

经济过热，还是存货调整？

——兼论当前经济和市场的一些热点问题

高善文¹ 莫倩² 高伟栋³

2010 年 4 月 16 日

内容提要

尽管 1 季度经济增速较高，但经济过热的迹象并不明显。事实上，较高的经济增速可能主要来自存货调整、地方政府投资增长以及其他一些临时性因素，环比动量再经过 1-2 个月的上升后将逐步减弱。

就通胀的趋势来看，由于经济恢复和大宗商品价格的上涨，PPI 有一些压力；但由于产能过剩，价格传导不畅，以及猪肉和粮食市场自身周期的调整，今年 CPI 的压力仍然比较温和。

在政策层面，我们认为人民币汇率政策调整可能最快在 3 个月内重启，5-10 月是合适的时间窗口。

在热钱流入和政策不确定性较年初下降的背景下，3 月份以来股票市场、房地产市场和彩金币市场出现了同步上涨局面，我们关注的民间利率指标则大体维持稳定，这暗示近来流动性动量在重新增强，并可能支持资本市场维持阶段性的上涨。

¹ S1450209100292

² S1450210010312

³ S1450109092625

目录

| | |
|---------------------------------|-----------|
| 一、新的趋势值得关注 | 3 |
| 1、“资产供应论”的困惑 | 3 |
| 2、“小河流”的故事 | 5 |
| 3、流动性潮水退而复返，新的趋势值得关注 | 5 |
| 4、新趋势的背后推手 | 6 |
| 二、经济并未全面过热 | 8 |
| 1、经济过热论的主要证据 | 8 |
| 2、周期性经济过热的迹象并不明显 | 9 |
| 3、长周期问题正在陆续浮现 | 10 |
| 4、长周期问题的出现可能暗示经济增速系统性下降的拐点正在到来。 | 11 |
| 三、经济恢复的动量将在下半年减弱 | 12 |
| 1、出口，消费，私人部门投资不是主要动力 | 12 |
| 2、存货调整与地方政府投资可能是重要动力 | 12 |
| 3、经济高速增长难以持续 | 15 |
| 四、汇率政策的调整最快可能在 3 个月之内 | 15 |
| 五、关于通货膨胀前景的探讨 | 16 |
| 1、通胀压力从积累到释放可能需要一些时间 | 16 |
| 2、对通货膨胀前景的判断：短期尚可，中期堪忧 | 17 |

图表目录

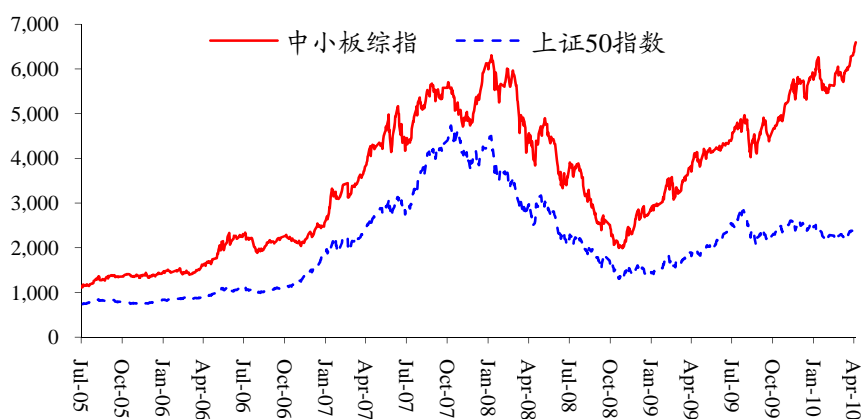
| | |
|--|----|
| 图 1：大盘股走势平缓，小盘股已创新高 | 3 |
| 图 2：剔除黄金价格的彩金币“贵妃醉酒”价格（元/枚）在近期攀高 | 4 |
| 图 3：人民币升值预期强烈 | 6 |
| 图 4：外汇存贷款剪刀差扩大（%） | 7 |
| 图 5：1 季度资本流入显著 | 7 |
| 图 6：2010Q1GDP 快速增长（%） | 9 |
| 图 7：大宗商品价格有所上涨 | 9 |
| 图 8：螺纹钢社会库存年初以来猛烈上升（万吨） | 14 |
| 图 9：有色金属上海交易所库存年初以来明显上升（吨） | 14 |
| 图 10：港口铁矿石库存在 2010 年 1 季度增长明显，在 3 月末回落（万吨） | 14 |
| 图 11：2005-07，人民币升值与加息相伴而行 | 16 |
| 图 12：美国产能利用率仍大幅低于正常水平（80-82） | 18 |

一、新的趋势值得关注

1、“资产供应论”的困惑

从整个资产谱来看，资产的供应对资产价格是有压力的，通常人们认为资产的供应越大，则资产价格就越不容易上涨。例如小盘股都创新高了，但大盘股仍然动作不大。大盘股的市值大、供应大、存在减持压力，无疑可以部分的解释这一现象。我们可以将这种看法简称为“资产供应论”。

图 1：大盘股走势平缓，小盘股已创新高



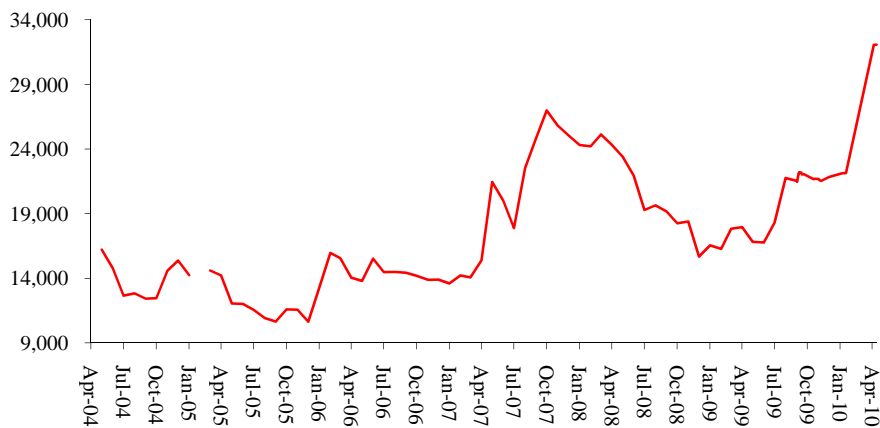
数据来源：Wind，安信证券

但用这一观点去观察资产谱的横断面，我们会发现一些令人困惑的细节。

例如，彩金币、邮票和艺术品，它们的共同特点是供应不会增长。但这些资产的价格走势差异很大，艺术品价格可能早已创了新高，但彩金币价格从去年 9 月份到今年 3 月份基本上都是走平的，只是在最近才突然攀高。

同样是供应受限的资产，为什么价格走势会有这么大的差异？这是不太好理解的。

图 2: 剔除黄金价格的彩金币“贵妃醉酒”价格(元/枚)在近期攀高



数据来源: Bloomberg, CEIC, 上海卢工邮市, 安信证券

另一个不容易理解的现象是:如果说大盘股的供应很大,启动需要很多资金,所以涨不起来,小盘股会涨得很高。但在整个资产谱上来看,实际上房地产市场比股票市场规模要大得多,有人估计其市值不少于 100 万亿。但现在全国可能绝大多数城市的房价已经创了新高,而且价格的快速上升是在存货很大、供应很大的背景下出现的。

以北京为例,去年 5-7 月份,北京的房地产存货数量很大,当时人们都觉得北京存货几年都消化不了,房价不会上涨。但是在存货的高点价格就开始涨,在此背景下存货被消化了。

所以拿房地产和股票市场来对照,房地产市场的供应量和存货都很大,其价格都创了新高;但股票的供应量、存货数量的增长未见得有房地产这么快,而中小板就能够几乎创新高,而主板上涨的则相对缓慢。单纯从资产供应的角度来看,这一现象是较难解释的。

这涉及到在资产谱上如何理解细分资产的很独特的特征。完全基于总量上钱多钱少的研究可能是不充分的。肯定有一些对细分市场的特征的把握。在这些特征的把握上，供应角度提供了一些思路。但是完全从供应角度出发的解释仍然不是很完整，有一些特征仍不是很好解释。

2、“小河流水”的故事

我们提出一个理解这一问题的思路。这个思路未必能解释所有问题，但多少有些启发意义。这个思路就是“小河流水”的故事。小河里来了水，资金慢慢多起来，但是率先漂起来的是树枝和树叶，也就是小盘股，到后来非常大的板块才能够浮起来。完全不看利润面，只看资金驱动就有这样的特征。

