

经济复苏与进口波动¹

——兼论资本市场的前途

高善文

2009 年 12 月 23 日

内容提要

2010 年中国经济增速将实现坐九望十的局面；从总需求的角度看，推动经济增长的力量正在变得更加平衡，在消费维持较高增速的同时，出口回升和包括房地产在内的私人部门投资增长的作用将逐步显现；从总供应的角度看，由于资本形成增速的放慢，以及国际范围内产能过剩压力的缓解，供应能力的增长可能维持在较低水平；由于这两方面的原因，企业产能利用率和盈利能力正在进入系统性的改善趋势，这会刺激私人部门投资在目前很低水平上出现一定恢复，并对资本市场带来利润方面的支持。

看起来 2010 年中国的贸易盈余将继续收缩，尽管其速度会明显放缓；资本流入也许存在一些不确定性，但持续大量流入的可能性并不很大；银行信贷的供应将继续处在较高水平，但无论规模还是增速都将明显下滑。实体经济私人部门投资意愿的回升以及经济名义增速的提高无疑都增加了实体经济对于流动性的需求。

在这样的背景下，2010 年流动性可能仍然处在相对宽松的状态，并对市场形

¹ 本文根据作者于 2009 年 12 月 16 日在深圳举行的安信证券 2010 年度策略会议上的演讲整理而成，并经过仔细修改。

成正面支持，但流动性的宽裕程度将明显下降。值得注意的事实是，信贷投放的节奏和经济政策取向的摇摆将加剧流动性平衡在各季度之间的起伏和分化，目前看我们无法排除流动性在个别季度急剧抽紧的风险。

短期内经济和金融体系至少存在以下三方面的潜在脆弱性值得留意：

一、通胀压力开始上升。虽然经济恢复趋势推动了通货膨胀压力的出现，但与此联系的通货膨胀总水平目前仍然较为温和。国际大宗商品和原材料价格的上升，以及通货膨胀预期因素对中国食品价格形成的扰动可能是通货膨胀短期内较快上升更为主要的原因，并且成为通货膨胀水平超预期的主要风险来源；一般来说，这方面的风险因素至少将导致通胀水平在各季度之间出现较大起伏，并可能使得在一段时间内通货膨胀处在政府不愿意接受的较高水平。

二、在通货膨胀之外，房地产价格水平的过快上升构成了经济恢复最明显的风险因素；一般可以认为，中国（以及全球范围内）的去产能化压力仍然需要较长时间来实现，这构成了资产价格泡沫化最重要的经济背景，也构成了货币信贷刺激转化为资产价格上升的微观基础；然而，目前已经观察到的地产价格泡沫正在考验货币当局的忍耐底线，在一些不利的情景下可能导致政策的提早紧缩，并由此引发资产市场价格泡沫的全面破灭。

三、银行信贷资产的质量以及信贷增长对银行资本形成的压力。无论是信贷增长的可维持性本身，还是由此形成的融资压力，以至于新增信贷的潜在质量，都还存在一些不确定性。

2009 年以来资产市场的变化表现出“下半场”理论预言的许多关键特征，例

如异常活跃的信贷创造，资产市场上的广谱价格上升，股票市场估值中枢的系统抬高等。这些现象的发展也许暗示，我们在2007年7月份到2008年3月份之间关于资产重估“下半场”的定义、关于其展开条件和主要特征等论述不一定是正确的，但可能不全是错误的；更为重要的是，如果我们能够由此确认“下半场”理论逻辑的适用性，我们就有合理的信心以此为基础，对下半场结束以后的市场前途进行适当的推断。

从资产重估理论内在逻辑的展开以及一些相关的历史经验来看，下半场结束以后的市场前途通常都较为负面，一般都表现为估值中枢系统性的沉降和在比较长的时间内维持在较低区间，这会对市场的运行空间形成比较大的制约。

从目前的情况看，我们也许处在一场“赛跑”中，这是一场复苏与泡沫之间的赛跑，无论何者最终胜出，最终都会导致市场估值中枢的沉降。区别在于，如果复苏最终胜出，那么复苏会挤破泡沫，资本市场将在利润增长和估值下降两种相反力量的作用下运行，但市场的投资风格会发生重大转化；如果泡沫最终胜出，那么市场在利润和估值两方面都会受到压制。

我们目前仍然不清楚下半场将在何时结束，但从目前看剩余的时间也许不会超过两年，甚至更短一些；其触发因素可能会是信贷供应的收缩，尽管导致信用收缩的原因可能多种多样（例如对通货膨胀趋势的担忧、对资产泡沫的主动干预或者银行资本压力的暴露）；在临界点附近，对民间利率水平、资本流动和广谱资产价格压力的观察可能对于判断市场的转折提供一定的帮助。

本文首先回顾了过去一年多时间我们对经济和市场趋势的一些主要看法，并

总结了我们对 2010 年的基本判断；然后从 2009 年中国进口的异常增长以及 2007 年以来资本形成增速的显著放缓两个角度讨论了 2010 年经济运行的一些关键特征；接下来本文从企业权益资本形成以及流动比率变化两个角度出发，以过去十多年的中国经济数据为基础，分析了影响实体经济资金需求的关键因素，并以此为基础对下半场之后的市场前途进行了适当推断；最后我们还讨论了经济和市场在 2010 年可能面临的一些不确定因素。

一、引言：回顾与展望

（一）回顾与总结

在 2008 年 6 月份，我们提出中国经济很可能正在进入一个 V 形调整的走势，认为 V 形的右侧要明显低于左侧的水平，并认为当时经济还处在 V 形左侧比较早期的位置。在 2008 年底和 2009 年初，我们进一步强调经济将实现 V 形调整，并认为当时经济可能已经、至少正在到达 V 形反转的底部区域。

在 2008 年 11 月，我们提出经济中流动性的供求平衡可能正在反转，市场参与者有必要开始考虑“熊市是否已经结束”的问题，并在 2009 年 2 月进一步强调流动性已经出现转折，资产重估理论预言的“下半场”的条件已经具备，下半场可能正在展开。2009 年 6 月份，我们强调中国房地产市场可能正在进入泡沫化过程。2009 年 8 月初，我们提出流动性的供求平衡出现一些风险因素，并提醒市场参与者注意短期内的市场风险。

回头来看，这些判断与随后事实的发展比较接近。这无疑有一些运气的因素在其中。比如在 2009 年初，国内外金融市场的参与者都还在担忧第二波金融海啸是否会发生，但实际上迄今为止它并没有出现；再比如 2009 年初的时候，市场对中国消费增长趋势以及中国政府启动民间消费的能力普遍持有相当谨慎的看法，但 2009 年中国消费的强劲增长超出了绝大多数人的预期。这两方面的惊喜无疑进一步增强了经济 V 型反转的趋势，也增强了在流动性反转局面下市场强劲上涨的趋势。

但是，运气因素之外，这似乎也说明我们可以谨慎地相信，我们在过去几年

发展起来的用于分析市场和经济趋势的基本分析框架具有一定价值，并可以成为我们预判 2010 年经济和市场趋势的合理基础。从这样的分析逻辑出发，我们展开对于 2010 年后经济和市场趋势的推断。

（二）对 2010 年经济和市场趋势的主要判断

目前市场对于 2010 年经济趋势的看法相当一致，对于这些看法的大部分内容我个人都同意，但为了陈述的完整性，我还是会简要总结一下这些方面的判断。

从经济角度来看，目前经济仍处在继续复苏和攀升的过程中，增长率的爬升过程至少到明年上半年才能基本稳定下来，看起来 2010 年全年经济增长率完全有可能达到 9%-10% 之间的水平，甚至处于这一区间的上端。

从推动经济恢复的力量来看，2010 年支持经济恢复的力量在各个方面将会变得更加平衡。随着全球经济的复苏，我们可以期望中国出口将逐步转入正的增长区间，并在明年下半年回到两位数的增长水平；

随着房地产开发投资的加速，以及企业盈利回升带来的投资增加，私人部门的固定资产投资将逐步接替政府投资，成为推动投资增长的重要力量；

从 2009 年的情况来看，尽管我们对 2010 年消费的增长在多大程度上能够超出市场的预期仍然有必要抱有一些谨慎的态度，但是看起来至少 2010 年社会消费品零售的增长仍然会维持在比较高的水平。

在这一意义上，从出口、私人部门投资和消费三个角度来看，我们将看到推动经济增长和恢复的力量正在变得更加平衡。

从通货膨胀的角度来看，容易注意到目前通货膨胀的压力出现了一定程度的上升。看起来目前通货膨胀水平正处在持续爬高的过程中，并可能在 2010 年二季度达到 3%—4% 之间的水平。2010 年下半年通货膨胀的压力可能会逐步稳定下来，并在四季度下降到略高于 2% 的水平。特别需要提出的是，从历史经验看，由于食品领域价格波动的风险，通货膨胀在一段时期内高于预期的风险值得留意。

