

宏观报告

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

稳步复苏中看消费

——2009年四季度中国宏观经济

报告日期： 2009年9月30日

摘要：

◆ **世界经济确认触底，缓缓复苏迎来暖冬：**主要经济体的多项经济数据反暖，全球经济的底部拐点已现几成共识。房地产出现改善迹象，银行业复苏好于预期，短期内通膨预期得到缓解。但是巨额赤字、失业问题、消费疲软和复苏基础的不稳，决定了后危机时代，全球经济将步入一个进展缓慢、伴有反复的复苏过程。

◆ **中国经济 回过头来看消费：**大规模的经济刺激政策和投资带动中国经济脱离低谷，比世界经济早一步出现反弹。但是四季度，投资已处高位，出口呈现短单复苏，同时国际贸易争端明显升级。在这样的情况下，我们不妨回过头来看看消费中的亮点。包括：房地产、汽车的消费出现需求向上蔓延；商贸零售、食品饮料即将迎来传统的消费旺季；同时通膨预期也将推升人们即期消费的水平。

◆ **政策 微调之中做文章：**财政政策方面有三大方向，首先将继续向消费方面倾斜，并逐步推进一些旨在长期提升消费水平的制度建设。其次是落实淘汰落后产能，推进产业结构调整。最后是关注拉动私人投资，进一步出台扶持中小企业发展的相关政策，提升经济活力。货币政策方面将以适当的信贷增长为目标，优化信贷结构为主。

周欣瑜	宏观研究员助理
电话	021-32229888*3508
邮箱	zhouxinyu@ajzq.com

相关报告

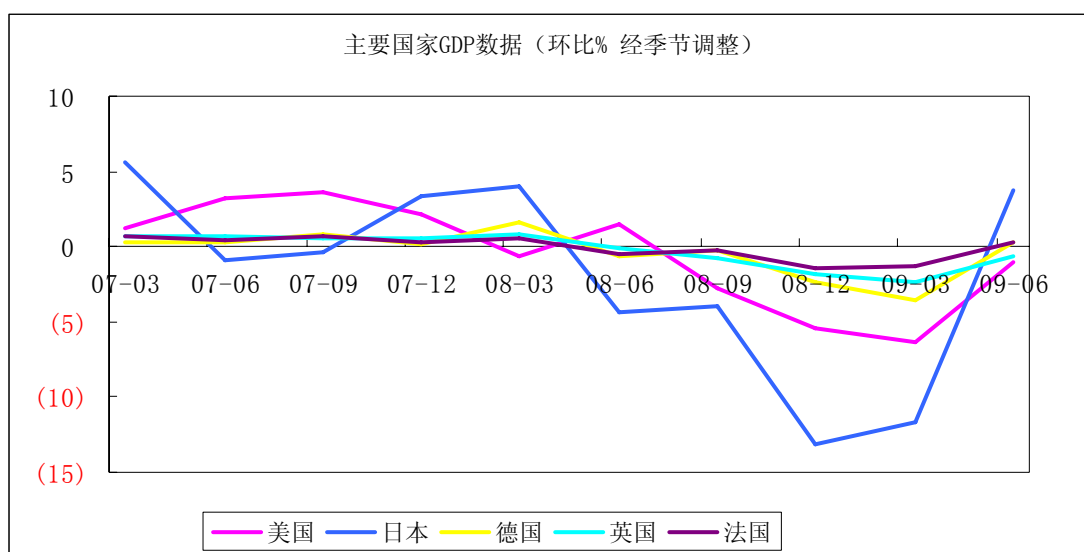
月度宏观数据点评报告 每月中旬

目 录

一、世界经济确认触底，缓缓复苏迎来暖冬.....	3
1.1 全球经济拐点已现	3
1.1.1 最糟糕的时期过去已成共识.....	3
1.1.2 房地产出现改善迹象.....	3
1.1.3 金融行业复苏好于预期	4
1.1.4 通货膨胀短期缓解	4
1.2 经济复苏过程却势必漫长	5
1.2.1 政府巨额赤字.....	5
1.2.2 恶化的失业	5
1.2.3 疲软的消费.....	6
1.2.4 复苏基础不稳	6
二、中国经济：回过头来看消费.....	6
2.1 固投增速放缓，房地产投资跟上.....	7
2.2 出口短单复苏，贸易争端升级.....	8
2.3 回归消费增长，平稳过程中的结构繁荣.....	9
2.3.1 房地产、汽车——需求向上蔓延.....	9
2.3.2 商贸零售、食品饮料——即将迎来消费旺季.....	10
2.3.3 通膨预期——推升级期消费水平.....	11
三、政策预期 微调之中做文章.....	12
3.1 财政政策-继续倾向消费，提出产业调整，关注拉动私人投资... ..	12
3.2 货币政策：以适当的信贷增长为目标，优化信贷结构.....	13

一、世界经济确认触底，缓缓复苏迎来暖冬

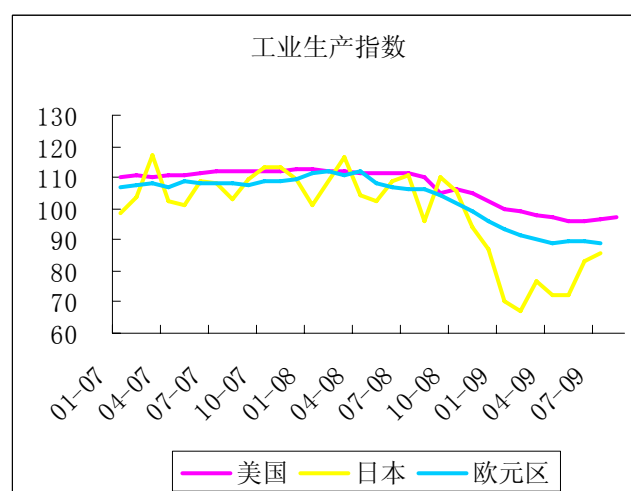
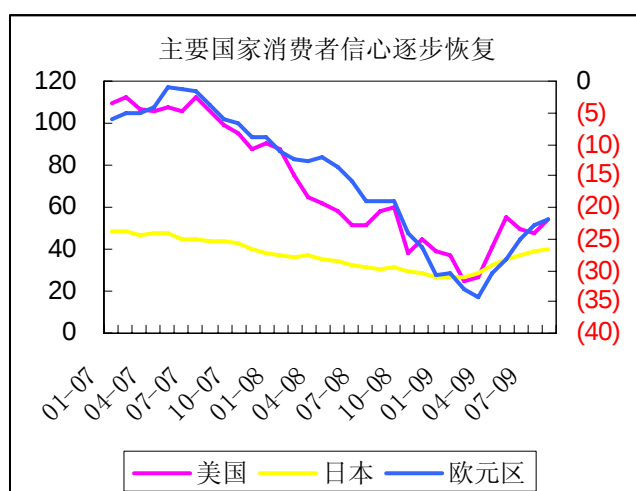
三季度以来，纷纷出台的宏观经济数据不断提升着人们对经济复苏的信心，可以看到，在全球各国政府迅速的、大规模的经济刺激计划的作用下，这场被称作二战以来最严重的经济危机结束了快速的下滑，出现首次显著的触底回升的态势。



