

宏观深度报告

调结构的真实意图

- ◆ 在股市连续震荡走低的当口，扩张激励的政策从前期的全力“保增长”转向“调结构”带来了宏观运行的不确定性。调结构意味着政府对新增投资的限制，背后是信贷的减少，这让市场产生对宏观经济二次探底的与流动性继续紧缩的担心。
- ◆ 中国目前结构失衡的现象颇多，不独产业结构需要调整，经济增长结构、收入分配结构、中央与地方投资结构、虚实分离的结构等都是调整。结构调整是长期的制度建设，是老生常谈。
- ◆ 在财政压力、失业与产业结构调整博弈中，产业结构调整将不会对投资产业实质的影响。从历史的经验来看，它也将会是无疾而终。
- ◆ 中国经济二次探底的风险将会在 2010 年的三季度，现在谈论将会为时过早。
- ◆ 从短期的技术操作来看，结构调整最可能是将负债扩张的主力从政府向居民个人转变，从投资向消费转变，近期的政策已经表现得非常明显。这是政府在通过补贴诱导消费以消化过剩产能的主动之举，也是中国历史上走出经济危机的经验之举。
- ◆ 在重新过渡到以消费升级为核心的复苏之路时，以虚补实必须成为政府的政策核心，因为它适合了消费升级的要求。一个基本的逻辑是，中国人均 GDP 已经达到了 3500 美元，消费有自然升级的要求。另一方面，以房地产为代表的虚拟经济还不够大。
- ◆ 因此，虽然目前大家都认为房地产价格过高，但是在经济复苏的大框架下，，房地产可能不得不得启动。
- ◆ 理解调结构的真实意图，将会减少宏观运行的不确定性，从而做好资产配置。

宏观经济

魏凤春 010-85130308

weifengchun@csc.com.cn

胡艳妮 010-85130973

huyanni@csc.com.cn

分析日期：2009 年 8 月 29 日

相关研究报告

2009.6.28

变革加快负债扩张步伐

市场在宏观经济政策从“保增长”向“调结构”转变的基调中战战兢兢度过了两周，其实对于什么是“调结构”市场并无统一的认识，只是认为“调结构”必然会引退宏观运行的不确定性。

对于政府来讲，要做的事情无非是两类：短期的政策操作与长期的制度建设。调结构是长期的，是政府一直在推进，市场也在不断自我强化的事情，不过被突如其来的全球经济金融危机所打破。在二季度经济增长超出各方预期的背景下，政府重提结构调整，并不表明他将放弃既定的负债扩张方针，只是在刺激高峰已过之时，将工作重心回到日常事务上而已。

结构调整包括的内容很多，我们认为市场要关注的不应该是老生常谈的产业结构调整，而是负债扩张的结构。中信建投的研究结果表明，负债扩张的主体结构已经从政府、企业转向了个人，相应地，消费取代投资成为了经济复苏的主力。

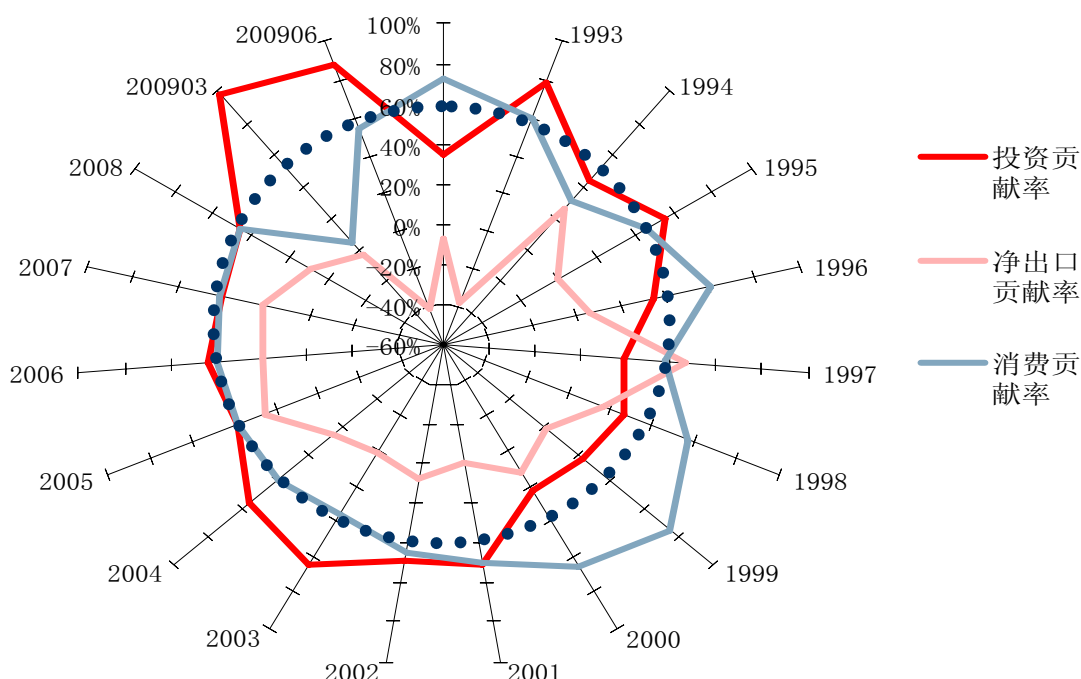
市场的风险在于经济增长主力在接力棒的交接过程中，可能的踏空，目前市场的担心不过如此。

一、哪此结构需要调整？

◆ 投资、消费与净出口的结构，从投资转向消费

2009 年二季度投资对经济增长的贡献率高达 87%，净出口贡献为 -41%，消费贡献为 54%。显然，在出口刺激措施用到极致的前提下，调低投资的贡献率，调高消费的贡献率应该是结构调整的主要内容。图 1 表明，经济陷入低迷时，投资拉动了经济增长。之后，消费开始成为经济稳定向上的主力。历史的经验也表明，消费的升级是与市场的放开保持同步的。

