

经济新动向：内生和外生力量的消长

陈勇(021) 5010 6011
chenyongsz@lhq.com

报告试图回答的问题

对于最新的经济形势，我们试图回答以下三个问题：第一，7月经济数据否是一次临时扰动？如果是，干扰源是什么？第二，如果不是临时扰动，是否预示了一个新动向？其背后的逻辑是什么？第三，按照喇叭口的轨迹外延，更悲观的情形——所谓的“二次探底”是否会出现？

扰动因素非偶然

7月份的全社会零售消费品总额增长所加速。说明气候因素的影响并不显著。去年奥运会期间一些企业的经营活动不同程度受到影响，因此基期因素也不是主要原因。经济刺激政策的有所收紧可能是一个重要的干扰因素。但这个因素并非偶然。

经济新动向

政策因素可以解释投资减速，但不能完全解释工业生产的情况，7月份轻工业和中国工业增长出现反差，这是因为重工业生产有投资的强力带动，而轻工业生产有外需的拖累。

生产的加速扩张和终端需求（国内和国外）的低迷给轻工业库存构成压力，7月份，轻工业补库存行为告一段落

7月份的数据印证了我们此前的看法：经济快速回升是强力刺激政策所致。由此引申的政策含义是，此前关于刺激政策及早退出的担忧得到舒缓，所谓的“政策微调”不仅在口头上，而且在操作中将变得更加温和、更加小心翼翼。

经济新动向的背景是：“保八”目标可以实现、四季度GDP增长很有可能达到历史均值9.9%、实际投资增速接近40%的“天花板”。在这样的背景下，政策刺激的力度不会继续加大，因此短期内经济指标大面积“超预期”难以再现。

在经济增长向均值回归的过程中，刺激政策的边际效应递减，加上政策力度有所减小，未来经济增长的推动，将逐渐由外生性的政策力量向内生性市场力量转换，这就是7月份开始的中国经济新动向。

不会“二次探底”

“二次探底”的条件是：导致经济强劲回升的刺激政策力度快速减弱直至退出，同时内生性增长力量没有明显起色。但这两个条件都不成立。地方政府的投资热情和新开工项目规模巨大，决定了投资增长将在高位，国内消费和出口的增长是一个确定性的趋势。

即便消费和出口没有超预期，从经济核算的角度，2009年剩余时间里我们将看到：内生性增长力量逐渐增强，经济从高潮期下行所造成的需求缺口正逐渐缩小，这一过程对应着弥补缺口的投资需求增长在高位减速，这是我们认为不会出现“二次探底”的主要理由。

顺着这思路看2010年，经济从底部回升，需求缺口将不复存在，出口和消费将确定性上升，投资增长虽然减速，但经济最坏的情形也不过是（11.6%，8.2%）的投资-产出组合，这是1998-2002年间经济低迷时期投资-产出组合的均值。这种增长形态也不叫底。

目 录

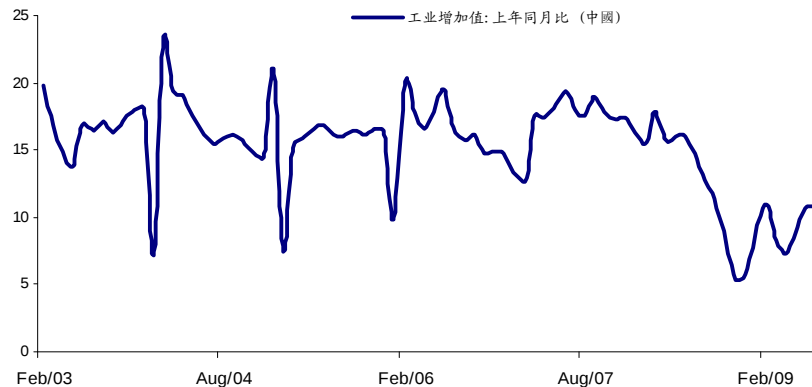
7 月份的“意外”	3
扰动因素非偶然	4
经济新动向	5
不会“二次探底”	7

（本报告包括 10 张图表，1 张表格）

7 月份的“意外”