数据来源：Wind 爱建证券

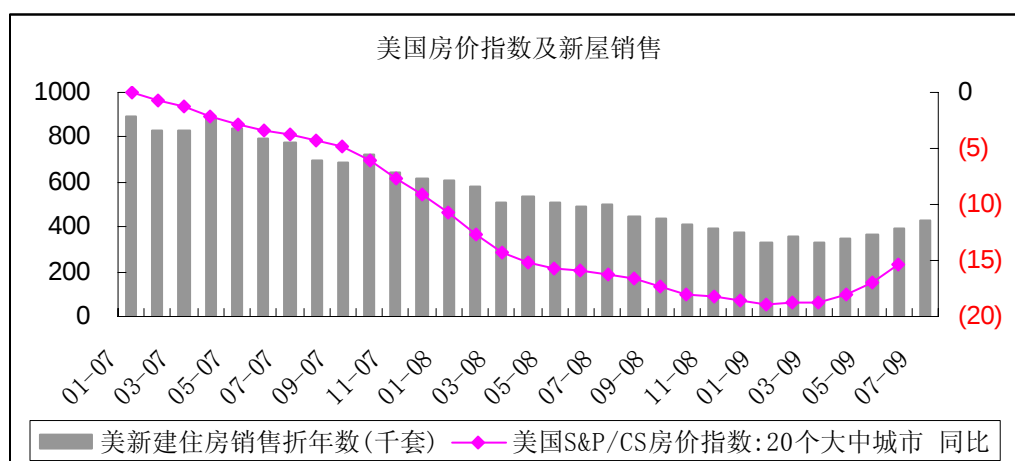
1.1 全球经济拐点已现

目前，对于经济最糟糕的时期已经过去这一点，市场达成了较为普遍的共识。从主要经济体的各项指标来看，更多的数据开始成为四季度经济走向复苏的佐证。包括受经济预期和政府刺激消费等计划的影响，消费者信心指数逐步攀升，零售销售回暖，尤其是近期工业制造业数据的回升，企业库存调整趋于结束，为经济的触底反弹提供了最有力的支持。



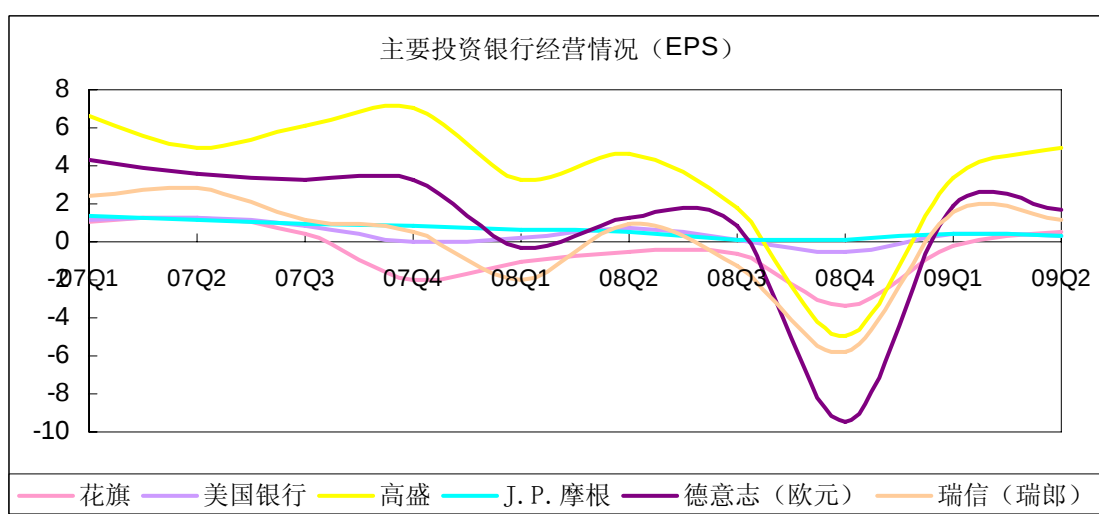
数据来源：Wind 爱建证券

甚至是本次经济危机源头的美国房地产方面的数据都开始出现了一些改善的迹象。美国S&P/CS房价指数20个大中城市房价指数环比6个月回升。截至8月美国新屋销量也出现连续第6个月的环比上升。季调后的年化套数已创出了08年9月以来的新高。



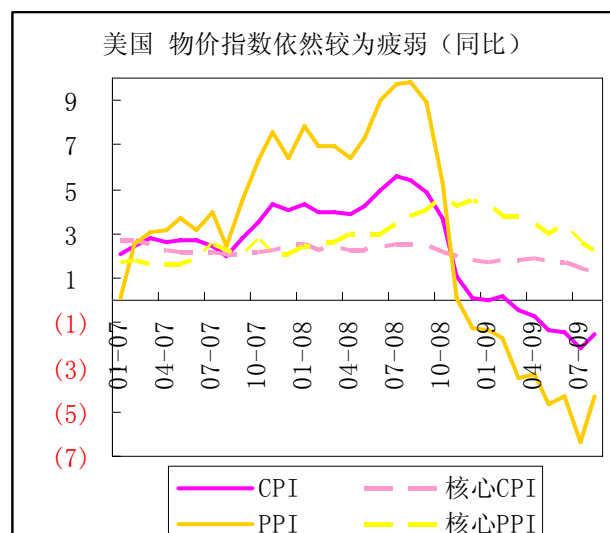
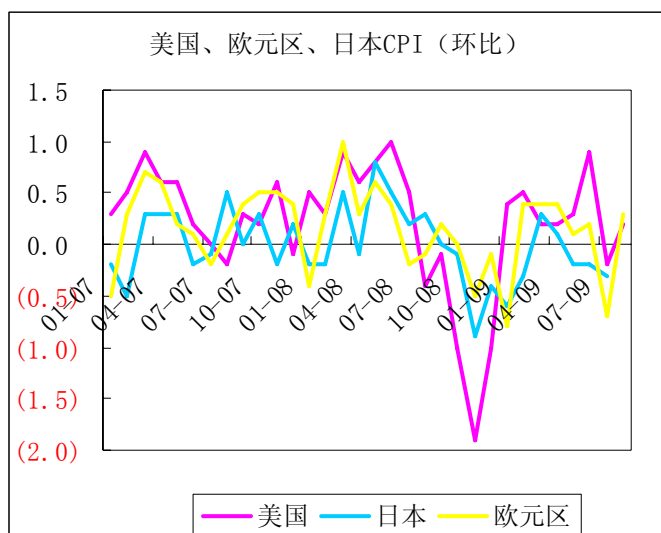
数据来源: Wind 爱建证券

其次，金融行业的复苏也是好于市场原先的预期。高盛、摩根大通、美国银行和花旗集团多家金融机构公布的二季度报告业绩亮丽。而原本逼不得已的大规模金融救助计划在实施一年之后竟然有了意外的结果，根据纽约时报的统计，联邦政府从完全归还救助资金的八家大银行获取利润 40 亿元，相当于年收益 15%。多家银行相继提出要提前归还政府的救助资金。美国财政部长盖特纳近期给出时间表表示：金融系统已显示出非常重要的恢复迹象。在未来 18 个月里，在金融危机中接受救援的银行将归还政府 500 亿美元资金。显然，尽管还存在不少的潜在隐患，不过银行业的复苏比地产还要更让人乐观。



数据来源: Bloomberg 爱建证券

另外，大规模量化宽松的货币政策可能引起的通货膨胀短期内也有所缓解。主要发达国家的CPI环比走势依然平稳，尤其是美国的非农生产力出现难以置信的上升，这在不小程度上缓和了美联储货币政策的压力，并预示通货膨胀远未到令人担忧的时刻。



