

宏观深度报告

不必过于担心宏观经济

要点

- ◆ 目前市场波动的背后是对宏观经济运行的担心。以经济增长二次探底为主线的担心加大了宏观经济运行的不确定性。我们认为：

1) 中国经济不能，也不会二次触底；2) 中国负债扩张的基调不变，但结构已经发生变化，从政府投资转向个人消费；

3) 中国的流动性紧而不缩；4) 继续以虚补实是中国加快复苏的不二法门，房地产走势决定着复苏的节奏。

- ◆ 中国未来的宏观系统性风险包括以下几点：

1) 央行担心通胀，快速收紧货币；2) 资金从虚拟经济进行实体经济；3) 中美复苏节奏决定了国际资金的流向；4) 央行错误的决策，形成贬值预期；5) 财政赤字超过 5%，政府拖延变革。

- ◆ 从目前的形势来看，只有第一项，货币当局出于对通胀的担心而过早地收紧货币使得市场产生了系统性风险增大的担心。从中信建投宏观组的监控来看，后面四项可能产生的系统性风险目前并没有产生。特别是第 3-5 项，在国际复苏带来外部冲击不是足够大的时候，中国的宏观风险将不会如市场担心得那么大。

- ◆ 我们估计，在 2010 年第二季度之前，投资者可以暂时不必考虑这些系统性的风险。

- ◆ 目前的宏观风险是各部门对宏观走势的不同意见使市场产生了避险的考虑，随着十七届四中全会的召开，这些争论都会转化为统一的宏观调控基调上来。

- ◆ 因此，政策不确定的风险很快就会消失。

宏观经济

魏凤春

010-85130308

weifengchun@csc.com.cn

胡艳妮

010-85130973

huyanni@csc.com.cn

分析日期：2009 年 9 月 7 日

相关研究报告

| | |
|------|------------|
| 6.25 | 变革加快负债扩张步伐 |
| 8.26 | 流动性紧而不缩 |
| 9.1 | 调结构的真实意图 |

目 录

| | |
|---|----|
| 一、市场担心什么？ | 1 |
| 1.1 资本市场波动下的宏观逻辑..... | 1 |
| 1.2 肯定的结论：宏观政策的不确定性很快就会过去 | 1 |
| 我们基本结论如下： | 1 |
| ◆ 中国经济不能，也不会二次触底..... | 1 |
| ◆ 中国负债扩张的基调不变，但结构已经发生变化，从政府投资转向个人消费 | 1 |
| ◆ 中国的流动性紧而不缩..... | 1 |
| ◆ 继续以虚补实是中国加快复苏的不二法门，房地产走势决定着复苏的节奏 | 1 |
| 二、经济不能也不会二次探底..... | 2 |
| 2.1 市场因担心投资的持续性而担心经济二次探底..... | 2 |
| 2.2 投资的滞后效应决定了经济增长不会二次探底..... | 3 |
| 1.3 中国的宏观系统性风险还没有到来..... | 4 |
| 三、负债扩张之势不可逆，激励刺激政策未到退出之时 | 5 |
| 3.1 负债扩张之势不可逆 | 5 |
| 3.2 扩张刺激政策退出的条件还没有出现..... | 5 |
| 四、市场最担心的流动性不是问题..... | 7 |
| 4.1 流动性的量 | 7 |
| 4.2 流动性的结构 | 11 |
| 五、继续以虚补实，加快复苏..... | 14 |
| 5.1 以虚补实是复苏的逻辑：重申外需不可昨日重现..... | 14 |
| 5.2 虚拟经济尚未尽职：房地产市场与资本市场..... | 16 |
| 5.3 政府已经将扩张的主力转向了居民个人，房地产成为消费的第一标的物 | 18 |
| 5.4 房地产走势决定着宏观走势..... | 18 |
| 5.5 房地产的政策的可能变化..... | 20 |

图 表 目 录

| | |
|--|----|
| 图 1: 上半年投资对经济增长的贡献率是 87% | 2 |
| 图 2: 投资单月同比增长呈递减趋势..... | 2 |
| 图 3: 中央投资月度同比减速..... | 3 |
| 图 4: 投资的滞后效应决定了中国经济不会二次探底..... | 4 |
| 图 5: 中国负债扩张的不可逆性..... | 5 |
| 图 6: 财政的压力很大 | 6 |
| 图 7: 财政的压力很大 | 6 |
| 图 8: 从 M2 的单月增速来看, 流动性从三月就已经开始减速了 | 7 |
| 图 9: 一季度末银行体系超储率已降至较低水平, 后续下降空间有限..... | 8 |
| 图 10: 货币乘数的增大, 在很大程度上保证了流动性的充裕..... | 9 |
| 图 11: 存款的活期化开始明显..... | 9 |
| 图 12: QFII 进入中国与热钱的涌入..... | 10 |
| 图 13: 国际资金的涌动 | 10 |
| 图 14: 通胀未起, 钱去何方? | 11 |
| 图 15: 大小非减持速度加快 | 11 |
| 图 16: 工业企业利润率 | 12 |
| 图 17: 工业企业负债率与回报率..... | 12 |
| 图 18: BIS 人民币实际有效汇率今年呈下行走势..... | 13 |
| 图 19: 外汇占款快速增加, 国际流动性输入国内..... | 13 |
| 图 20: 美国经济增长的结构分析..... | 14 |
| 图 21: 中国与美国贸易顺差与逆差的变动..... | 15 |
| 图 22: 中国对美国的出口结构发生重大变化, 机电产品出口占比已高达 47%..... | 15 |
| 图 23: 中国对外出口结果变化..... | 16 |
| 图 24: 美国消费分项变动率..... | 16 |
| 图 25: 中美世界贸易中的进口占比显示, 中国的进口对世界经济的拉动作用已超过美国 | 16 |
| 图 26: 股市的财富效应 | 17 |
| 图 27: 股市的融资功能没有完成..... | 17 |
| 图 28: 房地产开发投资完成额月度同比增长显示住宅投资增速下降 | 18 |
| 图 29: 个人的消费贷款已经起来了..... | 18 |
| 图 30: 房地产开发投资完成额月度同比增长显示住宅投资增速下降 | 19 |
| 图 31: 房屋新开工面积同比下降..... | 19 |
| 图 32: 房地产新开工面积环比明显下降..... | 19 |

一、市场担心什么？

1.1 资本市场波动下的宏观逻辑

在中国投资的历史上，宏观经济分析很少有机会被市场认为是指导投资的不二法门，但今年除外。目前资本市场的波动，让市场产生了以下的担心：

- ◆ **最悲观的逻辑：**经济二次探底，从 V 型反转向 W 型复苏转变；
- ◆ **中性逻辑：**超预期复苏难以持续，宏观经济面临着 V 型复苏中的反抽；
- ◆ **乐观的逻辑：**经济已复苏，扩张激励政策应该退出，前期支持股市上升的政策刺激利好断档；
- ◆ **最现实的逻辑：**流动性收敛，货币政策转向，真实增长难以支持估值。这突出表现为市场对 2009 年 8 月以后月度新增贷款低于 3500 亿元人民币的担心；
- ◆ **最可能的逻辑：**兄弟打雁与宏观政策的不确定。

昔人有睹雁翔者，将援弓射之，曰：“获则煮。”其弟争：“宜燔。”竞斗而讼于社伯。社伯请剖雁，烹燔半焉。已而索雁，则凌空远矣。

文虽古文，尚不生涩；细读数遍，其意自明。短短数字，意境深远；慢慢体会，感触颇多。我们认为目前影响宏观政策的不同部门对宏观调控未来基调的不同声音，使得市场不知所措，理性的投资者多选择了避险。

1.2 肯定的结论：宏观政策的不确定性很快就会过去

我们在做宏观分析的时候坚持认为：分析师的观点哪怕最后和事实有出入，但是一定要观点鲜明。作为分析师，如果不能帮助客户深入剖析纷纭复杂的信息，并提出独立性的见解，基本上可以宣告他的失败。对于客户来讲，之所以愿意支付成本阅读分析师的报告，在于他可以直接以分析师得出的结论为平台进行资产的配置。因此，这个结论应该是直接的，分析师分析最可能的情景假定，而对一些不太可能发生的情景加以摒弃。唯有这样，才能帮助客户减少分析的成本，提高决断的效率。

我们基本结论如下：

- 中国经济不能，也不会二次触底；
- 中国负债扩张的基调不变，但结构已经发生变化，从政府投资转向个人消费；
- 中国的流动性紧而不缩；
- 继续以虚补实是中国加快复苏的不二法门，房地产走势决定着复苏的节奏。

二、经济不能也不会二次探底

2.1 市场因担心投资的持续性而担心经济二次探底

投资向来是经济危机后，政府拉动经济走出泥潭的不二引擎，并且也取得了明显成效。从今年上半年的情况来看，7%的GDP增长中有6.2%是靠投资拉动的，即上半年投资对经济增长的贡献率是87%。这是一个相当高的水平。

然而，我们可以看到，政府推动的高投资的背后是高财政投入和高信贷。上半年我国财政支出增加30%以上，信贷规模达7.37万亿，创出历史天量。显然，高财政投入和高信贷是不可能持续的。高财政投入对应的是巨额赤字，加上高信贷投放，对于一个发展中国家而言，这往往与通货膨胀、汇率贬值、资本外逃、资产估空联系在一起。因此，上半年的这种高投入是不可持续的。

其实，从投资的逐月回落也印证了这个观点。随着刺激高峰的过去，政府要把投资拉动的接力棒交到了企业和个人手中。市场真正的复苏还是应该由市场来完成，政府不过是应急之举。市场目前都承认房地产将成为继政府之后拉动投资的又一增长引擎，但按当月值计算，固定资产投资自5月后开始逐月下行，房地产投资则逐月回升。至7月，前者为29%，后者为19%，房地产投资显然没有承担起稳定投资的重任。

因此，我们认为，未来城镇固定资产投资仍将延续小幅回落的趋势，1-8月份城镇固定资产投资累计增速在32.5%左右。按我们的预测，至12月底，投资累计增速基本上月降1个点，全年保持在28%左右。

