



新起点：嬗变与冲击

-----中周期复苏的逻辑

要点

- 理解 2011 年的宏观经济要以创新为主线，以新起点、嬗变与冲击为基本特征，中周期繁荣并没有到来，全年没有系统性的机会。
- 自 2010 年 10 月后中国经济进入过渡期的新起点，市场取代政府成为经济复苏的主力。在资源国—生产国—消费国刺激政策渐次退出，并寻求低度再平衡的背景下，中国新的政治周期到来，紧缩周期到来。新起点虽矛盾重重，但创新已然成为明确的信号，投资背景也从国富转向富民和强国。
- 经济周期是市场最本质运行规律的总结，它与稳定的消费一道框定了从库存重建至中周期复苏加速的嬗变。自 2010 年 10 月起中国库存重建的趋势已经明确，节能减排的常规化、价格管制与国际大宗原材料价格冲击只会在一季度改变重建节奏。随着需求创新与技术扩散，自三季度起，中国可能进入中周期复苏加速期。
- 嬗变的结果是增长的确定性，全年 GDP 增长 9.3%，一季度探底，二季度之后耐克式反弹，前低后高。嬗变使产业更替出现可能，但企业盈利能力并非如期增长，主导产业并不清晰。嬗变弱化了经济的虚实分离局面，但由于对未来繁荣的透支过度，2011 年不是繁荣的开始，而是繁荣的孕育。
- 流动性的冲击是过渡期的常态，M2/GDP 持续走高到 2012 年后方会平稳下行，因此，冲击不会消失，它只会被抑制。通胀冲击是 2011 年最现实的冲击，全年通胀呈现斜 W 型走势，大体是前高后低，高点在 5% 左右，CPI 全年同比增长 4.1%。房地产泡沫与地方融资平台的风险冲击全年都在，但处于可控状态。货币紧缩消除不了流动性，流动性的消释需要通过房地产市场与资本市场进行暂时回收。
- 嬗变与冲击都会倒逼制度变革，以通过实业来消释流动性，并化解冲击。前者希望一级市场以虚补实，后者仰仗二级市场以虚当实。
- 根据嬗变与冲击的规律和节奏配置资产，警惕上半年超预期紧缩与下半年资本可能外流造成的反冲击对规律的干扰。

宏观经济

魏凤春

weifengchun@csc.com.cn

010-85130308

执业证书编号：S0640207100074

胡艳妮

huyanni@csc.com.cn

010-85130973

执业证书编号：S1440206070030

王 洋

wangyangbj@csc.com.cn

010-85130386

执业证书编号：S1440110040076

刘之意

liuzhiyi@csc.com.cn

010-85130273

执业证书编号：S1440110040077

发布日期：2010 年 12 月 10 日

相关研究报告

2010.12.09 《繁荣之野望：从库存周期到中周期》

2010.12.09 《2011：通胀冲击》

2010.12.09 《过剩流动性：泛滥到治理》

2010.12.09 《滞涨冲击、内生性增长与制度红利》

2010.12.09 《大泡沫来临前的日本经济》

2010.12.09 《从“熊市变平”到“牛市变平”》

2010.12.09 《缝缝补补又一年：再平衡下的国际博弈》

2010.07.19 《从增长到分配》

2010.04.15 《变革·过渡·中坚》



目 录

引言：不可依样画葫芦.....	1
一、2010 年研究逻辑与结论回顾.....	2
二、过渡期的新起点.....	3
2.1 新起点的时点判断：自十七届五中全会后外生性增长彻底结束.....	3
2.2 新起点的特征之一：中国进入新的政治周期	3
2.2.1 新的政治周期下的决策机制与决策效果将呈现以下明显特征	4
2.2.2 政治新周期不会因为中央与地方的目标分歧而发生方向性改变	5
2.3 新起点的特征之二：各国刺激政策渐次退出	6
2.4 新起点的特征之三：新起点矛盾重重	7
2.4.1 国际矛盾	7
2.4.2 人民内部矛盾	8
2.4.3 政府之间的矛盾	9
2.5 新起点的特征之四：新起点的目标与路径	9
2.5.1 新起点的目标在于创新，创新就是破坏	9
2.5.2 新起点的路径是确定而复杂的	9
2.6 新起点的特征之五：从富国到富民与强国	10
三、嬗变：从库存重建到中周期复苏加速.....	12
3.1 嬗变的基础——消费与周期的稳定性	12
3.1.1 嬗变的基础：消费的稳定性	12
3.1.2 嬗变的基础：经济周期的稳定性	13
3.1.3 嬗变的基础：中周期已顺利完成第一个库存周期	14
3.2 库存重建正在展开	15
3.2.1 库存重建时间判断：自 2010 年 10 月有序展开，约于 2014 年之前结束	15
3.2.2 库存重建中的价格紊乱及其反复	17
3.2.2 库存重建的空间判断：库存本身量级及对 GDP 的影响	18
3.3 中周期复苏走向加速期	19
3.3.1 为什么对中周期加速表示怀疑	19
3.3.2 中周期复苏加速的机理	19
3.3.3 中周期复苏加速的动力	21
3.3.4 中周期复苏加快的时间	25
3.3.5 中周期复苏加快的结果	25
3.4 从中周期复苏加速到中周期繁荣	30
3.4.1 理由之一：2011 年还是繁荣的孕育期	30
3.4.2 理由之二：中周期繁荣被严重透支	30
四、冲击的隐遁：以时间换空间.....	32
4.1 冲击的性质界定——过渡期流动性继续泛滥	32



4.1.1 冲击产生的原因	32
4.1.2 冲击的性质	32
4.2 冲击的表现	33
4.2.1 冲击的总量特征：M2/GDP 在 2012 年达到 1.94 的峰值，然后缓慢下降	33
4.2.2 冲击的结构特征（1）：通胀呈斜“W 型”走势，大体是前高后低，高点在 5% 左右	33
4.2.3 冲击的结构特征（2）：房地产泡沫不会破灭，短期调控高压会在一季度后有所释放	34
4.2.4 冲击的结构特征（3）：金融安全冲击在控制边界之内	36
4.3 冲击的内在趋势	36
4.3.1 内部冲击：增量衰减	36
4.3.2 外部冲击：从属于内部冲击	37
4.4 冲击的外在趋势：紧缩的时间与空间	38
4.4.1 政策紧缩的目标：必要的态度宣示，扭转预期，稳定信心	38
4.4.2 紧缩周期必须启动的必要性	39
4.4.3 政策紧缩的工具及其实施	39
4.4.4 政策紧缩的效果：以时间换空间	41
五、冲击的消释：破釜沉舟	42
5.1 冲击的虚假消释——流动性回收	42
5.1.1 房地产回收：低贷款增速下的流动性回收	42
5.1.2 资本市场：以虚当实	43
5.2 冲击的真实消释——分配与实业	44
5.2.1 冲击消失的理想状态是财富重新分配	44
5.2.2 冲击消释的现实状态是通过改革将流动性引入实业	45
六、冲击的反冲击——宏观风险提示	46
6.1 反冲击的形式	46
6.1.1 过度管制，新起点方向的逆转	46
6.1.2 利益博弈，紧缩半途而废	46
6.1.3 资金外流	46
6.2 反冲击对嬗变的影响	48
七、资产配置的原则	49
7.1 配置的逻辑	49
7.1.1 股票的配置	49
7.1.2 债券的配置	49
7.2 配置的节奏	50
7.2.1 正常节奏	50
7.2.2 非正常节奏	50
八、2011 年宏观经济数据预测	50



图表目录

图 1: 自 2010 年 10 十七届五中全会后, 中国外生性增长彻底结束	3
图 2: 2010 年中央工作会议将会在对反危机政策评价后为创新创造条件	4
图 3: 中央政府的行为目标已经从增长转向分配, 地方政府则难舍增长, 财政压力使然	5
图 4: 资源国—生产国——消费国刺激政策渐次退出, 世界经济进入低度再平衡	7
图 5: 战略转向中的矛盾	7
图 6: 战略转向中的内部矛盾	8
图 7: 中周期繁荣的条件: 微观主体自生能力的修复	10
图 8: 2011 年三架马车的增长率, 投资趋降, 消费趋升, 净出口趋平	11
图 9: 新起点后, 中国投资的宏观背景已经从国富转向了富民与强国	11
图 10: 从收入的形成过程来看, 消费是稳定的	12
图 11: 2011 年是确定的中周期复苏期, 但不是繁荣期	14
图 12: 中国工业产成品库存的波动 (1999-2010)	15
图 13: 订单指数均维持在 50% 以上, 预示着需求的回暖	16
图 14: PMI 生产量指数, 生产量持续反弹	16
图 15: 原材料库存被消耗, 但补充库存的意愿强烈, 致采购量、价齐升	16
图 16: 基础化工品的出厂价格变动	17
图 17: 机电类产品的价格变动	17
图 18: CRB 商品期货指数和 PPI	18
图 19: 库存重建期间的库存增幅 20%, GDP 反弹 0.3-0.8 个百分点	19
图 20: 既济与未济: 中周期中的需求升级与产能扩张	20
图 21: 中国中周期启动的三要素	21
图 22: 马斯洛的需求层次模型	22
图 23: 中国的公共开支中, 对民生的支出依然不足	23
图 24: 中国的贸易条件正在改善	24
图 25: 各地最低工资标准的增幅	24
图 26: 中周期中 GDP 增长, 同比一季度到底, 环比二季度到顶	25
图 27: 中国经济的波动与产业更迭	26
图 28: 企业的盈利能力弱化	27
图 29: 企业的经营周期缩短	27
图 30: 企业的盈利增速中枢下移	28
图 31: M1 和 M2 的增速之差, 预示着股市的流动性多寡	29
图 32: 繁荣之野望: 节奏与幅度	30
图 33: 固定资产投资增速——2009 年和 2010 年的投资增速都保持在高位	31
图 34: 冲击产生的原因已经是老生常谈	32
图 35: M2/GDP 的趋势	33
图 36: 通货膨胀之所以可怕, 在于它的背景是经济下行而不是上行	34
图 37: 高端和普通住宅的价格指数的分歧%	35
图 38: 2011 年贷款的季度增长率估测 (%)	36
图 39: 2011 年外汇占款季度同比增长率 (外汇占款同比分别增长 16、20、24% 三种情况)	37



图 40: 热钱的估算: 从国际收支平衡表角度 (亿美元)	38
图 41: 人民币美元汇率: 从一次汇改到二次汇改	40
图 42: 准备金率、超额准备金率和外汇占款	41
图 43: 通胀、股指和房地产价格指数	41
图 44: 房地产对流动性的净回收	42
图 45: 政府视角下的权利分配	44
图 46: 巴西资本外流	47
图 47: 冲击和反冲击的交锋	48
表 1: 中国工业化进程表明主要经济体进入后工业化阶段与工业化后期	13
表 2: 境内上市公司流通市值和股票成交额 (亿元)	43
表 3: 2011 年的制度改革进程	45
表 4: 巴西资本外流主要交易公司	47
表 5: 2011 年宏观数据预测表	50



引言：不可依样画葫芦

2011 年，中国经济将在嬗变与冲击的交织中前行，前途是光明的，道路是曲折的。之所以这样，是因为我们开始了一个新的起点，一切从创新开始。

自 2010 年二季度开始，中国经济进入过渡期。三季度后政策刺激的惯性效应消失殆尽，二次刺激终被证明是黄粱一梦，外生性增长就此结束。10 月的十七届五中全会决议不仅对此盖棺定论，而且指明了未来宏观研究关注的核心。当最高决策层在保增长与调结构二者是一对矛盾方面达成共识时，中国经济未来的繁荣只能来自于市场自身，内生性增长已然开始，宏观经济进入过渡期的新起点。这意味着 2011 年投资的宏观背景与 2010 年相比已经发生了质的变化，经济复苏的主力已经从政府悄然转向了企业。据此可以认为，宏观分析的微观基础应该加强，依样画葫芦将是投资的大忌。

人到中年的中国，过渡刺激后因疾致病，在药物依赖性并未真正消除之际，被动停药必然面临着种种反复。这预示新起点的中国经济首先要面对的是不确定性的冲击，因而创新之路是曲折的。只要市场成为经济复苏的主力，如小草一般坚韧的力量将会让我们看到未来。于是，纷乱便变成了嬗变。嬗变者，一种相对稳定的有步骤的状态也。于是投资也便变得有路可寻，柳暗花明。

但是，必须明确，山重水复不是创新，新陈代谢也非触动利益不可。在从增长到分配的宏观背景下，在新的政治周期到来的转折期，利益的让渡直接决定着创新的成败。不仅如此，创新收益分配与创新成本分担机制的不稳定造成了经济复苏的不确定。与这种不稳定相比，通货膨胀与资产泡沫的冲击显然在外，而不在内。即便如此，整个上半年，嬗变的周期也可能因此而偏离了轨道。

整个 2011 年的宏观经济是嬗变的，创新是明确的投资标的，其路径的曲折也是明确的。投资思维需要创新，研究同样需要创新。基于此，我们完善了通胀、周期与冲击的研究框架，并通过一个政治周期、紧缩周期、变革周期与资本支出周期渐次到来的逻辑来解释前述的复杂。

显然，这种复杂的形态通过简约的方式是无法表达清楚的。基于此，我们的年度宏观报告依然通过“沉重”的、多样化的形式来完成。

2011 年年度投资策略报告宏观篇由以下报告组成：

总报告：1) 《新起点：嬗变与冲击——中周期复苏的逻辑》

分报告：2) 《繁荣之野望——从库存周期到中周期》

3) 《2011：通胀冲击》

4) 《过剩流动性：泛滥到治理》

5) 《滞涨冲击、内生性增长与制度红利——2011-2013 年的大消费》

6) 《大泡沫来临前的日本经济》

7) 《从“熊市变平”到“牛市变平”：2011 年债券投资策略报告》



正文：

自十七届五中全会后，我们一直沿着“政治周期—紧缩周期—制度变革周期—设备投资周期渐次到来”的逻辑来分析宏观经济现象。这是一种嬗变的逻辑，它预示着 2011 年的投资是章可循的。但这种有章可循并不是刻舟求剑。投资的宏观背景已经发生了质的变化，市场已经取代政府成为经济复苏真正的力量，这意味着宏观经济进入了一个新的起点。新起点必然面对过度刺激负效应的冲击，这又使得嬗变与冲击交织在一起，投资的宏观背景异常不确定。

一、2010 年研究逻辑与结论回顾

从策略化的视角看，宏观分析师首要的任务提醒投资者哪里是投资的禁区，其次才是指出哪里是投资的乐园，二者顺序不可颠倒。年度宏观策略首先要回答的是 2011 年的宏观经济趋势与结构支持系统性机会还是系统性风险，即牛市还是熊市。基于逻辑一致的要求，我们先回顾一下中信建投宏观组对 2010 年判断的结果。此结果在《花开花谢之十四：酒逢知己千杯少》中已经总结过，此处赘述如下：

- 年度报告指出配置消费可保全年及格

2010 年度报告《趋升消费对冲投资波动》指出全年配置主线在消费；《城市化下移驱动消费内生增长》指出消费的内在机理与时空表现。

- 二季度黄山会议指出大转折，放弃周期性行业

2010 年二季度报告《过渡-变革-中坚》，指出中国进入过渡期，经济有二次探底概率，但绝无二次刺激可能。宏观经济最大的风险在泡沫，未来繁荣的要件在变革，中坚企业的形成在于创新，制度重于技术。

- 三季度西安会议指出从增长到分配的大趋势，流动性增加支持短期反弹

2010 年中期报告《从增长到分配》，提出未来投资的宏观背景已经从增长转向分配，低头拉车不如抬头看路。指出经济增长沿着二次去库存——二次探底路径行走，制度变革能对冲但无法改变下行趋势。通胀是纸老虎，但首先是秋老虎，流动性增强支持短期反弹。

- 九月北京会议指出中周期繁荣与让利的逻辑

2010 年 9 月报告《权利与繁荣》，指出中周期繁荣的路径与逻辑，深入剖析繁荣形成的曲折过程。强调权利的配置对中周期繁荣的重要作用，指出在 10 月五中全会之前宏观经济运行是逻辑混乱的。

- 五中全会后指明政治周期到来，加息意味着紧缩周期到来，中国政府必然采取攘外必先安内的措施。紧缩的超预期是宏观经济运行最大的风险。

年度报告是一个漫长的形成过程，战略与战术上都要考虑妥当。在本文完成之前的 11 月 12 日沪指重挫 5%，流动性推动的反弹还会引发牛市的到来吗？根据我们结构主义的逻辑，流动性是系统性机会产生的必要条件之一，但并不是充分条件。2011 年周期性的嬗变还没有达到繁荣的阶段，所以结构性机会是大概率的事件。



二、过渡期的新起点

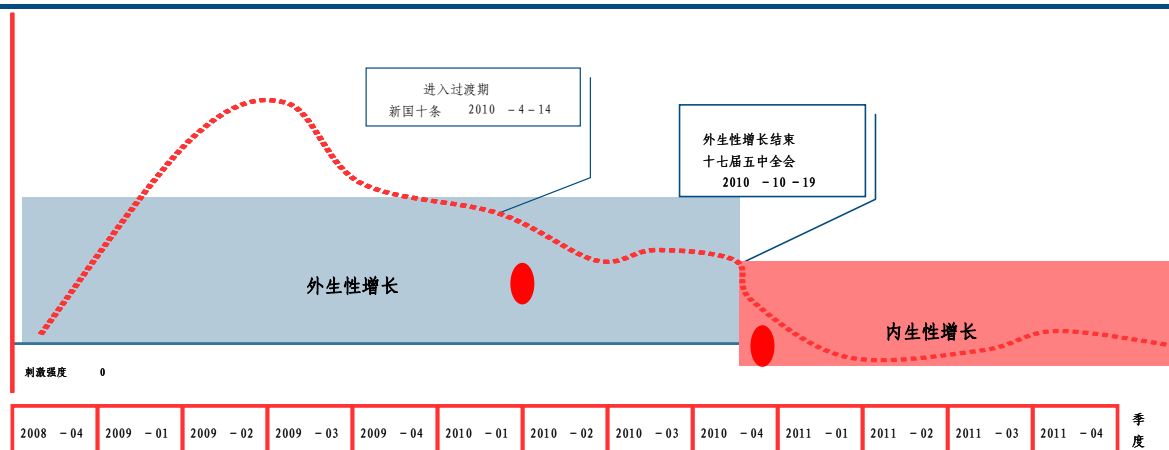
理解 2011 年的宏观经济，要在过渡期的框架内进行。据我们之前的研究，2010—2012 年属于过渡前期。自 2010 年十月十七届五中全会结束后，以加息为标志的紧缩政策表明中国经济进入新的阶段。在新的阶段，中国新的政治周期开启，面对新的矛盾。矛盾的解决是为创新扫除障碍，为中周期繁荣创造条件。

2.1 新起点的时点判断：自十七届五中全会后外生性增长彻底结束

中国的新起点指的是政策刺激的外生性增长真正结束，经济复苏的力量完全转移到市场之手。不仅如此，政策重点从刺激陡然转向消除过渡刺激产生的负面效应，如此，二次刺激的梦想不可能再有，宽松的政策环境转向紧缩的环境。

外生性增长的结束，并不意味着内生性增长开始。异常的反危机结出的恶之花加大了二者完美对接的难度，消除恶之花的紧缩措施不可避免地会消耗市场的自生能力，结果是延迟了市场活力的恢复，只有那些具备创新能力的微观主体能够通过创新收益对冲这些成本。

图 1：自 2010 年 10 十七届五中全会后，中国外生性增长彻底结束



资料来源：中信建投研发部

2.2 新起点的特征之一：中国进入新的政治周期

新起点的第一个特征是中国进入新的政治周期。理论上讲，新起点的确定时间是由最高决策层来决定的。当政府掌握着相机抉择的方向盘时，除非汽油耗尽，何时停车、何地停车完全是由政府决定的。我们判断自十七届五中全会后，中国进入了新的政治周期。这种新的周期指的是中央高层对中国经济发展战略进行了重新定位，这种判断我们在《花开花谢之十五：扬汤止沸不如破釜沉舟》与《花开花谢之十六：梦醒时分》已经明确指出。之后的加息、存款准备金率连续上调，以及为了应对通胀而进行的物价管制等都表明中央政策的明确变化。

将政治分析融入结构主义的框架，是中信建投宏观分析明确的特征。中国对资源的控制决定了将政府行为作为一种单纯的外生变量来分析是远远不够的。投资者习惯将政府的行为简单地归结为货币政策



的一举一动，则有失偏颇。宏观经济分析中拒绝采用政治经济学的视角，则决定了无法真正透视中国宏观经济运行的内涵。

在新起点，如果不把掌握方向的政府目标与行为搞清楚，对投资来讲，无异于盲人瞎马。

2.2.1 新的政治周期下的决策机制与决策效果将呈现以下明显特征

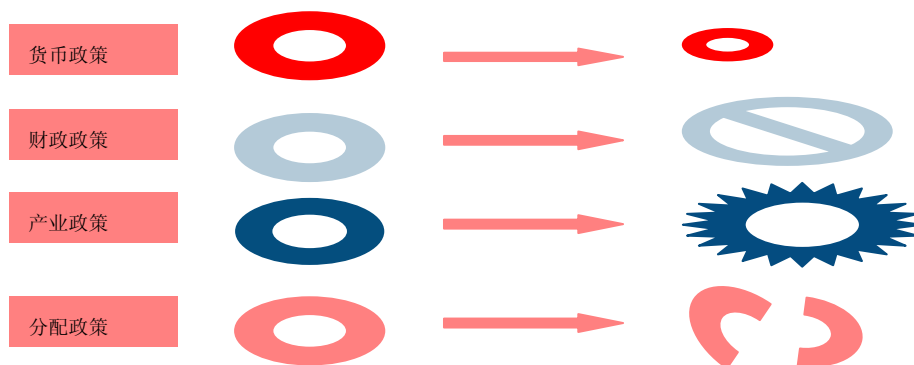
- 第一，决策的自主性明显增强，中国不再唯美国马首是瞻；
- 第二，政府对过渡刺激的后遗症容忍程度越来越低；
- 第三，紧缩周期到来，但紧缩并仅仅是针对通货膨胀，而是整个的泡沫；
- 第四，中央承认保增长与调结构是有矛盾的，主动调低增长速度才能调结构；
- 第五，体制性的改革将会在对泡沫技术性处理之后，因为倒逼而加快进行。