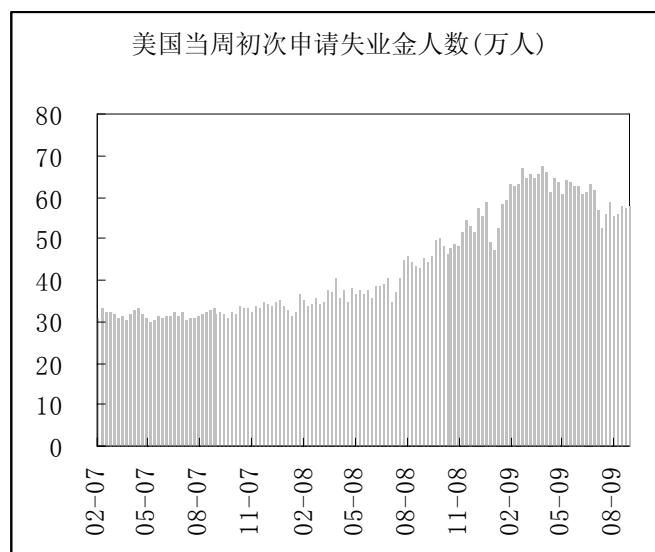
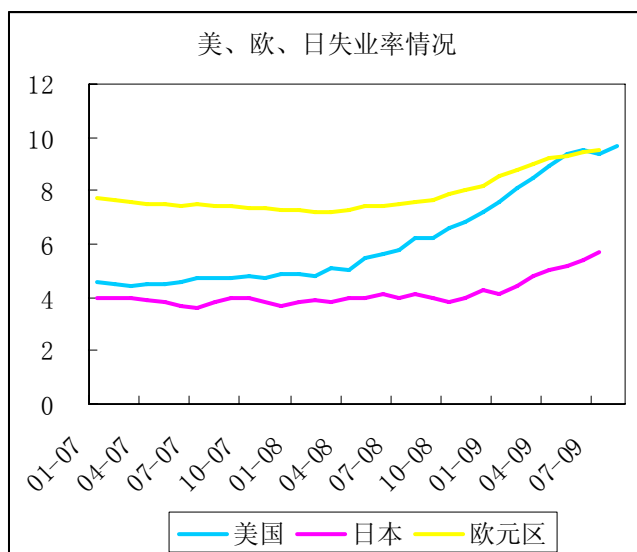
数据来源：Wind 爱建证券

1.2 经济复苏过程却势必漫长

虽然说三季度是乐观数据频出的一个季度,但是不得不承认依然有些因素让我们看到经济的复苏的道路将是相当缓慢的,甚至可能是有所反复的。

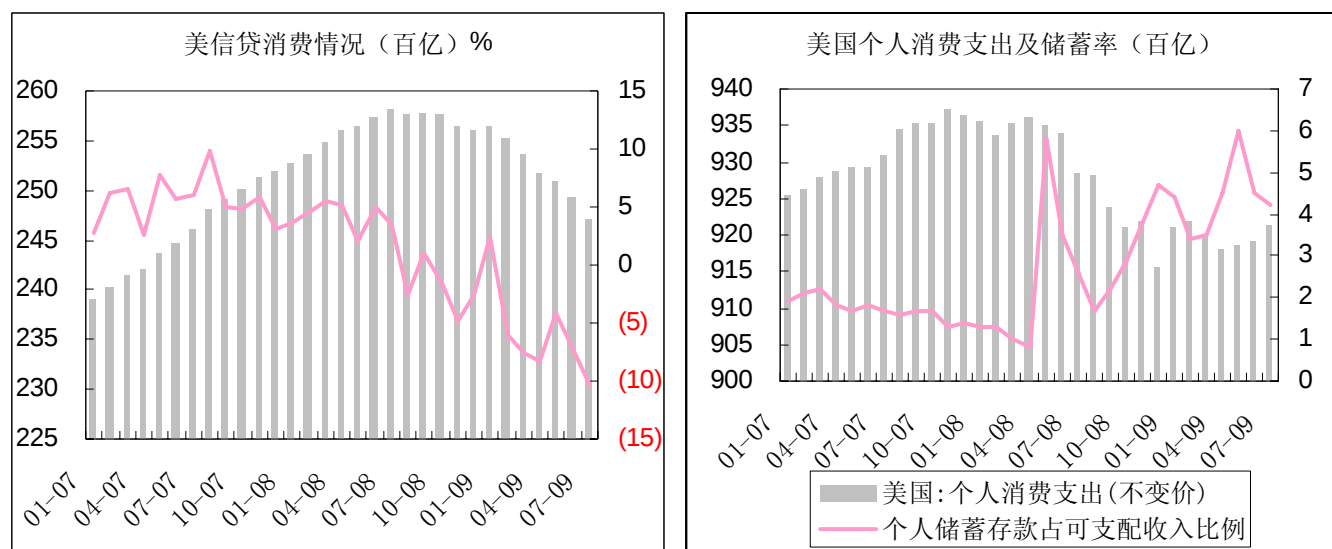
● 首先是政府的巨额赤字。把经济拉出衰退的泥潭,各国政府庞大的财政刺激功不可没。但是带来的负面效应就是政府债务的飙升。美国政府公布 2009 年度的联邦财政预算赤字预测,约为 1.6 万亿美元,相当于美国 GDP 的 11%。2010-2019 年将累计达 9 万亿美元。英国政府本财政年的借债规模将相当于其 GDP 的 12%,至 2014 年赤字总额将达到 7030 亿英镑。日本政府的赤字 2010 年将膨胀到 GDP 的 10%,总赤字占 GDP 的比例将升至 200%。如此巨额的赤字水平,预期最终还是要以增加税收,甚至消减医疗、养老等方面的政府开支来缓解(目前美国政府已然做出相关提案),这对整体经济的复苏和社会的稳定来说都有相当大的压力,势必将拉长经济复苏所需要的时间。甚至可能带来潜在的系统性风险。

● 其次是依然还在恶化的失业。虽然说失业率是经济周期中的滞后指标,但是如此高企的失业水平势必将拖累经济复苏的进程。目前的数据显示,以美国为首的发达国家就业减少的势头已有所缓解,不过失业率的高点还远未出现。年内或将达到两位数水平。



数据来源: Wind 爱建证券

● 第三是疲软不振的消费。对于消费占比一半以上发达国家来说,经济的真正复苏依然有赖于私人消费的拉动。不过从当前的数据来看,私人消费依然相当疲软。撇开对经济前景和就业的担忧这个因素,本次经济危机是否改变了发达国家私人消费的消费习惯是一个需要考虑的问题。有美官员称:美国个人消费者正开始储蓄更多的资金,原因是其在过去的多年时间里积累了“过多的债务”。过多债务最终还是要通过减少国内的吸收来解决。当然,短期来看还是工资水平的下滑制约了消费开支的增加。



