

深度报告

宏观经济

国信证券 2011 年度宏观经济报告

2010 年 12 月 21 日

本报告的独到之处

系统考察 M2 存量资金由地方投融资平台转至商业化公司后，存量资金活化将引发的通胀超预期与新增信贷大调整。

《从美国 6 大金融机构财报审视金融危机第二波》09-02-11

《欧美大型金融机构财务现状及其影响》09-03-15

《“去货币化”将主导下阶段宏观经济》09-04-14

《“大稳健”（the Great Moderation）趋势与中国区域振兴》09-06-12

《出口复苏主导 2010 年中国经济》09-12-14

《战略性新兴产业：经济转型的真正突破口》10-6-1

宏观研究小组

联系人	周炳林
分析师	林松立
SAC 执业证书编号:	S0980209080421
分析师	吴土金
SAC 执业证书编号:	S0980210110003
Tel:	0755 - 82130638
Email:	zhoublin@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

深度报告

存量资金活化引发新增信贷大调整

● 存量资金活化引发新增信贷大调整

由于刺激计划的建设工程陆续完工和进度款支付，存量货币资金已由行为受限、呆滞的平台公司转至大量的商业化企业手中，2009 年异动的增量资金拉动的不再是钢筋混凝土等产能过剩的行业，而是按照利润最大化的原则，偏好于投资供应面最紧、最易在资金进入后涨价、形成库存投资收益的产品和行业。

持有主体改变带来的后果是存量资金活化，从而导致 2011 年的通胀将是最大不确定因素所在。

我们担心，即使是市场预期的上限，对于 2011 年通胀的估计也是不足的；而即使是认可明年政策为反通胀的人，对于紧缩政策的力度也将估计不足，特别地，信贷紧缩规模将超出大多数人的想象。

纵观 08 年底以来异动的各项宏观数据，出口、发电量、工业增加值等 2009 年大幅下滑的指标已然通过 2010 年对应月份的大规模复苏而回归正常，而消费本身具有稳定的性质，未见大起大落。目前看起来，宏观异动指标的修复已经轮到了货币信贷领域，需要深切思考的一个问题是，2009 年以来超大规模的信贷量，是否在 2011 年面临一次大规模的常态化回归。

● 不同信贷规模下的流动性敏感分析

上述问题的发现将是一个逐渐的过程。通胀，特别是“信贷试探性紧缩”后通胀依然高企将是发现这一问题的基本推动力，在这样一种演化特征下，对不同信贷规模所形成的流动性给出情景分析非常重要。

以 2010 年 1.83 的“M2/名义 GDP”为界：新增信贷在 5-6 万亿的区间时，大量情景下 M2/名义 GDP 均低于 1.83，证明流动性泛滥逐步得到治理；新增信贷在 6-7 万亿的区间时，不同情景的 M2/名义 GDP 距离 2010 年的 1.83 不远，这样可能表示 2011 年流动性的状况与 2010 年相差不大；新增信贷在 7-8 万亿的区间时，不少情景下的 M2/名义 GDP 高于 2010 年的 1.83，这可能说明流动性在进一步泛滥。

● 经济信心将经历“先降后升”的 V 型波动

信贷紧缩超预期将对经济信心形成一次较大冲击。然而，量上的收缩（M2 增速出现较大幅度减缓），根源在存量货币资金活跃度的提升（货币流通速度 V 的提升），在信贷收缩之后，人们将发现实际上货币支持实体经济的“总能量”（M*V）是足够的，彼时，新的、朝着好的方向的超预期因素将被发现，经济信心将重拾。

时间上，1 季度是通胀超预期驱动发现上述问题的时刻，2 季度将是政策痛下决心的时刻，而 3 季度之后，人们又将发现收缩信贷之后，各种产品过快上涨的势头止住，且并未出现经济信心受冲击时想到的“广谱价格暴跌”、“去库存经济行为”以及“库存跌价准备的财务风险”，同时悬疑已久的信贷泡沫问题被看到在逐渐得到解决，人们开始觉得这样模式下的中国经济比较健康、比较可持续，经济信心开始恢复。

由此，在通胀信贷周期的引领下，2011 年经济信心将经历一次较大的 V 型波动。

● 对三大需求基本形势的判断

出口：“主动性产业收缩”导致增速下降，全年增 14.3%；投资：增速有所下滑，自有资金所占比例提升，增 21.5%；消费：维持平稳特征，增 15.7%，中低端耐用品受益基建完工。

内容目录

内容摘要	4
1、 2011 年经济的基本判断：滞胀开局几为定数	4
2、 方向性趋势一：存量资金活化引发新增信贷大调整	4
3、 方向性趋势二：最大要素市场劳动力的价格传导链条被打通	5
4、 方向性趋势三：通胀预期居高不下	6
5、 政策实质上转向控制通货膨胀	6
6、 经济信心将经历“先降后升”的 V 型波动	7
7、 2011 年将开始对潜在经济增速下降进行确认	7
8、 对三大需求基本形势的判断	8
出口：“主动性产业收缩”导致增速下降	8
投资：增速有所下滑，自有资金所占比例提升	9
消费：维持平稳特征，中低端耐用品受益基建完工	9
2011 年经济的基本判断：滞胀开局几为定数	10
方向性趋势一：存量资金活化引发新增信贷大调整	11
M2 资金持有主体改变是存量资金活化的主要原因	12
存量资金活化导致通货膨胀为 2011 年最大变数	13
通胀超预期迫使信贷紧缩超预期	14
不同信贷规模下的流动性敏感分析	15
方向性趋势二：最大要素市场劳动力的价格传导链条被打通	15
劳动力市场规模高达 15.7 万亿，在总价格体系中权重最大	15
中国劳工工资内生地要求通货膨胀指数化	16
方向性趋势三：通胀预期居高不下	17
景气调查数据显示通胀预期居高不下	17
特殊经济现象蕴含高通胀预期	17
政策实质上转向控制通货膨胀	19
“新经济三角”推动政策实质转向反通胀	19
客观看待政策的“一年计划”与“计划一年”	19
经济信心将经历“先降后升”的 V 型波动	21
2011 年将开始对潜在经济增速下降进行确认	21
对三大需求基本形势的判断	22
出口：“主动性产业收缩”导致增速下降	22
投资：增速有所下滑，自有资金所占比例提升	25
消费：维持平稳特征，中低端耐用品受益基建完工	26
2011 年月度宏观数据预测	27

图表目录

图 1: 全国发电量 (亿千瓦时), 钢材产量 (万吨), 季调.....	11
图 2: 十种有色金属产量, 水泥产量 (万吨), 季调.....	11
图 3: 商品房销售 (万平方米), 汽车销量 (万), 季调.....	11
图 4: 当月进出口额 (亿美元), 季调.....	11
图 5: 历年来 M2 增速波动周期.....	12
图 6: M2 资金持有主体变化的情况示意图.....	13
图 7: M2/名义 GDP 面临从高异常值复归.....	14
图 8: 劳动力市场与其他市场的规模比较.....	16
图 9: 劳动力市场规模相当于其他市场的倍数.....	16
图 10: PMI 购进价格指数显示通胀预期高企.....	17
图 11: “未来物价预期指数”显示通胀预期高企.....	17
图 12: 易腐商品参与 04 年通胀的情况.....	18
图 13: 易腐商品参与 07 年通胀的情况.....	18
图 14: 工业 ROA 处于历史高位.....	20
图 15: 工业资本的扩张步伐减慢.....	20
图 16: 各国 15-59 岁人口占比.....	20
图 17: 各国抚养比 (0-14 岁+65 岁以上)/15-64 岁.....	20
图 18: 各国 15-24 岁人口占比.....	21
图 19: 中国、印度、日本 15-24 岁人口数.....	21
图 20: 出口企业与全部 A 股企业毛利率对比.....	23
图 21: 出口企业与全部 A 股企业 ROE 对比.....	23
图 22: 出口企业与全部 A 股营收同比增速对比.....	23
图 23: 出口企业与全部 A 股企业固定资产规模同比增速对比.....	23
图 24: 中国总出口增速与微观企业表现的对比.....	24
图 25: 出口企业与全部 A 股企业总资产周转率对比.....	24
图 26: 出口目的地 GDP 加权增长率法示意图.....	24
图 27: 出口目的地国家 GDP 加权增速与中国出口增速.....	24
图 28: 2011 年中国主要贸易出口国 GDP 增速.....	25
图 29: 贷款虽是投资重要的资金来源, 但是二者比例波动非常大.....	26
图 30: 99 年城镇、08 年农村人均总收入具可比性 (1985 年可比价格).....	26
图 31: 2008 年农村每百户家庭耐用消费品拥有量远低于 1999 年城镇.....	27
图 32: 2011 年 GDP 同比增长 8.7%.....	28
图 33: 工业增长值增长 11%.....	28
图 34: CPI 一季度破 5%, 且面临进一步调升压力.....	28
图 35: PPI 全年增 5%, 同样存在调升压力.....	29
图 36: 新增贷款紧缩力度将超预期.....	29
图 37: M2 增量可能面临下调压力.....	29
图 38: 出口全年增 14.3%, 前低后高.....	29
图 39: 进口全年增 13.7%, 前低后高.....	29
图 40: 投资全年增 21.5%, 增速水平仍然较高.....	29
图 41: 消费全年增 15.7%, 稳定特征依旧.....	29
表 1: 2011 年各季度经济数据预测.....	10
表 2: 不同新增贷款规模下的流动性情景分析.....	15
表 3: 历年来工业 ROA 与 1 年期贷款利率的比较.....	19
表 4: 上市出口企业与全部 A 股效益的比较.....	23

内容摘要

1、2011 年经济的基本判断：滞胀开局几为定数

我们判断，2011 年经济将以“滞胀”开局，这不是一种主观猜想，而是近乎严格成立的基本数学运算。

中国宏观数据未公布经季调的水平数值，而是突出“同比”特征，同比增速相当于过去 1 年环比增速的累乘，具体地，某指标的 2011 年 1 月同比增速 = $(1 + \text{该指标 2010 年 2 月环比增速}) * (1 + \text{该指标 3 月环比增速}) * \dots * (1 + \text{该指标 2011 年 1 月环比增速}) - 1$ 。

不难理解，站在现在的时点，上述公式构成的 12 个数值中，2010 年 2-11 月环比增速的十个数值已知，未知的仅为 2010 年 12 月-2011 年 1 月两个数值，一般可取这两个月份过去 5 年环比增速的均值作为模拟值代入。由于已知部分甚多，少许未知部分可合理模拟，因此，每年经济开局预测的偏差不可能太大。

我们推算，GDP、工业增加值、进口、出口、投资、消费、发电量 2011 年 1 季度的增速分别为 8.4、9.7、8.7、14.8、22.4、16.0、5.8%，悉数低于 2010 年全年的增速，也低于已经放缓了的 2010 年 3、4 季度增速。而通货膨胀最关键的指标 CPI 在 2011 年 1 季度均值高达 5%，不仅高于 2010 年全年，也将高于已经提高了的 2010 年 3、4 季度涨幅。

明年实体经济同比变慢是 2010 年 4 月份地产调控以来，经济环比增速历经波折的集中体现。2010 年经济的环比增速在 1-3 月份持续维持高位，4-8 月份出现一波环比下滑，随后又开始回升，由此造成了 2010 年 1 季度的高基数，同时 2-4 季度的累积增速并不是特别大。而 2011 年 1 季度经济的环比在地产调控压力释放、通胀迫使政策进一步收缩的背景下，也不可能太快，彼时经济同比增速的放缓几为必然。

通胀的提高一方面在于 2010 年全年通胀环比累积涨幅很高，另一方面是因为存量货币的活跃度提升、通胀预期居高不下，2011 年 1 季度本身的新增长因素又很可能再次超越预期。

上述情况表明，开局经济的滞胀特征将不仅确定地体现在同比上，环比出现滞胀也是大概率事件。

2011 年 2 季度之后的经济必然又受政策方向、信心预期改变等的持续影响，未知因素的比例大幅提高。按照以前的经验教训，紧密的数据跟踪比任何预先判断都更为重要！由此，我们提示投资者对于该阶段之后的数据预测不要过于重视——无论是谁做的。对于全年乃至更长时间的经济问题，我们应该把精力与思考重点放在对各种方向性趋势的把握上。

2、方向性趋势一：存量资金活化引发新增信贷大调整

第一个方向性趋势是存量资金活化将引发新增信贷大调整。

由于建筑工程交付与进度款支付，货币资金已由行为受限、呆滞的平台公司转至大量的商业化企业手中，伴随着资金的转移，2009 年异动的增量资金拉动的不再是钢筋混凝土等产能过剩的行业，而是按照利润最大化的原则，偏好于投资供应面最紧、最易在资金进入后涨价、形成库存投资收益的产品和行业。因此，2011 年的通胀将是最大不确定因素所在。我们担心，即使是市场预期的上限，对于 2011 年通胀的估计也是不足的；而即使是认可明年政策为反通胀的人，对于紧缩政策的

