

金融危机的“后遗症”？还是传统增长模式的修正？

——对“后刺激时代”宏观经济形势与政策判断

2010年6月24日

核心观点：

- 欧洲主权债务危机是金融危机救助政策“后遗症”的显现，全球经济因欧洲五国（PIIGS）主权债务危机或减缓，进而可能会陷入到“高负债、低增长”的阶段，市场需求会有所减弱，全球走出危机的进程也会相应延长，美联储 Fed 提升利率窗口延至 2011 年。
- 全球经济“再平衡”的外部力量和我国经济结构调整的内在力量叠加，使得我国依靠“投资+出口”的传统经济增长模式面临“被动式”调整。在“地产调控+通胀预期管理+欧洲主权债务危机”等多种因素作用下，经济下行小周期确立；国内经济复苏面临曲折性。“富士康事件”引发劳动力成本上升、世界经济增长缓慢等因素将导致中国未来经济增长潜力下降。
- 与西方经济体“两高一低”（高失业率、高负债率、低增长率）的经济图景不同，中国经济的未来图景将是：增长的高速时代已经过去，将从上一轮 11% 的高增长回归到 8-10% 的中速增长，“适度经济增长、温和结构性膨胀和存在低水平产能过剩”多重迷局相伴生。
- 通胀可控：在经济下行小周期确立，大宗商品价格回落、经济过热警报解除的背景下，物价年中冲高，但通胀可控，加息预期减弱。
- 目前中国宏观政策调控或陷“迷局”：中国经济似乎走入最矛盾、最复杂的境况，一方面是高增长的故事仍在期待，仍一方面微观运行矛盾凸显。多种问题累积，几乎无法调和，在多级目标导向的中国宏观经济决策或陷宏观调“迷局”。
- 未来政策取向：（1）“中国版国民收入倍增计划”刺激消费是经济增长动力切换的关键；（2）经济结构调整：不得不做出的战略性选择；（3）货币周期、经济周期与通胀周期非同步，经济下行和政策紧缩（流动性收紧）持续到 2010 年 3 季度末 4 季度初，预期年末政策适度回归宽松；（4）汇率改革启动，利率提升后延。

金融与产业研究所
宏观组

TEL: 021-6337 3195

FAX: 021-6337 3209

Email: zxzhang001@163.com

地址：上海市延安东路 45 号 20

邮编：200002

目 录

一、全球经济增长模式进入“两高一低”时代	3
二、国内经济复苏面临曲折性	5
1、总体趋势：经济增长转缓，下行小周期确立	5
2、三大需求的趋势分析	6
三、本轮宏观政策调控与未来经济趋势	11
1、本轮宏观调控措施的主旨及影响	11
2、未来经济趋势：经济将从高速增长转为中速增长	12
3、推动经济进入新的扩张仍面临诸多挑战，调控政策或陷“迷局”	13
四、未来宏观政策判断	16
1、与经济结构转型相适应的宏观综合治理成为经济增速放缓的主导因素	16
2、经济结构转型将导致产业结构洗牌，先进制造业和新兴产业将是政策倾斜的重点	17
3、宏观调控综合治理将适度考虑经济总体平衡，内需驱动政策成关键命题	18
4、在目前货币政策整体趋向方向不变的前提下，政策基调会略显宽松	19

图表目录:

图 1: 全球主要经济体GDP增长状况 (%)	3
图 2: 2009 年G7 及希腊等国负债情况	4
图 3: 西方三大经济失业率依然高企	5
图 4: 主要经济体的GDP 与CPI对比情况	5
图 5: GDP同比和环比指数持续下降，下行小周期基本确立	6
图 6: 财政和信贷放缓，投资增长空间受限	7
图 7: 房地产调控对房屋销售和投资影响明显	7
图 8: 实际消费基本持平，但有回落趋势	8
图 9: 汽车消费增速下降，难以维持全年高增长	8
图 10: 劳动者报酬逐年降低，制约消费增长空间	9
图 11: 收入分配不公问题日益突出	9
图 12: 本轮调控以来，上证指数下跌幅度超过 20%	12
图 13: 改革开放以来前 30 年的GDP增长情况	13
图 15: 过量的货币供应积累CPI上涨的动能	15
图 16: 各省最低工资标准的平均涨幅超过 20%	15
图 17: 中央和地方政府事权财权的不对称是导致地方融资平台扩张的体制因素	16
表 1: 近期出台的关于清理与规范地方融资平台的调控政策	7
表 2: 2010 年我国宏观经济主要指标预测	10
表 3: 近期出台的宏观调控政策一览	11

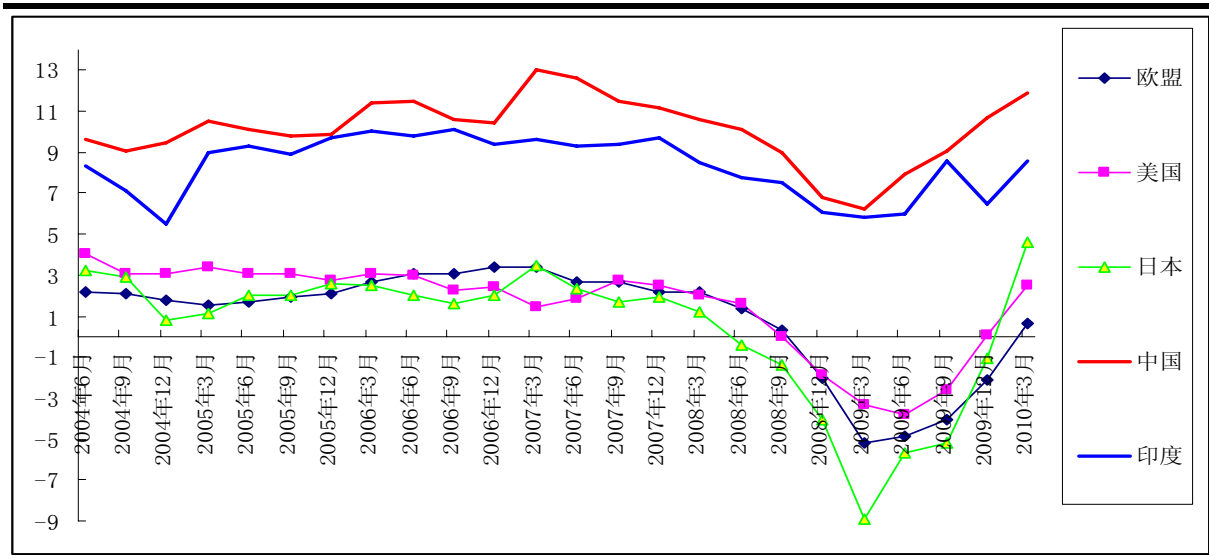
在全球大规模经济刺激方案实施后，自 2009 年下半年开始全球经济经历了快速的“V”型复苏。然而，进入 2010 年，大规模经济刺激方案的负面效应开始显现，无论是全球经济还是中国经济在“后刺激时代”面临困境。具体而言，在海外，大规模经济刺激导致西方国家资产负债表出现恶化，部分欧洲国家发生主权债务危机，将延缓全球经济的复苏进程；在中国，4 万亿投资后遗症开始显现，房地产资产价格泡沫和地方融资平台问题已经严重影响到中国经济可持续发展，多级目标导向下的中国宏观经济决策或陷宏观“迷局”。

针对“后刺激时代”复杂的宏观经济形势，我们具体分析如下：

一、全球经济增长模式进入“两高一低”（高失业率、高负债率、低增长率）时代

在世界各国金融危机救助政策的刺激下，自 2009 年下半年开始全球经济已经处于强劲的复苏态势，2010 年全球经济仍处于持续复苏状态（见图 1）。但受到欧洲主权债务危机的影响，全球经济复苏的进程延缓，经济复苏的不均衡问题进一步突出，全球经济增长的动力源依然在新兴市场，而部分发达经济体处在经济停滞甚至“滞胀”的边缘。在全球经济面临不确定性的基本背景下，国内外金融界关于全球经济“二次探底”（double dip）的质疑声不断，我们关于全球经济的整体判断是 2010 年世界经济依然处于“复苏之年”。

对于国际经济形势，我们的观点是包括葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙（统称为 PIIGS）五国主权债务危机，并不能从根本上扭转全球经济复苏的趋势，而更体现在欧洲经济复苏的放缓。2010 年 4 月中旬，IMF 曾进一步提高全球经济增长率至 4.2%。尽管我们认为 IMF 这一预测有些乐观，但我估算全球经济即使考虑欧洲放缓因素而在 2010 年实现 2.5-3% 的经济增长应该没有问题。更关键的是，从 2010 年 5 月份美国经济数据看，美国经济依然处于有序复苏状态，因此我们继续维持 2010 年的世界经济依然处于“复苏之年”的判断。



