

董先安 王连庆
卢燕津 贾潇君

宏观研究小组

010-66290223, 021-38565956

dongxa@xyzq.com.cn
证书号 S0190210030001

潜伏新增长 静待七月政策转向

2010年06月16日

相关报告

100615
美日韩中小企业复苏调查
100615
潜伏新增长 七月变政策
100609
通胀与房价已是强弩之末
100607
转型铁定加速 (续)
100605
转型铁定加速
100530
投资同比短期已“下台阶” 政策维持正面刺激
100527
上半年调控压力已小
100526
内需放缓减轻调控压力
100525
美元走强的配置效应
100521
欧洲量化宽松货币紧缩财政评估
100516
地产投资情景推理: 月环比与同比
100513
不必大幅下调年度投资预测
100513
推理整固路径 无须下调预测
100511
物价环比平稳 工业扩张放缓
100509
PIIGS 危机进一步扩散概率不高
100506
三种情景下经济整固路径
100503
准备金或再调 1-2 次 加息推后

七月政策新组合

七月宏观调控政策转向的概率很高。7月22日,国家统计局将发布2季度宏观经济数据,之前央行和海关公布6月货币信贷与贸易数据。预计数据中包含的内需过冷和外需过旺信息,将引导决策层反思人民币汇率制度和内需刺激政策。

一个有意义的政策组合是:左手实施人民币与美元脱钩,右手刺激基础设施投资与消费,脚踩投资性地产需求。这个政策组合,既可以促进经济向内需驱动的转型,减轻海外政治压力,在避免地产价格再度膨胀的同时,化解经济过冷所催化的不稳定风险。

正如1季度数据因包含过热信号,令官方大胆发力地产调控;2季度数据可能产生以下影响:1、贸易数据强劲,内外需走向更不合理,支持人民币脱钩;2、政府需要维持投资性地产需求的控制力度,以避免房价反弹造成政府失信和社会不稳;3、在GDP环比增速由1季度11%骤降至8%压力下,同时为对冲人民币脱钩的紧缩效应,决策层需要迅速实施政策变向,明确刺激基础设施投资与消费,以避免经济过冷。(参阅4月12日《通胀专题》、4月12日《今年地产的多赢出路》、4月15日报告《过热风险累积 远大于二次探底风险》)

因此,我们认为周期性行业短期机会大于风险;同时,新增长超越了政策调控和经济波动,符合转型加速期的新兴行业确定加速增长,宜精选子行业和潜质公司。

为什么偏爱新兴行业?

以各国医药、电子行业的相对增速为例,美国在1972-1983年、1995-2009年青壮人口比率上升阶段和1983-1995年青壮人口比率下降阶段制造业生产年均增速分别为2.4%、1.8%和3.9%,在这3个时间段里,医药、电子行业生产年均增速都高于制造业。韩国在1980-2000年青壮人口比率上升阶段制造业生产年均增速为9.8%,医药行业生产增速略低于制造业,电子行业大幅度高于制造业;在2000-2009年青壮人口比率下降阶段制造业生产年均增速为6.0%,医药、电子行业生产增速都高于制造业。日本在1979-1992年青壮人口占比上升阶段和1992-2009年青壮人口下降阶段制造业生产增速分别为2.8%和-0.6%,同期电子行业生产增速都高于制造业。欧盟在1990-2009年青壮人口比率下降阶段,制造业生产年均增速为0.7%,医药、电子行业生产年均增速都高于制造业。

中国的行业分岔情况更贴近日韩。中国在1993-2008年青壮人口比率上升阶段,制造业生产年均增速为18.7%,医药行业生产增速为17.6%,低于制造业,电子行业生产增速为26.5%。

青壮比率下降阶段中国股市可比日本

从跨国股票市场来看，日本在 1983-1992 年青壮人口比率上升阶段，东京证券所全行业股指年均增长 8.2%，其中金属制品、银行、仓储和港口运输、陆运、空运、保险、建筑、服务、零售、橡胶制品、电力和天然气、渔业农业和林业、食品、纸浆和造纸、信息与通信、玻璃和陶瓷产品、证券行业指数增长高于全行业指数增长。

美国在 2002 年-2010 年青壮人口比率上升阶段，道琼斯工业平均指数年均增长 0.8%，互联网、石油天然气、石油设备与服务、化工、旅游休闲、交通运输、基本原材料、科技、建筑及材料、基本资源、个人及家庭用品、工业、工业产品和服务、公用事业、饮料、消费品、不动产、医疗保健、消费性服务、零售、食品生产、电脑服务行业指数增长高于道琼斯工业平均指数增长。欧洲在 1987-1989 年青壮人口比率上升阶段，道琼斯欧洲 STOXX 股指年均增长 6.6%，其中基本资源、建筑、多媒体、食品饮料、零售、能源、公用事业、工业用品和服务、医疗保健、金融服务行业指数增长高于全行业指数增长。

中国在 2002 年-2010 年青壮人口比率上升阶段，沪深 300 年均增长 10.6%，其中医药、消费、能源、金融、材料、可选行业指数增长高于全行业指数增长。

日本在 1969-1979 年青壮人口比率下降阶段，东京证券所全行业股指年均增长 11.5%，其中石油及煤炭制品、采掘、信息与通信、仓储和港口运输、海运、交通运输设备、渔业农业和林业、服务、陆运、食品饮料行业指数增长高于全行业指数增长。日本在 1992-2009 年青壮人口比率下降阶段，东京证券所全行业股指年均增长-3.5%，其中精密仪器、交通运输设备、医药、橡胶制品、电器、批发、化工、机械、食品、房地产、钢铁、电力和天然气、陆运、玻璃和陶瓷产品、信息与通信、保险、有色金属、海运行业指数增长高于全行业指数增长。

日本信息与通讯、交通运输设备、海运、陆运、食品饮料行业指数在这两个阶段的增长高于全行业指数增长。信息与通讯指数在这两个阶段增长分别高全行业增长均值 5.4%和 0.9%，交通运输设备分别高 2.8%和 6.1%，海运分别高 3.2%和 0.05%，陆运分别高 1.5%和 1.1%，食品分别高 0.3%和 1.8%，医药在 1992-2009 阶段高出均值 5.4%。

欧洲在 1989-2009 年青壮人口比率下降阶段，道琼斯欧洲 STOXX 股指年均增长 5.1%，其中电信、公用事业、医疗保健、化工、能源、工业用品和服务、食品饮料、零售、建筑行业指数增长高于全行业指数增长。

东京证券交易所在 1994-2010 年青壮人口比率下降阶段，股票市值增长最快的行业依次为采掘、房地产、医药、交通运输设备、精密仪器，年均增速分别为 6.2%、2.7%、2.1%、2.1%、2.1%。道琼斯欧洲 STOXX 在 2001-2010 年青壮人口比率下降阶段，股票市值增长最快的行业依次为工业用品和服务、建筑、基本资源、化工，年均增速分别为 7.0%、6.1%、4.8%、4.6%。上海证券交易所在 2001-2010 年青壮人口比率上升阶段，股票市值增长最快的行业依次为采掘业、金融保险业、建筑业、交通运输仓储业，年均增速分别为 69.1%、55.2%、30.4%、19.2%，金融保险业市值占比在 2010 年 4 月高达 28.8%，高于其他行业，剔除金融保险业市值后，采掘业、制造业市值占比最高，分别为 34.3%和 31.9%。

为什么转型铁定加速？

青壮人口比率决定中国消费率拐点来临，这是超越经济周期和政策调控的确定性趋势。

日本 1969 年之前青壮人口比率上升，之后下降至 1979 年，之后再度上升至 1992 年，之后下降；消费率 1970 年之前下降，之后上升至 1983 年，之后再度下降至 1991 年，之后上升。日本消费率滞后青壮人口比率-1 至 4 年。中国 2010

年之前青壮人口比率上升，之后下降；消费率 2009 年之前下降，之后上升。

今年是中国新增劳动供给的“小年”。中国新增劳动人口同比增速自 1990 年 2.12% 持续下降至 2009 年归零 (0.04%)，2010 年首次出现 -0.69% 负增长，2011 年反弹至 -0.19%，之后持续负增长至 2020 年 -1.1%。

中国制造业工资成本今年快速提升。制造业平均工资（剔除通胀）过去 10 年 (1999-2008) 以 11.31% 年率增长，2009 年约 4%，2010-2011 年分别 17% 和 15%。劳动工资的快速增长加速中国不同行业的资本深化，也就是资本替代劳动的进程。劳动工资的快速增长加速中国资本深化。

净资产回报率走势在 2001 年前波动下滑，2001 年达谷底 5.4%，之后回升，2007 年升至 14.7%，2008 年回落。净资产回报率难以回到 15% 水平，中枢下移至 10% 以内。

印度最有潜力取代中国的全球增长火车头地位

以往研究中缺乏对各经济体人口结构的相对变化影响全球失衡的分析。我们认为一国青壮率下降，不仅减少了储蓄率，而且可能助推财政恶化或贸易逆差扩大。

日本在 1969-1979 年青壮人口比率下降阶段，财政赤字不断扩大；1979-1992 年青壮人口比率上升，财政余额在 1980 年探底后回升至 1992 年；1992 年后青壮人口比率下降，同时财政余额不断恶化。在 1969-1979 年和 1992-2009 年青壮人口比率下降阶段，日本贸易余额趋势下降。

在 1983-1991 年，日本、印度、中国青壮人口比率处于上升阶段，美国青壮人口比率处于下降阶段，此时日本财政余额、印度财政和贸易余额、中国贸易余额好转；在 1991-2009 年，欧元区、日本青壮人口比率下降，美国、印度、日本青壮人口比率总体上升，此时欧元区、日本的贸易余额和财政余额不断恶化，印度财政余额和中国贸易余额趋势好转；在 2010 年-2020 年，欧元区、日本、美国、中国青壮人口比率将降低，这会对财政余额和贸易余额产生向下压力，印度青壮人口比率上升，会对财政、贸易余额产生向上拉力。

印度未来 10 年青壮人口比率保持上升势头，若中国经济改革缓慢，转型滞后，极有可能由印度取代中国的全球增长火车头地位。

中国能源消费影响全球价格，硬约束转型

在 1987-1996 年，中国石油产品消费同比和原油进口同比与国际油价同比大体反向变化，在 1997 年以后，石油消费和原油进口同比与国际油价同比变化吻合。

2005-2007 年中国累计新增消费、投资占全球比例分别为 7.4% 和 16.8%，2005-2008 年中国累计新增出口占全球比例为 11.3%，2005-2009 年中国累计新增石油消费占全球比例为 137.5%。2005-2007 年中国累计原油进口占全球比例为 6.6%。

2008 年中国新增消费 4642 亿美元，美日欧分别为 4753 亿美元、4653 亿美元、4658 亿美元，2009 年中国新增消费 2385 亿美元，美日欧分别为 -107 亿美元、2910 亿美元、-1744 亿美元。

2008 年中国新增资本形成 5327 亿美元，美日欧分别为 -1176 亿美元、1185 亿美元、2443 亿美元，2009 年中国新增资本形成 3843 亿美元，美日欧分别为 -4898 亿美元、-1241 亿美元、-6037 亿美元。