力度也将估计不足，特别地，信贷紧缩规模将超出大多数人的想象。

纵观 08 年底以来异动的各项宏观数据，出口、发电量、工业增加值等 2009 年大幅下滑的指标已然通过 2010 年对应月份的大规模复苏而回归正常，而消费本身具有稳定的性质，未见大起大落。目前看起来，宏观异动指标的修复已经轮到了货币信贷领域，需要深切思考的一个问题是，2009 年以来超常规规模的信贷量，是否在 2011 年面临一次大规模的常态化复归。

可将经典的费雪方程式 $M*V=P*Q$ （其中，M 表示货币供应，V 货币流通速度，P 价格，Q 经济中产品和服务的总量）细化为，

$M*V=P_1*Q_1+P_2*Q_2+.....+P_i*Q_i+P_{i+1}*Q_{i+1}+.....+P_n*Q_n$ （其中 P_i 代表第 i 中产品的价格， Q_i 代表第 i 中产品的产量），令其中

—— $Q_1, Q_2,.....Q_i$ 为产能过剩的行业。比如基建、钢筋、混凝土产业链。

—— $Q_{i+1}, Q_{i+2}.....Q_n$ 为供应偏紧、容易涨价行业的产品。例如减产的农产品，进口依存度高、库存低、国内供应偏紧的资源、资产或最终商品。

不难看出，M2 存量资金持有主体在 2009 年相对偏好于进入 $Q_1, Q_2...Q_i$ 行业（平台公司），以提高过剩行业产能利用率为主；而 2011 年，资金的偏好已经变为 $Q_{i+1}, Q_{i+2}.....Q_n$ 行业（商业化企业），广谱通货膨胀风险加大。

从规模上，这笔异动资金大体在 5 万亿左右，这不仅体现在 09 年 9.6 万亿与往年 3.1-4.9 万亿规模的差异，而且事后为银监会等部门清查时所验证。

我们认为，这个问题将逐渐的被发现。通胀，特别是“信贷试探性紧缩”后通胀依然高企将是这一问题被发现的基本推动力，在这样的一种演化特征下，有必要对不同信贷规模所形成的流动性给出情景分析。以 2010 年 1.83 的 M2/名义 GDP 为界：

新增信贷在 5-6 万亿的区间时，大量情景下 M2/名义 GDP 均低于 2010 年的 1.83，证明流动性泛滥逐步得到治理。

新增信贷在 6-7 万亿的区间时，不同的情景 M2/名义 GDP 距离 2010 年的 1.83 不远，这样可能表示 2011 年流动性的状况与 2010 年相差不大。

新增信贷在 7-8 万亿的区间时，不少情景下的 M2/名义 GDP 高于 2010 年的 1.83，这可能说明流动性在进一步泛滥。

3、方向性趋势二：最大要素市场劳动力的价格传导链条被打通

第二个方向性趋势是劳动力价格上涨，虽然本质上亦为货币超发、资金活化的表现，但今年来这一问题引起了众多有识之士的高度重视，也从我们多次微观调研中得到证实，因此有必要做单独的分析。

大家隐隐中都感觉到此项变化的事关重大，但是究竟其中机理是什么，至今未见很好的解释，在此，我们建议将劳动力与原油、原煤、钢铁、大米、猪肉、房地产、汽车等按照各自的市场规模进行比较，以深刻体悟劳动力价格变化所具有的巨大影响。

按照 GDP 收入法中的劳动者报酬估算，当前劳动力要素市场的规模约为 15.7 万亿（占当年 GDP 的 39.7%），折合人均 11804 元/年，或 7.8 亿就业人员人均 20128 元/年。而原油、原煤、钢铁、大米、猪肉、房地产、汽车市场的规模分别约 2.1、

2.6、3.4、0.37、1.2、5.1、2.0 万亿。劳动力市场规模分别是上述市场的 7.53、6.02、4.62、41.9、12.8、3.1、8.0 倍，这种市场权重的比较提示，劳动力价格水平上涨 1%，对于总体价格水平的压力相当于原油、原煤、钢铁、大米、猪肉、房地产、汽车市场价格上涨 7.53%、6.02%、4.62%、41.9%、12.8%、3.1%、8.0%。

以上数据，既可帮助理解为何此前中国“通胀螺旋”常被巨大的劳动力市场所吸收，又明确地说明，劳动力价格传导链条一旦被打通，全社会普通劳动力价格普遍出现 20% 的提升，对于总体价格水平来说是非同小可的变化。

在经济历史上，1970 年代意大利在石油价格冲击发生以后，面对不断走高的通胀，政府采取了工资挂钩通货膨胀率的指数化措施，这种做法导致了工资与物价的“螺旋式上涨”，从而引发了更高的通胀。

目前需要注意的一个问题是，由于中国普通劳动者收入与基本生存标准之间的差距并不是太大，因而中国的工资可能已然内生地要求与通货膨胀率挂钩。

4、方向性趋势三：通胀预期居高不下

通胀预期长期以来也是通胀事实的良好先行指标，这表示通胀预期存在较强的自我实现机制。

数据上，通胀预期指标——PMI 购进价格指数通常可提前对未来价格走势做出较准确的预测。而该指数今年 7 月-11 月出现连续的大幅抬升，目前已经达到 73.5，接近历史高位。

央行每季进行的全国储户问卷调研中，“未来物价预期指数”也不断抬升，该指数有类似 PMI 购进价格指数的功能。

除了景气调查数据之外，“易腐商品”参与通货膨胀等经济现象也指示着通胀预期的强烈。

“易腐商品”指在短期内将变质从而迅速丧失其价值的商品，例如飞机的座位，随着飞机起飞，其价值迅速归零。在 CPI 的构成门类中，蔬菜和水果中大多数的有价值储藏时间短则一两天、长则数周，也为易腐商品。

由于难以低成本长期囤积居奇，以基本经济常识推测，1、若市场对短期通胀分歧很大，但对中长期通胀预期一致时，均衡的结果是推升黄金等“易储商品”价格；2、而易腐商品作为一个大类参与了通胀，当且仅当市场较一致地预期通胀短期内将加速拉升。显然第二种市场预期的条件要比第二种严格得多，这造成易腐商品在历次通胀的**大多数时间中**均不会轻易启动，而一旦第二种严格条件也得到满足，“易腐商品”涨价启动，则通胀形势的发展需要我们更为重视，因为短期加速拉升的预期已然形成。

实证上，我们以蔬菜水果类食品统称易腐食品，构造一个易腐类食品 CPI 指数，将其和总的食品类 CPI 指数对照，观察其在各轮通胀中的表现。可以看出，在 04 年、07 年通胀的加速拉升期，均源于易腐类食品参与了通胀进程，而一旦有了易腐类食品的参与，整个食品类 CPI 就开始突飞猛进，成为市场和政府关注的焦点。有鉴于此，我们认为，在这一轮的 CPI 上涨中，易腐食品参与价格上涨是 CPI 将要加速的重要信号。

5、政策实质上转向控制通货膨胀

在如此大的通胀压力下，2011 年的政策实质上将转向反通胀为主。大的方面，

政策方向的判断主要在于分清是“保增长”还是“反通胀”，经济增速下降并非政策保增长的硬约束，就业形势、企业经营的持续性不出问题才是保增长的硬约束，对于 2011 年经济更加全面的理解是，1、经济增速下降；2、通胀水平提升；3、就业、企业效益良好，如果考虑这种“新经济三角”，2011 年数据格局类似“滞胀”，却是一种潜在增速下降确认过程中的“假滞胀”。

中国劳动力供给增速的降低、大权重行业产能投资的饱和是经济增速下降后就业、企业效益保持良好的主要原因：1、劳动力供给增速下降，意味着可能不需要以前那么高的经济增速就能缓解就业压力；2、大权重行业产能投资的饱和，则使得未来这些行业的 GDP 创造将主要依托于存量企业的工资、利润、税收和折旧，保持企业效益对于经济增速的要求不高，而此前，在存量企业这四大因素参与增长之外，企业还进行大量新的产能投资，因而，需要较高的经济增长速度，才能有效地保持良好的企业效益。

各国政府的“逆风行事”原则是一个严格却不复杂的逻辑，宏观调控从“经济事实”到“政策措施”之间的推理是简单的。为熨平经济周期，政策往往是被动的，或者说应激的，对于明年的政策，政府年初怎么想并不是太重要，关键是判断明年面临的经济事实是什么。一旦我们看清了存量 M2 的质发生了根本改变，活跃度大大提升，那么明年看到的情景将是通胀持续高企，而且，在一季度贷款的新增量试探性收缩的情况下（例如降至 2 万亿全季），通胀压力仍将持续不退，那么二季度开始，信贷紧缩就将持续的超预期。最终，决策层和各经济主体均将接受信贷必须进一步控制的事实。

为此，要严格地区分“政策的说法”与“政策的实质”，同时也要客观地看待年度初期政策计划的影响，客观地理解政策“一年计划”与“计划一年”的基本道理。一些计划的影响常常仅限于公布初期对预期的冲击，随后被修改。

6、经济信心将经历“先降后升”的 V 型波动

对于经济 and 政策的上述判断并不是全然引出悲观的结论。对于信贷额度、货币增量收缩的幅度超预期，这将对经济信心形成一次较大的冲击。然而，一如我们所分析的，货币信贷量上的收缩（M2 增速出现较大幅度减缓），根源在存量货币资金活跃度的提升（货币流通速度 V 的提升），因此，在货币信贷量的收缩之后，人们将发现实际上货币支持实体经济的“总能量”（M*V）是足够的，彼时，新的、朝着好的方向的超预期因素将被发现，经济信心将重拾。

时间上，我们判断，1 季度随着通胀水平的逐渐抬高，货币信贷超预期收缩的局面将被逐渐发现；2 季度将是政策痛下决心的时刻，而 3 季度左右，人们又将慢慢发现货币信贷的总能量（M*V）是足够的，收缩货币信贷之后，各种产品过快上涨的势头止住，且并未出现经济信心受冲击时想到的“广谱价格暴跌”、“去库存经济行为”以及“库存跌价准备的财务风险”，同时悬疑已久的信贷泡沫问题被看到在逐渐得到解决。人们开始觉得这样模式下的中国经济比较健康、比较可持续，相关经济信心将开始恢复。

由此，在通胀信贷周期的引领下，2011 年经济信心将经历一次较大的 V 型波动。

7、2011 年将开始对潜在经济增速下降进行确认

1、经济增速下降；2、通胀水平提升；3、就业、企业效益良好的“经济三角”：提示着另一个重大问题是，2011 年中国将开始对潜在经济增速水平的下降进行确

认。

一般的，分析一国潜在经济增速水平，需要从资本、劳动力、技术三大生产要素增长的角度分析总产品和服务增长的潜在速度。即通过柯布-道格拉斯生产函数 $Y_t = AK_t^\alpha L_t^\beta$ (其中 $\alpha + \beta = 1$)，通过资本存量 K、劳动力 L、技术 A 的增速来分析总产出 Y 潜在的增速。

其等价变换 1 为 $\ln(Y_t) = \ln(A) + \alpha \ln(K_t) + \beta \ln(L_t)$ ， $\alpha + \beta = 1$ 。

等价变换 2 为 $\ln(Y_t/L_t) = \ln(A) + \alpha \ln(K_t/L_t)$

利用等价变换 2，通过历史数据，可以回归出模型的相关参数 α 和 A，劳动力存量数据中国有具体的统计，资本存量通过每年固定资本形成总额，按照 10-20 年线性折旧法计算得出。此项方法的难点在于，不同的折旧方法下，回归参数截然不同，另外，未来 A 的估算用的是过去历史的拟合值，这类似假设未来技术进步等形成的全要素生产率 (TFP) 为过去历史平均，这无疑存在较大的逻辑漏洞。

相关研究文献在这方面的研究结论是，资本积累对于经济增长的贡献最大，为 3.2-5.1 个百分点，劳动力的贡献最小，为 0.7-2.8 个百分点，而中国的全要素生产率在 3.5-3.8 个百分点。换言之，中国的潜在增速在 7.4%-11.7% 之间，这并不令人满意，因为在总需求的政策管理上，如果潜在增速是 7.4%，则 8% 以上就为过热，而 11.7%，则不仅要继续坚持保八，还要保九、保十、保十一。

由此，对于中国潜在增速的理解，纠结于以往的生产函数法已无意义，通过观察一定经济增速下，价格、就业、企业形势的变化才是更加切实的方法。

毫无疑问，经济增速下降；通胀水平提升；就业、企业效益良好就是对潜在经济增长速度下降的一种有力确认。

8、对三大需求基本形势的判断

出口：“主动性产业收缩”导致增速下降

我们判断 2011 年全年出口增 14.3%，一至四季度分别增 14.8、10.8、14.2、17.2%，增长速度相对于 2010 年出现较大幅度的下滑，但从金额上基本为月月创出历史同期的新高水平，因此不可将其视为一个大冲击。

