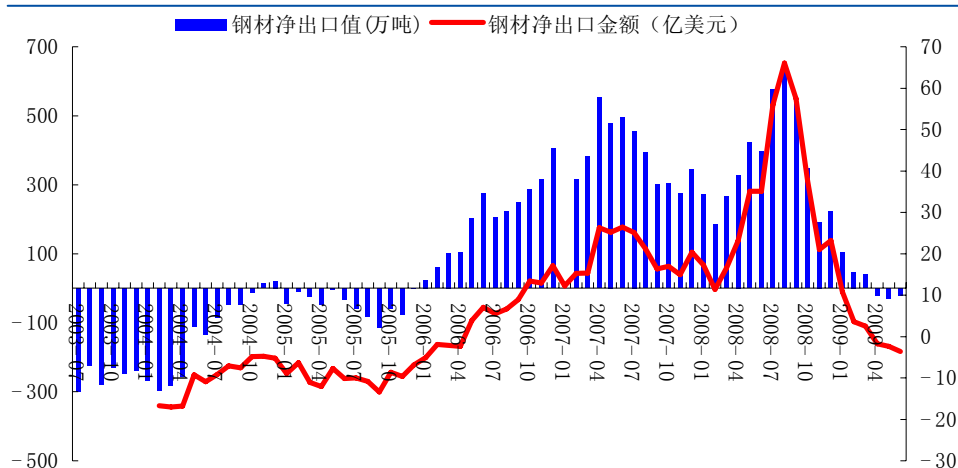
进口环比迅速攀升缘于中国的“价格高地”因素和大宗商品泡沫再起。

以钢铁为例, 今年2月开始钢材进口量大幅度上升, 到4月后已变成净进口状态。

2003年下半年起, 我国钢材确实一度出现过大量的净进口, 当时以“世界加工厂”出现在世人面前的中国, 需要扩张大量的长线产能, 钢材供不应求, 自然出现了净进口。而与之想对应的是随之股市上出现所谓“五朵金花”行情, 首当其冲的第一朵金花, 就是钢铁, 钢铁行业的骄人业绩自然带来股价的连续上涨。

而今年情况截然相反。在国际需求萎缩, 长线产能过剩的情况下, 钢铁业已深陷供过于求的状态, 一方面是国内有关部门一再发文要求限产; 另一方面是国外钢材涌入中国。出现这种奇怪的现象只有一个原因——国内商品呈现全球“价格高地”, 套利资金使各种无实际需求的商品快速涌入国内。

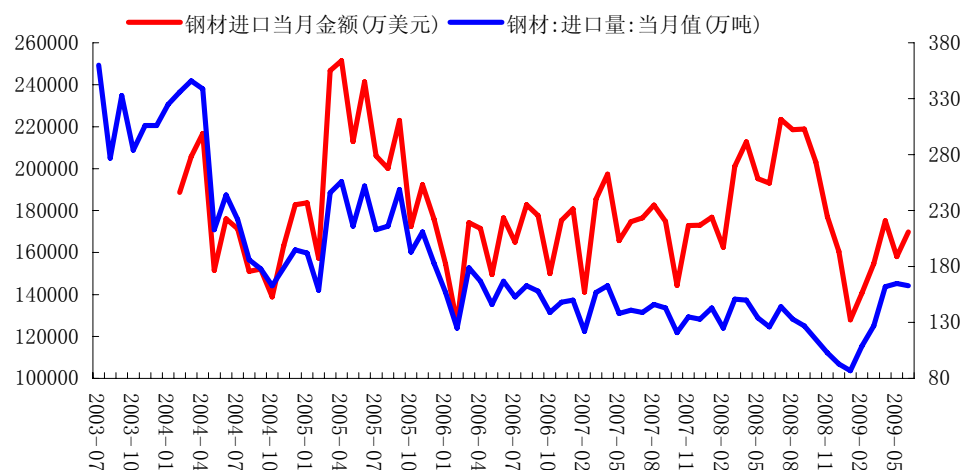
图 2：钢材净出口状况



资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

而事实上，由于钢材价格出现下跌，这使得钢材进口数额庞大，但进口金额并未显山露水。每月钢材进口已恢复和稳定在 160 万吨以上，这是 2006 年的水平。这些增量使得外贸中进口数值呈现很好的反弹趋势，若不是钢材价格比去年仍低的话，恐怕外贸进口额连同比都会有很出色的表现，而这并非需求带动，并不值得称道。

图 3：钢材进口数量和金额状况



资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

同样的状况也发生在氧化铝等过剩产业中。大豆等农产品也出现类似状况。

“价格高地”是这样形成的：初期是因国家要保护生产企业积极性而大量收储，使中国初级产品价格远高于国际，国际商品流入价格高地，同时也推高了国际商品价格。再加上各国定量宽松的货币政策，极短的时间内，通缩已被通胀预期完全取代，而真正的通胀也已近在眼前。

当前“价格高地”因素虽因国际大宗商品涨价而弱化了一部分，但该因素依然存在。初级产品进口套利仍将持续，这导致进口仍将维持小幅上升态势。

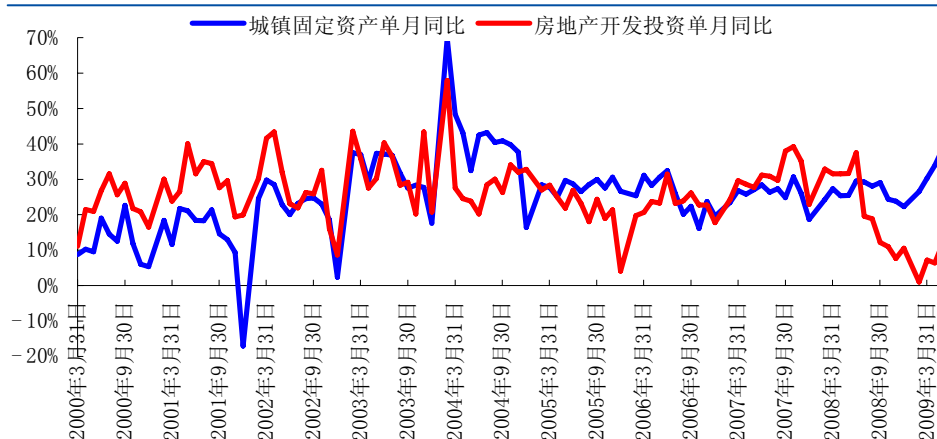
贸易顺差将较长时间横亘在 0-100 亿美元之间。今年 1-6 月，贸易顺差迅速从去年 4 季度由于进口大幅削减导致的历史高位——400 亿美元一带直线回落，不过除 2 月和 6 月落到 100 亿美元以下，其余月份均在 100 亿-200 亿美元之间徘徊。随着出口退税的政策边际效用递减及进口套利空间的存在，我们认为贸易顺差将逐步减少，但因出口中包含很多进口产品因素，因此我们认为贸易逆差暂不会出现，贸易顺差将较长时间横亘在 0-100 亿美元之间。

二、急速狂飙的固定资产投资

上半年，全社会固定资产投资 91321 亿元，同比增长 33.5%，比 1-5 月的 32.9% 的增速又提高了 0.7 个百分点；比去年同期的 26.8% 提高了 6.8 个百分点。其中，城镇固定资产投资 78098 亿元，增长 33.6%；农村投资 13223 亿元，增长 32.7%。

上半年，房地产开发完成投资完成额 14505 亿元，增长 9.9%，比 1-5 月的 6.8% 增速上升了 3.1 个百分点，但比去年同期减少了 23.6 个百分点。不过房地产投资加速度惊人：6 月单月房地产开发投资完成额是 4340 亿元，增速为 18%，与 1-2 月的仅 1 个百分点的增长不可同日而语。

