

2008:新内需时代元年

中信证券课题组

我们对2008年的中国经济增长保持相当的信心。预计今明两年的GDP增长将分别达到11.4%和10.8%,从而实现连续6年保持10%以上的高增长。如何看待2008年的经济增速小幅回落?是中国高增长周期结束的拐点吗?答案是否定的。我们认为,由于当前实际GDP增长显著超出潜在GDP增长水平,因此,2008年GDP增长速度小幅回落是很正常的。并且,我们认为,当前经济增长速度实际上是政府主动调控下的结果,如果不加调控,那么增长率超过我们预计的11.4%,甚至政府的11.5%,是完全可能的。但倘若那样,经济增长过快,经济结构失衡加剧,就很可能重蹈1990年代初期的覆辙,最终陷入通缩周期。

风物长宜放眼量。我们认为,未来3-5年中国经济仍然有望维持在10-11%的增长速度。更为重要的是,中国经济大格局将发生重要结构升级,从而迈入又一个崭新的经济发展时代:新内需时代。

本文下面的内容分为四个部分。首先我们分析了当前中国经济增长的格局,我们概括成“三大失衡并生的中国经济”。第二部分是解决失衡的根本出路,那就是科学发展观指导下的新内需时代。随后的第三部分我们描述了新内需时代的发展愿景。最后,我们以“新内需时代”为背景给出了2008年主要宏观经济指标的预测数据。

新内需时代展望

“新内需时代”包含三层含义。首先,消费稳步增强。其主要特征是消费势能获得充分释放以及消费和投资的比例得到改善。其背后的推动力是:“以人为本”理念终将落实到消费、劳动力要素价格重估下居民收入增长将会加速耐用消费品。在消费稳步增强的背景下,景气将会得到提升的行业包括品牌非耐用品、服务消费。

其次,投资结构升级。其主要特征是结构升级使投资高增长避免“恶性自循环”;其背后的推动力是可持续发展的三大战略:自主创新利好有技术积累的高投资增长行业、节能减排推动各次产业结构升级、区域协调发展给予中西部地区投资高增长和产业结构协调重要契机。设备制造业、现代服务业、地产建筑、行业龙头等方面的景气将会提升。

第三,以“温和而持续”为主要特征的通胀周期。其背后的推动力是:劳动力无限供给时代结束下的劳动力要素价格重估、资源要素价格重估、人民币升值、宏观(财政)政策掌握价格重估的力度和节奏。品牌非耐用品和异质性较强的服务业将借要素价格重估迎来一轮新的景气。

新内需时代主要“新”在两个方面。“新”之一,总量增强。在新内需时代,“消费”势能获得充分释放。这使得消费和投资的比例得以优化,之前发展阶段的“劳动与资本的失衡”将得到扭转。科学发展观的“以人为本”理念终将落实到消费,在劳动力要素价格重估下居民收入增长将会加速。

“新”之二,结构改善。在新内需时代,“投资”的显著特征是产业结构升级,从而,“内需与外需的失衡”、“增长与发展的失衡”也将得到根本解决。科学发展观的三大战略(自主创新、节能减排、区域协调)正是其强大助推力。

在新内需时代,内需总量增强且结构改善,中国经济的自主性更强。新内需时代培育的强大内需,将增强中国抵御外部经济冲击的能力。据我们测算,若美国零增长或接近零增长,中国经济的损失大致在0.7-2.0个百分点之间。

最重要的四大内需领域:耐用消费品、金融、住房和基础设施。在新内需时代,耐用品消费空间巨大。城乡居民在耐用品消费上存在巨大差异。新内需时代,随着城市化推进,城市居民耐用消费品消费的群体扩大;新农村建设,农民收入增加,农村对耐用消费品的需求增加。目前,我国农村居民的耐用品拥有数量大约相当于10年前城镇居民的状态,二者巨大的差距也预示着耐用消费品的巨大空间。

从1920-1950年代,美国人也经历了耐用品消费的集中消费期,这表现为在居民个人消费支出(PCE)中,耐用用品的比重出现了上升。自二战后服务类的消费占比逐渐走高,非耐用用品的占比逐渐走低,耐用用品的消费则能保持稳定。中国目前将进入耐用消费品的集中消费期。

居民的金融理财需求将加速发展。目前,众多银行都决定大力发展零售银行业务,发展消费信贷。人们也越来越多地利用消费信贷。本轮股票牛市极大地刺激了财富需求,居民理财的潘多拉盒子打开了,储蓄独大的理财格局将逐渐改变,在这一结构巨变的过程中,银行、证券、保险、信托等金融机构的机会也将越来越多。

住房需求的空间仍然非常之大。1999年,我国楼层销售面积只有1.3亿平方米,而到了2006年这一数字飙升至5.54亿平方米,是1999年的4倍多。但是,住房需求的空间依然很大。据我们估算,2006年,超过60%的城镇人口仍然住在1990年以前的“老房子”里。

尽管本轮经济增长以基础设施和基本建设为主要拉动力之一,但我国的基础设施与发达国家相比,仍然相当落后。以地铁为例,北京目前的地铁线稀疏,仅1号线、2号线、13号线、8号线和刚刚运营的地铁5号线。而东京的地铁线则跟北京的公交线路一样密密麻麻。发达的轨道交通提高了交通出行效率,城市的半径得以延伸,这既扩大了基础设施的建设面积,同时也可以有效抑制房价的过快上涨。东京地铁网很可能就是北京未来轨道交通的景象。在住房和基础设施的带动之下,建筑、机械、建材、金属等行业将维持长期景气。

课题组成员: 徐刚 诸建芳 陈济军 刘可 苏创

科学发展观开启新内需时代

十七大以写入党章的方式把“科学发展观”正式纳入中国特色社会主义理论体系,将科学发展理论上升为中国共产党领导经济工作的指导思想。在科学发展观指导下,发展的主题没有变。报告指出,“科学发展观,第一要义是发展,核心是以人为本,基本要求是全面协调可持续,根本方法是统筹兼顾。”

我们理解科学发展观概念下的发展具有两大重要支点。一是关注民生,以人为本,实现广大人民群众共建共享社会主义物质文明、精神文明和生态文明,构建和谐社会。二是全面协调可持续发展,注重缩小差距、节约资源、保护环境、结构升级。

科学发展观开启的新内需时代,三大失衡问题将得到有效解决。

第一,“以人为本”终将落实到“消费”。

改革开放以来,我国遵循着“发展是硬道理”的指导思想。在实践中,发展被理解为“经济发展”,而“经济发展”突出表现在“经济增长”。投资和出口被作为经济工作的重点,因为二者最能直接地带动经济增长。与此同时,消费不足或消费疲软则成为1990年代以来中国经济社会的一个常态。

十七大报告关于“加快推进以改善民生为重点的社会建设”一节中的前五项措施都会引起收入水平和消费水平的提高,这也正是“以人为本”的集中体现。这些政策既涉及一次分配也涉及再分配领域。比如,建立人力资源强国,可以提高工人素质,从而增加收入;而建立城乡社保体系和基本医疗制度,则属于财政政策上的再分配过程。

与此同时,各地政府在2007年纷纷上调最低工资水平。上海市将月最低工资标准从750元提高到840元;浙江省将四档最低月工资标准分别从2006年的750、670、620、540元提高到850、750、700、620元,平均提高80-100元/月;河南省的最低月工资从2005年调整的480元、400元、320元,上涨为

650元、550元、450元,平均上涨150元/月。

随着劳动力无限供给时代结束,劳动力工资将会趋势性上升。据我们调研所知,无论沿海还是内地都在反映劳动力供给偏紧,所以近年来工资成本上升很快。各地政府的政策也正是顺应这一趋势。据社科院蔡教授(2007)估计,在2009年劳动力供需将大致平衡,随后中国将进入劳动力供不应求的局面。

第二,可持续发展三大战略:促进投资的产业结构升级。十七大报告提出要扩大消费需求,使得经济增长由投资、出口拉动向依靠消费、投资、出口协调拉动。科学发展观指导下的固定资产投资将着力于“三大战略”,即“自主创新战略、节能减排战略、区域发展战略”,从而避免过度投资和重复建设,实现可持续发展。这三个方面都能持续激发出投资的内在动力。通过这三大战略,投资 and 经济发展将实现产业结构优化升级。

自主创新:利好有技术积累的高投资增长行业。十七大报告将“自主创新”作为“国家发展战略的核心”。通过自主创新,经济发展方式才能实现“主要依靠增加物质资源消耗向主要依靠科技进步、劳动者素质提高、管理创新”的转变,避免投资增长,尤其是重工业的投资增长陷入过度投资。

我们利用各个工业行业的“R&D经费与固定资产投资的比重”(2006年数据)来衡量该行业的自主创新程度。结果发现,IT行业的自主创新力度仍然最大,它本身就是一个知识密集的行业。各类设备制造业则排在前面几位。钢铁、医药、化学、纺织等行业的自主创新程度都相对较高。与常识相符的是,矿石和公用事业的R&D经费与固定资产投资的比重排在最末。

传统行业的设备制造业的投资发展对产业结构升级至关重要。根据我们“资本红利”的概念,投资较快的行业资本积累也将越快,而资本积累将引

发嵌入式技术,从而提高生产率。但是,投资越快也可能越是低水平的重复建设。所以,我们考察产业升级的时候把握两条标准:一是投资较快,二是有技术积累。设备制造业恰恰两条标准都符合。

设备制造业作为产业结构升级的重要领域,一直得到国家的鼓励(比如出口),甚至保护(比如限制外资在装备制造业的并购)。十七大报告提出,“发展现代产业体系,大力推进信息化与工业化融合,促进工业由大变强,振兴装备制造业,淘汰落后生产能力”。改革开放以来,东部地区的轻工业和服务业得到长足发展,而中部地区(甚至西部地区 and 东北地区)是我国的传统重工业基地,所以东部地区的产业结构有助于优化内陆省份的产业结构优化升级。

节能减排:产业升级的重要契机。完成节能减排战略的根本出路是升级产业结构。如前所述,2000年之后的工业重化使得资源和环境压力逐渐加大。从产业能耗来看,第二产业最高,第三产业和第一产业能耗较低。2006年,第二产业万元增加值能耗是1.7吨标准煤,而第三产业是0.7吨,第一产业仅有0.3吨。所以,加强服务业的发展,减少对工业尤其是重工业的依赖,可以自然而然实现节能减排。正如十七大报告所言,经济“由主要依靠第二产业带动向依靠第一、第二、第三产业协同带动转变”。

我们对节能减排的推行力度保持乐观。最重要的理由在于,逐渐富裕起来的人们的资源节约和环境保护的意识空前提高。其次,决策者的观念和政策措施都着眼于积极推行节能减排。第三,要素价格重估客观上推动着节能减排。随着要素价格重估的展开,能源消耗和环境污染将得到一定遏制,节能减排便顺理成章了。

中部地区投资高增长:赶超战略下的必然选择。高投资是落后地区赶超发达地区“不一定最好”但却“见效最快”的发展方式。首先,中西部的

外贸发展先天不足,而中西部地区的居民收入不高因而消费不足。而投资见效最快,批几个大项目,一个地区的经济数字就上去了。其次,中西部地区的基础设施和基础产业的发展落后于东部,这使得固定资产投资的空间较大。比如,2006年,东部的房地产开发投资占全国的58%,高速公路里程占41%,都远远高于人口众多的中西部地区。

根据“主体功能区”的规划方案,东部地区(优先开发区)的产业将转移到中部地区(重点开发区)。改革开放以来,东部地区的轻工业和服务业得到长足发展,而中部地区(甚至西部地区 and 东北地区)是我国的传统重工业基地,所以东部地区的产业结构有助于优化内陆省份的产业结构优化升级。

第三,科学发展观与要素价格重估。

我们认为,落实科学发展观,必然会引起要素价格重估的过程,进而促成温和而持续的通胀周期。因为,资源价格低估是中国面临三大失衡困境的根源。劳动力价格低估,所以造成劳动与资本的失衡;要素价格低估引起投资过快,这对资源和环境造成极大的压力;在国内消费需求不足和人民币汇率低估的情况之下,庞大的产能只有通过外需获得释放,于是外贸顺差过大,流动性出现过剩,是为内需与外需的失衡。

劳动力价格趋势性上升。今年,CPI在年内呈逐月攀升之势。与2004年不同,CPI至今没有显著回落,而只是高位回稳。许多人都认为,以猪肉为代表的食品价格上涨是当前CPI攀升的主要原因。这种认识是粗浅的,猪肉(包括食品)价格上涨只是原因之一。

此轮物价上涨会从肉价传递到其他消费以至于物价的整体上升吗?要回答这个问题,我们需要了解此轮物价上涨的机理。而内价正好是这一轮通胀的关键。2004年开始,国际原油价格大幅上

涨,这促使全球发展燃料乙醇项目,以替代石油。燃料乙醇产能的大量上马拉动了对玉米的需求,从而推高了国际玉米价格。国际玉米价格上涨传导至国内,使得饲料价格上涨,农民养猪基本处于亏损状态,养猪积极性受挫。因此,猪肉供给减少,这一效应促使肉价在2006年下半年开始上涨。但是,农民并没有积极补栏,于是供给减少的趋势得以维持,所以今年上半年猪肉价格掀起新一轮的上涨。这是问题的关键所在。

那么,农民为什么不愿积机会成本上升,是农民不愿补栏的根本原因。我们举一个例子。比如一个普通的安徽农民在2006年(此轮肉价上涨之前)养猪,养一头肥猪大约亏损60-80元,养一头15公斤的仔猪大约亏40-50元。而如果他选择去北京的奥运场馆鸟巢做建筑工人,则可以挣到1200元/月;如果他到浙江的纺织厂打工,则可以挣到2000元/月。值得注意的是,打工是包吃包住的,尽管条件有限。

中西部发展加快将与东部地区争夺农村剩余劳动力。这种趋势表现为近两年长三角和珠三角出现的“民工荒”现象。沿海与内地的制造业工资差距正在缩小。2001年之后,江西和广东制造业工人的年收入的绝对差距逐年缩小,相对差距也从2001年的94%(广东高出江西的比例)迅速下降到2005年的51%。如果相对差距继续缩小,比如降到30%-40%,那么考虑到农民到沿海打工的心理成本和找工作的概率,农民很可能就地进厂。届时,内地与沿海就会发生争夺劳动力的现象,其结果就是工资的上升。在这样的压力下,企业不得不面临提高产品售价的问题,从而表现为通胀。

资源价格重估。不光劳动力,资源价格也面临着新一轮重估的过程。由于历史原因,水、电、煤、气、资金、劳动力,等等

要素价格的低估一方面刺激了过度投资,使经济濒临“高烧高热”的风险,另一方面也对资源和环境造成了很大的压力。要素价格重估是经济发展的必然结果,而科学发展观将推动这一过程。在短期内,中国通过财政政策等措施在控制资源品价格改革的进度,以防止通胀压力的集中释放,导致通胀状况恶化。比如炼油补贴,公交补贴等。

在科学发展观的指导下,政府必然会在理顺要素价格形成机制和被动刺激通胀之间选择前者。要素价格重估会导致“温和而持续的”通胀。一方面,中国当前的高增长将告别以前的低资源价格时代,而要为资源使用付出更为合理的代价。另一方面,国家会严格控制涨价的进度,从而不会让通胀突然加速,造成经济大起大落。

最近的成品油涨价很好地刻画了要素价格重估的格局。在国际油价大幅飙升的同时,国内的成品油价格并未调整,所以出现了一个戏剧化的局面:成品油的大量出口和南方部分地区的“油荒”。最终发改委上调成品油价格500元/吨。但是,这个调价幅度只有一部分形成通胀压力。部分省份在交通领域实行了顺价措施,那么500元的调价幅度就转化为通胀压力,而部分地区并未采取顺价措施,而是实行财政补贴,那么通胀压力就被财政政策化解了。

利率让位于汇率:解决内外需的失衡。汇改以来,人民币对美元的名义利率持续升值,而对欧元却在贬值。从有效汇率来看,人民币也是贬值的。人民币贬值客观上推动了外贸增长,进而助长了内需与外需的失衡。升值有两方面的效应。一方面,升值可以降低进口价格,从而抵消国际大宗商品价格所造成的通胀压力,并且有助于刺激进口;另一方面,升值可以提高出口价格,从而在一定程度上减少出口和外贸顺差。

2008年中国经济展望

我们对2008年消费“继续增强”作出乐观判断。由于明年通胀水平(CPI)可能低于今年,我们预计2008年社会消费品零售总额名义增速为17.1%。

2008年投资有望继续保持快速增长,城镇固定资产投资增速约25.3%。增速继续上冲的风险在2008年将会减小,但同时在“党代会效应”的影响下,作为十七大开局之年的2008年的投资增长可能超出预期。

我们判断2008年出口增速将下行压力加大,出口增速约23%,而进口增速有望上升至21%左右。明年全年顺差预计约3100亿-3500亿美元。在经历了2004年通货膨胀后,今年又开始新一轮通货膨胀,预计2008年的CPI在3.5%-4.0%之间。在这样的通胀背景下,央行处于扭转负利率目的加息举措可能仍有3-4次。如果年内再加息一次,则2008年加息次数为2-3次。

我们预计2008年人民币对美元的升值会加速,年末达到1美元兑6.8元人民币左右,甚至6.68元人民币,升值

幅度接近10%。人民币对其他汇率的贬值幅度将收窄,升值幅度也有稳定加大的可能。

科学发展观下的中国经济将迈向新内需时代。在新内需时代,居民收入有望加速,消费升级不可阻挡,这将克服劳动与资本的失衡;投资将以自主创新 and 效率为追求,而不以资源消耗和环境污染为代价,这将避免增长与发展的失衡;中国的内需增强,足以消化庞大产能,这将使得内需与外需的失衡得以逆转。和谐的内需发展将增强中国抵御国际经济冲击的能力。

在新内需时代,中国老有所养,病有所医,居者有屋,行者有路,中国对住房、耐用品、服务的需求将持续稳步增强,基础设施建设将不断掀起新的高潮。农村人将更快地过上城里人的生活,而城里人的生活水准也在离中等发达国家越来越远。

2008年,是中国新内需时代的元年!2008年,中国将对失衡增长说出再见!我们相信,2008年中国经济会更好,未来中国经济也一定会更加美好!

当前问题:失衡的中国经济

进入本世纪以来,中国经济的三大失衡问题日益凸显。失衡之一:增长与发展失衡,它带来巨大的资源和环境的压力;失衡之二:劳动与资本的失衡,这使得劳动力价格低估导致消费不足、投资过度;失衡之三:内需与外需失衡,其结果是顺差过大、流动性过剩。

失衡之一:高增长带来巨大的资源和环境压力。

2000年以来,我国的资源和环境压力逐渐加大。在资源方面,改革开放以来我国能源消费总量增加速度一直低于GDP增速,但2001年开始加速上升,到2003年能源消费总量更是增长了15.3%,首次超过GDP增长。中国的能源需求也牵动着世界能源市场。2007上半年世界新增石油需求量中,中国占41%,超过美国成为第一大新增能源需求主体。

在环境方面,也是从2000年之后,我国的污染情况逐渐恶化。1990-2000年,我国工业废水、废气、固定废物的排放量年均增长分别为-4.8%、3.7%、1.4%,处于比较低的水平;但是,2001-2006年,这三个数字分别飙升至8.0%、13.9%、12.4%。1990-2002年

间,中国的二氧化碳排放量大幅增长,和印度类似,而同期美国 and 日本的二氧化碳排放增长幅度很小。

失衡之二:劳动力价格低估使得居民消费不足。

劳动与资本的失衡,使得劳动者报酬在国民经济分配占比不断下降,这也是导致居民消费在GDP中占比下降的根源。

不管商场里多么人头攒动,不管促销喇叭吼得多么震耳欲聋,但中国整体上仍然面临消费不足的困扰。首先,居民消费占GDP的比重逐年下降,到2006年的36%;2000年之后的降幅尤为显著。其次,零售增长长期慢于固定资产投资(FAI),2000年之后这一趋势还有所加强。

在支出法GDP中,当前我国的家庭消费占比远远低于其他国家。美国的家庭消费占GDP的比重高达70%,而我国仅有36.3%,同为发展中国家的印度的家庭消费占比也高达56.7%。

与国际相比,中国的劳动力价格严重低估。中国雇员比美国同行多工作30%的时间,而拿到手的工资仅有美国同行

	2005	2006	2007F	2008F
GDP	10.4	11.1	11.4	10.8
CPI	1.8	1.5	4.7	4.0
工业增加值	16.4	16.6	18.3	17.5
城镇固定资产投资	27.2	24.5	26.2	25.3
社会消费品零售总额	12.9	13.7	16.5	17.1
出口额	28.4	27.2	26.0	23.0
进口额	17.6	20	19.9	21.0
利率	2.25	2.52	4.14	4.68
汇率(1美元兑人民币元)	8.07	7.81	7.35	6.80

资料来源:中信证券研究部

的5%。即便工作时间和劳动生产率相同,中国的雇员工资水平也仅有韩国同行的30%。

失衡之三:内需不足使得庞大产能通过外需释放。

中国的增长愈来愈依赖外部需求。外贸依存度不断攀升,顺差对GDP的拉动作用也在加强。2006年,中国的外贸依存度高达66.9%,而顺差对GDP占比也升至6.7%。

流动性过剩压力前所未有。从贸易顺差的增长幅度来看,2002-2004年贸易顺差300亿美元左右,而在2005年跃过1000亿,2006年1775亿,2007年1-10月超过2000亿美元。与此同时,是外汇占款的激增,外汇占款从2004年初的3.5万亿元人民币,增加到了2007年9月份底的12.5万亿元人民币。为对冲巨额外汇占款,基础货币发行被动放松,这直接导致了银行体系的流动性过剩。M1和

M2的增长率高位运行,而M1增速还创出近年新高。流动性过剩使得经济面临过热风险。

流动性过剩这枚硬币的另一面就是外汇储备剧增。中国单边持有大量美元和美元资产(如美国国债),使得中国处于被动地位。巨额外汇储备,形成了美国“绑架”中国之势。

如果过度依赖外部需求,中国经济增长的风险也将随全球经济增长的不确定性的增加而增大。美国次贷危机的影响可能超出人们的预期,全球经济增长不确定性增加。IMF今年10月预测,2007年全球经济增长率为5.2%,2008年4.8%,回落0.4个百分点。中国的出口增速与全球经济增长率走势几乎如出一辙,这也预示着,如果全球经济走弱,中国经济将会受到一定冲击,除非中国经济对全球经济的依赖程度在未来逐渐减小。