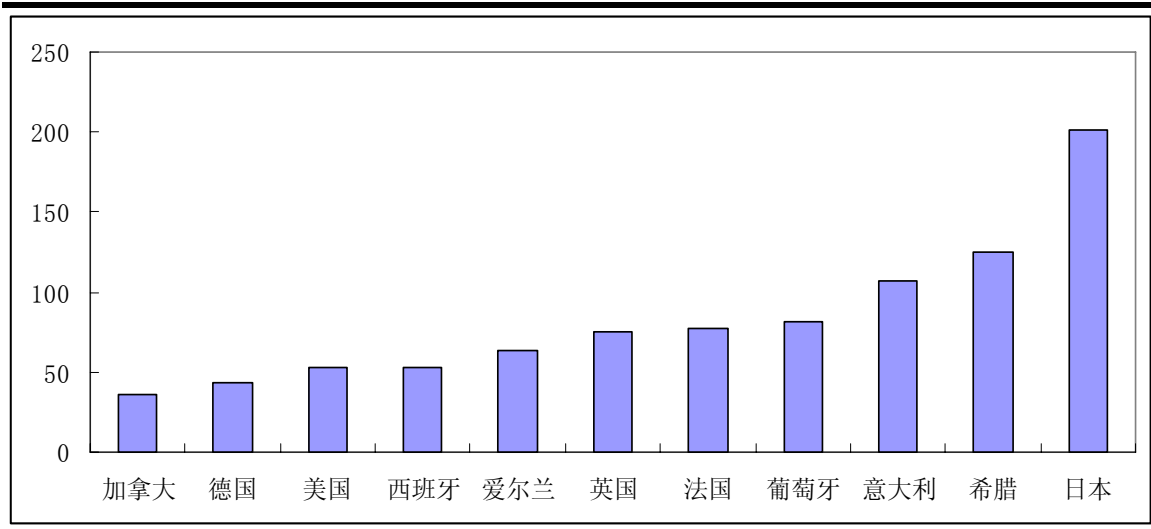
资料来源: Bloomberg; 东北证券金融与产业研究所。

图 1：全球主要经济体 GDP 增长状况（%）

尽管全球经济正处于复苏阶段，但各经济体之间增长不均衡的趋势仍在加剧，尤其在欧元区爆发主权债务危机的背景下，全球经济复苏呈现脆弱性特征，世界经济的“二次探底”之忧虑尚未完全消除。本轮欧洲 PIIGS 主权债务危机，实质是美国次贷危机的深化或金融危机的后遗症，其背后是各国应对次贷危机而过度预算扩张的“凯恩斯主义”竞赛的结果。尤

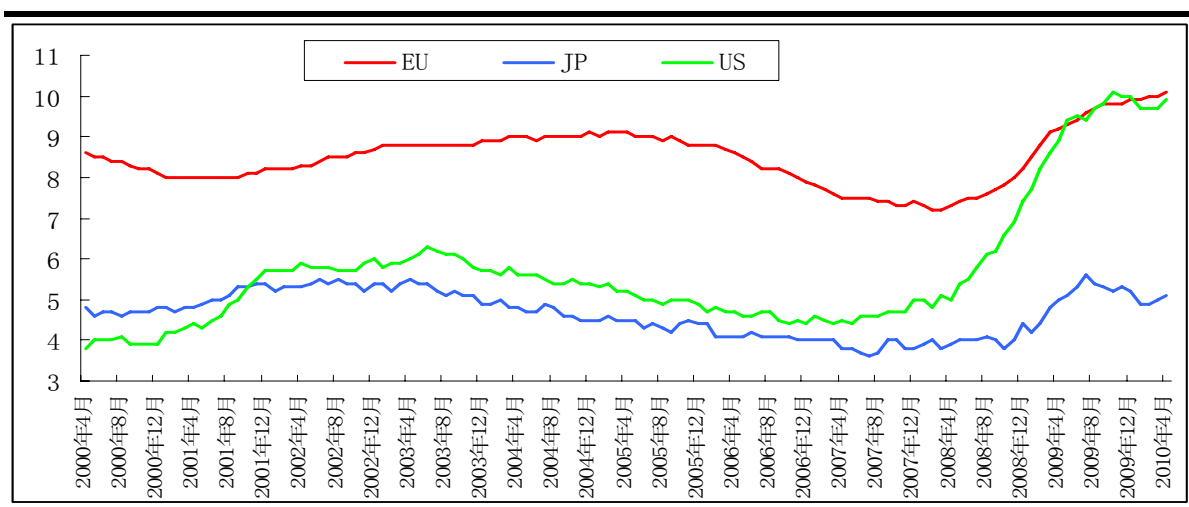
其是欧洲债务危机的升级使得各国“退出”策略面临两难以及全球“退出”协调复杂化。欧元区的希腊等多国主权债务信用恶化，引发人们对全球经济二次触底的担忧，而政府不断救市后也令其财政难以为继。基于目前全球复杂的宏观经济形势，当前西方国家决策层无疑已经在很大程度上陷入政策困境，即“刺激政策应该退出，但是一旦退出危机会否更严重”的政策迷局。

针对“后刺激时代”的政策困境，西方主要经济体的主权负债率达到历史高位，甚至部分国家的债务/GDP 比重已经超出安全警戒线，资产负债表呈现恶化状态（见图 2）。无论是欧元区还是美国在未来相当长的时期内都必然经历资产负债表的修复过程，尤其是欧元区为了还债而必须实施的紧缩支出计划，而美国为了经济再平衡进行压缩开支而增加储蓄，这些政策影响中短期全球经济复苏进程。在这样一种背景下，由于国家资产负债表修复耗时漫长，总需求难以显著提升，而中短期内还缺乏推动下一波长期增长的技术和制度革新，全球经济可能会陷入到高负债、低增长的阶段，市场需求会持续低迷。全球经济增长可能会变慢，走出危机的进程也会相应延长。从 2010 年的失业率可以观测到这一现象，4 月份欧盟区失业率达到了 10.1%，再创全球金融危机以来新高；而美国最近三个月失业率也在 9.7-9.9% 高位徘徊，就业状况无明显改善，从而表明全球经济复苏历程的曲折性和缓慢型（见图 3）。



资料来源:OECD; 东北证券金融与产业研究所。

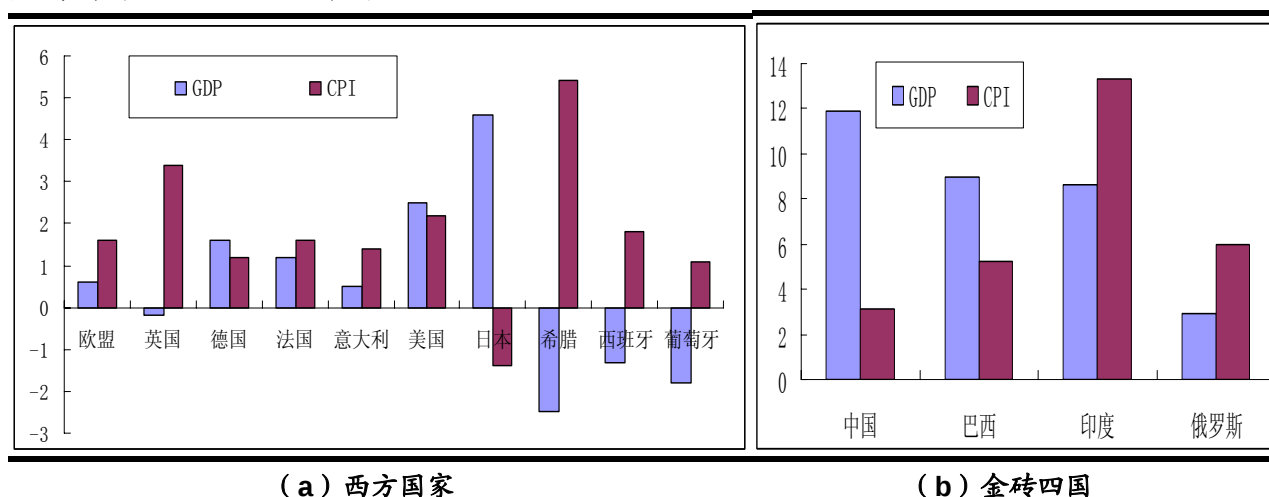
图 2: 2009 年 G7 及希腊等国负债情况



资料来源:Bloomberg; 东北证券金融与产业研究所。

图 3：西方三大经济失业率依然高企

从以上分析可见，西方发达经济体即将进入“两高一低”（高失业率、高负债率、低增长率）时代，市场需求恢复仍需要漫长的过程。尤其是欧盟推出 7500 亿欧元的一揽子救助方案，数量化扩张型货币政策退出策略无限期延缓，导致西方世界陷入“滞胀”的风险加大（其实，包括 PIIGS、英国等国已经在很大程度上存在“滞胀”痕迹，2010 年 1 季度，欧盟 GDP 的 0.6% 增长构成看，经济增长的驱动力主要是在欧元大幅贬值后的出口所拉动，信贷机制和内需仍未解冻）；而新兴市场（以中国、印度、巴西、俄罗斯为代表的“金砖四国”）在强劲经济复苏的同时，通胀压力依然较大。



资料来源: Bloomberg; 东北证券金融与产业研究所。

图 4：主要经济体的 GDP 与 CPI 对比情况

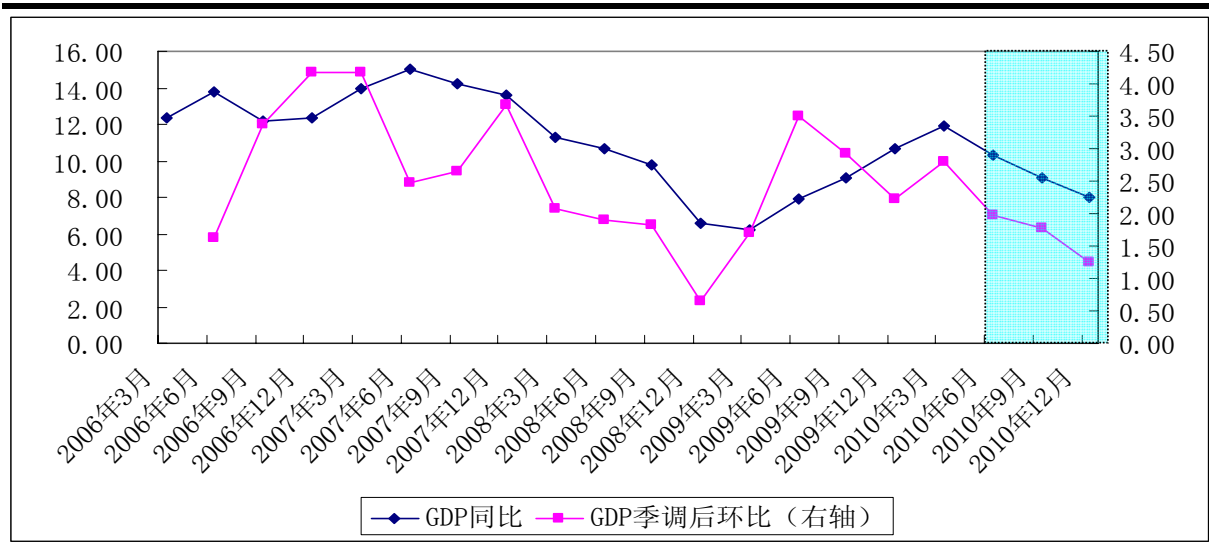
二、国内经济复苏面临曲折性

1、总体趋势：经济增长转缓，下行小周期确立

2010 年下半年经济增速将继续趋缓。经济增速趋缓的主因是：刺激政策逐步退出导致的固定资产投资下降，消费增长缺乏持久的内生驱动，而外贸方面受到欧债危机和全球再平衡的影响难以出现超预期增长，实现贸易的适度平衡将是未来进出口贸易的趋势。在三大需求因素都在短期内出现下行趋势的背景下，经济增长趋缓不可避免。