图 4：固定资产投资和房地产投资增速



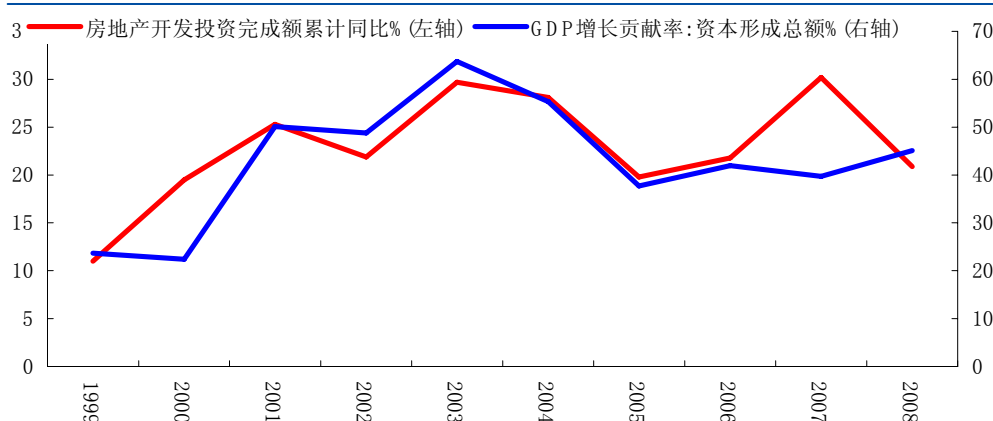
资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

在城镇固定资产投资中，国有及国有控股投资 33308 亿元，同比增长 41.4%。从项目隶属关系看，中央项目投资 6586 亿元，同比增长 28.6%；地方项目投资 71512 亿元，增长 34.1%。从产业看，第一、二、三产业投资为 1428 亿元、33956 亿元和 42714 亿元，同比分别增长 68.9%、29.0% 和 36.6%。

在 GDP 的三驾马车中，投资一直占着举足轻重的位置，而 09 年上半年的 GDP 增速出人意料的好，其中最主要原因也是投资增速的快速飙升。我们发现投资拉动 GDP 中的比重，从 2001 年之后就基本稳定在 40% 以上，2008 年达 45.1%，而 2009 年上半年则达到惊人的 87.6%。

投资中非常重要的一块是房地产投资，只有这一块投资才能立竿见影地看到经济效益，所以是最能启动民间投资的。而政府投入的那些公共设施项目周期长，起效慢，建成后也不一定有经济效益，很难吸引民间投资。

图 5：房地产投资和投资对 GDP 的贡献率关系



资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

房地产开发和固定资产投资增速若不吻合，表明民间投资启动缓慢，投资仅依赖政府项目。从 1999 年至今的资本形成总额在 GDP 中占比，与房地产开发投资累计完成额同比状况基本吻合，只是从 2008 年开始略有脱钩。2008 年之后随着房地产价格下跌，房地产开发投资额下降，但固定资产投资依然上升，这是由政府加大对公用事业投入而产生的变化。

这个比例在 2009 年上半年更突出：投资拉动 GDP 超过 87%，但房地产开发投资完成额累计同比仅为 9.9%，这一状况在史上较为罕见。

但房地产投资增速在 2 月后开始上升，这是因房价上升，赚钱效应导致民间投资迅速增加。房产能否接过政府投资的枪继续拉动“资本形成总额”，能否成为中国经济新的增长引擎是未来经济增速的关键看点。

房地产短期将拉动经济，但中期有较大隐患。短期看，各地区地王频出，发展商开始疯狂抢购地皮，开工新项目，原因是他们对房产复苏形势认识不足，房屋销售率大增导致存量房快速消化。因此新开工项目会进一步带动房地产开发投资额的上升，进而带动整个资本形成总额的上升。

但中期看，房产销售火爆来自居民的通胀恐慌，房产价格已与居民收入完全脱钩，甚至在失业率上升的情况下房产接近历史高点的表现是完全背离的。这种情况表明一方面财富向少数人集中，社会矛盾不断累积；另一方面大量银行贷款涌入虚高的楼市，一旦货币政策转向就会形成巨大的坏帐风险。

当然，中期隐忧暂时不能威胁到现在的房产行业，因此我们预计下半年天量投资增速仍将保持，其中房地产投资开发将显著增长，投资增速将把中国 GDP 增速推高到 8% 附近。

三、瞬间爆发的消费增速

上半年，社会消费品零售总额 58711 亿元，同比增长 15.0%。

分地域看，城市消费品零售额 39833 亿元，同比增长 14.4%；县及县以下零售额 18878 亿元，增长 16.4%。

分行业看，批发和零售业零售额 49406 亿元，同比增长 14.7%；住宿和餐饮业零售额 8514 亿元，增长 18.1%；其他行业零售额 791 亿元，增长 3.0%。

分商品类别看，限额以上批发和零售业吃、穿、用类商品零售额同比分别增长 13.1%、17.0% 和 10.8%。其中，汽车类增长 18.1%，日用品类增长 14.0%，家用电器和音像器材类增长 5.1%，化妆品类增长 17.2%，金银珠宝类增长 15.4%，文化办公用品类增长 3.7%，体育、娱乐用品类增长 7.9%，服装类增长 18.0%，粮油食品类增长 12.6%，其中粮油类增长 11.2%，肉禽蛋类增长 10.6%，石油及制品类增长 1.5%，通讯器材类同比下降 7.0%。

我们将批发和零售额中的细项大致分三块：必须品、资产及资产配套品、奢侈品。

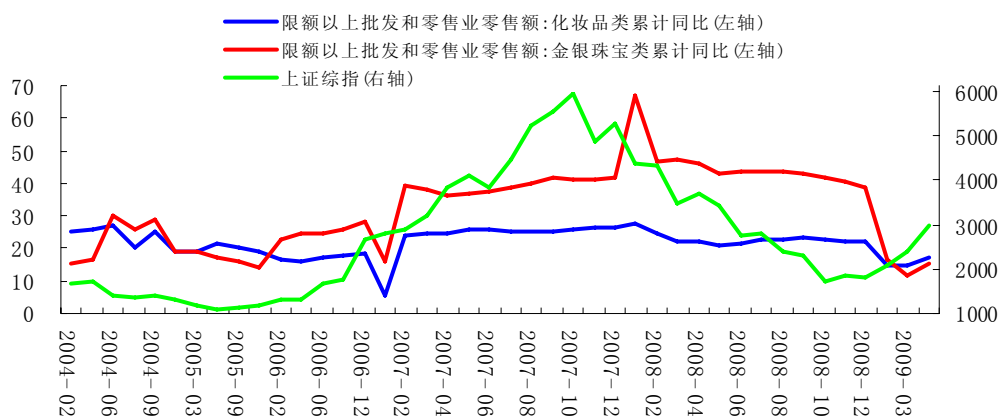
必须品是居民平时必须支出，赖以生存的消费品，因居民收入没有提高或失业率提升而整体呈现下降，这部分消费增速缓慢而稳定，不会大幅上升。像粮油类和肉禽蛋类批发和零售额今年上半年的同比增长分别为 11.2% 和 10.6%，日用品类同比增长为 14%，这些都比社会消费品零售总额 15% 的增长幅度要小。

资产及资产配套品是居民在通胀恐慌中家庭资产配置的表现，这部分消费增速突然猛增，与当前及预期收入无关，与通胀恐慌关联度很高。受通胀预期演变为通胀恐慌影响，居民买房热情高涨，与房产有关的消费增速突然飙升。像批发和零售额中的家具类和汽车类分别增长 28.3% 和 18.1%，这些都是与房产有关的消费。金银珠宝类上半年累计消费增长为 15.4%，其中部分原因也是因为通胀恐慌导致黄金等饰品热销。