从盈利角度看，无论是工业企业还是主要的上市公司，由于产品价格的回升和产能利用率的提高，盈利的同比增长都正在转入相当强劲的上升通道，看起来至少在明年上半年，工业企业的盈利同比增长达到 50% 以上的水平，全部上市公司盈利增长达到 30% 附近的水平是完全有可能实现的。存在盈利增长高于预期的可能性。

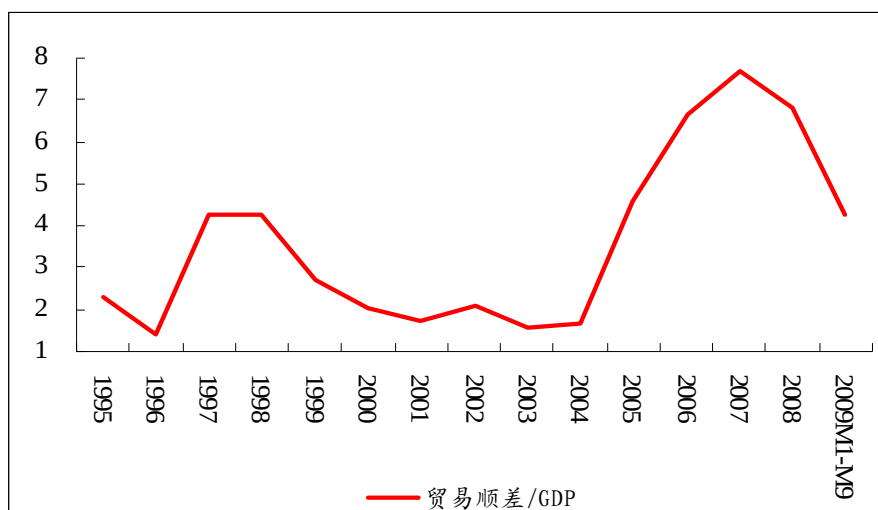
从流动性平衡的角度来看，在 2010 年全年的意义上来讲，流动性可能会处在适度宽松的状态，这一局面的维持在很大程度上将取决于银行信贷投放数量的多寡。然而，信贷投放节奏在季度之间的摆布，以及与此相关的政策导向的摇摆，构成了把握流动性平衡格局的最重要的风险因素。显然存在这样的可能性，即在一段时间内流动性实际上处在比较紧张的状态。

二、进口波动与贸易顺差

接下来我们讨论一下 2009 年中国的进口情况，基本的问题是试图理解中国的进口在 2009 年为什么会如此强劲，其中蕴含了什么样的经济含义？

（一）2009 年贸易顺差的显著下降是一个值得讨论的问题

图1：中国贸易顺差/名义 GDP（%）



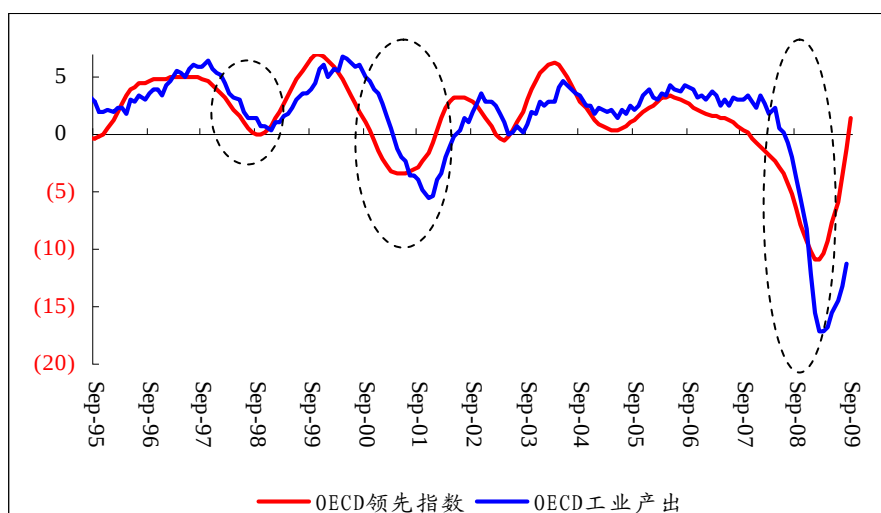
数据来源：CEIC，安信证券

在图 1 中，我们计算了中国的贸易顺差占当年名义 GDP 的比例，其中 2009 年使用的是 1—9 月份的数据，我相信如果使用全年的数据这个比例很可能还会更低一些。

值得注意的重要事实是，2009 年中国的贸易盈余无论是绝对数量还是相对经济总规模的相对数量都出现了非常惊人的下降。从 1990 年代初以来的历史序列上来看，大约只有 1999 年的下降可以与此相提并论，但 2009 年的下降显然更为陡峭。

从表面上来看，解释 2009 年贸易盈余收缩的一个非常方便的备选理论是，2009 年全球经济出现了此前几十年未见的剧烈收缩。但仔细的数据检查显示，这样的解释可能是部分正确的，但与其他时期的历史经验似乎缺乏一致性。

图2：OECD 领先指数与工业产出（%）



数据来源: Bloomberg, 安信证券

我们可以看一下全球 OECD 国家工业增长率的历史波动情况（图 2）。很明显，2008 年下半年以来全球经济的收缩非常猛烈，这一收缩似乎可以通过出口渠道对中国贸易盈余发挥很大的影响。但是我们想提醒大家注意另外几个重要事实。

一个事实是在 2001 年，由于美国科网泡沫的崩溃，无论是美国的经济还是全球的制造业都经历了一轮非常快速的收缩。但是在 2001 年全球经济的收缩过程之中，中国贸易盈余的绝对规模或者是相对 GDP 的比例基本上维持不变。

另一个事实是，1997—1998 年期间由于亚洲金融危机的影响，全球制造业也经历了一段比较明显的减速，并且导致当时中国的出口增长率经历了非常大的下滑。但是在 1998 年，中国的贸易盈余相对 GDP 的比例基本上是维持不变的，贸易盈余的绝对规模还有一些轻度的增长。

从这些历史事实来看，全球经济的剧烈收缩并不总是产生中国贸易盈余急剧下降这样的后果。

再来看一个相反的事实。在 1999 年，发生亚洲金融危机的国家的经济在恢复，

全球制造业也处在恢复过程之中，这些过程一直持续到 2000 年的晚些时候。从 1999 年到 2000 年，在全球经济恢复和中国出口增长大幅上升的背景下，我们可以看到中国的贸易盈余无论是绝对规模还是占 GDP 的比例却都出现了非常明显的收缩。

研究过去十余年的历史经验，我们能够找到这样的案例，即全球经济增长非常差，但是中国的贸易盈余并没有受到很明显的影 响；我们也能够找到这样的反例，全球经济增长非常好，但是中国的贸易盈余收缩非常严重。

这些正反两方面的事实提醒我们，理解中国贸易盈余在 2009 年的收缩是一个迄今为止在大量讨论之中没有引起充分注意、但是本身具有一定复杂性的题目。理清这一收缩过程的关键原因，对于我们理解未来几年经济和市场的基本趋势具有非常重要的价值。

如果我们不能够简单地把 2009 年贸易盈余的收缩归结为全球经济的收缩，那么其他的备选解释是什么呢？

我们首先来讨论如何理解 1999 年中国贸易盈余的收缩。我们已经知道 1999 年中国贸易盈余的收缩不能够解释为全球经济的下降，因为全球经济当时是处在快速的扩张过程之中。

实际上，五年之前，我曾经解释过这段时期的情况，现在回头来看，当时的解释可能仍然是正确的。既然 1999 年中国贸易盈余的收缩不能解释为全球经济变化的原因，另外一个方便的解释就是中国经济内部的总供求不平衡。

所谓的总供求不平衡要么是需求的增长快于供应的增长，带来了国内供不应求的局面，从而推动了进口的增长，比如 1992-93 年或者是 2002-03 年发生的那

样；要么是供应能力的增长在明显地放慢，在国内产生了一定的供求方面的缺口，并且这样的缺口需要通过进口的扩大来弥补。

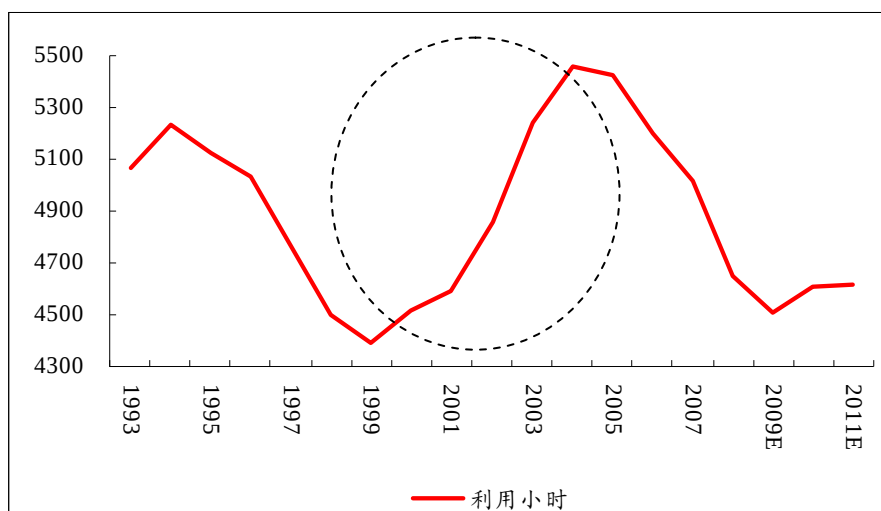
从 1999 年的情况来看，我们相信当时贸易盈余收缩的主要原因是中国供应能力在快速地收缩。当时供应能力的收缩有两个主要原因，一是大量的企业关停并转形成的去产能化，还有一个原因是在此前数年时间里固定资产投资和固定资本形成的增长一直较低。