上述五点，其实告诉我们，未来投资的宏观经济背景实质上已经发生了根本性的变化。在此，我们再次提醒大家“低头拉车不如抬头看路”。从上述的判断可以看出，所谓的二次刺激已经彻底梦断，未来政府要干的事情，主要就是为中国经济的创新一步步地创造条件，这首先是从减弱泡沫与通胀对创新收益的侵蚀入手。这应该是将于 2010 年 12 月上旬召开的中央工作会议的应有之意。

基于此，我们会看到未来宏观政策大致方向如下：

- 货币政策由适度宽松转向稳健，亦即从紧；
- 财政政策继续积极，财政赤字总量扩张，支出偏重民生；
- 产业政策以放松管制、扶持新兴产业为主；
- 分配政策逐步体现让利特色。

图 2：2010 年中央工作会议将会在对反危机政策评价后为创新创造条件



资料来源：中信建投研发部



2.2.2 政治新周期不会因为中央与地方的目标分歧而发生方向性改变

市场之所以还没有对新政治周期到来达成共识，有两个重要的原因：

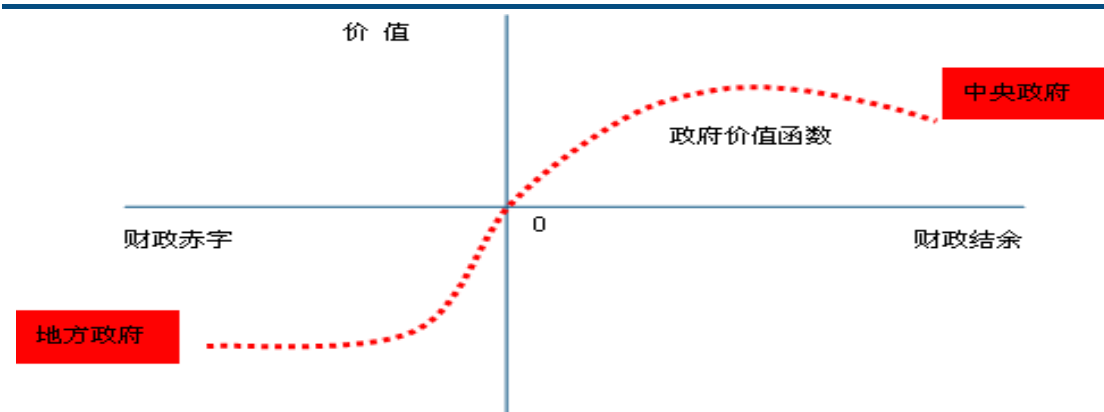
- 一是，地方政府财政压力极大，中央紧缩会触动地方脆弱的神经，中央紧缩前功尽弃；
- 二是，紧缩是在经济下行的背景下进行的，失业问题使得政府不得再次刺激。

对于第二个问题，我们的回答是，即使失业增加了，政府也会采取直接补贴失业工人的方式来解决，而不会如危机时通过“铁公基”来解决。对第一个问题的分析，从决定政府行为目标的决定性因素上看，新的政治周期不会因此而发生方向性的改变。

1) 政府行为目标往往是由财政实力决定的

在结构主义的框架与财政视角的逻辑下，政府的行为目标往往是由其财政实力决定的。我们往往用财政危机是政府危机的充分条件而不是必要条件来考察政府的行为。用图形来表示政府的价值函数如下：

图 3：中央政府的行为目标已经从增长转向分配，地方政府则难舍增长，财政压力使然



资料来源：中信建投研发部

政府的价值函数以参照点 0 为界表现为两种形态。当政府面对确定的财政收益（结余增加）时，价值函数通常是凹函数，形状比较缓，政府是风险厌恶型的；政府面对一定的损失（财政赤字）时，价值函数是凸函数，形状相对陡，政府此时是风险追逐型的。从这个视角出发，我们会发现中央政府与地方的行为目标是相左的，中央与地方的博弈必定造成经济运行的不确定性。

2) 中央政府行为目标从增长转向了分配

自十七届五中全会后，中央政府的行为目标已经从增长转向了分配，其突出的一点表现为将经济发展方式的转变当成十二五期最重要的目标。为此，政府主动降低了经济增长的标准，我们预测 2011 年政府希望的经济增长目标不会高于 8%。这是中央政府为平衡经济增长而进行的战略转移，其背后的逻辑是中央政府的财政约束基本解除，它可以采取相对稳健的行为。



另一个原因是，中国本届政府完整的政治周期只有一年，百里者半九十，顺利过渡是最理性的选择。

3) 地方虽难舍增长，但博弈动力减弱

而地方政府则不同，过渡刺激的后果导致地方财政压力逐年增大，急于摆脱财力困境的地方政府难舍增长。但这种博弈力量越在逐步减弱。理由如下：

- 中央给地方带上紧箍咒

在我们的报告《过渡刺激的经济后果》、《银行让利的前世今生》、《房地产调控：从量价博弈到处益让渡》都明确指出，在反危机的过程中，中央与地方的权力配置发生了根本的变化。金融安全与新三角债，房地产泡沫与房产税、节能减排与资源税等都如同紧箍咒一样使得地方政府的处处听命于中央政府。

- 政治周期临近，保稳定或许比保增长更易上位

在中央将民生当成执政的基础的前提下，地方官员在 2012 年政治上实质换届的有限时间内，“不求有功，但求无过”，“不为后人栽树”将会成为不少政府官员的行为指南。如此以来，投资与增长中枢下移将是一种趋势。若如同张五常一样，将中国的县委书记看成企业家，则会发现企业家的“动物精神”不在，创新则无法完成，繁荣也就难以为继了。

- 地方政府有心高增长，却有心而无力

市场普遍将“十二·五”规划当成中国政府再造泡沫的盛宴。我们认为中国的“十二·五”规划实质上已经从 2008 年四季度开始了。在当时紧急的状态下，很多“十一·五”规划未列的项目已经提前开工。在现在这种情况下，地方政府保持高增长是心有余而力不足。如要高增长，必要与中央要求相一致才可获得支持。

2.3 新起点的特征之二：各国刺激政策渐次退出

前述政治周期的变动，是与世界各国刺激政策渐次退出的大背景下相一致的。根据我们海外分析师《缝缝补补又一年：再平衡下的国际博弈》的分析，全球经济失衡时与美元主导的国际货币体系以及中心-外围共生模式下的全球产业链相关的，失衡是具有结构性的，再平衡根本之策在于改变美元本位主导的国际货币体系和全球生产链布局，为此再平衡将是一个长期而复杂的过程。

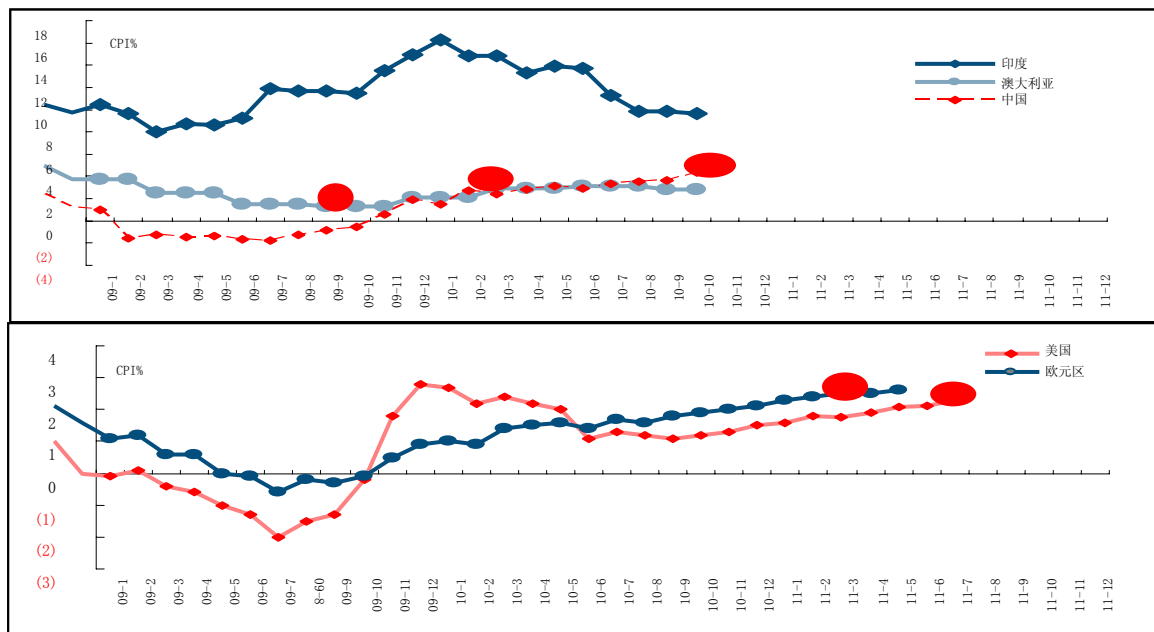
过度宽松的货币刺激带来的并非是产出的增加，而是通胀的上升。从美国持续高位的失业率就可以看出，不管是 EQ1 还是 EQ2 都无法使民主党获得支持。可以断定，通胀将会使选民进一步抛弃民主党。在我们的逻辑下，通胀是各国政策退出的主要理由。退出之后，世界进入一个再平衡的状态。我们反复指出，世界经济的危机是消费与生产失衡的必然结果，要恢复到原来的平衡，唯有节制欲望方可。在反危机的前两年，没有国家愿意节制，刺激的负效用也没有体现出来，不退的理由是存在的。当通胀的负效用已然危害到反危机的成果时，不退对政治家来讲，是极不明智的。

由于通胀对资源国、生产国与消费影响的时间点不同，所以各国政策退出的时间也将不同。以加息为标志，澳大利亚作为资源国，刺激政策于 2009 年九月已经退出，印度与中国作为生产国的代表，分别于 2010 年 3 月与 10 月退出。欧洲将于 2011 年第一或第二季度退出，美国则随着通胀于下半年上升到 2-2.5%，于 EQ2 任务结束后退出刺激政策。至此，随着消费国刺激政策的退出，世界经济进入低度再平



衡。在此强调一下，各国不现继续刺激，就可以视为退出。

图 4：资源国—生产国——消费国刺激政策渐次退出，世界经济进入低度再平衡



资料来源：CEIC，中信建投研发部

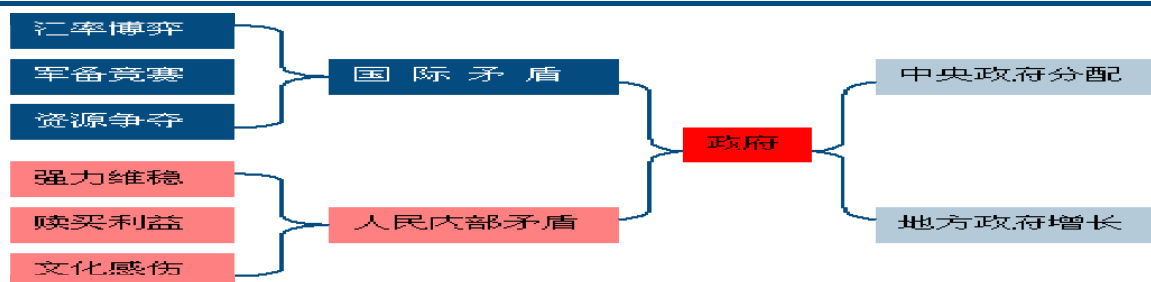
2.4 新起点的特征之三：新起点矛盾重重

中国的战略之所以转向，很重要的原因在于累积的矛盾使得经济严重失衡。当然，这种失衡以不能通过经济契约来解决问题为边界。失衡的核心因素是利益的分配出了问题。在之前的报告中已经多次分析，在此不再赘述。战略转型中要面对的矛盾，可以简单地概括为国际矛盾与人民内部矛盾、政府内部的矛盾。矛盾的激化与消除对中国经济的复苏起着至关重要的作用，忽视不得。

2.4.1 国际矛盾

中国之所以进行超出市场预期的紧缩，从国际的视角看，是“农夫与蛇”事故重演之后农夫的觉醒。过于实在的中国政府为世界经济的复苏负担了过多的责任，在世人的夸赞下曾经失去了自我，当前的战略转型可以看作是恢复了自我。是将因为反危机而掩盖并且加深的矛盾公开化。这种矛盾的处理无时不影响到宏观经济的走势。

图 5：战略转向中的矛盾





资料来源：中信建投研发部

● 汇率博弈

中国会根据自己的利益而选择汇率变动的时机，美国一逼迫，人民币就升值，“煤飞色舞”的投资逻辑可能存在着重大的问题。

● 军备竞赛

经济体量第二的中国与美国的竞争已经不可避免，和平崛起已然不可能。中国出于“打赢局部战争”的基本要求，国防发展是必然的。国防军工的发展，不仅解决了高端制造业的需求，更解决了制造业升级创新中成本与收益不配的问题。

● 资源争夺

中国需求刚性决定了资源的国际争夺已经是常态，中国央企海外获取资源，或者利用发达国家财政危机之际，收购他国资产将是常态。

2.4.2 人民内部矛盾

解决人民内部的矛盾主要是消化收入分化对创新的扼制，矛盾的解决概括起来就是三种方法：

● 强力维稳

在过渡期，各种社会矛盾愈加激化，公共安全风险加大，通过维稳可以防止矛盾与冲突的恶化。

● 赎买利益

利益的赎买主要有两类，一是市场间资本向劳动的让利，二是政府通过增加科教文卫等的支出保证政府向市场让利。三是政府通过税收等政策的变化，让收入在不同阶层间转移。

● 文化感伤

文化与医疗的作用是一样，都是减轻人的痛苦。政府将文化产业定义为支柱产业。这意味着文化产业的作用被充分利用。

图 6：战略转向中的内部矛盾





资料来源：中信建投研发部

2.4.3 政府之间的矛盾

政府之间的矛盾主要表现在中央与地方责任与权利的匹配中，其又特别集中在地方财政的重新平衡方面。由于新的三角债的形成，中央在博弈中占据主导地位，2011年矛盾的化解看起来相对容易。但2011年中央与地方以下矛盾的冲突将造成宏观经济运行巨大的不确定性，它会直接左右制度变革、通胀与泡沫治理等的进程。这些包括，但不限于：

- 房价下跌与地方财政崩溃的博弈
- 通货膨胀与地方资源品提价的博弈
- 地方甩包袱与国有资本流失的博弈
- 政府强拆与民主程度提高的博弈
- 节能减排与拉闸限电的博弈
- 公共品均等提供与地方财力紧缩的博弈
- 地方融资平台与金融安全的博弈

2.5 新起点的特征之四：新起点的目标与路径

2.5.1 新起点的目标在于创新，创新就是破坏

新起点的本质是在重新平衡的过程中，企业自生能力的恢复以至提高，从而引导中周期从复苏走向繁荣。其目标它可以浓缩为对企业创新能力的发掘。企业自生能力的恢复仅能帮助经济完成“从库存重建到中周期复苏”的循环，而“从中周期复苏到繁荣”则非依赖企业的创新不可。

什么是创新？创新就是破坏，是具有动物精神的企业家的一种自发行为。结构主义的导师熊彼特早已为我们划定了创新的内涵。理解创新，对于理解我们后面提到的中周期复苏加快特别重要。创新一定不是重复，重复意味着一种保守。

- 创新 1) 引入一种新的产品或提供一种产品的新质量；
- 创新 2) 采用一种新的生产方法；
- 创新 3) 开辟一个新的市场；
- 创新 4) 获得一种原料或半成品的新的供给来源；
- 创新 5) 获得一种新的产业组织形式。

2.5.2 新起点的路径是确定而复杂的

目标明确的背后，往往是路径的曲曲折折。



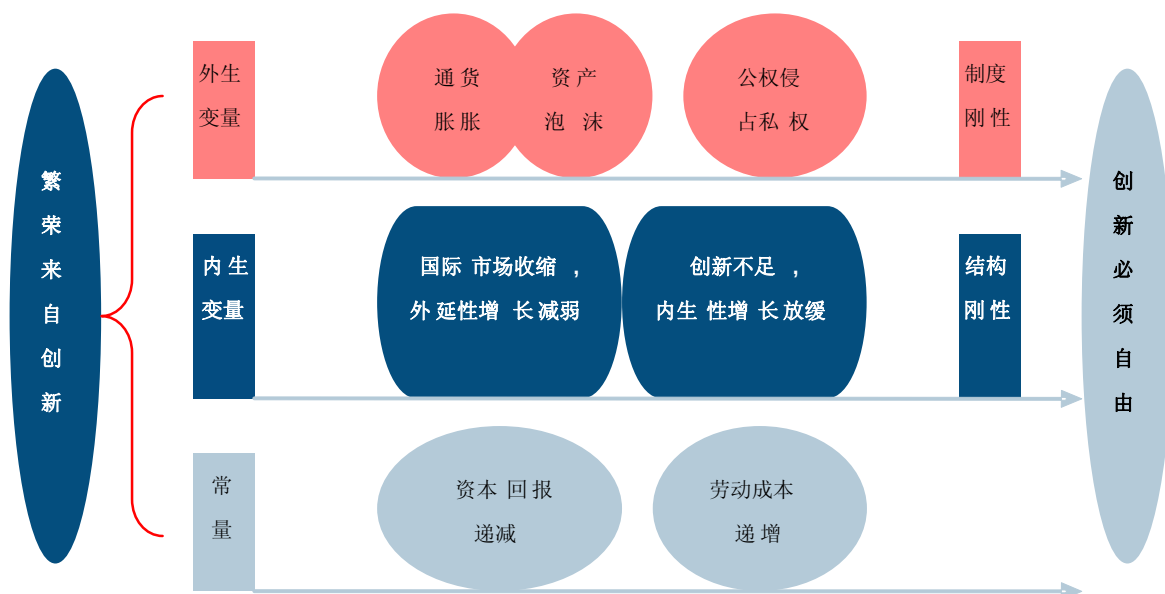
我们反复讲过，企业内生性增长面临着四个变量与两个常量的约束。

- 变量 1) 消除过渡刺激形成的通胀与泡沫对创新收益的吞噬；
- 变量 2) 把公权侵占私权的空间还给市场，无自由不创新；
- 变量 3) 国际市场的收缩使得外生性增长下的规模收益不再递减；
- 变量 4) 企业通过创新，保证规模收益递增态势得以保持；
- 常量 1) 资本回报边际递减；
- 常量 2) 劳动力成本边际上升。

这四个变量约束解除的节奏与力度决定了 2011 年宏观经济复苏的时间与空间，两个常量左右着中国经济增长繁花锦簇亦或星星点点。

如此一来，五大创新与六大约束交织在一起，2011 年的宏观经济将绚烂多彩，也复杂异常。显然，创新约束的解除将贯穿中周期的整个过程。

图 7：中周期繁荣的条件:微观主体自生能力的修复



资料来源：Bloomberg，中信建投研发部

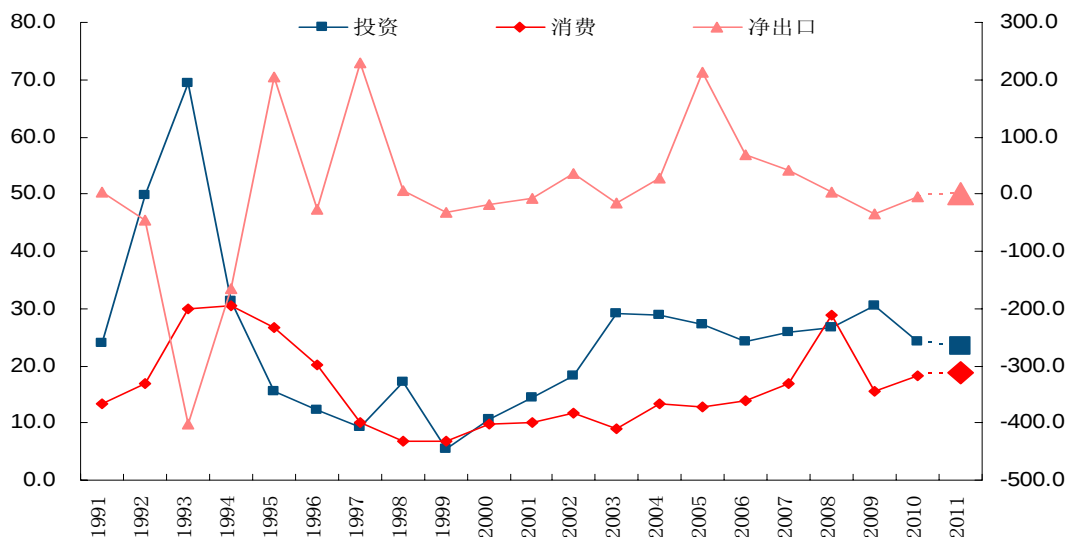
2.6 新起点的特征之五：从富国到富民与强国

新的起点，是从中国经济增长动力的转化开始的。从危机的形成与治理可以看出，中国增长的主动力量在不同的时间段是不同的：危机前，出口第一；危机中，投资第一，危机后消费第一。我们判断，中国经济增长的三架马车有二江合流之势，即在 2011 年投资与消费的增长率基本保持一致，即都接近于 20%。而净出口的增长率接近于 0，趋于平缓。



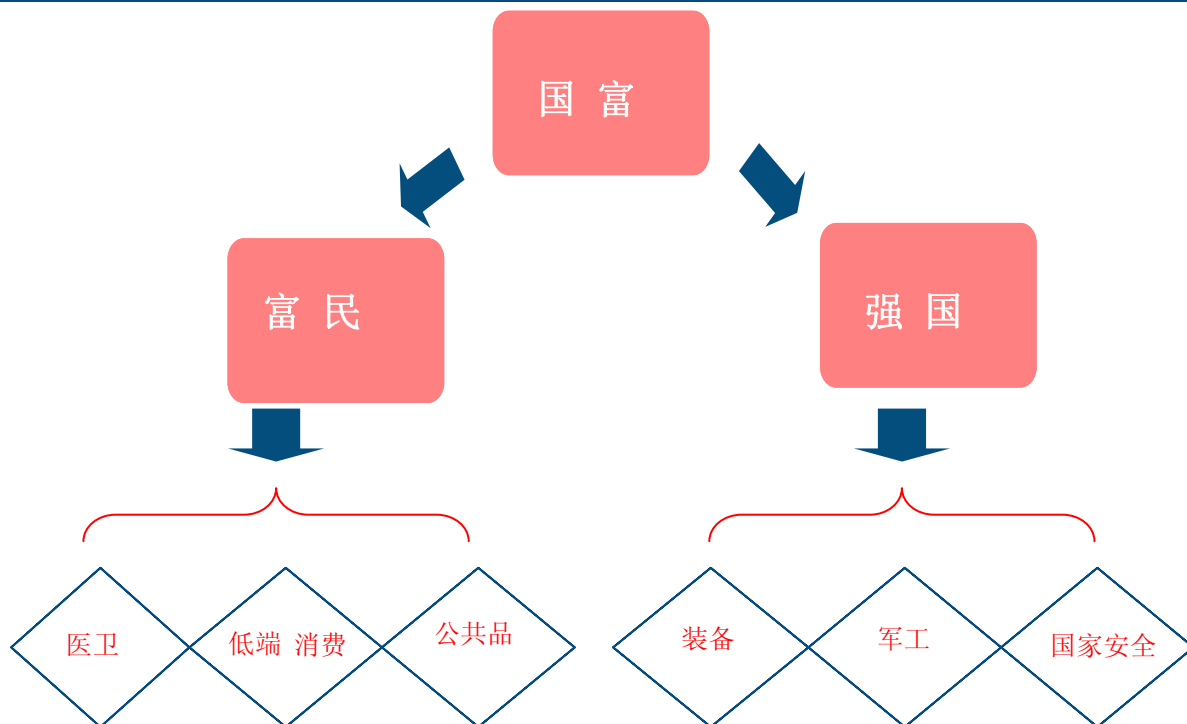
在此基础，我们发现中国投资的背景可能简化为如下的态势：从国富到富民，从国富到强国。

图 8：2011 年三架马车的增长率,投资趋降，消费趋升，净出口趋平



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 9：新起点后，中国投资的宏观背景已经从国富转向了富民与强国



资料来源：中信建投研发部



三、嬗变：从库存重建到中周期复苏加速

2011 年的宏观经济走势，看起来是复杂而多变的。实则不然，相对于中国政府政策的不可预知性，市场微观主体自有其运行的规律。稳定回报的投资即要以这种嬗变为基础，经济周期即是对这种嬗变本质的总结。基于我们对周期长期而深入的理解，2011 年的经济运行趋势是确定的。

我们在结构主义的框架内，通过周期理论准确预测了宏观经济的运行态势。但在具体地运用周期方面，理解的差异，特别是对扰动因素判断往往是失之毫厘，谬之千里。理解经济周期最忌讳刻舟求剑，将逻辑上的必然性当成事实的必然性。按奥地利学派的逻辑，理解周期其实是要理解经济从失衡到再平衡的内在机理。米塞斯与哈耶克认为，由于投资过度，造成了重生产资本品的产业、轻生产消费品的产业，从而导致产业结构的失衡，引起经济周期性的波动。更进一步，理解周期其实是理解消费者的欲望与约束的平衡问题，这是人类活动的根本问题。

3.1 嬗变的基础——消费与周期的稳定性

企业自生能力的恢复与提高是渐进的，在熊彼特将经济周期的波动之源归之为企业家的创新时，企业家的动物行为便表现为一点：竭尽全力地为满足消费而生产，因为消费是生产的唯一目标。我们早就指出：消费是不需要刺激的，我们要做的唯一事情就是放松约束条件。对企业家行为的判断可以如此刻画：生产是不需要刺激的，我们要做的唯一事情就是找到消费的需求。这意味着消费的稳定是嬗变的基础。

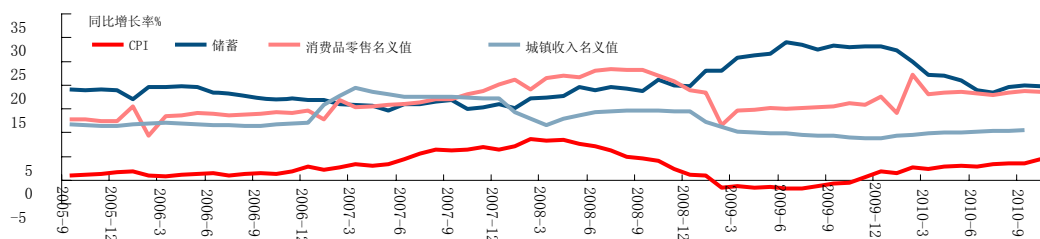
3.1.1 嬗变的基础：消费的稳定性

关于消费的稳定性，我们在 2010 年的报告《城市化下移催化消费内生增长》进行了详细地分析，在此基础上，结合新的政策变化，对消费稳定性的研究得出了以下的结论。详细的研究，请参看宏观分报告之五《滞胀冲击、内生性增长与制度红利》一文。

● 消费稳定性（1）——收入决定一切

基于欲望的天性，如果没有预算的约束，人类的消费将会是失去边界的。因此，消费本质上是不需要刺激的，消费的节奏是由收入约束的形式决定的。借助于 Shefrin 和 Thaler 教授 1988 年对行为经济学研究的成果，我们认为个人消费是由其即期可支配收入（Current spendable income, I），即期的资产（Current assets, A）与预期收入（Future income, F）决定的。根据中国的国情，此处的即期资产主要指储蓄。因此最基本的消费函数可以写成： $C=f(I, A, F)$ 。

图 10：从收入的形成过程来看，消费是稳定的



资料来源：CEIC，中信建投研发部



2010年1-10月,消费品零售总额同比增长18.6%,城市居民人均可支配收入同比增长10.1%,CPI累计增长3.02%,储蓄存款余额累计同比增长17%。与2009年相比,2010年通胀多贡献2%,储蓄少消耗了0.4%。按此趋势推断,2011-2012年消费的稳定增长是有收入支撑的。

● 消费的稳定性(2)——消费内生增长

消费的稳定,主要原因还在于消费是内生增长的。至2010年,中国已经有三市四省进入到后工业化阶段,十省进入到工业化后期,十一省进入到工业化中期的后半段。主要经济体进入到工业化后期与后工业化时期,即罗斯托所讲的“走向成熟”,并进而进入“高额群众性消费阶段”。

表1: 中国工业化进程表明主要经济体进入后工业化阶段与工业化后期

阶段	区域	全 国	四大经济板块	七大经济区
五、后工业化阶段	三市四省	京、沪、津、粤、浙、苏、鲁	东部(98 2009))	长三角(100) 珠三角(95)
四、工业化后期	后半阶段 二省	全国(80, 2009) 辽、闽		环渤海(90)
	前半阶段 八省	晋、吉、蒙、鄂、冀、黑、宁、渝、陕	东北(60)	东北(60)
三、工业化中期	后半阶段 十一省	青、湘、豫、新、皖、赣、川、甘、 云、桂、琼	中部(45) 西部(40)	中部六省(45) 大西北(42) 大西南(40)
二、工业化初期	前半阶段			
	后半阶段	贵		
一、前工业化阶段	前半阶段			
		藏		

注: 根据中国社会科学院《中国工业化进程报告2007》计算, 括号内数字代表各地区工业化进程的得分。

资料来源: 中信建投研发部

● 消费的稳定性(3)——制度红利释放

消费受到收入分化与高房价的双重制约,即将进行的制度变革将会逐步打破这些刚性,并释放制度红利。《十二五规划》“努力实现居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步,低收入者收入明显增加,中等收入群体持续扩大,贫困人口显著减少,人民生活质量和水平不断提高。”

同时,城市化下移也将推动消费水平的提升。在1965-2009年形成的长期关系中,城市化增速对消费增长的影响很突出,城市化增速每提升一个百分点,将促进消费增长1.31个百分点。而工业化的影响相对较小,工业化增长率每提升一个百分点,推动消费增长0.28个百分点。

3.1.2 嬗变的基础: 经济周期的稳定性

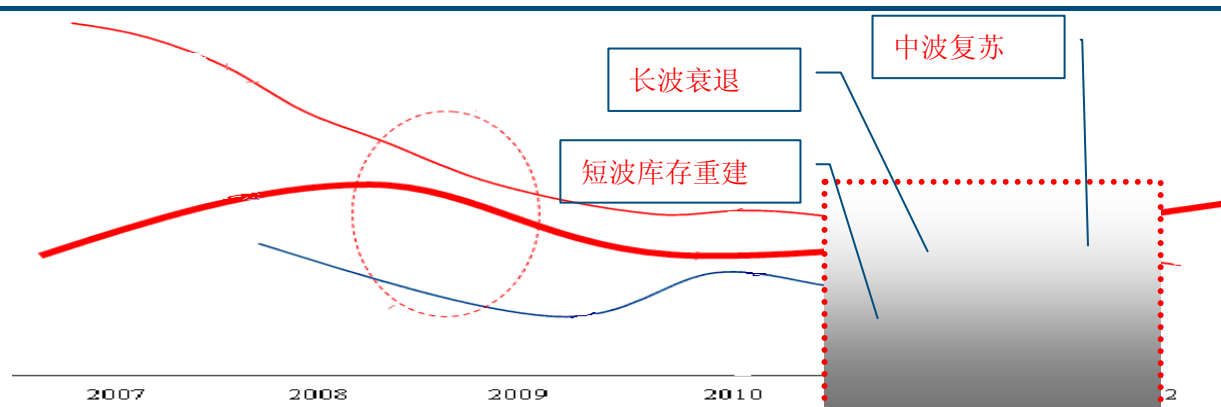
经济周期最本质的特征就在于其具有逻辑上的稳定性。未来三年世界经济将处于长波衰退与萧条交汇期,2011年是典型的中周期复苏期。

由于政府干预的对冲,中周期萧条出现的可能性越来越小,其腾出来的时间则被衰退与复苏分担,衰



退提前结束，复苏延迟。所以从繁荣—衰退—复苏—繁荣三阶段来理解中周期更具有现实意义。历史的经验表明，一个中周期中的三个短周期可以简单地划分为中周期复苏—中周期繁荣—中周期衰退三个阶段。从 2009 年 7 月开始，第一个短周期开始启动，至 2011 年底，计 29 个月。以此计算，中周期繁荣在 2011 年出现的可能性较小，复苏出现的概率是较大的。

图 11：2011 年是确定的中周期复苏期，但不是繁荣期



资料来源：CEIC，中信建投研发部

3.1.3 嬗变的基础：中周期已顺利完成第一个库存周期

中国三十年多年的经济增长态势，它表现为非常明显的中周期特征。由于数据的原因，1992 年之前的增长率以年度表示，之后则以季度数据表示。按“谷—谷”表示，1981-1990，1990-1999，1999-2009，中国经济增长基本上是十年一个轮回。从库存的视角来看，中国更是如此。在过去的十年里，中国经济经历了三个完整的库存周期。在新的中周期启动的过程中，我们已经顺利走完一个库存周期。

● 上一个中周期的时间划分与运行特征

以谷-谷为界定标准，上一个中周期由以下三个库存周期组成：大致时间为：2000 年 2 季度—2002 年 4 季度（共计 30 个月）；2002 年 4 季度—2006 年 2 季度（共计 43 个月）；2006 年 2 季度-2009 年 2 季度（共计 36 个月）。其中，第一次库存周期的时间比较短暂；第二次、第三次库存周期中，补库存的时间较长（分别为 26 个月、27 个月），所占时长为 60%和 75%，相比而言，去库存的过程短暂而又迅猛。

在三个库存周期之中，在大部分的时间里，各主要变量呈现出一种有序的波动。即：价格变动——库存行为变动——产能利用率变动——库存变动——货币资金变动。

● 我们顺利完成中周期的第一个库存周期：2009 年 4 月至 2010 年 9 月

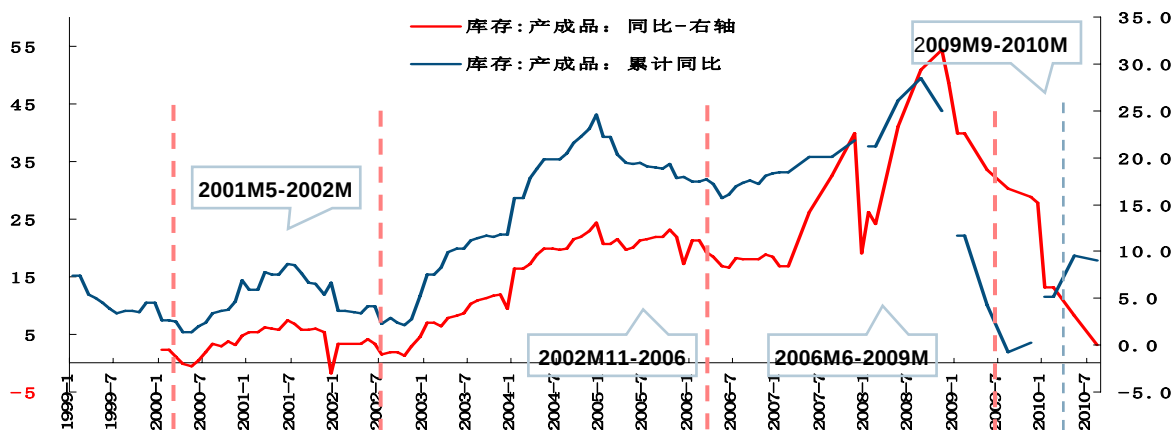
中国新的中周期自 2009 年 2 季度启动，结束衰退，进入复苏阶段。2009 年 4 月至 2010 年 9 月，中周期的第一个库存周期完成。这与我们在 2010 年中期报告《从增长到分配》中预判的时间基本上一致。

自 2009 年 4 月之后企业库存开始第一次重建。物价不断回升，并于 7 月份之后摆脱了同比持续下滑的局面；基本与此同时，中国经济的产能利用率持续反弹；2009 年 9 月份之后，工业企业的库存量开始明显地增加，至 2010 年 5 月第一次补库存完成。



从 2010 年 5 月后进入去库存时期，到 2010 年 9 月份（共计 5 个月），结束去库存阶段，整个周期持续 16 个月。这一轮的库存周期的基本形态和历史上其他时期相同，都是不对称，且峰度偏右的。只是这其中，无论是去库存，还是库存重建，所历时长都较历史平均水平为短。原因之一是房地产政策大幅度转向与超常规节能减排催化了库存的消化。

图 12：中国工业产成品库存的波动（1999-2010）



资料来源 CEIC，中信建投研发部

3.2 库存重建正在展开

2009 年九月，中国结束二次去库存，并于 10 月开始库存重建。库存重建之所以比我们当时预判的年底提前两个月，主要原因是中国政府为了确保十一·五规划而采取了超常规的节能减排，以及市场囿于政府可能进行的“二次刺激”而增加了投机性库存。这意味着 2011 年的库存重建将会有所反复，原因就在于“二次刺激”已经被“紧缩周期”取代，节能减排将会常态化。

在本部分的分析中，我们的库存研究是从“价格水平、产能利用率、库存行为与库存水平、货币资金的流向”进行的。详细的研究请参看宏观分报告之二《繁荣の野望——从库存周期到中周期》。

3.2.1 库存重建时间判断：自 2010 年 10 月有序展开，约于 2014 年之前结束

我们对库存重建的判断是通过观察 PMI 指标的环比增幅得到的。从制造业的数据来看，目前存在着需求回暖、生产量高企、采购增强的现象，企业再库存是明显的。

● 制造业库存开始重建：环环相扣，层层递进

PMI 的 11 个分项指标其变动趋势基本上是在上个月的基础上延续，从而强化了之前出现的库存重建的行为。沿着企业的经营脉络自下而上地看，环环相扣，层层递进。

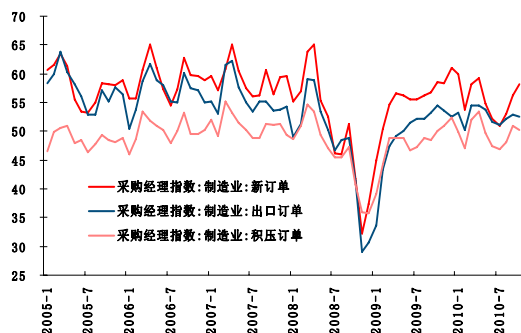
（1）**营销环节**：10 月份订单指数均维持在 50% 上方，虽然出口订单指数略有下降、积压订单指数也略有下降（因为上个月生产量大幅度增加）。但是在强劲的内需支撑下，最为重要的新订单指数大幅度反弹了 1.9 个百分点，而产成品库存则持续减少；



(2) 生产环节：生产量继上个月大幅度反弹之后，依然维持在高位，其背景是旺盛需求的刺激，而且较为滞后的从业人员指数也维持在 50% 上方；

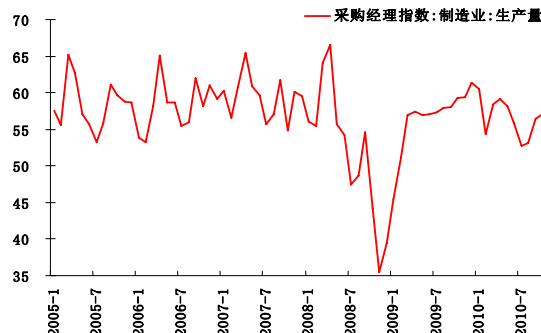
(3) 采购环节：在需求转暖背景下，原材料库存持续见底使得企业开始了新一轮原材料的采购过程——即再库存的过程。结果采购量持续上升，并在流动性的助威下，带动采购价格的持续飙升。

图 13：订单指数均维持在 50% 以上，预示着需求的回暖



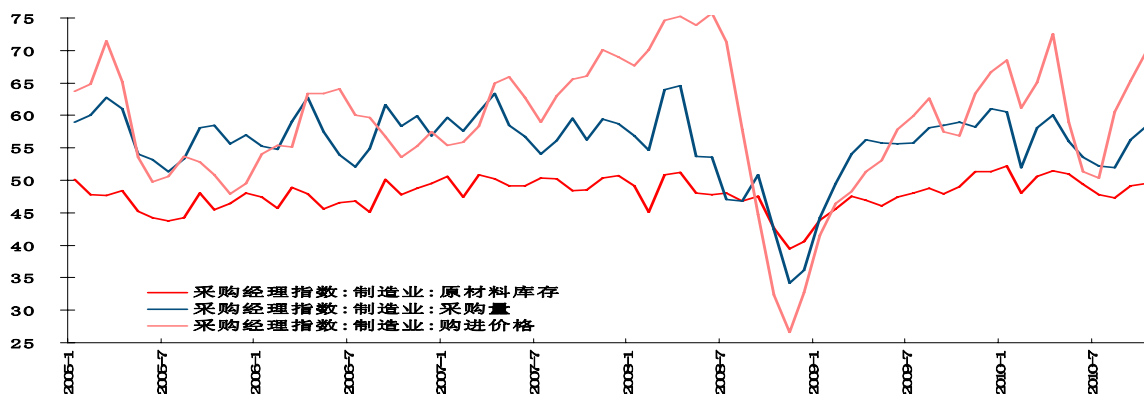
资料来源：Wind，中信建投研发部

图 14：PMI 生产量指数，生产量持续反弹



资料来源：Wind，中信建投研发部

图 15：原材料库存被消耗，但补充库存的意愿强烈，致采购量、价齐升



数据来源：CFLP，中信建投研发部

综上，我们看到：在内需逐步回暖的背景下，中国的制造业的产成品库存被持续消耗，在这样的利好刺激下，企业提高了产能利用率，使得原材料库存持续下降。有别于此前去库存时期企业家在采购时的畏首畏尾和亦步亦趋，此时企业的采购意愿是强烈的，因此我们看到的情境是采购环节上的量、价齐升。

需求回暖——产品畅销——生产量增加——原材料库存减少——采购环节量、价齐升，目前中国制造业正在逐步展开库存重建过程的特征是明显的。

● 库存重建行为已经扩散

从产业链变动情况看，库存行为的波动发轫于下游的消费品，昭然于中游的投资品，而上游的资源品则由于具有一定的金融属性而存在着更大波动性和不确定性，因此中游行业是观察库存行为波动的关键。



随着去库存行为的持续深化，补充库存行为纷至沓来。早在 10 月份的报告中，我们已多次指出，位于中游的行业，如机械设备、化工等行业提前开始了库存重建。事态衍发到目前，我们看到，机械设备、化工等行业仍然需求旺盛，而医药、食品、服装等轻工业的需求也显露出了走热的迹象——这意味着库存重建行为已经开始扩散。

由于节能减排政策的压制，钢铁、有色、造纸这三个行业的目前依然萎靡不振，这对于其整个行业而言明显是不利的。显然，对于这些高污染、高能耗行业的库存周期循环，需要进一步的细致地分析。