图 1：投资、消费与净出口对经济增长的结构表明，投资过于激进

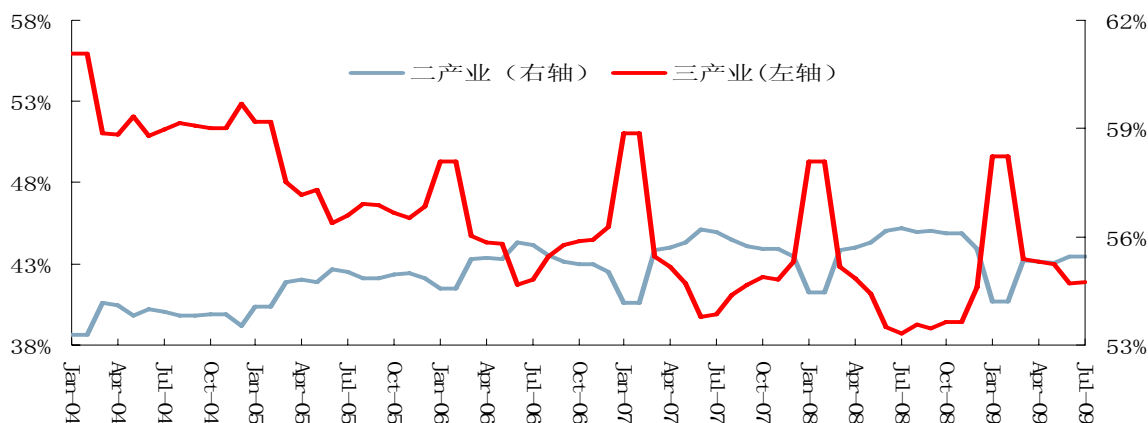


资料来源：CEIC，中信建投研发部

◆ 二三产业的结构，减二提三

在工业化加快的过程中，产业结构调整更多地指制造业的去产能与兼并重组。第三产业的提振也应该纳入议事日程。图 2 数据表明，近五年来，第三产业的占比呈下降趋势。

图 2：第三产业投资占比增速相对缓慢，第二产业相对快速

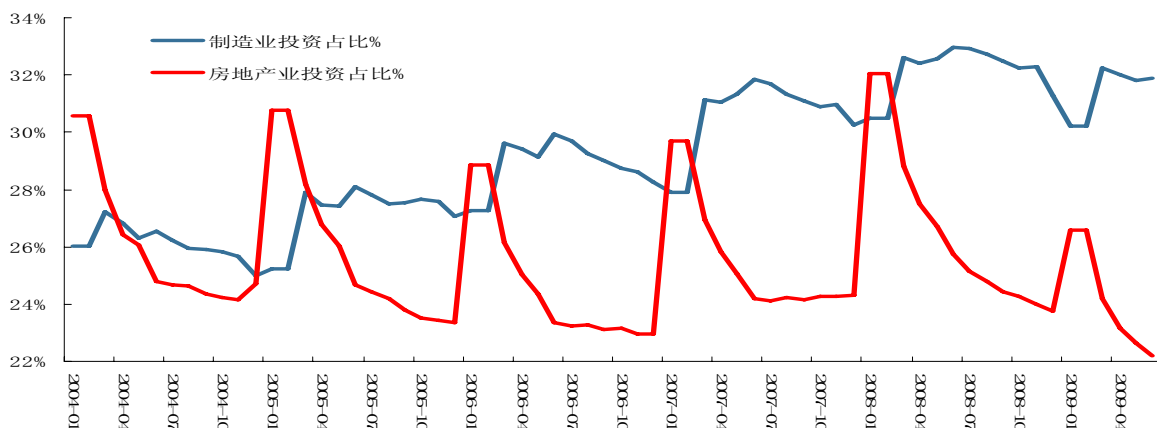


资料来源：CEIC，中信建投研发部

◆ 制造业与房地产投资的结构，加快房地产投资才能消化救灾过剩产能

产能过剩是制造业投资过多的结果，也是与消化过剩产能的行业投资不足的结果。从图 3 的数据来看，在整个的投资中，房地产投资占比在 22-30% 之间，平均为 25% 左右，逐年下降，而制造业的投资占比则逐年上升。至 2009 年上半年，房地产投资占比已经低于制造业投资占比 10 个百分点。从这个意义上讲，只有加快房地产投资才能完成产业结构调整。