总供应能力增速放缓和总需求增长的加速，在经济的总量数据上会产生重要的差异。如果贸易盈余占比下降主要来自于需求增长的加速，那么同期经济增长率会上升；如果贸易盈余的收缩来自于供应能力增长的放慢，那么贸易盈余的收缩会伴随着经济增长率的下降。

在供应能力收缩的背景下，经济增长率会下降，但同时物价压力上升，企业产能利用率上升，企业盈利能力也会出现系统性的上升。

这几方面的数据我们在 1999 年以后都能够观察到。例如 1999 年的经济增长率比 1998 年要更低，但是通货膨胀总体上已经有一定程度上的上升，企业的盈利在上升，同时至少从发电设备的利用小时来看，发电设备利用小时也开始触底回升（见图 3）。当然，那段时期中国正在经历“三年脱困”的国企改革，这使得对以上数据的解读可能会存在一些问题，无法形成确定性的结论。

图 3：中国发电机组利用小时



数据来源：中国电力工业年鉴，安信证券

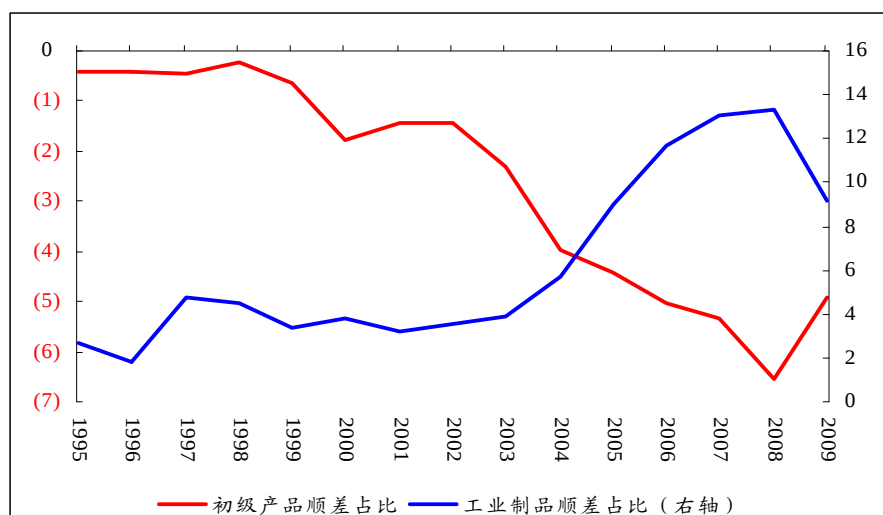
如果继续使用这样的逻辑去解释 2009 年的数据，将 2009 年贸易盈余的收缩解释为中国供应能力的收缩，可能也有一定的合理性，但是解释能力似乎比较差。因为我们很难相信 2009 年的企业盈利能力、产能利用率会比 2008 年更高，也很难相信 2009 年系统性的通货膨胀的压力会比 2008 年要更大。从这些指标的情况来看，供应能力的收缩可能是 2009 年贸易盈余收缩的一个背景，但似乎不是最为关键的原因。

在这样的背景下，如果 2009 年贸易盈余的收缩既不来自于出口的剧烈下降，也不来自于中国供应能力的收缩，更不太可能来自于总需求非常大的加速，那么关键的原因在哪里呢？

（二）全球过剩产能向中国的出口可能是 2009 年贸易盈余下降的重要原因

首先我们将贸易盈余按照初级产品和工业制成品进行分解。

图4：初级产品和工业制品的贸易顺差占名义 GDP 的比例（%）



数据来源: CEIC, 安信证券
注: 2009 年为前 9 个月的数值。

从这样的分解来看, 2009 年贸易盈余的下降主要来自于中国在工业制品领域出现了非常大的贸易盈余收缩。由于国际初级产品价格 2009 年的大幅下跌, 初级产品的顺差占比实际上是在改善的。

那么, 为什么 2009 年中国的制成品贸易盈余会出现这么大的收缩呢?

我们都知道, 2005-06 年中国贸易盈余上升的重要原因是中国出现了明显的产能过剩, 中国将过剩的产能出口到国际市场上, 从而推动了贸易盈余的上升。看起来, 将这一逻辑反转过来, 我们就可以理解 2009 年中国贸易盈余的收缩。

我们提出的解释是: 2009 年全球主要的发达经济体由于需求的崩溃, 出现了相当严重的产能过剩; 全球的过剩产能被集中出口到中国市场, 从而形成了中国进口上升和贸易盈余下降的局面。

我们需要对这一解释在几个层面上作一些仔细的论证。

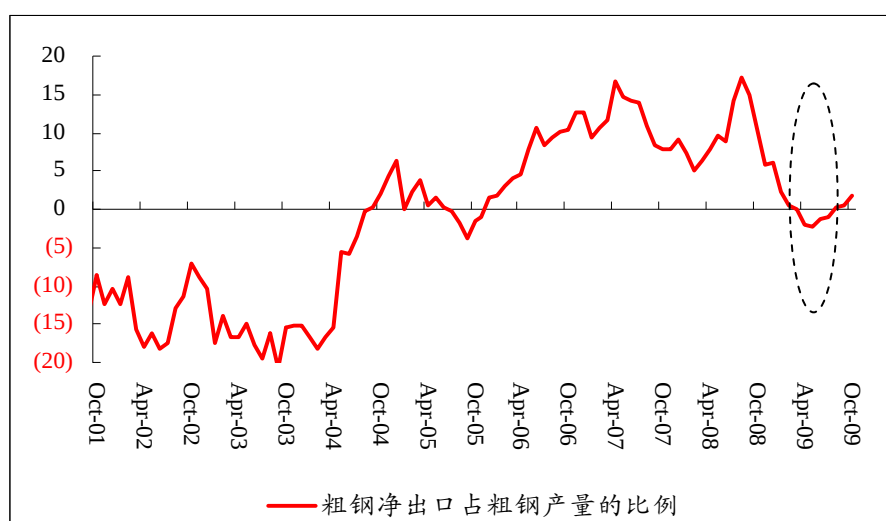
首先, 为什么全球的过剩产能向中国出口这一局面在 2001 年没有出现呢? 原因也许是, 2001 年全球的过剩产能可能主要集中在与 IT 和半导体技术相关的领

域，这与当时中国经济的需求结构并不匹配，从而很难向中国市场出口。

那么，为什么 2009 年这一出口有可能实现呢？这背后可能有两个关键的原因：一是 2001 年中国加入 WTO 以后，中国经济开始越来越快速和更深刻地融入到全球经济体系；二是 2002 年以后全球经济和中国经济的扩张都是建立在房地产市场繁荣和房地产市场泡沫化的基础上，这使得经济结构至少在增量意义上越来越趋同，因此当美国的房地产市场崩溃以后，在房地产及其相关领域的过剩产能就有可能大量地向中国市场出口，这类出口造成的压力就产生了中国贸易盈余非常大的收缩。

我们可以检查一些微观层面的例子。

图5：中国粗钢净出口占产量的比例（%）



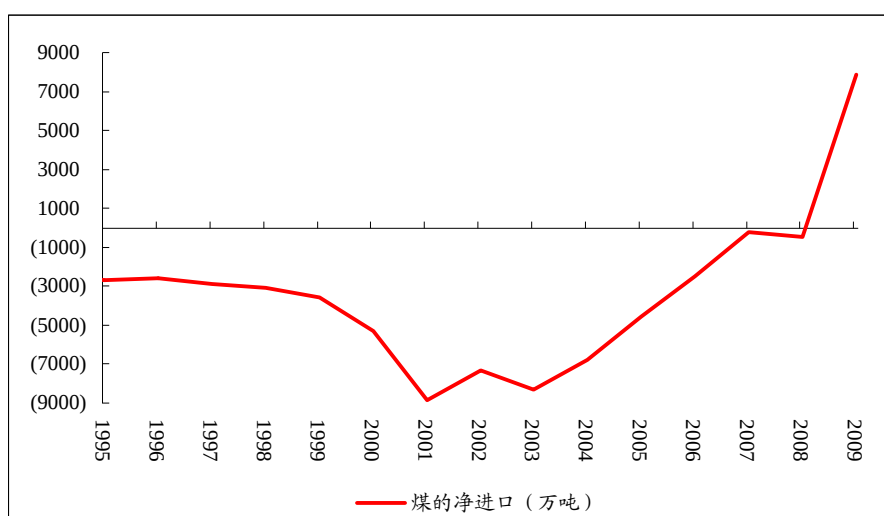
数据来源：CEIC，安信证券

注：此处已将钢材净出口按系数 1.06 折合为粗钢数量。

例如，在 2009 年上半年，中国在钢材领域实际上出现了大量净进口的局面。中国在历史上的钢材净进口，要么来自于结构性的短缺，要么来自于经济周期的上升带来的钢铁产业的供应不足。2009 年中国之所以大量进口钢材，并不是由于

国内的生产能力不够，更不是由于国内的需求上升得非常快，更重要的原因可能是在全球其他地区钢材的过剩程度更为严重，钢铁价格的下跌更为剧烈。在这样的意义上来讲，从进口商、贸易商或者是终端用户的角度来讲，进口钢材比在国内购买钢材要更便宜，在这样的背景下就出现了钢材大量的净进口。

图6：中国煤的净进口（万吨）



数据来源：CEIC，安信证券

注：2009 年为 1-10 月累计值。

再拿煤炭来讲，中国 2009 年煤炭的净进口数量可能超过 1 亿吨，而在历史上的绝大多数时期中国都是煤炭的净出口国。2009 年中国煤炭出现如此大量的进口并不是因为国内的煤炭市场出现了严重的供应不足。尽管山西省对煤炭行业的整顿对供应能力有一些影响，但是从秦皇岛港口的煤炭价格来看，很难认为国内的煤炭市场出现了严重的供应短缺。

尽管国内没有出现严重的煤炭供应短缺，但是中国的煤炭进口数量却异常大，非常关键的原因是国际需求的收缩使得国际煤炭的价格更便宜，中国华南地区的煤炭使用者从国际上进口煤炭比在国内购买煤炭更为廉价，这一事实带来了煤炭

进口数量非常惊人的增长。

（三）全球同步去产能化的影响

如果我们对 2009 年中国贸易盈余下降的解释是大体正确的，那么由此可以形成以下几个方面的推断：

第一个推断是，如果全球经济在 2009 年没有出现如此剧烈的收缩，中国贸易盈余的下降幅度将会小得多，中国经济 2009 年的增长率就会更高一些，也许不会低于 10%。在这一意义上讲，应该说中国内需增长在 2009 年是相当强劲的。

第二个推断是，如果我们一般认为中国经济基本面的健康程度和复苏进程会比全球其他经济体更快一些，那么 2010 年中国贸易盈余很可能会继续收缩，尽管收缩的幅度不会像 2009 年这么大，毕竟全球经济产能过剩的程度总体上来说处于缓解趋势中。我个人倾向性的看法是，2010 年贸易盈余的规模在今年的基础上继续下降 20% 应该是可以想像的。

第三个推断是，如果我们前述的解释是成立的，这将意味着中国经济的去产能化过程已经成为全球经济去产能化过程的一部分。这一基本事实在历史上的其他时期是没有出现过的。

换个角度来讲，中国经济这一轮的去产能化过程难度可能会更大。即使自身的产能过剩消除了，如果没有全球经济的强劲和可持续的恢复，那么全球大量的过剩产能仍然可以向中国出口。

这进一步表明：

第一，中国与产能过剩相联系的系统性通货膨胀压力是全球通货膨胀压力波

动过程的一部分。如果经济自身的去产能化导致了通货膨胀压力的上升，这将很快地通过进口的扩大而得到熨平，从而使得中国的系统性通货膨胀起伏更紧密地成为全球通货膨胀起伏的一部分。

第二，在全球的去产能化有较大进展之前，在非常广泛的领域内中国私人部门固定资产投资意愿的较大扩张是不太容易实现的。如果澳大利亚的煤炭有非常大的过剩，中国煤炭行业的价格和盈利能力都会始终受到很强的约束，这一约束会妨碍企业去扩张固定资产投资的愿望。

第三，中国经济政策的去刺激化和正常化，将成为全球经济政策正常化进程的一部分，脱离全球经济的恢复进程实现去刺激化，看起来是不太容易的。

从短期的经济趋势来看，应当说目前全球经济的恢复进程比较明朗，这暗示在边际上，中国企业面临的产能过剩压力在减轻，企业的产能利用率在上升，从而企业的定价能力和盈利能力都在进入系统性的改善趋势。

产能利用率从下降转入上升过程，在拐点附近对于盈利增长率的波动影响巨大，其效应可能正在显现。具体到企业盈利层面上来看，如果明年上半年工业企业的盈利增长率超过 50%，应该不是非常令人意外。

三、中国供应能力的增长

接下来我们讨论另外一个重要问题，即总供应能力的增长。

（一）2007 年以来固定资本形成增速在明显放慢

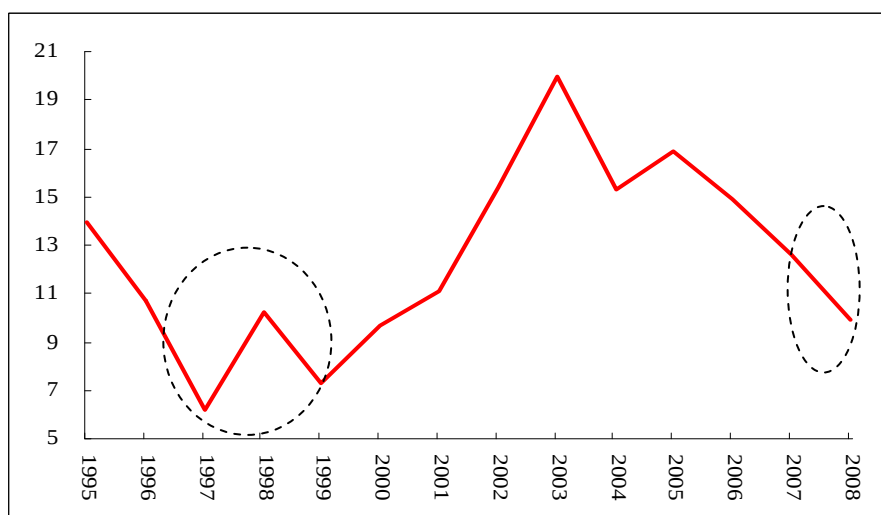
在刚才的讨论之中我们已经提到过，1999 年以后中国出现的贸易盈余下降和企业盈利能力上升等，非常重要的背景是中国总供应能力的增长在那以后在明显放慢。

那么，总供应能力的增长是由哪些因素主导的？对于不同的国家和不同的经济结构来说，影响总供应能力的因素是很不一样的。比如说劳动力供应的增长、人口红利、技术进步等都是影响总供应能力增长非常关键的因素。对于中国经济自身的结构和波动来讲，我个人认为在诸多因素之中，最关键的因素是资本形成。从历史数据看，从固定资产投资到供应能力在物理上释放出来有一定的时间滞后，这一滞后在不同的时期可能有一定的波动，但可能大致在 2—3 年的时间。

固定资本形成之所以在中国供应能力的增长之中如此重要，非常重要的原因是中国仍然是一个相对贫穷并正在快速工业化的经济体，而劳动力的供应总体上处在相对过剩的状态。至少在迄今为止的多次经济波动之中，经济过热通常都伴随着企业供应能力的紧张和广泛的瓶颈现象，最近的例子是 2004 年煤电油运的瓶颈。影响供应能力增长非常关键的因素是固定资本形成的增长。

我们使用支出法的数据剔除通货膨胀的影响之后计算了中国固定资本形成的实际增长率，见下图。

图7：中国固定资本形成实际增速（%）

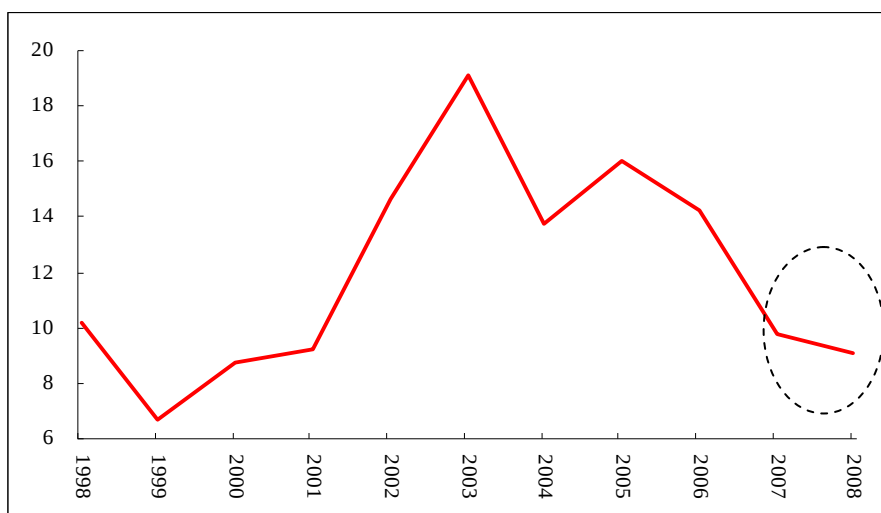


数据来源：CEIC，安信证券

从图 7 来看，1996-98 年与 1995 年以前相比，资本形成的增速都比较慢。这一相对较慢的资本形成增速使 1999 年以后供应能力的增长系统性地放慢。尽管当时还有另外一个背景就是大量的企业破产、重组和兼并，这实际上是消灭了大量的制造能力，这样的消灭在任何一个经济的调整周期中都是存在的。

值得注意的是，从固定资本形成总额的增速来看，至少 2007 年以后固定资本形成的增速已经重新回落到比较低的水平。

图8：中国非住宅固定资本形成总额实际增速（%）



数据来源：CEIC，中国统计年鉴 2009，安信证券

注：非住宅固定资本形成总额定义为固定资本形成总额-(房地产开发投资-土地购置费)。

很多经济学家认为住宅投资并不增加一个经济体的制造能力或者是供应能力，所以也许另外一个合理的度量是在全部固定资本形成之中剔除掉住宅投资。

图 8 表明，在剔除掉住宅投资之后，2007 年以来中国固定资本形成的增速也已经处在一个比较低的水平。由此所带来的影响是什么呢？最晚从 2010 年开始，中国总供应能力的增长在总量层面上将会有比较明显的放缓。

总供应能力增长放慢会产生一系列的影响。

第一个影响是贸易盈余的规模会进一步下降。由于在边际上需求快于供应的增长，所以进口将扩大，从而使得贸易盈余的规模进一步下降。

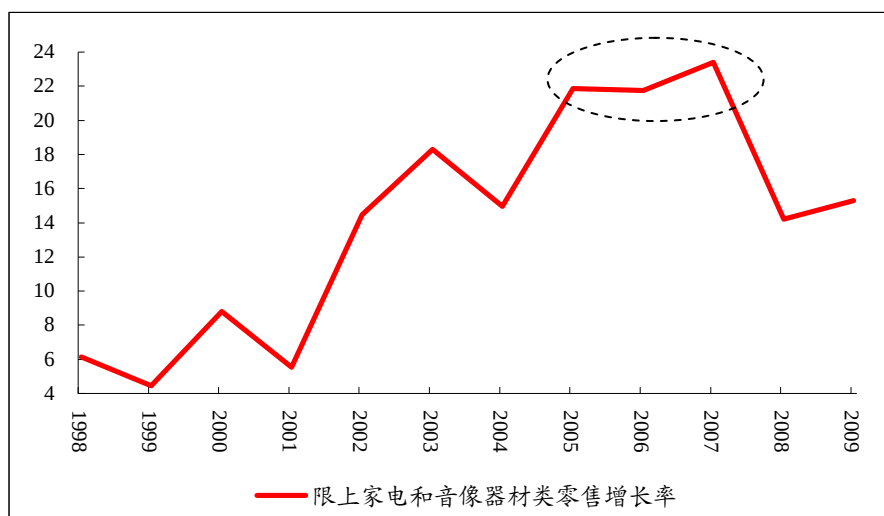
第二，在经济增长率的意义上来讲，供应能力的增长放慢本身对经济增长率的影响是负面的，它使得经济增长率面临下降压力，尽管这可以通过需求的增长来平衡。

第三、它对于企业盈利能力的影响是系统性的和正面的。在供应能力增长放慢的背景下，企业的产能利用率将会得到提升，企业的定价能力将会得到提升，从而企业的盈利能力也会得到系统性的提升。这可能成为支持 2010 年企业盈利能力恢复的另外一个重要因素（其他因素包括全球经济恢复和中国总需求的扩张）。

（二）家电行业盈利能力上升存在供应增长方面的原因

以下我们从微观层面看几个相关的事实。

图9：限额以上企业家电和音像器材零售增长率（%）



数据来源：CEIC，中国统计年鉴 2009，安信证券

注：2009 年为 1-11 月零售额的同期增长率。

我们都知道 2009 年中国家电行业盈利能力提升幅度非常明显，这在过去很多年的时间里面都是很少见的。家电企业盈利能力提升与家电的热销毫无疑问是密切相关的。但是如图 9 所示，在 2005-07 年家电销售的增速实际上要更快，但是行业盈利能力提升并没有如此显著。在需求的因素之外，另外一个相关因素是家电行业供应能力的整合和低增长。一方面现有的企业不断地整合，另外一方面新的供应能力没有充分增长起来，这一点也许是支持家电行业盈利能力上升的另外一个重要因素。

需要提出的是，汽车行业的情况也存在一些相似性。

四、“下半场”的前途

接下来我们讨论一下市场的趋势和前途。我把这部分讨论的题目定为 “下半

场”的前途，但我知道许多市场参与者并不认同这样的提法。更准确地说，在房地产市场，随着房价创出新高，“下半场”的说法更容易接受；在股票市场，“下半场”的说法会引起更多的争议。

（一）下半场理论的再回顾

回顾 2009 年的市场走势，也许下半场的说法未必正确，但至少可以说它并不全是错误的，市场在 2009 年的变化确实具有资产重估理论关于“下半场”预言的许多关键特征。

我们都知道，关于资产重估“下半场”的基本定义、发生条件和主要特征，这是我们在 2007 年 7 月份到 2008 年 2 月份之间四篇报告所集中讨论的内容。总结这四篇报告的内容，“下半场”的理论预言包括以下关键内容：

第一，与汇率压力相联系，出口部门出现较大萎缩，并带来经济的收缩；在客观上，金融危机的出现强化了出口部门的收缩，从而强化了这一特征。

第二，“下半场”非常重要的前提条件和标志性特征是出现了异常活跃的信用创造，这表现为信贷增长率的大幅度上升和信贷市场上利率的下降；同样地，如果没有活跃的信贷创造，就没有下半场。

从时间上看，2008 年 2 月份时，我们倾向于认为中国信贷政策的放松将在 2008 年底到 2009 年初之间出现。

第三，在资产谱上，下半场表现为从债券到股票、从纪念币到房地产等各类资产价格的普遍上涨。在股票市场上这表现为市场估值中枢的系统性抬升和风险溢价的下降。

从这些关键特征看，应该说与 2009 年初以来政策和市场的走势存在较多的一致性。也许我们可以说下半场的理论预言是不正确的，但现在来看至少它并不全是错的。

我们在这里讨论这些历史预测的是非正误，除了总结经验教训之外，主要的目的在于，如果这说明下半场预言的内在逻辑是大体正确的，我们就有合理的信心以此为基础，对市场的未来趋势进行大致的预判。

（二）资产重估理论的是与非

显然，许多市场参与者对于资产重估理论仍然抱有非常大的怀疑，这应当是可以理解的。

首先，下半场理论没有很好地预言 2008 年的市场崩溃；尽管这一理论对于 2008 年市场的下跌仍然可以提供一致的解释，但它显然缺乏对市场崩溃的预见性。实际上，这一失误来源于我们对于资产重估理论在应用过程中的节奏缺乏恰当的把握，来源于我们对于经济数据的变化缺乏密切的追踪，来源于我们对于市场的中短期趋势缺乏重视，似乎并不来源于资产重估理论自身逻辑的错误。

在更基本的层面上，这说明我们对于理解经济和市场的复杂性缺乏应有的谦卑和敬畏，这也许是我们需要吸取的最大教训。

其次，资产重估理论是一个迄今不曾见到，在教科书和文献上没有前例的理论，它仍然很年轻，很不完备，仍然需要积累更多的经验证据，需要接受更多的事实检验。

再次，资产重估理论试图从自上而下的角度去解释和把握市场的某些重要方

面，它在一定程度上把资产看作筹码，而不是看作资产所对应的实物价值的一部分。对于自下而上的投资者来说，理解企业的价值是理解股票价值的基础，因此在思想和方法层面上，资产重估理论的想法与这种传统的想法是很难相容的。