图1：上半年投资对经济增长的贡献率是87%

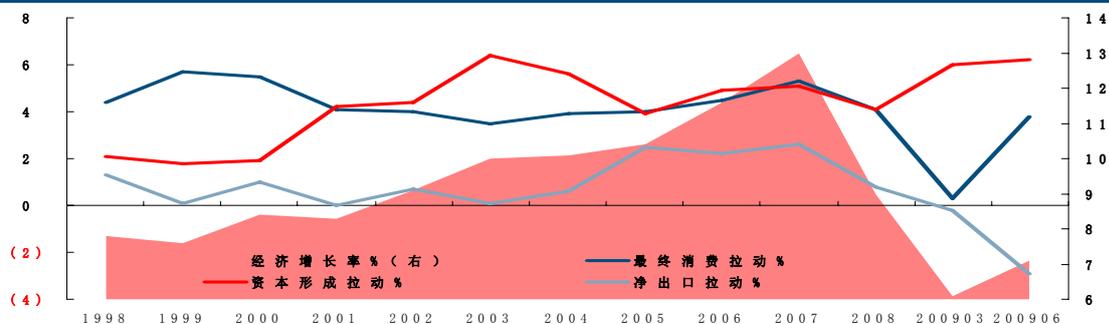


图2：投资单月同比增长呈递减趋势

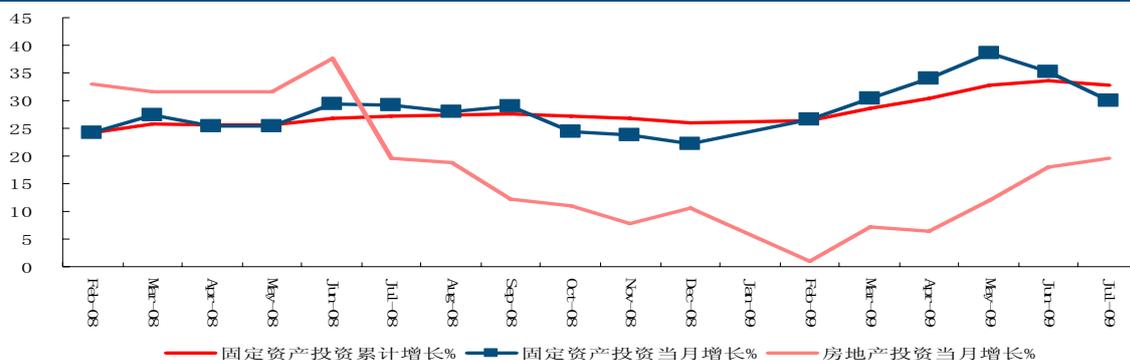
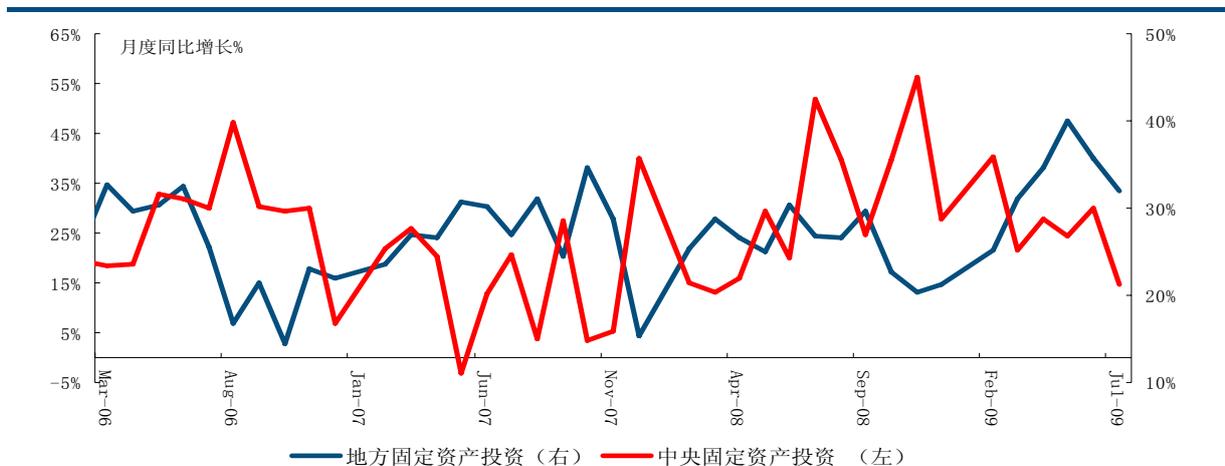


图 3：中央投资月度同比增速



资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

2.2 投资的滞后效应决定了经济增长不会二次探底

中国经济不能二次探底

目前市场对中国经济的二次探底表现出深厚的兴趣，这与在二季度数据出来之后的喜悦之情简直是天壤之别。我们不赞同经济二次探底的结论，只是认为复苏之路是曲折的，U形复苏的判断不变。

经济之所不能二次探底，是一种政治上的考虑，也是一种对未来后果不堪设想的担心。试想，如果三季度经济增长率低于 8%，全年经济增长率低于 7.5%的话。政府还有没有能力如前期的刺激那样，将经济重新拉上 8%上来？

为什么经济增长不能低于 8%？如果低于了 8%，失业压力将会极大。多年来，8%是一个经济问题可能转化为政治问题的极限数字，将经济增长降低到 8%而社会保持稳定是一个不能进行的实验。

中国经济不会二次探底

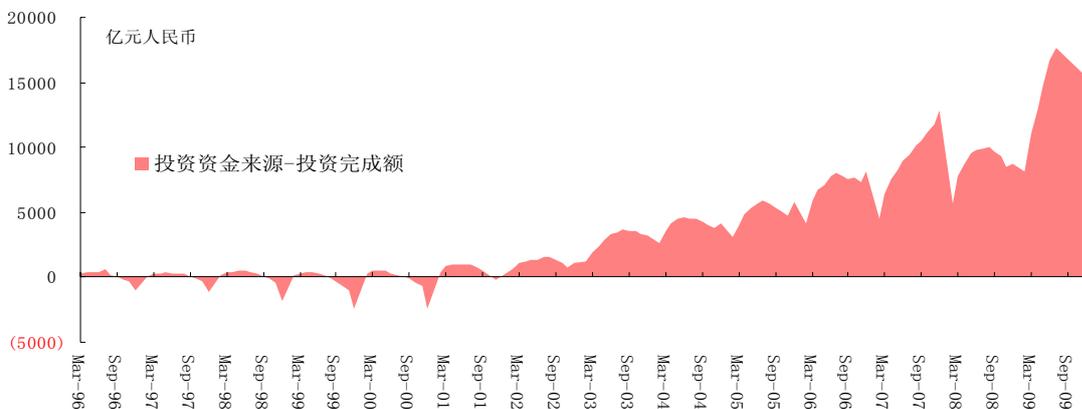
单纯从投资的角度来看，中国经济将会在三四季度 U形复苏，不会二次探底。市场所担心的投资资金来源不足的担心是多余的，上半年银行放出的贷款很多并没有进入到投资领域。且不论传言的 1.2 万亿流入股市的中长期贷款随着政府的严控而回流固定资产投资，单是从投资的资金来源与投资完成额的关系就可以看出，至少今年，投资不差钱。

至 2009 年七月，投资资金来源 113619 亿元，投资完成额为 95932 亿元，余额为 17687 亿元，余额占投资完成额的比重为 18.44%，远高于 2008 年 13.72%的水平。按目前的水平，2009 年七月到位的资金可以完成 2008 年投资的 76%，在 2008、2007 年这一时期，只能完成 70%与 71%。

因此，中国投资的冬粮已经备齐，随着春季新增贷款的重新发放，至少在明年的二季度之前，投资的资源来源都不会特别紧张。我们担心随着明年通胀提升的加快，在二季度后货币当局开始真正收紧货币，财政消耗过大，而国际复苏并不理想的背景下，中国经济的未来才真是确定性的。

因此，二次探底的担心应在明年秋天，而不是现在。

图 4：投资的滞后效应决定了中国经济不会二次探底



资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

1.3 中国的宏观系统性风险还没有到来

在半年报告中，我们提出中国未来的宏观系统性风险包括以下几点：

- ◆ 央行担心通胀，快速收紧货币；
- ◆ 资金从虚拟经济进行实体经济；
- ◆ 中美复苏节奏决定了国际资金的流向；
- ◆ 央行错误的决策，形成贬值预期；
- ◆ 财政赤字超过 5%，政府拖延变革

从目前的形势来看，只有第一项，货币当局出于对通胀的担心而过早地收紧货币使得市场产生了系统性风险增大的担心。从中信建投宏观组的监控来看，后面四项可能产生的系统性风险目前并没有产生。特别是第 3-5 项，在国际复苏带来外部冲击不是足够大的时候，中国的宏观风险将不会如市场担心得那么大。