这样的特征在理论上可以解释为风险溢价的下降。小股票的风险溢价、不确定性更大，所以它的风险溢价的下降在早期更敏感；而大板块相对比较透明，其不确定性和风险溢价没有那么大，所以在早期没有那么敏感。

3、流动性潮水退而复返，新的趋势值得关注

如果这个解释是对的，完全从这个视角去看，此前中小板几乎创新高，大盘基本上走不动，彩金币横盘整理，但是邮票之类的资产都创了新高；自3月份以来，我们重新又看到彩金币、房地产市场和股票市场出现了一轮上涨局面。

把这些现象合并到一起，如果把流动性的供应理解为潮水的话，可能在去年年底到今年一季度有一些退潮，但是在最近这个趋势可能在重新起来，这一点是

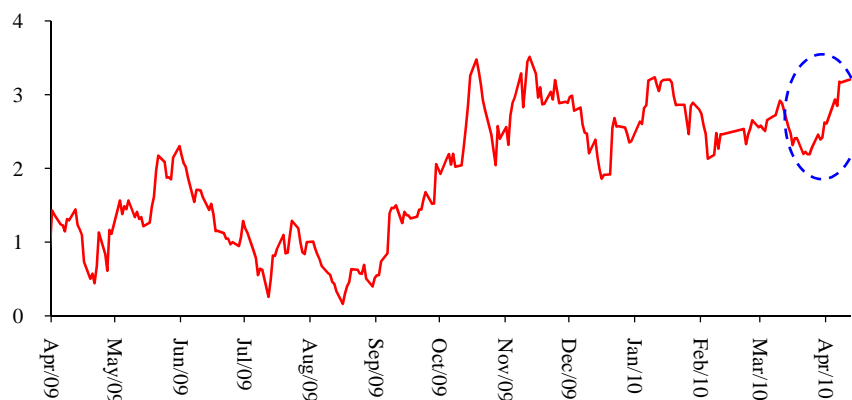
需要引起关注的。

4、新趋势的背后推手

这一新趋势兴起的原因不外乎两个。

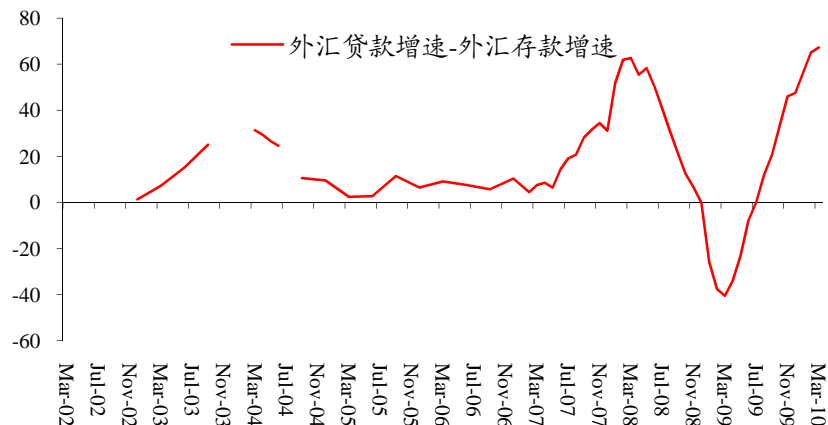
一个原因是与近期汇率调整的预期相适应，可能有一定规模的“热钱”在进入中国资产市场。最近 NDF 市场上人民币升值预期很强烈，外汇存贷款的剪刀差持续扩大，外汇贷款增加的很快，资本流入较为显著，整个 1 季度外汇占款增加的数量也很可观。如果此说正确，则市场有可能形成阶段性的上升趋势。

图 3：人民币升值预期强烈



数据来源：Bloomberg，安信证券

图 4: 外汇存贷款剪刀差扩大 (%)



数据来源: Wind, 安信证券

图 5: 1 季度资本流入显著



数据来源: CEIC, 安信证券

另一个原因是政策面不确定性的减弱降低了风险溢价，从而降低了人们对现金资产的意愿持有数量。如果此说成立，则预期市场将维持一段时间的反弹。

2010 年初的信贷放量、存款准备金率调整和信贷管制，造成了很大的政策面的不确定性，这种不确定性抑制了资产市场。最近两个月以来，信贷增长大体上处于调控目标范围内，考虑到 3 月份通货膨胀较为温和，加上近期有关汇率调整

的传闻，信贷进一步收紧的可能性在下降。这些因素可能造成了不确定性的减弱，导致了市场的上涨。

如果这一解释正确的话，随着私人部门持有现金数量的下降，其手持现金的隐含回报率会相应上升，这将制约市场的上升高度。

具体哪种原因是对的还很难说，但这种动向是值得关注的。

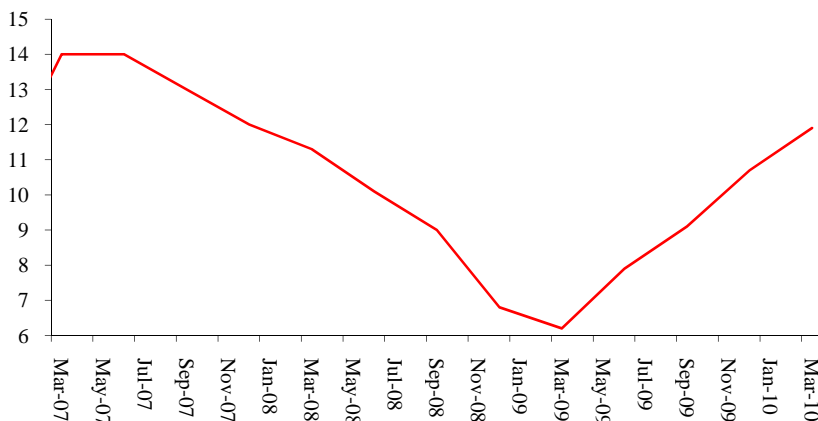
二、经济并未全面过热

1、经济过热论的主要证据

2010 年一季度经济增速接近 12%，引发了部分市场参与者对经济全面过热的担忧。

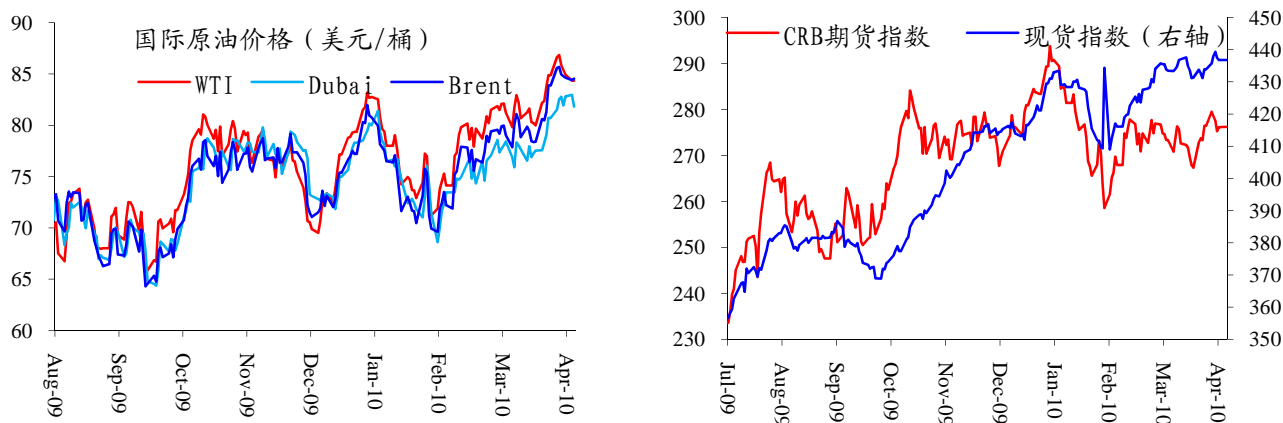
人们担忧经济过热，主要证据有以下四点：第一，1 季度经济同比增速接近 12%；第二，今年 3 月份出现了久违的贸易逆差，对中国而言，逆差往往在经济过热的时候出现；第三，1 季度 CPI 月均 2.2%，3 月 CPI 达到了 2.4%，这一水平是较高的；第四，大宗商品价格近期的上涨，对通货膨胀产生了一定程度的压力。

图 6: 2010Q1GDP 快速增长 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

图 7: 大宗商品价格有所上涨



数据来源: Bloomberg, 安信证券

2、周期性经济过热的迹象并不明显

经济过热通常是指整个经济供不应求, 产生了系统的通货膨胀压力, 以及其他一些表现。因此我们不妨考察一些经济现状, 来判断经济是否出现了全面过热。

第一、目前电力并不是非常紧张, 站在现在来看下半年可能也不会出现拉闸限电的现象。

第二、煤炭供应并不是非常紧张。国内的煤炭供应可能存在一定问题，但是考虑到更大范围的煤炭供应，这个问题并不算大。

第三、目前运输并不非常紧张。远洋和近海运输都不是很紧张，港口没有排队现象，铁路的紧张并不明显；局部地区的公路运输略有紧张，但不能证明出现了一般性的运输压力，大范围的拥堵现象并未出现。

可贸易部门也并未出现明显的供应压力：

第一，钢铁行业作为制造业最重要的代表，现在看不出很大的压力。否则我们会看到钢铁企业超额运用生产能力，钢铁进口量激增，钢铁企业盈利能力迅速上升。

第二，在化工、石化行业也看不到明显压力。

第三，在一些小的行业，如工程机械、机械制造等，看不到非常普遍的压力存在。但是这里也不排除最近一些细分行业订单情况惊人的好，但这种情况在整个制造业并不明显。

所以我们可以认为整个制造业尚不存在明显的供不应求的情况。而且即使中国的钢铁等可贸易部门出现了严重的供不应求，在现在的情况下，从韩国、日本、欧洲、美国进口都是相对容易的，短期之内无需提高价格就可以满足需求，目前远洋运输能力是相对充足的。

总的来说，目前中国全面经济过热的迹象并不明显。

3、长周期问题正在陆续浮现

一些结构性的严峻问题正在陆续浮现。

第一，一些地区出现了民工荒，低端劳动力的供应非常紧张。现在农民工的工资比大学生起步阶段的工资甚至还要高，而且找工作也相对容易。从草根层面来看，目前在北京的装修市场找建筑工人进行室内装修，一天的工资不能低于100，这样一个20多岁的装修工人，如果干满勤的话，一个月税后预期能挣到3-4000块钱，甚至高于一些大学毕业生的工资。

低端劳动力市场如此紧张，在以前是没有出现过的。但这个问题不是周期性的，而是中长期的结构性问题，暗示中国经济已经跨过了刘易斯拐点。

第二，基础原材料价格压力有所上升。这个问题以前也出现过，经济一恢复，铁矿砂、原油的价格就开始上涨。目前全球基础原材料的供应能力还存在一些问题，所以当国外经济开始恢复，中国经济恢复的速度稍快，原材料领域就出现了压力。

总的来看，我们现在看不到传统的周期性经济过热的典型证据。基础原材料和劳动力的紧张，不完全是周期性的问题；或者可以说是长周期问题，比如人口的周期和大宗商品供应的周期。

4、长周期问题的出现可能暗示经济增速系统性下降的拐点正在到来。

长周期问题的出现暗示经济的潜在增速将会下降，经济增长模式迫切需要转变，否则将产生持续性的高通胀压力。

经济增长方式的转型和经济增长率的下降，有可能会伴随一次危机来实现。

三、经济恢复的动量将在下半年减弱

1、出口，消费，私人部门投资不是主要动力

1 季度经济高速增长同出口的恢复有明显关系，但出口的恢复不是最主要的原因。

在消费层面，在民工荒的背景下一般性消费(如服装、日用品、金银珠宝等)增长在加速,但受制于建筑及装潢材料、汽车等相关产品消费的减速,总体上来说 1 季度消费增长呈现稳中有降的局面。

从投资的角度来看，经济高速增长应该主要不是来自私人部门的投资。从造船到钢铁,从化工到有色金属,在非常广泛的领域私人部门投资并不是非常活跃。

1 季度的投资增长小幅加速，但可能部分来自于统计模式的影响。投资细项数据显示，私人部门投资需求恢复力度仍较弱，而政府部门的投资和新开工项目的增长甚至出现了一定的下降；投资的加速主要来自于房地产开发投资明显上升，但这可能主要来自于去年同期较低的基数，剔除这一因素的影响后，目前房地产投资和新开工面积的恢复情况要略低于历史平均水平。

2、存货调整与地方政府投资可能是重要动力

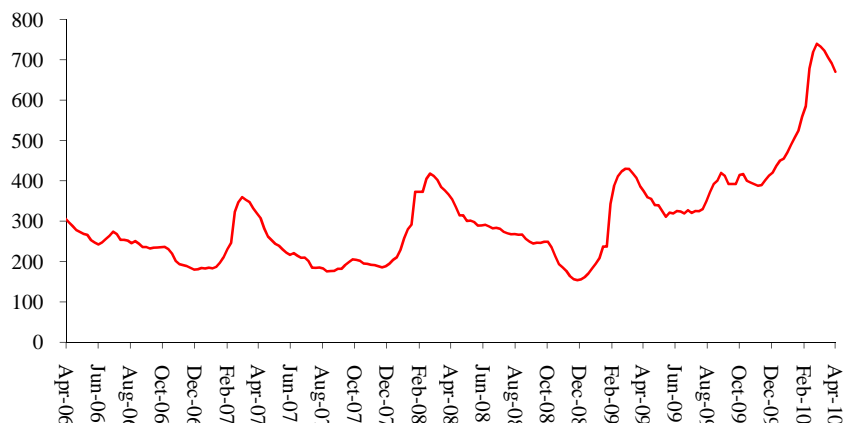
在此背景下，我们猜测支持 1 季度中国经济加速的力量主要来自于：存货调整，地方政府投资加速以及其他一些临时性因素。

从生产法和支出法的背离来看，我们粗略的估算显示，1 季度中国库存对经济增长的正面影响可能在 2 个百分点左右。这与微观行业层面的发展也是一致的，

例如，3 月份中国汽车产量出现了显著的加速，然而从汽车分析员的反馈来看，这看起来更多来自于汽车经销商补充库存的行为。类似的情况也发生在钢铁、大宗商品等领域，其在 1 季度存货上升的速度也比较快。

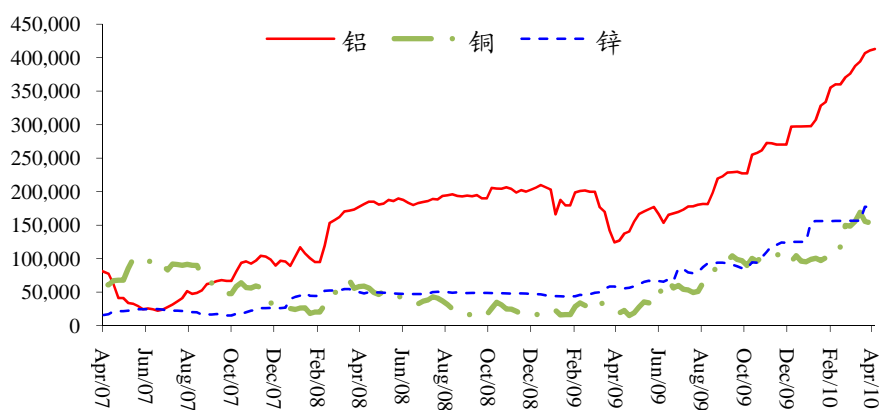
尽管总量层面的投资恢复情况仍不明显，然而零碎的证据似乎暗示部分地区的地方政府投资出现了较明显的加速，如重庆、武汉等地，并对重卡、工程机械、建材、铝等行业的需求带来一定的支持。需要说明的是，我们猜测这一现象很可能是地方政府融资平台关闭前最后的盛宴，应该难以维持。

图 8：螺纹钢社会库存年初以来猛烈上升（万吨）



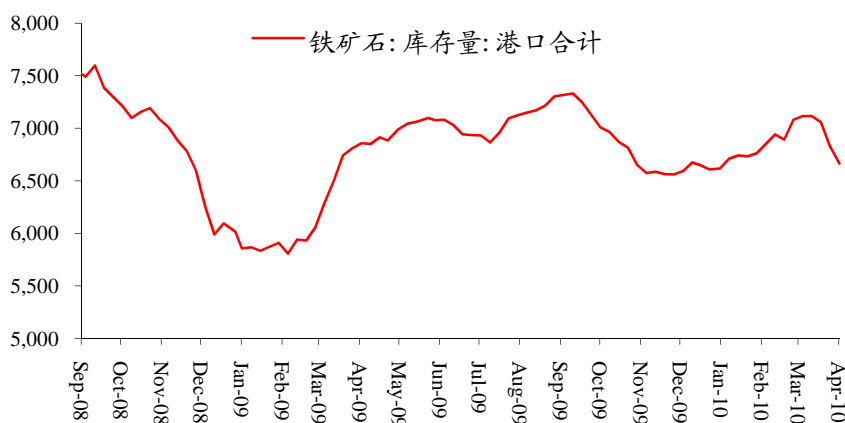
数据来源：安信证券

图 9：有色金属上海交易所库存年初以来明显上升（吨）



数据来源：安信证券

图 10：港口铁矿石库存在 2010 年 1 季度增长明显，在 3 月末回落（万吨）



数据来源：Wind，安信证券

对于 1 季度存货的累积有两种解释。一种解释就是中间商贸易商对未来的需求很乐观，进行了主动存货积累。如果是这种情况，那么我们对汽车的销售甚至对消费的可维持性都还要仔细考虑。

第二个解释就是在需求下降的背景下，生产商的生产链条不能立刻停止，存货被迫积累在中间商的环节。生产链条的停止和启动成本是很高的。在这种情况下，生产商可能会与贸易商协商，将产品累积在贸易商手中。这种积累意味着生产很快就要慢慢的降下来。

3、经济高速增长难以持续

如果我们上面的推测是正确的，考虑到实体经济的调整相对较粘，环比意义上的经济加速局面可能仍会延续一段时间；但随后会呈现逐步放缓的局面，因为地方政府投资热潮会随着财政刺激政策的有序退出而快速降温，剧烈的存货调整从国内外经验来看也很少超过两个季度。

四、汇率政策的调整最快可能在 3 个月之内

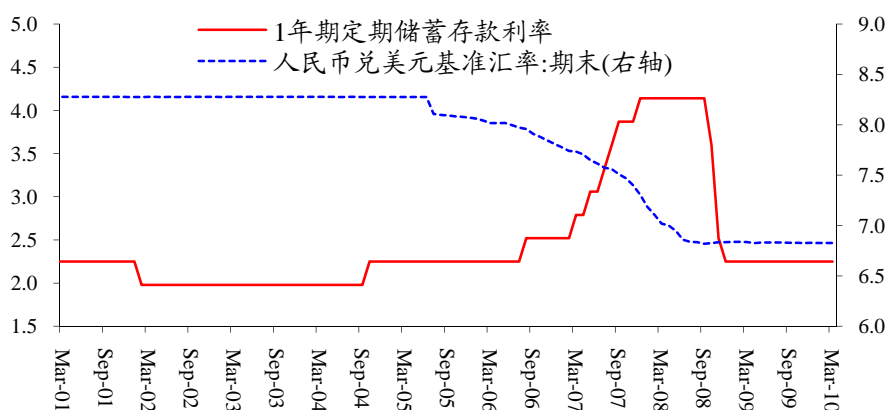
我们认为汇率调整将在半年之内，甚至最快可能在 3 个月之内。目前美国政府高官从奥巴马到盖特纳，都在称赞中国经济政策，但闭门谈判的压力可能很大。人民币汇率调整几乎是不可避免的，悬念在于调整的时点和方式。

关于汇率政策调整的时点，5 月末有中美战略与经济对话，紧接着是 G20 峰

会，在今年 11 月就是美国中期选举。汇率政策的变动很可能在这段时间择机宣布。汇率调整的方式可能是一次性动完后再慢慢上升。

汇率和利率同时调整是有可能的；从 2005 年到 2007 年，汇率和利率都在上升。

图 11: 2005-07, 人民币升值与加息相伴而行 #



数据来源: CEIC, 安信证券

五、关于通货膨胀前景的探讨

1、 通胀压力从积累到释放可能需要一些时间

从 1 季度的数据来看，中国经济面临着两个结构性的严峻问题，首先是低端劳动力的紧张，另一方面是大宗商品供应能力的限制。

今年以来，低端劳动力出现了比较普遍的紧张，民工荒较为严重。在此背景下，从保姆到小时工，从建筑业到猪肉粮食市场都有一定的价格压力。大宗商品价格的上升也值得关注。

但在劳动力成本和原材料价格上升以后，下游行业通胀压力的出现与价格传导过程密切相关，这又涉及到产能过剩、行业竞争、技术进步和产品的价格粘性等复杂问题。

以空调行业为例，从 2004 年一直到 2006 年，塑料、铜、钢材和劳动力等各种投入品的成本都在上升，但是空调的价格并不上涨。

在成本压力出现时，企业怎么办呢？看起来至少有两种办法。第一个办法是推出定价较高的全新机型，然后用新产品利润来补贴既有产品的亏损。另一个办法就是用相对廉价的材料来替代比较贵的材料。这两种办法都可以归结为某种形式的技术进步。

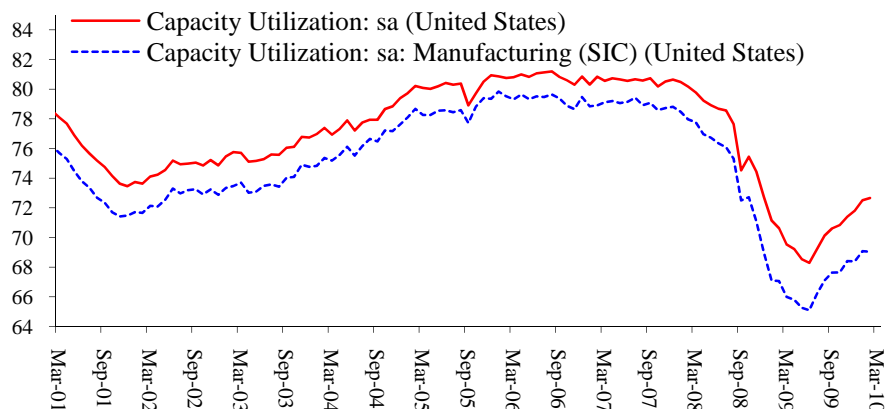
当企业对成本压力的吸收能力和技术进步的空间被耗竭的时候，如果遇到合适的催化剂，例如需求周期性的冲击等，可能会爆发“价格地震”。这是一种现实的涨价过程，是现实的通货膨胀形成过程。

2、对通货膨胀前景的判断：短期尚可，中期堪忧

从这个现实的涨价过程来看，我们认为短期内通货膨胀的压力不太大，但中期内的趋势令人担心。

一方面，全球产能过剩的情况还较为严重，制造业的产能利用率，企业的定价能力并不是很强。

图 12: 美国产能利用率仍大幅低于正常水平 (80-82) #



数据来源: CEIC, 安信证券

另一方面, 中国 2007-2008 年刚刚经过价格地震, 释放了相当程度的价格压力。最近几个月大宗商品原材料价格刚刚开始上涨, 这种价格的上涨意味着地震的压力在积蓄。但正如我们上文所述, 价格压力从积蓄到爆发出来是需要时间和催化剂的; 在此期间, 企业可以通过各种各样的方法来吸收价格的压力, 从而使得价格的总体水平相对稳定。

但在中期内, 随着猪肉和粮食市场出现过度调整, 以及工资和原材料价格压力的持续积累, 合适的冲击因素可能诱发比较严重的通货膨胀。从时点上看, 2011 年下半年以后的趋势就很让人担心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司宏观研究团队撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司宏观研究团队所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券宏观研究团队，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司宏观研究团队对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

| | | | |
|---------------|--------------------------|---------------|-------------------------|
| 朱贤 | 上海联系人 | 凌洁 | 上海联系人 |
| 021-67865293 | zhuxian@essence.com.cn | 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn |
| 梁涛 | 上海联系人 | 张勤 | 上海联系人 |
| 021-68766067 | liangtao@essences.com.cn | 021-68763879 | zhangqin@essence.com.cn |
| 南方 | 上海联系人 | 周蓉 | 北京联系人 |
| 021-68765206 | nanfang@essence.com.cn | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| 李昕 | 北京联系人 | 马正南 | 北京联系人 |
| 010-59113565 | lixin@essence.com.cn | 010-59113593 | mazn@essence.com.cn |
| 潘琳 | 深圳联系人 | 刘欢 | 深圳联系人 |
| 0755-82558268 | panlin@essence.com.cn | 0755-82558069 | liuhuan@essence.com.cn |
| 李国瑞 | 深圳联系人 | 王远洋 | 深圳联系人 |
| 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn | 0755-82558087 | wangyy3@essence.com.cn |