

经济着陆与周期定位

——2011 年度中期宏观报告



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师
陈勇

SAC 执业证书编号: S1000510120044
(021)2010 6011
chenyongsz@ mail.htlhsc.com.cn

张晶

SAC 执业证书编号: S1000510120033
(0755) 8249 2011
zhangjing@ mail.htlhsc.com.cn

联系人
蔡键

(0755) 8236 4415
caijian@ mail.htlhsc.com.cn

• 摘要:

• 一、经济着陆

- **需求面临放缓。1、投资高增长难以为继。**从行业结构上看, 房地产投资是主要拉动力量, 预计下半年将呈回落态势, 原因在于新开工规模已被压缩, 同时信贷和流动性紧缩将构成制约投资。**2、消费表现疲软,**一方面是因为受高通胀抑制, 同时收入分配制度改革尚有待落实, 另一方面受政策扰动, 特别是政府提出压缩一般性支出。**3、出口增速回落企稳, 全年增长 20%左右。**原因在于发达国家复苏低于预期, 同时新兴市场国家在经过政策紧缩后, 景气度也开始下降, 此外人民币汇率稳步升值, 国内企业成本压力上升。全年顺差规模预计下降至 1200 亿美元, 占外贸规模和 GDP 比重继续下降。
- **通胀高企但不致失控。1、未来存在新涨价因素。**包括: 1) 非食品价格上涨, 动力来自租金价格上升和水电燃气等资源品价格改革, 2) 食品价格周期尚未结束。特别是猪肉价格上涨或将持续到 3 季度。3) 价格干预的后续效应。**2、通胀失控可能性不大。**原因在于: 1) 货币条件已经收紧; 2) 产出缺口开始收窄; 3) 输入型通胀压力难再更高。
- **3、软着陆可能大于“硬着陆”。**从历史上看, “硬着陆”均是经济过热背景下政策大力紧缩, 同时叠加外需急剧萎缩所导致。而从今年情况看, 这两个条件均不大成立: 一是外需虽然放缓, 但整体表现仍然较好; 二是银行表外融资规模大, 实体经济资金面不致过于紧张。
- **4、“滞胀”应只是阶段性现象。**原因在于 CPI 是滞后指标, 通常它晚于 GDP 见顶回落。这种不同步性导致短时期内一方面经济已经回落, 另一方面通胀还在上行。就当前情况而言, 与 2007 年下半年至 2008 年上半年较为相似。

• 二、周期定位

- **1、库存周期考察:** 当前需求增长虽在放缓, 但还在扩张阶段, 价格水平上涨还没有停止, 行业库存调整方向不一, 总量意义上的库存水平还没有明显下降。预计趋势性去库存将发生在下半年。
- **2、设备投资周期考察:** 新的设备投资周期的开始往往意味着以下事件: 1) 经济增长和企业盈利触底回升。2) 企业经历一轮产能调整, 存在设备更新的动力。但我们发现, 上述两点在当前均不成立, 目前经济可能处于旧周期的末端。
- **3、制度周期考察:** 全要素生产率(TFP)增长转负预示新一轮体制改革, 我们认为核心在于收入分配制度改革, 但在当前, 它面临宏观经济风险、发展风险和政治经济学风险。

• 三、政策趋势

- 预计下半年紧缩基调将延续, 但在政策工具和操作方面或有若干微妙变化。

相关研究

年度报告:《转型先声, 博弈先机》,
12/05/2010

二季度宏观报告:《库存调整与产能调整》, 04/07/2011

目 录

一、形势判断：经济着陆.....	5
1.1 高增长趋向回落.....	5
1.1.1 投资：高增长难持续.....	6
1.1.2 消费表现疲软.....	7
1.1.3 出口增速合理回落，顺差收窄.....	8
1.1.4 工业生产：重工业提速.....	10
1.2 通胀：高企但不致失控.....	10
1.3 软着陆，还是硬着陆？.....	13
二、周期定位.....	15
2.1 库存周期考察.....	15
2.2 设备投资周期考察.....	16
2.3 制度周期考察.....	17
三、政策趋向.....	20
3.1 宏观政策取向：“双紧”.....	20
3.2 政策动向前瞻.....	21
附件 1：2011 年宏观经济指标预测(更新).....	22

图表目录

(本报告包括 57 张图、1 张表格)

图 1:	一季度 GDP 增速高达 9.7%	5
图 2:	支出法 GDP 增长结构(%).....	5
图 3:	景气指标回归正常区间	5
图 4:	前五月制造业 PMI 指标弱于正常年份	5
图 5:	一季度固定产资产投资增速保持高位 (%)	6
图 6:	地方投资持续处于高位 (%).....	6
图 7:	投资增长主要来自房地产业 (%).....	6
图 8:	商品房施工面积和增速均处于高位(%).....	6
图 9:	新开工规模已被压缩(%)	7
图 10:	商品房销售额和新开工显著回落	7
图 11:	固定资产投资中国内贷款增速下滑(%).....	7
图 12:	中长期贷款增速连续 16 个月下降(截至 5 月).....	7
图 13:	剔除价格因素后实际消费增速持续收缩	7
图 14:	必需消费品增速略显疲软 (%)	7
图 15:	汽车销量增速出现趋势性下滑.....	8
图 16:	剔除汽车与家电后的消费增速亦在下滑 (%)	8
图 17:	进出口增速下降	8
图 18:	一般贸易出口好于加工贸易出口	8
图 19:	对非 G3 地区出口快于对 G3 地区出口	9
图 20:	对东盟地区外贸增长快, 并持续逆差.....	9
图 21:	机电产品和高新技术产品出口增长回落	9
图 22:	劳动密集型产品出口同样回落.....	9
图 23:	OECD 领先指标开始下行	9
图 24:	新兴市场景气度下降	9
图 25:	汇改重启以来人民币对美元累计升值 5.4%.....	9
图 26:	顺差占比下降(03 年以来平均约为 8%).....	9
图 27:	一季度工业生产反弹(累计同比, %)	10
图 28:	轻重工业增速差扩大(累计同比, %)	10
图 29:	部份中游行业产出增长更快(YOY, %)	10
图 30:	主要工业产品增速下降(YOY, %).....	10
图 31:	核心 CPI 已超过上轮通胀高点	11
图 32:	通胀有向非食品类扩散的趋势.....	11
图 33:	前 5 月 CPI 分项贡献相对 10 年下半年变化 (%).....	11
图 34:	猪粮比远未到前期高位 (倍)	11
图 35:	货币供应增速变动领先于通胀.....	11
图 36:	中国产出缺口比例变动领先于通货膨胀(%)	12
图 37:	新兴市场产出缺口收窄制约油价上涨(%)	12
图 38:	进口价格指数有见顶回落迹象.....	12

图 39: 预计 2011 年 CPI 5%, 二三季度仍偏高	13
图 40: 政策紧缩叠加外需急剧萎缩导致“硬着陆”(%)	13
图 41: “滞胀”表象: 当前情况类似 2007Q3-2008Q2	14
图 42: 库存水平还在上升	15
图 43: 前五月制造业 PMI 原材料库存偏高	15
图 44: 前五月制造业 PMI 产成品库存偏高	15
图 45: 价格对库存有显著牵制作用	16
图 46: 本轮库存调整进程预估	16
图 47: 新一轮设备投资周期一般以长时间的产能调整为前提	17
图 48: 我国全要素生产率(TFP)增长已经转负	17
图 49: 技术进步率下滑是效率水平下降主要原因	17
图 50: 1996 年以后居民收入增长落后于 GDP 增速和财政收入增速	18
图 51: 三个政治周期转换时期经济走势稳字当先	18
图 52: 上半年存款准备金率上调 6 次, 累计 300bp	20
图 53: 上半年加息两次, 累计 50bp	20
图 54: M1 与 M2 增速已回落至正常区间	20
图 55: M2 与名义 GDP 之差收窄至偏紧区间	20
图 56: 货币市场利率震荡走高(%)	21
图 57: 票据融资利率处于 5% 左右高位	21
表 1: 2011 年宏观经济指标预测	22

我们在 2010 年度宏观报告(《从保增长到调结构》，11/26/2009)中指出，政策刺激蕴含巨大风险，旧有增长模式难以为继；在 2010 年度中期报告(《从“伪过热”到“真增长”，06/06/2010》)中指出，未来出路在于转型，中期增长动力将是新一轮体制改革，核心在于收入分配制度。进一步，我们在 2011 年度宏观报告(《转型先声，博弈先机》，12/05/2011)中提出，尽管转型具备内在和外在的动力，但受政治周期影响，2011 年将是先声之年，不会有“立竿见影”的转型。