数据来源: Wind 爱建证券

● 另外,从全球经济危机的源头来看,复苏形势也不是非常的稳健。欧美的房地产行业虽然环比来看销量有所改善,但是相比市场尚未释放的巨大供给,去库存化将是一个漫长的过程。尤其是美国的商业地产目前还依然处在恶化的过程中,现已成为美联储继失业后最为担忧的问题之一。因此房地产行业可能需要几年时间来建筑一个周期底部。同时,银行要全面清理所持的有毒资产尚需不少时日,何况其在经济稍有复苏后,可能还要继续面对一些被低息、补贴所掩盖的不良资产的增加,惠誉国际数据显示,未来两年将有超过万亿美元的ARMs转为更高还款额,预计每月还款额平均增加 63%,这或将促使银行坏帐数字上升和断供潮再度复现,虽然规模不算大,但其对经济的影响则要延续多年。

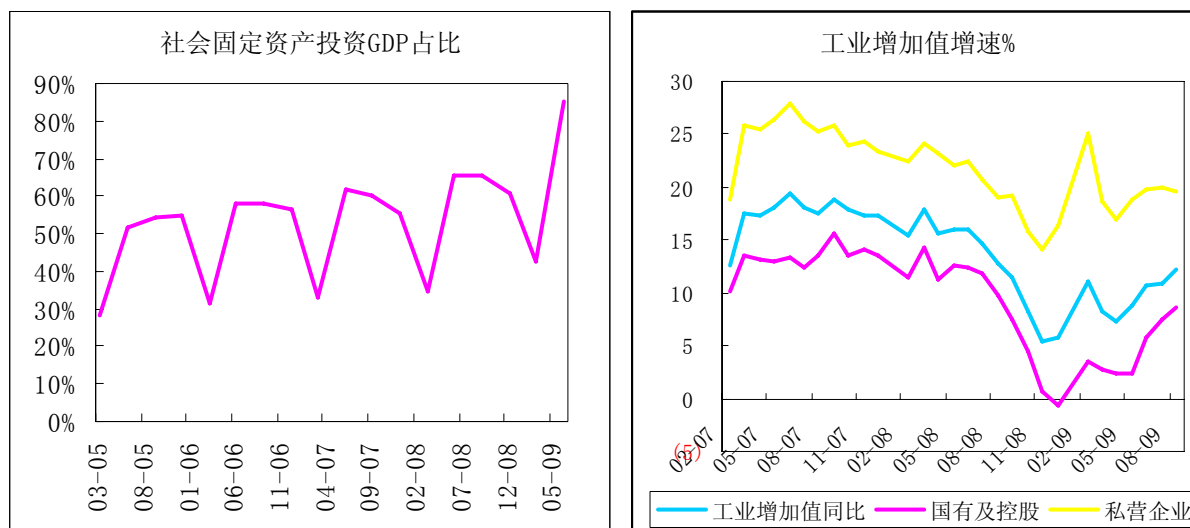
种种因素综合来考虑,我们认为全球经济在后危机时代,将步入一个进展缓慢、伴有反复的复苏过程。聚焦四季度的话,预期年内世界主要经济体国家,尤其是美国改变其经济刺激政策的可能性不大,因此,或将迎来一个继续复苏的暖冬。

二、中国经济: 回过头来看消费

中国经济先于世界经济触底反弹,下半年各项数据持续稳步回暖。投资继续快速增长,工业增速加快,出口跌幅收窄,物价指数探底回升。在这些因素共同推动下,四季度整体经济的增速将进一步加快。不过这其中,投资高峰已过而出口尚不可自主,不妨回过头来考虑消费。消费不论是从其本身还是从政策的支持,都有值得关注的方面。

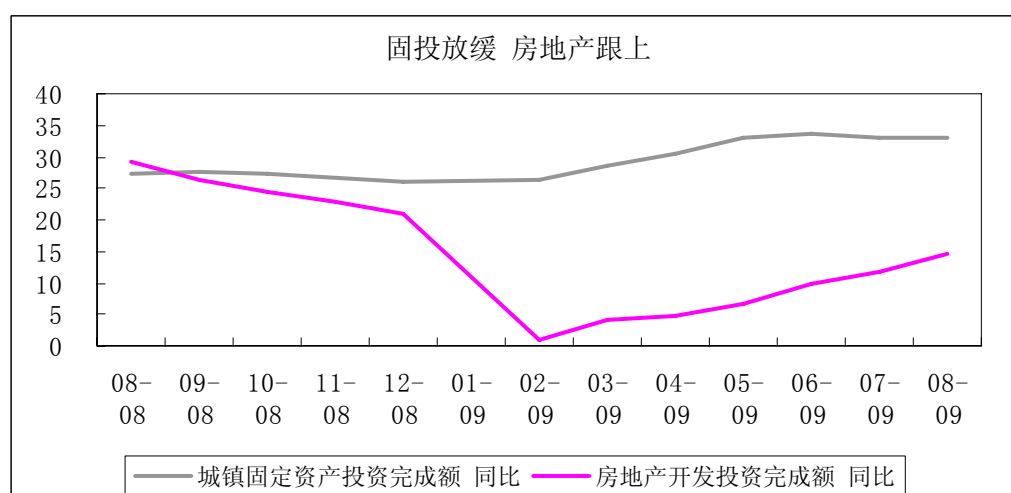
2.1 固投增速放缓，房地产投资跟上

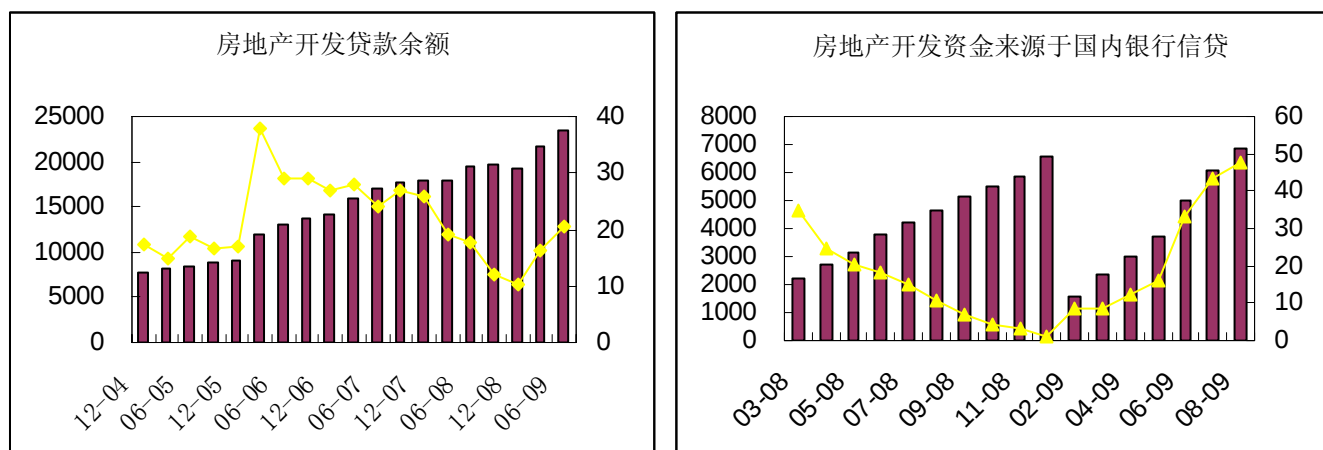
随着政府大规模投资计划的实施，固定资产投资增长不断攀高。尤其是二季度，社会固定资产投资占 GDP 达到令人吃惊的 85%。这种单引擎式的增长可以说是在宏观经济下滑时的非常规救急措施，不可以也不可能长时间延续。6 月份之后固投增速开始逐步回落，不过全年的话，还是可能保持在 30%左右的较高水平。