奢侈品是可有可无的可选消费项，与居民货币幻觉有很大关联。股市和楼市迭创新高带来奢侈品热销。像化妆品类上半年消费增速为 17.2%，包括上文提到的汽车和金银珠宝类消费增速，都超过了社会消费品零售总额的平均增速。从单月情况看，上半年这些奢侈品单月同比增速的上升速度很快，而这些细项的长期曲线与股市点位不谋而合，即随

着股市的上升，奢侈品消费也会同样增长，反之亦然。

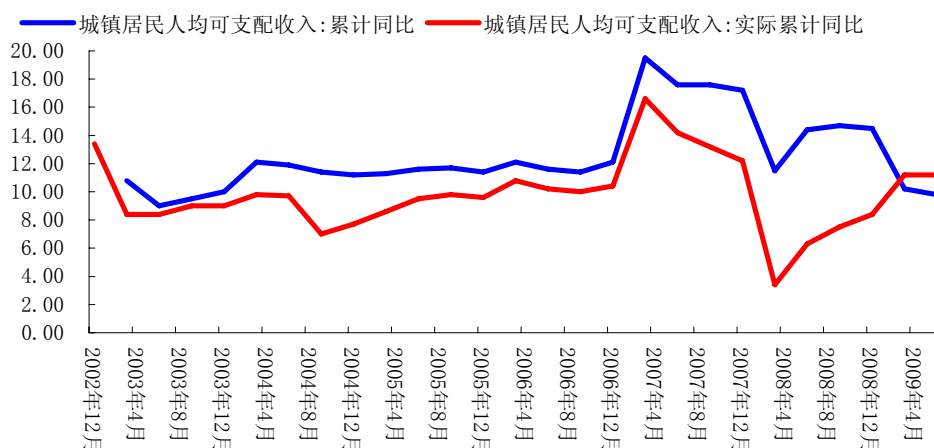
图 6：奢侈品消费和股市的关系



资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

消费取决于收入，因此居民可支配收入是未来消费增速的关键。

图 7：居民可支配收入和实际可支配收入增长率



资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

历来居民可支配收入增长率的名义和实际值同步变动，但从 2008 年 12 月后出现了反向。

居民人均可支配收入的名义值下降，但实际值却上升，其主要原因在于物价的剧烈变动。

在扣除物价因素之后，居民人均可支配收入的实际增速是上升的。

但我们必须看到两个问题：第一，09 年 1 季度和 2 季度底，居民实际可支配收入累计同比增速均为 11.2%，增速已停止了增长，离 2007 年超过 13% 的居民可支配收入增速比较仍有一定距离；第二，实际收入增速是扣除物价后的涨幅，但房价不包含在物价中，由于现在或将来买房支出的提升，居民收入实际增长并不如想象中那么高。就这一点而言，或许名义增速比实际增速更为客观。

由于天量贷款流向楼市和股市，资产泡沫膨胀带来的货币幻觉导致消费增速上升。因此，未来消费水平取决于房产和股票等资产价格的上升能否持续，居民货币幻觉能否保持，而这些都是不确定的。我们考虑到货币政策暂不会调整 and 消费滞后的效应，将全年消费增速调高到 13%。

四、隐忧显现的工业利润

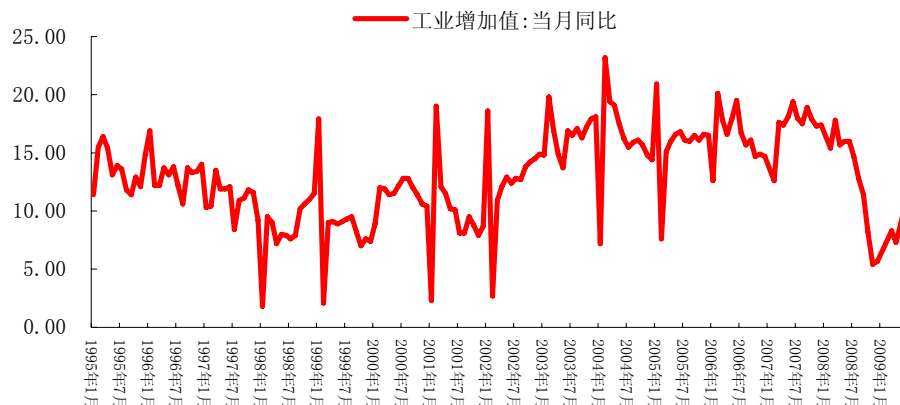
上半年，全国规模以上工业企业（年主营业务收入 500 万元以上的企业）增加值同比增长 7.0%，比上年同期回落 9.3 个百分点。

从主要行业看，纺织业增长 7.3%，化学原料及化学制品制造业增长 7.2%，非金属矿物制

品业增长 11.9%，黑色金属冶炼及压延加工业增长 1.0%，通用设备制造业增长 7.3%，交通运输设备制造业增长 8.8%，电气机械及器材制造业增长 10.4%，电力热力的生产和供应业增长 2.4%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业下降 0.6%。

从环比情况来看，工业企业经营确实处于好转状况。

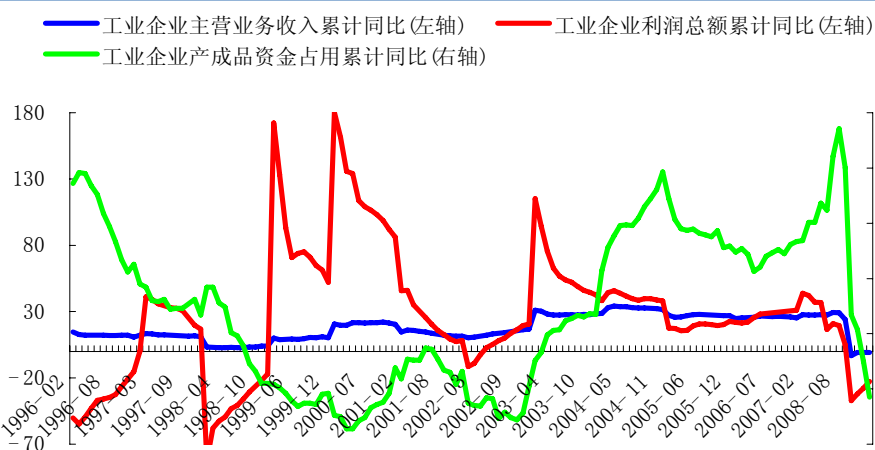
图 8：工业增加值



资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

工业增加值在经历了直线下跌之后，开始曲折向上，受政策拉动和投资扩张的影响，重工业拉动了工业增加值向上回升。

图 9：工业企业效益



资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

虽然今年前 5 个月，工业企业利润总额累计同比下降了 22.85%，但相对今年 2 月下降 37.27% 的幅度而言，收窄了很多。且工业企业主营业务收入累计同比也从 2 月的下降 3.12% 上升到 5 月仅下降 0.81%。而工业企业产成品资金占用累计同比也从去年 11 月的 25% 逐步下降到今年 5 月的 4.24%，表明下游需求状况在好转。

但是我们把工业增加值和工业企业利润增速放在一起考虑，就发现了一点问题：

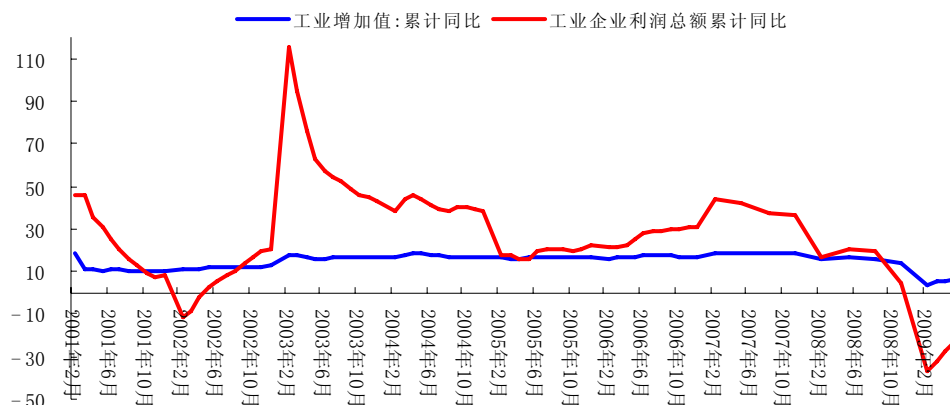
2001 年和 2002 年，工业增加值累计增速稳定在 10% 到 12% 左右的水平，工业企业利润总额的累计增速则比较明显地呈现 V 型态势，其原因在于 2001 年年底到 2002 年年初，尽管工业增加值保持平稳水平，但生产出来的东西可能销路不佳，很多都变成了库存，企业利润下降速度挺快的。

