



嬗变有道，梦想成真

——3月宏观经济月报

宏观经济

内容摘要

- 2011 年中国经济进入中周期复苏加速期，是新经济周期的前端，又是旧的政治周期的末端。在近二十个月的时间，高速增长低通胀的“黄金十年梦”可望实现。
- 2011 年中国经济嬗变为主，冲击在前。三月后，冲击式弱，嬗变渐强，紧缩触底，政策走势柳暗花明。上半年确定的宏观背景是：通胀可控、增长确定、流动性强于预期。
- **通胀可控：**1) 因最高决策层加强社会管理，稳定压倒一切将通胀由经济问题演化为政治问题的风险消化为无形。2) 同时，基于利益结构调整的制度手段取代总量性的货币紧缩能够真正地控制通胀，2011 年通胀高峰已过。
- **增长确定：**1) 中国经济正处于被动型库存重建的小周天，上中下游已经打通，主动型的库存重建正在孕育。2) 紧缩的滞后效应在上半年并没有无显性化，在紧缩不良后果的端倪出来之前，紧缩政策触底。3) 未来 3 到 6 个月是房地产商的紧张时刻，或是房地产市场的冬天，但却是保障性住房建设的春天和夏天，2012 年之前不是房地产风险暴露的时刻，也不是地方财政暴露的时刻。4) 政府两会后鼓励民间投资可对冲紧缩可能引致的风险。
- **流动性强于预期：**1) 央行信贷紧缩现在已经处于临界点，最晚在二季度会放松，而且提前的可能性会加快。2) M2 增速被低估。重估的 M2 增速在 18.54%，依然处于高位。3) 中国的稳定是国外避险资金最大的指路灯，热钱是资本市场最重要的活力之一。
- **系统性风险不存在：**1) 滞胀局面不可能出现，通胀是真正可控的。2) 民生投资是可期待的。保障性住房必将完成，而且会超额完成。保障性住房是投名状，是军令状，也是委任状。3) 在稳定压倒一切背景下，以利益让渡为主要内容的变革将会加快，中国经济从小周天到大周天的过渡的障碍正在移除。4) 中国是安全的，资金不会外流。
- 因此，二季度是难得的做多良机。

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

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-85130608

执业证书编号：S1440210050001

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：2011 年 2 月 28 日

相关研究报告

2011.02.28 《新起点：嬗变与冲击》

2011.02.28 《化蝶：突破库存周期》

2011.02.23 《流动性半月谈》

2011.02.22 《云卷云舒系列》

2011.02.17 《双周价格观察》

2011.02.01 《舆情与制度变革双周报》

目 录

引言：从小周天到大周天	1
一、梦想：黄金十年梦	2
1.1 经济与政治周期交叠	2
1.2 高增长与低通胀的“黄金十年”梦想	2
1.3 梦想遭遇现实：黄粱一梦？	3
二、梦想的市场基础：从小周天到大周天	4
2.1 梦想的现实基础：任督二脉打通，小周天已通	4
2.1.1 现实基础之一：上中下游已经打通	4
2.1.2 现实基础之二：被动补库存已到尾声	5
2.1.3 现实基础之三：产出缺口为正	6
2.1.4 现实基础之四：美国周期向上，外需在增长	6
2.2 从小周天到大周天：反危机的逆向思维	10
2.2.1 经济对外依存度降低，内需增强	11
2.2.2 社会融资能力不断增强，融资结构不断优化	12
2.2.3 技术漫化速度加快	13
三、梦想的政策基础---承诺的可能性	14
3.1 商品房管制的风险短期不会暴露	14
3.1.1 政府对房地产财政的依赖性具有弹性	14
3.1.2 保障房对商品房构成对冲而不是冲击	15
3.1.3 房地产调控风险的弱化和各主体间的差异性	17
3.2 遏制通胀的后果尚未显性化	18
3.2.1 通胀是个货币问题	19
3.2.2 应对通胀的政策负面效应并未显性化	19
3.2.3 过渡紧缩已经引发政府的担心	21
3.3 政策触底，柳暗花明	24
3.3.1 紧缩触底	24
3.3.2 柳暗花明	24
3.4 制度变革加快民间投资步伐	25
3.4.1 非公有制企业是创造就业的绝对主力	25
3.4.2 民间投资实际增速已呈下降态势	26
四、梦醒时分：公共风险不会爆发	27
4.1 新兴市场资金“逆回流”	27
4.2 稳定压倒一切：社会管理缓解系统性风险	27
4.2.1 社会管理的强化改变了通胀的性质	27
4.2.2 社会管理将不确定的利益让渡确定化	27



4.2.3 社会管理化解了公共风险	28
4.3 资金外流时机未到	29
4.3.1 外汇占款持续增加	29
4.3.2 人民币升值预期仍然强烈	29
五、结论：上半年通胀可控、增长确定、流动性充裕强于预期	30
5.1 通胀是可控的：通胀中枢上移，短期或有波动，但总体可控	30
5.2 增长是确定的：二季度环比到顶，三季度同比最高	31
5.3 流动性充裕强于预期	31

图 表 目 录

图 1：新经济周期与旧政治周期交叠的二十个月	2
图 2：2002-2012 将可能成为中国 100 多年来真的黄金十年（1900-2012）	3
图 3：企业主营利润率恢复到危机前，上中下游利润率差值平稳，表明上中下游已经打通	4
图 4：从被动型库存重建到主动型重建的三个阶段	5
图 5：季调后的工业产出缺口为正	6
图 6：美国 GDP 增速（%）	7
图 7：GDP 分项贡献率	7
图 8：ISM 制造业 PMI	7
图 9：美国产能利用率（%）	7
图 10：美国订单增长情况	8
图 11：美国库存量增长	8
图 12：美国 ERIC 领先指标明显上升	8
图 13：LEI 消费者信心指数	8
图 14：美国商品房销售及存货	8
图 15：新屋供给与价格	8
图 16：美国商品房销售及存货	9
图 17：美国新屋供给与价格	9
图 18：美国的失业率（%）	9
图 19：美国失业人数（万人）	9
图 20：中国对美国的进出口增速（%）	10
图 21：中国对美贸易顺差（万人）	10
图 22：对外依存度降低，贸易结构不断升级	11
图 23：净出口贡献率减弱	11
图 24：反危机期间社会消费率终结了多年以来持续下滑的势头	11
图 25：社会融资结构不断优化	12
图 26：A 股市盈率和中小板市盈率比较	12
图 27：非公有制企业投资规模增长可观	13
图 28：研发费用占 GDP 比重	13
图 29：研发人员全时当量及增长率	14



图 30: 新增房地产投资/新增固定资产投资	16
图 31: 房地产开发投资完成额: 2007-2010 (亿元)	18
图 32: 商品房新开工面积 (万平方米)	18
图 33: 商品房销售额: 2007-2010 (亿元)	18
图 34: 土地购置费: 2007-2010 (亿元)	18
图 35: 货币供给对价格影响的时滞	19
图 36: 提高存款准备金并未引致银行资金实质紧张	20
图 37: 企业资金较为紧张	21
图 38: 非公有制企业是创造就业的绝对主力	26
图 39: 民间投资占比回到危机前, 但实际增速已呈下降态势	26
图 40: 中国 1980 年代末的社会动荡直接引发了巨大的社会风险, 改革与开放退步	28
图 41: 顺差、FDI 和热钱估算	29
图 42: NDF 走势表明人民币升值预期强烈	29
图 43: CPI 一季度是高点	30
图 44: 2011 年二季度增长环比将到达阶段性高峰, 同比至三季度达到高峰	31
图 45: M2 同比及同比估算值和 M2 同比估算-贷款同比	31
表 1: 预算内房地产税收 (亿元)	14
表 2: 2009 年全国土地出让支出及其结构	15
表 3: 担保公司利率表: 抵押 (2011 年 2 月 18 日)	22
表 4: 典当行利率表: 抵押 (2011 年 2 月 18 日)	22
表 5: 小额贷款公司利率表: 抵押 (2011 年 2 月 18 日)	22
表 6: 其他民间借贷利率表: 抵押 (2011 年 2 月 18 日)	22
表 7: 典当行贷款押品折扣率和利率 (2011 年 2 月 18 日)	23
表 8: 典当行贷款押品折扣率: 黄金 (2011 年 2 月 18 日)	23

引言：从小周天到大周天

2011年的中国经济一如我们在年度报告中所言：新起点下，嬗变为主，冲击在前。在政府先遏通胀，再搞变革的政策基调下，我们始终相信通胀是可控的；在政府铁腕加强社会管理创新的底线，上半年通胀是确定不会跑偏了的，这意味着冲击式弱。

现在市场所担心的是在式弱的冲击面前，嬗变是否渐强的问题，即从忧通胀转向担心增长。中央决策层发出了防止经济大起大落的信号后，对遏制通胀的负面效应已经开始有所警觉。民间金融的活跃呈现出一种风雨来临之前的狂欢-----实体经济尚能承受紧缩的压力，但距离均衡点已经不远。

在这种背景下，中国经济从小周天到大周天的转变就存在着变数。小周天指的中国经济的任督二脉已经打通，即上中下游梗阻已经消除，资本市场近三年来的走势已经对此进行了佐证。大周天指的是主导产业的形成。从内丹术功法上讲，大周天是人任督脉和奇经八脉，即身体所有脉的同时运转。而小周天只是任、督脉的通畅，二者相差很大。小周天通，百病无，大周天通，河车运转。从经济学的基本理论上讲，小周天是一种供需平衡的过程，是去库存与补库存的问题，大周天是个产能扩张的问题。

上述的逻辑表明，我们认可中国经济已经打通了小周天的结论。从小周天到大周天需要时间，需要空间，更需要不受外部干扰的内部环境。因此，在这个修炼的关键时候，过去的经验表明以下三点是至关重要的：

- 一定要淡定，要做好持久战的思想准备；
- 要舍得当前的利益，不舍不得，小舍小得，大舍大得；
- 将外部干扰减少到最小化，否则心情不宁，意念杂乱。

上述条件非常重要，但也只是外部因素，矛盾论的基本常识表明内因为主，外因为辅。修炼能否成功，关键还要看内部的力量是否足够。主导产业的形成是一个漫长的过程，创新的动力决定了其前途是光明的，创新中的障碍决定了其过程又是曲折的。

从小周天到大周天并不是自然转化的，它需要从需求、技术、要素价格与制度激励几个方面综合考虑。这些因素很多是长期的，正如我们之前指出创新六大约束中有两项是常量一样，对于大周天的形成，我们需要有持久的耐心。现在中国是繁荣的孕育期，还不是繁荣期，现在被人为安排出来的主导产业未必就是未来的领导者。一切还要依靠市场，竞争中出来的领导者才是真正的领导者，这种竞争同样需要时间，需要舞台。

当市场在默默演化时，政府是不会袖手旁观的。当政府以实现“黄金十年梦”为政治周期末端的最终追求时，增长与通胀是手心与手背，都需要疼爱。当通胀可控时，增长便成为政府关注的问题。当长达半年的紧缩可能会使得小周天修炼成走火入魔时，政府必须提供基本的制度保证。

政府必须保证的是什么？防止公共风险漫化。政府是一个防范公共风险的组织，社会动荡是最基本的公共风险。当政府果断出手化解了动荡可能造成的预期风险时，小周天转向大周天的概率大大增强。当中国的稳定对冲甚至吸引国际资金长期驻留中华大地时，大周天的炼成就是指日可待的。

正文:

本期的报告讲一个梦，一个黄金十年的梦。当梦想照进现实时，抑或是黄粱一梦？本文的目的即在回答这个问题。

一、梦想：黄金十年梦

在新起点，理解中国的宏观经济运行，必须在一个政治周期与经济周期交叠的框架内进行，才能看清楚。自 2009 年二季度中国的朱格拉周期开始后，新经济周期进入前端，政治周期则进入末端，未来的经济形势是由二者的博弈决定的。

1.1 经济与政治周期交叠

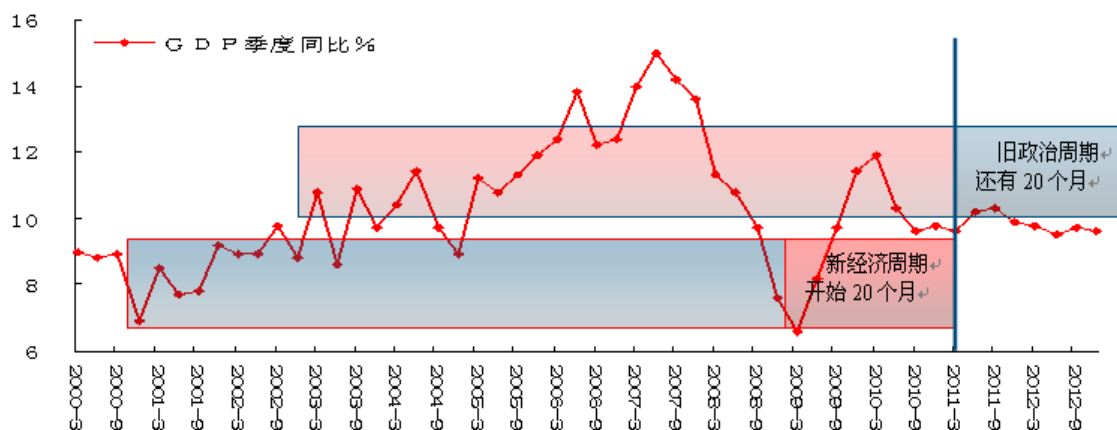
■ 新经济周期前端

中国前一个中周期自 2000 年二季度开始，至 2009 年一季度结束衰退，共计 109 个月。新的中周期从 2009 年二季度开始进入复苏期。至现在已经走过了 20 个月。这其中有 18 个月是依靠政府刺激的经济恢复，为外生性增长，之后进入内生性增长阶段。