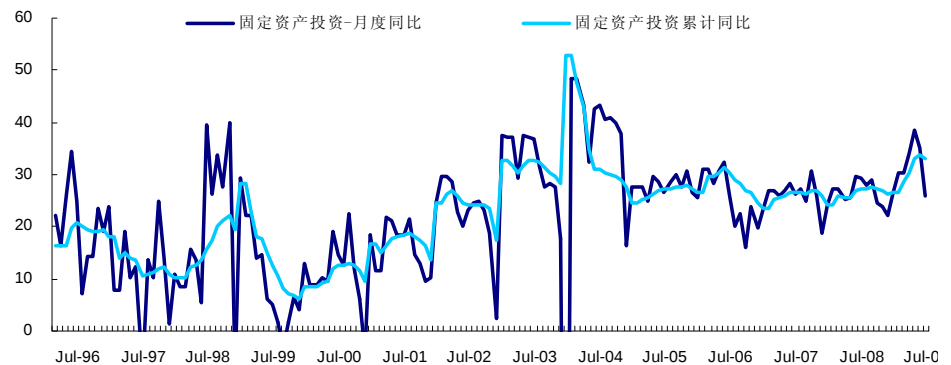
中国 7 月份经济数据给经济回升的 V 型轨迹打开了一个喇叭口。工业增加值同比增长在连续大幅加速后，本月仅微增 0.1 个百分点，固定资产投资的月度增速（未经季调）从上月的 35.3% 下降到 26%，从而导致城镇固定资产投资累计增速下滑 0.7 个百分点。

图 1、工业生产增长放缓（%）



数据来源：CEIC, 联合证券研究所

图 2、月度投资增速同比显著下滑（%）



数据来源：CEIC, 联合证券研究所

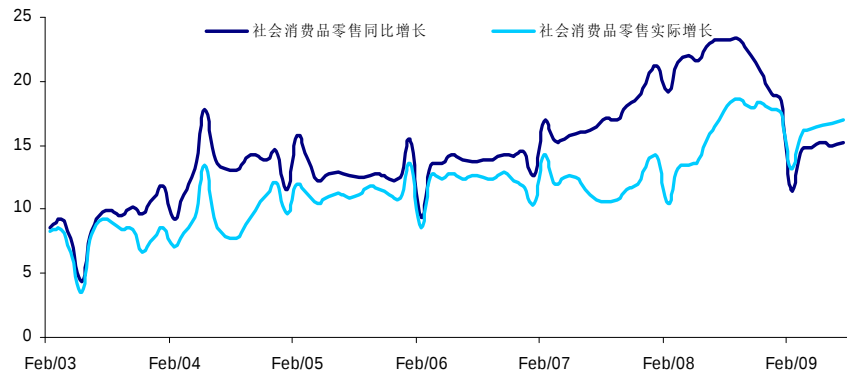
在生产法核算的产出统计中，工业生产对 GDP 的边际影响最大，而在支出法的产出核算中，投资对 GDP 增长的影响具有绝对的重要性，今年上半年，投资对 GDP 增长的贡献率达到创纪录的 87.6%。由此可以想象，此前强劲的 GDP 增速回升在 7 月份遭遇了“意外”。

从 3 月份到 6 月份，经济连续快速反弹的态势，使我们已经习惯了经济数据超预期。当超预期变成一种常态，“正常”的经济数据都可能是意外，从而成为悲观情绪的源头。对于最新的经济形势，我们试图要回答以下三个问题：第一，这是否是一次临时扰动？如果是，干扰源是什么？第二，如果不是临时扰动，是否预示了一个新动向？其背后的逻辑是什么？第三，按照喇叭口的轨迹外延，更悲观的情形——所谓的“二次探底”是否会出现？

扰动因素非偶然

气候因素应该是个干扰源。国家气象局发布的气象资料显示，7月份的灾害性天气明显多于6月份，这是影响环比增长的一个重要因素。不过这也是中国气候变化的一个季节性规律。与去年同期比，7月份长江中下游及其以南地区遭遇长达16天37~39℃的高温天气，可能对投资和生产产生了负面影响，但我们并不认为这个影响足够大，因为消费依然活跃，7月份的全社会零售消费品总额同比增长15.2%，比上月有所加速。因此气候因素的影响可能并不显著。