我们估计，在 2010 年第二季度之前，投资者可以暂时不必考虑这些系统性的风险。

目前的宏观风险是各部门对宏观走势的不同意见使市场产生了避险的考虑，随着十七届四中全会的召开，这些争论都会转化为统一的宏观调控基调上来。

因此，政策不确定的风险很快就会消失。

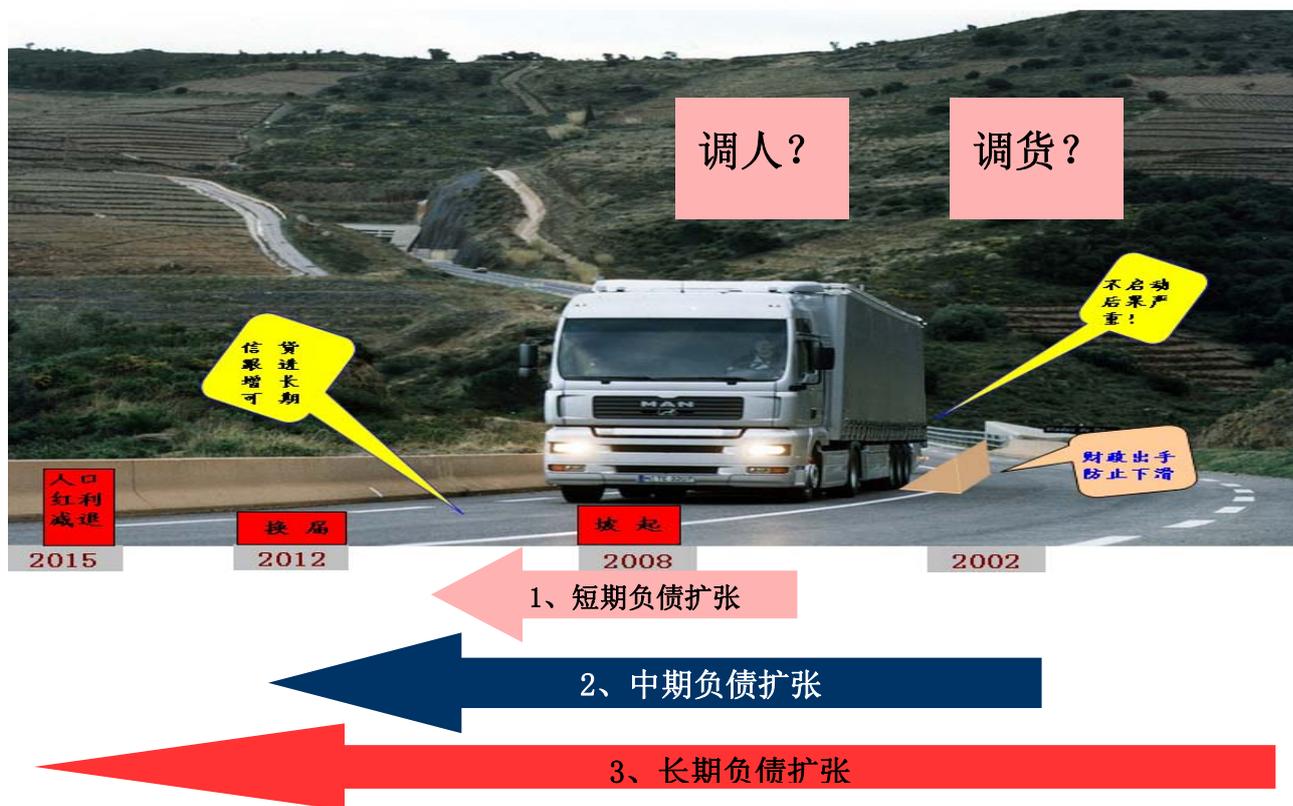
三、负债扩张之势不可逆，激励刺激政策未到退出之时

3.1 负债扩张之势不可逆

我们将中国三十年的发展定义为倒逼—负债扩张的过程，自 2008 年 10 月进行的硬启动则是这一过程中的小小一环，我们称之为短期的扩张。在 2012 年本届政府完成使命之前，是一波中期扩张的过程；至 2015 年刘易斯拐点到来之前，中国长期负债扩张的增长方式才不得不改变。

从这个意义上讲，负债扩张在 2015 年之前，则不可逆的，这是由三十年发展的路径依赖所决定的。

图 5：中国负债扩张的不可逆性



资料来源：中信建投证券研发部

3.2 扩张刺激政策退出的条件还没有出现

政府是一个理性的投资者，在其投资收益没有达到预期目标之前，政府是不会主动退出扩张刺激行动的。政府的投资收益表现有二：就业稳定与财政收入稳定。近期 12 万大学生投笔从戎意味着就业极不稳定，而 2008 年财政赤字率可能越过 5%，则预示着财政收入并不稳定。

我们认为，在政府最关心的财政收入，即税收收入并不稳定的背景下，扩张政策不应该退出。刚刚开过的 G20 国会议重新否定了政府刺激过早退出的荒唐之举，在实体经济尚没有真正复苏之前，中国政府切不可表现

得那么超前。

从前 7 个月的数据来看，财政收入显然不如财政支出增长快。7 月份以来，两者都出现下行走势。这表明经济回升的态势还不稳固，财政收入并不如市场预期的持续增长。

其中，财政收入中的非税收入增加较大，1-7 月份累计增长近 30%，明显高于同期总体财政收入，更远远超过税收收入。

在加强税收征管的背景下，税收收入的增长的仍较缓慢，特别是增值税，企业所得税和个人所得税仍在零增长附近徘徊。这也意味着实体经济增长并不如市场预期的乐观，因此，扩张刺激政策退出的条件并不具备。

图 6：财政的压力很大

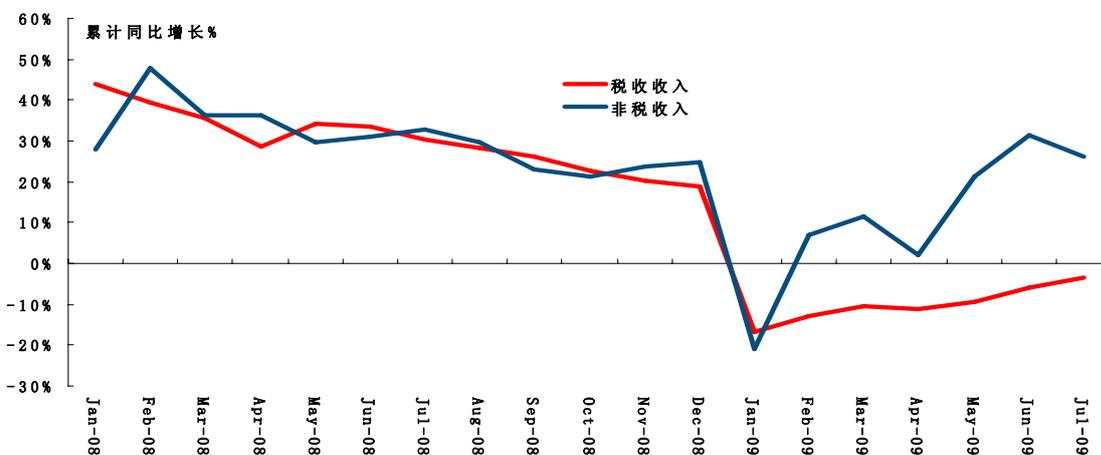
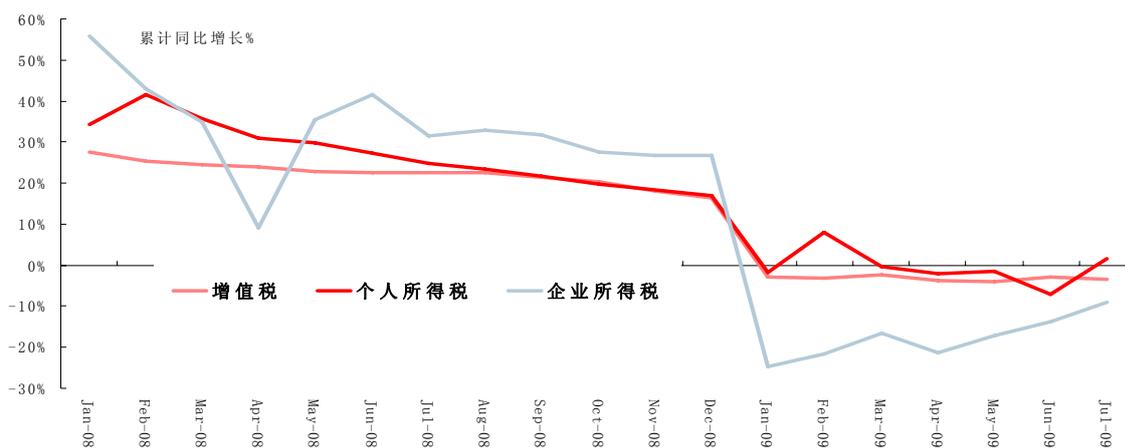


图 7：财政的压力很大



资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

四、市场最担心的流动性不是问题

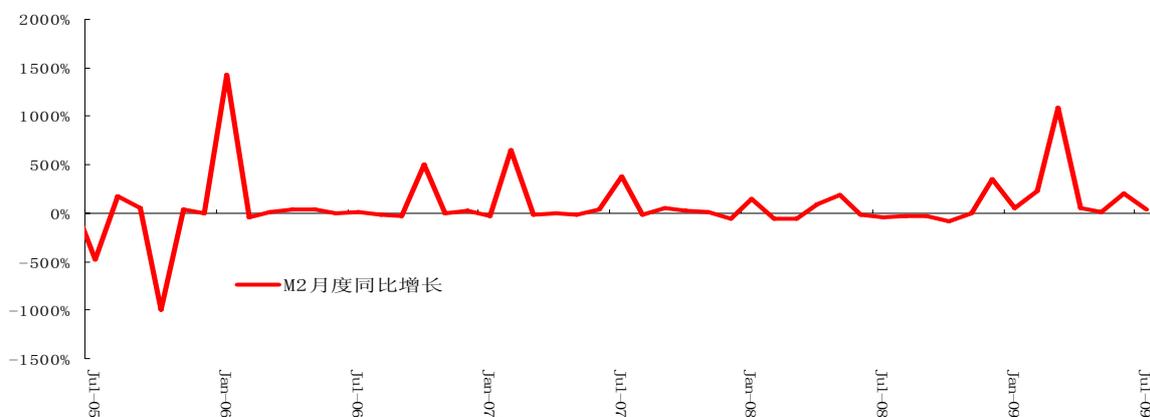
上半年银行放贷近 7.5 万亿之后，7 月份银行放贷迅速下降到 3500 亿左右，伴随着人们对天量信贷流向的质疑，以及监管当局对银行信贷风险的重视，人们普遍认为，中国的流动性过剩即将迎来拐点。

我们认为，中国的货币供应将会继续充足，流动性仍将持续宽松。从往年经验来看，根据“早放贷早受益”的原则，上半年多下半年少这是银行放贷的惯例，并不是明显紧缩的特征。

此外，温总理近日在浙江考察时再次重申当前国际国内经济向好，但不稳定、不确定因素还很多，形势仍然复杂严峻。我们正处在不进则退的关键时期。要全面、正确地理解中央确定的宏观经济政策和应对国际金融危机的一揽子计划的内涵，继续实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性。我们认为，货币政策在面临两难的选择中。如果过度收缩信贷，可能经济今年就会出现“二次探底”；如果保持之前的政策不变，则货币发行量过多，且大量漏出，流入资本市场，会造成资产价格继续走高。但是这届政府更倾向以保经济增长为第一目标，所以要保持政策的连续性。

但是，我们的货币政策手段需要转型。在全年经济增长能确保达 8%，全球经济明确复苏的背景下，监管层开始更加重视资金的风险，而非大规模放贷保经济增长。但我们宽松的货币和财政政策不会变化，流动性充裕将会持续。

图 8：从 M2 的单月增速来看，流动性从三月就已经开始减速了



资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

4.1 流动性的量

4.1.1 未来新增贷款 1.5 万亿

6 月份信贷数据出来后，无论官方还是民间，对全年信贷超 10 万亿毫无疑问。但 7 月信贷又使市场的预期从一种极端转向了另一个极端。通过测算，我们认为，中国全年的信贷可能不会超过 10 万亿，会在 9.2—9.8 万亿的规模。

尽管，未来几个月信贷规模相对于上半年大幅缩水，但这种变化对经济的发展是健康的。从上半年的贷款我们可以看出，大量的信贷主要投向了政府主导的基础设施和民生工程，并没有充分的流入到了实体经济。从中央企业的存款快速增加我可以看出，大部分国有企业获得贷款后，并没有充分投入的生产经营中去，而只是从银行又回到了银行。上半年我们已经投放了充足的货币，下半年继续投放信贷，便会过犹不及，步入“流动性陷阱”。只会导致更多的资金流入股市楼市，急速资产泡沫。

