

无为之间见有为

——2010 年 4 季度宏观经济报告



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

学术顾问

陆磊

(0755) 8249 2062 lulei@lhqz.com

分析师

陈勇

SAC 执业证书编号: S1000209080201
(021)2010 6011 chen Yong@lhqz.com

张晶

SAC 执业证书编号: S1000208100156
(0755) 8249 2011 zhangjing@lhqz.com

联系人

蔡健

(0755) 8236 4415 caijian@lhqz.com

汪毅

(021) 6849 8613 wangyiyjs@lhqz.com

主要观点

• **总体看法:** 在今年前三季度侧重治理去年过度扩张留下“后遗症”之后, 四季度将“镇之以静”, 即依赖经济和政策的惯性与延续, 是之谓“无为”, 由此塑造的后果是: 1、出口和消费代表的自发性增长动力犹存, 但动量衰减; 2、政策性投资力度加大, 但意在“托底”而非“拉上”; 3、通胀压力难消, 但负利率仍被容忍, 货币政策将延续数量调控。故短期看似“无为”, 实则“有为”以纠偏, 但就中期而言, 毕竟还需寻找新的增长动力, 对此, 我们期待收入分配制度改革。

一、经济运行缓速企稳

• **1、出口增长动力犹存, 但下行压力加大。** 外需增长的大环境是海外经济继续复苏, 二次探底风险较小, 而主要动力来自美国消费企稳。出口下行压力体现在海外经济复苏仍属疲弱, 贸易摩擦影响日益显著和国内出口增长面临的阻力加大。

• **2、消费稳中略降。** 影响四季度消费的短期因素包括长假/节日效应和政策刺激, 但其边际效应均在递减。考虑去年 4 季度的高基数, 预计 4 季度消费同比增速回落至 17% 左右。

• **3、投资增速或略有回升。** 在终端需求回落的情况下, 我们观察到, 政策性投资力度有所加大, 表现在中央项目投资反弹和保障性住房建设力度加大。因此, 我们预计投资回落速度将趋缓, 而受基数影响三季度投资同比增速(21.3%)下滑较快, 四季度将略有反弹。

• **4、工业生产下滑但空间有限。** 从供给面看, 工业增加值增速已回落至历史平均水平以下, 未来一方面有需求支撑, 另一方面受节能减排目标约束。综合排放规模和减排进度, 未来产能调整力度较大的行业包括钢铁、化工、建材、石化和有色金属等; 节能减排压力较大的省份包括河北、江苏、山东、广东、浙江、辽宁。

二、通胀压力挥之不去

• 体现在三个方面: 1、CPI 短期或有回落, 但不改负利率和明年上半年上行趋势; 2、在资产价格层面, 住房市场环比可能将“量价齐升”, 其可持续性取决于是否有超预期调控政策; 3、在货币层面, 信贷相对宽松, M2 或超全年预定目标

三、动静之间: 政策的“无为”与“有为”

• **1、短期内的“无为”体现为沿袭前期政策思路,** 具体为: 第一, 货币政策依然坚持数量调控优先。第二, 积极财政政策仍有较大空间。第三, 针对房地产的定向治理力度不会放松, 甚至有加大的可能。

• **2、中期的“有为”: 期待收入分配制度改革破题。** 我们发现, 历史上全要素生产率(TFP)增长率下降, 特别是转为负增长时往往会催生一轮制度改革。我们研判, 收入分配制度改革很可能成为新一轮改革方向。

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

一、经济运行缓速企稳.....	5
1.1 出口增长动力犹存，但下行压力加大.....	5
1.1.1 外需增长势头尚可持续.....	5
1.1.2 出口下行压力不容忽视.....	7
1.2 消费稳中有降.....	9
1.3 投资增速或略有回升.....	10
1.3.1 政策性投资力度加大.....	10
1.3.2 投资结构变动特征.....	11
1.4 工业生产下滑空间有限.....	12
1.4.1 工业增速进入平稳区间.....	12
1.4.2 节能减排政策影响分析.....	13
二、通胀压力挥之不去.....	15
2.1 CPI 层面：短期或有回落，但不改负利率和上行趋势.....	15
2.2 资产价格层面：住房市场“量价齐升”.....	16
2.3 货币层面：信贷相对宽松，M2 或超全年预定目标.....	17
三、动静之间：政策的“无为”与“有为”.....	18
3.1 短期内的“无为”：一动不如一静.....	18
3.2 中期的“有为”：期待收入分配制度改革破题.....	19
附件 1：主要宏观经济指标预测.....	22

图表目录

(本报告含 43 张图、2 张表)

图 1: 2010 年对 G3 和东盟出口增长较快(%).....	5
图 2: 机电产品和高新技术产品增长	5
图 3: OECD 综合领先指标显示海外经济继续复苏.....	6
图 4: 出口领先指标维持高位	6
图 5: 美国消费者信心指数止跌企稳	6
图 6: 美国零售(汽车除外)自 5 月份下滑后开始企稳.....	6
图 7: 美服务部门就业对非农就业人数起到积极作用.....	6
图 8: 美个人所得及支出增长稳定, 储蓄率未明显上升.....	6
图 9: 美国消费信贷有改善迹象	7
图 10: 美国信用卡消费 3 个月平均还款率.....	7
图 11: 欧元区内新订单下降.....	7
图 12: 德国 ZEW 经济景气指数下滑	7
图 13: 近期欧元区主要债务国家 CDS 有所抬头	7
图 14: 2011 年欧洲各国应付利息/当年债务额.....	7
图 15: 新兴市场国家 2010 年 GDP 增速变化.....	8
图 16: 新兴经济体主要国家 CPI	8
图 17: 日本经验显示贸易保护压力将加大.....	8
图 18: 人民币实际有效汇率呈上升趋势.....	8
图 19: 预计四季度出口增速回落	9
图 20: “节日效应”带动环比增长	9
图 21: 限额以上企业销售中占比最大的几个类别.....	10
图 22: 三季度汽车销售同比增速出现反弹.....	10
图 23: 收入增长与消费增长的偏离	10
图 24: 中央项目投资增速反弹(累计同比, %).....	11
图 25: 房地产行业投资增长维持高位	11
图 26: 制造业投资增长非常稳定(%)	11
图 27: 城镇固定资产投资的同比增速(%)	11
图 28: 工业生产增速回落到正常区间(%)	12
图 29: 工业部门库存调整显得“过度”(%)	12
图 30: 重工业和轻工业生产增速回落到历史正常水平.....	12
图 31: 国民经济各行业耗能占比	13
图 32: 工业各子行业耗能占比	13
图 33: 主要工业行业的单位产值能耗	13
图 34: 主要工业行业的单位产值能耗	13
图 35: 全国各省份能耗占比	14
图 36: 各地区 2008 年相对于 2006 年的能耗减少幅度.....	14
图 37: CPI 趋势预测	15
图 38: 70 个大中城市房屋销售价格未因调控而显著下跌.....	16
图 39: 进入下半年后一线城市住房市场“量价齐升”	16

图 40: 今年下半年信贷相对宽松	17
图 41: M1 和 M2 增速领先于 CPI 上涨	17
图 42: 流动性继续回落, M1 与 M2 增速差继续收窄	18
图 43: 全要素生产率下降时政府出台制度性改革?	19
表 1: 近年来推出的收入分配改革政策.....	19
表 2: 主要宏观经济指标预测表	22

四季度宏观经济总体看法：如果说去年的四万亿投资是一剂猛药，今年前三季度侧重治理其“后遗症”，措施包括流动性收紧、房地产调控和节能减排约束等，则四季度将“镇之以静”，即依赖经济 and 政策的惯性与延续，是之谓“无为”，由此塑造的经济后果是：1、出口和消费代表的自发性增长动力犹存，但动量衰减；2、政策性投资力度加大，但意在“托底”而非“拉上”；3、通胀压力挥之不去，但负利率仍被容忍，货币政策将延续数量调控。故短期看似“无为”，实则“有为”以纠偏，但就中期而言，毕竟还需寻找未来的增长动力，对此，我们期待政策上的“大有为”，即收入分配制度改革。

一、经济运行缓速企稳

我们预计四季度经济继续减速但开始企稳。从需求面看，出口受基本面和基期因素共同影响，同比增速将有较为明显的回落，虽然全年增速或超预期，但下行趋势难教人乐观，消费增速预计稳中有降，在此背景下，政策性投资有所抬头并形成抵补，表现在中央强调四万亿投资最终落实和保障性住房建设力度加大，故综合而言，总需求回落较为温和。从供给面看，工业增加值增速已回落至历史平均水平以下，未来一方面有需求支撑，另一方面受节能减排目标约束，我们预计四季度工业生产下行但空间有限。

1.1 出口增长动力犹存，但下行压力加大

无可否认，今年以来出口表现相当强劲，1-8月累计同比增长35.5%。分地区看，对G3（尤其是美国与欧盟）和东盟出口增长较快（图1），而从产品看，机电产品和高新技术产品是主要增长动力（图2）。有鉴如此，我们上调全年出口增速至25%。

图 1：2010 年对 G3 和东盟出口增长较快(%)

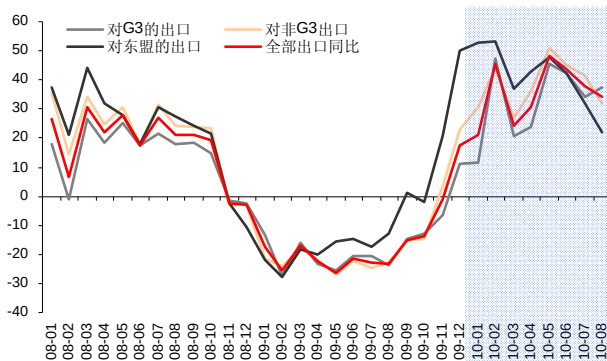
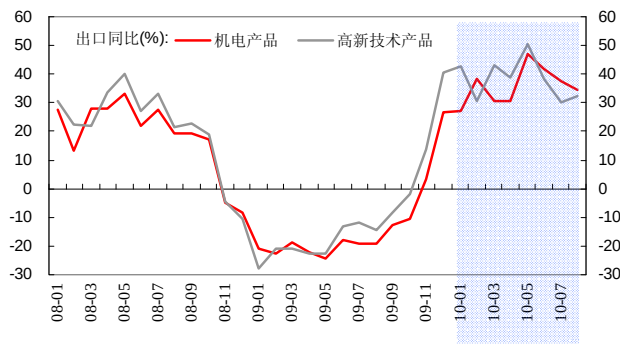


图 2：机电产品和高新技术产品增长

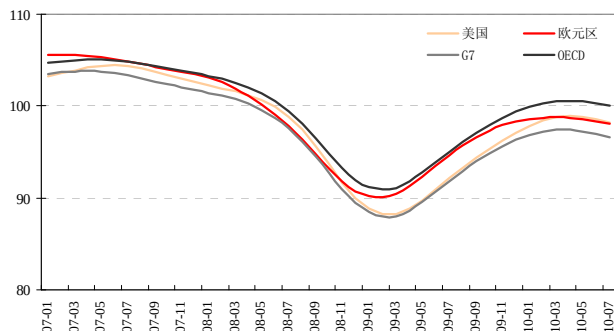


资料来源：CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

1.1.1 外需增长势头尚可持续

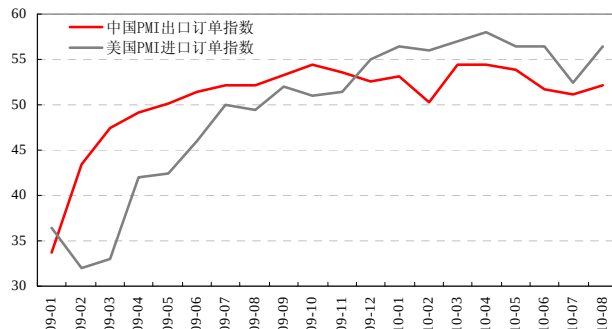
就国际大环境而言，其动力来自海外经济继续复苏，二次探底风险较小。对此，无论是IMF和各主要国家央行的评估和预测，还是OECD综合领先指标（图3），都可提供佐证。由此，从领先指标看，外需有望维持一定力度（图4）。

图 3: OECD 综合领先指标显示海外经济继续复苏



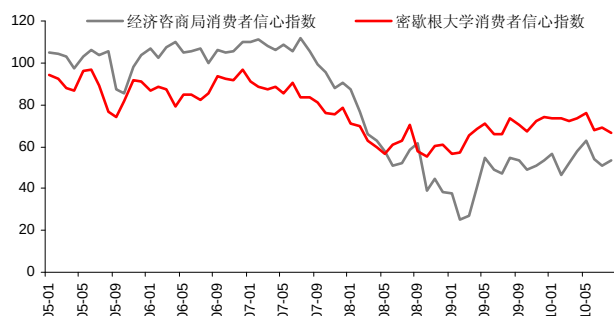
资料来源: CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

图 4: 出口领先指标维持高位



就主成份而言，出口增长动力来自美国消费企稳，作为领先指标的消费者信心指数（图 5）和作为同步指标的零售数据（汽车除外）均显示如此。分析原因，一方面是美国就业和收入状况趋于稳定，其中，服务部门就业显著增长（图 7），导致失业趋于改善，而个人所得和支出增长稳定，储蓄率未明显上升（图 8）；另一方面，美金融市场条件开始改善，消费信贷同比有所回升（图 9），特别是信用卡还款率指标明显上升（图 10）。

图 5: 美国消费者信心指数止跌企稳



资料来源: CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

图 6: 美国零售(汽车除外)自 5 月份下滑后开始企稳

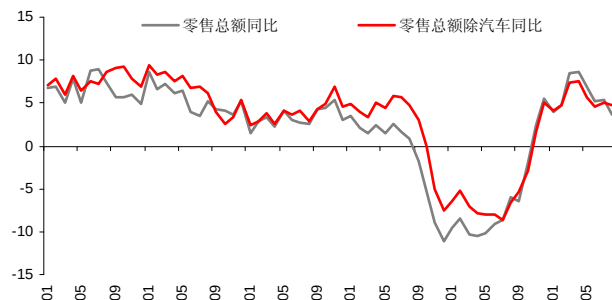
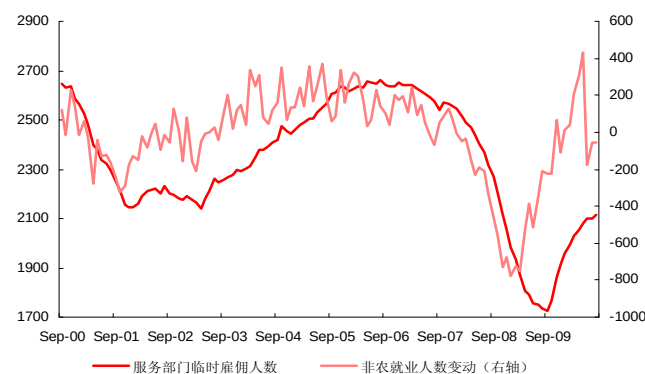


图 7: 美服务部门就业对非农就业人数起到积极作用



资料来源: CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

图 8: 美个人所得及支出增长稳定，储蓄率未明显上升

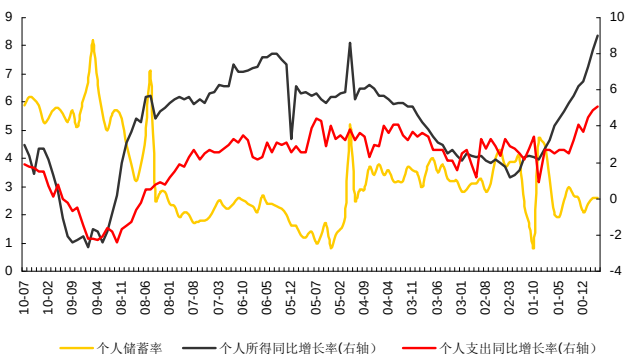
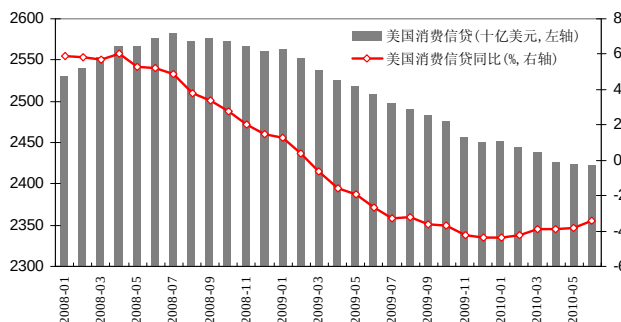
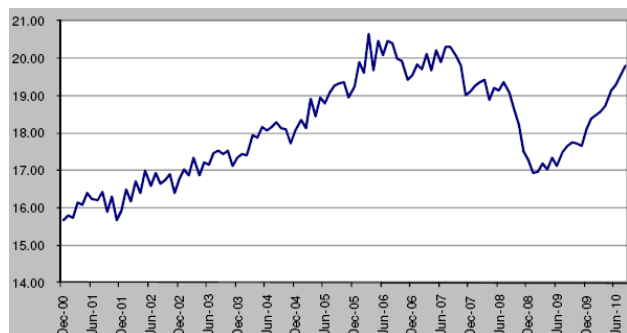


图 9：美国消费信贷有改善迹象



资料来源：CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

图 10：美国信用卡消费 3 个月平均还款率

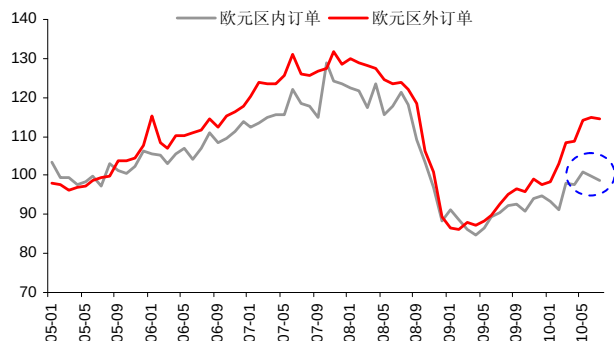


1.1.2 出口下行压力不容忽视

首先，从海外经济基本面看，复苏势头仍属疲弱。

一是欧元区经济放缓。近期欧元区内订单下降（图 11），影响了德国的出口，也反映出欧元区经济面临下行的压力（图 12），上半年财政紧缩背景下的经济减速可能会出现。另外，主要债务国家的 CDS 有重新抬头的趋势（图 13），且各国的 10 年期国债利差与德国相减，上升趋势明显。在经济下行的压力下，未来债务危机的阴影（图 14）会不时的打击金融市场的信心。

图 11：欧元区内新订单下降



资料来源：CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

图 12：德国 ZEW 经济景气指数下滑

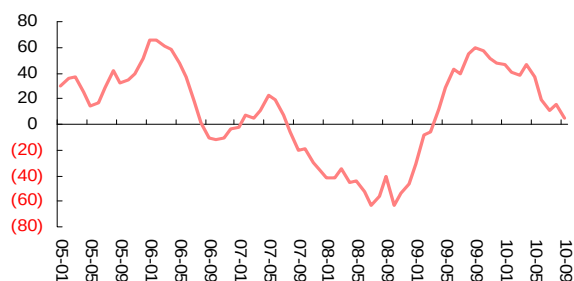
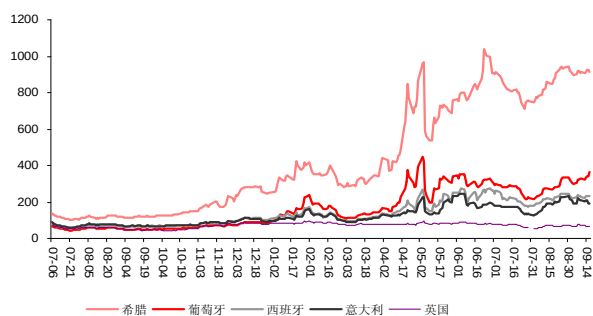
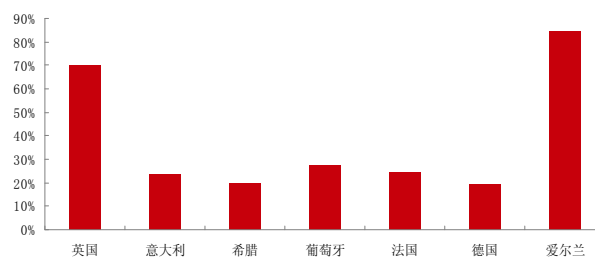


图 13：近期欧元区主要债务国家 CDS 有所抬头



资料来源：CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

图 14：2011 年欧洲各国应付利息/当年债务额



二是新兴市场国家/资源国面临通胀压力，先后加息，紧缩政策将导致经济增速在未来一年将会小幅放缓。

图 15：新兴市场国家 2010 年 GDP 增速变化

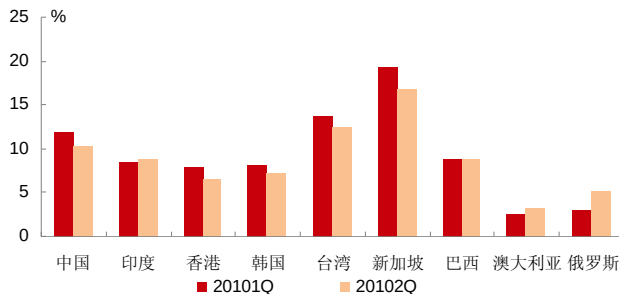
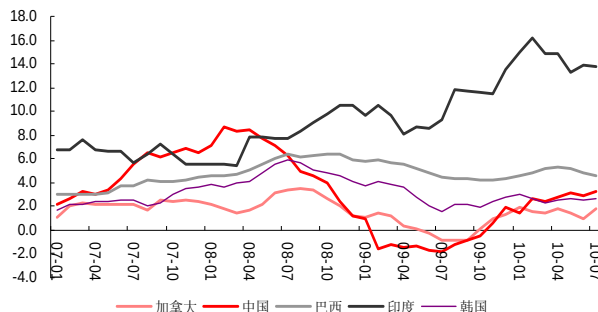


图 16：新兴经济体主要国家 CPI



资料来源：CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

其次，从国内因素看，出口增长面临的阻力加大。一是针对中国制造的贸易保护主义倾向严重，并且很多门槛绕开 WTO 框架，以低碳环保、汇率等名义出现，出口企业遭遇“双反”调查的数量和规模均呈上升趋势，这说明加入 WTO 所带来的制度红利已逐渐消退。二是汇率波动加剧，人民币实际有效汇率走高。三是可能的外贸政策调整，如降低出口退税率等。

图 17：日本经验显示贸易保护压力将加大

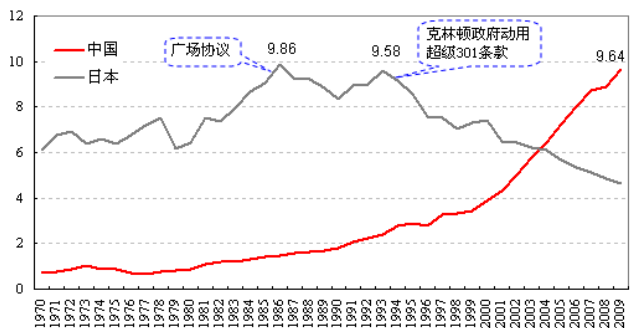
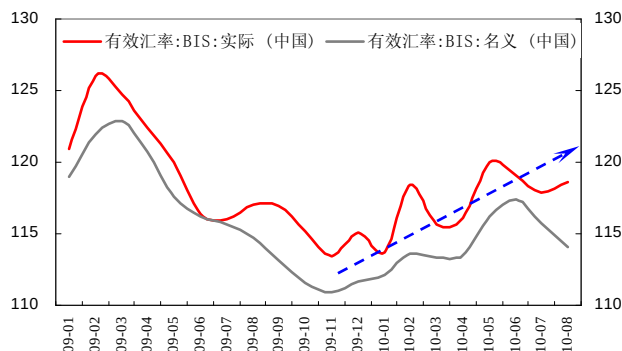


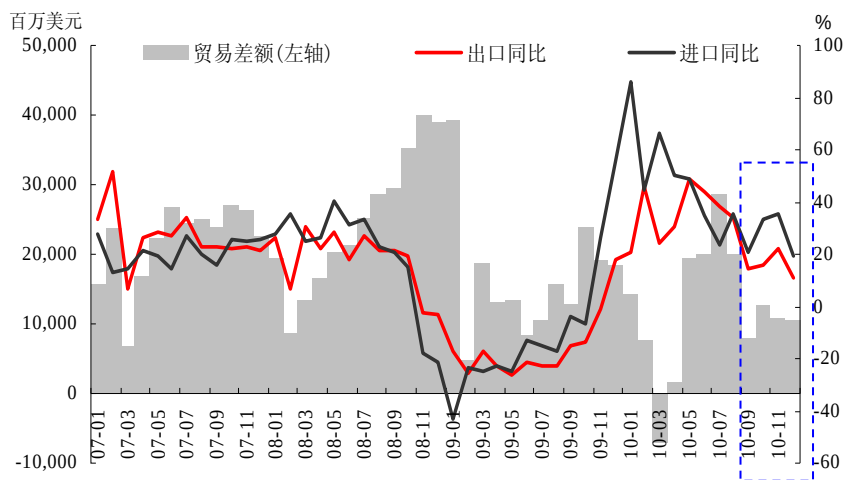
图 18：人民币实际有效汇率呈上升趋势



资料来源：CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

综合考虑国内外因素和基期抬高因素，我们预计四季度出口同比增长 16%，从月度看，出口增速将从近 50% 的同比增速高点向 12 月的 10% 收敛（图 19）。从年度看，2011 年出口增速将较 2003-2007 年间 30% 的平均水平下降一个台阶，约为 15%。

图 19： 预计四季度出口增速回落



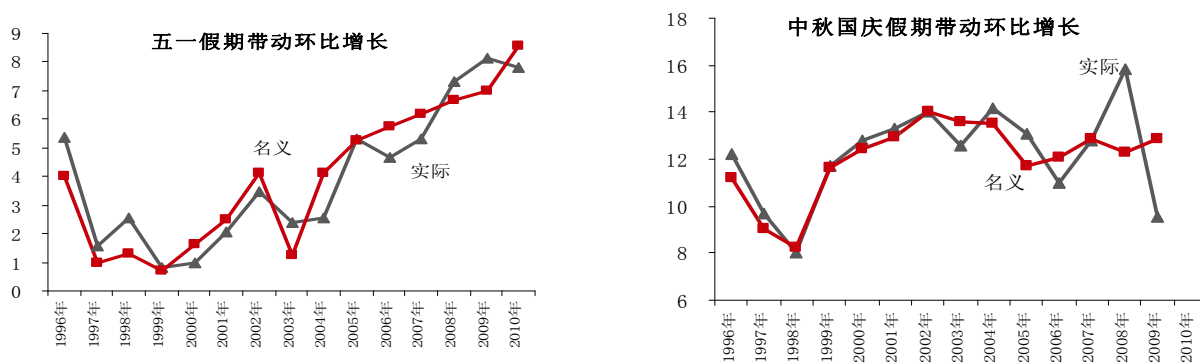
数据来源：CEIC、华泰联合证券研究所

1.2 消费稳中有降

影响四季度消费的短期因素包括长假/节日效应和政策刺激，但其边际效应均在递减。

由图 20 可见，五一、国庆两个长假带动的消费增长“节日效应”较为显著，从中秋、国庆假期拉动的环比增速来看，均值在 12% 左右。我们认为，今年的“节日效应”也将对 4 季度的消费额有一定贡献。不过，在政策的边际效应递减的背景下，预期环比增速应在均值以下。

图 20：“节日效应”带动环比增长



资料来源：CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

政策刺激主要体现在以汽车为代表的可选消费方面。从消费的结构来看，汽车销售在社会消费品零售额数据中占比较大（图 21），汽车企业年初过于激进的销售策略导致了库存的过快增长，3 月起销量数据环比开始持续回落；7 月起小排量节能汽车补贴和购置税优惠将相互叠加，形成一轮刺激叠加效应；而 8 月汽车销量的增加是消费增速反弹的主要原因。我们预计全年汽车销量增速为 25% 左右，达到 1700 万辆左右的销售规模，但预期未来汽车产销增长从高速逐渐向温和的增长速度回归。故而，从汽车年内的销售前景看，也不支撑过高的消费增速。

图 21：限额以上企业销售中占比最大的几个类别

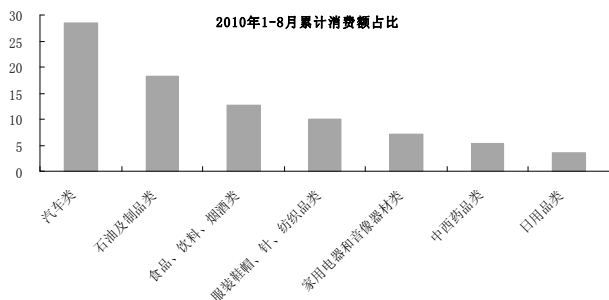
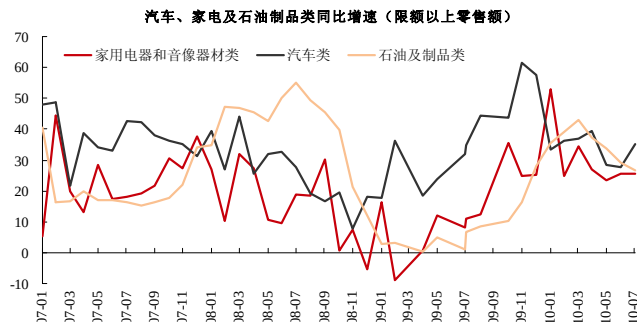


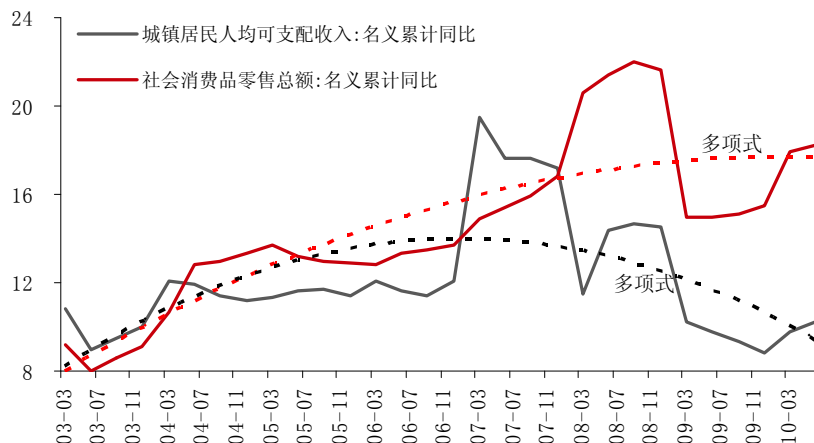
图 22：三季度汽车销售同比增速出现反弹



资料来源：CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

考虑去年 4 季度的高基数,我们预计 4 季度消费同比增速有所回落,至 17% 左右。需指出的是, 当前消费增长与长期趋势存在偏离, 如果未来没有持续的收入增速相匹配, 将是缺乏基本面支撑的。我们期待 4 季度相关收入政策的变化。

图 23：收入增长与消费增长的偏离



数据来源：CEIC、华泰联合证券研究所

1.3 投资增速或略有回升

1.3.1 政策性投资力度加大

在终端需求（出口和国内消费）回落的情况下，我们观察到，政策性投资力度有所加大，表现在两方面：

1、发改委强调要落实完成四万亿投资，由此，中央项目投资反弹，8 月累计同比增速达 11.4%，较上月提高 1 个百分点（图 24）；

2、保障性住房建设力度加大。根据我们初步测算，如果 5 月 19 日的保障房建设计划得以实施且不考虑土地成本变化，政策调控将使得房地产投资增速降低 10%，考虑房地产业投资占全部投资的比重为 22-24%，全部投资增速将下降约 2%。保障房建设的单位投资成本相当于商品房的 75%，弥补 73%的建设面积缺口，因此，不考虑土地成本，保障房建设将使房地产投资增速上升 5.5%，全部投资增速上升 1.1%。

图 24：中央项目投资增速反弹(累计同比, %)

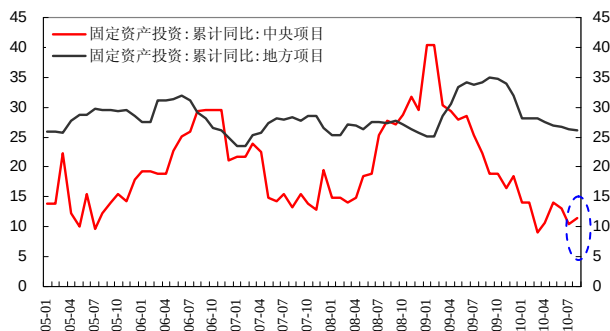
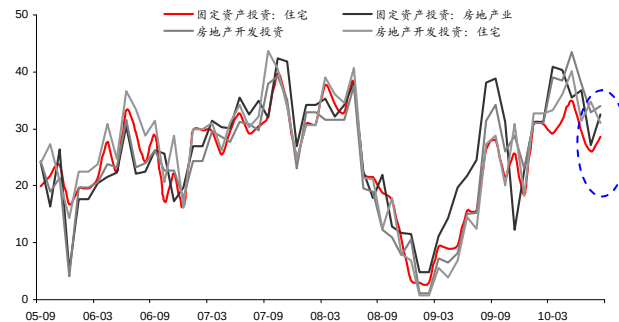


图 25：房地产行业投资增长维持高位



资料来源：CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

因此，我们认为，尽管从全年看投资增速的下滑将是一个确定性趋势，但分季度看，下滑速度将趋缓，其中，受基数影响三季度投资同步增速下滑较快，四季度将略有反弹，预计三、四季度同比分别增长 21.3%和 22.2%。

1.3.2 投资结构变动特征

1、制造业投资增长保持稳定（图 26）。预计 2010 年全年制造业投资增长 24.2%，四季度投资同比增长约 24%。以此预测，制造业投资占全部固定资产投资比重为 30.4%，符合历史常态。

2、房地产行业投资增速有所下滑，但仍处高位。借鉴华泰联合行业研究观点，房地产行业正在面临严厉政策调控，一些抑制投机的调控政策未来可能常态化，因此商品房开发可能将受到负面影响。但我们也注意到，政府调控房地产的重点在于抑制投机性需求，考虑到保障房建设对房地产投资有“相机性”补充作用，我们预测 2010 年房地产业投资增速分别为 29%，受基数影响，四季度房地产投资增速将下滑至 25% 左右。以此计算，2010 年房地产投资占总投资的比重为 23.3%。

3、基建投资放缓。尽管中央项目投资重拾升势，但受地方融资平台清理和节能减排政策影响，地方项目投资扩张受限。鉴于地方投资项目占总投资比重超过 90%，这决定了基建投资增速在年底前将放缓。

图 26：制造业投资增长非常稳定 (%)

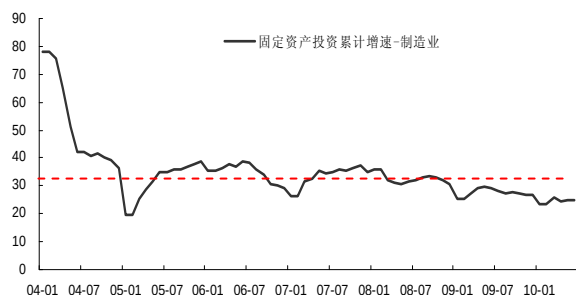
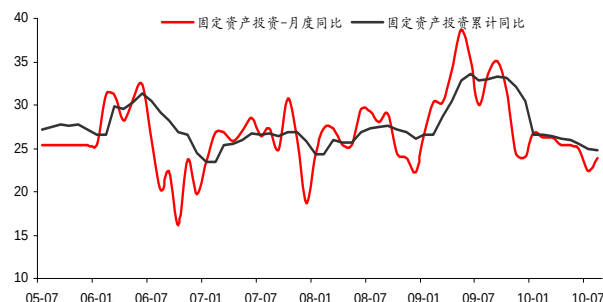


图 27：城镇固定资产投资的同比增速 (%)



资料来源：CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

1.4 工业生产下滑空间有限

1.4.1 工业增速进入平稳区间

工业生产增速已经回落到历史正常区间（图 28）。2000 年以来，工业增加值月度平均增速为 14.4%，最新的数据表明，8 月份工业增加值同比增长 13.9%，1-8 月份累计同比增长 16.6%，这一增速已经回落到历史正常水平之下。另从短期看，库存调整已告一段落，补库存因素也支持工业生产企稳（图 29）。这意味着，工业增加值增速即使继续下行，空间亦将有限。

图 28：工业生产增速回落到正常区间（%）

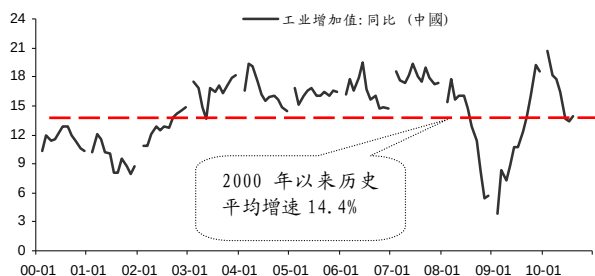
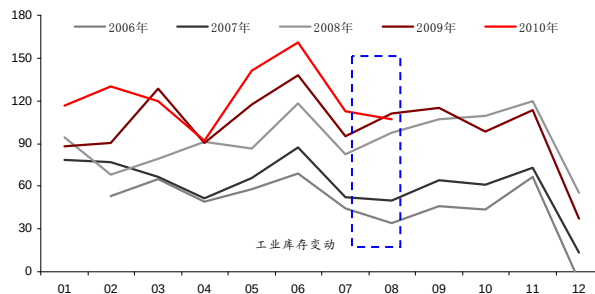


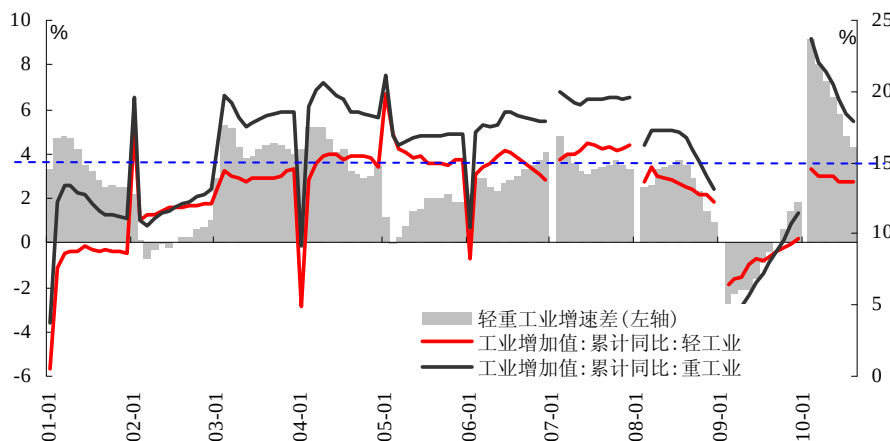
图 29：工业部门库存调整显得“过度”（%）



资料来源：CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

从结构来看，轻重工业增速差也将在历史正常区间波动（图 30）。终端需求的稳定，使得轻工业生产在实现恢复性增长后，进入平稳增长状态。重工业生产受两种正反力量的牵制，一方面，节能减排政策的坚定实施，意味着工业过剩和落后产能还将受到抑制，另一方面，终端需求企稳和战略性新兴产业将带动相关产能扩大，从而带动重工业的结构性增长。

图 30：重工业和轻工业生产增速回落到历史正常水平



注：轻重工业增速差为重工业累计同比增速减轻工业。

数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所

行业方面有以下几个特征：1、上游行业生产增长低位徘徊；2、下游消费品制造业稳定增长；3、中游周期性行业如钢铁、化学品制造业仍在调整产能，而建材行业、装备行业继续高速增长。

1.4.2 节能减排政策影响分析

从总量来讲，节能减排政策将对工业生产增长形成抑制，但具体幅度难以量化，在总量预测中我们考虑了这个负面因素，但我们也强调终端需求平稳增长对工业生产的支撑作用。

从行业来看，工业部门是主要耗能大户，2008 年工业制造业耗能占比 59.1%。在工业内部，黑色金属冶炼及压延加工业（钢铁产业）占能源消耗的近 1/4，化学原料及化学制品制造业和非金属矿物制造业（建材行业等）也占到 10%以上，此外电力、热力的生产和供应业、石油加工、炼焦和有色金属冶炼等行业分别占到 5%以上，煤炭开采和洗选业接近 5%，纺织业超过 3%，因此这些行业是能源消耗的大户，也会是节能减排的重要目标行业（图 31、图 32）。

图 31：国民经济各行业耗能占比

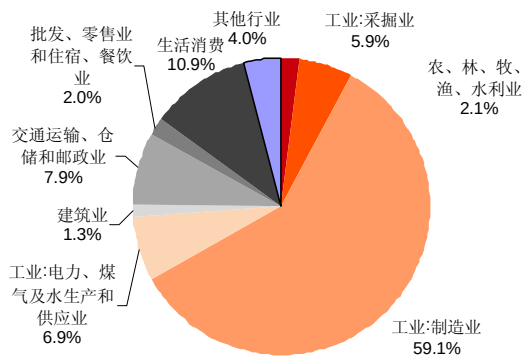
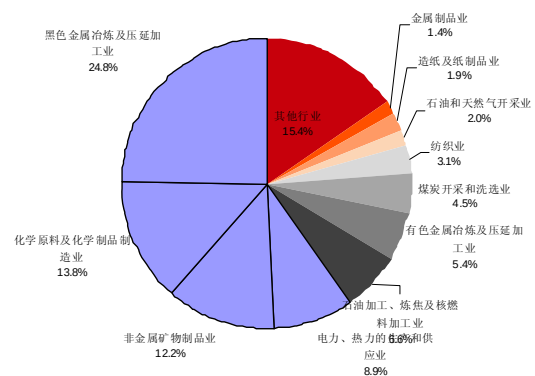


图 32：工业各子行业耗能占比



资料来源：CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

根据我们测算，要实现“十一五”规划的减排目标，相对于 2008 年底的排放水平，煤炭开采和洗选业需要下降 35.38%，石油加工、炼焦及核燃料加工业需要下降 17.14%，黑色金属冶炼及压延加工业需要下降 20.85%，有色金属冶炼及压延加工业需要下降 18.6%（图 33、图 34）。因此，结合行业排放强度和减排进度，未来产能调整力度较大的行业包括：钢铁、化工、建材、石化和有色金属等行业。

图 33：主要工业行业的单位产值能耗

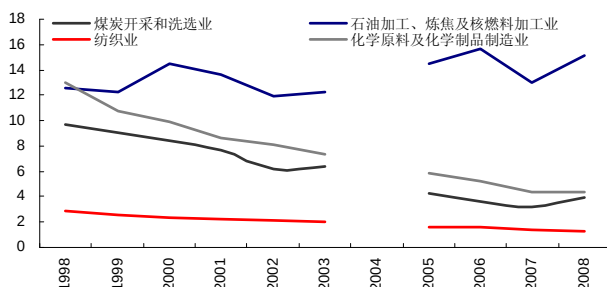
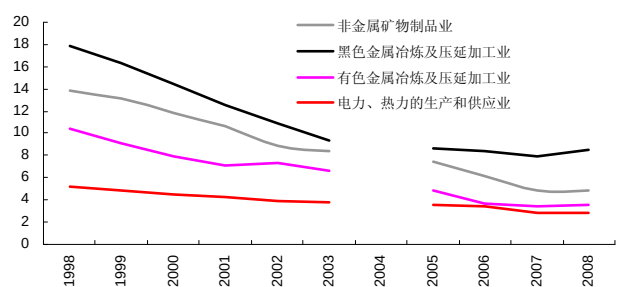


图 34：主要工业行业的单位产值能耗

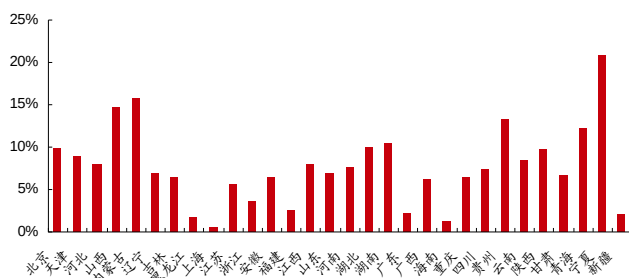


资料来源：CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

能源消耗最大的省份分别为山东（9.1%）、广东（7.0%）、河北（7.2%）、江苏（6.6%）、河南（5.6%）以及辽宁（5.3%）、山西（4.6%）和四川（4.5%）、浙江（4.5%）。

图 36: 各地区 2008 年相对于 2006 年的能耗减少幅度

图 36: 各地区 2008 年相对于 2006 年的能耗减少幅度



14 宏观经济/季度报告 2010-09-26
 谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

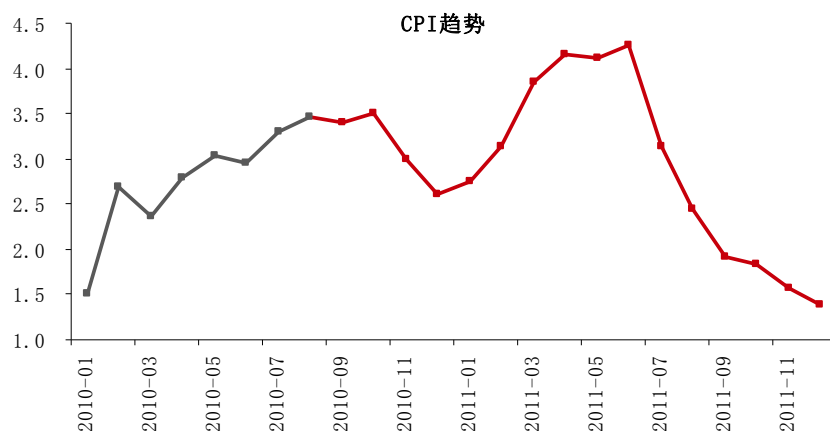
二、通胀压力挥之不去

2.1 CPI 层面：短期或有回落，但不改负利率和上行趋势

从长期因素来看，外需依赖度降低，国内需求重点将从投资转向消费，人口结构面临拐点，劳动力成本有长期上升趋势，灾害性天气频发，主权债务危机下货币政策难以紧缩，都构成通胀压力。

展望今年 4 季度与 2011 年，国内通胀的主要推动因素来自于粮食价格上升的预期，“猪通胀”的干扰，以及资源品价格改革对物价的拉动效应。我们分别对这些因素的影响进行了测算。具体而言，假设 1) 到明年 1 季度，粮食价格到达峰值后维持稳定，峰值为目前基础上继续上涨 5%；2) 猪粮比达到 6.6（低于历史平均盈利水平）；3) 蔬菜价格维持每月 10% 的同比涨幅（低于历史平均水平）；4) 其他食品价格维持同比涨幅 5%（粮食价格涨 5% 背景下，该涨幅低于历史均值）；5) 居住类价格在今年 3 季度到达峰值后保持价格水平不变（鉴于租房价格滞后于新房价格半年左右的时间，居住类价格约在 3 季度末到达峰值）；6) 其他商品价格明年维持 09 年的平均价格，据此估算，**通胀将在四季度下行，并将于 2011 年重拾升势，全年达 3.2%，高于今年。**

图 37：CPI 趋势预测



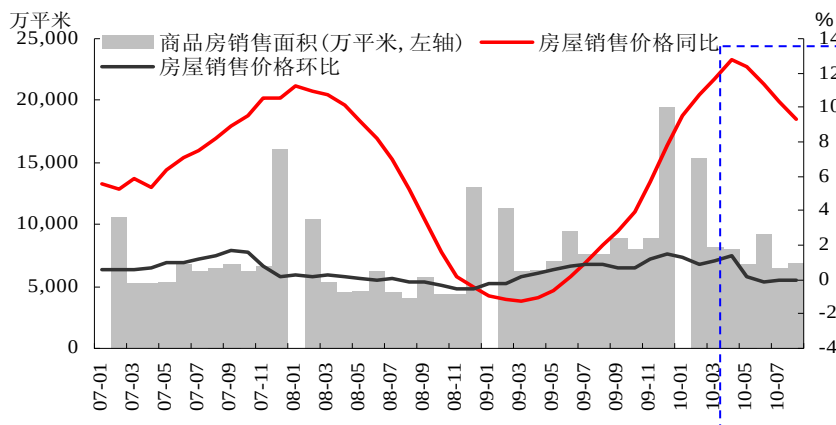
数据来源：华泰联合证券研究所

需说明的是，根据预测，**尽管四季度 CPI 有所回落，但我们仍认为存在较大压力**，原因在于：1) 短期下行动力来自基期因素在接近年底时自然消退，并且在此期间 CPI 仍然高于一年期存款利率，亦即负利率继续保持；2) 新涨价因素整体仍将上行，动量主要来自供给冲击引起的食品（包括粮食和猪肉）价格上涨；3) 明年上半年 CPI 仍将持续上行，高点或达 4.5%。

2.2 资产价格层面：住房市场“量价齐升”

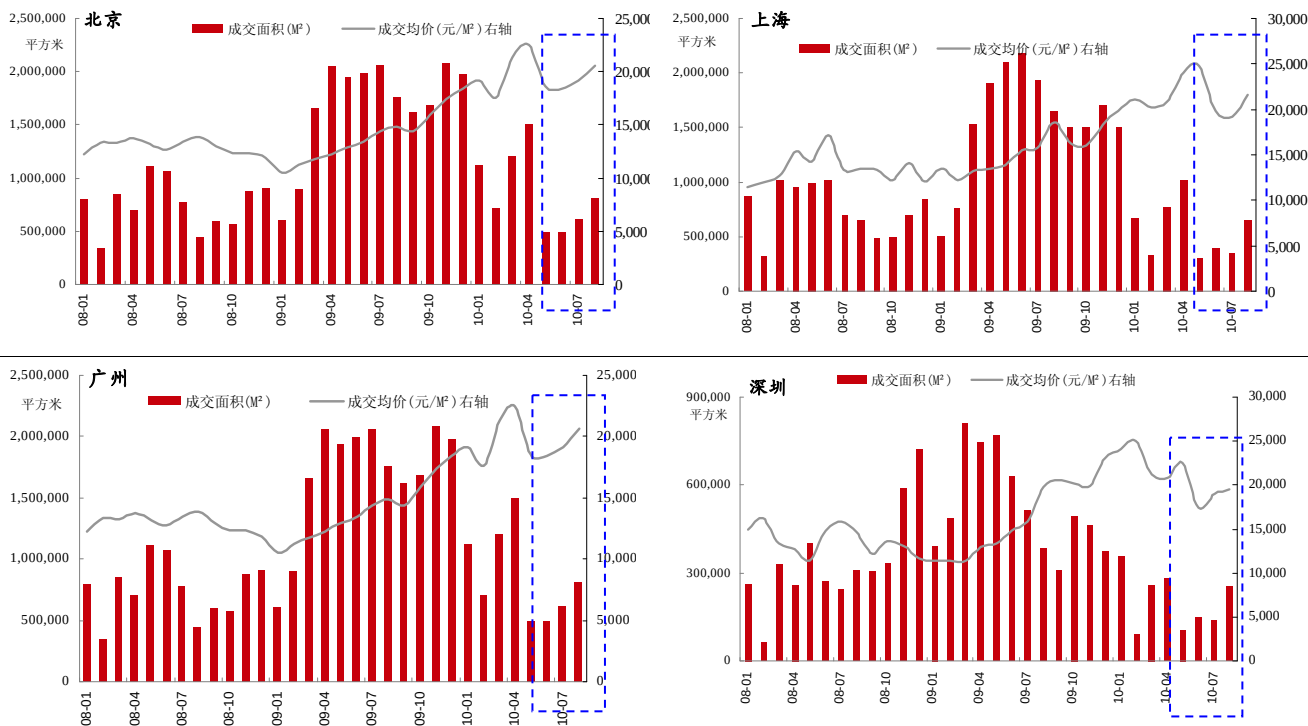
通胀压力在资产价格层面的体现是，房地产价格并未因4月份新“国十条”的出台而显著下跌（图38）。而在三季度后期，一线城市住房市场出现了“量价齐升”的局面（图39），“地王”又重新出现。根据华泰联合房地产行业研究员观点，四季度房地产市场价格仍将维持高位，成交量同比增速由于去年高基数或将回落，但环比将会上升。

图38：70个大中城市房屋销售价格未因调控而显著下跌



数据来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图39：进入下半年后一线城市住房市场“量价齐升”

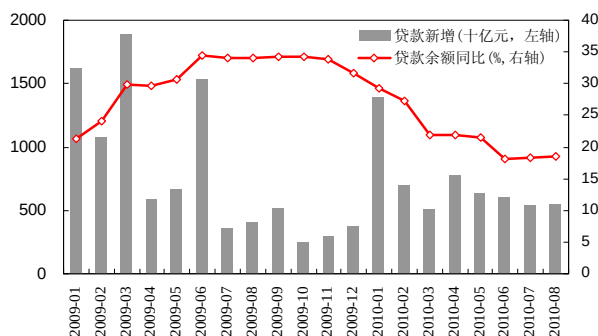


资料来源：华泰联合证券研究所。

2.3 货币层面：信贷相对宽松，M2 或超全年预定目标

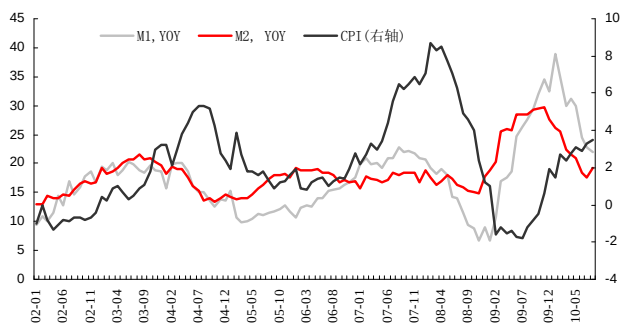
通胀的潜在压力来自货币层面的扩张。我们注意到，尽管流动性整体回落，但今年下半年信贷新增规模预计达 2.9 万亿，显著高于以往年份，包括 2009 年。在假定 1) 全新增信贷 7.5 万亿目标不变，2) 下半年外汇占款新增 1 万亿左右的情况下，我们估算年末 M2 余额将同比增长 18.5% 左右，高于年初设定的 17% 的目标。而在未见加息的情况下，数量调控目标如又未实现，无疑不利于政策当局管理通胀预期（图 40、图 41）。

图 40：今年下半年信贷相对宽松



资料来源：CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

图 41：M1 和 M2 增速领先于 CPI 上涨



三、动静之间：政策的“无为”与“有为”

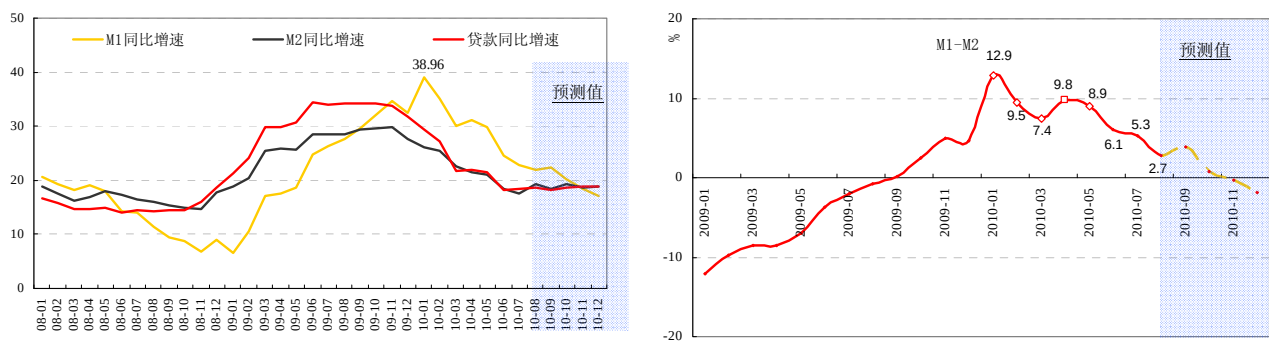
3.1 短期内的“无为”：一动不如一静

如前文分析，短期内（至今年底）将出现经济的有限下行与通胀压力的叠加。在此背景下，我们预计政策取向是“一动不如一静”，于是这种“无为”体现为前期政策思路的延续而非改弦易辙，具体而言体现在：

第一，货币政策依然坚持数量调控优先。

就政策工具而言：**1、加息概率很小。**原因在于一方面作为紧缩政策，它显然将加大经济下行压力，另一方面作为需求管理政策，它亦无助于控制供给冲击导致食品因素推动的通胀。**2、准备金率动用概率也不高。**理由在于 1）银行体系即将提高拨备和资本充足要求，二者或构成某种程度上的替代，2）流动性继续回落、M1 与 M2 增速差持续收窄（图 42），但尽管如此，我们不否认存款准备金率尚有提高空间。**3、信贷额度控制仍将维持**，全年新增人民币信贷 7.5 万亿的目标应可实现；**4、公开市场操作将成为主要政策选项。**

图 42：流动性继续回落，M1 与 M2 增速差继续收窄



资料来源：CEIC, Bloomberg,, 华泰联合证券研究所。

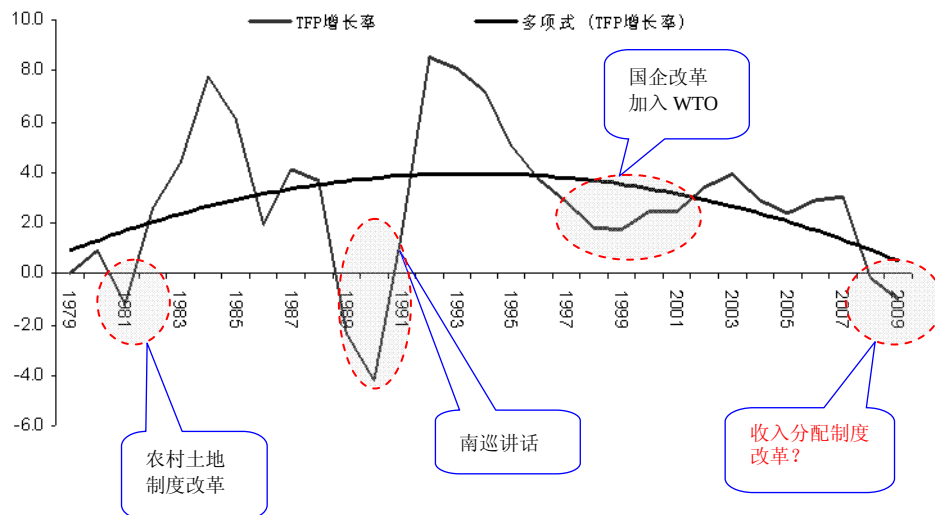
第二，积极财政政策仍有较大空间。政策方向包括：1）落实完成四万亿投资，由此财政性投资力度加大，但起到的作用是“托底”，而非“拉上”（类比 2009 年）；2）灾后重建等民生支出；3）旨在缩小区域发展差距的投资，如农村水利建设和中西部基础设施建设投资；4）为纾缓通胀压力，对部分食品/生活必需品实施财政补贴。

第三，针对房地产的定向治理力度不会减弱，不排除有加码的可能。一方面，抑制投机性需求的措施或将继续出台，包括：1、加大现有调控政策（如二套房贷）的执行力度；2、更严格的土地政策；3、加强商品房预售款管理。另一方面，将加大保障性住房建设力度以扩大供给。

3.2 中期的“有为”：期待收入分配制度改革破题

短期的“无为”可视为对 2009 年“大作为”的一种纠偏，但是站在中期的角度，我们毕竟需要问答一个问题：在外需放缓成为确定性趋势的背景下，未来的内生增长动力来自哪里？我们发现（如图 43 所示），历史上全要素生产率（TFP）增长率下降，特别是转为负增长时往往会催生一轮制度改革。我们研判，收入分配制度改革很可能成为新一轮改革方向。

图 43：全要素生产率下降时政府出台制度性改革？



资料来源：华泰联合证券研究所

今年以来，国家领导人多次公开强调国民收入分配结构调整的重要性。温家宝总理在《关于发展社会事业和改善民生的几个问题》中强调，调整国民收入分配格局主要是逐步提高劳动报酬在初次分配中的比重，全面推行劳动合同制度和工资集体协商制度。李克强副总理在《关于调整经济结构促进持续发展的几个问题》中提出注重劳动报酬在一次分配中的作用，并以此作为调整国民收入分配结构的重要突破口。

根据领导人对收入分配改革的表态，我们认为无论在长期还是短期，提高劳动报酬的政策都是首要的政策并且最有可能在年内推出相关细则。

收入分配改革自从 2004 年提出以来至今已有 6 年，根据我们对国民收入分配格局失衡成因的分析，我们对近年来政府已推出的政策作了一个梳理。

表 1：近年来推出的收入分配改革政策

政策目的	政策	时间	政策要点
提高劳动报酬	《最低工资规定》	2004	最低工资标准至少每两年调整一次
	《中华人民共和国劳动合同法实施条例》	2008	保护劳动者权益
提高居民财产性收入	《取消利息税》	2008	储蓄存款利息所得暂免征收个人所得税
	《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》	2008	提高上市公司申请再融资时上市公司现金分红的标准
	《关于进一步做好征地管理工作的通知》	2010	征地补偿标准将普遍提高，提高幅度平均为 20%至 30%

降低个人所得税	《个人所得税法修正案草案》	2005	将个人所得税起征点由 800 元调高至 1600 元
	《国务院关于修改<中华人民共和国个人所得税法实施条例>的决定》	2008	将个人所得税起征点由 1600 元调高至 2000 元
降低社保缴款	《境内证券市场转持部分国有股充实全国社保基金实施办法》	2009	充实社保基金
提高社会补助	《中共中央国务院关于深化医疗卫生体制改革的建议》	2009	扩大基本医疗保障覆盖面
	《国务院关于开展新型农村社会养老保险试点的指导意见》	2009	2009 年试点覆盖面为全国 10% 的县，2020 年前基本实现对农村适龄居民的覆盖

资料来源：华泰联合证券研究所

根据已经推出的政策来看，这些政策都在对失衡的国民收入分配格局对症下药，只是力度尚且不够。我们认为其政策是具有连续性的，即未来的政策是基于已推行政策的思路并做进一步完善，且力度会加强。因此我们遵循这一思路，对未来的政策取向研判如下：

1、关于提高劳动报酬的政策预期。

我们认为该方面政策未来的方向是在进一步提高劳动者地位的基础上建立一个覆盖全体劳动者的工资正常增长机制，我们预期将要推出的《工资条例》会朝这方面迈进一步。理由在于：1)《劳动合同法》虽然提高了劳资双方博弈中劳方的地位，保护了劳动者的权益，但是并未触及最核心的提高劳动报酬的问题；2)《最低工资规定》虽然保证了最低工资有一个合理的增长机制，但是该政策仅仅关注到了工资收入接近于最低工资标准的人群，并没有关注到其他更广大的劳动者。

2、关于提高居民财产性收入的政策预期。

我们认为该方面政策的未来方向是进一步督促上市公司特别是垄断性央企建立和完善公司定期分红制度；进一步扩大农民对土地的处分权来让更多农民获得集体土地的增值收益。

其理由是：1)《取消利息税》虽然提高了居民存款利息所得，但是居民通过储蓄存款来获得财产性收入的收益率仍然偏低。2)《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》虽然提高了居民从上市公司的分红所得，但是该政策覆盖面偏窄，仅仅针对有再融资需求的上市公司设定了现金分红标准，未对其他上市公司设定标准，特别是垄断性央企。3)《关于进一步做好征地管理工作的通知》一定程度上提高了失地农民的财产性收入，但农民通过利用土地来获得财产性收入的途径仍然单一。

3、关于降低个人所得税的政策预期。

我们认为该方面政策的未来方向是进一步提高个人所得税起征点。其理由是《个人所得税修正案草案》虽然提高了个人所得税起征点，但是标准仍然偏低。

4、关于降低社保缴款的政策预期。

我们认为该方面政策未来方向是提高企业社保缴费的比例，而不是提高政府社保缴费比例。其主要理由是政府倾向于调整居民和企业两者之间的分配关系而不是自己和居民之间的分配关系。

5、小结。

我们从国民收入分配格局失衡成因、政策延续性和领导人讲话这三个角度对未来的收入分配改革措施作了一个预期，认为未来会推出旨在提高劳动报酬、居民财产性收入和降低个人所得税三个方面的政策，具体而言会推出覆盖全体劳动者的工资正常增长机制和工资集体协商制度的细则，督促上市公司特别是垄断性央企建立和完善公司定期分红制度，提高个人所得税起征点。其中最快推出的政策可能为工资集体协商制度的细则，《工资条例》可能会涉及这方面的细则。

附件 1：主要宏观经济指标预测

表 2：主要宏观经济指标预测表

	单位	2009	1Q 2010	2Q2010	3Q2010F	4Q2010F	2010F	2011F
GDP	%	8.7	11.9	10.3	9.3	8.1	9.5	8.7
社会消费品零售总额	%	15.5	17.9	18.2	18.2	17.9	18.1	18
工业增加值	%	11.0	19.6	16	13.7	11.6	14.5	13.5
城镇固定资产投资	%	30.1	26.4	25.1	21.3	22.2	22.6	19
进口	%	-11.2	64.6	44.1	28.3	28.8	35	17
出口	%	-16.0	28.7	40.9	28.4	16.0	25	14
贸易余额	亿美元	1961	145.4	412.3	570	340	1500	1500
CPI	%	-0.7	2.2	2.9	3.4	3.0	2.9	3.2
PPI	%	-5.4	5.2	6.8	4.6	3.7	5.3	4.5
M1	%	32.4	29.9	24.6	22	17.3	19.4	18.0
M2	%	27.7	22.5	18.5	18.5	18.8	19.8	16.5
新增人民币信贷	十亿元	9590	2604.2	2016.8	1500	1380	7500	7200
一年期定期存款利率	%	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.79
人民币兑美元汇率		—	—	—	—	—	6.75	6.6

数据来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com