图3、天气因素只影响投资，不影响消费？

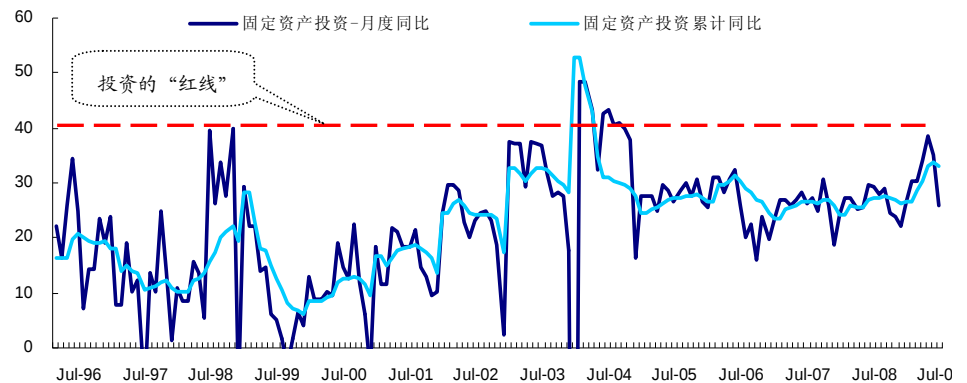


数据来源：CEIC, 联合证券研究所

基期因素更难解释产出增长下滑。2008年的奥运会前后，一些企业的经营活动不同程度受到影响，反映在数据上，就是工业生产和固定资产投资的基期水平并不高，因此这也不是导致工业和投资数据“意外”的主要原因。

政策因素不可回避。我们注意到，一些地方和企业投资的盲目扩张已经引起了管理层的警惕，发改委此前否决了一些重复建设项目和高能耗高污染项目，并且明确表态，对产能过剩行业投资提高审批门槛。回顾改革开放以后的历史，中国经济的每一次波动都和投资增速波动不无关系。当投资增速达40%左右的水平时，投资政策收紧的信号将被公开释放，而上半年的实际投资增速已经超过36%。因此经济刺激政策的有所收紧可能是一个重要的干扰因素。但这个因素并非偶然。

图4、天气因素只影响投资，不影响消费？

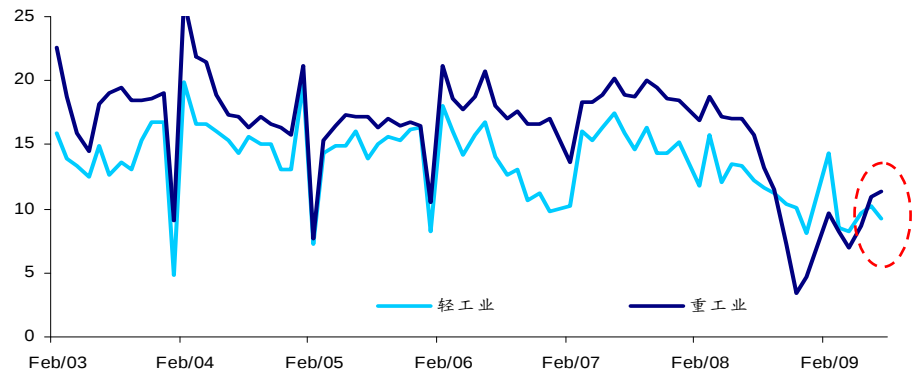


数据来源：CEIC, 联合证券研究所

经济新动向

政策因素可以解释投资减速，但不能完全解释工业生产的情况。因为投资增速依然在高位，它确实带动了重工业产出继续加速增长，7 月份，重工业增加值同比增长 11.3%，比上月增加 0.4 个百分点。问题是，7 月份的轻工业增加值同比增长 9.2%，竟然比上月降低 1 个百分点。政策因素不是导致轻工业产出增长减速的原因，因为轻工业生产主要是为了满足消费，而政策上对消费的刺激力度并未减小。

