

研究员：戴磊
电话：010-84801800-8088
Email: dailei_2008@163.com
报告日期：2009-12-15

持续的增长需要城市化的再激励

——2010 年度宏观策略报告

投资要点：

- **从复苏走向扩张。**三季度确认复苏，四季度走向扩张，2010年增长与结构调整并举，投资动能减弱，净出口得以修复，消费对冲波动。年中稍有通胀压力，若农业生产再次丰收，通胀形势完全可控，全年仍属温和通胀。
- **扩张与平衡并行不悖。**经济扩张的同时，投资与出口此消彼长，结构再平衡。同时，加快中西部区域经济平衡发展、改善收入分配结构、改革民生、社保、医疗及教育体系亦是再平衡过程的重要内容。
- **明年通胀形势有惊无险。**从总供给与总需求模型上看，今年四季度GDP增速将达到并超过潜在增长率，产出缺口由负转正，供需均衡点将重新对物价形成必要的支撑，应该说，物价回升的基础得以确立，但这并不意味着通胀将很快到来。只要2010年秋粮获得丰收，货币供应收缩及时，充足的供给将保证全年物价的平稳运行，潜在的通胀压力便可消退，但全年仍将有1~2次加息。
- **城市化仍然是中国经济增长的动力源泉。**我们仍然处在库兹涅茨周期上升阶段之中，也即是城市化的加速期，短暂的危机只是这个大周期中一个微小的扰动，通过重启城市化，房地产市场如火如荼、工业生产稳步回升，资产价格的回升又拉动了大量的投资需求，城市化又恢复了它昔日的动力，与之相关的工业产品与消费也带动了工业化的发展，供给与需求相互对接，城市化与工业化再度握手。
- **流动性的弹药不会枯竭。**货币供应量前高后低，全年新增贷款约8万亿。我们认为上半年政府暂时不会升值，以免使出口复苏的萌芽夭折，但在下半年，升值可能被提上日程，由此会重演07年热钱涌入的局面，从而导致宏观经济过热和资产价格的暴涨。
- **明年A股整体估值水平提升空间有限。**基于对M1增速冲高回落的判断，政策向“调结构”的实质性转变，市场对通胀和扩容的担忧，以及由此导致风险溢价的回落，我们认为，2010年A股市场整体估值水平提升的空间并不大，随着增长带来微观盈利的改善，上市公司本身业绩的提升对市场上涨的解释力度将会增强。

目 录

一、从复苏到扩张，走在田园诗般的道路上	3
1.1 扩张与平衡并行不悖	3
1.2 货币的力量仍将主宰物价的走势	6
1.3 政策支持仍然有效	12
二、城市化重塑中国经济增长动力	13
2.1 重新点燃的城市化	13
2.2 制造业的再度崛起	16
2.3 城市化的区域选择和产业创新	19
三、全球资金涌动下流动性演变	20
3.1 汇率带来扰动的烦恼	20
3.2 “倒逼机制”下的贷款规模	22
3.3 流动性的弹药不会枯竭	23
四、资产泡沫化引致的需求可以持久吗?	25
五、宏观策略下的估值	27

图表

图 1: 产出缺口将在四季度恢复正值	3
图 2: 09 年“不平衡”，2010 年将是内需与外需再平衡的一年	4
图 3: 出口将快速回升	4
图 4: 美国经济恢复势头良好	5
图 5: 领先指标显示美国经济将继续回升	5
图 6: 我国出口与美国消费休戚相关	5
图 7: 总供给与总需求模型图示	7
图 8: CPI 滞后产出缺口的变化，二者趋势一致	7
图 9: CPI 的构成：食品占三分之一的权重，食品供给充足，通胀便可无忧。	8
图 9: 国际商品价格对中国的传导	8
图 10: PPI 对 CPI 的传导	8
图 11: 如果把 CPI 滞后 4 个季度，相关性还是很明显	9
图 12: CPI 全年翘尾因素的影响在 0.9% 左右	10
图 13: PPI 全年翘尾因素的影	10
图 14: 我们对城市化 Logistic 函数的拟合（以 1978 年为基期）	14
图 16: 城市化带动工业化	15

图 17: 城市化与工业化的互动循环.....	15
图 18: 02 年后二产业对中国经济的拉动大大加强	16
图 19: 工业化率稳中有升.....	17
图 20: 出口成就工业的发展.....	17
图 21: 各种能源、原材料产量“V”型反转.....	18
图 23: 钢铁产量.....	18
图 25: 各种化工原材料.....	18
图 22: 有色金属产量.....	18
图 24: 水泥和平板玻璃产量.....	18
图 26: 汽车销量大幅增加（以上数据均是三个月移动平均值）.....	18
图 27: 美国贸易赤字有所收窄.....	20
图 28: 美国财政赤字剧增.....	20
图 29: 美元汇率的变化与资金的流入流出有很大相关性.....	21
图 30: 人民币升值预期加大.....	21
图 31: 贷款余额和投资相关性很强.....	22
图 32: 固定资产投资来源: 国内贷款增速较快.....	22
图 33: 明年新增贷款仍将创出新高.....	22
图 36: 2009 年货币供应超出正常水平太多, 明年将回.....	23
图 37: 资金活化随着CPI的上升而上升.....	24
图 38: 资金活化与A股市场走势密切相关.....	24
图 39: 房地产消耗的原材料.....	25
图 40: 一个经典的完整周期.....	25
图 41: 地产严重依靠货币供应量（3mm）.....	26
图 42: 地产行业信贷与货币供应一致.....	26
图 43: 地产销售与利率反向.....	26

表格

表 1: 09 年下半年来区域振兴计划	6
表 2: 我们处于从复苏迈向扩张的过程.....	6
表 3: 物价与M2 和产出缺口的模型	9
表 4: 中国城市化率远低于收入相近的国家（世界银行统计口径），尚有很大发展空间	13

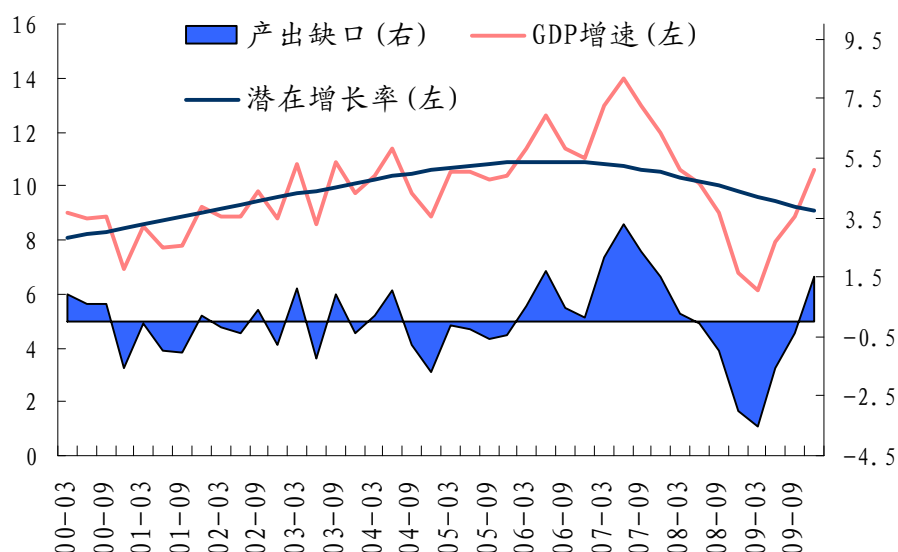
一、从复苏到扩张，走在田园诗般的道路上

中国经济的增长引擎已经再度被点燃，经济重回以往运行路径。三季度确认复苏，四季度走向扩张，10 年增长与结构调整并举，投资动能减弱，净出口得以修复，消费对冲波动。年中稍有通胀压力，若农业生产再次丰收，通胀形势完全可控，全年仍属温和通胀。

1.1 扩张与平衡并行不悖

回顾近一年来从怀疑彷徨到复苏兴奋的“V”形反转道路，政策的激励仍是主导，资产泡沫激发的市场力量紧随而至，在这场短周期的接力赛中，高储蓄、人口红利和城市化仍是这一传统反危机模式能够再次生效的必要条件。从季度数据来看，产出缺口在经历了 5 个季度的负缺口状态下，也将在今年四季度由负转正，增长重回潜在水平之上，总供给与总需求关系得到改善，失业状况有所缓解。

图 1：产出缺口将在四季度恢复正值



资料来源：wind，江南金融研究所

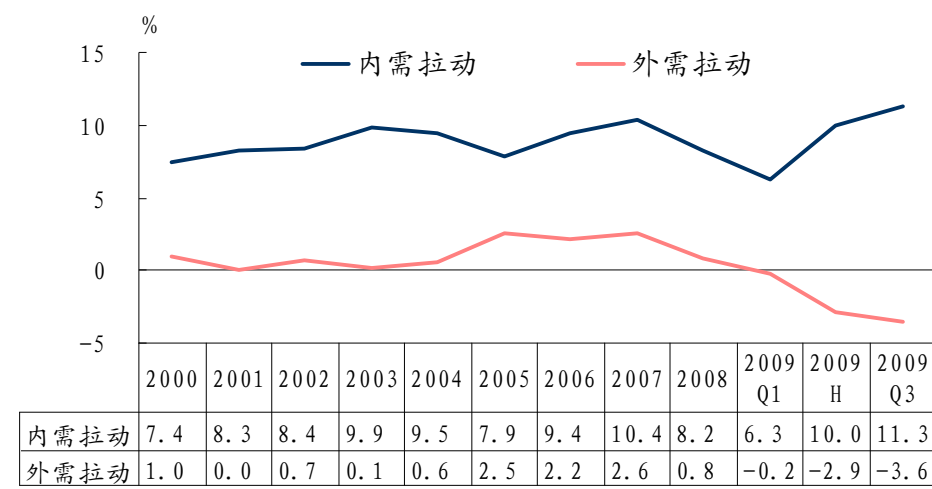
我们对增长前景的基本判断依然乐观，2010 年政策支撑仍旧有效，通胀的压力不至于阻止政策的继续实施，净出口的带动下，经济向上的增长动能在未来的一年仍将继续扩张，尽管增长的力量有所不同。