最后，资产重估理论在配置方面能够提供的指导性建议是有限的，主要集中在仓位、股票的贝塔大小和房地产市场的趋势等方面，无法提供更丰富的判断。

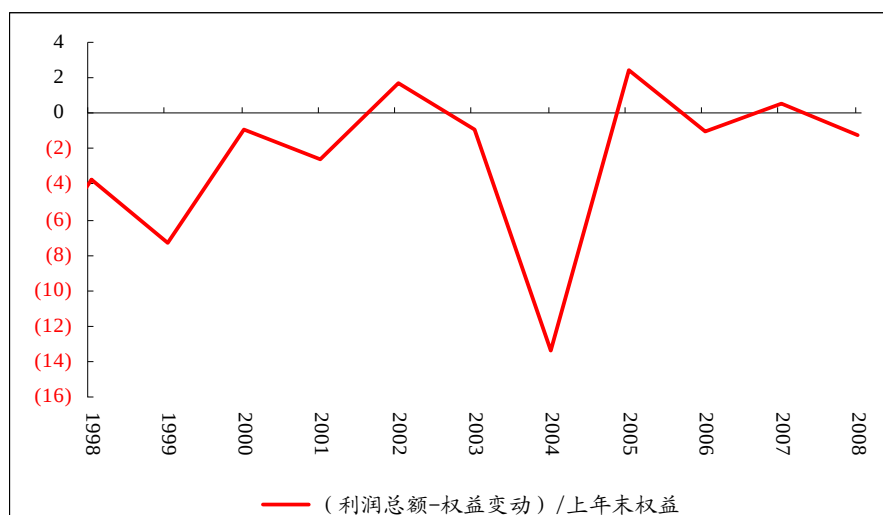
然而，如果资产重估理论对于理解市场运行的某些方面确实能够提供一些有用的看法，并且其逻辑大体可靠，我们就可以此为基础对市场的未来趋势提供一些预判。这正是下文展开的基础。

（三）企业权益融资需求与流动性

关于下半场的前途，实际上我们在 2009 年初曾经提到过，当时用了一句通俗的话来讲，就是“下半场通常都没有好下场”。那么，它将会有什么样的“下场”呢？这是我们接下来重点讨论的内容。

为了讨论这样的内容，我们可以去研究一些很重要的经验事实。在这里我想重点研究的事实是 2002—04 年中国的经济和市场。为了研究这一段时期的事实，我们提出两个重要的研究视角，一个视角是企业权益资本的变动，另外一个视角是企业流动比率的变动。

图10：规模以上工业企业（利润总额-权益变动）/上年末权益（%）



数据来源：CEIC，安信证券

我们首先来研究企业的权益资本变动²。对于企业权益资本增长而言，在概念上权益资本增长应该有两个来源，第一个是企业自身利润的积累，第二个是企业的外部股权融资。企业外部股权融资可以通过股票市场来实现，也可以通过其他更广泛的私募股权市场来实现。

我们要研究的视角就是企业权益资本的增长中来自于外部股权融资这一部分的比例，所以我们设计了这样一个指标，在分子上是企业的利润总额跟企业权益变动的差，这度量了企业从外部融入的股权资本的数量；在分母上是上一年年末权益资本的数量，这使得它成为一个相对的指标。

如果这个指标在下降，表明企业来自于外部股权融资的数量越来越大；如果这个指标在上升，表明企业从其他渠道融入股权资本的数量越来越少。

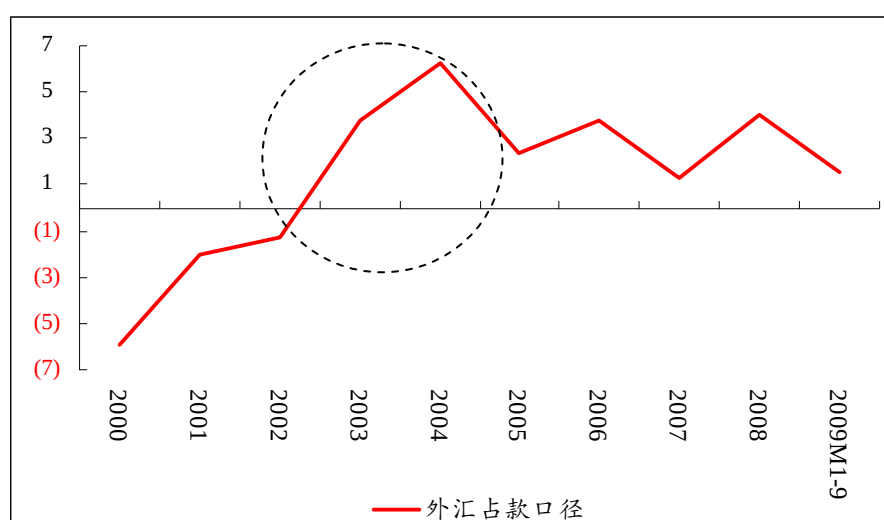
值得注意的是，从 2002 到 2004 年，企业从外部融入股权资本的数量出现了非常大的增长。为什么 2002 年以后企业要从外面大量地融入股权资本呢？实际上

² 需要强调的是，企业融入权益资本数量的多寡，不仅取决于企业的需求，也取决于资金的供应。这里重点讨论企业需求方面的情况，是因为在 2002—2004 年这段时期，资金供应方面的变化不是关键原因。在理论上，需求变化和供应变化都会带来企业权益资本融入数量的增加，但在利率、资本流动等层面上则会产生非常不同的结果。限于篇幅原因，这里不仔细讨论。

亲身经历过这一段历史的人都很清楚，因为新一轮的经济周期在启动，企业对于未来的盈利预期在大幅度地改善，因此企业希望大量地扩张固定资产投资和产能去实现盈利。在这一背景下，除了用利润支撑权益资本的扩张之外，企业还大量地在股权市场上融入权益资本。

这样的看法是不是成立的呢？我们看一系列的证据。在企业权益资本的变动之中（见图 10），我们已经看到了企业权益资本的变动之中来自于外部融资的数量，从 2002—04 年在系统性地增长。

图11: 外汇占款口径的资本流动占 GDP 的比例 (%)

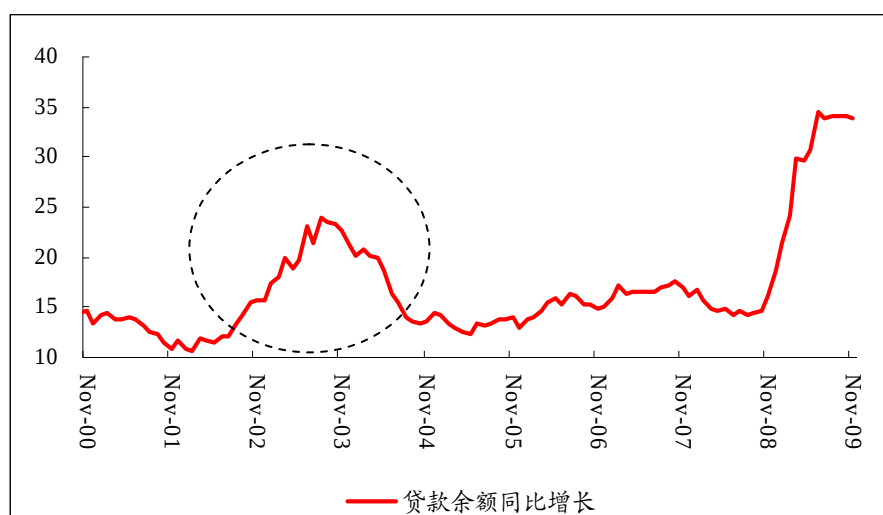


数据来源：CEIC，安信证券

如果企业在新一轮经济周期启动的背景下希望扩张产能，除了权益融资之外企业还有别的融资方式，比如说从国外经济中融入资金或进行债权融资。我们来看中国国际收支平衡表上难以解释的资本流入占 GDP 的比率，我们也能够看到从 2002—04 年企业从国外经济体系之中融入资本的数量也越来越多，到 2004 年达到了顶点（见图 11）。

企业在债权市场上融入资金的数量也越来越大，它表现为当时贷款的增长率在快速地增长，在当时达到了最高 23% 的水平（见图 12）。

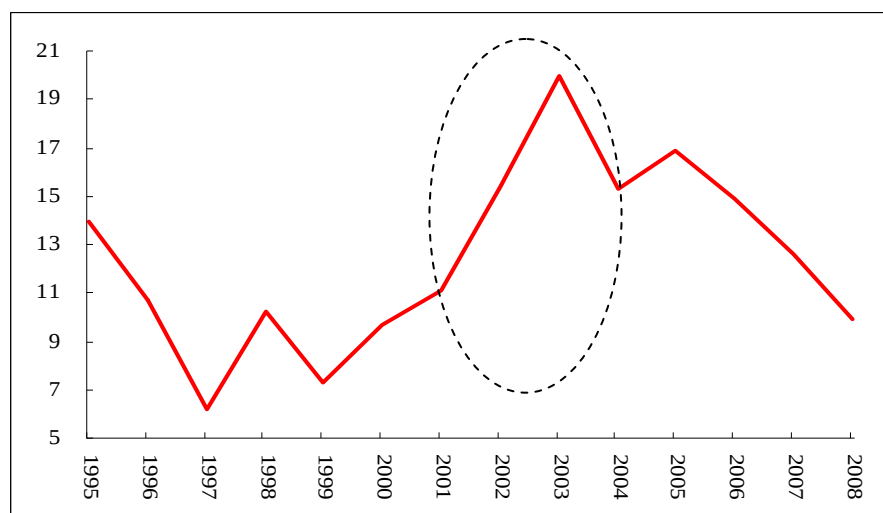
图12：贷款余额的同比增长（%）



数据来源：CEIC，安信证券

所以企业的股权融资、债权融资和国外融资在 2002—04 年都在快速地增长，这一背景下我们看到在同期固定资本形成总额的增速是在快速地增长，表明大量的资本在形成（见图 13）。