我们的出口预测一直有两套方法互相印证，其中一个出口自身数据变化的时间序列方法，另一个是中国出口前 16 大目的地国家的 GDP 加权平均增长率法。2010 年，两个方法的结论高度一致，均指示同比增长 22% 以上。而今年二者出现了较大的差异。时间序列方法显示的结果是 14.3%，而目的国 GDP 加权平均增长率法显示是 21%。

最终我们采纳的是时间序列法的较低结果，是因为我们看到，微观上，出口企业利润率低于内销企业，未来的问题不是在国外是否卖得出去、国外需求是否足（目的国 GDP 加权平均增长率是否足够大），而是国内企业渐渐不再对做出口感兴趣，最后是中国出口的供给减少，出口产业规模收缩导致整个出口下去（这个过程会伴随越南印度等地对中国出口的替代）。

我们选取了 5 个可反映企业盈利能力、成长能力和运营能力的财务指标，将出口占比主营收入达 50% 以上的 56 家企业，与 A 股企业进行系统性对比，以考察上述假设是否成立。

数据显示，出口企业确实存在效益偏低、增长偏慢、波动偏大的事实，“主动性产业收缩”可能是未来分析出口增速需要考虑的问题。

投资：增速有所下滑，自有资金所占比例提升

投资上，我们判断 2011 年全年投资增 21.5%，一至四季度分别增 22.4、18.7、22.8、22.6%，增长速度相对于 2010 年有所下滑，但增速水平仍然不低。

贷款虽是投资重要的资金来源，但是二者比例波动非常大。月度累计贷款/累计投资低可至 10% 以下，高可达 270%。由此不可将固定资产投资的规模，全然视为由银行信贷规模决定。就企业而言，固定资产投资的资金来源主要有三种：营业收入中包含的利润、通过营业收入回收的固定资产折旧、银行贷款。不管是地产、工业行业利润，2010 年均取得收获颇丰，未来一年，此两类投资由于自有资金储备均较之前有了很大的提升，因而有可能形成全年贷款/投资偏低的局面。财政资金虽机制不同，但是情况类似：由于收入的大幅增长，2011 年财政资金组织不仅包括当年收入、当年赤字，还有 2010 年超收部分的结转。

从货币的角度，以上现象是说 2011 年的投资资金，可能将更大地依赖于存量资金（存款）的盘活与重新组织。

由于财政政策仍定调为积极，由此财政投资的规模可能仍将维持稳定，但结构上将着力于解决当前突出问题的短板，而当前的突出问题不外乎房价与食品通胀，因此，为解决房地产矛盾问题的投资，为加强农产品供给短板的投资，为达致节能减排、布局新兴产业的投资将是政策的重点。

消费：维持平稳特征，中低端耐用品受益基建完工

消费上，我们判断 2011 年全年消费增 15.7%，一至四季度分别增 16.0、15.6、15.2、15.8%，增长速度相对于 2010 年下滑，但考虑其危机时分所受冲击不大，且在 2010 年保持较高增长，增速实际上是不低的。在全年其他各项指标增速下降的情况下，消费的增长依然处于相对稳定的水平。

我们依然认为与基础设施形成互补的中低端耐用消费品存在结构性的相对较快增长机会。由于过去两年大量基建陆续完工，而基础设施与消费形成密切的互补关系（如道路、电力设施、电视信号、自来水管路与汽车、家电消费存在明显的正相关关系），基建对消费的促进作用是可以想见的。从历史数据看，基建改善主要催化耐用品消费，且非常可能是中低端耐用消费品的消费，因高端耐用消费品的目标销售区域不存在基建配套需要改善的问题。

2011 年经济的基本判断：滞胀开局几为定数

我们判断，2011 年经济将以“滞胀”开局，这不是一种主观猜想，而是近乎严格成立的基本数学运算。

中国宏观数据未公布经季调的水平数值，而是突出“同比”特征，同比增速相当于过去 1 年环比增速的累乘，具体地，某指标的 2011 年 1 月同比增速 = $(1 + \text{该指标 2010 年 2 月环比增速}) * (1 + \text{该指标 3 月环比增速}) * \dots * (1 + \text{该指标 2011 年 1 月环比增速}) - 1$ 。不难理解，站在现在的时点，上述公式构成的 12 个数值中，2010 年 2-11 月环比增速的十个数值已知，未知的仅为 2010 年 12 月-2011 年 1 月两个数值，一般可取这两个月份过去 5 年环比增速的均值作为模拟值代入。由于已知部分甚多，少许未知部分可合理模拟，因此，每年经济开局预测的偏差不可能太大。

表1：2011年各季度经济数据预测

时间	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4E	10 年 E	11Q1E	11Q2E	11Q3E	11Q4E	11 年 E
GDP (%)	11.9	10.3	9.6	9.2	9.8	8.4	8.4	8.9	9.0	8.7
工业增加值 (%)	15.5	16.0	13.5	12.1	14.1	9.7	10.6	11.9	11.8	11.0
出口 (%)	28.7	40.9	32.3	18.3	29.4	14.8	10.8	14.2	17.2	14.3
进口 (%)	64.8	43.6	27.1	16.6	34.9	8.7	10.7	17.3	17.3	13.7
投资 (%)	26.4	25.2	23.1	23.4	24.2	22.4	18.7	22.8	22.6	21.5
消费 (%)	18.1	18.5	18.4	17.9	18.2	16.0	15.6	15.2	15.8	15.7
CPI (%) (+)	2.2	2.9	3.5	4.6	3.4	5.0	4.9	4.8	3.8	4.6
PPI (%) (+)	5.2	6.8	4.5	5.2	5.4	4.5	4.7	6.3	4.5	5.0
M1 (%)	29.9	24.6	20.9	21.8	21.8	16.8	16.6	18.7	15.8	15.8
M2 (%)	22.5	18.5	19.0	19.3	19.3	16.5	17.1	16.7	16.7	16.7
M2 增量 (亿元) (-)	43722	23974	22550	26818	117065	34193	31487	23833	31631	121144
新增贷款 (亿元) (-)	26008	20168	16735	13877	76788	22540	17479	14504	12027	66550
其他 M2 源泉 (亿元)	17714	3806	5815	12941	40277	11653	14008	9329	19604	54594

资料来源：Wind，国信证券经济研究所，注：(+) 表示新增因素将大于历史平均的情况，数据面临调升压力；(-) 表示新增因素低于历史，面临调减压力

我们推算，GDP、工业增加值、进口、出口、投资、消费、发电量 2011 年 1 季度的增速分别为 8.4、9.7、8.7、14.8、22.4、16.0、5.8%，悉数低于 2010 年全年的增速，也低于已经放缓了的 2010 年 3、4 季度增速。而通货膨胀最关键的指标 CPI 在 2011 年 1 季度均值高达 5%，不仅高于 2010 年全年，也将高于已经提高了的 2010 年 3、4 季度涨幅。

明年实体经济同比变慢是 2010 年 4 月份地产调控以来，经济环比增速历经波折的集中体现。2010 年经济的环比增速在 1-3 月份持续维持高位，4-8 月份出现一波环比下滑，随后又开始回升，由此造成了 2010 年 1 季度的高基数，同时 2-4 季度的累积增速并不是特别大。而 2011 年 1 季度经济的环比在地产调控压力释放、通胀迫使政策进一步收缩的背景下，也不可能太快，由此彼时经济同比增速的放缓几为必然。

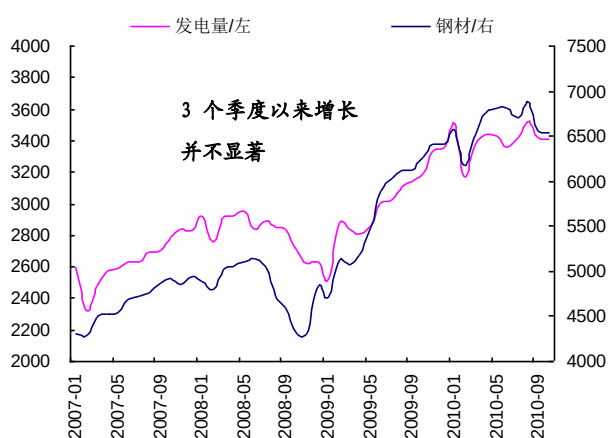
通胀的提高一方面在于 2010 年全年通胀环比累积涨幅很高，另一方面是因为

存量货币的活跃度提升、通胀预期居高不下，2011 年 1 季度本身的新增长因素又很可能再次超越预期。

上述情况表明，开局经济的滞胀特征将不仅确定地体现在同比上，环比出现滞胀也是大概率事件。

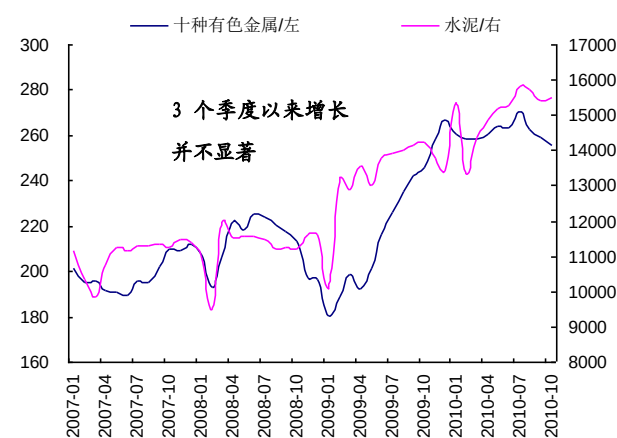
2011 年 2 季度之后的经济必然又受政策方向、信心预期改变等的持续影响，未知因素的比例大幅提高，按照以前的经验教训，紧密的数据跟踪比任何预先判断都更为重要！由此，我们提示投资者对于该阶段之后的数据预测不要过于重视——无论是谁做的。对于全年乃至更长时间的经济问题，我们应该把精力与思考重点放在对各种方向性趋势的把握上。

图1：全国发电量（亿千瓦时），钢材产量（万吨），季调



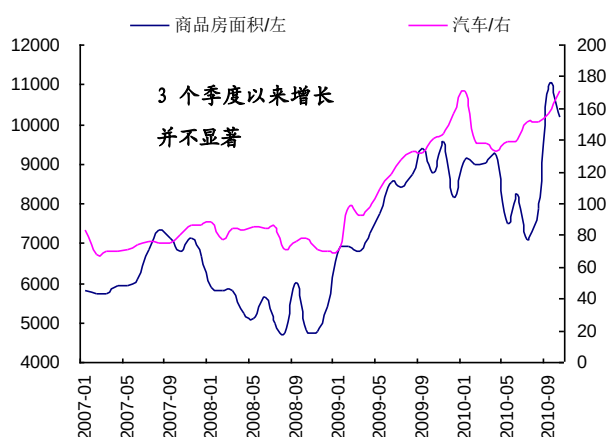
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图2：十种有色金属产量，水泥产量（万吨），季调



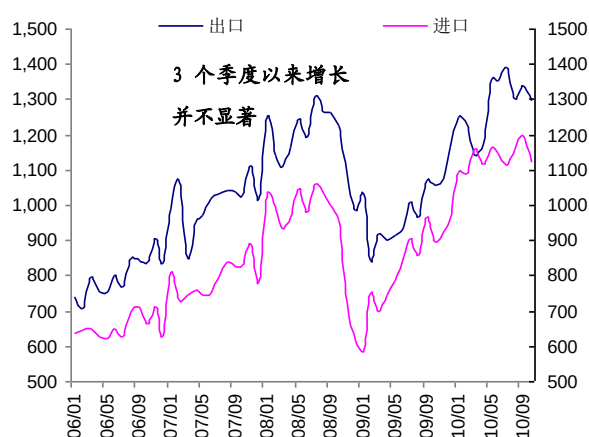
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图3：商品房销售（万平方米），汽车销量（万），季调



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图4：当月进出口额（亿美元），季调



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

方向性趋势一：存量资金活化引发新增信贷大调整

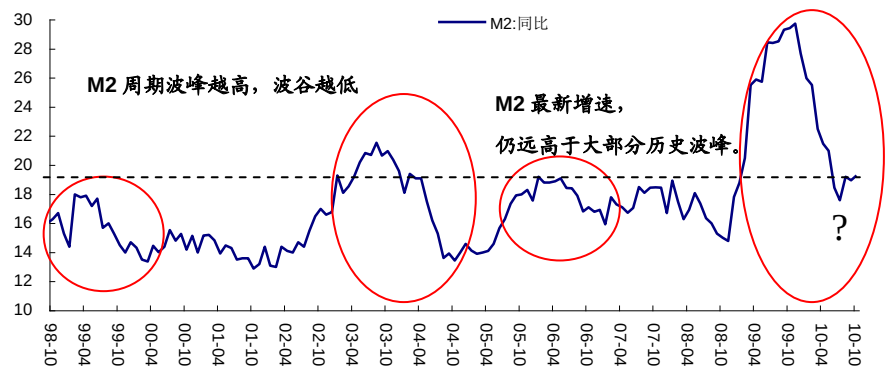
第一个方向性趋势是存量资金活化将引发新增信贷大调整。

由于基建工程交付与进度款支付，货币资金已由行为受限、呆滞的平台公司转至大量的商业化企业手中，资金拉动的不再是钢筋混凝土等产能过剩的行业，而是按照利润最大化的原则，偏好于投资供应面最紧，最易在资金进入后涨价，形成库存投资收益的产品和行业。因此，2011 年的通胀将是最大不确定因素所在，我们担心，即使是市场预期的上限，对于 2011 年通胀的估计也是不足的；而即使是认可明年政策为反通胀的人，对于紧缩政策的力度也将估计不足，特别地，信贷紧缩规模将超出大多数人的想象。