造成投资下降的因素较多：刺激政策的渐退、房地产的调控、地方融资平台的清理与规范以及产能过剩、落后产业的扩展限制等。而欧洲主权债务仍将在未来一段时期内影响市场的信心，欧盟内部经济复苏进一步分化，乃至整个欧盟经济复苏也将受到一定影响。在复苏相对缓慢和全球经济“再平衡”诉求的双重背景下，我国出口的增长空间将受到制约。消费方面，我们仍判断在收入分配未作出大的调整前消费难以持续高增长。而 2010 年出现的较大规模的劳动力工资上涨带来的劳务成本提升将影响我国现有出口加工企业的竞争力，也制约了我国经济增长潜力的扩张。因此，总体上判断我国的需求将降低，下半年拉动经济增长的动力继续弱化，经济增速也将进一步趋缓，预计三、四季度的 GDP 增长在 9.1% 和 8.0%，预计全年实现 9.5% 左右的增长（见图 5），增速的下行小周期基本确立，经济复苏进程面临挑战。不过考虑到美国等经济体的相对良好表现，全球经济出现二次探底的可能性较小，而随着国内促消费和调结构措施的进一步出台，经济内生增长动力将进一步培育，经济出现下行小周

期，但非经济二次探底。



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所, 阴影部门为预测值。

图 5: GDP 同比和环比指数持续下降, 下行小周期基本确立

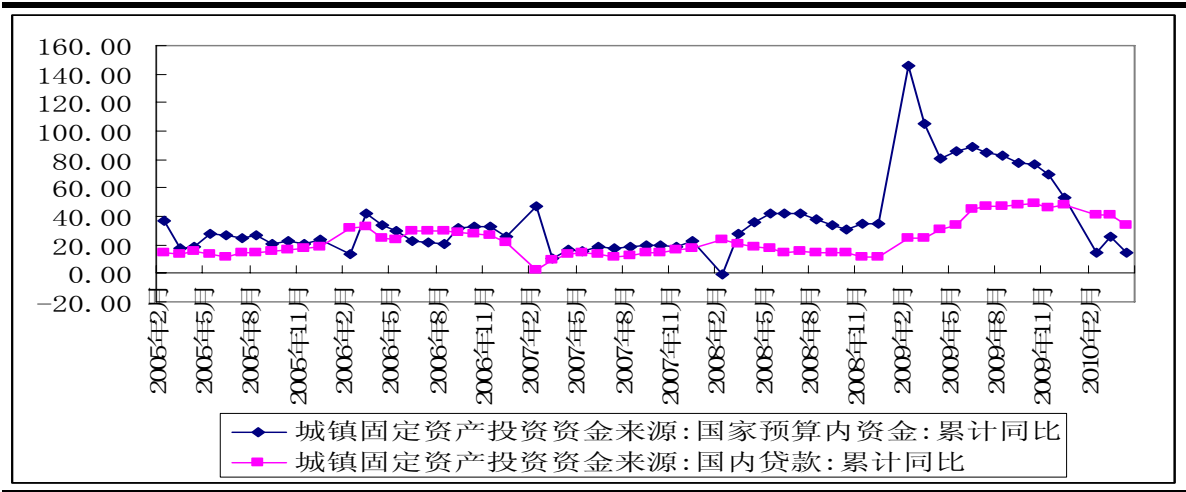
2、三大需求的趋势分析

(1) 催生投资下降的因素增多, 但政府出台的对冲措施将防止大规模滑落

危机后刺激政策的渐退、房地产的调控、地方融资平台的清理与规范以及过剩、落后产能的淘汰与扩展限制等因素都将影响下半年投资增速。这些调控政策出台也引发了市场对投资增速能否保持较快增长的担忧。那么, 是否会出现投资的大幅下降?

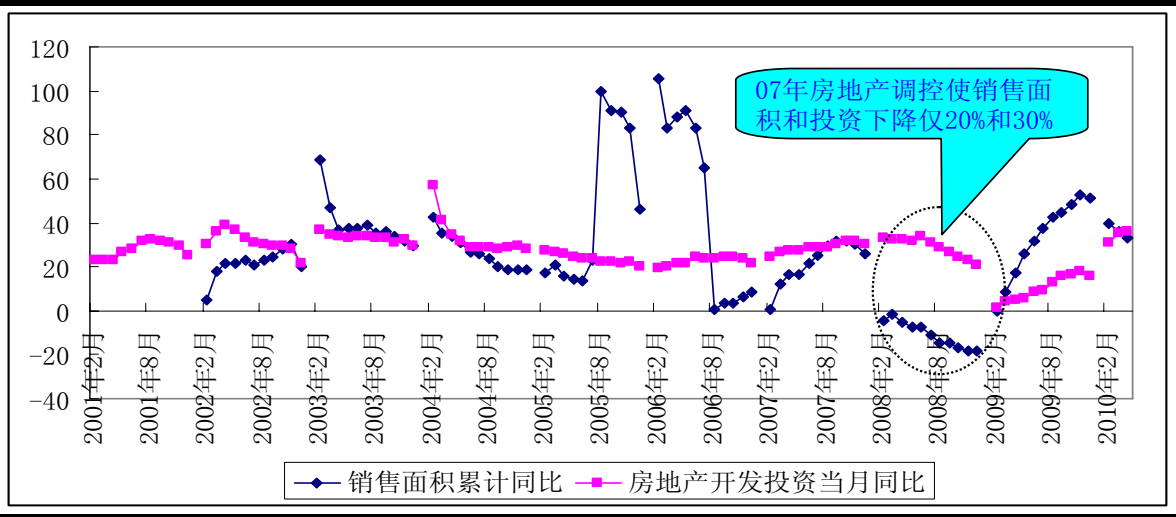
我们认为可能性不大。主要原因是: ①信贷和投资下降。财政投资渐退将是趋势, 而在均衡放贷的严格控制下, 下半年各月信贷仅有 5000 亿元, 比上年减少 1.5 万亿 (见图 6)。②房地产调控下拉投资增长 2 个百分点左右。政策对房地产影响巨大 (见图 7), 预计调控因素将使房地产投资的增速在下半年下降 15 个百分点左右, 不过 300 万套的经济适用房建设将增加 3 个百分点的投资, 对冲作用下, 综合看, 预计房地产开发投资全年增长在 22% 左右, 即下半年的房地产开发投资增速比上半年下降 12 个百分点左右, 由此拖累固定资产投资 2 个百分点左右。③地方融资平台的清理与规范影响新增投资增长。国务院及银监会等已出台多项文件要求清理和规范地方融资平台 (见表 1)。随着地方融资平台的清理与规范, 地方政府的未来融资能力将受到限制。而地方项目完成的固定资产投资将相应受到影响。

在催生投资下降因素增加的同时, 政府也出台了加快保障房供应、加快新兴产业扶植培育以及落实区域振兴规划进行对冲。我们认为在各种政策措施的综合作用下, 下半年的投资增速回落有所加快, 但出现大幅度下降的可能性较低。预计二季度的投资增速为 25.1%, 而下半年的三、四季度分别为 23.8% 和 23%。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图 6：财政和信贷放缓，投资增长空间受限



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图 7：房地产调控对房屋销售和投资建议明显

表 1：近期出台的关于清理与规范地方融资平台的调控政策

时间	文件	内容
2 月 23 日	财政部初定的原则	地方政府和人大具的“担保函”无效。
4 月 20 日	10 年第二次经济金融形势分析会议	要按照“逐包打开，逐笔核对，重新评估，整改保全”的要求做好地方政府融资平台贷款风险管控工作；三季末完成分类，提足拨备，年内基本完成对坏账的核销
5 月 26 日	国务院常务会议	一要抓紧清理核实并妥善处理融资平台公司债务。二要分类清理规范地方政府已设立的融资平台公司。三要加强融资管理和放贷管理。四要坚决制止违规担保承诺。
6 月 10 日	关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知	1. 清理核实并妥善处理融资平台公司债务；2. 对融资平台公司进行清理规范；3. 加强对融资平台公司的融资管理和银行业金融机构等的信贷管理；4. 坚决制止地方政府违规担保承诺行为
	财政部拟出台地方政府融资平台的指导意见	按照分类管理、区别对待的原则，妥善处理债务偿还和在建项目后续融资问题，抓紧清理核实并妥善处理融资平台公司债务；分类清理规范地方政府已设立的融资平台公司；加强对融资平台公司的融资管理和银行业金融机构等的放贷管理

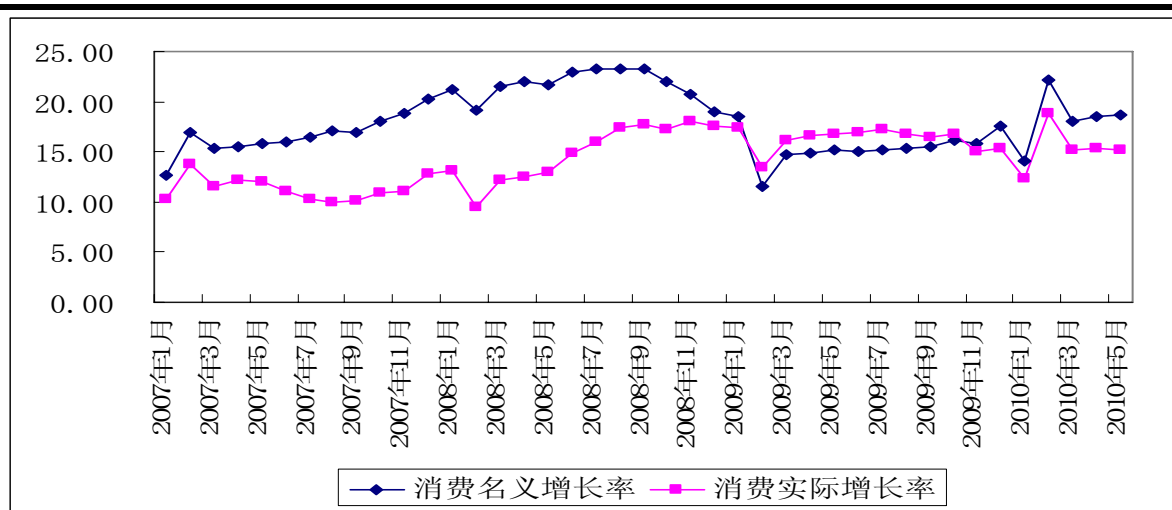
资料来源：根据公开资料整理，东北证券金融与产业研究所

(2) 消费基本平稳，但“棒槌型”收入分配结构难以保证消费高增长

从拉动消费增长的热点，自去年下半年以来住房和汽车是最主要的两大消费热点。其中住房消费带动了建筑装潢、家具、家电等产业的高增长。到5月份为止，这两大消费热点仍是重点。不过，随着我国房地产调控的影响，建筑装潢、家具、家电等消费将在下半年随着购房热情的消退而降低。而汽车的消费增速也将逐渐降低，这种趋势在今年非常明显，1月份以来，逐月降低（见图9）。

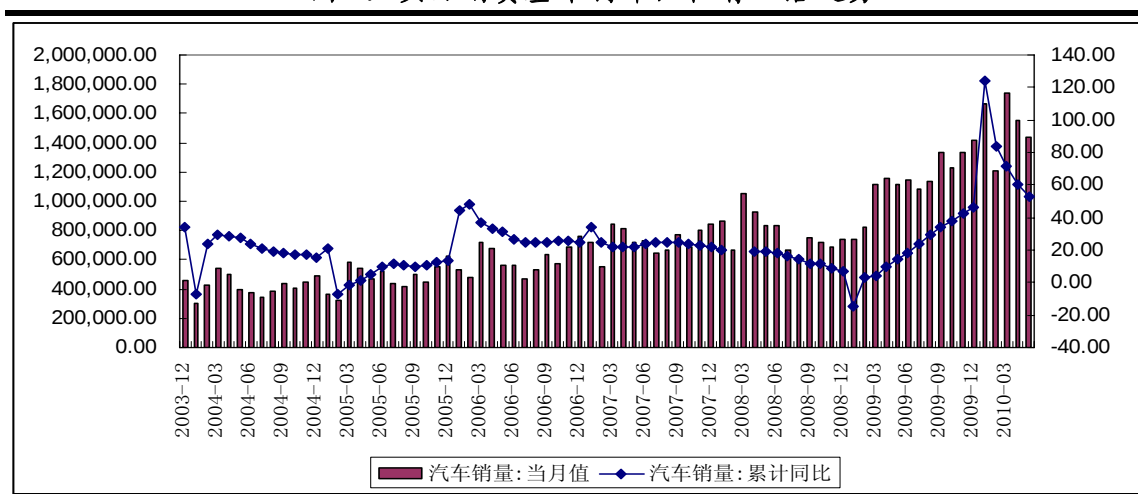
从根本上说，目前我国居民收入过低、收入差距过大等问题整体上制约了消费增长潜力。从整个国民收入分配看，我国的劳动者报酬收入占比自1996年以来连续下降，从高点的53%，下降到2007年的39%（见图10）。而高收入者占收入的大部分，收入分配成“棒槌型”。根据国家统计局公布的数据，2008年，20%的高收入的家庭（按人口计算不到20%）占到了社会全部收入的38%，而20%的低收入家庭却仅占8%多一点（见图11）。高收入家庭的总收入是低收入家庭的8.09倍，而这一数据在2003年为7.05倍，这意味收入差距进一步拉大。这两者决定了我国居民的消费能力有限，高增长难以持续，除非出台收入分配改革。

因此，在今年不会出台大的收入分配改革方案情况下，消费的高增长难以持续，我们判断下半年将缓慢下降（见图8），预计三、四季度消费增长率分别为17.8%和18%。



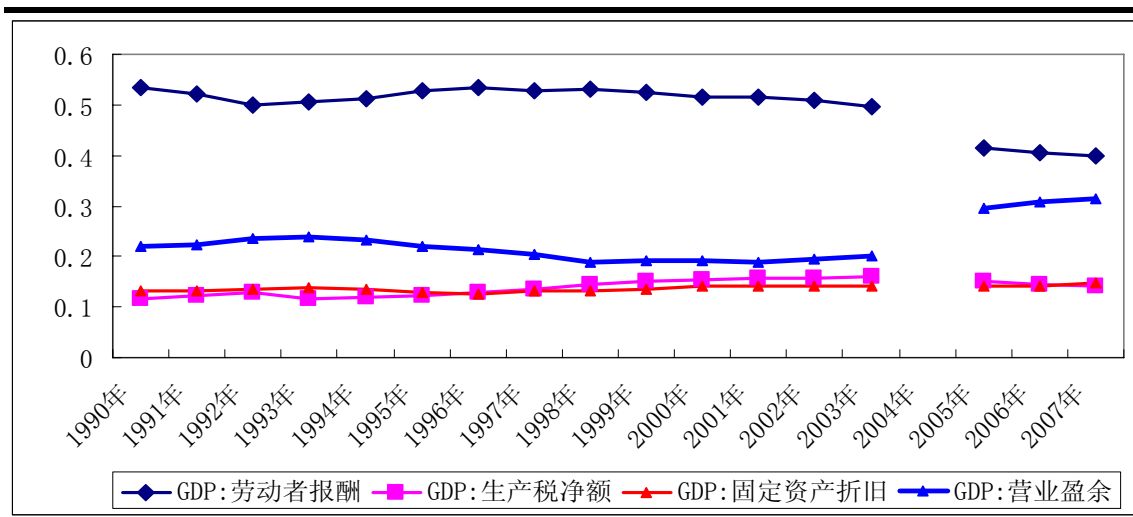
数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图8：实际消费基本持平，但有回落趋势



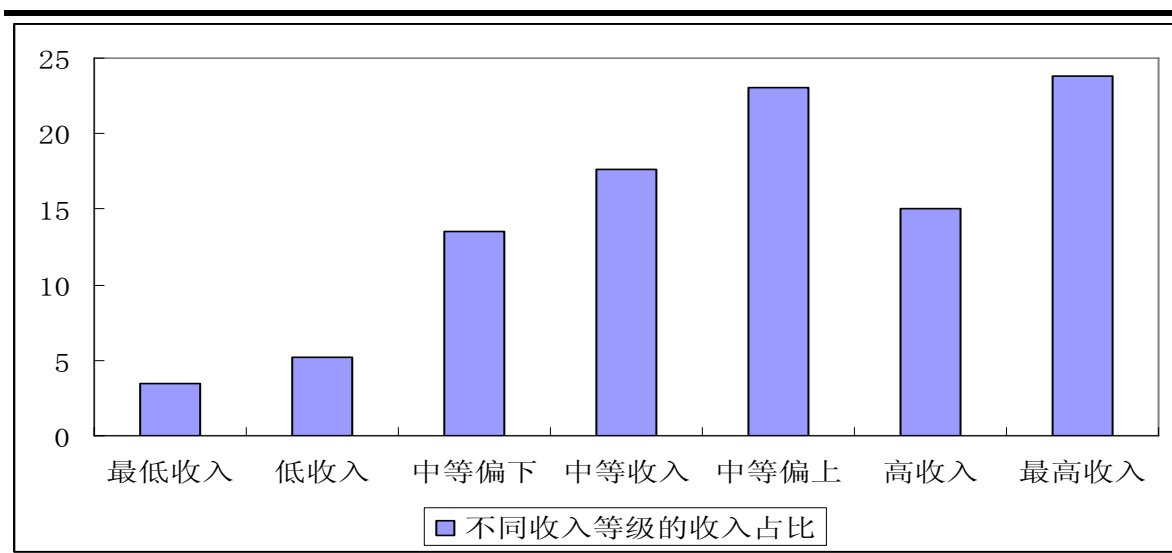
数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图9：汽车消费增速下降，难以维持全年高增长



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所。

图 10: 劳动者报酬逐年降低，制约消费增长空间



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所。

图 11: 收入分配不公问题日益突出

(3) 出口稳定复苏可期，但欧债危机增加全球经济复苏的复杂性

欧洲主权债务危机仍弥漫市场，但随着欧盟和 IMF 救助计划的实施，希腊等国在短期内出现偿债难的情况难以出现。因此，欧洲主权债务危机难以演化为新的金融危机和全球性的债务危机，全球经济的复苏趋势不会改变。但欧债危机仍将从两个方面在更长时期影响欧盟及全球经济复苏的力度。

一是财政紧缩将在未来 3 年内影响欧盟经济增长动力。目前，除了“PIIGS”五国宣布了较大规模的财政紧缩外，债务比较高的国家包括德国、法国、英、日等大的经济体都宣布了财政紧缩措施。而财政紧缩不可避免影响市场的消费信心和消费能力，经济增长动力也将受到影响。

二是为保证经济复苏，紧财政对应的宽货币政策将使市场流动性充裕，加剧市场通胀动能，从而威胁经济的中长期复苏。6 月 4 日，欧盟央行表示将购买 600 亿欧元的担保债券。虽然特里谢也表示将逐步回收流动性。但是在经济复苏相对疲软的背景下，各国回收流动性的步伐将进一步延缓。美联储主席伯南克在 5 月 31 日的 G20 会议上也指出各国经济体应根据自

身情况决定退出计划，不能过急也不能太慢。而全球主要经济体经济刺激计划退出的放缓将使得市场流动性继续充裕，过剩货币供给带来的严重后果就是潜在的通胀威胁。目前，包括美国、英国等主要经济体在内的通胀率较高。如果全球经济陷入高通胀，那么全球经济的复苏和增长将受到长期威胁。

因此，欧债危机增加了全球经济复苏的复杂性，不过考虑到美国等经济体相对良好的表现，欧洲主权债务危机造成全球经济二次探底的可能性比较小。加上我国出口商品的低价格优势，欧洲主权债务危机对我国的出口冲击应不会造成明显冲击。但在全球经济的缓慢复苏和我国面临“再平衡”的诉求，2010年净出口对GDP的贡献仍将是负增长。预计出口的二、三、四季度当季增长分别为32%、5.5%和4.5%，全年实现15%左右的增长。进口由于内需的下降以及出口加工贸易的增速趋缓，下半年的进口将难以保持上半年的高增长，预计二、三、四季季度当季增长分别为36%、3%和9%，全年增长22%左右。顺差在1500-1800亿左右，下降20%左右。

表 2：2010 年我国宏观经济主要指标预测

主要经济指标		2009	2010F	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q
GDP	实际增速 (%)	8.7	9.5	11.9	10.3	9.1	8.0
三大需求 (支出法):							
最终消费	对 GDP 增长的拉动 (%)	4.6	4.6	6.2	4.9	4.3	3.9
资本形成总额	对 GDP 增长的拉动 (%)	8	5.3	6.9	5.4	4.8	4.3
货物和服务的净出口	对 GDP 增长的拉动 (%)	-3.9	-0.4	-1.2	0.05	0.05	-0.2
城镇固定资产投资	名义增速 (%)	30.1	23	26.4	25.1	23.8	23
	实际增速 (%)	30.22	16.5	20.1	16.8	16.2	17
社会消费品零售总额	名义增速 (%)	15.5	18	17.9	18.1	17.8	18
	实际增速 (%)	16.9	14.5	15.5	14.8	14.5	14.5
进出口	进出口当季增速 (%)	-13.89	20	44.1	35	4.5	7
	出口当季增速 (%)	-16.01	15	28.7	32	5.5	4.5
	进口当季增速 (%)	-11.21	22	64.6	36	3	9
货币供应量:	M1 增速 (%)	32.35	20	29.94	25	25	20
	M2 增速 (%)	27.68	17.8	22.5	18.2	18.5	17.8
CPI	CPI (%)	-0.7	3.0	2.2	3.1	3.6	2.8
PPI	PPI (%)	-5.39	5.8	5.2	7.1	6.5	4.4

三、本轮宏观政策调控与未来经济趋势

1、本轮宏观调控措施的主旨及影响

如果以 2010 年 1 月 12 日，央行上调商业银行的法定存款准备金率为调控起点的话，中央各有关部门已经就采取了回收流动性、控制信贷、促进消费、淘汰过剩产能和促进新兴产业等措施。同时也出台了多个区域振兴方案。从出台的调控政策内容看，调控的主旨还是年初定下的“调结构、促消费和防通胀”这三大目标。

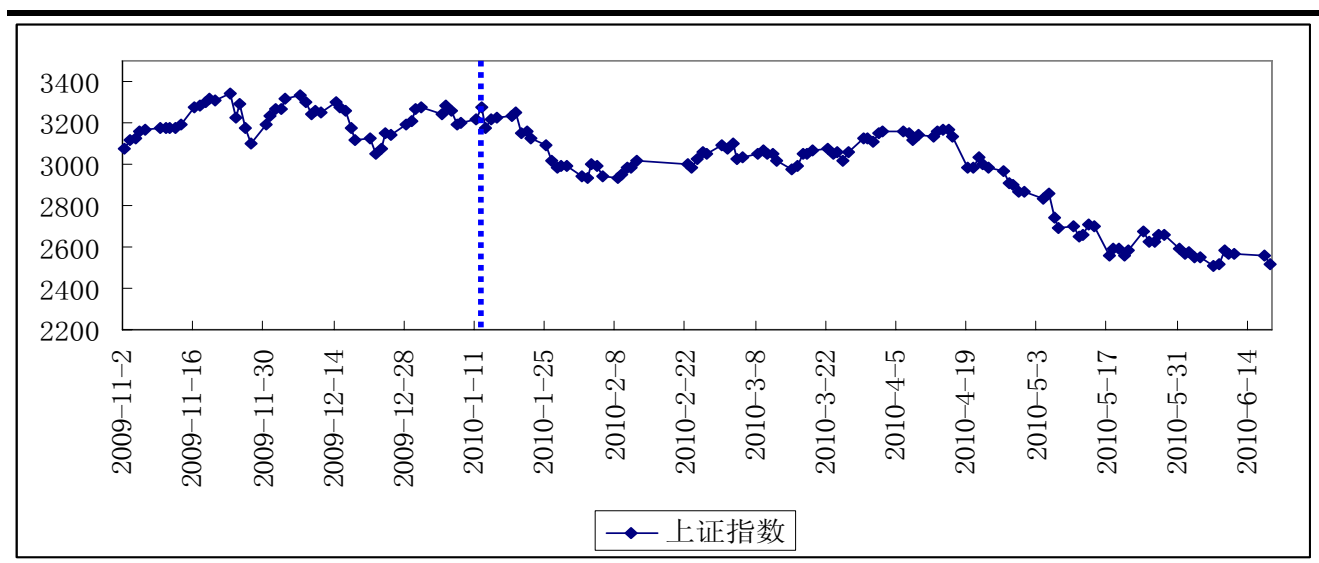
从政策的力度和效果看，促消费的各项优惠措施对提升消费增长空间有限，从拉动经济增长看，中性偏正。而调结构看，淘汰落后、过剩产能的政策和促进新兴产业政策都已相继出台或部分出台，但是从政策的实施效果看，新兴产业的发展包括这些产业的投资难以在较短时间内形成规模，而淘汰落后过剩产能却将在短期内发挥作用，同时，财政投资也正逐步退出。因此对经济增长的影响是负面为主。从管理通胀预期看，抽走市场的流动性是关键，而控制信贷成为主要手段。这同时对投资和经济增长形成负面影响。而为抑制房价过快上涨采取的房地产调控政策在未来一段时期内将影响房地产的开发投资。因此，从各项政策综合看，对经济增长的负面影响略多，而这也是市场对经济增长前景担忧的原因，最终表现为股市的低迷（见图 12）。

表 3：近期出台的宏观调控政策一览

措施	时间	具体方案	内容	目的与影响
回收流动性	2010 年 1 月、2 月、5 月	上调商业银行的法定存款准备金率	三次各上调准备金率 0.5 个百分点	防止出现高的通胀。稳定物价有利经济的长期平稳增长，但在短期内抑制资金供给，影响投资增长。
		严控控制信贷规模	均衡信贷，目标控制在 7.5 万亿元	
产业结构调整	淘汰落后产能	多次出台相关政策	明确淘汰项目及数量	加快推进产业结构的调整与升级。淘汰落后产能影响生产和投资增长。但新兴产业规划的即将出台一方面将推定产业升级，同时也拉动投资
	4 月、5 月	新兴产业振兴规划	五类产业将被纳入这一规划之中：新能源产业；其次是生命科学产业电子信息领域，海洋工程产业以及新材料	
	5 月 13 日	关于推进再制造产业发展的意见	对列入目录的再制造产品的财政税收优惠政策；推动银行业金融机构为再制造提供信贷、担保等投融资服务	
	5 月 17 日	彩电产业战略转型产业化专项的通知	进行投资补助和贴息以及以高新技术项目对待	
抑制房价过快上涨的调控政策	4 月 14、17 日	关于坚决遏制部分城市房价过快上涨	对二套房调高首付，提高利率，暂停第三套房贷等	房地产调控有利于房地产业的长期平稳发展，但短期内冲击投资将下拉经济增长。增加保障性住房供应有利于优化住房结构，同时也有可以有效预防投资的下降
	4 月 15 日	加大保障房土地供应	住宅用地供应量同比激增 138%，其中，各类保障性住房占比总量超过 70%	
	5 月 19 日	住建部与各省级地方政府签订住房保障责任书	保证 7 月底全面开工建设，完成 300 万套的保障房建设目标	

鼓励民间投资	5月13日	关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见	鼓励民间资本进入基础设施、市政公用事业和政策性住房建设、社会事业、金融服务、商贸流通以及国防科技工业等六大领域	进一步完善市场经济体制，在短期内可以弥补2009年刺激政策退出导致投资下降的风险。
区域振兴规划	5月18日	设立重庆两江新区	以浦东新区、滨江新区对待	有利于地区稳定和平衡；但同时也将推动投资的增长
	5月19日	加快新疆发展	试点资源税；税收优惠、加大投资；提出把喀什建成经济特区，加快向西开放等	
	2010年5月24日	长江三角洲地区规划	推动长三角的产业升级	
	5月28日	研究深入实施西部大开发战略		

资料来源：根据公开资料整理，东北证券金融与产业研究所。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图 12：本轮调控以来，上证指数下跌幅度超过 20%

2、未来经济趋势：经济将从高速增长转为中速增长

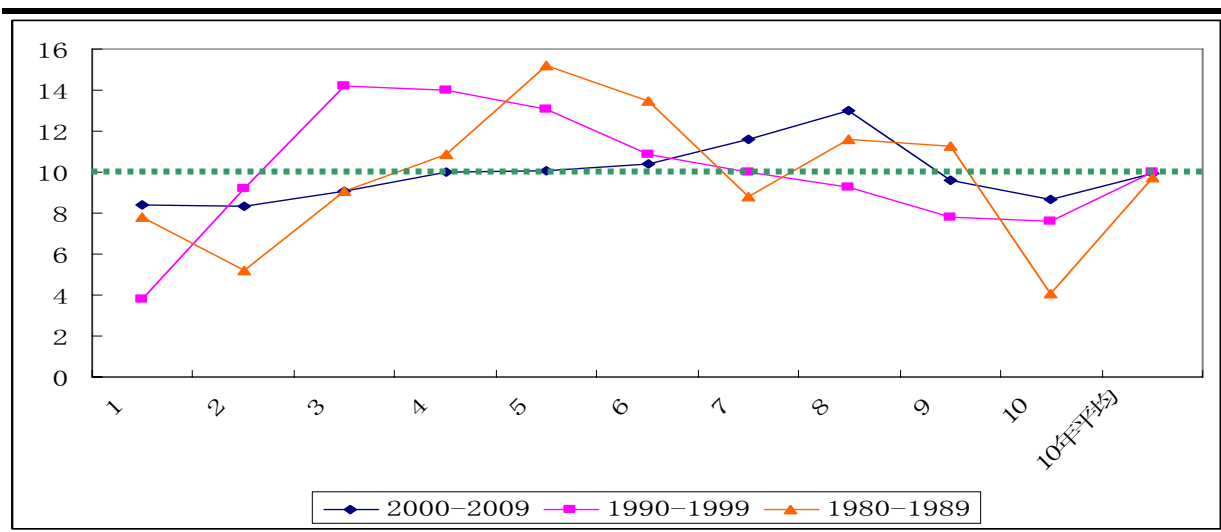
进入 21 世纪以来，我国经济基本保持高速增长，剔除 1997 年底亚洲金融危机和 2007 年全球金融危机造成的 2000-2002 年以及 2008-2009 年的较低增长外，2003-2007 年年均增长率超过 11%（见图 13）。但受此次金融危机的冲击以及我国经济内在结构调整的影响，我国未来经济的增长速度将有所放缓，难以保持危机前的高速增长。

从长期趋势看，调整我国经济结构，降低经济对投资的过度依赖，逐步提高消费的拉动作用将是必然趋势。因此，未来一段时期，投资增速将逐渐降低。短期看，2010 年和 2011 年造成投资下降的因素较多：刺激政策的渐退、房地产的调控、地方融资平台的清理与规范以及产能过剩、落后产业的扩展限制等。期望投资高增长不太现实。

而经济结构的调整，特别是提高消费的拉动作用，其根本在于国民财富分配制度的改革。预计在“十二五”期间国民财富分配调整有望加快推进，但收入分配的调整也只能是逐步推进，不可能一蹴而就。因此，在收入分配出现大的调整之前，即 2010 年及“十二五”初，我国消费增长难以保持高增长，特别是在 2009 和 2010 年消费刺激政策的推动下，消费能力被提前释放，未来的增长空间已经非常有限。

从外贸的作用看,随着我国经济出口竞争力的提高,我国已积累了巨额的外汇储备,而在贸易失衡的情况下,不光我国自己面临“外汇储备过多”的快乐烦恼,我国也将面临更多的贸易壁垒及贸易“再平衡”的诉求。因此,2001年入世以来,我国享受到的全球化红利将在未来逐渐消减,从长期趋势看,出口对经济的拉动作用将逐步减弱。在短期内,欧洲主权债务将影响欧盟经济复苏。不过考虑到美国等经济体的相对良好表现,全球经济出现二次探底的可能性较小,但在复苏相对缓慢和全球经济“再平衡”诉求的双重背景下,我国出口的增长空间将受到制约。

另外,从目前看,人口红利的消减有所提前,今年东南沿海地区出现的民工荒以及随之而来的涨工资潮是明显的迹象。2010年较大规模的劳动力工资上涨带来的劳务成本提升有可能影响我国的出口制造企业的竞争力,也制约了我国经济增长潜力的扩张。改革开放30年来,我国经济增长最可依赖的劳动力成本优势将逐步消减,经济增长空间被适度压缩。



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所。

图 13: 改革开放以来前 30 年的 GDP 增长情况

因此,从长期趋势看,我们认为未来 10 年中国经济速度难以实现新世纪头 10 年的高速增长,特别是危机前持续高于 10% 的增速,预计未来 10 年的经济增长空间在 8-10% 之间。

3、推动经济进入新的扩张仍面临诸多挑战,调控政策或陷“迷局”

正如刚才分析,我国经济未来的增长模式必须转到以内需外主,特别是消费拉动为主的模式。而在提高消费能力的同时,我国必须完成产业结构的升级。但是不管是调整收入分配结构还是发展新兴产业都需要一个过程。因此,如何政策在进退间保持平衡需要高度智慧。并且,当前经济发展所面临的问题远不止经济转型这一单一任务。大规模刺激经济计划所释放的天量信贷导致了市场流动性过分充裕,过量货币供应所催生的通胀问题已近在眼前,防通胀与稳增长之间也需要平衡。

而新近出现的涨工资和企业盈利也需要平衡,抑制房价过快上涨带来的投资下降冲击也需要防备,如何平衡力度也需要艺术。

(1) 启动内需之急与调整收入结构之慢

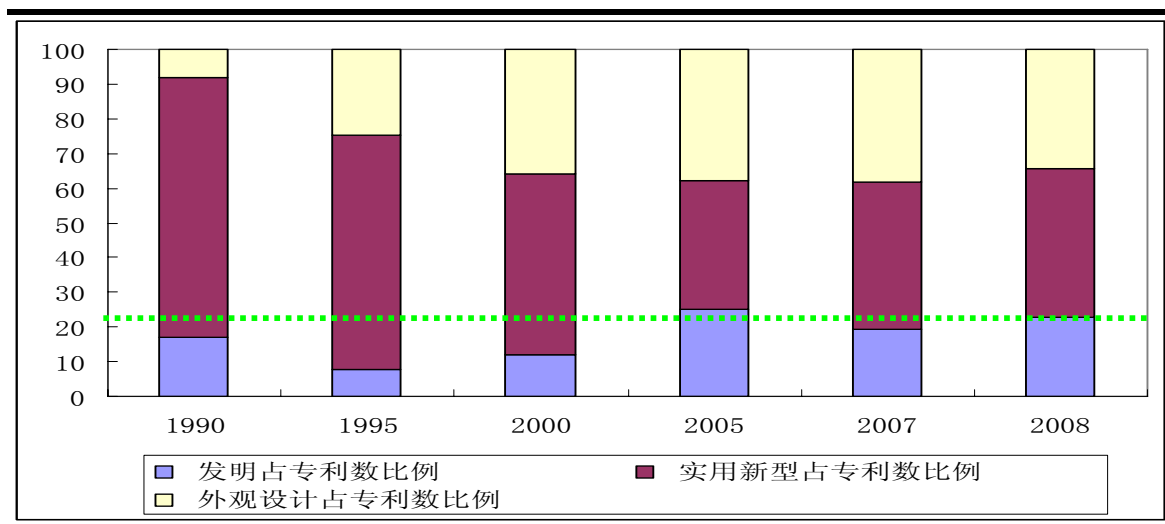
拉动我国经济增长的三家马车中,投资的作用最大,尤其是在 2009 年投资(资本形成)对 GDP 的贡献高达 92.3%,而消费一般不超过 50%。尽快提高消费拉动能力是减少对外需、资源依赖的必然要求。但是消费能力的提高其根本措施在于提高居民收入以及社会保障体系的建设。而这取决于我国国民财富分配制度以及政府职能的转变。提高居民收入和社会保障

能力，进而消费能力的提高绝不是一朝一夕所能完成。这个过程将是缓慢的推进。

（2）培育新增长点之急与新技术成长之慢

对新兴产业发展的前景，套用常用的话就是“前途是光明的，道路是曲折”，其原因在于我国技术创新能力的低下，以及新兴战略产业的规模有限，难以在短期内成为经济发展的支柱。

从技术创新能力看，我国专利权重，发明项仅占 22%左右，主要是实用新型和外观。而属于核心技术多数是发明专利（见图 14）。同样，在产业规模方面，高新技术产业占总产值的比重不超过 10%，开发的新产品占总产值比重不超过 3%。而几大新兴产业基本上还处于培育期，属于幼稚产业，短期内也难以实现跨越式发展。以新能源产业为例，除了核电已形成规模化、批量化发展格局（具备自主设计 30 万千瓦、60 万千瓦和百万千瓦级压水堆核电站能力），风电、太阳能等领域尚需攻克相应技术难关。例如风电产业，我国已具有 1.5MW 以下风机的整机生产能力，但是一些核心零部件，如轴承、变流器、控制系统、齿轮箱等的生产技术仍未能攻克。而可再生能源发电并网一直是一大技术难题，其中重要原因是中国没有构建智能电网。



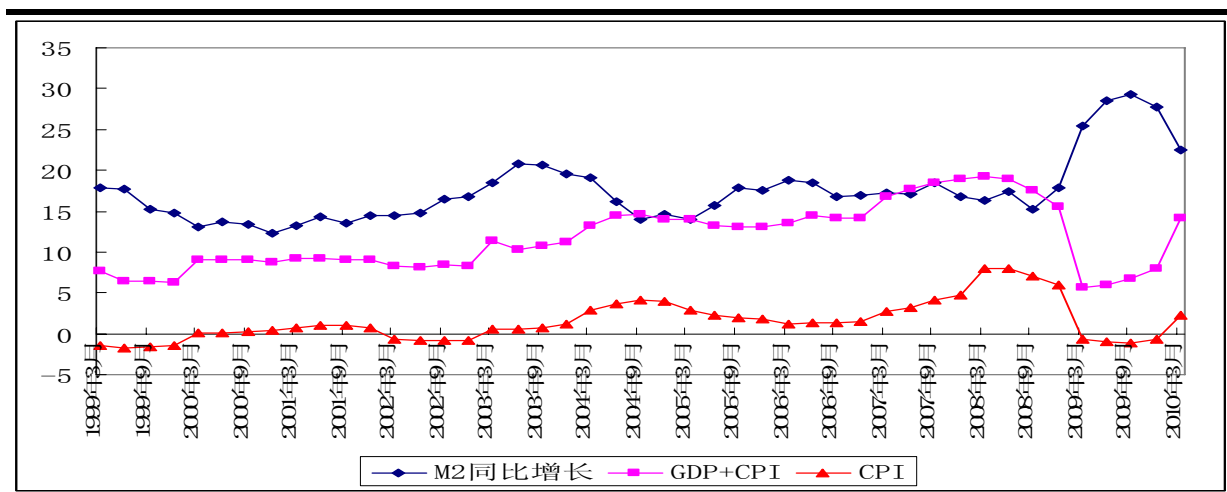
数据来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所。