图13：中国固定资本形成实际增速（%）



数据来源：CEIC，安信证券

我们如果集中在股权市场上来看问题，这一过程主要有两个结果。第一，在股权市场上由于企业权益资本融入需求的数量越来越大，所以在权益资本市场上隐含的利率水平会提升，估值中枢会系统性地下降。第二，在经济进入新一轮经济周期和固定资产投资大幅扩张的背景下，企业盈利能力会快速提升。

在这一背景下，在这一段时间里面股票市场同时受到了两种相反力量的影响，一个力量是市场的估值中枢在下降，压制着市场的上涨；另外一个是企业盈利能力快速提升，推动着市场的上升。

这两种相反力量的影响在市场上产生了一系列的结果。第一个结果是市场的指数总体上被约束在一个比较窄的箱体范围内波动。第二个结果是市场估值中枢大幅下降的同时，投资风格变化很大，很多题材股价格的下降速度非常惊人，但是有强劲利润支撑的股票价格相当坚挺。

也是在这样的背景下，中国出现了所谓的价值投资的潮流，人们注意到研究企业盈利的变动在股票市场上确实能够带来比较高的投资回报率。这就是我们在2002—04年所看到的情况。

沿着同样的思路去看，实际上我们也可以理解为什么2005年以后市场总体上转入一个资产重估的时代，这主要是因为2005年以后企业通过外部融资融入权益资本的数量和需求在快速下降。在这种背景下企业从国际市场上融入资金的数量也在下降，在信贷市场上对资金的需求也没有以前那么强劲。在此背景下出现了贸易盈余非常强劲的增长，整个市场从价值投资的过程系统性地转入了以估值水平系统性上升为特征的重估过程，房地产市场也逐步脱离收入增长的约束，开始

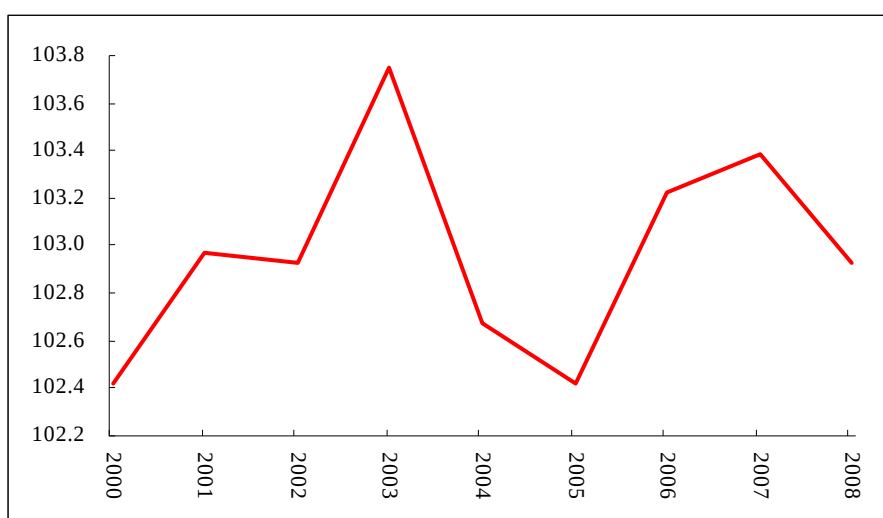
出现价格的较快上涨。

从宏观经济的背景上来看，资产重估过程的发生，经济内部重要的条件之一是大量过剩产能的存在。去产能化过程一旦完成、或者新的经济增长点一旦全面实现，或者消费出现了可以持续的强劲增长，那么市场将很快转入到我们在 2002—04 年所看到的这样一个过程，转入到估值中枢系统性下降、投资风格重大转换、主要由利润增长来驱动股价的过程。这样一个转换并不见得每一个市场参与者都能够很快适应。

这种转换的发生将意味着 “下半场” 基本结束，意味着从 2005 年晚些时候开始的资产重估过程系统性地落下了帷幕。这一结局也许是下半场能够实现的最好 “下场”。

（四）企业流动资金松紧与流动性

图14：规模以上工业企业流动比率（%）



数据来源：CEIC，安信证券

我们还研究了工业企业的流动比率，就是流动资产除以流动负债。当然这个指标可以换成速动比率，结果是相似的。

从企业部门资产负债表的角度看问题，在负债方，企业主要通过权益和负债融入资金；在资产方，企业融入的资金在理论上只有两种用途，一种用途是用于固定资本的形成、用于制造和生产能力的形成，这一用途前面我们刚刚做了一定讨论；另外一种用途是用于流动资产的形成，来支持交易过程的连续发生。我们接下来讨论这种流动资产方面的用途。

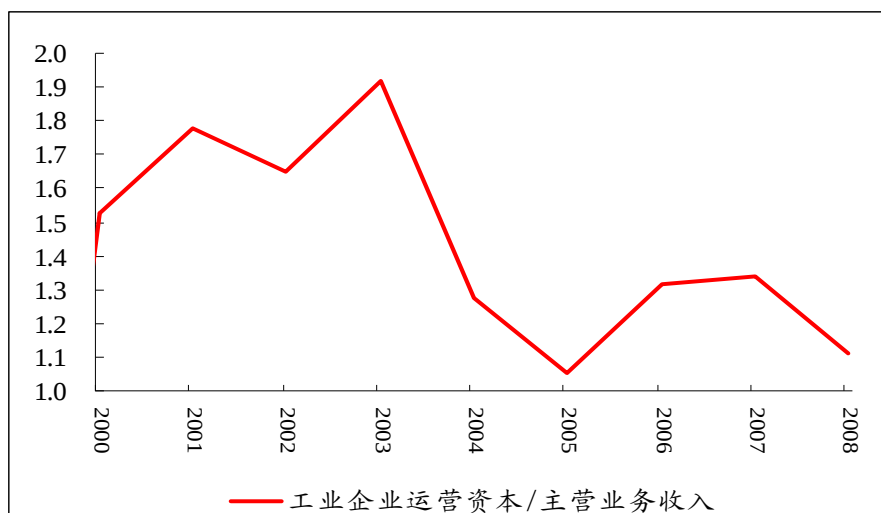
如果银行的信贷供应在收缩，那么企业将首先感受到流动资金的紧张。这时企业将被迫调整资产负债表来补充流动资金的需要。

看起来企业有三种方法：一是降低固定资本形成速度来节约现金；二是用更高的利率来融入资金（这可以包括民间融资、股票减持、股权融资等各种途径）；三是降低应收账款的数量并增加应付账款的数量。

实际上，宏观调控和银行信贷控制之所以能够影响经济，重要的传导渠道就是迫使企业采取第一种方法来节约资金；我们之所以反复强调民间利率指标的重要性，部分原因在于企业在流动资金紧张时会同时使用第二种方法。下面我们重点讨论第三种方法。

在企业使用第三种方法来应付流动资金紧张的过程中，在宏观上可以观察到货款拖欠现象的增长，在微观上可以观察到企业流动比率的恶化（图 14），观察到企业营运资金占主营业务收入比例的恶化（图 15）。

图 15：工业企业营运资金占比（%）



数据来源：CEIC，安信证券

讨论企业流动资金的松紧，我们想说明的是，在固定资本形成之外，这一过程也会对资产市场的短期趋势产生比较明显的影响。

从图 14 和图 15 来看，2002—03 年以及 2005—07 年企业流动资金总体上处在系统性的改善趋势中，2004—05 年以及 2008 年这一指标明显恶化。这些变动与当时股票市场的涨跌存在明显的同步性。

需要讨论的问题是，2008 年企业流动比例确实在恶化，但在年度数据上并不很显著，至少恶化幅度看起来没有 2004 年那么大，但市场的反应要强烈得多，这是为什么呢？当然市场的下跌存在基本面短期显著恶化的原因，但从企业流动资金松紧的角度看问题，可能有两个解释：第一是在总量层面上，在所有企业都出现资金紧张的时候，这个指标的变化方向比它所处的水平可能更重要；第二是 2008 年底有非常大的信贷增长，在一定程度上冲淡了这个年度指标的下降幅度。

在这里，我们可以看到，除了固定资本的形成需求之外，因为信贷供应的控制（或经济名义增速的上升）等原因，会造成企业流动资金的松紧变化，并通过

各种渠道对股票市场产生显著影响。实际上，企业流动资金的紧张会影响企业固定资产投资意愿和能力，从而也会通过基本面因素影响市场趋势。

在这些分析的基础上，我们可以对资产重估理论进行进一步的总结：在我们以前所讨论的资产重估理论之中，我们集中地讨论了资金的供应，并把资金的供应分解为贸易盈余、信贷创造和资本流动三个层面，把它们合并起来就是全社会的全部（至少是主要）的资金来源。但是我们没有专门和具体地讨论过实体经济对于资金的需求，只是一般性地强调这与私人部门投资意愿以及经济名义增速有关系。

在本文的讨论中，我们以具体的经验数据为基础，将企业对资金的需求分解成为两个层面：一个层面是企业扩张固定资产的愿望所形成的对权益资本需求的系统性上升，这一过程会对市场的运行格局带来重大和比较长期的影响。另外一个层面是企业流动资金的松紧，这与通货膨胀、经济增长以及信贷控制等密切相关。企业流动资金的松紧在一定时期内也会对市场带来显著影响。

所以，我们可以说，把资产重估理论总结为流动性的多寡，就像把共产主义理论总结为“打土豪、分田地”一样，是一种不得已的简化，本身是很不准确的。

从理论意义上来讲，资产重估理论讨论的是金融体系与实体经济之间的交互作用；“上半场”侧重实体经济对金融体系（包括金融市场）的影响，“下半场”侧重金融体系（包括金融市场）对实体经济的影响。

（五）下半场的前途

因此，我们也许可以说下半场在理论上有两种前途：

第一种是经济的去产能化结束、或者找到新的增长点、或者消费系统性地启动，这种情况下估值中枢开始系统性下降，并稳定在较低水平。由于盈利方面的原因，指数可能被约束在一定的箱体范围内波动，但是市场的投资风格会出现非常大的变化。这是相对较好的前途。

第二种是经济在进入新一轮增长周期之前，由于资产泡沫、特别是房地产泡沫化过于严重而破裂，或者被决策当局有意识地戳破，并损害了银行体系（甚至包括企业和住户部门）的资产负债表，从而在妨碍经济恢复的同时迫使经济进入去杠杆化的过程。这时经济和市场都会进入相对比较长期的调整。这是相对较坏的前途。

打个比方来说，我们现在处在一场赛跑中，这是一场复苏与泡沫之间的赛跑。如果复苏跑在前头，复苏将会戳破泡沫；如果泡沫跑在前头，泡沫将会妨碍复苏。从市场的本身角度来讲，这两种前途都让人忧虑。

那么，这一前途大约在什么时候发生，发生的前提条件和标志是什么呢？这方面的情况目前当然很不清楚，但从历史经验看，比较大的可能性是，信贷供应的收缩将是触发这一转折的重要前提。当然，造成信贷供应收缩的原因有很多，例如通货膨胀上升、资产泡沫过于严重、甚至是银行资本充足率出现压力。

在转折点附近，标志性的信号也许包括民间利率的上升、资本的异常流入以及大范围之内资产市场的价格压力。

这一过程什么时候发生呢？我个人猜测应该在 2 年之内，最快就是明天。

五、风险与不确定性

最后我们再讨论一下明年我们所面临的风险和不确定因素。

我个人的看法是，实体经济层面严重过热、通货膨胀失控或者国际经济二次探底的风险都无法排除，在个别季度可能还会出现一些压力，需要恰当的关注，但总体上似乎风险不太大。需要特别提出的是，通货膨胀的走势在短期内存在超出预期的可能性，需要认真留意。

信用供应的增长以及其数量在季节之间的摆布，再加上政策导向的摇摆可能是比较明显的风险因素。尽管我们相信 2010 年 7-8 万亿的信贷投放也许并不很紧，但其在季度之间的分布可能很不平衡。回头看，2009 年信贷投放前高后低的局面在一定程度上对市场是有一些影响的。

由于房地产市场的明显泡沫化，目前政府显然已经开始干预。如果政府干预明显影响了房地产投资的增长，这显然会影响经济恢复的进程；如果房地产泡沫在 2010 年被戳破，那么情况就会比较复杂。

下面举个极端的例子，这并不表明我们认为它是大概率事件，但这方面的倾向是值得留意的。

例如，在 2010 年 5 月份，经济出现了“六高”并存的局面，即信贷投放高、经济增速高、固定资产投资高、物价高、房价高、股价高。在这种局面下，政府怎么办呢？显然很难办。市场怎么办呢？可能更难办。

还有一种风险是什么呢？市场目前普遍期望和预期 2010 年一季度信贷能够重新放量，如果这一预期没有兑现，那么一段时间之内恐怕也会给市场带来很大

的扰动。银行资本充足率出问题和融资压力在 2010 年的发展当然也需要留意。

六、结论

2010 年中国经济增速将实现坐九望十的局面；从总需求的角度看，推动经济增长的力量正在变得更加平衡，在消费维持较高增速的同时，出口回升和包括房地产在内的私人部门投资增长的作用将逐步显现；从总供应的角度看，由于资本形成增速的放慢，以及国际范围内产能过剩压力的缓解，供应能力的增长可能维持在较低水平；由于这两方面的原因，企业产能利用率和盈利能力正在进入系统性的改善趋势，这会刺激私人部门投资在目前很低水平上出现一定恢复，并对资本市场带来利润方面的支持。

看起来 2010 年中国的贸易盈余将继续收缩，尽管其速度会明显放缓；资本流入也许存在一些不确定性，但持续大量流入的可能性并不很大；银行信贷的供应将继续处在较高水平，但无论规模还是增速都将明显下滑。实体经济私人部门投资意愿的回升以及经济名义增速的提高无疑都增加了实体经济对于流动性的需求。

在这样的背景下，2010 年流动性可能仍然处在相对宽松的状态，并对市场形成正面支持，但流动性的宽裕程度将明显下降。值得注意的事实是，信贷投放的节奏和经济政策取向的摇摆将加剧流动性平衡在各季度之间的起伏和分化，目前看我们无法排除流动性在个别季度急剧抽紧的风险。

短期内经济和金融体系至少存在以下三方面的潜在脆弱性值得留意：

一、通胀压力开始上升。虽然经济恢复趋势推动了通货膨胀压力的出现，但与此联系的通货膨胀总水平目前仍然较为温和。国际大宗商品和原材料价格的上升，以及通货膨胀预期因素对中国食品价格形成的扰动可能是通货膨胀短期内较快上升更为主要的原因，并且成为通货膨胀水平超预期的主要风险来源；一般来说，这方面的风险因素至少将导致通胀水平在各季度之间出现较大起伏，并可能使得在一段时间内通货膨胀处在政府不愿意接受的较高水平。

二、在通货膨胀之外，房地产价格水平的过快上升构成了经济恢复最明显的风险因素；一般可以认为，中国（以及全球范围内）的去产能化压力仍然需要较长时间来实现，这构成了资产价格泡沫化最重要的经济背景，也构成了货币信贷刺激转化为资产价格上升的微观基础；然而，目前已经观察到的地产价格泡沫正在考验货币当局的忍耐底线，在一些不利的情景下可能导致政策的提早紧缩，并由此引发资产市场价格泡沫的全面破灭。

三、银行信贷资产的质量以及信贷增长对银行资本形成的压力。无论是信贷增长的可维持性本身，还是由此形成的融资压力，以至于新增信贷的潜在质量，都还存在一些不确定性。

2009年以来资产市场的变化表现出“下半场”理论预言的许多关键特征，例如异常活跃的信贷创造，资产市场上的广谱价格上升，股票市场估值中枢的系统抬高等。这些现象的发展也许暗示，我们在2007年7月份到2008年3月份之间关于资产重估“下半场”的定义、关于其展开条件和主要特征等论述不一定是正确的，但可能不全是错误的；更为重要的是，如果我们能够由此确认“下半场”理论逻辑的适用性，我们就有合理的信心以此为基础，对下半场结束以后的市场

前途进行适当的推断。

从资产重估理论内在逻辑的展开以及一些相关的历史经验来看，下半场结束以后的市场前途通常都较为负面，一般都表现为估值中枢系统性的沉降和在比较长的时间内维持在较低区间，这会对市场的运行空间形成比较大的制约。

从目前的情况看，我们也许处在一场“赛跑”中，这是一场复苏与泡沫之间的赛跑，无论何者最终胜出，最终都会导致市场估值中枢的沉降。区别在于，如果复苏最终胜出，那么复苏会挤破泡沫，资本市场将在利润增长和估值下降两种相反力量的作用下运行，但市场的投资风格会发生重大转化；如果泡沫最终胜出，那么市场在利润和估值两方面都会受到压制。

我们目前仍然不清楚下半场将在何时结束，但从目前看剩余的时间也许不会超过两年，甚至更短一些；其触发因素可能会是信贷供应的收缩，尽管导致信用收缩的原因可能多种多样（例如对通货膨胀趋势的担忧、对资产泡沫的主动干预或者银行资本压力的暴露）；在临界点附近，对民间利率水平、资本流动和广谱资产价格压力的观察可能对于判断市场的转折提供一定的帮助。