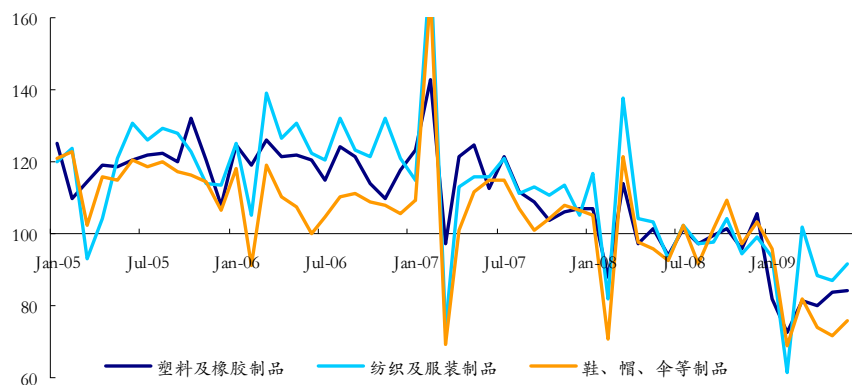
图 5、轻工业和重工业增长出现反差



数据来源：CEIC, 联合证券研究所

怎么解释这种反差？答案在于重工业生产有投资的强力带动，而轻工业生产有外需的拖累。终端消费需求，包括同比增长 15% 的国内消费，和同比下降约 10% 的国外消费（劳动密集型等轻工业产品出口同比降幅显著小于总出口降幅），不能够消化增速约 10% 的轻工业产出。

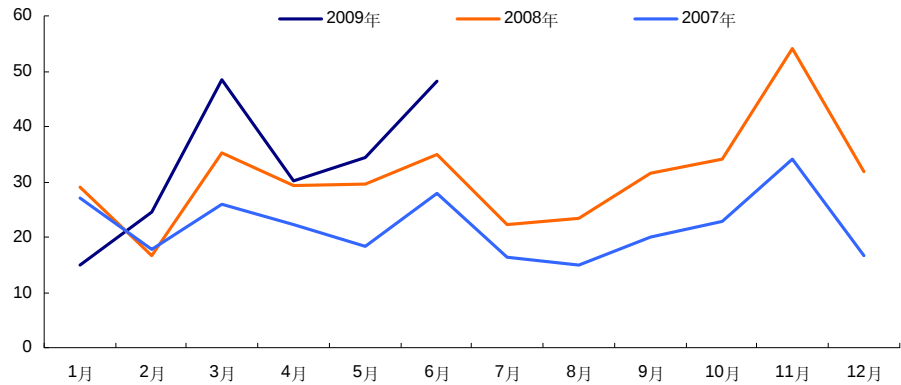
图 6、轻工业品出口依然低迷（上年同月=100）



数据来源：CEIC, 联合证券研究所

我们观察到，如果以生产和销售的差额反映库存增量，轻工业生产在 5、6 月份加速回升，增量库存快速增加，超过了 2007 和 2008 年同期的规模。值得指出的是，2007 年是上轮经济周期的高潮时期。

图 7、轻工业的库存增量在 5、6 月份超过往年月份（十亿元）



数据来源：CEIC，联合证券研究所。

我们判断，二季度轻工业产出加速增长有补库存因素的推动，7 月份，补库存行为告一段落。因为生产的加速扩张和终端需求的低迷给轻工业库存构成压力，企业自然的反应就是生产适当减速，待需求有确定性增长以后再恢复扩张。

这表明，在政策刺激之外，自发性的需求仍然不能超预期增长。7 月份的 CPI 数据也可以佐证这个判断。CPI 环比 0 增长，同比下降扩大至 -1.8%，而这是在二季度 GDP 增长 7.9%、7 月份投资实际增长 36% 的情况下发生的。7 月份的数据印证了我们此前的看法，经济快速回升是强力刺激政策所致。由此引申的政策含义是，此前关于刺激政策及早退出的担忧得到舒缓，所谓的“政策微调”不仅在口头上，而且在操作中将变得更加温和、更加小心翼翼。