图 3：房地产投资占比与制造业投资占比差距越来越大，制造业产能过剩表现为房地产投资不足

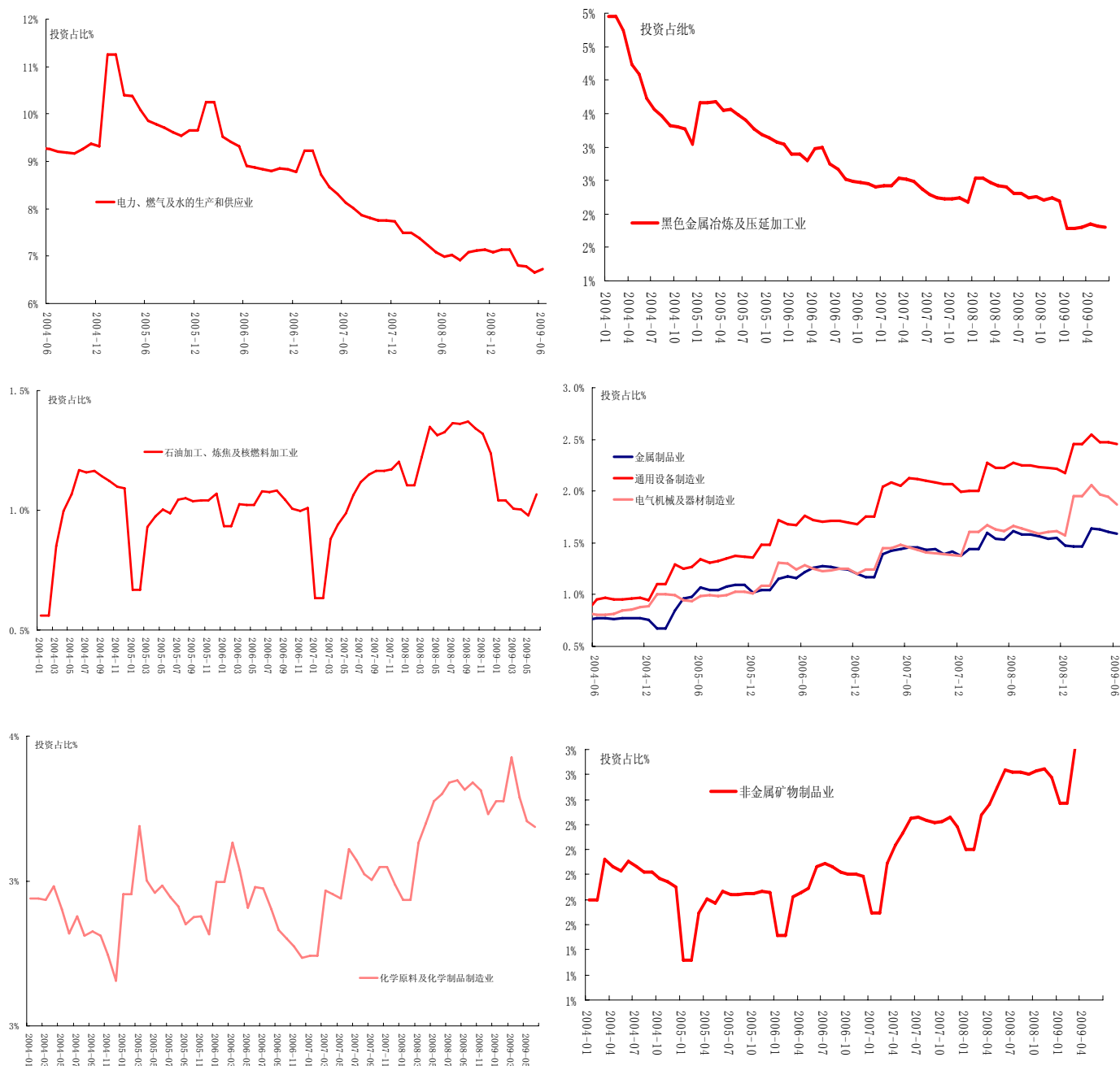


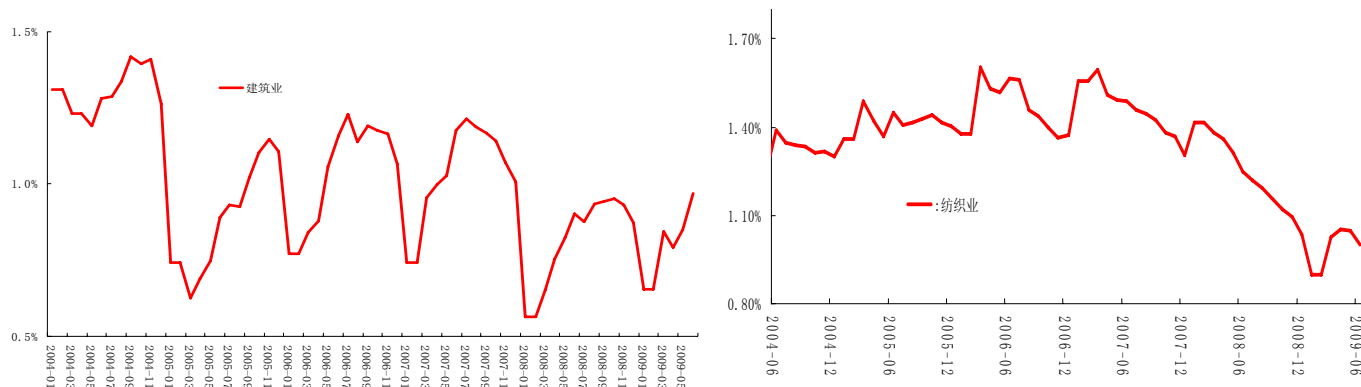
资料来源：CEIC，中信建投研发部

◆ 从不同行业的投资占比可以看出，市场正在进行自我的结构调整。

结构调整并不仅仅是政府的事情，在经济危机的时期，企业自我的校正是产业结构调整应有之义。前期政府的刺激，在很大程度上减缓了这种调整的进程。目前，政府强调结构调整，无非回归常态而已。