数据来源：Wind 爱建证券

值得一提的是，三季度来房地产开发投资有加快的复苏的迹象，房地产市场的火爆、政府对房地产企业投资项目资本金比例的调整以及部分经适、保障房项目的启动，都对房地产开发投资增长形成了正面的激励。另外，从目前银行对房地产开发信贷未出现明显收紧的情况来看，四季度地产开发投资有望继续保持较快复苏。



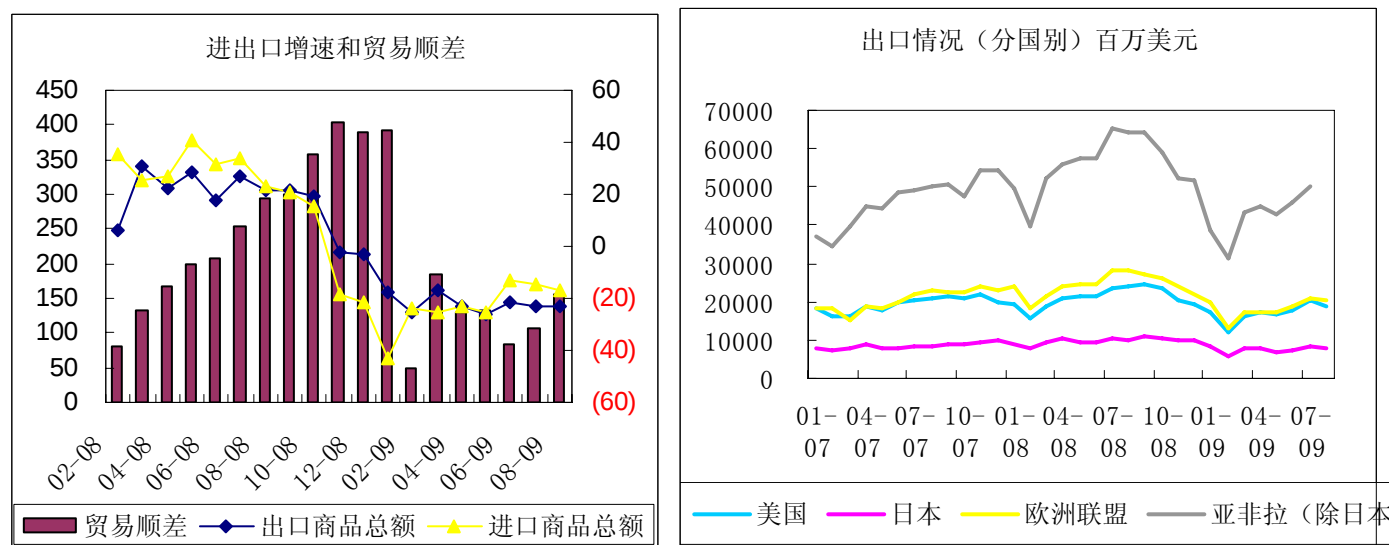


数据来源: Wind 爱建证券

2.2 出口短单复苏, 贸易争端升级

从外贸企业目前的实际状况来说, 出口确实有所好转。7、8 两月出口总额也均达到了千亿以上。不过外贸企业开工率不足, 订单多以月度为主的短期订单, 招工情况虽然火热, 却是以普工、临时工为主。甚至是有部分企业增收不增利, 薪资水平太低无法吸引就业等情况看来, 出口状况要恢复到原来的水平, 无疑是更长的时间, 这决定于整体外围经济的情况。

但是仅以四季度来看, 传统意义上的出口旺季和同比基数关系或将导致出口 (尤其是同比数据) 名义上相对乐观。一般来说出口总是呈现前低后高的形式, 即上半年为淡季 (低点一般在 2 月份), 下半年为旺季 (高点一般在 11 月份, 出于西方国家年末节日采购等因素)。本次全球性的经济危机导致出口从去年 9 月开始出现直线下滑, 这将使得四季度出口面临旺季的时候, 同比基数却更低。不过从出口总额绝对值来看, 复苏之路还是不得不让人忧虑。除了发达国家疲弱的消费状况之外, 近期各国政府为了庇护优先发展国内经济纷纷出台的贸易保护政策, 也使得国际贸易争端逐步升级和日趋白热化。从欧盟到美国甚至印度, 从钢铁到轮胎特保案。尽管我国在立场上日趋坚定, 不过结果依然不如人意。我国出口结构长期处于中低端产品为主、价格优势为主, 以及在国际市场上缺少定价权的态势, 只会使得我国在贸易争端中处于相对不利的地位。



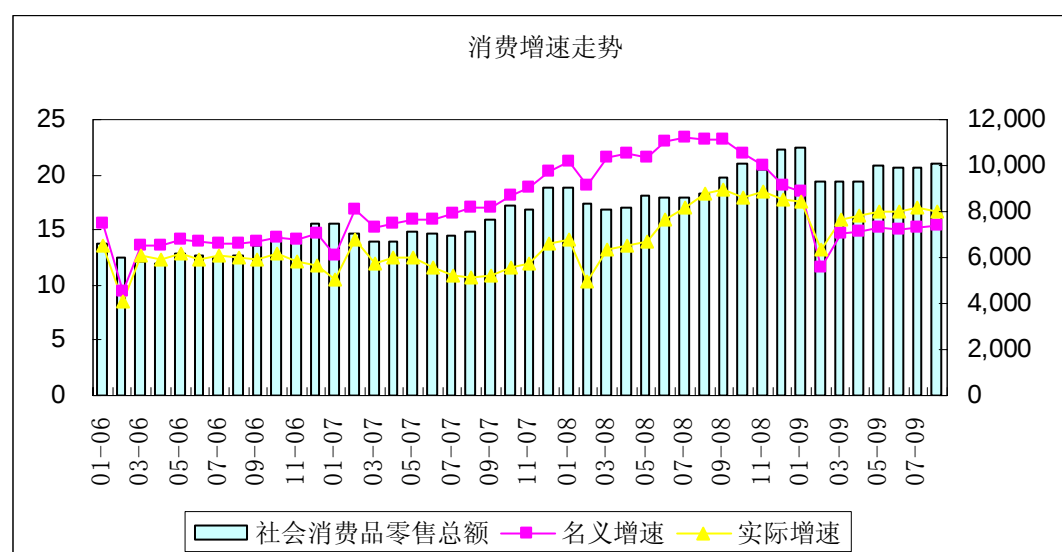
数据来源: Wind 爱建证券

回顾原有的发展模式，政府投资和出口已逐步开始面临进退维谷的局面。政府投资短期内提升经济的效果明显，却无法避免重复建设问题，同时也恶化了包括钢铁、水泥等部分产业产能过剩的问题，加剧了产业结构调整的难度。而出口来说，随着其体量的日益壮大，瓶颈性问题已无法逃避。在上游原材料：匮乏的资源无法取得定价权，富裕的资源遭遇流失的危机。下游出口：日益激烈的竞争和贸易争端使得企业利润提升艰难，社会福利损失巨大。附加效应：巨额外汇储备的管理难题和对国内流通体系的通胀压力。因此，在这两方面，需要的更多的是政策来推动其实现自身的主体换位和结构转型。