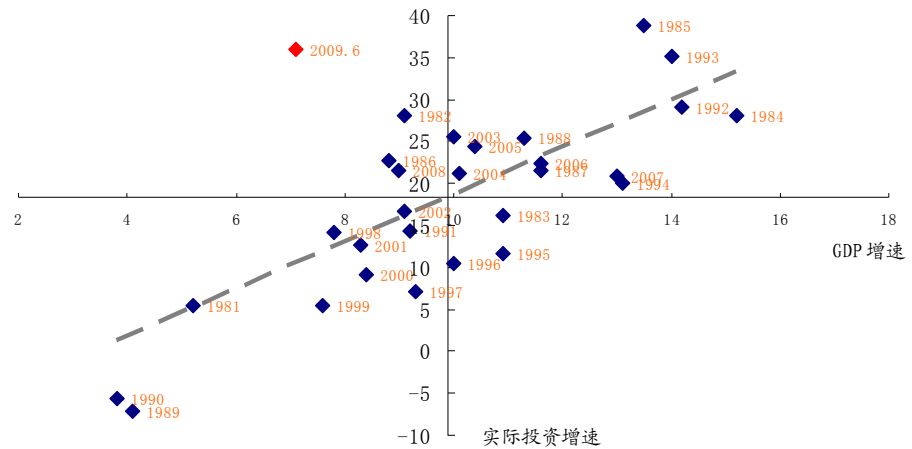
当前经济出现一个新动向。这个新动向的背景是：“保八”目标可以实现、四季度 GDP 增长很有可能达到历史均值 9.9%、实际投资增速接近 40% 的“天花板”。在这样的背景下，政策刺激的力度不会继续加大，因此短期内经济指标大面积“超预期”难以再现。

也就是说，经济超跌后，在强力政策的刺激下快速反弹，当快要接近历史均值时，步调开始放慢。这个时候，要保持原有的速度，经济需要一个更大的推力才可以完成“V 型”曲线的剩余部分。

投资和信贷方面的政策力度不可能再大。1980 年以来的历史表明，35% 以上的投资增长可以实现 13% 以上的 GDP 增长，而 8% 左右的 GDP 增长只需要 15% 左右的投资增长，但在 2009 年上半年，投资和 GDP 增速的组合是 (36.2%, 7.1%)，在商业银行体系里，2009 年的信贷业务规模将接近 2008 年的 3 倍。这样的政策刺激力度已经很难再大了。在中国经济投资-产出坐标里，2009 年是个异常值，我们现在还难以准确评估其未来影响，但确信无疑，2009 年的经济实践将成为经济史上的重要案例。

在经济增长向均值回归的过程中，刺激政策的边际效应递减，加上政策力度有所减小，未来经济增长的推动，将逐渐由外生性的政策力量向内生性市场力量转换，这就是 7 月份开始的中国经济新动向。

图 8、投资和增长线性正相关，但 2009 年是“异常值”（1990-2009，%）



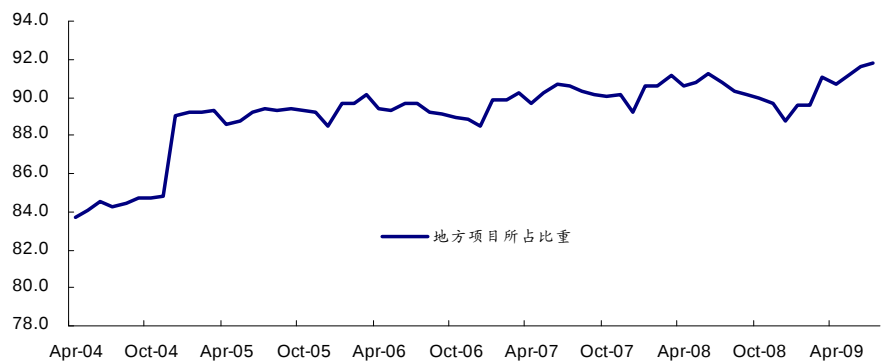
数据来源：CEIC，联合证券研究所。（坐标轴相交于 1981 年以来均值，投资：18.3%，GDP：9.9%）

