

宏观报告

经济回落亦有筹谋 消费制造不同转向

——2010 年四季度宏观经济

摘要：

I 全球经济弱势复苏之忧，退出还是再刺激？ 全球经济出现了较为明显的风险和增长双收敛的格局。一方面欧洲债务危机得到缓解。另一方面随着刺激政策效果的消退，美欧经济复苏的动力放缓。长期因素成为拖累经济的主因导致发达国家进入弱势复苏时期。弱势复苏的两种担忧，即赤字和失业，偏向哪一种便决定了是继续稳步“退出”还是实施“再刺激”。显然欧洲倾向于前者，而美、日更倾向于后者。但无论是哪种都会因为经济和赤字的相互牵制而更为谨慎且程度有限。财政方面的拮据将导致货币政策相对宽容，主要国家年内加息的可能性基本被排除。

I 国内经济回落成定数，政策微调可期待 结构调整和外围经济影响的效果开始逐渐明显。在货币和基本面共同的压力下，物价将同步经济出现回落。经济增速将进一步放缓，新的拖累预计是来自于出口以及难以松绑的房地产调控。在这样的基础上，政策的适度放松可以期待。四季度，投资和货币信贷政策或将有小幅反弹。实现物价控制在目标区间的可能性较大，这也大幅弱化了年内加息的可能。人民币汇率双向波动的趋势明显，四季度升值压力将有所增强。

I 制造业 回落中迎接新一轮去产能化 随着调结构的深入展开，在经济回落中面对新一轮的去产能化，将是国内制造业不可避免的问题。此轮去产能化不是简单的收缩产能。尤其是现在工业化进程已步入后半阶段，工业制造业将通过加快提高产业集中度、增加研发投入为目标来迎接新一轮的去产能化，实现制造业的产业升级。

I 消费 升级中进一步提速 虽说目前尚未跨越刘易斯拐点，但是劳动力的无限弹性正逐渐消失，劳动力成本加快追赶资本回报率的过程将为广泛的消费升级过程提供有力的支持。此外，加快消费升级的策动力还来自于消费的示范效应和消费意识的更替。同时经济调整明确向消费的倾斜，必将推动内需呈现超越性的增长。促使消费在经济增长中发挥主要作用。

报告日期： 2010 年 9 月 10 日

周欣瑜

SAC 执业证书编号：S0820209120025

电话 021-32229888*3508

邮箱 zhouxinyu@ajzq.com

相关报告

《主动调整迎来增速回落》

——2010 年下半年宏观经济

2010.6.17

《经济复苏步调“走稳”，转变发展方式“加快”》

——2010 年二季度宏观经济

2010.3.22

《货币大赛 谁先退出》

——2010 年度宏观经济

2009.12.16

月度宏观数据点评报告 每月中旬

目 录

一、四季度全球经济 弱势复苏之忧	4
1.1 主权债务危机缓解 影响有待继续.....	4
1.2 美国 供给推动的复苏受制于失业率高企.....	5
1.3 欧洲 新兴市场助力几何.....	6
1.4 弱势复苏之忧,“退出”还是“再刺激”?	7
二、中国经济 经济回落成定数 政策微调可期待	9
2.1 物价同步回落.....	9
2.2 外需疲弱显现.....	10
2.3 房地产调控难松绑.....	11
2.4 政策微调可期待.....	12
三、制造业 回落中迎接新一轮去产能化	13
四、消费 在升级中进一步提速	15

图表目录

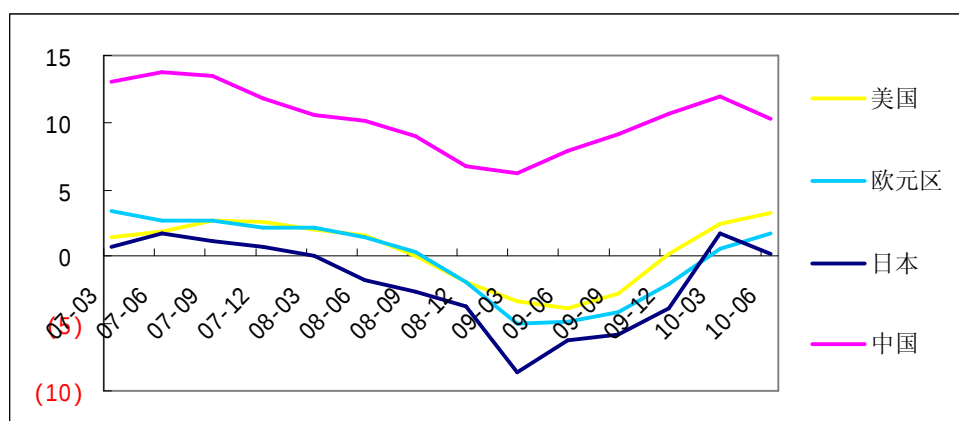
图表 1: 主要国家经济复苏情况-GDP 同比	4
图表 2: 债务五国下半年主要发行债券情况表.....	4
图表 3: 美国 GDP 环比贡献率	5
图表 4: 制造业复苏优于服务业	5
图表 5: 美非农就业在普查后转弱(千人)	6
图表 6: 储蓄占收入比走高	6
图表 7: 德国、日本出口拉动经济复苏	6
图表 8: 新兴市场国家进口需求旺盛	6
图表 9: 德国 IFO 制造景气指数(除食品)	7
图表 10: 新兴市场 PMI 制造业指数回落..	7
图表 11: 美财政赤字和联储负债(万亿)	8
图表 12: 美国物价指数疲弱	8
图表 13: M1 延迟 8 个月的物价走势.....	9
图表 14: PPI 快速下滑	9
图表 15: 产能缺口收窄	9
图表 16: 农产品批发价格总指数	10
图表 17: 猪肉价格有明显上涨	10
图表 18: 出口金额创纪录新高(亿美元)	11
图表 19: 增速显著回落(同比)	11
图表 20: 房地产开发资金及投资完成额(同比)	11
图表 21: 房地产价格及面积(同比)	11
图表 22: 投资增速下滑	12
图表 23: 货币快速回落	12
图表 24: 全年新增信贷预期	12
图表 25: 人民币双向波动明显	12
图表 26: 生产增加值及 PMI 明显降温.....	13
图表 27: 主要行业工资增长情况.....	13
图表 28: 主要制造行业集中度情况表.....	14
图表 29: 主要行业技术投入比率.....	14
图表 30: 人均 GDP 增长率持续高于人均收入	15
图表 31: 第三产业贡献率明显下降	15
图表 32: 消费增速快于收入.....	16
图表 33: 人均 GDP 消费支出图.....	16
图表 34: 人均消费性贷款占总收入比.....	17

一、四季度全球经济 弱势复苏之忧

下半年以来，全球经济出现了较为明显的风险和增长双收敛的格局。一方面，欧洲债务危机得到缓解，危机国成功发行债券筹措到资金，欧洲银行业也通过了压力测试。而另一方面，随着刺激政策效果的消退，美国经济复苏的动力明显放缓。欧洲受新兴市场的推动也无法延续至四季度。失业、收入、财政赤字等长期因素成为拖累经济持续复苏的主因。这将导致发达国家进入持续高失业率、低增长率的弱势复苏时期。

弱势复苏的两种担忧，即赤字和失业，偏向哪一种便决定了是继续稳步退出还是实施再刺激的策略。在这个问题上，主要国家的观点并不十分一致。欧洲倾向于前者，而美国、日本更倾向于后者。但无论是哪种都会因为经济和赤字的相互牵制而更为谨慎且程度有限。财政方面的拮据将导致货币政策相对宽容，欧美主要国家年内加息的可能性基本被排除。

