

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

关注二季度数据引发的政策调整

2010年06月27日

相关报告

100625
不宜简单静态看人民币脱钩
和加薪对出口企业影响
100622
脱钩的意义远起升值
100620
确认人民币与美元脱钩
100616
潜伏新增长 静待七月政策转向
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

一、7月15日国家统计局发布数据

按国家统计局预告，7月15日将正式公告2季度经济数据（较往年提前一周）。我们之前提示七月中旬宏观调控政策转向的概率很高，主要触发因素是：2季度以来数据清楚反映了四一五之后，企业预期不明朗，纷纷去库存，导致工业数据已快速下滑到个位数（5月季调环比趋势折年9.6%）。

季度数据引发政策调整的假设并不苛刻。我们观察到，过去2年来，中央经济当局对数据的阅读能力和敏感程度已超过市场卖方机构和众多知名经济学家的研究质量上限。在5月2日《对系统性风险的一个系统思考》中，我们报告了最近至少三次市场一致预期落后于政策调整的例子：

1) 1月中旬央行提高准备金率；（参阅12月25日《三个可能的超预期》、1月15日《在M1环比较高 过热风险加大》）

2) 1月下旬市场纷纷矫枉过正时，央行选择不加息；（参阅1月20日《央行的两难》、21日《年末数据平淡》、2月24日《灵活微调退出 环比平稳增长》）

3) 4月中旬政府地产调控加力；（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《过热风险累积 远大于二次探底风险》）

在6月我们的系列报告中，提示了政策新组合的可能内容：实施人民币与美元脱钩，刺激基础设施投资与消费，继续抑制投资性地产需求。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。上述政策调整已部分兑现。

延续政策内生性分析框架，我们提示为了对冲脱钩和地产调控的紧缩效应，需要政策进一步转向，刺激内需平衡中国经济。2季度数据引发政策调整的具体内容可能涵盖：1) 明确刺激超大城市与大城市地铁项目、高速铁路与公路网络、边疆口岸、农林水利及其它公共基础设施投资；2) 延长或新增消费刺激措施，包括轿车税收优惠延长，特别是环保型电动、混合动力车补贴，公务员工资、最低工资、养老抚恤金等调整；3) 进一步明确鼓励民间投资；4) 进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。

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。

二、去年10月以来约束政府投资的背景是防过热

去年10月以来，发改委开始控制政府投资扩张，货币当局同步严格控制信贷。抑制产能过剩、整顿地方融资平台以及地产调控等措施的背后正是数据包含经济过热信号，刺激官方大胆发力调整政策。

在 3 月 8 日《财政继续积极 改革适当提速》中，我们分析了财政部、央行和银监会 2 月 25 日讨论了约束地方政府融资担保，对财政风险评估的基本结论是，博弈结果大体上既能保证中央和地方大部分支出意图与连续性，又能保证地方与中央政府政策调整过程中避免一刀切风险。通常地方债务可以由四个渠道来推算，分别是银行贷款、地方融资平台债券、BT (BOT) 等隐性应付项目、各种社保资金的临时占用等。

中国财政体系效率低下的症结包括，收支不对称，过于依赖转移支付；收入顺周期，支出逆周期；财政税收力度与宏观调控方向相左；非税收入占比过高；中央地方财政关系不顺等。上述问题放在改革进程中来考虑，许多问题与分税制改革以来财政改革有所滞后有关。财政专业性问题暴露促进了一个共识的达成，即缺乏约束的财政收支效率损失需要不必要的高税收支撑，影响长期增长活力。在官方加大转型力度的背景下，我们推理财政改革正在提速。

就今年的财政能力来看，我们当时认为两会公开的今年财政收支预算数据保守了，中国财政状况相对主要经济体条件要好得多，核心问题在支出效率和中央地方财权事权不对称。2010 年全国财政预算收支分别增长 8% (中央 6%、地方 10.1%) 和 11.4% (中央 6.3%、地方 13%)，全国财政收支差额占 GDP 2.8%，与去年基本持平。以目前的经济增长势头，围绕城镇化和结构转型的支出增长将得到较充分的收入保证。从最新公布的财政数据来看，1-5 月全国财政收入 35470 亿元，比去年同期增加 8362 亿元，增长 30.8%。

在 6 月 15 日《潜伏新增长 七月变政策》中，对比 1969-79 年，在同样面临青壮人口比率下降时日本财政数据的变化，我们推理了今后财政支出路径转变的方向。

三、从基础设施投资角度看，中国堪比日本 1969-73

在 2009 年 10 月 29 日《市场驱动中国经济再平衡系列：2009-2019 钢水泥需求与 GDP 增速》中，我们把现在的中国和 1973 年的日本作了比较，发现仍然落后。日本在 1973 年前后钢铁水泥等行业增速明显放缓，同期 GDP 增长出现拐点，36 年之后，市场对中国钢铁水泥等行业的未来增长前景产生合理的担忧，进而认为中国经济增速可能要下一个台阶。

经济增长会导致对钢的需求，因此钢需求的下降从一个侧面反映了经济增长速度的下降。以日本为例，日本人均钢产量在 1973 年前增长迅速，1973 年达峰值，之后下降，人均钢表观消费量在同一年达峰值（人均年表观消费一千公斤钢），人均钢出口在 3 年后达峰值。类似地，1973 年水泥产量也出现拐点，之前之后水泥产量的变化都十分显著。而 GDP 在 1971 年前保持 2 位数的高增长，之后平均水平明显降低。

日本 1973 年 GDP 出现拐点的主要因素以及日本钢铁水泥行业增长放缓的重要因素，在于当时日本经济的内部平衡程度良好，在收入水平相当均衡的条件下，其国内市场相关需求达到饱和。2008-2009 年的中国经济，在诸多方面仍然落后于 1973 年的日本经济。与日本不同，中国除了少数发达地区以外，广阔的内地地区的经济与社会指标仍然落后。以人均收入、人均公共基础设施、人均汽车拥有量等指标来衡量，中国的投资与消费远未达到饱和。

结合 6 月 15 日《潜伏新增长 七月变政策》中的数据，我们确认拿中国去比 1969 年的日本较为恰当。1969-79 年，日本经济同样面临着青壮人口比率下降的外生变化，消费率在之后 10 年每年升 0.5%，3-4 年之后发生了 1973 年人均钢消费开始走平台，GDP 下台阶的现象。

四、利率可提可不提，抑制投资性地产需求的行政措施长期化

在 2009 年 7 月 17 日《真实利率决定地产市场波动中上行》中，我们分析：

真实利率决定地产上行趋势可持续至少 4 个季度，库存调整带来地产市场波动，3 季度有轻微调整压力，4 季度高概率重回上行轨道。短期库存波动的大背景是真实利率继续下降，购房需求持续走高，价格在波动中上行。我们认为去年真实利率下行是地产复苏的关键因素，中国独特的锯齿形态的人口年龄结构产生对有效需求的一波波冲击，令地产业沿着上行趋势线上下波动。去年地产经济的走势与预测基本吻合。

在 4 月 12 日《今年地产的多赢之路》中，我们花费大量篇幅讨论低真实利率的情况下，跨国数据均显示了地产价格膨胀的压力，我们提示了 1 季度数据公布前后防过热和地产调控的风险。

我们认为在金融结构真正多元化之前，中国的名义利率即便相对印度也更具粘性；财政改革取得真正进展之前，地方债务将约束利率大幅上调的可能性。现有的金融结构还不能内生出市场化的利率，信贷额度控制也因此延续。在非市场化的利率条件下，央行显然偏爱数量型货币工具，担心利率政策起不到紧缩作用。利率政策国内外细致差异导致利率政策传导可能不畅。

因此，要防止房价大幅上涨对社会稳定的冲击，既然不能选择大幅加息，就内生出行政性需求控制措施，直接规定不让买。利率市场化是个渐进长期的过程，同理，我们认为中国政府将长期针对地产投资性需求用行政措施进行抑制，用差别利率等方式打消涨价预期。地产因而“去投资功能”。

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。（参阅 6 月 15 日《潜伏新增长 七月变政策》）但房价已是强弩之末。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%，房价环比已于年初见顶。（参阅 6 月 9 日《通胀与房价已是强弩之末》）

盖房子，还是盖地铁？政府会选择补基础设施欠账。

五、外需比商务部预期要稳定

我们预计今年全年出口同比在 25%以上，环比较为稳定。

在 6 月 25 日《不宜不宜简单静态看人民币脱钩和加薪对出口企业影响》中，我们讨论了外需可能的变化。假设有一千家中国企业出口同样产品到海外，目前利润 10 美分；调查每家企业，都会认为工资成本上升或者人民币升值会对冲掉利润。但一千家企业面临同样的宏观参数变化，新竞争均衡可能是稍高的出口价格，而不是亏损。除非制造业可以向非常有竞争力的经济体转移，否则上述调整可能改善中国的价格贸易条件，仍然形成一个竞争性均衡。2005 年 7 月，如果调研中国出口企业，也会认为每年 6.6%的升值幅度会扼杀利润，而结果是中国出口的高速增长。

六、脱钩已兑现，还需刺激内需

从 1 季度过热，2 季度过冷，GDP 环比折年从 11%降至 8%，降速太快。5 月 PPI 季调环比折年已降至 1.2%。接下来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；同时，在通缩趋势越来越明确的压力下，为对冲人民币脱钩和地产调控的紧缩效应，决策层需要迅速实施政策转向，明确刺激基础设施投资与消费，以避免经济过冷。

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。