■ 旧政治周期末端

本届政府十年的政治周期从 2002 年四季度开始，将于 2012 年四季度结束。自现在开始，至 2010 年三季度是本届政府决策真正有效的二十个月。

图 1：新经济周期与旧政治周期交叠的二十个月



资料来源：中信建投研发部

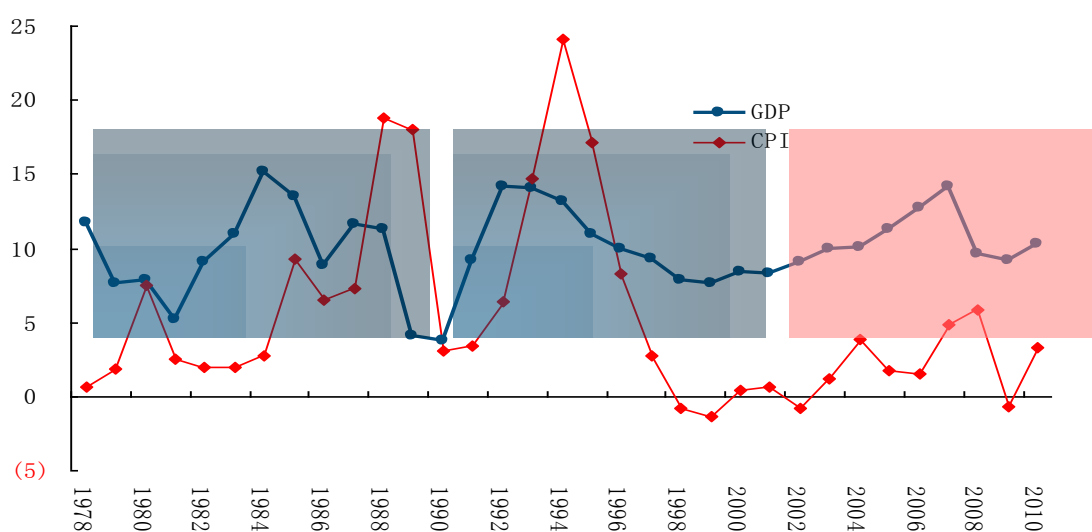
1.2 高增长与低通胀的“黄金十年”梦想

不论对政府，还是对市场来讲，未来二十个月是存在着“黄金十年梦”的。梦的实现首先取决于经济运行的规律，其次取决于政府自身的偏好与财政约束。

中国自 2002 年开始的高增长低通胀的局面，如果维系到 2012 年，那绝对是中国近百年来黄金十年。自 1900 年之后，我们找不出这样连续的黄金十年。解放前的五十年就不必说，解放后的三十年也不用谈。单说改革开放后的三十年，也没有过这种持续的黄金时期。

1980 年代末期的高通胀，1990 年代前期 3.8% 的增长率与中期高达 20% 以上的通货膨胀都使得这十年黯然失色。唯有自 2002 年开始的周期，基本保证了高增长与低通胀的状态。我们一直认为，这是政治家与民众以及学者毕生追求的一种境界。这种境界在中国历史上是要写上重重一笔的，这类似于明朝的“仁宣之治”等让后世景仰的政绩。因此，努力维系这种局面是正常的态势。

图 2：2002-2012 将可能成为中国 100 多年来真的黄金十年（1900-2012）



资料来源：Wind，中信建投研发部

1.3 梦想遭遇现实：黄粱一梦？

当理想照进现实，梦想的实现总被认为是过于艰难。在年报中，我们提出增长没有问题时，政府与市场都担心通胀。当现在通胀的担心并没有完全消除时，增长出轨的可能性又在增大。现实是冷冰冰的，下面可能的现实是市场最担心的。

- 增长因房地产管制而下行
- 通胀因利益集团的抵制而失控
- 人民内部矛盾因利益分配不均而激化
- 美国经济超预期复苏，资金外流产生系统性风险

上述四大问题确实存在，但对投资的影响是有次序的。梦想实现最大的制约因素就是第一个，增长的问题。当增长没有问题时，一切的问题都不是问题。下面将会从几个方面对此进行分析，其一是市场基础，其二是政策基础。

二、梦想的市场基础：从小周天到大周天

我们对黄金十年梦的实现之所以有信心，最基本的理由就是中国自 2009 年二季度已经进入了一个新的中周期，更重要的是自 2010 年 10 月，内生性的增长已经取代外生性的增长成为中国经济最主要的特征。正如我们在年度报告中所讲的那样，这是嬗变，它决定了中国经济的趋势。这是梦想实现的市场基础。

根据一贯的研究，自 2010 年 10 月开始的被动补库存现在依然在持续，最保守地估计，它也会持续到 2011 年上半年。至此，中国经济已经打通了小周天。在我们的逻辑下，小周天是一个简单地再生产，是中周期的前一个阶段，即修复危机创伤，并积蓄力量进行下一步扩张的时期。当内部力量足够大，并且外部环境足够支持的话，小周天会转向大周天。大周天是一个扩大再生产的过程，其最终的结果是主导产业的形成。现在我们只能得出小周天已通，正处在着力打通大周天的当口，现在无法判断大周天已通，但可以明确事态正沿着正确的方向前行。

2.1 梦想的现实基础：任督二脉打通，小周天已通

三年前的危机，对中国经济最大的影响是外部市场急剧收缩，需求与供给严重失衡。三年的反危机，需求的激发，已经使得供需相对平衡，企业利润率恢复到均衡的水平上。产能过剩的局面大有改观，简单再生产得以良性循环。这意味着梦想的实现是有坚实的现实基础。

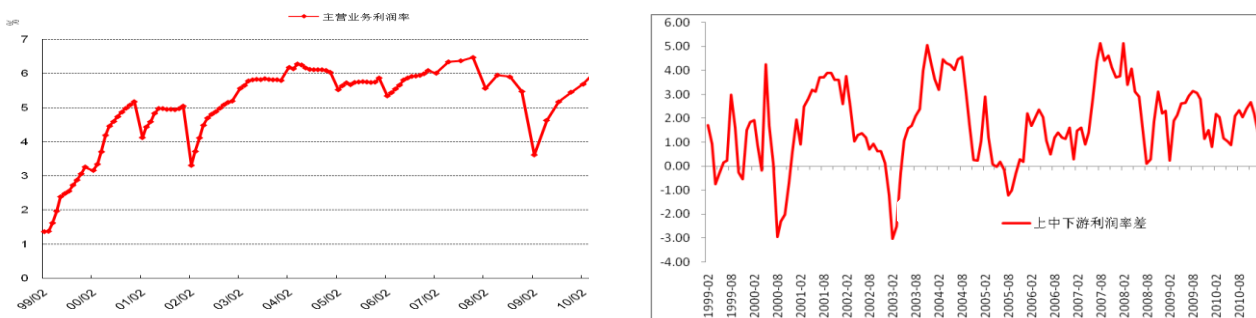
2.1.1 现实基础之一：上中下游已经打通

关注经济恢复的最重要指标是利润率，关注经济是否良性循环最重要的指标是上中下游是否能够顺畅地完成成本的传导，并通过消费的扩大来提升社会的福利。

目前，工业企业的主营业务利润率已经恢复到 6%，接近于 2008 年年初的水平。通过 CPI-PPI，PPI-PPIRM，以及二者之间差距所表示的上中下游的利润率的差距缩小到 2007 年年中的水平，这表明产业链全线贯通，整体经济处于相对良性的循环之中。

上中下游的打通，还可以从 2009-2010 年资本市场的走势来得到印证。2009 年上半年的上游、2009 年下半年至 2010 年上半年，跨过中游直奔下游，2010 年下半的至今的中游装备的走势，表明中间阻隔的状态已经不存在了。

图 3：企业主营利润率恢复到危机前，上中下游利润率差值平稳，表明上中下游已经打通



资料来源：CEIC，中信建投研发部

2.1.2 现实基础之二：被动补库存已到尾声

我们持续的《全球库存双周报泛海观澜》指出：自 2010 年四季度开始，“目前的这样一种产供销和价格格局，是一个经济的‘黄金时期’。若以生产法 GDP 而论，这应该是一个经济增长最好的时期；若以企业的营销情况来看，这也应该是一个企业盈利水平最好的时期——生产的扩大，赶不上销售的扩大，导致了企业过去的积压库存被消耗。”目前经济仍在扩张，但是加速度正在放缓。事实上，这是从被动型的库存减少到主动型的库存增加过程中的一个必然。因为“凡是被动的，都是轻松而短暂；凡是主动的，都是艰难而漫长的”。

根据我们宏观深度报告《化蝶》进行了深入的分析，中周期复苏加快要经历三个纠结的阶段，中国目前正处于被动型的库存减少阶段，马上要进入过渡期。

图 4：从被动型库存重建到主动型重建的三个阶段



资料来源：中信建投研发部

■ 被动型的库存减少阶段

在这个阶段里，供不应求为常态，因此价格迅速上升，而企业的积压库存则被消耗。在这样的背景下，企业的盈利能力大幅度恢复，因此存在着强烈的产量扩大的需要；但是这个时候，从宏观面上看，由于价格的迅速上升而带来的通胀问题成为经济生活的主要矛盾。

■ 过渡期

随着产量的持续扩大，也随着价格的持续上升而对需求构成抑制，此时的供求逐渐趋于平衡。在这样的背景下，企业的盈利能力继续上升受到抑制，但是企业盈利数量却是最大化，因此仍有扩张的冲动。但这个阶段的宏观面上，增长不低，通胀不高，一切都在正常轨道中运行。

■ 主动型的库存增加阶段

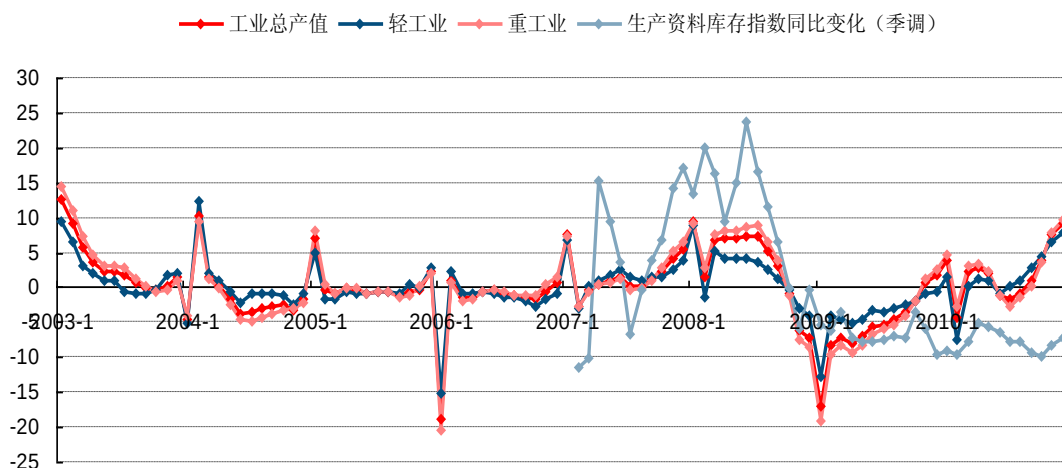
随着企业继续扩大产量乃至建设新的产能，此时就必须寻找能够与之匹配的新需求问题了。在这个阶段，新需求的不可测性，决定了无论是企业盈利、还是企业 EPS 增长，都存在着向上、或者是向下的超预期之可能。在这个阶段，库存加速器的威力凸显。

2.1.3 现实基础之三：产出缺口为正

当库存重建进入到过渡期后，主动性库存重建，即产能扩张将成为一种必须的任务。中目前已经具备了产能扩张的必要条件，即危机初期的产能过剩局面已经得以根本改变，可观察的工业行业的产能利用率恢复良好。

工业产出缺口从 2010 年初开始下降，之后略有反复，2010 年 4 月之后出现持续下降，一直到 9 月份才逐渐出现正缺口。这段时间正是二次去库存的显性期，到 12 月份重工业产出缺口已接近 10% 的较高水平，而轻工业的产出缺口也接近 8%，工业产出缺口正变化，说明工业生产的加速，也从侧面反映工业行业的产能利用率恢复情况良好。

图 5：季调后的工业产出缺口为正



资料来源：CEIC，中信建投研发部

2.1.4 现实基础之四：美国周期向上，外需在增长

2011 年宏观变数最大的不是中国经济，而是世界经济。从现在来看，美国经济周期是上行的，外需在持续增长。

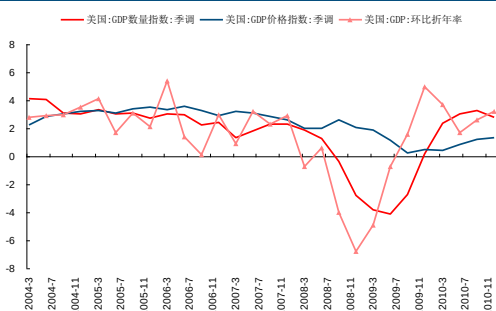
1) 美国经济复苏在春天里

我们之所以关注美国，是因为尽管美国的经济地位有所下降，但美国仍然是世界经济的主要引擎，美国经济的走向直接影响其他追随国和资源国的经济。同时，判断美元的走势对于分析国际大宗商品价格和全球流动性至关重要。

■ 美国经济内生动力在增强

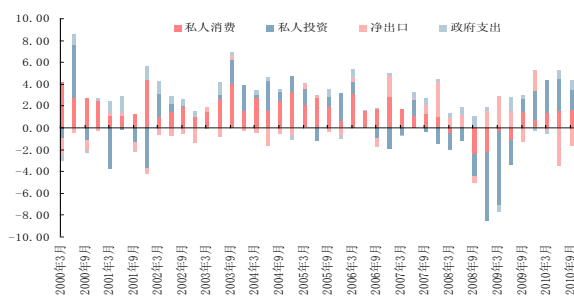
美国经济处于持续复苏的通道之中。从 GDP 环比折年率的步步高升，到消费领域的持续增长，美国经济表现了足够的韧性——虽然并未能大幅度增长以期超越市场的乐观预期，但也表现出了稳扎稳打的态势。特别是它最重要的推动力——私人消费连续三个季度对 GDP 的环比贡献度超过私人投资和政府支出。第四季度私人消费增长贡献度达 89%。此外，其对外净出口也是经济增长的重要动力来源，而政府支出对 GDP 的贡献大幅减少，由上半年的 20% 降至年底 0% 左右。这表明经济增长的内生动力在增强。

图 6：美国 GDP 增速（%）



数据来源：Wind，中信建投证券研发部

图 7：GDP 分项贡献率



数据来源：Wind，中信建投证券研发部

■ 美国经济步入主动型的库存增加阶段

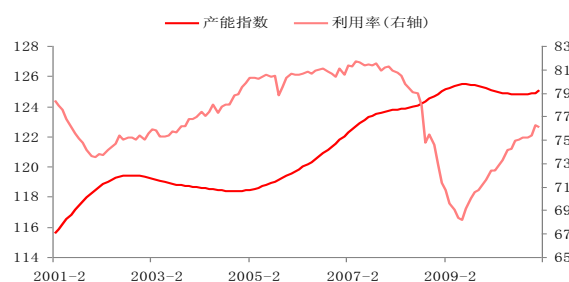
从生产法来看，美国经济从需求逐步回暖—采购量增加—雇佣量上升—开工率走高—产量大幅度上升—不过供需调试下，企业的库存出现累积。种种特征表明，美国的经济已经步入到了主动型的库存增加阶段。与此同时，美国工业部门的产能利用率持续反弹，ECRI 领先指标徘徊之后再度向上，而且消费者信心指数也在去年底止跌回升，且升幅明显。

图 8：ISM 制造业 PMI



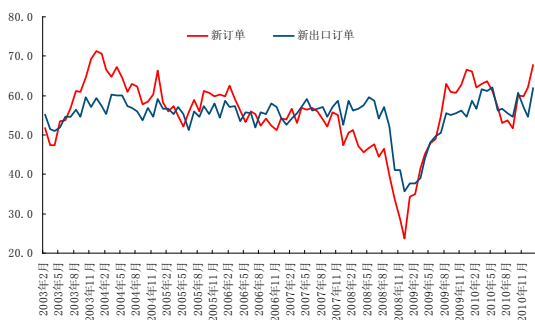
数据来源：Wind，中信建投证券研发部

图 9：美国产能利用率（%）



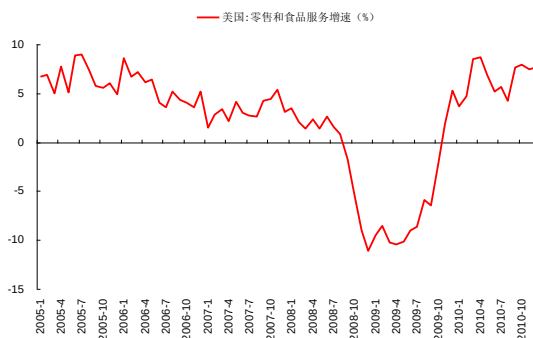
数据来源：Wind，中信建投证券研发部

图 10: 美国订单增长情况



数据来源: Wind, 中信建投证券研发部

图 11: 美国库存量增长



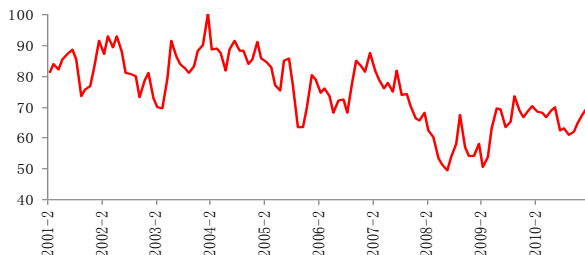
数据来源: Wind, 中信建投证券研发部

图 12: 美国 ERIC 领先指标明显上升



数据来源: Wind, 中信建投证券研发部

图 13: LEI 消费者信心指数

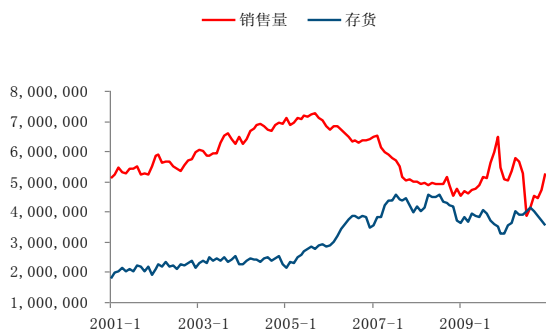


数据来源: Wind, 中信建投证券研发部

■ 美国房屋销售已经走出低谷

按照我们的研究结果, 美国商品房销售是美国整体经济最佳的经济领先指标之一, 从下图我们可以看到, 美国的房屋销售已经走出低谷。新房现在处于价升量不增, 二手房是价不升量增的格局, 但二者的共同点是无论新房还是二手房, 其存货都在下降, 并且新开工和新开工许可两个指标还没有明显上升趋势。这意味着新屋开工量仍然不足, 未来房地产业面临补库存的局面。因为房屋建筑业对经济的影响很大, 也是推动每一项经济活动上升的起始力量。

图 14: 美国成品房销售及存货



数据来源: Wind 资讯 中信建投研发部

图 15: 新屋供给与价格

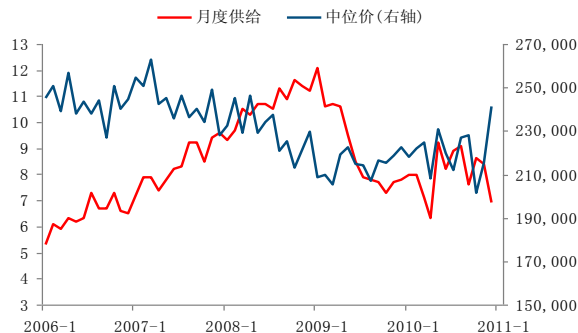




图 16: 美国成品房销售及存货

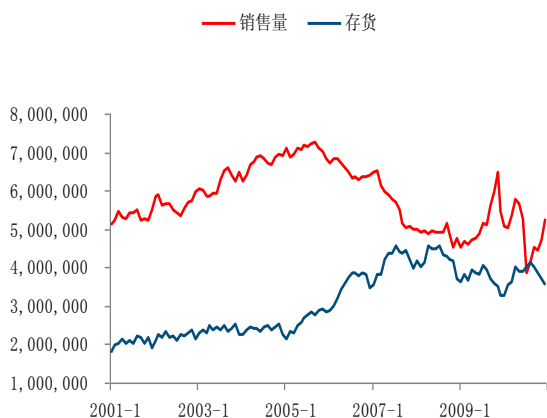
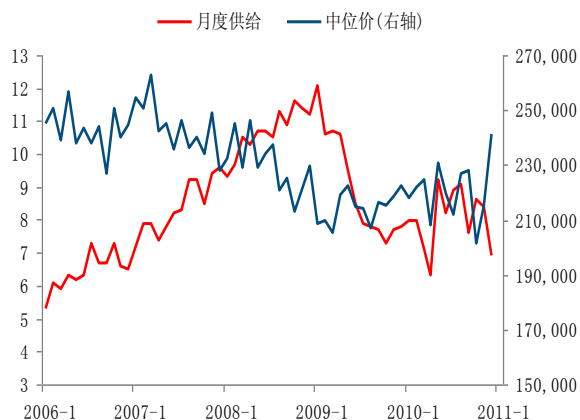


图 17: 美国新屋供给与价格

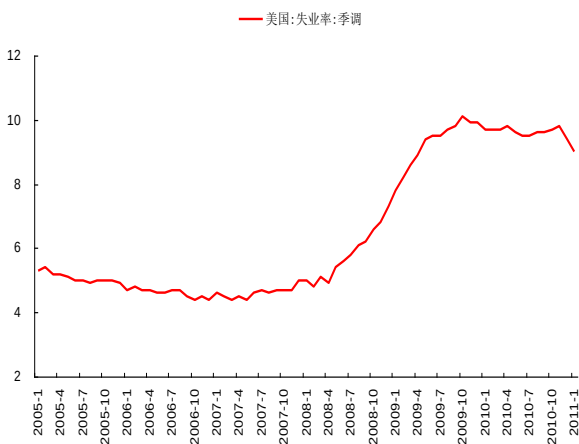


数据来源: Wind 资讯 中信建投研发部

■ 无就业复顽疾正在逐步化解

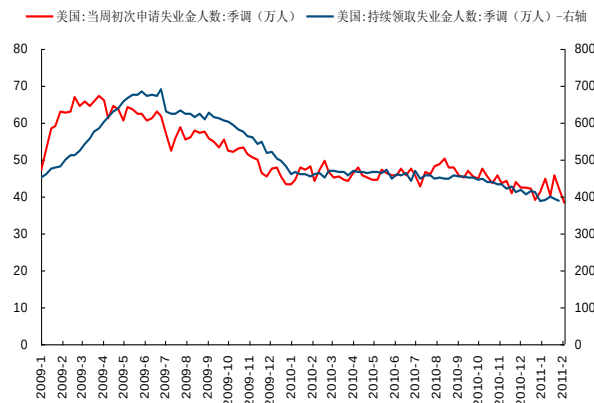
而这种步步为营的良好局面，也在相对滞后的失业率指标中得到了反映。数据显示，美国季调后的 1 月份的失业率再度降低至 9.0%，而初次申请失业救济的人数也下降至 38.3 万人。承前启后的失业数据的好转，意味着美国所谓“无就业复苏”的顽疾正在好转。鉴于就业数据的在美国宏观经济运行中的核心地位，似乎有理由对美国经济的未来持乐观态度。

图 18: 美国的失业率 (%)



数据来源: Wind, 中信建投证券研发部

图 19: 美国失业人数 (万人)

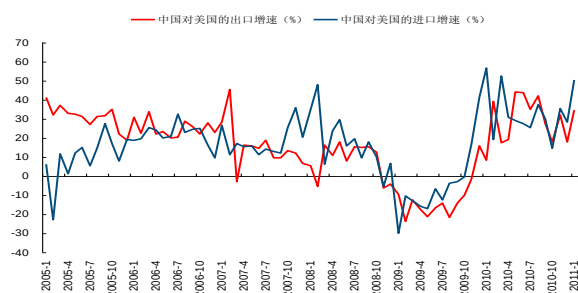


数据来源: Wind, 中信建投证券研发部

2) 中国出口增速处于较高位置

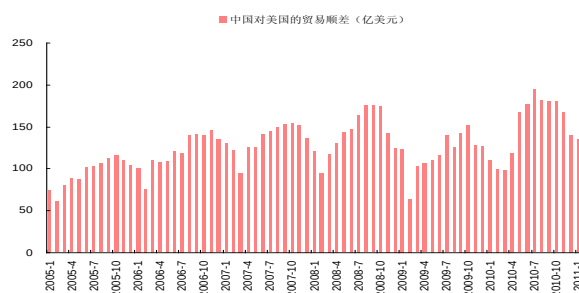
美国经济从生产到就业的好转，显然也对中国经济产生了直接的影响。这一点，在外贸中表现的最为直接。海关数据显示，1 月份中国对美国的出口增长 34.7%，对美国的进口增长 50.3%，并取得贸易顺差 135.6 亿美元。虽然增速较平均水平而言要略低一些，但是顺差较历史水平而言，依然位于较高的位置上。

图 20: 中国对美国的进出口增速 (%)



数据来源: Wind, 中信建投证券研发部

图 21: 中国对美贸易顺差 (万人)



数据来源: Wind, 中信建投证券研发部

总体而言, 1 月份进出口增速超出预期, 我们认为, 超高不可持续, 较快可以期待。仍继续年终报告中对今年外贸所做的整体谨慎乐观的判断, 从政策面来看, 我国已经改变出口导向外贸战略, 更注重进出口平衡, 鼓励进口政策效果显著, 预计今年出口增速 20% 以上。

3) 美国有毒资产不必过于担心

近期, 关于国有毒资产或引爆新一轮次债危机的言论喧嚣尘上, 不绝于耳。我们分析认为, 美国有毒资产不必过于担心。

根据国际货币基金组织 (IMF) 的最新估计, 从 2007 年危机爆发到 2010 年, 全球银行业将发生的资产减记和信贷损失总计达到 2.8 万亿美元。而到 2007 年底, 全球股票市值为 62.7 万亿美元, 债券余额为 78.9 万亿美元, 1000 家大银行的总资产规模达到 96.4 万亿美元, 金融衍生产品的名义价值更高达 674 万亿美元。因此, 从总体来说, 有毒资产的规模并不是非常大。

到 2009 年底, 全球银行业已经处理了 1.5 万亿美元左右, 还有 1.3 万亿美元不良资产等待处理。美国银行业不良资产的处理进度大概超过了 60%, 今后一段时期内, 全球金融危机治理者的首要任务, 仍然是确保金融业的稳定。

数据显示, 美国财政部原本建议通过购买最多 1 万亿美元的非流动性抵押贷款债券来帮助清理银行的资产负债表, 但由于银行已经证明它们不需要首先抛售非流动性证券, 而能够在股票和债券市场吸引私人资本, 所以购买有毒资产的规模被大幅度减小。

美国国会预算办公室 (Congressional Budget Office) 预计, 问题资产救助计划的最终成本最低可能为 250 亿美元。这对于美国政府来说并不是很大的负担, 因此对于美国有毒资产不必过于担心。

2.2 从小周天到大周天: 反危机的逆向思维

如果把中国经济抗击外部危机冲击, 成功实现经济增速触底反弹, 看成是打通了小周天, 那么。经济增长模式的成功转型就可以看着是打通了大周天, 自中央政府反危机政策实施以来, 整个国民经济的结构持续好转, 由小周天向大周天的境界不断前进。这里, 我们其实是在表明一个观点, 任何事务都有两面性, 中国三年来的反危机固然有其严重的后遗症, 但其无心插柳的外部效应也不能忽视。

2.2.1 经济对外依存度降低，内需增强

穷则思变，为了应对金融危机的冲击，政府采取了一系列刺激和促进经济增长的措施，既有政府主动发力的 4 万亿投资计划，也有打破既有体制与利益格局，为民营经济营造良好成长空间的新非公三十六条，及一系列惠民的社会福利政策。在这些政策措施的作用之下，我国经济成功的抵御住了外部危机的冲击，逐步走向了健康的发展之路。