纵观 08 年底以来异动的各项宏观数据，出口、发电量、工业增加值等 2009 年大幅下滑的指标已然通过 2010 年对应月份的大规模复苏而回归正常，而消费本身具有稳定的性质，未见大起大落。目前看起来，宏观异动指标的修复已经轮到了货币信贷领域，需要深切思考的一个问题是，2009 年以来超大规模的信贷量，是否在 2011 年面临一次大规模的常态化复归。

图5：历年来M2增速波动周期

单位：%

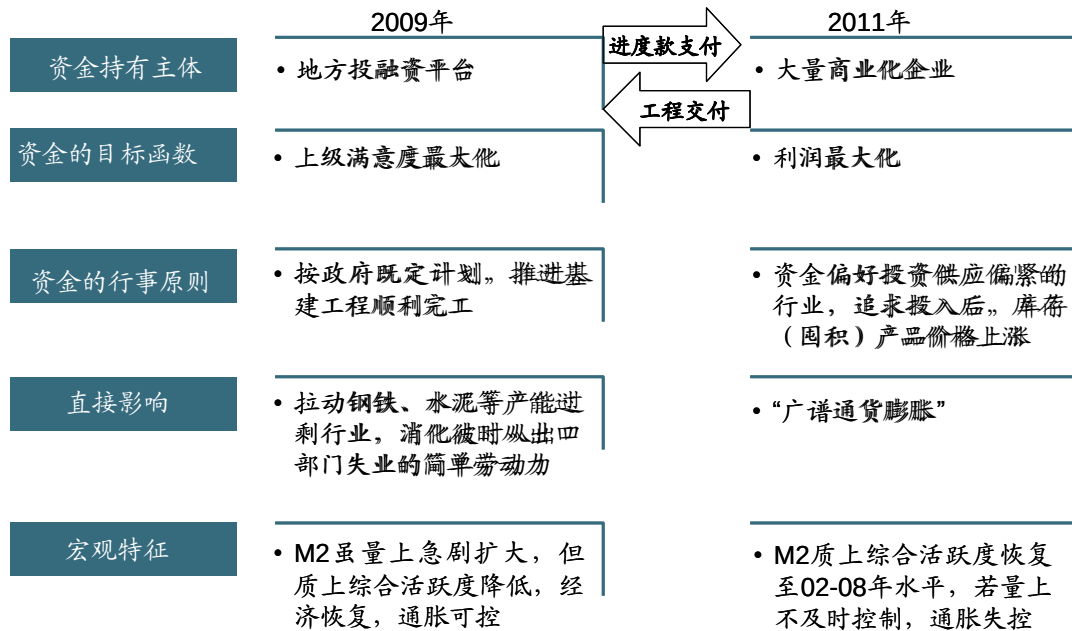


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

M2 资金持有主体改变是存量资金活化的主要原因

08 年底国家拟定了 4 万亿投资计划，09 年中国新增贷款规模由此前的 4 万多亿激增至 9.6 万亿，发生了严重的异动，广义货币供应 M2 的新增量也随之发生变化，从现在的情况回头看，贷款异动主要是发生了一个确凿的事实，银行利用经年累月积累的金融体系内流动性过剩（2008 年底中国贷存比仅 65.1%），开始向地方投融资平台类的企业放贷。

图6: M2资金持有主体变化的情况示意图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

平台企业发生的微观事实为资产负债表随之快速扩张，其负债方多了一大笔贷款（应付账款类负债），而资产方多了一笔可动用的货币资金（银行存款类资产），而且被赋予一个目标：按照国家危机时分的刺激经济的总体规划，进行基础设施等方面的投资。

这个时候，新增 M2 持有主体的目标函数不是一般的利润最大化，而是完成一种既定的计划，顺利完成项目建设。在货币上，则表现为 M2 资金持有者的行为模式发生的变化，他们不倾向于选择供应面偏紧的行业或者产品进行投资，不注重资金投入后购得资产或者产品的经济效益，或者说不注重会否“库存会否涨价”、“资产会否重估”。

当前的重要问题是，随着基建工程的推进，地方投融资平台的资产负债表在逐渐开始发生变化：负债仍为贷款不变，但是资产方，发生了两大不同资产类别的转换：平台的可动用资金随着进度款的支付而减少，而实物类资产——在建工程的价值余额在逐渐累积，并在完工后结转为固定资产。近期，很多工程已然陆续完工，这一动作意味的 M2 存量资金的所有权、支配权从地方投融资平台转移至为其工程建设提供产品或者劳务的各类分包企业及其上游供应商。

存量资金活化导致通货膨胀为 2011 年最大变数

以上 M2 资金持有主体的变化有着深远的影响。M2 在平台公司手中时，该资金有固定的投资任务，并非以逐利为目标，资金投资项目所带动的产业为钢筋混凝土以及一些简单的劳动力。而这些要素在 2009 年 1 季度之际，均存在较严重过剩的状况（劳动力彼时遇到出口危机和返乡潮）。因而拉动的主要是量，而非价。现在这些平台已将钱花出换回实物，对 M2 失去了所有和支配权力。反之是一些商业化程度较高的企业拥有了这些权力，这些公司的目标函数就是利润最大化，资金的

行事原则是选择投资一些供应面偏紧的行业，所以很容易引发一波又一波的产品价格上涨，所谓“广谱的通货膨胀”。

可将经典的费雪方程式 $M \cdot V = P \cdot Q$ （其中，M 表示货币供应，V 货币流通速度，P 价格，Q 经济中产品和服务的总量）细化为，

$M \cdot V = P_1 \cdot Q_1 + P_2 \cdot Q_2 + \dots + P_i \cdot Q_i + P_{i+1} \cdot Q_{i+1} + \dots + P_n \cdot Q_n$ （其中 P_i 代表第 i 中产品的价格， Q_i 代表第 i 中产品的产量），令其中

—— $Q_1, Q_2, \dots, Q_i$ 为产能过剩的行业。比如基建、钢筋、混凝土产业链。

—— $Q_{i+1}, Q_{i+2}, \dots, Q_n$ 为供应偏紧、容易涨价行业的产品。例如减产的农产品，进口依存度高、库存低、国内供应偏紧的资源、资产或最终商品。

不难看出，M2 存量资金持有主体在 2009 年相对偏好于进入 $Q_1, Q_2, \dots, Q_i$ 行业，以提高过剩行业产能利用率为主；而 2011 年，资金的偏好已经变为 $Q_{i+1}, Q_{i+2}, \dots, Q_n$ 行业，广谱通货膨胀风险加大。

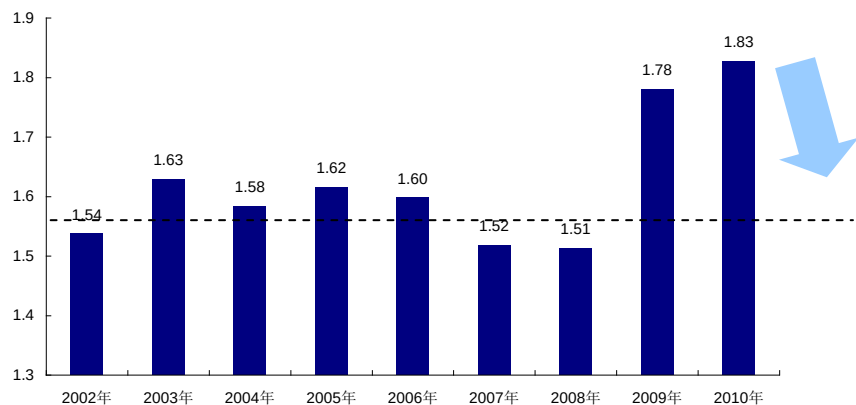
从资金性质上，平台的存款属于信贷资金或者说贷款的派生存款，多项法律法规对其用途进行了制约，而资金以工程进度款的形式流入商业化企业后则变为各类企业的自有资金，法律上使用范围的约束大大减低，这样的资金进入股市甚至期货市场也是合法的，更遑论在实体经济中，资金所有者按照自身预期大量购买一些供应偏紧，容易涨价获利的产品。

从规模上，这笔异动资金大体在 5 万亿左右，这不仅体现在 09 年 9.6 万亿与往年 3.1-4.9 万亿规模的差异，而且事后为银监会等部门清查时所验证。

通胀超预期迫使信贷紧缩超预期

随着 M2 资金持有主体的结构向 02-08 年复归，M2 的交易活跃度恢复到该期间的正常水平，则 09-10 年“M2/名义 GDP”的指标面临由 1.8 水平向约 1.55 水平的复归，很明显，该分子式的复归要么是分母名义 GDP 快速变大，要么是分子 M2 相对变小。由于“实际 GDP”增长有其固有约束，名义 GDP 快速变大背后就是通货膨胀，而使 M2 相对变小的措施则为信贷紧缩。我们相信，该复归将既包含分母变大、也包含分子变小，背后的经济学含义即为：通货膨胀迫使信贷紧缩。这可能是 2011 年最重要的经济情景之一。

图7：M2/名义GDP面临从高异常值复归



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

不同信贷规模下的流动性敏感分析

我们认为，这个问题将逐渐的被发现，通胀、特别是“信贷试探性紧缩”后通胀依然高企将是这一问题被发现的基本推动力，在这样的一种演化特征下，有必要对不同信贷规模所形成的流动性给出情景分析。以 2010 年 1.83 的 M2/名义 GDP 为界：

新增信贷在 5-6 万亿的区间时，大量情景下 M2/名义 GDP 均低于 2010 年的 1.83，证明流动性泛滥逐步得到治理。

新增信贷在 6-7 万亿的区间时，不同的情景 M2/名义 GDP 距离 2010 年的 1.83 不远，这样可能表示 2011 年流动性的状况与 2010 年相差不大。

新增信贷在 7-8 万亿的区间时，不少情景下的 M2/名义 GDP 高于 2010 年的 1.83，这可能说明流动性在进一步泛滥。

表2：不同新增贷款规模下的流动性情景分析

其他 M2 增量 (亿元)		54594	54594	54594	54594	54594	54594	54594
M2 增量 (亿元)		104594	109594	114594	119594	124594	129594	134594
M2 余额 (亿元)		827752	832752	837752	842752	847752	852752	857752
新增信贷 (亿元)		50000	55000	60000	65000	70000	75000	80000
名义 GDP 增速	流动性情景	大量情景下 M2/名义 GDP 均低于 2010 年的 1.83， 流动性泛滥逐步得到治理			流动性依然充足		流动性进一步泛滥	
16%		1.80	1.81	1.82	1.84	1.85	1.86	1.87
17%	通胀问题拖后	1.79	1.80	1.81	1.82	1.83	1.84	1.85
18%	通过当年通胀 解决部分流动	1.77	1.78	1.79	1.80	1.82	1.83	1.84
19%	性出路	1.76	1.77	1.78	1.79	1.80	1.81	1.82
20%	当年出现较严	1.74	1.75	1.76	1.77	1.78	1.80	1.81
21%	重的通胀	1.73	1.74	1.75	1.76	1.77	1.78	1.79

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

方向性趋势二：最大要素市场劳动力的价格传导链条被打通

第二个方向性趋势是劳动力价格上涨，虽然本质上亦为货币超发、资金活化的表现，但今年来这一问题引起了众多有识之士的高度重视，也从我们多次微观调研中得到证实，因此有必要做单独的分析。

劳动力市场规模高达 15.7 万亿，在总价格体系中权重最大

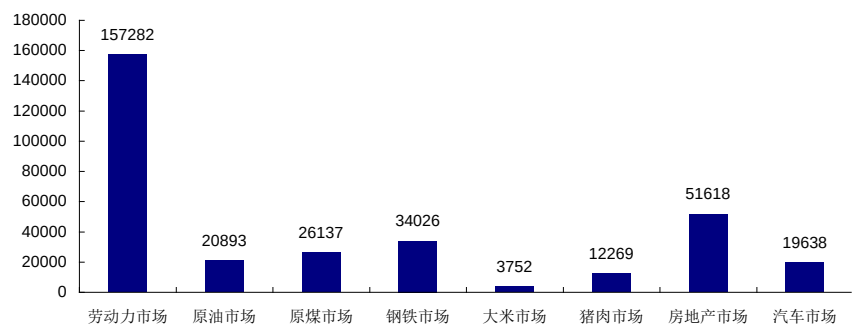
大家隐隐中都感觉到此项变化的事关重大，但是究竟其中机理是什么，至今未见很好的解释，在此，我们建议将劳动力与原油、原煤、钢铁、大米、猪肉、房地产、汽车等按照各自的市场规模进行比较，以深刻体会劳动力价格变化所具有的巨大影响。