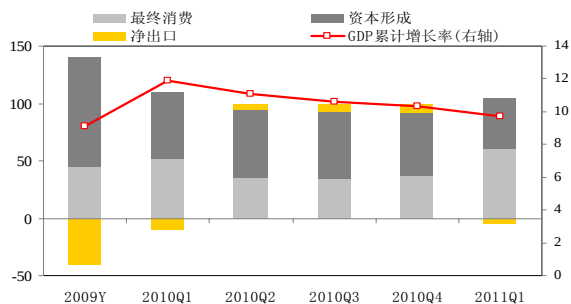
秉承上述研究思路和分析框架，我们在本年度中期报告着重回答如下几方面问题：其一，为什么 2011 年经济呈现着陆态势，且更可能是软着陆而非硬着陆？其二，从周期角度考察，目前经济处在何种位置？这有利于我们识别中期风险；其三，在短期波动与中期转型之间，政策将如何权衡？

一、形势判断：经济着陆

1.1 高增长趋向回落

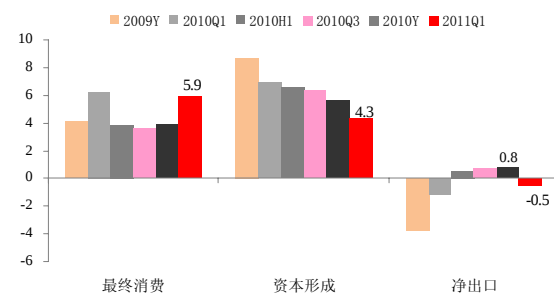
一季度 GDP 同比增长 9.7%，环比增长 2.1%；从动力结构上看，净出口为-0.5 个百分点，最终消费和资本形成分别贡献 5.9 和 4.3 个百分点（图 1、图 2）。经济增速固然偏高，但在结构上表现为一定的“虚火”特征：在需求面，仍是“投资+出口”的程式，且投资拉动力主要来自房地产开发投资及其产业链；在供给面，重工业提速，轻重工业增速差再次扩大。从领先指标看，经济回落迹象明显，未来增长动力趋弱（图 3、图 4）。

图 1：一季度 GDP 增速高达 9.7%



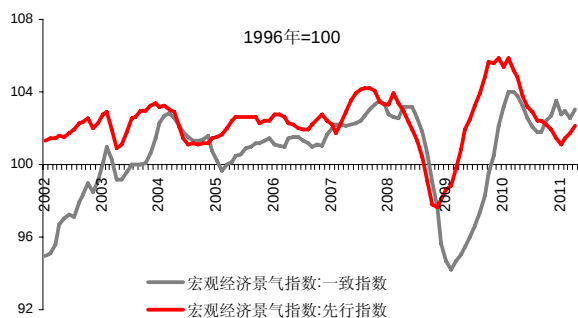
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 2：支出法 GDP 增长结构(%)



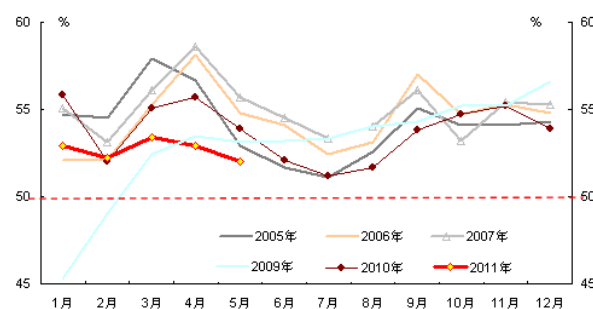
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 3：景气指标回归正常区间



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 4：前五个月制造业 PMI 指标弱于正常年份

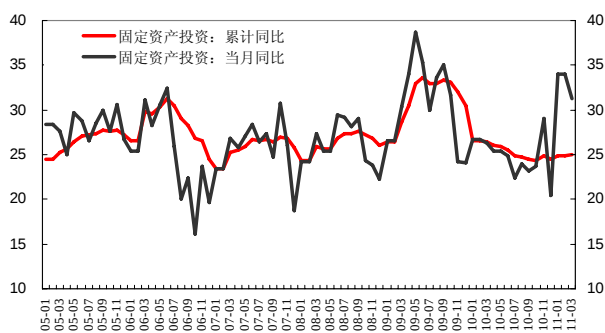


资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

1.1.1 投资：高增长难持续

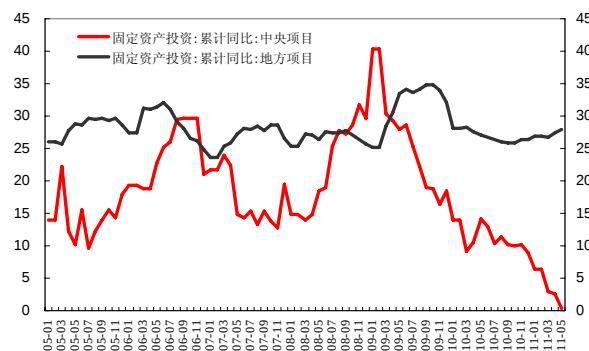
今年前五个月固定资产投资累计同比增长 25.8%，仍处于较高水平（图 5），其中地方投资仍然居高难下（图 6）。从行业结构上看，房地产投资是主要拉动力量，前五个月房地产开发投资累计同比增长 34.6%，原因在于在房屋去年施工面积超过 40 亿平米、创历史新高的背景下，开发商为尽早实现销售回款，加快施工进度（图 7、图 8）；受房地产景气 and 终端需求拉动，制造业投资增长也较快，前五个月累计同比增长 31.2%，其中下游消费品行业（纺织服装等）和部分中游行业（化工、机械设备）投资增长较快；基建投资则整体呈回落态势。

图 5：一季度固定产资产投资增速保持高位 (%)



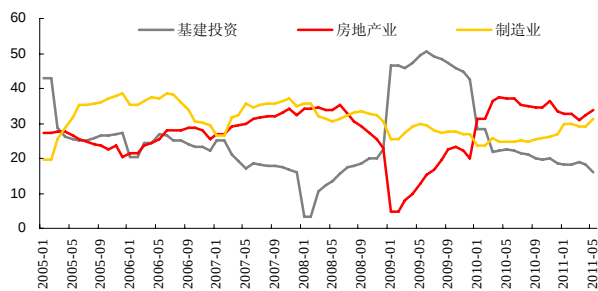
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 6：地方投资持续处于高位 (%)



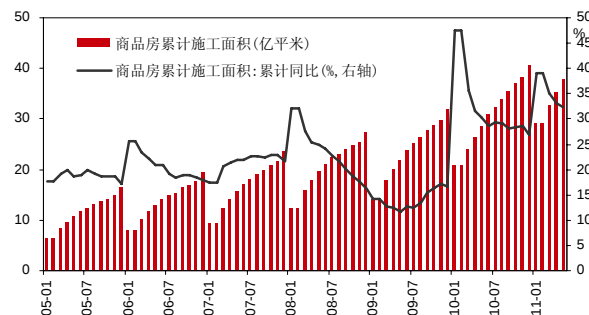
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 7：投资增长主要来自房地产业 (%)



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

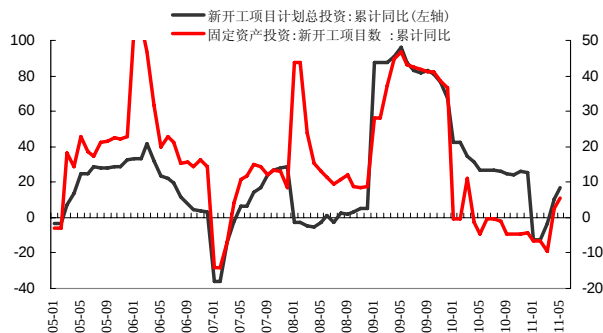
图 8：商品房施工面积和增速均处于高位(%)



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

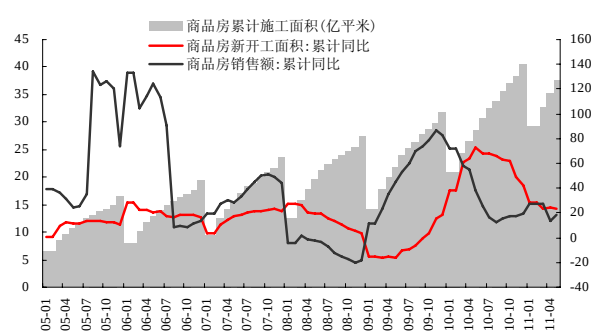
我们预计投资高增长难以为继，下半年将呈回落态势，原因在于两方面：第一，新开工规模已被压缩，虽然二季度以来有所反弹，但整体仍处于低位（图 9），其中，商品房销售额和新开工面积均已从高位显著回落（图 10）；第二，流动性紧缩将制约投资增长（图 11、图 12）。固定资产投资资金来源中的国内贷款累计同比增速已下降至 10% 左右，为近年少见的低位，而金融机构中长期贷款增速已连续 16 个月下降（截至 5 月份）。

图 9：新开工规模已被压缩(%)



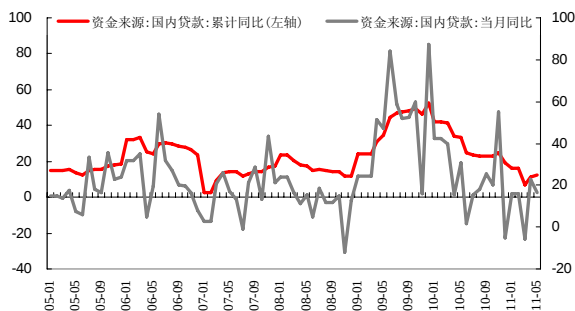
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 10：商品房销售额和新开工显著回落