图 4：从不同行业投资在全部投资中的占比，可以看出哪些行业投资是过剩的





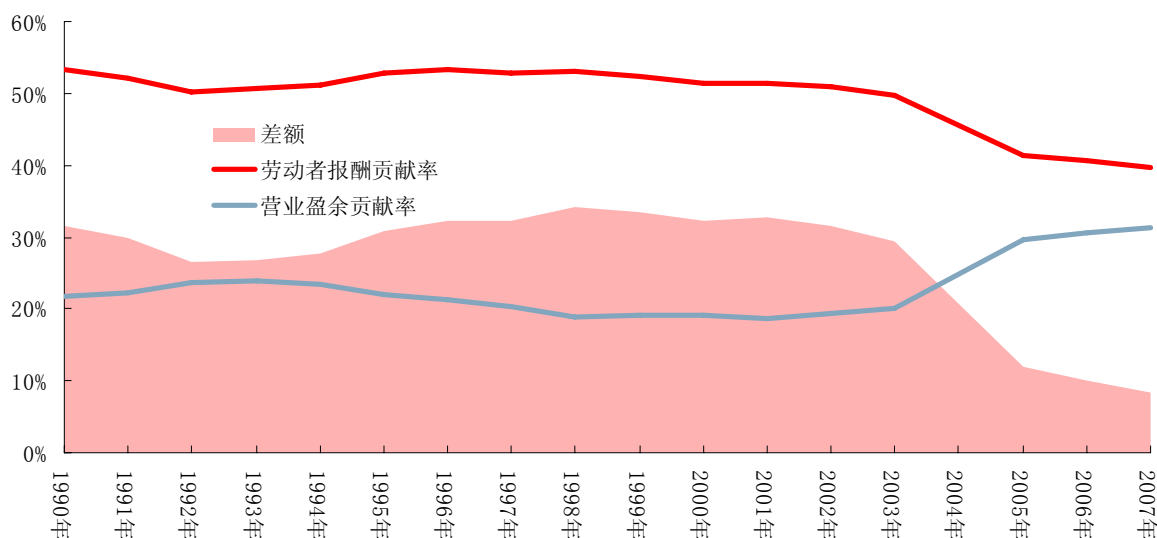
资料来源: CEIC, 中信建投研发部

◆ 企业利润与劳动者报酬结构，加快收入分配结构的调整

影响经济复苏的关键在于居民的消费能力，而劳动者报酬则是制约消费的关键。图5表明，自2003年以后，企业盈余开始大幅度上升，同时劳动者报酬急剧下降，至2007年后者对经济增长的贡献率仅高于前者8.45%，而在1995-2003年间，这比例高达30%。

在政府将消费定为经济复苏的主力军时，如何提升劳动者的报酬，将是政策调整的重中之重。

图5：从收入法GDP构成可以看出，劳动者报酬急剧下降，营业盈余急剧上升



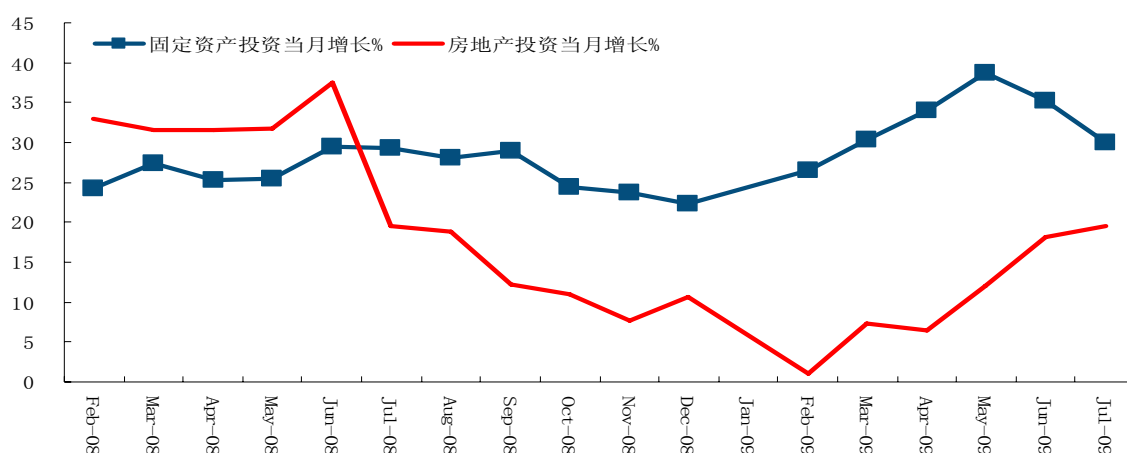
资料来源: CEIC, 中信建投研发部

◆ 房地产投资与固定资产投资结构，房地产成为投资稳定的主力。

市场目前陷入一种自相矛盾的逻辑之中：都承认房地产复苏是经济复苏的标志，而目前大家都承认房地产并没有复苏，可是按照经济复苏进行资产配置却成为一种主流。

我们在半年报中提出，以虚补实加快复苏，本意就是指必须加快房地产的复苏，才能确保经济复苏。图 6 表明，按当月值计算，固定资产投资自 5 月后开始逐月下行，房地产投资则逐月回升。至 7 月，前者为 29%，后者为 19%，房地产投资显然没有承担起稳定投资的重任。

图 6：从月度投资同比增长来看，房地产投资尚未接过固定资产投资的重担



资料来源：CEIC，中信建投研发部

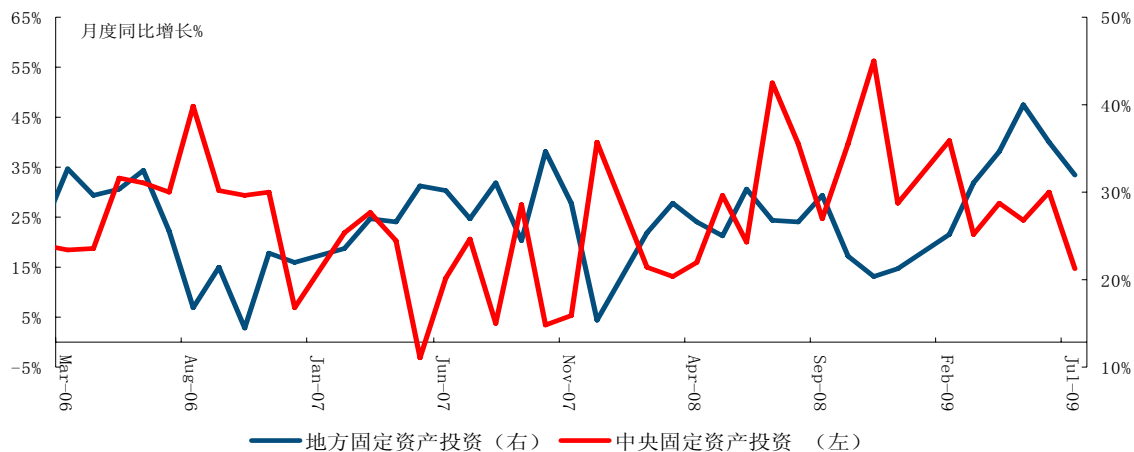
◆ 中央与地方投资的结构，中央投资下降，地方热情不减

中央与地方对投资的热情是不一样的。按月度计算，从目前的情况来看，中央的投资增速开始减弱，2008 年 10 月投资增速 55% 以上，2009 年 6 月保持在 30% 以上，至 7 月则下降到 15%。随着刺激高峰的过去，中央开始为公共风险考虑，或者储备第二轮刺激财力，投资开始减弱是理性的选择。而对于地方政府来讲，投资的热情则丝毫不减，自 2009 年 5 月超过中央投资增速之后，一直保持 30% 以上的增速。