1.1.1 投资与出口此消彼长

“天之道，损有余而补不足，人之道，则不然，损不足以奉有余。”如果说 09 年是“人之道”，那么 10 年将是“天之道”，是平衡短期与

长期增长矛盾，是内外需此消彼长再平衡的过程。

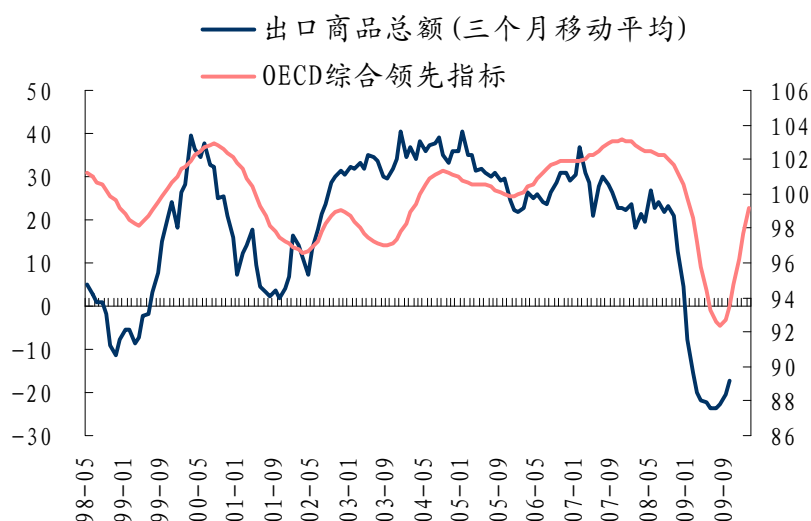
图 2：09 年“不平衡”，2010 年将是内需与外需再平衡的一年



资料来源：wind，江南金融研究所

在即将过去的一年，依靠高储蓄率，投资对经济的带动已经发挥到极致，前三季度，投资贡献了 92.4%，拉动 7.3 个百分点，与此同时，出口则贡献 -45.6%，拉低 3.6 个百分点。明年将是内外需再平衡的一年，4 万亿的投资已用去近半，剩余的 2 万亿相对今年的 2 万亿并没有增加，政府投资再次大规模增加已经不能指望，中央经济工作会议也清晰的表达了这种思想，“保持投资适度增长，重点用于完成在建项目，严格控制新上项目”，可以期待的是民间投资的跟进，但信心的建立需要时间和有利可图的投资项目，在可预见的 2010 年，民间投资依然难以弥补政府投资增速的下滑，预计全年投资增速在 20% 左右。

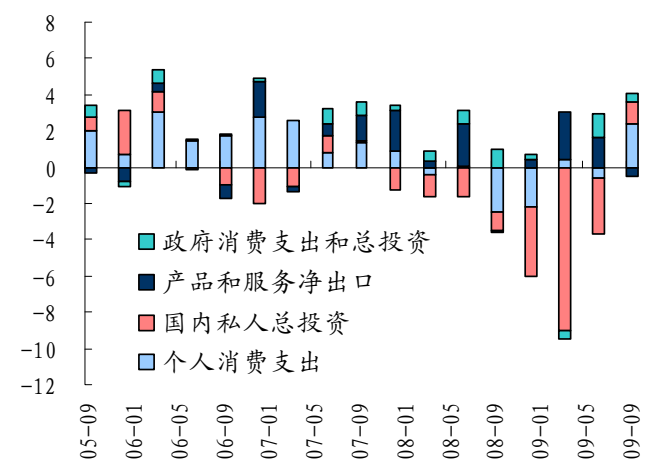
图 3：出口将快速回升



资料来源：wind，OECD 数据库，江南金融研究所

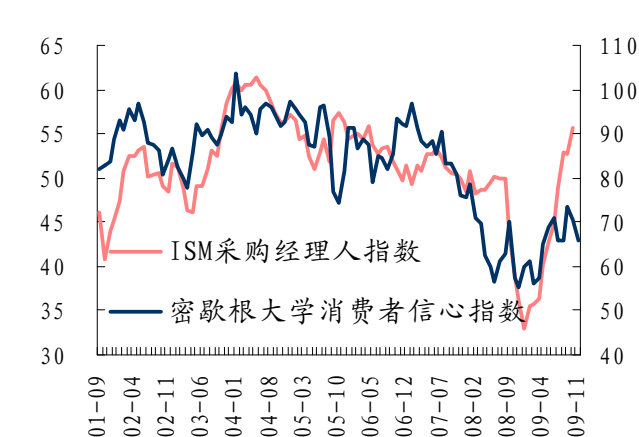
09 年净出口对 GDP 拖累极大，随着外围经济的补库存和财政支出的效果逐步显现，出口在经历了“J 曲线”的滞后效应后将在今年末接近或恢复正值，在 09 年低基数的基础上，预计明年出口增速在 10%~15% 之间，对 GDP 的拉动上升至 0 以上。

图 4：美国经济恢复势头良好



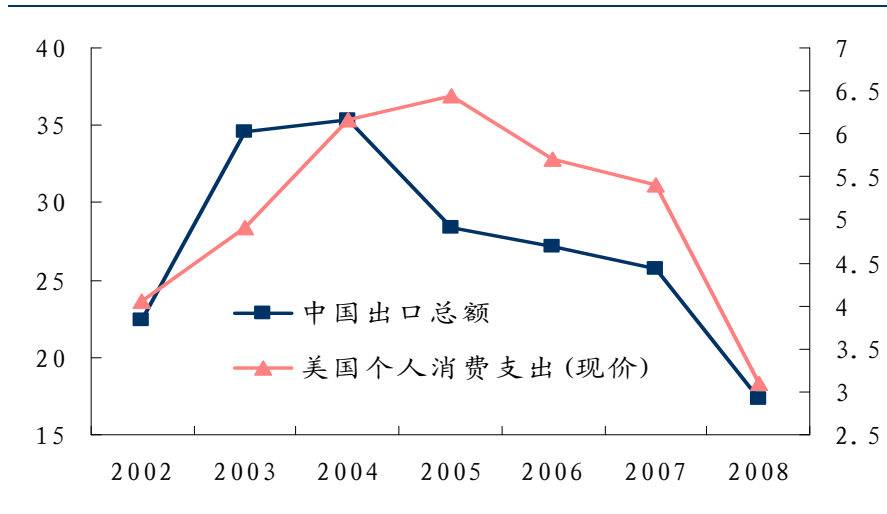
资料来源：wind，江南金融研究所

图 5：领先指标显示美国经济将继续回升



资料来源：wind，江南金融研究所

图 6：我国出口与美国消费休戚相关



资料来源：wind，江南金融研究所

1.1.2 产业结构升级 区域经济协调发展贯穿全年

不仅是内外需失衡，在“保增长”的保护下，落后产业的生存环境又得到了延续，经济效率堪忧。根据国务院 9 月份印发的文件，钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备六个行业产能过剩严重，将作为未来调控和引导的重点。抑制产能过剩，鼓励新兴产业将成为贯穿全年的线索，从官方的表述中，这些行业主要包括新能

源和低碳经济、信息网络产业、新材料和智能绿色制造体系、生命科学技术、空间、海洋和地球深部资源利用等。

另外，加快中西部区域经济平衡发展、改善收入分配结构、改革民生、社保、医疗及教育体系亦是再平衡过程的重要内容。

表 1：09 年下半年来的区域振兴计划

时间	区域规划项目
09年11月17日	国务院批准《中国图们江区域合作开发规划纲要——以长吉图为开发开放先导区》
09年10月26日	国家发改委批复《天津滨海新区综合配套改革试验金融创新专项方案》
09年9月24日	国务院常务会议讨论并原则通过《促进中部地区崛起规划》
09年8月2日	原则通过《关于应对国际金融危机保持西部地区经济平稳较快发展的意见》
09年7月17日	原则通过《关于进一步实施东北地区等老工业基地振兴战略的若干意见》。

资料来源：网络整理，江南金融研究所

在内需强劲、外需逐步改善的基础上，我们继续看多经济增长前景，整体上，2009 年环比呈现倒“V”形，我们预计 2010 年 GDP 环比以 2% 为波动中枢，同比增速将呈现前高后低，最高点在第一季度，可以达到 11.4%；明年二、三季度将是 GDP 增速的低点，我们预测的为 9%、8.2%；四季度增速达到 8.8% 左右，全年 GDP 增速达到 9.3%。

表 2：我们处于从复苏迈向扩张的过程

	萧条	复苏	扩张	收缩
GDP	向下	向上	向上	向下
CPI	向下	向下	向上	向上
政策方向	货币、财政双放松	继续双宽松的政策，产业政策侧重结构调整	收紧货币、政策打压通胀，继续调结构	视政策目标而定

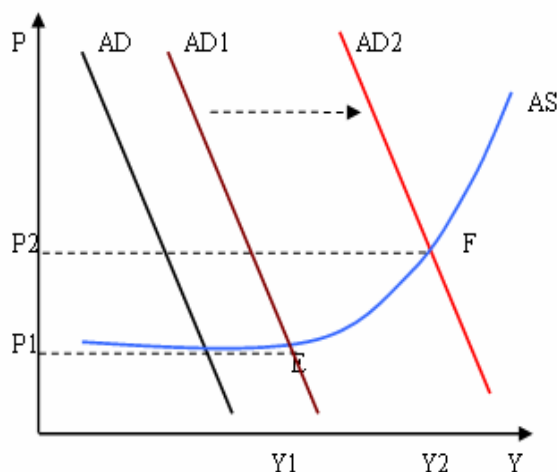
资料来源：江南金融研究所

1.2 货币的力量仍将主宰物价的走势

在经济周期复苏初期，增长开始温和上升，而物价上涨率又非常低，甚至是负增长，西方经济学家常把这个时间段称为“田园诗般的时刻”。

货币供应的大增、国际大宗商品价格的暴涨，这些对物价来说似乎有一种穿越时空的震慑力。从总供给与总需求模型上看，积极的政策促使总需求曲线向右移动，产出增加的同时，由于产能过剩的存在，物价将在极低的位置运行（ $AD \rightarrow AD1$ ），产出缺口在这一过程中也逐步缩小，随着增长达到潜在增长水平，总需求提升将会促使价格总水平上涨（ $AD1 \rightarrow AD2$ ），

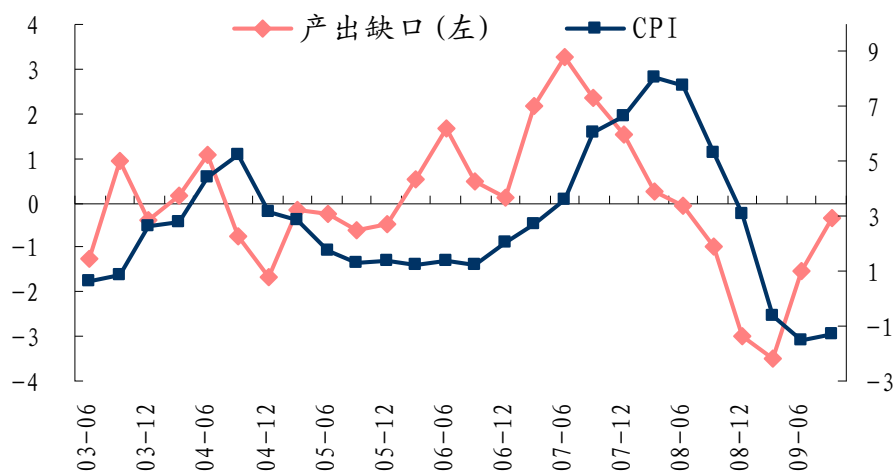
图 7：总供给与总需求模型图示



资料来源：江南金融研究所

根据我们的计算，今年四季度 GDP 增速将达到并超过潜在增长率，产出缺口由负转正，供需均衡点将重新对物价形成必要的支撑，应该说，物价回升的基础得以确立。

图 8：CPI 滞后产出缺口的变化，二者趋势一致

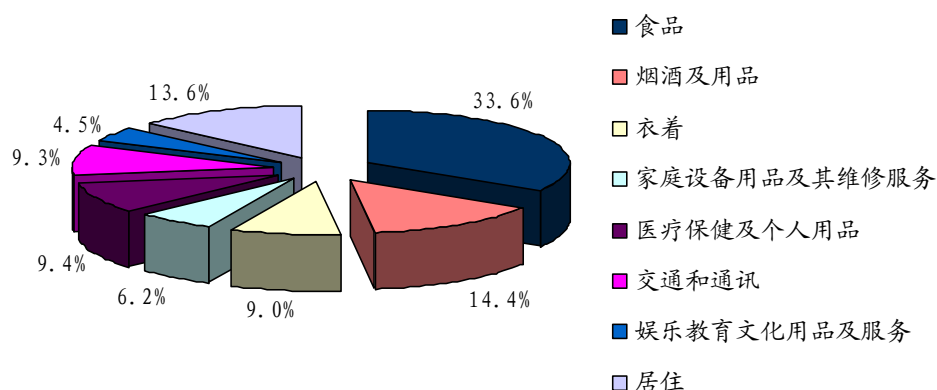


资料来源：wind，江南金融研究所

尽管如此，我们对明年的物价形势是谨慎乐观的：2010 年温和

通胀的概率较大。危机后的中国投资需求面临衰减，出口恢复缓慢，整体经济增速徘徊在潜在产出水平上——至少在目前看来提升的空间非常有限。只要 2010 年秋粮获得丰收，不发生严重的食品供给短缺，充足的供给将保证全年物价的平稳运行，潜在的通胀压力未必使通胀显性化。