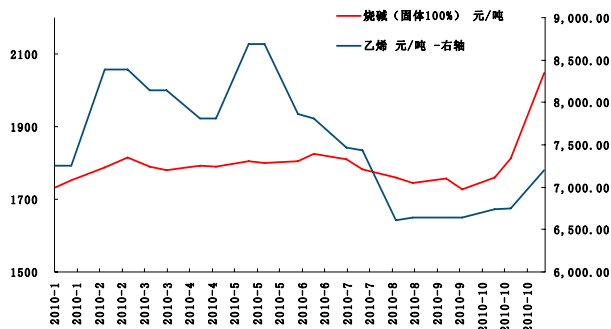
3.2.2 库存重建中的价格紊乱及其反复

● 库存重建反复

库存重建不会线性进行，有两个因素会干扰其轨变。一是节能减排由超常态转向常态，二是基于通胀的价格管制。

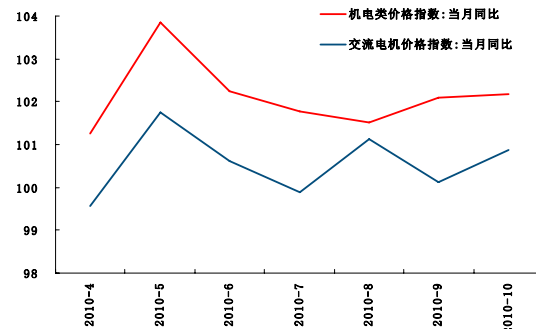
一方面，拉闸限电和抑制落后产能在一定程度降低了产品的供给，加速了去库存的过程，因也使得部分行业的产品价格出现了明显的反弹，从而带动了这些行业的库存重建过程。以化工产品为例，可以很清楚的看到这一点。随着 8 月份之后节能减排的呼声渐长，到了 9 月份和 10 月份，主要化工产品的价格均出现了明显的反弹，这导致的直接结果，是我们前边所述的，化工产品率先开始了明显的库存重建过程。

图 16：基础化工品的出厂价格变动



资料来源：Wind，中信建投研发部

图 17：机电类产品的价格变动



资料来源：Wind，中信建投研发部

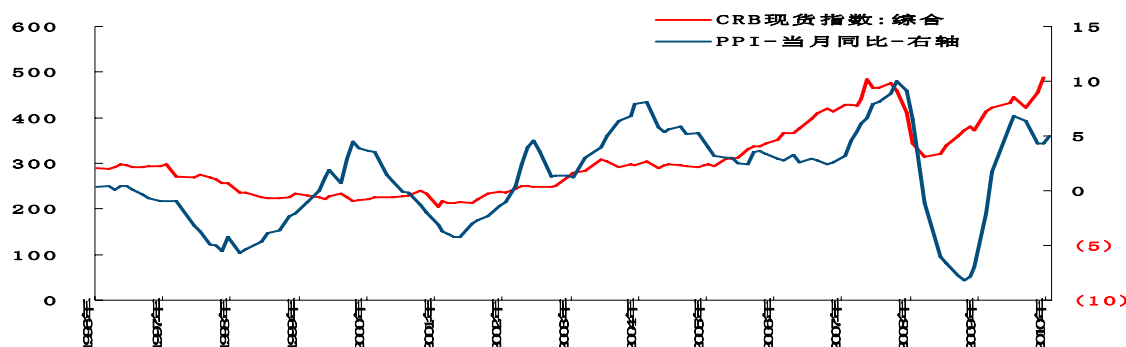
这种因为一时政策的暂时刺激推动的库存重建，带有很重的投机嫌疑，而非库存投资。构筑在这样基础上的部分产品的价格反弹，在 2010 年是难以期待的，也许会陷入产量激增、价格雪崩的局面。

另一方面，上半年通胀是高位运行的，政府已经开始通过价格管制来降低消费品的成本。对于生产者来讲，较低的价格并不是其开始大规模库存重建的理由。显然，是政府政策行为导致的价格紊乱和库存重建过程中的反复，对此我们应心怀警惕。

外部冲击对通胀的影响在上半年很难消除，这会影响到库存重建的时间。在美国量化宽松的货币政策下，全球流动性再度泛滥，大宗商品市场、尤其是中国经济对外依赖程度较高的原油和铁矿石的价格节节攀升。原材料、燃料和动力价格的攀升。不仅如此，它也会对中周期的完美启动，构成巨大的抑制。而且根据我们对海外市场的研究，CRB 等大宗商品的价格在未来两年里，都存在着不小的上涨压力。



图 18: CRB 商品期货指数和 PPI



资料来源: Wind, 中信建投研发部

● 无需对库存重建的必然性心怀忐忑

库存周期的循环是由市场供需调试下的价格驱动的, 因此, 对库存重建并不需要特别的担心。明年上半年物价仍然保持在高位, 目前已经成为市场的共识。这次库存重建中的机械类产品的价格, 有缓慢回升的迹象; 上文所提及的库存重建扩散中的医药、食品、服装等轻工业的价格趋势也是这样。因此, 可以肯定地讲, 新一轮的库存重建正在拉开大幕。

3.2.2 库存重建的空间判断: 库存本身量级及对 GDP 的影响

库存重建的空间须从库存本身及其对 GDP 的影响来判断。

● 库存重建引发库存本身增长 20% 的需求

根据相似性的原则, 我们选取过去十年里的第二个库存周期作为样本来研究。其中, 其累计库存的过程是始于 2002 年 4 季度, 终于 2004 年的 4 季度。其中, 周期中高点的库存量比低点高近 40%, 这预示着企业的库存, 大致在正常的库存水平 20% 的范围内波动。假定企业的库销比保持不变, 则库存重建会引致企业增加 20% 的需求量。

● 库存重建促进 GDP 反弹 0.3-0.8 个百分点左右

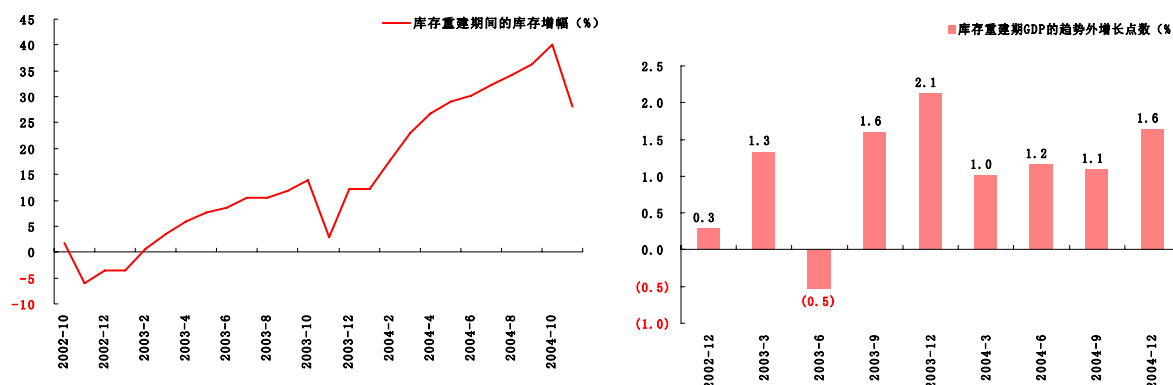
随着库存重建的推进和反复, GDP 的增速将会受到显著影响。通过对季度 GDP 的季调可知, 库存重建初期, GDP 的额外增量是不太稳定的, 幅度较大, 并表现出一定的反复性。库存重建中期, GDP 的额外增量增大, 库存重建后期则较为平稳。依此类推, 再考虑到上文所言及的库存重建的反复, 我们谨慎估计, 本轮的库存重建, 在初期将促进 GDP (季调后) 反弹 0.3-0.8 个百分点。

● 库存重建带来的增量并非想象中那么给力

以上对中国库存周期的讨论, 表明中国经济正在步入坎坷而漫长的库存重建过程; 然而对库存重建所带来的增长量级考察之后, 我们不免略有失望, 原来库存重建带来的增量并非我们想象之中的那么给力。



图 19：库存重建期间的库存增幅 20%，GDP 反弹 0.3-0.8 个百分点



数据来源：CEIC，中信建投研发部

3.3 中周期复苏走向加速期

中周期包括三个库存周期，每个库存周期内涵是不一样的。第一个库存周期主要是刚结束衰退之后，经济的一种自我修复，是简单地再生产。从第二个库存周期开始，才可能进入企业的扩大再生产阶段。

企业从去库存到库存重建，只不过是产量和销量的一个简单再平衡。不可否认，重复也是一种生产力，但重复并不能带来超预期。要实现更高一个层次的增长，中国的经济就非得打破原有的框架，以一种新的面貌来开始新的循环。在我们的逻辑下，这种循环就是从库存重建到中周期复苏加快的转换。

现在的问题是为什么这种转换一定是必然的？如果这种必然不能清楚地得到解释，2011 年的投资思路将会是异常混乱的。我们认为，这种必然是逻辑的必然，更是事实的必然。

3.3.1 为什么对中周期加速表示怀疑

中周期原来指狭义上的资本支出周期，在朱格拉的定义中主要指设备投资，而不包括房地产投资。对于中国的中周期来讲，它并不只是指设备投资，而是指广义的资本支出。

一提到资本支出，投资者本能地拒绝。理由不外以下几个：

第一，中国之所以发生经济危机，根本原因在于产能过剩，国内市场的扩张无法对冲国际市场的收缩，企业去库存之后要去产能。自保尚难维持，谈何新投资？况且政府都鼓励消费了，投资的作用会大大减弱。

第二，中国的设备主要是机械设备，随着房地产投资的下降，设备投资没有了需求。

第三，中国结构调整的核心是产业升级，是长期事情，推荐设备投资是长期行为短期化，是投资大忌。

3.3.2 中周期复苏加速的机理

在库存重建并不会带来超预期增长的背景下，中周期复苏加速的判断是有极大的风险的。宏观分析的重要意义即在消除这种风险，认清其中的机理是做出判断的前提。



(1) 逻辑起点：从未济到既济

在结构主义者的眼里，中周期复苏加快的根源在于：不断升级着的需求和产能建设相对滞后的供给之间，存在着的结构性的矛盾，技术的扩散或者漫化为此提供了解决矛盾的基本条件。

● 未济

人类的需求是永无餍足的，当一种需求被满足后，总会有新的一种需求应运而生。然而，供给是由产能决定的，产能建设存在着一定的滞后性，结构性的供需失衡出现。需求没有升级的行业，其供给是充裕甚至是过剩的；而需求已然升级的行业，其供给却是短缺的，是为“未济”之象。

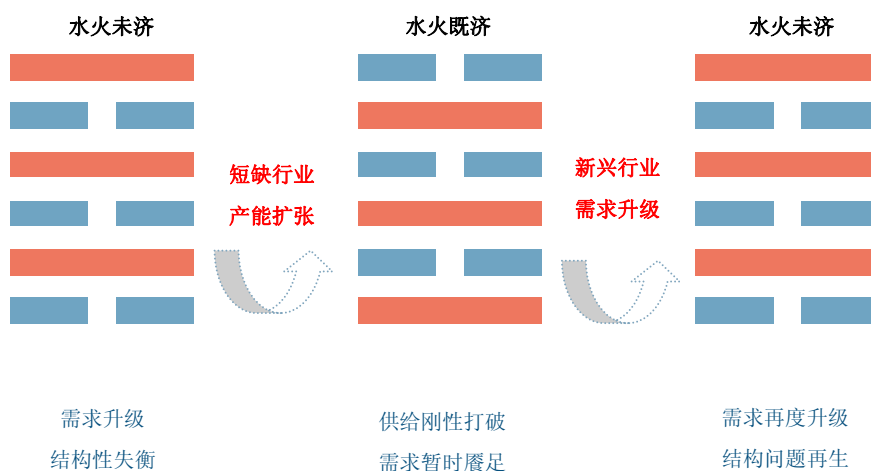
● 既济

显然，上述这种结构性的错配会随着投资的变化而出现改观。在结构性失衡背景下，短缺行业的产能将得到迅速的扩张；而相对过剩行业，其产能的扩张会受到极大的抑制。由此，我们将看到随着时间的推移，供给的刚性会被打破，而需求能够得到暂时性的餍足，是为“既济”之象。

● 未济

满足是暂时的。当新的需求逐渐再度出现时，旧有的产能结构已然无法令其满足。于是，结构性失衡的问题再度凸显，重返“未济”之象。

图 20：既济与未济：中周期中的需求升级与产能扩张



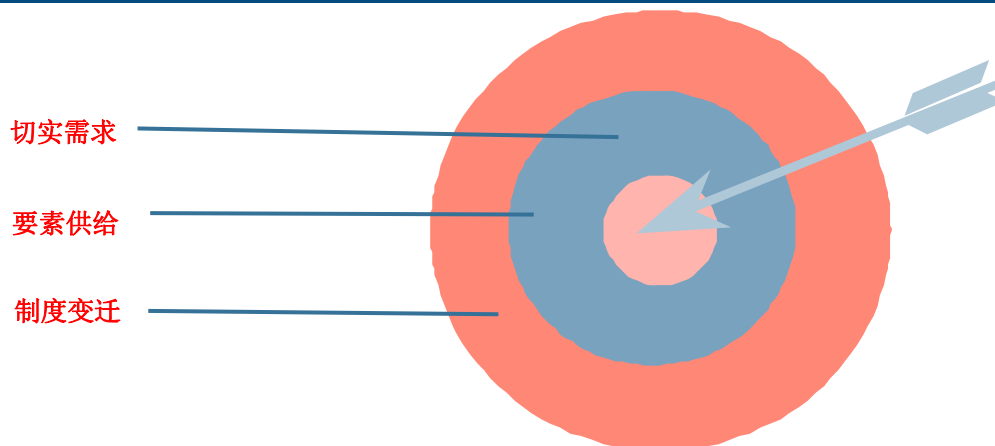
数据来源：中信建投研发部

(2) 起动要素:需求、供给与制度

一个新的中周期的完美启动，离不开三个至关重要的环节：切实的需求、要素的配合、以及制度的变迁。其中，需求是处于核心位置，是一种结构性的新需求；要素则是处于次一级位置的，这种要素供给包括了资本、劳动力、矿产资源、基础设施以及技术、知识等等；处于第三个层次的是制度变迁，表现为市场化、国际化、以及公平公正的宪法秩序。



图 21：中国中周期启动的三要素



、资料来源：中信建投研发部

在这三个环节中，需求是内生的、自发的；要素是客观存在、需要重新定价的，技术可以改变价格。制度会随着发展的需要和需求的满足而出现一定的变化。只不过，制度的变迁也是一个主观能动性很强的变量，具有严重的刚性。制度刚性打破所释放的制度红利是中周期复苏加快的核心力量。这三大要素，其实就是我们前面在第一部分所论述的创新的必要条件。

3.3.3 中周期复苏加速的动力

深入分析中周期复苏加快的三大要素，可以透析复苏加速的动力。

（1）动力一：需求升级

按奥地利学派的逻辑，理解周期其实是理解消费者的欲望与约束的平衡问题，这是人类活动的根本问题。这一结论可以从米塞斯《当前经济学方法与政策之观察》所述中找到证据——“生产的唯一目的是满足需求，即消费。市场经济的卓越之处在于所有的生活活动最终都是由消费者决定的。人作为消费者是至高无上的。作为生产者，他必须受制于消费者的愿望。”

从这个角度来讲，中国经济的需求是从来都不缺乏的。那么在目前的状态下，中国经济可能的需求存在着哪些不满足的状态，在未来可能被调动起来呢？在我们看来，结构性的产能过剩已经被消灭了；结构性的需求不足则日益凸显。本部分的需求与第前面所讲的需求是不同的，前面的需求基本上是一种存量的需求，而后者则是增量的需求。

- 结构性过剩产能基本被消灭

经过市场自我的两次去库存与去产能，以及过去三年中国政府采取的“家电下乡、汽车下乡”等对策，中国结构性的过剩产能基本被消化和逐步淘汰。对于仍然没有消化的产能，或许已经成为了真正无效的产能，成本真正的剩男与剩女。

- 消费需求的多样化将带来产业结构内生的变化



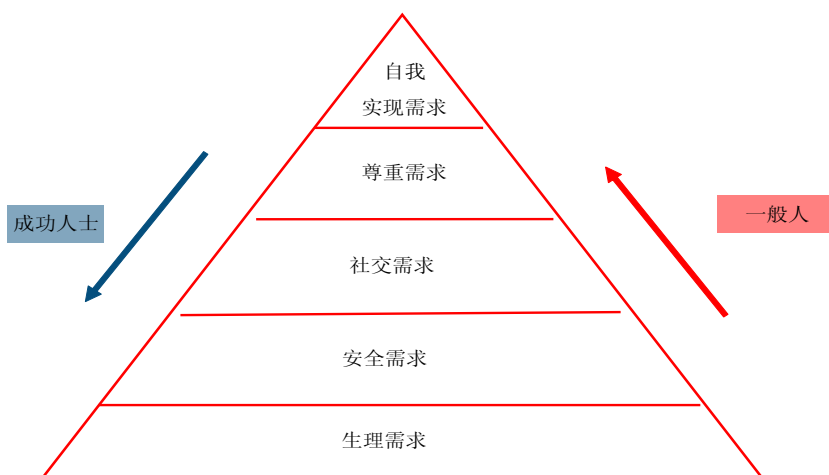
消费的多样化开始出现，耐用消费品升级与普及的需求出现，这引起消费结构的剧烈变动，使得满足于“供给创造需求”的供给商疲于奔命，具有灵敏嗅觉的企业家则提前进行产业结构的主动调整。这种行为，通过诱导效应促使消费市场以裂变形式不断分化出新生的、细分的不同需求市场，消费品制造业、服务业以及消费渠道都将面临前所未有的发展机遇。市场细分为企业提供了新的发展空间和盈利渠道。

● 需求从吃-穿-用-住-行升级到安全与社交需求

马斯洛认为，人类有两套价值体系：一类是沿生物谱系上升方向逐渐变弱的本能或冲动，称为低级需要和生理需要。一类是随生物进化而逐渐显现的潜能或需要，称为高级需要。个人在不同的时期表现出来的各种需要的迫切程度是不同的，而人的最迫切的需要才是激励人行动的主要原因和动力。

中国未来 10 年的主流需求，在安全需求和社交需求上边了。所谓的安全需求，除了个人安全需求在未来仍将延续之外，可能还有公众的安全需求，如对于生态环境的要求，对于食品安全的要求，对于国防安全的要求；而对于社交的需求，未来可望更上一层楼。

图 22：马斯洛的需求层次模型



资料来源：中信建投研发部

● 产业转型再来的服务业催生重大的中间需求与最终需求

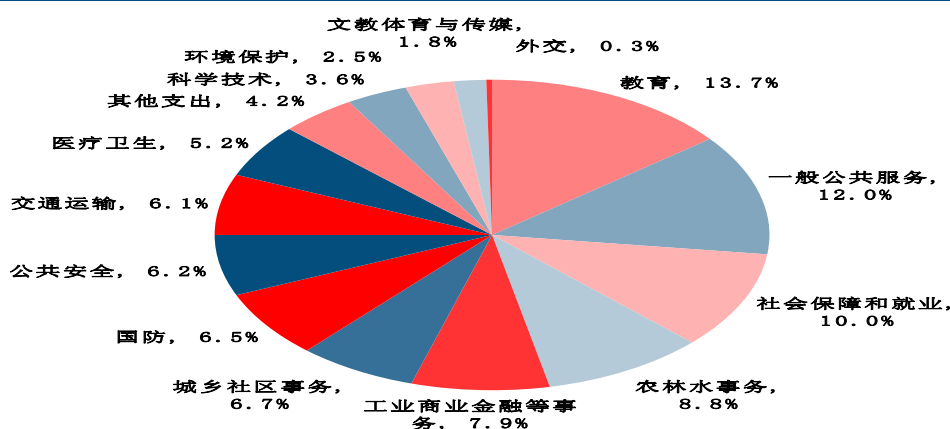
中国经济正在转型。在工业化中后期，消费者对服务业的需求是空前的。这要求传统的服务业转型。具体来讲，工业深化带来的生产服务业的（中间需求）结构转变，消费启动带来的消费服务业（最终需求）结构转变。

● 基于民生的公共品供给依然不足，需求缺口巨大

需求的严重不满足，还体现此前的公共产品上边，体现在科教文卫这些民生工程上边。目前，“住房难”因价格太高已经毋庸再提，然而“看病难”、“上学难”也成为我们经济一直挥之不去的痼疾。在这样的背景下，一方面，我们期待政府减少对“铁公基”支出，增加科教文卫的支出，近消费，远投资；另一方面，需要做的是推动这些传统的公共事业，向市场化的方向迈进，给民营企业的进入留下空间。



图 23：中国的公共开支中，对民生的支出依然不足



资料来源：CEIC，中信建投研发部

● 基于国防的公共品需求日益旺盛

随着全球化博弈的加剧，中国面临的外部压力越来越大。国防建设作为一种公共需求，未来也将得到强化。我们最就指出，国与国之间的矛盾有时候要通过军事来解决。十二五规划的建议稿称，要以“打赢信息化条件下局部战争能力为核心的完成多样化军事任务能力”为国防建设的任务。我们认为，此任务的完成不在陆地，而在空中与海洋。这种矛盾的化解解决了高端制造业的需求问题，不仅如此，它还解决了高端制造业的前期投入的成本分担问题，还是创新的发动机。

（2）动力二：要素与技术

需求对中周期复苏的推动只是一种“愿望”，若无资金与技术的支持，“愿望”将变成失望。过剩的流动性已经解决了资金的问题，技术将会解决要素成本过高的问题。

● 基础设施，逐渐走向完善

在基础设施这个环节上，中国新一轮的“铁公基”建设，无疑会给物流等等带来更大的便利，这对于中周期复苏加快，应该是一个加分项。

● 知识的传播和技术的扩散

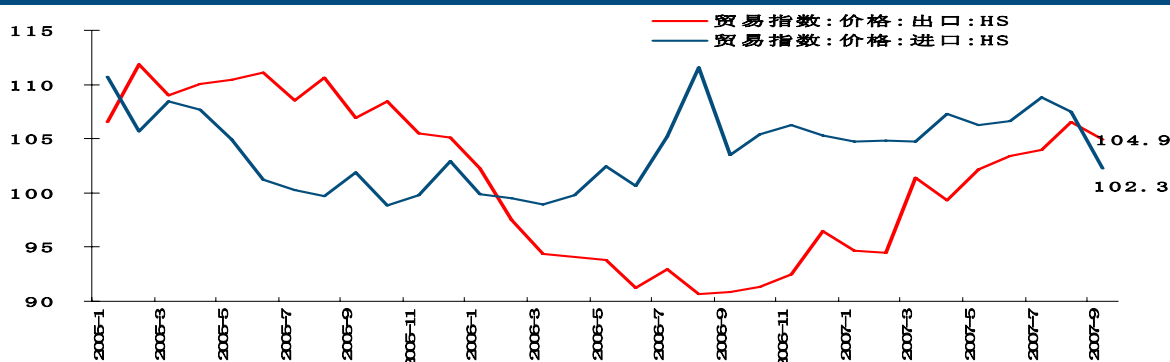
中国义务教育的普及和高等教育的规模化，使知识的传播范围大大地被拓宽了。高等教育的规模化，至少解决了再次启动中周期的里高端人才的缺口问题。此外，一直以来的改革开放和 FDI 投入，带来了技术外溢，加上本土企业在“干中学”所积累的优势，中国经济享受到的技术扩散愈发的多了。

● 海外市场技术比较优势依然存在

虽然目前中国产品的竞争能力在海外面临着挑战，然而依然有部分行业存在这明显的优势。这种优势来源于产业集群、基础配套，以及劳动力成本、物流成本等种种优势。所以，在中国的贸易条件（出口价格/进口价格）不断改善的背景下，中国的企业依然有产能扩展的冲动。对于这些行业而言，一条从进口替代转向出口导向型的战略轨迹，也代表着产业升级的方向。



图 24：中国的贸易条件正在改善

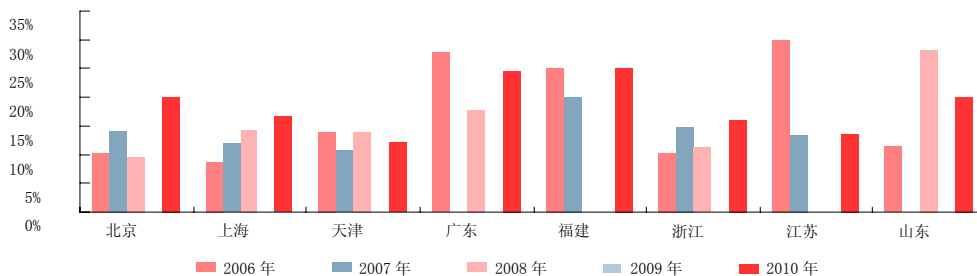


料来源：CEIC，中信建投研发部

● 劳动力成本上升，机器代替人工

刘易斯拐点到来之后，中国的制造业企业除了主动进行产业升级、向产业价值链的两端转移之外，还需要提高劳动生产率，这就意味着机械化的比重也会不断提高——劳动成本上升的外在压力，将迫使企业调整生产要素的投入比例，迫使企业主使用“机器代替人工”。

图 25：各地最低工资标准的增幅



资料来源：Wind，中信建投研发部

加息周期，资本不再便宜，不创新无以获得高回报率

根据我们的判断，中国经济目前已经进入到了紧缩周期之中了，加息通道已然打开。从这个角度来讲，昂贵的资本上不支持实体经济领域的资本开支周期。换一个思路，若以通胀、或者虚拟经济的投资回报率作为资金的机会成本，在中国通胀中枢上移的背景下，若要投资新的产能，就需要更高的回报率才可以。因此，如何克服高通胀，是启动中周期的必备工作，通胀不除，泡沫不灭，繁荣难启。

(3) 动力三：制度

制度变革的作用在于一方面通过管制，还市场以本来的空间。另一方面，通过政策收紧，制度变革迫使企业必须进行创新。

● 新兴产业，政府鼓励并补贴



《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》将节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造制造、新能源、新材料和新能源汽车七个产业列为现阶段的重点发展对象。

- 非公三十六条政府放松管制指日可待，中央工作会议会进行进一步推进
- 节能减排的外部约束和长效机制

对于环境的要求，既是内生的，也是外部环境所要求的。一方面，落后的产能将持续被淘汰，另一方面，中国为了兑现节能减排的承诺，而将节能减排的行动长期化。中国政府在哥本哈根峰会上做出了到2020年中国单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降40%-45%的承诺，并颁布多项法规以促进国内各行各业节能减排。在未来，中国将受到越来越多的这方面的约束。

- 从房地产转向其他领域的投资

在政策的打压之下，房地产已经成为了被遗弃的对象。当产业资本重新审视自己的投资收益率的时候，也许会发现，投向新的实业，将是更有前途的。在古旧的参天巨木的尸身上，新的树木，正在冉冉地生长。

3.3.4 中周期复苏加快的时间

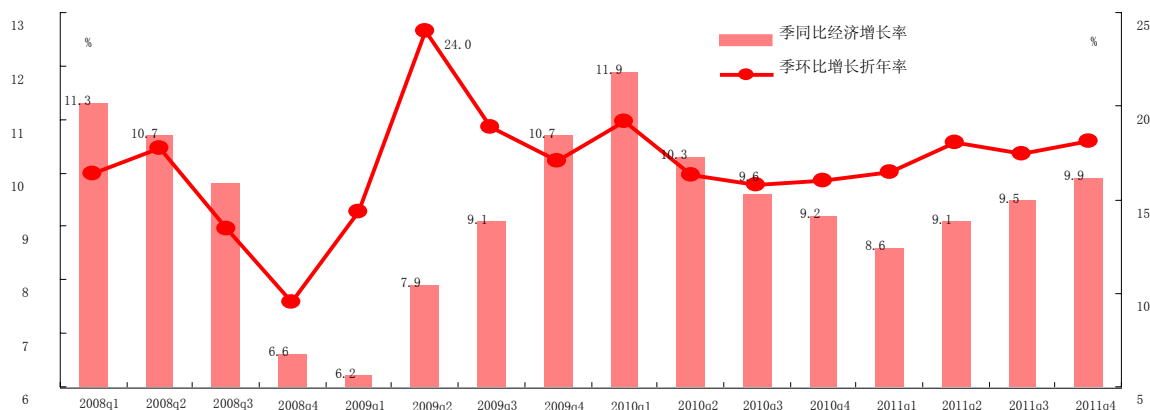
中周期复苏加快的时间将取于一种综合因素的判断。初步判断，当通胀形成下行趋势，并且制度变革开始加快，中周期复苏便会加快。上半年可能看不到这种现象，下半年出现的可能性较大。

3.3.5 中周期复苏加快的结果

(1) 确定的增长

中周期复苏加快最直接的结果是增长是相对确定的，这是嬗变的应有之义。我们认为，中周期复苏的后半段这两年里，工业增加值增速将呈现出一定的加速特征，分别带来1.5和4.0个百分点的增量。鉴于工业增加值和GDP的高度相关性，并考虑到通胀的切实上升，GDP的年度增长恢复有望是0.6-1.2个百分点。实际上，这个增长幅度的恢复，和第二库存周期重建所带来的增长有一定的重叠。从2011年GDP的同比增长来看，中枢下移，2011年一季度同比底点，之后耐克式反弹。环比则自二季度达到顶部，之后下行。全年经济增长率可达到9.3%。

图 26：中周期中 GDP 增长,同比一季度到底,环比二季度到顶



数据来源：CEIC，中信建投研发部



（2）行业更替与中坚企业的形成

中周期的演绎，其本质是产业上的“你方唱罢我登场”。作为后进国家的中国的中周期历史里，产业的变更一方面顺应了民众的需求，基本按照“吃穿住行用”的逻辑展开，另一方面也呈现出了产业升级的趋势，即技术复杂程度提高、产品附加值逐渐向上攀升。

● 1980 年代，食品饮料行业

1980 年代是个短缺的时代，我们不难发现，轻工业产品尤其是食品饮料行业是最风云的行业。

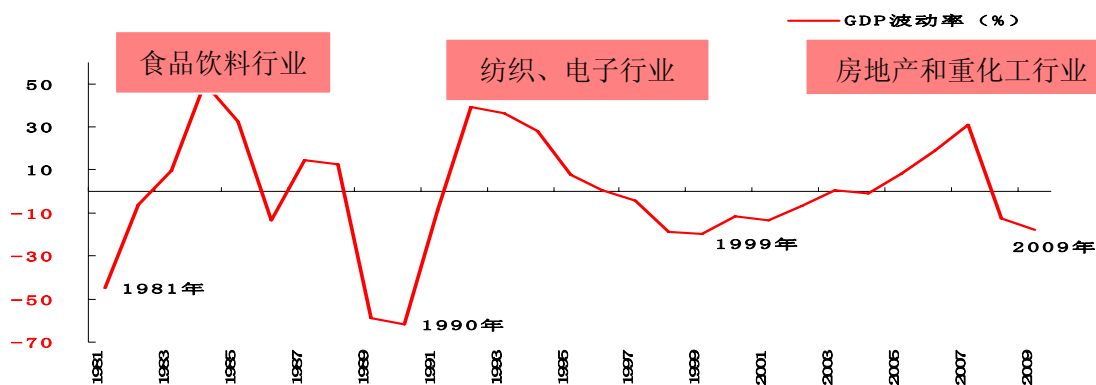
● 1990 年代，纺织业和电子类轻工业

90 年代是个逐渐走向过剩的时代，于是食品饮料领域的“标王”盛行，只不过产业的风向已经开始转移。在九十年代里，劳动密集型产品如纺织、小五金、小商品，以及电子类轻工业品如家电、摩托车、汽车零配件等行业逐渐站到了时代的最前沿。

● 2000 年代，房地产和重化工行业

在一轮深层次的经济结构调整之后，2000 年之后的中国产业格局再度发生了重大变化。在这一轮中周期里，加入 WTO 解决了产品的结构性过剩问题；而此前的住房的商品化改革，促成房地产行业当之无愧地成为了龙头，并带来了中国重化工行业的巨大发展。在这个背景下，钢铁、有色获得了前所未有的巨大发展，煤炭、石油还有电力获益匪浅。

图 27：中国经济的波动与产业更迭



数据来源：CEIC，中信建投研发部

● 2010 年代，中坚企业的形成

2010 年代的行业不可能出现如前三个十年表现出明确的表征，即主导行业并不会马上出现。但有一点是明确的，未来的主导产业不可能重复前一个十年的旧相，即重复不是创新。但是，当新产业并没有形成之前，旧产业不会轻易退出历史的舞台，即存在着复辟的机会。未来总是向着创新进行，在满足了消费多样化需求的过程中，中坚企业的形成是必须的。这一观点，我们在 2010 年二季度报告《过渡变革中坚》中进行了详细的论述，结论依然有效。



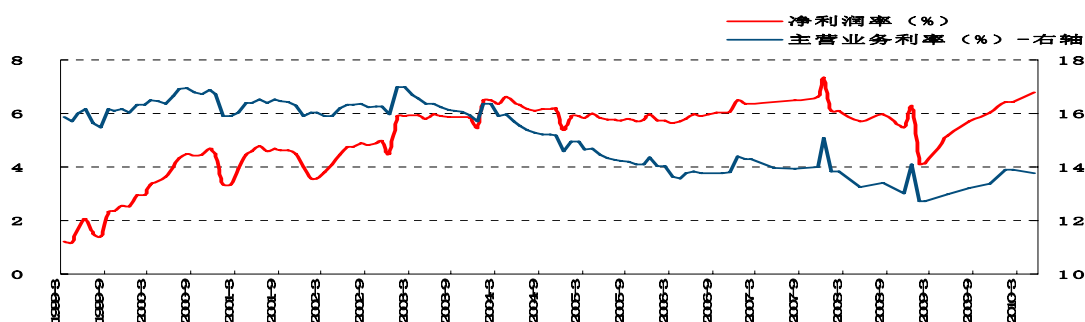
(3) 企业盈利的变化

从库存重建到中周期复苏加快，企业的盈利情况发生了以下变化。此处摘录结论，详述见分报告《繁荣之野望》。

● 企业的盈利能力将弱化

2011 年，PPI 和 CPI 倒挂，以及劳动力成本的上升，将继续挤压主营业务利润率；而目前的企业利息支出持续的高增长，会进一步摊薄企业的净利润率。显然在明年，企业盈利能力将会弱化，这是企业总体盈利水平的一个负面因子。

图 28：企业的盈利能力弱化

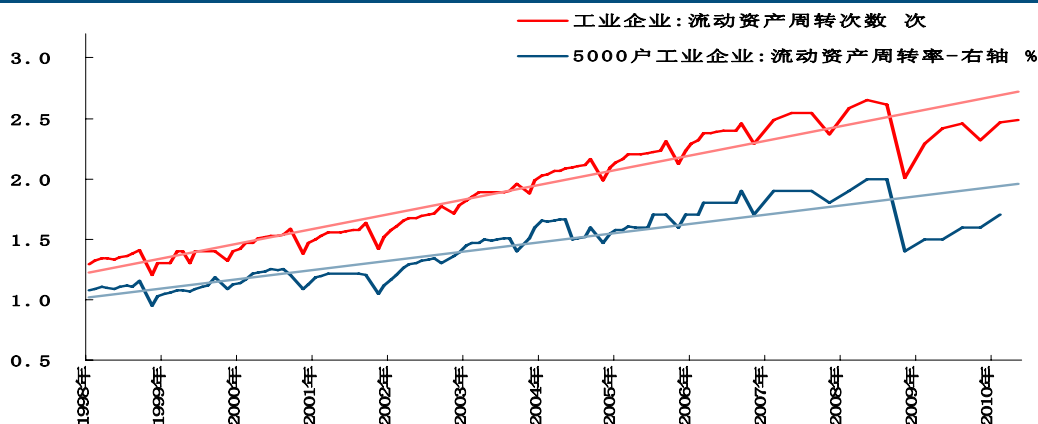


数据来源：CEIC，中信建投研发部

● 企业经营周期开始缩短

在上一轮的中周期里，企业的流动资产周转速度数值以平均每年增长 0.2% 的速度在加快。企业经营周期的缩短，对于企业盈利水平是提升的。在 2011 年，随着企业进入到库存重建和中周期繁荣的孕育期，企业的经营周期开始缩短，这是一个正面的因子。

图 29：企业的经营周期缩短



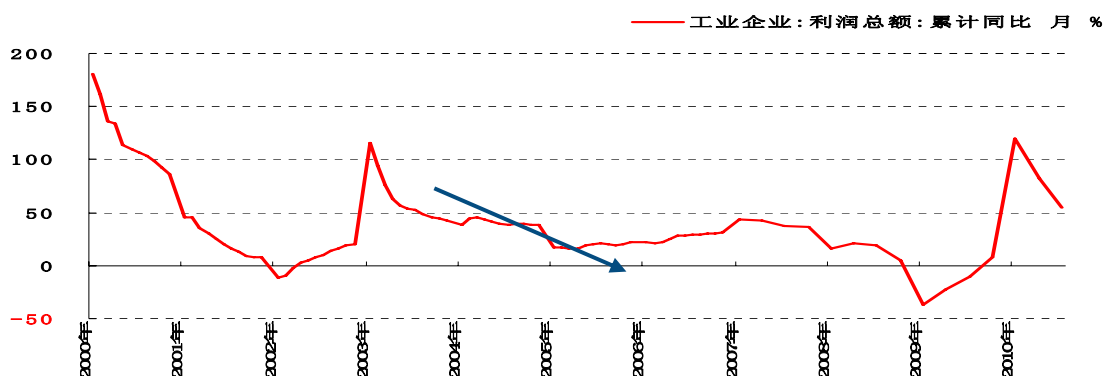
数据来源：CEIC，中信建投研发部



● 企业盈利的增速中枢下移

企业的年度盈利水平是资本量、ROE、经营周期三者的乘积。综合考虑着三个因子，我们预计 2011 年的工业企业净利润的增速将不如今年这么出色。截止到 10 月份，工业企业利润的累计同比增速是 51.6%，如果参考历史上 2003 年后的情形，我们认为企业的盈利增速中枢将会下移，并在很长的时间段内保持在 20-30% 的范围内。

图 30：企业的盈利增速中枢下移



数据来源：CEIC，中信建投研发部

（4）政策走向内生性

在中周期的孕育阶段，一切的政策导向和利益斗争，都是围绕着中周期的孕育而展开的。从这个角度上说，政策的走向是从属是市场的。也就是说，在我们的逻辑里，政策是被内生化的。

● 实紧的货币政策

货币政策在未来一年里的紧缩是显而易见的。虽然紧缩的政策会伤害一时的增长；但是若不紧缩，将会妨碍长期的增长。就好比在马路口上，有通胀和增长这两队车在拥挤着，此时必须有一方后退，以让另一方先行——很显然，为了中周期繁荣的孕育，通胀必须为增长让路。因此，不难理解，即将举行的年度中央经济工作会议将会将“抑通胀、保增长”作为最重要的议题之一。

● 积极的财政政策

为了启动需求，财政政策就必须是积极的，这主要体现在对于战略性新兴产业的补贴，对于民生、环境、国防等公共需求的满足上。当然了，也会出现财税体制调整的深化。因此，“稳健的货币政策和积极的财政政策”，可望成为明年的宏观调控政策组合。

● 积极的产业政策

在我们的逻辑里，市场化改革的深入，将给经济注入新的活力，同时也释放着新的需求。因此，我们期待着产业政策的进一步调整，这些政策包括非公三十六条细则的出台、产业扶植振兴、支持兼并重组、抑制过剩产能、厉行降耗减排政策等等。



在我们看来，在未来的一年里，积极的财政政策和产业政策，对于处于结构调整和繁荣孕育期的中国经济和中国股市而言关系重大。这就要求我们的宏观研究在重视总量研究的同时，仍要强化对结构的分析。

● 倒逼的制度变革

当创新的逻辑形成之后，制度对创新的抑制就显得相当明显了，因此制度变革必须加快。

(5) 外部冲击脱钩化

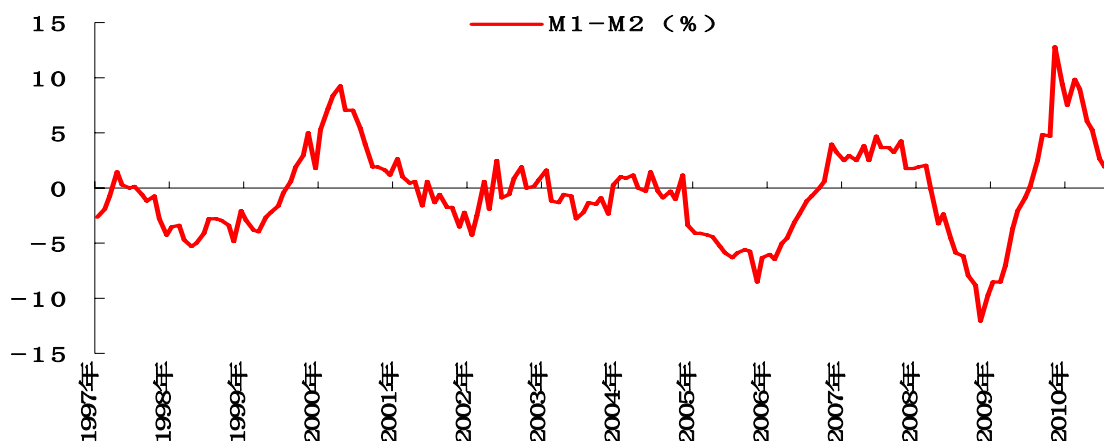
从资源国到生产国再到消费国的再平衡，决定了刺激政策的退出是有迹可循的，外部冲击对“安内”政策时空的影响也将是确定的。外部冲击虽然会给中国经济带来冲击，但这都将是处于从属地位的。若说上一轮的中周期加速，是以海外市场的骤然开放而引爆的，那么这一轮的开放则依靠的将是内需，内需当自强。从这个角度来说，中国经济与政治的独立性正在增强，适当的“脱钩”而不是过度的“依附”西方，将是一个可以预期的国际图景。

(6) 流动性从虚拟经济转向实体经济

● 资金外溢

从理论上讲，无论是库存重建，还是中周期复苏加快期，都是一个投资的周期，实体经济对资金的吸引力将会增加。意味着 M2 的增速将会高于 M1 的增速，M1-M2 这个缺口的缩小。也意味着资金将会从虚拟经济领域流向实体经济领域。

图 31：M1 和 M2 的增速之差，预示着股市的流动性多寡



数据来源：CEIC，中信建投研发部

● 以虚补实

在中周期繁荣的孕育和加速阶段，是实体经济存在资金饥渴的阶段。因此，实体经济的融资需求仍将存在。在银行出于安全而无法创新企业资金需求的背景下，资本市场的融资功能将会加强。在这样的逻辑下，我们看到目前正在展开的“五部门联合打击内幕交易罪”，或许可以这样解释：中国政府想为明年的资本市场赋予重任，也就是说，通过股市或者债市，以虚补实，实现对经济的改造。