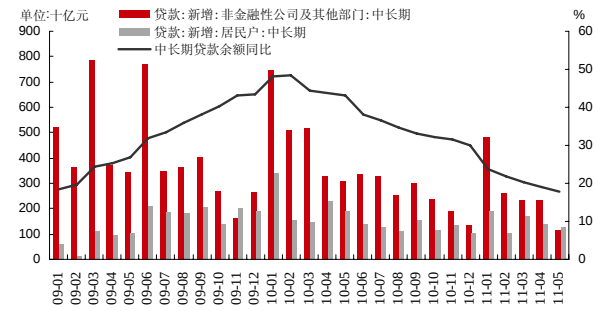
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 11：固定资产投资中国内贷款增速下滑(%)



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 12：中长期贷款增速连续 16 个月下降(截至 5 月)

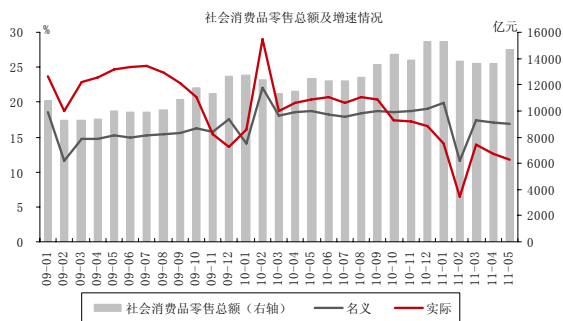


资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

1.1.2 消费表现疲软

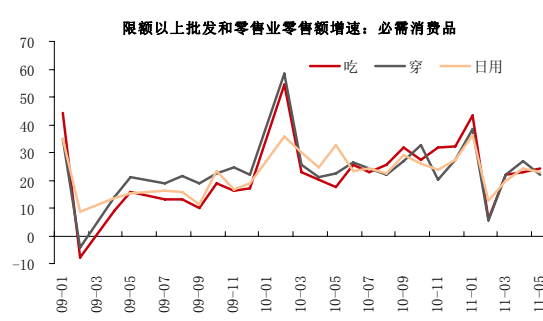
今年以来消费表现疲软。前五个月消费品零售总额增长 16.9%，扣除物价因素仅增长 11-12%，是 2008 年以来的最低水平；从结构上看，可选消费的回落比必需品更加明显（图 13、图 14、图 15、图 16）。消费萎靡不振，一方面是因为受高通胀抑制，同时收入分配制度改革尚有待落实，另一方面受政策扰动：一是汽车等可选消费品的补贴性政策取消，而其前期的高增长有透支成份；二是房地产调控政策持续，房屋销量萎缩，导致与房地产相关的建筑建材类商品，以及家电类商品也相应萎缩；三是今年政府工作报告提出压缩政府一般性支出，这意味政府消费支出的下降。

图 13：剔除价格因素后实际消费增速持续收缩



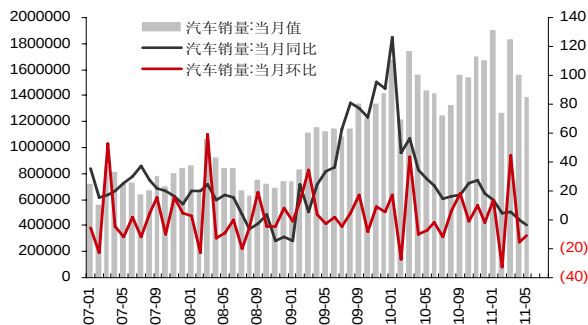
资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

图 14：必需消费品增速略显疲软(%)



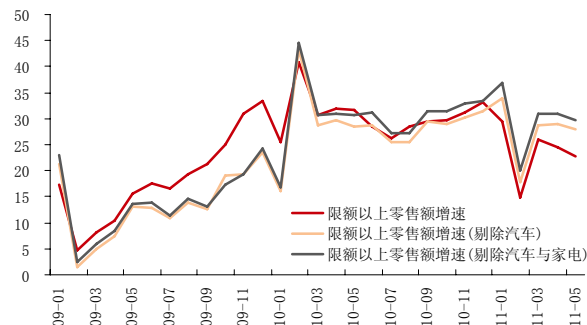
资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

图 15: 汽车销量增速出现趋势性下滑



资料来源: CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

图 16: 剔除汽车与家电后的消费增速亦在下滑 (%)



资料来源: CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

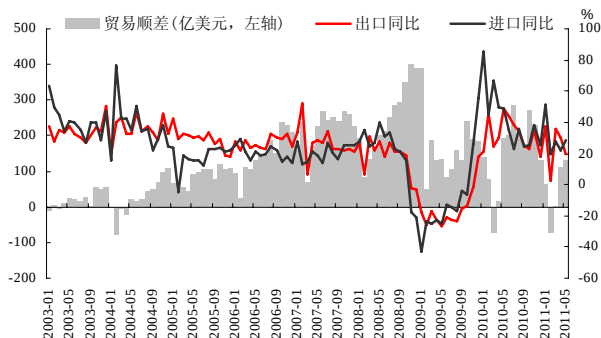
1.1.3 出口增速合理回落，顺差收窄

今年1-5月,我国进出口总值14017.9亿美元,同比增长27.4%。其中出口7123.8亿美元,增长25.5%;进口6894.1亿美元,增长29.4%。累计贸易顺差229.7亿美元,减少35.1%。

整体而言,出口增速虽然较去年有所回落(图17),但依然旺盛。分贸易方式看,一般贸易出口表现明显好于加工贸易出口(图18);分产品看,机电产品和高新技术产品出口增速低于整体水平(图19),劳动密集型产品有所分化,纺织服装类表现较好(图20);分地区看,对非G3出口表现好于对G3出口,特别是对东盟贸易增长高于平均水平(图21、图22)。

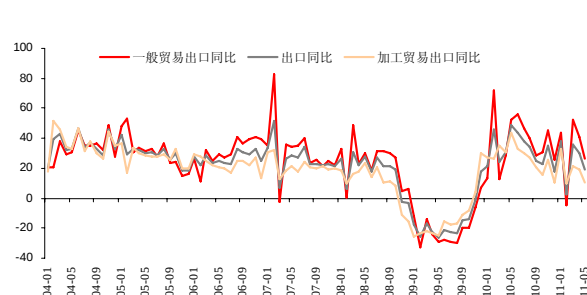
进口增速高企,主要是初级产品进口增速快,其中价格因素贡献较多,原因在于国际大宗商品价格上涨,这反映了我国贸易条件的恶化。另一方面,加工贸易进口延续了去年下半年以来的回落态势,未来增速是否会转负,值得注意。

图 17: 进出口增速下降



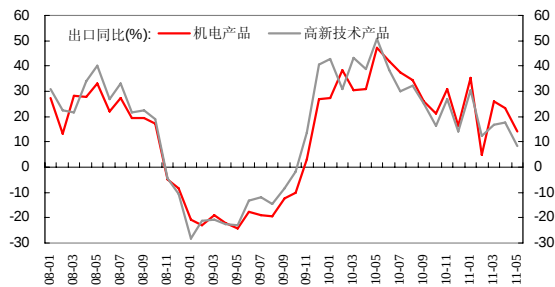
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 18: 一般贸易出口好于加工贸易出口



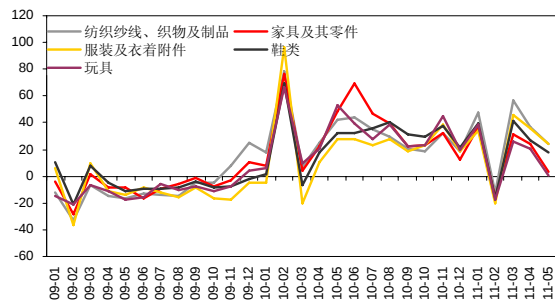
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 19: 机电产品和高新技术产品出口增长回落



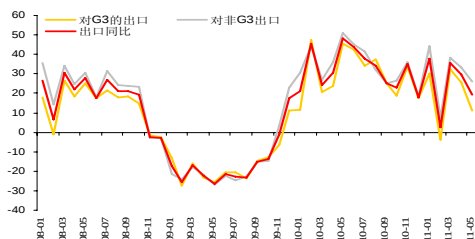
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 20: 劳动密集型产品出口同样回落



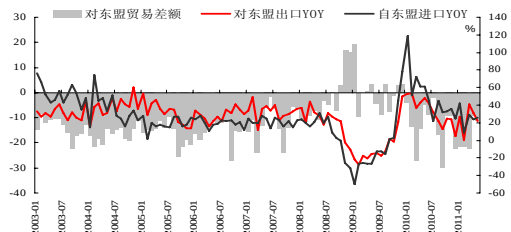
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 21: 对非 G3 地区出口快于对 G3 地区出口



资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

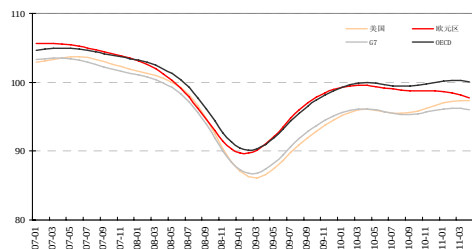
图 22: 对东盟地区外贸增长快, 并持续逆差



资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

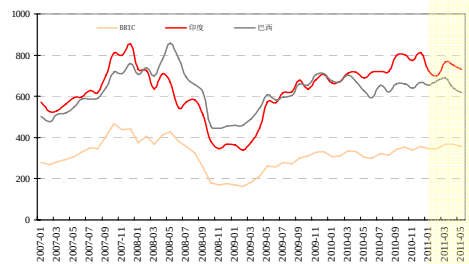
展望未来, 我们预计出口增速回落企稳, 全年增长 20% 左右。原因在于两方面, 一是发达国家复苏低于预期 (图 23), 同时新兴市场国家在经过政策紧缩后, 景气度也开始下降 (图 24), 二是人民币汇率稳步升值, 国内企业成本压力上升 (图 25)。全年顺差规模预计下降至 1200 亿美元, 占外贸规模和 GDP 比重继续下降 (图 26)。

图 23: OECD 领先指标开始下行



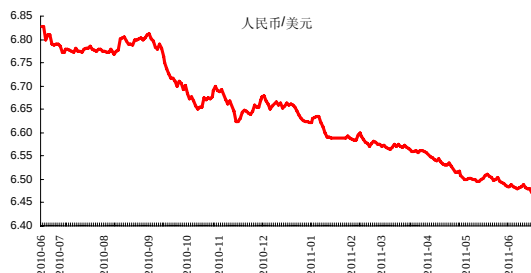
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 24: 新兴市场景气度下降



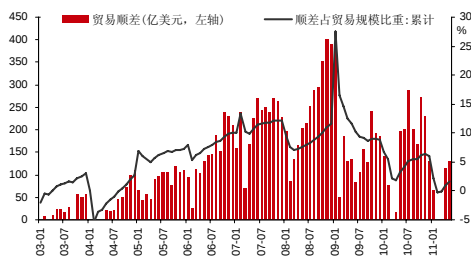
资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 25: 汇改重启以来人民币对美元累计升值 5.4%



资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 26: 顺差占比下降(03 年以来平均约为 8%)

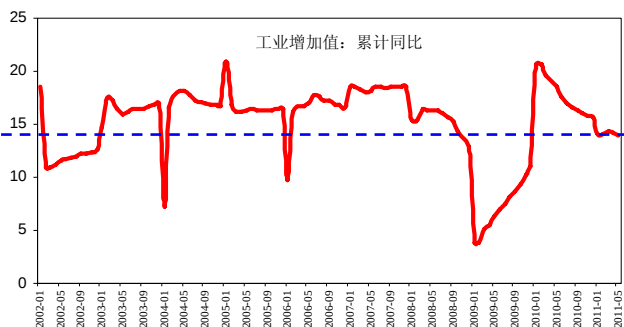


资料来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

1.1.4 工业生产：重工业提速

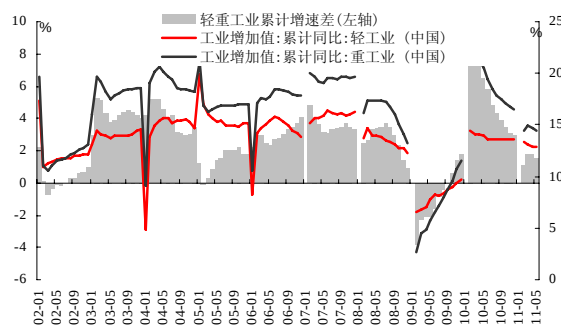
今年以来工业生产整体放缓。前五个月全国规模以上工业增加值同比增长 13.3% (图 27)，分轻重工业看，重工业累计增长 13.5%，轻工业累计增长 13.9%，二者增速差为 0.6 个百分点 (图 28)。分行业看，部份中游行业，如非金属矿物制品业、通用设备制造业的产出增长在 20% 以上，而纺织业等下游行业小幅下滑 (图 29)，主要工业品中，水泥产量和发电量增速不同程度回升 (图 30)，这应与房地产维持景气度有关；粗钢产量与汽车销量增速下滑，主要受行业高库存影响，短期将面临去库存。

图 27： 一季度工业生产反弹(累计同比, %)



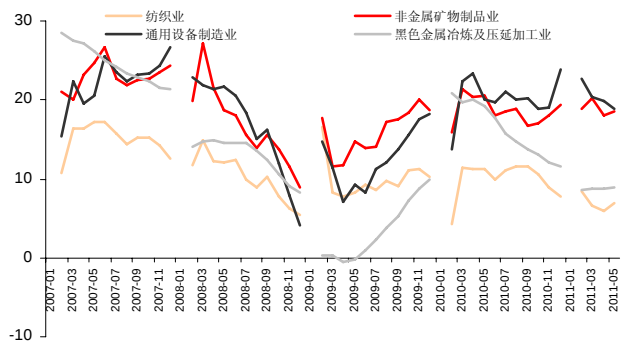
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 28： 轻重工业增速差扩大(累计同比, %)



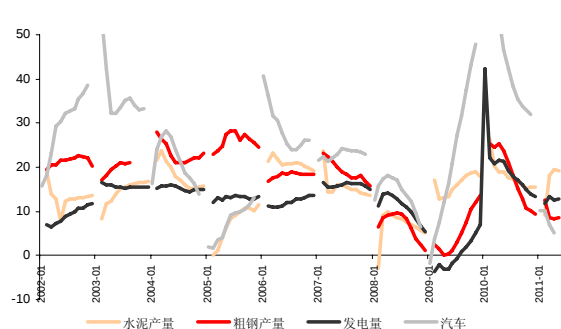
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 29： 部份中游行业产出增长更快(YOY, %)



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 30： 主要工业产品增速下降(YOY, %)



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

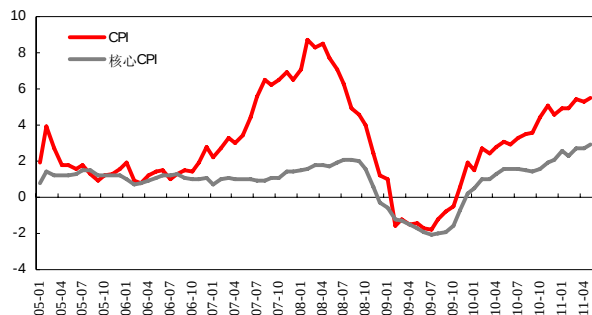
1.2 通胀：高企但不致失控

2011 年以来通胀压力高企并连创新高，5 月份 CPI 高达 5.5%。值得注意的是，尽管食品价格依然贡献最大，但就边际变化而言，非食品类贡献在前五月显著上升，其中衣着、医疗、通信和租金类涨势尤为突出。这显示通胀有从食品类向非食品类扩散的趋势 (图 31、图 32、图 33、图 34)。

对于未来的物价走势而言，新涨价因素可能来自如下几方面：**1、非食品价格上涨**。一是租金价格的强劲上升拉动服务类价格明显上涨，二是水电燃气等资源品价格改革。**2、食品价格周期尚未结束**。特别是猪肉价格上涨或将持续到 3 季度。**3、价格干预的后续效应**。也包括两方面：其一，近期发改委要求暂缓涨价两个月，这意味着，

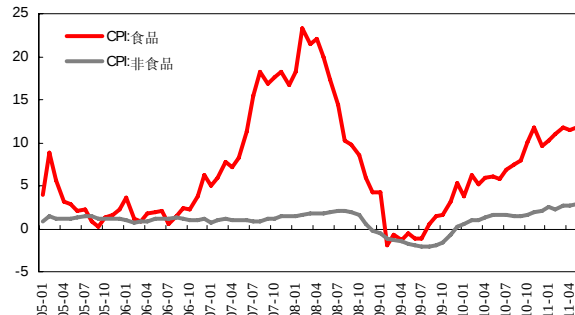
下半年被“限价”的产品将出现价格反弹；其二，限价导致供给意愿下降，实际供给减少导致价格实际上扬。

图 31： 核心 CPI 已超过上轮通胀高点



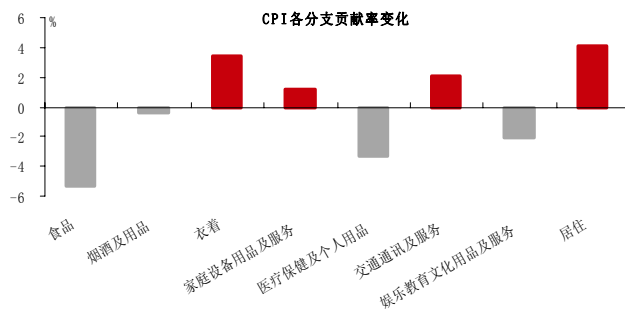
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 32： 通胀有向非食品类扩散的趋势



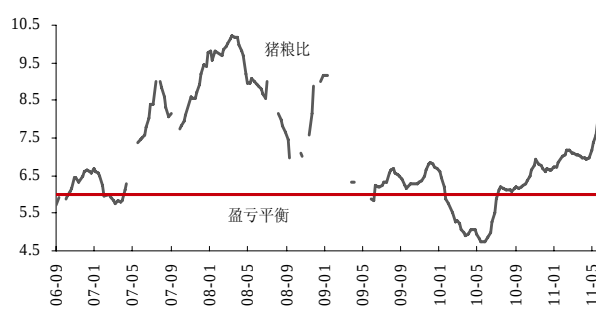
资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

图 33： 前 5 月 CPI 分项贡献相对 10 年下半年变化 (%)



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图 34： 猪粮比远未到前期高位（倍）

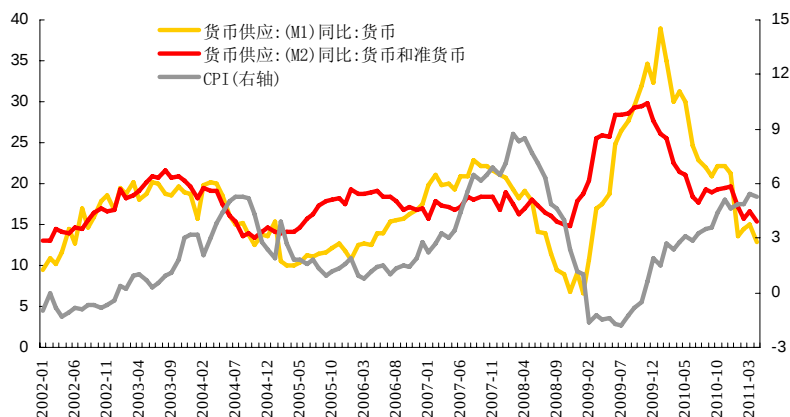


资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

另一方面，在控通胀被视为政策优先的前提下，我们预计通胀亦不至于失控：

首先，货币条件已经收紧，尤其是 M1 增速已降至正常年份水平以下，这将有利于控制通胀预期（图 35）。

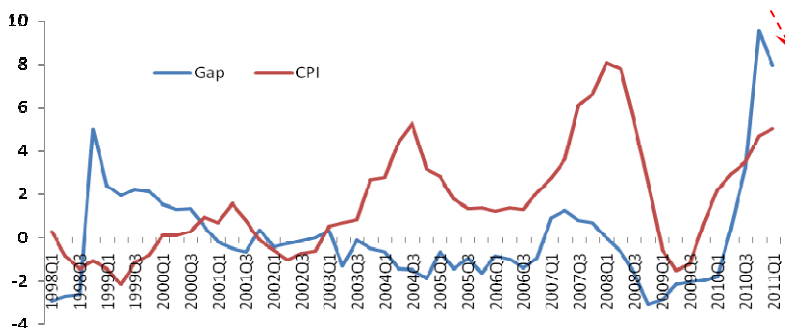
图 35： 货币供应增速变动领先于通胀



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

其次，我国产出缺口已开始收窄，这意味需求拉上型通胀不成立（图 36）。从历史上看，产出缺口变动一般领先 CPI 2-3 个季度。

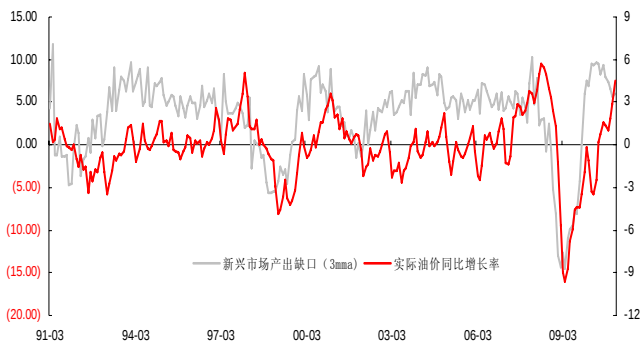
图 36： 中国产出缺口比例变动领先于通货膨胀(%)



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

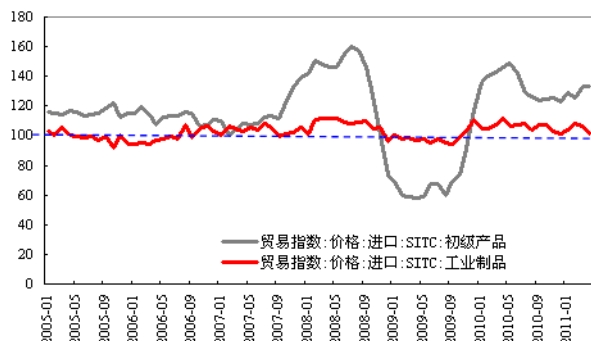
再次，输入型通胀压力难再提高。新兴市场产出缺口收窄意味着油价和大宗商品上涨的基本面因素在消退（图 37），而美国宽松政策虽短时期内不会退出，但进一步宽松的可能性也不大，加上欧元区已开始加息，这意味国际流动性边际意义上的收缩。实际中，二季度以来我国进口价格指数已有见顶回落迹象（图 38）。

图 37： 新兴市场产出缺口收窄制约油价上涨(%)



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

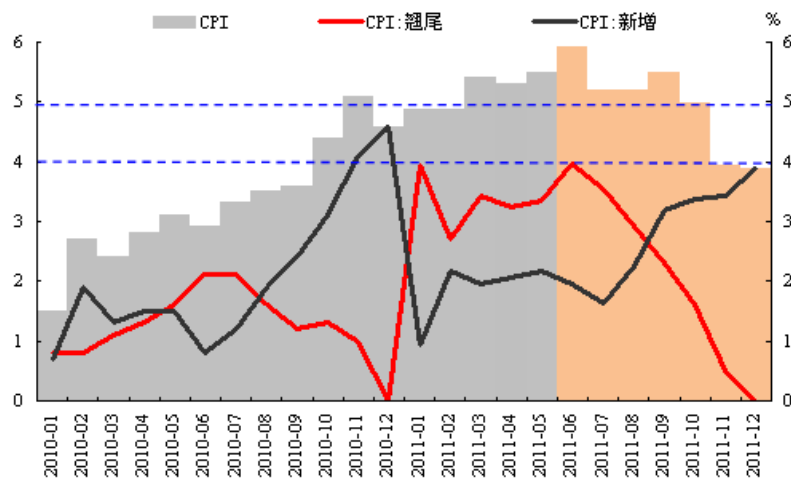
图 38： 进口价格指数有见顶回落迹象



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

综上，我们预测 2011 年 CPI 5%，全年控制在 4% 以内难度很大，特别是二三季度仍然压力较大，但年末有望下降至 4% 附近。

图 39： 预计 2011 年 CPI 5%，二三季度仍偏高



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

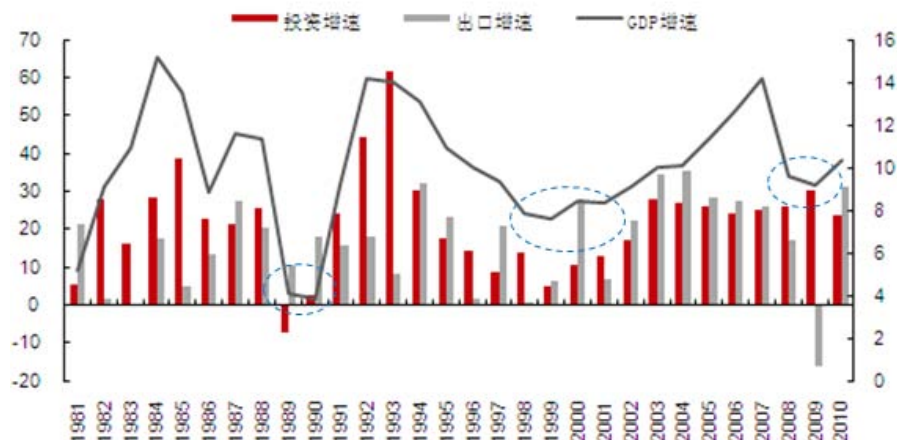
1.3 软着陆，还是硬着陆？

如果我们可以确认经济的下行趋势，则接下来的问题是，它将软着陆还是硬着陆。我们认为，虽然经济增速放缓，但这应属合理回调，不至于演变成为“硬着陆”。从历史上看，“硬着陆”均是经济过热背景下政策大力紧缩，同时叠加外需急剧萎缩所导致（图 40）。而从今年情况看，这两个条件均不大成立：

首先，外需虽然难以延续 2010 年 30% 以上的高增长，但整体表现仍然较好，预计全年出口增长 20% 左右，月均约 1500 亿美元。今年春交会（109 届广交会）也反映出出口情况较为乐观，一期成交（机电产品为主）同比增长 34.5%，环比增长 8.9%。

其次，在紧缩背景下，由于银行表外融资规模大，实体经济资金面不致过于紧张。从融资规模看，今年一季度社会融资规模增加 4.19 万亿元，同比仅少增 3225 亿元；从融资利率看，目前一年期存贷款利率距离上轮加息周期高点尚有一段距离。

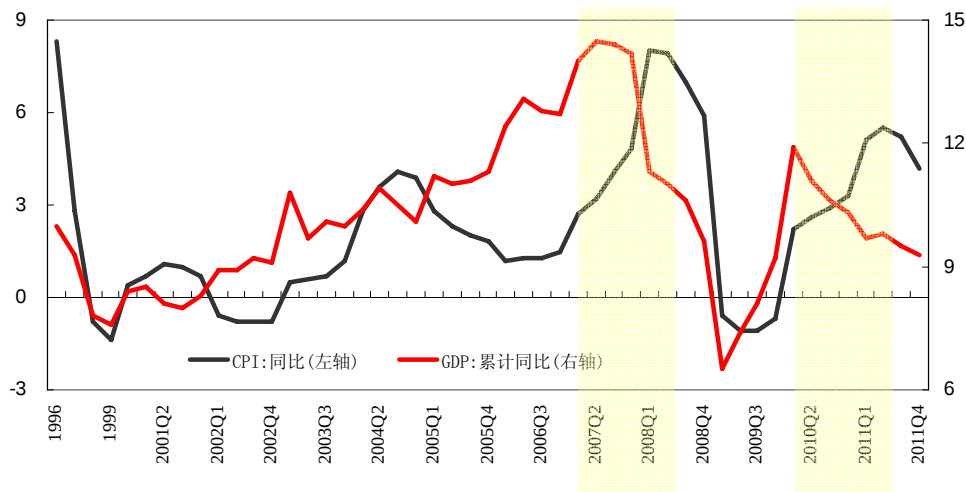
图 40： 政策紧缩叠加外需急剧萎缩导致“硬着陆” (%)



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

另外，我们认为“滞胀”应只是阶段性现象，原因在于CPI是滞后指标，通常它晚于GDP见顶回落。这种不同步性导致短时期内一方面经济已经回落，另一方面通胀还在上行。就当前情况而言，与2007年下半年至2008年上半年较为相似（图41）。

图 41：“滞胀”表象：当前情况类似 2007Q3-2008Q2



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

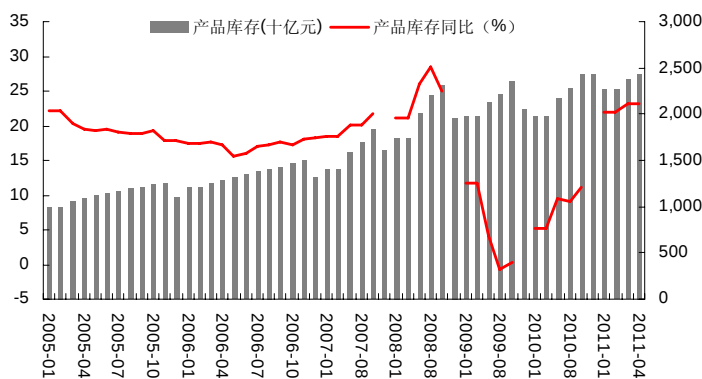
二、周期定位

我们从三个维度考察当前所处的经济周期位置，结论如下：1、从库存周期角度考察，目前仍处于高库存阶段，趋势性的去库存可能在下半年；2、从设备投资周期角度考察，目前可能处于旧周期的末端；3、从制度周期角度考察，当前我们也许处在新一轮体制改革的路口，但应难以看到政策操作现实。

2.1 库存周期考察

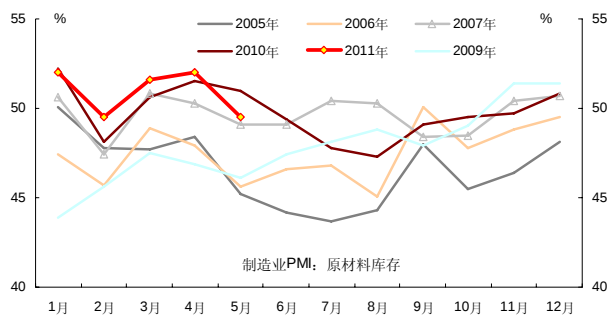
从宏观层面的证据看，由于需求正在放缓，目前实体经济库存水平正处于高位，表现在工业产成品库存还在上升（图 42），前五月制造业 PMI 原材料库存和产成品库存均显著高于正常年份，尤其是后者（图 43、图 44）。我们的这一判断在一些重要行业，如钢铁、汽车等，得到了华泰联合行业分析师的认同和印证。

图 42： 库存水平还在上升



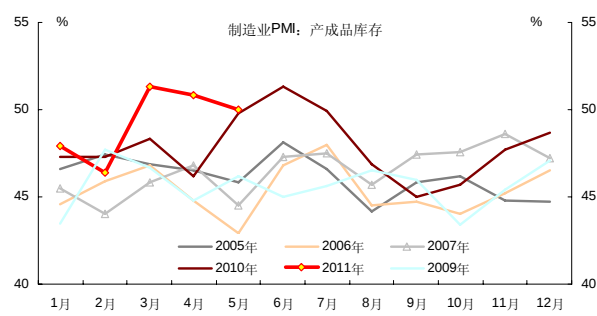
资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 43： 前五月制造业 PMI 原材料库存偏高



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

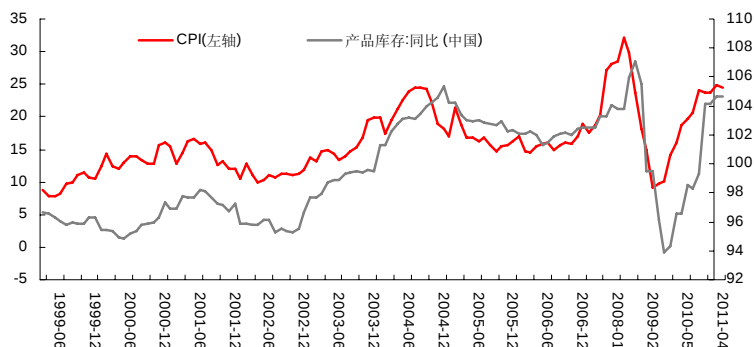
图 44： 前五月制造业 PMI 产成品库存偏高



资料来源：CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所

我们曾经在报告（《库存调整与产能调整》，2011/04/07）中指出，库存调整受制于两个因素：一是需求，由于通胀处于高位，紧缩政策还将抑制需求，当需求明显下滑时，将导致去库存；二是价格，由于供给与价格正相关，当价格上涨时，厂商倾向于增加库存扩大生产，而价格拐头向下，将是去库存的开始。价格拐头向下是需求明显下滑的标志（图 45）。

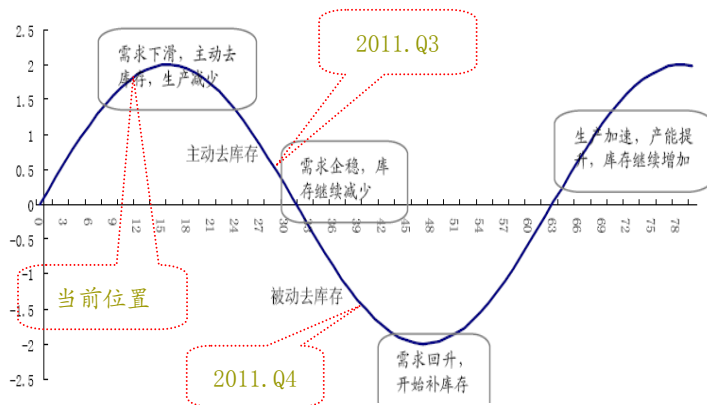
图 45： 价格对库存有显著牵制作用



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

按照这样的逻辑，当前的时点上，需求还在纠结而缓慢地扩张，价格水平上涨还没有停止，不同行业处于周期不同位置，且对行业前景存在分歧，行业库存调整方向不一，但总量意义上的库存水平还没有明显下降。短期可能发生的是，由于对需求面判断还存在分歧，随着价格水平上升，库存总水平还将缓慢上升。随着政策的进一步紧缩，未来需求将继续趋弱，当需求转弱到一个临界点时，价格总水平出现下滑，从而导致一轮去库存趋势的开始。在那个时点，将会产生对业绩最悲观的预期（图 46）。

图 46： 本轮库存调整进程预估



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

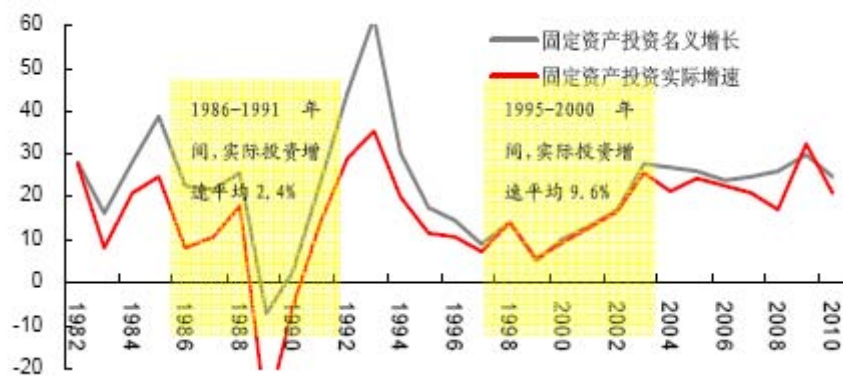
2.2 设备投资周期考察

按照周期理论经典事实，一个新的设备投资周期的开始往往意味着以下事件：第一，经济增长和企业盈利触底回升。第二，企业经历一轮产能调整，存在设备更新的动力——这在前两轮周期表现尤为明显：1986-1991 年，我国年度实际投资增速仅为 2.4%，1995-2000 年间，实际投资增速年均 9.6%（图 47）。

就第一点而言，如本报告第一部分所分析，2011 年经济增速将呈现着陆态势，从季度来看，由于需求受到抑制，叠加一次去库存，经济增长和企业盈利可能在二三季度面临一次冲击，企业盈利面临下滑，起码不大可能超过 2010 年。

那么，当前企业存在设备更新动力吗？从历史情况看，投资增速低意味着企业较少进行主动的设备更新，更多地通过折旧方式淘汰落后产能，只有经历了较长时间的产能调整，企业才有进行新一轮设备更新的动力，新一轮的繁荣才可以期待。

图 47： 新一轮设备投资周期一般以长时间的产能调整为前提



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

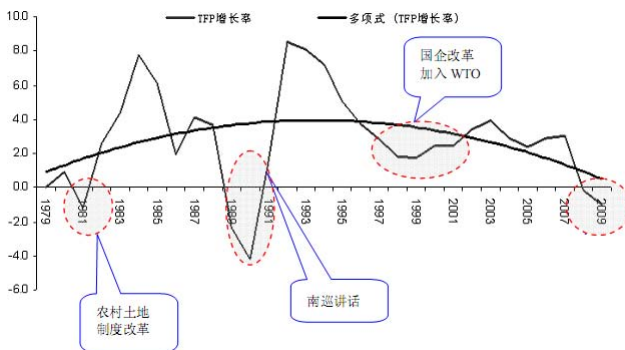
从本轮周期看，我国 2007 年到达周期顶点。从 2008 年开始，实际投资增速高达 23.4%，远远高于历史平均水平，按照这样的投资速度，周期性调整时期，企业层面并没有进行相应的产能调整，未来进行设备投资的动力并不充分。

实际上，大规模投资的经济后果很有可能拖累下一轮周期，延长经济调整的时间。其理由不仅在于企业设备更新的动力不足，还因为，一定时期内的资源和生产能力是给定的，当过多资源用于增加旧周期中的生产能力时，这也固化了旧周期的生产结构，使得企业在面对新的需求和生产时反应迟钝。

2.3 制度周期考察

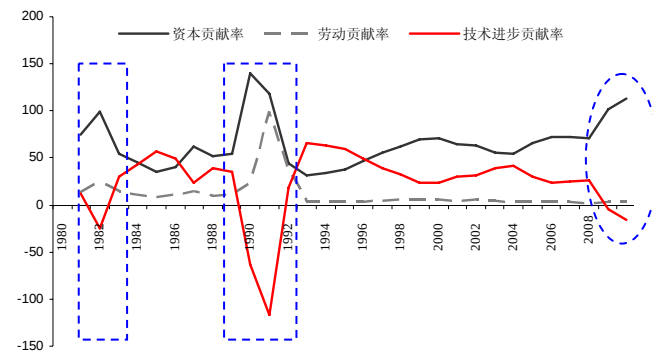
从历史情况看，改革开放以来我国经历的三轮经济周期都是由一次体制改革来引领，其标志分别是农村土地制度改革、邓小平南巡讲话、加入 WTO 和国企改革。而在每次改革之前，我们都观察到了全要素生产率(TFP)增长的下降，而这恰恰是 2009 年以来的情形（图 48、图 49）。

图 48： 我国全要素生产率(TFP)增长已经转负



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 49： 技术进步率下滑是效率水平下降主要原因

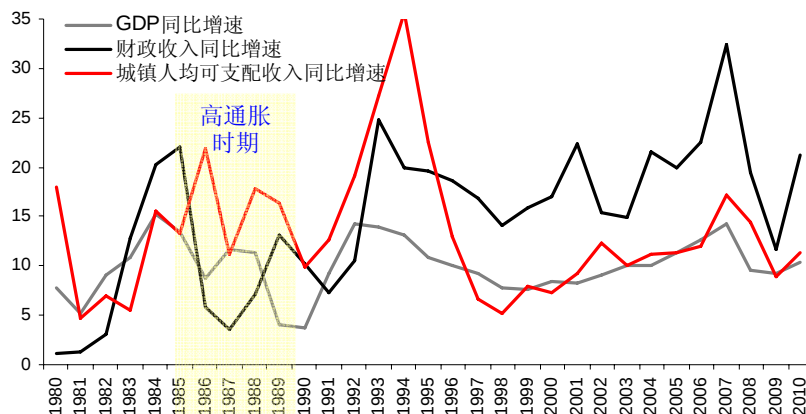


资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

我们坚持去年以来的观点，即新一轮体制改革，或曰转型的核心是收入分配制度改革，其观察指标是不等式“居民收入增速>GDP 增速>财政收入增速”是否成立。但在当前形势下，对政策当局而言，改革面临如下风险：

一是宏观经济风险。不可否认，居民收入增加的另外一面，就是企业人工成本的上升，考虑到当前通胀压力较大，这或将导致“收入-通胀”的螺旋式上升，而此种情况曾在 1984-1988 年期间发生过（图 50）。

图 50： 1996 年以后居民收入增长落后于 GDP 增速和财政收入增速

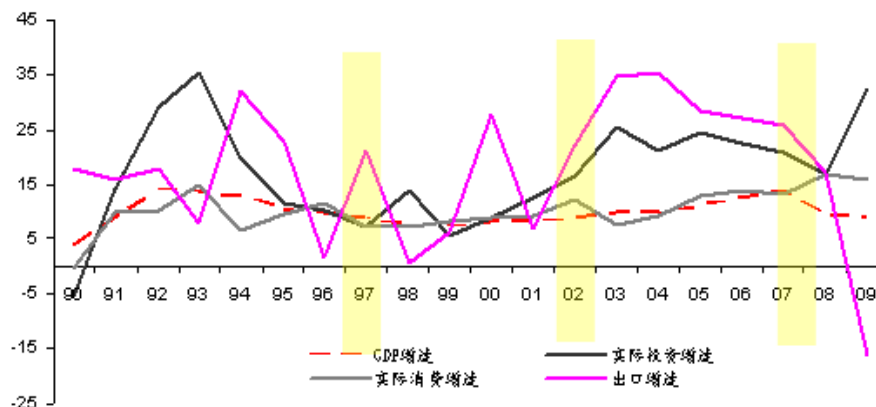


资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

二是发展风险。改善民生意味着劳动力要素价格上升，进而将或多或少削弱产业部门的竞争优势，考虑到当前经济的放缓趋势，这将增加决策者的忧虑。

三是政治经济学风险。之前三轮改革可以视为增量改革，存在“帕累托改进”空间，但收入分配制度改革则属于存量改革，涉及既有利益格局调整，则由谁让利、让利多少是无法回避的问题。

图 51： 三个政治周期转换时期经济走势稳字当先



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

另外，2011 年处于两届政府的交接期，亦即政治周期的过渡期。从以往现实情况看，在这样的年份经济运行保持平稳（图 51），重大改革措施往往在下届政府就任后推行。例如，“九五”规划确定了国有企业改革方针，但推行是在两年后。

综合上述分析，当前我们也许处在新一轮体制改革的路口，但应难以看到政策操作现实。春节后的社会管理概念提出和“两会”的民生基调说明，“先压资产价格、再压通货膨胀、再提高名义收入”将是政策三部曲。

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。要把保障和改善民生作为加快转变经济发展方式的根本出发点和落脚点，... ..，使发展成果更好惠及全体人民。

——胡锦涛，2011 年 2 月 19 日

三、政策趋向

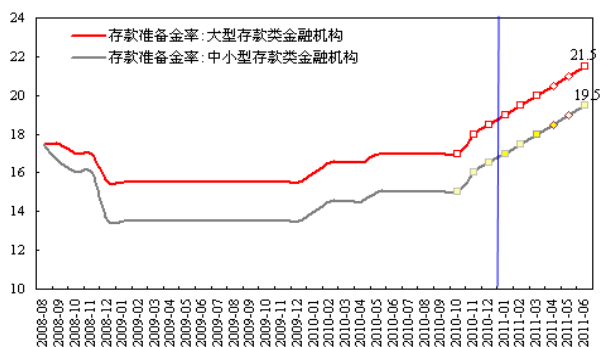
3.1 宏观政策取向：“双紧”

从年初以来，尤其是“两会”后的政策轨迹看，我们认为，宏观政策已实质上转向财政和货币的“双紧”。

首先，财政政策虽然名为“积极”，但主基调偏紧。表现在：第一，2011年拟安排财政赤字9000亿元（中央财政赤字7000亿元，继续代地方发债2000亿元），赤字规模减少1500亿元，赤字率下降到2%；第二，强调压缩政府一般性支出，严格控制政府消费；第三，对地方政府性债务进行全面审计，实施全口径监管，研究建立规范的地方政府举债融资机制，这说明地方筹资难度将显著加大。

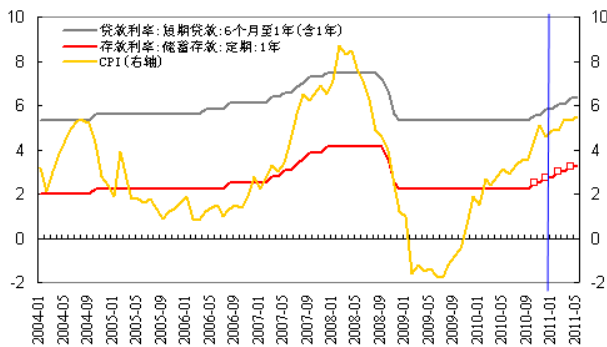
其次，货币政策偏紧。上半年（截至6月20日）央行货币政策操作主要包括1）上调存款准备金率6次，累计300bp（图52）；2）加息两次，累计50bp（图53）；3）信贷节奏控制取得成效，前5月新增人民币贷款大致相当于去年同期九成。

图 52： 上半年存款准备金率上调 6 次，累计 300bp



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

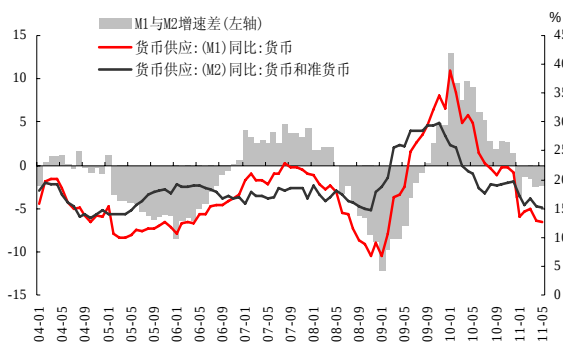
图 53： 上半年加息两次，累计 50bp



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

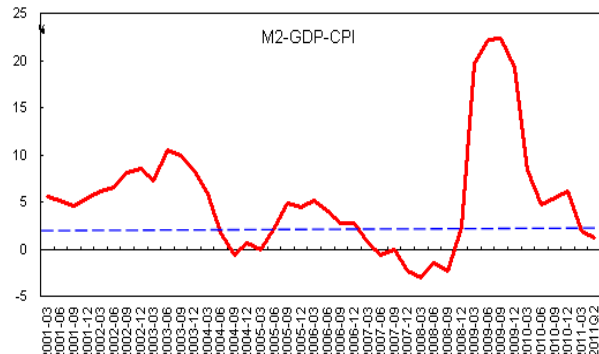
从政策效果看，目前M1与M2增速已回落至正常区间（图54），M2与名义GDP之差亦收窄至2%以内（图55），同时货币市场利率和企业融资利率均上升至偏高水平（图56、图57）。综合评估，目前紧缩力度属中性偏紧，与2007-2008年上半年的紧缩相比仍有一定差距。

图 54： M1 与 M2 增速已回落至正常区间



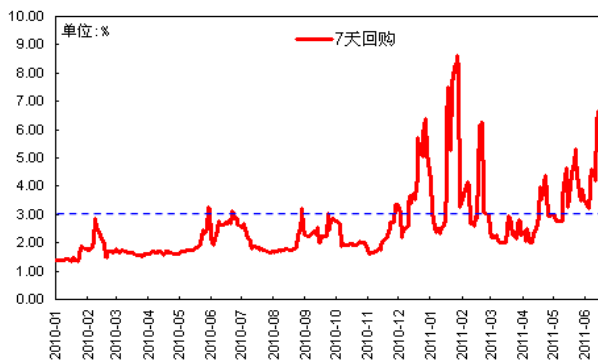
资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图 55： M2 与名义 GDP 之差收窄至偏紧区间



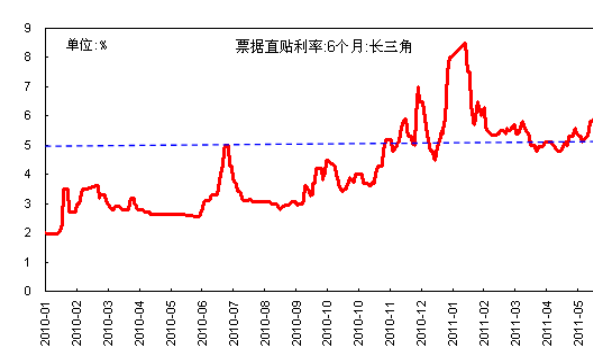
资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图 56： 货币市场利率震荡走高(%)



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 57： 票据融资利率处于 5%左右高位



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

3.2 政策动向前瞻

展望下半年，我们预计政策紧缩基调将延续，但在政策工具和操作方面或有若干微妙变化。

首先，货币政策从紧将有限加码。

下半年货币政策目标依然是控通胀优先，结合前文对今年经济和通胀形势分析，至少到三季度末紧缩性政策趋势不会发生大的改变，但另一方面，我们预计金融稳定目标也将被纳入考量，由此紧缩空间将受一定制约。具体而言：

1、数量工具方面，尽管由于存在人民币升值预期，外汇占款增加导致流动性对冲压力依然存在，但考虑近期 NDF 市场隐含的预期已经减弱，且据我们测算，银行超储率现处于偏低水平，存款准备金率上调的空间已经不大，不大可能保持上半年每月上调一次的频率。

2、利率工具方面，尽管推动 CPI 走高的主要是食品价格，它与货币关联度并不强，但负实际利率仍然足以构成加息的推动力。中性估计下半年将加息一次，时间或在 7 月。

3、汇率政策方面，我们维持渐进升值仍是最优选择的判断。预计全年人民币实际有效汇率升值约 3%，对美元升值约 5%；同时人民币国际化继续推进，跨境贸易人民币结算范围进一步扩大

政策不确定性在于外部。一方面，如果美国推出 QE3，继续扩大量化宽松规模，则我国输入型通胀压力上升，政策将被动跟进加码；另一方面，也不排除境外事件（如欧洲主权债务危机爆发）导致外需过度收缩，由此政策或转为一定程度的放松。

其次，针对供给冲击所导致的通胀，财政政策将进行定向补贴，如近期对养猪户的提高补贴即是例证。但压缩一般性支出、收缩地方融资平台的方向不变。

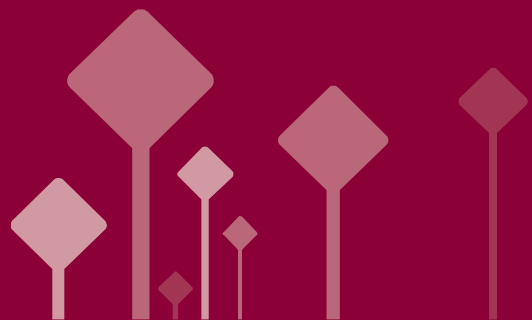
再次，不排除临时性价格管制范围继续扩大。

附件 1：2011 年宏观经济指标预测(更新)

表 1：2011 年宏观经济指标预测

	2009Y	2010Y	2011F	2011Q1F	2011Q2F	2011Q3F	2011Q4F
GDP							
(累计同比, %)	9.1	10.3	9.3	9.7	9.8	9.5	9.3
规模以上工业增加值							
(同比, %)	11	15.7	13.5	14.4	14.5	13.7	13
城镇固定资产投资							
(累计同比, %)	30.5	24.5	22	25	24.9	23	22
社会消费品零售总额							
(累计同比, %)	15.5	18.3	17.1	16.3	16.8	17.0	17.1
CPI							
(当期同比, %)	-0.7	3.3	5	5.1	5.6	4.6	4.3
PPI							
(当期同比, %)	-5.4	5.5	6.4	7.1	6.6	7	4.9
出口							
(当期同比, %)	-16	31.3	24.8	26.4	25.3	24.8	27.6
进口							
(当期同比, %)	-11.2	38.7	30.1	32.8	26.6	30.3	31.2
贸易差额							
(十亿美元)	196.1	183.1	176.5	-0.7	47.2	59.8	70.3
M2							
(期末余额同比, %)	27.7	19.7	16	16.6	16.5	16	16
M1							
(期末余额同比, %)	32.4	21.2	14.5	15	15	14.8	14.5
人民币贷款							
(当期新增, 十亿元)	9590	7927	7200	2255	1900	1500	1500
一年期定期存款利率							
(期末, %)	2.25	2.75	3.75	3	3.25	3.5	3.5
人民币兑美元汇率(期末)	6.83	6.62	6.3	6.55	6.4	6.35	6.3

数据来源: CEIC, Wind, 华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn