年度报告

2009 年 12 月 10 日

新平衡　新格局

——2010 年宏观经济展望（1）

- 新平衡意即全球经济再平衡，基于此衍生出的新格局是：美国的消费仍旧黯淡，但房地产和企业投资或成新的亮点；中国的中间需求——投资增速高位回落，与之相伴的是终端需求——出口和消费的明显回暖。

- 服务业深度调整是导致无就业复苏的根本原因，制造业向外转移导致经济复苏后产品生产的就业也无法快速回升。消费注定会制约经济反弹的高度，更关键的是商业银行负债方的来源由批发转向零售，由此导致信贷造血能力大不如前。

- 网络科技股泡沫破灭后，美国企业便开始降低资产负债率。次贷危机中，当各个经济主体都忙于清理资产负债表、降低杠杆之时，企业却无此诉求。加之盈利水平日渐好转，企业既有能力又有需求开始新的投资。房地产市场的技术性修复也构成了投资超预期的叠加因素。

- 中国轻重工业增加值的增速出现分化。数据显示，重工业增速已基本回归趋势水平。因此，经济增长的新增动量将来自轻工业的更快恢复，对应于支出法核算的 GDP 就是消费和出口的前景。

- 国民储蓄率或已处于历史高点，消费增长是确定性的事件，特别是在工业化和城镇化的大背景下。人均 GDP 突破 3000 美元，城镇居民开始了以汽车和商品房购买为标志的再次消费升级；农村居民收入分布累计曲线的陡峭化也使得以家电购买为代表的初次消费升级成为现实。

- IMF 对世界经济的预测暗含了 2010 年中国的出口增长率将达到 14.2%，出口增速好于市场预期。企业盈利状况改善，制造业投资未必黯淡，但行业上会呈现明显的分化：制造业的上游疲弱、中游上扬、下游强势。

- 出口超预期回暖、投资缓慢下滑，预计工业企业销售收入将录得 18.9%的增长；PPI 与原燃动购进价格之差的扩大带动毛利率上行，但期间费用率已处于历史低位，企业销售净利润率的变动方向难有定论。利润增幅或将高达 32%-34%，但中游行业的利润占比有向下调整的压力。如果资源要素价格改革提速，除采掘类行业能有效转移成本外，其他行业的毛利率都将受到明显侵蚀。

- 2010 年积极财政政策仍将延续，财政赤字的绝对量与今年持平，但其占 GDP 的比重有所下降。货币政策由极度宽松转向适度宽松表现为：新增信贷量降至 7-7.5 万亿；上半年央行上调存款准备金率一次，下半年加息一次。

相关研究

宏观经济分析师

熊 伟

电 话：021-23219396
Email：xiongw@htsec.com

目 录

1. 美国复苏迷途.....4
1.1 就业步履蹒跚.....4
1.2 消费风光不再.....6
1.3 投资或成期待.....8
2. 中国确定增长.....11
2.1 亟待新的动量.....11
2.2 回归终端需求.....12
2.3 无碍产能过剩.....15
3. 盈利格局分化.....18
3.1 利润增幅可观.....18
3.2 中游面临调整.....20
4. 政策诸多变数.....22

图 目 录

图 1 美国失业率和联邦基金利率（%）.....4
图 2 失业率对趋势值的偏离（%）.....5
图 3 美国历次经济周期中制造业与服务业就业调整幅度.....5
图 4 美国行业调整差异与就业反弹的速度（%）.....6
图 5 美国失业率前景预测（%）.....6
图 6 美国居民工薪收入和消费开支的实际增速（%）.....6
图 7 美国居民负债和消费的实际增速（%）.....7
图 8 商业银行负债环比变动及分项贡献（%）.....7
图 9 GDP 和商业银行信贷增速（%）.....8
图 10 美国 PMI 指数新订单与库存比.....8
图 11 美国新屋开工销售之差与新屋库存（万套，月）.....9
图 12 美国成屋签约率及其趋势值.....9
图 13 美国非金融企业资产负债率（%）.....10
图 14 美国企业利润环比增幅的拉动分解（%）.....10
图 15 工业增加值增速（%）.....11
图 16 钢铁产量指数及 H-P 趋势线.....11
图 17 发电量指数及 H-P 趋势线.....12
图 18 中国城市化率与世界城市化率（%）.....13
图 19 社会消费品零售总额名义及实际增速（%）.....13
图 20 各经济主体的储蓄占 GDP 的比重.....13
图 21 按纯收入分组的户数占调查户比重的累积分布（%）.....14
图 22 经济主体次级和初级分配所得占比之差（%）.....14
图 23 世界经济增长格局：美国和其他经济体（%）.....15
图 24 中国出口增速与贸易伙伴经济增速（%）.....15
图 25 固定资产投资增速：中央项目和房地产（%）.....15

图 26 按注册类型分固定资产投资增速（%）.....16
图 27 制造业上游、中游及下游投资增速（%）.....17
图 28 房地产新开工面积和销售面积（%）.....17
图 29 一年期存款、CPI 和实际利率（%）.....17
图 30 投资增速与销售收入增速.....18
图 31 出口增速与销售收入增速.....18
图 32 工业企业主营业务收入增速的实际和拟合值.....19
图 33 PPI 与原燃动购进价格之差和毛利率.....20
图 34 三项费用占销售收入之比.....20
图 35 上中下游利润占比与历史均值的比较.....21
图 36 上游与中游行业毛利率之差.....21
图 37 采掘类和上游制造业利润增速.....21
图 38 中游和下游制造业利润增速.....22
图 39 外汇占款、FDI、顺差和热钱（亿美元）.....23
图 40 M2、人民币贷款及外汇占款增速（%）.....23
图 41 原油供需缺口.....24
图 42 存款准备金率和贷款利率（%）.....25

表 目 录

表 1 经济周期中各指标调整的幅度与时间（历次危机的均值）.....10
表 2 2010 年工业企业利润增速预测.....20
表 3 工业企业毛利率与原燃动购进价格的相关系数.....22
表 4 2010 年贷款增量敏感性分析（万亿）.....23

1. 美国复苏迷途

在积极的财政政策和量化宽松的货币政策的双重刺激下，世界经济逐渐摆脱了系统性风险带来的经济冻结，开始走上复苏之路。尽管金融危机的余波仍在，“迪拜事件”就是例证，但无论是商业地产还是 CDS 等衍生品，这些政府密切关注着的领域，再度出现系统性崩塌的可能性微乎其微，因为笔者深信金融危机只会出现在监管不察之处。

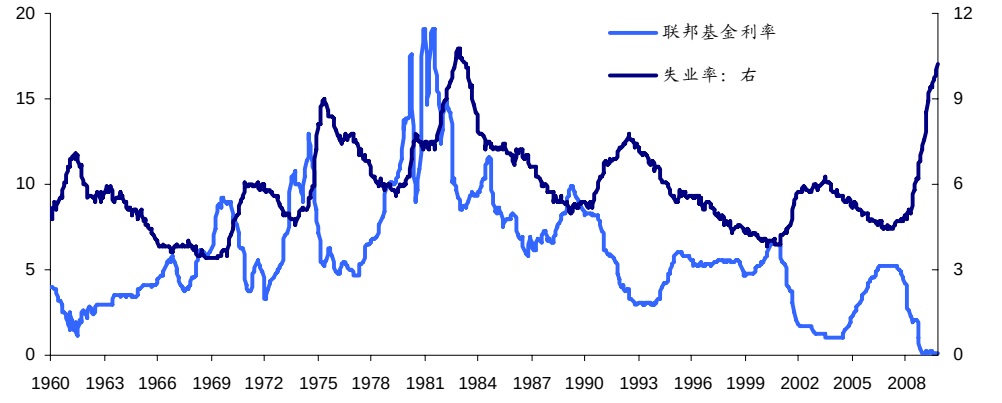
可以说，08 年四季度直至 09 年二季度是世界经济最黑暗的时刻，它已经过去，未来即便出现所谓“二次探底”，也难以超出彼时状况。世界经济增长的趋势非常明确，接下来要考察的不过是复苏的曲折程度，是承接三季度的高歌猛进还是路漫漫其修远兮？本篇报告的目的旨在对此进行辨析。

如果说 2009 年的关键词在于抗击衰退，那么 10 年，世界经济的关键词可能就是美元。对美元走势的判断暗含了对美联储加息时点的预期，暗含了对美国经济复苏高度的预期。这两者恰恰关乎的是世界宽松货币政策的退出节奏、世界制造型国家的出口前景。

1.1 就业步履蹒跚

过往的历史数据无一不表明，美联储加息的时点都在失业率见顶之后，只是时间间隔从 1 个月到 1 年多不等。市场忧虑之士认为，鉴于此次危机性质特殊，美联储应该在失业率见顶前加息，以防止经济复苏后流动性的泛滥。但从联储使用的泰勒公式来看，当前的经济增速和通胀前景暗含的联邦基金利率应为负数；况且，美联储完全有能力、有手段控制庞大的超额储备金，以防止流动性的过度肆虐。因此，联储加息的逻辑很难有变动，失业率或者说经济的内生增长动力依旧是判断加息时点的唯一标准。

图 1 美国失业率和联邦基金利率（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

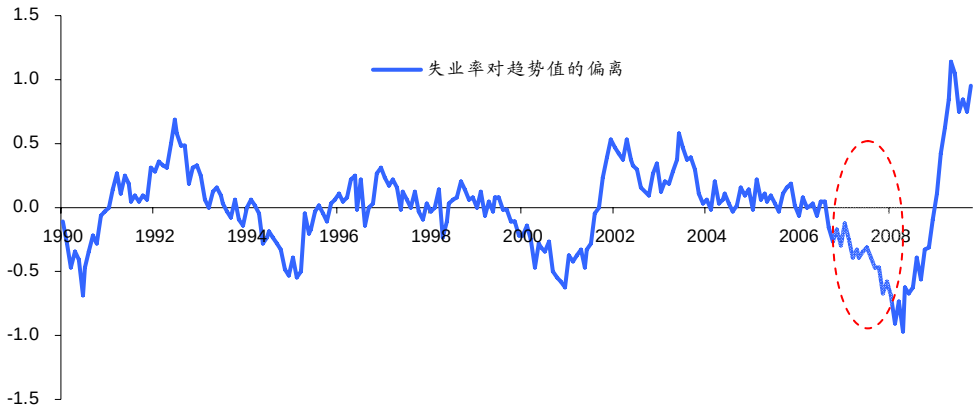
关于失业率的判断，一种流行的看法是，此次危机中企业过度裁员，经济正常化后企业会开始迅速雇佣；另一种看法认为，历次危机以来，就业市场调整的幅度越大，随后的反弹幅度也就越大，本次危机劳动力市场的显著调整意味着明年失业率会快速下降。

事实上，上述两种逻辑推理都存在漏洞。持第一种看法的观察家或许没有注意到在危机发生前，美国劳动力市场经历了几十年来最美好的时光，失业率明显低于奥肯经验法则暗含的水平。泡沫式的繁荣令美国经济产生了过度雇佣，当前的裁员不过是对过往几年过度雇佣的自我修复而已。