2009 年中国新增出口 -2269 亿美元，美日欧分别为 -2669 亿美元、-2214 亿美元、-11193 亿美元。

2008 年中国新增石油消费 24.9 万桶/天,美日欧分别为-118.2 万桶/天、-25.1 万桶/天、-0.01 万桶/天,2009 年中国新增石油消费 36.9 万桶/天,美日欧分别为-81.2 万桶/天、-42.3 万桶/天、-73.3 万桶/天。2008 年中国新增原油进口 30.4 万桶/天,美日欧分别为-24.8 万桶/天、-2.0 万桶/天、0.7 万桶/天。

中国财政效率低是大忌,支出路径转变滞后

对比日本在 1969 年青壮人口比率拐点前后 10 年中央财政支出平均增速,预计中国在 2010-2020 年中央财政支出中公共安全、文教教育与传媒、工业商业金融等事务支出增长减速,交通运输支出增长加速。

对比日本在 1994-1969 年、1969-1979 年青壮比率拐点前后地方财政支出平均增速,预计中国在 2010-2020 年地方财政支出中教育、社会保障和就业、医疗卫生支出增长加速,工业商业金融等事务支出增长减速。

中国财政效率低是大忌,支出路径转变滞后。出口退税挤压内需空间,扩内需从财政改革开始。需落实中央财政支出责任,合理化地方财政支出负担。今年土地出让款占地方本级收入四成,需要尽快破解收入依赖土地出让,政商不分的僵局。消费税、所得税增速过快,需要警惕拉弗定律。

从中国财政支出历年增速和占比来看,预计在 2010-2020 年社会保障和就业、医疗卫生、环境保护、农林水事务支出、教育、城乡社区事务、交通运输支出增长加速。中央财政支出中,教育、医疗卫生、环境保护、交通运输支出增长加速,外交支出增长减速。地方财政支出中,交通运输支出增长加速,公共安全、工业商业金融等事务支出增长减速。

为什么贸易结构会改变?

内需一热,中国的贸易条件就差。2006 年初至 2008 年 6 月,房地产月投资同比和零售同比趋势上升,贸易条件趋势下降。房地产月投资同比在 2008 年 7 月开始明显下降,2009 年春节达谷底,之后回升;零售同比在 2008 年 10 月开始明显下降,2009 年 2 月达谷底,之后回升;贸易条件变动与房地产月投资同比和零售同比变动呈现很明显的反向关系,贸易条件在 2008 年 8 月开始上升,在 2009 年 2 月达峰值,之后回落。

中国过去支出了四万亿补贴外国消费者。当前出口退税率平均 15%以上,其中机电产品、高新技术产品高达 17%,纺织服装达 16%,钢铁为 9-13%。1985-2009 年,出口退税累计达 4.05 万亿元,2009 年出口退税占出口百分比达 7.9%,创历史新高。

对比日本在 1962-1969 年、1969-1979 年青壮人口比率拐点前后进出口增速的变化,预计中国在 2010-2020 年出口增速将会下台阶,但通用工业机械设备及零件、电力机械器具及其电气零件、陆路车辆及其它运输设备的出口仍会保持较高增速;进口也会减速,但矿物燃料润滑油及有关原料、初级形状的塑料、纺织物制成品及有关产品的进口增速会上升。

一季度防过热,二季度防过冷

通胀已是强弩之末。5 月 CPI、PPI 同比分别为 3.1%和 7.1% (5 月 31 日预测值分别为 3.0%和 6.8%),增幅比上月分别上升 0.3%和 0.3%,季调环比趋势折年率分别为 3.7%和 2.4%,季调环比折年率分别为 4.7%和 1.2%。季调后 PPI 环比折年率 1.2%,领先 CPI 环比回落,通胀回落趋势明显,预计 7 月 CPI 同比见顶不超过 4%。

地产调控以来增长持续放缓。工业增加值季调环比折年 7.9%。5 月实际零售同比 15.6%,季调后的真实零售环比趋势折年率升至 19.6%。5 月乘用车销量同比继续下降至 25.8%,季调环比折年率回升至 16.7%。