按照 GDP 收入法中的劳动者报酬估算,当前劳动力要素市场的规模约为 15.7 万亿(占当年 GDP 的 39.7%),折合人均 11804 元/年,或 7.8 亿就业人员人均 20128 元/年。而原油、原煤、钢铁、大米、猪肉、房地产、汽车市场的规模分别约 2.1、2.6、3.4、0.37、1.2、5.1、2.0 万亿。劳动力市场规模分别是上述市场的 7.53、6.02、4.62、41.9、12.8、3.1、8.0 倍,这种市场权重的比较提示,劳动力价格水平上涨 1%,对于总体价格水平的压力相当于原油、原煤、钢铁、大米、猪肉、房地产、汽车市场价格上涨 7.53%、6.02%、4.62%、41.9%、12.8%、3.1%、8.0%。

以上数据,既可帮助理解为何此前中国“通胀螺旋”常被巨大的劳动力市场所吸收,又明确地说明,劳动力价格传导链条一旦被打通,全社会普通劳动力价格普遍出现 20%的提升,对于总体价格水平来说是非同小可的变化。

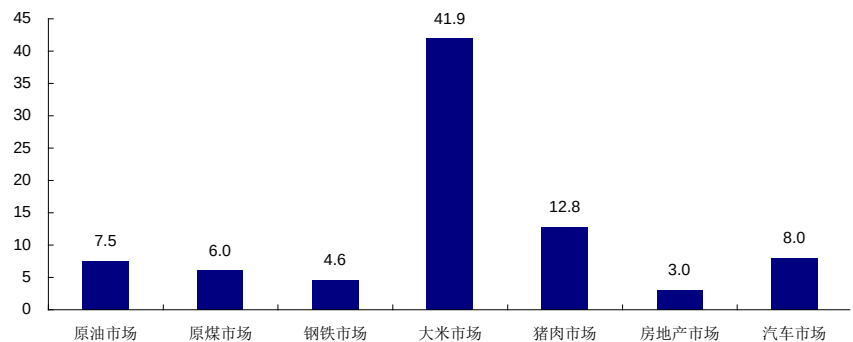
图8: 劳动力市场与其他市场的规模比较

单位: 亿元



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图9: 劳动力市场规模相当于其他市场的倍数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

中国劳工工资内生地要求通货膨胀指数化

在经济历史上, 1970 年代意大利在石油价格冲击发生以后, 面对不断走高的通胀, 政府采取了工资挂钩通货膨胀率的指数化措施, 这种做法导致了工资与物价的“螺旋式上涨”, 从而引发了更高的通胀。

目前需要注意的一个问题是, 由于中国普通劳动者收入与基本生存标准之间的差距并不是太大, 因而中国的工资可能已然内生地要求与通货膨胀率挂钩。

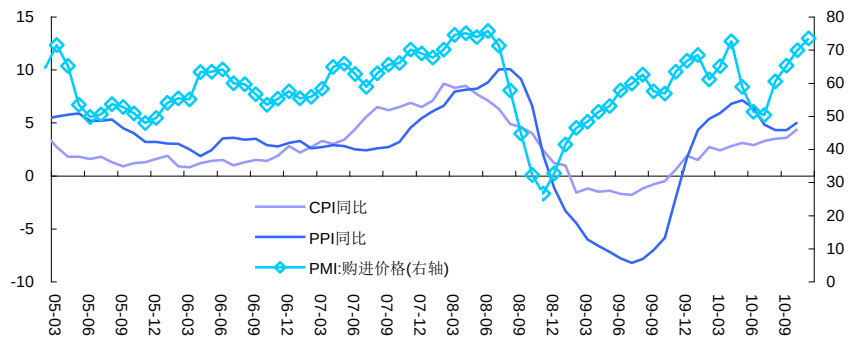
方向性趋势三：通胀预期居高不下

景气调查数据显示通胀预期居高不下

通胀预期长期以来也是通胀事实的良好先行指标，这表示通胀预期存在较强的自我实现机制。

数据上，通胀预期指标——PMI 购进价格指数通常可提前对未来价格走势做出较准确的预测。而该指数今年 7 月-11 月出现连续的大幅抬升，目前已经达到 73.5，接近历史高位。

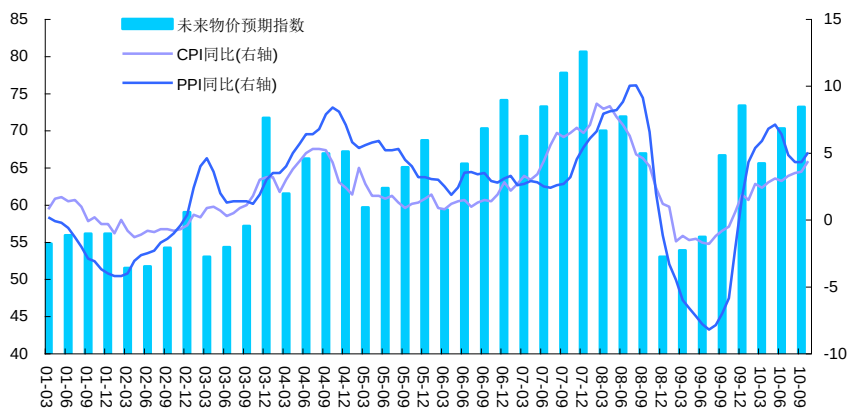
图10: PMI购进价格指数显示通胀预期高企



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

央行每季进行的全国储户问卷调研中，“未来物价预期指数”也不断抬升，该指数有类似 PMI 购进价格指数的功能。

图11: “未来物价预期指数”显示通胀预期高企



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

特殊经济现象蕴含高通胀预期

除了景气调查数据之外，“易腐商品”参与通货膨胀等经济现象也指示着通胀预期的强烈。

“易腐商品”指在短期内将变质从而迅速丧失其价值的商品，例如飞机的座位，随着飞机起飞，其价值迅速归零。在 CPI 的构成门类中，蔬菜和水果中

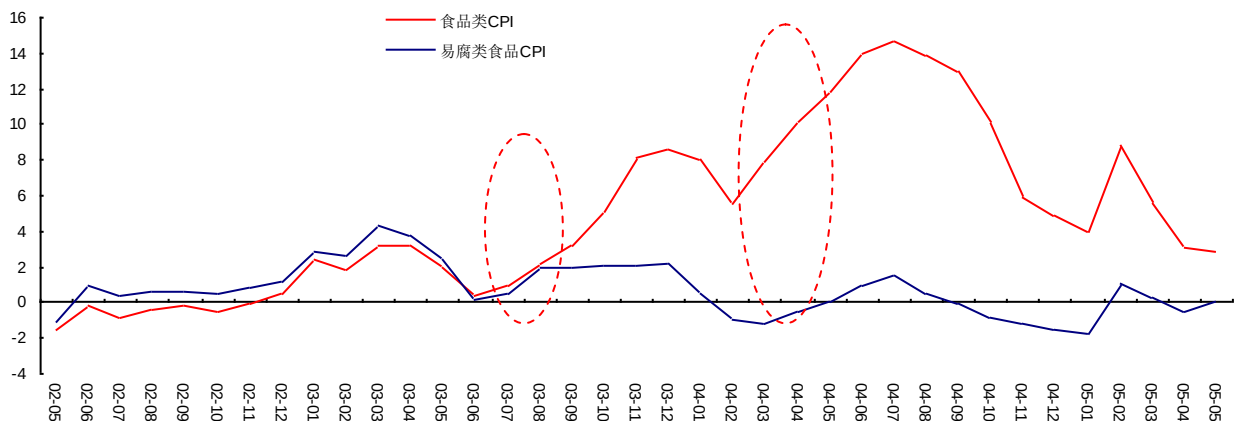
大多数的有价值储藏时间短则一两天、长则数周，也为易腐商品。

由于难以低成本长期囤积居奇，以基本经济常识推测，1、若市场对短期通胀分歧很大，但对中长期通胀预期一致时，均衡的结果是推升黄金等“易储商品”价格；2、而易腐商品作为一个大类参与了通胀，当且仅当市场较一致地预期通胀短期内将加速拉升。显然第二种市场预期的条件要比第二种严格得多，这造成易腐商品在历次通胀的大多数时间中均不会轻易启动，而一旦第二种严格条件也得到满足，“易腐商品”涨价启动，则通胀形势的发展需要我们更为重视，因为短期加速拉升的预期已然形成。

实证上，我们以蔬菜水果类食品统称易腐食品，构造一个易腐类食品 CPI 指数，将其和总的食品类 CPI 指数对照，观察其在各轮通胀中的表现。可以看出，在 04 年、07 年通胀的加速拉升期，均源于易腐类食品参与了通胀进程，而一旦有了易腐类食品的参与，整个食品类 CPI 就开始突飞猛进，成为市场和政府关注的焦点。有鉴于此，我们认为，在这一轮的 CPI 上涨中，易腐食品参与与价格上涨是 CPI 将要加速的重要信号。

图12: 易腐商品参与04年通胀的情况

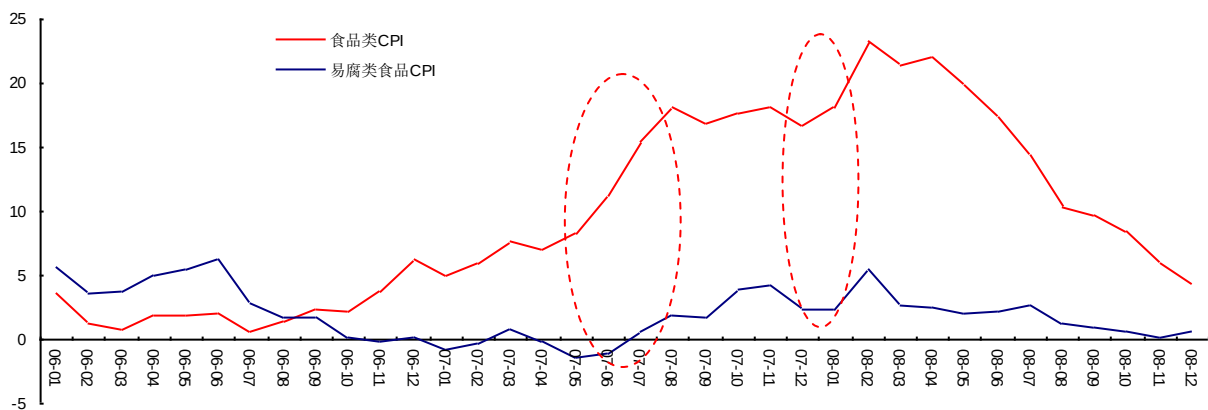
单位: %



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图13: 易腐商品参与07年通胀的情况

单位: %



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

政策实质上转向控制通货膨胀

“新经济三角”推动政策实质转向反通胀

在如此大的通胀压力下，2011 年的政策实质上将转向反通胀为主。大的方面，政策方向的判断主要在于分清是“保增长”还是“反通胀”。经济增速下降并非政策保增长的硬约束，就业形势、企业经营的持续性不出问题才是保增长的硬约束，对于 2011 年经济更加全面的理解是：1、经济增速下降；2、通胀水平提升；3、就业、企业效益良好，如果考虑这种“新经济三角”，2011 年数据格局类似“滞胀”，却是一种潜在增速下降确认过程中的“假滞胀”。

中国劳动力供给增速的降低、大权重行业产能投资的饱和是经济增速下降后就业、企业效益保持良好的主要原因：1、劳动力供给增速下降，意味着可能不需要以前那么高的经济增速就能缓解就业压力；2、大权重行业产能投资的饱和，则使得未来这些行业的 GDP 创造将主要依托于**存量企业**的工资、利润、税收和折旧，保持企业效益对于经济增速的要求不高，而此前，在**存量企业**这四大因素参与增长之外，企业还进行大量**新的产能投资**，因而，需要较高的经济增长速度，才能有效地保持良好的企业效益。

客观看待政策的“一年计划”与“计划一年”

各国政府的“逆风行事”原则是一个严格却不复杂的逻辑，宏观调控从“经济事实”到“政策措施”之间的推理是简单的。为熨平经济周期，政策往往是被动的，或者说应激的，对于明年的政策，政府年初怎么想并不是太重要，关键是判断明年面临的经济事实是什么。一旦我们看清了存量 M2 的质发生了根本改变，活跃度大大提升，那么明年看到的情景将是通胀持续高企，而且，在一季度贷款的新增量试探性收缩的情况下（例如降至 2 万亿全季），通胀压力仍将持续不退，那么二季度开始，信贷紧缩就将持续的超预期。最终，决策层和各经济主体均将接受信贷必须进一步控制的事实。

为此要严格地区分“政策的说法”与“政策的实质”，同时也要客观地看待年度初期政策计划的影响，客观地理解政策“一年计划”与“计划一年”的基本道理。一些计划的影响常常仅限于公布初期对预期的冲击，随后被修改。

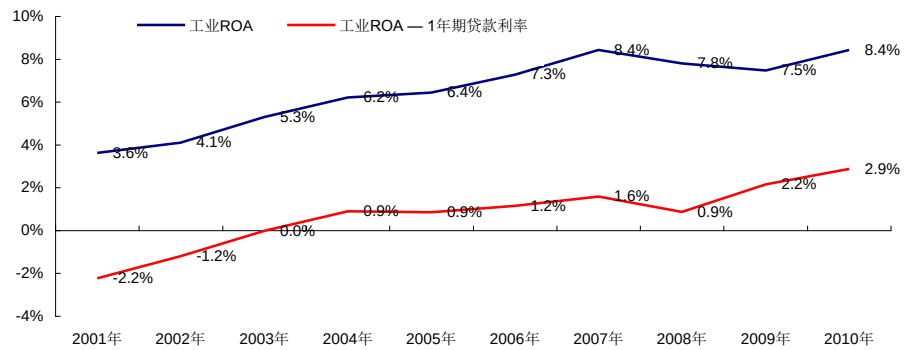
表3：历年来工业ROA与1年期贷款利率的比较

单位：亿元

时间	规上工业利润	规上工业总资产	工业 ROA	工业 ROA —当年 1 年期贷款利率
2001	4733	135402	3.62%	-2.23%
2002	5784	146218	4.11%	-1.20%
2003	8337	168808	5.29%	-0.02%
2004	11929	215358	6.21%	0.90%
2005	14803	244784	6.43%	0.85%
2006	19504	291215	7.28%	1.16%
2007	27155	353037	8.43%	1.59%
2008	30562	431306	7.79%	0.86%
2009	34542	493693	7.47%	2.16%
2010 年前三季（年化）	43860	561519	8.43%	2.87%

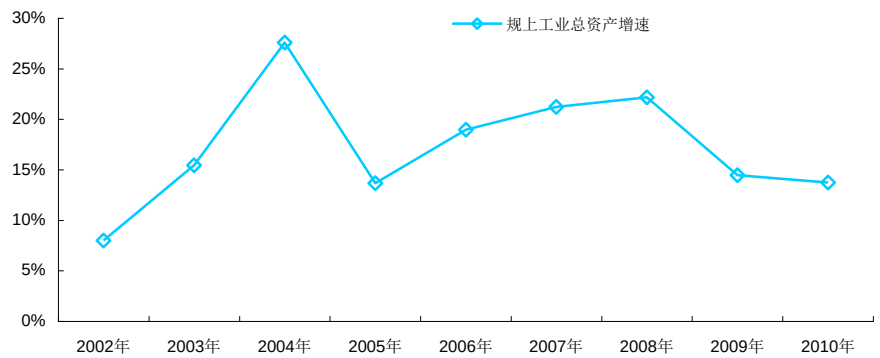
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图14: 工业ROA处于历史高位



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

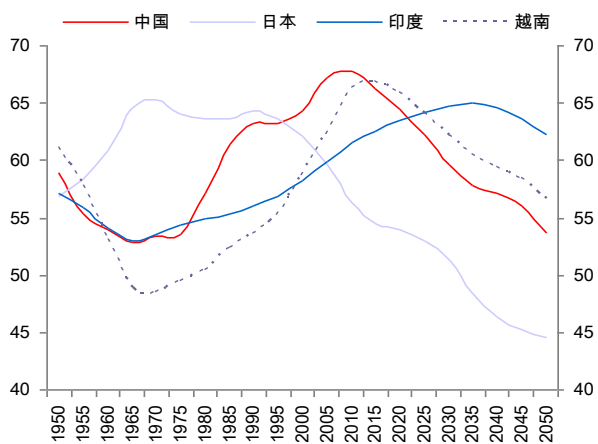
图15: 工业资本的扩张步伐减慢



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

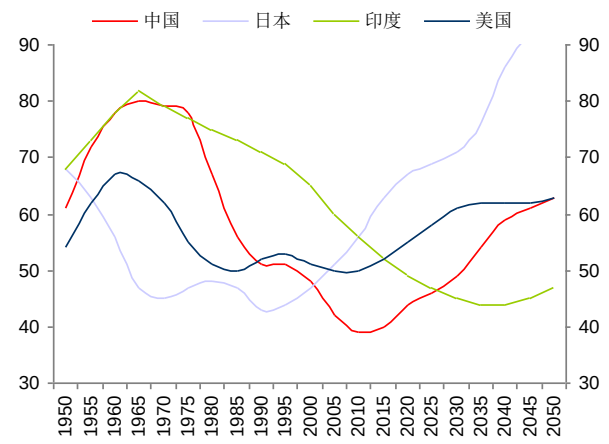
图16: 各国15-59岁人口占比

单位: %



资料来源: 联合国, 国信证券经济研究所

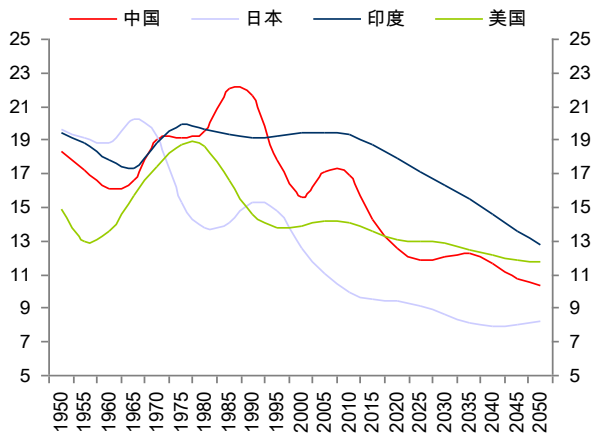
图17: 各国抚养比 (0-14岁+65岁以上)/15-64岁单位: %



资料来源: 联合国, 国信证券经济研究所

图18: 各国15-24岁人口占比

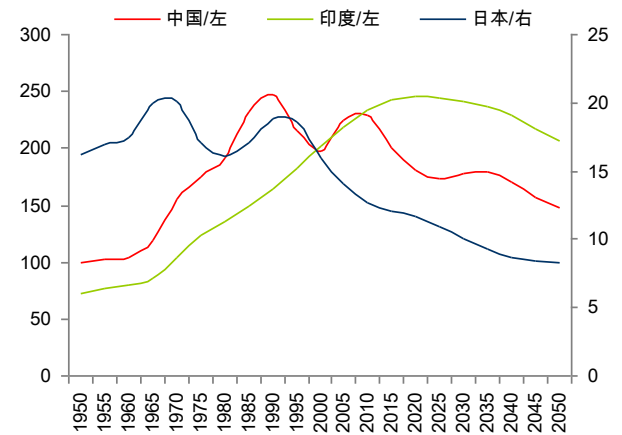
单位: %



资料来源: 联合国, 国信证券经济研究所

图19: 中国、印度、日本15-24岁人口数

单位: 百万



资料来源: 联合国, 国信证券经济研究所

经济信心将经历“先降后升”的V型波动

对于经济 and 政策的上述判断并不是全然引出悲观的结论。对于信贷额度、货币增量收缩的幅度超预期, 这将对经济信心形成一次较大的冲击。然而, 一如我们所分析的, 货币信贷量上的收缩 (M2 增速出现较大幅度减缓), 根源在存量货币资金活跃度的提升 (货币流通速度 V 的提升), 因此, 在货币信贷量的收缩之后, 人们将发现实际上货币支持实体经济的“总能量” ($M \cdot V$) 是足够的, 彼时, 新的、朝着好的方向的超预期因素将被发现, 经济信心将重拾。

时间上, 我们判断, 1 季度随着通胀水平的逐渐抬高, 货币信贷超预期收缩的局面将被逐渐发现; 2 季度将是政策痛下决心的时刻, 而 3 季度左右, 人们又将慢慢发现货币信贷的总能量 ($M \cdot V$) 是足够的, 收缩货币信贷之后, 各种产品过快上涨的势头止住, 且并未出现经济信心受冲击时想到的“广谱价格暴跌”、“去库存经济行为”以及“库存跌价准备的财务风险”, 同时悬疑已久的信贷泡沫问题被看到在逐渐得到解决。人们开始觉得这样模式下的中国经济比较健康、比较可持续, 相关经济信心将开始恢复。

由此, 在通胀信贷周期的引领下, 2011 年经济信心将经历一次较大的 V 型波动。

2011 年将开始对潜在经济增速下降进行确认

1、经济增速下降; 2、通胀水平提升; 3、就业、企业效益良好的“经济三角”: 提示着另一个重大问题是, 2011 年中国将开始对潜在经济增速水平的下降进行确认。

一般的, 分析一国潜在经济增速水平, 需要从资本、劳动力、技术三大生产要素增长的角度分析总产品和服务增长的潜在速度。即通过柯布-道格拉斯生产函数 $Y_t = A K_t^\alpha L_t^\beta$ (其中 $\alpha + \beta = 1$), 通过资本存量 K 、劳动力 L 、技术 A 的

增速来分析总产出 Y 潜在的增速。

其等价变换 1 为 $\ln(Y_t) = \ln(A) + \alpha \ln(K_t) + \beta \ln(L_t)$, $\alpha + \beta = 1$ 。

等价变换 2 为 $\ln(Y_t/L_t) = \ln(A) + \alpha \ln(K_t/L_t)$

利用等价变换 2, 通过历史数据, 可以回归出模型的相关参数 α 和 A , 劳动力存量数据中国有具体的统计, 资本存量通过每年固定资本形成总额, 按照 10-20 年线性折旧法计算得出。此项方法的难点在于, 不同的折旧方法下, 回归参数截然不同, 另外, 未来 A 的估算用的是过去历史的拟合值, 这类似假设未来技术进步等形成的全要素生产率 (TFP) 为过去历史平均, 这无疑存在较大的逻辑漏洞。

相关研究文献在这方面的研究结论是, 资本积累对于经济增长的贡献最大, 为 3.2-5.1 个百分点, 劳动力的贡献最小, 为 0.7-2.8 个百分点, 而中国的全要素生产率在 3.5-3.8 个百分点。换言之, 中国的潜在增速在 7.4%-11.7% 之间, 这并不令人满意, 因为在总需求的政策管理上, 如果潜在增速是 7.4%, 则 8% 以上就为过热, 而 11.7%, 则不仅要继续坚持保八, 还要保九、保十、保十一。

由此, 对于中国潜在增速的理解, 纠结于以往的生产函数法已无意义, 通过观察一定经济增速下, 价格、就业、企业形势的变化才是更加切实的方法。

毫无疑问, 经济增速下降; 通胀水平提升; 就业、企业效益良好就是对潜在经济增长速度下降的一种有力确认。

对三大需求基本形势的判断

出口：“主动性产业收缩”导致增速下降

我们判断 2011 年全年出口增 14.3%, 一至四季度分别增 14.8%、10.8%、14.2%、17.2%, 增长速度相对于 2010 年出现较大幅度的下滑, 但从金额上基本为月月创出历史同期的新高水平, 因此不可将其视为一个大冲击。

我们的出口预测一直有两套方法互相印证, 其中一个出口自身数据变化的时间序列方法, 另一个是中国出口前 16 大目的地国家的 GDP 加权平均增长率法。2010 年, 两个方法的结论高度一致, 均指示同比增长 22% 以上。而今年二者出现了较大的差异。时间序列方法显示的结果是 14.3%, 而目的国 GDP 加权平均增长率法显示是 21%。

最终我们采纳的是时间序列法的较低结果, 是因为我们看到, 微观上, 出口企业利润率低于内销企业, 未来的问题不是在国外是否卖得出去、国外需求是否足 (目的国 GDP 加权平均增长率是否足够大), 而是国内企业渐渐不再对做出口感兴趣, 最后是中国出口的供给减少, 出口产业规模收缩导致整个出口下去 (这个过程会伴随越南印度等地对中国出口的替代)。

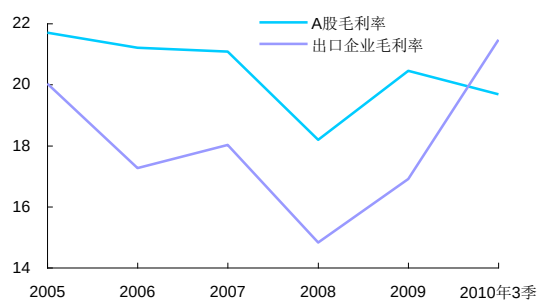
我们选取了 5 个可反映企业盈利能力、成长能力和运营能力的财务指标, 将出口占比主营收入达 50% 以上的 56 家企业, 与 A 股企业进行系统性对比, 以考察上述假设是否成立。