图 14：我国发明数量占比较低，技术创新能力不足

（3）稳增长与控物价对货币供应的不同诉求相冲突

2009 年的经济快速复苏得益于我国大规模的刺激政策，特别是大规模的投资。而银行信贷是投资增长的重要保证。但是在信贷增加的同时，加上 2009 年宽松货币政策推动下，货币供应充裕，而货币超实体经济需求的供给将为最终的通胀埋下隐患（见图 15）。我国的 CPI 已经逐月走高，5 月份的 CPI 同比增长 3.1%，超越了 3% 的管理目标。2010 年下半年，由于粮食价格的上涨，以及前期 PPI 走高所产生的成本推动，以及我国进行资源税改革以及公共产品价格上涨，推动 CPI 继续走高的因素仍然存在，通胀（预期）管理任务依然不容放松。

而此次物价上涨的背后原因主要是货币的过量供应。因此，管理通胀必然要进一步收缩流动性的，但是收缩流动性有可能影响经济复苏的力度，尤其可能导致投资的过度下降。这两者必须根据经济形势动态微调，否则或将导致通胀，或则面临经济持续下行。

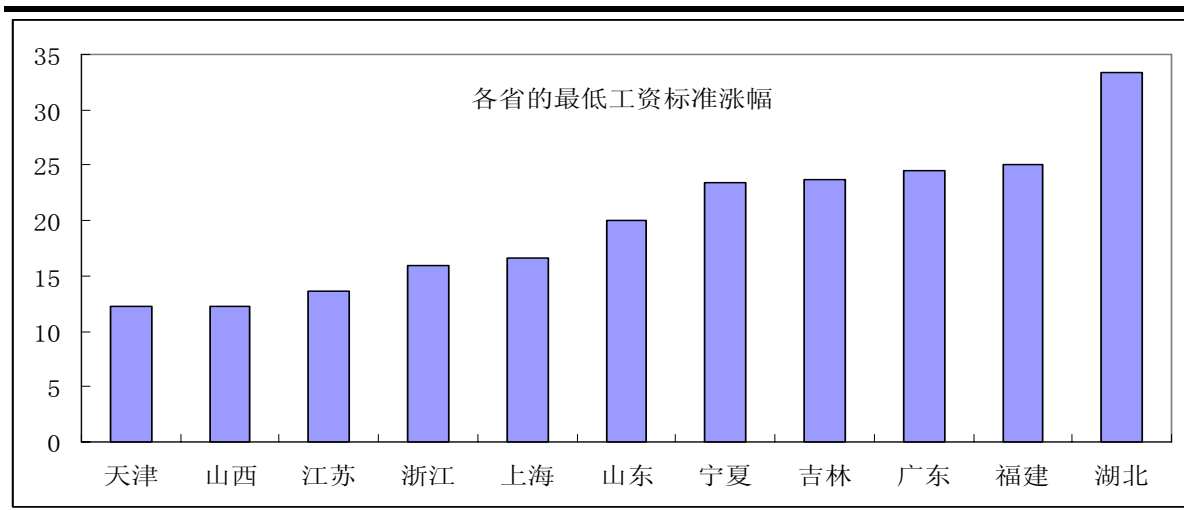


数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所。

图 15: 过量的货币供应积累 CPI 上涨的动能

(4) 涨工资导致的保民生与保企业利润、保经济增长之矛盾

到目前为止,我国已有十多个省完成了最低工资标准的调高工作,平均涨幅超过 20%(见图 16)。而富士康大规模、大幅度调高工人工资可能引发的示范效应可能推动全国范围内工人工资的进一步上涨。从长期、全面看,工人工资的上涨有利于提高居民收入、提高消费能力,同时也可以推动企业的生产和整个制造业的升级。但工资的上涨使我国的劳动力优势逐渐消减,在中短期内,大量的加工企业将受到影响,经济增长活力也自然受到一定抑制。因此,本轮开始的涨工资的幅度、时间需要中央政策的适度把握,否则或将导致劳资矛盾更加尖锐,或将导致加工企业优势过快消失,影响企业和经济增长。



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所。

图 16: 各省最低工资标准的平均涨幅超过 20%

(5) 房地产新政导致的民生房产与经济支柱房产之间的冲突

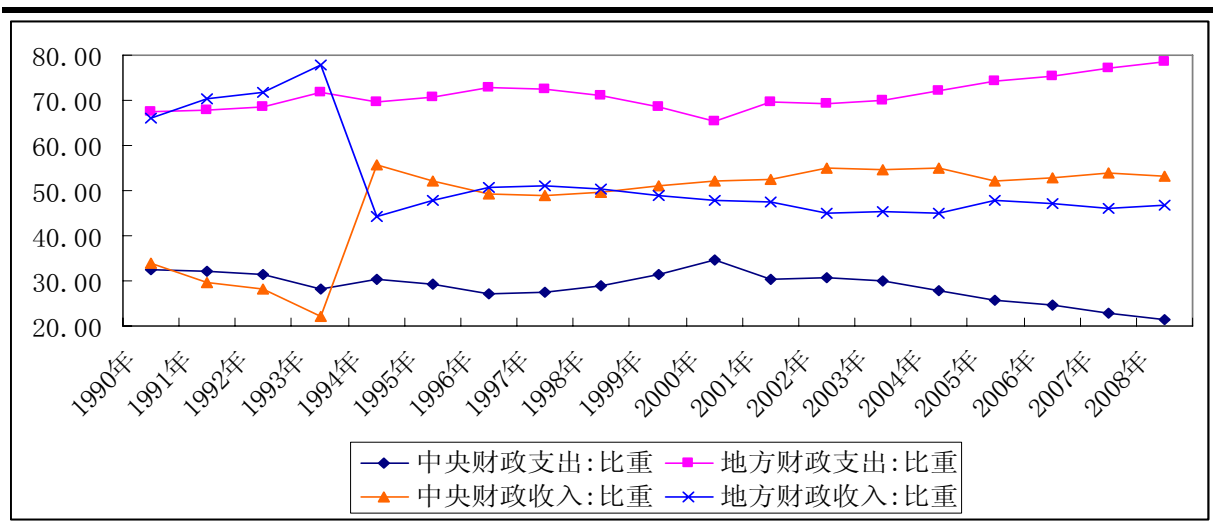
面对具有民生和纯商品消费投资双重特征的住房,国家也是面临两难选择。从经济属性看,房地产无疑已成为中国经济发展的重要支柱,房地产业(含房地产引致的建筑业)占 GDP 的比重已经超过 7%,而房地产业作为终端消费,其对上游的钢铁、建材、化工以及银行等产业的拉动作用明显,房地产投资的拉动效应在 2.45 左右;同时对下游的商业、家电、家具、家装等行业也有推动作用,推动作用在 0.48 左右。正因为如此,从 90 年代末住房商品化改革以来,房地产业一直成为拉动经济增长主要动力。但是当前房价的快速上涨已经影响了城镇

居民的其它消费、生活的尊严和幸福，因此，从民生角度看，抑制房价的过快上涨刻不容缓。因此，如何保证房价能够适度下降又能不对房地产业及经济系统造成大的冲击将是此次房地产调控所必须面对问题。目前，从股市的反应看，银行和房地产股对房价的下降都有一定预期和反应，从股价看，房价下降 20-30% 将是市场所预期的，如果此次房地产调控超过预期，房价下降过大，或将对房地产投资和经济造成实质性的冲击。

（6）地方融资平台的规范发展与拉动地方经济发展之间的矛盾

2010 年的欧洲主权债务危机为我国地方融资平台的负债风险敲响警钟，因此，清理和规范地方融资平台对防范我国的债务风险十分有必要的。但正如温家宝总理在谈到地方融资平台的债务风险时也指出：地方融资平台为应对金融危机的冲击做出了积极贡献。地方融资平台的清理无疑影响地方政府拉动经济的动力。其实，地方融资平台的债务风险问题我们更要追问为什么我们会出现如此高的地方融资额？此次的清理整顿方案是暂时疏堵还是永久解决吗？

理解地方融资平台及功能必须结合我国的财政体制及投融资体制。我国在 1994 年实行分税制改革后，地方财政收入和财政支出的矛盾就越来越突出，其背后是财政体制内中央与地方政府以及地方各级政府间财权和事权的不对称。地方财政收入占收入比重不到 50%，但财政支出所占比重却高达 78.7%（见图 17）。纵然考虑中央财政的转移支付，但地方财政承担巨大的资金压力不容置疑。在现行财政体制下，加上地方政府的政绩观，政府想法设法融资成为不得已的事情。因此，清理地方融资平台不在于清理，根本还在于财政体制重构。否则，今日完成了清理，明天又将冒出更多的地方融资平台，并非长久之计。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图 17：中央和地方政府事权财权的不对称是导致地方融资平台扩张的体制因素

四、未来宏观政策判断

1、与经济结构转型相适应的宏观综合治理成为经济增速放缓的主导因素

中国经济似乎走入最矛盾、最复杂的境况，一方面是高增长的故事仍在期待，仍一方面微观运行矛盾凸显。多种问题累积，几乎无法调和，在多级目标导向的中国宏观经济决策或陷宏调“迷局”；既要降低投资贡献，又要保持经济稳定增长；既要淘汰落后产能，又要尽快