图表 1：主要国家经济复苏情况-GDP 同比



数据来源：bloomberg 爱建证券

1.1 主权债务危机缓解 影响有待继续

进入下半年之后，欧元区的债务危机日益缓解，包括希腊、西班牙、葡萄牙等国家成功发行各自的债券，通过市场筹措到了资金。同时欧洲银行业也通过压力测试。在欧盟的监督下，之前出台财政紧缩措施逐步进入实施。西班牙今年前 7 个月财政赤字已下滑近五成。这使得市场对于欧元区稳定的信心大有改善，欧元也出现了一定的回升。可以说，主权债务危机已得到有效的缓解，但是相应的影响并没有完全显现出来。未来欧洲国家从经济刺激逐步向预算整合的转身，将顺序对欧洲消费、欧洲进口及对外投资、欧洲出口这一条传导链产生明显的拖累作用，并蔓延到全球的经济中。

图表 2：债务五国下半年主要发行债券情况表

国家	时间	简要情况	利率水平
西班牙	2010.6.17	成功发行 35 亿欧元（约合 43 亿美元）10 年期债券	债券平均收益率 4.864%，低于 17 日发债前的 5.04%
	2010.7.1	成功发行 5 年期国债，成功募集到 35 亿欧元资金。超额发行 10 亿。	发售年利率 3.65%
	2010.7.16	成功出售高达 30 亿欧元的 15 年期债券	债券收益率为 5.116%，高于 4 月 22 日出售债券时的 4.434%

请务必阅读正文之后的重要声明

4

希腊	2010.7.13	规模为 12.5 亿欧元的 6 个月期国债拍卖，成功融资 16.25 亿欧元，高于原来预期的 12.5 亿欧元目标	发行的利率为 4.65%，略高于今年 4 月 13 日发行同类债券 4.55% 的利率
	2010.7.20	成功发行 3 个月期债券，融资金额达到 19.5 亿欧元，超过预期的 15 亿欧元目标	发行的利率为 4.05%，略高于上次发行同类债券 3.65%
葡萄牙	2010.7.14	葡萄牙财政部在 7 月 14 日的标售中发行了 16.8 亿欧元政府债券	
爱尔兰	2010.7.20	出售了 15 亿欧元的 6 年和 10 年期国库券	6 年期国库券的认购比率为 3.6 倍，高于 6 月份标售时的 3.1 倍
	2010.8.17	成功发行了 10 亿欧元 2020 年 10 月到期和 5 亿欧元 2014 年 1 月到期政府债券	2014 年到期政府债券的平均收益率 3.627%，认购比例 5.4

数据来源：爱建证券

1.2 美国 供给推动的复苏受制于失业率高企

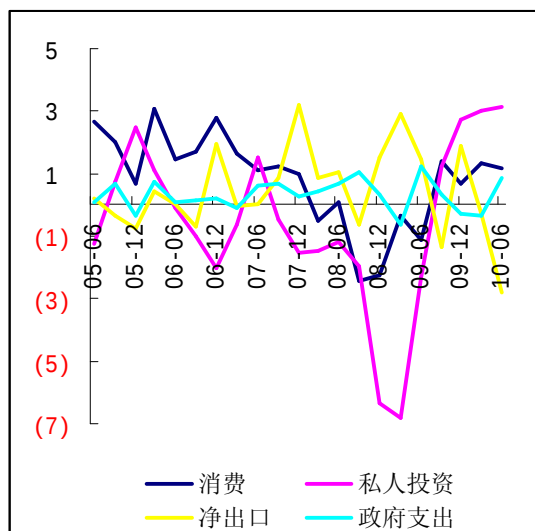
美国在经历了半年多的强劲反弹之后，增长动力开始减缓。除去外部因素影响外，还因为本轮反弹主要是由财政刺激和供给层面拉动的，所以将面临失业率高企导致需求疲软的压力。

一般来说美国的经济增长主要是依靠国内的消费，但从本轮危机复苏的情况来看，首先是回补库存行为带动了经济的反弹。至目前私人投资的资本开支和设备采购一定程度上替代了补库存效应的下滑。而消费的反弹在政府刺激政策效应平淡之后，并没有延续。这种生产、供给推动经济增长背后的原因主要是以下几个：**首先，外需的复苏好与内需，导致制造业复苏优于服务业。**美国作为本次经济危机的中心国，在危机之后企业家庭债务杠杆水平大幅提升，消费能力和预期被大幅削弱。而作为危机边缘国的一些新兴市场国家在实施了大规模经济刺激计划后，投资消费需求外溢，拉动了发达国家的对外贸易部门，促使了贸易部门的复苏要好于非贸部门。**其次是大企业复苏优于中小企业。**这是在危机之后比较常见，主要是因为银行在经历了打击之后，全面收紧信贷，对企业信贷审核异常严格，这使得中小企业的融资要求较难得到满足，面临的紧缩环境要远甚于大型企业，因而复苏的步伐也相对更为迟缓。

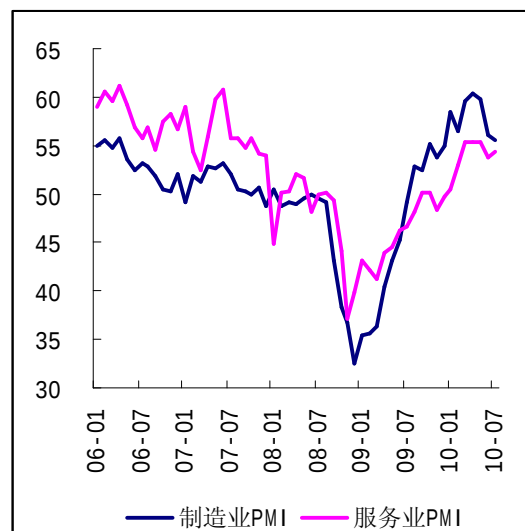
正是由于服务业部门和中小企业在复苏过程中的步伐迟缓，导致了整体企业利润水平恢复明显而就业水平却步履蹒跚，美国临时普查结束后，失业率再度回升，预计四季度将上行至 9.8% 的水平。经济增长得不到需求层面的支持，不得不逐渐放缓。从目前的零售消费和制造业扩张都有所减弱来看，三季度经济增长的动力当会进一步放缓，不过净出口对季度的 GDP 的拖累难以维持如此高的水平，预期会有所明显收窄。四季度在圣诞节假日消费的影响下会有小幅反弹，全年的经济增长在 3% 以下。

图表 3：美国 GDP 环比贡献率

图表 4：制造业复苏优于服务业



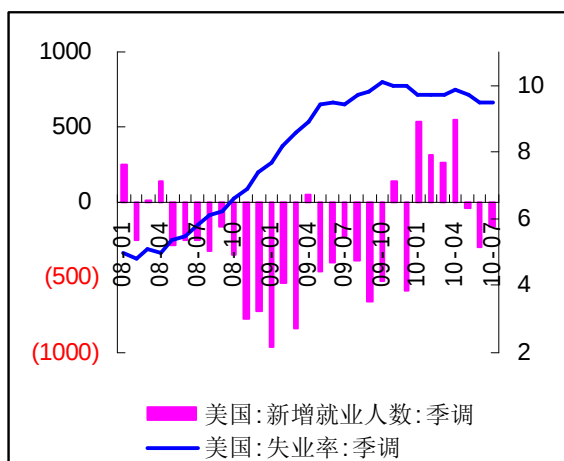
数据来源: wind 爱建证券



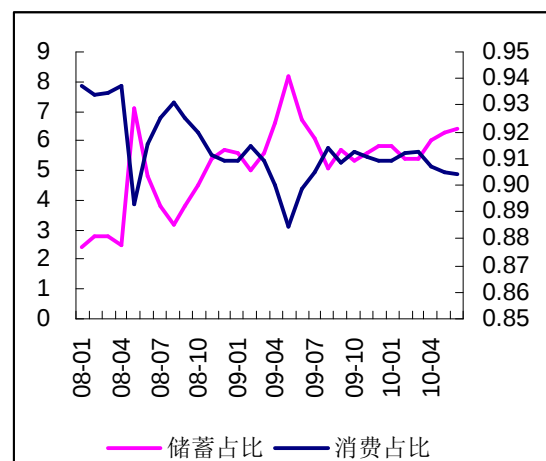
数据来源: wind 爱建证券

图表 5: 美非农就业在普查后转弱 (千人)

图表 6: 储蓄占收入比走高



数据来源: wind 爱建证券



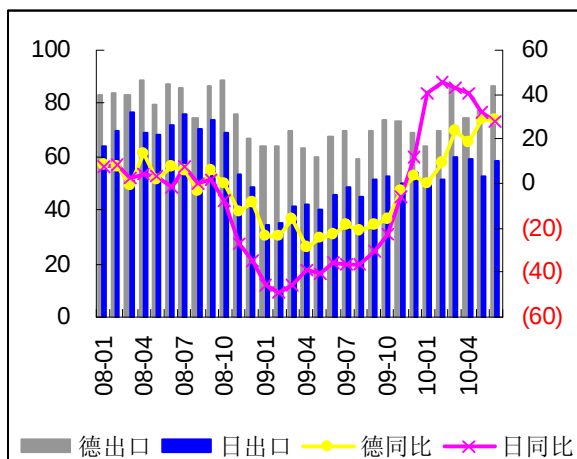
数据来源: wind 爱建证券

1.3 欧洲 新兴市场助力几何

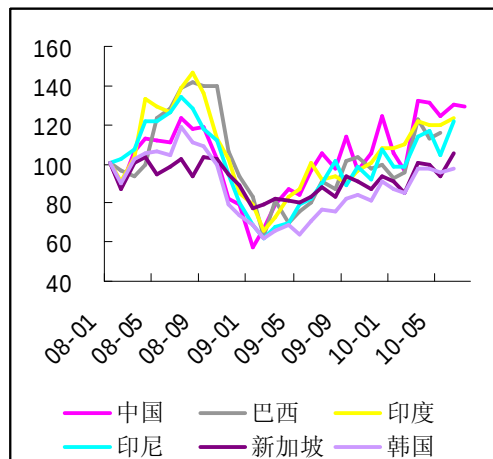
相较美国, 逐步走出债务危机阴霾的欧洲似乎更为乐观。新兴市场的需求推动欧洲、日本经济的复苏。尤其是德国, 借助欧元大幅贬值之顺风舟, 出口几乎恢复到危机前水平。推动整体经济大幅增长, 增幅达到 20 年来最好水平。

图表 7: 德国、日本出口拉动经济复苏

图表 8: 新兴市场国家进口需求旺盛



数据来源: wind 爱建证券

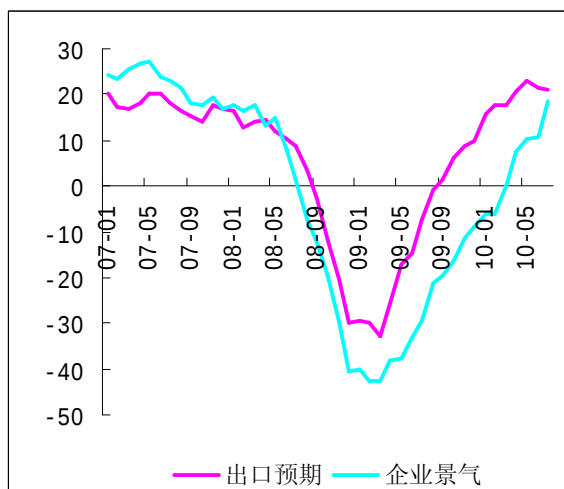


数据来源: wind 爱建证券

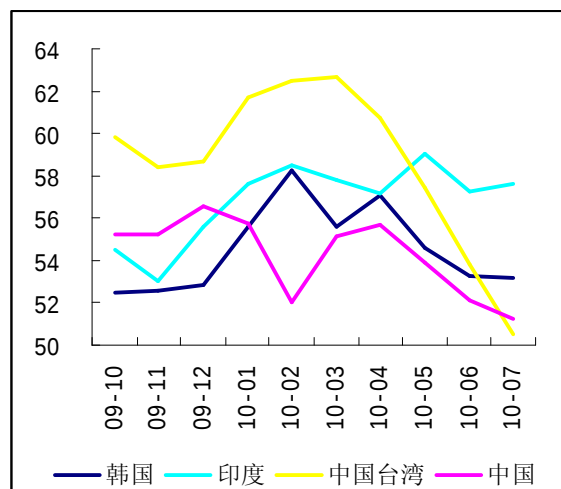
但是这般亮丽的光景, 预计无法持续到四季度。日本在日元持续大幅升值的影响下, 已出现疲态。欧洲方面就德国而言, 其企业制造业景气指数继续走强, 但出口预期已出现拐点。欧洲整体经济四季度将受到两大方面的影响: 一是新兴市场需求的放缓, 包括中国需求。新兴市场出于调控通胀、产能等考虑, 主动的收缩财政货币政策。其制造业扩张步伐已出现比较明显的放缓, 这将延迟 3-6 个月表现到其进口需求方面 (即发达国家的出口)。二是债务危机影响的显现。就欧洲内部来说复苏的状况也大不相同。包括债务危机五国等拖后腿的国家, 其强制的财政紧缩对经济的影响将自四季度出现明显的负作用。

图表 9: 德国 IFO 制造景气指数 (除食品)

图表 10: 新兴市场 PMI 制造业指数回落



数据来源: wind 爱建证券



数据来源: wind 爱建证券

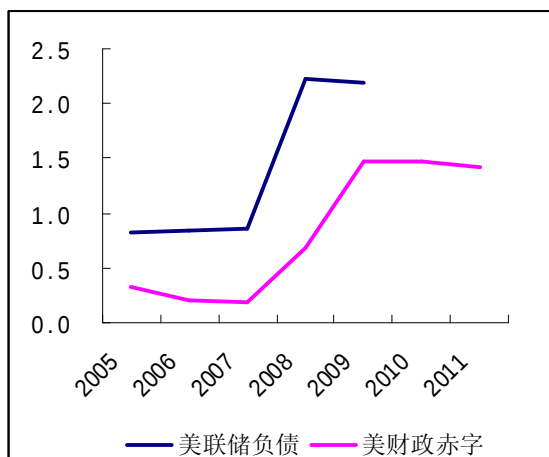
1.4 弱势复苏之忧, “退出” 还是 “再刺激” ?

美国、日本、中国等经济体开始出现了比较明显的放缓迹象, 而欧洲也将在三季度末四季度步入同样后尘。在供给拉动效应受制以及政府刺激效果消退之后, 失业、收入、财政赤字等长期因素成为拖累经济持续复苏的主因。即使目前来说二次衰退的风险并不大, 但是如果没有新的经济增长引擎来

替代通讯技术、金融、地产对经济的拉动，或将导致全球经济尤其是发达国家，进入持续高失业率、低增长率的弱势复苏时期。

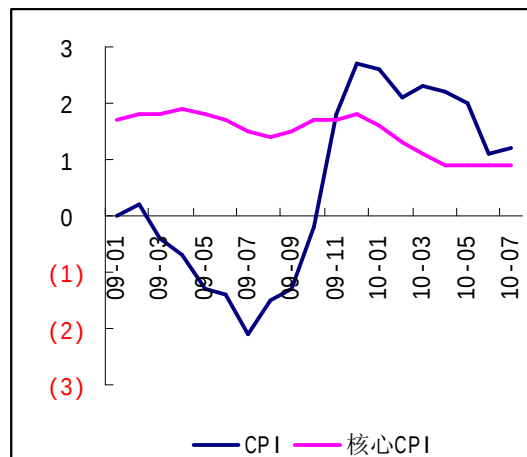
弱势复苏的两种担忧，即赤字和失业，偏向哪一种便决定了是继续稳步“退出”还是实施再刺激策略。在这个问题上，主要国家的观点并不十分一致。显然，欧洲倾向于前者，而美国、日本更倾向于后者。退出伤经济，再刺激伤财政。可见从全球来说，复苏走的也是一条两难之路。近期，美国总统奥巴马提出明年支出 500 亿美元用于高速公路、机场和铁路建设以及 7000 亿美元的企业减税计划，以为经济提供进一步的动力。在这其中，政治考量或许已经超过经济考量本身。美国财政支出和美联储的资产负债表都达到了有史以来的高位。大幅支出和收入减少，恶化的政府收支无法承受无限制的扩张。因此，尽管说发达经济体之间在退出还是再刺激方面不再一致，但这却难以在很大程度上改变经济弱势复苏的态势，其区别不过是回落的程度和时间。而无论是退出和再刺激都会因为经济和赤字的相互牵制而更为谨慎（除去有强制紧缩政策计划的国家外）且程度有限。与此同时，其他危机边缘国家的退出进度将远不及上半年频繁。财政方面的拮据将导致货币政策相对放纵，当然四季度来说，通缩的风险还是要大于通胀，因此货币政策将陷入相对平静的观察期，近期美联储悲观的表态也印证了年内加息的可能性基本被排除。

图表 11：美财政赤字和联储负债（万亿）



数据来源：wind 爱建证券

图表 12：美国物价指数疲弱



数据来源：wind 爱建证券

二、中国经济 经济回落成定数 政策微调可期待

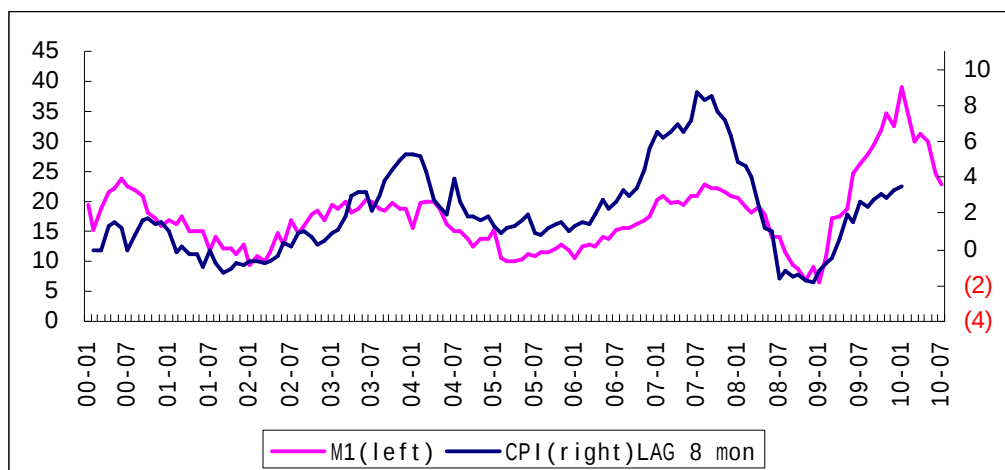
四季度中国，结构调整和外围经济影响的效果开始逐渐明显。在货币和基本面共同的压力下，物价将同步经济出现回落。经济增速将进一步放缓，新的拖累预计是来自于出口以及难以松绑的房地产调控。在这样的基础上，政策暗中适度放松可以期待。四季度，投资和货币信贷政策或将有小幅反弹。实现物价控制在目标区间的可能性较大，这也大幅弱化了年内加息的可能。人民币汇率双向波动的趋势明显，四季度升值压力将有所增强。

2.1 物价同步回落

进入三季度以来，物价指数连续创出新高。我们依然维持半年度报告中的预期。三季度物价冲顶，而在流动性和基本面的指引下，四季度则逐步回落。

流动性快速回到目标区间。央行通过公开市场操作大幅收缩流动性，使得 M1、M2 快速回落至目标区间。滞后 8 个月的物价水平和 M1 的对比显示，其对物价的牵引将于 7-8 月达到顶点。尽管本轮基础货币扩张速度要远大于 07 年度，但是物价却不会有更大或相同规模的上涨，主要原因是创造流动性来源不同。本次流动性来自于拉动投资的信贷投放，扩张规模惊人，但是大多数为中长期贷款而有所沉淀。而 07 年则来自于外汇占款，多为短期资金，流动性和增值偏好极强。另外目前处于危机复苏后期，与 07 年危机前的繁荣期不同，市场对于保有流通货币存在一定的偏好，也会降低整体货币创造和流动性的压力。

图表 13: M1 延迟 8 个月的物价走势

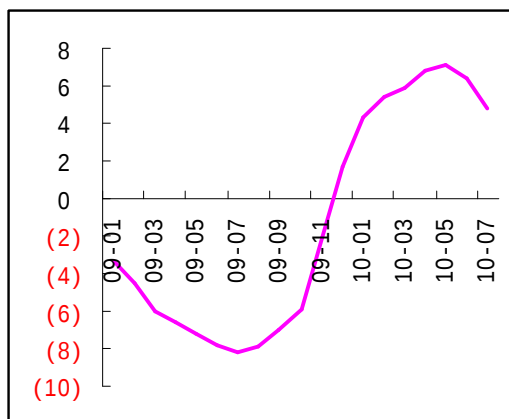


数据来源: wind 爱建证券

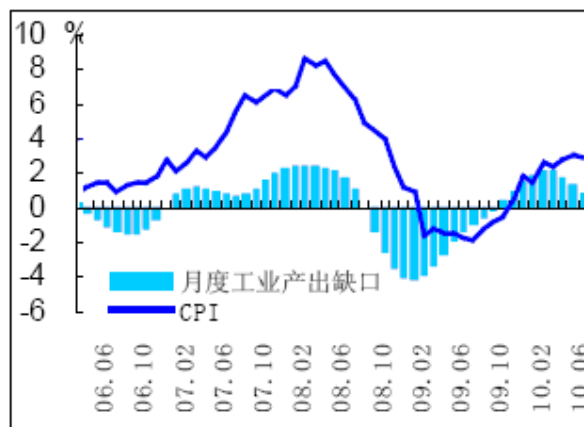
上游生产价格快速下跌。随着国内主动调整结构的进行，生产快速降温。一方面导致原材料、工业品出厂价格下滑，一方面也导致产能缺口收拢。这都将对四季度终端消费价格指数带来下行压力。

图表 14: PPI 快速下滑

图表 15: 产能缺口收窄



数据来源: wind 爱建证券

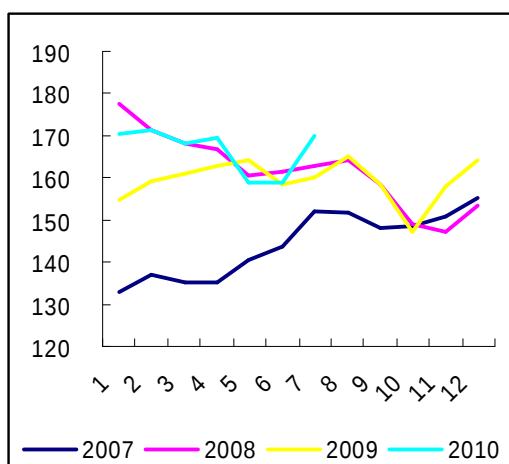


数据来源: 央行

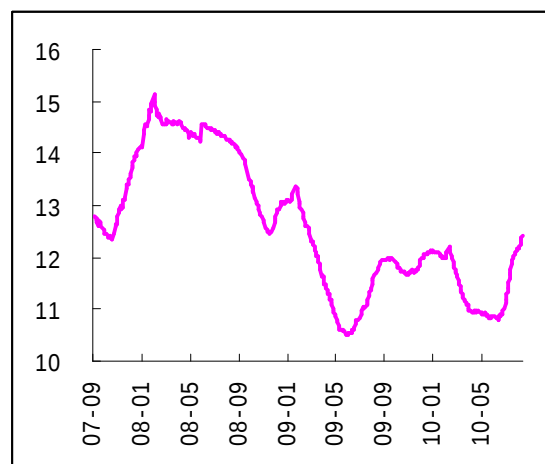
食品不确定性减弱。相比 6-8 月的情况, 8 月之后极端气候对于粮食价格的影响无疑将逐月走弱。从农业部公布的农产品批发价格总指数的季节性变化趋势来看亦是如此, 8 月之后将出现环比下行, 直至 11-12 月临近年末再度反弹。另外, 猪肉进入上涨周期, 36 大中城市农副食品均价数据显示 7 月以来猪肉已出现明显涨价, 但总体来说, 猪肉价格上涨大幅超出预期的可能较低。

图表 16: 农产品批发价格总指数

图表 17: 猪肉价格有明显上涨



数据来源: wind 爱建证券



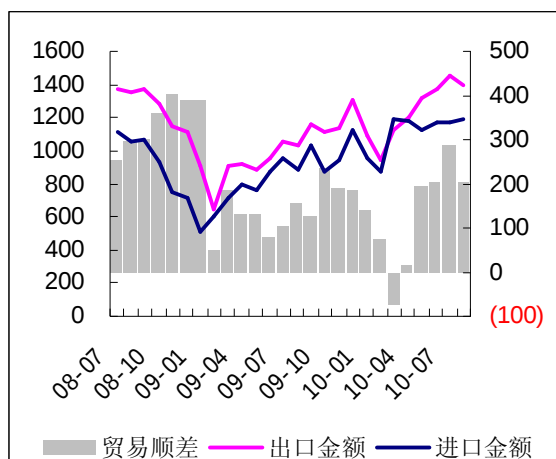
数据来源: wind 爱建证券

2.2 外需疲弱显现

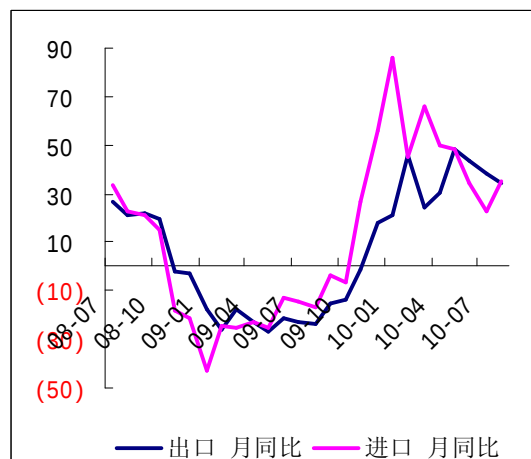
四季度经济增速继续回落的其中一个新变数来自于外需的走软。尽管新兴市场的份额有所扩大, 但是对美国、欧盟、日本的出口依然占据了我国出口贸易比例中的最大部分。其复苏动力, 尤其是消费方面需求的走弱, 将在四季度对我国对外出口形成较大的压力。另外年中时候执行的出口退税调整和人民币升值也会对出口形成一定的影响, 最终使得对外贸易在原本传统旺季时候增幅明显趋缓。另外中美、中欧, 中日的贸易摩擦有明显升级。由于二季度美国进口导致贸易项赤字大幅上升, 近期美国商务部公布了十多项提议, 旨在对进口贸易不公平问题采取更为严厉的立场, 尤其是针对中国等非市场经济体, 其将在秋季开始实行。美国对人民币汇率的责难也会进一步加剧美中贸易摩擦, 抑

制出口。

图表 18: 出口新高后小幅回落 (亿美元)



图表 19: 增速回落 (同比)

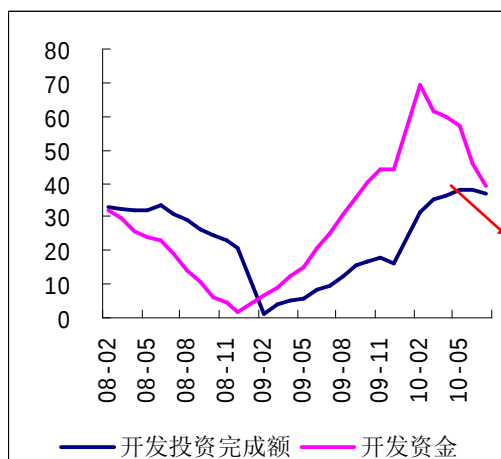


数据来源: wind 爱建证券

2.3 房地产调控难松绑

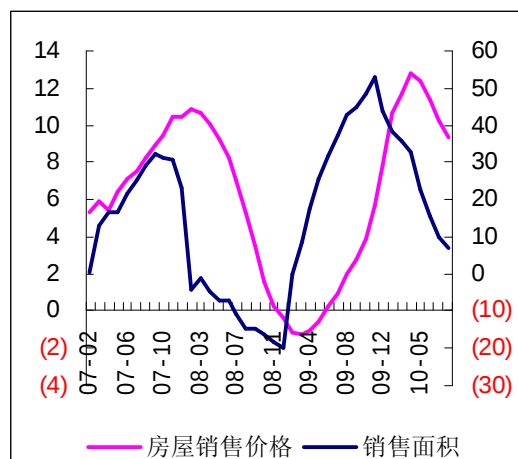
在高压的房地产新政之下, 房地产止住了快幅上涨的火爆态势。不过尚未持续半年, 再现量价回升之势。从管理层近期的表态来看, 房地产调控的目的尚未达到。因此, 尽管宏观面政策两难决策增多, 但是至少对于房地产的调控是断难松绑的。房价的进一步攀升或将引发更严厉的房地产调控政策。调控难以松绑, 将在一定程度上抑制开发投资的增速, 以及下游信贷以及相关消费需求的增长。预计全年开发投资将回落到 27-30% 附近。而销售面积将同比下滑 15%。

图表 20: 房地产开发资金及投资完成额 (同比)



数据来源: wind 爱建证券

图表 21: 房地产价格及面积 (同比)



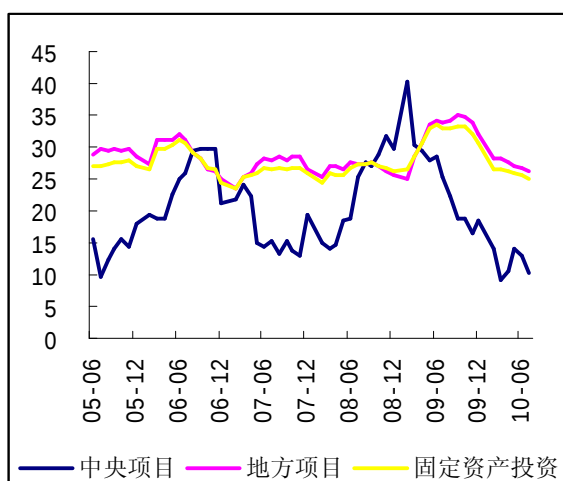
数据来源: wind 爱建证券

2.4 政策微调可期待

投资、出口、房地产调控等因素共同作用，将导致四季度单季 GDP 回落至 8.2-8.7。此时我们认为政策微调可以期待。随着地方融资平台贷款情况上报、清理，地方融资项目将逐步规范而非一刀切，其宜疏不宜堵。近期，国务院要求各地推进 4 万亿项目，以及多项中西部基建项目和地区规划被核准，显示出政策略现反周期的灵活性。预计四季度固定资产投资增速将走稳或有小幅反弹。

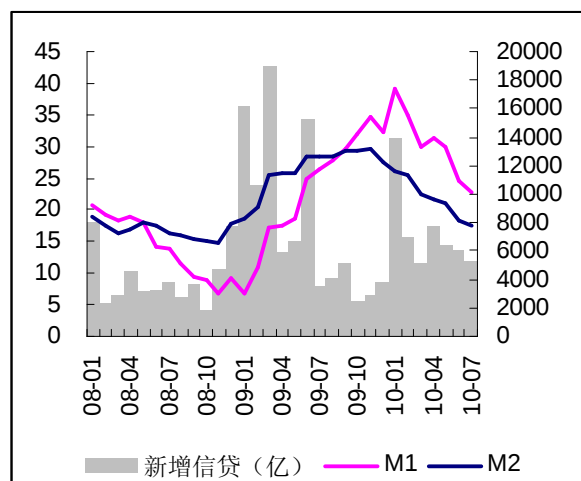
货币方面同样，三季度物价攀顶过程中，央行对于通胀的担忧依然存在。因此很难有所释放，而在四季度物价回落的时候，或将出现适度的放松。同时，考虑到物价上涨的滞后性和短期性，年内加息的可能性不大。央行方面官员也曾表示，如果加息必须具备两个条件：1、CPI 超过 4%；2、GDP 增速超过 10%。汇率方面，自人民币恢复弹性以来，国内外因素共同导致人民币汇率双向波动的趋势更加明显。在 5、6、7 月连续三个月出现外资连续流出的情况。这主要是因为国内经济回落，资产价格上涨预期不明朗，以及全球市场对未来经济走势悲观，选择美元避险的原因。不过随着美国 11 月中期大选的到来，国际方面对人民币升值的压力也有明显上升。

图表 22：投资增速下滑



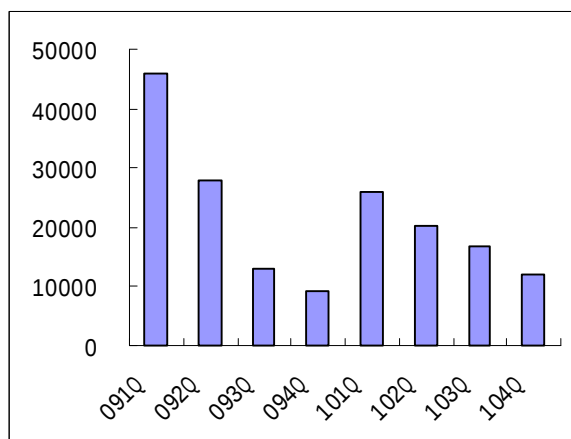
数据来源：wind 爱建证券

图表 23：货币快速回落



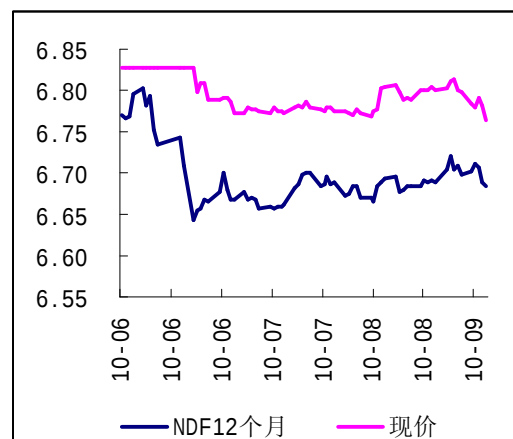
数据来源：wind 爱建证券

图表 24：全年新增信贷预期



数据来源：wind 爱建证券

图表 25：人民币双向波动明显

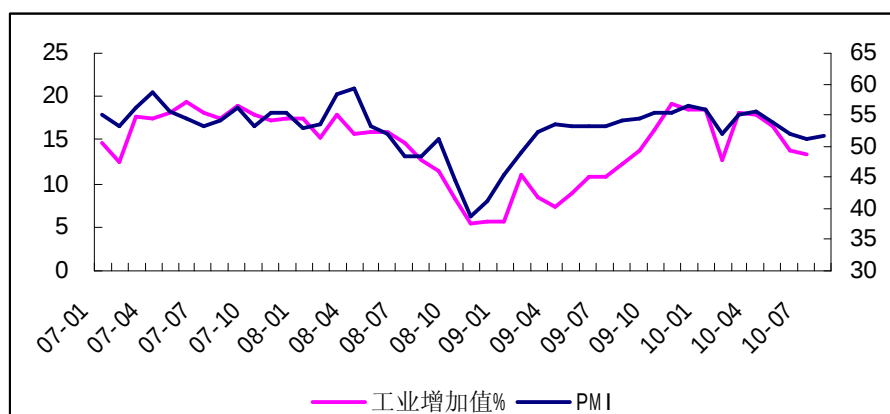


数据来源：wind 爱建证券

三、制造业 回落中迎接新一轮去产能化

回顾本次经济回落的主要动因，即出自于淘汰落后产能，调整经济结构的需要。在此指导下，国内的投资、生产已出现了比较明显的降温。事实上，金融危机前，国内局部制造业产能过剩情况就已经存在，加上 4 万亿投资中部分对过剩产能的拉动，而使得非需求因素在经济增长中占比过高。其对环境、资源的消耗也非常明显，一季度和上半年单位 GDP 耗能都出现反常的同比上升。随着调结构的深入展开，在经济回落中面对新一轮的去产能化，将是国内制造业不可避免的问题。

图表 26：生产增加值及 PMI 明显降温

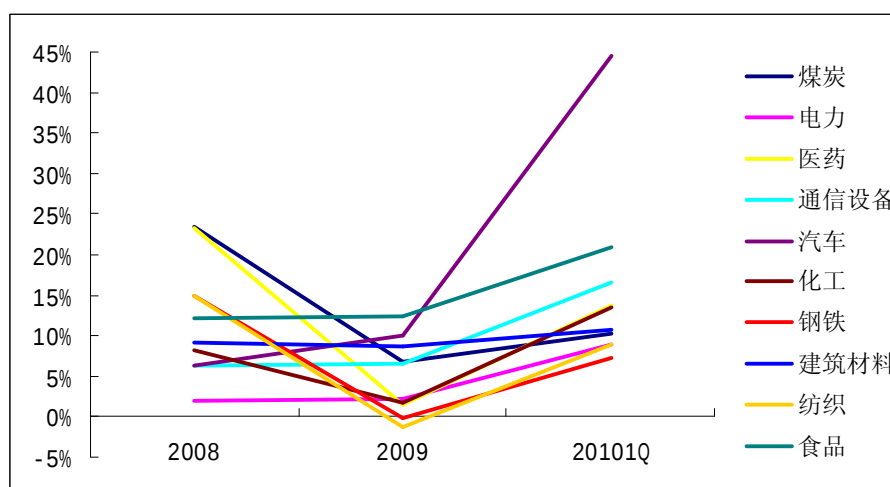


数据来源: wind 爱建证券

我国依然处于工业化道路上，工业制造业对于经济增长的贡献占据了半壁江山。此轮去产能化不是简单的理解为收缩产能。尤其是现在工业化进程已步入后半阶段，工业制造业将通过加快**提高产业集中度、增加研发投入**为目标来迎接新一轮的去产能化，实现制造业的产业升级。

目前全球经济处于弱势复苏阶段，整体对于生产需求将有所走弱。同时，资源价格的回暖则远超过产成品。这里面有货币贬值的替代原因，也有盲目扩张恶性竞争，生产率提升不足，原材料加工程度不深的原因。另外，中国人力成本也出现明显的走强。这些从上下两端压缩工业企业的利润的空间。

图表 27：主要行业工资增长情况



数据来源: wind 爱建证券

在这种情况下, 企业一方面需要缓解竞争, 一方面需要降低成本。于是将再度迎来提升产业集中度的高发期。产业集中将使得优势企业凭借资本、技术、规模等实力在此过程中快速做大, 提升规模效应, 降低运营成本, 扩大市场份额。在我国, 煤炭、汽车、钢铁、医药等行业还受到不少非市场因素的阻挠, 使得行业内企业的兼并收购、优胜劣汰的进程迟缓。对其而言更大的推动力将来自于政策层面。从之前的行业规划和新近的六大行业意见来看, 促进市场化兼并重组已成为管理层的迫切共识。因此借此本轮去产能化的过程, 产业集中将表现出更快的上升。制造业将进一步走向“大”时代。从而强化上游资源的定价能力, 集约利用, 规模化效应实现, 以及提升生产效率和产业升级。

图表 28: 主要制造行业集中度情况表

		2006	2007	2008	2009
采矿能源	煤炭	59.50%	58.75%	55.67%	59.61%
	电力	49.95%	51.84%	56.29%	57.18%
高新技术	制药	28.16%	26.59%	26.69%	25.97%
	通信设备	45.06%	53.02%	56.55%	64.71%
中高技术	汽车	37.76%	55.59%	56.28%	58.80%
	化工	24.91%	23.11%	22.35%	22.00%
中低技术	钢铁	47.01%	46.42%	42.03%	43.66%
	建筑材料	43.93%	44.24%	47.15%	46.56%
低技术	纺织	27.59%	28.91%	33.11%	35.49%
	食品	48.64%	50.05%	52.70%	54.37%

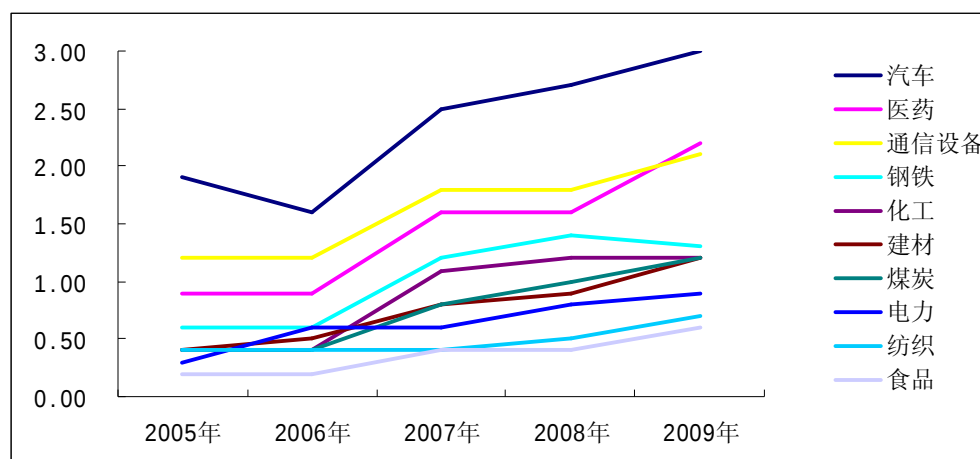
在日益激烈的竞争中, 主要行业已逐渐表现出集中的趋势, 但是这与国际水平相比较还是远远不够。甚至在制药、化工、钢铁行业出现集中度的倒退。这些行业都需要通过一定的政策指导加快集中的步伐。

注: 采用 09 年收入排名前五公司与全行业公司比较

数据来源: 爱建证券

其次, 研发、技术投入也是目前制造业工业化进程中的薄弱点, 技术提升程度不快, 导致大量的产能集中在低加工技术层面的领域, 竞争激烈, 产能过剩。利润上升与产能增长不成比例。而在高端需求方面反而要进口。综观本次金融危机中, 沿海出口企业倒闭最为严重的就是缺少自主技术品牌的代工企业。因此, 增加研发投入是实现集约生产, 改变行业格局, 使经济走出危机的最好策略之一。而企业规模小且分散则成为整体研发投入水平不高的重要障碍之一。最新的调研显示, 中国企业研发投入增幅保持世界领先, 同时中国国内企业期望提高研发投入意愿强烈, 政策补贴扶持力度也相当有力。因此, 伴随着行业集中度的提高, 具备大规模投入研发的条件后, 还将出现研发、技术投入的快速增长。

图表 29: 主要行业技术投入比率



数据来源: wind 爱建证券

在工业化进入下半阶段的时期，制造业对经济的整体贡献将逐步让位于服务业。而制造业本身也将步入以高科技、深加工为主的产业升级阶段。相信在此过程中，快速取得规模优势以及天生需具备研发要求的高新技术、中高技术行业包括汽车、设备制造、通信、医药等将呈现高于整体行业水平的成长性，从而成为未来五年内制造业中的领导力量。

四、消费 在升级中进一步提速

近期劳动力成本上升、农村劳动力返流、人口红利拐点等问题，激发中国跨越刘易斯拐点的猜测，基于以下若干因素，我们认为目前国内处于已走过“刘易斯第一拐点”，也就是劳动力不再是无限供给，由于传统农业部门的压力，现代工业部门的工资开始上升；但是尚不到刘易斯第二拐点（真正含义上的拐点），没有表现出传统农业部门与现代工业部门的边际产量相等，劳动力停止转移，劳动收入等于甚至快于资本收入增长率。

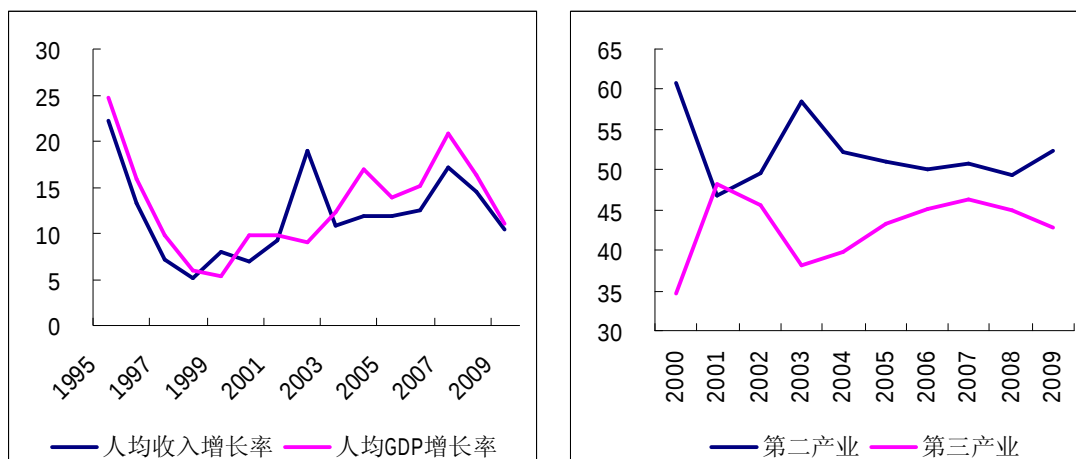
首先是**生活成本提高推动了劳动力成本的被动提升**。在刘易斯第二拐点来到之前，工资率依然不是由工业部门的边际产量决定，而是由其机会成本——即农业部门的边际产量或者说劳动者的必要生活资料价格决定。伴随着 GDP 的快速增长，制造部门的劳动生产率大幅提高，但是农业、服务部门的生产率无法大幅提高，因此其将表现为价格更多的上涨。这就普遍提升了机会成本，被动推升劳动力成本。表现为食品、服务产品（教育、医疗）、非贸易品（土地）价格的上涨，使得劳动者需要得到更多的报酬才能维持日常生活。

其次是**劳动力成本快速上涨具有一定的结构性**。目前，劳动力成本的快速上涨，主要集中在低端领域。而整体劳动力市场依然处于供大于求的状态之下。低端劳动力成本上涨明显有几个原因，包括基数低、应对生活成本提高弹性小、农产品涨价导致务农收入替代打工、以及阻碍农村劳动力自由流动的户籍等相关制度。此类劳动力成本上涨未来也会遭遇一定的瓶颈，包括农村富裕的农村劳动力依然存在，以及如同发达国家工业化过程中表现出来的，产业向更落后的地区甚至国家转移。

另外则是**劳动力收入增长依然低于经济增速，资本回报高于劳动**。以收入法核算的 GDP，劳动者报酬占比逐年下降，即便剔除所谓的统计因素，也不能改变 96 年以来逐年下滑的趋势，而同时，营业盈余却逐年上升。诚然，在工业化过程中，工业作为资本密集型产业，对于资本的需求更胜劳动力，因此对资本的回报也有更高的倾向性。同时作为真正劳动密集型的服务业却在最近三年经济贡献率出现萎缩。

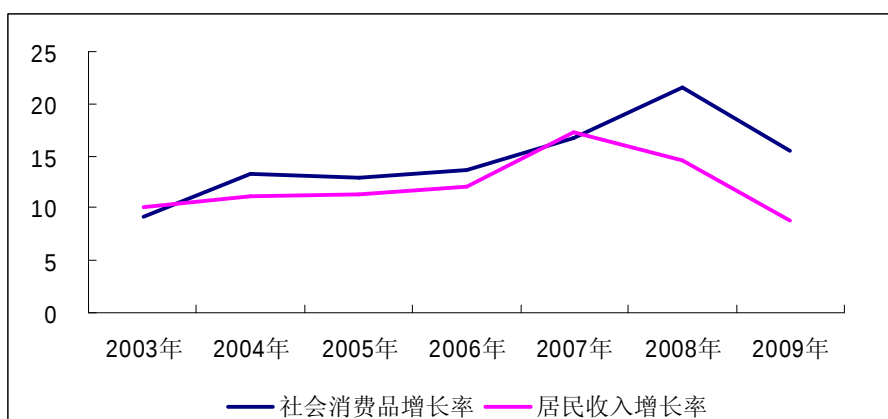
图表 30: 人均 GDP 增长率持续高于人均收入

图表 31: 第三产业贡献率明显下降



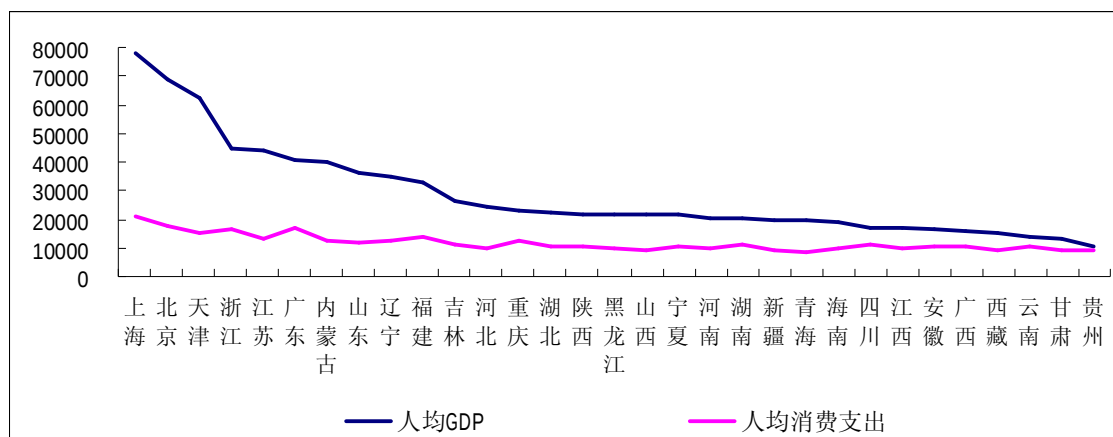
因此，虽说目前尚未跨越刘易斯拐点，但是劳动力的无限弹性逐渐消失，劳动力成本加快追赶资本回报率。这个追赶过程将为广泛的消费升级过程提供有力的支持。除此之外，可以看到，近几年来，商品消费的增速连续超过收入的增速，加快消费升级的策动力还来自于消费的示范效应和消费意识的更替。

图表 32：消费增速快于收入



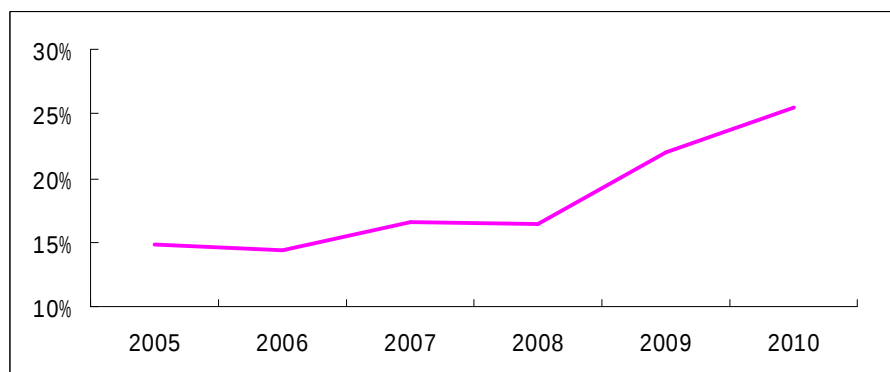
消费的示范效应，是指人们的消费行为不但受收入水平的影响，而且受其他人消费行为的影响。当消费者看到这些人因收入水平或消费习惯的变化而购买高档消费品时，尽管自己的收入没有变化，也可能仿效他人而扩大消费。这种效应甚至是跨越国界。于是，消费的示范效应会造成相对低收入水平居民的消费需求超出他们一般的水平。目前，沿海城市效仿发达国家消费水平以及内地效仿沿海城市都在加快传统消费升级的过程。尤其最近有调查显示，尽管沿海城市与欠发达小城市在收入上有很大的差距，但是小城市居民在食物、服装、娱乐、保健及健身方面的花费差距却不大。甚至早高端消费及奢侈品消费方面，在二、三线城市，对奢侈品的需求和投资增长已超过一线城市。包括 LV、GUCCI、卡地亚、菲拉格慕、杰尼亚等奢侈品牌在郑州、济南、太原、贵阳、大连、金华等二至四线城市都开始了深入的扩张。

图表 33：人均 GDP 消费支出图



另外一点更为重要的原因是消费意识更替。随着 80 后、90 后消费者逐渐成为消费主力，他们的消费意识和观念相较之前已有了非常明显的不同。他们对商品的喜好性、夸耀性需求早已超过商品本身的使用价值。同时，喜新厌旧又促使他们持续消费，加速更新换代。因此，他们拥有更为扩张的消费水平甚至普遍接受贷款消费的模式。这种意识理念的变化，也使得消费在升级的过程中被不断加快。

图表 34：人均消费性贷款占总收入比



当然，在消费的内生动力快速增强的同时，消除阻碍消费增长的外在的、结构性因素应当是政策提升内需的主要着力点。包括调整收入分配缩小贫富差距、完善社会保障体制、加快城市化进程等，这不是说政策要参与到推动消费内生动力之中去。消费补贴不过是将未来的消费提前实现。而是要为消费的升级提供顺利进行的环境。目前随着经济调整明确向消费的倾斜，消费政策从侧重短期刺激走向长期改良，以及收入分配体制将被更为重视和改进，内需升级动力的进一步释放必将推动消费增长呈现超越生产制造的增速，而促使消费这个引擎逐步替代投资、出口在经济增长中发挥主导作用。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。