



供需低位均衡

宏观经济

- 二季度经济运行的明显特征是增长从惯性转向刚性，经济从放缓到下滑是确定的，但硬着陆则是小概率事件。通胀已成慢性病，二季度通胀居高不下，政策上看不到放松的迹象。六月的宏观经济形势沿着上述的路径演进，没有特别超预期的东西。
- 五月的数据表明，经济特征是强需求--弱供给。从支出法来看，GDP 增长不错，三驾马车都比较给力，投资、消费和出口都出现上升态势。值得注意的是，生产法显示出的增长速度却在下降，工业增加值增速明显低于预期。
- 六月份宏观经济供求失衡将转向供给下拉需求的低位平衡。电力供给紧张是重要原因。本次电荒是电价相对锁定、供给疲软无力、需求走向旺盛三大原因共同作用下的结果。虽然国家可能通过上调电价、鼓励新建电厂等方式缓解现状，但鉴于煤电价格倒挂程度之深、电厂建设需要时间之长以及需求旺盛的日益确定性，我们认为造成电荒的根源短期内无解，电荒的程度和持续时间或将大大超出市场最初的预计。
- 受制于电力的紧张，生产的刚性十足，利润下行引致生产下行是明确的事情。我们预计工业增加值环比下行的趋势至少还要持续两个月。生产的业态将会发生重大变化，去年四季度“利大害小”的一幕又将重演。
- 利益的纠结增大了公共风险的不确定性，在我们看来，公共风险来源主要是政策实施不当。短期来看，这种不确定性主要有两类，一是通胀居高不下，二是货币政策超调的风险在加大。
- 上半年之前我们将很难看到紧缩政策放松的迹象，下半年不排除超调的风险，这当然都预示着中国经济仍将在紧资金供给和高资金成本的现实下运行，压力可想而知。
- 相对乐观地看，刚性正在穿越。市场正通过技术创新、组织创新与商业模式创新来穿越结构刚性。政府通过地方的资源整合与央企的组织整合来穿越制度刚性。
- 从这个意义上看，中周期是一波三折的，系统性的风险并不存在，但系统性的机会还没有出现，二季度末藏伏依然是战略所在。但随着端午节已过，邪气渐去，紫气渐来，从战术上讲，凉风习习的傍晚，人约黄昏后是可以的，但共剪西窗烛的时机还没有到来。

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

lishupe@csc.com.cn

010-85256321

发布日期：2011 年 6 月 7 日

相关研究报告

2011.06.03 《何当共剪西窗烛》

2011.05.31 《五月的决断》

2011.05.16 《战风车的超调风险》

2011.04.18 《嬗变：穿越刚性》

2011.04.18 《金钱永不眠》

2011.04.18 《说英雄，谁是英雄》



目录

引言：利字头上一把刀	2
一、供需失衡——下位平衡是大概率的事件	3
1.1 强需求——支出法 GDP 不错	4
1.1.1 地方保障热情高企	4
1.1.2 消费增长回归常态	5
1.1.3 贸易增速仍上双	5
1.2 弱生产——生产法 GDP 很差	6
1.2.1 工业渐生疲态	6
1.2.2 发电量下降明显	6
1.3 强需求弱生产是暂时的——PPI 价格趋势开始向下	7
二、供需低位平衡——从电力看生产	8
2.1 遭遇猛烈“电荒”	8
2.2 多因素致电荒持续	9
2.3 电力紧张，生产业态利大害小	10
三、供需低位平衡——利润决定一切	11
3.1 利润制约电力供给增长缓慢	11
3.1.1 电力亏损，提价方能增加供给	11
3.1.2 电力产能利用率只会小幅提升	12
3.1.3 电力投资增速较慢	12
3.2 工业利润下降	13
3.3 利润下降，生产刚性	13
四、公共风险因利益纷争而加大	14
4.1 公共风险之一：通胀预期居高不下	15
4.2 公共风险之二：超调的风险是存在的	15
五、刚性在创新中不断被穿越	16
5.1 中周期不可速至——要藏伏，要决断	16
5.2 市场刚性正在逐步穿越	17
5.3 制度刚性正在逐步穿越	17
六、资产配置	18

引言：利字头上一把刀

自4月20日二季度宏观报告《嬗变：穿越刚性》发布之后，市场就一路下行。在本报告发布前的一天，银行也已撑不住了。当时与很多投资者朋友交流时，提出下跌的结束应以6月6日为重要的时间窗口。

为什么是六月六吗？因为六月六是阴历的五月初五，端午节。自先秦以来，人们普遍地认为五月是个毒月，五日是恶日，相传这天邪佞当道，五毒并出。在此日，或插菖蒲、艾叶以驱鬼，或以薰苍术、白芷和喝雄黄酒以避疫。

因此，在这一天之前，我们曾经开玩笑地讲“邪气太重，不宜运动，要藏伏”。这不是事后诸葛，随着四月数据的公布，我们在二季度报告中的宏观判断一一得到验证。中国经济惯性增长，从五行上讲属于“木生火”的阶段已经过去，接下来将是“火克金”，是刚性阶段。刚性是中周期运行必不可少的阶段，回避不得，但也没必要把这种困难忽悠得好像天要塌下来一样。卖方的报告是要讲究包装，有30%的做秀成分，但过分的夸大就是噪音。从目前市场的宏观判断来看，这种噪音正在越来越多。

噪音之一：以狠对早。当我们较早地指出紧缩的负面效果显性化、经济放缓后，随着市场的变化，经济下滑——硬着陆——2008年大衰退重演等更狠的话纷纷出台。基于吸引眼球的考虑，如果不能占得先机，只能讲得更狠。而这种狠更多的是在将“周期复辟”理解成“周期复兴”犯下方向性大错后的激情所为，在这个讲求理性的时代，激情并不是一个褒义词。

噪音之二：视长为短。宏观分析有时候是“对而无用”的，将长期的问题短期化即是如此，噪音正源于此。宏观分析是为投资提供背景的，如不能将宏观因素的时与空错配，其产生的后果就不仅仅是噪音了。近期盛传的中央要一锅端地清理地方高达15万亿融资平台的消息，即是上述不良分析的代表。由于中央与地方财政体制的内部矛盾，地方融资平台有其存在的合理性，风险的存在是明摆着的。这好比是慢性胃炎，是生活不规律，内外不平衡的必然结果。它会让人难受，但说其突然就恶化为胃癌，要进行切除，显然动机不纯。在中国政治新老周期交替、整体国家净资产为正、稳定压倒一切背景下，有什么人会有心思，什么人会有能力去解决一个老大难的问题呢？又有什么人敢于承担手术失败的风险？用一句最时髦的咆哮体来讲，有木有？木有！！

噪音，其实就是一种蛊惑，会让定性不足的人做出事后后悔的事情。端午这一天，许仙受无中生有的法海的蛊惑，对改变了其命运的白素贞的DNA进行验证，结果家破人亡。白娘子是蛇又怎么样，人也是动物，和谐相生，人鬼情未了，也让人慨叹不已。

噪音的产生，不为名，即为利。在这一浮躁的时代，分析师用在研究上的心思显然要少于做秀，全在于为名所累，为利所驱，在利益纠结下，又如何做出客观的判断呢？端午是屈原投江的一天，在利益的纠结面前，强大的楚国也不得不面临家园的时空变换。路漫漫兮，吾将上下而索，纵有恣意才情，纵有坚定意志，屈子也

不得不完败于残酷的现实。

利益的纠结酿成了巨大的公共风险，这才是我们所最应该关注的。市场上目前对中周期的嬗变，最大的怀疑就是看不到利益不公的化解，从而不认同创新动力与能力的相克相生。利字头上一把刀，我们看不到政府主动的利益调整，从而也看不到制度刚性打破的希望。但我们看到了在越来越大的财政压力面前，一种穷则思变的被动的利益调整。从中国的经验来看，这是中周期加速的不可避免的阶段。

利益调整是不是特别难？从体制内与体制外的博弈来看，特别难。但从体制内不同利益集团的博弈来看，它并非如市场原教旨主义看来那样艰难。执政党 90 年的坎坷历程，彰显该组织强大的自净能力，这种自净能力即是一种利益的调整。

如果说，体制外的利益调整是“挟太山以超北海”的话，体制内的利益调整则是“为长者折枝”，虽然六月的宏观经济依然刚性十足，我们还是看到了制度刚性开始松动的迹象。这是我们对中周期相对乐观的理由，正如，我们在二季报中所言，火克金之后是金生水。

一、供需失衡——下位平衡是大概率的事件

从 GDP 的核算来看，投资、消费、净出口可以看成需求，工业生产可以看成供给。中国的 GDP 是按生产法进行统计的，工业增加值与发电量是判断经济增长最重要的指标。

宏观经济供需失衡的状态也已经出现。三驾马车中的需求惯性增长。2011 年 2-4 三个月，投资环比增长分别为 1.66%，2.09%与 3.08%，加速上行。消费为 1.27%，1.31%与 1.35%。出口为-23%，27.40%与 12.30%。进口为-7.00%，4.9%与 7.40%。除了出口的环比增速有些下降外，其它的需求均保持了上升的态势。从这些数据来看，中国的增长是相对乐观的。

但是从供给来看，工业增加值从环比来看则出现下降的态势。2011 年 2-4 月该值分别为 0.95%，1.15%与 0.93%。相对于需求来看，供给的环比增速虽然没有为负值，但幅度相对较低。从这个数据来看，中国的增长是相对不乐观的。

在《云卷云舒之八：战风车与超调的风险》中我们指出：

经济运行本来就是一个供需从平衡到失衡再到平衡的过程。现在摆在大家面前的路径有二：

- 供给增加，以适应需求，上位平衡；
- 需求减少，以适应供给，下位平衡。

目前的宏观态势是供需失衡，下一步的形势是需求上拉供给还是供给下拉需求？

我们判断供给下拉需求是大概率的事件。

1.1 强需求——支出法 GDP 不错

1.1.1 地方保障热情高企

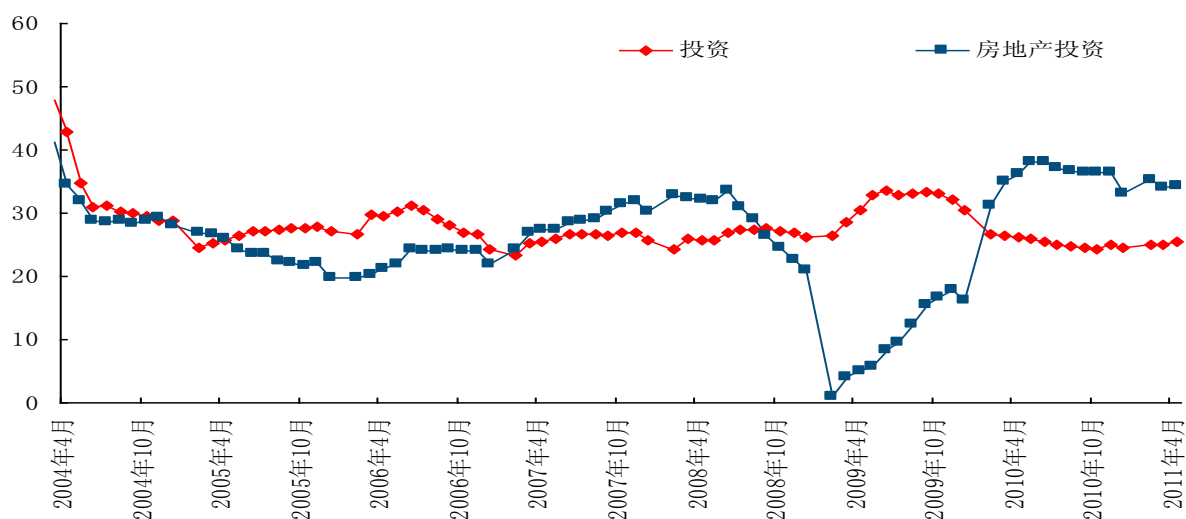
4 月份固定资产投资增长 25.4%，符合我们的预期，但高于市场预期的 24.3%。我们还是维持今年以来的判断，投资今年不是问题。

从投资结构来看，一方面前期投资者担心由于铁道部“刘志军事件”导致市场对今年高铁投资出现下滑，我们认为，这不会对整个全社会固定资产投资增速产生明显影响。另一方面，近期南方长江中下游旱灾严重，发现水利设施相对缺失明显，这也是十二五规划中的重要部分，今年一号文件的重中之重，我们认为未来第一产业投资增速会加快，保持两位数的增速可以期待。

从投资动力来看，地方政府投资冲动不减，保障房建设已然是地方政府的领导“委任状”，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。

我们认为，就全年而言，投资主导的增长模式难以改变。今年的固定资产投资还是值得期待的，预计全年固定资产投资增速将达到 24% 以上。

图 1：固定资产投资稳健



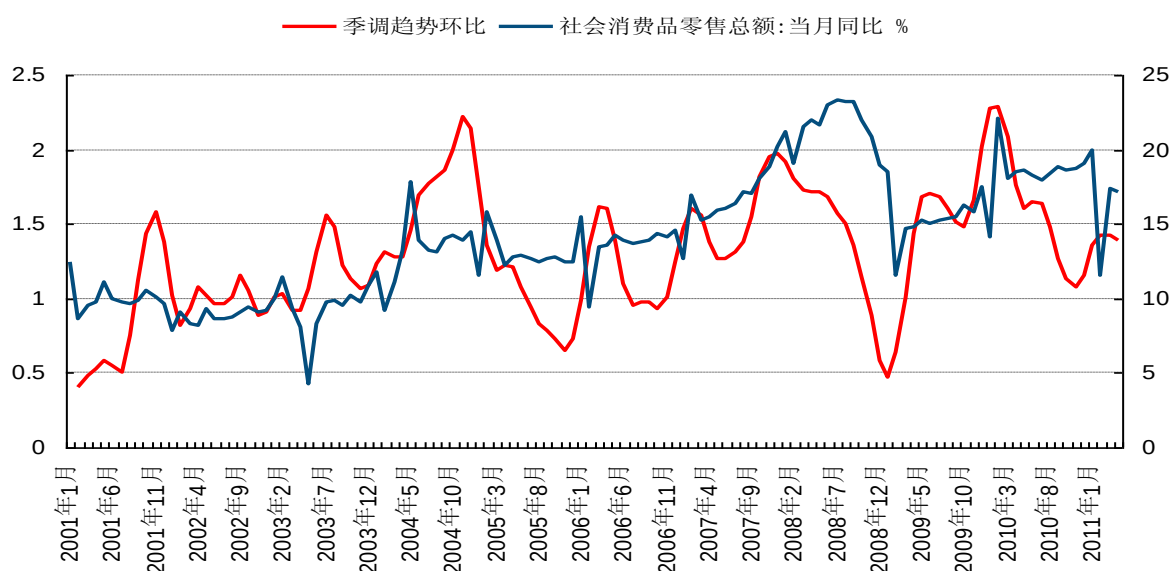
资料来源：wind，中信建投研发部

1.1.2 消费增长回归常态

金融危机期间宏观政策对消费的过度刺激造成社会消费能力透支，使得消费在刺激政策退出之后一度低迷。目前来看，消费有所恢复。4月份社会消费品零售同比增长17.1%，从环比看，4月份社会消费品零售总额增长1.35%，略高于3月份的1.31%，显示出温和的回升。

随着经济的稳健复苏和政府一系列新的民生政策的逐步实施，市场消费动力在经过一段调整之后重新复苏，消费环比小幅上升的势头将会保持。下半年政策的放松和所得税的改革等政策落到实处，将对消费增长起到积极作用。

图2：消费复苏——缺口由负转正



资料来源: wind, 中信建投研发部

1.1.3 贸易增速仍上双

虽然4月份我国贸易进出口增速双双回落，其中，出口同比增长29.9%，进口同比增长25.9%，较上月有所回落，但近30%的增速在全球处于温和复苏的背景下，属于非常好的表现。

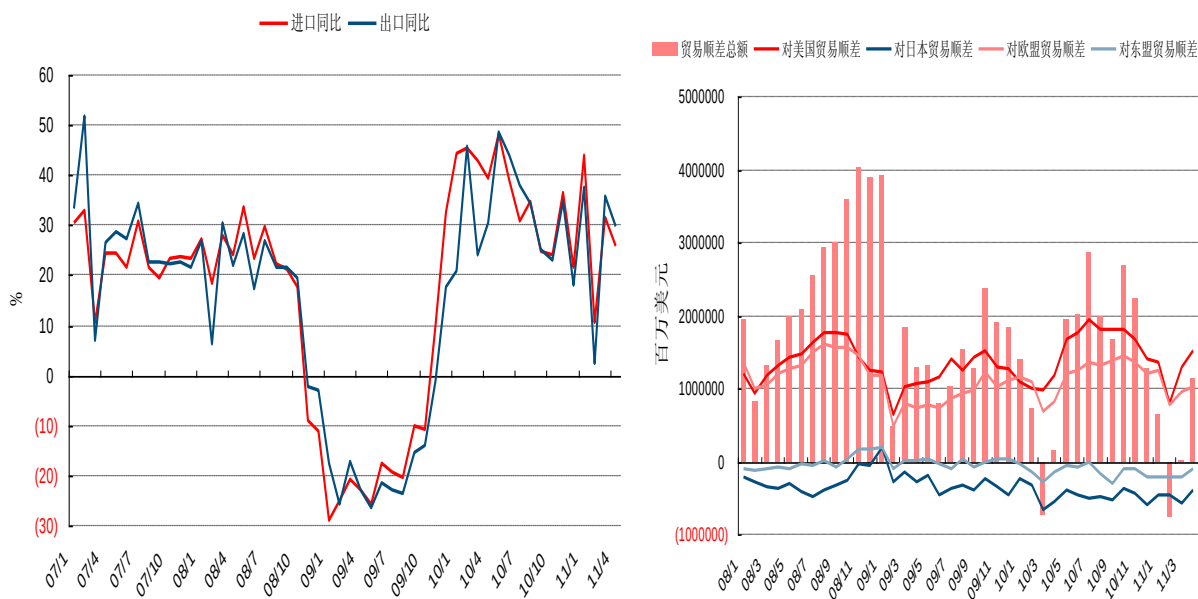
对进出口数据进行季节调整处理之后的结论是：最近几个月以来，我国的进出口贸易季调趋势环比增速持续回落，进口的回落速度远快于出口。这是我国贸易收支在经历了季度性的贸易逆差之后，再度出现贸易顺差突破百亿的原因。这一点与我们二季度的判断是一样的，一季度的逆差不是趋势性的，中国还没有到可以放弃制造业美元的地步。

由于欧美经济新一轮经济周期已经启动，当前一段时间内经济复苏步伐的阶段性调整并不会改变其整体向

上趋势，同样我国的经济增长也已经进入了新一轮中周期复苏阶段，当前的阶段性调整深度同样将是有限和短暂的。经合组织的最新报告也指出，经济领先指标显示中、美、德、俄经济增长表现强劲。主要出口市场经济体的稳定增长必然会带来出口贸易的稳定扩张，而进口又是为我们的经济与出口增长所拉动的，将趋于稳定。

所以，就全年的情况看，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。

图 3：出口与进口同比增速双双回落



数据来源：海关总署，中信建投研发部

1.2 弱生产——生产法 GDP 很差

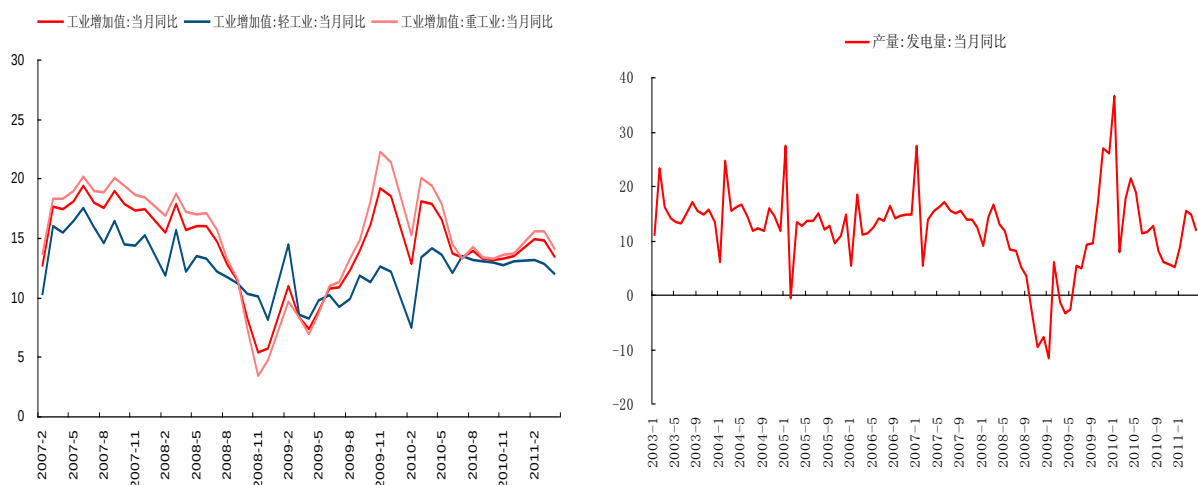
1.2.1 工业渐生疲态

4 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.4%，比 3 月份回落了 1.4 个百分点；环比看，则是增长了 0.93%，增幅较上个月再度滑落。数据表明，在目前较高的成本和价格水平上，企业谨慎地开始了新一轮的供需调试，因此无论是供给还是需求均拥有较高的增速，但也略微流露出疲态。这正是我们所言之工业经济进入主动型的库存增加阶段的种种表征之一。

1.2.2 发电量下降明显

与此同时，从发电量数据来看，4 月份的发电量增速为 14.8%，较上个月的增速下降 3.1 个百分点。这一方面可能意味着生产对电量的需求下滑，同时也可能表明发电量的供给本身出现了问题。而无论是需求还是供给出现了问题，都预示着在未来的一段时期内，工业生产会出现一定程度的波折。

图 4：工业增加值与发电量同比增速（%）



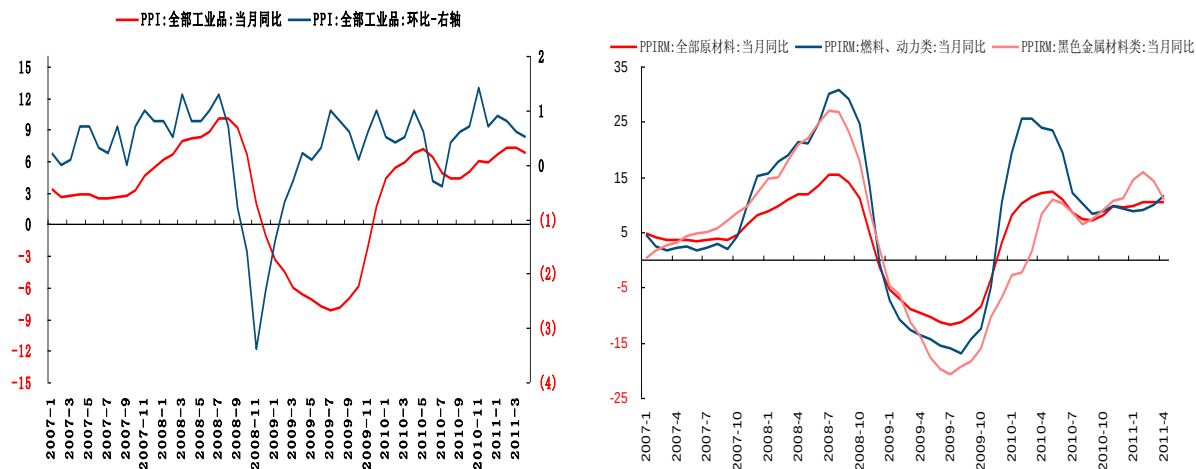
资料来源: wind, 中信建投研发部

1.3 强需求弱生产是暂时的——PPI 价格趋势开始向下

从上述两方面分析来看，似乎产生了一个悖论：需求尚强，而生产显弱，这也就意味着供需失衡的状况。在这种背景下，产能似乎不足，那么价格应该上涨，但从 PPI 的价格同比数据来看，价格并未上涨。由此我们推断出，目前这种“强需求—弱生产”的局面是暂时的。

我们判断下一步应该是弱需求、弱生产下的供需低位平衡。

图 5：PPI 同比与环比开始向下



资料来源: wind, 中信建投研发部

二、供需低位平衡——从电力看生产

我们判断，供需低位平衡会持续相当一些时日，在二季度是不会看到其拐点的。这一点可以从电力生产的形势来观察得到。在中国 GDP 统计数据普遍失真的背景下，电力是各地政府最关注的指标。在很多县乡，衡量一个地方经济实力就是看用电量，什么人均 GDP 等都没有人当回事。

从电力来看，当前的经济也存在着两种不同的结局。

一种观点是：此起彼伏的电荒，预示着大干快上时代又要来临？

另一种观点是：此电荒是结构性的，是利益纠结的必然结果，它是长期制约中国经济增长的因素，大干快上并不是必然的。

上述两种观点，重要的依据就是 2003 年的电荒。我们认为二者的表面或许一样，但其内含则差得太远。

第一，上一次电力供给紧张，处于康波上行—城市化上行—中国经济起飞阶段，增长重于分配。而这一次则正好相反，康波衰退—城市化徘徊—中国经济走向成熟阶段，分配重于增长。

第二，近三年危机时期搞了很多的高耗能的产业，这是电力紧张的重要原因。增加电力供给与节能减排的大方向相背。

第三，2003 年之后电力问题的供给是增量变化，通过增加供给并不会涉及纠结的利益，反对者少。2011 年需要通过先调节利益再增加供给来解决问题，这显然要触动利益，因而反对者众。

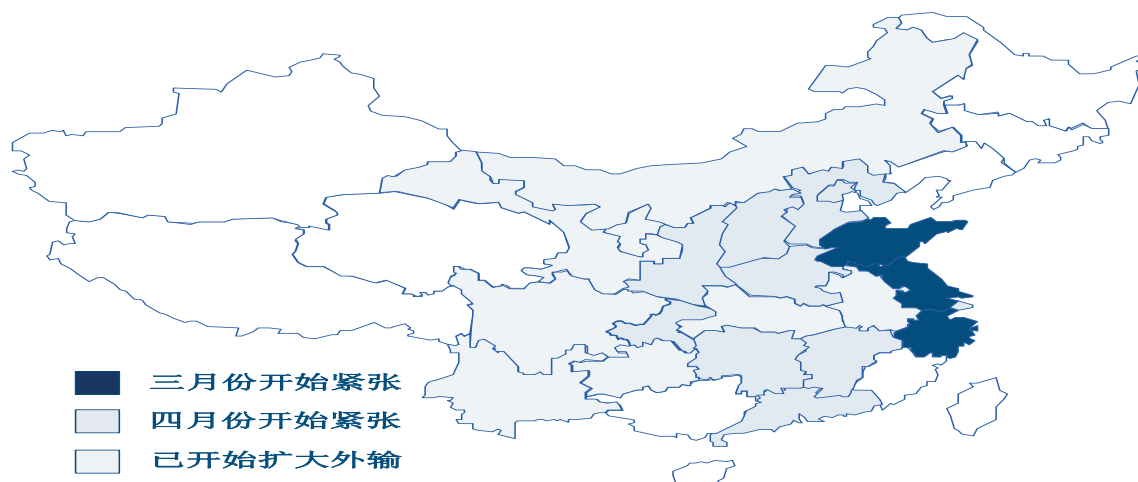
2.1 遭遇猛烈“电荒”

我们在前期报告《嬗变：穿越刚性》中曾经表达过对于节能减排和限电限产政策反复的忧虑，各大媒体也是对“电荒”进行长篇累牍的报道。

按照目前情况我们对江浙地区的调研情况来看，亦是不容乐观，超出了市场的普遍预期。按以往情况来看，预计一季度单位 GDP 能耗有所反弹，限电政策在 5 月份重启。但是，今年的限电始于 3 月份，江苏、浙江、山东等地提前采取了一系列的限电措施。

我们认为本次电荒范围之广、程度之深和开始之早已经超过市场预期。其中有两个现象值得关注：其一，水电大省湖北、湖南和煤炭大省山西、河南和陕西也出现电力告急；其二，往年夏季才会出现的电荒现象提前到春季。

图 6：国内电荒始于 3 月，4 月起东风西渐



资料来源：中信建投研发部

2.2 多因素致电荒持续

首先，在我国现行市场体制下，“市场煤、计划电”一直是供电系统不可调和的一对矛盾。垄断管制供给下的煤电博弈，各类研究机构、学者已对其进行了深度分析，本文不再赘述，显然，这也是引发电荒的作俑之始。2011 年以来，国内煤价不断攀升，截至上周为止升势持续。同比看，秦皇岛山西优混煤价涨 100 元。根据我们煤炭研究员的观点，全年煤价下跌的可能性并不大，旺季来临煤价仍有上涨的可能。因此，短期内，大量火电企业减产、停产以避免更大损失；长期看，火电建设积极性大幅削弱。

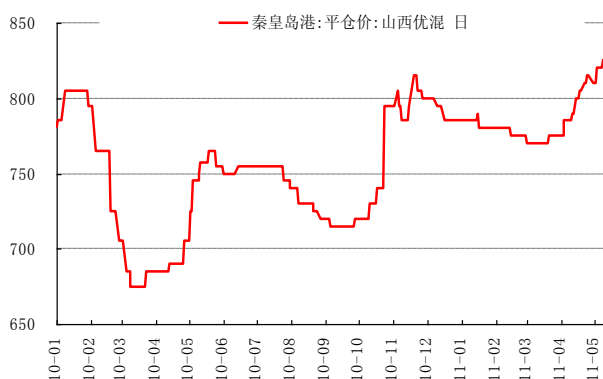
其次，旱灾油价导致火力发电替代无门。一方面，往年进入梅雨季节的长江中下游地区却遭遇持续的旱灾，使得水力发电也变得遥不可及，这对于捉襟见肘的火电供应不啻于雪上加霜，使得发电量供应更加“悲催”。

另一方面，受到国际油价高企影响，国内成品油市场供给从紧。石油石化企业成品油生产和销售并未放开，炼油厂停产现象也愈演愈烈，据石化行业分析师给出的数据，今年一季度山东地炼开工率仅为 44.3%，到 4 月中旬更降低至 38.2%。目前国内呈现油荒与电荒同步的现象，由于自备柴油发电机组是许多企业在限电期间维持连续生产的主要依赖，油价高企、成品油供给紧缺成为催动电荒愈演愈烈的助澜之手。

此外，由于去年下半年以来，我国经济进入周期复辟阶段，但产业结构调整并没有到位，特别是高能耗行业复苏步伐加快，能耗提高，导致原料价格的大幅飙升。在这种供给匮乏背景下的需求走强，价格不变成为点燃电荒的导火索。据中电联统计，一季度五大高耗能行业用电量同比增长 11.3%，其用电量合计占制造业用电量的 62.3%。化工、建材、钢铁冶炼和有色金属冶炼四大重点行业用电量合计 3512 亿千瓦时，仅少于历史最高水平的 2010 年二季度。

综上，我们认为本次电荒是电价相对锁定、原料价格上涨、需求走向旺盛三大原因共同作用下的结果。虽然国家可能通过部分上调电价等方式缓解现状，但由于“冰冻三尺非一日之寒”，煤电价格倒挂程度之深、电厂建设需要时间之长，我们认为造成电荒的根源短期内无解，电荒的程度和持续时间或将延长。

图 7：秦皇岛山西优混煤价（>5500 大卡/千克）



数据来源：中信建投证券研究发展部

图 8：澳大利亚 BJ 煤炭现货价格



数据来源：中信建投证券研究发展部

2.3 电力紧张，生产业态利大害小

电力紧张是一个相对长期的事情。在下文还要谈到，因为利益的纠结，政府很难通过增加供给来改变电力的紧张状况。并且，即使现在增加供给，它对生产的负面影响短期也不会改变。电力做为一项至关重要的生产要素，地方政府对其的掌控将会向着最有利于其短期目标实现的方向演进。

目前，政府最重要的目标就是要保证财政的稳定，因此，保障现金流优先于保障就业是政府理性的选择。这样，政府必然会对小企业进行拉闸限电，在电力供给一定的前提下，保证在大企业的生产，从而保证其财政收入。这一点就是我们在二季度报告中提出的，地方政府与企业联合搞垄断。如此一来，生产的业态将会发生重大变化，去年四季度“利大害小”的一幕又将重演。

表 1：部分省市和地区的电力缺口及限电情况

地区	缺口(万千瓦/天)	限电政策
浙江	271	对高耗能、低产出的用电大户严格错峰、错峰用电，部分地区开三停一、开五停二
江西	140	娱乐场所调整营业时间，高峰时段错峰让电，晚高峰时段关闭城市部分景观灯
重庆	121	根据“保民用、兼顾重点”的原则，对企业实行有序限电，部分企业停三开四
湖南	114	对高耗能行业实行差别电价，对超过用电限额标准的企业还将实行惩罚性电价。
陕西	95	从西部购电 1114 万千瓦时电量支援陕西
安徽	今夏预计 200	对高能耗企业实行限电和错峰用电
广东	1-200, 预计最大 400	钢铁、水泥、电解铝、铁合金、电石、烧碱、黄磷、锌冶炼 8 大类高耗能产业错峰生产

资料来源：中信建投研发部

三、供需低位平衡——利润决定一切

是供给下拉需求，还是需求上拉供给，核心无非是一个利润的问题。从电力企业的利润来看，供给下拉需求是大概率的事件。

3.1 利润制约电力供给增长缓慢

3.1.1 电力亏损，提价方能增加供给

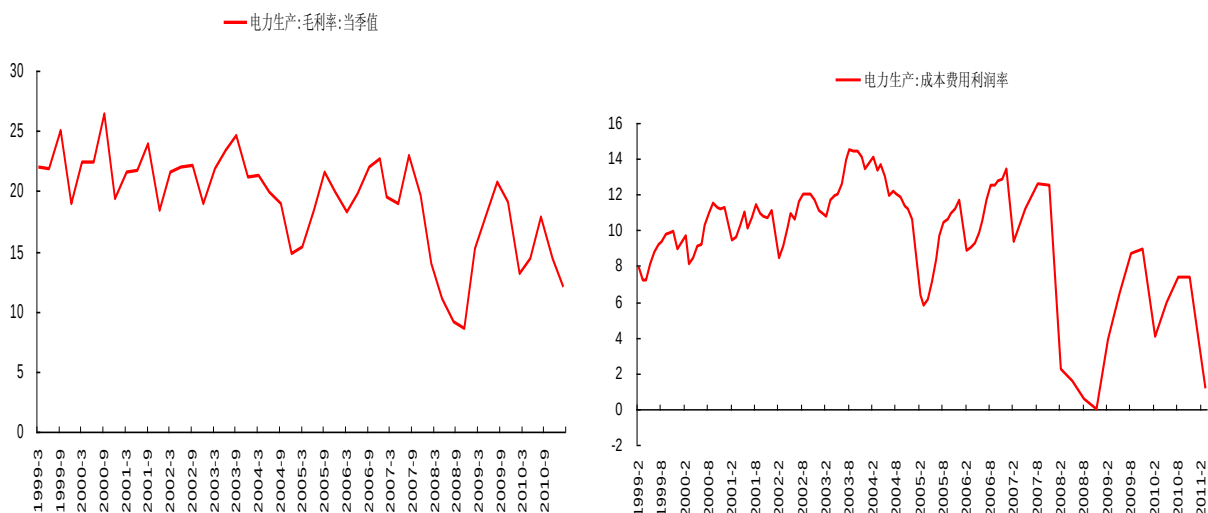
企业生产的原动力是企业利润，没有利润，企业就不可能生产及扩大再生产。电力企业的盈利情况决定着电力的供给，从而左右着生产的节奏。

2011 年一季度电力行业毛利率当季创下了全球金融危机以来的最低值，为 11.98%，远低于近 10 年的平均 18.76% 的水平。其中，扣除成本费用之后的利润率更是回到 0% 附近，仅为 3.28%。也就是说，基本不盈利。并且随着二季度成本的持续增长，电力行业几乎陷入全面亏损的境地。这也意味着发电越多，亏损越大。

而这一点也可以从亏损企业数得到证实。2011 年 2 月份电力行业亏损企业累计单位数为 1109 家，比上年底增加 108 家，且未来仍将上升。

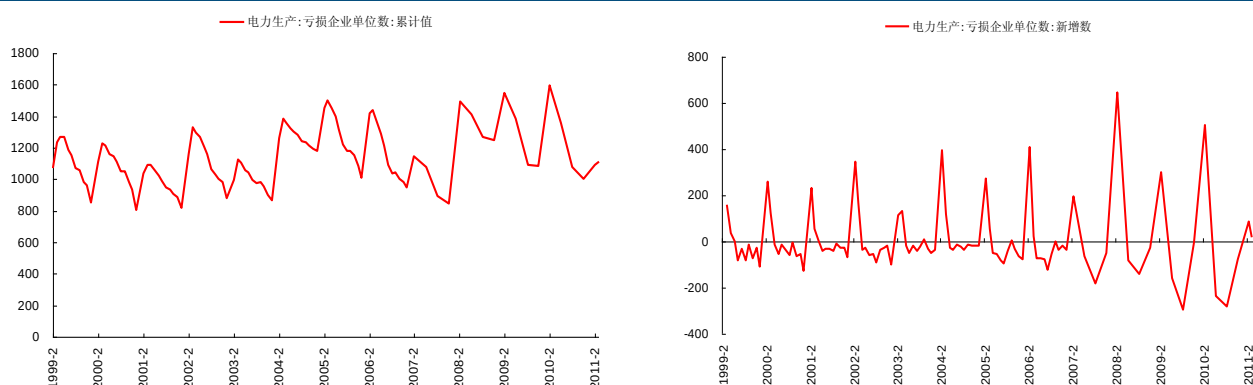
因此，在这种背景下，电力行业利润水平使得它们没有增加发电的动力，这也是电荒存在的根本原因。

图 9：电力行业毛利率下降，净利率下降更快



资料来源: Wind, 中信建投研发部

图 10：亏损企业数增加



数据来源：WIND，中信建投研发部

3.1.2 电力产能利用率只会小幅提升

自 2010 年底以来，发电行业的产能利用率、发电设备平均利用小时数一直处于较低水平，但高于金融危机时期。虽然今年利用小时数有所回升，但仍低于危机前的正常水平。这也是企业不愿意发电的结果。

随着 6 月初电价的上调，利用率将会有所上升，但不会达到理想的水平。道理很简单，电力企业作为一个利益集团，目前的电荒正是其向政府要价的最好时机。机不可失，失不再来。

图 11：产能利用率低位徘徊



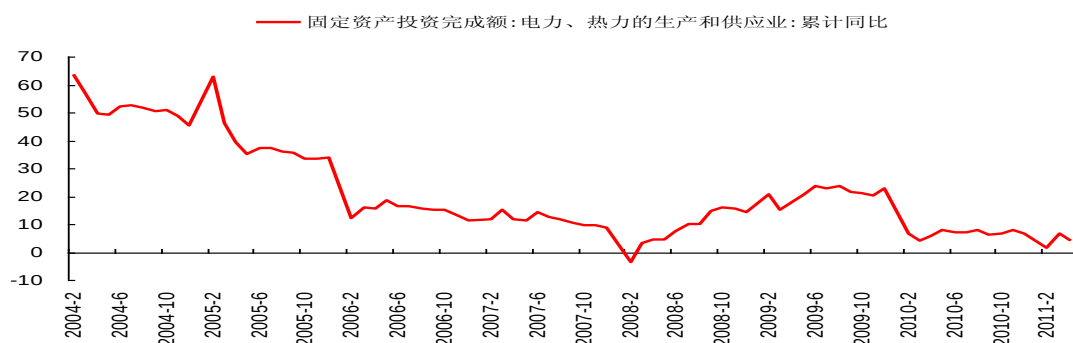
资料来源：Wind, 中信建投研发部

3.1.3 电力投资增速较慢

由于电力企业一直以来利润水平较低，导致行业投资增速也处于较低水平。其增速大大低于全社会固定资产投资平均 25% 左右的增长水平。去年电力行业投资增长仅为个位数区间，也低于发电量的增长水平。

因此，我们有理由判断，由于投资不足，在周期景气复苏之时，也将导致未来发电能力的不足，使得电力行业从不为走向不能。

图 12：电力行业投资持续低增长



资料来源: Wind, 中信建投研发部

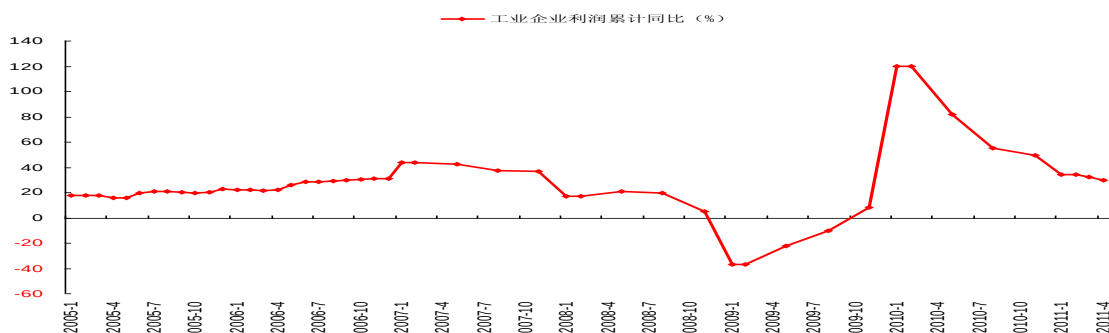
3.2 工业利润下降

国民经济运行从微观层面来分析就是体现在企业利润水平上，我们也反复提到目前企业所面对的成本压力在不断的上升，利润水平在不断的下降。

下图可以佐证这一点。从去年以来，工业企业利润累计同比增长呈明显回落的态势，从今年初的 49.35% 回落至 29.7%，回落幅度达到近 20 个百分点，而当月同比则回落速度更快。而企业亏损面也在扩大，特别是中小企业破产情况更为严重。

随着电力的紧张，各地对不同企业实行了“有序供电”的措施。中小企业因为无法提供更多的税收而被地方政府给列入必须限电的行列。

图 13：工业企业利润累计同比增速 (%)



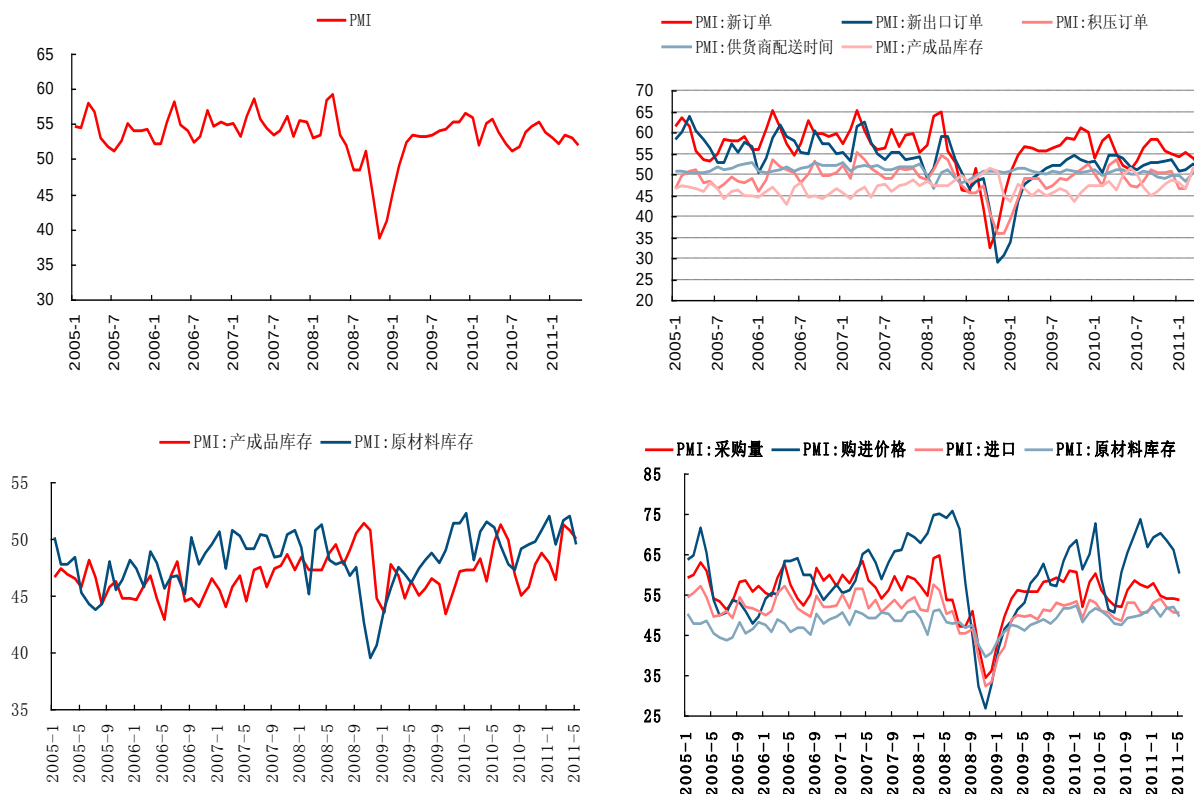
资料来源: wind, 中信建投研发部

3.3 利润下降，生产刚性

利润下降背后是生产的刚性渐强。在前期我们发出的短信“经济低下高昂头颅”中已经进行了深入的分析：

5 月份的 PMI 数据显示，在需求略显疲弱的背景下，企业选择了谨慎经营，生产的饱和度降低，采购的量价齐缩，一个短暂的原材料去库存过程正在进行，经济运行从惯性到刚性得以确认。我们判断，这个过程对整个实体经济的伤害程度有限，但表现在宏观层面，却意味着经济从之前的昂扬姿态，转变到现在的低调潜行，热度显著降低。

图 14：从 PMI 数据来看，中国经济低调潜行是确定的



资料来源：wind, 中信建投研发部

四、公共风险因利益纷争而加大

在前面的分析中，我们是以利益为主线展开的。中信建投的宏观研究一直坚持的就是奥地利学派的这一传统，结构主义的核心也就是在于此。

电力供给与生产之间的纠结是微观的利益分配，从逻辑上，微观利益必然影响到宏观政策的调整。更过分讲，在奥地利学派的视野中，是没有宏观与微观的区分的，整个经济是皮毛一体，天然成趣。

利益的纠结会增大公共风险的不确定性，在我们看来，公共风险来源主要是政策实施不当。短期来看，这种不确定性主要有两类，一是通胀居高不下，二是货币政策超调的风险在加大。

4.1 公共风险之一：通胀预期居高不下

通货膨胀已经成为慢性病了，这是我们长期坚持的观点。目前中国的通胀压力可用屋漏偏逢连夜雨来形容：

一方面输入型的通胀因素还未消除，全球流动性泛滥、国际局势紧张导致的大宗商品价格等的上涨随着世界经济的再次低迷又一次推高中国的成本。此为其一。

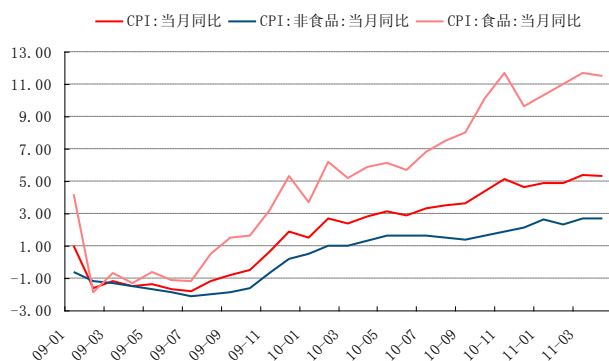
其二，国内气候异常带来的长江中下游地区的严重干旱，使得本已平缓的通胀忧虑再次被快速提起，

其三，加上制度性的涨价因素，如资源税改革、最低工资标准提升、市场化改革中的价格放松、以及粮食最低收购价格的提高等等，都使得通胀压力成为侵蚀国民存量财富、扰乱资源优化配置的罪魁祸首。

第四，政府在权贵集团的胁迫下，要素价格，比如电力，成品油在不恰当的时节提价，直接将通胀推向一个新的台阶。

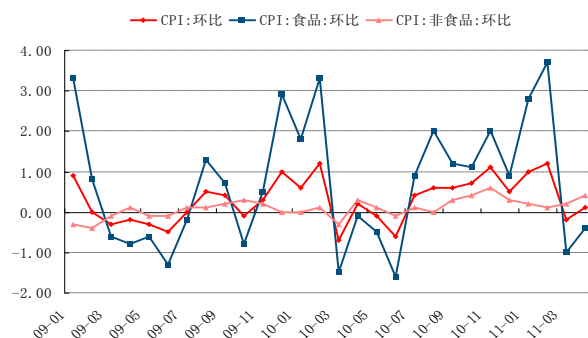
我们预计 5 月的 CPI 为 5.4%，6 月份接近 6% 已经没有悬念。这不仅对央行、发改委等职能部门是巨大的挑战，也直接使得决策层在调控时左右为难。

图 15: CPI 和 CPI 食品同比涨幅回落



资料来源: wind, 中信建投研发部

图 16: CPI 非食品环比涨幅扩大



4.2 公共风险之二：超调的风险是存在的

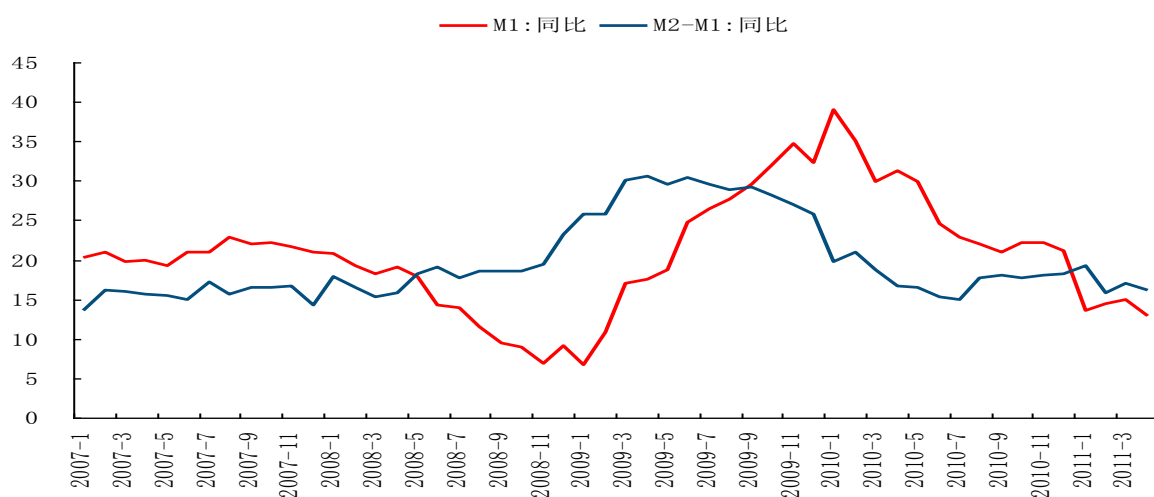
宏观风险不仅表现为通胀的长期居高不下，更表现为一种因为超调而造成的增长下行的担心。

在《云卷云舒之八：战风车的超调风险》中我们提到：在经济增长略有下滑、通胀预期居高不下背景下，我们不难想象决策者们仍将维持从紧的调控政策。这不仅仅是对过去政策一个纠偏，也是对传统经济增长方式的一个宣判，当然也有中国式激励约束机制下部分政策执行者意欲撇清责任、置身之外的因素。

从下图来看，央行对于流动性的控制已经达到其效果，但通胀还是没有预期下行。在这个背景下，市场还是强烈预期央行还会加息，这分明是将政府当成了执着的政策执行者。我们认为，央行的这一行为可能会对增长产生难以估量的后果，增长因过度紧缩而受损。

因此，上半年之前我们将很难看到紧缩政策放松的迹象，这预示着中国经济仍将在紧资金供给和高资金成本的现实下运行，压力可想而知。

图 17: M1 和 M2-M1 的同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中信建投研发部

五、刚性在创新中不断被穿越

我们在半年报中提出了《穿越刚性》的观点，认为二季度并不会出现刚性被全面穿越的结局。刚性是中周期进程中不可或缺的阶段，刚性的存在是中周期不可速至的重要理由。在这个阶段，我们提出要藏伏，要决断。企业要穿越市场刚性，政府要穿越制度刚性。

5.1 中周期不可速至——要藏伏，要决断

在前文中我们赘述良多，其实结论很简单：在接下来的数月里，宏观经济不会太好、也不太差——既不会像被动型的库存减少阶段一般激情四溢，也不会像被动型的库存增加阶段一般愁云惨淡。

但这确实是一个转折点，一个关乎企业盈利的转折点，一个关乎宏观经济增长的转折期。因此在这个转折的确认期，对于市场而言，需要藏伏——相信在潮水退去之后，海滩上会有更多的珍宝。

对于接下来的实体经济运行，可以想象的是，当转折逐渐被证实，无论是企业还是政府，都需要在这个季节做出艰难的、但也是至关重要的决断。无疑，对于企业而言，需要解决新需求、成本和资金的问题；对于政府而言，需要解决宏观超调、保障房、节能减排等问题。这些决断，都将对下一步的库存周期演进，构成别样

的变数，因此值得我们给予特别的关注。

5.2 市场刚性正在逐步穿越

在这种高成本压力的背景下，企业终究要解决这问题。随着劳动力、资本、原材料等成本的不断上升，企业若不能积极创新，就必将被逐步淘汰出局。因此从中长期来看，能够化解成本压力在市场竞争中脱颖而出企业才是投资人的首选：

- 1) 通过技术创新，提高效率，消化成本；
- 2) 通过组织创新，打通产业链，降低交易成本，从而固化成本；
- 3) 通过商业模式创新，开发出更合适的盈利模式，从而转嫁成本。

5.3 制度刚性正在逐步穿越

我们特别强调制度红利对资本市场的重要作用，主要是原因在变革的中国，政策的任一变化都会对市场产生至关重要的影响。我们前期提到的政府创新已经开始逐步被证实。

● 政府创新之一：地方资源整合

目前政府的主要热情，却是倾注在地方如火如荼的换届选举中。随着新政治周期的来临，一切筹措都在按部就班地进行。我们不难看到，作为中国经济增长的主要力量，地方政府目前的首要任务是“维稳定、促和谐、保上位”。因此在这个切换的当口，我们将很难预期到超预期增长出现，而与此同时，基于换届选举而溢出的制度红利如“地方资源整合”等，也就此埋下伏笔。

我们之前提出的地方资源整合已经在很多地区实现了，比如内蒙古的将 35 家稀土公司整合为一家，广西将煤炭整合，南方的稀土整合等欠发达地区的资源整合。再比如发达地区，如北京的国有产权整合。再比如，地方政府与大型企业联合搞垄断而进行的组织模式的更新，都提供了很好的投资标的。

● 政府创新之二：央企组织整合开始

政府的创新不仅包括地方政府的资源整合，央企也已开始新一轮的调整。从近期中石油、中移、中钢集团、中信银行等央企一系列的人事调整来看，中央对央企战略的调整已经开始。我们预计，这一进程将会如下进行：

第一步，央企高层人事调整

第二步，组织结构调整

包括对中层人员的调整，对内部部门的调整，对内部激励与约束机制的调整。

第三步，市场结构调整

这主要是与内部组织结构的调整相联系的，它主要是为了界定央企的市场边界。我们估计，中央政府会在保证对央企重要控制力的前提下，重新梳理央企的产业链，以提高央企的效率基本宗旨。一些与主业



相对无关，组织成本远远大于市场成本的资产将会被出售给民间资本，政府已经很清楚中周期的复苏加快是非进行利益调整不可。基于 2000 年前国有资产因处理中因拖延而损失重大的教训，不要等到冰棍化了就开始叫卖或许是最理性的选择。如果上述判断成立，那么中国未来几年最大的制度红利已经开始出现。

六、资产配置

在六月的宏观背景下，资产可以如下配置：

第一，现金的配置。在二季度市场经过了如此大的波动后，现金为王已经不是最优的选择了。虽然存在着加息的可能，但随着政府对增长的担心，投资者为博取这些利差而保有现金并非特别明智的选择。但资本市场现在并不具备反转的充分理由，有耐心的投资者依然还可以持有现金以博取最大的收益。

第二，商品的配置。美国经济并非预期回升，美元走弱与大宗走弱并行，暗示总需求的下降。在这个背景下，配置大宗商品也非理性选择。

第三，股票的配置。周期复辟已经结束，基于七八月份保障性住房开工量的增长，周期反弹现在还有些为时过早。成长股是主导产业成长的必然阶段，但 2011 年不可能看到主导产业的形成。地方资源整是确定的投资热点，欠发达地区的资源，发达地区的股权投资是相对明确的。

第四，债券的配置。在 CPI 走高和资金面不容乐观的条件下，难觅系统性的投资机会。久期不宜过长，关注浮动利率债。在供给加速和企业盈利能力变弱的约束下，信用利差缺乏收窄的动力和空间，建议获取高票息为宜。



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》宏观组最佳分析师第六名。

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。

研究服务

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 021-68825001 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

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@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



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

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。