持第二种看法的观察家是从历史视角得出的结论。经验法则在推演未来时确实发挥了极大的作用，但这种推理最大的风险在于“黑天鹅”事件的发生或者经济结构发生了不

浮于表面的变迁，推理出发的时点恰好落在计量经济学上的 Chow-test 断点。

图 2 失业率对趋势值的偏离（%）



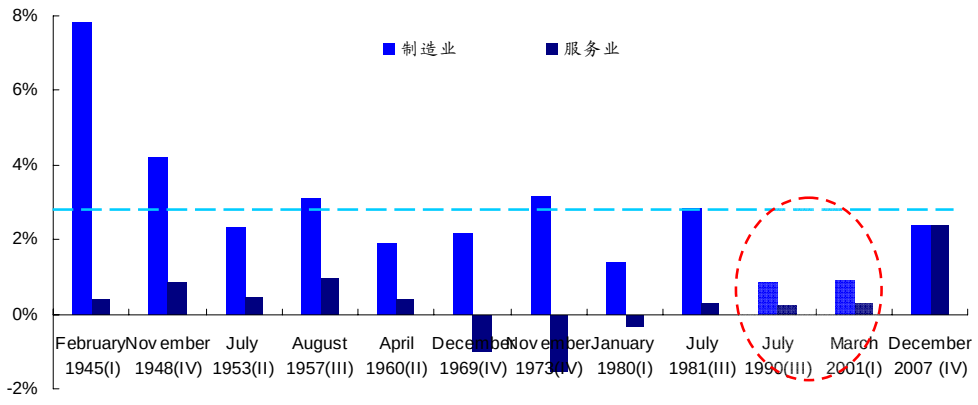
资料来源：CEIC，海通证券研究所

仔细分析 2007-2009 年的衰退，各类行业就业调整的幅度与之前的衰退大为不同。本次衰退中，非服务业和服务业职位的流失基本相等，而此前的衰退中，绝大部分职位的流失都来自非服务业部门。需要注意的是，若不是政府部门的临时职位明显增加，服务业职位流失的程度将更加严重；而此前危机中，服务业的就业人数却有所增加。

相对于经济增长，非服务业就业显示出比服务业就业更高的弹性。以非服务业与服务业调整幅度之差作为自变量，可以很好地解释危机后 12 个月就业的反弹高度。因此，本次失业调整的行业结构必将导致无就业复苏。

制造业失业是劳动力市场波动的主要因素，经济一旦复苏，制造业失业便很快回升，但在 1990 年和 2001 年的危机后并未观察到这一现象。这或许反应了经济长期存在的结构性问题，制造业外包、行业劳动生产力增长过慢导致制造业岗位供给的系统性下降。

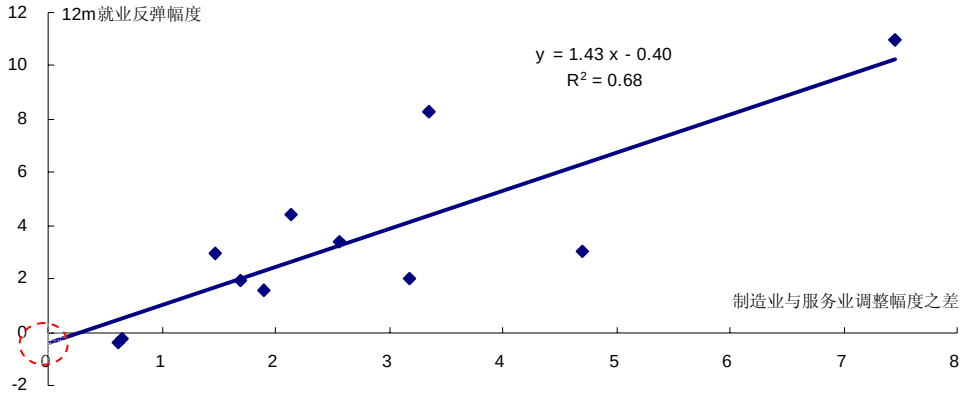
图 3 美国历次经济周期中制造业与服务业就业调整幅度



注：虚线为制造业调整均值；本次经济危机以今年 6 月为底部
资料来源：NBER，CEIC，海通证券研究所

从某种意义上来说，全球经济的再平衡或许有利于美国摆脱无就业复苏，因为它要求美国更多地生产，而其他各国更多地消费，而这一过程恰恰直指美国的结构性弊端。不过从比较优势的角度来说，美国制造似乎是违背事理的，除非“新经济”时代能够再次来临。

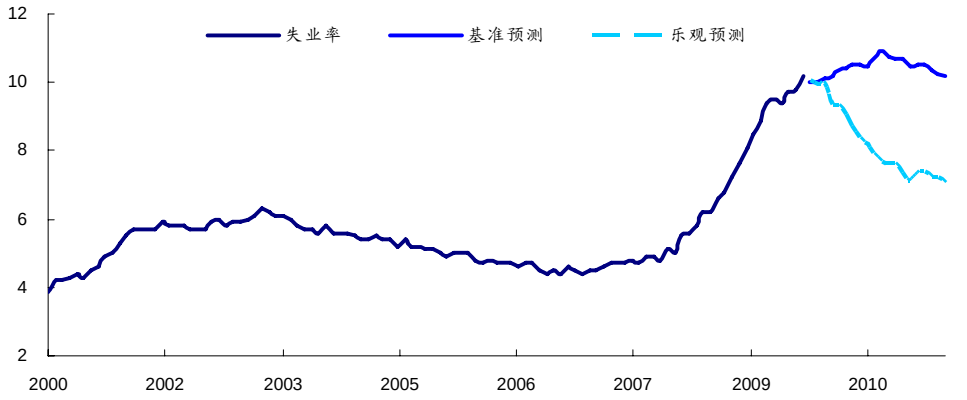
图 4 美国行业调整差异与就业反弹的速度（%）



注：圆圈标识为预测值
资料来源：BLS，CEIC，海通证券研究所

以历史无就业复苏的情景作为参照，可以模拟出明年美国的失业率前景，预计明年失业率见顶的时间点为三季度。机械地推理，加息的时点应为下半年。需要说明的是，这里的结论依然有可能陷入经验推理的两个困境。作为补充，笔者也给出了常规路径下的乐观预测，失业率掉头向下，经济复苏的戏剧性稍显不足。

图 5 美国失业率前景预测（%）



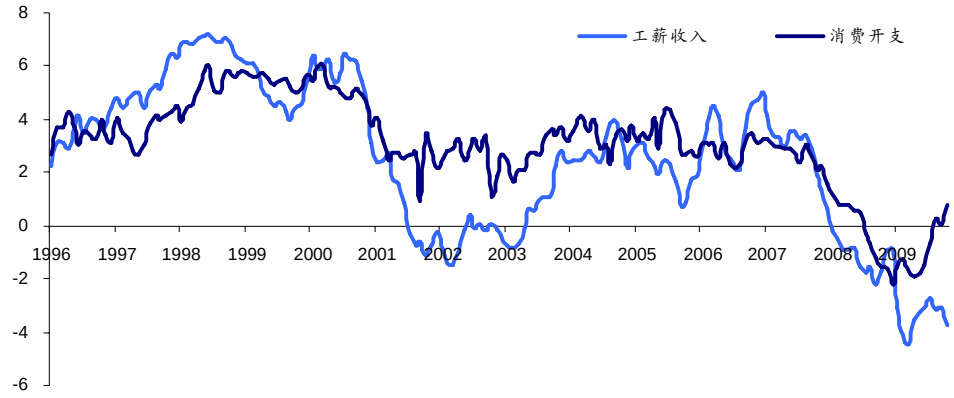
资料来源：BLS，CEIC，海通证券研究所

1.2 消费风光不再

过剩劳动力的存在导致居民在薪资议价处于相对不利的地位，工薪收入增速持续走低。根据弗里德曼的研究，消费开支往往与持久收入密切相关，显然工薪收入更接近持久收入，它的增长缓慢无疑昭示了消费的黯淡前景。值得注意的是，二季度以来，工薪收入与消费开支明显分化，其基本背景是政府出台的旧车换现金等一系列刺激计划。

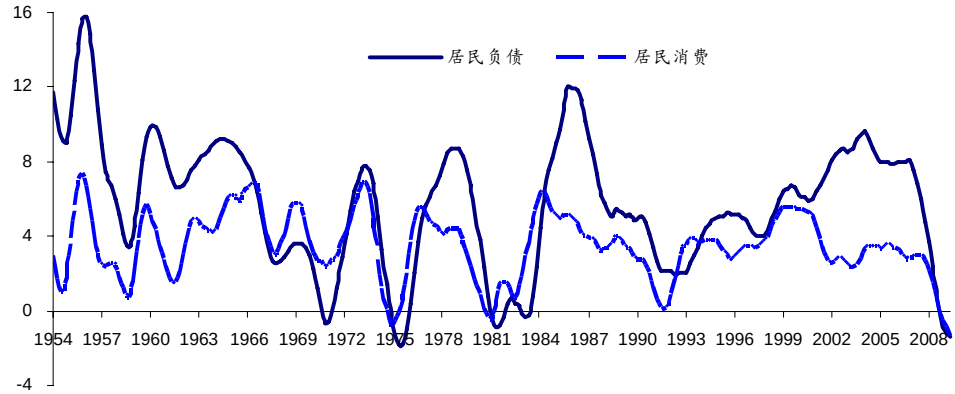
支撑美国居民消费更为关键的因素其实是债务的扩张能力。危机前，美国居民消费高速增长固然有储蓄率降至接近于零的原因，但以资产价格特别是房地产作为抵押品的举债消费模式才是实质。危机过后，举债消费模式面临调整，居民部门开始了历时持久的降杠杆，必须更多地储蓄同时减少新增债务以满足降低负债率的诉求。历史数据生动地表明，当债务的实际增速面临下行压力时，消费也不会大举上扬。有利的是，明年通胀将回归正值区间，而通胀有利于负债方，这在某种程度上会提升举债需求。

图 6 美国居民工薪收入和消费开支的实际增速（%）



注：经物价指数平减
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 7 美国居民负债和消费的实际增速（%）



注：经物价指数平减
资料来源：CEIC，海通证券研究所

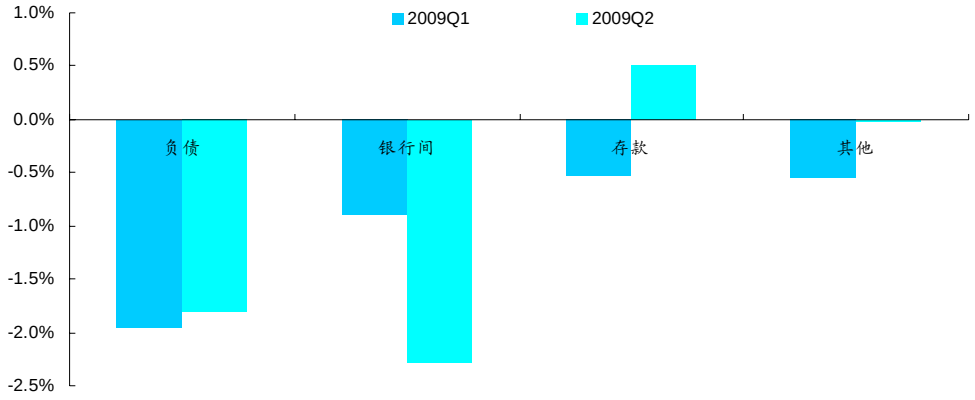
其实危机打击的不仅是信贷需求，更重要的是信贷供给能力。商业银行之所以能够持续不断地满足实体经济的信贷需求，根本原因是其强大的获取负债的能力。危机前，商业银行利用银行间批发获取资金，存款等零售方式退居次要地位。

危机后，基于当前可获得的数据发现，在商业银行减负债的过程中，银行间负债的降幅首当其冲，存款负债反而有所上升。如果这一模式不再次发生逆转，信贷造血的能力将被大大弱化。虽然直接融资在美国企业融资占据可观比重，但信贷增速历来和 GDP 增速息息相关。因而，尽管明年美国经济的总体增速高过今年十分确定，但是复苏的高度有可能低于市场的乐观预期。

二季度以来经济反弹的动因之一就是再库存，而明年它的刺激效应也会逐渐消退。根据 ISM 的制造业 PMI 指数计算，11 月新订单和库存指数之比为 1.46，与 1.20 的历史均值的差距在减小；PMI 总体指数以及分项的产出和就业指数均冲高回落。不过当前再库存的进度慢于先前预期，因此再库存对明年上半年经济的拉动仍将十分明显。

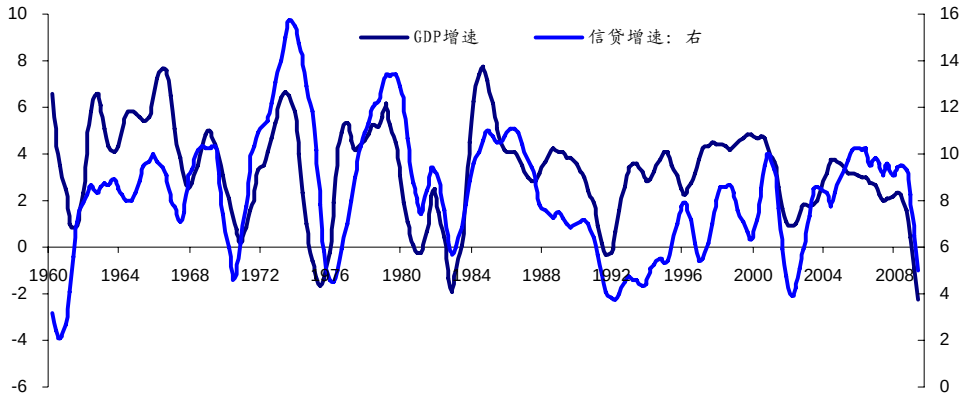
补充说明下，若维持当前的财政刺激计划不变，CBO 的研究报告也显示财政政策对经济的刺激效应也呈现逐季逐年递减之势。

图 8 商业银行负债环比变动及分项贡献（%）



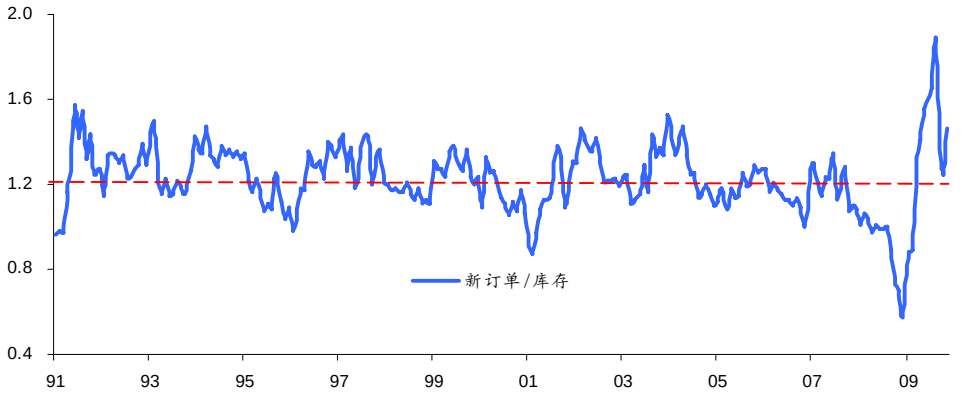
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 9 GDP 和商业银行信贷增速（%）



注：四季度移动均值
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 10 美国 PMI 指数新订单与库存比



注：虚线为历史均值
资料来源：CEIC，海通证券研究所

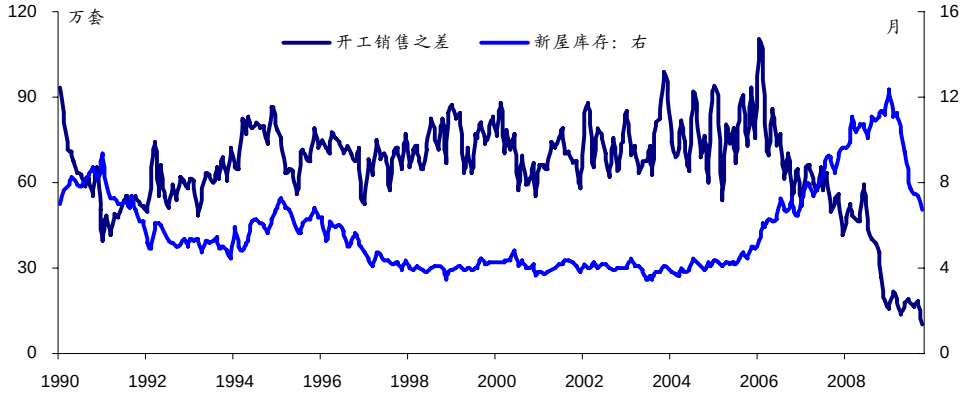
1.3 投资或成期待

在本文的分析框架下，明年美国经济的总体状态是弱复苏，但这并不表明美国经济将没有亮点，与市场认识有所区别的，笔者认为明年美国经济的希望或许在于投资，不论是房地产投资还是企业投资。

1990 年以来美国新屋开工和销售的差值的中枢始终平稳，年化水平大致在 60 万套左右。2006 年以来的房地产开工相对于销售更快速地下滑，导致两者的差值远远低于历史均值。而反映供需博弈结果的新屋库存出清时间也缩短至不足 7 个月。从技术层面来看，房地产市场投资有反弹的需要。

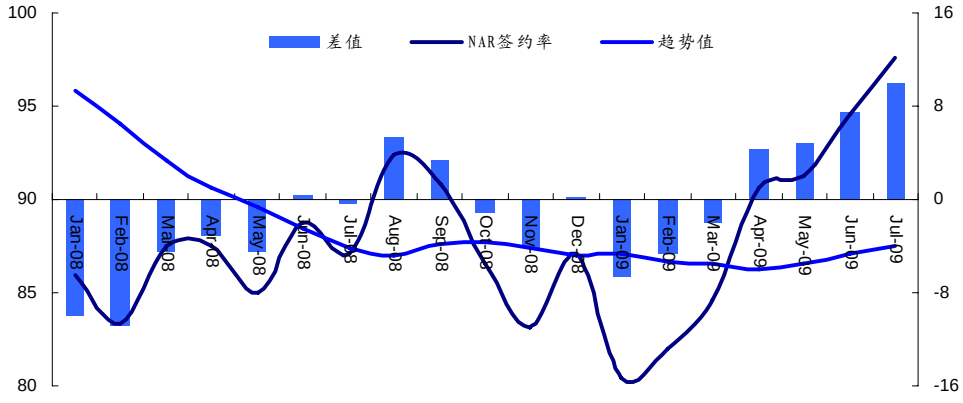
不过，房地产投资增长确有天花板存在。显而易见，今年的成屋销售大大高于趋势值是由于低利率和购房退税的刺激。而明年升息预期将日渐强烈，政策延展也面临不确定性。从基本面来看，泡沫时期居民的房屋自有率远远高于历史趋势值，向历史均值的回归也使得新增房屋需求不足。高企的房屋空置率、大量暂缓止赎房屋也将压制房价，而房地产市场量价齐行的特点也意味房地产市场必定难现昔日繁荣。

图 11 美国新屋开工销售之差与新屋库存（万套，月）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 12 美国成屋签约率及其趋势值



资料来源：CEIC，海通证券研究所

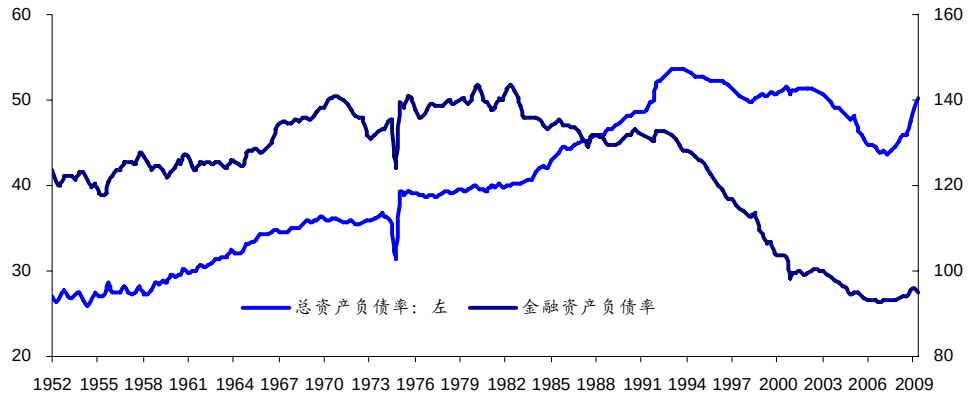
往往有人会以产能过剩为由否定企业投资增长的前景。这一看法的错误之处在于静态地看待问题，产能过剩只是针对当前的需求结构而言的，但需求结构发生了转变，原本过剩的产能被淘汰，而经济主体将致力于在新方向上建立新的产能。

具体而言，在资源环境构成约束的背景下，企业会放弃的传统产业上的产能扩张，转而在新能源、绿色经济方面大力投资。

这一预测同样可以得到数据佐证。2001 年网络科技泡沫破灭后，非金融企业开始降杠杆，资产负债率不断走低。因此，不同于居民和银行业有清理资产负债表的诉求，企业却无需做过多调整，这就为投资扩张提供了基本面上的支持。

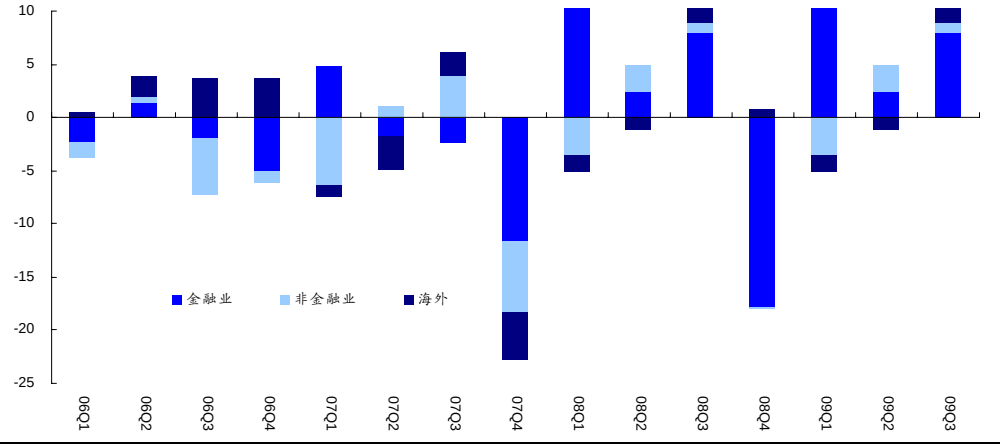
再者盈利水平的改善也令企业的投资更加有利可图。今年 3 季度企业利润环比增长 10.6%，其中金融业拉动 7.9%，非金融业拉动 2.7%。与之前两个季度金融业拉动大部分增幅，非金融业负拉动或者零拉动形成鲜明对照。

图 13 美国非金融企业资产负债率（%）



资料来源：美联储，海通证券研究所

图 14 美国企业利润环比增幅的拉动分解（%）



资料来源：BEA，海通证券研究所.

至此已基本勾勒出明年经济复苏的景象，即消费弱势，投资主导，美国走出颇具“中国特色”的增长道路，只不过步伐相对小了许多。

作为对比，笔者援引了 Reinhart & Rogoff (2008)对金融危机后各项经济指标的调整幅度和历经时间的统计。在这个参照系下，股票价格、GDP 的调整幅度基本到位，而失业率、房屋价格、公共债务等仍有调整空间，这部分印证了本文的研究结论。

表 1 经济周期中各指标调整的幅度与时间（历次危机的均值）

经济指标	历经时间	调整幅度	本次景气点	本次调整幅度	是否调整到位
房价	5 - 6 年	-35.5%	06 年 7 月	-29.3%	未到位

GDP	1.9 年	-9.3%	07 年 3 季	-6.6%	时间到位
失业率	4.8 年	+7%	06 年 10 月	5.8%	未到位
股票价格	3.4 年	-55.9%	07 年 10 月	-53.8%	幅度到位
公共债务	N.A	+86.3%	N.A.	32.1%	未到位

注：房屋价格使用 Case-Shiller 指数，股票价格为 Dow Jones 指数
资料来源：Reinhart & Rogoff (2008)，CEIC，海通证券研究所

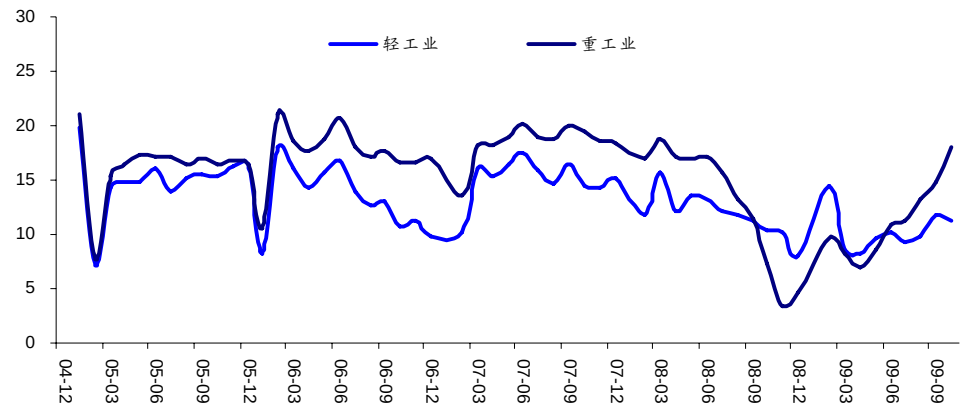
2. 中国确定增长

2.1 亟待新的动量

在外围经济疲弱之际，中国经济却表现强劲，根源在于其迅速由外需依赖型转向内需驱动型，而填补外需缺口的就是投资的加速增长。

公共基础设施、房地产投资的增长必然带来重工业的首先复苏，而更加依赖内生动力的轻工业增速则明显落后。具体表现为，今年以来轻重工业增加值增速的分化。

图 15 工业增加值增速（%）

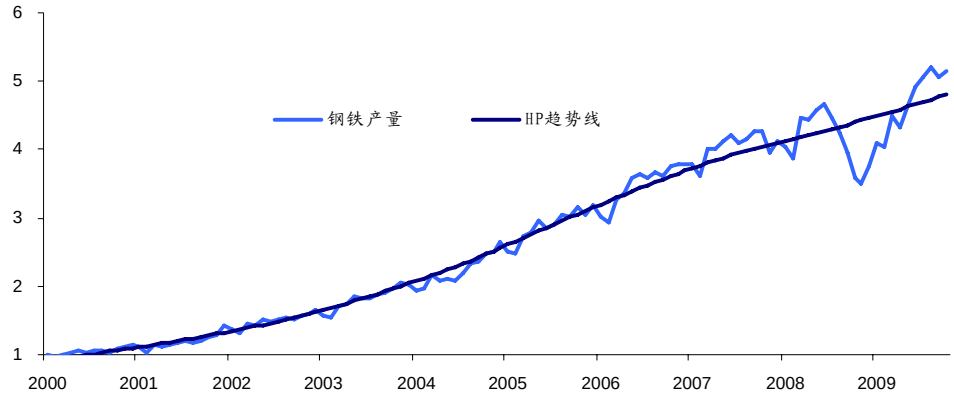


资料来源：CEIC，海通证券研究所.

工业增加值反映的是生产法核算下的 GDP 增长：依据 H-P 滤波分解所得，钢铁生产已经高于趋势水平，而发电量也与趋势线贴合。实际上，钢铁生产的绝对量也超过了去年创造的历史最高水平。这些证据都表明从经济增长的动量来看，重工业的推动已经非常充分，经济的进一步增长需要新动量。

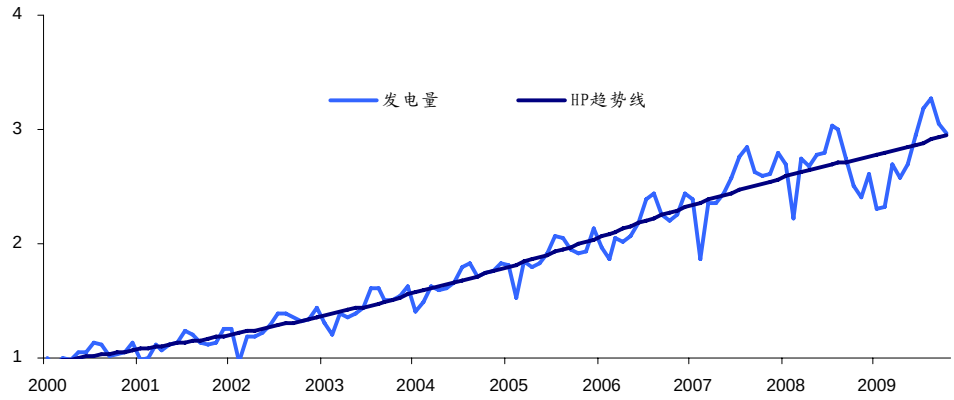
投资产生的需求毕竟只是中间需求，经济要持续合理增长，还要有终端需求的配合。轻工业生产能否迎头赶上是判断明年经济结构的矛盾是否有所缓和的关键。对应在支出法下核算的 GDP，就是判断消费和出口的走势将如何。必须指出的是，笔者没有否定投资推动经济的重要作用，只是明年各分项对经济的拉动作用将更为均衡。

图 16 钢铁产量指数及 H-P 趋势线



注：H-P 滤波趋势线；取 2000 年 1 月为 1
资料来源：CEIC，海通证券研究所.

图 17 发电量指数及 H-P 趋势线



注：H-P 滤波趋势线；取 2000 年 1 月为 1
资料来源：CEIC，海通证券研究所

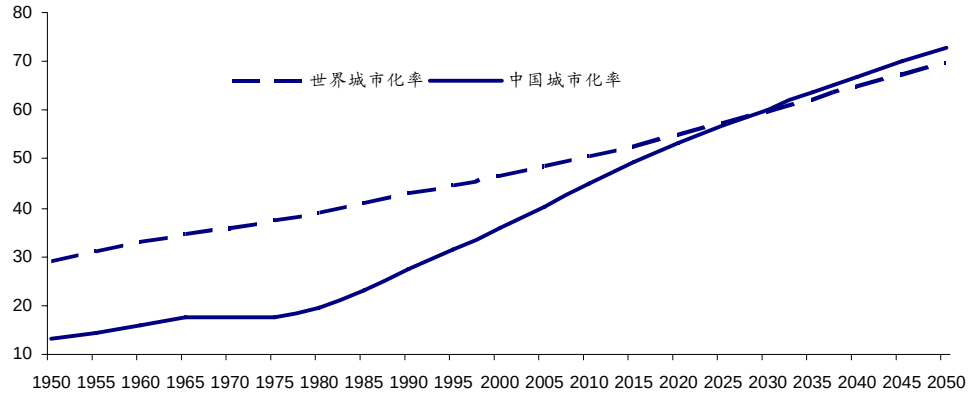
2.2 回归终端需求

中国的城市化率远低于世界平均水平，因此，未来几十年城市化依旧是探讨中国消费的起点。一个有趣的现象是，中国的消费水平和城市化率均低于同等人均 GDP 的其他国家。可能的原因是中国城乡二元化分割造成劳动自由迁徙的困难，进而阻碍了城市化进程。中国城市化进程的风险不在于收入增长的缓慢而在于制度变革的滞后。这一风险的分析涉及对政治决策展望，不属于本文研究的范畴。之所以指出上述事实是为了反驳部分观察家以中国的消费低于应有水平为由论证中国消费的空间巨大，因为当前过低的消费水平不过是为政治改革的不确定性而付出的代价。

可以看到，2001 年以来，经 RPI 价格指数平减后的实际社会消费品零售总额增速的均值相当稳定，约为 12.1%，这似乎可以作为展望明年消费增速的基准水平。但不尽然，2008 年中国人均 GDP 跨过 3000 美元，根据国际经验，这种收入水平往往是消费升级的起始。数据上确实观察到消费增速均值的系统性抬升，因此消费增速的基准值更应定在 13.7%。再加上 2%-3%的通胀（RPI 与 CPI 有区别），消费名义增速的中性情形为 15.7%—16.2%。

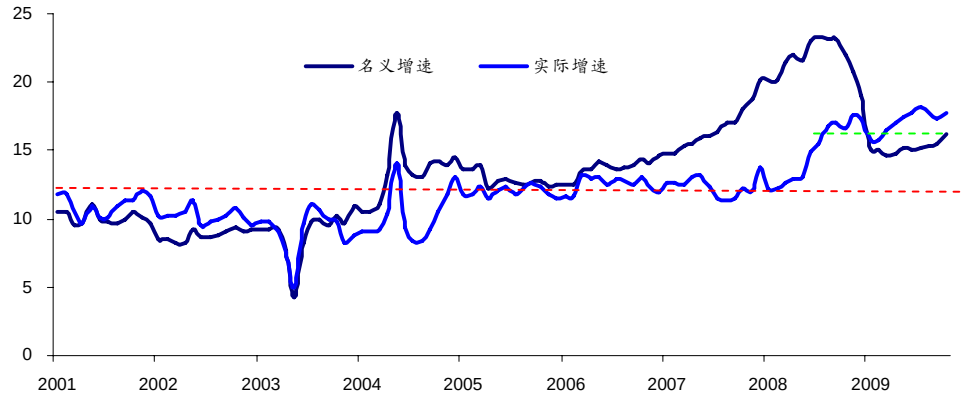
尽管增速相对今年有所下降，但结构上会更加优化。其实社会消费品零售总额的统计口径包含政府购买。从居民消费调查的数据来看，消费的增速仅为 10%左右，政府购买是今年消费高涨的重要原因。预计明年政府消费和居民消费呈现此消彼长。

图 18 中国城市化率与世界城市化率（%）



资料来源：World Bank，海通证券研究所.

图 19 社会消费品零售总额名义及实际增速（%）



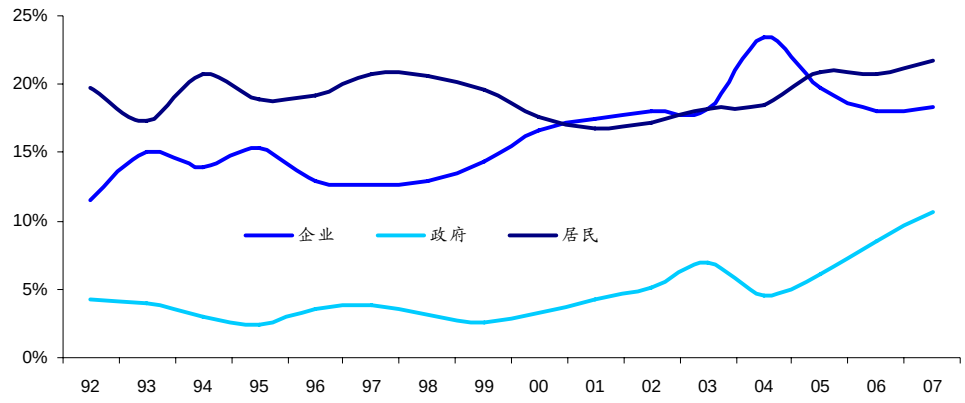
注：红线为 01 年以来历史均值，绿线为近两年均值
资料来源：CEIC，海通证券研究所.

宏观上看，储蓄占 GDP 的比重不断上升的根源是政府和企业过多储蓄，而居民储蓄大致平稳。未来中国人口抚养比的提高或将使得当前居民的储蓄率为局部高点，储蓄率下行趋势的基本确立，消费增长的前景光明。

城市消费占据主体地位。二三线城市与一线城市收入差距的缩小令中西部部分地区渐次步入以汽车和商品房购买为标志的再次消费升级时代，而各个省份在时间点上的错位让这一过程持续得更久。农村消费不甘落后。与 2000 年相比，2008 年按纯收入分组的户数占调查户比重的累积分布曲线明显陡峭化，收入向上游集中也使得农户开始了以家电购买为代表的初次消费升级。

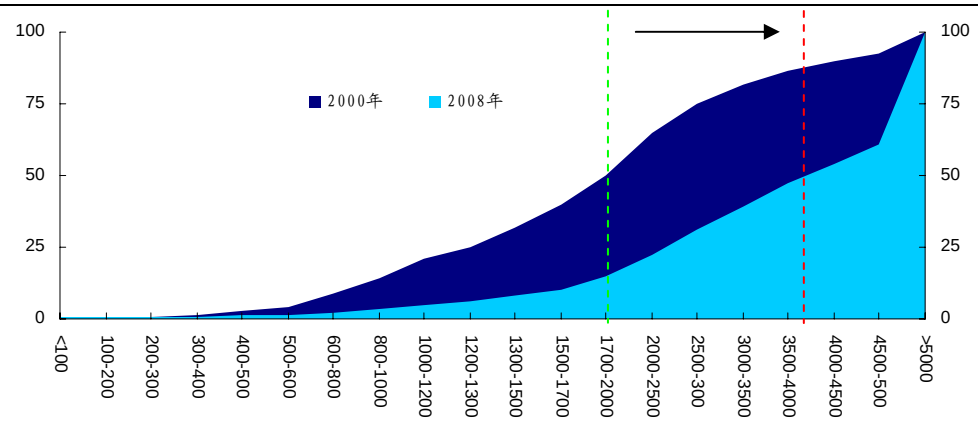
最不利于消费增长的因素或许是政府保障体系的缺失。根据对资金流量表的分析，经过支出转移后，居民占总体可支配收入的比重不仅没有增加，反而有所下降；次级收入分配唯一的受益者就是政府。政府在改革收入分配体制、完善社会保障体系上应有更大的可作为空间。

图 20 各经济主体的储蓄占 GDP 的比重



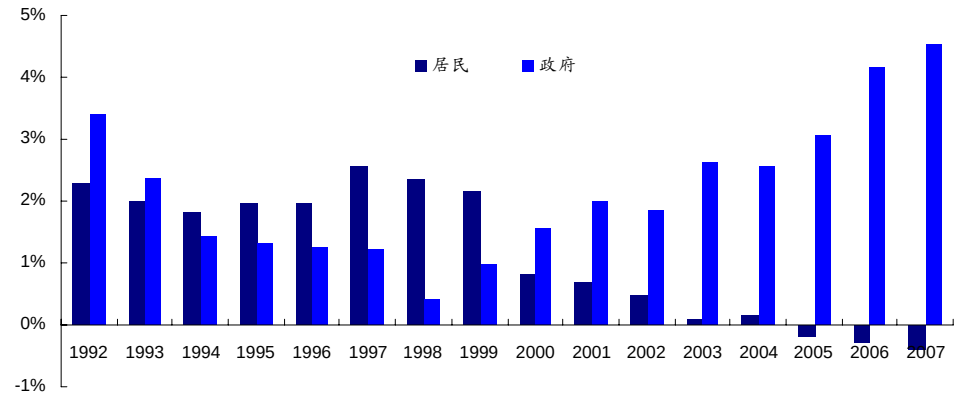
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 21 按纯收入分组的户数占调查户比重的累积分布（%）



注：虚线为累积占比达 50%的分界线
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 22 经济主体次级和初级分配所得占比之差（%）



注：均为占可支配收入之比
资料来源：CEIC，海通证券研究所

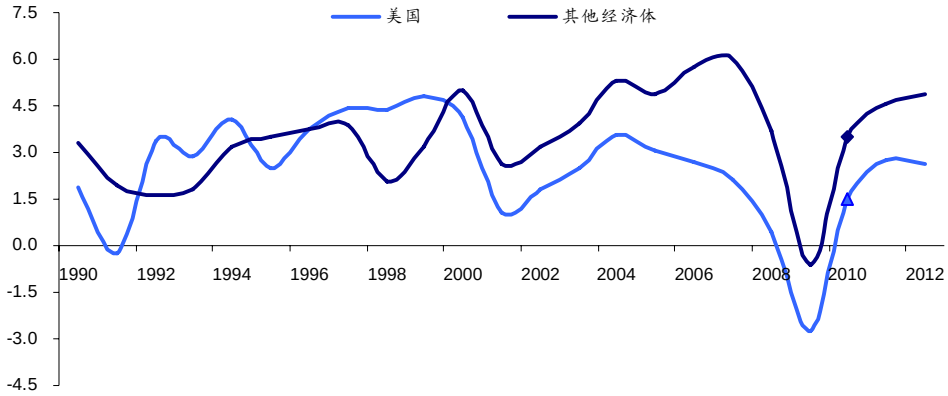
今年通缩的成因之一是出口急剧下滑导致终端需求远低于总供给，明年出口超预期恢复无疑将令此局面大大改观。

尽管前文对美国经济的判断略显悲观，但我们认为世界经济增长的格局的变迁有助于出口的增长。新兴经济体的崛起令世界其他各国与美国的经济增长出现脱钩。市场人士大多对这一结论心存疑虑。金融危机以来，全球经济增长的引擎由美国转向中国。在

中国需求的推动下，资源类和制造业国家普遍先于消费型国家反弹。

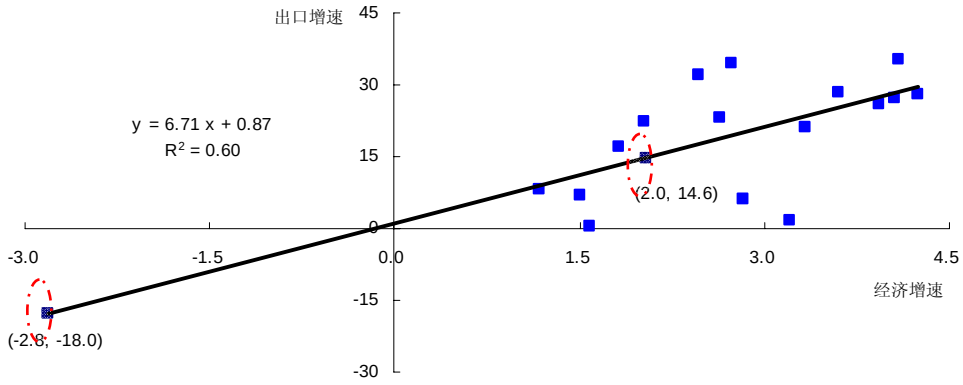
历史上，以贸易权重加权的贸易伙伴经济增速可以解释中国出口增速的 60%。依据这个简单模型，明年的出口增速将达到 14.2%，高于市场预期的 10%。

图 23 世界经济增长格局：美国和其他经济体（%）



注：其他经济体为剔除美国，09 年后以后均为预测值
资料来源：IMF，海通证券研究所

图 24 中国出口增速与贸易伙伴经济增速（%）

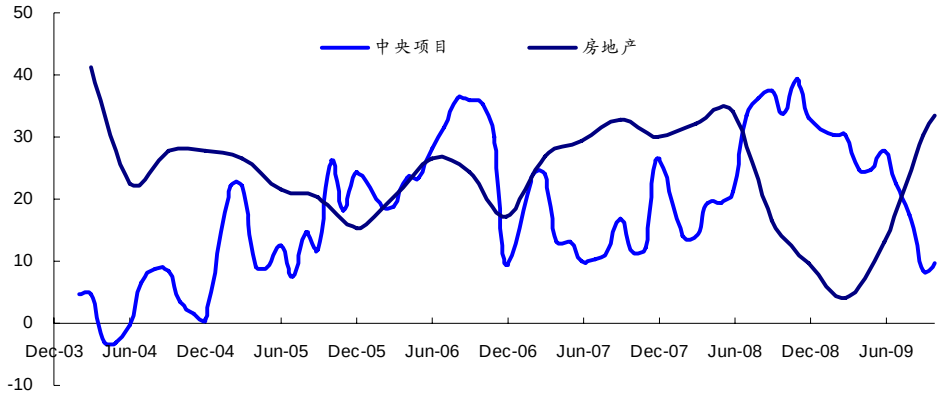


注：经济增速为贸易权重（BLS）加权；数据标识点分别为 09、10 年预测值
资料来源：IMF，海通证券研究所

2.3 无碍产能过剩

投资始终是经济波动最重要的影响因子。今年以来，固定资产投资呈现的格局是：中央项目从年初的高位逐渐下滑，而房地产投资开始承接；地方政府的投资热情高涨，私人投资的动力显得不足。非常之时，固定资产投资的增速非常之高；可以确认的明年的投资增速必定下降，余下的问题是下滑的速度有多快，各行业是同时下滑还是将有所分化？

图 25 固定资产投资增速：中央项目和房地产（%）

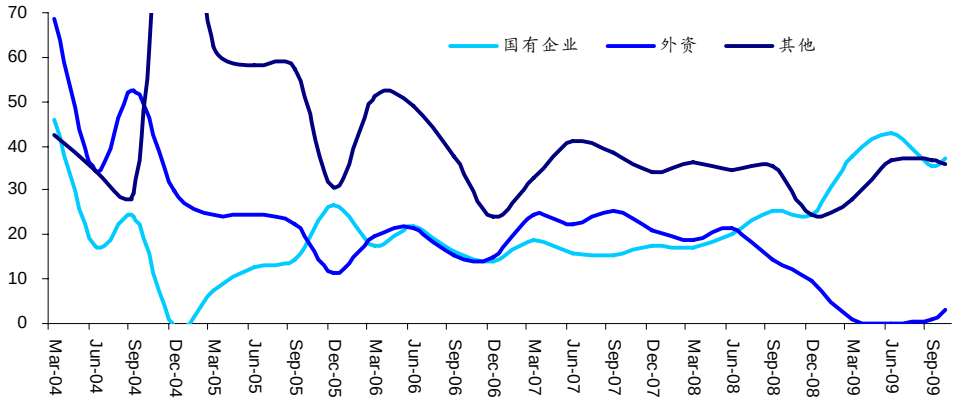


注：三个月移动均值；两者并非并列项目
资料来源：CEIC，海通证券研究所

至于第一个疑问，我们认为，由于市场化投资将发挥更大的作用，投资增速的下滑将是温和可控的。概括来说，外商投资明显回暖，制造业前景未必黯淡。按企业注册类型分，10 月外商投资（含港澳台）的三个月移动增速上升至 3.0%，较上月 0.7%的增速明显上升。考虑到外商投资主要为制造业投资，它们的回流是否意味着不应对制造业投资过于悲观呢？市场上颇为流行的看法是，由于产能明显过剩，中国制造业投资将难有起色，进而明年投资增速将有显著下滑。笔者对此并不完全认同。外商投资的取向显然可以代表市场化的行为。中国制造业产能确实存在过剩，但是这种过剩是结构性而非全面的。当前经济背景的重要变化是，中国由外需依赖逐步转化为内需驱动。支撑内需的关键便是经济自循环（投资高增长消耗产能过剩），中国东中西的区域差异和三大产业发展不平衡为当前的发展模式提供了依托。

加之，工业生产的恢复推动工业企业销售收入的快速恢复，工业企业盈利水平复苏，市场化投资可以期待。在此需要澄清的一个问题是，笔者并不认为 CPI 与 PPI 差值可以解释工业企业毛利率的变化。根据美国劳工部对 PPI 和 CPI 的定义，两者的差值更多的是反映流通环节而非生产环节的变动。更为可靠的指标是 PPI 与原燃动购进价格之差，可以看到，工业企业毛利率仍处于改善通道。退一步讲，即使毛利率改善的状况停滞不前，销售收入（与出口和投资相关）更大的增幅依然可以保证工业企业利润的增长。

图 26 按注册类型分固定资产投资增速（%）

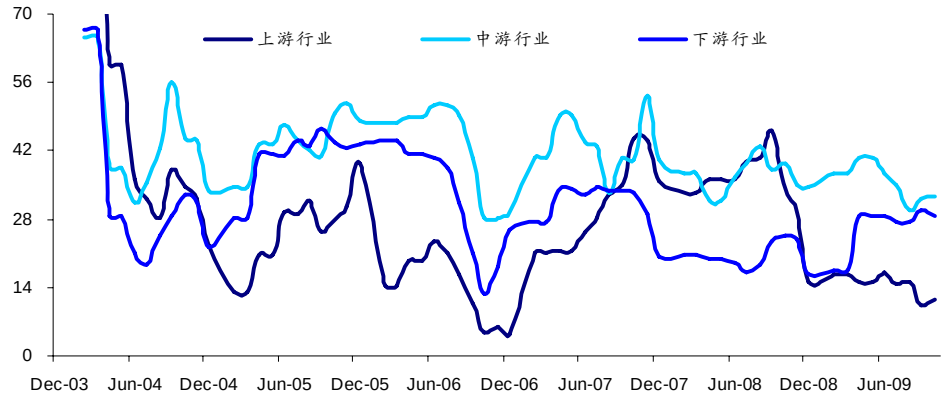


注：三个月移动均值
资料来源：CEIC，海通证券研究所

第二个疑问的解答有赖于对制造业上、中、下游的投资进行分解：2007 以来，上游投资高速增长导致产能过度释放，这的确会对新产能的建设形成压制；中游行业投资下行的空间十分有限，其增速与历史低点基本持平；在终端需求持续回暖的背景下，下游投资更是帷幕初启。我们认为，制造业投资将呈现明显的行业分化：上游疲弱、中游上

扬、下游强势。

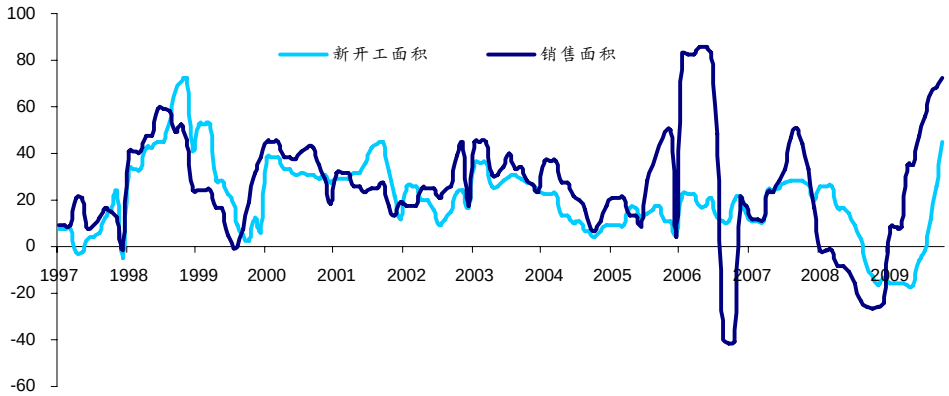
图 27 制造业上游、中游及下游投资增速（%）



注：三个月移动均值
资料来源：CEIC，海通证券研究所

对投资前景的展望必定绕不开房地产投资，因其本身占据较大比重，更因它对上下游产业强大的辐射能力。我们将从现行指标和关键宏观变量两个角度理解明年房地产市场的运行。就先行指标而言，房地产销售面积保持对新开工面积 6 个月左右的领先。今年房地产市场销售火爆自然意味着新开工面积增长的可持续性，至少在明年上半年之前。

图 28 房地产新开工面积和销售面积（%）

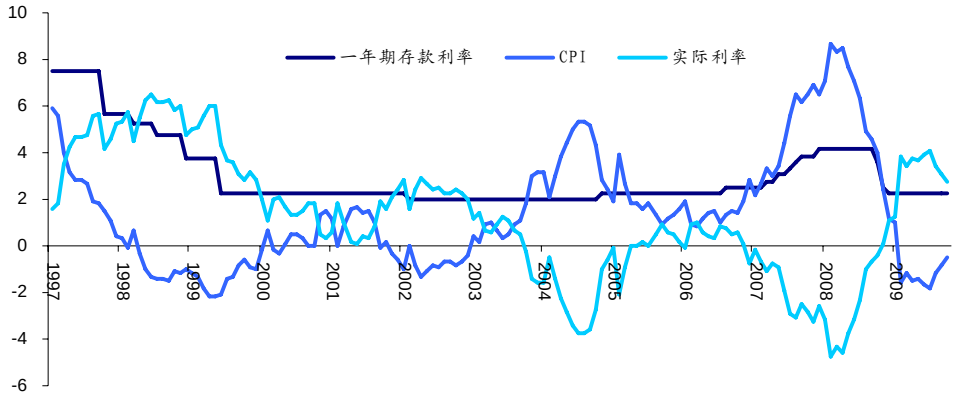


注：三个月移动均值
资料来源：CEIC，海通证券研究所

就宏观指标而言，人均收入、信贷环境等都可以部分解释房地产市场的走势，但实际利率才是最关键变量：1998 年以来房地产市场的繁荣固然有制度变革的因素，但我们同时看到实际利率不断走低；2008 年房地产市场的调整当然有宏观景气周期下行的背景，但实际利率的飙升或许才是市场弱势的“罪魁祸首”。

明年货币政策仍将处于进退维谷，收紧是必然趋势但是力度不会太大。升息的速度可能远远落后于通胀回升的速度，这导致实际利率落入负值区间。信贷政策的变动会对房地产市场造成扰动，但难阻资产价格上扬。当然这一看法面临的最大风险就是当局超预期的紧缩。综上所述，中性预期固定资产投资增速为 24.0%，GDP 实际增速为 9.5%。

图 29 一年期存款、CPI 和实际利率（%）



注：实际利率=（1 - 利息税）*名义利率 – CPI
资料来源：CEIC，海通证券研究所

3. 盈利格局分化

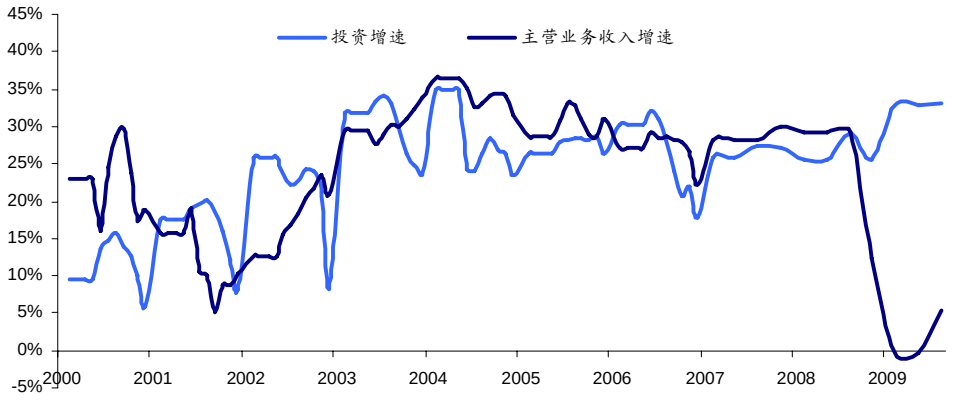
3.1 利润增幅可观

中国经济确定性增长带来的是企业盈利确定性回升：投资稳健运行和出口恢复增长使得销售收入的增幅明显扩大；PPI 和原燃动购进价格之差的收窄令毛利率保持稳定，量价都向着有利于企业盈利的方向演变。

历史数据显示，企业营业收入与固定资产投资和出口的关系都很紧密，后两者则共同解释了营业收入的变动。在现有的时间观察窗口内，投资、出口和营业收入基本同时同向波动，仅有 2009 年例外：投资部分弥补了出口的缺失，营收的降幅远小于出口。

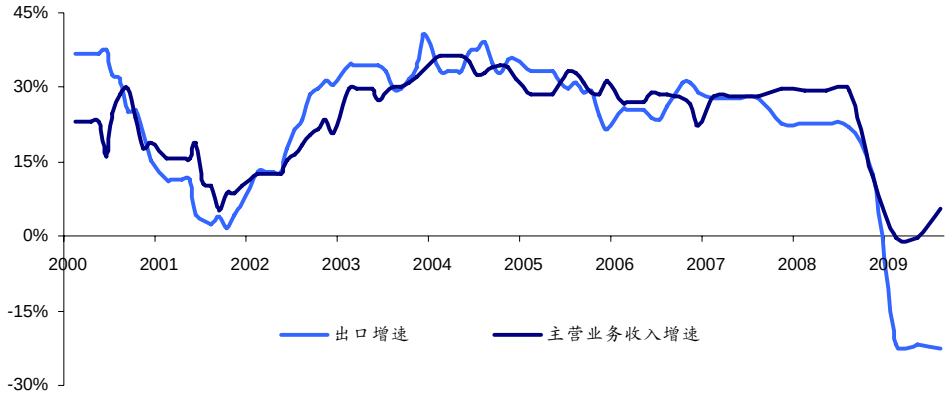
值得一提的是，尽管消费也是内需的重要组成的部分，但研究发现它与营业收入的关联性不强，出于简化的考虑，所以未将其纳入本文的分析框架。

图 30 投资增速与销售收入增速



注：三个月移动均值
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 31 出口增速与销售收入增速



注：三个月移动均值
资料来源：CEIC，海通证券研究所

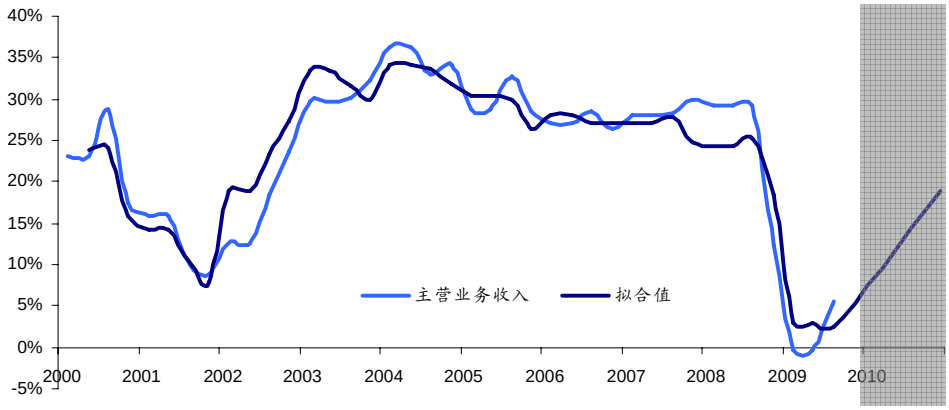
简单量化地刻画上述经济关系，得到如下回归方程：

主营业务收入增速 = 0.45×投资增速 + 0.55×出口增速+0.52×AR(1)

其中 AR（1）为自回归一阶调整项，方程的 D.W. 值等于 1.88，R-square 在 80%以上，各变量均在在 1%的置信区间上显著，统计性状良好。

根据模型，我们认为明年工业企业主营业务收入的中性预测为 19.0%（暗含的经济假设为投资增长 24.0%，出口增长 14.6%），预测的下限区间为 12.8%（暗含的经济假设为投资增长 16.0%，出口增长 10.0%），预测的上限区间为 23.7%（暗含的经济假设为投资增长 28.0%，出口增长 20.0%）。

图 32 工业企业主营业务收入增速的实际和拟合值

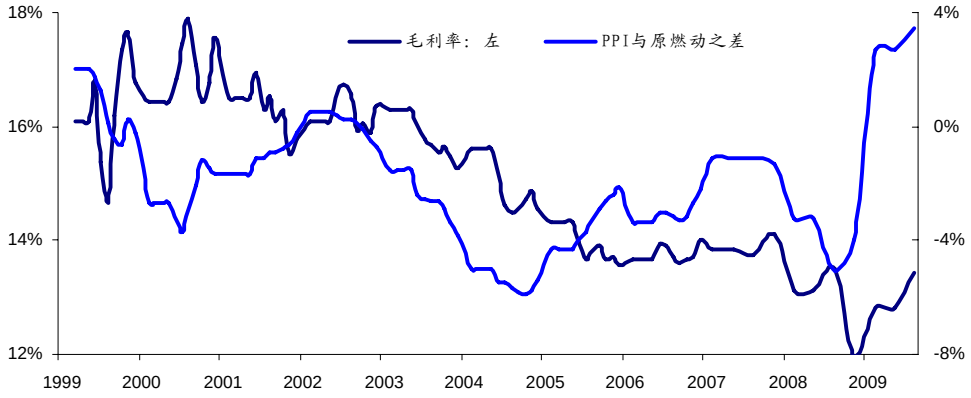


注：三个月移动均值，阴影部分为预测值
资料来源：CEIC，海通证券研究所

明年的经济环境下 PPI 将大幅回升，而原油价格明显上扬的概率相对较小，所以 PPI 与原燃动购进价格之差将继续扩大，自然的结果就是工业企业毛利率进一步改善。但是我们看到工业企业的三项费用率已经处于历史低位，财务费用率更是如此。在升息周期终要来临之时，企业的财务费用率难以继续下降；期间费用率的抬升将使得销售的净利率受到侵蚀，即使毛利率稳定甚至有所抬升。

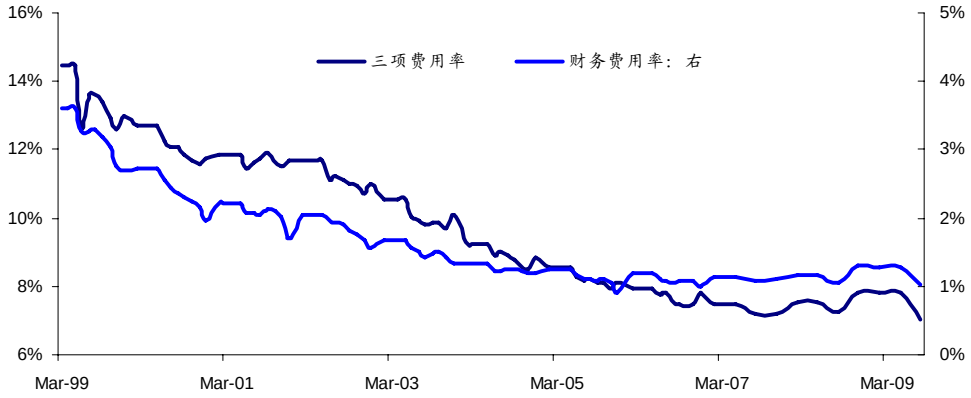
基于以上得到的各个参数，再进一步假设权益乘数、资产周转率以及净资产扩张遵循既有路径，我们对明年工业企业的利润增速进行敏感性分析，得到利润增速的中性预测区间为 32% - 34%。预测面临的两个风险是经济复苏低于预期和要素价格改革加速，后者涉及的利润分配格局问题恰是下文讨论的重点。

图 33 PPI 与原燃动购进价格之差和毛利率



注：指标均已年化，三个月移动均值
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 34 三项费用占销售收入之比



注：三项费用含财务费用，指标均已年化，三个月移动均值
资料来源：CEIC，海通证券研究所

表 2 2010 年工业企业利润增速预测

主营业务收入/毛利率	13.0%	13.2%	13.4%	13.6%	13.8%
12.8%	20.8	23.0	25.1	29.3	31.4
14.9%	23.1	25.3	27.4	31.7	33.9
16.9%	25.2	27.4	29.6	34.0	36.2
19.0%	27.5	29.4	32.0	36.4	38.7
21.1%	29.7	31.9	34.3	38.8	41.1

注：表头行为毛利率，列为主营业务收入增速
资料来源：海通证券研究所

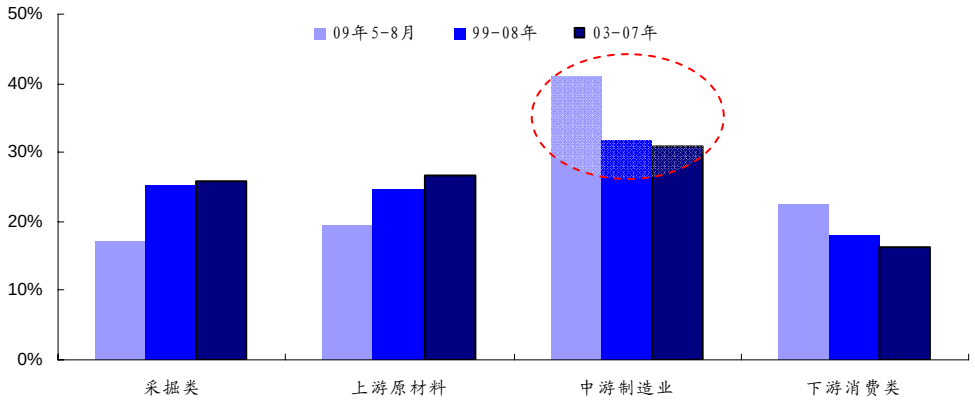
3.2 中游面临调整

尽管利润的蛋糕在变大，但产业链上各层次行业所分得的份额面临调整。对比最近一期季度值与全部历史数据或经济景气周期时期数据发现，中游制造业和下游消费行业的利润占比均高于均值水平。因此，中下游行业利润增速超过全部行业的难度非常大。

进一步地可以看到，上游原材料行业的毛利率与中游制造业的毛利率的差值在缩小，这间接证明了利润由中游向上游转移。海通策略部的研究为此提供了具体行业层面的证据：煤炭—电力、石油—化纤、钢铁机械等主要产业要么初显中游向上游转移的苗头，

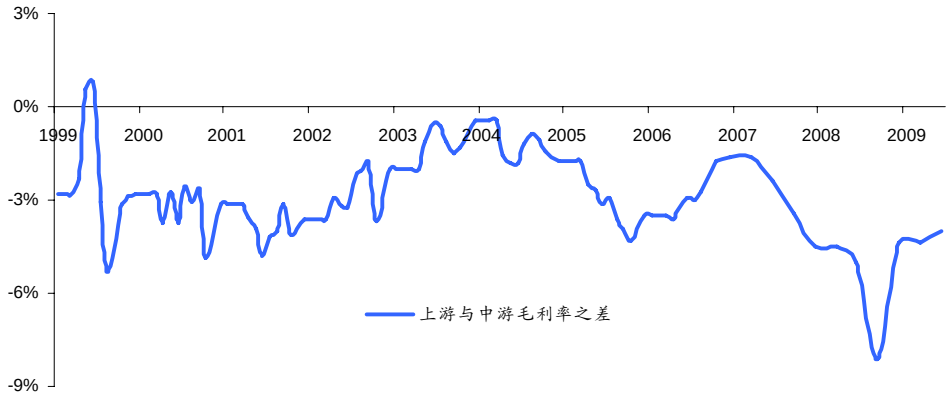
要么已经开始这样的转移。

图 35 上中下游利润占比与历史均值的比较



注：99-08 为有月度统计口径以来的最长均值，03-07 为景气周期均值
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 36 上游与中游行业毛利率之差



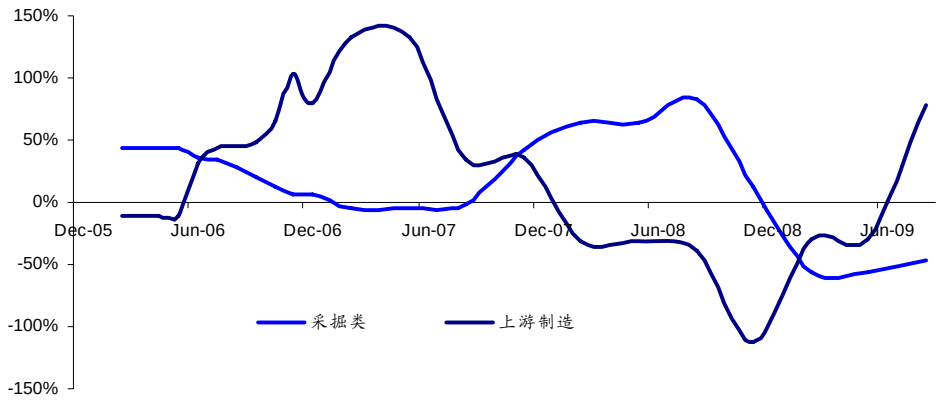
注：三个月移动均值
资料来源：CEIC，海通证券研究所

从利润分配格局来看：采掘类会挤压其他工业企业的利润，特别是上游行业；中游和下游利润增速表现为齐涨共跌。在中游行业大概率调整的背景下，市场对下游行业似乎表现了过度的热情。笔者反而看淡下游行业，特别是在许多行业 ROE 处于历史最高位之际。至于具体行业的判断涉及更详细的参数假定，这是行业研究而非宏观研究的职责所在。最后笔者以假想的两种情形结束对利润分配格局演变的讨论：

情形之一：EIA 对明年原有供需形势的判断仍是供略过于求，但我们认为 EIA 显然低估了新兴经济体的原油需求，而高估了供给的修复能力，基本面完全可能支持油价上涨。如果这一情景成为事实，那无疑会沉重打击工业企业的利润：工业企业整体毛利率下滑，采掘类获取了大部分的利润增幅。

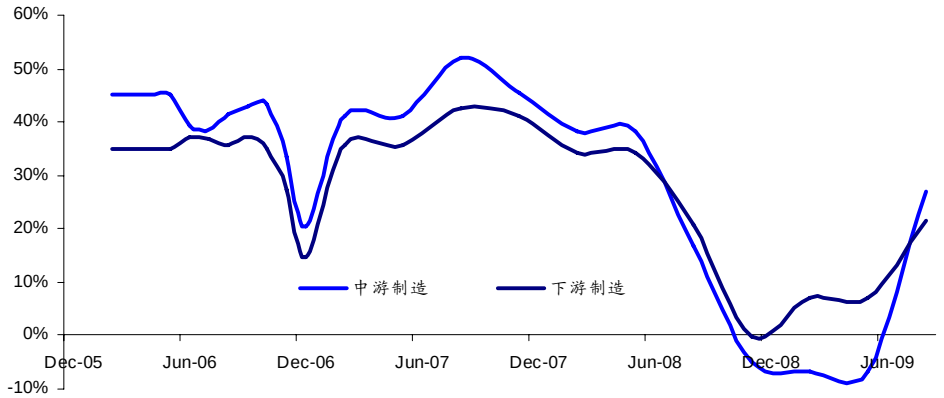
情形之二：资源要素价格改革提速。采掘类的毛利率与原燃动购进价格正相关，这表明它可以充分利用成本加成定价转移冲击；其余行业都明显受到冲击，中游行业尤为严重。资源要素价格改革改变的不只是利润分配，只有相当少的行业能够受益。

图 37 采掘类和上游制造业利润增速



注：三个月移动均值
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 38 中游和下游制造业利润增速



注：三个月移动均值
资料来源：CEIC，海通证券研究所

表 3 工业企业毛利率与原燃动购进价格的相关系数

行业	采掘类	上游原材料类	中游制造业类	下游消费类
与原燃动相关系数	91.1%	-28.0%	-52.1%	-27.3%
与燃料动力类相关系数	81.1%	-47.2%	-51.1%	-23.7%

注：样本时间区间为 07 年 2 月至今
资料来源：海通证券研究所

4. 政策诸多变数

在经济基本面发生改变后，为保增长出台积极财政政策和极度宽松的货币政策已显得有些不合时宜，来年政策将会有诸多改变。

鉴于上次积极财政政策实施的时间达七年之久，我们认为财政政策的中性化不会很快到来。预计明年财政赤字的绝对规模与今年相当，但是占 GDP 的比重降至 2.5%左右（这一赤字水平或许是今后几年的基准水平）。财政支出结构将发生转变，更多资金投向民生相关领域，公共财政的特点更加突出。

货币政策的转向则包含两个基本维度：第一，新增信贷降至何种水平；第二，准备金和利率调整的幅度以及频率。

从银行资本金充足率角度出发预测新增信贷规模当然可行，但笔者决定绕过纷繁复

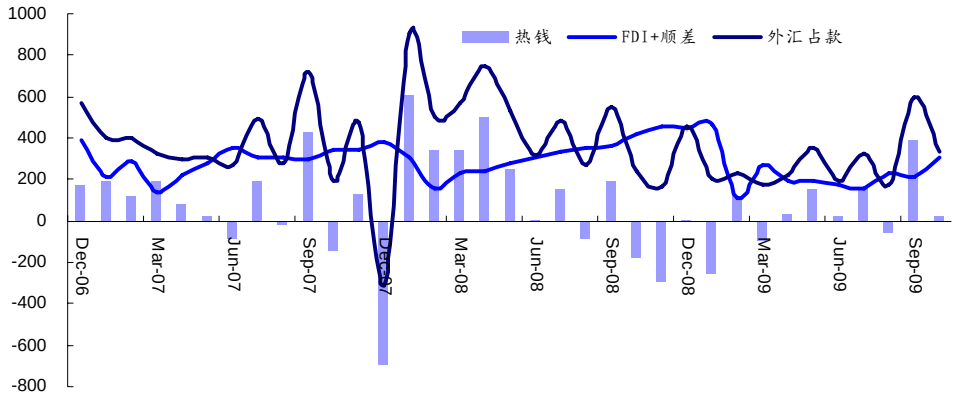
杂的推理：先确定合意的 M2 增速，然后判断外汇占款的增速，最后决定论式地得到新增信贷（“粗糙”的逻辑并不比“合成谬误”的精确推理距离真理或者说真相更加遥远）。

人民币升值预期源于中国的基本面优于其他各国和美元持续走软。10 月金融数据的突出特点是外币存款不断下降，外币贷款不断增加。实体经济主体更愿意持有本币资产，背负外币债务。互为补充的证据是，以外汇占款减去 FDI 和顺差表征的热钱口径来看，热钱流入依旧十分明显。我们判断，热钱流入可以持续，尽管难现 2007 年的“汹涌”。

经验规律告诉我们，合意的 M2 增速大致高于名义 GDP 增速 8 个百分点。因此，在实际 GDP 增长 9.5%，通胀率 2%-3%的预期下，M2 增速将介于 18%-22%之间。外汇占款增速只能做方向的判定，它的增速被置于 20%-30%（2010 年年底增速）的宽泛的区间之内。输入上述参数后，得到明年新增信贷的预测区间 7.05-7.53 万亿。

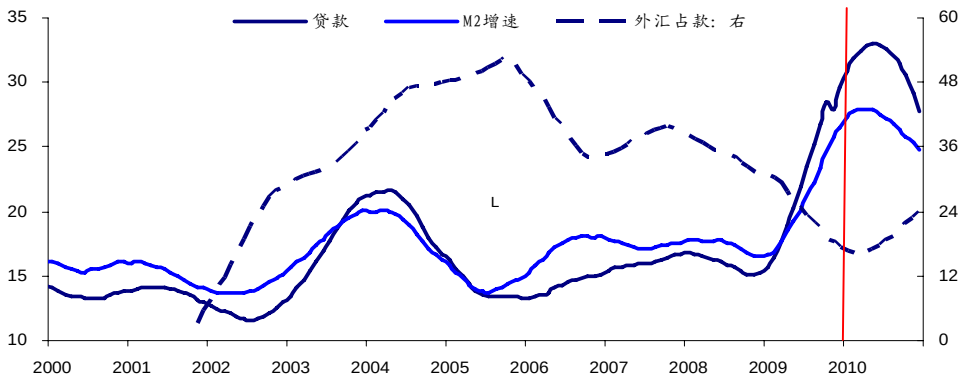
当然会有人对新增信贷的明显下降感到些许沮丧，但是这非但不必要，甚至可能是方向上的错误感知。中国实体经济充分吸收今年接近 10 万亿的新增贷款尚且困难，何须再平添来年的 7 万亿？其实这 7 万亿只是为了防止信用风险过早暴露：地方政府利用城投公司为长期基建项目募集资金，而这些项目未来的回报率却很可疑；如果信贷供给明年就中止，那些投资风险的暴露将是即刻的。

图 39 外汇占款、FDI、顺差和热钱（亿美元）



注：热钱等于外汇占款变动减去 FDI 与顺差
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 40 M2、人民币贷款及外汇占款增速（%）



注：12 个月移动均值；红线右侧为预测值
资料来源：CEIC，海通证券研究所

表 4 2010 年贷款增量敏感性分析（万亿）

外汇占款/M2	16%	18%	20%	22%	24%
20%	5.82	7.05	8.29	9.54	10.79
25%	4.82	6.05	7.29	8.54	9.79
30%	3.80	5.04	6.28	7.53	8.78
35%	2.78	4.02	5.26	6.51	7.76
40%	1.75	2.98	4.22	5.47	6.72

注：百分比均为年末增速；表头行为 M2 增速，列为外汇占款增速；M2=贷款+外汇占款+其他
资料来源：海通证券研究所

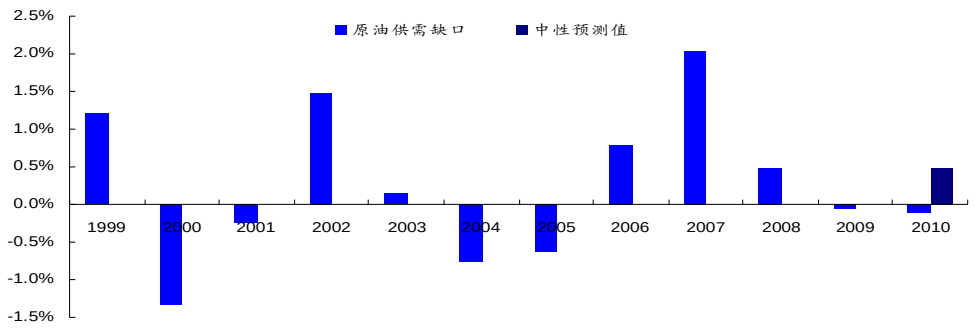
中央经济工作会议已经将管理通胀预期作为来年工作的重点。事实上，管理通胀预期方法不外乎两种：第一，央行有可供援引的事实证明其面对通胀时会及时、得当地应对；第二，央行给公众以可置信的承诺。对于前者，中国央行是缺乏的；对于后者，中国央行的货币政策也没有那么高的透明度。

具体落实到明年通胀形势的判断上，9.5%的经济增长意味着产出缺口仅为较小正值，这也将从根本上压制通胀；提高最低粮食收购价格也不会影响通胀的大方向；CPI 正值更多是翘尾因素所致。从输入型通胀的角度来看，EIA 预测的原油供需缺口面临上调的风险，基本面支持大宗商品温和上升。

CPI 大幅上涨的风险微乎其微，更应防范的是资产价格泡沫。资产价格泡沫有两种不同的类型。第一种是政府刺激或新技术改变了原先对经济的预期，各经济主体的行为更加活跃。泡沫破灭的后果是经济小幅下滑然后回归长期潜在增长率。这种泡沫的难以界定其尺度，央行不应过多地干预，只需收拾泡沫破灭的残局而已，典型案例是网络科技股泡沫破灭。第二种是，信贷条件放松导致消费者和公司大肆借贷、银行过度放贷。这种泡沫破灭后，伴随着各经济主体清理资产负债表、降低杠杆，经济将急剧收缩。央行必须对此类损失巨大的泡沫进行监管。典型案例是 80 年代日本资产价格泡沫和 2007 年开始的美国次贷危机。

中国的现状显然更符合后一种泡沫的特征：住房抵押贷款的大量发放，表明居民在加杠杆；投资自有资金比例的下调，表明企业在加杠杆；政府财政赤字的扩大，表明政府在加杠杆；信贷扩张，银行资本金的比例有所下降。尽管金融管制令风险仍处于控制之下，离信用危机相对遥远，但管理层不应坐视不理。我们不否认在基本面坚实的背景下，加杠杆实际是有利于中国经济增长的，但是这一进程应该更加有序地进行，由此引申出的政策含义是不宜长期将利率锁定在如此低的水平。

图 41 原油供需缺口

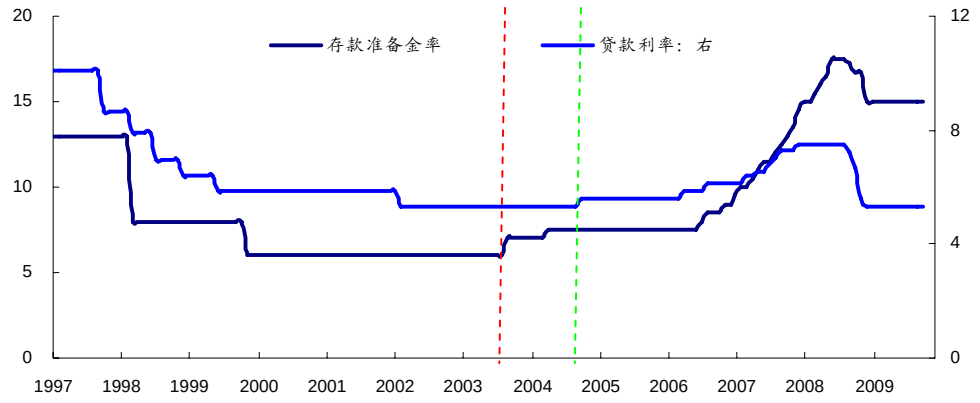


注：供需缺口=（需求-供给）/需求
资料来源：EIA, 海通证券研究所

回顾中国货币政策向上调整的两个大周期。1993 年和 2003 年紧缩政策推出的宏观背景是季度经济增长率连续 4-5 个季度高于 9.7%，而这正是中国三十年的复合平均增长率。两者的区别在于前者是 4 个季度后加息，后者是 5 个季度后加准备金。

沿袭这一思路，我们认为明年中国货币政策的转向将发生在第二季度，因为那时中国 GDP 的年化环比增速至少连续四个季度超出 9.7%。央行会谨慎的上调存款准备金率 50 个 bp，具体时点的选择将视银行的超储率而定。这次央行准备金率和利率上调的期限间隔应该会小于 03 年那次。下半年在翘尾因素作用下 CPI 突破 3%，出口形势也愈发稳固，这些都会促使央行上调利率。在笔者思维中，央行的行动都过度谨慎、相当缓慢。尽管从事理上认为，中国应及时将实际利率保持在正值，以发挥其价格信号的作用，但是这不过是一厢情愿罢了。因此，保守预计央行四季度上调利率 27 个 bp。

图 42 存款准备金率和贷款利率（%）



注：虚线为各自调整时点
资料来源：CEIC，海通证券研究所

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所 长
（021）63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
（021）63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
（021）23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
（021）23219435
chenl@htsec.com

陈美风
计算机及通信行业首席分析师
（021）23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
（021）23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
（021）23219405
dingpin@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
（021）23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
（021）23219400
zghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
（021）23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
（021）23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
（021）23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
（021）23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工及造纸印刷行业高级分析师
（021）23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
（021）23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
（021）23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
（021）23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业分析师
（021）23219408
maying@htsec.com

佘闵华
银行业分析师
（021）23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
（021）23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
（021）23219382
fankx@htsec.com

唐建伟
社会服务行业分析师
（021）23219608
tangjw@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
（021）23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
（021）23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
（021）23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
（021）23219610
jiangwn@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
（021）23219414
ligy @htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
（021）23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
（021）23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
（021）23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
（021）23219267
caoxf@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
（021） 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
（021） 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
（021）23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
（021）23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
（021）23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
（021） 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
（021）23219383
zhangh@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
（021）23219244
chenzy@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
（021）23219434
lml@htsec.com

汪　辉
宏观经济高级分析师
（021）23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
（021）23219394
liutj@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
（021）23219396
xiongw@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
（021）23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
（021）23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
（021）23219442
zhangdy@htsec.com

单　磊
策略高级分析师
（021）23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
（021）23219197
chenrm@htsec.com

娄　静
金融工程首席分析师
（021）23219450
loujing@htsec.com

胡　倩
金融工程首席分析师
（021）23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
（021）23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
（021）23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
（021）23219424
zqyong@htsec.com

周　健
金融工程分析师
（021）23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
（021）23219449
wuxx@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
（021）23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
（021）23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
（021）23219370
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦
金融工程助理分析师
（021）23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程助理分析师
（021）23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理　核心销售经理
（021）23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
（021）23219374
panch@htsec.com

高　溱
高级销售经理
（021）23219386
gaoqin@htsec.com

孙　俊
高级销售经理
（021）23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
（021）23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
（021）23219384
jiwj@htsec.com

黄　毓
销售经理
（021）23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
（021）23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
（021）23219415
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
（021）23219397
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话：（021）23219381
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com