在本次的经济刺激计划中，随着区域振兴的加速，中央已经把负债扩张的接力棒交到了地方政府手中。在唯 GDP 马首是瞻，以及进入为 18 大储备干部的热身期，地方的投资冲动有十足的理由。但在地方政府巨大的财政压力面前，信贷部门感受到无抵押而贷款的风险，而试图收紧贷款。但是地方政府已经俘获了金融部门，银行在面对可能的烂尾工程时，不得不走上与地方政府共同承担风险之路。

市场真正的复苏还是应该由市场来完成，政府不过是救急，而不是救穷。当市场担心政府投资不能持续，而市场无法承接投资之时，不确定性自然就产生了。

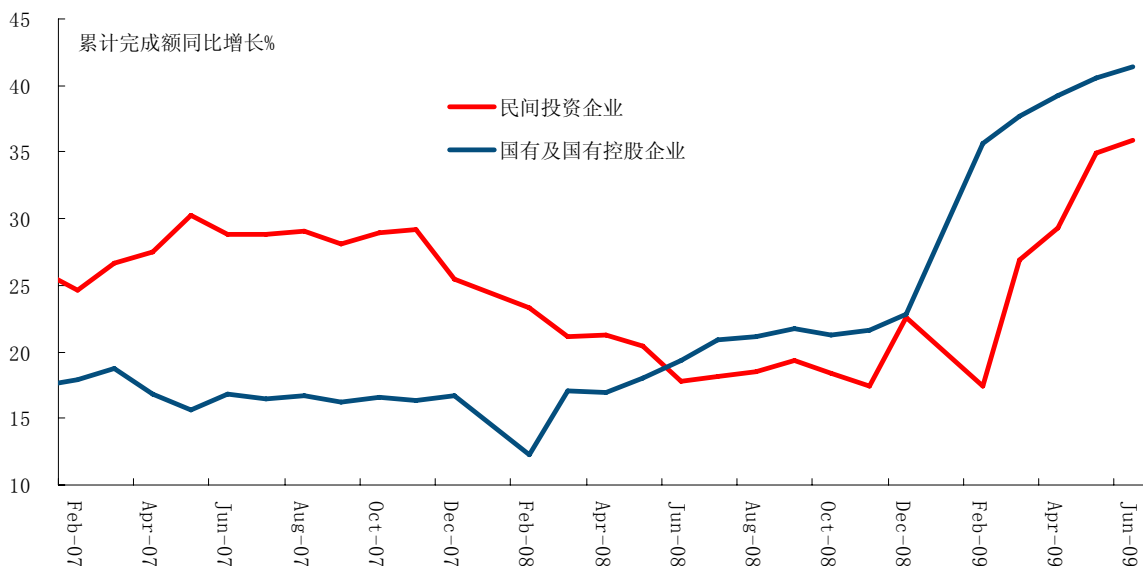
图 7：中央的投资增速开始降低，地方投资热情则不减



资料来源：CEIC，中信建投研发部

◆ 国有与民间投资结构不匹配，已经是老生常谈了。

图 8：民间投资增速落后于国有及国有控股企业



资料来源：CEIC，中信建投研发部

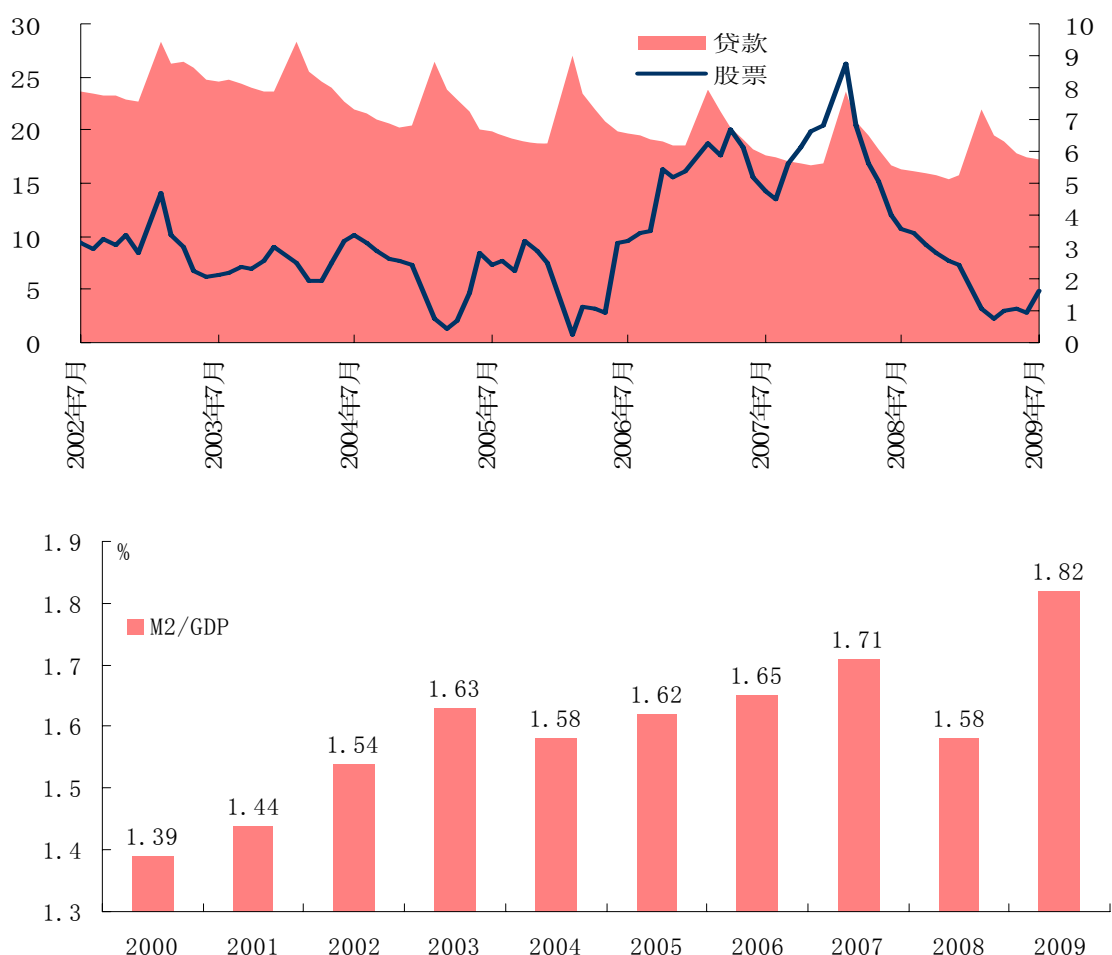
◆ 实体经济与虚拟经济的结构，虚不够大

在以虚补实的逻辑下，虚拟经济不够大是经济不能快速复苏的重要原因。在本次市场调节的过程中，投资者产生了一种类似于 2007 年政策变化引致股市大跌的相似逻辑。

逻辑是不一样的。在本次的复苏过程中，以虚补实已经被证明是必须进行的。换句话说，政府必须努力发挥虚拟经济的作用，以加快实体经济的复苏。图 9 表明，在非金融机构的融资比例中，股票市场的融资占比仅仅为 1%，而 2007 年这一最高值为 13%。在银行开始逐步约束信贷的前提下，如果不能通过直接融资来解决中小企业的资金难题，宏观踏空的风险一定会加大。

从这个意义上讲，政府应该呵护而不是打压资本市场，宽松的政策基调不能改变。从 M2/GDP 的比重来看，虚分离的局面已经形成了，以虚补实是政府不得已而为之的做法。

图 9：从股票市场融资占比来看，虚拟经济还不够大，



资料

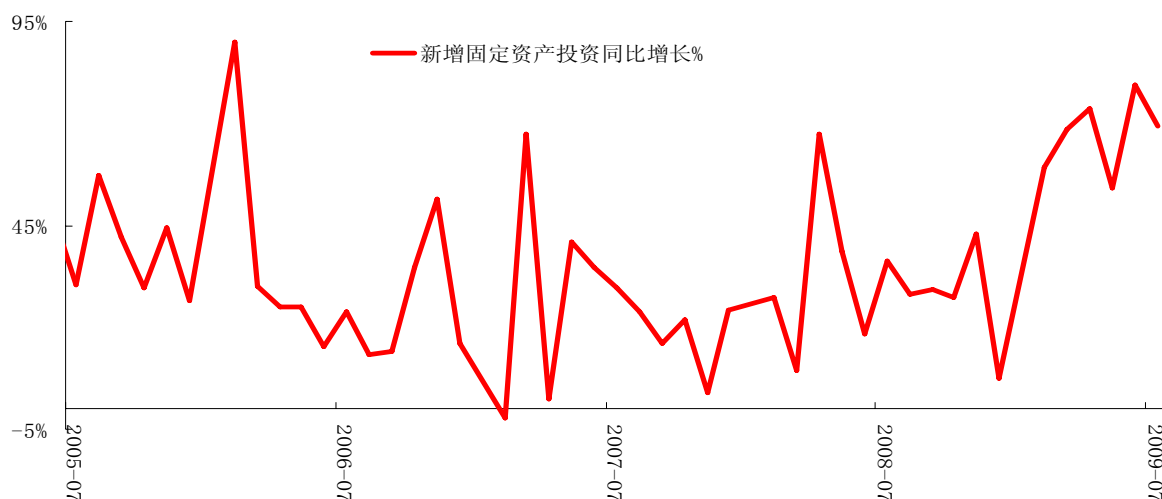
来源: CEIC, 中信建投研发部

二、传统的调结构将无疾而终

目前市场普遍认同，调结构必然会从压缩产能出手，也就是从信贷市上入手，紧缩对新开工项目的贷款。如此一来，投资将会加快下行，从而经济出现二次探底，宏观做空资本市场的逻辑在此。

对于二次探底，市场必过于担心。经济增长经过二季度的超预期反弹后，进行一系列程度的回缩现象是正常的，但不是不可能出现二次探底。最基本的理由就是虽然新开工项目速度较快，（图 10），但是到年底，投资的资金来源并不会出现问题。明年一季度，新的贷款额度又会下来，因此至明年三季度之前，投资资金来源都不应该是个问题。二次探底也将不会出现。

图 10：调结构直接影响是新增投资将会下降



资料来源：CEIC，中信建投研发部

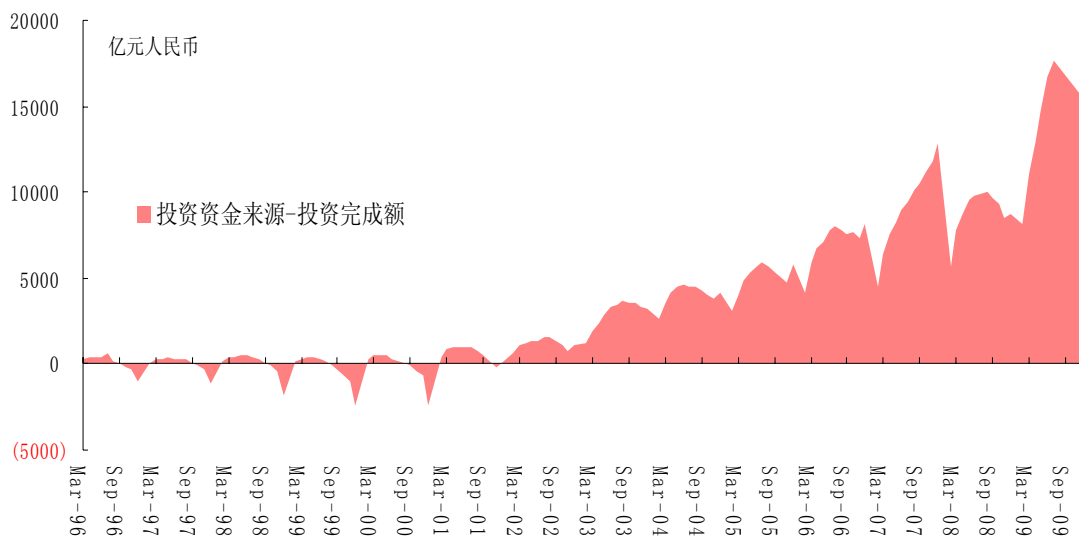
图 11 表明，至 2009 年七月，投资资金来源 113619 亿元，投资完成额为 95932 亿元，余额为 17687 亿元，余额占投资完成额的比重为 18.44%，远高于 2008 年 13.72% 的水平。按目前的水平，2009 年七月到位的资金可以完成 2008 年投资的 76%，在 2008 年这一时期，只能完成 70% 与 71%。

因此，即使政府进行结构调整，也不会对今年的投资有很大影响。更何况，政府的调整要就是要进行无疾而终的。

我们反复强调，发展中国家始终面临着就业、产业结构调整与财政压力的平衡问题，（图 12）。在目前就业仍然没有起色，财政压力仍然会持续多年的背景下，产业结构调整会如以前那样无疾而终。

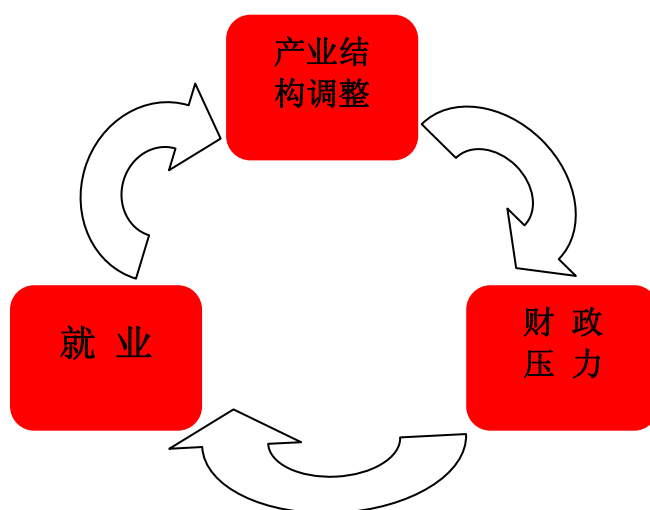
从远的时间点看，在 2015 年，中国的刘易斯拐点，即劳动力从无限供给转向有限供给出现之前，中国负债扩张的模式因为路径依赖而会主动改变。从近的时间点来看，在 2012 年新的政治周期到来之前，主动调结构的动力也会不足。

图 11：调结构对投资的影响微乎其微，市场不必过于担心



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 12：在财政压力与失业面前，传统的产业结构调整将会无疾而终



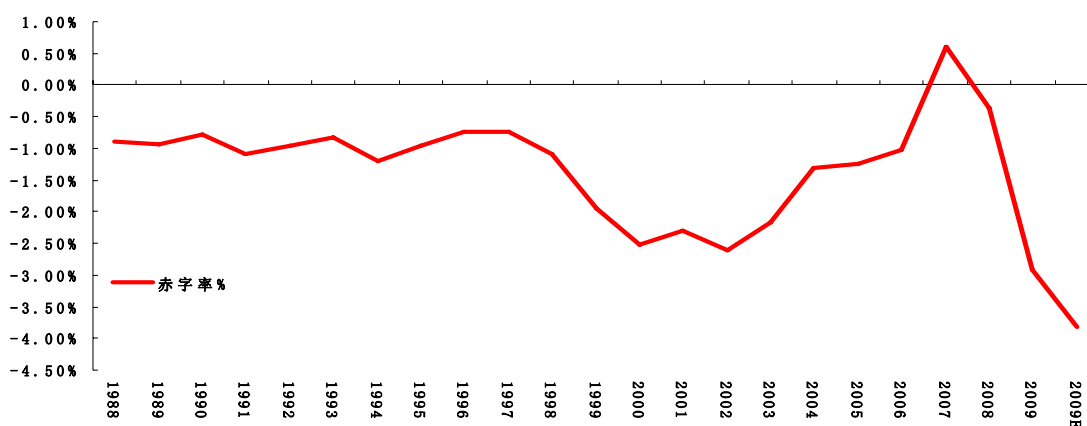
资料来源：CEIC，中信建投研发部

三、最现实的是调整负债扩张的结构

从前面的分析可以看出，结构调整是长期的事情，它对市场的影响不会改变目前宏观经济向上的态势。在如此多的结构失衡中，认清政策最可能的着力点是重要的。

在我们的逻辑中，由于财政收入与就业并不稳定，扩张激励的政策不会退出，但扩张激励的结构发生了变化。由于中央政府面临着财政赤字率可能有超过 5% 的压力，以及防范可能的公共风险的考虑，负债扩张的主力将不会是中央政府。地方政府受制于财政压力以及金融部门的风险厌恶，将不会如以前那样肆意扩张。因此，扩张的主力也不会是地方政府。