不会“二次探底”

按照我们解释经济新动向的逻辑，“二次探底”的条件是：导致经济强劲回升的刺激政策力度快速减弱直至退出，同时内生性增长力量没有明显起色。

这两个条件都不成立。7 月份投资增速高位下降，使投资增长离政策抑制更远。投资保持高增长的第一个力量来自地方政府，地方项目占总投资的比重超过 91%，对总投资的带动显而易见，在现有的政绩考核和财税体制下，地方政府有原始的投资冲动，只要中央政府不出台严厉的抑制措施，这种冲动将继续释放；

图 9、地方项目投资占了绝对比重（%）



数据来源：CEIC，联合证券研究所。

第二是固定资产投资巨大的惯性力量，新开工项目投资规模依然在历史高位，1-7 月份新开工项目计划投资总额同比增长超过 80%。

图 10、新开工投规模实在是太大（%）

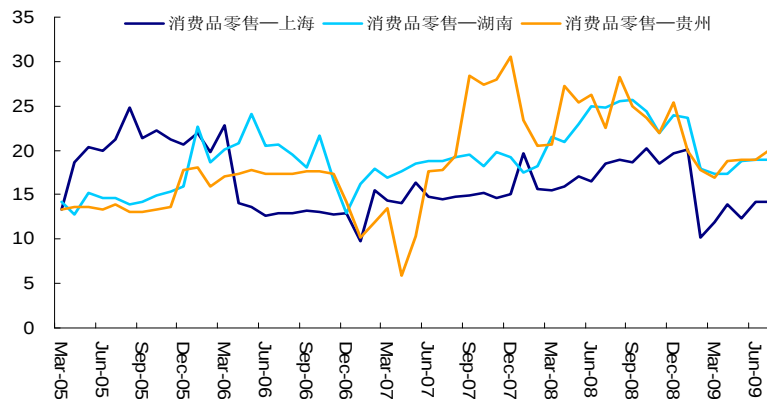


数据来源：CEIC, 联合证券研究所。

内生性动力正在复苏。对于外需，我们确信，全球经济最坏的时候已经过去，外需的复苏已经开始。虽然中国出口同比依然大幅下降，但环比连续实现正增长。也就是说，出口增长将成为一个新的动力源，但考虑到美国失业率和储蓄率将继续上升，出口“超预期”复苏在 2010 年才可能看到。

另一个内生性动力是国内消费。1-7 月份，社会消费品零售总额同比增长 15%，其中的亮点是中西部地区和消费升级概念的零售增长迅速，这表明中国的城市化历史进程并没有因金融危机而中断，城市化是中国消费快速增长的根本动力。

图 11、中西部地区的消费增长潜力巨大（%）



数据来源：CEIC, 联合证券研究所。

不同于外需，国内消费不仅是可“刺激”的，而且有较大政策空间。如果未来出台新的刺激政策，消费将是最主要的着力点。

即便消费和出口没有超预期，从经济核算的角度，2009 年剩余时间里我们将看到：内生性增长力量逐渐增强，经济从高潮期下行所造成的需求缺口正逐渐缩小，这一过程对应着弥补缺口的投资需求增长在高位减速，这是我们认为不会出现“二次探底”的主要理由。

顺着这思路看 2010 年，经济从底部回升，需求缺口将不复存在，出口和消

费将确定性上升，投资增长虽然减速，但经济最坏的情形也不过是（11.6%，8.2%）的投资-产出组合，这是 1998-2002 年间经济低迷时期投资-产出组合的均值。

即便最坏情形发生，这也叫触底吗？

表 1：上轮经济调整中的主要经济指标组合（%）

	GDP 增速	实际投资增速	工业增加值 实际增速	出口增速
1997	9.3	7.1		20.5
1998	7.8	14.1	8.8	0.4
1999	7.6	5.5	8.9	6.1
2000	8.4	9.2	11.4	27.7
2001	8.3	12.6	9.9	6.7
2002	9.1	16.7	12.6	22.4
2003	10.0	25.5	17.0	34.7

数据来源：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@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

未经书面授权，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。