而目前我国消费已进入了一个消费升级的过程之中，这个升级过程又从城市到农村呈阶梯型提升。因此在拉动经济的三驾马车中，唯独消费还有很大的增长空间和发展余地。从长远来说，消费也必将取代出口，在国民经济中占有主导地位。在经过了一段时间的宏观调控之后，尤其是进入下半年以来，国家的政策也是有了一定的变化。包括货币政策由重规模转向重质量，财政政策以重投资开始偏向重消费。因此以本次经济危机的启稳回升为契机，确立以拉动国内实际消费为主导的政策应当是主要的思路。

2.3 回归消费增长，平稳过程中的结构繁荣

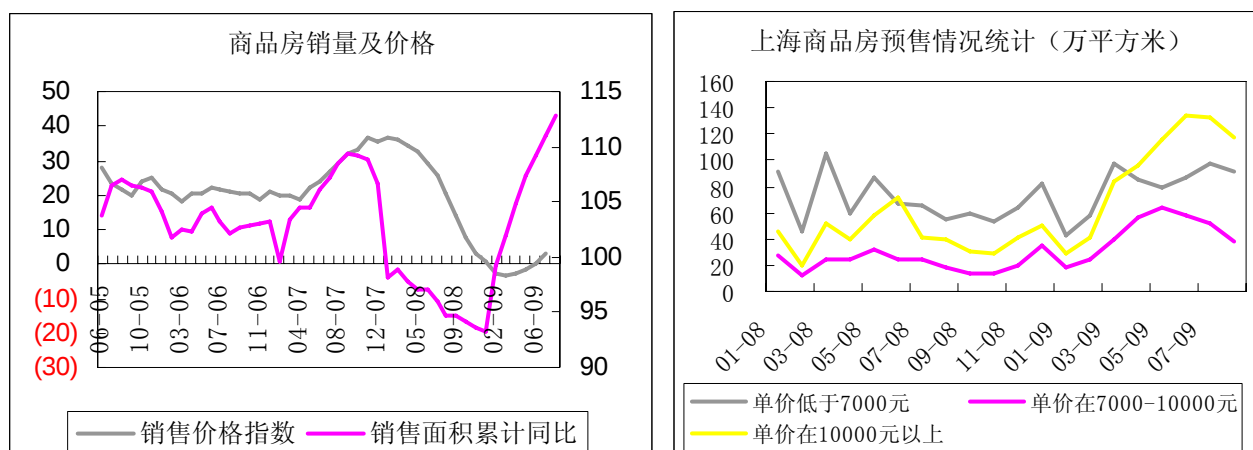
相比上半年轰轰烈烈的政府投资和银行信贷，每月增速平稳在 15% 左右的消费可以说是稳健地有点平淡了。况且其中还带有政府促进拉动的因素在内，不过即使如此，消费之中依然不乏亮点。



数据来源：Wind 爱建证券

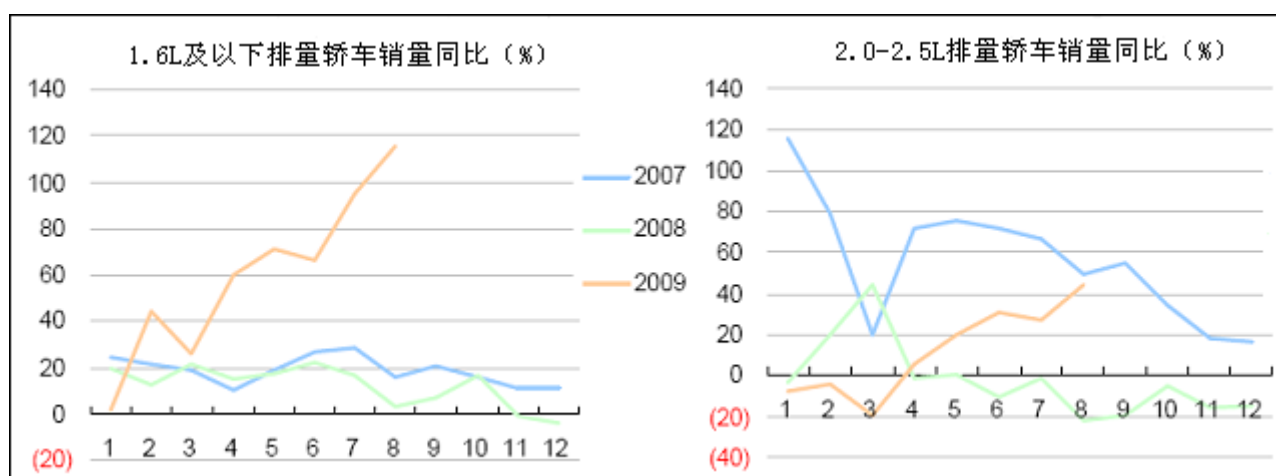
2.3.1 房地产、汽车——需求向上蔓延

房地产和汽车销售的启动，虽说始于政府前期的消费激励措施，但是其延续的时间和涉及的层次已开始有所蔓延，也就是说消费确实在一定程度上被激发出来，尤其是中高端消费。



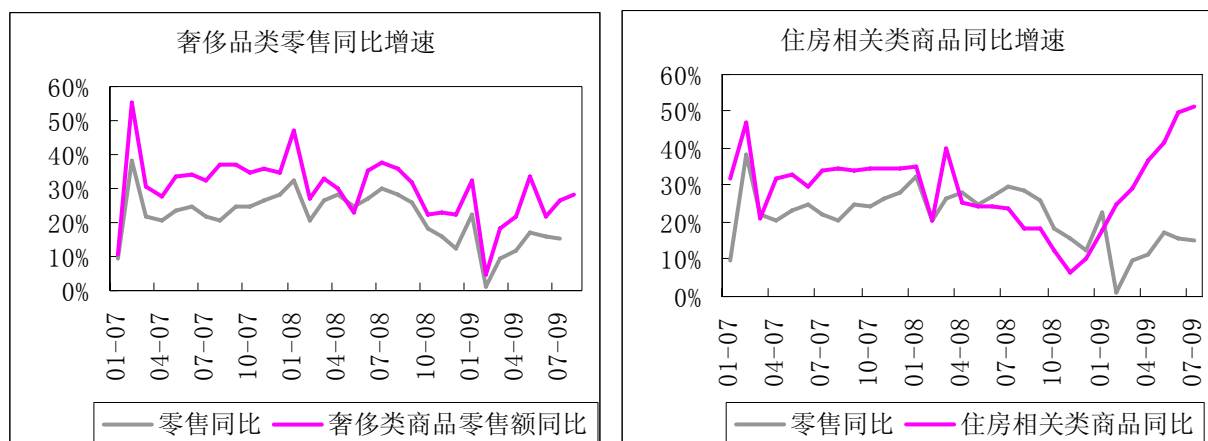
以上海的新房销售统计数据为例,如果说3月之前快速增长的主要是由于税费鼓励拉动的以单价7000以下为主的刚性需求。那么随着楼市的繁荣,单价万元以上中高端需求的成交迅速超过低端需求,并持续攀升快速推高上海当地整体的房产价格。这些中高端需求主要是以改善性需求和投资性需求为主。对于这部分需求,不但在信贷,政策方面的支持较小,甚至是有所紧缩的。这显示了相对于庞大的需求,房地产供给依然存在缺口,一旦价格有所回归、供应量有所增加,还将释放出较高的成交规模。

