

深度报告

宏观经济

2010 年中期宏观报告

2010 年 06 月 8 日

本报告的独到之处

定期报告

- 分析下半年经济转型的突破口

相关研究报告:

《从美国 6 大金融机构财报审视金融危机第二波》09-02-11

《欧美大型金融机构财务现状及其影响》

09-03-15

《“去货币化”将主导下阶段宏观经济》

09-04-14

《“大稳健”(the Great Moderation)趋势与中国区域振兴》09-06-12

《出口复苏主导 2010 年中国经济》09-12-14

《国信宏观周报》(1-44 期)

宏观研究小组

联系人 周炳林
分析师 林松立
SAC 执业证书编号: S0980209080421
Tel: 0755 - 82130833 -1856
Email: zhoublin@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

战略性新兴产业:经济转型的真正突破口

●主要结论

1、下半年数据虽弱,但政策偏暖:“已出台严厉调控政策”是 2010 年下半年宏观经济的重要前提,这一前提下,宏观数据面临下行风险,但测算结果显示,下行幅度超预期的可能性不大;另外,政策进一步收紧的迫切性降低,不仅如此,地产调控效果逐步显现还将降低经济热度,为扶持经济转型政策的出台赢得空间。

2、数据弱源自地产投资:预计第四季度地产对总投资增速形成 7-8 个百分点的压力,全年投资增速回落至 20.4%,但出口、消费增速维持稳定,分别增 24.3%、17.7%。

3、通胀压力将明显缓解:PPI 将很快见顶回落;CPI 见顶较晚,但见顶时涨幅并不大,为 3.38%。

4、紧缩进入观望期,下半年量化收缩力度不会更大,升值、加息推迟;扶持经济转型将是下半年的政策重点,但两类经济转型的前景各异。

5、消费转型上,由于中国实际工资快速增长的催化剂尚未出现,受制于工资占比 GDP 低,不宜对中国向“消费型社会”转型期望过高,消费的机会属结构性,主要在“低端耐用消费品”和奢侈品。

6、经济转型真正的突破口在于战略性新兴产业的投资。经济向战略性新兴产业转型的本质是投资结构调整,我国营业盈余+折旧占 GDP 比例高达 46%,投资内部结构的转型拥有坚实的收入来源,另外地产调控为下半年密集出台新兴产业扶持政策创造了空间。

7、从行业景气轮动的角度,需要持续关注为“新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种和信息产业”提供设备配套和资源支持的行业。

●关键逻辑与核心假设

- 1、保持总需求平稳从而经济、就业形势的平稳仍是政策追求的目标。
- 2、地产调控政策持续,地产投资调整的时滞类似 08 年。
- 3、新兴市场经济继续较快增长,欧盟五国 (PIIGS) 债务危机不扩散。

●主要催化剂

- 1、经济热度逐步回落,战略性新兴产业扶持政策下半年密集出台。

●判断的风险

- 1、经济层面:大宗商品价格跌幅加大,引发新一轮“去库存”周期和“计提存货跌价准备”的要求。
- 2、政策层面:地产价格继续上涨,政策偏暖不成立。

内容目录

内容摘要.....	4
2010 下半年经济形势分析.....	5
下半年数据虽弱，但政策偏暖.....	5
地产对总投资增速形成 7-8 个百分点的压力	5
出口、消费增速维持稳定	6
通胀压力将明显缓解	8
下半年量化收缩力度不会更大.....	8
升值、加息推迟.....	9
紧缩进入观望期，经济转型刺激政策的空间浮现.....	10
两种经济转型的前景.....	10
受制于工资占比 GDP 低，不宜对消费转型期望过高.....	10
中国实际工资快速增长的催化剂尚未出现.....	11
消费的结构性机会在“低端耐用消费品”和“奢侈品”	13
战略性新兴产业投资是经济转型的真正突破口	14
发展战略新兴产业的本质是投资结构调整，拥有坚实的收入来源 ..	14
地产调控为下半年密集出台新兴产业扶持政策创造了空间	15
景气轮动：从设备配套和资源支持的行业开始	15
出口的角色转换：从增长引擎到转型推手.....	16
出口影响消费的“就业根基”.....	16
出口为高科技产品提供有力的市场支持	18
经济指标预测.....	19

图表

图 1: 三类需求同向扩张, 2010H1 总需求过度膨胀迹象明显	5
图 2: 08 年地产调整的“量跌价滞期”达 6 个月	6
图 3: 地产占比城镇固定资产投资	6
图 4: 08 年地产投资调整滞后 6 个月	6
图 5: 2010 年出口增速预计为 24%, 2011 年仍将高增长	7
图 6: 消费的非周期特征明显	7
图 7: PPI 将很快见顶回落	8
图 8: CPI 全年最高涨幅有限	8
图 9: 外汇占款较 09 年增长较多但低于 07 年	9
图 10: 央票发行和到期规模	9
图 11: 新增贷款中的中长期贷款偏多	9
图 12: 月度新增贷款预测	9
图 13: 工资收入占比 GDP 趋势性下降是中国消费偏低的根本原因	11
图 14: 工资收入对居民最终消费支出起决定作用	11
图 15: 日本的实际工资与私人消费占比 GDP 关系密切	11
图 16: 美国的实际工资与私人消费占比 GDP 关系密切	12
图 17: 韩国的实际工资与私人消费占比 GDP 关系密切	12
图 18: 中国实际工资近 7 年有 3 年下降	12
图 19: 通用汽车对员工债务及其总负债占比	13
图 20: 99 年城镇、08 年农村人均总收入具可比性	13
图 21: 08 年农村每百户家庭耐用消费品拥有量远低于 99 年城镇	14
图 22: 近年来私营、三资企业盈利快速上升	14
图 23: 中国奢侈品市场收入保障倍数快速提升	14
图 24: “营业盈余+折旧”/固定资本形成的指标持续提升	15
图 25: 美国信息高速公路投资与住宅投资增速的对比	16
图 26: 美国信息高速公路投资与传统非住宅投资增速的对比	16
图 27: 中国的出口增速和第二产业就业增速正相关	17
图 28: 投资的就业弹性偏小	17
图 29: 日本出口增速和日本失业率	18
图 30: 中国出口为高科技产品提供有力的市场支持	18
表 1: 城市结婚对数与商品房销售面积	6
表 2: 欧洲债务危机对我国出口影响有限	7
表 3: 信息高速公路计划在美国引发各类投资增长出现分化	16
表 4: 2010 年主要宏观指标预测 (季度和年度)	19

内容摘要

●主要结论

1、下半年数据虽弱，但政策偏暖：“已出台严厉调控政策”是2010下半年宏观经济的重要前提，这一前提下，宏观数据面临下行风险，但测算结果显示，下行幅度超预期的可能性不大；另外，政策进一步收紧的迫切性降低，不仅如此，地产调控效果逐步显现还将降低经济热度，为扶持经济转型政策的出台赢得空间。

2、数据弱源自地产投资：预计第四季度地产对总投资增速形成7-8个百分点的压力，全年投资增速回落至20.4%，但出口、消费增速维持稳定，分别增24.3%、17.7%。

3、通胀压力将明显缓解：PPI将很快见顶回落；CPI见顶较晚，但见顶时涨幅并不大，为3.38%。

4、紧缩进入观望期，扶持经济转型将是下半年的政策重点，但两类经济转型的前景各异。

5、消费转型上，由于中国实际工资快速增长的催化剂尚未出现，受制于工资占比GDP低，不宜对中国向“消费型社会”转型期望过高，消费的机会属结构性，主要在“低端耐用消费品”和奢侈品。

6、经济转型真正的突破口在于战略性新兴产业的投资。经济向战略性新兴产业转型的本质是投资结构调整，我国营业盈余+折旧占GDP比例高达46%，投资内部结构的转型拥有坚实的收入来源，另外地产调控为下半年密集出台新兴产业扶持政策创造了空间。