而这一格局在 2003 年后得到了质的改善，不仅工业增加值增速上升，且工业企业利润累计增速达到了史无前例的高点。一方面因当时中国“世界加工厂”的定位令产品供不应求，另一方面通缩格局令企业毛利大幅上升，利润增速远超增加值增速。

这个黄金时期在 2004 年后随着物价的上涨，企业毛利率的下降，逐步结束，2005 年到

2006 年中期，工业增加值和工业企业利润总额的累计增速分别稳定在 16%和 20%左右，保持着低通胀高增长的良好势头。

图 10：工业增加值和工业企业利润总额累计同比



资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

2006 年中期到 2007 年 10 月，经济状况在资产泡沫推动下不断上行，随着通胀逐步加深，下游产品涨价并不断倒逼上游产品涨价，如此物价循环上升，其表现为 CPI 同比高于 PPI 同比，工业企业利润增速再次高过工业增加值增速。直到最后，下游产品因需求不足而无法维持涨价，通胀杀死了增长，两者同时坠落，但利润增速要跌得比工业增加值快很多。

2009 年以来，工业增加值逐月稳步回升，工业企业利润总额环比也在好转，但同比出现了较高和较长时期的负数。从历史统计数据来看，我们发现工业企业利润总额累计增速在 20%左右，属于稳定的高增长水平，若要超过这个数字，则需要如 2003 年那样依赖外需拉动或者如 2007 年那样在真实需求上升的过程中伴随通货膨胀，这两个条件在 2009 年下半年都无法做到。

截止 2009 年 6 月工业增加值累计增速达 7%，6 月当月增加值同比达 10.7%，而下半年工业增加值同比增速在扩张性政策的保障下，能稳定地回升到 10%以上。但是我们发现历史上的比例是工业增加值累计增速保持在 10%，工业企业利润总额增速在 20%左右，而这次是很难达到这个比例了。

从前 5 个月的工业企业利润总额累计增速情况来看，若全年工业增加值达到 10%的增长，可能刚刚能够保持不亏损的状态。这也就是说工业企业毛利在降低，正好与 2003 年后的那段大幅上涨形成鲜明对比——工业企业的成本压力随着资产泡沫化而逐步增大。因此，即使工业增加值全年保持 10%的增速，工业企业利润也很难出现前两年的稳定高速增长。

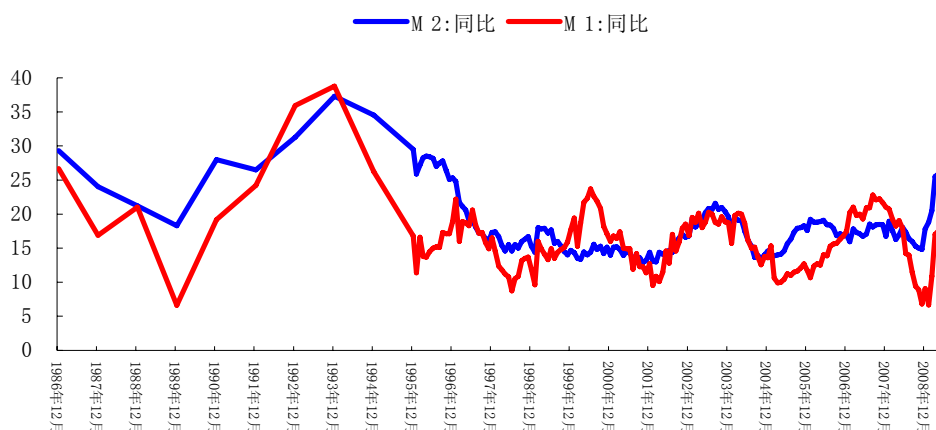
五、山洪爆发的货币供应量

货币供应量如山洪爆发是上半年宏观数据中最闪耀的亮点。2009 年 6 月末，广义货币供应量余额为 56.89 万亿元，同比增长 28.46%，增幅比上年末高 10.64 个百分点，比上月末高 2.72 个百分点；狭义货币供应量余额为 19.32 万亿元，同比增长 24.79%，增幅比上年末高 15.73 个百分点，比上月末高 6.09 个百分点；市场货币流通量余额为 3.36 万亿元，同比增长 11.46%。

历史上看，这样高的货币投放，在 1988 年到 1994 年间也发生过，之后换来的代价就是两位数的通胀率。

从 M1 和 M2 的喇叭口收缩的情况来看，今年 1 月喇叭口高达 12.11 个百分点，M2 狂增但 M1 毫无起色；不过这一状况到今年 6 月已完全改善，喇叭口下降到了 3.67 个百分点，从这个角度看，似乎货币活性化得到增强，资金不再滞留银行体系，而是已经流到了实体或者虚拟经济体中。

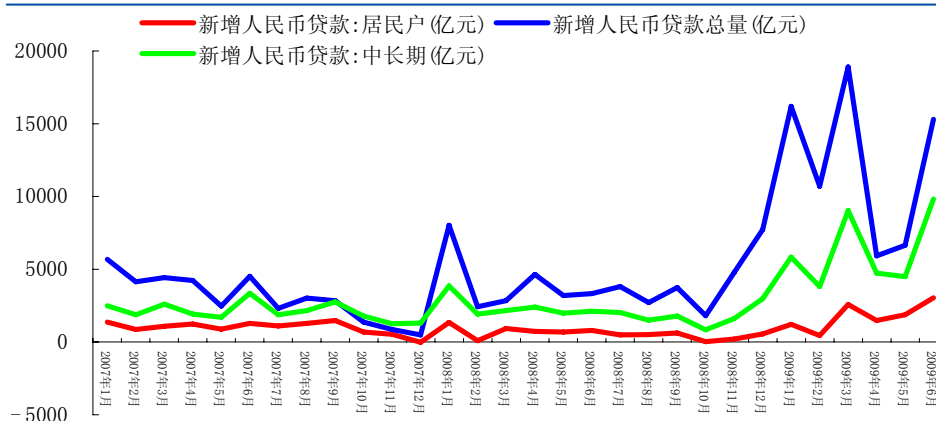
图 11: M1 和 M2 同比增速



资料来源: WIND 资讯、国元证券研究中心

贷款质量得到了改善: 从年初新增贷款中愈五成进入票据融资, 到 6 月, 新增中长期贷款所占新增贷款总量比例超过了 64%, 表明银行贷款进入了实体经济, 而非短期融资。

图 12: 贷款流入实体经济



资料来源: WIND 资讯、国元证券研究中心

贷款不仅流向中长期项目, 且流到居民户中的数字也越来越大。而居民户贷款以购买房产为主, 说明贷款中有相当一部分流进了楼市, 包括作为卖房人的开发商和作为买房人的居民。

因此, 我们认为 09 年上半年 7.37 万亿的天量贷款中有不少确实流入了实体经济, 但以房地产行业居多。自从国务院调低了房地产自有资金开发比例后, 随着房价的上升, 开发商拿地也越来越积极, 新开工项目越来越多, 这些情况又倒逼央行延续宽松的货币政策——一旦停止供应货币, 就会形成坏帐。