培育新兴产业；既要积极应对全球经济“再平衡”，又要稳定出口增长；既要抑制房价过快增长，又要保证房地产业的健康发展；既要抽走流动性防止通胀，又要防止对经济的过度冲击；既要防范地方债务风险，又要保障重点区域的投资积极性。而这些都将是经济转型和走向新的扩张所同时面对的。我们认为未来一段时期，宏观调控必将是面向多项问题的综合治理。

在宏观综合治理下，经济增速将适度放缓。因为这一过程伴随着落后产能淘汰、房地产泡沫抑制和地方政府债务乃至其融资平台的治理。而富士康和广本事件则从另一个方面揭示了中国的人口红利趋向结束，“刘易斯拐点”正在到来，本轮经济周期的成本推动将导致新一轮经济增长的潜力下降。

因此，中国经济持续高速增长的时代已经过去，经济增长率将从上一轮 11% 高增长回归到 8-10% 中速增长。从国际经验看，转型期的经济增长下将不可避免，上世纪 60 年代末转型后，日本经济增速由以前的 9% 回落到 4%，然后逐步回落到 2%；我国台湾地区也经历过两次转型，第一次是上世纪 60 年代，转型后经济增速由 8% 回落到 4%。

2、经济结构转型将导致产业结构洗牌，先进制造业和新兴产业将是政策倾斜的重点

不管是外部压力还是在内在要求，我国经济结构转型的重点之一将是尽快淘汰和落后产能，积极发展低碳、节能、高技术、高附加值的先进制造业以及战略新兴产业。

上一轮经济周期中，重化工业是经济高速发展的支柱。但重工业发展以高消耗、高投入为特征，这使得我国经济发展面临资源约束瓶颈及经济安全等问题。转型将是不得不进行的选择。面对经济结构转型的现实，经济结构和产业结构将面临洗牌：先进制造业和新兴产业迎来发展良机。

（1）先进制造业

先进制造业将重点在于突出节能、环保、高效的特征，旨在提升现有制造业的集约化和高技术化。涵盖领域比较广，主要产业包括装备制造业（机床、环保设备、工程机械、起重运输设备、半导体设备）、电子信息、精细化工、精密仪器仪表、特高压输变电设备、航空航天、交通运输设备（高铁和轨道交通）以及环保循环经济。

（2）新兴战略产业

目前国家相关部门正在积极调研与制定新兴战略产业发展规划，预计在金融、税收、土地、财政等方面给予大力支持。从国家的政策思路看，加快培育和发展新兴战略产业已经明确，迹象非常明显。一个新兴战略产业的发展不仅仅是产业领域的发展，更需要国家战略扶持、人才支撑、科研保障。而国家正在为发展新兴战略产业铺平道路。

战略上看，2009 年 11 月，温家宝总理在科技界大会上明确指出“把争夺经济科技制高点作为战略重点，逐步使新兴战略性产业成为经济社会发展的主导力量”，并在之后多次强调促进新兴战略产业的发展，而《新兴战略产业规划》正在积极研讨和制定中，预计在今年年底前有望出台。

从人才支撑看，国家在积极倡导发展新兴战略产业之时，新近出台了《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》和《国家中长期人才发展规划纲要（2010—2020 年）》，并且指向非常明确：突出培养造就创新型科技人才。而新兴战略产业是人才队伍建设的重点领域，“到 2020 年，在装备制造、信息、生物技术、新材料、航空航天、海洋、金融财会、国际商务、生态环境保护、能源资源、现代交通运输、农业科技等经济重点领域培养开发急需紧缺专门人才 500 多万人”。

可以说，新兴战略产业已是“未雨绸缪”之势，将是产业升级的主力军。从目前的定位看，七大领域的新兴战略产业基本明确：节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车。

3、宏观调控综合治理将适度考虑经济总体平衡，内需驱动政策成经济复苏的关键命题

为治理此次全球性的金融危机，各经济体的宏观政策保持了协调一致。而根据 G20 政策导向，实现全球经济再平衡是全球经济治理的目标，这需要各国调整宏观政策，以平衡不同国家贸易赤字或顺差。顺差国应通过提高消费或投资来扩大全球需求，逆差国应增加储蓄，削减财政赤字。

在再平衡的诉求下，我国的出口贡献将逐渐降低，内需驱动将是我国经济复苏的关键。考虑到我国经济减速的趋势，我们必须在民生、投资、消费之间保持适度平衡，以求“稳增长、促消费、调结构、保民生”等多重目标的共赢。而多重目标间存在一定的冲突，因此，必须做好各领域间进退的“加减”平衡，具体说就是促消费（进）、降投资（退）；而投资在短期退出有限，那么需要保持动态平衡，具体的路径是：压传统“两高”产业（退），推技术改造和新兴产业（进）；减商品房（退）、增保障房（进）；清地方违规投资（退）、扶重点区域投资（进）。

（1）政府引导性投资弥补传统产业投资增速下降

从投资领域看，“减投资”的多项政策出台，包括信贷控制、房地产调控、清理规范地方融资平台以及淘汰落后过剩产能等。可以预见，这些措施都将导致投资增速的下滑。为此，我们认为政府将在以下领域重点突破，以求政策平衡：

①加强保障房建设的力度。4月份的房地产调控不仅仅是预示抑制房价过快上涨，也或将代表我国房地产新政的开始，即调整住房供应结构。我国将积极调整基本依靠商品房的住房供应结构，加快建设保障房。2010年保障房的土地供应增加220%，加上住建部和地方政府签订的保障房建设责任书，2010年的下半年开始，保障房建设力度加快。

②有序、逐步落实区域投资规划。2009年以来面对经济下行的趋势，区域振兴规划除了平衡区域经济发展外多了一项功能就是积极拉动投资。在房地产投资受到调控政策影响而出现预期投资回落时，政府手中的区域振兴规划再次成为拉动投资的利器。3、4月份很少出台区域政策，但到了5月和6月份出，我国又陆续出台了新疆、海南岛、长三角和厦门等四个区域政策，出台步伐加快。如果投资超预期下降，尤其是在地方融资平台清理规范背景下，地方投资能力受到一定影响，那么政府或出台新的区域规划，或落实原有区域规划。

③加快传统产业的技术改造和升级。发展新兴产业是产业结构升级的重要内容，同时将加快传统产业技术改造，提升传统产业的加工水平和技术含量。产业升级既有紧迫性，也具有复杂性和长期性。新兴战略产业不可能短期内成熟，而传统产业也不会一时失去优势及生存的基础。因此，对传统产业，在淘汰落后、过剩产能的同时必然意味着政策的另一面，即加强技术改造、扶持技术领先企业发展。

④基础设施投资。随着中西部地区规划的陆续出台，中西部的基初设施建设将稳步推进，下半年的基础设施建设仍旧规模庞大，仅以高速铁路建设为例，在2010中国（长春）国际轨道交通与城市发展高峰论坛上，铁道部相关人士表示我国将不断加大对高速铁路的投入建设力度，预计今年计划投入7000亿元，计划新线投产4613公里，相当于在建里程的一半，是已建成里程的2/3，规模庞大。

（2）“中国版国民收入倍增计划”刺激消费；

与经济转型向联系的另一重要问题，就是如何提高解决劳动力收入提高的问题。过去十年中国经济增长的速度全球最高，但中国的劳动力在其中所享受到的分配比例不高。1997年，劳动力报酬占GDP的比重为53%，而到了2007年该比例下降至39%。提高居民收入水平已是当务之急。预计2010年下半年，收入分配改革加快，最晚在“十二五”规划将迎来“中国版国民收入倍增计划”，以刺激消费增长。

在收入增长预期下，消费类的产业有望获得较大的发展机会。其中属于消费升级的现代

服务业，包括旅游、医疗保健、文化体育以及养老家政等行业将是重点方向。

4、在目前货币政策整体趋向方向不变的前提下，政策基调会略显宽松

货币周期、经济周期与通胀周期非同步性，经济下行和政策紧缩（流动性收紧）持续到2010年3季度末四季度初，预期年末政策适度回归宽松。之所以得出这种判断，首先从国内因素看：（1）无论是同比还是环比，下半年经济增长趋势整体下移，在经济小周期回落的基本背景下，宏观政策应该相机宽松；（2）在经济下行周期确立、大宗商品价格回落、经济过热警报解除的背景下，物价年中冲高，但通胀可控，加息时间窗口后移甚至加息预期减弱；（3）预计下半年房价等资产价格有下降空间，居民通胀预期有所缓解，在这一基本前提下，尽管适度宽松的货币政策基调不会转变，但流动性适度宽松应该是货币政策的一种选择。此外，从国际因素看，全球主要经济体的货币政策退出战略因为欧洲主权债务危机后延，欧债危机将导致美联储的加息决定推迟，预计Fed最快在2011年中期启动加息；欧洲央行行长特里谢甚至已撤销了该行的退出策略。此外，澳大利亚6月1日宣布保持基准利率不变，停止了自去年10月起连续6次的加息；俄罗斯央行2010年以来连续四次下调再融资利率；印度在3、4两个月两次升息后，对未来采取进一步举动时会更加谨慎。

在汇率政策选择，中国央行重启的人民汇率改革，恢复人民币市场化机制并宣布与美元“脱钩”，这不但是全球经济再平衡的重要决策，而且是减缓国内通胀压力和推动经济结构转型的金融配套政策，为国内货币政策的实施创造了很有利的市场条件。同时，值得注意的是，不同2005年7月的人民币汇改，本次人民币汇率改革重启是在全球经济复苏脆弱和中国经济面临重大不确定性的背景下展开的，因而汇率的升值空间相对有限，同时本次汇改强调“一揽子”，有利于增加今后人民币汇率的弹性。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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征价。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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址：上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层（邮编 200002）

电话：（8621）6336 7000

传真：（8621）6337 3209