数据显示，出口企业确实存在效益偏低、增长偏慢、波动偏大的事实，“主动性产业收缩”可能是未来分析出口增速需要考虑的问题。

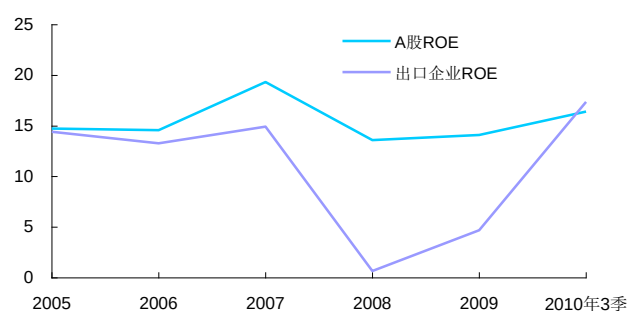
表4: 上市出口企业与全部A股效益的比较
单位: %

时间	2005	2006	2007	2008	2009	2010年3季	均值
A股毛利率	21.21	21.09	18.19	20.45	19.69	20.39	20.17
出口企业毛利率	17.27	18.02	14.83	16.92	21.47	18.09	17.77
A股ROE	14.59	19.33	13.60	14.11	12.30	19.70 (年化)	15.61
出口企业ROE	13.27	14.92	0.66	4.68	13.02	23.14 (年化)	11.61
A股营收同比	26.74	25.98	16.24	2.62	37.45	21.56	21.77
出口企业营收同比	17.53	25.22	3.25	-11.71	40.94	15.63	15.14
A股固定资产同比	15.22	11.50	17.42	19.56	23.79	17.34	17.47
出口企业固定资产同比	8.33	13.41	24.28	7.17	18.28	14.87	14.39
A股总资产周转率	0.21	0.23	0.23	0.20	0.16	0.20 (年化)	0.20
剔除金融、保险后的A股总资产周转率	0.96	0.96	0.92	0.79	0.64	0.86 (年化)	0.85
出口企业总资产周转率	0.92	0.90	0.76	0.61	0.53	0.77 (年化)	0.75
中国出口增速	28.42	27.16	25.71	21.90	-16.70	24.27 (全年预计)	18.46

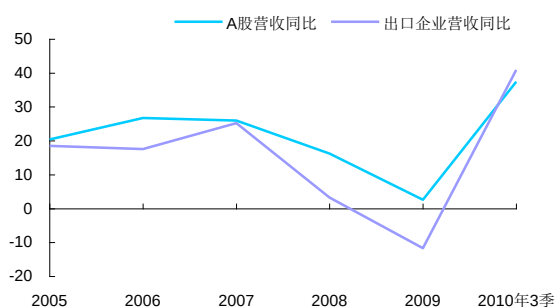
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图20: 出口企业与全部A股企业毛利率对比 单位: %


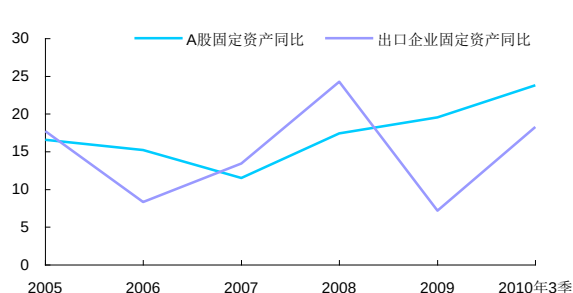
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

图21: 出口企业与全部A股企业ROE对比 单位: %


数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

图22: 出口企业与全部A股营收同比对比 单位: %


数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

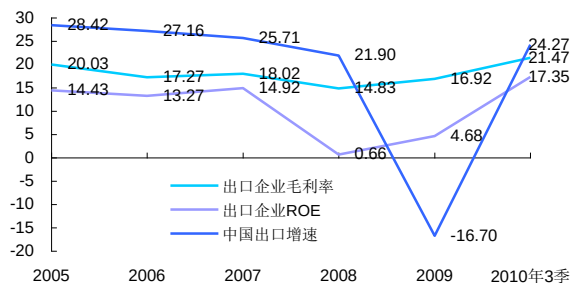
图23: 出口企业与全部A股企业固定资产同比对比 单位: %


数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

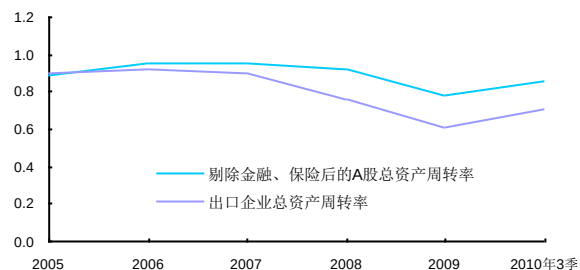
全球视野 本土智慧

图24: 中国总出口增速与微观企业表现的对比 单位: %



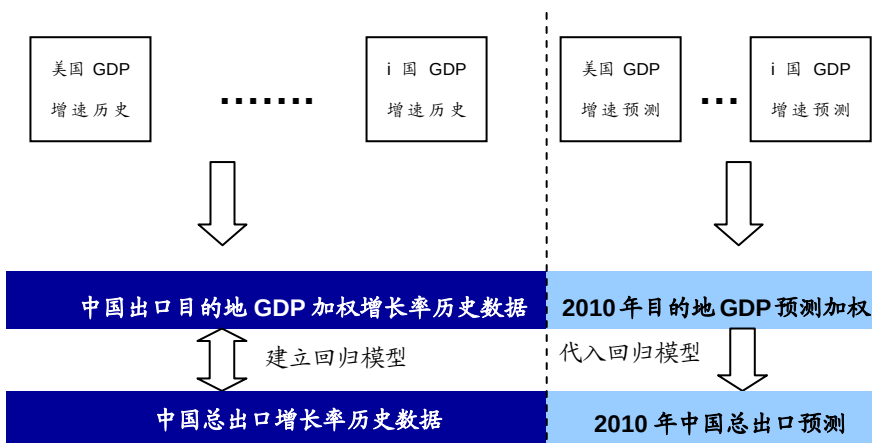
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

图25: 出口企业与全部A股企业总资产周转率对比 单位: %



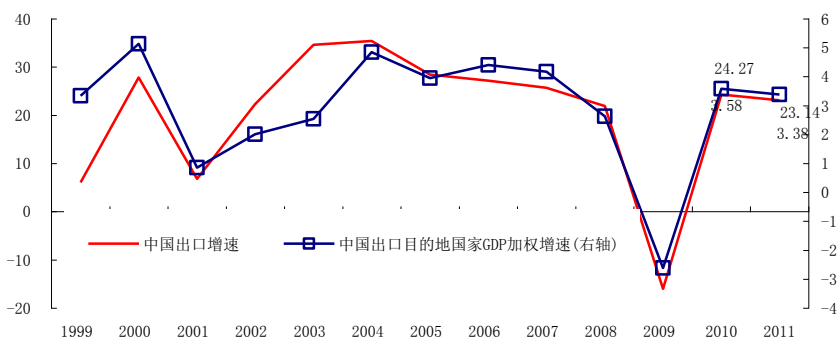
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

图26: 出口目的地GDP加权增长率法示意图



资料来源: 国信证券经济研究所

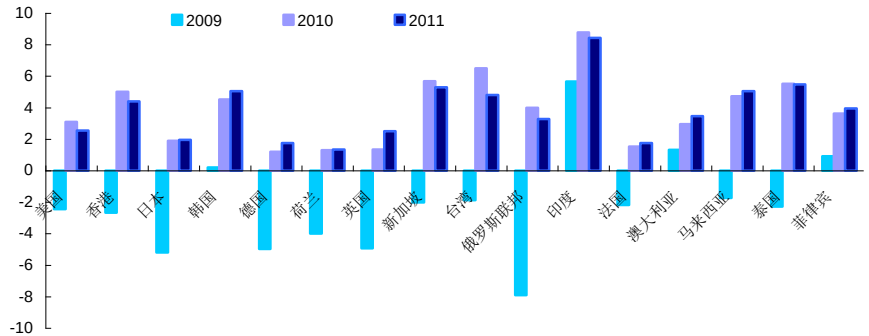
图27: 出口目的地国家GDP加权增速与中国出口增速 单位: %



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图28: 2011年中国主要贸易出口国GDP增速

单位: %



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

投资: 增速有所下滑, 自有资金所占比例提升

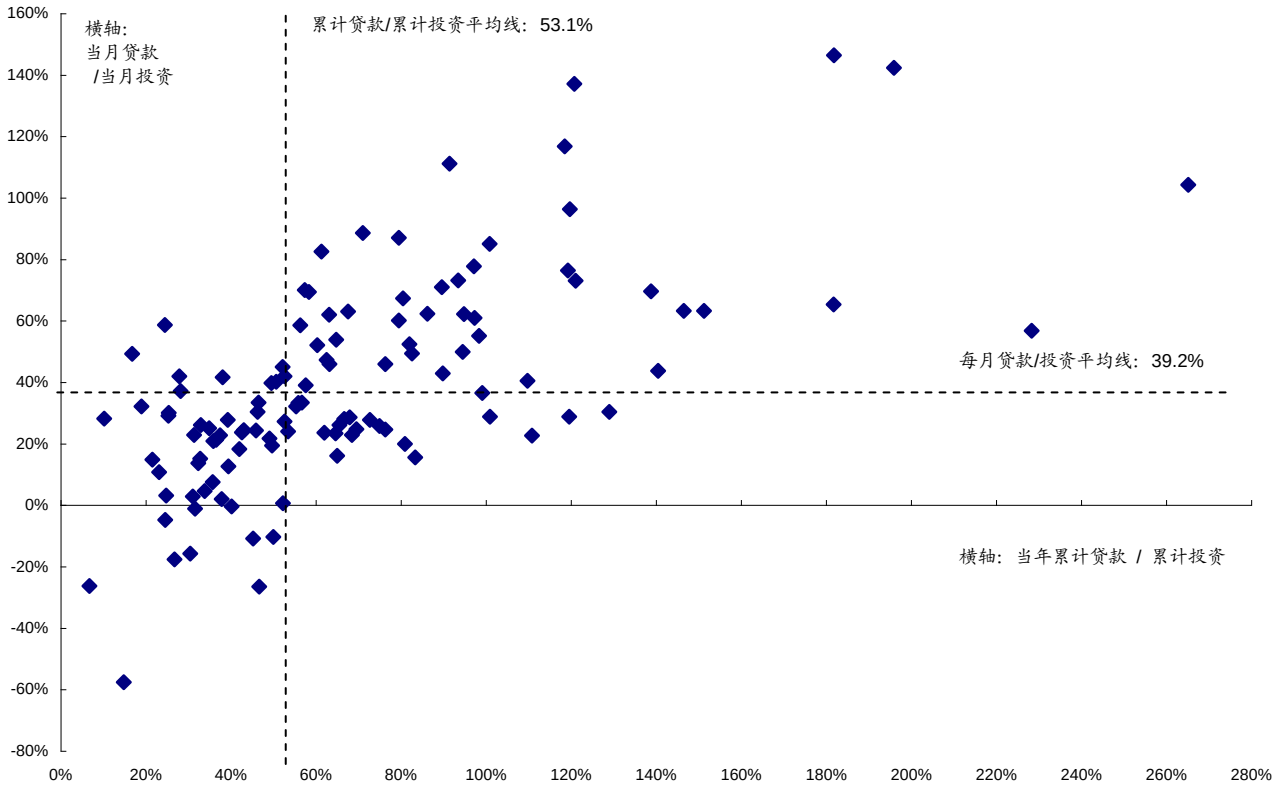
投资上, 我们判断 2011 年全年投资增 21.5%, 一至四季度分别增 22.4、18.7、22.8、22.6%, 增长速度相对于 2010 年有所下滑, 但增速水平仍然不低。

贷款虽是投资重要的资金来源, 但是二者比例波动非常大。月度累计贷款/累计投资低可至 10% 以下, 高可达 270%。由此不可将固定资产投资的规模, 全然视为由银行信贷规模决定。就企业而言, 固定资产投资的资金来源主要有三种: 营业收入中包含的利润、通过营业收入回收的固定资产折旧、银行贷款。不管是地产、工业行业利润, 2010 年均取得收获颇丰, 未来一年, 此两类投资由于自有资金储备均较之前有了很大的提升, 因而有可能形成全年贷款/投资偏低的局面。财政资金虽机制不同, 但是情况类似: 由于收入的大幅增长, 2011 年财政资金组织不仅包括当年收入、当年赤字, 还有 2010 年超收部分的结转。

从货币的角度, 以上现象是说 2011 年的投资资金, 可能将更大地依赖于存量资金 (存款) 的盘活与重新组织。

由于财政政策仍定调为积极, 由此财政投资的规模可能仍将维持稳定, 但结构上将着力于解决当前突出问题的短板, 而当前的突出问题不外乎房价与食品通胀。因此, 为解决房地产矛盾问题的投资, 为加强农产品供给短板的投资, 为达致节能减排、布局新兴产业的投资将是政策的重点。如果开工建设 1000 万保障性住房, 每套 12 万的话, 约需要 1.2 万亿的投资, 为保农业生产的水利投资增加数千亿, 节能减排、技术改造投资原为 4 万亿投资计划的组成部分, 预计其将继续保持增长。

图29：贷款虽是投资重要的资金来源，但是二者比例波动非常大



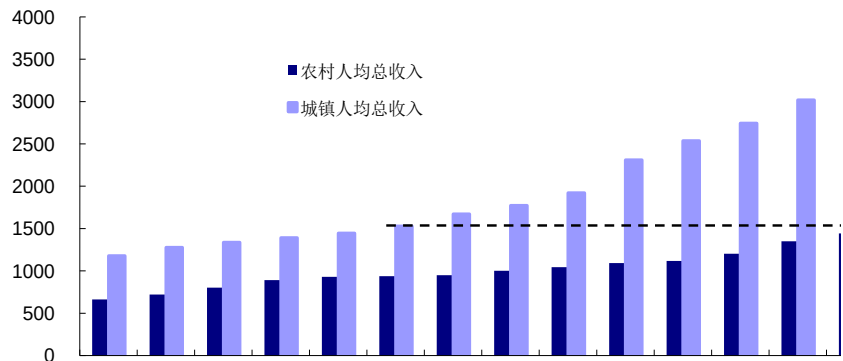
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

消费：维持平稳特征，中低端耐用品受益基建完工

消费上，我们判断2011年全年消费增15.7%，一至四季度分别增16.0、15.6、15.2、15.8%，增长速度相对于2010年下滑，但考虑其危机时分所受冲击不大，且在2010年保持较高增长，增速实际上是不低的。在全年其他各项指标增速下降的情况下，消费的增长依然处于相对稳定的水平。

我们依然认为与基础设施形成互补的中低端耐用消费品存在结构性的相对较快增长机会。由于过去两年大量基建陆续完工，而基础设施与消费形成密切的互补关系（如道路、电力设施、电视信号、自来水管与汽车、家电消费存在明显的正相关关系），基建对消费的促进作用是可以想见的。从历史数据看，基建改善主要催化耐用品消费，且非常可能是中低端耐用品的消费，因高端耐用消费品的目标销售区域不存在基建配套需要改善的问题。

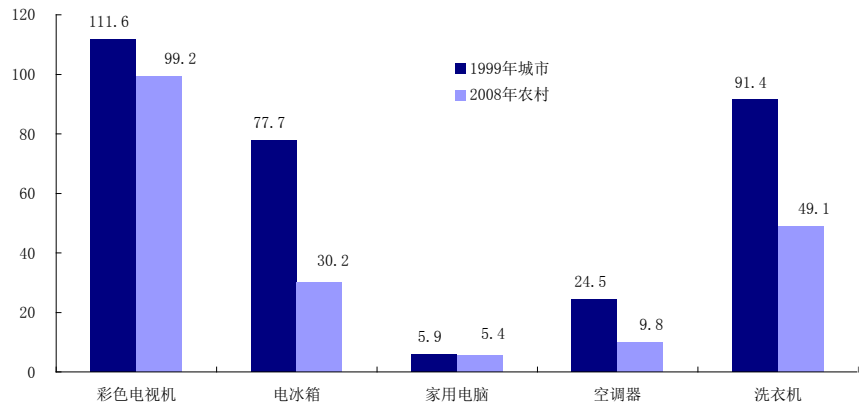
图30：99年城镇、08年农村人均总收入具可比性（1985年可比价格） 单位：元/人



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图31：2008年农村每百户家庭耐用品拥有量远低于1999年城镇

单位：台/百户



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

2011 年月度宏观数据预测

以出口为例，预测的基本思路是：

下月出口增速同比=下月出口金额预测值/上年同期出口金额值-1

下月出口金额预测值=本月出口金额*（1+下月历史平均环比增长）

下月历史平均环比增长=过去 5 年同月平均环比增长率

模型的关键在于计算下一个月份的历史平均环比增长，除非特别说明，否则模型的历史平均环比增长全部为过去 5 年于相同月份的环比增长均值，之后，以“本月水平值”乘以“1+过去 5 年月度同期平均环比增长率”得出该指标下一个月的水平预测值。由于未来 12 个月的 5 年历史环比增长均为已知数，故此，可以以此展开未来 1 年月度宏观经济指标的预测。

方法特色：采取“本月水平值”乘以“1+过去 5 年月度同期平均环比增长率”作为一个指标下月的水平预测值，可能是一种非常有效的预测方法。将本月的水平值纳入下个月预测的考虑范围，这等于在预测中纳入了当前基本经济环境好坏的因素，经济环境好，本月水平值理当较历史同期水平值好，反之亦然；而将过去 5 年月度同期平均环比增长率纳入下个月预测的考虑范围，则是处理数据季节性因素影响的最佳方式，如某指标过去历史上 3 月份都比 2 月份有较大的环比增长，理应相信，明年 3 月份亦应比 2 月份有较大的环比增长。

这种预测方法相当于是对过去历史规律和当前经济环境的量化综合，模型的稳定性有赖于两个问题：

首先，过去 5 年同月环比的方差要足够小，这当然并不能够处处保证，但是问题是方差如果很大，表明季节性规律变幻莫测，由此无论使用何种计量工具均无法做出准确的总结，或者说，对其变幻莫测的深刻认识才是数据分析的最重要成果。

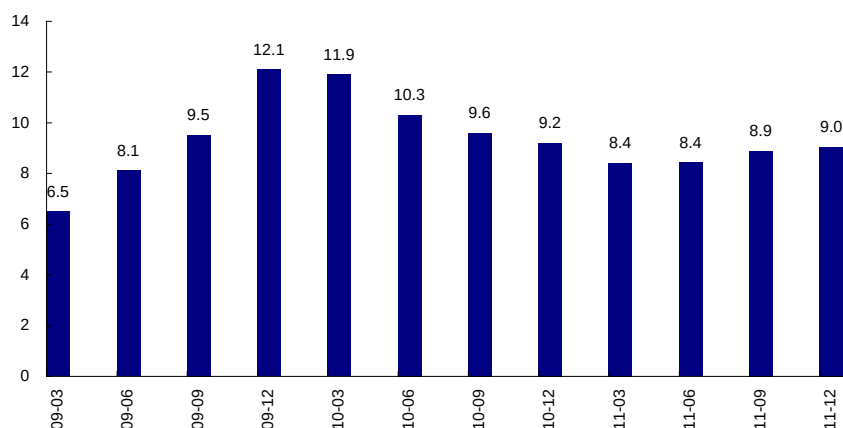
其次，当前经济环境要足够稳定，即我们的预测体系对于宏观经济大拐点的当月预测是无能为力，但是一旦出现拐点信号，利用我们的模型，又可对新的趋势进行非常好的捕捉。

基于上述情况下，附加一些经济结构变化所产生的定性影响本身可能就是宏观研究中最重要，也是最有价值的一环。

由此，前述 M2 持有主体的结构变化，2011 年存量资金将出现越来越活跃的局面，使得我们认为，CPI、PPI 在统一预测结果的基础上，面临较大的上调压力；相应的新增贷款、M2 的预测面临较大的下调压力。

图32：2011年GDP同比增长8.7%

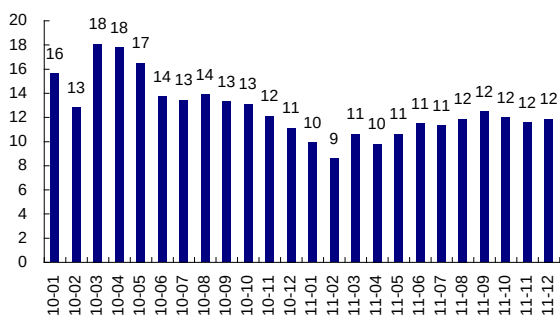
单位：%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

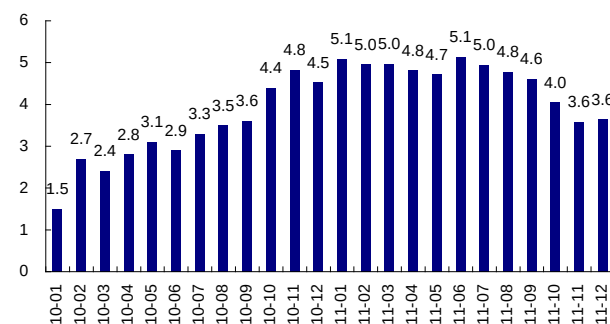
图33：工业增长值增长11%

单位：%



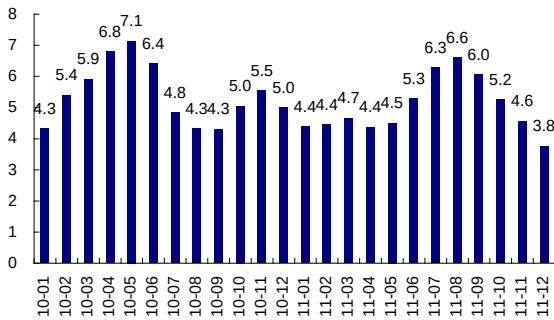
数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图34：CPI一季度破5%，且面临进一步调升压力 单位：%



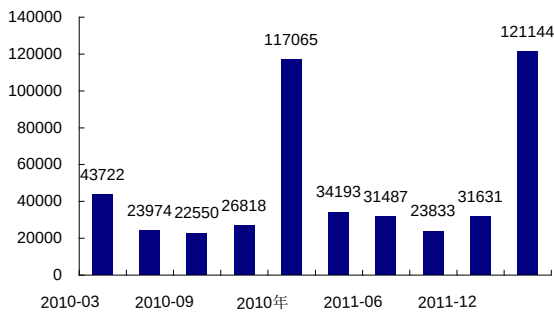
数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图35: PPI全年增5%, 同样存在调升压力 单位: %



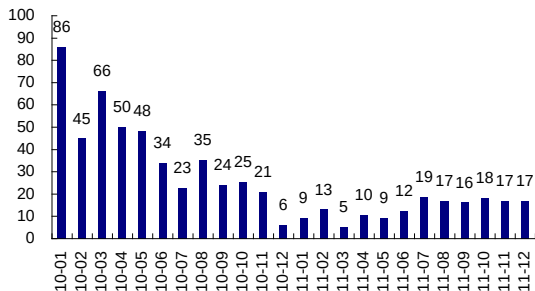
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图37: M2增量可能面临下调压力 单位: 亿元



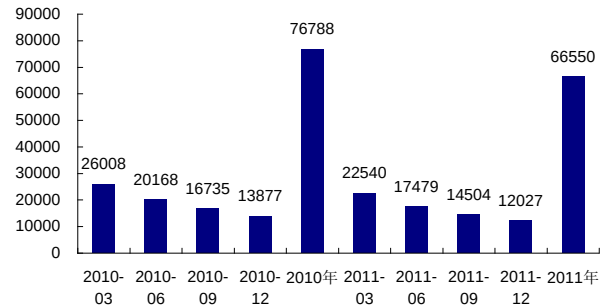
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图39: 进口全年增13.7%, 前低后高 单位: %



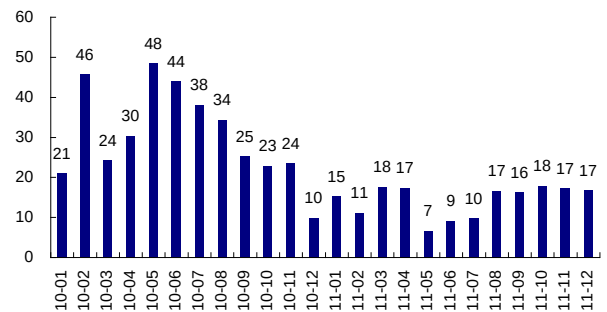
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图36: 新增贷款紧缩力度将超预期 单位: 亿元



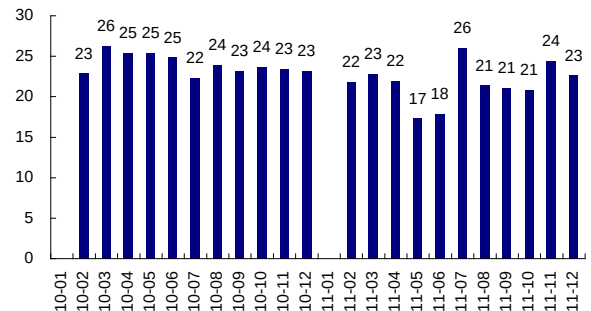
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图38: 出口全年增14.3%, 前低后高 单位: %



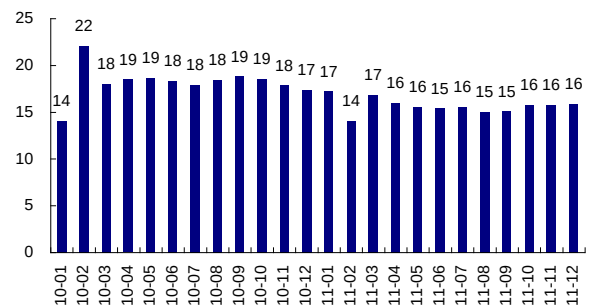
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图40: 投资全年增21.5%, 增速水平仍然较高 单位: %



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图41: 消费全年增15.7%, 稳定特征依旧 单位: %



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755- 82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755- 82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲	0755-82130646
谈焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010- 66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755- 82150533		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	