图 9: CPI 的构成: 食品占三分之一的权重, 食品供给充足, 通胀便可无忧。



资料来源: wind, 江南金融研究所

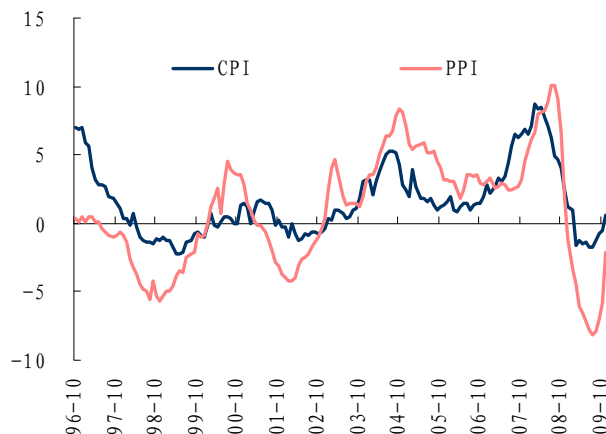
来自于国际大宗商品价格的传导压力是另一通胀来源，历史上看，CRB 期货价格指数与国内 PPI 的走势几乎完全一致，且略微领先，这一传到路径基本是畅通无阻的（图 9），但另一方面，PPI 对 CPI 的传导却不是必然的，此前已有先例，2000 年，国际大宗商品的带动下，PPI 一路上涨，7 月达到 4.5%，由于食品供给充足，CPI 仅仅上涨了 0.5%，本次输入型通胀压力最终以 PPI 的再次下跌而终结。

图 9: 国际商品价格对中国的传导

图 10: PPI 对 CPI 的传导并非必然



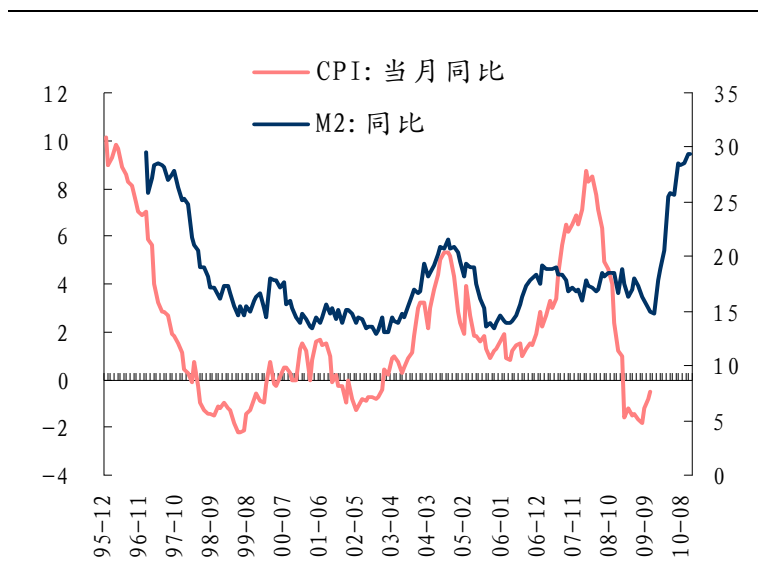
资料来源: wind, 江南金融研究所



资料来源: wind, 江南金融研究所

当然，这里面存在一个问题，货币的供应会必然导致通胀吗？事实上，我们现在所有的通胀预期几乎都来源于今年的超量的货币供给，归根结底，市场在担心货币数量论的必然逻辑。

图 11: 如果把 CPI 滞后 4 个季度, 相关性还是很明显



资料来源: wind, 江南金融研究所

根据CPI与产出缺口和M2的关系, 我们建立了如下模型, 从估计的参数效果来看, 模型的拟合状况也比较理想。

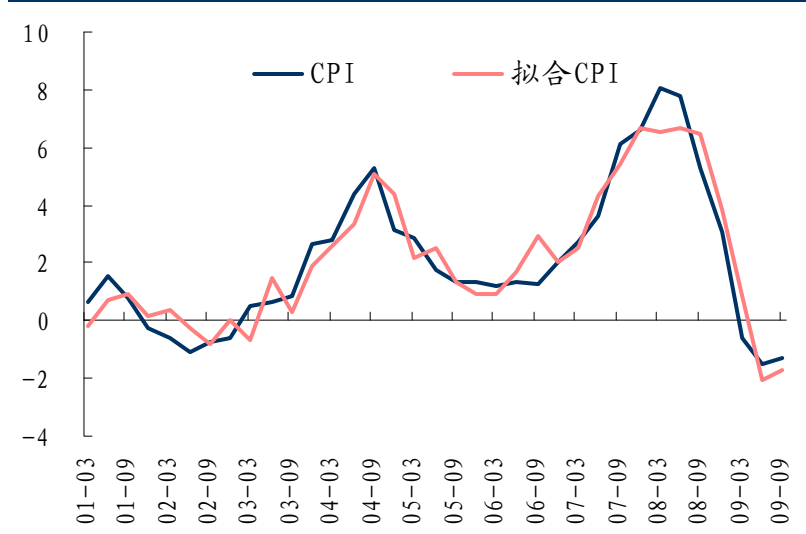
表 3: 物价与 M2 和产出缺口的模型

$$CPI = -1.74 + 0.72 * CPI(-1) + 0.14 * M2(-4) + 0.66 * \text{产出缺口} * (-1)$$

t值	10	1.67	6
P	0	0.1	0
调整后R ² =0.89, DW=1.89			

资料来源: wind, 江南金融研究所

图13: 以M2与产出缺口作为自变量拟合的CPI



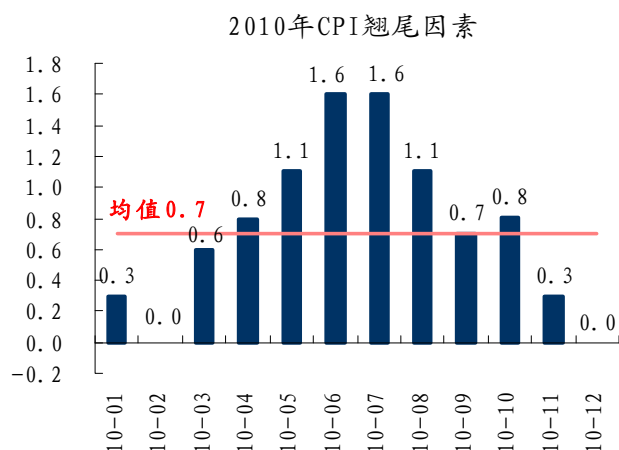
资料来源: wind, 江南金融研究所

从上述模型的估计结果来看, 产出缺口与M2均对物价有正向推动

作用，加上滞后一阶的自回归项，可以解释CPI变动的89%。滞后4个季度的M2增速每增加1个百分点将推动CPI上涨0.14个百分点，而滞后一期的产出缺口每增加1个百分点将平均拉动CPI上涨0.66个百分点。二者会同时对物价形成推动。

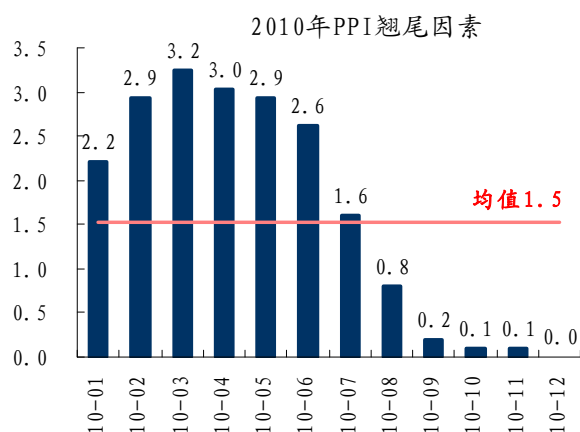
所以，我们认为货币供给的大幅增长短期不必然造成通胀，但长期必然会造成通胀。来自于资产部门（包括房地产、证券、期货）等对货币的吸收程度明显加强，资产市场不断壮大，隐形资产的定价过程也同样吸收货币，因此，进入一般商品市场的货币量可能并没有表面上的那么多，尽管如此，根据CPI滞后货币供应4~6个季度的模型推导，明年下半年将是货币作用在CPI上的时间窗口，届时通胀新增因素将会加大，如果2010年央行能把货币供应成功控制在20%左右，通胀预期将随之收敛，通胀压力亦会慢慢释放，否则，货币超常规的持续发行必然造成通胀。

图 12: CPI 全年翘尾因素的影响在 0.7% 左右



资料来源: wind, 江南金融研究所

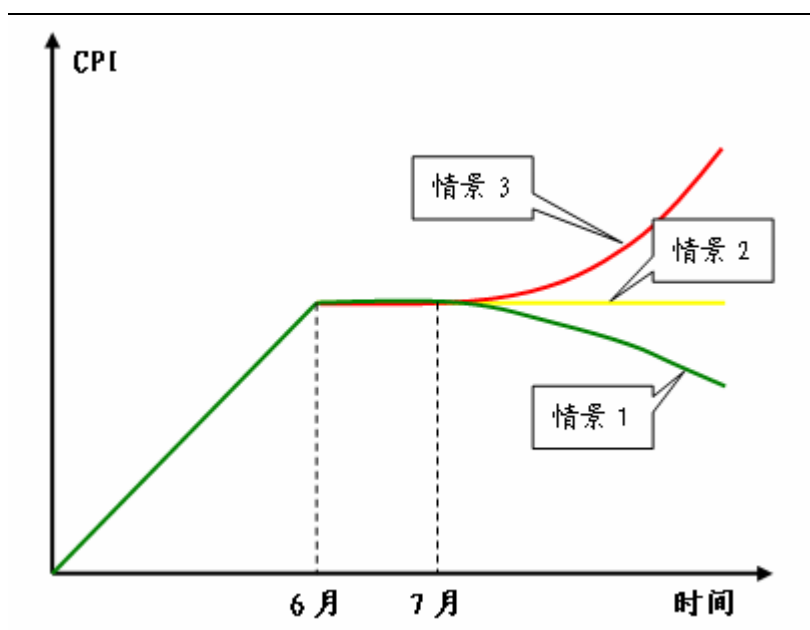
图13: PPI全年翘尾因素的影响在1.5%左右



资料来源: wind, 江南金融研究所

从统计意义上看，在今年12月CPI、PPI环比增幅均为0.5%的假设下，其翘尾因素的分布有所不同（图12、13）。对CPI来说，翘尾因素的影响主要体现在年中，尤其是4~7月，CPI上涨压力较大，而下半年超量的货币将促发CPI的新增因素上升，整体上CPI将维持年中的涨幅，或略有上升。对PPI来说，其上涨压力主要体现在上半年，单月的涨幅也可能超越4%。

图12：明年CPI的几种情景分析



资料来源：wind，江南金融研究所

接下来，我们对全年物价做情景分析，上半年通胀走势呈现稳步回升态势，通胀焦点主要集中在下半年，我们分三种情景讨论明年下半年通胀的走势，其性质直接决定了政策的方向：

- 情景一：物价经历了上半年的上涨后，由于农产品供给充足，信贷和货币敞口及时收紧，下半年随着翘尾因素的逐步弱化，CPI冲高回落，全年呈现倒“U”形走势，央行不必加息。
- 情景二：物价上涨后窄幅波动、基本保持平稳。货币供应量和信贷维持高位，货币对物价的滞后效应使得下半年新增因素逐步加大，但由于秋粮获得丰收，暂不会发生持续推动的通胀，此种情况下，物价与存款利率仍然倒挂，央行将加息1~2次。
- 情景三，货币仍旧大规模的发放，通胀预期强烈，一旦农产品歉收，货币对物价的推动效应将被放大，通胀周期来临，我们随之面对的将是加息周期的到来。

因此，总体来说，明年货币供应量的大小将直接决定CPI是阶段性上涨还是周期性上涨，前者对应的是事件型加息1~2次，在农产品得以丰收的假设下，通胀不足为虑。而后者意味着是加息周期的来临，对资产价格的打压是必然的。我们预计第二种情景的概率较大，全年CPI涨幅在3%左右。

1.3 政策支撑仍然有效

历史数据表明，价格总是滞后于产出增长，经济下行时政策方向倾向于盯住增长，而在扩张时期则要更多关注通胀，也就是说，政策总是先对付下滑的经济形势，然后再收拾通胀（当然滞胀是两难的），期间实质性政策进退的总开关在于通胀是否构成事实（以4%作为分界线），抑或仅仅是通胀预期。

我们当前面临的政策便是如此，复苏刚刚确认，通胀预期紧随而至，预留的缓冲时间太短，但改变政策方向将会面临更大的风险，一旦时间拿捏不准，也需要承担更大的政策成本，加上政治周期的作用，本届政府似乎更想将目前的状态保持的更持久一些。

1.3.1 方向明朗 结构调整着墨最重

应该说，明年的政策仍然遵循这样的逻辑，在今年中央经济工作会议也很准确的传递了这样的信号，在大方向上，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，以弥补出口缓慢复苏的缺口，等待内需的自我修复，最终实现内、外需并举。

具体财政投资政策方面，投资项目遍地开花的年代已经终结，“要保持投资适度增长，重点用于完成在建项目，严格控制新上项目”，财政支出的重点方向转移至民生领域和社会事业，增加对“三农”、科技、教育、卫生、文化、社会保障、保障性住房、节能环保等方面和中小企业、居民消费、欠发达地区支持力度，支持重点领域改革。可见中央对于投资尤其是地方政府投资审批的控制将非常严格，财政支出政策倾斜非常明显。需要说明的是，在这种情况下明年的财政支出压力仍然非常大，通过发行国债弥补赤字的规模仍将达到1万亿以上。

对于货币政策，总量上“要密切跟踪国内外经济形势变化，把握好货币信贷增长速度”，结构上侧重国家支持的产业。我们理解，在货币政策的执行过程中，将视通胀状况、外围经济体利率变动情况采取灵活的微调政策。

基于客观原因的考虑，“拿走”比“给予”困难得多，尤其是先“给予”，再“拿走”。在宽货币政策执行过程中，地方政府重新建立了与金融机构的行政性质的政企关系，这导致在地方政府与中央和金融机构的博弈中，地方政府往往占据主动，从而“倒逼”货币政策难以退出。尽管明年新增投资项目会减少，但由于中国特殊的倒逼机制的存在，明年新增贷款可能会高于市场预期，我们预测可达8万亿左右。

1.3.2 依靠消费提振内需 城市化是核心

本次中央经济工作会议多次提及扩大居民消费，“把增加居民消费作为扩大内需的重点，通过保障和改善民生促进经济结构优化、增强经济发展拉动力”、“要以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点，以稳步推进城镇化为依托，优化产业结构，努力使经济结构调整取得明显进展”，消费是中国经济稳定的一极，平均每年拉动GDP4个

百分点左右，在明年控制投资节奏前提下，消费成为拉动内需增长的唯一指望，09年汽车、家电的消费狂潮让我们领略了政策支持下消费所带来的惊喜，但我们认为从投资驱动到消费驱动的转型并非一朝一夕可以完成，这个漫长的过程将随着城市化的推进才会从量变到质变。我们将在下一章详细论述城市化。

二、城市化重塑中国经济增长动力

“影响 21 世纪人类社会进程有两件最深刻的事情，第一是以美国为首的新技术革命，第二是中国的城市化。”

——斯蒂格利茨

当周期来临，反危机政策随之启动，并且在短时间内迅速见效，中国经济有惊无险，超越 8% 增长目标毫无悬念。安然度过危机的后周期时代，我们重新审视，在政策的引导与促成下，中国经济的增长的动力在哪里？

2.1 重新点燃的城市化

自 1998 年为应对亚洲金融危机启动住房体制改革以来，中国房地产市场迅猛发展，而由于中国城市化严重滞后于工业化，城市化率更是以惊人的速度的提高，过去十年，平均每年提高约 1.3 个百分点，远远高于世界平均水平，城市化带来的投资与消费热促生了新一轮的增长周期，中国也因此找到了一条自我发展的道路。

表 4: 中国城市化率远低于收入相近的国家（世界银行统计口径），尚有很大发展空间

	人均GNI	按购买力平价 (PPP) 计算GNI	城市化率 (%)
全世界	7,448	9,206	49
低收入国家	649	1,860	30
中等收入国家	3,053	6,451	55
下中等收入国家	2,038	4,899	47
上中等收入国家	5,913	10,879	75
低收入和中等收入国家	1,997	4,436	44
东亚和太平洋地区	1,856	4,359	42
欧洲和中亚	4,815	9,791	64
拉丁美洲和加勒比地区	4,785	8,682	78
中东和北非	2,507	6,710	57
南亚	768	2,289	29
撒哈拉以南非洲	829	1,681	36
高收入国家	36,608	34,933	78
欧洲经济与货币联盟	34,307	31,181	73
中国	2,000	4,660	41

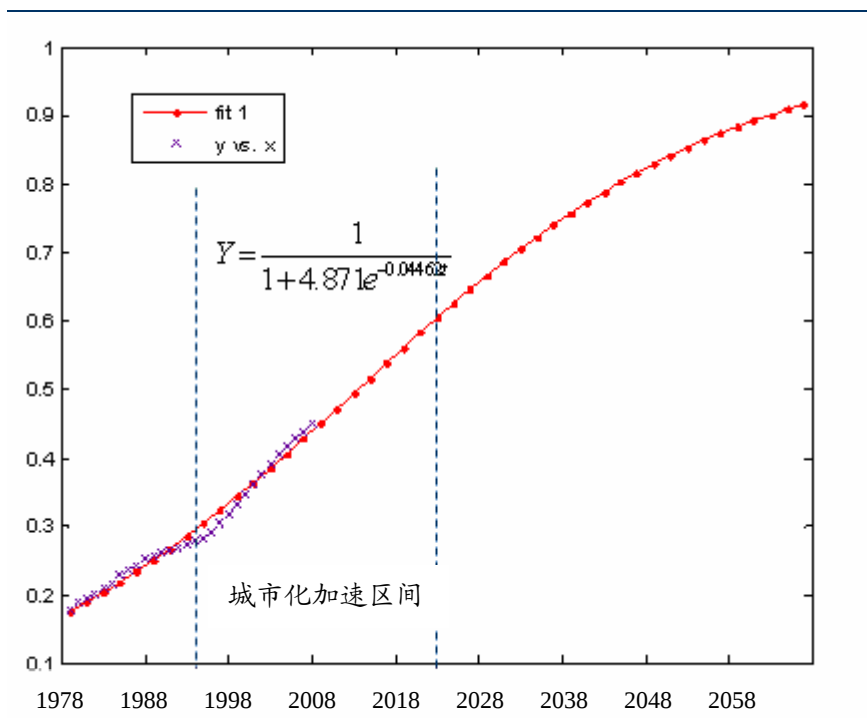
资料来源:《2008 世界发展指标》, 世界银行, 江南金融研究所

2008 年, 资产价格泡沫破灭、总需求减少, 以房地产为代表的私人投资迅速萎缩, 而 2008 年城镇人口增加 1288 万 (过去十年平均每年增加近 2000 万), 仅仅提高 0.8 个百分点, 为房地产市场改革以来的最低水平, 城市化进程面临困境, 也对工业生产造成了巨大的伤害。

我们首先了解一个概念——库兹涅茨周期, 也称建筑业周期, 不同于以存货变动为特征的基钦周期 (40 个月), 也不同于以投资变动为特征的朱格拉周期 (9-10 年), 库兹涅茨周期主要与人口的增长周期联系, 平均时间为 20 年, 典型的如美国大移民时代就是这一周期的体现, 主要标志是两大因素互相作用推进发展, 一个是居民财产购建, 二是人口转移。我们当前正处在这样一个大的上升周期中, 居民收入逐步提高, 城市化率不断上升, 对不动产的需求也逐步加大。

从美国经济学家诺瑟姆的 “S” 形模型出发, 我们拟合了中国城市化的 Logistic 函数, 从中可以发现, 我们仍处于城市化的加速阶段, 大规模的人口转移仍是未来发展的主要动力。该函数的拐点大约在 2015 年, 届时城市化速度可能会放缓。

图 14: 我们对城市化 Logistic 函数的拟合 (以 1978 年为基期)

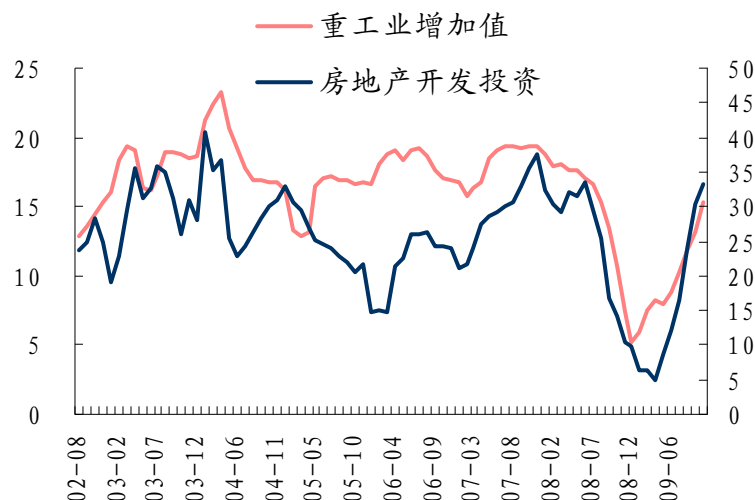


资料来源: wind, 江南金融研究所

短暂的危机只是这个大周期中一个微小的扰动, 在这种大环境下, 充裕的流动性和优惠的税收政策使房地产市场爆发了新一轮的景气周期, 这种景气顺着产业链向下游延伸, 直接拉动了相关产业的复

苏。

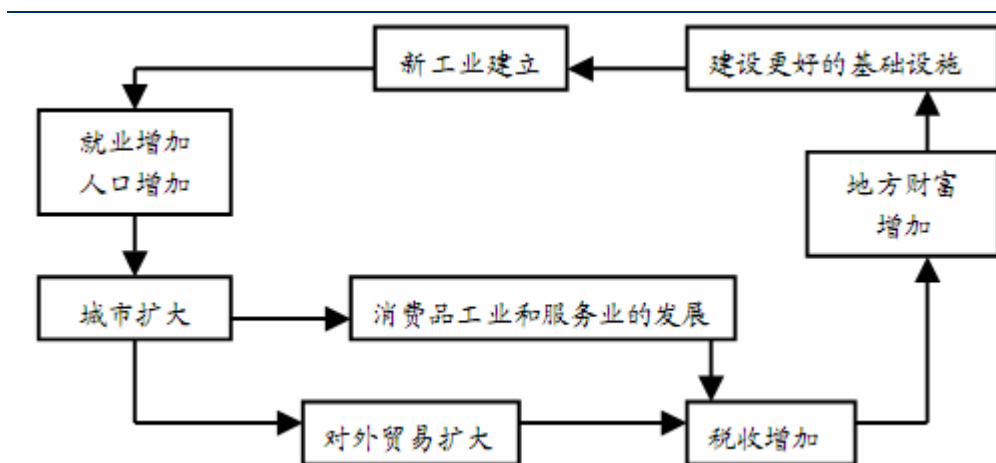
图 16: 城市化带动工业化



资料来源: wind, 江南金融研究所

通过重启城市化, 房地产市场如火如荼、工业生产稳步回升, 资产价格的回升又拉动了大量的投资需求, 城市化又恢复了它昔日的动力, 与之相关的工业产品与消费也带动了工业化的发展, 供给与需求相互对接, 城市化与工业化再度握手。

图 17: 城市化与工业化的互动循环



资料来源: 《城市经济学》, 清华大学出版社, 谢文蕙, 邓卫

从近三十年中国改革与增长模式的发展历史来看, 城市化与工业化互动的机理已然形成, 并不断被强化和形成路径依赖。一旦有外部力量打破这种循环机制, 包括地方政府在内的反危机政策的主要指向也必然在此, 中国经济亦将因此重新获得增长动力。

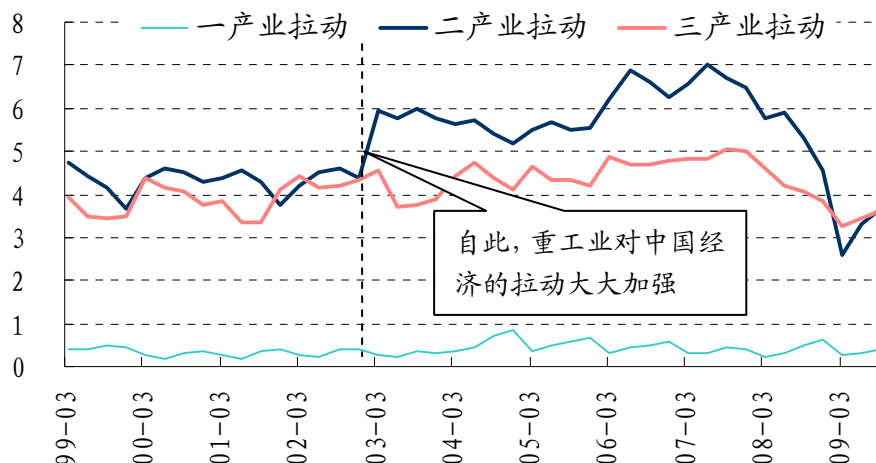
需要说明的是, 工业化和城市化呈现明显的两阶段, 第一阶段工业化带动城市化, 一般来说, 随着工业化的提升, 城市化也会随之匹

配，但由于人为的压制，改革开放的前期，中国的城市化水平远远滞后于工业化的发展水平，这导致了近十年来压抑后动力的释放。到了第二阶段，工业化稳定或下降，城市化率的提高完全是由经济服务化导致非农就业的比重上升所带动，未来发展的关键仍然是非农就业。通过工业化与城市化的互动，在城市化的进程中，最终完成投资到消费驱动的增长路径。

2.2 制造业的再度崛起

从 80 年代的乡镇企业到 90 年代的外商投资企业，中国经济现代化的发展就是一条工业化之路，在低成本的竞争策略之下，融入国际产业链分工体系使中国的人口红利得以充分释放，廉价的产品开始四处攻城掠地，抢占国际市场。经过十余年的发展，世界贸易格局中逐渐形成了生产国与消费国共生的循环模式，最终也成就了“中国制造”在世界范围内无可替代的核心地位。

图 18：02 年后二产业对中国经济的拉动大大加强



资料来源：wind，江南金融研究所

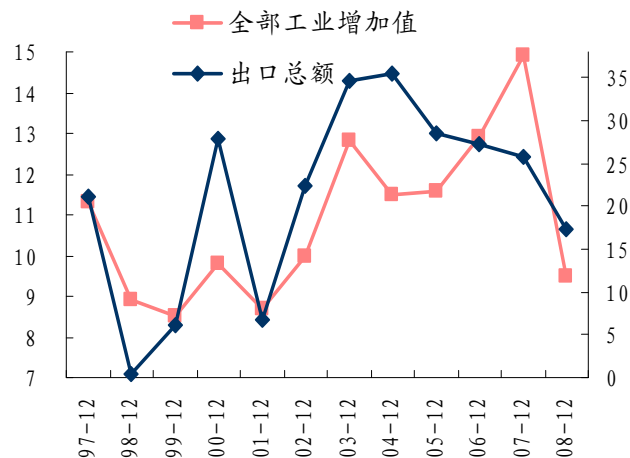
然而，金融危机导致的急剧萎缩的外部市场以及混乱和难以预期的价格信号使中国制造遭受了猛烈的冲击，工业生产陷入停顿，工业增加值从 07 年月均 17.5% 的增速迅速下滑，至 08 年四季度达到了 6.4% 的历史低点（图 1），传统的比较优势不再闪光，中国经济因此遭遇了前所未有的巨大挑战。在这种情况下，工业化的增长动力显然难以为继，而短期，转型与培育新的增长点似乎也是徒劳的或漫长的。

图 19: 工业化率稳中有升



资料来源: wind, 江南金融研究所

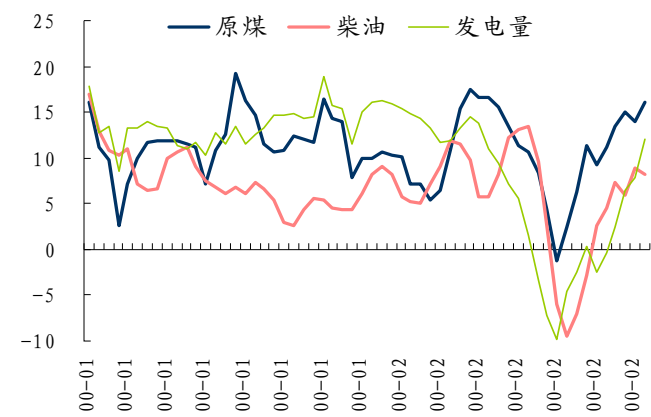
图 20: 出口成就工业的发展



资料来源: wind, 江南金融研究所

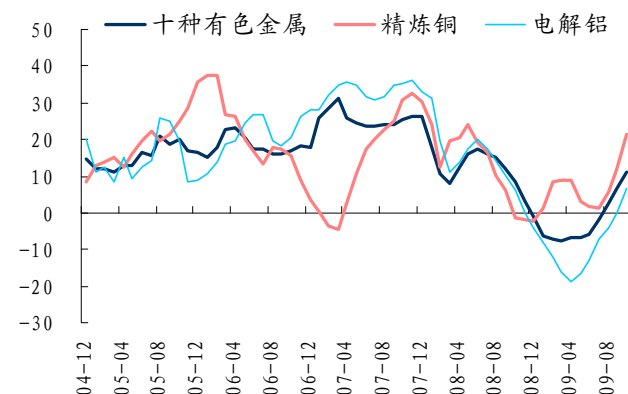
这决定了反危机政策只能是以牺牲长期结构调整来换取短期暂时性的收益。于是，巨额的财政投资激励之下，中国经济开始“硬启动”，在基建投资与房地产、汽车行业的带动下，我们看到工业生产已基本恢复到正常的增长区间，煤炭、粗钢、有色、水泥等核心工业的产量大幅回升（见下页图）。积极的政府投资政策，使中国尚未完成的工业化再度上路，具有传统优势的制造业的重新崛起再次确立了中国经济的核心地位。

图 21: 各种能源、原材料产量“V”型反转



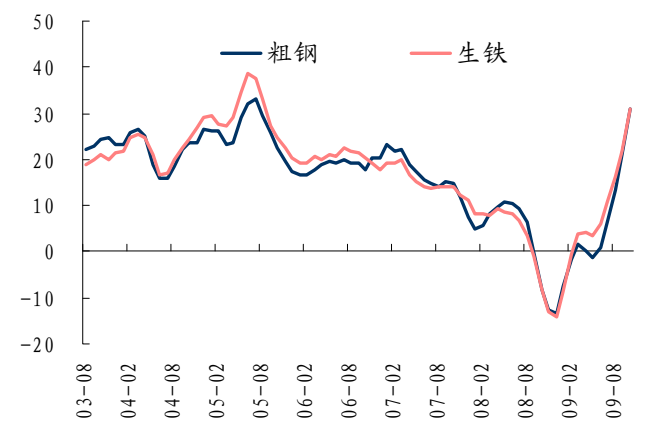
资料来源: wind, 江南金融研究所

图 22: 有色金属产量



资料来源: wind, 江南金融研究所

图 23: 钢铁产量



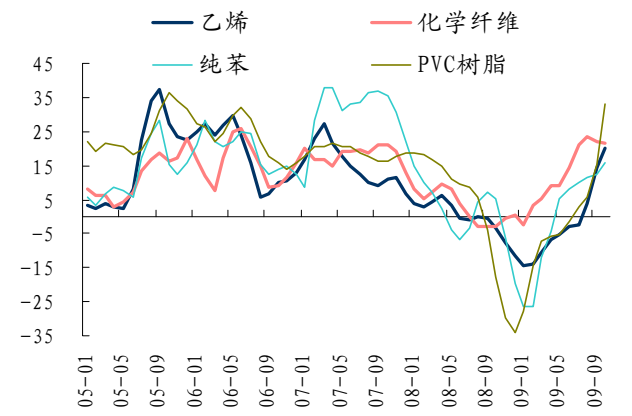
资料来源: wind, 江南金融研究所

图 24: 水泥和平板玻璃产量



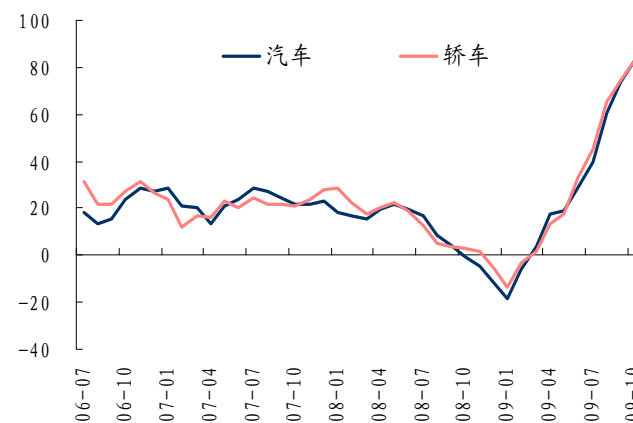
资料来源: wind, 江南金融研究所

图 25: 各种化工原材料



资料来源: wind, 江南金融研究所

图 26: 汽车销量大幅增加(以上数据均是三个月移动平均值)

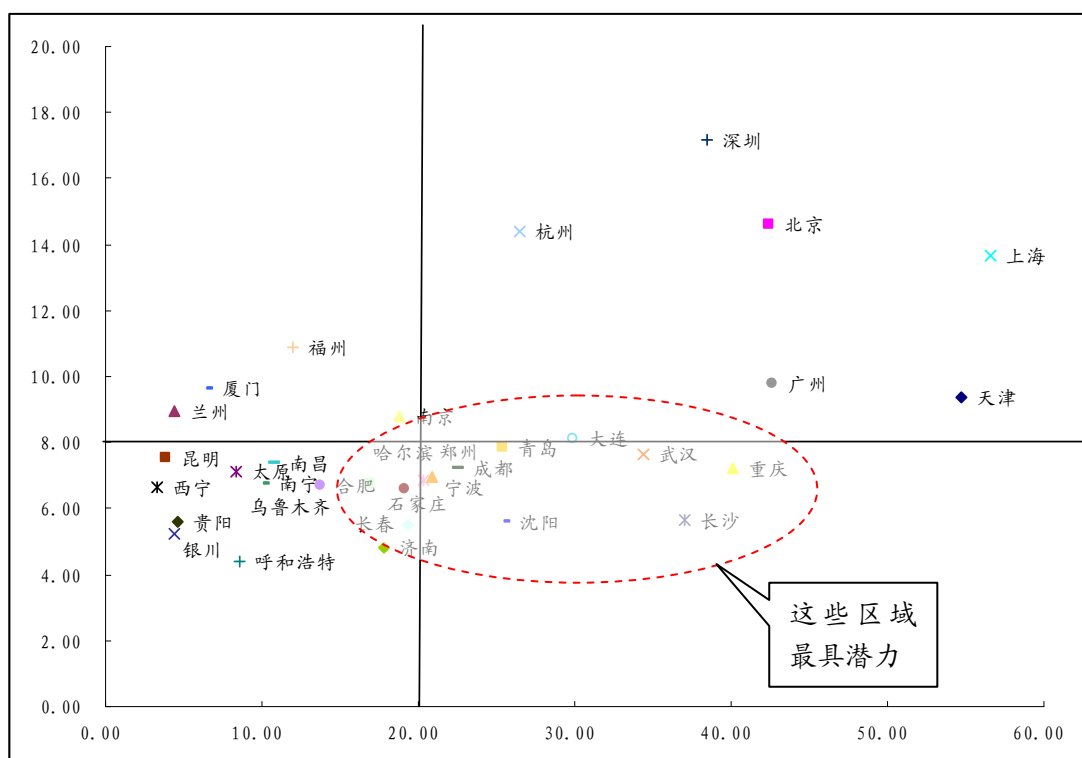


资料来源: wind, 江南金融研究所

2.3 城市化的区域选择和产业创新

本次中央经济工作会议上，城镇化的内涵被重新定义，其对加快民间投资、提升收入和消费、重振内需有着重要的意义。事实上，自年初以来国务院先后批复了九大区域规划，涉及的区域从中部崛起到东北振兴，数量几乎是过去4年的总和，除了区域振兴政策，我们认为区域振兴的核心是城市化的关联带动效应，而城市化进程中起到决定性作用的是以下因素，包括：交通、通信等基础设施的发展、地方政府的财政状况、社会保障体系的完善程度以及城市房价收入状况等。

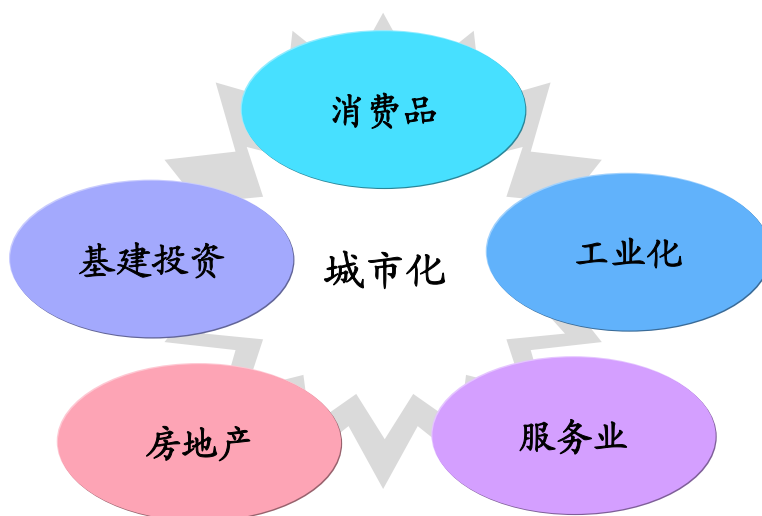
图 27：从城市化成本来看，第四象限具备加速城市化的优势（横轴 GDP，纵轴房价收入比）



资料来源：wind，江南金融研究所

整体上看，遵循政策的方向，中部城市化的成本较低，二、三线城市和一线城市的郊区是城市化发展的大方向，遵循政策方向的引导，这类城市存在超越城市化平均速度的可能，包括长沙、重庆、武汉、沈阳等。从城市化关联效应来看，受益的产业包括：金融、物流、旅游酒店、房地产等服务业，以及相关基建投资品行业。需要说明的是，城市化带来的大消费时代的来临是一个量变到质变的过程，短期是投资为主导。

图 15: 城市化的关联带动效应



资料来源: 江南金融研究所

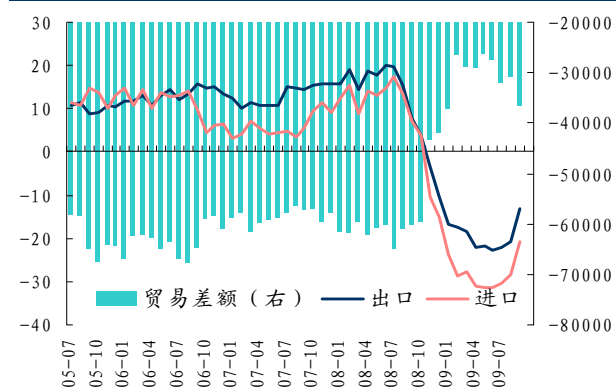
未来中小城市是城市化的重点,但这里面有一个问题,城市化意味着地方政府对教育、医疗及社保支出的增加,而中小城市恰恰财政基础又是比较薄弱,另外,小城市难以发挥规模经济效应,巨大的市政基建投资的单位成本较高,且难以发挥人口集聚和知识外溢效应。因此仅仅取消户口的限制政策是远远不够的。

三、全球资金涌动下流动性演变

3.1 汇率带来扰动的烦恼

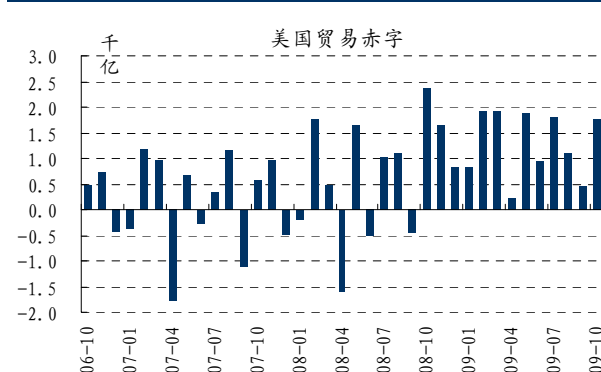
美元汇率的走势与国际资金的走向休戚相关,尤其对于 A 股市场而言,这种联动性越来越明显,美元的反弹往往对次日 A 股市场的走势产生直接的冲击。在美国贸易赤字和财政赤字维持高位的情况下,美元贬值的基本面并没有发生太大的变化。

图 27: 美国贸易赤字有所收窄



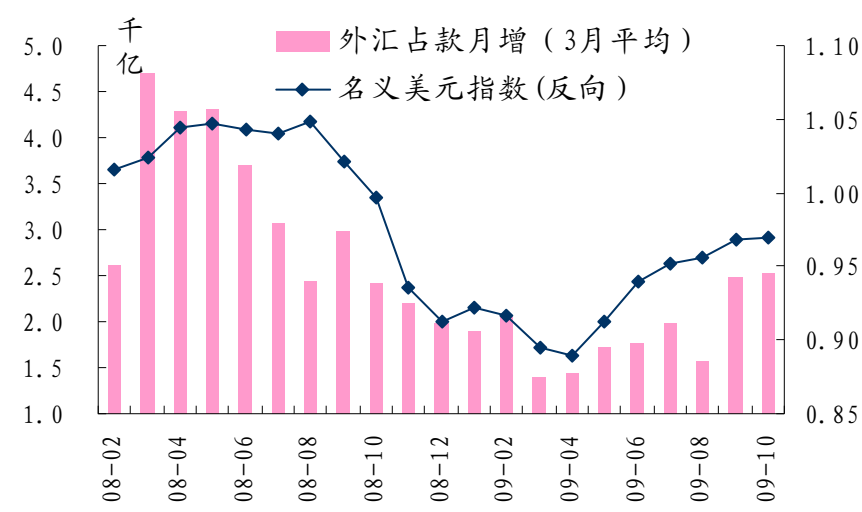
资料来源: wind, 江南金融研究所

图 28: 美国财政赤字剧增



资料来源: wind, 江南金融研究所

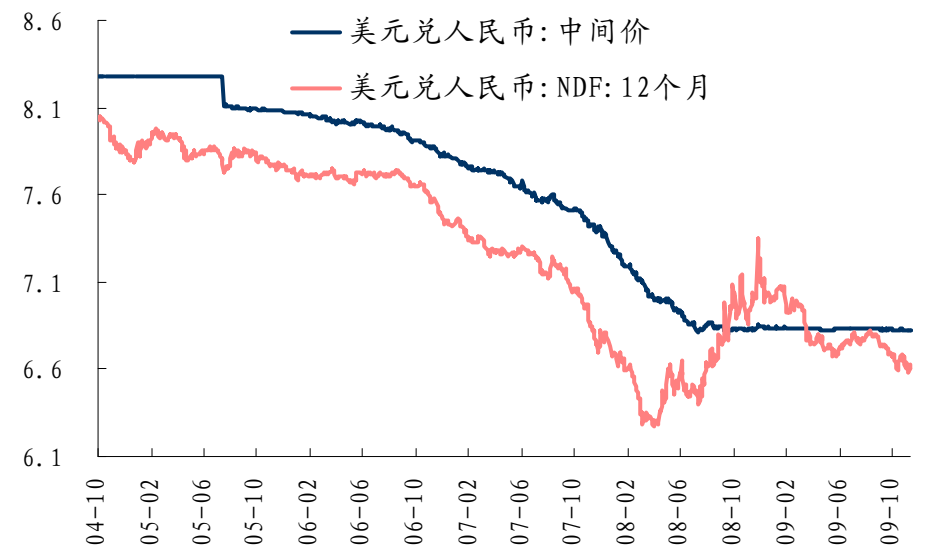
图 29：美元汇率的变化与资金的流入流出有很大相关性



资料来源：wind，江南金融研究所

事实上，除了美国经济及其货币政策取向作为美元长期走势的基本研判之外，我们认为美元更像一种避险资产，随着全球资产风险溢价的波动，国际资金的流动是直接的诱发因素汇率波动的因素。比如随着新兴市场的刺激计划的展开，经济复苏的速度远超发达国家，国际资金因此流出发达国家的迹象明显，由此导致美元持续数月的贬值行情。长期来看，我们依然看空美元的走势。

图 30：人民币升值预期加大



资料来源：wind，江南金融研究所

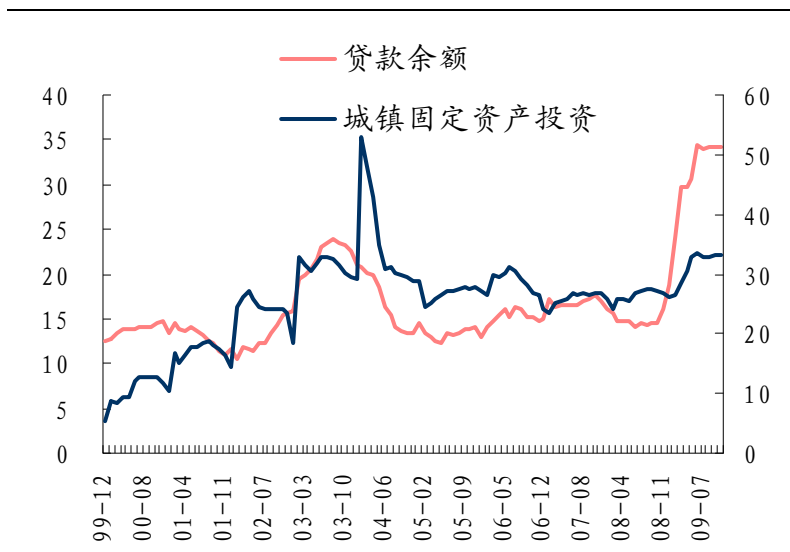
由于人民币采取盯住美元的汇率政策，在美元贬值的过程中，人民币相对欧元、日元等货币贬值明显，由此带来人民币升值压力加强，在人民币远期市场，12 个月人民币期货预期升值 3% 左右（上图），我们相信，由于我国的出口刚刚回暖，2010 年上半年大致可以恢复

到 10% 左右，远远达不到危机前的水平，我们认为政府暂时不会升值，以免使出口复苏的萌芽夭折，但在下半年，升值可能被提上日程，由此会重演 07 年热钱涌入的局面，从而导致宏观经济过热和资产价格的暴涨。

3.2 “倒逼机制”下的贷款规模

对于新增贷款的额度，市场一致预期大致在 7~8 万亿左右，我们在固定资产投资增速 20% 假设下，认为贷款余额的增速可能达到 22%，对应新增贷款大约为 8.5-9 万亿。

图 31：贷款余额和投资相关性很强



资料来源：wind，江南金融研究所

图 32：固定资产投资来源：国内贷款增速较快



资料来源：wind，江南金融研究所

图 33：明年新增贷款略有下降



资料来源：wind，江南金融研究所

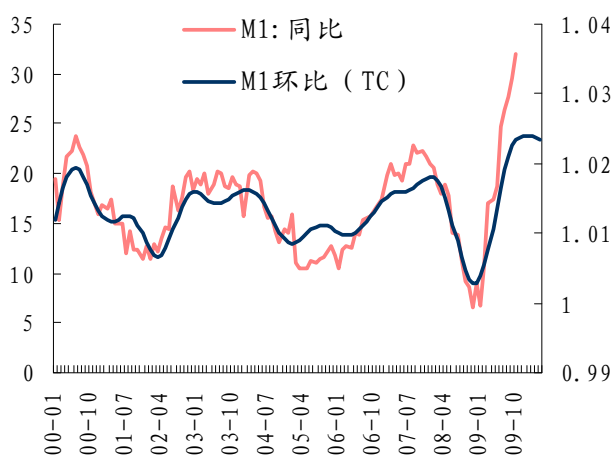
其基本理由是：其一，从固定资产的资金来源上看，国内贷款占

比迅速上升，自筹资金来源紧张，明年依靠信贷支撑高投资的传统增长模式不会改变。其二，在积极财政政策的推行过程中，地方政府面对财政压力，间接融资是其主要资金来源渠道，在地方政府与中央和金融结构的博弈中，地方往往占据主动，“倒逼”信贷政策难以退出，预计全年新增 8.5 万亿左右。

3.3 流动性的弹药不会枯竭

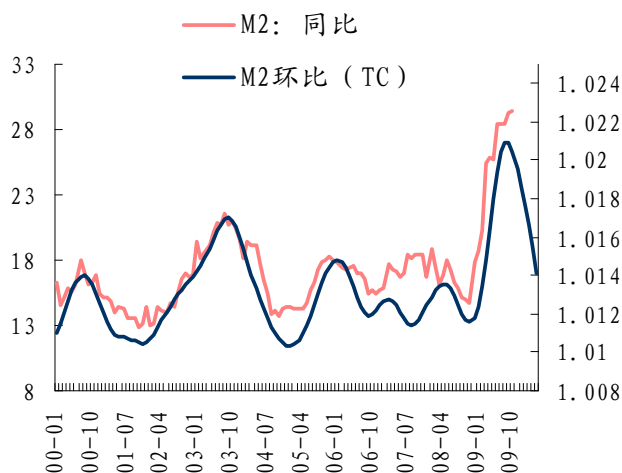
我们认为整体货币供应量增速将呈现“前高后低”的态势，M2在四季度见顶，但资金活化率会继续攀升，M1会在明年一季度达到全年最高点(约33.5%)，随后M1与M2双双见顶回落。

图34: M1将在明年一季度冲高后回落



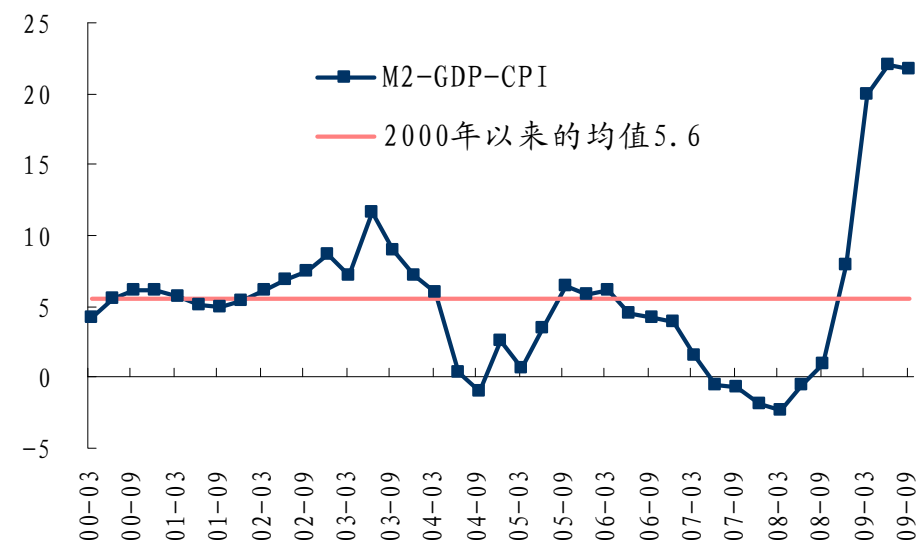
资料来源: wind, 江南金融研究所

图35: M2将在四季度回落



资料来源: wind, 江南金融研究所

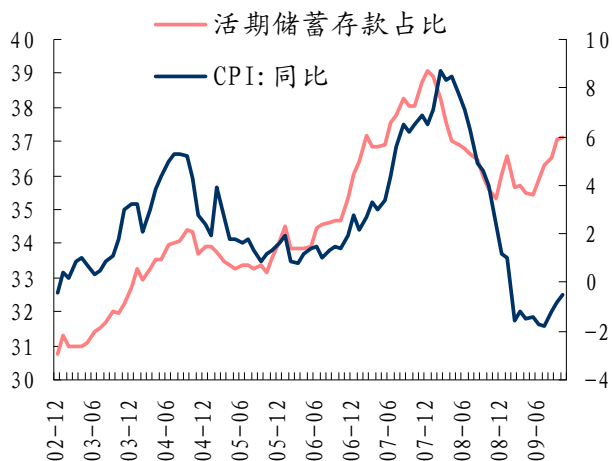
图36: 2009年货币供应超出正常水平太多，明年将回归正常水平，



资料来源: wind, 江南金融研究所

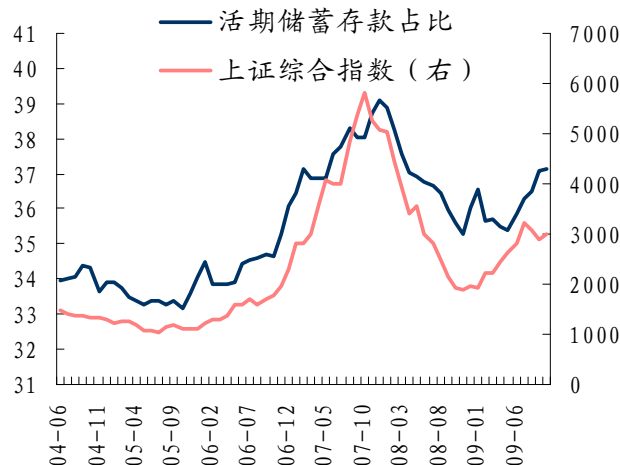
从历年M2相对GDP与CPI的关系来看，M2-GDP-CPI差值稳定在5.6%附近，在9.3%的GDP增速、2.5%的CPI涨幅假设下，合理的M2增速应该在17.5%左右，但考虑到M2高位回落的速度不宜过快，以免对复苏尚不稳固的经济产生负面影响，加上新增贷款再创新高的可能及莫测的国际资金流入的影响，如果假定明年货币供应的政策目标维持09年17%的增速，我们预测明年依然会超越这个目标，并达到20%左右。

图 37: 资金活化随着 CPI 的上升而上升



资料来源: wind, 江南金融研究所

图 38: 资金活化与 A 股市场走势密切相关



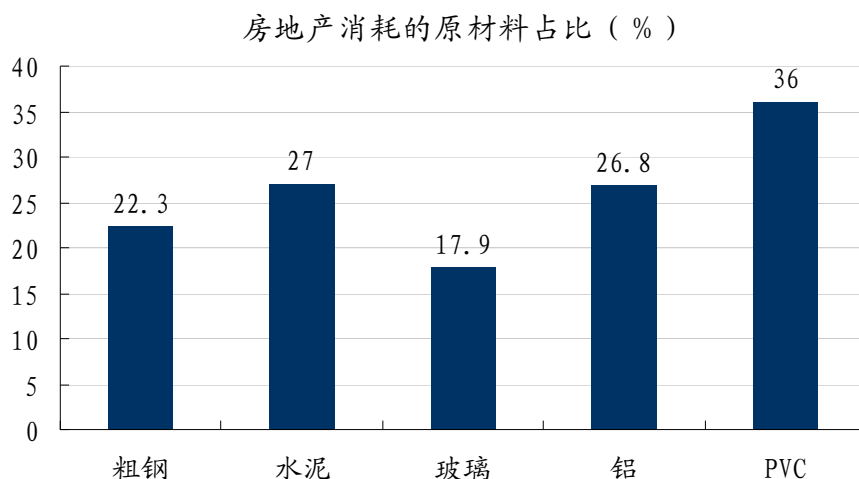
资料来源: wind, 江南金融研究所

总体来说，我们认为宽松的货币政策将会持续，存款活期化将随着CPI的升高而提升，即使不考虑预期人民币升值带来的热钱涌入，流动性充裕的大局不会改变，随着通胀与存款利率的倒挂，下半年可能会有1~2次加息。

四、资产泡沫化引致的需求可以持久吗？

可以毫不夸张的说，本轮复苏的最大功臣是房地产市场，作为最重要的资产，房地产市场对经济的拉动作用是其他任何产业无法比拟的。

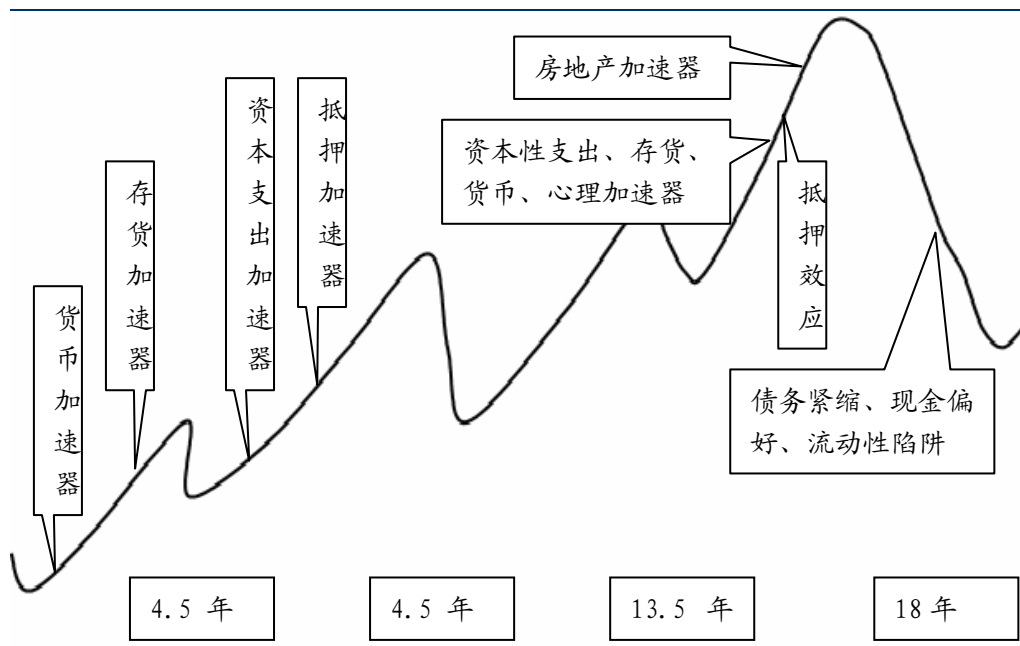
图 39： 房地产消耗的原材料



资料来源：CEIC，网络整理，江南金融研究所

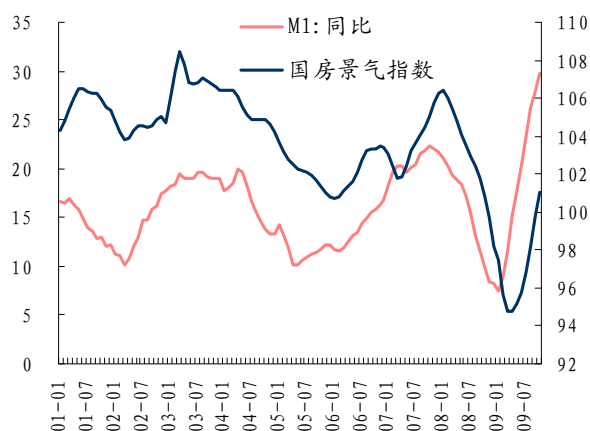
一个典型的经济周期包括存货周期、投资周期与房地产周期（下图），但面对内外需急剧收缩的困境，政府通过一系列包括利率、税收和信贷在内的政策刺激，使房地产市场以极快的速度摆脱困境，其再现的火爆程度早已超越危机前，调整时间呈现出明显“短周期化”特征。

图 40： 一个经典的完整周期



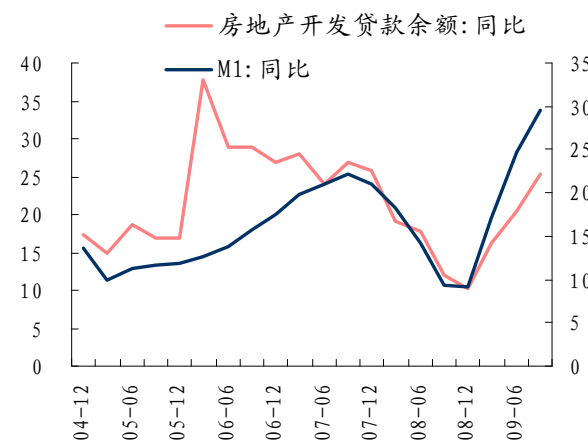
资料来源:《逃不开的经济周期》, 江南金融研究所

图 41: 地产严重依靠货币供应量 (3mm)



资料来源: wind, 江南金融研究所

图 42: 地产行业信贷与货币供应一致



资料来源: wind, 江南金融研究所

图 43: 地产销售与利率反向



资料来源: wind, 江南金融研究所

对此, 我们的问题是, 这样的狂热需求是不是可以持续的, 如果不能持续, 以房地产投资为代表的民间投资的恐怕不能期望太高。我们认为, 从长期来看, 房地产仍然是中国经济的风险点, 我们的确存在着房地产市场的刚性需求, 但这种需求会随着房价的暴涨而遭到不断抑制, 而偏偏宽松的信贷和利率政策又不可能一成不变的, 对货币政策的过于敏感和依赖使行业的发展波动巨大, “一放就乱, 一收就死”, 房地产本身缺乏自我调整的内在弹性机制使我们对房地产始终牵肠挂肚, 归根结底, 这种担心来源于价格的快速上涨, 这种速度的上涨片面放大以致破坏了供求关系, 因为没有永远上涨的资产。

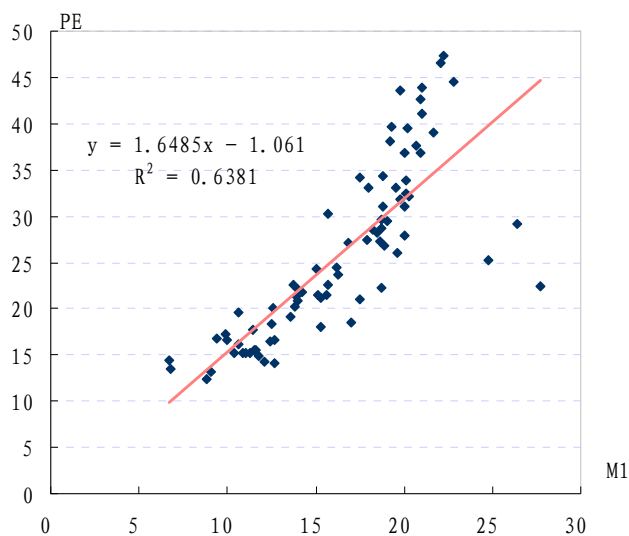
正如我们的首席经济学家张平所说: 经济增长要确认位于上升通

道，还是要靠城市化。因为，中国经济的核心引擎还是城市化。但在城市化过程中，如果资产特别是房地产价格快速推高，会形成土地城市化速度快于人口集中化速度。而一旦房地产价格上升速度远超过人们收入速度，这就使得中国本来要持续10年左右的，能够较良性带动中国内需发展的城市化进程，将提前结束。

五、宏观策略下的估值

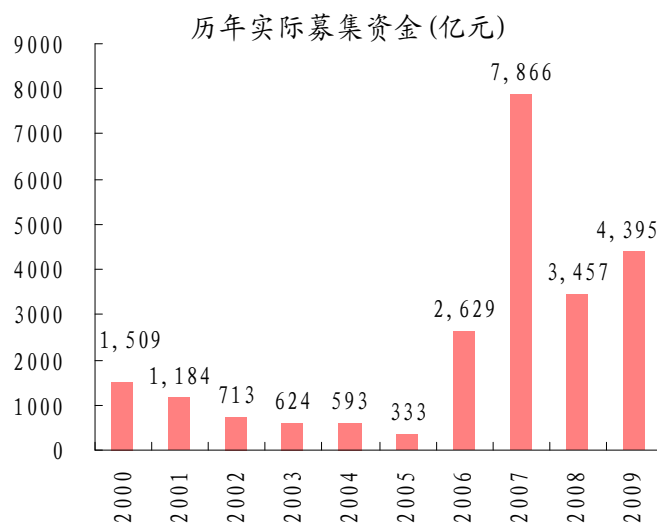
我们认为，A股市场下限看增长，上限看通胀和市场扩容压力。增长的下限来源于经济扩张对企业盈利的支撑，在我们宏观趋势的判断下，盈利的上升将对大盘的调整构筑一条底线，而通胀上限意味着政策彻底调转矛头，超越政府心理线的通胀水平往往不得不面临政策对资产价格的打压，期间流动性波动将成为市场的主要驱动因素，这里的流动性包括央行控制的经济体货币的供应量以及直接导致二级市场的资金供求变化的因素。

图 44: 货币供应与估值的线性关系: 货币供应的增长往往伴随着估值的提升。



资料来源: wind, 江南金融研究所

图 45: 潜在扩容将达到 1 万亿, 可能超越 2007 年 7866 亿的峰值。



资料来源: wind, 江南金融研究所

明年估值水平的提升更大程度上依赖外来流动性的推动，人民币汇率浮动区间的扩大将成为这一可能的触发器，但目前，基于对M1增速冲高回落的判断（图44），政策向“调结构”的实质性转变，市场对通胀和扩容（图45）的担忧，以及由此导致风险溢价的回落，我们认为，2010年A股市场整体估值水平提升的空间并不大，随着增长带来微观盈利的改善，上市公司本身业绩的提升对市场上涨的解释力度将会增强。

结构上来说，城市化和政策推动的产业升级、区域经济，以及带来消费时代的来临仍能使相关行业享受高估值。至于制造业，中国大部分地区处于工业化中后期，内生动力增长不足，区域性外延式增长仍居主导，在结构调整的潮流中，低碳经济、创新经济引起的变革、重组、规模效应将成为驱动估值的重要因素。

最后，政策性激励带来的估值提升的机会已不存在，原因在于：其一，非常时期的非常政策大方向虽然不变，但全面的激励已不可能，适当微调确是必须的。其二，基于对通胀形势维持中性的看法，我们认为，明年加息1~2次的概率较大，但连续性的加息周期到来的条件尚不具备，估值水平仅仅受到暂时性的冲击。需要注意的是，人民币跟随美元贬值的趋势尚未扭转，升值压力和预期非常大，一旦预期变为政策事实，流动性与估值即将水涨船高。详细的讨论请参阅我们的年度投资策略报告。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所公司网站: <http://www.scstock.com>**深圳**

地址: 深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层
邮编: 518000
电话: 0755-83689524
联系人: 毛艳琼

北京

地址: 北京市朝阳区安立路甲 56 号
邮编: 100012
电话: 010-84802003