图 22：对外依存度降低，贸易结构不断升级

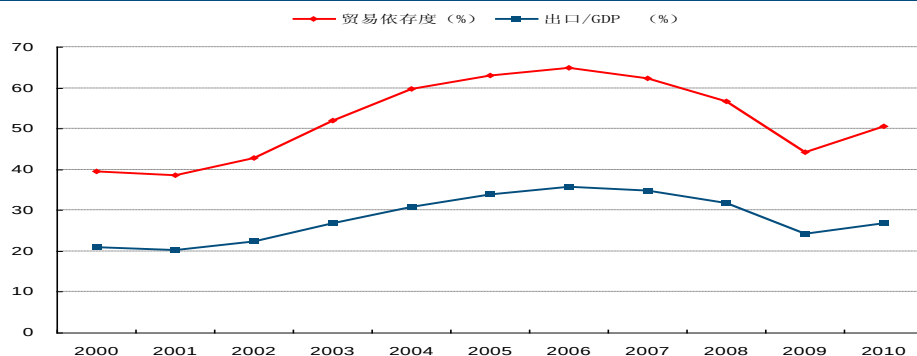


图 23：净出口贡献率减弱

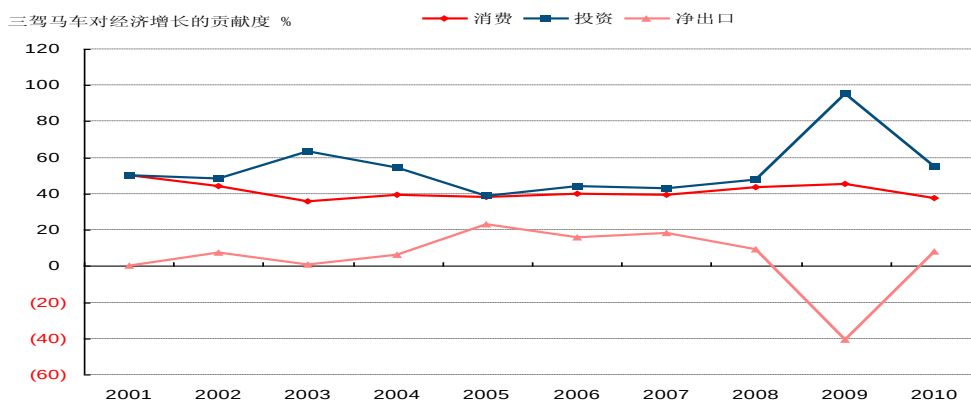
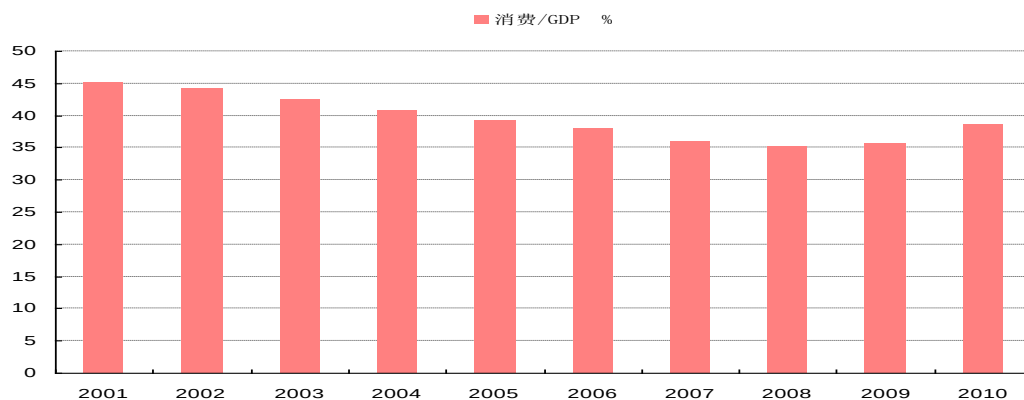


图 24：反危机期间社会消费率终结了多年以来持续下滑的势头



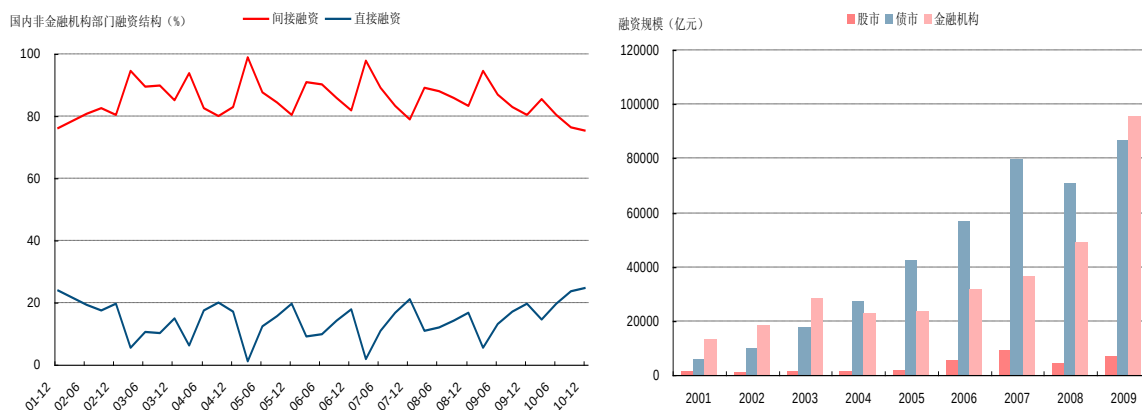
资料来源：wind，中信建投研发部

2.2.2 社会融资能力不断增强，融资结构不断优化

金融危机以来，由于实施宽松的货币政策，因此，社会融资能力大大增强。另一方面，从融资结构来看，出现了明显变化的就是间接融资和直接融资比重的变化，间接融资比重下降，而直接融资的比重不断上升，特别是 2010 年以来，直接融资走出多年踟蹰不前的局面，取得突破性进展，比重达到 25%。

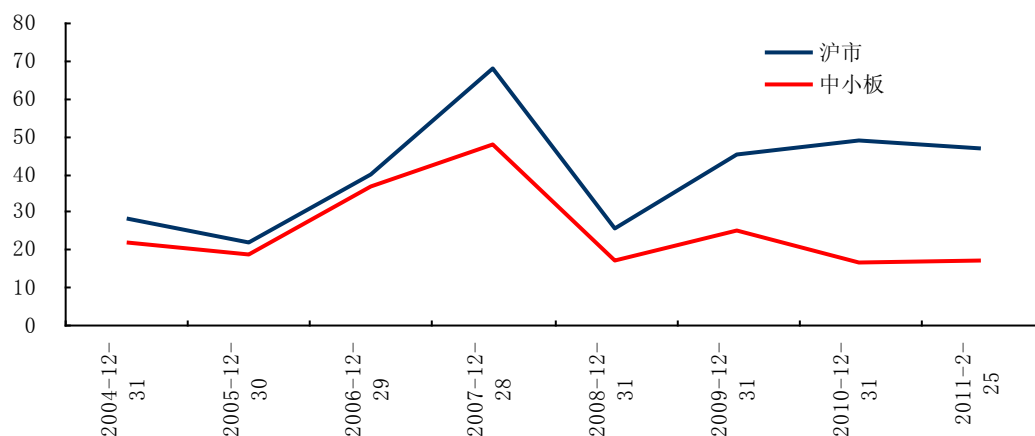
并且，值得一提的是，投资者给予了更富有创新精神的中小板和创业板更高的关注和估值。从最新的统计数据来看，2009 年在中小板上市的 54 家企业总融资额超过 423 亿元，相比 2004 年增加超过 365%。深交所创业板累计融资达 713 亿元。中小板和创业板的融资规模已与主板市场基本相当。从市盈率来看，危机以来，沪市和中小板的市盈率的差距这两年保持了 30 倍左右。这也是投资者对中小板的创新力和爆发力的肯定和期望，也确实提高了它们的创新能力和盈利能力，如华锐风电等公司。

图 25：社会融资结构不断优化



资料来源: wind, 中信建投研发部

图 26：A 股市盈率和中小板市盈率比较



资料来源: wind, 中信建投研发部

图 27：非公有制企业投资规模增长可观



资料来源：wind，中信建投研发部

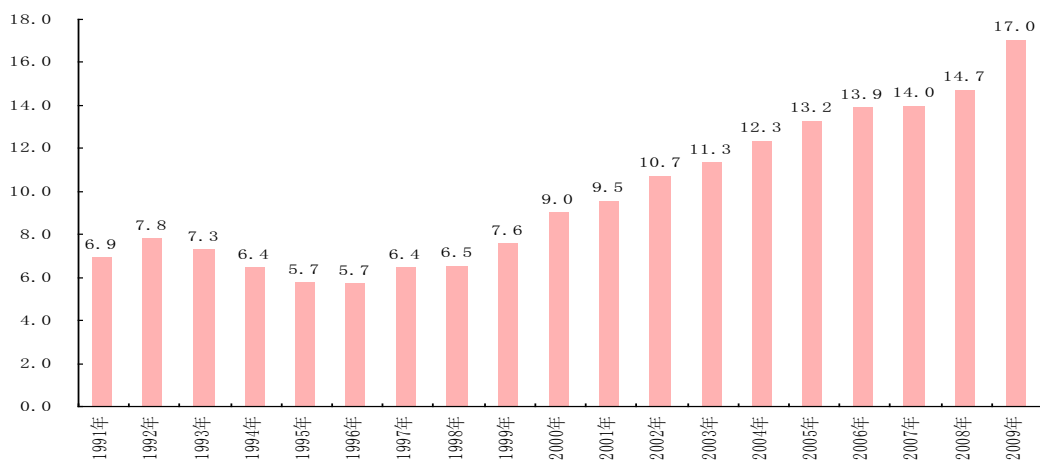
2.2.3 技术漫化速度加快

不可否认，反危机政策措施进行了大量的铁公基建设项目，但与此同时，政府也加大了对科学研究的投入，从历年来的统计数据显示，08 年和 09 年，我国研发费用的投入在 GDP 中的比重明显上升。90 年代，我国的研发费用仅有个位数增长，2000 以来，经济危机以前研发费用虽然有所上升，但进展缓慢，然而危机以来，这个进展明显加快，特别是 2009 年，研发费用在 GDP 中的比重为 17%，创出历史新高。

此外，研发人员全时当量也是衡量研发活动在国民经济中的重要的作用的重要指标。我们从下图也可以看出，这项指标及其增长率在危机以来都有明显上升。

这种种数据现象其实也表明政府在危机中并没有放弃转变增长模式的国之战略，加大研发投入，深化技术漫化，提升创新能力，实现产业升级，为中周期的繁荣提供必要动力。

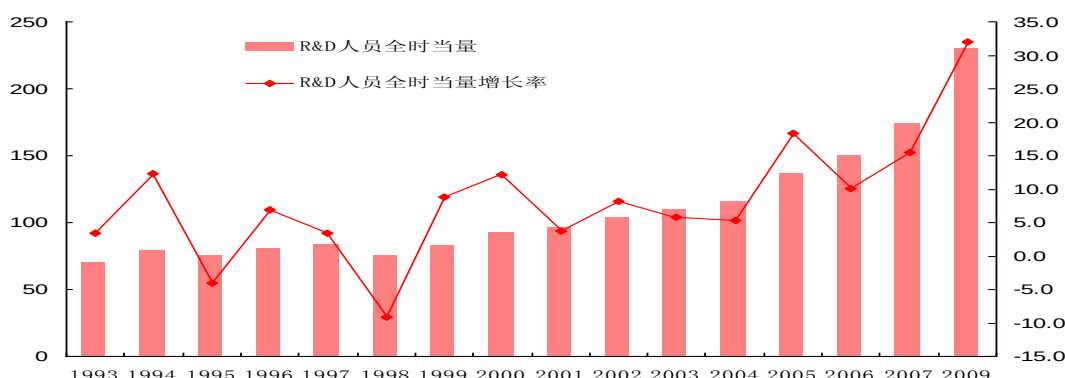
图 28：研发费用占 GDP 比重



资料来源：wind，中信建投研发部



图 29：研发人员全时当量及增长率



资料来源：wind，中信建投研发部

三、梦想的政策基础——承诺的可能性

高增长与低通胀的黄金局面能否实现，市场固然提供了坚实的基础，但这远远不够。政策紧缩造成的很多不确定性能否演变为可控的风险，进而通过对冲将风险消释于无形，这些梦想的外部保障是必须要有明确回答的。本部分要突出回答以下三个问题：

- 商品房管理风险的暴露问题
- 管理通胀滞后效应是否出现的问题
- 政策是否会过度紧缩的问题
- 民营资本能否接过政府投资减缓的担子的问题

3.1 商品房管制的风险短期不会暴露

3.1.1 政府对房地产财政的依赖性具有弹性

- 预算内的房地产税为地方税，占地方财政收入比例较小

截至 2009 年，预算内的房地产税收收入合计 4766 亿元，略超地方税收收入的 18%。城市维护建设税的计税基础不是房地产，已排除在外。

表 1：预算内房地产税收（亿元）

	地方财政 收入:城 镇土地使 用税	地方财政 收入:土 地增值税	地方财政 收入:契 税	地方财政 收入:耕 地占用税	地方财政 收入:房 产税	合计	中央财政 收入:各项 税收	地方财政 收入:各项 税收	占地方
2003	91.57	37.28	358.05	89.90	300.64	877.44	11,604.04	8,413.27	10.43%

2004	106.23	75.04	540.10	120.09	341.46	1,182.92	14,166.09	9,999.59	11.83%
2005	137.34	140.31	735.14	141.85	408.53	1,563.18	16,051.81	12,726.73	12.28%
2006	176.81	231.47	867.67	171.12	484.50	1,931.58	19,576.14	15,233.58	12.68%
2007	385.49	403.10	1,206.25	185.04	541.55	2,721.43	26,369.85	19,252.12	14.14%
2008	816.90	537.43	1,307.53	314.41	640.98	3,617.25	30,968.68	23,255.11	15.55%
2009	920.98	719.56	1,735.05	633.07	757.37	4,766.03	33,364.15	26,157.44	18.22%

数据来源：财政部，中信建投研究部

■ 预算外的土地出让金连续两年 60%-70% 的高增长

地方政府的预算外收入，土地出让金是大头，但是专款专用。2010 年全国土地出让金收入达到了 2.7 万亿，同比增长 70.4%。2009 年，财政部公布的全国土地出让收入为 14239 亿元，而国土部发布的数据却显示全国土地出让收入达到 15910.2 亿元，同比增加 63.4%，其中，房地产用地出让价款 13391.8 亿元，占出让总价款的 84.2%。这意味着什么？