从房地产贷款资金来源角度看, 2006 年之后, 开发商自有资金增长与国内贷款的增长明显有此起彼伏的规律: 当开发商的国内贷款增速上升时, 自有资金增量就下降; 反之, 当银行放贷艰难时, 自有资金增量就上升。这是因为自有资金即定的情况下, 自己投入越少, 贷款比例越高, 在房产上涨时获得的收入就越高。

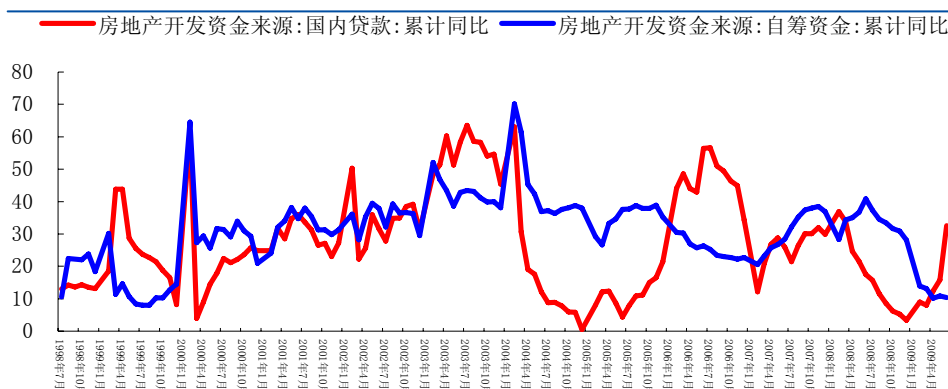
今年上半年, 房地产行业在政策的扶持下进入新一轮的再杠杆化: 房地产开发自有资金累计同比下降而国内贷款增速同比飞快上升。

就目前而言, 这个再杠杆化看似成功了: 房地产启动后消化了钢铁水泥等建材的库存, 并消化了富裕劳动力, 带动就业, 就业率上升后居民有支付能力买房, 需求上升令房产开工再次增加。

但是, 房地产若要想成为拉动中国经济的新引擎, 必须面对居民收入与高房价不匹配的

尴尬局面，一旦银根紧缩房地产这个引擎随时会熄火。

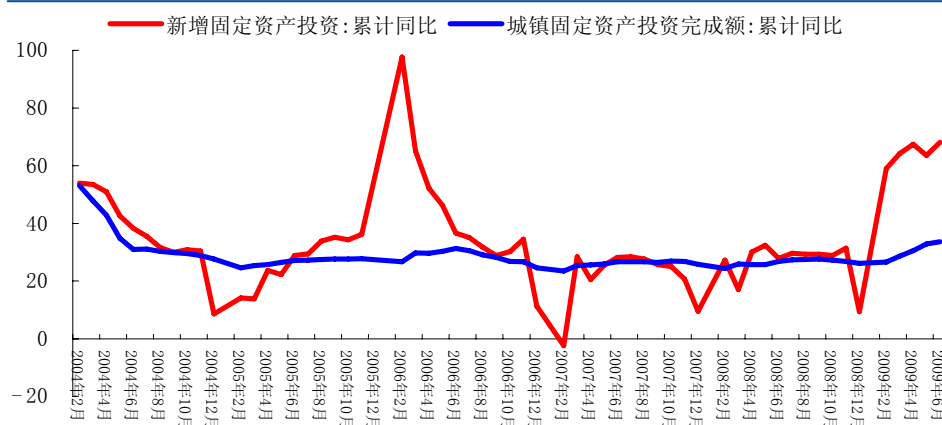
图 13: 房地产开发资金来源



资料来源: WIND 资讯、国元证券研究中心

货币政策骑虎难下，短期内宽松仍将延续。房地产仅只是我们所能预见的在未来可望产生经济效益的投资，相对整个固定资产投资而言，目前房地产开工数并不大。而我们发现固定资产投资中，新增固定资产投资额累计同比在 6 月上升到 68.10% 的高位，这些新开工项目在财政资金捉襟见肘的情况下，未来仍需要大量的银行贷款跟进。

图 14: 固定资产投资和新增固定资产投资增速



资料来源: WIND 资讯、国元证券研究中心

因此，我们预计为了保增长而释放的天量贷款，在今年下半年自动紧缩的概率并不大，全年新增贷款超 10 万亿已是不争的事实。

但今年下半年的某个时点上会有货币紧缩政策出台，这个时点一定会来得比大众想象的要早很多，其中的逻辑我们将在下文章节中仔细阐述。

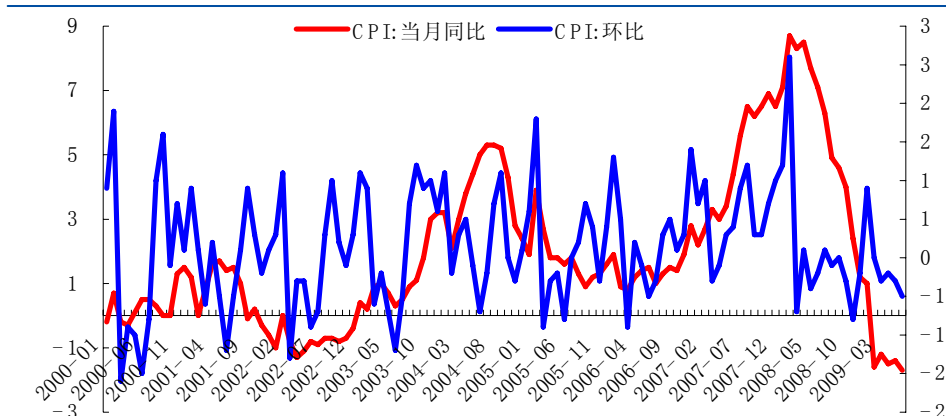
六、通胀恐慌推升资产泡沫

09 年上半年，CPI 累计同比下降了 1.1%，其中 6 月 CPI 当月同比下降了 1.7%，6 月当月环比下降了 0.5%，而这个幅度低于我们的预期。在 6 月环比大跌的情况下，我们修正全年 CPI 预期为 -1% 左右，CPI 转正的时间仍为 11 月左右，7 到 10 月均为逐步减小负数的过程。

居民当期日常消费需求依然不足，CPI 同比及环比均下降。CPI 的环比通常要比同比变换得快一些，从通缩到通胀趋势若成立的话，我们会看到环比出现持续三个月以上的率先上涨，然后才看到同比的上升。而今年以来 CPI 的环比在 3 到 6 月为负数，且数值越来越大。我们认为居民当期的日常消费需求依然不足，导致 CPI 环比和同比均出现下降。而日常消费需求不足的原因在于两点：一是失业率上升，居民整体收入下降，远期收入下降；二是对通胀的预期导致房屋和汽车消费上升，而这些当期和远期支出的增加，压