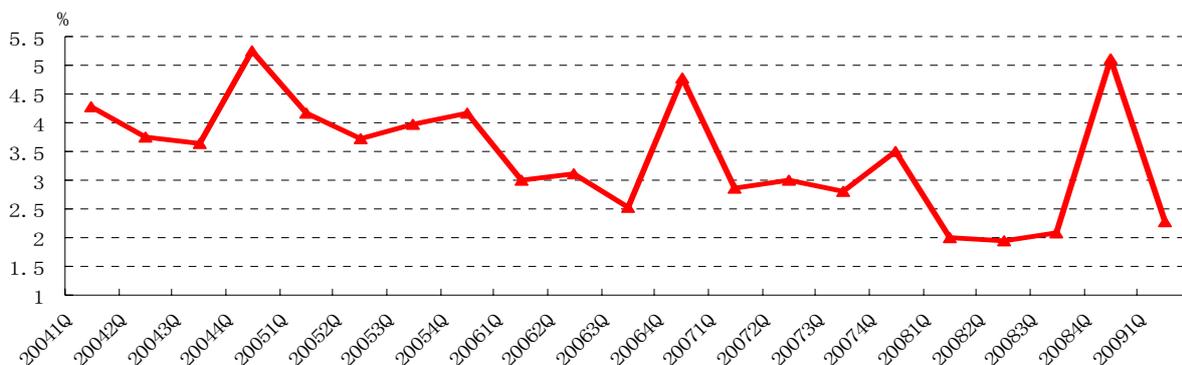
随着监管机构调控方向的转变，加强对信贷资金流向的监管，加行宏观经济的逐步回暖，企业的经营情况将会改善，必将会分流、引导有一部分资金流入到实体经济。未来银行信贷必将会严格审贷，资金的投向也会更合理有效。未来，每个月 3000—4000 亿元的信贷对经济的支撑是充足的。另外，1-7 月份，银行的票据融资高达 1.5 万亿，这部分票据到期后，超过 50% 的票据在今年将会陆续转成贷款，这部分规模也将近 8000 亿。

4.1.2 货币乘数

在银行体系超储率大幅下降，信贷强劲扩张的综合作用下，2009 年初以来货币乘数回升较快，6 月份已升至 4.59 的水平。

现阶段银行体系超储率可能已降至接近 2% 的历史低位，后续进一步下降的空间无几，超储率下降对货币乘数上升的贡献度大幅下降。但信贷扩张对货币乘数的拉升作用后续可能会进一步显现。年初以来信贷扩张保持较强劲的力度，伴随信贷资金稳步进入实体经济领域以及经济回暖背景下企业投资与生产活动的相对活跃，2009 年 7 月以来，M1 增速快速上升至 28% 以上，显示 2008 年下半年出现的存款定期化势头得到遏制，存款活期化势头有所显现。下半年鉴于信贷扩张仍将保持较强度，而且伴随信贷资金的持续进入投资与生产领域，M1 增速有望在高位保持一定时期，从而有助于货币乘数相对稳定。

图 9：一季度末银行体系超储率已降至较低水平，后续下降空间有限



数据来源：中国人民银行

然而，下半年超储率存在回升的可能性。从历史数据看，第三季度的超储率水平通常围绕第二季度的水平上下窄幅波动，而在当前超储率已降至历史低位的情况下，三季度超储率环比小幅上升的可能性较高。而四季度的超储率通常都是年内高点，相对三季度而言可能会出现比较明显的上升。下半年超储率的温和上升将对货币乘数产生抑制作用。

综合前述因素，预计下半年货币乘数整体表现将比较稳定，不会再现上半年的快速上升态势，但大幅下降的可能性也较小，我们测算其将主要运行在 4.3-4.4 区间内，四季度后期可能下降至 4.2 左右。

图 10: 货币乘数的增大, 在很大程度上保证了流动性的充裕



资料来源: CEIC, 中信建投证券研发部

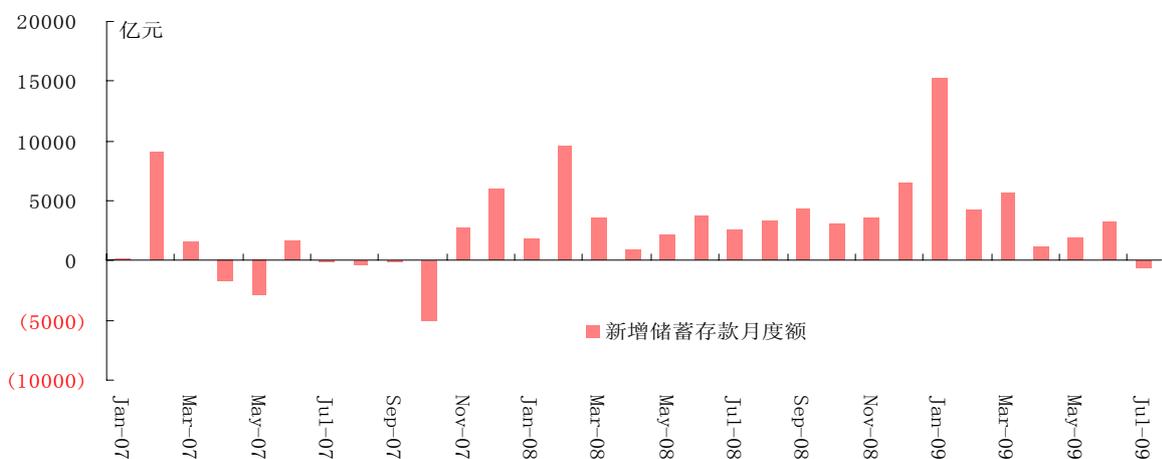
4.1.3 储蓄活期化

从数据显示, 7 月末, 金融机构人民币各项存款余额为 57.03 万亿元, 同比增长 28.54%, 增幅比上年末高 8.81 个百分点, 比上月末低 0.47 个百分点, 其中居民户存款减少 192 亿元。储蓄搬家现象再现。7 月当月新增居民存款在持续了 20 个月的正增长后本月由正转负。结合当前依然较高的 M2 增幅和 IPO 重启等因素, 我们推断居民存款在流向股市, 并将持续一段时间。

其次, 实体经济没有预期的好也使得资金流向实体经济的可能性减小。同时也使得做大资本市场, 通过以虚补实的方式推动实体经济增长的必要性增大, 因此, 资本市场仍有可能保持一定的繁荣。

再者, 银行利率达历史低位, 在通胀预期背景下, 银行利息显然不能满足大众对资产保值增值的需求, 因此为寻求资产的保值增值, 人们也会倾向于把存款转向投资股市或购买房产等资产。

图 11: 存款的活期化开始明显



资料来源: CEIC, 中信建投证券研发部

4.1.4 外部资金的进入

今年以来，外商直接投资到实体经济的金额增长同比大幅下降 10-40% 之间，并且一直在低位徘徊，显然实体经济对外商并没有太大吸引力，与此同时，扣除贸易顺差和 FDI 以外的资金，俗称“热钱”却一改去年一路向下的走势，大幅涌入我国，5 月份竟达到近 600 亿美元，6、7 月份有所回落。人民币的利差收益和资产膨胀收益是吸引人前的主因。当前，人民币的绝对利率高于美日欧，中国已经有严重负利率国家变为正利率，实际利率高达 4%，远远高于美日欧各国。另外，在通货紧缩条件下，中国国内大量的流动性必将推升资产价格，资产泡沫的收益十分可观。所以，国外热钱纷纷通过各种渠道购置中国的楼市、股市、资源等资产，这也可以从今年国内的房地产价格和股指看出来。

我们相信，短期内国际资金流向不会逆转，将会有更多的海外流动性输入中国，进而推升中国的流动性过剩，这也支撑中国未来的流动性仍将是宽松的判断。

图 12: QFII 进入中国与热钱的涌入

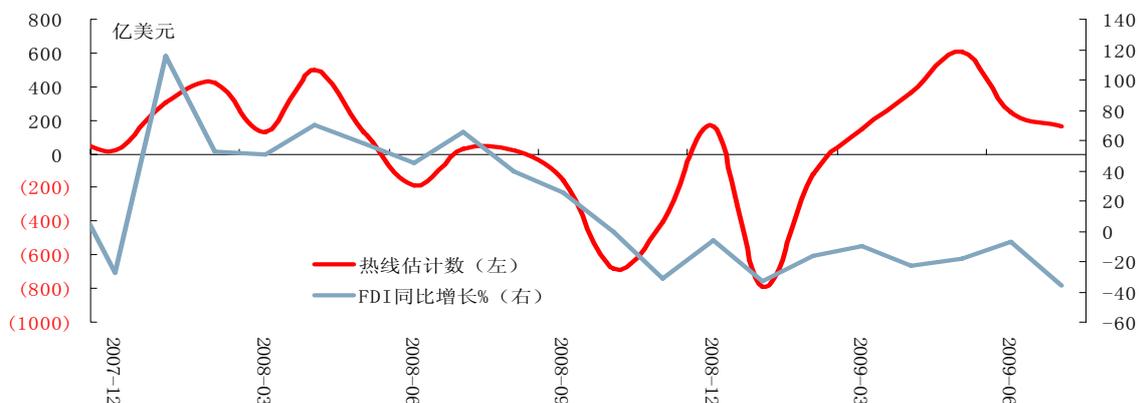
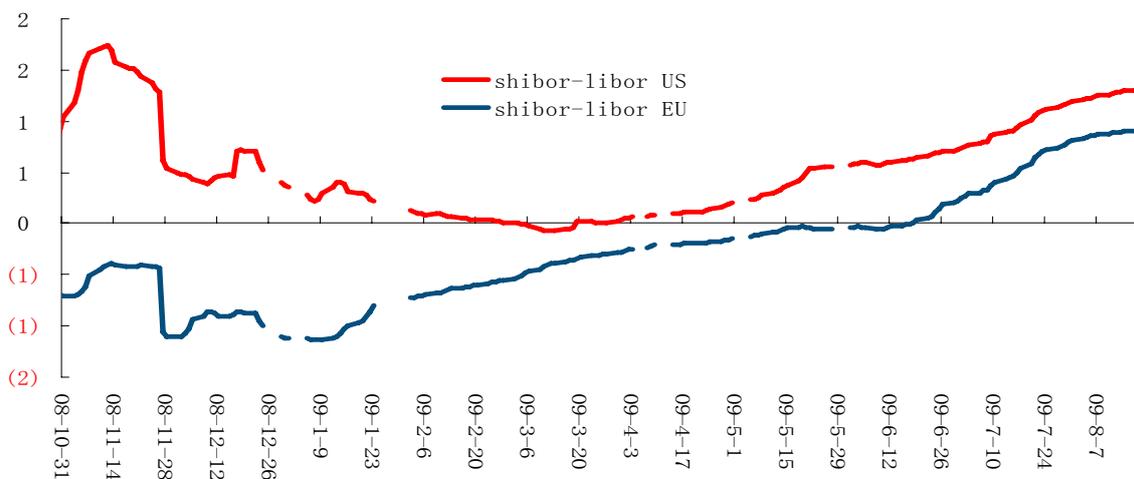


图 13: 国际资金的涌动



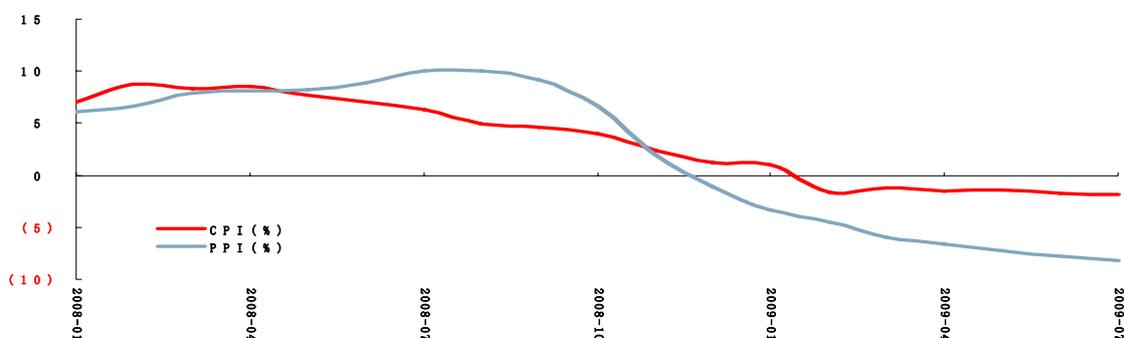
资料来源: CEIC, 中信建投证券研发部

4.2 流动性的结构

4.2.1 通胀未起，钱去何方？

理论上说，流动性的结果只有两个走向：一是进入实体经济，导致通货膨胀，另一个就是进入虚拟经济，推动资本市场或资产价格的上涨。从目前情况来看，受去年基数较高，今年需求不旺的影响，6、7月份的CPI一直在低位徘徊，通货膨胀的迹象并不明显，我们预测11、12月份CPI会转正，但仍比较温和，特别是在经济复苏并不稳固的情况下，政府是不会容忍高通胀的。因此，在通胀未起的情况下，流动性的去处只能是资本市场或资产价格。

图 14：通胀未起，钱去何方？

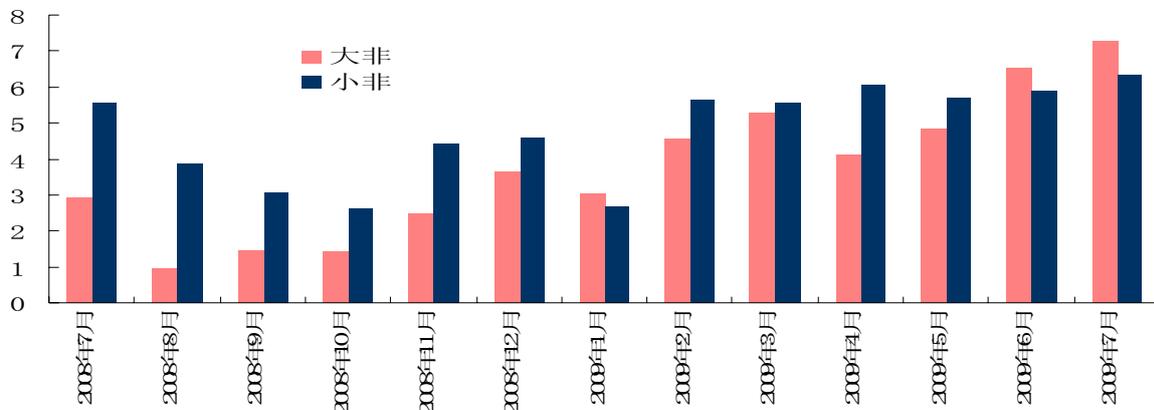


资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

4.2.2 实体经济的吸引力增大：大小非减持加速

大小非减持状况是判断实体经济和虚拟经济吸引力的重要指标。如果实体经济走强，大小非应该在资本市场上减持股份套现，投入实体经济；反之，实体经济走弱，大小非应该放缓减持步伐，甚至在资本市场上增持股份，如汇金去年年中增持银行股。因此，从近几个月大小非减持情况来看，二季度末，三季度初大非的减持步伐明显加快，小非减持也是逐步上升的态势，这进一步表明实体经济回暖，吸引力在增大。

图 15：大小非减持速度加快



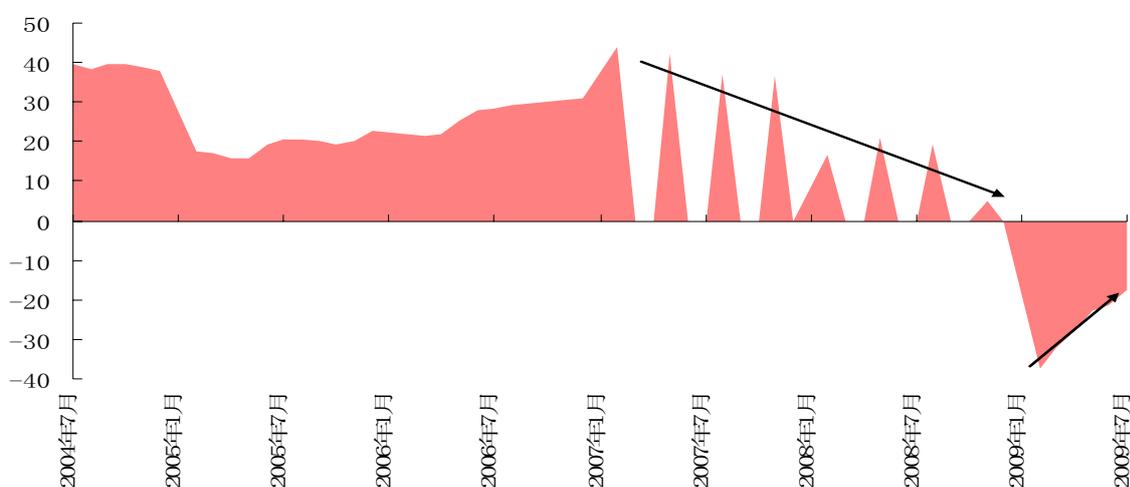
资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

4.2.3 实体经济的吸引力有所增强，但仍不足

企业盈利是判断资金是否会流向实体经济的重要标志。企业只有处于盈利时才会将资金投入再生产，亏损的时候不会再投入。从企业利润看，上半年企业利润出现大幅回落，但随着政策刺激，银行信贷迅猛扩张，经济环境有所转暖，企业利润降幅明显缩窄，环比出现快速上升，从一季度最低的下降 32.2%，到最近 7 月份下降 17.3%，回升近 16 个百分点，同时，工业企业负债率与回报率也触底回升。

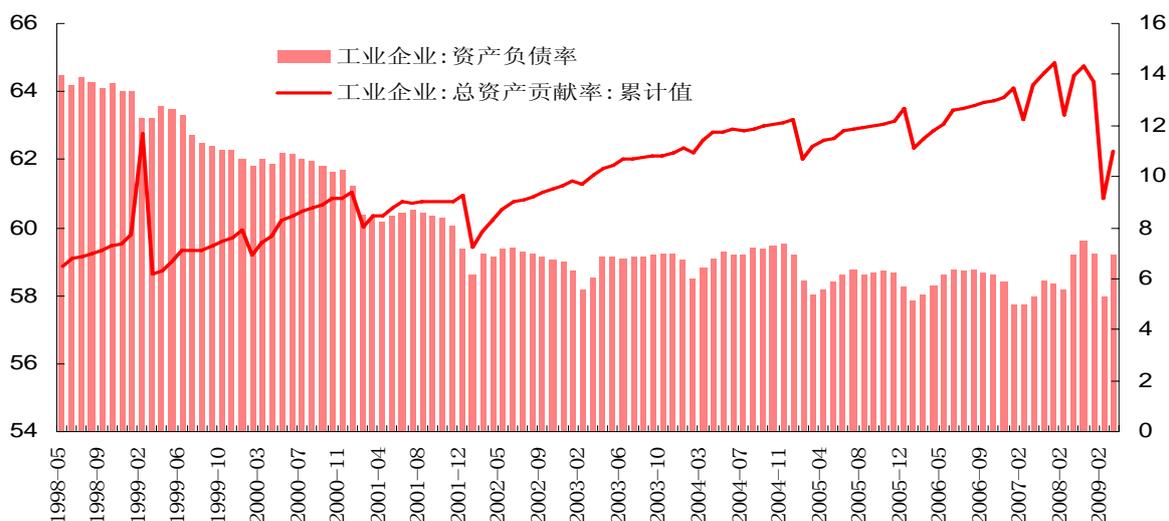
然而，虽然利润回升势头还算不错，但总体利润水平仍不容乐观，企业利润仍处于负增长，因此，对资金吸引力还是有限的。

图 16：工业企业利润率



资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

图 17：工业企业负债率与回报率



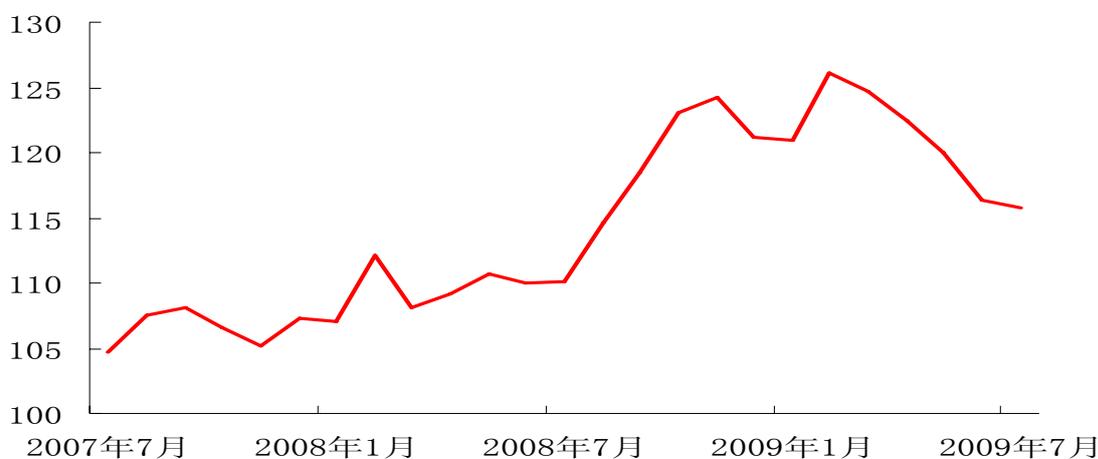
资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

4.2.4 人民币贬值与资金外流

今年以来，人民币已经中断了升值步伐，从国际清算银行(BIS)统计的人民币实际有效汇率来看还呈现贬值走势。但我们在前面分析过，由于中国国内大量的流动性必将推升资产价格，资产泡沫的收益十分可观。所以，国外热钱纷纷通过各种渠道购置中国的楼市、股市、资源等资产。在这种背景下，我们有理由相信，内资外流的可能性微乎其微。

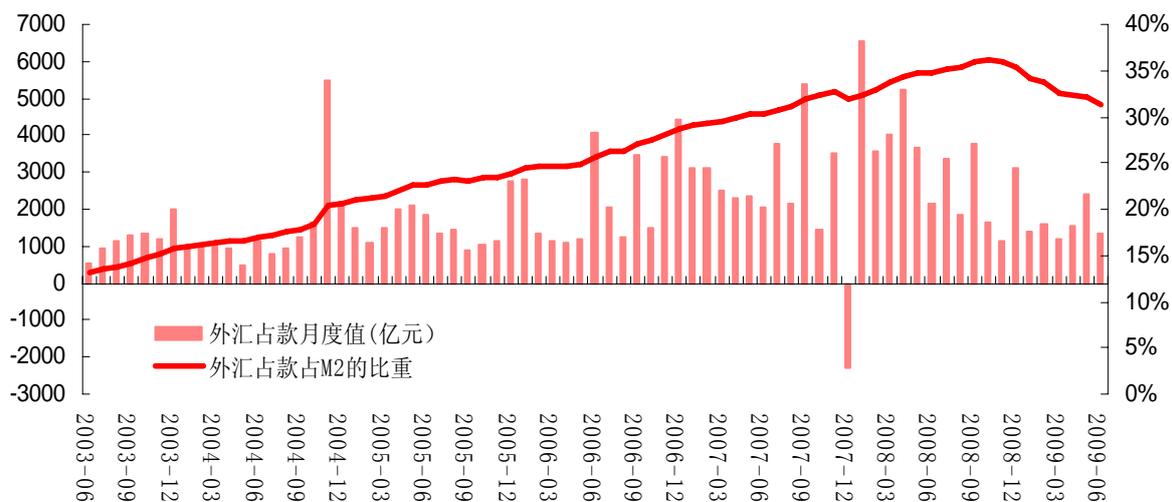
此外，我们并不排除产业资本外流，去收购国外的资源和资产，但这对国内资本市场影响不大。

图 18: BIS 人民币实际有效汇率今年呈下行走势



资料来源: CEIC, 中信建投证券研发部

图 19: 外汇占款快速增加,国际流动性输入国内



数据来源: Wind, 中信建投研发部

五、继续以虚补实，加快复苏

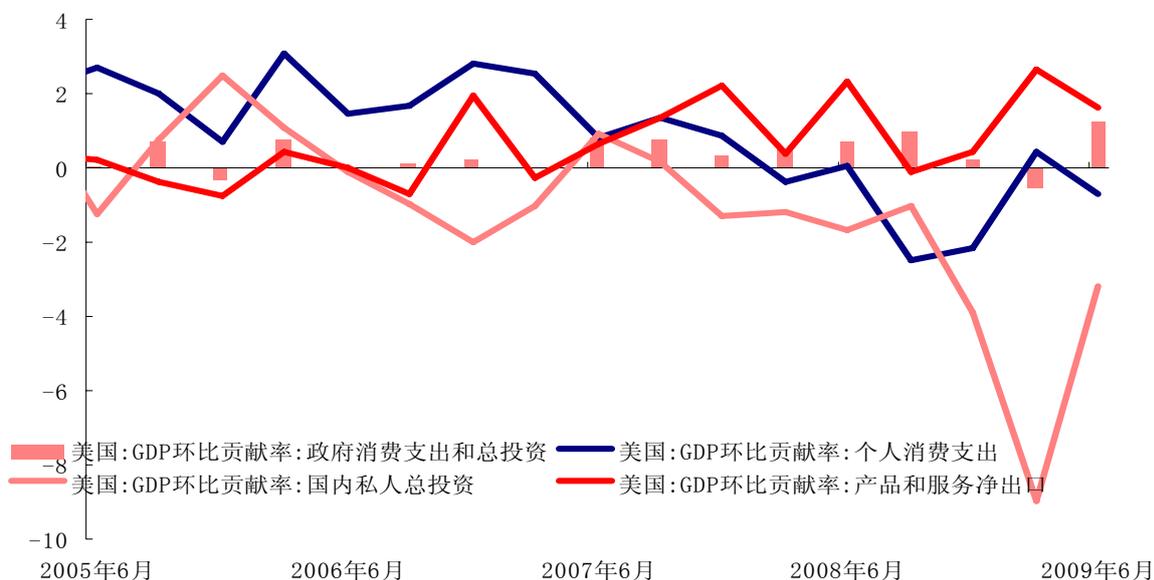
在半年报中，我们提出了中国经济进入了一个虚实分离的境地。出口依然处于缓慢回升的当口，美国的失业率已经上升到 9.7%，消费的不足严重影响到美国进口的增长，进而影响到中国外贸顺差的扩大。由于投资高速增长已经开始被政府认为是一种不可持续的事情，并且高投资未必会带来高就业，负债扩张的主力已经从政府转向了居民个人。于是消费被认为是下一步增长的重点，房地产就成为消费提升最重要的着力点。在房地产投资与开工等力度不足的背景下，政府不得不将房地产硬启动，以虚补实的局面必将形成。

5.1 以虚补实是复苏的逻辑：重申外需不可昨日重现

最新的美国经济数据显示，美国第二季度 GDP 负增长 1%，降幅较第一季度大幅度收窄 5.4 个百分点。其中个人消费支出环比贡献-0.69 个百分点，私人投资贡献-3.2 个百分点，产品和服务净出口贡献 1.6 个百分点。

从数据图上我们可以看出，美国经济增长是靠增加出口，减少进口，减少贸易逆差，从而推动美国 2 季度 GDP 同比降幅大幅收窄，而不是传统通过消费增长来拉动其整个经济增长。这对缓解美国内外经济增长失衡有着积极的意义，但对依赖对美出口的发展中国家却不啻于是一个噩耗。这意味着美国对这些国家需求的减少。因此，要想通过美国经济复苏来刺激国内出口的大幅增长可能性越来越小。

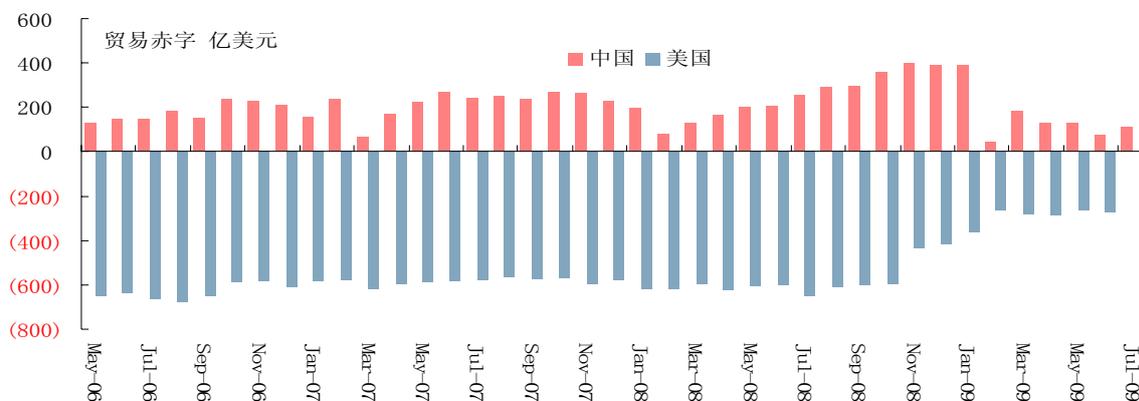
图 20：美国经济增长的结构分析



资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

从中美贸易顺差和逆差的变动趋势，我们可以发现，两者有较强的正相关性。当美国的逆差扩大时，我国的贸易顺差也是扩大的，而今年以来当美国的逆差缩小时，我国的外贸顺差也大幅收窄。

图 21：中国与美国贸易顺差与逆差的变动



资料来源：bloomberg，中信建投证券研发部

从我国对美国出口产品结构来看，这十几年也发生了明显的变化。机电产品出口占比从 1993 年的 15% 左右到今年上半年已高达 47%。

今年机电产品出口的猛降也是出口大幅下降的主因。机电产品出口主要取决于进口国私人投资。我国从上图可以看出，去年下半年以来美国的私人投资也经历了一个暴跌的过程。这就不难理解我国机电产品出口为什么也会出现高达 30% 以上的下滑。

美国第二季度的投资贡献率出现大幅回升，我们认为这主要是政府投资的拉动。而美国政府提出采购优先使用本国产品，虽然后来在国际舆论的压力下，不提此事，但实际上在经济危机条件下，各国的这种贸易保护主义已经成为“潜规则”。因此，在短期内我国不能指望机电产品出口能有惊人的变化。

图 22：中国对美国的出口结构发生重大变化，机电产品出口占比已高达 47%

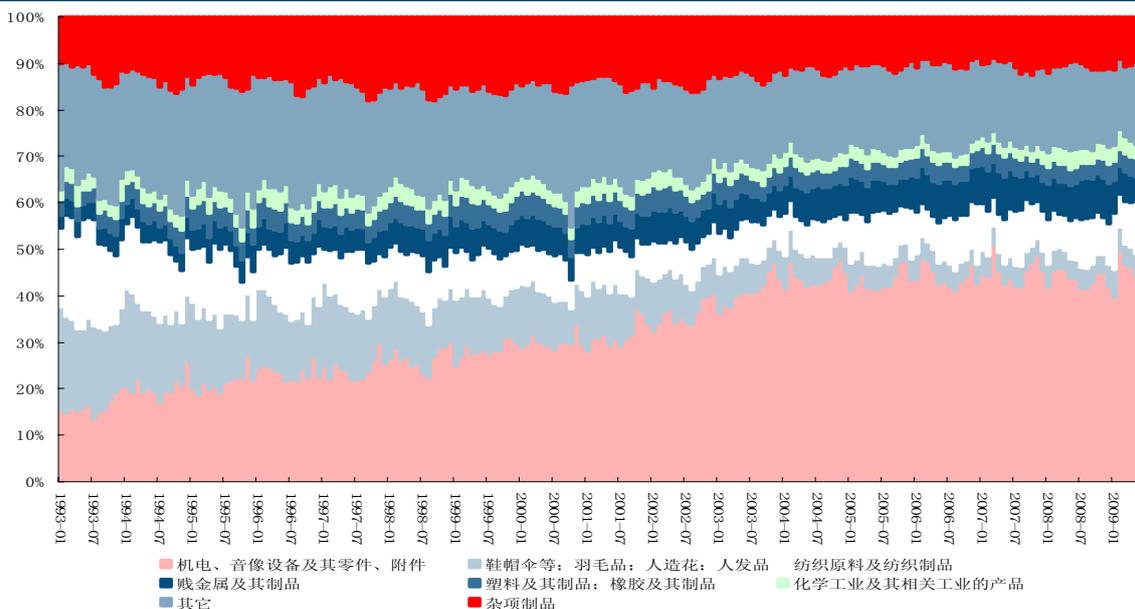
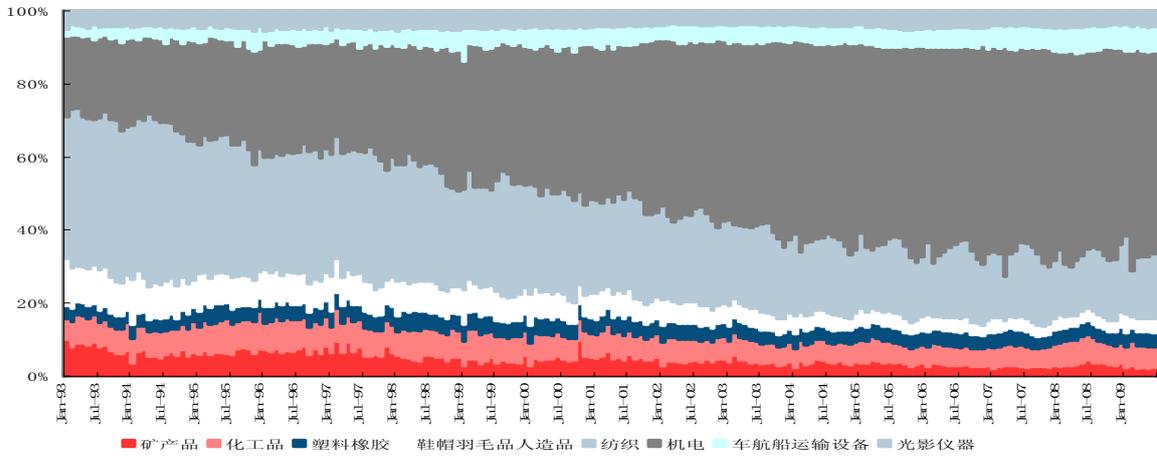


图 23: 中国对外出口结果变化



资料来源: bloomberg, 中信建投证券研发部

图 24: 美国消费分项变动率

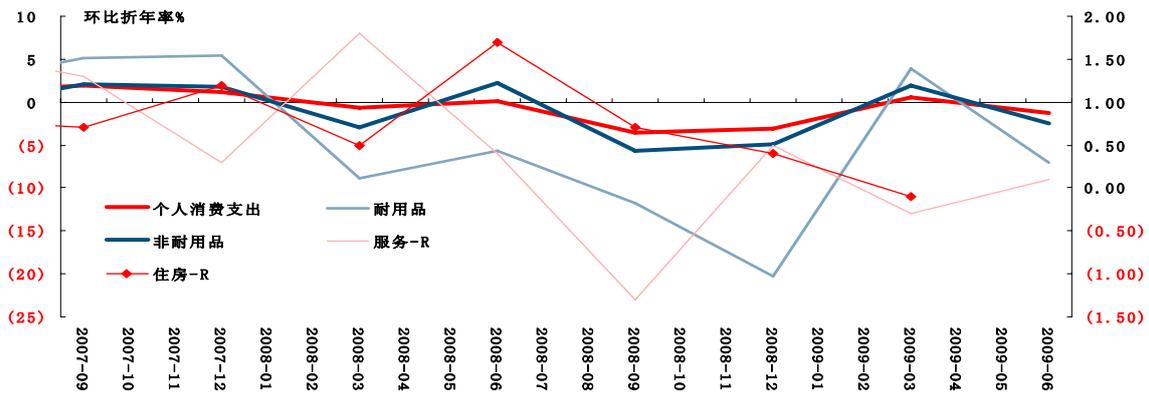
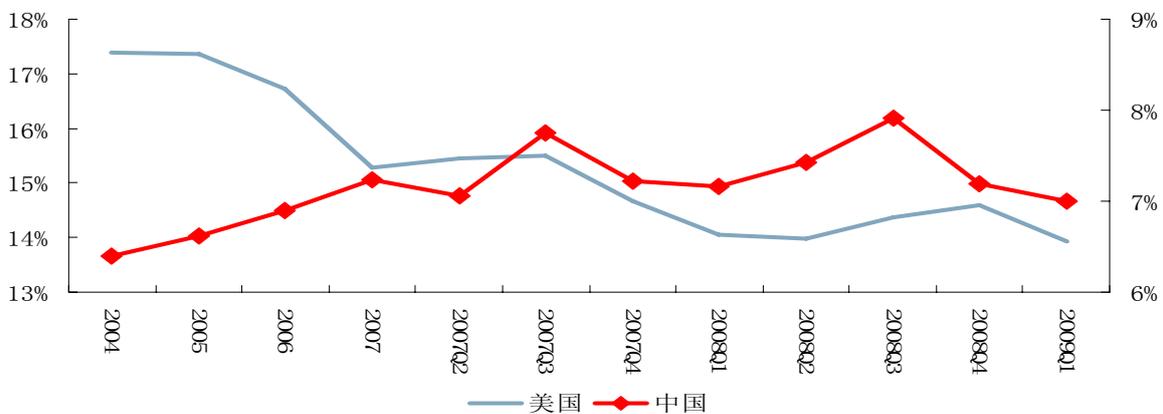


图 25: 中美世界贸易中的进口占比显示, 中国的进口对世界经济的拉动作用已超过美国



资料来源: bloomberg, 中信建投证券研发部

5.2 虚拟经济尚未尽职：房地产市场与资本市场

财富效应是推动消费增长的重要方面之一。从历史数据来看，当股票指数上升时，消费增长也会随之上升。而股市的下降，财富的缩水，也会导致消费的减少。

从今年的情况来看，虽然股指翻了一倍，但消费增长并没有明显加快，仍徘徊在 15% 左右，因此表明资本市场的财富效应还不是很明显。

与此同时，目前在非金融机构的融资比例中，股票市场的融资占比仅仅为 1%，而 2007 年这一最高值为 13%。直接融资和间接融资比例失衡，股市的融资功能没有完成，因此在银行开始逐步约束信贷的前提下，政府必须开启直接融资渠道来解决企业的资金难题。

房地产业作为以虚补实的重要环节，是想通过加快房地产的复苏，才能确保经济复苏。但按当月值计算，固定资产投资自 5 月后开始逐月下行，房地产投资则逐月回升。至 7 月，前者为 29%，后者为 19%，房地产投资显然没有承担起稳定投资的重任。

图 26：股市的财富效应

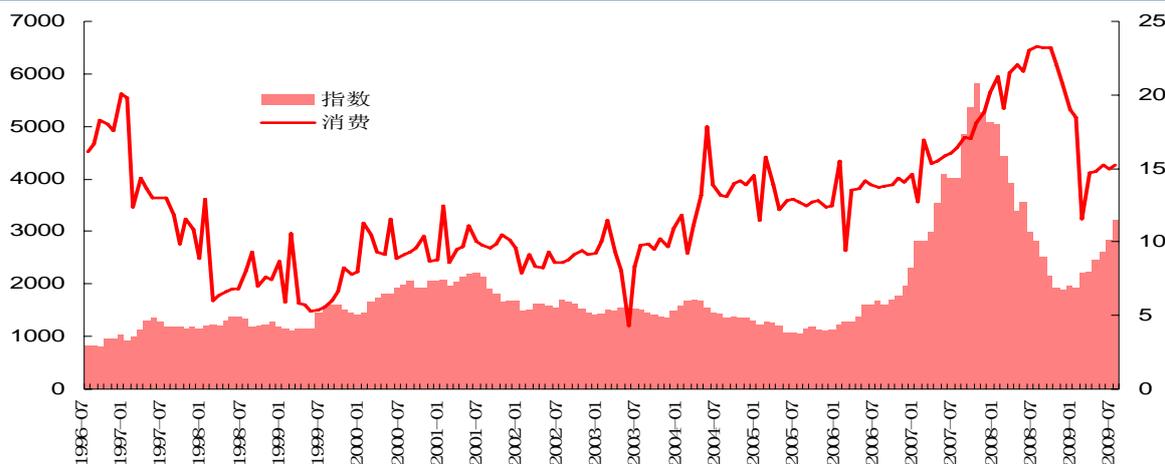


图 27：股市的融资功能没有完成

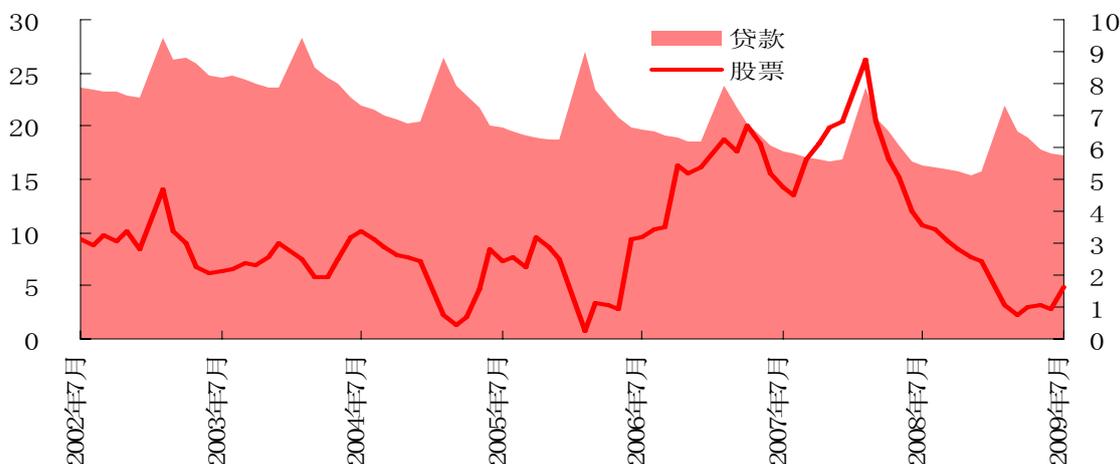
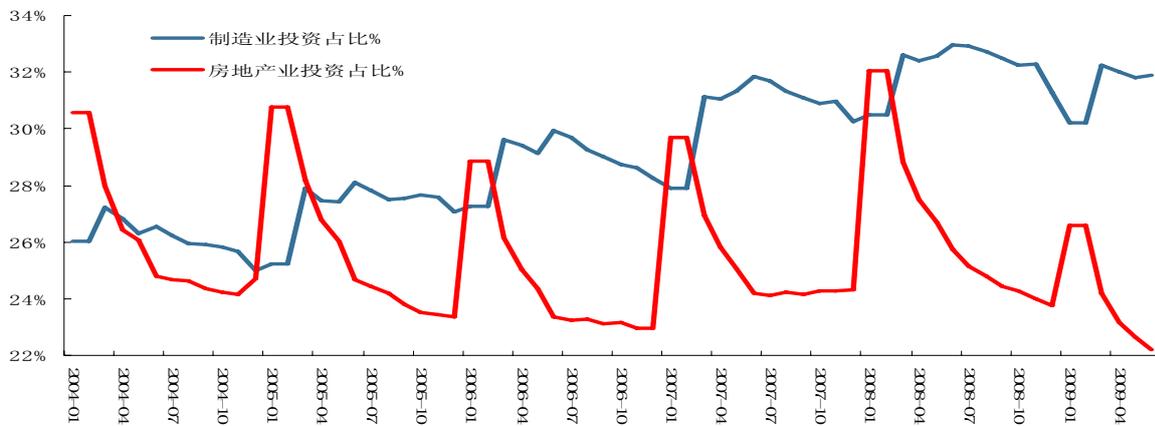


图 28：房地产开发投资完成额月度同比增长显示住宅投资增速下降

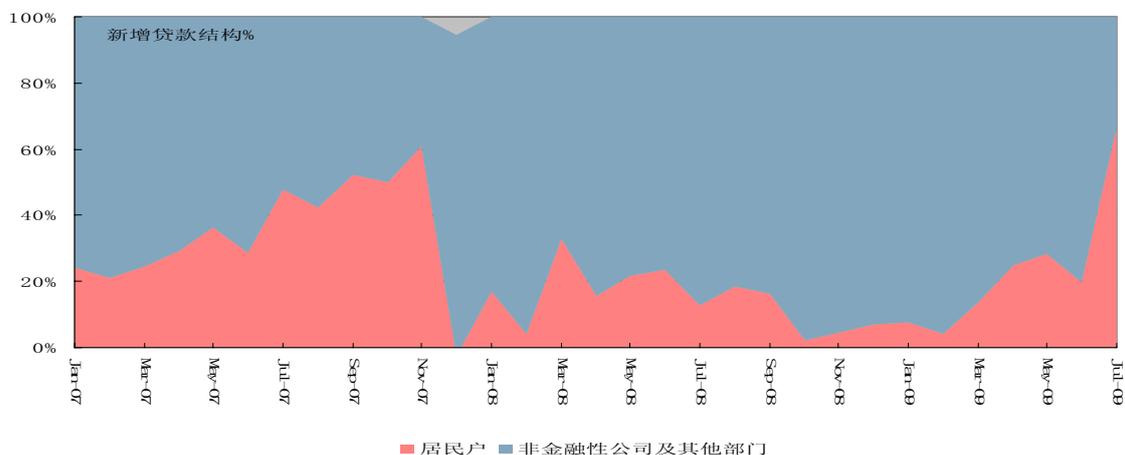


资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

5.3 政府已经将扩张的主力转向了居民个人，房地产成为消费的第一标的物

消费已经被政府确定为未来促进经济增长的增长点，未来的投资主题应该是消费，而不是投资，也不是出口。七月的数据表明，新增贷款中有 64% 的为个人贷款，这分明是房地产需求旺盛所致。在我们的逻辑中，近十年来，中国经济增长的主动力量有二：外需拉动与内需的城市化拉动。政府在经历了短期的补贴拉动过剩产能的尝试之后，已经认识到如果不把房地产刺激起来，整个消费将无法提升。

图 29：个人的消费贷款已经起来了



资料来源：CEIC，中信建投证券研发部

5.4 房地产走势决定着宏观走势

我们一直坚持房地产的复苏是经济复苏的标志，在房地产没有复苏之前，奢谈中国经济的复苏是不现实的，从目前的投资完成额、新开工面积等的同比以及环比来看，房地产的复苏都存在着问题。如果“金九银十”不能让市场有满意的感受时，中国经济的担心又将有所增加。

图 30: 房地产开发投资完成额月度同比增长显示住宅投资增速下降

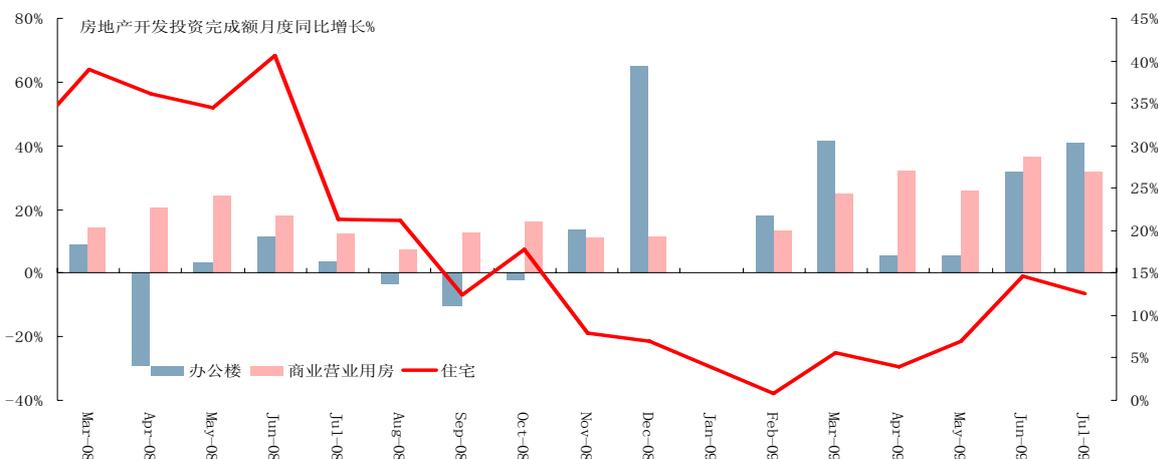
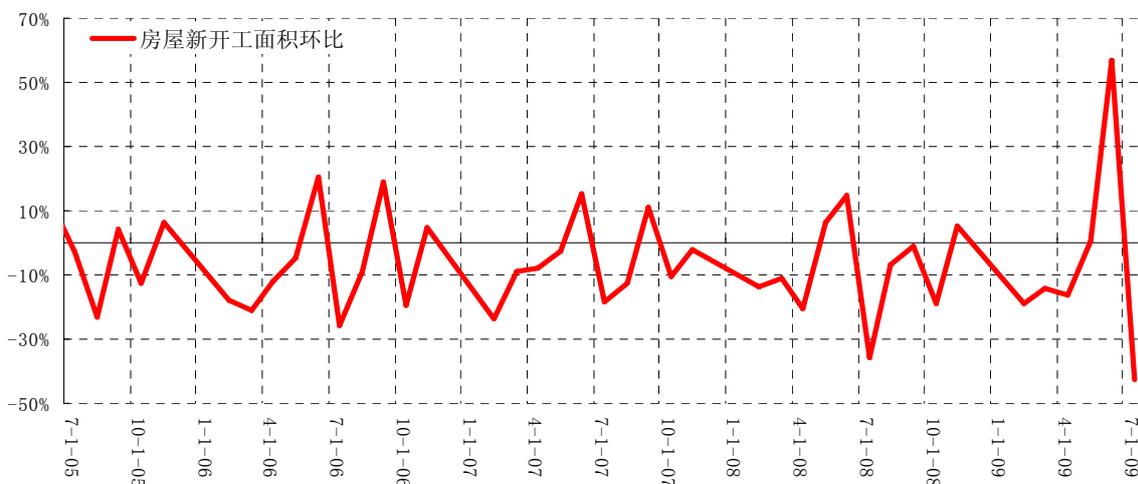


图 31: 房屋新开工面积同比下降



图 32: 房地产新开工面积环比明显下降



资料来源: CEIC, 中信建投证券研发部

在房地产拉动经济的过程中，有三种情景是需要注意的：

- ◆ 顺利拉动，上中下游渐次复苏
- ◆ 不能顺利拉动，只拉动了价格而没有拉动价值量，于是泡沫出现。
- ◆ 反抽，房地产依旧低迷，经济极其难看。

我们认为，中国经济的复苏将会随着房地产的顺利拉动—泡沫的交互作用而在复苏—调整中完成，这是一个曲折的过程。

5.5 房地产的政策的可能变化

在以上的逻辑中，房地产必须被硬启动以加快经济复苏。目前房地产复苏最大障碍是价与量的不匹配，过高的价格影响到了消费量的提升。

由于政府控制着房地产行业的一切，因此，市场寄希望于政府进行政策的调整，我们综合了目前市场上对此开发的药方，按可行性大小进行排序，供投资者参考。

- 1) 政府通过对土地留存时间的限制，动用行政力量引导开发商加快开发，增加供给量
- 2) 政府通过央企控制房地产，以更好地调控房价与开工量。
- 3) 政府将房地产从金融业变成制造业，降价放量。具体的做法是开征物业税，将 1/3 土地出让金改为物业税，分摊成本。这里面临最大的阻碍是地方政府收入的刚性问题，可以考虑通过资产证券化来解决这个问题。
- 4) 政府发债加大廉租房的建设，部分地回归计划经济。
- 5) 通过土地集约化的建设，加快农村土地的集中使用，以保证房地产的用地。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须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有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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。本文作者不曾因，不因，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。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

关于中信建投 证券研究发展部

作者简介

魏凤春，经济学博士，首席宏观分析师
胡艳妮，经济学硕士，宏观分析师

地址

| | |
|----------------------|------------------------|
| 北京 中信建投证券研究发展部 | 上海 中信建投证券研究发展部 |
| 中国 北京 100010 | 中国 上海 200120 |
| 朝内大街 188 号 4 楼 | 世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室 |
| 电话: (8610) 8513-0588 | 电话: (8621) 6880-5588 |
| 传真: (8610) 6518-0322 | 传真: (8621) 6880-5010 |