统计局口径 70 城市房价指标环比趋势折年 5 月下滑到 12.1%，1 月份曾到 20.1%（05 年 7 月有统计以来历史高位），5 月环比折年 2.7%。按照决策层的思路，地产价格再度大幅上涨必然遭到严厉的行政调控。未来数年内地产持续去投资功能化。前一轮周期中旺盛的投资需求，在预期不到快速上涨的情况下，会有所收敛。从适龄人口（20-34 或 25-34 岁）的数量增长来看，未来 10 年却有不低于过去 10 年的增速。结合城镇化和老龄化，住房需求并不会发生明显弱化。但目前房价环比已见顶，也是强弩之末。

季调后进出口 2010 年 5 月环比分别为 0.7%和 9.1%，4 月环比分别为-2.7%和 2.1%，出口环比反超进口，5 月出口明显快于进口。5 月中国对主要经济体的贸易余额都有所上升。

金融危机前对东盟、欧盟、日本、美国出口季调高峰分别在 2008 年 7 月、5 月、7 月和 5 月，2010 年 5 月季调后出口都已高于金融危机前高峰，分别增长了 16.4%、5.0%、0.5%和 12.9%。价格贸易条件在 2 月下滑至 2005 年以来的最低点 81.7%，3 月回升，4 月降至 83.2%。

近期央行实行流动性释放。5 月由于海外数据变化、地产调控等因素，新增外汇占款或低于 2000 亿，资金外撤明显。近期央行实行流动性释放，政策偏松。

5 月 M1 季调环比折年率降至 18.4%，M2 季调环比折年率回升至 19.7%。从季调后环比趋势来看，M1 环比趋势折年率自 2009 年 5 月开始回落，至 10-11 月上升，之后继续回落，2010 年 5 月降至 19.0%；M2 环比趋势折年率从 2009 年 3 月回落，春节前后上升后回落，5 月降至 16.8%。新增人民币贷款 6394 亿元，季调后环比趋势折年率自 2009 年 3 月开始回落，在 11 月略停后继续回落，2010 年 5 月降至 11.8%，低于历史平均 15.7%。中长期贷款占新增贷款的比例比上月上升，居民户贷款及居民户长期贷款占新增贷款比例变化不大。5 月新增票据融资为 377 亿元，比 4 月 470 亿下降，此前连续 9 个月为负。

5 月 31 日至 6 月 6 日央行通过公开市场操作投放货币 140 亿元，其中央票到期 950 亿元，正回购到期 490 亿元，发行央票 1300 亿元，没有进行正回购操作。

政策组合与投资建议

若不点燃内需引擎，中国的世界经济增长火车头地位势必在 3-5 年内被印度取代。有必要迅速加大基础设施投资，系统优化财政支出路径，改变出口补贴政策。

一个有意义的政策组合是：左手实施人民币与美元脱钩，右手刺激基础设施投资与消费，脚踩投资性地产需求。这个政策组合，既可以促进经济向内需驱动的转型，减轻海外政治压力，在避免地产价格再度膨胀的同时，化解经济过冷所催化的不稳定风险。

因此，我们的投资建议是，对下半年经济与股市不必过于悲观。一季度防过热，二季度防过冷，七月宏观调控政策转向的概率很高。结合财政支出路径的变化趋势，我们认为周期性行业短期机会大于风险。同时，新增长超越了政策调控和经济波动，符合转型加速期的电子、医药等新兴行业确定加速增长，宜精选子行业和潜质公司。参照青壮比率下降区段的行业表现，相对具有优势的包括信息与通讯、交通运输设备、海运、陆运、食品饮料等行业。我们并提醒投资者关注贸易结构变化对不同出口行业的影响，增长较为确定的行业包括通用工业机械设备及零件、电力机械器具及其电气零件、陆路车辆及其它运输设备等。

（相关数据与逻辑参阅 6 月 15 日《潜伏新增长 七月变政策》）

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
朱圣诞	电话: 010-66290197	Email: zhusd@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元贱	电话: 021-38565941	Email: zhuzy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。