比较明显的,汽车消费也是如此,伴随着政策对低排量车消费的鼓励,中高排量车的消费亦被拉起,全年的销售规模将远超原先的乐观预计。



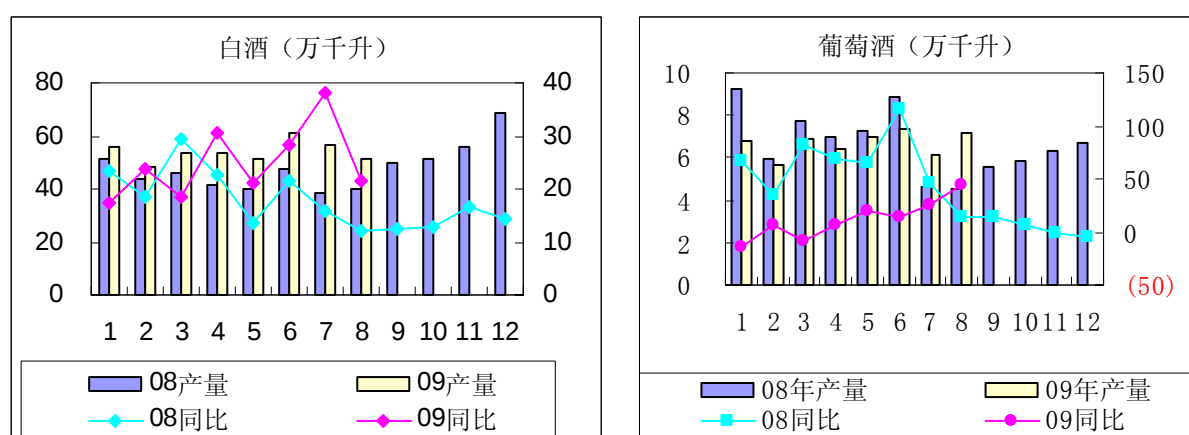
2.3.2 商贸零售、食品饮料——即将迎来消费旺季

二三季度,在社会消费品零售总额增速复苏的过程中,有两大类商品同比增长比较突出。一个是以化妆品、金银珠宝品为代表的奢侈类消费;二是以家具为代表的家装类。显示出在政策和消费升级的作用下,中高档消费相对基本消费,其复苏弹性更为显著。今年四季度的“十一”黄金周和中秋节连在一起成为最长黄金周,又加之60年国庆,将使之成为四季度国内商贸零售的最大刺激因素,该类消费有望出现较好的增长。



数据来源: Wind 爱建证券

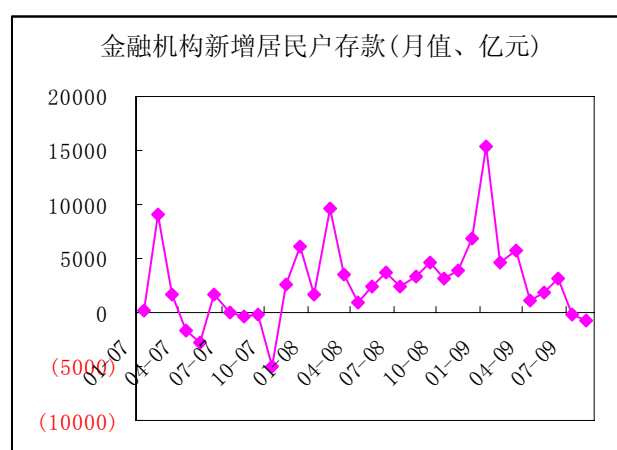
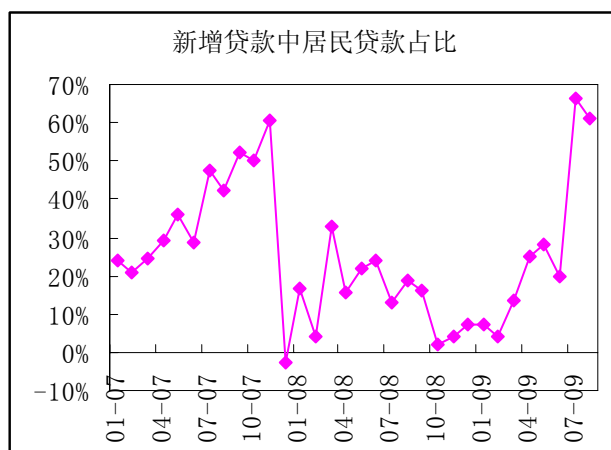
另外进入四季度, 食品、饮料消费也将迎来传统的旺季, 尤其是之中的白酒类和葡萄酒类, 其生产和消费都将会出现明显的增长。



数据来源: Wind 爱建证券

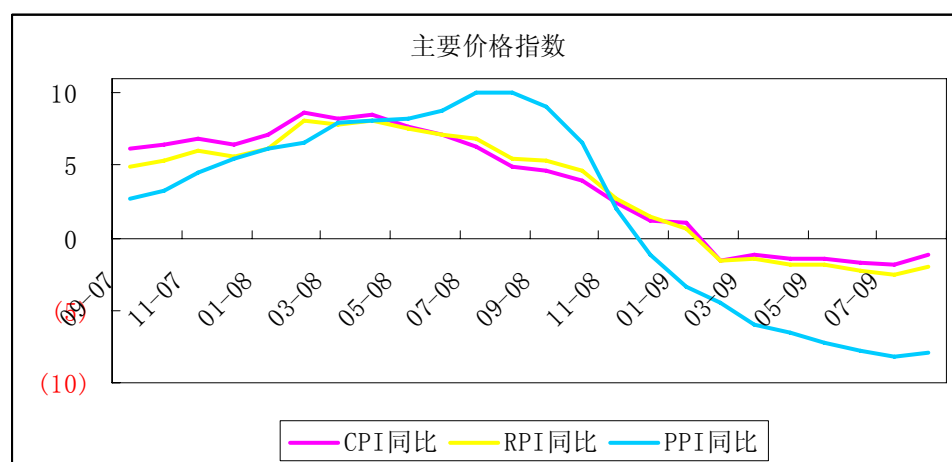
2.3.3 通胀预期——推升级期消费水平

国内的通胀预期也将推升即期的消费水平。虽然目前为止国内的物价指数尚未走出负值, 但是在国内、外大规模向实体经济注资的情况下, 人们对未来形成通货膨胀的预期相当的强烈。来自银行信贷的数据已经预先提示这点。今年7、8月居民贷款首次超过企业, 在新增贷款规模中占比达66.45%和61.23%。这已经超过了07年11月份的水平, 而那时CPI达6.9%, 正进入快速上升阶段。同时, 新增居民存款出现金融危机以后的首次负增长。显然, 正是基于对未来通胀的强烈预期, 使得国内居民对资产保值的愿望日益强烈。这或将使得未来通胀更易被实现, 也将逐步推升人们提前消费的愿望和水平。



数据来源: Wind 爱建证券

另外消费者价格指数年底转正预期强烈。这主要是出于肉制品价格回升和基数原因。四季度 PPI 和 CPI 将出现相当快速的反弹。



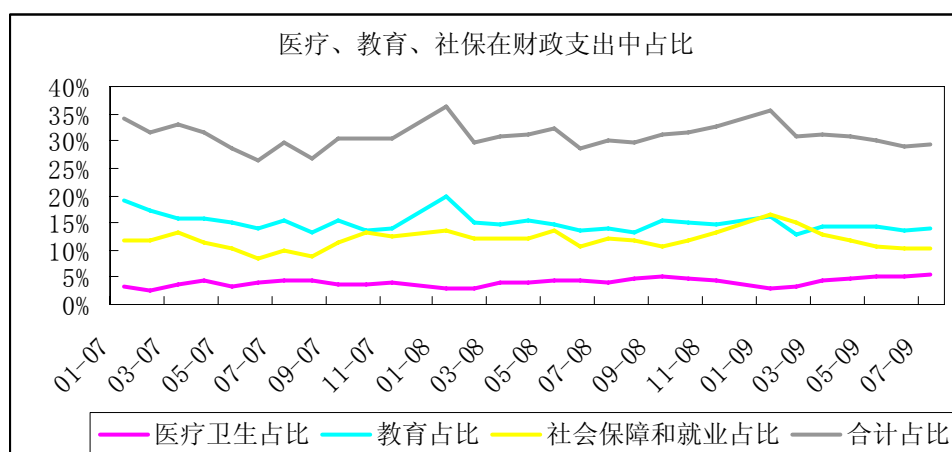
数据来源: Wind 爱建证券

三、政策预期 微调之中做文章

四季度主要还是政策的观察期,管理层也在各种场合反复强调了将继续坚定不移地实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策,但与此同时,还开展了对财政政策的实施和货币信贷质量的微调。这种微调事实上应当理解为政策从规模到质量的过渡。

3.1 财政政策: 继续倾向消费, 提出产业调整, 关注拉动私人投资

正如前面提到的,四季度原本就是消费的旺季。在此基础上继续刺激消费的依然应当是政策的主要方向。而除了通过消费补贴和消费券发放等措施外,进一步增加居民可支配收入水平,完善各项福利保障应当是消费政策的关键。因为从效果来说,前者的效果毕竟还是存在一定的短期性,只有提高城镇居民和广大农民的收入水平,才能从根本上提升整个社会的消费水平。从西方国家经验来看,减税一直是行之有效的措施,尤其是针对中低收入水平者。另外,完善社会保障制度包括医疗体制改革也或将被快速推进,以进一步改善医疗、教育、社保在国家财政和国民经济中占比长期偏低的局面。

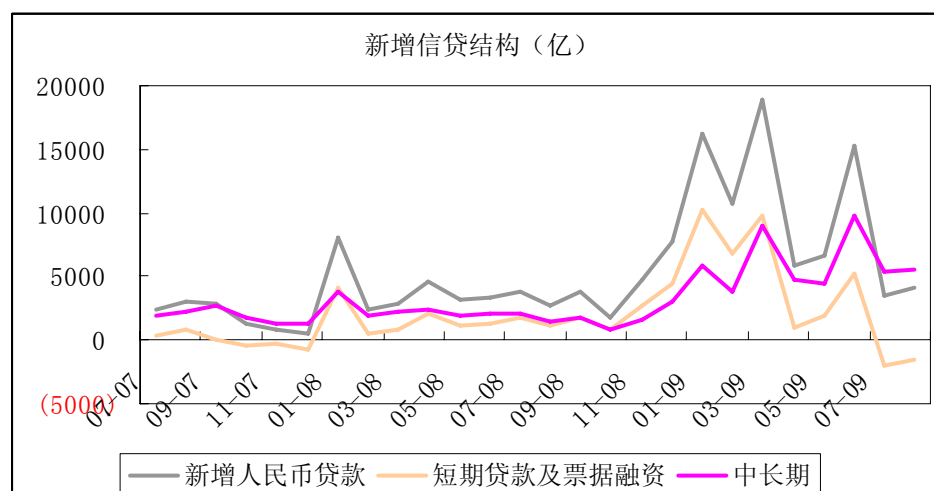


数据来源: Wind 爱建证券

其次,产业结构调整也被更早的提上日程。8月末的一次国务院常务会议中,管理层提出研究部署抑制部分行业产能过剩和重复建设,引导产业健康发展。在投资计划大规模实施和中长期信贷开始快速增长的当口,配合产能过剩的重拳治理。这可以说是相当深谋远虑的。中长期资金确是流入实体行业,但不似票据信贷那么易放易收。如果流入的是相对技术升级的行业产业,不但能提高产能、提升劳工生产率,也可避免由于资金投放而引起的通货膨胀。若一旦流入的是产能已经过剩的行业,则很可能就是饮鸩止渴。治理产能过剩是产业结构调整的前奏,但这也不是一个短期的工作,目前才只是个开始。

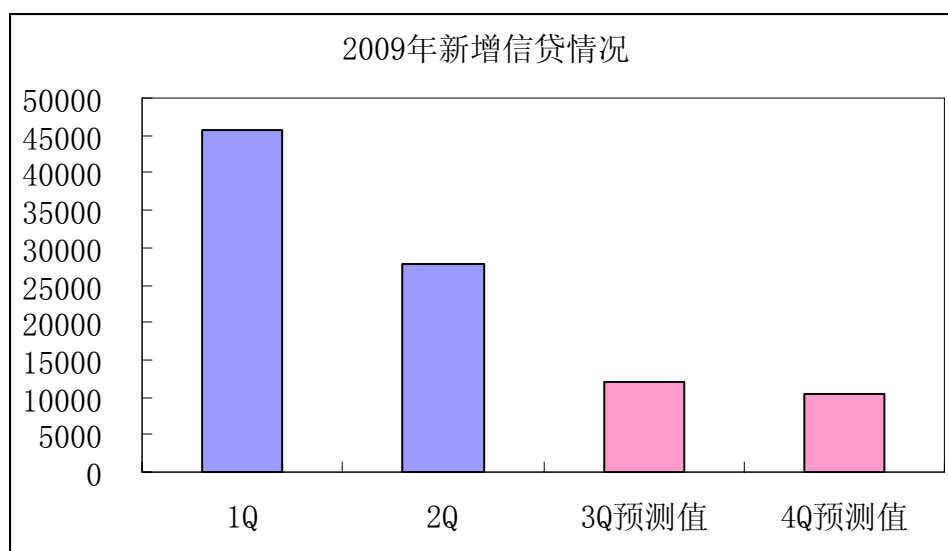
另外在投资方面,也会适当关注拉动私人投资和服务业投资。随着经济危机以来,国进民退的现象相当明显。现今国家出台的刺激政策和信贷优惠对私人投资的激励还是相对有限的。而与此同时,各地政府以税收增长为治理目标之一,在加大投资支出的同时也强化了税收的缴纳,这对部分民营和中小企业来说,可以说是抵消了原来享有的政策优惠。9月初,发改委上报的鼓励民间投资20条,不过在拉动私人投资、减轻税收负担、降低行业准入门槛和提供信贷支持方面还有较大空间。

3.2 货币政策: 以适当的信贷增长为目标, 优化信贷结构



数据来源: Wind 爱建证券

在管理层提出微调概念之后，7月信贷大幅收缩引发了市场对紧缩的忧虑。这之中有银行信贷规模已经偏高的被动因素，也有管理层对信贷质量、安全考虑的主动因素。但这对于整个实体经济来说是需要的。同时银监会对于信贷资金非法流入房产、股市也有过较为严厉的检查。对于适度宽松的货币政策，下半年开始就应理解为从“宽松”到“适度”的转变。从信贷的结构来看，中长期信贷依然维持在比较宽裕的水平。四季度新增信贷应当处于一个相对合理水平的下限，月平均额度在4000亿左右。



数据来源：Wind 爱建证券

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司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。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。