（1）土地财政的边际效率递减，高出让金带来房价上涨，房价上涨带来征地和拆迁费用上涨，2009 年为例，征地和拆迁补偿支出占比超过四成；

（2）地方政府的扩张倾向加剧，土地出让金成为 GDP 竞赛和城市建设的主要资金来源，2009 年为接近三成，第二大项；

（3）这种依赖性短期有资金链断裂、债务风险和坏账显现的风险，但不意味着体制的风险，因为城市建设（或城市化）的速度是可以调节的，即这种地方政府对土地财政的依赖性在于，第一在逐年增强；第二并不是刚性的。

表 2：2009 年全国土地出让支出及其结构

	金额（亿元）	比重
全国土地出让支出总额	12327.1	
征地和拆迁补偿支出	4985.67	40.40%
土地开发支出	1322.46	10.70%
城市建设支出	3340.99	27.10%
农村基础设施建设支出	433.1	3.50%
补助被征地农民支出	194.91	1.60%
土地出让业务支出	86.89	0.70%
廉租住房支出	187.1	1.50%
耕地开发、土地整理、基本农田建设和保护支出	477.56	3.90%
农业土地开发支出	107.25	0.90%
地震灾后恢复重建、破产或改制国有企业土地收入用于职工安置等支出	1191.17	9.70%

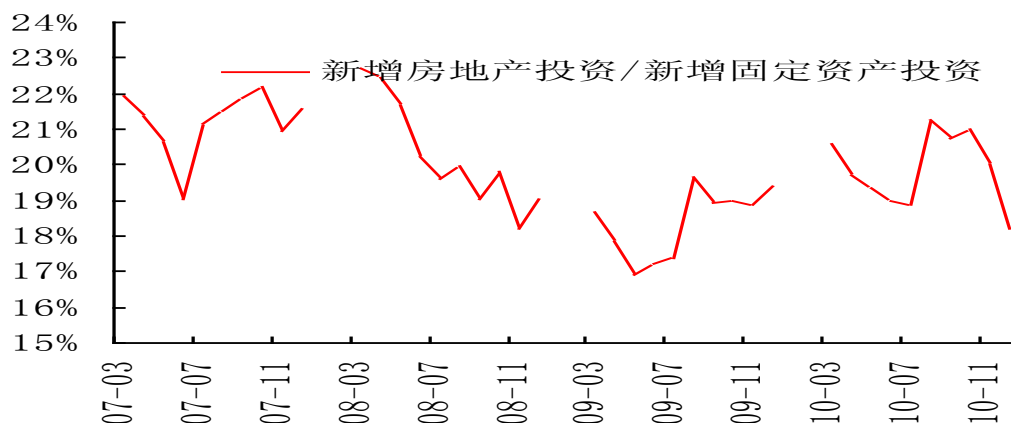
数据来源：财政部，中信建投研究部

3.1.2 保障房对商品房构成对冲而不是冲击

■ 保障房对商品房短期对冲作用显著

在《1000 万套保障房表明房地产政策明朗化》中，我们指出保障房的大举建设是在背书了房地产财政和地方债务风险的同时，助长了地方政府的扩张倾向。同时，保障房和商品房构成了“短期替代、长期互补”的关系。

图 30：新增房地产投资/新增固定资产投资



资料来源：wind，中信建投研发部

目前，房地产行业的固定资产投资大概占到固定资产投资的五分之一。房地产严厉调控时期，新增房地产投资在固定资产投资的比重会发生较大的波动，但是这并不曾严重影响到总投资和经济的增长。目前，房地产新政的第三轮调控的后续效应正待显现，但可以推断，房地产销量下滑以致引发房地产投资增速下降，对经济的冲击是可以控制的，特别是这一次，保障房的建设就可以充当主力军的作用。1000 万套保障房的建设任务，需要大概 1.3-1.4 万亿的投资，占到 2010 年房地产投资的近 30%。由于保障房已经成为各地方的一个政治任务，而且要求 10 月底前必须全部开工，因此，保障房早建而不是晚建才是地方政府的最优策略，可以预期，在 2-3 季度的商品房市场最冷的时期，反而是保障房建设最热的时期。

■ 保障房资金不是问题

能不能完成保障房任务，市场担心的重点已不再是地方的动力而是资金，资金同样不成问题。在舆情与制度变革双周观察第 1 期《投名状变军令状》中，我们测算了完成 1000 万套保障房的资金来源。此外，我们也注意到，连续 2 年的土地出让金的高速增长，可能为地方政府提供了充足的富裕资金，可以有效缓解如果房地产市场调控出现明显效果以至于影响到了地方政府的土地财政如土地出让金一个时期锐减时的压力。

据财政部披露，2009 年全国土地出让收支结余 1912.6 亿元。以上表中土地出让金 2009 年支出结构为例。最末一项地震灾后重建的支出会大幅减少，从 2011 年起，投入水利的会大幅增加。相抵。2010 年土地出让金 2.7 万亿，征地和拆迁补偿同样按四成比例。则若其他支出不变，比 2009 年富余资金

$$2.7 \times 0.6 - 2.7 / 1.7 \times 0.6 = 6693 \text{ 亿元。}$$

与 2009 年的结余资金合计，可以得到 8000 亿元以上，占到了 1000 万套保障房所需投入的一半以上。即使

考虑到其他支出的增速，也很难达到 70%。地方项目固定资产投资完成额同比增速，2009 年是 32%，2010 年是 26.3%；城镇固定资产投资完成额累计同比，2009 年是 30.5%，2010 年是 24.5%，都在下降。地方的资金是相对富余的。

■ 保障房或被过度重视了

我们认为，对保障房可能是被过度重视了。第一，对于中央和地方政府，保障房都已经成为一条必须守住的底线，只能前进，不能后退。可以注意到中央和各部委包括住建部、国土部、央行、银监会等对保障房的积极态度和在货币紧缩条件下的“网开一面”。保障房完成在各方的合力之下不是问题。

第二，保障房只是地方政府诸多宏伟计划中的一个必要的任务，一个约束而已。对地方债务的限制和压力，并非仅出于已积累的风险因素，更主要是不能继续恶化地方预算软约束化。据我们了解，在很多地区，或者除少数特大城市外，城市用地和规划用地依然充足，建设保障房甚至不需要挤占商品房用地。而资金方面，也可以通过各种渠道解决。特别是，保障房的定义和标准的模糊，使得 1000 万套的任务成为具有非常大的弹性。例如，很多城市把之前已在计划中的棚户区改造、回迁房等等，都纳入保障房，使得这一看似巨大的目标实际被缩小和异化了。

3.1.3 房地产调控风险的弱化和各主体间的差异性

■ 短期风险还是长期风险

房地产销量下跌，是否会对政府的财政收入产生严重的影响？很难从现有的公开数据推导出地方财政和房地产的现实风险。实际上这也不是可以从数据估算的问题。一方面，地方政府有相当的应对能力。即使出现为期 3-6 个月的房地产销售和土地出让大幅下滑，并不会带来地方政府的资金链断裂。另一方面，房地产价格取决于调控的力度和购买力，从流动性的角度，购买力是充足的。而房地产的调控的力度和节奏是政府控制的。

谁在施加压力？谁在承受压力？我们谈过，压力是真实的，但也是适度的。对房地产要持正面态度。这是个压力测试，而不是决斗。

我们需要再次强调，在不对分税制导致的地方政府“财权”和“事权”的矛盾作出根本体制性改革时，是不可能出现房地产调控的系统性风险暴露的。在政治交替阶段，出于稳定的需要，也可以明显注意到财税体制的根本性变革被再次拖后了。不存在通过房地产风险来倒逼财税体制改革的可能性。

基于限购的第三轮调控，带来的依然更多只是局限于房地产市场、主要是房地产商承压的短期风险。

对调控后果的预判的基础，是对于调控目标的认识。需要再次明确中央政府的政策意图，不是房价上涨，而是过快的上涨，才是不能容忍的，房价的稳定是最希望看到的结果。而地方政府强烈的稳定房价的意愿和充足的能力是一贯的。如果出于必须矫枉过正，在销量下滑之后，房价出现一个 10%-15% 的真实调整，引发房地产市场大幅调整的预期乃至对经济的负面冲击，调控将会逆转。

■ 调控中各主体的顺次反应和风险的差异性

房地产调控会发生一系列的连锁反应，各参与主体的资金链可能依次收紧。从房地产商，到地方政府，再到中央政府，最后到居民。传导存在时滞，各主体的约束不同，导致受调控的影响并不都是负面的。

矛盾重重的各方博弈之下，调控的后果是相对弱势的一方或几方率先让利，结束调控。分析历史上几次调控中的房地产开发投资、新开工面积、商品房销售额和土地购置费的月度变动，会对 2011 年调控中政府特别是地方政府在博弈中的充足余地抱有信心。

图 31：房地产开发投资完成额：2007-2010（亿元）

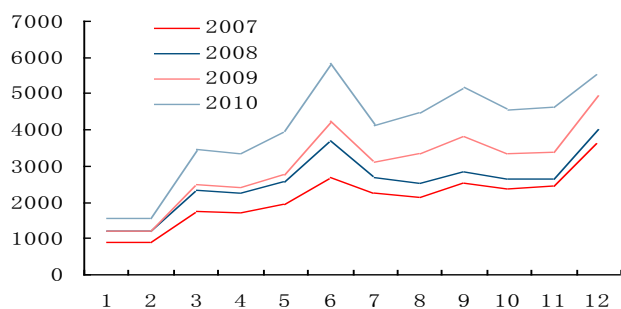
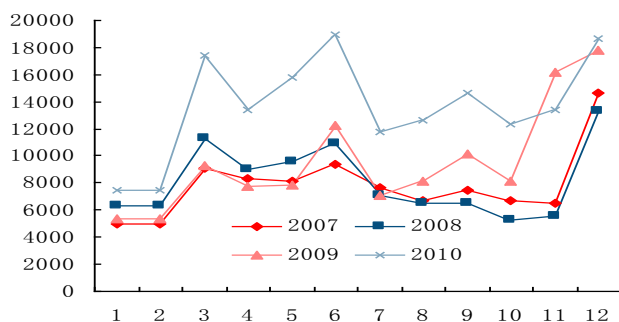


图 32：商品房新开工面积（万平方米）



资料来源：wind，中信建投研发部

图 33：商品房销售额：2007-2010（亿元）

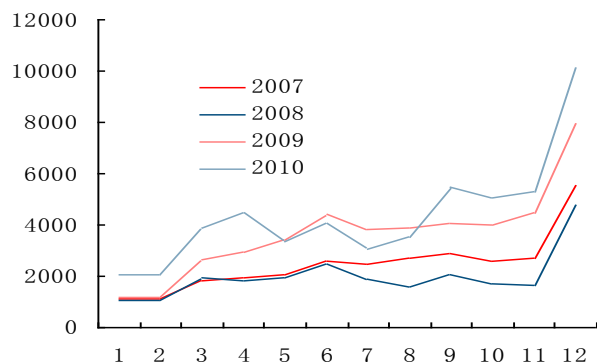
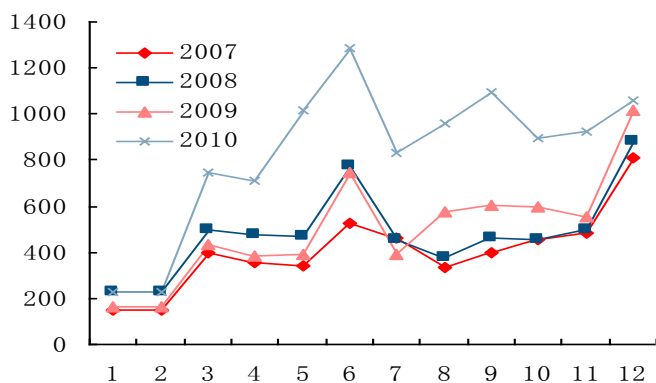


图 34：土地购置费：2007-2010（亿元）



资料来源：wind，中信建投研发部

因此，我们判断：

- 未来 3-6 个月是房地产商的紧张时刻，或是房地产市场的冬天，但却是保障房建设的春天和夏天，是不一样的境地。
- 2012 年之前不是房地产风险暴露的时刻，也不是地方财政暴露的时刻。

3.2 遏制通胀的后果尚未显性化

我们在年度报告《新起点：嬗变与冲击》中明确指出，政府必会严控通胀，因而冲击在前。目前“通胀可控”基本上已经成为共识，市场由担心通胀失控转向担心遏制通胀的负面效应。我们的结论是：在上半年，治理通胀的负面效果并不会显性化，但其滞后效应足以引起政府的重视，从而在外部冲击下，长达五个月的紧缩政策就此触底。

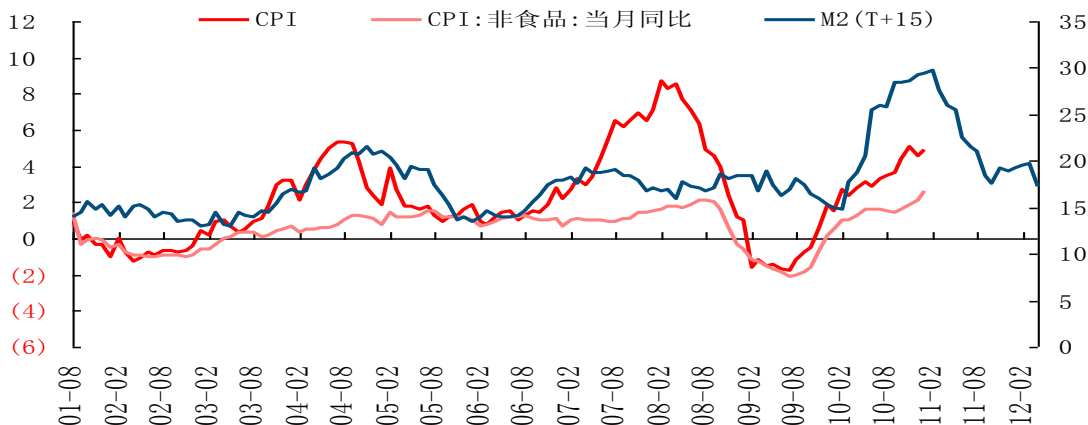
3.2.1 通胀是个货币问题

货币主义学派的代表人物米尔顿·弗里德曼认为：“无论何时何地，通货膨胀都是货币现象。要想控制通货膨胀，只需控制货币供给”。从经济发展史上看，超常规的货币增发会导致会通胀的后果。20 世纪 70 年代，各国中央银行应对衰退，通过增加货币供给来刺激经济增长，结果是并没有出现经济增长，而是出现了严重的通货膨胀。2008 年底以来我国的超常规货币供给已经牵引 CPI 从低谷攀至高崖。虽然 M2 同比增速 2009 年 11 月已经见顶并开始回落，流动性的水龙头正在拧紧，但货币供给对通货膨胀的影响存在时滞。

弗里德曼认为，货币刺激的初始效应是正面的，它首先对经济活动产生最大影响，而经历过一段时滞，货币刺激的负面效应才显现出来——它将导致通货膨胀。从货币供给扩张到它对通胀的最大影响时滞，对于 M1 而言，平均为 20 个月；对于 M2 而言，平均为 23 个月。

现在经济学家们都相信，货币刺激对产出的影响会在 6-9 个月之后出现，而对通胀的影响则在 12-18 个月出现。但这两个时滞都是易变的，因此也是难以预测的。

图 35：货币供给对价格影响的时滞



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

就中国目前的情况而言，单纯从货币角度来理解通胀，我们认为：

- CPI 还有 1-2 个季度在高位徘徊的时间；
- 随着货币增速的进一步下降和滞后效应的弱化，此后 CPI 下行概率较大。

3.2.2 应对通胀的政策负面效应并未显性化

由于通胀是上半年中国宏观经济的主要冲击力量，同时通胀又会影响社会稳定和政治稳定，因此，自去年

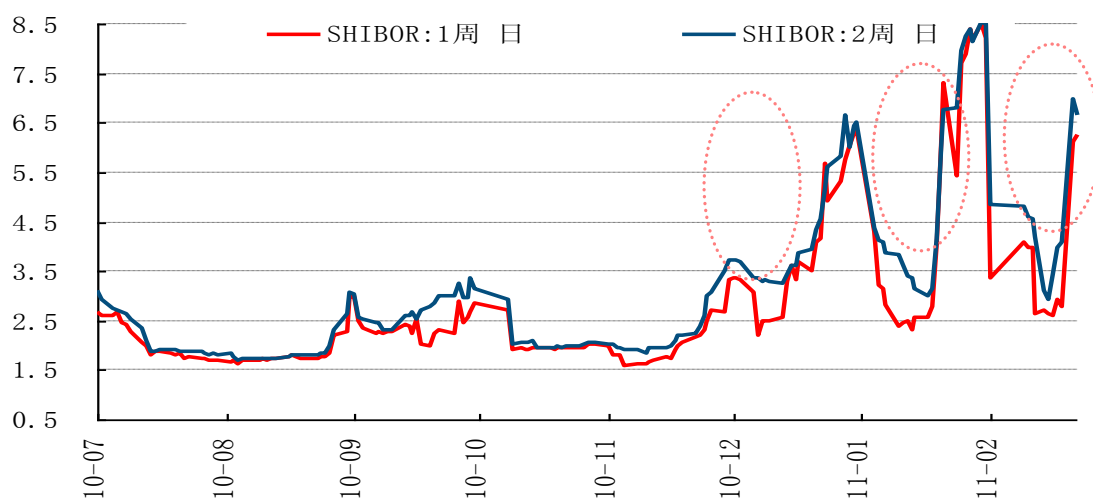
四季度以来，国家采取了一系列货币、财政和行政手段来管理通胀预期和通胀本身。其间，央行连续 5 次提高存款准备金率至 19.5% 的历史新高，同时连续 3 次提高基准利率至 3%。国家对猪肉、蔬菜、粮食等生产、流通、销售环节进行大规模的补贴，以降低终端价格。而且，国家十分罕见地对市场主体进行“窗口指导”，禁止其对商品调价，甚至出台了违背市场经济规律的“限购”等极端措施。由此可见，国家对于此轮通胀的估计还是十分充分的，应对措施还是很坚决果断的。从实际效果看我们的判断是：

- 政策组合取得了控制物价过快上涨和并未引起经济硬着陆的双重效果。
- 我们认为，控制通胀和促进平稳发展的目标应该能够实现，通胀的负面效应还未显性化。

我们看到，虽然连续上调存款准备金率，资金成本的底部有所抬升，但从中期看，并未引起银行系统资金的实质紧张。每次经过银行的资产负债表的调整后，资金又恢复了正常状态。预计此次和未来的调整均不例外。我们认为：

- 上调存款准备金率并不意味着实质收紧，而只是针对增量的流动性做定向回收，紧缩货币政策的边际作用递减。

图 36：提高存款准备金并未引致银行资金实质紧张

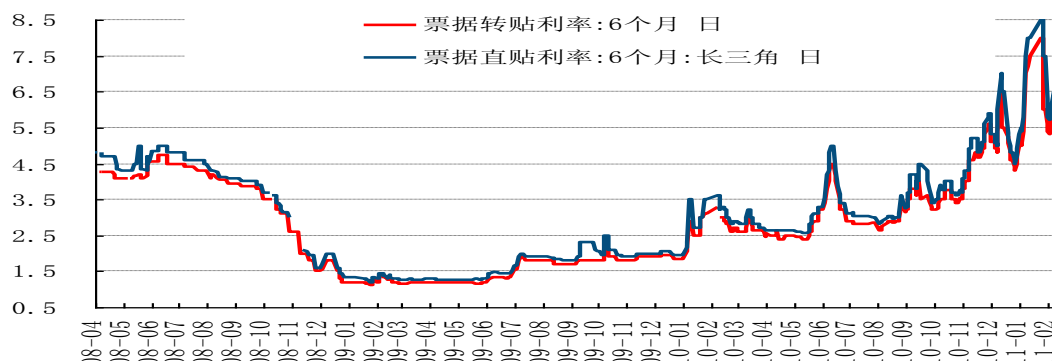


资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

而从另一个货币政策工具——利率的变动效果看，加息的确提高了企业的融资成本，特别是在信贷属于稀缺资源的情况下，中小企业的生产经营遭受的冲击要大于国有大型企业。

我们认为，资金紧张是一个结构性的问题，并不是全局问题，近期国家放开了商业性房地产信托贷款，加大力度鼓励企业发行企业债和公司债，这在银行控制风险、国家控制通胀的背景下，引入了企业资金的活水，减少了经济大落的风险，国家应对通胀的政策负面效果并未显性化。

图 37：企业资金较为紧张



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

3.2.3 过渡紧缩已经引发政府的担心

虽然，现在抑制通胀的负面效果并没有显性化，但是过渡紧缩已然让政府开始担心其对黄金十年梦的冲击。在第一部分，我们提出政府全部的政策全在于呵护这种梦想，在政治周期的末端，任何可能对此产生冲击的不利因素都将被消除。

1) 紧缩的滞后效应可能使政府陷入无可奈何的地步

所有的紧缩都是有滞后效应的，货币的紧缩不仅可以把 CPI 拉下来，也可能把 GDP 拉下来。相对于 CPI 的下行，GDP 的下行更可怕。政府对这一点的担心是有前车之鉴的，2008 年过度的紧缩在外部冲击下，中国经济迅速探底。在政治周期的前端，政府可以用三年的时间来把紧缩的后果对冲掉。但如果紧缩的后果在 2011 年二季度出现，处于政治周期末端的政府又有什么法宝再次刺激经济增长？公共财力的消耗必然使其陷入无米之炊的地步。再者，即使有米下锅，拯救危机的时间已然不够。不仅如此，即使通过集体行动的极端非常规方式将经济二次刺激成功，那么梦想实现的功绩又如何确定归属呢？

2) 紧缩的不良效应已现端倪

根据我们的观察，紧缩的不良效应已现端倪。基于以流动性的持续观察，我们在调研中发现，民间利率持续走高，民间金融处于狂欢的前夜。调研的结论如下：

■ 加息之后，利率普遍上浮，交易异常活跃

具体而言：

A 动用银行额度的机构出现紧张状况，同业拆借的利率上浮。

B 有金融牌照机构，小额贷款公司利率较低，担保公司次之，典当最高；投资公司和私人的利率高，也更灵活。受监管的金融机构，如典当行、小额贷款公司已经普遍达到了合法合规的利率上限。

C 信贷需求项目较多，部分贷款机构资金告罄。



D 典当行对不同当品给予了不同的折扣率，黄金最低，其次是房产，细分依次为住宅、公寓和商业地产，再次为车辆，股票亦有六成，而近期价格飞涨的翡翠只能根据发票价格按 1.5-2 成贷款。

E 就不同典当物而言，黄金的借贷利率较高，盖因其成为死当的概率更高；而在北京的限购政策出台后，车辆的折扣率和利率上升。

表 3：担保公司利率表：抵押（2011 年 2 月 18 日）

	公司地点	1 天	1 周	1 月	3 月	6 月	1 年	其他贷款条件
A 1	北京	不适用	1.5%/周次	3.5%/月	3.5%/月	3.5%/月	不适用	可下浮 10%-15%
B 2	北京		3%/周次	4%-6%/月	4%-6%/月	4%-6%/月	不适用	1-6 月期，可下浮 10%-15%。房产抵押 4%，汽车抵押 6%，其他设备 4%-6%。
E 5	天津	0.5%/天	3%/周	5%/月	5%/月	5%/月	不适用	
8	浙江温州	不适用	1.5%/周次	1.8%/月	1.8%/月	1.8%/月	1.8%/月	担保加 0.2-0.3%

表 4：典当行利率表：抵押（2011 年 2 月 18 日）

	公司地点	1 周	1 月	3 月	6 月	1 年	其他贷款条件
C 3	北京	3%/周次	3.2%-4.7%/月	3.2%-4.7%/月	3.2%-4.7%/月	不适用	
F 6	北京	3%/周次	3.2%-4.7%/月	3.2%-4.7%/月	3.2%-4.7%/月	3.2%/月	
12	内蒙古鄂尔多斯	2%/周次	3.3%/月	3.3%/月	3.3%/月	3.3%/月	
13	内蒙古乌海	2%/周次	3.3%/月	3.3%/月	3.3%/月	3.3%/月	抵押+担保可下浮 10%
14	内蒙古乌海	2%/周次	3.3%/月	3.3%/月	3.3%/月	3.3%/月	抵押+担保可下浮 10%

表 5：小额贷款公司利率表：抵押（2011 年 2 月 18 日）

	地点	1 周	1 月	3 月	6 月	1 年	其他贷款条件
9	北京	0.93%/周次	1.87%/月	1.87%/月	2.02%/月	2.02%/月	担保视同抵押,抵押+担保可下浮 10%;目前,由于市场资金紧张,其可用资金已经全部借出,目前已无可用额度。
10	北京	0.8%/周次	1.8-2%/月	1.8-2%/月	1.6%/月	1.5%/月	担保视同抵押,3 月内抵押+担保可下浮 10%
15	乌海	0.8%/周次	1.8%/月	1.8%/月	2%/月	2%/月	抵押+担保可下浮 10%,担保视同抵押

表 6：其他民间借贷利率表：抵押（2011 年 2 月 18 日）

	地点	类型	1 周	1 月	3 月	6 月	1 年	其他贷款条件
11	内蒙鄂尔多斯	房地产公司	1.5%/周次	4%/月	4%/月	4%/月	4%/月	1 月以上,抵押+担保可下浮 20%,担保为 3.5%
17	浙江台州	个人	2%/周次	4.5%/月	4.5%/月	不适用	不适用	抵押适用于本地人,有产业或抵押物,担保适用于外地人或没有实体产业的本地人;担保利率为抵押利率的 2 倍,抵押+担保在抵押利率基础上下浮 15%
16	浙江温州	个人	1.2%/周次	2.5%/月	2.5%/月	2.2%/月	2.2%/月	抵押适用于本地人,有房产或经营产业,担保适用于外地人或没有实体经营产业的本地人,担

									保 1 周为 1.8%/周次,1-6 月为 3.3-4%/月.
D	4	北京	投资公 司	不适用	4%/月（上浮 10%-30%）	3.5%/月（上浮 10%-30%）	3%/月（可上浮 10%-30%）	不适用	目前，资金面紧张，排队项目 有 5 个，都抵押充足，但调用 资金有限，因此，利率上浮
G	7	北京	投资公 司	3%/ 周 次	4%/月	4%/月	4%/月	不适用	

表 7: 典当行贷款押品折扣率和利率 (2011 年 2 月 18 日)

			C, 3		F, 6		12	13	14
车辆	评估价	评估报告	7 成	4%/月	7-8 成	4.5%/月	5 成	5-6 成	5-6 成
房产 (住宅)	评估价	评估报告	7 成	3.2%/月	7 成	3.2%/月			
房产 (公寓)	评估价	评估报告	6-6.5 成	3.2%/月	6-6.5 成	3.2%/月	6 成	6-7 成	6-7 成
房产 (商业)	评估价	评估报告	5-6 成	3.2%/月	5-6 成	3.2%/月			
黄金	市场价		7.5-8 成	4.7%/月	7.5-8 成	4.7%/月			
翡翠	购买价	发票价格	1.5-2 成	4.7%/月	1.5-2 成	4.7%/月			
股票 (可流通)	市场价	交易价格	6 成	3.2%/月	6 成	3.2%/月			

数据来源: 亦多国际金融有限公司, 中信建投研究部

表 8: 典当行贷款押品折扣率: 黄金 (2011 年 2 月 18 日)

C, 3	收购价格 241 元/克左右,相当于菜百黄金标价的 7.1 成(330 元)/ 典当销售价格 318 元/克(是市场价格的 7.8 折左右);随着春节与情人节的来临, 加上黄金价格上涨预期, 典当行的黄金目前存货不多, 但仍可买到评估价
F, 6	收购价格 260 元/克左右,相当于菜百黄金标价的 8 成(330 元)/ 典当销售价格 308 元/克(是市场价格的 9 折左右);随着春节与情人节的来临, 加上黄金价格上涨预期, 典当行的黄金基本售完, 存货较少
13	由于缺乏专业鉴定机构, 基本不做, 如果有专业鉴定机构报告, 在 8 成左右
14	由于缺乏专业鉴定机构, 基本不做, 如果有专业鉴定机构报告, 在 8 成左右

数据来源: 亦多国际金融有限公司, 中信建投研究部

说明: 上述 A, B...F, 是第一次调研的编号, 1, 2...17 是第二次调研的编号。

■ 交易活跃并非是一种健康的表现

交易活跃的背后, 趋势性的含义是对正规金融的补充, 和民营企业的金融支持, 周期性波动则包含了负面的含义。中小企业和民营企业对不确定和高利率融资的耐受力是有限的, 或形成通过融资约束对民营经济的又一次打击甚至剥夺。高利率是被动的, 而非主动的; 更多的来自供给方, 而非需求方。

我们判断, 近期民间金融活跃并不是一种健康的表现。这里有企业补库存中对资金需求的力量, 也有货币紧缩带来的民间金融活跃度增加的影响。现在还看不出货币紧缩及其滞后效应所造成的实质损害, 但过高的利率对于中周期复苏加速并非是一种积极的因素。

■ 民间金融活跃度在二季度后可能降低

现在可能冬天还没到来, 但如果不实行积极的对冲政策, 二季度后风险就将来临。我们判断, 随着房地产

调控效应的显现，大约 1 个季度后，即使房价不动，押品变现能力也将大幅度降低。民间金融违约增加，将带来利率进一步攀升、民间金融活跃度将降低。融资能力下降和对民营经济的支持力度下降，市场经济的自生能力就会构成伤害，中周期复苏加速的车轮在经过这道障碍时必然颠簸，虽不至于翻车，但也足以让梦中的人提心掉胆。

因此，紧缩风险的就此而言，应在两会后迅速推开对民间金融的鼓励政策，以起到对冲作用。

3.3 政策触底，柳暗花明

当前行的车轮在可预期的前方必然会遇到障碍时，如果不想让车减速，理性的车夫是提前把石头搬动，至少是不再继续设置障碍。

3.3.1 紧缩触底

基于此，我们在最新的《云卷云舒之三：柳暗花明》中，指出：

- 政策的紧缩已经到了底部；
- 政策走势山重水复的迷惘态势已经得以改变，柳暗花明又一村。

这意味着自 2010 年 10 月开始的紧缩政策发生方向的变化，做出这种判断的理由如下：

理由一：不确定增长促使政策转向

基于较长时间紧缩对增长的负面影响进入临界点，政府汲取了 2008 年过度紧缩的教训，担心黄金十年梦想难以实现；

理由二：不确定的通胀促使政策转向

通胀的不确定可能使经济问题与政治问题相互转化，从而产生系统性风险。政府对通胀治理的思路从技术转向制度中的利益调整，从而避免通胀引发的系统性风险，这是由北非社会动荡的导火索引出的必然结论。

理由三：最高决策层的行动表明政策紧缩已经触底

基于 1989 年社会动荡的历史教训，最高决策层加强社会管理，避免通货膨胀产生的公共风险而提前统一思想，坚决行动从而将公共风险化解。这种行动主要表现为 2 月 19 日胡总书记在中央党校省部级干部加强社会管理创新开班仪式上的讲话，以及之后政治局做出“防止经济出现大的波动”的判断。

3.3.2 柳暗花明

当紧缩触底后，我们会发现，宏观政策已经柳暗花明了。例行的调控或许还要继续，但紧缩的力度正在减弱，频度也在放缓，每次出台政策时的对冲措施也将会加强。不仅如此，政府管分配，市场管增长的大势已经显现，纠结的政策已经柳暗花明。

- 政策特征之一：政府管分配，市场管增长

政府管分配通过三个路径来实现：1) 维护稳定，2) 强化公共支出利益让渡，3) 发展文体产业等缓和社会矛盾。市场管增长，前提是政府让出本该占有的空间，我们判断两会后新非公三十六条细则会陆续出台。

■ 政策特征之二：货币政策进入稳定紧缩预期阶段

在紧缩触底的背景下，货币政策进入稳定紧缩预期的阶段。对于银行监管的政策来讲，巴塞尔协议在国际上并非必要，巴塞尔二的实施在中国也被推迟。实施新的监管只是形势所迫和银监会职能所限，借巴塞尔三之名，以达到平滑银行业绩和银监会监管压力的目的。

而对于货币政策来讲，我们判断，央行牵头编制和实施社会融资总量将在两会有后文，中央定大数，部委商结构，制定 2011 年的信贷（以及信托，票据，理财），债券，股票，等大类融资的规模，稳定紧缩预期，缓解情绪紧张。

■ 政策特征之三：紧缩进程

第一，我们维持加息两次，1 年期存款利率达到 3.5% 的判断。利率中枢上移，改善信贷资源配置效率，实现银行让利和其他宏观目标实现。

第二，准备金率作为全天候的政策工具，主要取决于银行体系流动性的充裕程度和调节银行放贷的必要性。前者受外汇占款——升值预期和热钱流入、外贸、FDI——影响很大，但本身不必然与紧缩相联系，政府实施时也会更加注意对市场的负面冲击。

第三，信贷紧缩已到最紧缩时期。我们认为，虽然一季度信贷控制不会松懈，但两会前或已是最紧的时期。放松还难以判断，但相信最晚 2 季度后应能看到，也许会提前。

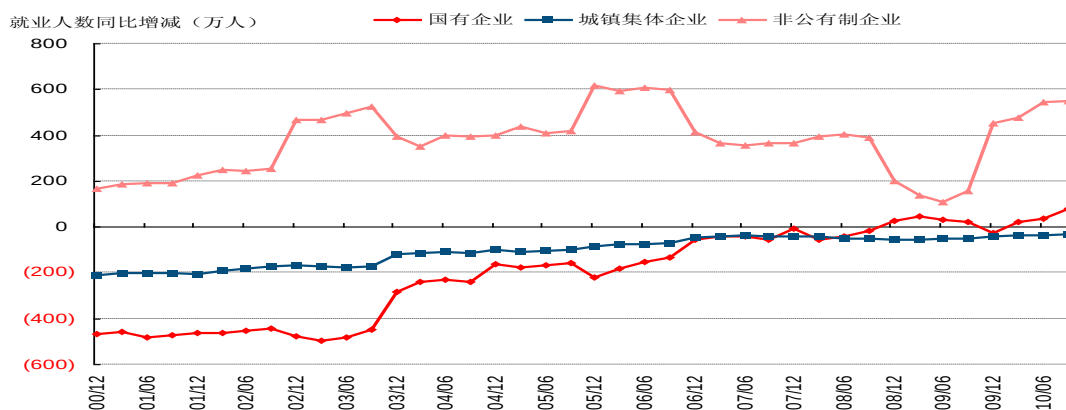
3.4 制度变革加快民间投资步伐

市场对增长的担心，我们在上文中已经做出初步的回答。中国经济在经历着从小周天到大周天的变化中，如果没有考虑市场的力量，增长的确信性是无法让人相信的。政策的紧缩触底也只是搬动了那块石头，前行之路上还有很多需要架桥铺路的活需要政府来做。

3.4.1 非公有制企业是创造就业的绝对主力

我们判断两会后，政府所承诺的非公三十六条细则将会迅速出台，在社会稳定成为当前最重要的任务时，政府已经把保增长的任务交给了市场，保增长就是保就业。下图已经表明，非公有经济在吸纳就业方面具有不可替代的力量。

图 38：非公有制企业是创造就业的绝对主力



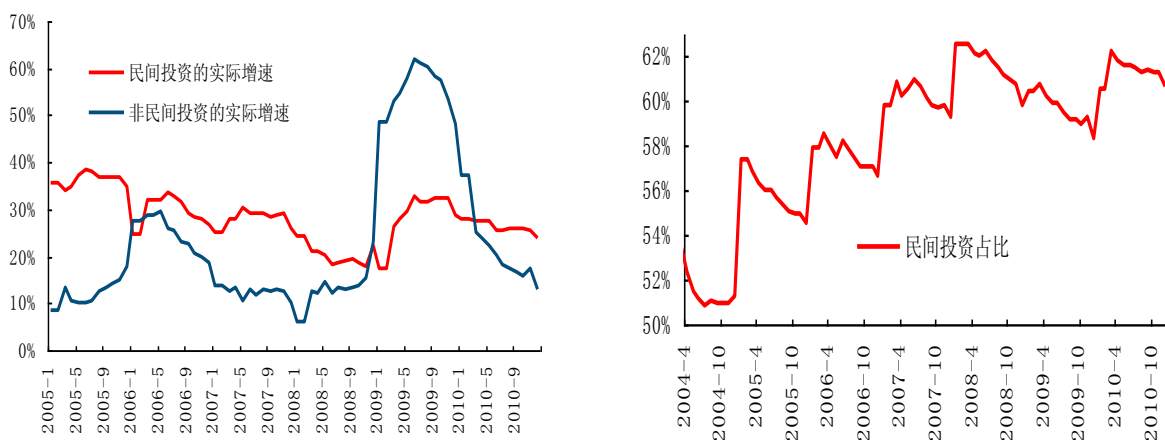
资料来源：Wind，中信建投研发部

3.4.2 民间投资实际增速已呈下降态势

民间投资占比自 2004 年起呈现上升态势，至 2007 年底已达到 60%。之后持续下行，至 2009 年底下降到 58%，自 2010 年后开始恢复性上升，至年底达到 60%。从总量上看，民间投资已经恢复到危机前的状态，但从增速来看，其实际下降速度在加快。在非民间投资增速已经从危机时的 60% 下降到 2010 年年底的 13% 时，民间资本虽然保持着 24% 的增长率，但其后续功力能否发挥，已然成为目前市场最担心的问题，也是政府最担心的问题。

当政府投资已然恢复常态，并且公共财政的主要职能在于通过投资民生而加强社会稳定时，民间资本必然被寄予厚望。维持我们之前在《花开花谢之四：制度红利开始释放》中的判断：非公三十六条不太可能在垄断性行业推开，真正要做的就是甩包袱，这包括医疗、公共卫生、社会事业、服务业等。我们相信政府也会在一些不需要政府投资的新兴产业上进行相当地财政补助和税收补贴，我们更期待政府开始实施不对称加息，这是让利最根本的标志。

图 39：民间投资占比回到危机前，但实际增速已呈下降态势



资料来源：Wind，中信建投研发部

四、梦醒时分：公共风险不会爆发

梦想并不一定能够成真，当通胀可控，增长可期基本达成共识时，市场开始担心中国公共风险的爆发。中国的公共风险在我们看来，就是通胀恶化将经济总是演变为政治问题，从而引发社会动荡，从而引发资金外流，中国经济作为整体资产估值下降。

4.1 新兴市场资金“逆回流”

2011年以来，以“金砖四国”为代表的新兴市场资金出现“逆回流”的现象，包括股票和商品基金在内的风险资产都遭遇资金流入减速的尴尬，并引发相关股市的连续下跌。全球资金追踪机构 EPFR 1月14日公布的数据显示，中国、俄罗斯、印度和巴西等“金砖四国”的股票基金出现资金逆流，净流出 3.22 亿美元。相对而言，美国股票基金则吸引到 30.3 亿美元资金净流入。这种逆回流令新兴市场国家股市快速降温。包括印度、印尼、菲律宾、泰国和马来西亚等国股市均连续收阴，似乎在向投资者传达一种警示。也加重了我国投资者对资金外流的担忧。

自二月以来，北非动荡的政治经济形势，又加重了这一担心。当美国复苏相当可观，以中国为代表的新兴国家治理通胀的成本越来越大时，这是一种正常的反映。我们认为，中国的资金外流时机未到。原因是，中国政府已经毅然出手了。

4.2 稳定压倒一切：社会管理缓解系统性风险

4.2.1 社会管理的强化改变了通胀的性质

我们把中国决策层近期加强社会管理看作是化解公共风险的根本措施。原因在于，社会管理的重要内容改变了通胀的性质。

决策层认为社会管理的本质是社会稳定而和谐，和谐稳定的达成，主要依靠利益分配。中央强调“社会管理要搞好，必须加快推进以保障和改善民生为重点的社会建设。”基于此种判断，中央的工作重心已经发生转移，从技术上遏制通胀转向从利益分配上解决通胀可能触发的公共风险。我们认为社会管理的强化已经改变了通胀的特征：通胀造成的不确定性已经转变为通胀的风险。风险是有边界的，这表明通胀的负面冲击效应已经不可能更差。

通胀的形成是个货币现象，但其治理却是个财政现象。通胀并不可怕，可怕的是通胀会将经济问题演化成政治问题。经济问题与政治问题的转化是有临界点的，是非常不确定的。中央的英明决策正在告诉大家，通胀所造成的难以收拾的局面是不会出现的，通胀的解决正朝着正确的方向前行。中国目前治理通胀已经从治标转向了治本，虽然耗费时日，但是有盼头的。

4.2.2 社会管理将不确定的利益让渡确定化

当中央强调“要把社会管理工作摆在更加突出的位置”上，创新社会管理就是“是维护最广大人民根本利益的必然要求”，更是“提高党的执政能力和巩固党的执政地位的必然要求”。决策层已经对人民立下了重要的承诺，稳定压倒一切，团结就是力量，社会管理将成为一把尚方宝剑。

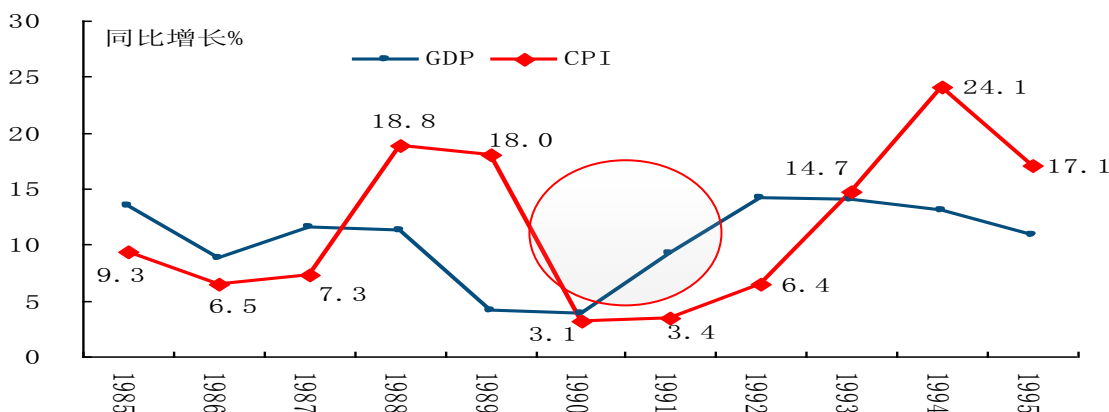
有了这把尚方宝剑，原来不确定的利益让渡将会确定化，从而减弱了社会动荡对市场创新与经济稳定的冲击。我们判断基于我党历来强大的执行力，在将社会管理放在第一位的背景下，宏观决策将会发生如下的变化：

- 违反社会和谐稳定的行为将会被中央严厉禁止，中央承诺的民生支出，如保障性住房等一定会完成。近期中央认为保障性住房是死命令，已经得以体现。
- 在换届的当口，如不在社会管理，特别是维护社会稳定方面尽力，将会被竞争对手推到人民的对立面，从而失去未来十年的大机会。
- 在中央强调基于利益分配而进行社会管理创新的基本思路下，利益集团不得不在强大的公共利益面前让步，社会矛盾从而缓和。比如说，如果国际原油价格如果涨到 150 美元一桶，中国政府完全可以命令中石油收回提价的要求。如果中石油特别要求提价，那只会被认为不讲政治。在中国不讲政治的后果，可想而知的。

4.2.3 社会管理化解了公共风险

我们认为社会管理最大的效用在于化解了大家前期所担心的不确定事件的发生。我们相信，社会管理的强化，会使得系统性风险正在逐步减弱。而如果社会管理弱化，公共风险必将引发社会的退步与人民尊严的受损。1980 年代末的社会动荡对改革的约束，对中国开放的破坏力，大家都记忆犹新。中央汲取当时管理不强的教训，及时地统一思想，部署执行，将可能的公共风险化解于无形。

图 40：中国 1980 年代末的社会动荡直接引发了巨大的社会风险，改革与开放退步



资料来源：Wind, 中信建投研发部

基于上述的判断，我们认为以下重大的宏观问题结论是清晰的：

- 滞胀局面不可能出现，通胀是真正可控的；
- 民生投资是可期待的，政府工作报告中进一步明确；
- 保障性住房必将完成，而且会超额完成。保障性住房是投名状，是军令状，也是委任状；
- 中国是安全的，资金不会外流。

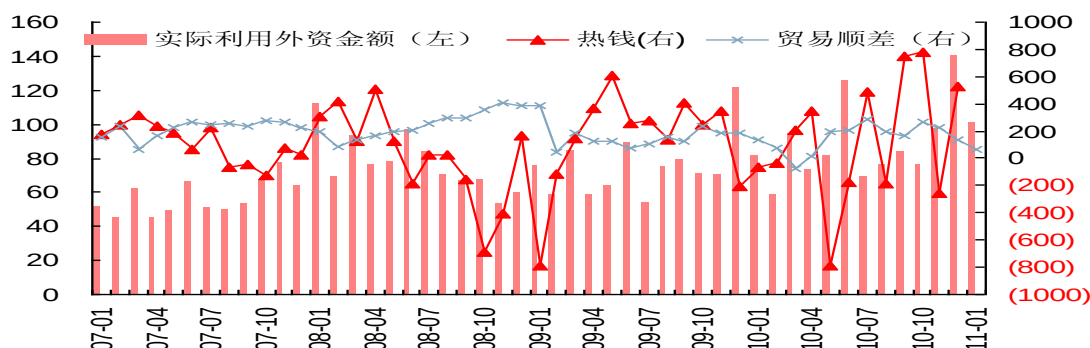
4.3 资金外流时机未到

中国始终面临着资金外流的风险，当稳定成为中国的商标时，这种风险就没有了。

4.3.1 外汇占款持续增加

从外汇占款数据来看，外汇占款超预期的可能性很大。贷款和外汇占款是我国创造货币的主要方式，1 月份 M2 经调整后增长 1.57 万亿元，贷款增长 1.04 万亿，差额约 5000 亿元。我们判断，1 月份新增外汇占款虽未公布，但很可能超预期地增长，我们估算大约在 4000 亿人民币左右。同时，1 月份顺差收窄至 64.5 亿美元，FDI 收窄至 100.3 亿美元，则热钱流入很可能继续增长。

图 41：顺差、FDI 和热钱估算

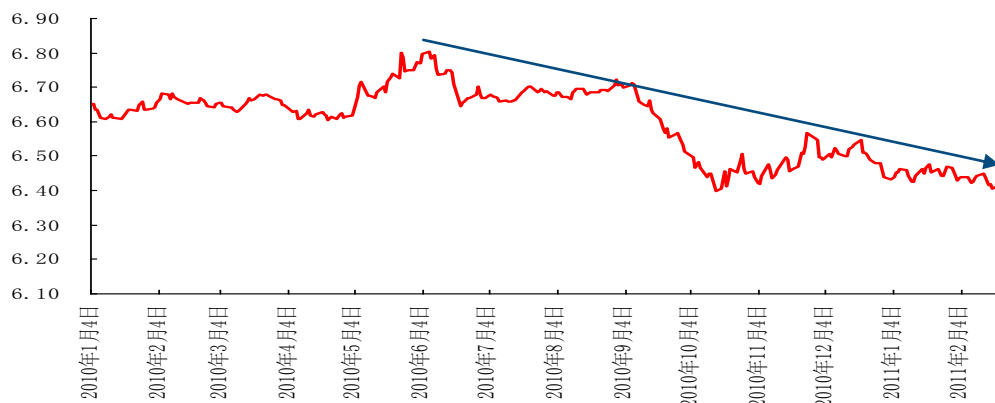


资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

4.3.2 人民币升值预期仍然强烈

升值或贬值预期也是判断资本流入或流出的重要依据。投资者通常用无本金交割远期外汇交易（NDF）来衡量海外市场对人民币升值的预期。从近半年来的 NDF 走势来看，基本还是呈现出明显的下行走势，并没有出现反弹甚至于是盘整的走势。我们判断今年人民币升值的幅度在 3-5%，高于去年的增长水平，这是稳定收益。因此，我们认为中短期内资金外流的可能性不大。

图 42：NDF 走势表明人民币升值预期强烈



资料来源：Wind，中信建投研发部

五、结论：上半年通胀可控、增长确定、流动性充裕强于预期

基于上述的分析，我们坚持年报的观点：2011 年嬗变是主流。具体到 2011 年上半年的经济走势，从总量的视角来看，可以总结为以下明确的三点：

5.1 通胀是可控制的：通胀中枢上移，短期或有波动，但总体可控

纵观全年，我们认为通胀中枢将上移。主要动力来自货币政策的滞后效应、劳动力成本的上升、国际大宗商品价格的输入和下半年可能出台的资源税改革。

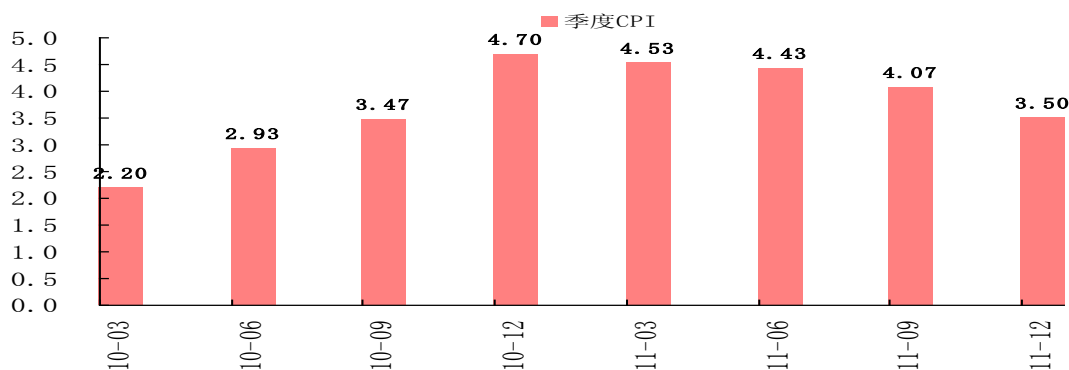
而短期扰动因素则包括季节性因素和极端天气。春节后食品价格适度回落，CPI 中食品部分也将随之走低，并且在未来几个月，随着极端气象冲击的结束和北方蔬菜上市，蔬菜价格依然会持续走低。从猪肉价格的历史规律看，猪肉价格也会在 1-2 个月月开始下降。未来几个月 CPI 中食品价格会适度回落，这是 CPI 下降的主要动力之一。而 CPI 中非食品价格、服务价格的上涨有深层次、中长期的原因，所以它们是未来 CPI 中枢提高的刚性部分。

在国内食品价格有望适度回落之际，国际上又增添了新的冲击力量，近期北非和中东局势突变。这属于不可抗力的因素，也无法从技术上衡量其对国际原油价格的影响。从目前的情况看，北非中东局势对国际原油价格的冲击更多地体现在预期上。不仅如此，我们社会管理的加强，也已经表明只要利益让渡得当，这种冲击不会影响通胀可控的判断。

综合考虑到翘尾因素、极端天气冲击、季节性因素、货币滞后影响和国际大宗商品价格等因素，我们维持原来的判断：

- 通胀中枢将提高，短期有波动，总体上可控。
- 一季度是今年通胀压力最大的时间段，此后 CPI 逐季降低。
- 从目前的信息判断，全年 CPI 将在 4.1% 左右，月度 CPI 高点或已过去。

图 43：CPI 一季度是高点

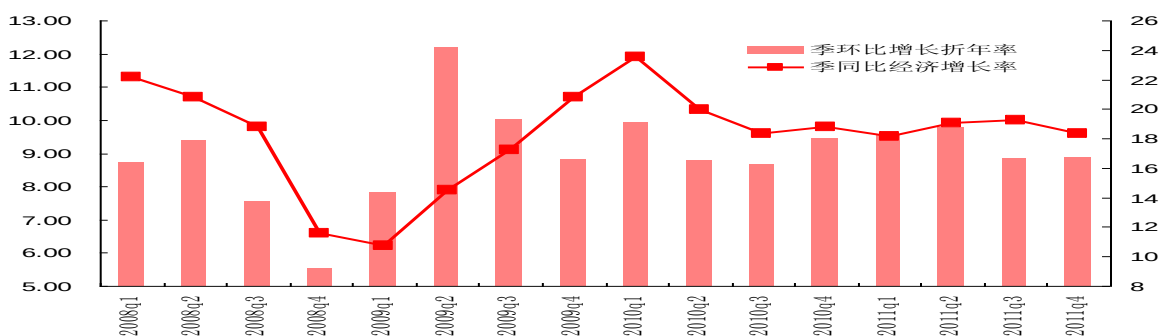


资料来源：Wind 中信建投研发部

5.2 增长是确定的：二季度环比到顶，三季度同比最高

2011 年增长是相对确定的。可以确定地说，在三季度之前，库存周期的推动下，增长无论是同比，还是环比都将保持上行态势。我们判断全年季度同比增长分别为 9.4%、9.8%、10%、9.5%，三季度最高，环比在二季度达到高峰，之后回落。我们之所以对三季度的环比保持谨慎，一个最重要的理由就是紧缩的滞后效应可能在三季度有所显现，现在还需要观察紧缩触底后，政府应对政策的实施效果。这些效果是无法通过逻辑推理来进行的，只能通过事实观察进行。

图 44：2011 年二季度增长环比将到达阶段性高峰，同比至三季度达到高峰



资料来源：Wind，中信建投研发部

5.3 流动性充裕强于预期

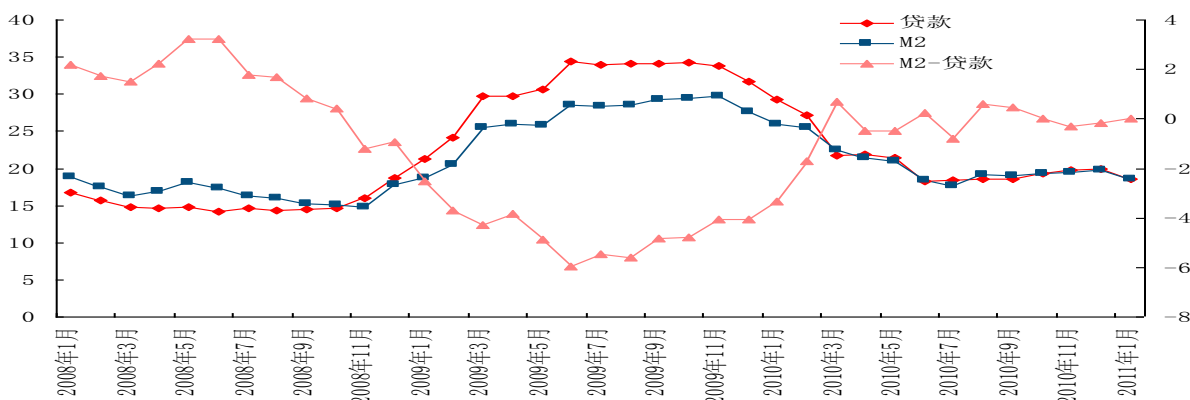
我们判断，流动性的充裕强于预期，理由如下：

理由之一，央行信贷紧缩现在已经处于临界点，最晚在二季度会放松，而且提前的可能性会加快。

理由之二，考虑到可能存在的 6000 亿元左右央行统计口径调整带来的误差，M2 增速被低估了。重新估算的 M2 增速在 18.54%，依然处于高位。

理由之三：稳定吸引资金流入。调整后的 M2 与贷款的增速差，在 2011 年 1 月由负转正，显示热钱流入——这一对资本市场而言最具活力的资金之一，依然强劲。中国的稳定是避险资金最大的指路灯。

图 45：M2 同比及同比估算值和 M2 同比估算-贷款同比



资料来源：Wind，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：经济学硕士，宏观经济分析师。

黄文涛：经济学博士，宏观经济分析师。

王 洋：经济学博士，宏观经济分析师。

刘之意：经济学硕士，宏观经济分析师。

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

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时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任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，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。

股市有风险，入市需谨慎。