缩了日常消费金额。因此，除非失业率下降或者居民预期收入提高，否则日常消费需求依然会很低迷，这将导致 CPI 无法快速上升。

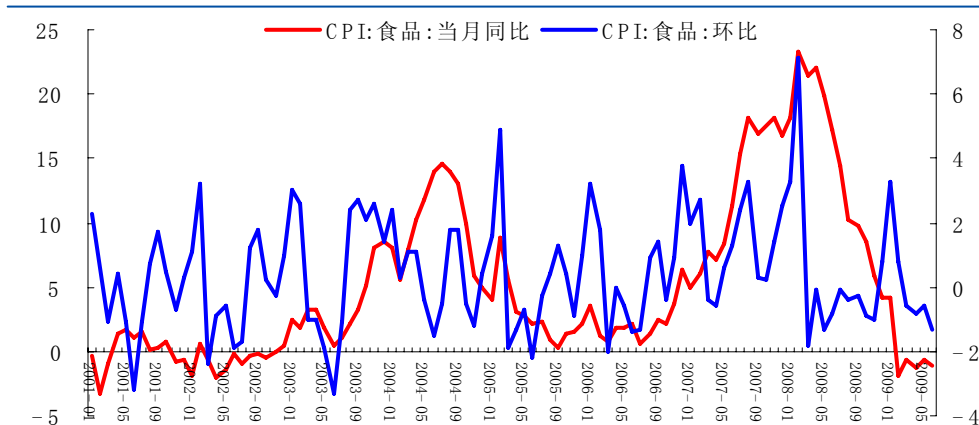
图 15: CPI 的同比和环比



资料来源: WIND 资讯、国元证券研究中心

CPI 走跌与其中占比达四成左右的食物价格下降有很大关系。

图 16: CPI 食品项的同比和环比

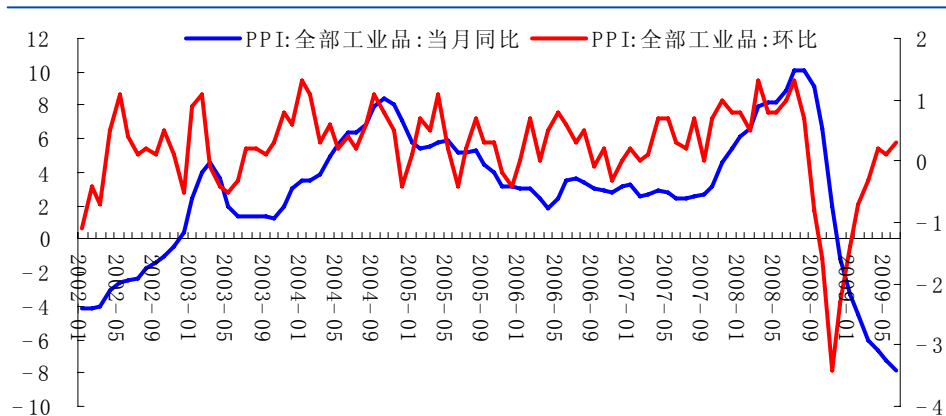


资料来源: WIND 资讯、国元证券研究中心

从图形上看, CPI 食品项的变化与整个 CPI 的变化基本一致, 因为食物价格的环比和同比均大幅下降, 导致 CPI 低位运行。

PPI 上半年累计同比下跌 5.9%, 6 月当月同比下跌 7.8%, 但环比上涨 0.3%。

图 17: PPI 的同比和环比



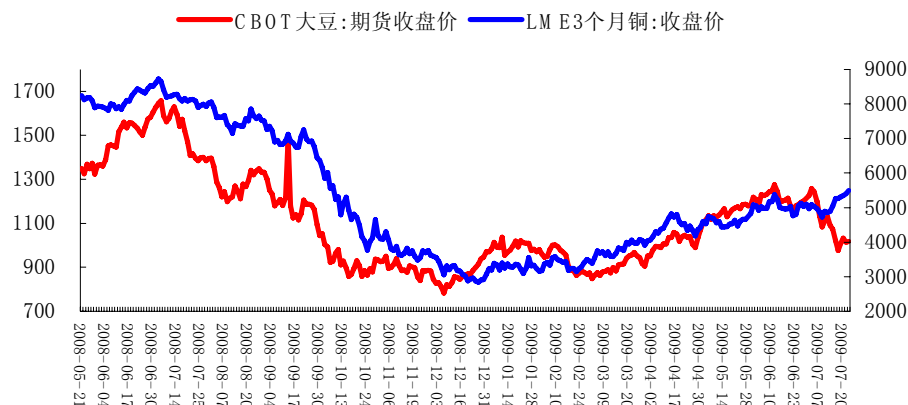
资料来源: WIND 资讯、国元证券研究中心

PPI 环比上升, 同比下降。图上可见, PPI 的环比上升幅度较大, 同比仅因去年基数问题

暂时还很低，而我们预计其下半年向上回升的速度也会很快。

资产泡沫化将取代全面通胀。从传统意义上讲，通货膨胀的定义是“因货币供给大于货币实际需求，而引起的一段时间内物价持续而普遍地上涨现象。”就此定义而言，中国未来发生通货膨胀的概率较小。因上文所述，由于居民收入下降及预期收入下降和房产消费压缩即期及远期消费，与居民生活密切相关的日常消费品价格未必能出现全面的持续的上涨。但是，天量信贷始终是存在的，现在不仅 M2 上升，且 M1 和 M0 都出现了快速飙升，这么多钱并没有如期令物价普遍上涨，而是进入到资产中，使资产呈现泡沫化状态。

图 18：大豆和铜的期货价格变动



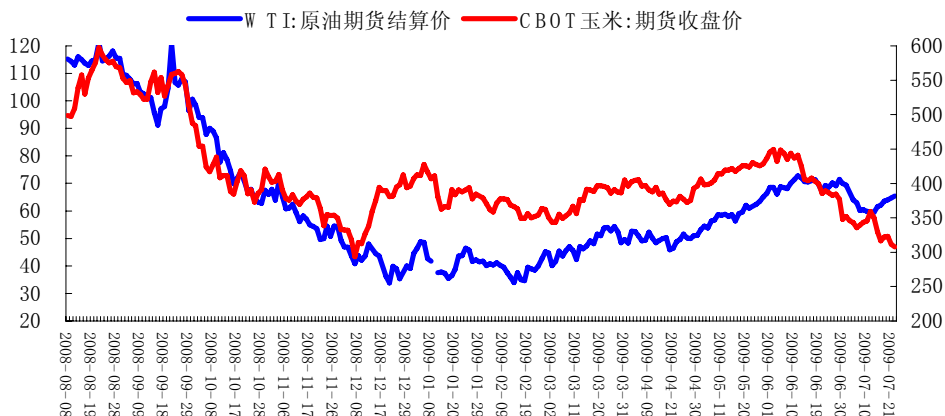
资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

通胀预期催生保值需求恐慌，进而推动资产泡沫化进程。因史无前例的天量信贷投放，再加上今年 2 月开始政府用收储等手段有意引导的通胀预期，随后又遇到美联储巨额赤字和对美元体系崩溃的猜想，居民的通胀恐慌情绪加重。虽然通胀并未来到，但居民出于资产保值考虑，将存款和贷款大量投入了房产、黄金、股票等资产中。能起到保值作用的资产必然符合以下特性：易保存，供应量有限。所以有土地属性的房产和黄金或其他有色金属以及股票，都被列入了保值资产的范围。

从保值角度考虑，农产品并不属于这个范围，因其随着时间的增长容易腐烂变质，且供应量也是逐季变换，而有色金属等大宗商品中的工业品却是保值资产的首选。

农产品期货的波动要小于工业品期货，且今年通胀预期形成之后，两者在 6 月和 7 月形成较明显的背离，即农产品回落而工业品上涨，这是因为农产品秋季供应旺季将来临，而工业品虽然实际需求不足，但其货币属性推动了它们上升。