7、从行业景气轮动的角度，需要持续关注为“新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种和信息产业”提供设备配套和资源支持的行业。

●关键逻辑与核心假设

1、保持总需求平稳从而经济、就业形势的平稳仍是政策追求的目标。

2、地产调控政策持续，地产投资调整的时滞类似08年。

3、新兴市场经济继续较快增长，欧盟五国（PIIGS）债务危机不扩散。

●主要催化剂

1、经济热度逐步回落，战略性新兴产业扶持政策下半年密集出台。

●判断的风险

1、经济层面：大宗商品价格跌幅加大，引发新一轮“去库存”周期和“计提存货跌价准备”的要求。

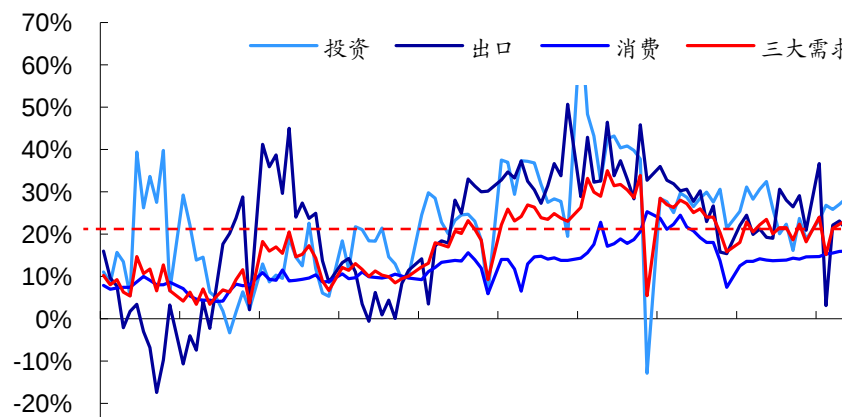
2、政策层面：地产价格继续上涨，政策偏暖不成立。

2010 下半年经济形势分析

下半年数据虽弱，但政策偏暖

上半年，已膨胀的总需求是宏观经济的基本前提，因而市场在政策紧、数据好的夹缝中波动，在三四月份地产价格快速上涨之后，政策收紧快速加码，形成市场的单边主导因素。

图1：三类需求同向扩张，2010H1总需求过度膨胀迹象明显



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

下半年，已出台严厉调控政策成为宏观经济新的重要前提，这一前提下，有两大关键点值得市场关注：首先，严厉调控导致宏观经济面临下行风险，但下行幅度超预期的可能性不大；其次，政策进一步收紧的迫切性降低，不仅如此，地产调控效果的逐步显现还将降低经济热度，这将为一些支持经济转型的刺激性政策的出台赢得空间，与上半年的“政策紧、数据好”格局形成鲜明对比的是，下半年数据虽弱，但政策偏暖。

地产对总投资增速形成 7-8 个百分点的压力

宏观经济的下行风险将主要来自地产投资对总投资的影响。调控之前，我国地产市场投机气氛浓烈，“全国商品房销售面积 / 城市结婚对数”的指标由 2001 年的 69 平米/对上升至 2009 年的 168 平米/对，地产市场很可能在本次调控中重演量跌价滞、量价齐跌、低水平价稳量稳的过程。参照 08 年地产调整的情况，地产成交量下滑时间约 4 个季度，地产投资受影响在调控后的 2 个季度显现，尽管整轮调整中地产投资一直未如销售一样出现负增长（最低为增长 1%），但 2 个季度后，季均增速由 32%下降至 17%，随后逐季进一步下降至 10%、5%。结合地产投资在总投资中的权重约 21%，预计总投资在 2010 年第四季度之后受到来自地产方面约 7-8 个百分点的压力，而由于影响效应的滞后，2010 年的 2、3 季度投资可能暂保无虞。

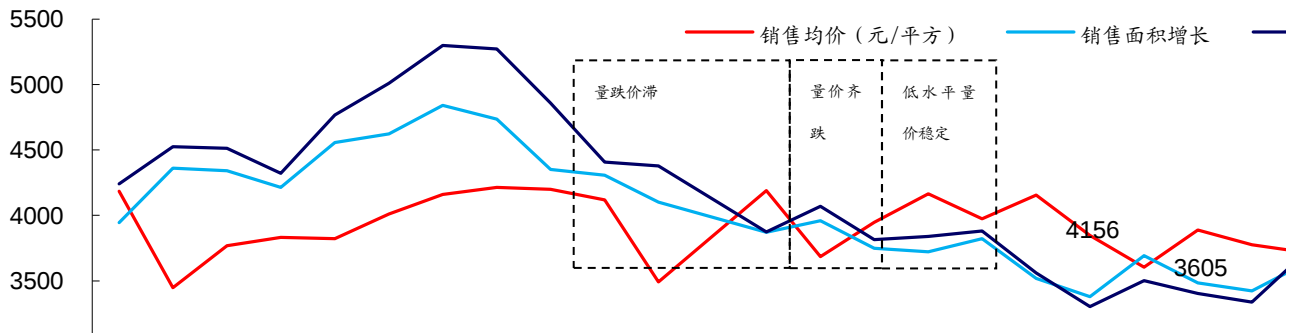
表1: 城市结婚对数与商品房销售面积

单位: 万对, 万平米

时间	全国结婚对数 (万对)	城市结婚对数 (万对)	商品房销售 (万平米)	商品房销售面积 /城市结婚对数	城市化率 (%)
2001	804	303	20779	69	38
2002	784	306	24969	82	39
2003	814	330	32247	98	41
2004	864	361	38232	106	42
2005	824	354	55769	157	43
2006	945	415	60628	146	44
2007	991	445	76193	171	45
2008	1098	502	62089	124	46
2009	1198	558	93713	168	47
合计	8322	3574	464619	130	—

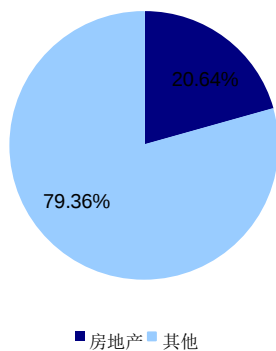
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图2: 08年地产调整的“量跌价滞期”达6个月



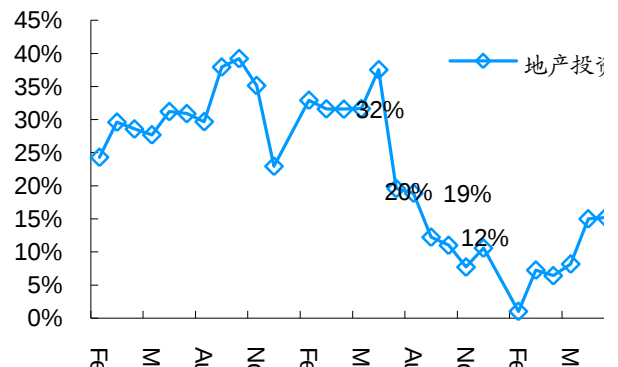
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图3: 地产占比城镇固定资产投资



数据来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图4: 08年地产投资调整滞后6个月



数据来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

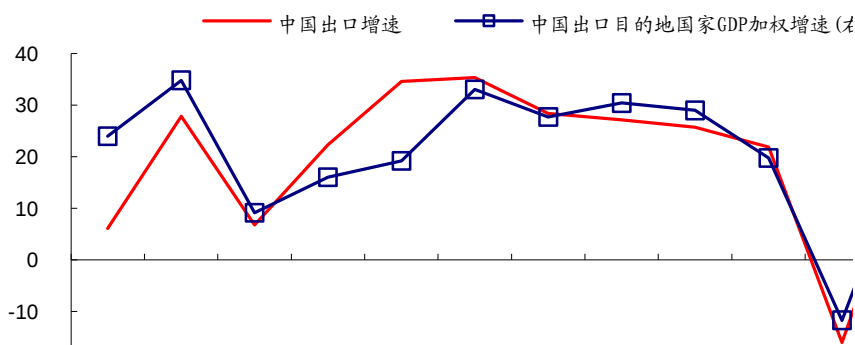
出口、消费增速维持稳定

出口方面, 我们仍以“出口目的地 GDP 加权增长率法”预测下阶段出口增速, 具体是, 以中国对某国的出口占中国总出口的比例作为权重, 对中国出口目的地国家(地区)的 GDP 增速进行加权平均, 建立该加权平均指标(类似一个虚拟国家的 GDP 增速)与中国出口增速之间的数量模型。出于方便有效的考虑, 我们仅选

取前 16 大目的地国家 GDP 作为加权平均范围（前 16 大合计出口占比总出口 70%），GDP 预测数据取自 IMF 的 WEO 数据库（2010 年 4 月更新），我们的测算结果是，2010 年中国前 16 大出口目的地国家的 GDP 加权增速为 3.58%，在我们的模型中，这意味着 2010 年中国出口增长将达到 24.3%；2011 年目的地国 GDP 加权平均增速为 3.38%，届时中国出口将增 23.1%。由此，尽管各方面的噪音很多，但在全球经济复苏的大背景下，出口在未来一段时间仍是中国经济的稳定因素。

图5：2010年出口增速预计为24%，2011年仍将高增长

单位：%



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

表2：欧洲债务危机对我国出口影响有限

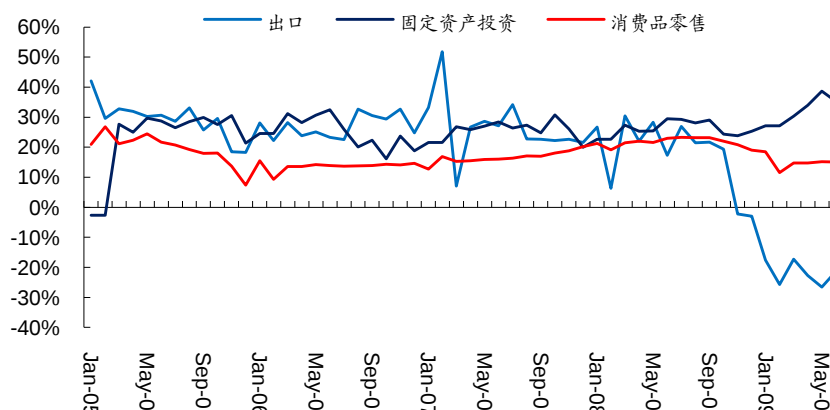
单位：亿美元

时间	对欧债 5 国出口	对欧盟出口	中国总出口	对欧债 5 国出口占比
2006	349	1820	9691	3.6%
2007	472	2452	12186	3.9%
2008	580	2929	14307	4.1%
2009	417	2363	12016	3.5%

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

消费方面，受制于驱动因素变化的稳定性，不管是在中国，还是其他国家，季、月度消费增速的稳定性，消费作为一种非经济周期类经济部类的特征非常明显，预计这一特征 2010 年下半年仍将维持。消费的稳定性使得我们易于使用的时间序列预测方法对其进行评估，预计中国社会消费品零售 2010 年 2、3、4 季度分别增长 18.6%、17.2%、16.8%，全年增 17.7%，与 1 季度已公布的 18.1% 增速相差不大。

图6：消费的非周期特征明显



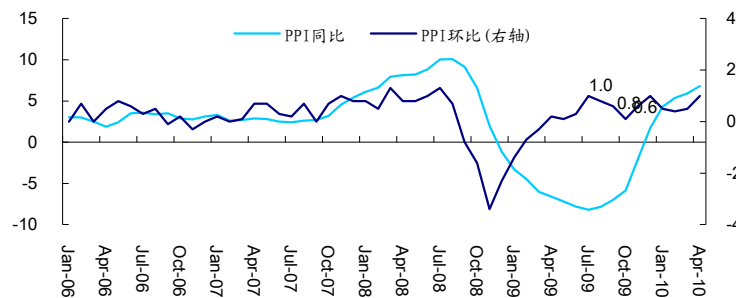
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

通胀压力将明显缓解

在经济增速放缓的同时，中国通胀压力也将缓解。PPI 上，两个方面的原因导致其很快见顶回落，其一，5 月份商品市场出现了一波暴跌行情，特别是权重较大的钢铁、有色和化工产品价格跌幅很大，预计 5 月 PPI 环比将为负值，由于去年同期环比为正的 0.1%，今年 5 月的 PPI 同比很可能就开始回落。其二，PPI 环比在 2009 年 4 月开始为正值，这将逐步减少基数效用的影响，特别是去年的 7、8、9 月 PPI 环比高达 1%、0.8%、0.6%（这些数值折合年率已非常高），一旦 2010 年同期的 PPI 新涨价因素减弱，乃至因地产调控影响的扩散而变为负值，那么这三个月 PPI 同比增速将快速下降。

图7: PPI将很快见顶回落

单位: %

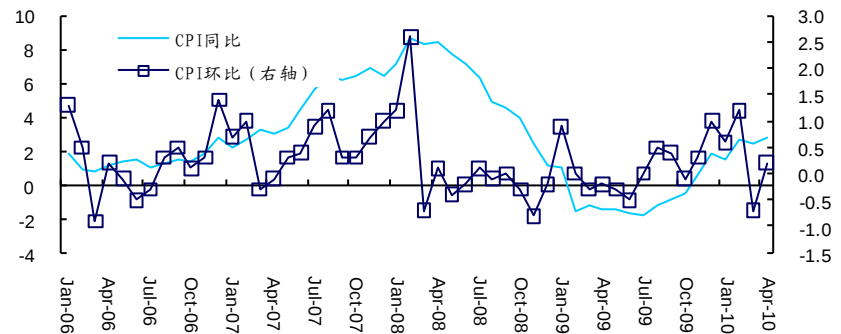


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

CPI 压力的缓解可能要较 PPI 慢，CPI 环比在 2009 年 7 月份才转为正值，随后在 10 月份还有反复，基数效应扩大持续的时间相对较长。虽然如此，但是，我们注意到，CPI 对于总需求扩张速度的放缓同样敏感，5 月份前 3 周，商务部统计的肉类、食用油、禽类、蛋类、蔬菜价格指数出现了连续的下降。CPI 未来数月的涨幅有望低于市场先前预期，并于 10 月份见顶，另据我们模型测算的结果，见顶时涨幅也并不大，为 3.38%。

图8: CPI全年最高涨幅有限

单位: %



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

下半年量化收缩力度不会更大

上半年量化收缩是 09 年量化宽松的必然结果，今年以来，央行三次调整大型金融机构的存款准备金率，每次上调 RRR 都超出了市场预期，目前 RRR 达到 17%，接近历史高点 17.5% 的水平。3 次提高 RRR 回笼资金约合人民币 10000 亿元，刚好对冲因外汇占款增加的流动性。银行的超储率已经接近历史低位（一季度末仅

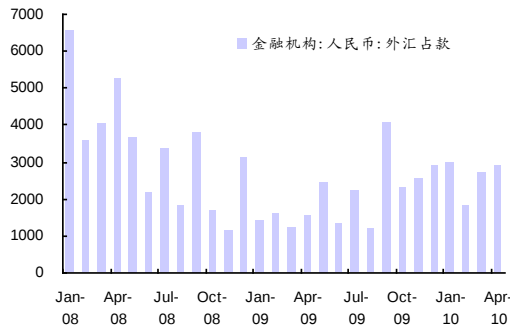
为 1.95%)。

截止 5 月末，央行今年前五个月通过公开市场操作回笼资金约 3.9 万亿元，同期到期资金为 3.5 万亿，实现净回笼资金 3580 亿元。1-4 月外汇占款增加 1 万亿，预计 5 月份大约为 2500 亿元，合计 1.25 万亿，而三次上调 RRR 大约回笼了 1 万亿元的货币，因此央行大约在前 5 个月回笼了 1000 亿元的货币。考虑到前 5 月天量的公开市场到期资金规模，央行年初以来货币供应方面还是较预期紧缩。

我们认为下半年货币紧缩力度将有所缓解，从总量上来看，银行信贷创造这一部分较去年大为减少，M2 增速也快速地下滑至目前的 22%，预计将继续回落至 19.5%，远远低于去年水平。量化收缩虽未告一段落，但受最近一系列的政策调控影响，央行在下半年放缓量化收缩的动作已是必然。

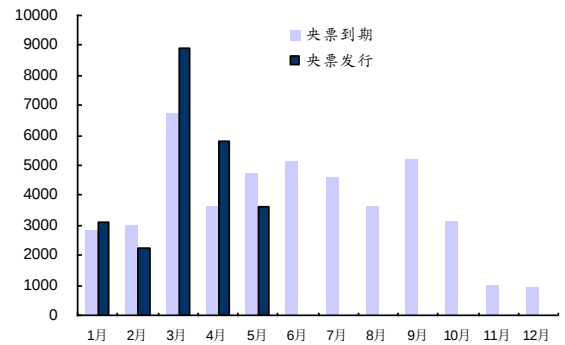
我们注意到了未来三个月，由于房地产极其严厉的调控政策，将导致每月居民消费贷款较 4 月份的 2200 亿元下降 1000-1500 亿元左右，但银行放贷的积极性并未有明显的减弱，我们认为全年信贷投放超过 7.5 万亿的可能性较大。

图9：外汇占款较09年增长较多但低于07年



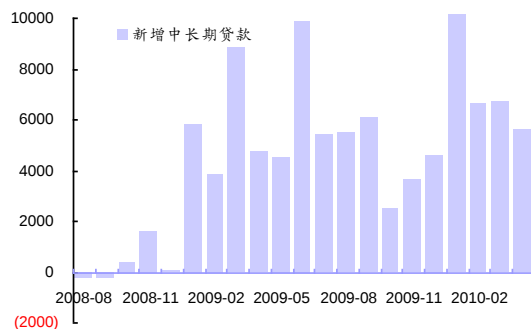
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图10：央票发行和到期规模



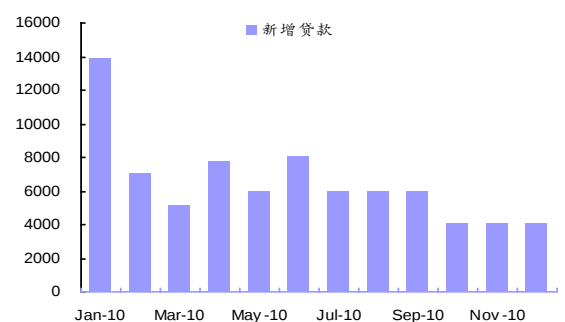
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图11：新增贷款中的中长期贷款偏多



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图12：月度新增贷款预测



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

升值、加息推迟

随着经济增长形势的变化，年初以来的政策退出有偏快嫌疑，这样就不得不考虑政策叠加的力度是否可能过头，而且最重要的是通胀的压力将明显缓解，CPI

当月同比最高涨幅预计在 3.4%（见前文），因此加息的迫切性降低，加息的时点预计将推迟。具体的时点，我们认为三季度末的可能性较大，其主要原因是，我们认为三季度宏观经济形势仍然保持较强势头，并无明显下滑的趋势，而 CPI 尽管涨幅有限，但是期间涨幅处于年内的高点。

同样，人民币汇率与美元脱钩，重启升值之路的时点也将往后推迟。近期人民币升值压力因欧元的走软，实质上已变相升值。在美元目前因欧洲主权债务问题而强势时，我们认为人民币与美元脱钩重新进行“有管理的浮动”较好时点，但考虑到经济的负面因素增大，政府仍将把“推进人民币汇率形成机制改革”时点推后，但很可能会选择略早于加息。

紧缩进入观望期，经济转型刺激政策的空间浮现

由于已出台严厉的地产调控政策，其他收紧总需求措施出台的迫切性降低，不仅如此，下半年地产调控效果的逐步显现还将降低经济热度，这将为一些支持经济转型的刺激性政策的出台赢得空间。预计下半年市场对于经济转型的关注会进一步加大。我们拟在第二部分就经济转型的方向给出我们的分析。

两种经济转型的前景

当前市场对于经济转型的理解主要分两种：第一种是提高消费在 GDP 中的比例；第二种是引导投资更多地偏向战略性新兴产业，提高我国固定资产存量中战略性新兴产业的占比。仔细分析可以发现，这是两个截然不同的命题，二者所需要条件和基础并不相同。我们认为不宜对消费转型期望过高，经济转型真正的突破口在于战略性新兴产业的投资。

受制于工资占比 GDP 低，不宜对消费转型期望过高

从经济学基本原理出发，对于提高消费占比的经济转型模式，我们坚持认为市场可能期望过高。

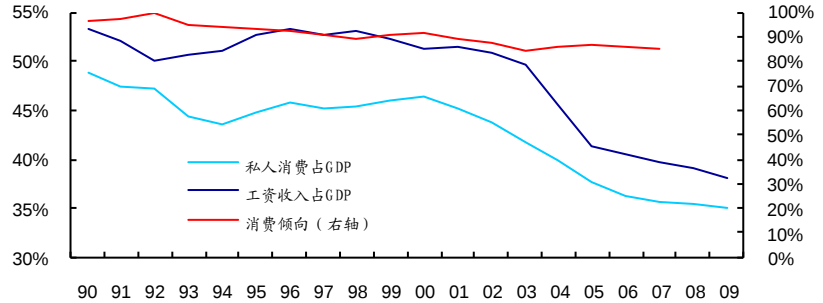
驱动消费增长的基本因素在于“国民经济中劳动者的收入增长”、“收入分配格局的变化”、以及“与消费形成互补关系的基础设施的供给”（如电力设施、电视信号、自来水管道路与家电消费，道路与汽车）。2009 年中国的基础设施的供给在财政刺激政策的作用下，出现了较大的改善，然而另外制约消费的劳动力收入增长缓慢以及收入分配格局年度变化微弱，决定了 2010 年中国消费需求虽继续增长可期，但是对其幅度的期望不宜过大。

一个长期误解是中国消费低的原因在于高储蓄率，一些新的研究发现，造成中国消费占比 GDP 长期偏低的症结不是老百姓热衷储蓄不愿花钱，图 13 显示，收入法 GDP 中的劳动者报酬在数值上一直非常接近于私人消费支出，最终消费支出/劳动者报酬在 2003 年以来的 8 年时间中，一直稳定于 85% 的较高水平，这说明“可用于消费的收入”已经消费得差不多了，消费占比偏低的根本原因在于工资收入占比 GDP 的份额出现趋势性下降：GDP 收入法中的工资收入占比从 2003 的 49.6% 下降至 2009 年的 38%；同期居民最终消费占比由 42% 下降至 35%。

不难看出，提高消费在 GDP 支出中的占比，意味着需要提高劳动者报酬在 GDP 收入分配中的占比。在我们与投资机构的讨论中，多数人赞同中国当前将由“投资型社会”向“消费型社会”转变，赞同中国消费占比 GDP 将提高，而对于劳动者报酬在 GDP 收入分配中占比的提高，则明显出现了不同声音。须不知这仅

是一个问题的两面。

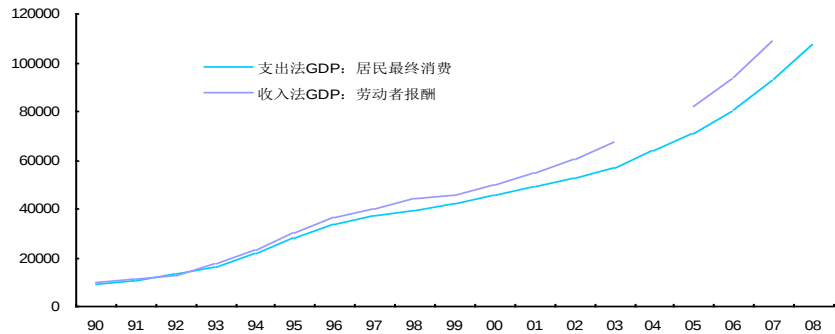
图13: 工资收入占比GDP趋势性下降是中国消费偏低的根本原因



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图14: 工资收入对居民最终消费支出起决定作用

单位: 亿元



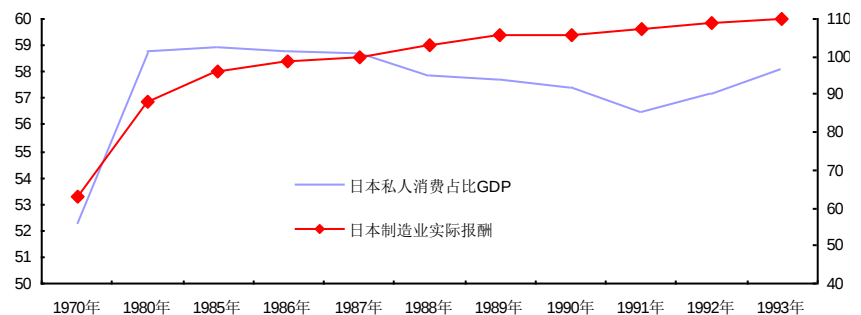
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

中国实际工资快速增长的催化剂尚未出现

各国的经验显示, 消费占比趋势性提高的契机在于劳动力供不应求, 出现一轮较大的工资上涨, 并由此引发一轮较难治理的通货膨胀。以上构成劳动者报酬在GDP中占比提升的前提。日本发生在1970年代, 美国发生在1970年代、1980年代上半段以及1990年代上半段, 韩国发生在1988-1993年。而这样的变化中国目前仍未确切地看到, 中国近7年实际工资增长率有3年为负, 7年平均增长率为-0.6%, 由于催化剂尚未出现, 谈消费在中国经济中占比的系统性提升为时尚早。

图15: 日本的实际工资与私人消费占比GDP关系密切

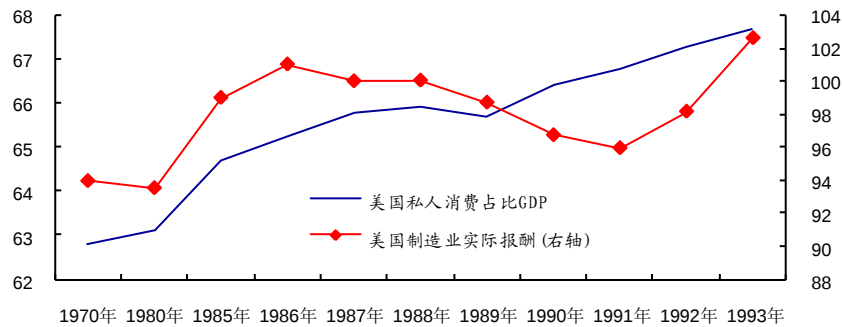
单位: %



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图16: 美国的实际工资与私人消费占比GDP关系密切

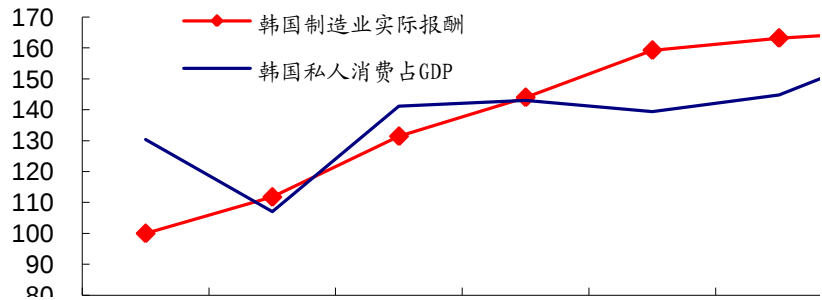
单位: %



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

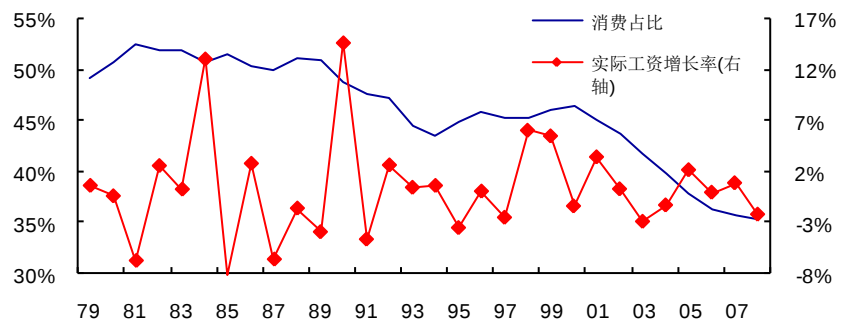
图17: 韩国的实际工资与私人消费占比GDP关系密切

单位: %



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图18: 中国实际工资近7年有3年下降



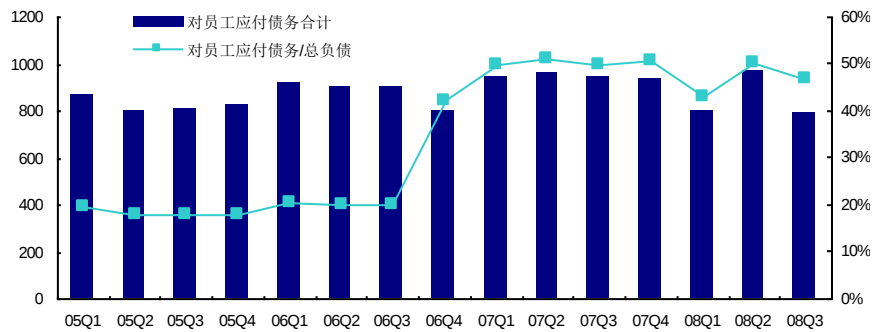
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

一个与美国高消费密切相关的案例值得深思。图 19 显示, 从 07 年第 2 季度以后, 通用汽车对员工债务一直在 800 至 900 亿美元之间波动, 占总债务比重在 50% 左右。通用的 10 万本土工人享受着高达 70 美元的时薪, 平均年薪大概 15 万美元。近 50 万退休员工及其家属享受着终身退休金和医疗保险; 其“岗位银行”(Jobs Bank) 项目供养着 8000 多名全薪下岗工人, 他们每天坐在被称作“橡皮屋”的空仓库里看报聊天, 却和其他工人一样拿着 15 万美元的年薪。

员工报酬将企业拖向破产边缘当然仅是极端的例子, 但很明显, 劳动力在企业增加值中极高分配比例是美国高消费占比的根本原因。

图19: 通用汽车对员工债务及其总负债占比

单位: 亿美元



资料来源: 通用汽车财报, 国信证券经济研究所

消费的结构性机会在“低端耐用消费品”和“奢侈品”

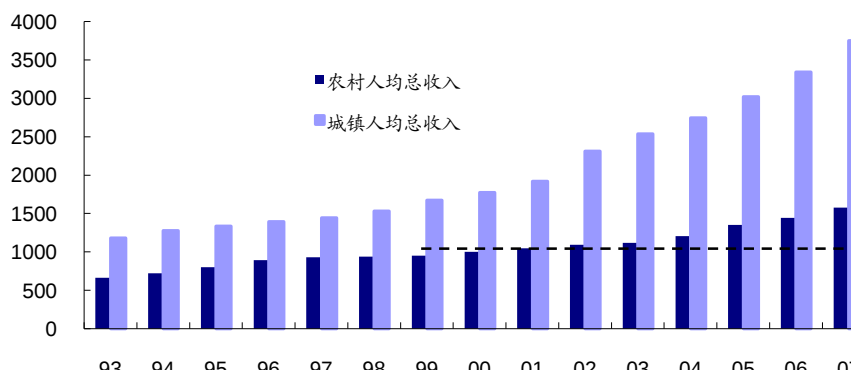
就消费改观的驱动因素而言, 2010 年中国消费的机会很大程度上来自财政投资带来的基础设施供给改善。基建改善主要催化耐用品消费, 且非常可能是“中低端耐用消费品的消费”, 因高端耐用消费品的目标销售区域不存在基建配套需要改善的问题。

由于基础设施与消费形成密切的互补关系(如道路、电力设施、电视信号、自来水管道路与汽车、家电消费存在明显的正相关关系), 按照 1985 年可比价格, 城镇人均实际总收入 1999 年约为 1671 元, 2008 年农村人均实际总收入为 1715 元, 已略高于 1999 年城市的水平。以这两个年度的消费数据做比较, 可基本剔除收入效应对消费的影响。在收入相当的水平下, 农村耐用品消费明显少于城市: 2008 年农村每百户家庭拥有彩色电视、电冰箱、家用电脑、空调器、洗衣机数量分别为 99.2、30.2、5.4、9.8、49.1 台, 分别比 1999 年城市每百户家庭拥有的相同耐用品少 12、48、0.5、15、42 台。

上述现象的原因在于农村地区道路有限, 电网老旧, 电压不稳, 电价高昂, 自来水缺乏, 大大限制了农村地区对现代耐用消费品的需求。由此可见, 基础设施的情况对于消费有着深远影响。

另外, 挂钩 GDP “营业盈余”的高端奢侈品消费值得长期看好。根据世界奢侈品协会的统计, 2009 年中国奢侈品市场达到 94 亿美元, “中国私营和三资企业利润/中国奢侈品市场规模”的比例由 2006 年的 19 倍上升至 2009 年的 30 倍, 由此看出, 中国高端奢侈品消费市场拥有坚实的收入来源。

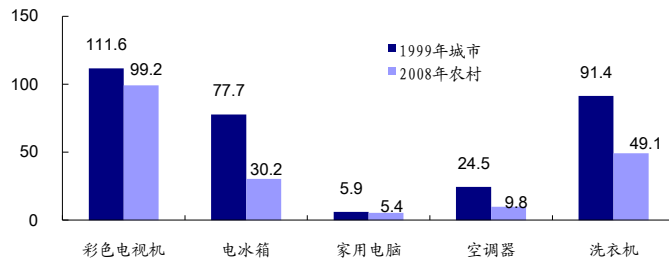
图20: 99年城镇、08年农村人均总收入具可比性(1985年可比价格) 单位: 元/人



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图21: 2008年农村每百户家庭耐用品拥有量远低1999年城镇

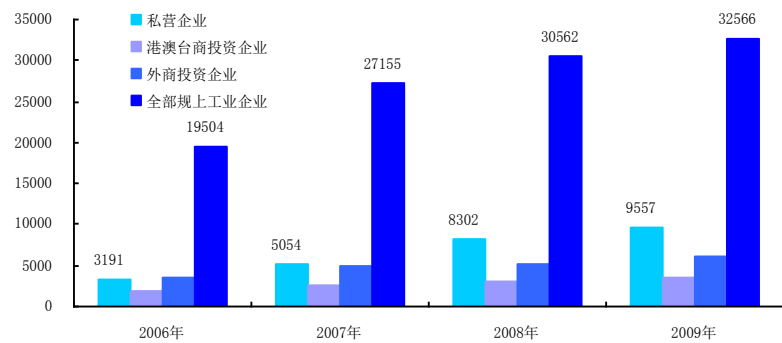
单位: 台/百户



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图22: 近年来私营、三资企业盈利快速上升

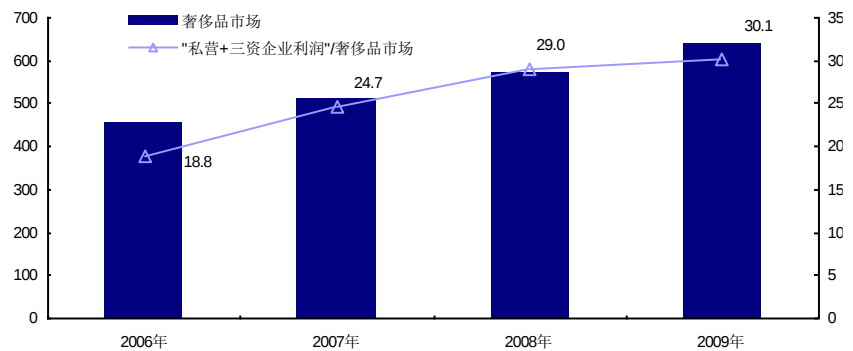
单位: 亿元



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图23: 中国奢侈品市场收入保障倍数快速提升

单位: 亿元



资料来源: 世界奢侈品协会, 国家统计局, 国信证券经济研究所

战略性新兴产业投资是经济转型的真正突破口

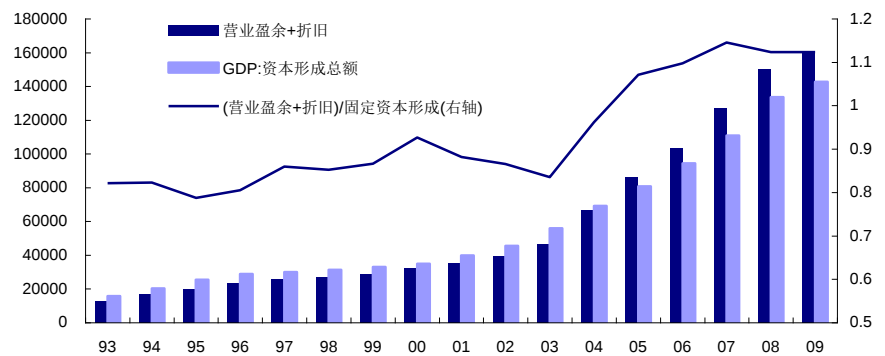
相对于消费提升, 战略性新兴产业的资本存量在我国总固定资本存量中的占比提升更加值得期待, 我们预计, 从 2010 年下半年开始, 经济转型将在战略新兴产业投资中找到真正的突破口。

发展战略新兴产业的本质是投资结构调整, 拥有坚实的收入来源

经济向战略性新兴产业转型本质上是投资结构的调整,在我国经济中,这一变化将较消费占比的提升拥有更加坚实的收入来源,用于消费的收入对应的是 GDP 收入法中的劳动者报酬,用于投资的收入则是 GDP 收入法中的“营业盈余”以及“固定资产折旧”,营业盈余与折旧两部分收入之和占 GDP 的比重高达 46%,至 2009 年,该笔资金约为 16 万亿人民币,其中折旧为 5.1 万亿,营业盈余 10.9 万亿,1993 年以来,我国(营业盈余+折旧)/固定资本形成的指标由 0.82 持续上升至 2009 年的 1.12,较高的折旧循环资金和企业利润构成了我国投资结构转型重要的资金保障。

图24: “营业盈余+折旧”/固定资本形成的指标持续提升

单位: 亿元



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

地产调控为下半年密集出台新兴产业扶持政策创造了空间

2010 年上半年, 中国面临的是一个总需求膨胀、经济过热的局面。在这种情况下, 全面推出新兴产业扶持政策, 无疑将会加大经济热度和通胀风险, 4 月份地产新政的出台, 客观上将使我国的经济热度下降, 已经膨胀的总需求必须先把该压的压下来, 之后才有空间进行方向性、战略性的提升。

我们认为, 保持总需求(总支出)平稳从而经济、就业形势的平稳仍是政策追求的目标, 增加投资支出正是新兴产业扶持政策将首先形成的客观效果, 这将与地产调控形成的总需求减少遥相抵消。下半年政策大的布局是, 以抑制地产需求作为稳定房价的手段和代价, 另外两大块需求——出口、消费维稳, 同时力推新兴产业扶持政策, 增加支出, 尽可能弥补因地产调控带来的总需求和就业缺口。根据公开信息, 这些产业将包括新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种和信息产业等 7 个方面。

景气轮动: 从设备配套和资源支持的行业开始

由于将率先展开固定资产投资, 为此, 发展战略性新兴产业的景气轮动顺序应为其提供设备配套和资源支持的行业开始, 其后是战略性新兴产业的直接生产商, 下端消费链条的启动及其连锁反应应在景气轮动的最后一环。

克林顿时期的美国信息高速公路计划是调整投资中战略性新兴产业占比的成功案例, 该计划的初始发动即源自设备配套, 表 3 显示, 1980 年 1 季度至 1992 年 1 季度, 在美国固定资本形成中, “设备与软件”与住宅投资相差无几, 均增长缓慢; 但是在大力发展信息技术这一当时最具生命力的新兴产业之后, 美国的“设备与软件”的固定资本形成连续 33 个季度实现正增长, 8 年多的年均增长率高达 13.22%, 大大高出同期住宅投资的 5.56%, 也高于全部非住宅投资 10.72% 的增

速。

我国近年来固定资本形成的增速在 17%-20%，考虑折旧的因素，其对应的全社会固定资产投资增速为 24%-27%，参照美国的情形，预计战略性新兴产业固定资本形成的增速有望达到 25%-30%，其对应的投资增速应在 40%-50%的水平，而更关键的是，其增长周期的长度可能会大幅超越市场预期。

表3: 信息高速公路计划在美国引发各类投资增长出现分化

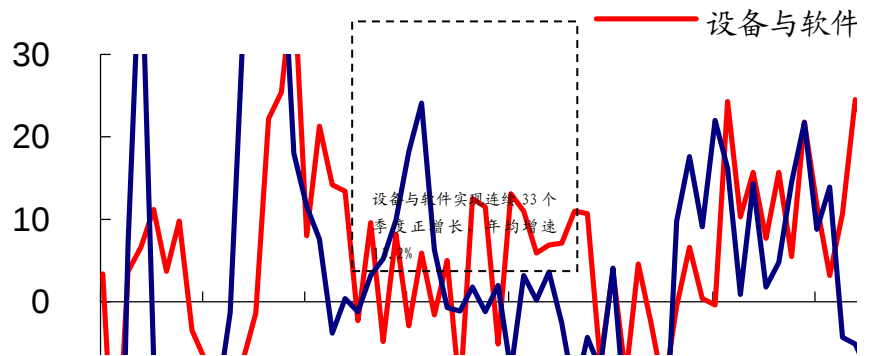
单位: %

时间段	非住宅	设备与软件	住宅
1980.3-1992.3	2.28	3.93	2.70
1992.6-2000.6	10.72	13.22	5.56
2000.9-2010.3	0.41	1.16	-3.88

资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图25: 美国信息高速公路投资与住宅投资增速的对比

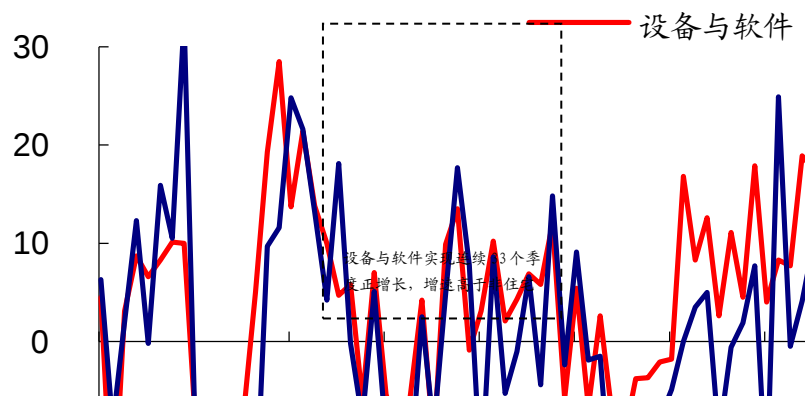
单位: %



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图26: 美国信息高速公路投资与传统非住宅投资增速的对比

单位: %



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

出口的角色转换: 从增长引擎到转型推手

出口影响消费的“就业根基”

出口与就业关系紧密，因而影响着消费的根基。根据商务部的统计，我国出口每波动 1 个百分点，将影响 18-20 万人的就业，面对 2008-2009 年出口增速下滑，尽管我国出台了大力度的扩大内需政策提升总需求和增加就业，但是，期间我国第二产业就业增速由此前 4 年的 5%-7%，下降至 2%-3%，而制造业就业人数在 08-09 年后更是出现了绝对的下降，年均负增长约 1%。观察日本的历史数据也可以明显看出，日本的出口与其失业率之间存在明显的负相关，其中道理不言而喻。

进一步的研究还表明，出口的增长还有利于整体劳动力实际工资水平（含非出口部门）的提升，其中的原因在于出口就业弹性大，其增长容易改变整体劳动力的基本供求关系。结合我们前面的分析，劳动力供求关系决定了劳动力报酬在 GDP 收入分配中的占比，而劳动力报酬在 GDP 中的占比又决定着消费在 GDP 支出中的占比，为此，出口的平稳增长对于保障居民消费的收入来源、并在未来某个时间窗口促发国民实际工资的上涨具有极其重要的意义。

图27：中国的出口增速和第二产业就业增速正相关

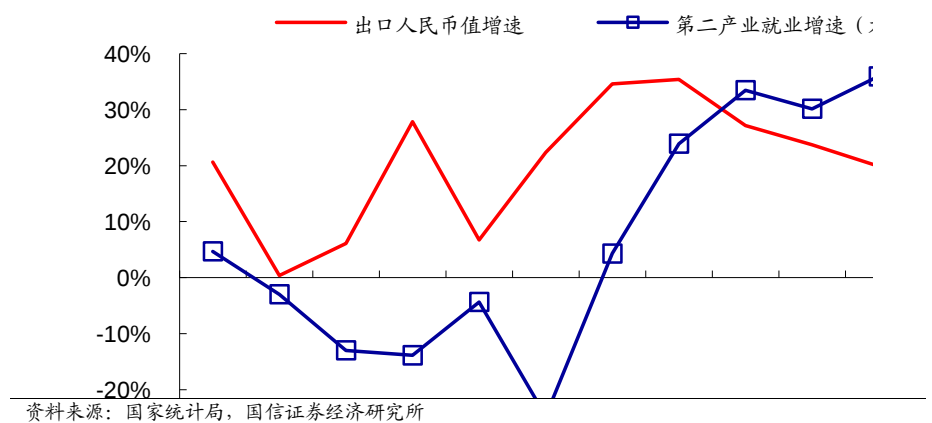


图28：投资的就业弹性偏小

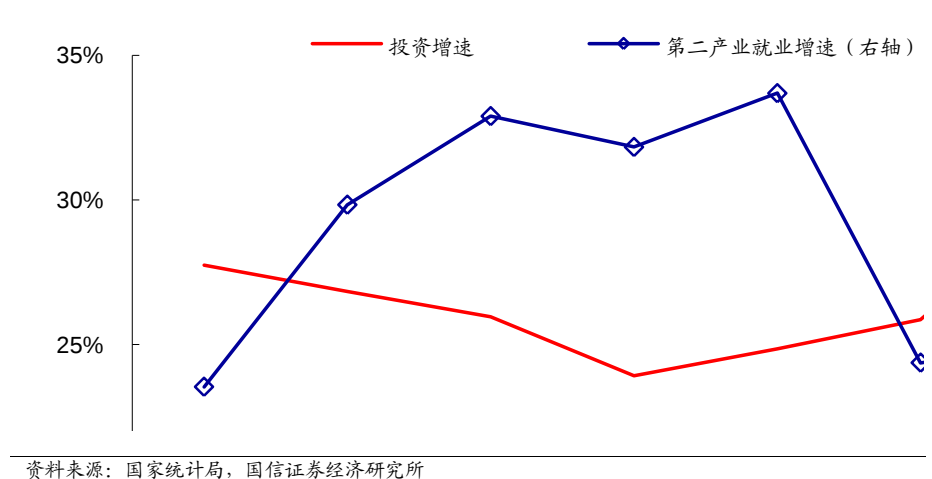
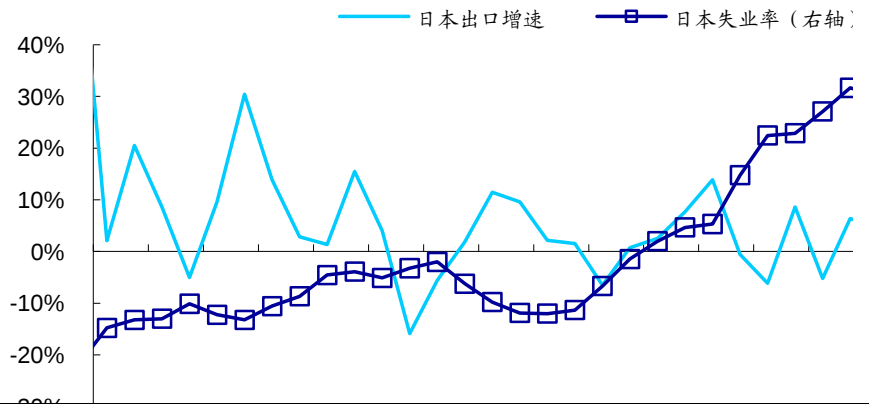


图29: 日本出口增速和日本失业率

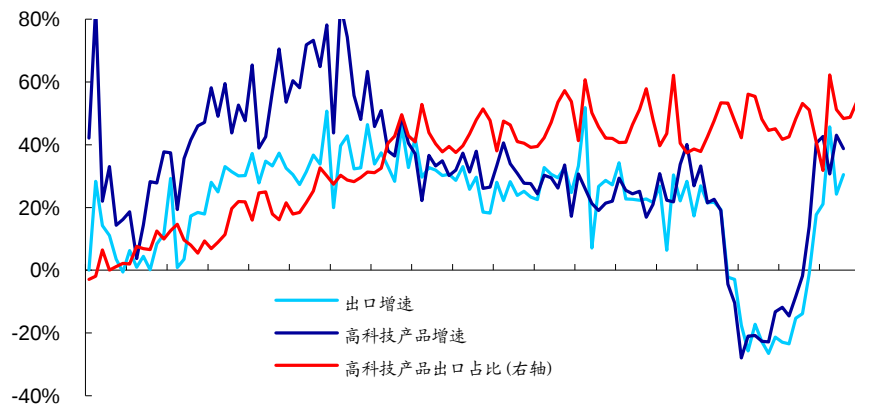


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

出口为高科技产品提供有力的市场支持

近年来,我国高科技产品的出口显著高于总出口增速,2000-2009年,我国总出口由2491亿美元增加3.82倍至12016亿美元,而高科技产品出口则由370亿美元增加9.18倍至3770亿美元,高科技产品出口占比由15%提升至31%。下阶段出口的平稳增长将为我国发展战略性新兴产业提供有力的市场支持。

图30: 中国出口为高科技产品提供有力的市场支持



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

经济指标预测

表4: 2010年主要宏观指标预测（季度和年度）

指标	Q1	Q2E	Q3E	Q4E	2010 年 E	2009 年
GDP	11.9%	10.2%	9.6%	8.7%	9.8%	8.7%
固定资产投资	24.4%	20.9%	23.6%	17.1%	20.4%	30.2%
消费品零售	18.1%	18.6%	17.2%	16.8%	17.7%	15.5%
进口	64.6%	42.7%	34.6%	26.0%	39.5%	-11.2%
出口	28.7%	31.0%	26.4%	17.9%	25.4%	-16.0%
CPI	2.2%	3.0%	3.2%	3.1%	2.9%	-0.7%
PPI	5.2%	7.1%	6.6%	5.3%	6.0%	-5.4%
M1	29.9%	27.6%	26.1%	24.2%	24.2%	32.4%
M2	22.5%	19.4%	19.8%	20.2%	20.2%	27.6%

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观			策略			交通运输		
周炳林	0755-82130638		崔 嵘	021-60933159		郑 武	0755- 82130422	
林松立	010-66026312		廖 喆	021-60933162		陈建生	0755- 82133766	
			黄学军	021-60933142		岳 鑫	0755- 82133766	
						高 健	0755-82130678	
银行			房地产			机械		
邱志承	021- 60875167		方 焱	0755-82130648		余爱斌	0755-82133400	
黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		黄海培	021-60933150	
谈 煊	010- 66025229		黄道立	0755- 82133397		陈 玲	0755-82130646	
						杨 森	0755-82133343	
						李筱筠	010-66026326	
汽车及零配件			钢铁			商业贸易		
李 君	021-60933156		郑 东	010- 66026308		孙菲菲	0755-82133400	
左 涛	021-60933164		秦 波	010-66026317		吴美玉	010-66026319	
						祝 彬	0755-82131528	
基础化工			医药			石油与石化		
张栋梁	0755-82130532		贺平鸽	0755-82133396		李 晨	021-60875160	
陈爱华	0755-82133397		丁 丹	0755- 82139908		严蓓娜	021-60933165	
邱 斌	0755-82130532		陈 栋	021-60933147				
电力设备与新能源			传媒			有色金属		
皮家银	021-60933160		陈财茂	021-60933163		彭 波	0755-82133909	
						谢鸿鹤	0755-82130646	
电力与公用事业			非银行金融			通信		
徐颖真	021-60875162		邵子钦	0755- 82130468		严 平	021-60875165	
谢达成	021-60933161		田 良	0755-82130513		程 峰	021-60933167	
			童成敦	0755-82130513				
造纸			家电			计算机		
李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407		段迎晟	0755- 82130761	
邵 达	0755-82132098							
电子元器件			纺织服装			农业		
段迎晟	0755- 82130761		方军平	021-60933158		张 如	021-60933151	
旅游			食品饮料			建材		
廖绪发	021-60875168		黄 茂	0755-82138922		杨 昕	021-60933168	
刘智景	021-60933148							
煤炭			建筑			固定收益		
李 然	010-66026322		邱 波	0755-82133390		李怀定	021-60933152	
陈 健	010-66022025		李遵庆	0755-82130532		高 宇	0755- 82130876	
苏绍许	021-60933144					侯慧娣	021-60875161	
						张 旭	010-66026340	
						蔺晓熠	021-60933146	
						刘子宁	021-60933145	
指数与产品设计			投资基金			量化投资		
焦 健	0755-82133928		杨 涛	0755-82133339		葛新元	0755-82133332	
王军清	0755-82133297		彭怡萍	0755-82133528		董艺婷	021-60933155	
彭甘霖	0755-82133259		刘舒宇	0755-82133568		戴 军	0755-82133129	
阳 瑾	0755-82133538		康 亢	010-66026337		黄志文	0755-82133928	
周 琦	0755-82133568					秦国文	0755-82133528	
赵学昂	0755-66025232					林晓明	021-60933154	
						赵斯尘	021-60875174	
						程景佳	021-60933166	
						徐左乾	0755-82133090	

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
				徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn