



嬗变：穿越刚性

——中周期复苏的逻辑

内容摘要

- 2011 年中国经济增长的主力是市场而非政府，嬗变是全年的基调。二季度，市场周期上行的内生力量在对冲政府的紧缩冲击中有所损耗，动能边际递减，未来两个月很难看到政策放松对市场内生力量的补充。经济与政策都进入过渡期。
- 过渡期的特征之一是市场走完被动型的库存减少阶段，进入主动型的库存重建时遭遇成本上升与需求放缓的约束，结构性出现。微观上表现为企业盈利中枢下移，宏观上则是经济惯性增长。
- 惯性的增长主要体现为消费透支，环比正在触底；投资环比高峰已过进入平衡增长阶段；外贸将保持小幅顺差，谨慎乐观。世界各国进入虚拟经济收缩，实体经济小幅扩张的过渡阶段。
- 过渡期的特征之二是政策上是紧缩触底，但放松未到时日。政府通过结构性的利益调整而非总量性的货币收缩来解决通胀的冲击，通胀已成慢性病，通胀可控。政府维稳加重财政负担，减弱增长动能，制度刚性显现。
- 货币政策由量价双紧转向保量增价，不对称加息遏通胀保增长，维稳定。财政政策由积极走向稳健，外生增长主力从中央转向地方。
- 在从小周天向大周天转换的过程中，结构刚性与制度刚性的突破唯有创新方可。创新不是简单地重复，更不是回到过去，创新必须面对未来。对市场来讲，创新的基本条件已经具备，技术、组织、商业模式的创新使得市场憧憬着远方的主导产业，消化着近处的成本压力。以资源整合为主要内容的地方政府创新在政治周期的末端通过与民间资本的结合，影响着嬗变的节奏。
- 过渡不是消极的等待，是藏伏，是蓄势。只有保持革命乐观主义精神的投资者，知难而进，方能享受创新后的快乐。

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

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

联系人：

李树培

lishupei@csc.com.cn

010-85256321

首发日期：2011 年 4 月 18 日

相关研究报告

2011.04.18 《金钱永不眠》

2011.04.18 《说英雄，谁是英雄》

2011.04.18 《交易的初春，配置的金秋》

2011.02.28 《嬗变有道，梦想成真》

2011.02.28 《化蝶：突破库存周期》

2011.02.23 《云卷云舒之四：柳暗花明》

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

目 录

引言：藏伏	1
一、2010 年 10 月以来的宏观判断回顾及未来需要回答的问题	1
1.1 宏观判断回顾	1
1.1.1 研究结论列示	1
1.1.2 研究观点总结	1
1.2 未来需要回答的问题	2
二、过渡期——嬗变式弱，市场动能边际递减	2
2.1 被动型库存向主动型库存过渡	2
2.1.1 过渡期的逻辑判断	2
2.1.2 过渡期的事实判断	3
2.2 市场刚性：主动型库存遭遇成本约束	10
2.2.1 企业成本上升	10
2.2.1 企业成本上升	11
2.2.2 信贷管制加剧了虚拟分离，增大了金融风险	11
2.2.2 价格管制使得企业成本无法转嫁	14
2.3 市场刚性：主动型库存遭遇需求约束	14
2.3.1 国内消费需求透支，下降通道打开，面临拐点	14
2.3.2 国外需求：谨慎乐观	19
2.4 增长惯性上升，紧缩触底	24
三、过渡期——冲击时久，放松暂缓	25
3.1 放松暂缓：通胀已成慢性病	26
3.1.1 通胀已成慢性病——通胀的成因	26
3.1.2 通胀已成慢性病——政府对通胀的态度——稳定压倒一切	26
3.1.3 通胀已成慢性病——节能减排的意义	27
3.1.4 通胀已成慢性病——CPI 的走势判断	28
3.2 放松暂缓：通胀加重中央财政负担	30
3.2.1 维持稳定加重财政负担	30
3.2.2 政府无力继续刺激	32
3.3 过渡期的政策判断	33
3.3.1 紧缩触底下的货币政策：保量增价、总量调控	33
3.3.2 紧缩触底下的财政政策：由积极为稳健	36
3.3.3 过渡期的政策——管制的全面化	36

四、过渡期的创新——穿越刚性.....	37
4.1 创新的基本逻辑.....	37
4.2 创新的三要素模型.....	38
4.3 过渡期的政府创新——整合资源打破僵局.....	39
4.3.1 整合资源的动机.....	39
4.3.2 整合资源的方式.....	40
4.4 过渡期的市场创新.....	41
4.4.1 技术创新.....	41
4.4.2 组织创新.....	42
4.4.3 商业模式创新.....	43
4.5 创新的结果——系统性风险化解与主导产业的形成.....	43
五、资产配置.....	44
5.1 宏观变量的组合.....	44
5.2 配置策略.....	44
六、宏观数据预测.....	45

图表目录

图 1：从夏入秋为金克木，曲折多钱，所以要藏伏.....	2
图 2：从被动型的库存减少向主动型库存增加示意图.....	3
图 3：固定资产投资环比领先投资周期大约 3-4 个月，环比见顶为 2010 年 12 月.....	6
图 4：固定资产投资增速稳中有升.....	6
图 5：中央地方投资此消彼长.....	7
图 6：房地产开发资金来源.....	8
图 7：房地产投资增长及景气指数.....	8
图 8：规模以上工业增加值同比增速（%）.....	8
图 9：发电量同比增速（%）.....	8
图 10：工业产品的滞销率（%）.....	9
图 11：工业产品价格增幅（%）.....	10
图 12：贷款的标准上调，抵押率上升.....	13
图 13：金融危机期间我国经济增速持续大幅下滑.....	15
图 14：金融危机冲击下我国人均可支配收入增长中枢持续下移.....	15
图 15：危机期间受政府积极政策的影响我国消费逆势扩张.....	16
图 16：危机期间受政策刺激消费增长中枢连续上移.....	16
图 17：限额以上食品饮料类消费快速增长以后急速下降.....	16
图 18：限额以上服装鞋帽、针、纺织品类消费透支之后的跳水.....	16
图 19：汽车消费狂欢之后的低迷.....	16



图 20: 家用电器和音像器材类消费亢奋之后显疲倦	16
图 21: 金银珠宝类消费仍然纸醉金迷	17
图 22: 石油及其制品类消费扩张仍在高歌猛进	17
图 23: 即期资产的消耗是消费透支的佐证	17
图 24: 从长期态势来看收入决定消费	18
图 25: 人均可支配收入增速高于社消费品零售总额增速在两个季度内	18
图 26: 从消费的周期来看消费增速持续下滑不超过 4 个季度	18
图 27: 出口增长势头良好, 不确定性仍存在	19
图 28: 二季度将恢复顺差	19
图 29: 美国增长动力显现, 消费增长回到危机前的平均水平	20
图 30: 美国产能利用率开始走高	20
图 31: 美国增长弹性显现, 失业率开始走低	21
图 32: 美国房价仍在下跌, 但贷款增长相对显著	21
图 33: 美国 CPI 同比和环比都在加速上升	22
图 34: 欧洲 CPI 同比和环比都在加速上升	22
图 35: 欧洲基准利率提升	23
图 36: 日本 PMI 回落	23
图 37: 机电产品是我国对日出口的主要品种	23
图 38: 工业企业的经济效益指标	24
图 39: GDP 同比与环比增长	25
图 40: 政府对通胀的态度已从单纯的流动性控制转向利益的调整	27
图 41: 2011 年节能减排目标 (以 2010 年为基准)	27
图 42: 十二五节能减排目标 (以 2010 年为基准)	27
图 43: CPI 二季度高位运行	28
图 44: 食品涨幅超过历史平均值	28
图 45: CPI 涨幅超过历史平均值	28
图 46: 食品价格变化幅度大	29
图 47: 居住压力值得警惕	29
图 48: CPI 与 M1	29
图 49: CPI 与 (M1-M2)	29
图 50: 预警指数领先 CPI4 个月	30
图 51: 未来价格预期指数高位回落	30
图 52: 政府维持稳定的四字真经	30
图 53: 政府维持稳定的成本测算	31
图 54: 民生支出加速上升	31
图 55: 政府维持稳定会引发对增长动力的担忧	31
图 56: 中央负债扩张步伐减缓: 赤字率下降	32
图 57: 人民币升值预期	34
图 58: FDI 已恢复至金融危机前水平	34
图 59: 公开市场回笼资金功能恢复	34
图 60: 公开市场到期资金量巨大	34



图 61: 实体经济中资金紧张	35
图 62: 贷款需求旺盛	35
图 63: 加息步入中后期	36
图 64: 中周期繁荣的条件:微观主体自生能力的修复	38
图 65: 创新三要素模型	39
图 66: 中国的技术扩散指数 (%)	42
图 67: 大型化是结构转型背景下的调控要求	42
图 68: 商业模式的结构图	43
图 69: 宏观要素组合图	44
表 1: 分大行业固定资产投资增长	4
表 2: 分制造业固定资产投资增长	4
表 3: 企业成本调研显示, 成本压力仍将继续上扬	11
表 4: 北京各类民间金融机构的 1 月期贷款月利率 (4 月 5 日加息前)	12
表 5: 京津民间金融调查:抵押利率 (2011 年 1 月 20 日,2011 年 4 月 4 日)	13
表 6: 学者、机构及政府部门统计中国政府债务规模	32
表 7: 2010 年中国省市县三级政府债务管理概况	33
表 8: 2011 年宏观数据预测	45

引言：藏伏

我们原来预计央行会在4月1日加息，后来考虑到“愚人节”和央行喜欢加班加点工作的特征，就将时间放在了清明节的晚上。当央行的行为被市场如此精准地预期到的时候，若按理性预期的逻辑来看的话，政策的效力已经消失殆尽。在这种逻辑下，政策有效的前提条件有二：一，政府是骗子；二，市场是傻子。

政府没有骗我们，对称加息表明政府真得是高度关注通胀。但央行这样做并非是英明之举，因为单纯通过总量式的加息是无法应对结构性物价上涨的。非但如此，持续的加息必然会提高市场运行的成本，这必然会加大中国经济从小周天到大周天运转的难度。这是周天转换的障碍之一，是短期的。障碍之二，透支的消费需求对周天转换的抑制是长期的。三年来，产能过剩的消失，背后是政府钓鱼所引发的耐用消费品的过度消费，未来消费将回归常态。成本上升与需求下降双面夹击的结果是市场的结构刚性增强，企业盈利能力下降。基于这样的逻辑，周期复辟是人间四月芳菲尽，即使是山寺桃花始盛开，那也是另一种风景了。

通胀对周天转换的影响并非只限于结构刚性，它增厚了制度刚性，并引发了政策重心的转移。目前稳定压倒一切，物价稳定只是其中的一环。政府已经无法把通胀压缩至4%以下的理想水平，它已经开始把协调弱势的穷人群体、强势的权贵集团和只能逆来顺受的中产阶级各方的利益放在化解通胀风险的首位。政府维持稳定必然加大财政压力，穷则思变的态势已经形成。在公共风险越来越大的背景下，中央政府已经不再可能继续负债扩张。地方政府要么大搞保障性住房建设以完成军令状，要么进行资源整合以解决现金断流的问题。预算约束使得政府不得不在分配与增长之间寻找新的平衡，“黄金十年梦”的不舍，迫使政府必须把增长的重担交给市场。这种制度红利的释放意味着增长动力的转换，但权利的博弈使得制度刚性的打破又存在着重大的不确定性。

从这个逻辑上讲，通胀已经变成一种慢性病，政府再不能以急症应对之，不能为遏通胀而忽视其它重要职能的发挥。这如同一个人不能等到慢性胃炎好了，再工作一样。近期节能减排的常态化，成品油价格的提高，以及接下来的资源税改革都是顺理成章的事情。

结构刚性与制度刚性对周天转换的阻碍将变为现实，经济进入过渡期。增长惯性上冲后，环比增长逐季回落，通胀仍将在高位徘徊。这种情景按四季度轮回来讲，即为藏伏。春夏秋冬分属木、火、金、水，从秋到夏为金生水，水生木，木生火，周期循环顺畅。而从夏到秋，则为火克金，曲折多戕。《汉书 郊祀志注》中说：“伏者，谓阴气将起，迫于残阳而未得升。故为藏伏，因名伏日”。从春到夏是惯性增长，从夏到秋则必然遭遇障碍。好在二季度末政策面上可能部分对冲此种不利态势。

藏伏，即为蓄势。蓄势旨在打破结构刚性与制度刚性，其途径唯有创新。创新者，分市场创新与制度创新，而市场创新者无非是技术、组织、商业模式创新。制度创新者主要指政府通过让利来解决负现金流的问题，其以甩包袱为主要内容。创新是有成本的，并非所有的创新都能成功，成功者将迈向主导产业。失败者将归入周期复辟一类，复辟的本来含义就是指非最后的胜利者，而是阶段性的胜利者。

主导产业是中周期的微观特征，任一中周期都能产生主导产业，它是由人的最终需求决定的。当乡村的耐用消费品普及与城市的升级基本完成之后，个人的需求增长就开始边际递减了。公共需求的满足是主导产业形成的重要推力。基于民族主义与民粹主义的需求是市场必须高度关注的，在这种逻辑下，以军工为主要代表的高端制造业、以医疗卫生为代表的能提高幸福指数的公共事业、以满足人类资源消耗水平的新能源业、以社会稳定为主要目的公共安全等都有可能成为未来的主导产业。在2011年，我们或许只能看到主导产业的影子，未必能够看到其真身。

在二季度的宏观报告中，我们主要围绕着过渡、创新、主导来剖析经济的运行态势。它由以下报告组成：

宏观主报告：

《嬗变：穿越刚性——中周期复苏的逻辑》

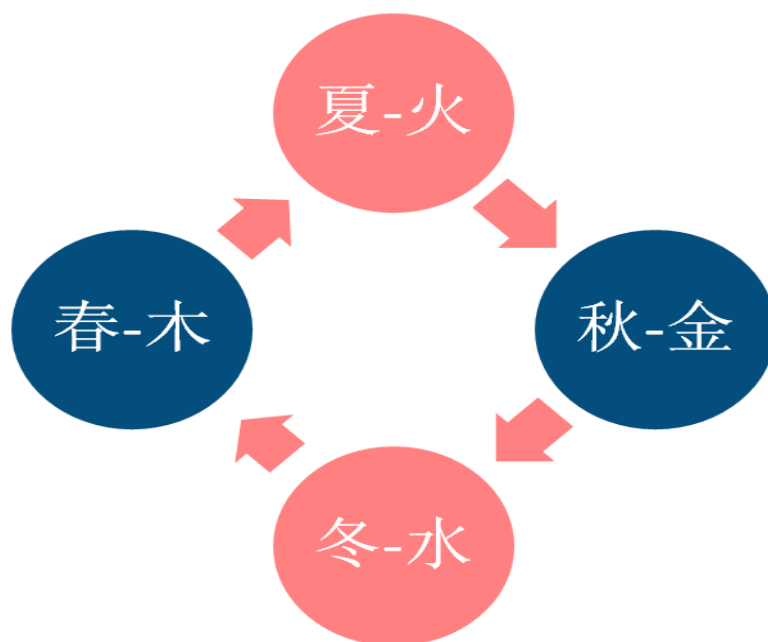
宏观分报告：

分报告一《说英雄，谁是英雄——结构主义的演绎：主导产业养成计划》

分报告二《金钱永不眠——津京浙蒙民间金融调查》

分报告三《交易的初春，配置的金秋——二季度债券投资策略报告》

图 1：从夏入秋为金克木，曲折多钱，所以要藏伏



资料来源：中信建投研发部

正文:

近期江湖上有一种传说:“有逻辑的分析师,市场惹他不起”,这有些高看分析师了。但没有逻辑的分析师,也惹市场不起。事实逻辑比理论逻辑重要,常识告诉我们,基于路径依赖,投资者更希望从之前判断准确的分析师那里得到对未来形势的判断。这虽然不能保证未来的判断一定准确,但至少从有逻辑的分析师那里可以知道错在哪里。从这个意义上讲,有逻辑其实是指能够把握经济运行的内生规律。在我们研究的框架下,这种内生规律指的就是中周期复苏加快阶段,市场已经取代政府成为左右经济运行的核心力量,政府的作用已经退居其次。

一、2010 年 10 月以来的宏观判断回顾及未来需要回答的问题

1.1 宏观判断回顾

1.1.1 研究结论列示

温故而知新,之所以要把“故”回溯到去年 10 月,是因为从去年的十七届五中全会中国同时开启了四大周期。我们的研究就是基于这种周期的运行而进行的,目前的走势也难证了我们的判断。对二季度及以后的形势判断是基于以下的已经被市场验证的事实所进行的。

- | | | |
|--------------|------------|--------------------------------|
| ● 四大周期同时启动 | 2010-1-20 | ----- 花开花谢之十五: 从扬汤止沸到破釜沉舟 |
| ● 嬗变为主,冲击在前 | 2010-12-10 | ----- 2011 年度报告: 新起点-嬗变与冲击 |
| ● 冲击式弱,嬗变渐强 | 2011-1-31 | ----- 2 月报告: 未遇寒冬, 期盼瑞雪 |
| ● 紧缩触底,柳暗花明 | 2011-2-22 | ----- 云卷云舒之三: 柳暗花明 |
| ● 嬗变有道,梦想成真 | 2011-2-28 | ----- 3 月报告: 嬗变有道, 梦想成真 |
| ● 保障风来满眼春 | 2011-3-24 | ----- 电话会议: 保障风来满眼春 |
| ● 主要矛盾已经转移 | 2011-3-24 | ----- 舆情与制度变革观察第 2 期: 稳定压倒一切 |
| ● 库存重建隐忧初现端倪 | 2011-4-06 | ----- 全球库存双周报《泛海观澜》第 5 期: 有龙则灵 |

1.1.2 研究观点总结

我们这半年来的研究可以概括为以下几点:

- 第一, 经济运行的主力是市场, 被动型的库存重建有序进行, 至二季度初隐忧初现端倪;
- 第二, 保障性住房是投名状, 是军令状, 是委任状, 它能对冲掉商品房开工下降的风险;
- 第三, 通胀可控制, 但通胀中枢在上移, 通胀治理战略已经发生变化;

- 第四，紧缩触底，但还未到放松的时候；
- 第五，稳定压倒一切，维稳增大财政压力，催化政策变局。

1.2 未来需要回答的问题

我们的逻辑是将中国经济看成一份资产进行策略化的宏观分析，周期与财政视角是实现这一目标的方式。未来宏观经济的走势，需要回答以下几个问题：

- 增长的动力在减弱，环比高点在二季度，还是三季度？
- 通胀在二季度后是否下行？
- 成本上升与需求减弱的双重夹击对企业利润的侵蚀多大？
- 信贷紧缩二季度末会否放松？加息周期何时结束？
- 制度变革会否因穷则思变而加快？

上述的五大问题，可以总结为一个问题：

如果说一季度投资的宏观背景是保障性住房从怀疑到相信，再到过度相信的话，那么二季度的宏观背景还是它吗？如果不是它，会是谁呢？年度报告我们提出“不可依样画葫芦”对大消费不看好，那么二季度报告还能“依样画葫芦”看好周期品吗？

二、过渡期——嬗变式弱，市场动能边际递减

中国经济增长进入到过渡期，从微观上看，是简单再生产的小周天接近尾声，在向大周天转换的过程中遇到成本障碍。从宏观背景上讲，是经济惯性增长，三季度达环比高点，之后增长动能边际递减。具体地讲，二季度的市场特征是嬗变式弱，相应的政策特征是紧缩触底。

2.1 被动型库存向主动型库存过渡

根据我们对库存周期的研究，中国经济自 2009 年二季度进入新的长达十年的中周期，至 2010 年三季度，政策刺激的外生性增长结束，市场主导的内生性增长开始，目前是被动型库存向主动型库存的过渡期。

2.1.1 过渡期的逻辑判断

自去年 10 月至今，内生性增长将经历三个阶段：1）被动型的库存减少，2）过渡期，3）主动型的库存增加。（上述研究，参见《全球库存双周观察：泛海观察 1—5 期》）。我们的判断是：

- **被动型库存减少阶段已经过去**

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，因此存在着强烈的扩大产量的需要。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。

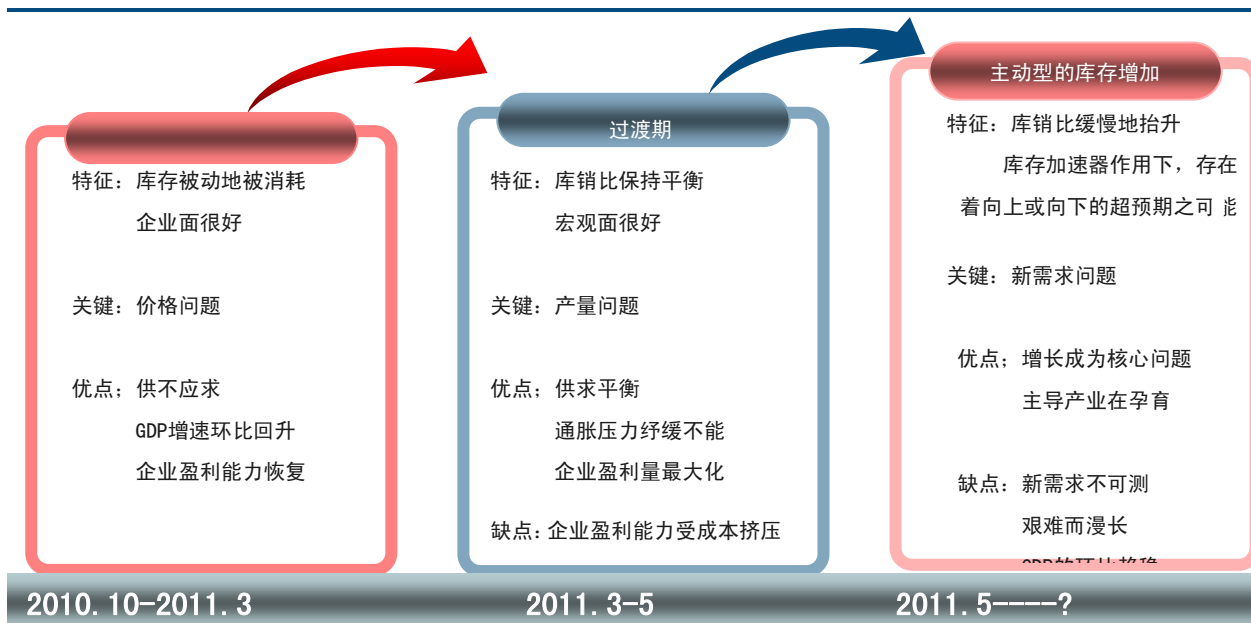
● 自 2011 年三月后进入过渡期，供需平衡

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，通胀高位。

● 2011 年五月后进入主动型的库存增加阶段，不确定性增大

随着企业继续扩大产量乃至建设新的产能，成本约束提上日程，此时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，库存加速的威力凸显。

图 2：从被动型的库存减少向主动型库存增加示意图



资料来源：中信建投研发部

2.1.2 过渡期的事实判断

（1）资本支出暗合中周期主导产业的逻辑：先进制造和服务业投资增长加快

自去年 10 月份后，在中周期复苏加速的背景下，资本开支周期已经形成，这是我们之前坚持的逻辑。历史的经验表明：中周期的前期，资本支出增加是确定的事情。从目前的投资分项数据来看，这一周期启动的方向是明确的。

从 1-3 月，分行业固定资产投资数据来看，先进制造业和服务业投资增长加快，特别是新材料、航空、金融服务等行业固定资产投资都达到 50%以上的增长速度。从大的背景看，这意味着相关行业利润率的提高和产业升级引发的投资增长需求。从小的背景看，是产能利用率达到新高后市场的一种自然的行为，其微观行为表现为一种被动的补库存。

按照我们需求-技术-要素-制度的分析框架，这一方向是沿着主导产业的演进而前行的。从大行业投资增速度来看，先进服务业与交通运输业中的铁路运输，以及制造业的投资增速都在 30% 左右。而单纯从制造业来看，超出制造业整体投资增速的包括化纤、电器机械、通信、仪器仪表等都属于我们所讲的，未来可能成为主导产业的领域。

表 1：分大行业固定资产投资增长

	2005-12	2006-12	2007-12	2009-12	2010-09	2010-10	2010-11	2010-12	2011-02	2011-03
居民服务和其他服务业	28.80	34.50	28.80	61.8	41.00	36.90	43.80	46.10	77.10	76.60
金融业	5.60	11.70	25.40	38.2	44.40	40.70	36.30	36.50	53.40	31.80
住宿和餐饮业	55.10	37.40	41.20	34.4	27.50	26.30	26.00	27.60	35.90	30.50
房地产业	20.50	25.40	32.20	19.9	34.70	34.60	36.40	33.50	32.60	31.00
交通运输、仓储和邮政业	22.30	25.70	14.40	48.3	22.00	22.20	22.30	19.50	30.70	27.6
制造业	38.60	29.40	34.80	26.80	25.40	25.70	26.10	27.00	29.90	29.2
建筑业	57.70	50.10	48.50	57.60	26.00	23.90	23.10	48.60	26.80	34.6
批发和零售业	31.60	23.00	28.90	39.40	17.60	18.60	18.10	16.20	26.10	24.2
科学研究、技术服务和地质勘查业	27.80	9.50	16.70	48.50	15.50	15.10	16.70	18.80	24.50	20.8
采矿业	50.70	28.90	26.90	18.20	17.90	19.20	19.60	18.10	14.50	10.6
公共设施管理业	24.60	23.00	21.30	42.60	25.80	24.70	24.90	24.30	13.50	17.5
水利、环境和公共设施管理业	22.30	22.20	22.30	45.10	25.90	24.70	24.50	24.50	11.90	15.4
卫生、社会保障和社会福利业	29.80	17.00	13.40	58.50	14.30	13.00	15.00	15.90	8.30	21.7
租赁和商务服务	42.20	37.00	30.50	50.40	36.80	32.70	32.00	32.40	7.00	15.2
农、林、牧、渔业	27.50	30.70	31.10	49.90	17.70	17.20	16.60	18.20	6.90	10.8
电力、燃气及水的生产和供应业	31.10	12.50	9.80	28.50	8.30	8.00	9.00	6.60	-0.10	4
教育	8.40	7.50	3.90	37.20	13.20	13.70	13.90	14.60	-0.20	11
信息传输、计算机服务和软件业	-5.80	14.40	1.30	18.00	-5.50	-5.20	-3.90	-6.00	-16.90	-15.3

表 2：分制造业固定资产投资增长

	2005	2006	2007	2009-12	2010-09	2010-10	2010-11	2010-12	2011-02	2011-03
化学纤维	2.00	22.40	31.80	-6.40	49.20	54.00	50.10	42.20	134.20	109.00
通信设备、计算机	18.20	38.70	24.30	6.70	45.50	44.20	46.60	48.20	61.90	62.00
电气机械及器材	44.90	45.60	44.90	51.20	37.80	38.70	38.50	40.40	60.40	54.10
工艺品及其他	49.80	49.70	26.50	25.90	32.50	35.40	33.40	32.90	59.80	33.30
仪器仪表及文化	23.20	41.40	25.00	23.80	39.90	34.90	38.00	35.00	45.10	54.1
皮革、毛皮、羽毛	70.80	45.80	18.60	21.50	18.30	17.60	18.70	23.40	42.20	34.9
饮料制造业	38.20	58.20	30.20	22.40	24.70	24.50	27.00	25.60	42.10	36
农副食品加工业	62.90	31.60	37.60	38.20	25.90	27.70	28.70	28.10	41.70	29.3

塑料制品业	42.10	48.20	28.30	27.80	26.30	27.60	26.40	27.40	36.80	32.4
家具制造业	80.10	44.80	43.10	25.90	22.30	22.70	25.30	30.00	33.70	30.9
纺织业	38.00	21.10	20.90	14.80	21.40	25.50	26.60	26.40	33.00	36.9
废弃资源	58.00	107.30	120.20	76.70	69.00	64.10	50.90	37.70	32.80	37.2
交通运输设备	51.10	25.20	38.50	31.30	26.60	29.20	32.10	31.70	31.40	27.5
专用设备制造业	68.90	39.80	55.70	37.30	34.60	34.10	32.40	35.10	31.00	29.2
制造业	38.60	29.40	34.80	26.80	25.40	25.70	26.10	27.00	29.90	34.9
纺织服装	47.30	42.70	36.00	17.00	25.50	30.90	31.20	34.40	28.80	31.5
医药制造业	16.60	8.00	10.20	36.30	31.10	31.60	29.90	33.50	28.60	33.9
木材加工	58.20	45.70	57.10	26.70	29.50	30.70	28.60	28.40	25.30	28.5
通用设备制造业	81.60	52.90	49.40	37.60	23.60	22.40	22.30	22.40	25.10	40.2
橡胶制品业	11.20	78.80	19.80	33.70	35.90	34.00	28.20	23.90	24.80	26.6
石油加工、炼焦及核 燃料加工业	25.80	17.90	50.30	0.40	6.60	10.00	10.50	12.90	18.80	17.4
化学原料及化学制 品制造业	33.70	19.90	38.10	26.90	14.20	13.60	14.00	14.80	18.80	16.4
造纸及纸制品业	31.60	18.40	26.50	21.50	11.00	10.60	9.80	8.20	18.60	10.4
金属制品业	77.30	50.70	46.20	29.20	27.60	26.10	26.10	28.60	17.80	19.9
文教体育用品业	60.10	36.00	43.50	10.40	20.40	24.70	25.40	26.50	17.40	8.8
非金属矿物制品业	26.60	33.00	50.80	43.50	30.70	27.50	27.20	28.00	17.40	18.3
黑色金属冶炼及压 延加工业	27.50	-2.50	12.20	-1.30	0.30	1.60	5.30	6.10	10.70	10.6
有色金属冶炼及压 延加工业	32.40	27.90	34.90	16.80	37.00	37.20	33.80	35.80	8.40	17.2
食品制造业	48.20	42.60	26.10	32.40	23.90	27.30	27.30	28.80	7.50	14.6
印刷记录复制	35.20	32.50	22.10	25.90	20.30	22.20	22.40	22.00	3.50	26.2
电力、燃气及水	31.10	12.50	9.80	28.50	8.30	8.00	9.00	6.60	-0.10	4
烟草制品业	10.50	20.80	2.40	63.70	-9.00	-9.00	-6.00	-0.40	-31.20	-21.2

资料来源: WIND, 中信建投研发部

(2) 资本支出周期向上趋势明显，但高峰将过

资本支出周期向上的趋势是明显的，但高峰将过，这意味着增长的动力将会减弱。

三月份固定资产投资增速累计同比 25%，不考虑季节效应，比 2010 年 12 月的 24.5% 累计增速略有回升，低于上年同期的 26.6%，表明投资稳中有降。通过构造固定资产投资的定基指数，通过计量方法的处理，得到固定资产投资周期和固定资产投资季调趋势项环比等数据，我们得到以下结论：

● 经济仍处于上行阶段

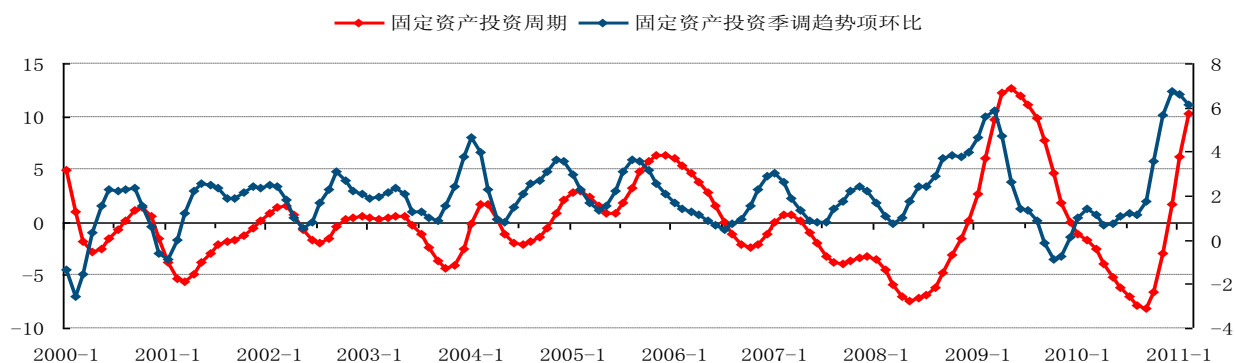
与工业生产周期一样，固定资产投资也具有明显的周期性。当前仍然处于 2010 年 9 月以来的固定资产投资上升阶段，与通过产出缺口得到的工业生产周期是一致的，也说明了当前经济仍处于上行阶段。

● 4-5 月份可能是工业生产周期的高点

从固定资产投资季调环比指标来看，2010 年 12 月是固定资产投资的环比高点，之后环比出现回落，从固

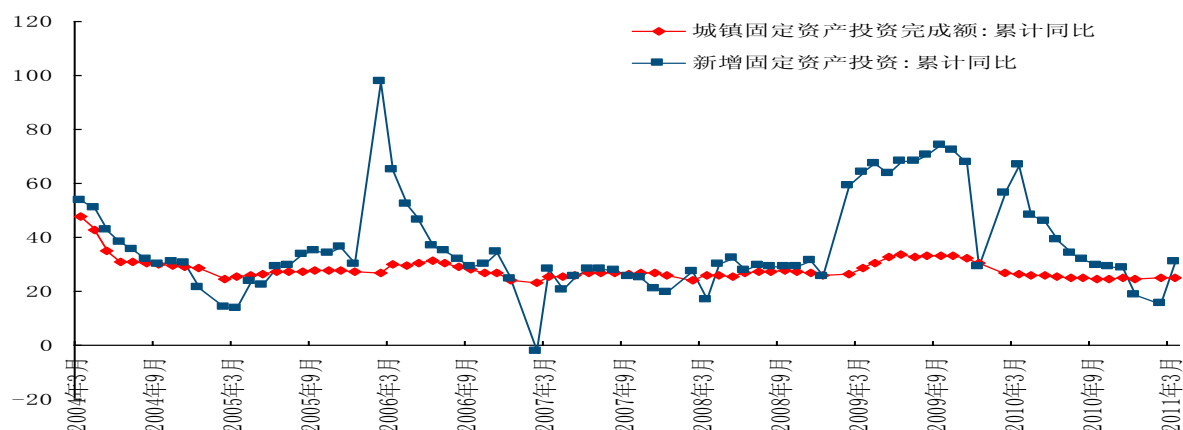
定资产投资环比与固定资产投资周期之间的关系看，环比大致领先投资周期 3-4 个月，这意味着，3 月份前后是固定资产投资周期的高点，之后可能面临回落；而固定资产投资环比大致领先工业增加值环比 1-2 个月，据此判断，4-5 月份可能是工业生产周期的高点。

图 3：固定资产投资环比领先投资周期大约 3-4 个月，环比见顶为 2010 年 12 月



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 4：固定资产投资增速稳中有升



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

(3) 资本支出周期仍将延续，但动力在减弱

● 水利与铁路投资可期待，全年固定资产投资将达 24% 左右

一季度第一产业投资增长仅为 10%，低于我们预期，年初，政府出台以“水利改革和发展”为主题的中央一号文件提出未来十年年均投入高出 2010 年一倍，也就是说年均投入 4000 亿元，那么起步阶段的投资肯定不会太少，或许会超过均值。但实际增长却很慢，可能有一定的季节因素影响，我们预计，未来第一产业投资增速将会加快。

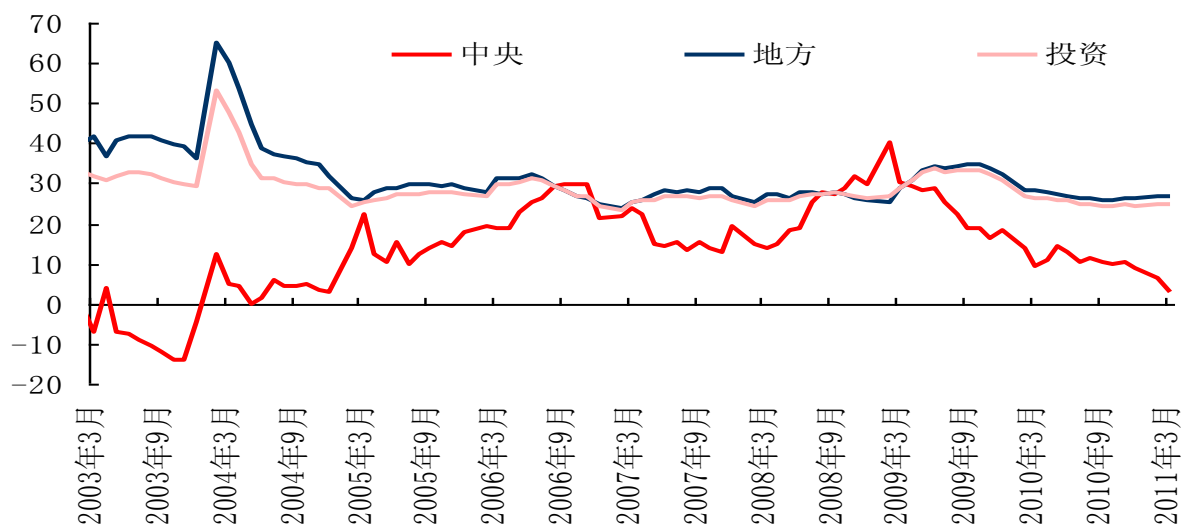
另外，铁道部表示 2011 年铁路基本建设计划投资 7000 亿元。如果政府按这个计划进行投资，那么今年的固定资产投资还是值得期待的，我们认为，就全年而言，投资主导的增长模式难以改变。预计全年固定资产

投资增速将达到 24% 左右。

● 中央地方此消彼长

随着逆周期政策刺激效用的逐步减弱，中央项目投资延续了一个下降走势，但与此同时，地方项目投资稳中有升。一季度，中央项目投资 2540 亿元，同比增长 3%，增速与上年相比回落 6.1 个百分点；地方项目投资 36924 亿元，增长 26.8%，增速与上年同期相比回落 1.3 个百分点。

图 5：中央地方投资此消彼长



资料来源：Bloomberg

● 保障房助力固定资产投资

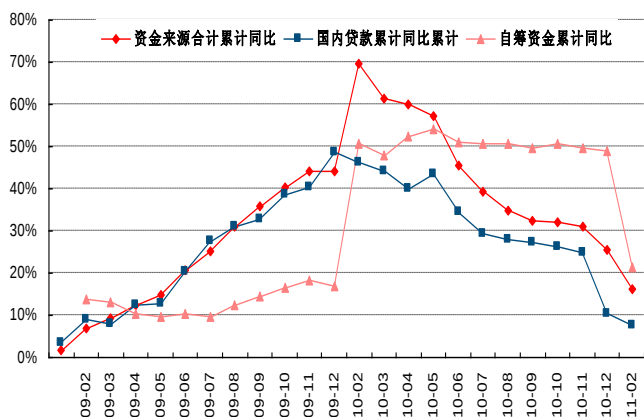
银行对房地产开发贷款和开发商对商品房地产调控的谨慎态度决定了房地产投资增速下行的趋势不会改变。房地产调控将演变成持久战，商业性房地产投资高速增长的局面难言再续。而房地产开发资金来源和房地产新开工面积投资增速均快速回落，在土地供给政策的收紧和资金双重约束下，购置土地面积还出现负增长。

虽然三轮调控下房价并没有下跌，但对房地产市场仍然产生深远影响，在这样一种背景下，房地产投资增速很难保持 2010 年 33.2% 的高速，而 2001 年至 2008 年，房地产投资增速在 20%-30% 之间，均值为 25%，最低 19.5%，即使没有调控政策，房地产投资增速也很难保持在 30% 以上，在严厉的房地产调控政策下，销量下降已成为市场共识，而销量下降必然导致投资的下降，如果没有对冲手段，房地产投资增速甚至有可能下降至 20% 以下，在这种政策背景下，对冲手段尤为重要。我们推算，2011 年 1000 万套房的投资总额约 1.35 万亿元，对 2011 年房地产投资增速的贡献为 11.76 个百分点，以此计算，2011 年房地产投资同比增速为 25.2%。

当保障性住房建设已然由地方政府领导的“军令状”变成“委任状”时，虽有资金瓶颈和社会投资积极性的约束，但保障房投资进度和 1000 万套的建设规模应有保障。预计商品房开发投资下滑的空间将由保障房填补，而保障房建设的高潮即将到来。

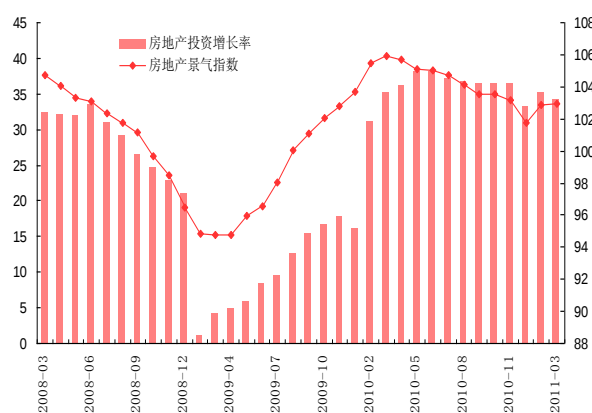
我们宏观报告对保障房已从多方面进行了详细的论述，具体可参见报告《保障房之宏观篇：春天的十七个瞬间》等。我们认为，对于保障房建设，从投资动力、资金来源到土地供给都应该不是问题。

图 6：房地产开发资金来源



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 7：房地产投资增长及景气指数



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

(4) 库存开始增加，工业品价格下滑

数据显示，一季度全国规模以上工业增加值同比增长 14.4%，产销率达到 97.7%，比上年同期提高 0.1 个百分点。其中，3 月份，增加值同比增长 14.8%，环比增长 1.19%。

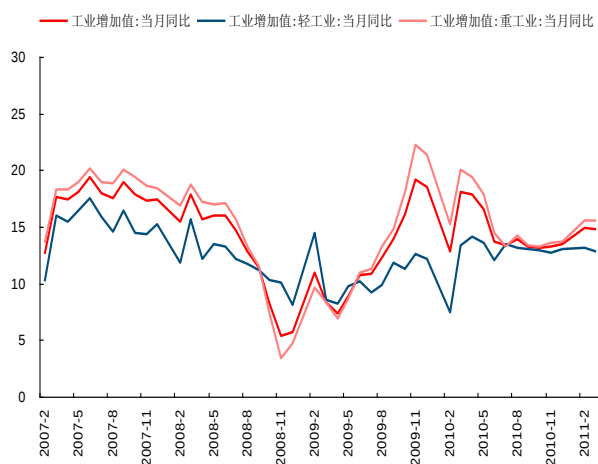
根据我们对实体经济和库存周期演进的持续观察，1-2 月份，属于被动型的库存减少阶段，而 3-5 月份，则属于从被动型的库存减少向主动型的库存增加的过渡期。（对于库存周期三阶段的时空划定和理据，请参见我们 3 月 1 日的报告《化蝶：突破库存周期》。）目前来看，工业经济和库存周期的演进和我们的预判，庶几无例外之处。

库存周期的演进进入过渡期，例证是：

● 效益持续回升

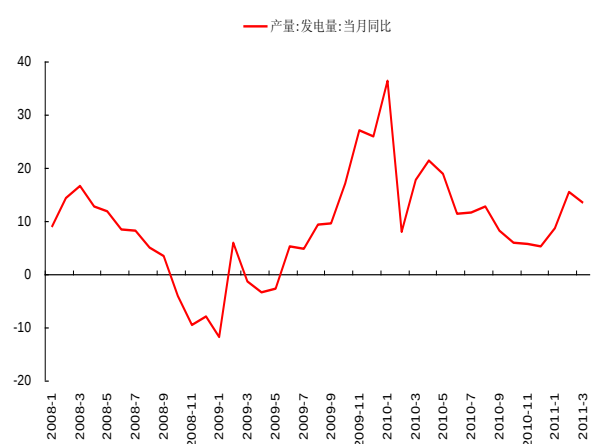
无论是工业增加值，还是更为直接的发电量，经过季调后的环比增速都走平并略有加快，这意味着工业企业的利润正在通过“以量补价”，向利润最大化靠近。

图 8：规模以上工业增加值同比增速 (%)



资料来源：Wind，中信建投研发部

图 9：发电量同比增速 (%)

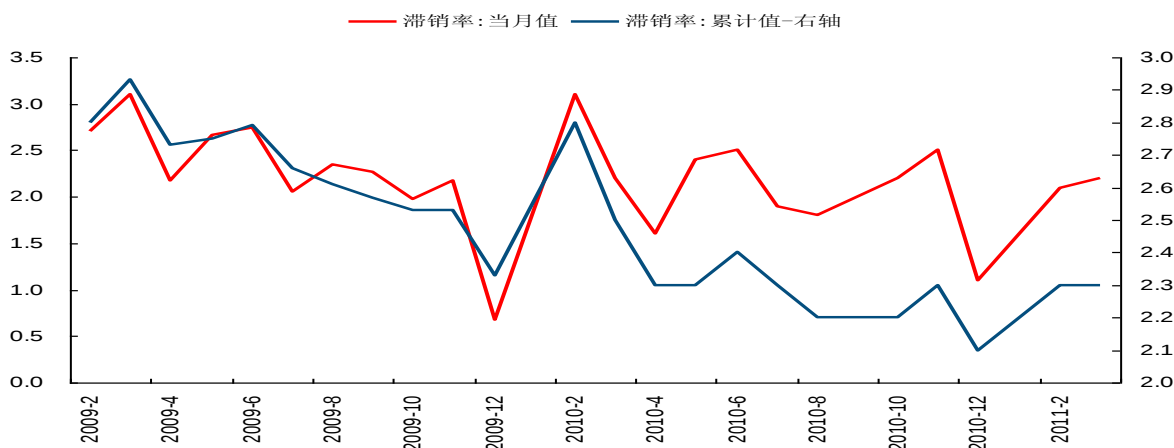


资料来源：Wind，中信建投研发部

● 库存开始增加

观察工业产品的滞销率，不难发现目前的滞销率在连续的下降之后，转而拐头向上。这一方面，意味着产量的持续扩大；另一方面，意味着工业品的供求已经达到了新的均衡点。

图 10：工业产品的滞销率（%）



资料来源：Wind，中信建投研发部

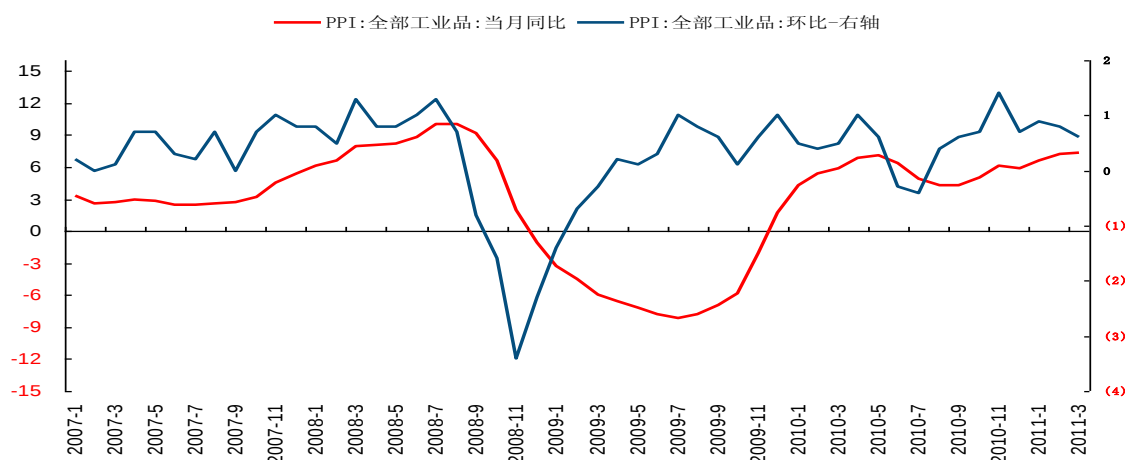
● 工业品价格下滑

实际上，观察工业产品价格 PPI 等数据，我们不难发现，其实工业品的价格环比增速在持续走低（较上个月下滑 0.1 个百分点，再度下滑 0.2 个百分点）；与此同时，和 CPI 的走势相比，PPI 上行的高度也是较弱的（PPI 同比基本走平，CPI 同比则反弹 0.5 个百分点）。这表明，在供需平衡的背景下，工业品价格上涨的市场基础其实很薄弱。

这更意味着，目前的价格上涨，是一种制度性的上涨，或是一种输入型的上涨。对这样的一个结构型通胀问题的解决，总量型的手段是无效的，重构利益格局，才是重中之重。因此，加息已接近尾声，而穿越制度刚性的变革才刚刚开始……

综上，根据产量、销量、价格和绩效等种种数据，我们确认，目前的整体经济确实进入到了过渡期。

图 11: 工业产品价格增幅 (%)



资料来源: Wind, 中信建投研发部

2.2 市场刚性: 主动型库存遭遇成本约束

从被动型库存减少到主动库存重建其实是一个从简单再生产到扩大再生产的过程, 我们在《嬗变有道, 梦想成真》中曾经指出这是一个从小周天到大周天的过程。当产出缺口或产能利用率达到高峰并开始回落后, 可以判定小周天已经完成。而其之所以回落, 一个根本的原因就是简单再生产向扩大再生产转换的过程中, 遇到了障碍, 这种障碍首先是成本约束, 其次是消费的透支。本部分先分析成本约束, 下一步部分剖析消费的透支。

企业的成本约束即包括大家公认的人力资本上升, 资源价格上升等老生常谈的话, 不必再赘述。真正催化企业成本约束以至成为市场刚性的则近半年来过度紧缩政策负面效果的激化。我们现在没有看到很多企业破产, 工人失业的现象, 但微观主体的生存压力正在持续加大。如果说在一季度过度紧缩的后果只是初露端倪的话, 从二季度开始, 紧缩的不利后果就开始显现了。

此处的分析, 我们采用的多是微观调研的方法, 它未必能够全面反映整体的结果, 但却可以观察到“风起于青萍之末的”瞬间。在我们的逻辑下, 过度刺激的后果是因为管制而产生的, 管制又可以分为信贷管制与物价管制。

2.2.1 企业成本上升

社科院和我们所组织去珠三角经济区调研。从各方面的数据结果表明, 09 年以来无论是原材料成本还是人工成本都出现了明显的上涨, 09 年—10 年, 原材料成本最低涨幅都达到 15% 左右, 其中餐饮业的原材料成本涨幅为 100%, 电子行业成本上涨在 35% 左右。而人力成本在这两年涨幅较原材料涨得更快, 最低涨幅为 20%, 大部分在 30-40% 之间, 餐饮业为 50% 左右。2011 年虽然涨幅有所回落, 但基本和 GDP 增速差不多, 因此, 今年企业成本上涨压力是必须面对的现实和压力。

表 3：企业成本调研显示，成本压力仍将继续上扬

企业	行业	主业	2009-10 年（2 年） 原材料成本涨幅	2009-10 年（2 年） 人力成本涨幅	2011 年上游原材料 预期涨幅	2011 年人力成本预 期涨幅
HK01	运输、贸易	集装箱	16	22	6	8
SZ01	制造业	电池	15	30	5	至少 10
SZ02	贸易	贸易及贸易代理	-	35	-	15
SZ03	电子	电子线材	33	30	7	8
SZ04	地产	地产	建工 35	40	建工 10	10
MZ01	制造业	木材加工	15-20	25-30	5-8	10-15
MZ02	制造业	钢结构	15	20	5	20
MZ03	制造业	车轴及配件	20	45	8	去年已经涨过
MZ04	电子	电路板等	38	32	5	10
MZ05	纺织服装	皮具、服装	35	35	10	15
MZ06	制造业	打码机	15	40	5	10
MZ07	服务业	度假旅游	-	35	-	10
MZ08	服务业	餐饮	100	50	20	20
MZ09	纺织服装	床垫、布料	30 以上	30	7-8	10 左右
MZ10	化工	化工、塑料	15	35	10	10
MZ11	制造业	切割机床	20	30	10	10

资料来源：Wind，中信建投研发部

2.2.1 企业成本上升

社科院和我们所组织去珠三角经济区调研。从各方面的数据结果表明，09 年以来无论是原材料成本还是人工成本都出现了明显的上涨，09 年—10 年，原材料成本最低涨幅都达到 15% 左右，其中餐饮业的原材料成本涨幅为 100%，电子行业成本上涨在 35% 左右。而人力成本在这两年涨幅较原材料涨得更快，最低涨幅为 20%，大部分在 30-40% 之间，餐饮业为 50% 左右。2011 年虽然涨幅有所回落，但基本和 GDP 增速差不多，因此，今年企业成本上涨压力是必须面对的现实和压力。

2.2.2 信贷管制加剧了虚拟分离，增大了金融风险

自三月开始，我们加强了对民间金融的调研，并通过《流动性半月谈》的形式定期发布。民间金融的变化最能反映紧缩的后果。2011 年 3 月 24 日-27 日，我们与亦多国际金融有限公司对民间金融进行了第三次联合调研，调研对象依然是第二次调研的京、津、内蒙、浙江的担保公司、典当、小额贷款公司、投资公司、房地产公司和私人贷款者，共 17 个样本。3 月 28 日至 4 月 2 日，我们再去浙江台州、宁波、杭州调研民间金融和民间投资。

调研的详细结果请参考《金钱永不眠——民间金融调研报告》中，我们得出的结论是：

- **结论一：货币紧缩中企业的盈利能力下降。**特别是中小企业受挤压的情形更严重，原材料价格上涨，工资成本上涨和员工流动率提高，下游限价和上游集中导致的议价能力减弱；
- **结论二：融资利率攀升。**民间金融利率普遍高于企业毛利率，形成金融部门对产业部门的利润剥夺，这是寻租强化的表现。
- **结论三：金融租金价值提高。**信贷紧缩背景下，整个社会的交易成本上升，使金融租金价值提高，金融风险提升。

下面简单地列示我们的证据。

证据一：民间利率已达上限，远超企业盈利能力。

我们发现，利率较低的正常民间金融如小额贷款公司、典当行已达利率上限；担保、投资公司、私人虽然有更大的利率弹性，但利率已处高位，非正规民间金融机构大量出现的竞争；浙江的民间金融发达，利率长期较为稳定。

表 4：北京各类民间金融机构的 1 月期贷款月利率（4 月 5 日加息前）

类型	小额贷款公司	典当	担保公司	投资公司
月利率	1.8%-2%	3.2%-4. %	3.5%，4%-6%	4%-5.2%
年化收益率	20%-24%	3 % -56%	42%-72%	48%-62%

注：加息之后，除民间金融外，参照基准利率的相应上浮。

数据来源：亦多国际金融有限公司，中信建投研究部

上表的利率显然高于企业正常的盈利能力。1-2 月份的主营业务利润率从 13.7% 上升到 13.9%，但是净利润率却从 6.9% 下降到 6.8%。应该注意到，这样的成绩的取得，是在目前主要制造业行业处于库存的被动型减少阶段的大背景下实现的，而在这样的一个阶段，本质上讲是一个企业主营业务利润率不断恢复的阶段；进一步讲，当库存周期向着主动型的库存增加阶段演进之时，也正是主营业务利润率收缩之时。这也是我们在《泛海观澜第 5 期：有龙则灵》中，对于未来表达悲观情绪的原因。

证据二：贷款标准上调，抵押率下降

与上一次调研相比，我们发现贷款标准明显提高，这主要是通过对押品的要求而非对利率的要求而实现。房地产是贷款投向之一，同时又是最主要的抵押品，在北京的典当行中可以明显看到对于房地产的抵押率降低了半成到一成。对于汽车，由于限购政策的推出，押品的抵押率亦降低。黄金的抵押率最高，不变甚至有升，在金价上涨背景下，实际贷款更多。

图 12: 贷款的标准上调, 抵押率上升



资料来源: 亦多国际金融有限公司, 中信建投研究部

表 5: 京津民间金融调查:抵押利率 (2011 年 1 月 20 日,2011 年 4 月 4 日)

编号	公司类型	1 天	1 周	1 月	3 月	6 月
1	担保公司	0.5%/天	3%/周次	3%/月	3%/月	3%/月
			1.5%/周次	3.5%/月	3.5%/月	3.5%/月
2	担保公司		3%/周次	4%/月	4%/月	4%/月
			3%/周次	4%-6%/月	4%-6%/月	4%-6%/月
3	典当		1.92%/周次	3.2%/月	3.2%/月	3.2%/月
			3%/周次	3.2%-4.7%/月	3.2%-4.7%/月	3.2%-4.7%/月
4	投资公司			3%/月 (上浮 10%)	2.5%/月 (上浮 10%)	2.5%/月 (可上浮 10%)
				4%/月 (上浮 10%-30%)	3.5%/月 (上浮 10%-30%)	3%/月 (可上浮 10%-30%)
5	担保公司	0.5%/天	3%/周	5%/月	5%/月	5%/月
		0.5%/天	3%/周	5%/月	5%/月	5%/月
6	典当		1.8%/周次	3.2%/月	3.2%/月	3.2%/月
			3%/周次	3.2%-4.7%/月	3.2%-4.7%/月	3.2%-4.7%/月
7	投资公司	0.5%/天	3%/周次	4%/月	4%/月	4%/月
			3%/周次	4%/月	4%/月	4%/月

数据来源: 亦多国际金融有限公司, 中信建投研究部

证据三: 银行享受了信贷管制的租金收入, 虚拟分离加剧

信贷与利率管制给银行带来了稳定的高额利差收入。银行享受这一租金主要有两个因素: 一是以银行为主导动员金融资源推动经济增长模式的要求; 二是, 为国有银行改革解决大量历史欠账、做大做强给予必要的制度红利。在这种情况下, 2010 年各商业银行的年报显示, 利润增速纷纷再创新高。我们在 2010 年 7 月 15 日的

《2012：廉价货币的经济后果》中预判，2010 年将是银行利润增速的高点，现在这一结论仍然成立。

银行获利能力的增强，对实业的影响是负面的。我们观察到正规民间金融机构资金用于实体经济的比例更大，低利率可以用于经营，高利率更多用于周转。正规民间机构的利率升高，对实体经济的作用在从促进向剥夺转换。随着信贷紧缩对实体经济的危害加深，用于经营的比例有增大的迹象。需要强调的是，民间金融活跃并非实体经济利润高企、景气繁荣所致。

证据四：金融风险开始显现，警惕重蹈 2008 年覆辙

我们发现，在非正规民间金融中，并没有解决整体高回报从何而来的问题，除了剥夺实体经济利润外，存在非法集资和传销的现象，以高利率诱饵借新还旧维持、以促进民间投融资为名，值得警惕。

民间金融违约出现，但还不足以构成大的风险。风险来自于信贷紧缩下的利率高企和违规行为增多，来自对实体经济的伤害。金融体系的脆弱性在增加。几个现象值得注意：

- 在浙江中小银行贷款普遍运用的企业相互担保逐渐遇到困难。前一次是在 2008 年金融危机时，当时相互担保曾造成大量中小企业倒闭。
- 部分银行反映，今年以来企业用现金交易明显增多。
- 银行贷款借新还旧普遍。

2.2.2 价格管制使得企业成本无法转嫁

在《云卷云舒之一：黄金十年梦》中我们提到对中国经济影响最大的确定性是管制。现在看来，管制还在持续，它已经从日用品转向了可选消费品，并开始从零售商转向了生产商业。在稳定压倒一切背景下，企业显然无法通过正常的提价来转移成本的压力。从近期白酒、方便面、日化企业的约谈中，我们可以判断出这一个长期的态势。

2.3 市场刚性：主动型库存遭遇需求约束

主动型库存重建的约束，近在成本，远在需求。我们的基本判断是国内的消费需求透支是明确的，不确定的是其下一步的反弹如何。而对于国际需求，则保持谨慎乐观的态度。

2.3.1 国内消费需求透支，下降通道打开，面临拐点

1) 消费透支——从总量到结构

- 总体判断：钓鱼的必然结果

金融危机期间，受外部因素的冲击，我国经济增速持续大幅下滑，居民人均可支配收入增长中枢也持续下滑，受经济增长与可支配收入的超常态下滑影响，社会消费也本应声而落，但是在政府积极宏观政策猛药的强烈刺激之下，社会消费逆势上扬。此为钓鱼的必然结果。（参见 2010 报告钓鱼系列）。

这一形势可以从图 13-15 中明显看出。图 14 中的居民人均可支配收入是根据我国 20 个省、自治区、直辖市人均收入数据综合平均而成，增长速度为环比增速。

图 15 中社会消费品零售总额是经过季节和价格调整之后的值，长期增长趋势是在季调、价调的基础上经过 H-P 滤波处理所得，危机期间社会消费品零售总额从低于长期趋势项的水平逐渐增长到了高于长期趋势的水平，说明消费存在一种超常态的扩张效应。

图 18 中经过价调和季调的社会消费品零售总额的增速为环比增速，增速中枢在危机期间持续上升也印证了图 13 所表达的意思。

显然，这种缺乏经济增长和收入提高支撑，而主要靠政府政策药力刺激的消费亢奋扩张，是对社会消费持续增长能力的投资，用药期间的亢奋表现必然会产生停药之后的过分虚脱。2010 年下半年以来，随着通胀水平的不断高企，政府宏观政策的转向，社会消费的规模与增长都以一种超常态的方式快速下滑，这一点从图 15 中同样可以看出。

● 消费透支——结构判断：普遍透支

政府一系列宏观政策的刺激所造成的消费透支是普遍的，从需求弹性较小的食品饮料类、服装鞋帽、针、纺织品类等生活必需品类，到需求弹性较高的家电、音像器材类、汽车等可选消费品类均在消费能力被透支的情况。在社会消费的众多主要分类类别中，只有金银珠宝类和石油及其制品类的消费仍处于高位的扩张之中。

图 13：金融危机期间我国经济增长持续大幅下滑

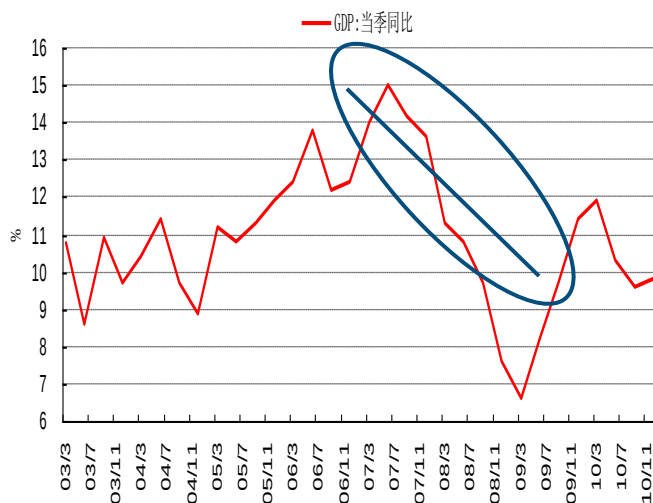
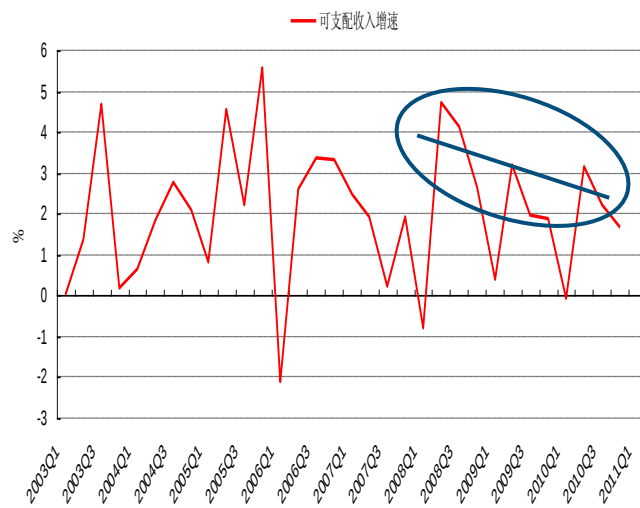
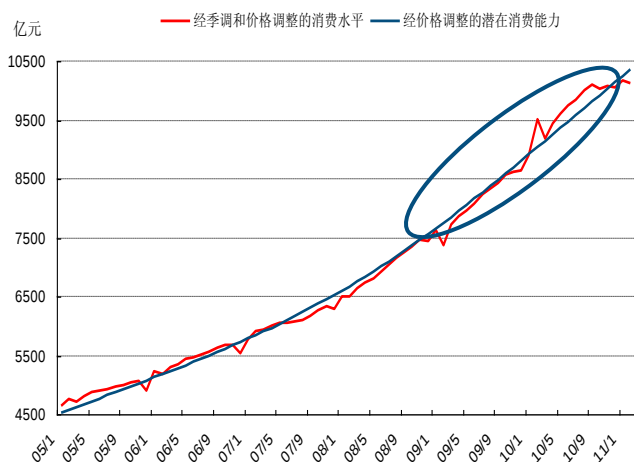


图 14：金融危机冲击下我国人均可支配收入增长中枢持续下移



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 15：危机期间受政府积极政策的影响我国消费逆势扩张



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 16：危机期间受政策刺激消费增长中枢连续上移

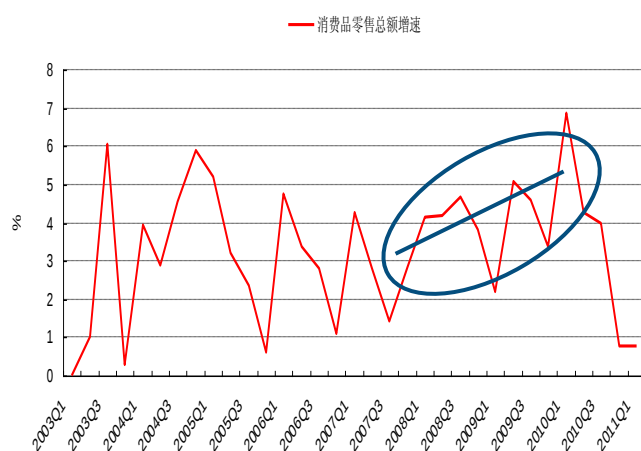


图 17：限额以上食品饮料类消费快速增长以后急速下降

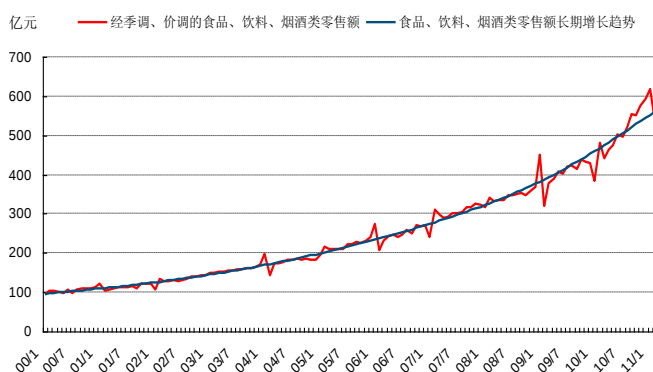


图 18：限额以上服装鞋帽、针、纺织品类消费透支之后的跳水

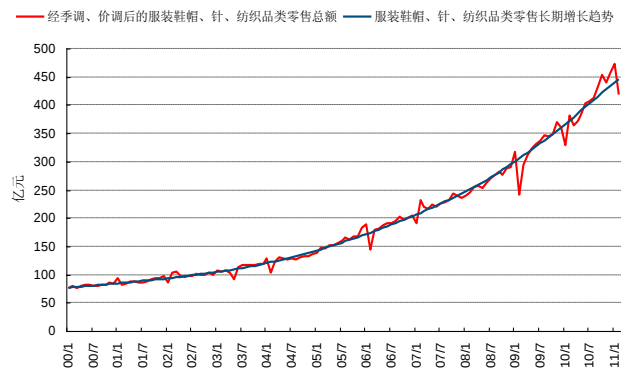


图 19：汽车消费狂欢之后的低迷

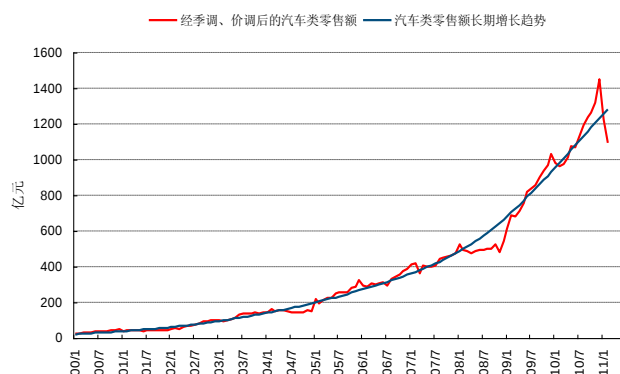
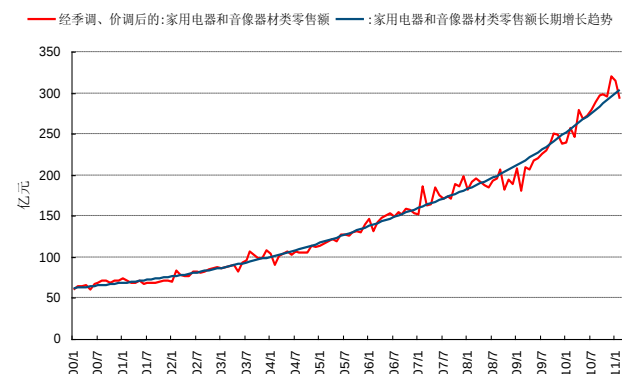


图 20：家用电器和音像器材类消费亢奋之后显疲倦



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 21：金银珠宝类消费仍然纸醉金迷

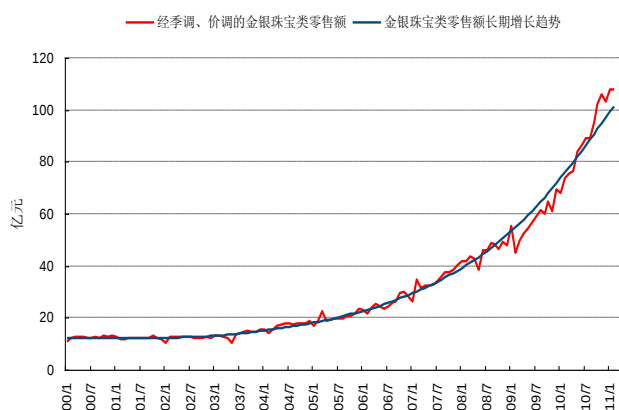
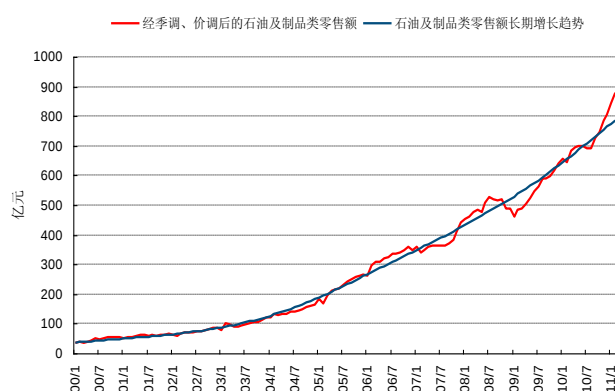


图 22：石油及其制品类消费扩张仍在高歌猛进



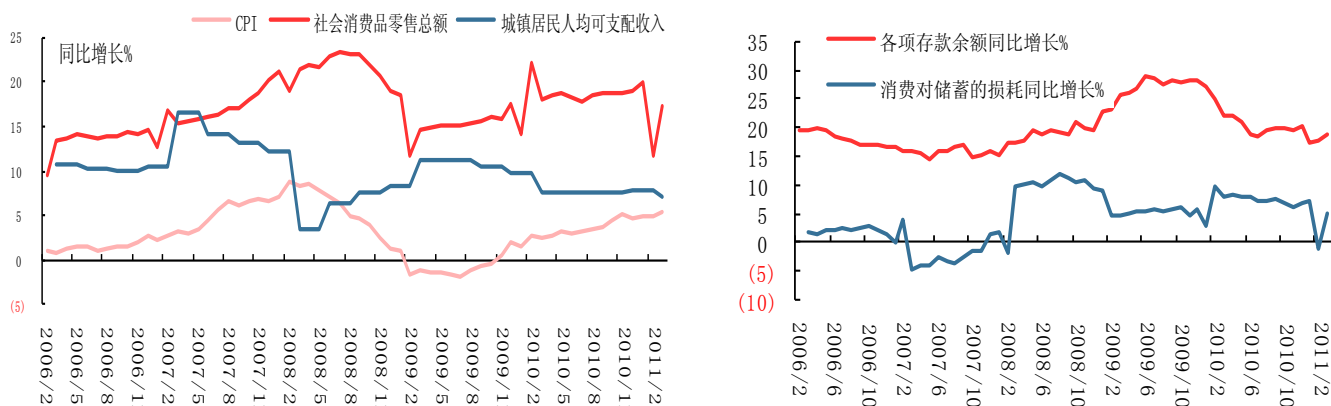
资料来源：CEIC, 中信建投研发部

2) 消费透支的原因-----存量财富的消耗

消费为什么被透支？ 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。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： $C=f(I, A, F)$ 。

由于中国近三年来消费了大量的耐用消费品，而这些耐用消费品的消费主要是由 I 与 A 决定的。当即期的资产，即储蓄保持了下降的态势后，消费的下降也是必然的。

图 23：即期资产的消耗是消费透支的佐证



资料来源：Wind, 中信建投研发部

3) 消费趋势——下降通道，面临拐点

前期的过度刺激带来了消费能力的透支，进而在刺激退出之后使得消费陷入低迷。但是消费的低迷同样不

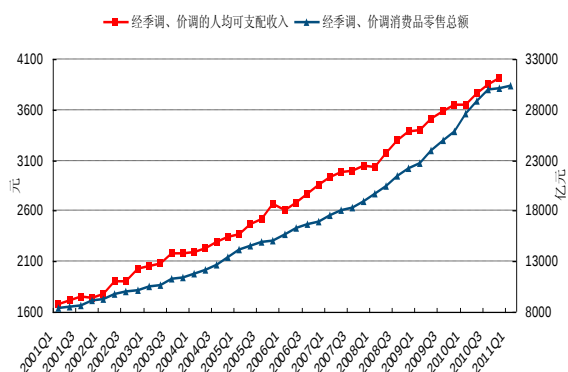
会一直持续下去，随着居民收入增长的恢复和政府调整社会经济发展思路而使民生支出快速增加，消费也必将走出低迷，重新逐渐回归常态。理由如下：

第一，收入决定消费，收入的增长必将带动消费的扩张，从下图可以看出，收入增速高于社会消费品零售总额增速的时间一般不超过两个季度。

第二，从消费的自身运行规律来看，环比的持续下滑一般不超过 4 个季度。根据我们对 2011 年 1 季度社会消费增度的预测，当前情况下消费增速已经低于人均可支配收入增速两个季度，消费环比增速也已经连续下滑 4 个季度，因此，消费增速面临着拐点。

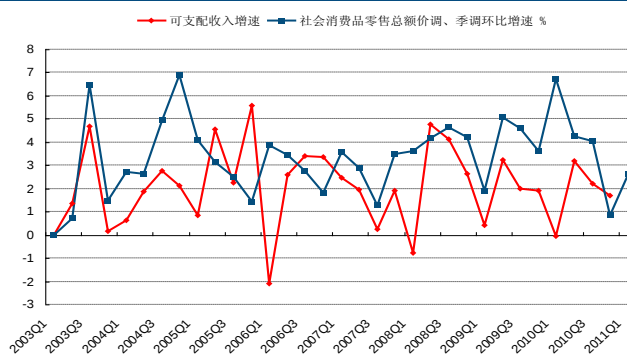
结合我国经济当前已重新进入了新一轮的经济周期，经济增长态势已经确立和政府的社会、经济发展思路已经从富国转向强国、富民，2011 年财政预算的三分之二用于改善民生。我们认为，虽然消费扩张中枢下移已成定势，但是消费增速已经见底，并开始向上反弹。

图 24：从长期态势来看收入决定消费



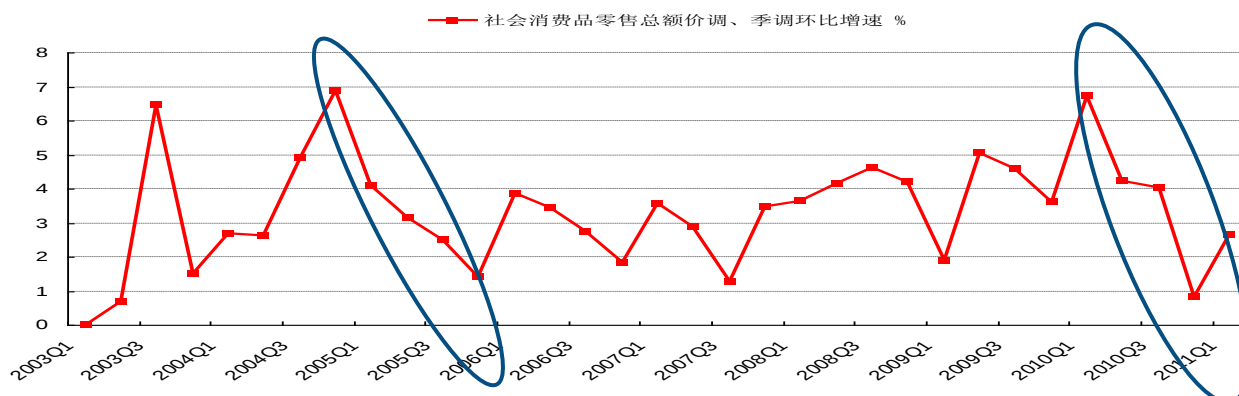
资料来源：Wind, 中信建投研发部

图 25：人均可支配收入增速高于社消费品零售总额增速在两个季度内



资料来源：Wind, 中信建投研发部；

图 26：从消费的周期来看消费增速持续下滑不超过 4 个季度



资料来源：Wind, 中信建投研发部

4) 消费对投资的约束

消费与生产的关系是周期的核心，前期透支的消费化解了产能过剩问题，也会对未来的产能形成不利的影

响，这是客观的周期规律。

社会零售消费同比增长率与固定资产投资同比增长率的关系较为显著，消费增长领先投资增长三个季度，这与我们对消费会影响投资的判断是相符的。消费增长可以拉动投资增长，消费增速的下滑也会抑制投资的增长，使投资增速下滑，从历史经验上看，这种拉动和抵制作用的显现需要三个季度的影响时间。因此我们判断，若今年一季度消费增速下降，在四季度导致投资增速下降的后果可能会表现出来。

2.3.2 国外需求：谨慎乐观

在内需相对不乐观的背后，我们对外需表达的是谨慎乐观的态度。

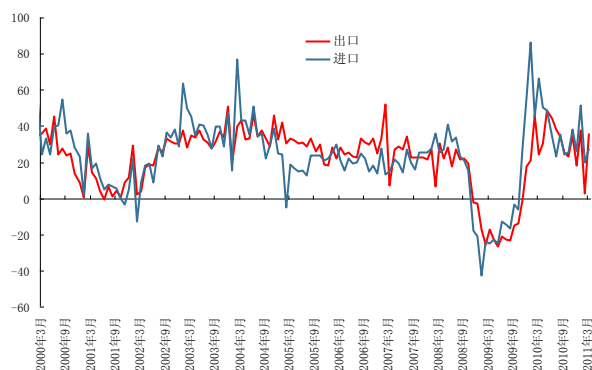
一季度我国进出口总体增长势头良好，符合我们在去年底年度报告中所做的谨慎乐观的数据预测和判断。进出口总体比去年同期增长 29.5%。其中出口增长 26.5%；进口增长 32.6%。一季度各月的波动率比较大，我们认为，这主要是受季节性因素影响，国内经济保持较快增长、国际市场大宗商品价格大幅上涨以及春节长假等因素影响，今年一季度我国累计出现 10.2 亿美元的贸易逆差，而去年一季度为顺差 139.1 亿美元。

从我国出口的领先指标来看，OECD 指标近期均继续向好，OECD 商业信心指数也加速走高。美国的全部制造业新订单、销售总额都处于一个扩张的小周期内。

从全年的情况看，我们仍维持年度报告中对今年外贸所做的整体谨慎乐观的判断。发达经济已走出低谷、走上复苏的漫漫征途，我国经济的外需处于恢复过程之中。我国对亚洲发展中经济体的出口份额快速回升，出口份额的变化显示我国对发展中经济体的出口增长更为强劲，出口地域结构的变化在未来将成为中国出口增速的支撑。预计我国全年出口增速保持在 20% 左右。

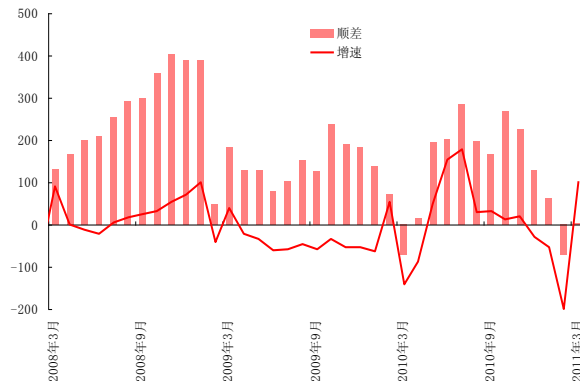
从贸易顺差上看，二季度通常是走出低谷开始走高的阶段，预计今年也不例外。不宜高估日本地震的冲击，因为冲击是双向的，即短期内对出口和进口都会造成影响。因此，就全年而言，我国的贸易顺差虽然有主动缩减的态势，但净出口对经济的增长贡献主动在我。

图 27：出口增长势头良好，不确定性仍存在



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 28：二季度将恢复顺差



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

（1）美国量化宽松政策，周期性趋势尚未明朗

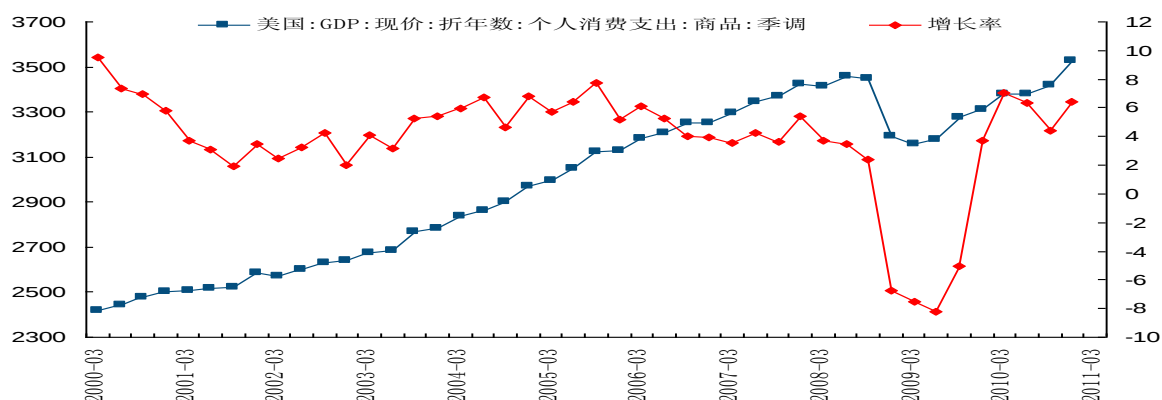
- 美国经济弹性开始显现

消费是美国经济复苏的主导力量之一。从最近一年来的统计数据情况来看，消费部门对美国经济复苏的基础作用持续发挥。2010 年第二季度以来，美国消费增长持续平稳进行，2010 年第 4 季度，从消费的整体规模看，已经恢复甚至超过金融危机之前的水平。第 4 季度，消费同比增长 6.42%，也算是较高增长水平。

从实体经济来看，美国的 2 月份 PMI 数据是创出历史新高，达到 61.4，虽然 3 月份略低 0.2 个百分点，但高于市场预期。工业部门的产能利用率已经实质性恢复。从美国整体的产能利用率看，从 2009 年中期的 65% 已经持续增长至 2011 年 2 月的 74%，其中制造业产能利用率已经达到 77%，恢复到 2004 年的水平，且增长势头仍有望持续。

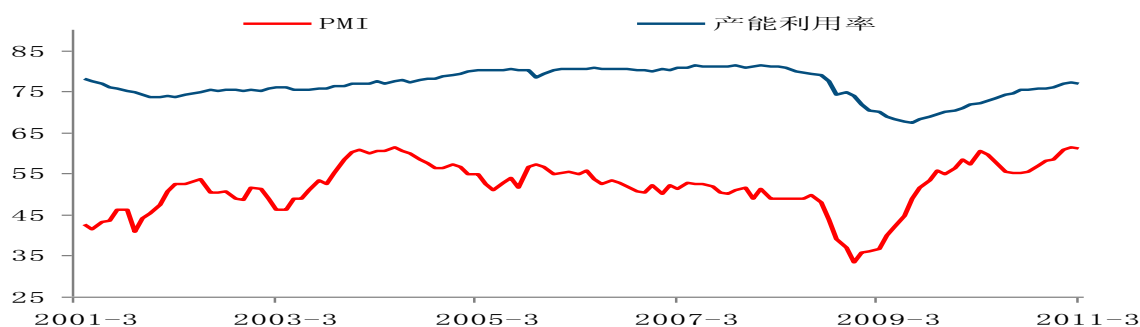
就业情况开始好转，这是美国经济最超乎市场预期的热点。美国劳工部在 4 月初公布的报告显示，经过季节性调整，在截至 3 月 26 日的一周内，美国首次申领失业救济人数降至 38.8 万，是自 2008 年 5 月以来的最低水平。ADP 非农私企就业总和环比连续 12 个月为正，达到历史较好水平。从失业率看，美国今年 3 月份失业率连续第四个月下降，探低至 8.8%，为 2009 年 4 月以来的最低水平。此外，美国制造业每周平均工时为 41.5 小时，加班工时为 4.3 小时，这都表明美国制造业的复苏步伐还是比较稳定的。

图 29：美国增长动力显现，消费增长回到危机前的平均水平



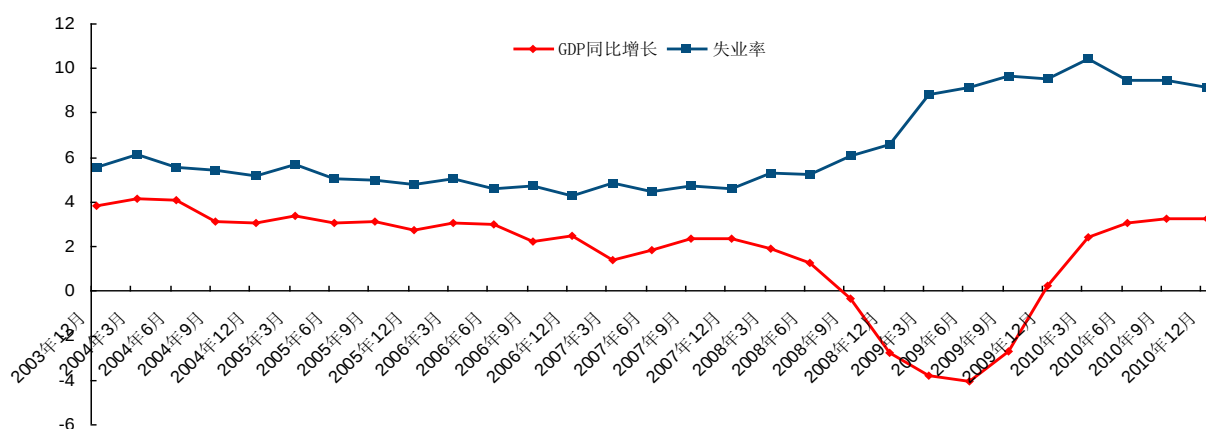
资料来源：Bloomberg

图 30：美国产能利用率开始走高



资料来源：Bloomberg

图 31：美国增长弹性显现，失业率开始走低



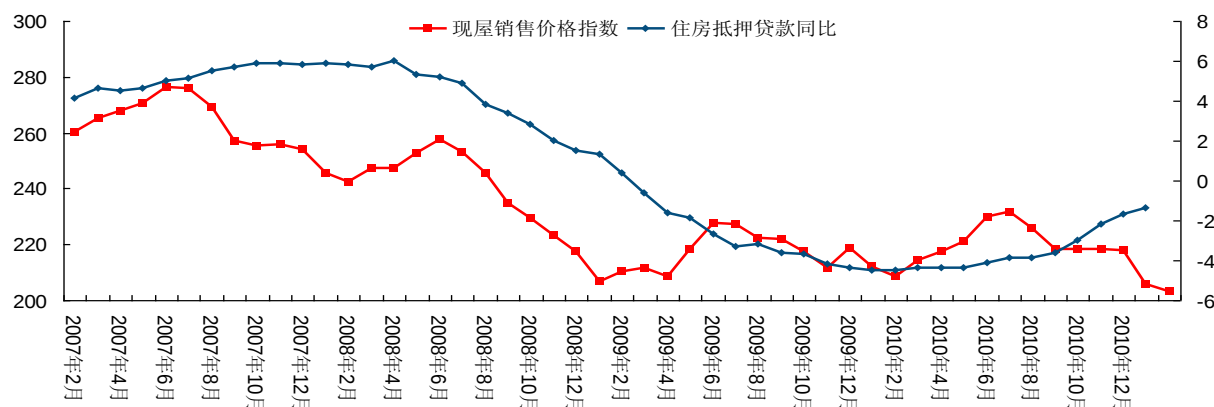
资料来源: Bloomberg

● 去杠杆仍在进行，进程加快

相对于制造业的良好复苏，房地产业仍然处在一个去杠杆的过程，但美国房地产有毒资产的存量规模不大。根据 IMF 的统计，本次危机大概产生 4.1 万亿美元的有毒资产，其中美国有 3 万亿左右。截止 2010 年底，美国仍有 1 万亿美元的有毒资产需要处置，其中主要是房地产抵押贷款资产，特别是私人部门的抵押贷款。

去杠杆进程加快。根据我们的考察和调研，美国加州的银行开始用加速资金回流的方式来处置有毒资产，比如加州一套房子市价是 35 万美元，但是抵押贷款为 50 亿美元（零首付），即是资不抵债的情形，房主还贷压力很大而又无法立即转手卖出，就会出现暂停或停止还贷。银行现在安排一个买家，以略低于市场价格与房东成交，比如 33 万美元，新房东以 33 万获得房屋的产权，而银行获得 33 万美元现金流，原有房东出让产权同时与银行结束债务债权关系。这个过程中，房屋价格是在下降的，但抵押贷款规模应该是上升的，目前数据支撑我们的判断，即去杠杆进程在加快。

图 32：美国房价仍在下跌，但贷款增长相对显著



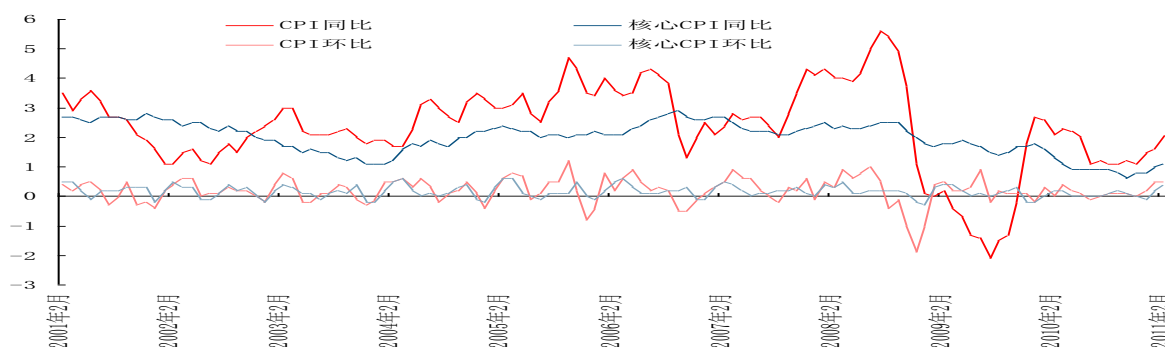
资料来源: Bloomberg

● 通胀水平上升，量化宽松政策有望终结

根据目前的情况看，美国可能如期退出量化宽松货币政策。2011 年年度报告中我们分析到，2011 年 3-4 月是欧洲政策转向的时间窗口，2011 年 6 月底是美国的时间窗口。由于目前全球流动性过度充裕以及日本、北非等不确定性导致大宗商品价格高位运行，原油价格持续上扬，发达经济体的通胀压力不断攀升，美国 CPI2 月份已突破 2% 的目标值，环比也连续保持 0.5 个百分点的增幅，未来短期内仍有加速上涨的趋势，基于通胀目标制的欧洲已经先行加息，准通胀目标制的美国退出量化宽松也是趋势，因此美联储再推出 QE3 没必要。

但是，美国政策退出的整体过程相对较长，因为美联储还有巨大的资产负债表需要整固，不过这是量化政策退出之后的任务。美国房地产价格仍然在下跌，整体处于去杠杆的过程，美国不会大幅紧缩，以防伤害经济增长和就业。

图 33：美国 CPI 同比和环比都在加速上升

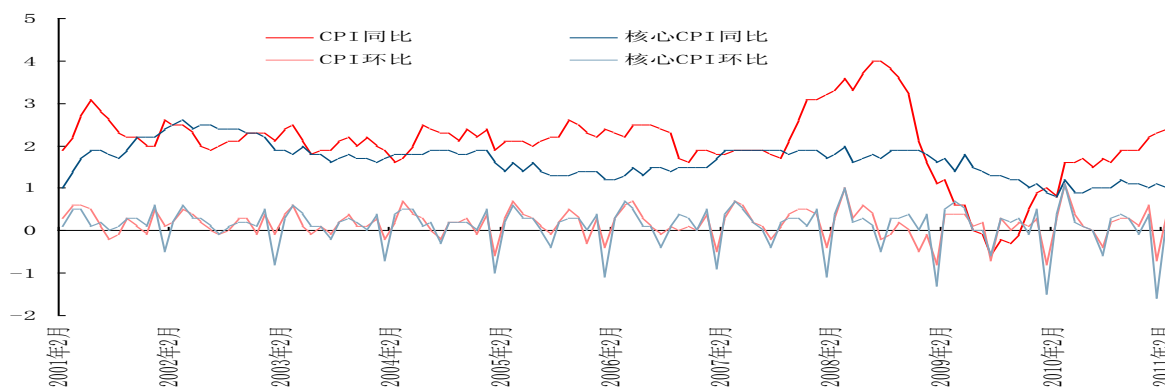


资料来源：Bloomberg

（2）欧洲暗流涌动，冲击若隐若现

4 月 7 日，欧洲加息如我们的预期上调 25 个基点，我们认为这或是紧缩周期的开启，但紧缩节奏是缓慢的。我们在 2011 年年度策略中就指出，2011 年 3-4 月是欧洲的政策窗口。欧洲加息代表着通胀压力已经蔓延至产能相对过剩的经济体，为此，未来政策继续紧缩是一个趋势，或是一个紧缩周期的开启。但是，欧洲紧缩节奏不会很快，毕竟欧洲除了德、法等核心国家的复苏比较给力，其它国家，特别南部国家债务问题还相当突出，使得欧央行的货币政策有点捉襟见肘。

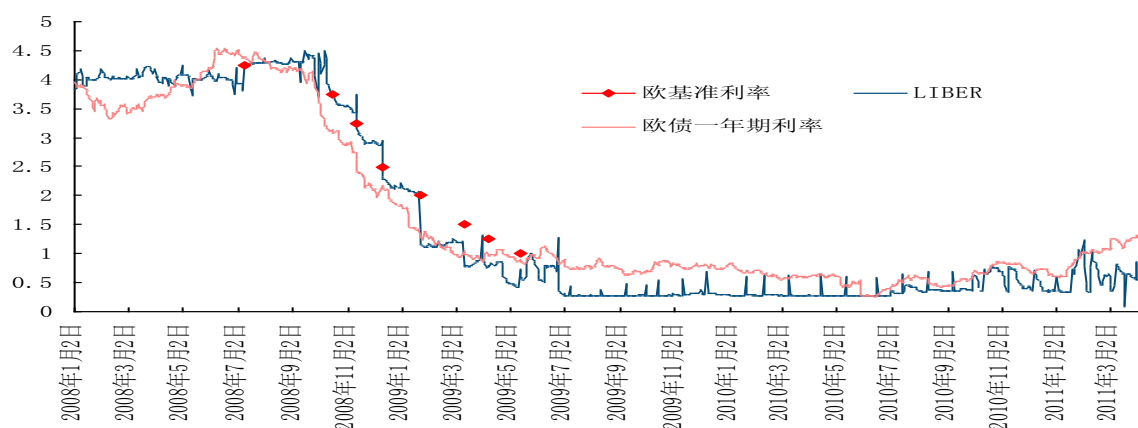
图 34：欧洲 CPI 同比和环比都在加速上升



资料来源：Bloomberg

欧洲债务问题在 4 月面临新的挑战。4 月份是葡萄牙的特殊时期的起点。由于经济形势较差，财政赤字改善不利，葡萄牙通过三次回购，仅仅减少了其未清偿债务 3.39 亿欧元，而 2011 年 4 月，葡萄牙有 42.3 亿欧元的债务到期。为了填补到期债务和支付其他债务利息，葡萄牙在 2011 年至少需要融资 250 亿欧元，4 月份对葡萄牙将是一个大考。但是，目前葡萄牙等欧洲国家的国债收益率不断攀升，已经显示了流动性对其风险的警惕。从而使得流动性更愿意回流至美国等安全场所，从而使得流动性泛滥发生了结构性的改变，比如欧洲流动性将相对紧张，而美元资产需求将会上升，美元指数或反弹。

图 35：欧洲基准利率提升

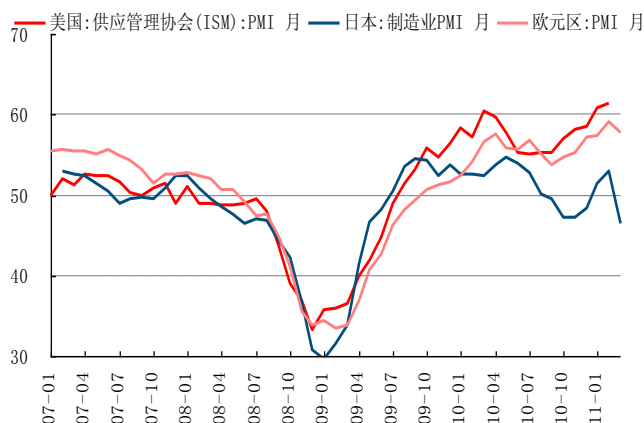


数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

(3) 日本的震后重建

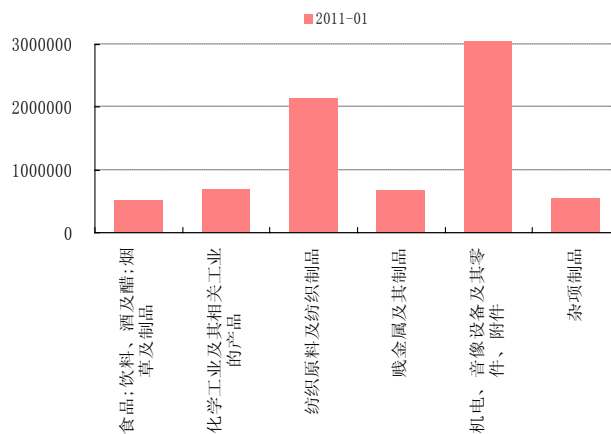
短期看，日本大地震对于震区的工业生产造成了一定程度的破坏，而该地区是日本汽车、石化、电子等工业的主要分布地之一，与我国的经贸关系较为密切，这将对我国二季度部分产业的出口造成了冲击。但随着震后重建工作的展开，不仅工业生产逐步恢复，各项生产、建设重建需求会有报复性的增长，因此，从时间上看，地震对我国出口的打击是短暂的。从总量上看，该地震地区占日本 GDP 比重约为 10%，总量上影响有限。

图 36：日本 PMI 回落



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 37：机电产品是我国对日出口的主要品种



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

2.4 增长惯性上升，紧缩触底

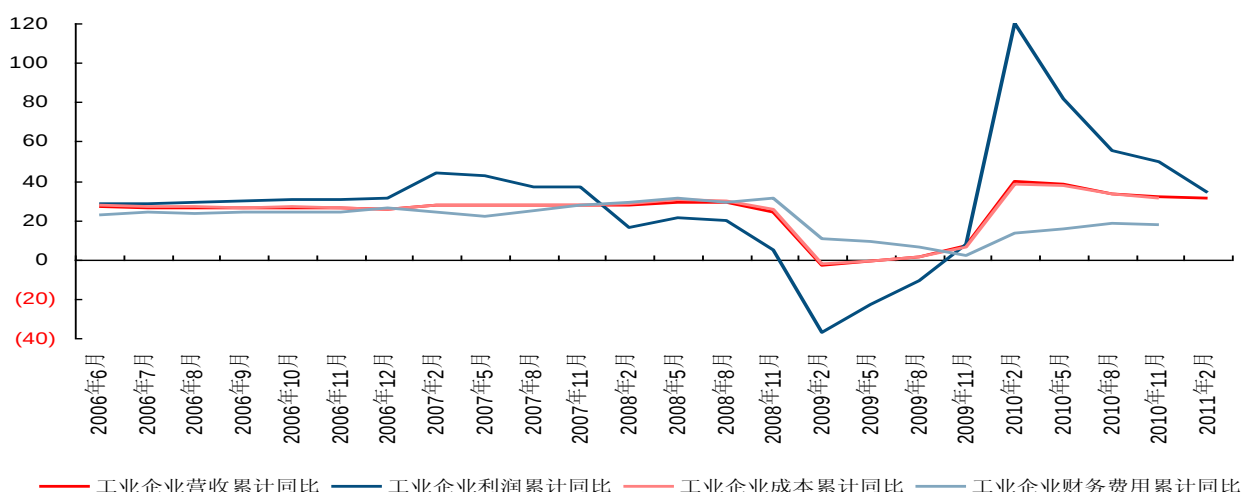
根据以上的分析，我们对市场运行的整体判断有以下的结论：

（1）企业盈利中枢下移

今年 1-2 月份的工业企业利润增速达到 34.28%，盈利增速的强劲极大地鼓舞投资者对于未来盈利增速的信心。然而，亮丽数据的背后，许多问题正初现端倪，成为未来增长的隐忧，成本和通胀就成为不得不面对的压力。随着各种成本的不断上涨，企业的利润空间被吞噬。实际上，1-2 月份的主营业务利润率从 13.7% 上升到 13.9%，但是净利润率却从 6.9% 下降到 6.8%。

事实上，除了众所周知的原材料和劳动力会影响企业的主营业务利润率之外，目前企业财务成本中的利息支出，也会显著影响企业的净利润率。我们注意到，目前企业的利息支出增速，已濒临历史高位了。未来虽然加息空间不大，但还有加息的可能，财务成本的压力还会增大。因此，我们判断，今年的企业盈利增长率在 20-25% 区间内，低于去年 38% 的增长水平，企业利润增长中枢有所下移。

图 38：工业企业的经济效益指标

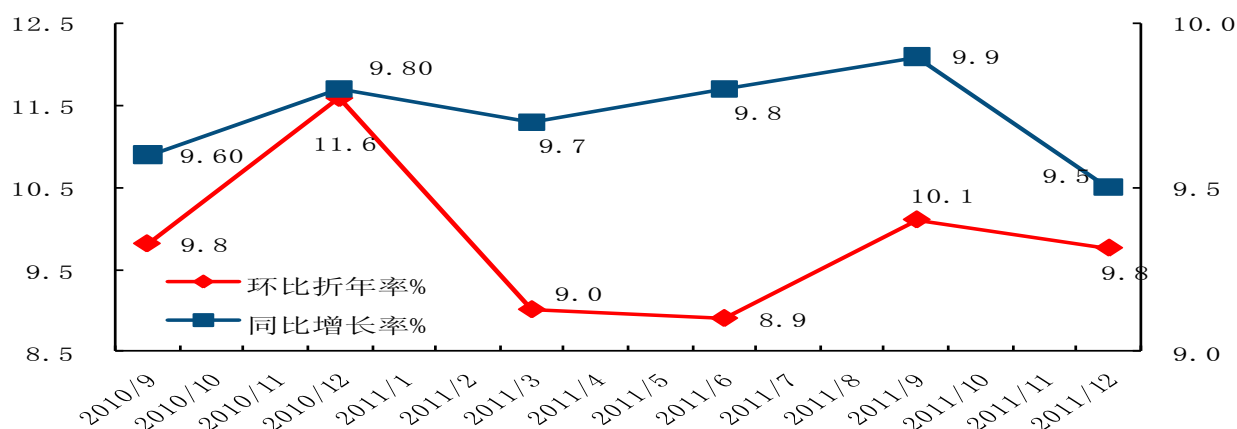


数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

（2）增长惯性上升

基于上述分析我们认为，从拉动我国宏观经济增长的动力三驾马车来看，二季度，投资在保障房开工的带动下，将保持稳定增长，消费增速随着通胀预期的继续上行将比一季度有所加快。进出口虽然增速会低于一季度，但顺差会比一季度增加，一季度逆差的局面会扭转，对 GDP 的拉动作用会增强。整个经济同比增长会呈现出惯性上升的走势，但上升的压力也比较大。

图 39: GDP 同比与环比增长



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

(3) 紧缩触底

基于对我国整个宏观经济运行趋势的判断,我们认为从政策面来看,政策的紧缩已经到了底部。

一方面,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;另一方面,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。

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。

现在市场所关心的问题就变成,紧缩会放松吗?答案是明确的,过渡期,不仅是周天运转的过渡,更是政策运转的过渡。我们也会明确,希望于政策放松对内生性增长动力的催化,至少在二季度是有些奢望的,在新起点下,市场既然成为主力,就没有理由放弃自我修炼的责任。

三、过渡期——冲击时久,放松暂缓

我们所指的过渡期并非单指经济运行从小周天到大周天的转换,它还包括经济政策的过渡,即从紧缩触底到放松开始的过渡。理论上讲,将经济分析分为经济运行与政策运行的二分法是无法准确地探讨经济运行的规律的。但对我国资本市场的决定因素来看,经济周期决定了趋势,政策变动左右着节奏,因而二分法也有其存在的必要性。

宏观政策的变化,根由是利益冲突,结果是利益调整,这是结构性的。政策进入过渡期,是由于通胀已经引发利益的博弈,政府对通胀态度的变化,引发了政策的变局。

由于通胀已经成为慢性病,高位徘徊是其主要特征,所以政策也放松不得。正如第一部分所讲的,增长开

始遭遇成本，经济也紧缩不得。政策的过渡期即是指的这种紧缩触底，放松暂缓的状态。当市场运行遇到刚性的时候，曾经有一种观点认为，内生性的周期变动潜能的触发点在于紧缩政策的放松。我们认为在二季度，这种自然的对接并不存在。

3.1 放松暂缓：通胀已成慢性病

3.1.1 通胀已成慢性病-----通胀的成因

对于通货膨胀的成因，我们一直坚持《2011：通胀冲击》与《慢性病，慢性药》之中表述的观点：

- **通胀是个货币现象。**三年来反危机中发放了过多的货币，流动性冲击在 2012 年之前才会减弱；
- **通胀是个长期现象。**刘易斯拐点到来后劳动力成本上升，城市化进程中农产品供给紧平衡、生产效率的提高与要素价格的上涨在时间和进程上的不匹配，决定了通胀是个长期现象；
- **通胀是个财政现象。**通胀是政府获取财政收入最好的方式，政府对通胀的容忍边界在经济问题变为政治问题；
- **通胀是个利益问题。**通胀形成过程中是靠近权利近的人获得收益，而其造成损害时则是全体民众受损，穷人受损更重。

所以，通胀已经是慢性病了。既然是慢性病，就不会用急症法治之。按此逻辑，自去年 10 月至今，一直以急症应付的宏观调控方案已经开始调整了。

3.1.2 通胀已成慢性病-----政府对通胀的态度——稳定压倒一切

恶性通胀是社会稳定的肿瘤，政府一方面通过收缩流动性与价格管制防止通胀恶性化，一方面通过利益的调整协调各种冲突。从集体行动的逻辑来看，社会可以分为三个集团：大众集团、权贵集团与中产集团。对政治稳定有较大影响的是大众集团与权贵集团，后者的影响并不大。政府是一个将外部性内部化的组织，财政是其实现这种功能的手段，利益的分配就需要政府通过财政的收支来重新分配。

从目前的情况来看，政府通过以下的方式来进行利益的分配：

(1) 对大众集团，保障民生

这些措施包括：提供保障性住房、提高社保、医保标准、提高最低工资标准、物价补贴，提高个人所得税免征额、大幅度提高低级别军人工资，提高存款利率。

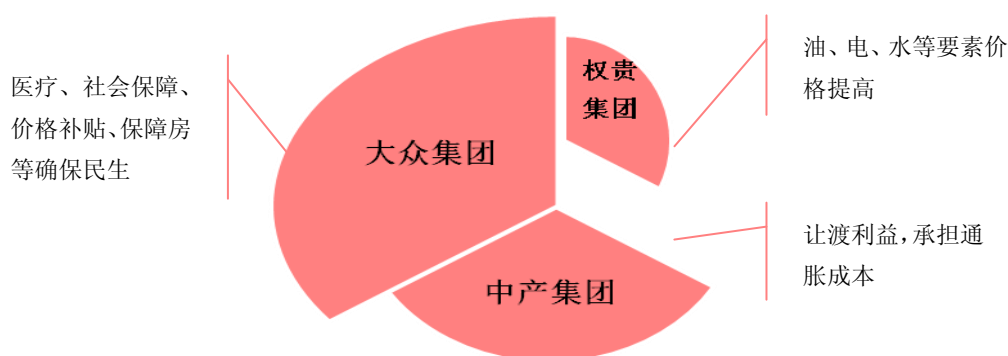
(2) 对权贵集团，提高要素价格

在政府进行价格管制，发改委不停约谈生产企业不能提价的背景下，政府同意成品油提价，并有可能允许电力提价，都表明政府在开始向权贵集团妥协。在 2008 年，政府财力相对充裕，可以向这些集团提供补贴，而将通胀的压力承担。在 2011 年，因为财力的紧缩，中央政府显然不会再做出那样的牺牲了，只能是让民众来承担，权贵集团垄断品价格的提升就是顺理成章的事情。这些成本的上升直接导致了通胀中枢的上移，意味着政

府是在默认通胀是个慢性病。

(3)对中产集团，自己承担通胀的成本

图 40：政府对通胀的态度已从单纯的流动性控制转向利益的调整



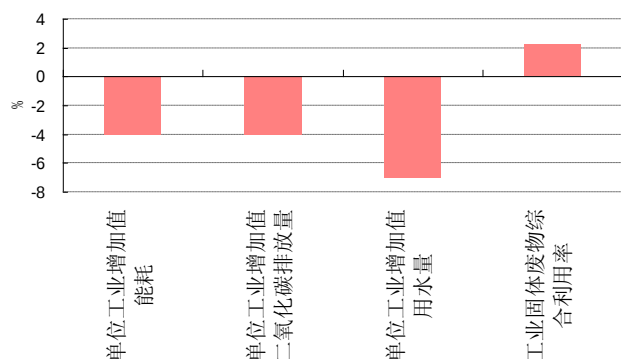
资料来源：中信建投研发部

3.1.3 通胀已成慢性病——节能减排的意义

通胀表面上是个货币现象，其本质是生产现象。我们相信哈耶克的话：通货紧缩从来不是企业无盈利的原因，而是产业无盈利的结果。相应地，我们认为，通胀是企业盈利的结果。所以市场对通胀的偏好强于通缩。垄断可催化企业盈利能力，而垄断与政府节能减排对竞争对手的消灭高度相关。2010 年下半年节能减排对物价的影响正在重演，原因就在于 2011 开始的十二五规划中对节能减排已经常态化了。

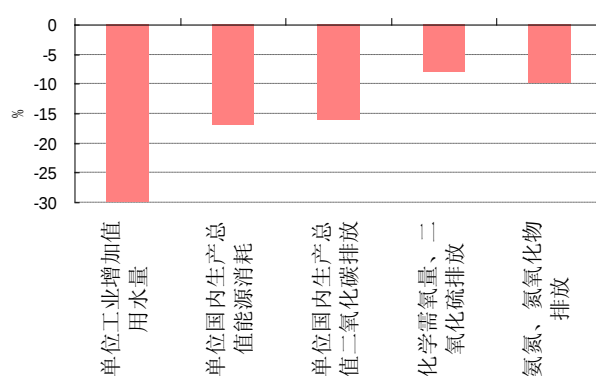
在这种情况下，PPI 短期将不会下行，PPI 虽然不会直接传递到 CPI，但 PPI 的高启直接加大了政府物价管制的压力。发改委这种自我为难的做法，也表明了通胀是种慢性病了，不能再等着通胀下来，而做长期应该做的事情了。

图 41：2011 年节能减排目标（以 2010 年为基准）



资料来源：Wind, 中信建投研发部

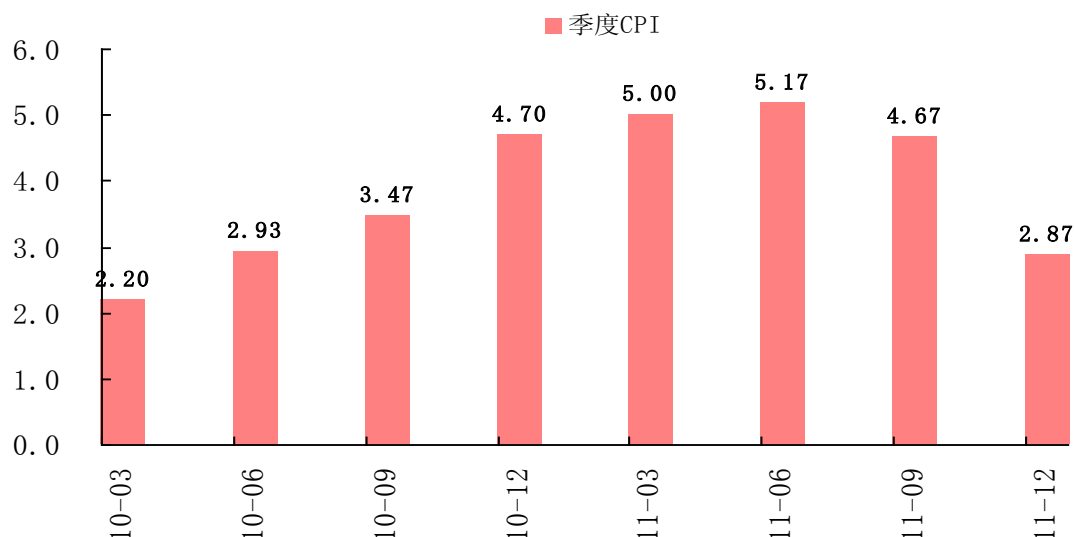
图 42：十二五节能减排目标（以 2010 年为基准）



3.1.4 通胀已成慢性病-----CPI 的走势判断

无论从 CPI 分项的角度分析, 还是从货币角度和总需求的角度看, 二季度 CPI 会走向顶部, 此后逐步回落。判断 1 季度是全年 CPI 季度高点的风风险很大, 2 季度通胀压力不减, 不排除个别月份继续创新高的可能。就全年而言, 通胀中枢将提高, 全年 CPI 将在 4.4% 左右, 但总体上依然可控。

图 43: CPI 二季度高位运行

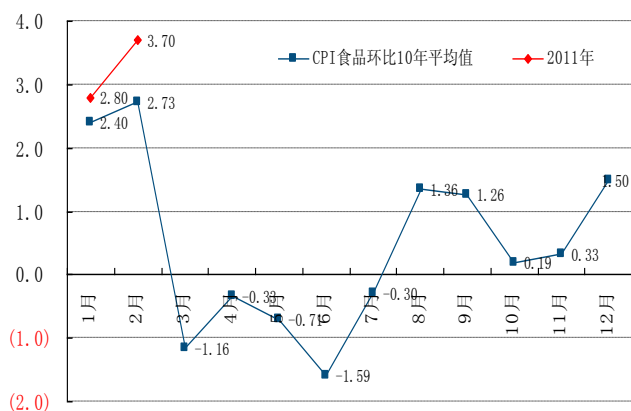


资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

1) 食品价格呈现粘性

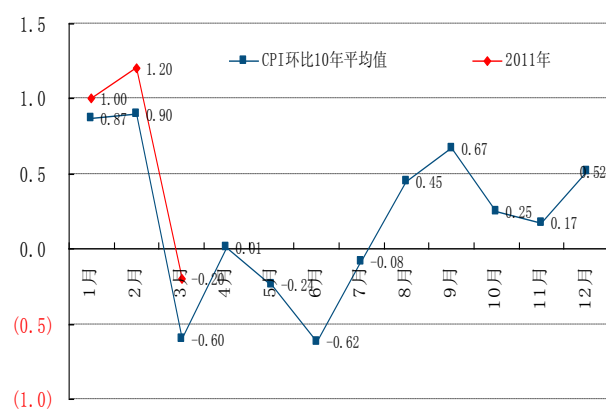
从一季度的数据看, 食品价格的涨幅均超过了历史平均值。食品价格的粘性反映出整个经济体系中流动性过剩的滞后影响, 也是劳动力成本上升、农资成本上升等中长期问题的短期化映像。预计二季度随着北方蔬菜上市, 蔬菜价格会持续走低, 而猪肉还有 1 个月左右的高价区间。

图 44: 食品涨幅超过历史平均值



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 45: CPI 涨幅超过历史平均值

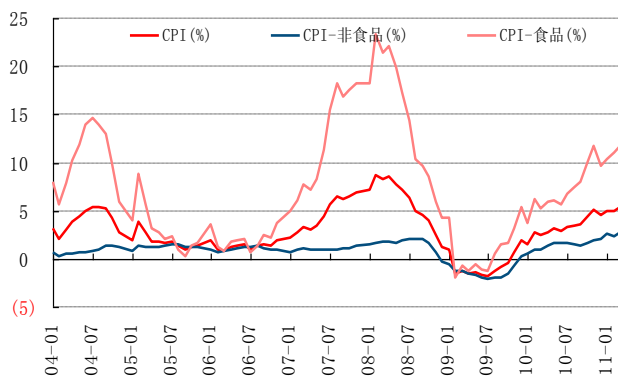


数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

2) 非食品价格刚性较强

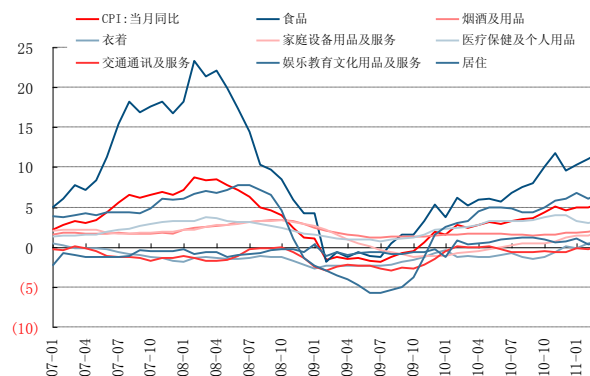
非食品价格的持续上涨更值得警惕。因为其上涨有深层次、中长期的原因，所以它们是未来 CPI 中枢提高的刚性部分。从非食品 7 大类的分项数据看，居住是推高 CPI 的重要原因。房租、按揭贷款利率已进入上升通道，而水、电、燃气的价格改革也为期不远。中期看，CPI 居住部分的压力仍然较大。

图 46: 食品价格变化幅度大



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 47: 居住压力值得警惕

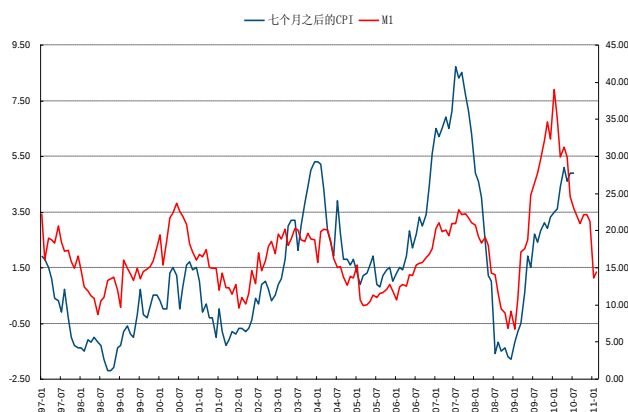


数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

3) 货币刺激的滞后效应

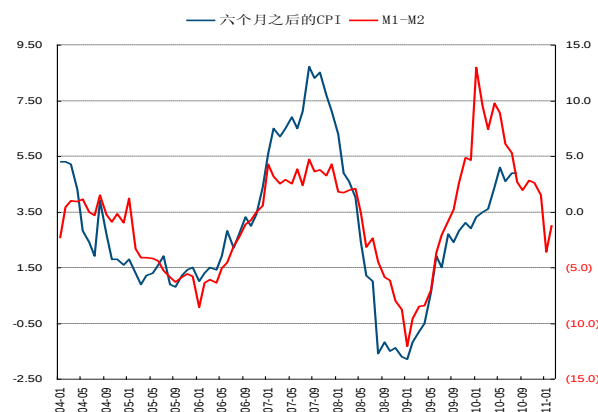
根据我们对我国 CPI 变化的实证研究，97 年以来 M1 稳定地领先于 CPI7 个月，而 04 年以来，(M1-M2) 稳定地领先于 CPI6 个月的时间。因此，从历史经验看，未来随着宽松货币政策的逐步退出，CPI 也会走低。

图 48: CPI 与 M1



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 49: CPI 与 (M1-M2)

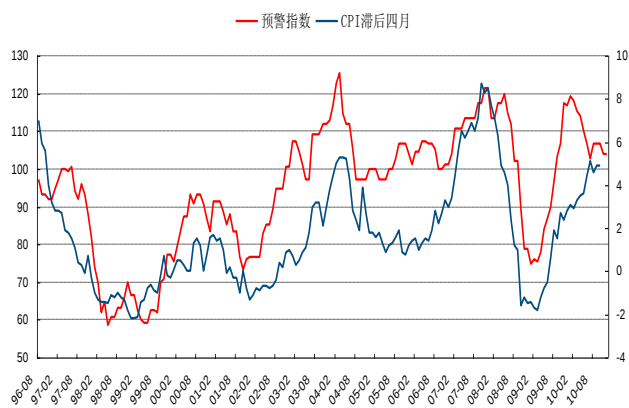


数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

4) 实体经济的影响

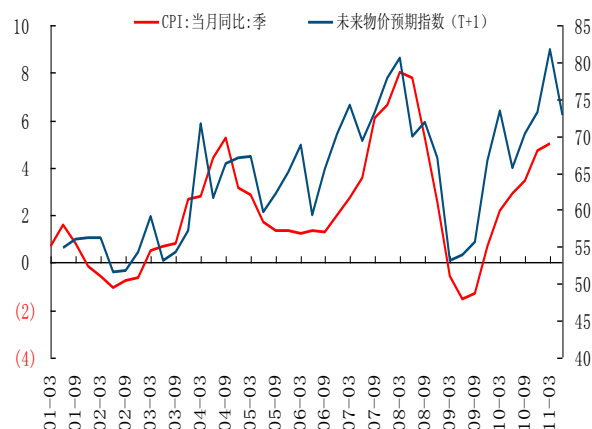
总需求对 CPI 的影响更加直接。预警指数领先于 CPI4 个月，相关系数高达 0.799。同时，居民未来物价预期指数冲高回落，从历史经验看，这也有利于 CPI 在未来下行。

图 50: 预警指数领先 CPI4 个月



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 51: 未来价格预期指数高位回落



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

3.2 放松暂缓: 通胀加重中央财政负担

在稳定压力一切的背景下, 政府治理通胀可能引发社会不稳定时, 必然增大财政压力, 所以紧缩已经触底。但受制度于通胀尚未回落的约束, 放松的动作暂时还看不到, 政策进入过渡期。

3.2.1 维持稳定加重财政负担

我们反复指出, 由于北非事件的影响, 中国政府兵贵神速地将稳定放在了当前工作最重要的位置上。根据我们的判断, 社会稳定旨在解决社会矛盾, 而矛盾的解决无非是“战-安-抚-娱”四个字。哪一个字都会增加巨量的财政投入。

图 52: 政府维持稳定的四字真经



资料来源: 中信建投研发部

● 维持稳定成本巨大

稳定是社会幸福的基础, 只有维稳的成本足够大, 才会对政策的变化产生冲击。2011 年 7 月 1 日是建党 90 周年, 我们判断在这之前, 稳定的成本是相对高的, 政策在其间变化的可能性更大。维稳所额外增加的公共支出包括以下几点: 军费开支 保障性住房、新农合、低保、物价补贴、公共安全支出。简单地计算, 保守估计 2011 年政府为了维稳而多增加的财政支出将高达 3372 亿元。

图 53: 政府维持稳定的成本测算

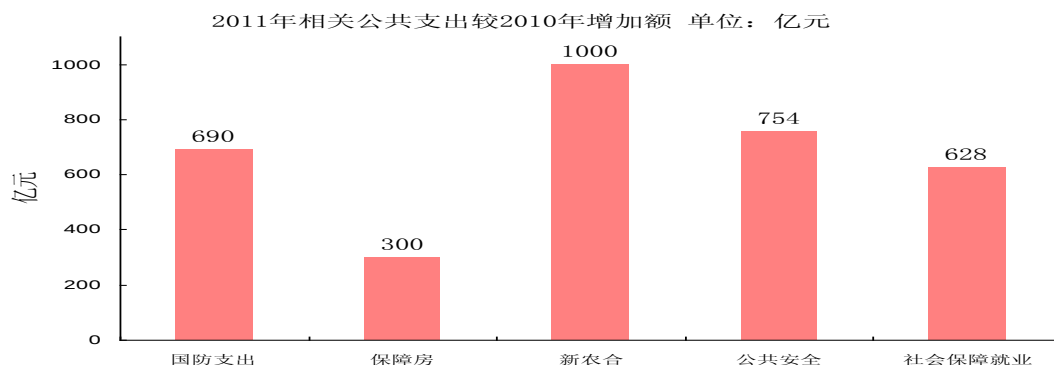
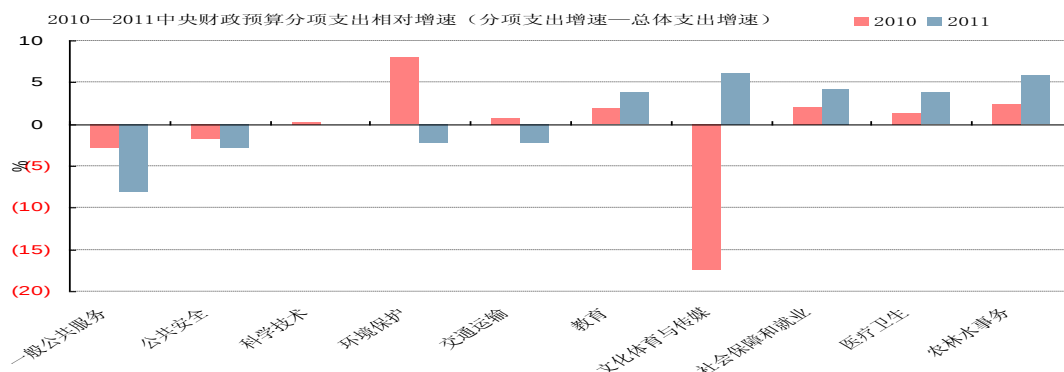


图 54: 民生支出加速上升



资料来源: Wind, 财政部, 中信建投研发部

● 稳定指引政府投入的方向,但减弱增长动力

当物价稳定成为唯一的问题时, 双手抓通胀是理性的。当稳定压倒一切时, 政府一定要一手抓通胀, 一手抓稳定。这时候, 因为稳定这个额外变量的出现, 政府在增长方面的力量就会减弱。在“黄金十年梦”的背景下, 增长又是不可能放弃的。现在的问题就是: 增长的动力在哪里呢? 需要第三只手吗?

图 55: 政府维持稳定会引发对增长动力的担忧



资料来源: 中信建投研发部

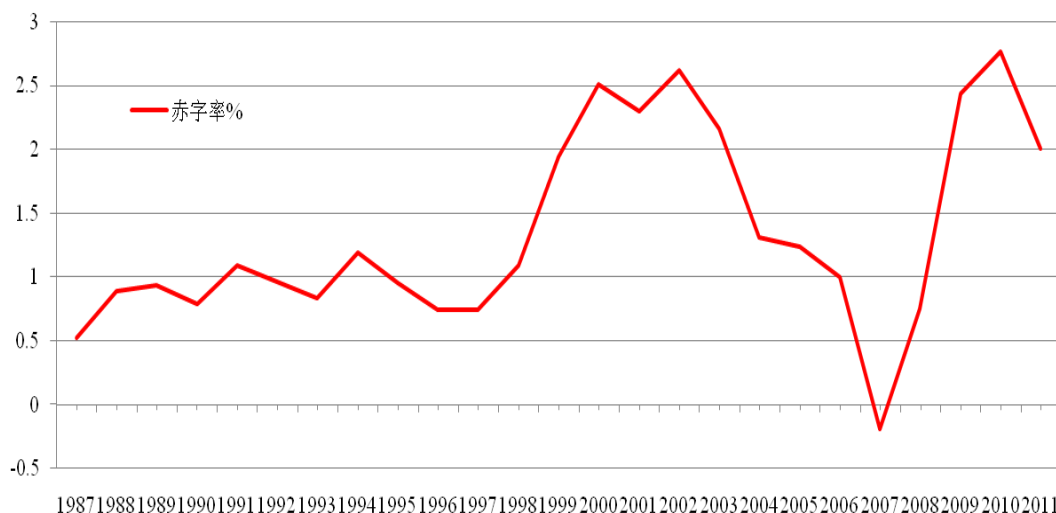
3.2.2 政府无力继续刺激

根据我们的逻辑，自去年 10 月之后，外生性增长结束，政府不再刺激。因此，增长的动力不能依赖政府，至少是不能依赖于中央政府。

（1）中央政府负债扩张减缓

中央政府主动将赤字率从 2010 年的 2.76% 降到 2%，减弱了公共风险扩散的可能性，也表明中央政府不会在增长方面做出很大的努力。我们也反复提示，中央政府管分配是明确的事情了。

图 56：中央负债扩张步伐减缓：赤字率下降



资料来源：中信建投研发部

2) 地方政府全力完成保障性住房的军令状，财政压力很大

在换届的当口，地方政府要站队，保障性住房是一定要完成的，否则其很难在新的长达十年的政治周期内找到位子。在地方财政压力极大的背景下，除非找到新的财源，否则很难找到新的增长力量。

表 6：学者、机构及政府部门统计中国政府债务规模

单位(个人)	时间	范围和口径	方法	债务额
平新乔 北 京大学教授	1999 年	全国 2000 多个县及乡镇 政府	将 1999 年的财政赤字累加， 根据一般情况下债务约为赤 字 5 倍的规律测算	中国县乡债务规模超过 1 万亿元
财政部预算 司	2000 年	各省市县乡镇自报债务数 额，包括直接显性债务和 或有显性债务	借鉴汉娜财政风险矩阵法， 确定中国地方政府债务统计 项目	依据汇总数据，确认的中国县乡政府直接显性债 务 4000 多亿元
财政部驻地 方专员办	2002 年前 后	全国范围十几个省份的典 型县	抽样调查，实地调研、查账 等方式	比如：截至 2002 年底，河北迁安市政府债 7.4 亿 元，占地方可用财力 197%；湖南茶陵县债务 2.2 亿元，占可支配财力 126%
杨志刚 中 国社科院财	2004 年	全国县乡政府	用收入与债务之间的关系进 行测算，通常县乡债务占财	推算出县乡债务规模超过 1 万亿

贸所研究员			政收入的一半	
刘尚希 财	2004 年	全国各级政府债务总额	按汉娜财政风险矩阵测算的	总规模超过 12 万亿
政部科研所			所有类型债务	
贾康 财政	2007 年	全国地方政府显性债务	用汉娜财政风险矩阵法, 对	按假设条件估测, 全国地方债务余额超过 4 万亿
部科研所		(显性直接债务+显性或	陕西、河南、浙江典型调研	
		有债务)	数据测算	
银监会	2010 年	截至 2010 年上半年, 全国	汇总银行给地方融资平台的	总额 7.66 万亿元
		地方政府融资平台	贷款	

资料来源: 相关研究报告, 学术期刊和政府公告, 中信建投研发部

表 7: 2010 年中国省市县三级政府债务管理概况

调查项目	省本级政府	市本级政府	县本级政府
投融资规划	仅有 35.0% 的省份制定投融资规划	69.0% 的市制定投融资规划	50.2% 的县制定政府投融资规划
投融资预算	仅有 20.0% 的省份编制政府投融资预算	48.2% 的市编制政府投融资预算	仅 32.5% 的县编制政府投融资预算
债务投资立项	70.6% 的省份在债务投资立项是经过专家科学论证和严格审核	76.4% 的市在债务投资立项是经过专家科学论证和严格审核	67.5% 的县在债务投资立项是经过专家科学论证和严格审核
重大债务投资项目监督	仅 23.5% 的省份由省本级政府债务管理机构向重大债务投资项目委派监督人	仅 38.7% 的市由市本级政府债务管理机构向重大债务投资项目委派监督人	仅 45.4% 的县由县本级政府债务管理机构向重大债务投资项目委派监督人
偿债基金	89.5% 的省份设立政府偿债基金	74.6% 的市设立政府偿债基金	58.7% 的县设立政府偿债基金
管理机构	70% 的省份设立政府债务管理机构	73.8% 的市设立政府债务管理机构	57.9% 的县设立政府债务管理机构
管理制度	68.4% 的省份制定省本级政府债务管理制度	76.6% 的市制定市本级政府债务管理制度	66.5% 的县制定县本级政府债务管理制度
管理人员	本科 (68.0%)、硕士 (26.2%)、大专 (2.9%)、博士 (1.9%)、大专以下 (1%)	本科 (50.6%)、硕士 (1.3%)、大专 (43.4%)、博士 (1.1%)、大专以下 (3.6%)	本科 (69.3%)、硕士 (6.7%)、大专 (21.8%)、博士 (0.4%)、大专以下 (1.9%)

资料来源: 财政部财政科学研究所《中国公共财政管理研究报告 (2010)》, 中信建投研发部

3.3 过渡期的政策判断

3.3.1 紧缩触底下的货币政策: 保量增价、总量调控

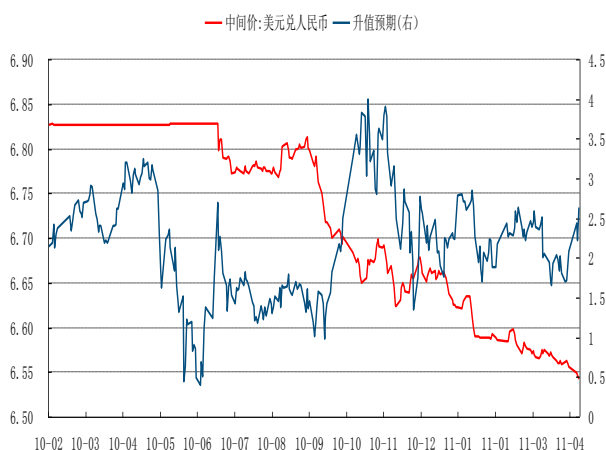
二季度货币政策正在发生悄然变化, 这一变化不是紧缩方向的转变, 由于通胀继续肆虐, “三率”齐动的节奏或有疾缓, 但方向明确; 二是决策观念的变化: 从贯彻中央意志的单方向的坚定从紧, 在中央和地方达成妥协后, 转向“保量增价”——保证信贷需求, 适当提高利率, 以非对称加息为宜, 加强“总量调控”——社会融资总量进入操作层面, 各部门和各市场的融资开始协调配合, 以达到遏通胀、保增长、维稳定的需要。需要防范的是在货币政策主动谋变之前由于通胀和地方的扩张冲动而被动超调的风险。

● 升值加快可能性大

人民币升值有利于促进产业结构升级和经济结构的调整，有利于缓解输入性通胀压力，有利于缓和国际社会的压力。年初以来人民币已累计升值 1%，二季度有加速升值的动力和压力。

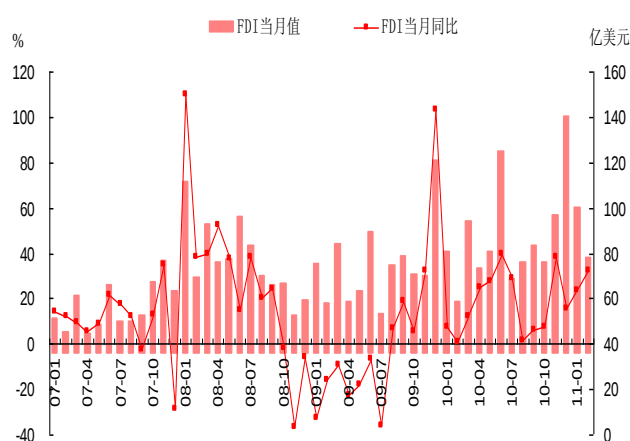
外汇占款增加趋势不改。二季度贸易顺差将走出一季度低迷状态；而目前 FDI 已经走出金融危机的低谷，恢复到正常水平，预计 2 季度仍会保持较高水平，有望持续去年 7 月以来趋势性的上升态势。

图 57：人民币升值预期



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 58：FDI 已恢复至金融危机前水平

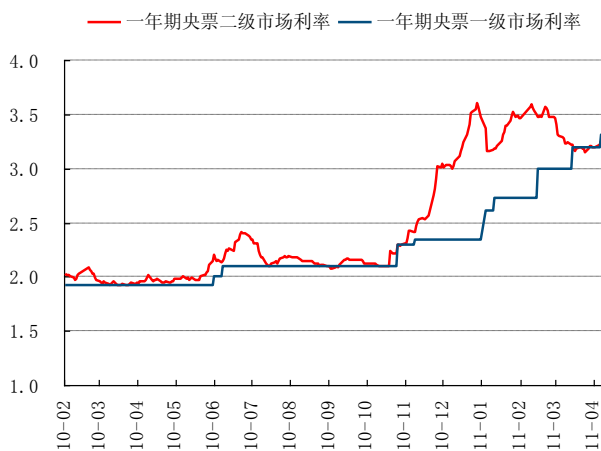


数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

● 准备金率继续上调

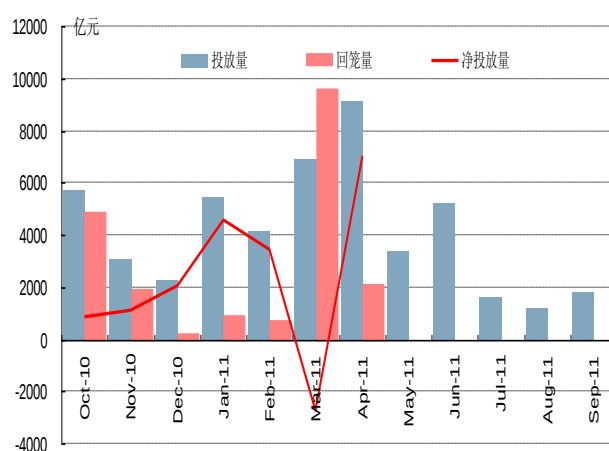
二季度公开市场到期资金量还有超过 1.5 万亿元，仅此一项就给金融体系内注入了巨量的流动性。随着近期央票一级市场发行利率的恢复，公开市场回笼货币功能有所强化，但仅通过公开市场回笼货币显然力不从心。

图 59：公开市场回笼资金功能恢复



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 60：公开市场到期资金量巨大



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

二季度控制银行信贷的力度依然有力，防范银行风险的压力不会减少。提高存款准备金率是紧缩信贷、控制需求、压制物价的“必选动作”。

外汇占款的积累、公开市场的巨量到期资金，都决定了二季度存款准备金仍有上调空间。如果商业银行不听指挥，或者外汇占款增长过快，而公开市场回收流动性又不力，再次提高存款准备金率的压力骤增。我们也一直判断准备金率是全天候的货币政策工具，二季度再次上调的可能性很大。

● 信贷严控应有缓和

站在信贷投放的角度看，今年信贷调控的目标既有总量控制，也有进度控制。而由于上半年银行信贷冲动更强，因此监管层的管制力度更大，二季度存款准备金率的提高责无旁贷。但随着时间的推进和收缩信贷对经济负面效果的逐步显现，信贷的控制阀也会逐步放松。目前实体经济对资金的需求十分旺盛，贷款需求景气指数一季度直线上升，贴现和转贴现利率也处于较高位置。而我们的草根调研结果也表明，民间资金拆借利率也创出历史新高，实体经济特别是民营企业、中小企业的资金十分紧张。

图 61：实体经济中资金紧张



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 62：贷款需求旺盛



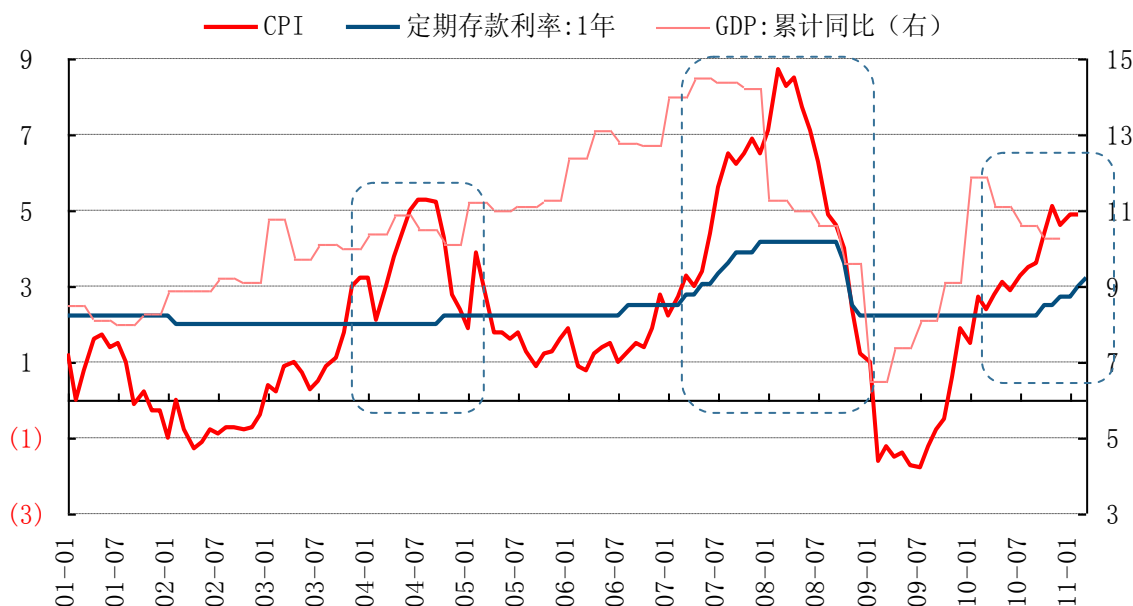
数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

信贷控制的主要目的是让银行均衡投放信贷，抑制投资，压制通胀。而三季度这些压力都会减弱，相反，信贷紧缩的负面作用开始显现。因此，我们判断，信贷调控最紧的时刻就在当前。二季度末期信贷控制应适度放松。

● 加息未了冲击减弱

如前文所述，今年经济增长的内需并不疲弱，外需持续恢复，经济增长势头平稳，国家又提高了对经济增长的容忍度，因此，加息阻力不大。而通胀猛于虎，通胀关乎社会稳定和政治稳定。这在中国近30年的经济发展历史上是有深刻教训的。政治家们应该十分清楚通胀的负面影响。廉价货币是泡沫之源，加息周期并未结束，加息仍会继续。况且，目前判断本轮CPI的季度高点位于一季度风险很大，整个二季度CPI压力都很大，因此，从逻辑上讲，加息是必然的。

图 63：加息步入中后期



数据来源：WIND 资讯，中信建投研发部

但加息还要受到很多因素的约束，首先是经济的走势，其次是投资特别是民间投资的进展，三是企业的盈利能力状况，四是国际资本的流动。而经济的走势是其中最重要的因素。近 10 年我国出现负利率的情况有两次，第一次是在 2003 年底-2005 年初，第二次是在 2007 年初-2008 年底。第一次是只加息一次，这与当时的 GDP 处于小的下行周期有关。而第二个时期在 2007 年初到 2008 年底，央行在这个期间的前期连续加息，而当时 GDP 处于高速增长的阶段，经济明显过热，但预期到经济将下滑时，央行就停止了加息。今年我国经济处于一个平淡阶段，政策刺激的后果正在缓慢消除，经济增长中枢是在下降的。在这样的背景下，加息又是有限度的，即虽然要打击通胀和资产价格泡沫，但也要顾及经济增长，央行在走一个平衡木。

我们判断，6 月底前存在一次加息的可能性，以非对称加息为宜。加息周期启动以来，加息幅度已经达到 100 个基点。加息在逐步进入市场预期，对市场冲击趋弱。

3.3.2 紧缩触底下的财政政策：由积极为稳健

对于财政政策，我们判断，将会逐步由积极变为稳健，至少对中央政府来讲是这样的。在前面论述的稳定压倒一切背景下，中央政府管分配已经是明确的事情。对于地方政府来讲，二季度正处于与中央政府进行博弈的时候，其激进的态度存在，但其激进的行为可能并不存在。在地方政府激进的政策面前，民营资本可望获得松绑的机会。

3.3.3 过渡期的政策——管制的全面化

政府管制的全面化将是二季度明显的特征，管制改变了市场的规律，为未来预留了风险，但至少在短期内它不会影响稳定。管制产生了短缺，并产生了租金，从而为租金的耗散提供了环境。

四、过渡期的创新——穿越刚性

在过渡期，中国经济处于从小周天向大周天转变的关键时期。成本约束与需求约束的突破，只有依靠创新。由于创新是如何重要，我们通过详细的报告进行了分析。请参看二季度宏观分报告《说英雄，谁是英雄——结构主义的演绎：主导产业养成计划》。

4.1 创新的基本逻辑

- **创新是从小周天到大周天转换的关键**

创新绝对不是简单地重复，创新的本质是打破刚性。刚性分为结构刚性与制度刚性，因而创新是全方位的。市场内生力量的积蓄需要市场自我的扬弃，政府的制度让利是建立在这一基础之上的，因而市场创新第一，政府创新第二。

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。

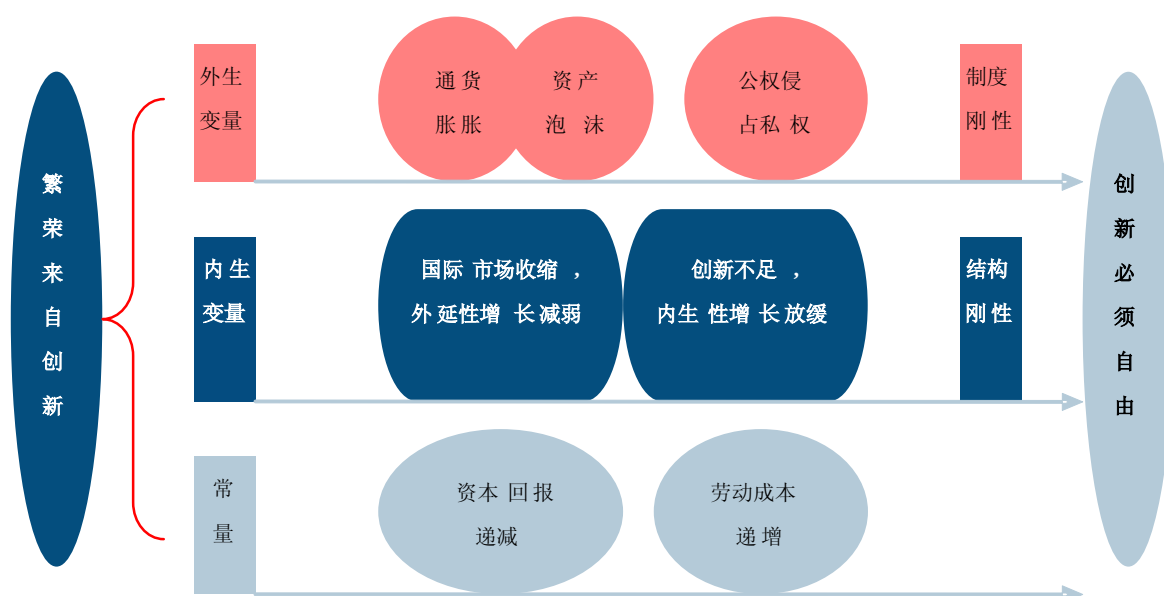
- **创新伴随着中周期的全过程**

我们反复指出，中周期的主要特征就是企业的内生性增长。内生性增长就是不断地突破约束，这些约束又可以分为四个变量与两个常量。我们在年度报告《新起点：嬗变与冲击》中已经反复提到过，为了行文的方便，我们再次提及：

- 变量 1) 消除过度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。

创新的作用即在于消除这些约束，在加快经济复苏的过程中，创造繁荣，而要创造繁荣，自由是必须的。这就意味着，约束的放松不仅是市场自身努力的结果，也是政策义不容辞的责任。

图 64：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

4.2 创新的三要素模型

在 2010 年布局制度红利的分析时，我们用了一个“目标、领导者与财政约束”的三要素模型来分析中国的制度创新。在我们的逻辑下，企业家与政府的领导者本质上并无二致，其行为同样受到财政约束的强烈制约，其目标又与其偏好、任期、利益权衡等密切相关。因此，三要素模型是可能应用于所有的创新的。当然，在这里，我们有一个逻辑前提，那就是创新的核心力量是人，是领导者，是企业家。

● 创新的要素之一：目标——创新的动力

创新的动力是存在的，对企业来讲是克服高成本的压力，对政府来讲是缓解财政压力。创新的动力简单地讲就是穷则思变。

● 创新的要素之二：财务约束——创新的能力

目前虽然利润中枢下移的态势已经形成，但其营收与现金流的相对充裕仍然使其具备创新能力。在被动型库存时期，超强的盈利水平保证了这一能力的持续。（详见《说英雄，谁是英雄》）

● 创新的要素之三：领导者——创新的发起者和组织者，创新活动的灵魂和核心。

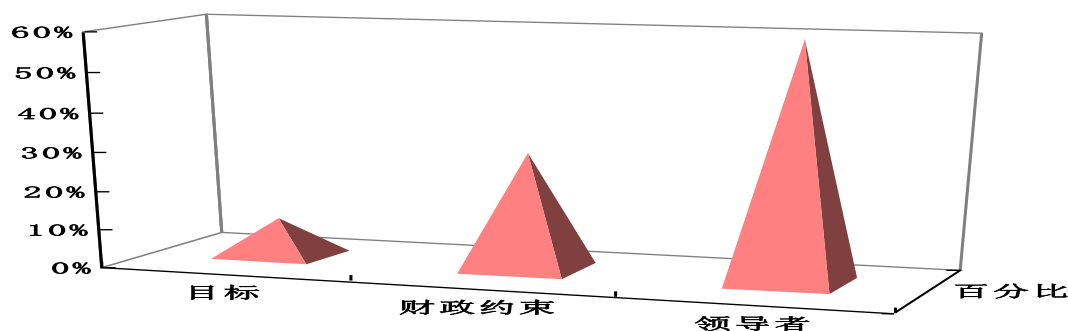
什么是创新？创新就是破坏，是具有动物精神的企业家的一种自发行为。创新本身也是一件投资回报周期较长的事情，其本身对于创新者，也存在较高的要求。对于企业家，熊彼特认为，企业家是不断在经济结构内部进行“革命突变”，对旧的生产方式进行“创造性破坏”，实现生产要素重新组合的人。德鲁克也认为，企业家是革新者，是勇于承担风险、有目的地寻找革新源泉、善于捕捉变化、并把变化作为可供开发利用机会的人。

很显然，对于中国的创新人群，目前大致有以下的判断：

- (1) 接近市场需求，诱惑显著，而知识和经验丰富的人群；
- (2) 私有制公司的公司高管，实施了股权激励计划的现代所有制企业高管；
- (3) 若将一县一市视为一公司，那么在当下的地方政府换届之际，有意上位的政府官员，也将是创新的领导者，如重庆模式下薄、黄组合。

从这个角度出发，我们认为，在创新成为时代的大背景的投资环境下，拥有“创新领导者”的公司，无疑将享受到“人力资本重估”的溢价——也是产业升级的必然要求，也是知识经济的应有之义——在这里，“人”的重要性就显得格外重要。

图 65：创新三要素模型



资料来源：中信建投研发部

4.3 过渡期的政府创新——整合资源打破僵局

根据我们近期对多地的调研，地方政府的资源整合已经是暗流汹涌。我们认为，地方资源整合将成为中央和地方博弈的一个突破口，其逻辑正是穷则思变。与以往不同的是，这一次的千帆竞发，具有了普遍的竞争动力和压力，和非统一的各具特色的竞争思路，因此在这一次的地方竞争中，将看到更多新的地方发展模式。二季度应该就可以观察到很多新变化，领先的地方政府或已找到了与中央政府的“激励相容”方案。

4.3.1 整合资源的动机

地方政府整合资源的动机如下：

第一，扩张周期启动。十二五开局之年，地方四级政府换届完成，一个新的经济和政治的扩张周期启动。

第二，政策诱发。2009年的过度刺激中，从融资平台开口中显示出地方扩张的巨大动能，但正如我们判断的，中央政府的扩张放缓，而地方政府的扩张还在中途，或者可以讲，应对金融危机的刺激政策诱发了地方扩张的提前启动。

第三，车已启动。地方政府扩张启动，一旦快速减速，更不用说停滞和转向，都会对经济、金融、地方财

政造成巨大风险，和投资的巨大浪费，只可能有短期的缓和以求稳健，不可阻挡和扭转。

第四，上下默契。当前地方政府面临来自中央政府的三方面的压力：货币紧缩、房地产调控和融资平台治理，涉及地方的金融、财政和土地（第二财政），久压之下必有溃败，要么中央主动松劲，要么地方找到新的出路，资源整合即使地方的主要选择，也将与中央达成默契，并能够有效组织和调动各利益集团的力量。

第五，压力巨大。调研表明，目前地方政府财政压力巨大，不仅在经济发达地区，也在经济欠发达地区。地方政府财政压力主要来自三个方面：城市基础设施建设的巨大资金压力排在首位，很多城市制定了轨道交通、高速公路等的建设计划，面临包括资本金在内的资金短缺，现金流非常迫切；其次是 1000 万套保障房等规模庞大的政治任务，军令状已立，时间紧张；出于增强地方稳定和竞争力，以及 GDP 之后的新的政绩观要求，对于民生的投入加大，不仅规模巨大，也将是个中长期过程。

第六，占据主动。整合资源，也将增强地方的核心竞争力，增强地方政府对地区资源的控制力，在未来的区域竞争和发展中占据主动。

4.3.2 整合资源的方式

根据我们的调研和分析，地方整合资源涵盖方方面面，不仅包括地方财政、金融，地方国有企业和矿产资源，也包括了地方可以掌控的各种制度资源，由此可以对非公有经济起到协调利用和带动作用。由于地方的先天条件不同，地方整合资源的重点和安排差异很大。目前比较突出的有以下方式：

- **对地方金融机构的整合**

政府积极牵头当期中小银行，主要是城商行乃至农商行的重组、改制，并以上市为目标，发达地区鼓励民间资本参股甚至控股；争取非银行金融机构牌照；打造地方性的金融控股集团；鼓励外地银行和非银行金融机构进入设立分支机构。

- **对地方企业的整合**

扶植龙头企业，鼓励新兴产业，给予优势企业土地、金融乃至节能减排等各方面的优惠措施，促进企业和产业集中，推动企业上市和整体上市，发达地区更看重民营企业，欠发达地区重点在地方国有企业。在整合地方金融和企业基础上，使地方金融更好的配合企业的发展和满足政府的需求。

- **对能源的整合**

主要是中西部地区，山西的煤矿资源整合成为样本，地方上收资源权，然后通过把资源装入当地上市公司等方式得到价值实现和获取现金流。

- **内外资源整合**

寻求与中央、央企、外地大型企业、权贵等外部资源合作，适当让渡利益，解决地方的资金约束、土地约束和行政管制造成的制度约束。

- **对医疗、教育、文化等社会保障资源的整合**

从目前的情况总结判断，万变不离其宗，地方政府的收益的实现来源依然是土地和资源的资本化，渠道以上市为主。

4.4 过渡期的市场创新

熊彼特认为市场创新无非是以下几种形式的组合：

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

在将市场目标假定为“突破成本限制”的背景下，我们认为，企业自我砥砺，淬炼自己竞争力的手段有三招：

- **技术创新，提高产出效率，以期消化成本**
- **组织创新，打通产业链，降低交易成本，从而固化成本**
- **商业模式创新，以更合适的盈利模式，转嫁经营成本**

4.4.1 技术创新

技术创新是新增长理论的基础，其背后的知识的外溢。中国企业通过技术创新化解成本具备以下的优势：

- **技术扩散指数上升提升加快**

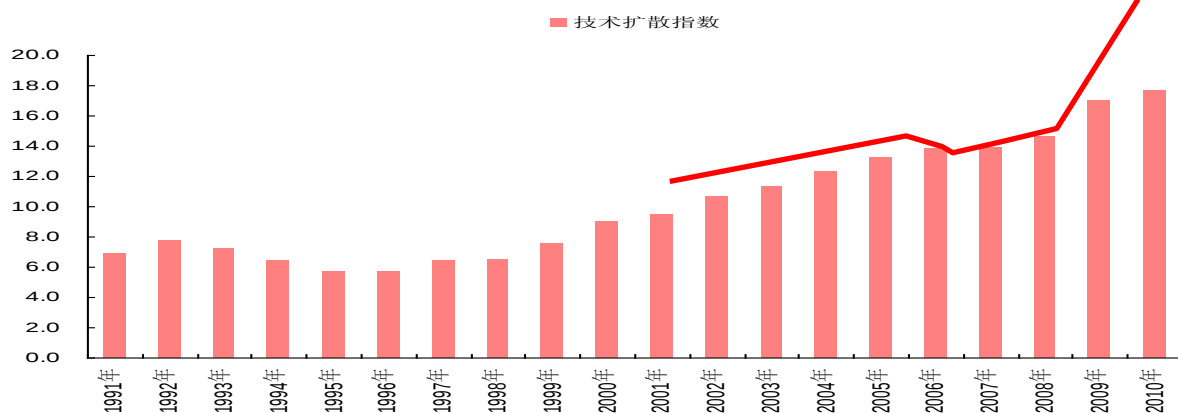
截止到 2010 年，我国的技术扩散指数已经达到了 1.77%左右，并且在 08 年金融危机之后，表现出了明显的加速特征，这对于目前中国而言，是极为有利的事情。

- **技术引进加快**

金融危机时期，中国从国外引进大量的技术，如高铁技术、汽车、纺织技术等，技术漫化加快。在日本大地震之后，日本企业无法在国内复产，技术向中国转移是相对确定的事情。这一点我们在《云卷云舒之五：人算不如天算》中已经做了相对详细的分析。

在此我们指出，市场的创新与政府的创新是分不开的。政府创新有时候需求载体，而市场创新需求政府支持。我们看到很多资源的整合，背后的推手都是政府，政府与大企业联合起来搞垄断，是一个明确的事情。在节能减排、地方财政压力大增的背景下，政府帮助大企业实施实际上的垄断，可以通过限量保价来达到突破成本，提升利润的目的。

图 66：中国的技术扩散指数（%）



资料来源：CEIC，中信建投研发部

4.4.2 组织创新

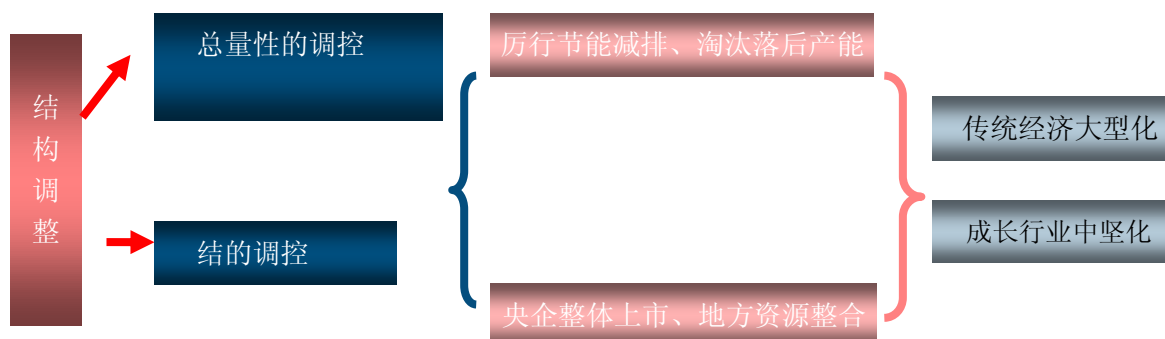
技术创新是通过提高效率，来应对高成本，是最积极的方式，但也是最困难的方式。相对容易一点的方式，是通过组织创新，来降低交易成本，以期固化成本。

一般来说，企业的组织创新有两种方式：（1）横向一体化，即大型化；（2）纵向一体化。组织形式取决于交易成本的多寡，因为交易成本决定了规模经济和范围经济的起作用与否。

● 横向一体化

横向一体化的理由有三：1）工业化成熟期，产业盈利能力下降，规模化自发成行。2）国际化竞争加剧的背景下，大型化是中国经济崛起的必然选择。3）结构转型时期，大型化有利于政府宏观调控政策的结构性

图 67：大型化是结构转型背景下的调控要求



资料来源：CEIC，中信建投研发部

实施。

大型化将是企业创新非常重要的一部分，并主要集中在上游领域。除了能够增强资源掌控力、固化成本之外，也能够一定程度上促进技术创新的发展，同时也可能会培育出围绕其而存活的中坚企业，同时在多层次的国家化市场中创造出新的商业模式。从本质上来说，大型化就是提高垄断力，因此也值得资本市场给予重估的机会。

● 纵向一体化

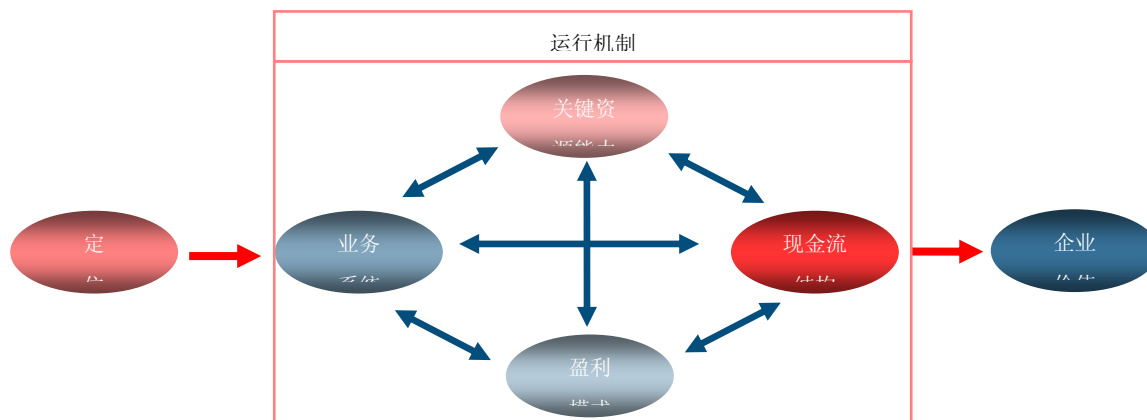
随着成本压力的来临，中国的产业正在发生着前所未有的整合。其中，垂直非一体化也正在展开之中，并由此催生了中坚企业。原因在于，随着工业化走向成熟，产业的高度细化和分工的复杂化，使得中游领域不断扩张，从而出现中游膨胀的情况——如此，中坚企业的产业也就有了组织基础和市场基础。

为应付成本上升而进行的组织创新，其结论是：要么大型化，成为大企业；要么做出特色，成为中坚企业。

4.4.3 商业模式创新

当成本问题来袭之时，寻找好的商业模式，就能够合理地转嫁成本。一般认为，在商业模式之中，盈利模式优势最为关键的一个单元。构建好的盈利模式，对抗成本对毛利率的侵蚀，作用非常明显。

图 68：商业模式的结构图



资料来源：魏炜，朱武祥（2009），中信建投研发部

4.5 创新的结果——系统性风险化解与主导产业的形成

创新的结果不仅体现在微观上，更体现在宏观上。对微观来讲，是主导产业的形成与否，对宏观来讲，是对增长乏力的系统性风险的化解。

微观上讲，创新的结果有两个：形成主导产业，或者失去原有的地位。中周期的本质是新的主导产业的形成，在我们的逻辑下，2011 年还看不到主导产业的形成。创新表明了一种向着主导产业前进的方向，也表明一种基本的逻辑：不创新不可能成为主导产业，创新也可能成不了主导产业。只有正确的创新才能成为主导产业。

五、资产配置

5.1 宏观变量的组合

宏观研究是为大类资产配置提供依据。从资本资产定价的角度，我们将影响资本市场的变量进行组合如下：

二季度对资产配置影响最负面的因素是通胀与管制的长期化，而正面的影响主要包括增长，流动性与制度变革，其实增长动能在减弱，流动性面临着放松的要求，制度变革处于中央与地方的博弈，并寻求突破的地步。

图 69：宏观要素组合图

宏观要素	一	二	三	四
增长GDP	●●●	●●	●●●	●●
通胀CPI	●●●●	●●●	●	●
流动性M2	●●	●●	●●●	●●
制度变革	●	●●	●●●	●●●
价格管制	●●●	●●●	●●	●●

注：红色代表正向，蓝色代表负向

资料来源：中信建投研发部

5.2 配置策略

- 没有系统性风险，现金为王不理性

二季度是通胀高位运行，增长动能减弱的时期，但还不会产生系统性的风险。虽然存在着加息的可能，但现金为王仍然不是最理性的选择。

- 配置商品存在着较大的风险

虽然石油价格还在上行，但欧美经济恢复仍然不甚强劲。欧元区的加息，使得资金成本上升，虚拟经济收缩，若无真实需求的支撑，商品价格是无法继续向上突破的。

- 配置股票注意周期复辟已到右侧

对于股票的配置，要注意周期复辟已经是人间四月芳菲尽了。而随着消费逐步触底，消费存在着估值修补的可能，但消费回升的力度是较小，且时间较长的。对于可能形成为主导产业的行业，成本的突破是试金石，突破了才是主导，没突破的就再也没有机会。对于地方政府为了增加正的现金流，或者减少负的现金流的资源

整合是则非常明确的投资标的，在中国制度红利对投资的影响是最大的。在通胀已经是慢性病的背景下，要素价格的提升也将是确定的。

● 债券配置是交易的初春，配置的金秋

我们认为，无论是利率品种，还是信用品种，二季度收益率波动区间不会很大，更难觅趋势性投资机会。交易性的机会来自政策真空期，但注定是短暂的，并终将消失。整个二季度是交易的初春，乍暖还寒。而对于配置型投资者而言，由于收益率的绝对水平和利差都处于历史高位，二季度是配置的金秋。因为随着 CPI 走向顶部，加息步入尾声，三季度债市出现转机的概率较大。

对于利率品种的投资，要谨防风险。二季度资金成本会上台阶，CPI 继续攀登，而债市资金面临负面冲击，收益率曲线上行概率较大。控制久期 3 年左右，建议在加息和货币政策收紧的背景下持续关注浮动利率债券的投资机会。

对于信用品种，要票息为王。从绝对收益来看，配置风险大大降低，具备一定安全性。由于供给加快和财务成本上升，信用利差保持高位的概率较大，总体而言，信用债的冬天并未过去。继续关注票息收入，而非资本利得。二季度以适度参与 3-5 年期中短期信用债为主，中等信用评级 3-5 年信用债是攻守兼备的品种。

六、宏观数据预测

表 8: 2011 年宏观数据预测

	2011				
	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
GDP	9.7	9.9	10	9.5	9.8
CPI	5.0	5.2	4.7	3.0	4.5
PPI	7.1	7.4	7.8	5.5	6.8
工业增加值	14.4	15.6	16.6	16.9	16
投资	25	25.5	25.2	24.5	24.5
零售	16.3	17	16.5	16.2	16.6
出口	26.3	21.0	17.0	15.0	20.1
进口	36.2	25.0	23.0	20.0	25.1
M1	15	18.5	19.1	16.8	16.8
M2	16.6	16.9	17.3	15.8	15.8
一年期存款基准利率（期末）	3.00	3.50	3.50	3.50	3.50
法定存款准备金率（期末）	20.00	21.00	21.5	22.00	22.00
人民币兑美元汇率（期末）	6.55	6.43	6.35	6.30	6.30

注：除利率、法定存款准备金率和汇率为期末值外，其它主要经济指标指同比增长率。

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，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。

董事总经理 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

陈杨 010-85156401 chenyangbj@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 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@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

段佳明 010-85156402 duanjiaming@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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、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。