图 13：财政压力决定了负债扩张的主力将不会是政府



资料来源：CEIC，中信建投研发部

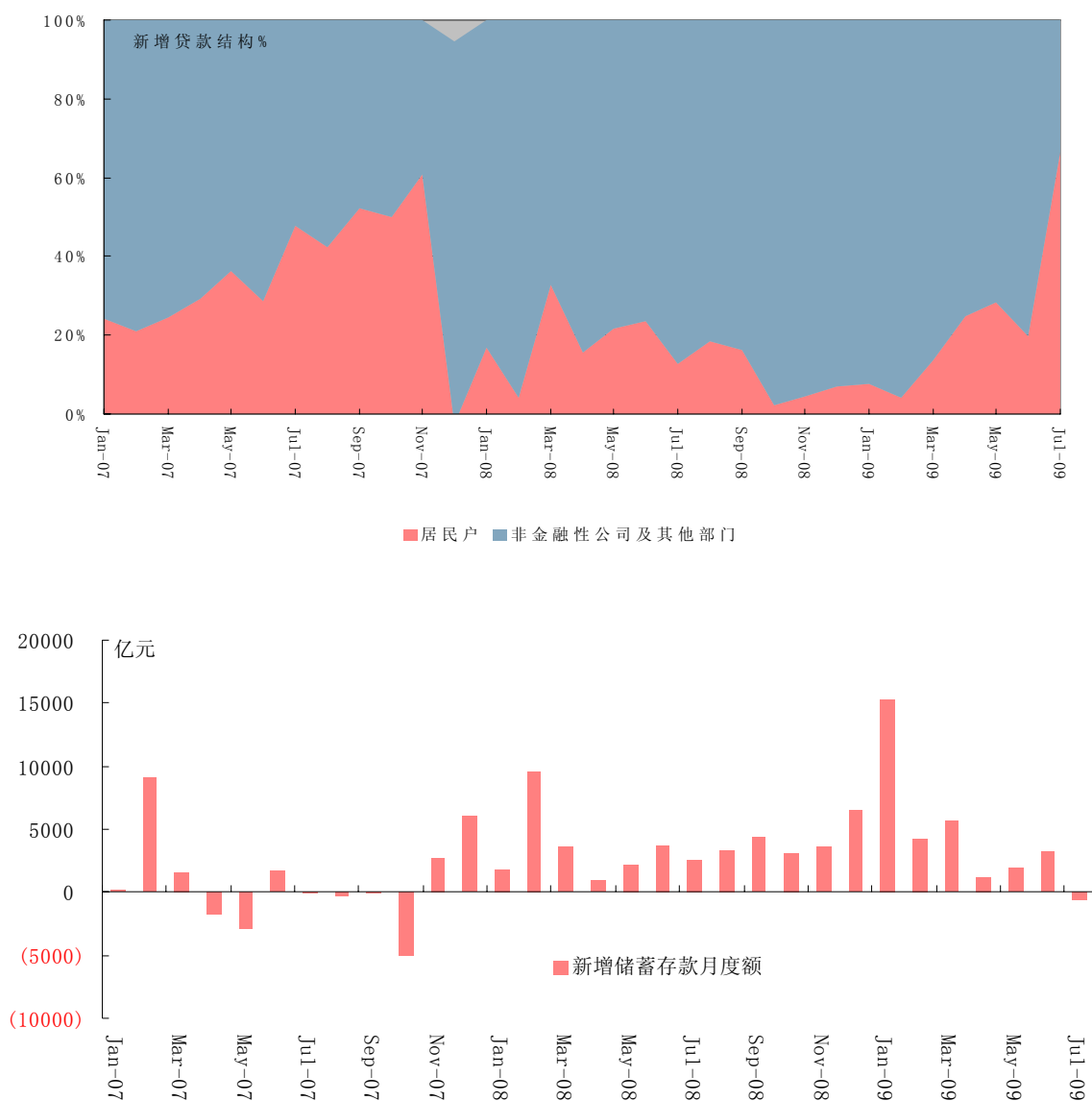
从目前的政策动向来看，政府显然已经将负债扩张的责任悄然转向了居民个人。消费升级也是一个老生常谈的话题，也是中国历次走出经济危机的不二法门。毕竟，没有消费的生产才是真正的过剩。

市场目前对于中国人的消费能力保持怀疑，主要认为中国缺乏完整的社会保障制度，以及正在消耗的储蓄存款并不能保持消费的稳定。这同样是长期的问题，短期内，中国的消费还处于一个升级的状态。一个基本的事实是，按 2008 年人均 GDP 为 3319 美元，2009 年经济增长 8.2%，人均 GDP 将为 3591 亿元。按国际惯例，当人均消费超过 3000 美元的时候，消费升级自然成为常态。这也是目前，中国消费保持稳定的重要理由。

在消费升级的过程中，传统的衣食住行中的住房将成为首选。同时，新兴的消费，比如文化、休闲、娱乐等也将有所突破。

从数据来看，负债扩张的主力开始转向了消费。7 月居民贷款已经占到了新增贷款的 64%，同时新增储蓄开始变为负值。这固然与资本市场前期的火热有关，但更表明一种可能的储蓄活期化，一种消费升级的可能。政府开始鼓励消费，从个人消费金融公司的设立到个人初次分配关系的调整，以及不遗余力地推进医疗、新农合等社会保障性制度的建设来看，政府在经过简单地补贴诱引消费试图消化过剩产能的尝试之后，不得不回到历史上促进消费的老路，也是正路上来。

图 14：负债扩张的主体结构发生了重大变化，居民成为主力



资料来源：CEIC，中信建投研发部

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

关于中信建投 证券研究发展部

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
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
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；
胡艳妮，经济学硕士，宏观分析师；

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