3.4 从中周期复苏加速到中周期繁荣

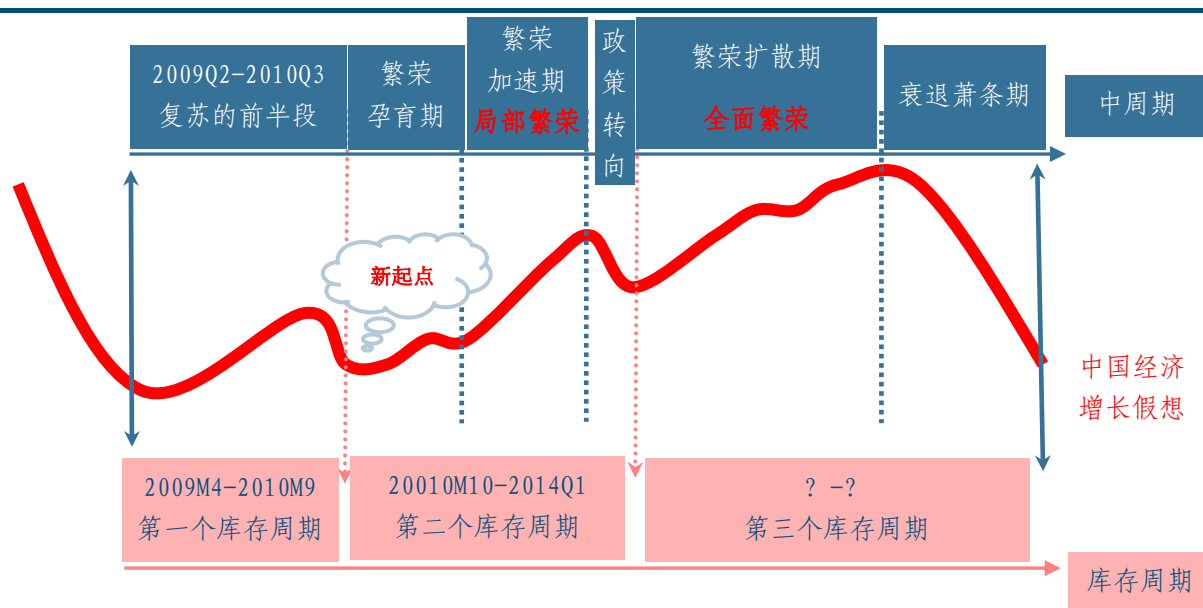
对于 2011 年的市场，有一个问题是必须要回答的，即是否存在系统性的机会，即牛市是否存在。我们的观点是，中周期繁荣不可能在 2011 年出现，所以牛市不再。

3.4.1 理由之一：2011 年还是繁荣的孕育期

目前，我们正站第二个库存周期的发端，这也是中周期繁荣的孕育期，这是一个新的起点。在孕育阶段，此前货币政策所酿的苦酒，碰到了库存重建的自我加速，于是价格似乎有一发而不可收拾的态势。其结果是，货币政策将无奈地转向收缩，资金量、以及资金成本都将被抬高。由于要素对大规模的产能扩张构成了抑制，因此我们将看到，此时仅有部分行业（先导性行业）进入到了快车道之中；用熊彼特的话来说，此时，仅是具有“动物家精神”的企业家，投入到了开创性的事业中去了。

这个孕育期，我们判断是从目前开始，并延续到 2012 年。在孕育阶段的尾声，我们将迎来了先导性行业的大规模投资期，即繁荣加速期，也是一个局部繁荣的时期。繁荣加速期将会在 2014 年的二季度前后出现，这后才会出现繁荣的扩散。

图 32：繁荣之野望：节奏与幅度



资料来源：中信建投研发部

3.4.2 理由之二：中周期繁荣被严重透支

为什么中国中周期繁荣的孕育期将会持续将近 2 年的时间，直到 2012 年才能够进入到中周期的加速期（即局部繁荣的时期）呢？

对于这个问题，我们的回答是，因为繁荣已经被部分透支了，所以新的繁荣必会被推迟。

（1）需求已经被透支：反危机的调控政策力度过大，造成的负面影响必须消化



这表现为，提前进行了大规模的产能建设，使得存在需求的优质项目已经被提前建设了，目前似乎仍找不到存在着确定性市场的项目。“寅吃卯粮”的结果是，“项目荒”成为问题。于此同时，大规模的负债扩张，使得银行的资产负债表大幅度扩容，也使得流动性恣意的通胀开始对中周期的加速构成压制。

（2）库存重建的叠加：库存重建的展开，需求和生产均向上，加重了通胀的压力

库存重建的过程，也是订单增多，需求回暖的过程，同时也是一个产量扩大、投机性的库存积累的过程，这无疑会出现一种正反馈的机制，从而从价格上给予了通胀巨大的压力。

（3）要素的价格较高：资本、劳动力、原材料，对中周期的顺利加速器拖了后腿

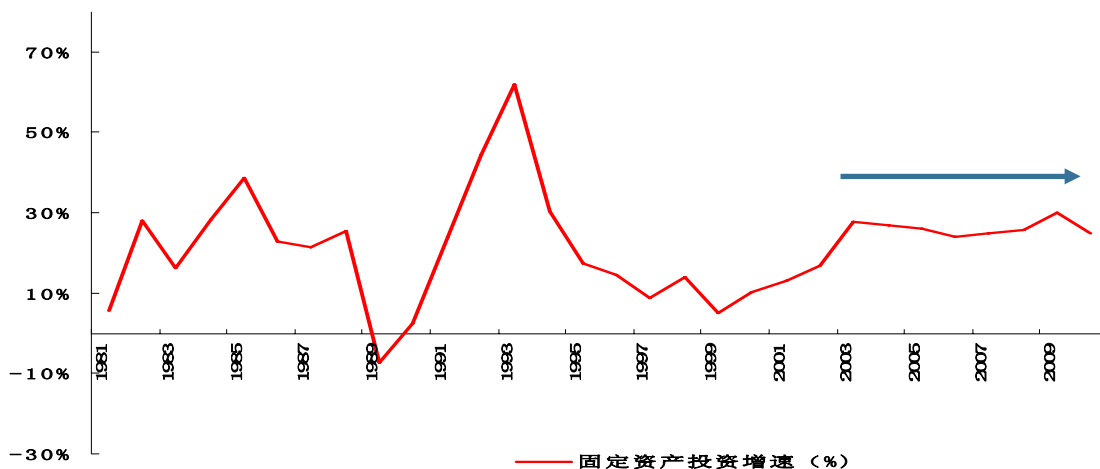
实际上，正如我们在中期西安策略会上指出，中国的经济目前面临的要素环境是：资本不再便宜了，劳动力不再便宜了，大宗原材料也不再便宜了。对于已经适应了廉价要素环境的中国经济而言，如何给要素重新定价，又如何突出重围，成为了一个挑战。

（4）制度的刚性较强：以“让利”为主题的变革，涉及到了利益的重新分割，难

在我们的一贯逻辑里，制度红利是中周期完美加速的前提条件，基本上每一轮的加速都是依靠“市场化”的改革来推动的。然而，“让利”是困难的，首先认识到这一点是很难的，其次是做到这一点更难，因为这触动了部分特定集团的既得利益。所幸的是，我们已经看到，目前制度变革正在缓慢地展开。

上述四个视角有助于我们把握中周期繁荣的孕育期的节奏。实际上，我们从固定资产投资增速可以看到，2009 年和 2010 年的投资增速都保持在高位，带有了太多的反周期特征；如果考虑到 2011 年库存投资的不断加大，那么其实固定资产投资增速依然将是较高的。因此对于 2011 年来说，我们也可能看到个别行业繁荣的影子。不过到了 2012 年，随着货币政策紧缩带来的滞后效应出现，通胀的压力不再那么大了。随着新政治周期的展开和制度变迁的演进，市场的前景被逐步廓清了。随着要素被重新定价，要素的供给量不再那么紧缺了，那么中周期的孕育工作就完成了。只有到了 2012 年，才可能是繁荣的分娩时刻。

图 33：固定资产投资增速——2009 年和 2010 年的投资增速都保持在高位



数据来源：CEIC，中信建投研发部



四、冲击的隐遁：以时间换空间

嬗变总是与冲击同行。从总量上看，过度刺激孳生了以泡沫与通胀为代表的负效应足以吞噬掉反危机的成果。从结构上看，再平衡是利益的重新分配，分配无法回到危机前的均衡状态，于是冲击不可避免。

2011 年企业的创新，首先要面对是通胀与泡沫对创新收益的侵蚀。在一年的时间内，通胀的冲击只在上半年，而泡沫的冲击则会持续一年甚至更长。这一点我们在《过渡刺激的经济后果》中已经提到，在过渡中期的 2011-2012 年，中国经济是带病工作，稍一劳累就会犯病。

4.1 冲击的性质界定——过渡期流动性继续泛滥

4.1.1 冲击产生的原因

冲击产生的原因，即是过渡刺激。一方面，又多又便宜的货币使得存量的流动性无法消除，另一方面公权侵占私权又使得收入分化严重，从而制约了创新。此结论，我们在《廉价货币的经济后果》中反复提及。认同了这一结论，才会认同下面对冲击性质的界定。

图 34：冲击产生的原因已经是老生常谈



资料来源：中信建投研发部

4.1.2 冲击的性质

冲击的性质可以概括如下：

第一，冲击是过渡期的必然趋势，2011 年冲击依然存在，但边际动力减弱。

第二，冲击趋势不可改变，但节奏可以改变，这取决于政府的调控力度。

第三，冲击内短期不可消除，治理冲击以不影响过渡期的政治经济目标为边界。在中国经济增长率不低于 8%，通货膨胀率不高于 4%，是政策作用的两端。

第四，冲击将会影响但难以改变嬗变的轨迹，至多对周期的节奏产生影响。



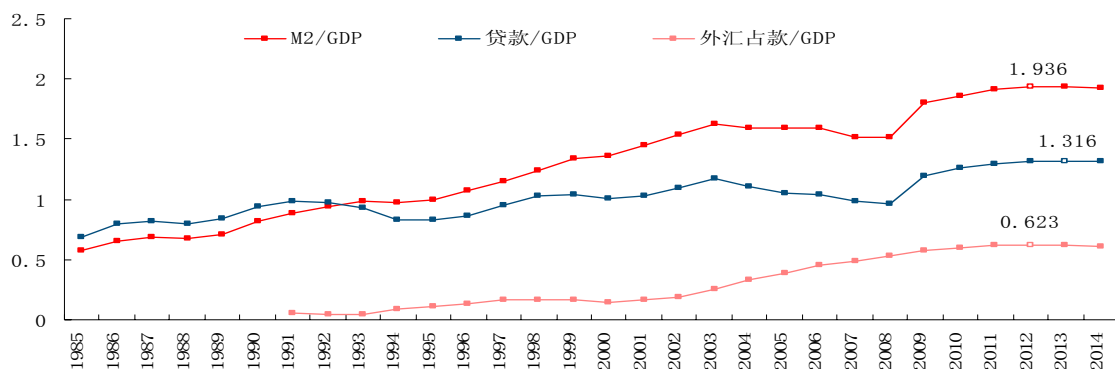
4.2 冲击的表现

4.2.1 冲击的总量特征：M2/GDP 在 2012 年达到 1.94 的峰值，然后缓慢下降

过剩流动性泛滥，以 M2/GDP 作为指标。未来 M2/GDP 如何变化？从贷款和外汇占款来预测 M2。名义 GDP 仍然保持在 13-14% 较高的增速，在不发生大量的资金外流或内流的风险情况下，外贸顺差趋于缩小，外汇占款增速快速下降，贷款增速也趋于下降。M2/GDP 在 2012 年达到 1.94 的峰值，然后缓慢下降。贷款/GDP 在 2013 年达到峰值，之后保持稳定。而外汇占款/GDP 则在 2012 年达到峰值，这还是在考虑到 2011 年有仍然保持较多顺差和热钱流入较多的情况下的结果。

M2/GDP 高位运行，过渡期流动性泛滥已是常态。

图 35：M2/GDP 的趋势



资料来源：wind，中信建投研发部

4.2.2 冲击的结构特征（1）：通胀呈斜“W 型”走势，大体是前高后低，高点在 5% 左右

通胀冲击是 2011 年最确定的冲击，我们在宏观分报告《2011：通胀冲击》中进行了详细的剖析。

（1）通胀的惯性与自我实现

大量的研究表明，通胀是存在惯性的，从通胀起来回到起点持续期达 12-18 个月。

2010 年下半年以来，在流动性泛滥的大背景下，遇到美国二次量化宽松的导火索，人们强烈的通胀预期被立刻点燃，各类投资者蜂拥而至，追逐农产品和大宗商品，导致这些商品的价格暴涨，而价格的暴涨又反过来增强大家的通胀预期，形成通胀的自我实现。

（2）2011 年影响通胀的因素

首先，过量货币投放所引起的通胀预期再起，投资渠道的有限加大炒作的风险；

其次，农产品价格仍是明年影响我国通胀水平的重要因素，其中猪肉价格是最为不稳定的因素，国际农产品价格上涨的传导影响我国，但影响较为温和，此外极端天气的冲击值得警惕。



再者，从需求来看，我国明年进入库存重建周期，这将推动国内工业原材料价格上涨

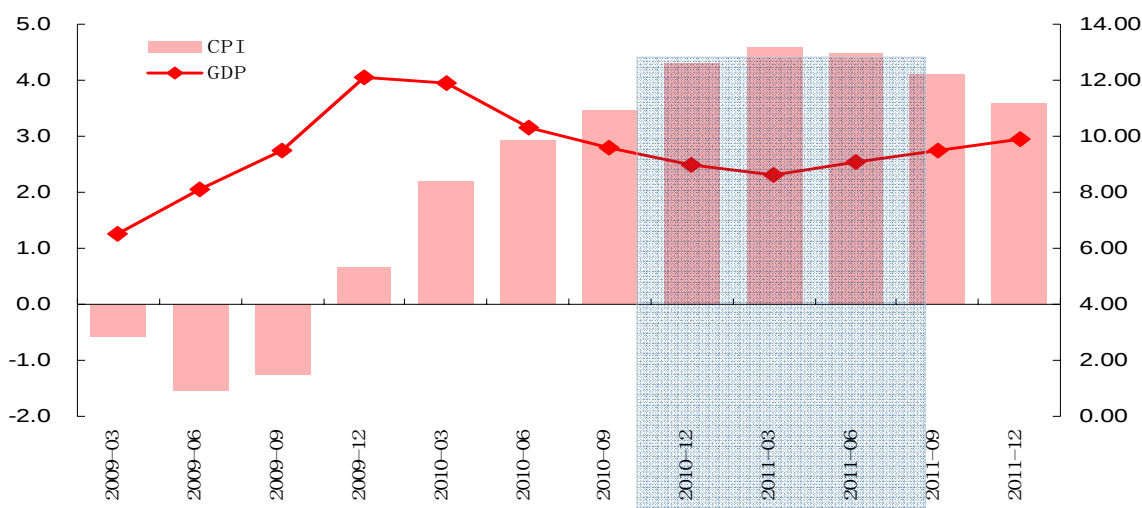
第四，从外部冲击角度来看，明年美元走弱可能性较大，那么外部输入通胀的压力也就随之增大。因为我们是最大的原料进口国之一，对大宗商品的价格影响极为敏感。

第五，还有一点值得一提的是，资源垄断和资源税开征促使要素价格回归，但这个也会受到通胀水平的制约，如果通胀率较高，则推进的步伐会放缓，反之则会加快。

（3）2011 年通胀呈现“W 型”，前高后低

因此综合分析，对通胀的判断我们认为，明年将出现斜“W 型”走势，大体是前高后低，高点在 5% 左右。其中翘尾因素较 2010 年上升 0.8 个百分点，这也意味着 2011 年整个通胀的平台被抬升。我们预计四个季度 CPI 增长率分别为 4.6%、4.5%、4.1%、3.5%，全年同比增长 4.1%。

图 36：通货膨胀之所以可怕，在于它的背景是经济下行而不是上行



资料来源：CEIC，中信建投研发部

4.2.3 冲击的结构特征（2）：房地产泡沫不会破灭，短期调控高压会在一季度后有所释放

（1）一季度后房地产调控高压有可能开始释放

过渡期不是资产泡沫破裂的时期。价格稳定应是市场各利益集团平衡之后的共识。抑制需求的房地产的短期调控高压在 1 季度后有可能开始有所释放，标杆地区房地产价格大幅下降基无可能，与调控的方向相反，高端房地产和二三线城市的房地产价格或最先反弹。但是利益调整和制度变革为核心的房地产中长期调控将之后展开并改变市场结构。

（2）房地产呈现二元结构

在《房地产调控：从量价博弈到利益让渡》中，我们曾经对房地产调控和市场的前景做出展望，有可能形成一个二元结构，这一结构在 2011 年将可能加快分化。

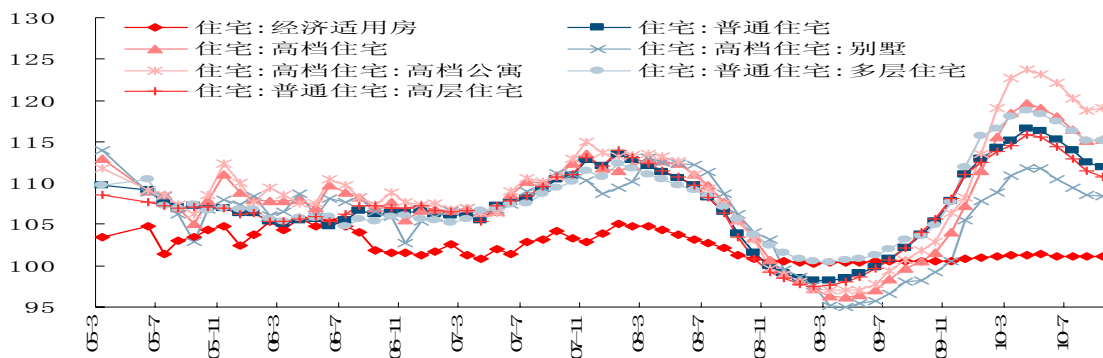


- 供给层面，保障性住房占据越来越大的比重，覆盖比例越来越大人群；
- 需求层面，消费和投资、投机分化，打击投机，保障低端消费，提高投资的成本和杠杆；
- 价格层面，高端住房和低端住房，不同经济发展水平地区直接的房地产价格，还可能进一步扩大。特别是二线城市会接力成为调控焦点的一线城市大城市成为房地产新的增长点，回收上个周期中财富膨胀起来的二线城市居民的流动性；
- 功能方面，实现由流动性创造到流动性回收的转变；
- 市场层面，集中度进一步提高；
- 利益分配层面，中央的控制力有望增加，而民营的控制力或最先削弱。

（3）房地产价格分化

2005 年以来，各种类型住宅的价格波动除经济适用房外，趋于一致，高档住宅比普通住宅的波动幅度大，但二者的价格上涨幅度的差距并没有明显拉开，特别是高档住宅中的别墅上涨幅度还更慢一些。预计今后，保障性住房的价格会如图中的经济适用房价格一样维持稳定低速增长，而不同档次住宅之间的价格涨幅会拉开，保障性住房供给面的增大，也会对商品房价格构成直接的上涨压力。

图 37：高端和普通住宅的价格指数的分歧%



资料来源：wind，中信建投研发部

（4）房地产投资的下降不会特别明显

很难想象房地产市场会出现价跌量涨现象，政府将房地产当成了一般的商品，其政策才以量跌价涨为根本目标。但是房地产的商品属性在逐步减弱，而其金融属性越在加强。在还没有一种新的产业能够完全替代房地产市场的背景下，新旧势力的博弈短期内难以分出高下。也正是在这个背景下，我们才认为中周期复苏加速启动并不会出现特别明确的主导产业。由于利益的纠结，代表旧产业的房地产随时存在着复辟的可能，市场分化以满足各种利益诉求是一种要以接受的结果，以时间换空间是最好的中庸之道。

由于政府对保障性住房的力促，以及房地产企业的“国进民退”，房地产投资会下降，但不会特别明显。我们不认为房地产的风险 2010 年最大的风险。



4.2.4 冲击的结构特征（3）：金融安全冲击在控制边界之内

我们在《从增长到分配》中论述的新的“三角债”——中央、地方和银行之间的潜在风险在 2010 年并没有获得一个有效的制度安排加以解决，融资平台的两次清理只是使得这种风险暂时缓解而非解决。2011 年，信贷规模紧缩和加息周期无疑会使银行贷款风险特别是地方融资平台贷款的风险上升。我们认为，2011 年金融安全的冲击还在控制边际之内。依据是：

第一，地方融资平台在 10 月底前二次清理完成后，在银行和地方相互妥协下已经有所恢复，

第二，地方融资平台 2011 年的后续贷款需求已经不如 2010 年那么旺盛。

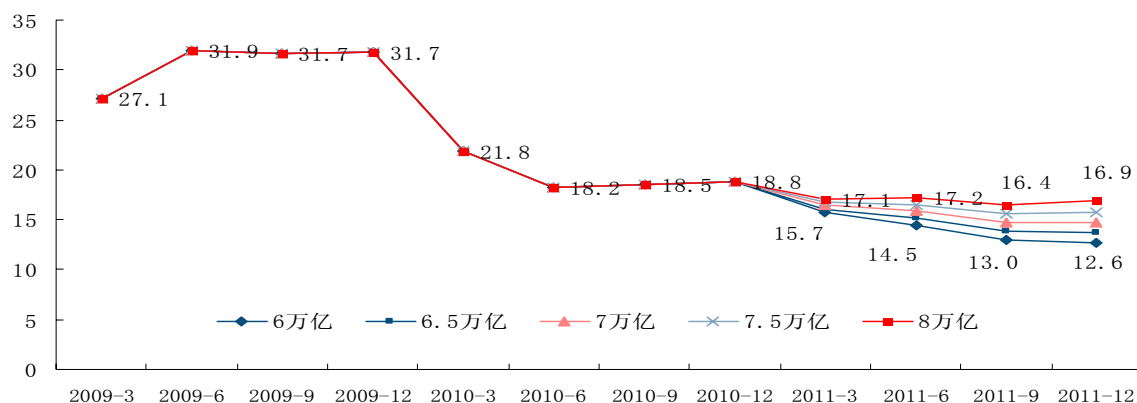
第三，地方融资平台风险是金融和财政的隐患，是一种系统性风险，不会立即暴露，最终解决方案也不会通过市场化的方式（如加息）来完成。而有待财税体制改革、进而房地产长期调控取得实质性进展之后，才能为风险的暴露和承担提供前提，在中央-地方-银行之间博弈一个新的制度安排。2011 年或是谈判的开始，虽然不一定有结果。

4.3 冲击的内在趋势

4.3.1 内部冲击：增量衰减

内部的流动性冲击主要来自信贷，增量呈现衰减状态。

图 38：2011 年贷款的季度增长率估测（%）



资料来源：wind，中信建投研发部

我们预计 2011 年信贷将收紧。新增人民币信贷按照 6 万亿-8 万亿分五种情况，并按照 3-3-2-2 的季度投放节奏，估算出 2011 年的季度贷款增长率。在乐观的情况下，按照 7-8 万亿的投放规模，贷款增速在 3 季度达到低估，四季度开始反弹；在 6-6.5 万亿情况下，贷款增速会逐级回落。

2011 年贷款增速乐观估计 16.9%（8 万亿），悲观估计 12.6%（6 万亿），中性估计 14.7%（7 万亿），较之 2010 年预计贷款增速 18.8%，都在下降。信贷紧缩无疑。



4.3.2 外部冲击：从属于内部冲击

在进入新的经济周期后，中国政府决策的独立性开始增强，因此，外部冲击是从属于内部冲击的。

外部流动性的冲击，主要通过外汇占款的形式。外汇占款主要来自贸易顺差、FDI，以及部分已经隐藏在前两者中的热钱。2011 年的国际经济环境将是复杂的一年，国际经济如何演进，中国的对外政策如何变化，都是不确定的，但是我们能够并且应该探究一些确定性的结论，特别是对外部流动性对中国经济的冲击做出定性的判断。

（1）外汇占款或有反弹：2011 年增速已经难达 2009 年之前的高速，但比 2010 年高

2002 年以来，外汇占款的增速从持续上升，在 2003 年底到 2005 年，在 50%以上，在 2006-2008 年，也在 30%以上。但在 2009 年快速下滑，2009 和 2010 年稳定在 15%的地位。我们判断 2011 年增速已经难达 2009 年之前的高速，但比 2010 年高，主要有以下依据：

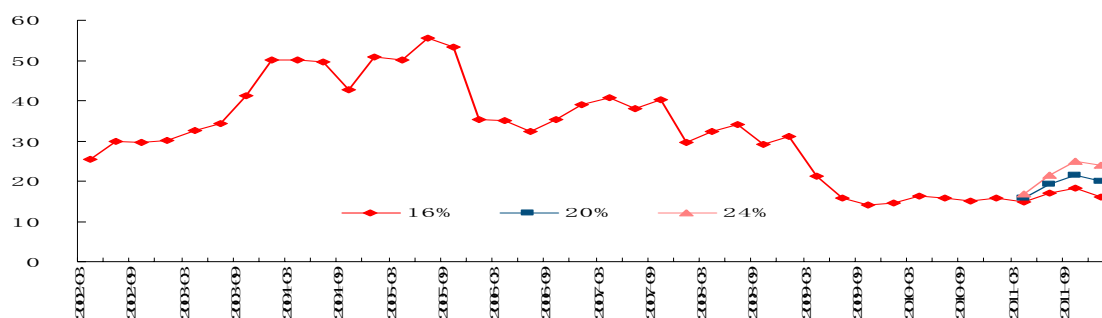
第一，顺差高增长、房地产泡沫快速膨胀以及由此推动的经济高增长已经告一段落，面临增长模式的转变，外汇占款高速增长的时代已经过去。

第二，2011 年美国第二轮量化宽松的实施，或带来一轮全球性的流动性过量释放，热钱流入中国预计将增加。同时中国贸易顺差也不会很快缩减，外汇占款增速预计比 2010 年高。

（2）2011 年外部冲击二、三季度较大，一、四季度较小

而对于外汇占款的节奏，我们初步判断美元走高维持到 1 季度末，人民币 2-3 季度升值压力较大，因此外汇占款 2、3 季度较多，1、4 季度较少，给出 2-3-3-2 的比例，由此计算，外汇占款增速在 2011 年的三季度末达到 18.2%-24.9%的高点。

图 39：2011 年外汇占款季度同比增长率（外汇占款同比分别增长 16%、20%、24%三种情况）



资料来源：wind，中信建投研发部

（3）M2 中性判断 16.4%，回落幅度明显放慢

在判断了 2011 年外汇占款的基础上，结合内部冲击，我们分三种情况来判断 2011 年 M2 的增速。新增贷款 6-8 万亿，外汇占款增速 16%-24%，M2 增速在 14%-20%之间，中性判断是 16.4%。上述三种情况都表明，M2 增速都从 2009 年 27.68%下降到 2010 年 10 月末的 19.3%。2011 年回落的幅度明显放慢是确定的事实。



(4) 热钱冲击不会是系统性的，脉冲式的波动不决定市场和政策方向

2010 年 10 月份的外汇占款新增 5190 亿元，创下 30 个月以来的新高。热钱再次引起广泛的关注。从国际收支平衡表，通过对贸易顺差和 FDI 做移动平均取得趋势，估算热钱。我们发现没有足够证据显示，在资本市场转向的时刻或稍早，总是有大量的热钱流入或流出。

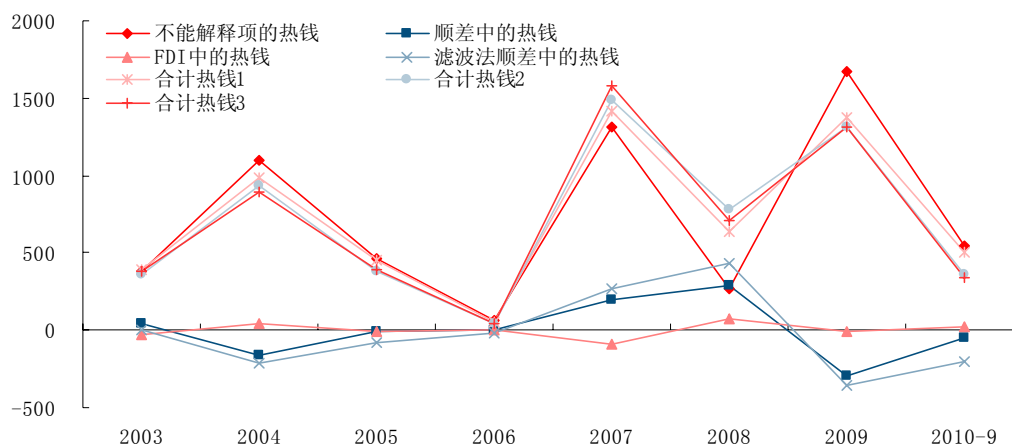
第一，不能解释项作为热钱的指标，比贸易顺差和 FDI 中的热钱规模大的多，最大年份为 1400 亿美元左右；

第二，热钱在 2006 年并未流入，而在 2007 年和 2009 年大量流入，在 2008 年和 2010 年少量流入，热钱即使多，也没有对市场的方向产生一致性的影响；

第三，贸易顺差中的热钱和不能解释项不完全一致，在 2007 和 2008 年是流入的，在 2009 年流出。

我们判断，2011 年热钱的冲击不会是系统性的，依然是脉冲式的，在资本管制的情况下，即使总量可能会增加，仍然不会对市场的方向构成关键性的影响。

图 40：热钱的估算：从国际收支平衡表角度（亿美元）



注：合计热钱 1=不能解释项热钱+顺差中的热钱+顺差中的热钱+FDI 中的热钱

合计热钱 2=不能解释项热钱+滤波法顺差中的热钱+FDI 中的热钱

合计热钱 3=不能解释项热钱+顺差中的热钱

资料来源：wind，中信建投研发部

4.4 冲击的外在趋势：紧缩的时间与空间

4.4.1 政策紧缩的目标：必要的态度宣示，扭转预期，稳定信心

货币政策紧缩旨在进行一种必要的态度宣示，特别是对于流动性而言，扭转预期、稳定信心非常关键。因为，政策紧缩不会对过剩流动性及已经显现的后果起到立竿见影的效果，逻辑如下：

第一，对于通胀。一是，从政策收紧到见效存有时滞，二是，实际上通胀是前期流动性过度释放的滞



后反应；并且通胀中枢上移是未来长期的趋势，短期控制并不能改变之。

第二，对于资产泡沫。资产价格对利率的敏感性不高，受杠杆率影响可能更大，也不会通过加息周期使资产泡沫破灭。

第三，提高准备金率只是把银行体系的过剩资金冻结，影响的是银行的放贷能力，并没有回收已经存在于企业和居民资产帐户中的流动性。加息的短期影响也相对较小。

4.4.2 紧缩周期必须启动的必要性

（1）管理通胀预期

通胀短期来势凶猛，且中长期中枢将上移。重要的是未来需要通过通胀来理顺相对价格，调整利益分配格局。虽然不可避免地涉及利益让度，但只有提高名义利率才能与通胀相匹配。

（2）扼制地方投资冲动

十二五开局之年，政府的投资冲动非常强烈，尽管此时的投资效率已在降低，四万亿投资已经消耗了很多储备项目。对于地方融资平台、房地产调控困境、过量流动性释放等种种廉价货币的后果而言，需要一个紧缩周期进行制度改革和调整后再行扩张。地方的冲动产生了倒逼机制，政策往往更加收紧。财力紧张的地方政府如同一个饿鬼，虽然其不得不取得中央支持才高增长，但破坏力也使得中央不得不提前防范。

（3）攘外必先安内

参照日本和德国的经验，对内紧缩是在升值背景下显示主动。人民币持续的对内贬值和对外升值使得内外价值的差距扩大，直接体现在房地产、物价上的宏观金融风险值得担忧。

4.4.3 政策紧缩的工具及其实施

政策紧缩的工具不仅包括加息、升值等货币政策工具，还包括物价管制等行政工具。

（1）货币价格工具：上半年非对称加息 2-3 次，一年期存款利率达 3.5%，小幅升值 5%。

● 加息周期已经到来

货币之所以成为流动性的问题，实质是资金价格不合理。加息是恢复资金正常成本的必然选择，也是应对通胀上移的必然要求。

节奏和幅度的选择上，在 2010 年 12 月加息可能性依然较大。由于通胀在 2011 年上半年压力大，而房地产调控届时已近一年，需要见到效果而不是反复，因此，上半年或加息 2-3 可次，一年期存款利率达到 3.5%，但不超过 3.75%的水平。我们断定，负利率水平难以改变。

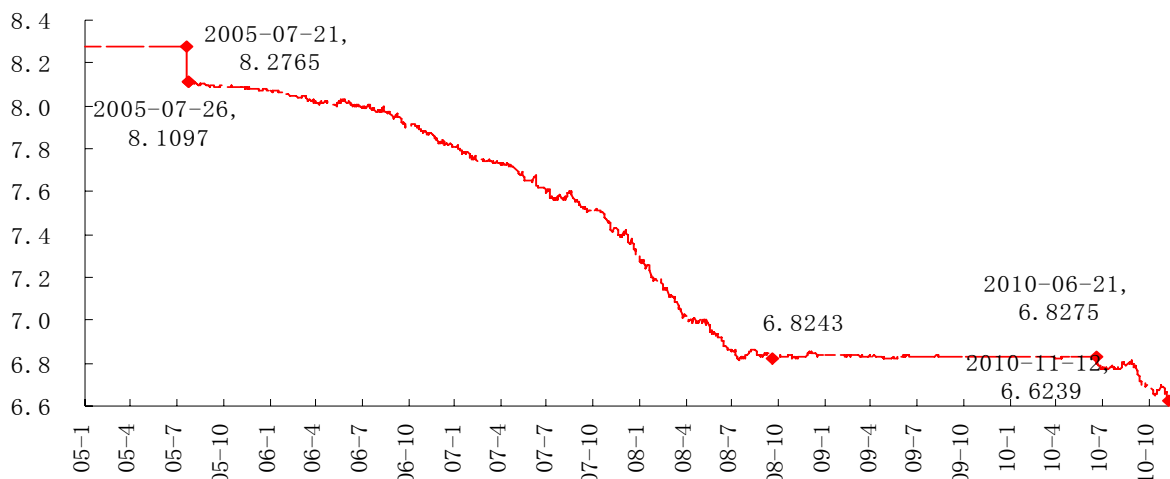
非对称加息，开始一年期贷款利率和存款利率等幅，而期限长的存款利率上调幅度更大。越往后，则贷款利率提高幅度小于存款利率。这可以避免对经济的冲击，从中可以看出银行让利显性化。



● 小幅升值或达 5%

二次汇改是整个经济结构面临内外压力的必然调整。二次汇改的提出有试探的意味，对于短期的表现应该说是符合预期效果的。人民币升值不可能复制一次汇改，但在 2011 年可能加快，或达 5%。

图 41：人民币美元汇率：从一次汇改到二次汇改



资料来源：wind，中信建投研发部

(2) 货币数量工具：2011 年的全天候工具，与价格工具交替使用

数量工具中，准备金率的使用比央票更多，因为准备金率更直接有效。数量工具的使用将视外汇占款流入的速度和银行的放贷节奏而定。

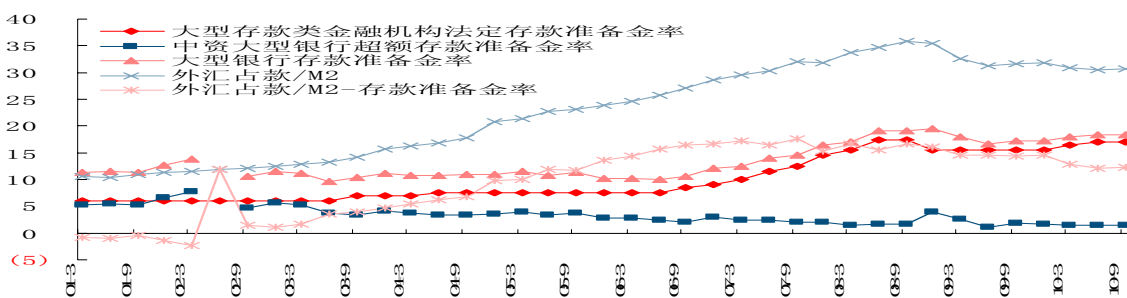
一方面，2010 年银行基本完成了融资和再融资，解除了 2009 年过度信贷带来的资本约束，放贷冲动强烈。另一方面，预计 2011 年信贷将紧缩，规模和需求之间的矛盾使得监管和被监管者的矛盾在 2011 年会非常激烈。最激烈的时间应该是 2010 年的四季度和 2011 年的上半年，准备金提高与加息的时期重合。数量工具和价格工具会交错，而不是同时使用。在下半年，若热钱在内的外汇占款流入较多，而且对于三季度后的再次放贷冲动，则准备金率依然具有空间。可以说，数量工具是 2011 年的全天候工具，也更具灵活性。

(3) 货币行政工具：严格监管

准备金率的频繁使用并不是一个好现象。外汇占款的持续增长，已经远远超过准备金率所冻结的范围。2005 年 6 月末以来，外汇占款/M2 与存款准备金率的差额一直在 10% 以上，最高达到 17.52%。而准备金率本身也持续上升，2008 年 6 月以来一直接近 20% 的高位。其中超额准备金率自 2009 年 6 月到 2010 年 9 月末，一直在 1.5% 以下的低位。高准备金率反映了货币当局的无奈，而低超额准备金率反映了监管者和银行的矛盾。2011 年，监管将更加严格，不仅是信贷规模和节奏的控制，也包括其他信贷资金创造和运用渠道的监控和规范。



图 42：准备金率、超额准备金率和外汇占款



资料来源：wind，中信建投研发部

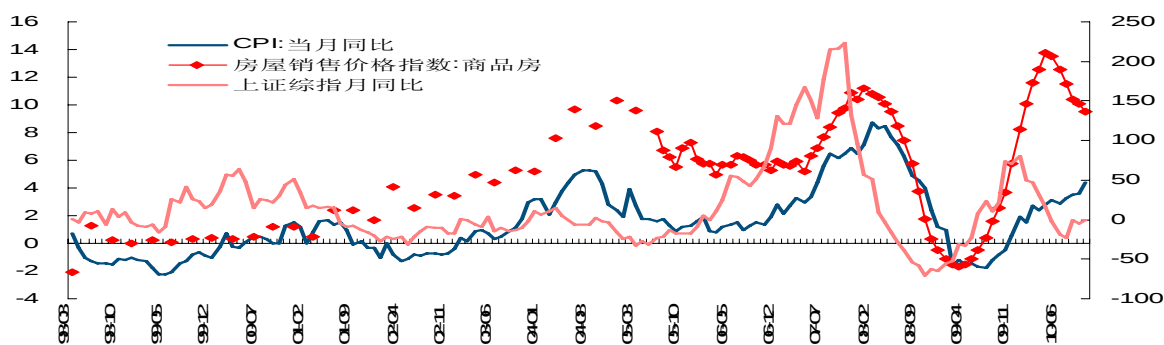
（4）行政工具：物价管制

通过行政管制是相对简单地应对冲击的方式，也是我们政府最习惯采用的方式。对房地产购买以及消费品价格的管制也许在一定时间内达到政策目标，但它不是常策。2008 年物价的管制并不是物价下行的根本原因，而外需陡然消失才是。2011 年的管制，则基本不存在外需突然消失的现象，因而其管制时间是相对比较长的。初步预计，物价的管制会持续到二季度。

4.4.4 政策紧缩的效果：以时间换空间

政策的目标不是消灭流动性，而是短期使得流动性在各种现有市场之间合理的流动，中长期进行流动性地再配置，以最终回收居民的流动性。

图 43：通胀、股指和房地产价格指数



资料来源：wind，中信建投研发部

过剩流动性的流动看似“无序”，实则有序，因为资金都是逐利而流，没有根本的差别。在我国，不同的市场直接存在巨大的收益率差异，但是不同市场存在“藩篱”，资金并不都是可以自由进出的。不同市场的预期不同，隐含的收益率模式不同，不同资金主体的流动性偏好不同、受制约不同，都使得流动性的调控是一个复杂的过程。

2011 年，对于政府而言，通胀、房价和股价的重要性依次递减。所以，政策的重心在前两者，而且都会使用货币政策之外的手段。对通胀是价格管制，对房价则是更为艰难的利益关系调整；股价居于次要，但不会特别希望房市资金流入股市，更不会使股市膨胀到对房价起到推波助澜的作用。



五、冲击的消释：破釜沉舟

冲击的消释，即流动性的回收可以分为两个层次：第一个是银行层面，把流动性的“水龙头”控制好；第二个层面是把企业、居民、政府等经济主体的流动性收回和再配置。回收流动性，主要是回收居民，特别是富人的流动性。这主要通过实体经济、房地产与资本市场三种方式来完成。前者真实回收，后两者是虚假回收。

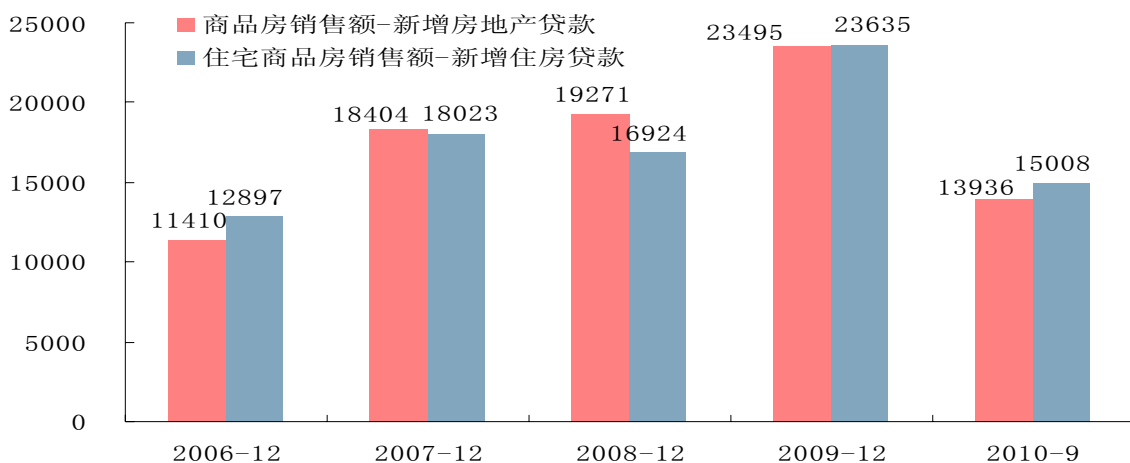
5.1 冲击的虚假消释——流动性回收

5.1.1 房地产回收：低贷款增速下的流动性回收

（1）房地产是最重要的回收流动性的场所

房地产创造了大量的流动性，2010年9月末，房地产贷款余额已经超过9万亿元，占到金融机构贷款余额的19.73%。同时，房地产也是居民流动性的日益重要的回收渠道。通过房地产的销售额和新增房地产贷款的差额，可以计算出房地产对居民流动性的净回收。从2006年起，这一差额开始快速上升，从1万亿到2009年增长到2.3万亿元，占到当年支出法GDP的7%，在GDP中劳动者报酬占比逐渐下降的情况下，按照最近的数据2007年该占比39.7%计算，大约相当于劳动者报酬的六分之一强。2006年到2010年9月，累计净回收流动性8.65万亿，是无疑议的最重要的回收流动性的市场。

图 44：房地产对流动性的净回收



资料来源：wind，中信建投研发部

（2）房地产回收还是创造流动性是由贷款的增速决定的

2010年截止目前房地产销售增速慢于放贷速度，截止9月，回收流动性只有1.5万亿元，2010年难以达到2009年的水平。这反映出，总体上房地产市场是个流动性的回收市场，但如果贷款增速过快，房地产市场就更近似一个流动性创造的市场。杠杆率的运用决定了房地产市场的功能，而房地产泡沫膨胀的自然趋势使市场的创造流动性功能更强。



(3) 2010 年房地产将会加大回收流动性的职责

上述估算低估了对流动性的回收，在计算中已经把二手房创造的流动性计算在内。二手房成交对流动性的回收与一手房有所不同。这主要是一个流动性再配置的过程，其目的是回收以城市白领阶层特别是外来者的中等收入群体的流动性，增加城市原住民为主的流动性。我们看到，在城区面积有限而宝贵的大城市，二手房的交易日趋高涨。房地产在中长期都是最重要的回收流动性的渠道，2011 年将起到更大的作用。

5.1.2 资本市场：以虚当实

(1) 一级市场融资额会持续增大

资本市场对居民流动性的回收主要体现在一级市场。1992 年以来，股票市场累计筹资金额 4.57 万亿元，而其中 A 股筹资金额 3.32 万亿元。相对于近 70 万亿的 M2 而言，比例非常低。

2006 年资本市场才开始进行大规模的筹资，2007 年达到顶峰，2008 年在一路下行的情形下，A 股依然筹资 3500 亿元以上，2009、2010 年筹资额继续上升。作为回收流动性，和资产证券化的必然要求，预计未来一级市场的融资额还会持续增大。股市的温和上涨而不是过快上涨或是政府所期望的。

表 2：境内上市公司流通市值和股票成交额（亿元）

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
筹资金额合计:当月值	16.56	84.71	170.37	81.72	356.05	1,176.29	888.87	944.08	2,089.21	1,251.63
A 股筹资金额	0.00	0.00	49.61	22.66	224.38	739.61	824.67	893.26	1,513.29	1,181.58
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010-9	合计
筹资金额合计:当月值	961.38	1,383.74	1,525.81	2,022.83	5,493.68	8,858.72	3,852.22	6,857.69	7,708.58	45,724.14
A 股筹资金额	779.63	846.30	847.57	339.03	2,379.09	7,898.04	3,534.94	5,003.90	6,147.93	33,225.49

数据来源：WIND，中信建投研究部

(2) 二级市场对居民流动性具有吸纳功能

需要强调的是，二级市场，也包括一级市场，并不创造货币形式的流动性。股市成交金额与股指上涨多数时期同步，在股市上涨时，除成交额外，也有大量的资金积蓄在股市中，下跌时则大量的资金流出。二级市场对流动性的吸纳成为货币政策等经济政策的考虑因素。

(3) 多层次资本市场作用巨大

多层次资本市场体系的建设，在吸收流动性，特别是某些类特定的流动性过剩方面发挥的作用在增强。目前有统计的私募股权投资和风险投资从投资额和案例数都还较小。2008 年至 2010 年 3 月末，私募股权投资和风险投资累计投资额达到了 332.5 亿美元。

我们对未来的一个基本判断是，以资本市场代表的虚拟经济还会持续扩大。



5.2 冲击的真实消释——分配与实业

通过房地产与资本市场来回收流动性只是让流动性暂进行了乾坤大挪移，它随时会游窜。根据我们一贯的逻辑，中国的货币并不是太多，而只是太不平均，中国缺钱的地方多的是。只有将这些货币引入到可以长期稳定获利的地方去，流动性才算真正得以治理。而要达到这一目标，政府要做的事情无非是两件事：

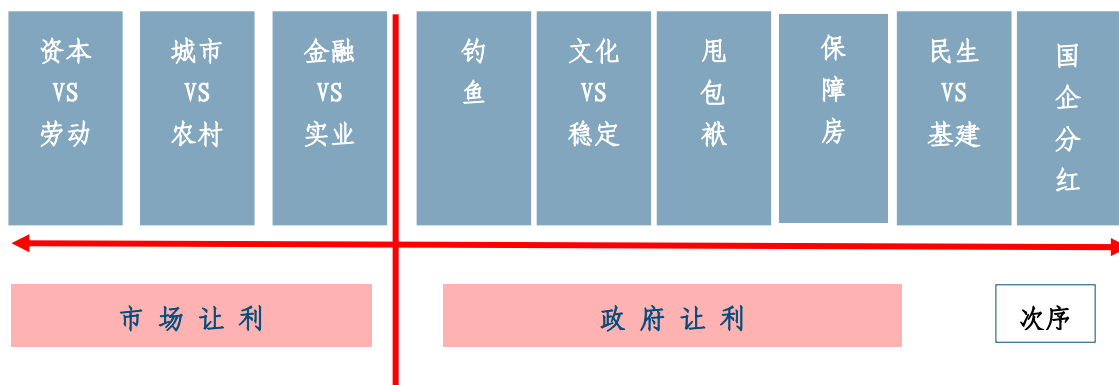
一是，通过让利，让财富更加均衡，此所谓破釜沉舟之举；

二是，通过产业政策的调整，让实业获得需要的资金；此是长久之计。

5.2.1 冲击消失的理想状态是财富重新分配

财富的重新分配即是进行让利，让利的方式以政府让利为主。政府让利的先后顺序如下：

图 45：政府视角下的权利分配



资料来源：中信建投研发部

1) 能不让则不让，间接让利早于直接让利

这包括：A，通过最低工资标准逼迫资本家向劳动者让利，在提高工人工资的同时，迫使五险一金的缴纳范围与数量增大，进一步增加资本让利的程度。B，提高农产品价格使得城市向农村让利。C，地产商及金融部门向实业让利，向民众让利。

2) 政府自身让利，以甩包袱为主，可以预见，在中央工作会议上对非公三十六条的推进将会加快

3) 政府让利以“钓鱼”为先，家电下乡补贴、新能源汽车补贴等还将延续，但力度逐步减弱

4) 政府让利以增加科教文卫等与民生关系密切的支出为主

5) 政府提供保障性住房以完成有所居的承诺

6) 政府发展文化等产业，以减少社会不稳定情绪

7) 国有企业分红率提升，只是最后一步的事情



5.2.2 冲击消释的现实状态是通过改革将流动性引入实业

冲击消释最理想的状态是将流动性引入实业，这是库存周期转向中周期的必然要求，也是解决流动性的根本。基于此，我们认为，2011 年的制度变革进程将明显加快，

表 3：2011 年的制度改革进程

内 容	概率和时间窗口	市场影响
财税体制改革 (预算外收入纳入预算管理, 省直管县, 赋予省级政府税收管理权限,)	较确定	正面
个人所得税 (中低收入家庭减税)	较大	正面
央企让利 (提高中央企业国有资本收益收取比例)	较大	正面, 较小
房地产税	有, 不大	短期或是利空出尽
保障型住房	确定	正面
非对称加息	较大, 上半年	负面, 特别是对银行
利率市场化	有, 下半年	对银行负面
银行改革 (资本管理体制、补充机制等)	低, 慢, 看下半年	正面
资源税改革	有, 下半年	对煤炭等相关行业, 短期利空
能源金三角 (蒙陕甘宁) 综合开发	大	利好
粮食 (粮食主产区利益补偿机制, 对主产区转移支付, 奖励制度, 粮食价格)	大	利好农业
文化体制变革	加快, 可能性大	利好
医疗体制改革 (基本医疗保障制度、国家基本药物制度、基层医疗卫生服务体系、基本公共卫生服务、公立医院改革试点)	大	重大利好
低空开放	有	利好, 较小

数据来源：中信建投研究部

财税体制方面，分税制将是完善，而不是再改革；对地方财权事权的矛盾，将通过权宜性的措施加强透明化和规范化改善；收入分配改革，主要还是对中低收入者的补偿为主而非对高收入者的打击；

在过渡期，触动利益集团的制度变革注定是缓慢的，金融、房地产和国有企业的变革不会有实质的进展，但是谈判和博弈将开始，非对称加息等具体的被迫让利措施是可行的；

对于利益集团控制较弱和需要“甩包袱”的领域和环节，尤其文化、医疗体制等方面的改革会加快；

对资源性产品价格和要素市场改革将根据经济形势如 CPI 的实际情况而择时开展。



六、冲击的反冲击——宏观风险提示

第三与第四部分建立在紧缩或者变革按既定步伐进行时的冲击趋势与节奏，是相对确定的。正如我们前面所言，政府的行为往往是不确定的。不确定性的行为加剧了经济运行的不确定，这便构成了宏观风险，于是冲击形成了反冲击。

6.1 反冲击的形式

6.1.1 过度管制，新起点方向的逆转

我们担心国内紧缩有可能因为管制而超调。理由即在于增长与通胀的不对称，2011 年一季度增长触底，NIKE 式反弹，而通胀在上半年由于翘尾因素而无法下降。政府往往不见 CPI 下调不松手，同时通胀又是一个政治问题，权利的博弈有可能使得紧缩的方向难以调头。从中国宏观调控制的历史来看，这种结果出现的概率极大。

不仅如此，管制事实是用政府代替了市场，这与新起点的方向是相逆的。管制最大的问题是扰乱了市场的信号，市场无号令不行。如果价格管制到二季度还不松手，经济下行的概率将会加大，至三季度政府可能不得不再度刺激，流动性冲击将会再度出现。

6.1.2 利益博弈，紧缩半途而废

与过度紧缩的情况不同，紧缩可能因为利益集团的博弈而使得无法按计划进行。虽然中国进入了新的政治周期与紧缩周期，但紧缩的阶段性放升将会使得通胀失控，并引来更严厉的紧缩。我们之所以对这个问题担心，是出于一种疑问：如果明年下半年需求起来了，那通胀压力会不会更大？好在真实需求起来对通胀的影响应该是滞后的，2011 年通胀失控的概率在减弱。

6.1.3 资金外流

中国如此紧缩的一个市场前提是外部的冲击力量在加大，我们却担心如果外部冲击突然减弱了，中国的严厉紧缩便会伤极自身。外部冲击的减弱，主要表现在资金的外流上。

对资金外流的风险，现在担心有些过早，但有个信号必须提醒大家注意。美国通用汽车公司重新回到资本市场，这表明美国经济的重心开始从纯粹的虚拟经济向实体经济转移，这可能表明下半年美国资本支出增加的开始。若这成为趋势，我们便会发现，通过升值使得资金回流美国，美国经济才能真正复苏。

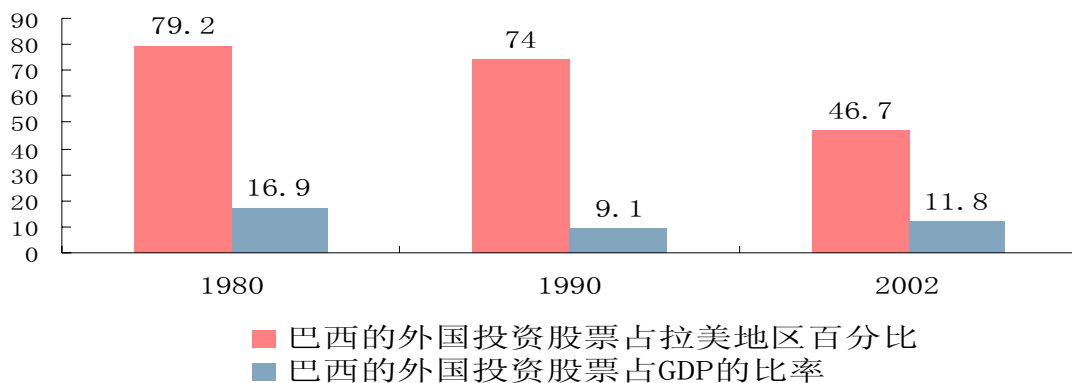
从历史的经验来看，1980 年代拉美的悲惨增长与 1997 年东亚金融危机共同的成因就在于资金回流美国，其共同标志无一例都是美国升息。从这个意义上讲，美国是主动建立一个实体经济的池子来吸引国际资金，而中国的央行则仅仅为了池子而池子。上面的分析其实暗示着一种可怕的结果：当中国的池子费劲地建好之后，却发现热钱却回到了美国，而成为了冷钱。

在 1980、1990 年代巴西经济发展停滞的情况下，大量资本流出，巴西外国投资资本的流出量占拉美整个地区流出量的 70% 以上。2002 年这种情况有所缓解。从资本流出的企业统计来看，私人银行业以及



石油行业是最主要的资本撤离主体，而其他相对规模较小的公司体也都是制造业。这种撤离对巴西原本就不强的制造业以及脆弱的金融体系产生重大打击。

图 46：巴西资本外流



资料来源：UNCTAD，中信建投研发部

表 4：巴西资本外流主要交易公司

企业名称	员工人数	业务描述
Banco do Brasil	80000	银行业
Banco Bradesco	75000	银行业
Petrobras	48798	石油企业
Unibanco	27625	商业银行
Gerdau	20160	轧制钢
Embraer	5931	飞机
Duralex	5815	家具等
Votorantim	4500	纸浆
Tupy	3965	钢铁铸造厂
Potobello	1658	陶瓷地砖
Aco Altona	600	金属产品
Petroflex	594	化工橡胶
Metodo Engenharia	490	建筑
Bicicletas	310	自行车、健身设备

数据来源：UNCTAD，中信建投研究部

中国以货币为流动性主要载体，但又缺乏货币形式流动性的消灭渠道。资金外流是中国的流动性可能的一种消灭方式。

中国是否会发生大规模的资金外流？似乎目前还看不到，但应该预先提示以下风险点：

- 1) 政治改革和制度变革突然提速，对利益集团的打击；2) 经济滑坡；3) 对房地产泡沫的打击力度加大和泡沫的突然破裂；4) 海外尤其是美国经济好转，美国加息，甚至美元强势确立，海外资金回流。



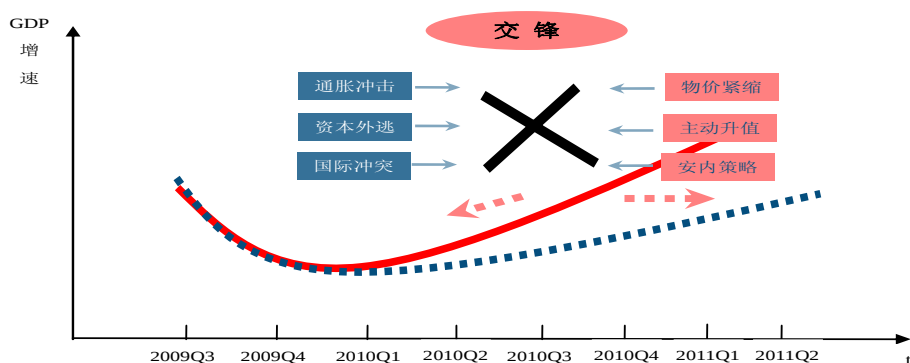
在上述因素下，就不仅是热钱流出，甚至有资本外逃的风险。但以上因素的影响程度依次减小，可能性依次上升。加之中国的资本项目管制，经常项目也可以临时管制，所以发生大规模资本外逃可能性并不大。特别是，中国过剩的流动性和庞大的外汇储备，外汇占款/M2 与准备金率的巨大缺口以及高法定准备金率，使得即使发生资金和资本外流，对中国经济和金融的负面冲击也相对较小。但值得警惕的是，结构性的资金外流可能是长期的，比如富人资金和腐败资金的外流，构成了对国民财富的损失，而这一外流被总量的资金流入所掩盖从而被忽视。

6.2 反冲击对嬗变的影响

在第二部分我们论述到了嬗变使得政策内生、外部冲击脱钩，并在流动性吸收方面产生重大影响。同样地，反冲击也将对嬗变产生直接的影响，它有可能使得从库存周期到中周期的演变偏离前面预想的轨道。

这是一种逻辑上的必然，证据似乎证明也存在着结果的必然。只不过，冲击的力度和节奏，将因反冲击的政策实施，而改变着周期嬗变的形态。我们用一个简单的图形来示意。

图 47：冲击和反冲击的交锋



数据来源：中信建投研发部

在我们看来，每一种冲击，都有反冲击的政策来抑制。冲击和反冲击的激烈交锋和此消彼长，将决定中周期的孕育进度，当然决定了 GDP 反弹的时间和幅度。

（1）通胀冲击和物价紧缩政策的交锋

通胀不除，泡沫不消，则繁荣难启，因此通胀冲击将带来 GDP 曲线向右移动，即时间拉长、力度放缓；而物价紧缩政策，则将为中周期繁荣的孕育创造机会。不过，若通胀冲击过大，则将极大抑制中周期启动；若紧缩力度过大，则将带来 GDP 的下滑。

（2）资本外逃和主动升值的交锋

资本外流将延迟中周期。然而中国或许会顺势加快货币升值，甚至开放部分领域以纾外资，以此来对冲资本外流的不利影响。不过，若升值过速过大，也给出口行业带来伤害。

（3）国际冲突和安内正常的交锋



国际政治压力的增大，可能会给中国经济的复苏带来不利影响；然而根据“攘外必先安内”的原则，这也意味着国内经济结构调整的步伐也将加快，而这也给长期的增长带来好处。

当然，冲击的力度有可能超乎我们想象，反冲击的策略也有可能过度，这都会对我们的投资构成风险。虽然目前来看这种可能性仍较小，但忽视了就将犯错误。

七、资产配置的原则

基于宏观策略化的研究逻辑，我们认为在这一框架下，资产配置时要考虑以下几点。

7.1 配置的逻辑

2011 年的资产配置将以创新为主要线索，根据冲击与嬗变的不同情景进行资产配置。

7.1.1 股票的配置

- 因为中周期繁荣没有到来，所以 2011 年全年没有系统性的投资机会。
- 嬗变是确定性的，因而作为嬗变基础的消费将可以获得稳定的回报，但由于制度变革的不确定性，消费的系统性机会也将会减弱，但其结构性机会将会增强，比如农业、文化产业、低端消费等。
- 库存重建与流动性冲击增强带来周期性行业的复辟，由于重复不是创新，所以复辟与王者归来是完全不同的。
- 中周期复苏加快，需求创新加剧了新兴产业的利润分化，技术扩散保证了传统产业的老树新花，技术比较优势保证了海外市场利润回报的可观性。强国战略为高端装备制造解决了需求与创新成本的分担，保证了军工一条龙的投资机会，军工的投资机会在不在陆地，在空中，更在海上，这是由新起点后的国际矛盾决定的。人民内部矛盾决定了农业、医疗、文化、公共安全与公用品投资的增长是确定的。
- 通胀冲击使具有定价能力的资源品获得投资机会，但由于价格控制，只有价格的发起者才能获利。
- 制度变革带来投资机会，布局以甩包袱为主要内容的制度红利。变革以让利为主，不对称加息对银行不利，房地产二元分化对高端地产有利。收紧信贷对能融资的企业来讲，带来了制度的机会。

7.1.2 债券的配置

我们对明年债市能够重演 2005 年的精彩乐章还是充满期待。总体而言，明年债券市场先是熊市，而后演变成牛市的概率较大。近期的债市调整为未来打开了投资空间，在调整中孕育着投资机会，从泥泞到坦途的演变就在明年。而“熊市变平”何时能转变成“牛市变平”，货币政策和通胀预期是关键，时间窗口或许就在一季度末和二季度初。

在加息周期中，随着加息次数的增加，利率提高对长端债券收益率的推动作用将边际递减，收益率曲线逐步显现出“熊市变平”的特征。减轻仓位也许是最简单的止损办法，持有现金在货币市场获得收益是上策，如果持有债券，也应尽可能缩短久期，最大限度规避风险。



而随着继续加息预期的逐步消除和 CPI 逐步回落，市场就会发生转变，“牛市变平”的阶段就将来临，长期债券投资机会即将叩响投资者的大门。届时投资者应提前布局，拉长久期。

7.2 配置的节奏

7.2.1 正常节奏

若不考虑反冲击可能造成的不可预期，并考虑资本市场提前宏观经济一个季度的规律，2011 年四个季度的配置节奏应该如下：

- 一季度，增长最低，通胀高峰，冲击最重，防守为主，谨慎配置通胀概念品种；
- 二季度库存重建，通胀拐头，但仍高位运行，外部冲击加剧，周期性复辟，但不是趋势；
- 三季度中周期复苏加快概率加大，通胀下行，基于中周期走向繁荣而配置装备等；
- 四季度通胀下行，但周期繁荣并未到来，市场不得不进行修复。

7.2.2 非正常节奏

一季度库存重建中价格的紊乱、二季度价格管制继续加强，都会打乱嬗变的规律，这将使得正常节奏不得不向后延迟。中央工作会议对制度变革超预期的推动，有可能使上述节奏推前。下半年美国继续刺激将会使中国周期性行业复辟时间延长，资金外流又会使嬗变彻底改变轨迹。

八、2011 年宏观经济数据预测

表 5：2011 年宏观数据预测表

	2006	2007	2008	2009	20101Q	20102Q	20103Q	2010E	2011E
GDP	10.7	11.9	9	9.1	11.9	10.3	9.6	10.2	9.3
消费	13.7	16.8	21.6	15.5	17.9	18.2	18.3	18.3	18.8
投资	24.5	25.8	26.1	30.1	26.4	25.5	24.5	24.1	23.5
出口	27.2	25.7	17.8	-16	28.7	35.1	34.0	30.5	20.1
进口	20	20.8	18.5	-11.2	64.8	52.7	42.4	36	22.7
工业	16.6	18.5	12.9	11	19.6	17.6	16.1	15.5	15
CPI	1.5	4.8	5.9	-0.5	2.2	2.6	2.9	3.2	4.1
PPI	3	3.2	6.9	-5.5	5.6	6	5.5	5.2	5.8
利率	2.52	4.14	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.75	3.75
汇率	7.82	7.36	6.83	6.82	6.82	6.82	6.7	6.6	6.3

资料来源：中信建投研发部



分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。2009“远见杯”宏观预测第二名，2010年《新财富》宏观组入围。

胡艳妮：湖南大学经济学硕士，宏观经济分析师。证券从业8年，从经济体系所蕴含的内在发展规律出发，立足于中国经济发展阶段，结合国家政策导向，研判中国宏观经济走势。2006年《新财富》宏观组最佳分析师第三名。

王 洋：南开大学经济学博士，宏观经济分析师。金融从业3年，主要研究领域：货币和流动性。

刘之意：南开大学经济学硕士，宏观经济分析师。证券从业2年，立足于产业演进、库存变动等中微观观察，为宏观判断提供来自实体领域的支持。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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、财务顾问或类似的金融服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。