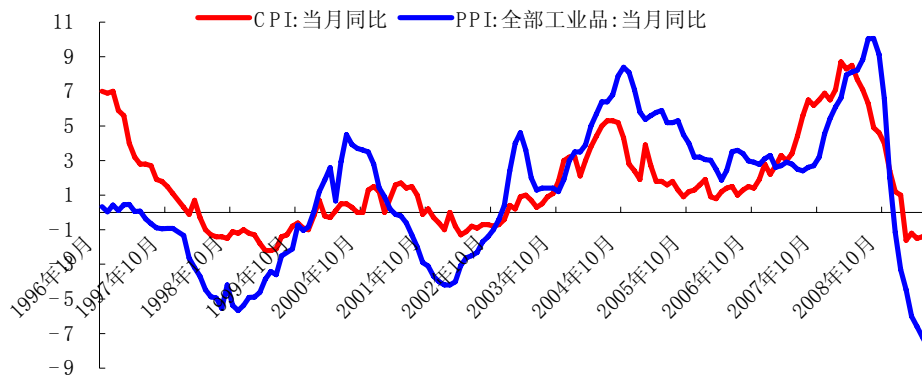
图 19：玉米和原油的期货价格变动



资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

由于 PPI 受工业品影响大，而 CPI 受农产品影响大，PPI 将在下半年率先回升，并刺破 CPI 形成剪刀差，剪断企业的利润。

图 20: CPI 和 PPI 同比



资料来源: WIND 资讯、国元证券研究中心

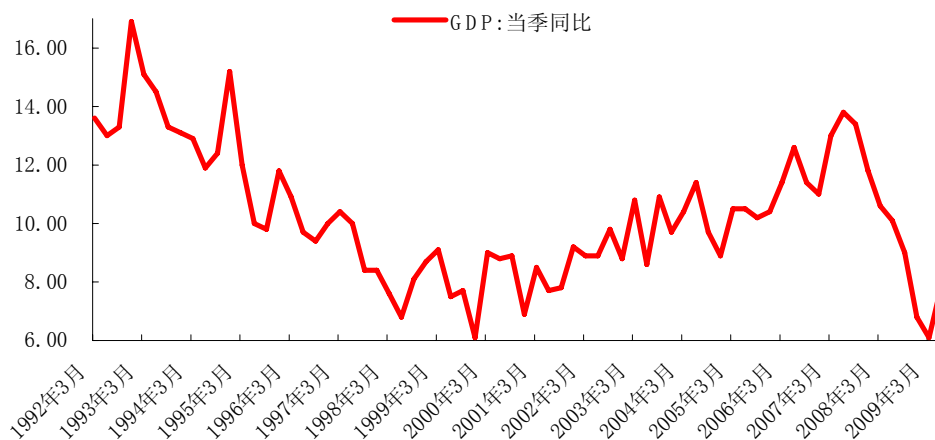
从历史上看,因工业品变动幅度远大于农产品,PPI 变动幅度远大于 CPI,而一旦物价回升,PPI 上涨将快于 CPI,物价回落的通缩时期正好相反。随着货币投放量的增加,资产泡沫化在通胀恐慌情绪中升级,必然快速推动 PPI 上升,并刺穿 CPI。当 PPI 一旦跃升到 CPI 之上,表明工业企业的成本大幅度上升,而产品涨价跟不上,它们的毛利就会降低,当这一情况更趋严重后,会形成大面积亏损。而这一情况已在上述工业增加值增速和工业企业利润增速中,初见端倪。

因此,物价全面持续上涨的通胀将因居民收入下降而不会出现,但资产泡沫化程度将在通胀恐慌和投机气氛中越来越强,这种无实际需求的资产价格上升最终将导致工业企业毛利下降,从而发生大面积亏损。企业发生亏损的时点,即 PPI 刺穿 CPI 的时点,也就是货币政策转向的时机,应密切关注,或在此之前货币当局就会意识到,使紧缩时点比大家想象的要来的早很多。

七、一马狂奔的 GDP

投资在今年上半年对经济增长的贡献率为 87.6%,拉动 GDP 增长 6.2 个百分点;最终消费对经济增长贡献率为 53.4%,拉动 GDP 增长 3.8 个百分点;净出口对经济增长贡献率-41%,下拉 GDP 增长 2.9 个百分点,显然,出人意料的高 GDP 增速并非由三驾马车同时拉动,而是来自投资的“一马狂奔”。

图 21: GDP 当季同比



资料来源: WIND 资讯、国元证券研究中心

下半年的投资有两个关键点:一是若单靠政府投资公用事业,则效益低下而很难带动民间投资,最后都变成存货;二是当前来看房地产再次启动,民间投资也被带动起来,但房地产正循环中居民收入始终是薄弱的环节,依靠巨量银行贷款维持的天价房产还能走

多远，值得关注。

下半年的消费依然严重依赖居民的货币幻觉，即要看房产及股票价格如何变动，而后两者则完全取决央行的货币政策。若依然能维持天量贷款，则货币幻觉依然会存在，消费仍能保持强劲增长势头。

下半年的外贸出口情况也不容乐观，这一点可从欧美等国的消费下降，储蓄率上升中可以看到。尽管净出口跌幅收窄，但见底不意味着会反弹。

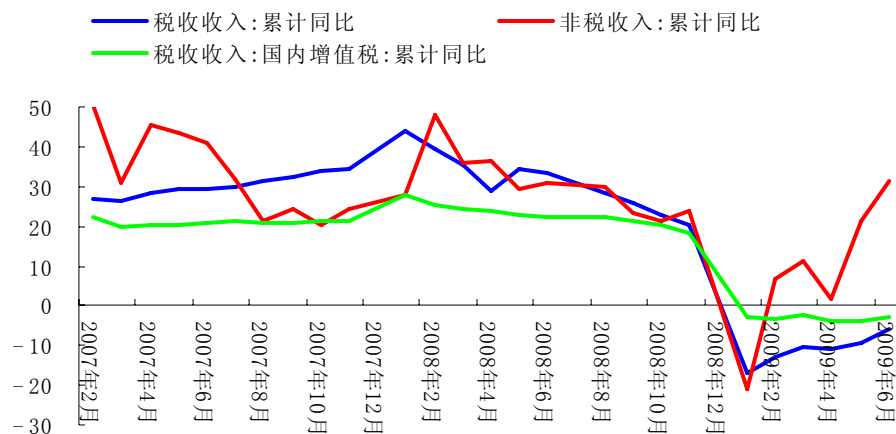
八、捉襟见肘的财政收支

上半年，财政收入 3.4 万亿元，较去年同期减少 832 亿元，收入下降了 2.4%。全国税收总收入完成 29530.07 亿元，同比下降 6%，减收 1895.68 亿元。其中，6 月份全国税收收入完成 5483.56 亿元，同比增长 12.2%，增收 595.14 亿元。

2009 年上半年税收收入同比减收的原因如下：一是经济运行虽出现底部企稳回升态势但仍比上年大幅下滑。因此，与生产相关的增值税、企业所得税、进口环节税收均为减收。同时，物价水平下降也使整个税基规模缩减。二是去年下半年以来国家陆续出台并实施了大规模的结构性减税政策。

上半年单月税收收入环比好转的主要原因如下：一是成品油税费改革的增收效应显现。二是新增人民币贷款数量大幅增加、股票成交明显活跃等因素使金融保险业营业税有所回升。三是 3 月份以来部分城市房地产交易有所回暖，带动土地、房产等相关税收较快增长。四是股票交易与去年同期相比明显活跃，股民入市意愿回升等因素使证券交易印花税的跌幅收窄。

图 22：税收及非税收入累计同比增速



资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

真正令财政收入跌幅减缓的是非税收入的大幅度上升，在税收收入上半年累计下降 6% 的情况下，非税收入累计增长 31%。前者占财政收入的 90%，虽然后者的大幅攀升扭转了财政收入颓势，但其可持续性有待观察。

非税收入在我国主要表现为预算外的行政事业性收费、基金、集资和各种摊派等。由于长期以来没有正式纳入预算体系，非税收入游离于财政监督的体制之外，并往往被演变为部门的“小金库”。在硬性摊派、强制征收等不规范操作下，非税收入的迅猛增长加重了许多实体企业的经营负担，弱化了经济微观主体的活力。

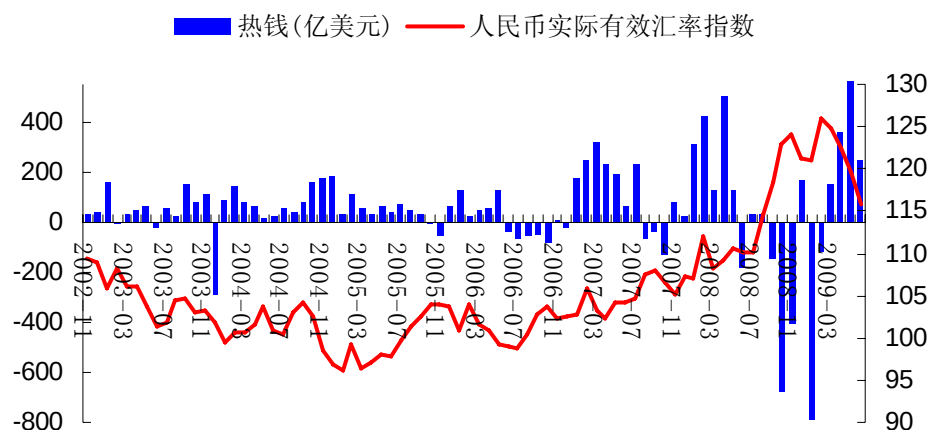
因此，在企业效益普遍没有好转，而财政支出仍将大幅增加的情况下，财政赤字可能会上升。年初财政部制定的计划中，财政赤字仅 9500 亿元，这是建立在财政收入同 GDP 一样有 8% 增长的情况下，但正如我们上文所述，即使 GDP 和工业增加值都能如期增长，企业效益却难以保障，我们预计财政收入全年将能保持 3% 的增长，离 8% 有很大的距离。而财政支出在今年上半年的增速是 27.8%，全年保持 25% 以上是大概率事件。今年财政赤字

就有望达 1.5 万亿左右，比年初增加 5000 多万，若推论成立，那么今年的财政赤字有望占 GDP 的 5%，超过国际警戒线的 3%。

九、警惕热钱流向突然逆转

统计显示，无法解释的外汇在 3 月后流入我国，趋势明显，也就是中国资本价格受到了热钱的冲击。

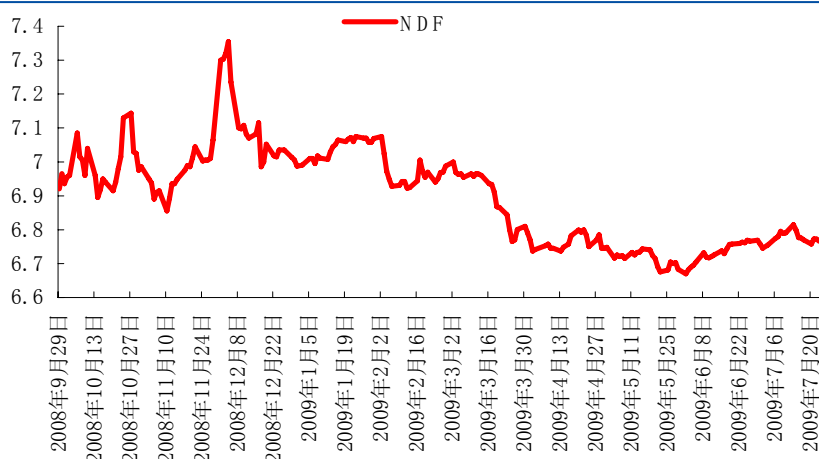
图 23：热钱和人民币实际有效汇率



资料来源：WIND 资讯、国元证券研究中心

热钱的流向对资本品价格走向甚为关键，而其中人民币值变动的预期又是热钱流向的决定性因素，因此我们不得不考虑 09 年下半年人民币真实汇率变动状况。历史表明，人民币实际有效汇率处于预期上升周期，热钱才会源源不断流入国内。我们认为 09 年下半年人民币不存在大幅升值的可能，因此并不会吸引热钱再次流入市场而发生类似 2006 年的牛市行情。

图 24：NDF 走势



资料来源：国元证券研究中心

我们用 NDF 走势来看未来人民币汇率的可能走向：NDF 是人民币不交收远期合约，该市场属离岸金融系统，参与者来自国际上各种资金，已经成为反映人民币汇率走势的一个重要市场，其报价也反映着人们兑人民币在未来一段时间内走势的预期。NDF 从 2004 年 7 月的 8.1876 一路上升到 2008 年 7 月 6.2735 之后就结束了升势转而走跌。而在此之前，该远期汇率明显引领着即期汇率的升值，而 NDF 从 08 年 12 月 4 日的 7.355 开始又逐步转升，而我们发现这恰好是美元指数逐步从 87 的高点回落的时候。NDF 在 3 月 10 日左右发生了一次加速上涨，而这恰好也发生在美元指数再次从 87 跳水的时候，进入 6 月以后，

NDF 徘徊在 6.7 附近。从金融危机爆发以来，人民币升值的预期与美元汇率呈现明显的反向关系。如果在正常世道中，人民币与美元挂钩，美元汇率走强会给人民币带来一定的升值好处，但现在危机时刻并未过去，全球资金流动性泛滥与紧缺之间之有一线之隔，资金只有两种选择：流向美元或流向非美货币，从这个意义上看，人民币与非美货币在“同一条船上”，人民币汇率走向也自然与美元汇率将呈现“跷跷板”关系。

而我们对美元并不看淡，理由如下：

第一，尽管美国采用定量宽松的货币政策，但包括日本、欧元区和英国都先后采用了同样的政策，汇率是一个相对比值，美元不会因宽松货币政策一直走跌。

第二，投资者对美国开动印钞机感觉很恐慌，但美元体系暂时不至于崩溃。黄金作为最能取代美元地位的商品，几次冲击 1000 元/盎司的价格都未果，实际上就是因为黄金全球总量不过 15 多万吨，按 950 美元/盎司的价格来计算，仅 4.6 万亿美元，在全球货币流通量的绝对值中占比实在太小了，所以不可能恢复金本位，也没有这个理论基础。而黄金除了作为货币之外，没有任何使用价值，这就导致它几次冲顶未果。而其余商品虽然有使用价值，但储存条件都比黄金有更多限制，且随着经济滑坡，实际需求也比 2007 年的时候减少了很多，价格无法持续上升。我们暂时还未看到有取代美元体系的商品出现，美元体系暂时不会崩溃也就说明美元很难出现“布雷顿森林体系”崩溃时的那种下跌。

第三，美国在失业率走高的同时，承受着大宗商品价格上涨的阵痛，CPI 也有抬头倾向，这种滞胀不利于经济复苏。历史上 1973 到 1975 年发生了滞胀，1979 年到 1982 年末彻底解决的滞胀重新抬头，1982 年之后，里根政府提升美元利率宣布实施强势美元政策才使滞胀消失，相信这次美国政府一定从历史中吸取教训，在滞胀出现苗头时快速回笼货币。而且滞胀时期货币政策陷入流动性陷阱本身已经失效，收紧货币更利经济不再恶化。美联储主席伯南克 6 月 3 日也曾表示，只要有抑制通胀的需要，即使美联储资产负债表规模依旧庞大，美联储也能够升息。近期数次会议都开始讨论宽松货币政策的退出途径。**尽管热钱当前流向中国，但我们应警惕热钱流向的突然逆转，而这一幕曾在 2008 年也发生过。**

一是因美元未必会持续走软，一旦走强人民币将相对贬值，导致热钱流出；二是美联储和欧洲各国 6 月起都不再向资本市场注入流动性，但我国 6 月新增贷款为 1.53 万亿，再加上在全球以最高的增速完成投资拉动，通胀压力比任何一国都高，预示着人民币存在贬值倾向；三是欧美各国经济复苏基础不牢靠，房屋贷款有望引发第二波金融危机，热钱也有可能重演 2008 年上半年流入下半年流出的一幕。

随着 NDF 和人民币中间价的升水越来越小，我们认为应警惕热钱的突然转向，而这一点将会带来资本市场上剧烈的动荡。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 10-15%” 以上	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%” 以内	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 10%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn