

资产重估与投资波动

光大证券研究所 高善文 莫倩

2007年2月12日

内容提要： 本文是2003年8月以来系列季度主题报告的继续，是我们迄今为止的第十四份主题报告，也是2007年1季度的主题报告。

在2006年4季度的主题报告中，我们更全面地梳理了资产重估的理论基础，分析了我国资产重估的基本状态，并对其未来趋势进行了预测。我们认为：迄今为止的绝大多数证据显示，中国资产重估过程远未结束；对于2007年的情况来说，就资产谱来看，可能出现“债市小涨、股市中涨、地市大涨”的格局。

在本报告中，我们简要总结了有关资产重估问题的争论，分析和预测了2007年的消费和进出口情况，检查了住户部门消费结构变动的证据，并讨论了它和中国经济结构变动之间的可能联系。

我们认为：2007年中国的社会消费品零售增长率继续上升，贸易顺差将再创新高，并推动资产重估进一步发展；可能由于消费结构变动的原因，中国固定资产投资增长率的平台大约自2002年以后出现了系统性上升，并有望在较长时间内维持在这一水平。

一、关于资产重估问题的总结

2006年3月份的时候我们第一次提出了资产重估的想法¹。在当时与客户的路演和沟通之中,我们强调中国可能正处在一个巨大的资产重估浪潮的历史起点上。从那以来,接近一年的时间过去了。但是,我们目前是否确实在经历一个巨大的资产重估仍然存在很多的争论。之所以存在这样的争论,在我所看到的所有反对的证据而言,主要的原因是反对者不理解什么是资产重估,甚至不理解什么是国民储蓄。以这样的争论为基础,我们对资产重估做一个简单的总结。

资产重估可以带来盈利的增长。例如,许多反对者认为,所谓的资产重估,就是市场估值水平的上升,是市盈率的上升。而股价的上升应该由盈利的增长而驱动。这样的看法是片面的,原因在于资产重估过程本身就可以带来盈利的增长。

我举几个例子:在本世纪初的时候,美国的经济情况很糟糕,美国的就业和投资的情况很不好。支持美国经济的力量是什么呢?支持美国经济的力量是消费。那么在就业市场很糟糕的条件下,支持美国消费的力量是什么呢?是美国房地产价格的上升。而美国房地产价格的上升本身就是由流动性和重估带来的。在这个层面上,我们看到重估通过房地产价格的上升,实际上在很多时候也可以通过股票价格的上升,带来财富效应。而财富效应可以促进消费零售的增长,甚至促进整个经济的增长,从而带来盈利。在这个层面上,我们看到重估是可以带来盈利的。

¹ 具体论述可见我们2006年1季度的主题报告《货币过剩与资产重估》。

再举第二个例子，在 1980 年代后期，日本经历的资产重估运动中，我们知道日本的企业和公司之间都大量的交叉持股。在那样的背景下，股票价格的上升就会明显地改善企业和公司的盈利。在那样的背景下，我们看到重估也可以带来盈利的增长。

再举 1980 年代后期日本的例子，在整个资产价格重估过程中，土地价格经历了猛烈的上升。土地价格的上升系统性地抬升了银行抵押品的质量，降低了银行拨备的消耗，并增强了银行的放贷能力。在这个层面上，重估也可以带来银行盈利的增长。

所以重估决不简单地体现为市盈率的上升和市场估值水平的上升，重估本身就可以带来盈利的增长。把重估简单地归结成估值水平的上升是片面的。

资产重估同时表现为无风险利率和风险溢价的下降。许多人认为中国的利率受到了严格的管制，并且迄今为止并没有看到法定利率降低的迹象，所以通过利率的下降来实现资产重估看不到现实的途径。这样的看法完全是错误的。原因在于，资产重估不仅可以带来无风险利率的下降，也可以带来风险溢价的下降。实际上，在很多时候，风险溢价的下降对资产重估的推动作用可能更明显。

就无风险利率而言，尽管迄今为止，我们看到中国的法定利率仍然存在管制，并出现了一定的上升。但是如果我们检查银行间市场，如果我们观察中国的收益率曲线，我们看到了中国收益率曲线的系统下移，特别是这样的下移非常明显地集中在收益率曲线的长端。收益率曲线长端的下移，清楚地表明中国的无风险利

率在下降。但是，这并不是问题的关键。问题的关键在于，在资产重估过程之中，风险溢价是可以下降的。

为什么在资产重估过程之中风险溢价可以下降，我们从两个方面进行理解。从微观经济学的角度理解，一个经济体系的风险溢价，是由这个经济体系的货币或者财富持有者的风险偏好分布谱上，在边际上风险偏好最强的那个人决定的。在整个社会流动性过剩或者财富快速增长的背景下，边际上的风险偏好一定在上升，这是可以作出数学证明的。

更为重要的在哪里呢？我们可以举一个简单的例子来讲清楚。如果今天早上突然从天上突然掉下了一块馅饼，这块馅饼里面有 100 万元人民币的现金掉到了你的头上，那我要问你对这突然掉下来的 100 万元的现金财富而言，你是否会把它全部配置为银行存款呢？答案是不会。因为你会采取分散化的配置，而分散化的配置可以提高收益和降低风险。这意味着你会把一部分现金配置成银行存款，把一部分现金配置成股票，房地产，古董甚至是国外净资产。

在这样一个情景下，我们看到银行存款增加了，但是由于利率管制，银行存款的利率并没有下降。但是在这样一个情景假设下，我们同样看到房地产市场，股票市场，古董市场照样会上涨。在这样一个情景假设下，尽管无风险利率没有下降，但是其他资产市场上，风险溢价在下降，其他的资产价格照样可以上升。

实际上，2006 年中国的外汇储备增长明显低于贸易顺差和外商直接投资两项之和，显示该年存在大量的资本流出，这一证据恰好显示贸易顺差推动的重估力量在增强。原因是，在微观经济主体存在剩余储蓄的条件下，它要增加国外净

资产的持有来降低风险和提高收益。

特别需要说明的是:我们这里讨论的剩余储蓄同一般意义上的储蓄存款是完全不同的概念。这里的剩余储蓄是宏观经济学意义上的储蓄概念,是一个流量指标。宏观意义上的储蓄定义为国民收入减去国民消费;我们所讲的剩余储蓄是在宏观储蓄之中进一步扣除实物投资以后的余额;这一剩余储蓄的分散化配置形成了资产重估。一般意义上的储蓄存款是一个存量指标,是住户部门财富的持有方式之一。

例如企业利润在宏观意义上属于国民储蓄的一部分,但并不包括在储蓄存款的指标中;住户部门购买住房也属于宏观意义上的国民储蓄,同样不包括在储蓄存款之中。

资产重估表现为资产谱上各种资产价格的同步上涨。许多反对者认为股票的合理定价和评估应该基于动态市盈率,应该基于大家对未来盈利预期和未来盈利预期增长的改善而实现。这样的看法,毫无疑问是正确的。

但是问题在于无论是在经验的研究之中,还是现实的操作之中,没有一个人可以清楚地指明现在市场对未来盈利增长的预期是多少,对未来盈利改善程度的预期是多少,未来盈利预期以及未来盈利预期改善的变量是无法观测的。而且使得这一论据更加糟糕的在于,在市场上涨的过程中,分析员普遍存在着连续上调盈利预期的倾向;而在市场下跌的过程之中,分析员又会忙于下调盈利预期。这意味着,沿着这样的思路来争论,在方法上,这样的命题是不可证伪的,是无法

做出结论的。

但是问题的关键不在这里。问题的关键在于，如果股票价格的上升是由盈利预期的改善，是由股权分置的改革带来的，那么我们可以断言所有这些变革和变化的影响将主要或全部体现在股票市场上。但是对于资产重估运动而言，在理论上我们知道它在整个资产谱上，从债券到股票到古董到艺术品到房地产到土地等所有资产价格同时都在重估。

这意味着，如果我们假设盈利预期的改善是推动市场的全部力量，那么从过去一年的情况来看，我们就很难理解为什么债券市场会上涨，特别是长期的债券收益率会出现明显的下降，而且这样的下降是在中央银行连续提高存款准备金率的背景下实现的；我们很难解释为什么从2005年下半年以来北京、深圳以及许多其他地区的房地产价格上升过程在明显加速；我们也很难解释从草根层面的证据看，为什么艺术品的价格经历了那样大的上升。

所有的资产价格几乎在同一个时点或者相距不远的时点上开始经历比较明显的上涨过程，这提供了非常确定的证据，它显示：我们正在经历一个资产重估，而不是由盈利预期改善所带来的股票市场的上升。

资产重估的目的是恢复经济平衡。然后我们讨论整个经济体系为什么会经历资产重估。或者换一个角度来讲，资产重估的目的是什么？

分析员之所以要花大量的时间去研究数据，原因在于我们相信这个世界是可以理解的，我们相信这个世界是受着一些简单的可以理解的规则制约的。如果这

个世界的运行不受任何规则的制约，那么研究没有任何价值。

为了讨论的方便，如果我们假定冥冥中有个造物主的话，那么为什么造物主确定这个世界要按照这样的规则来运行，而不是按照那样的规则来运行？把这样的问题和资产重估联系在一起具有合理的价值，原因在于在哲学层面上，我们更容易比较清楚的理解为什么整个资产市场要经历资产重估，并且这样的重估在什么样的背景下会结束。

在以前的系列报告中，我们已经知道，推动目前整个中国经济体资产重估的力量主要是日益扩大的贸易顺差。贸易顺差的大量增长，会对这个经济体系带来很多变化。我们要问的是，这些变化的后果是什么？

我们有两种答案：一种答案是，贸易顺差的增长会带来经济体系的变化，而这种变化反过来会进一步促进贸易顺差的增长。如果制约这个世界的规则是这样的，那么这样的经济体系本身就是一个发散的体系。而如果这样的一个经济体系是发散的体系，那么任何一个小的扰动都会使得这个经济体系爆炸。在那样一个条件下，我们是没有什么机会观察到这个体系的。

我们稳定地生活在这个现实的经济体系之中，意味着贸易顺差的扩大所带来的资产重估，它的目的肯定不是为了扩大贸易顺差，而一定是为了缩小贸易顺差。因为只有当贸易顺差扩大的目的通过资产重估演化为缩小贸易顺差以后，这样的经济体系才具有内在的稳定性。而我们知道，在一般的意义来讲，任何经济体系都具有自我和内在稳定的倾向。

所以目前的资产重估是由贸易顺差推动的，那么资产重估的目的就是为了缩

小贸易顺差，而不是扩大贸易顺差。

那么资产重估是如何来缩小贸易顺差的呢？至少有这样几个途径：第一个途径，通过整个资产价格的上升，通过股票估值的上升，通过利率的下降来降低投资成本和融资成本，从而来促进投资；通过股票价格的上升，通过房地产价格的上升等财富效应去促进消费；通过土地价格的上升，劳动力工资的上升降低出口部门的竞争力，并增加非贸易部门的竞争力。通过所有这样的渠道，资产重估运动最后会逐步实现贸易顺差的下降。

资产重估结束的主要条件是贸易顺差的连续大幅度下降。接下来的这个部分我们讨论一下目前我们正在经历的资产重估运动结束的主要条件。在这个层面上，我们回到一些最基本最简单的经济学逻辑去讨论这个问题²。

在基本的宏观经济学上，我们知道贸易顺差就等于一个国家的储蓄减去一个国家的投资；在基本的经济学教科书上，我们也知道一个国家的利率水平³是由一个国家的储蓄和一个国家的投资的平衡来决定的。

贸易顺差越来越大，就意味着在一个国家之中，储蓄越来越大于投资。储蓄越来越大于投资，根据最简单的经济模型，经济体系的利率就会下降。而这个经济体系的利率下降，会导致所有资产价格的重估，因为在所有资产的定价上，分母都是利率。

在这个背景下，我们很容易理解资产重估结束的条件。资产重估结束的最主

² 需要指出的是，为了讨论的简单，这里的推导过程是不严密的。更密实的分析推理过程，请见我们2006年4季度的主题报告《储蓄过剩与资产重估》。

³ 需要指出的是，这一利率实际上是包含了风险溢价的。

要条件，在中国的现实经济下，一定是贸易顺差连续和大规模的下降。

在技术层面上，在贸易顺差出现大幅下降的背景下，中央银行的流动性创造和商业银行的信贷创造也可以继续支持资产重估（详细分析见 2006 年 4 季度主题报告《储蓄过剩与资产重估》）。

但是，如果贸易顺差已经出现了连续和大规模的下降，同时中央银行和商业银行的流动性创造和信贷创造出现了猛烈收缩，我们就可以断言，资产重估的崩溃近在眼前。

在我们现在能看到的证据来讲，我们相信 2007 年中国的贸易顺差，无论是它的绝对规模还是它占 GDP 的比例，将会继续双双创下历史新高。有了这方面的证据，我们基本上就可以断言，在 2007 年，资产重估运动不会结束，并且远不会结束。

资产重估的后果是经济体免疫机能的损坏。最后一个部分，我们讨论一下资产重估运动的后果，或者它对经济体系的危害。

我们打一个简单的比喻把这个问题讲清楚。资产重估对一国经济体系的危害同艾滋病危害人体的机理是类似的。

我们知道艾滋病病毒本身并不致命。艾滋病之所以是致命的，并不是因为艾滋病病毒是致命的，而是因为艾滋病病毒摧毁了人体的免疫系统。在人体的免疫系统被摧毁的背景下，任何一个小的细菌的侵入都会使人体崩溃。

资产重估运动对经济体系的危害性是一样的。股票价格上升和下跌的本身对

经济体系的危害都是可以控制的。而真正的危害在于，在资产重估和长期的资产价格上升过程中，从住户部门、到企业部门、到金融机构的风险防范和控制体系会大大削弱甚至会完全崩溃。而所有的金融机构，住户和企业的风险控制和防范体系就是整个经济体系的免疫系统。如果这样的免疫系统受到严重损害，那么资产重估的泡沫一旦崩溃，它对整个经济体系的影响几乎是灾难性的，因为整个经济体系没有任何防范手段来对付任何其他小的经济波动。

我们举一个美国市场的例子，我们知道美国的资本市场高度发达，并经历了上百年的发育。但是在 1990 年代后期美国的资产重估大潮之中，我们仍然看到了安然公司、看到了世通公司等丑闻；看到这些丑闻牵扯到了许多华尔街的投资银行和一些非常著名的会计师事务所。

在这个案例之中，我们看到了美国的风险防范和控制系统被严重削弱。但是问题在于，美国的资本市场经历了上百年的发育，为什么还会出现这样的问题呢？

原因在于，在长期的资产价格上涨过程之中，人性的贪婪会最终战胜人性的恐惧；在资产价格连续上升的过程中，所有的风险防范手段都在于减少和降低你的盈利；所以在长期的资产市场繁荣过程之中，人性的贪婪会最终战胜人性的恐惧；它的后果就是所有的风险防范机制形同虚设，从而最后在资产泡沫崩溃的时候对经济体系带来严重的危害。

日本的情况也是一样的。日本之所以会经历那么大的困难，并不完全在于土地价格的崩溃，而在于商业银行的大量坏帐。商业银行之所以会堆积那么多的坏

帐，原因在于在 1980 年代后期重估过程之中，其风险防范体系已经不复存在。

就我们中国的情况来讲，实际上中国在 2001 的时候也经历过一次股票市场的崩溃，并且股票市场的崩溃给证券公司带来了严重的危害。回头来看，之所以证券公司会承受那么大的危害，主要的原因也在于这些公司的风险防范体系基本上形同虚设。

就我们目前所经历的资产重估而言，我们相信在基本上，它还没有结束并且远没有结束。而从资产重估所能带来的后果这个角度来讲，迄今为止，我们所能看到的草根层面上的和微观层面上的证据都显示金融机构、住户部门和企业部门在过去几年的熊市之中所积累和建立起来的风险控制和防范体系仍然在起作用。由于商业银行的改制和上市等制度性变革的影响，商业银行的风险控制和防范体系总体上很可能是在增强而不是在削弱。这意味着，即便明天早上起来，这个资产泡沫崩溃了，它对经济体系的影响仍然是可以控制的。

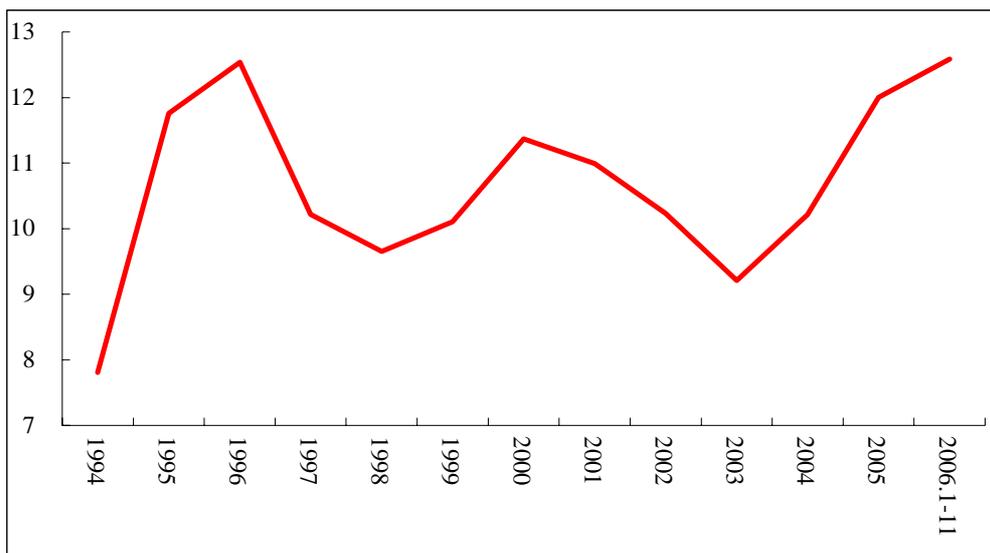
但是这绝不意味着我们现在所看到的经济体系免疫系统的增强在未来会继续沿着这个方向前进，而不是相反。如果说中国的经济体系在未来五到十年以后，会面临非常严重困难的话，那么其中一个困难的主要来源可能就取决于在未来进行的资产重估浪潮之中，我们的风险防范体系是增强了还是被严重削弱了。

二、2007 年社会消费品零售增长将继续加速

接下来，我们回到宏观经济的层面来讨论一些主要的宏观经济指标。首先我们讨论社会消费品零售的情况。

在这张图上，我们报告的是 1990 年代以来中国的社会消费品零售的实际增长率。我们能够看到 2006 年到 11 月份为止，中国社会消费品零售的实际增速处于 1990 年代以来的最高水平。

图 1：1990 年代以来社会消费品零售的实际增速



数据来源：CEIC 光大证券研究所

驱动中国社会消费品零售的力量尽管相对比较复杂，但是最主要的力量很简单，它就是中国劳动力市场就业的改善、雇佣的扩大，以及在就业情况的改善和

雇佣的扩大的过程之中工资和收入水平的上升⁴。

为什么中国就业市场的情况有时候会改善、有时候会恶化？它改善和恶化的机理是什么呢？

它改善的机理是：因为过去的大量固定资产投资逐步形成了生产能力。固定资产投资形成生产能力的过程扩大了在劳动力市场上的雇佣，形成了就业的扩大和工资的上升。

它恶化的机理是：因为各种原因，存在严重的产能过剩，企业的盈利能力在减弱；在这样的条件下，因为企业无法盈利，企业就开始重组并裁减雇员，从而形成随着就业市场的恶化，并影响社会消费零售增速逐渐放慢。

比如说上一次社会消费零售加速发生在 1995 - 96 年，原因很简单，因为在此前几年之中，中国固定资产投资增长率非常高，并在 1995 - 96 年逐渐形成了生产能力的释放，从而促进了就业的扩大，并最终转化为消费的加速。1997 年以后，随着经济的显著减速和企业普遍困难，开始了广泛的下岗和失业，从而形成社会零售增速的明显放慢。

这一轮社会消费品零售的加速机理是完全一样的。原因在于：从 2002 年下半年开始，中国的固定资产投资增长率非常高，并在 2005 年以后逐步转化为生产能力的释放和就业的扩大。

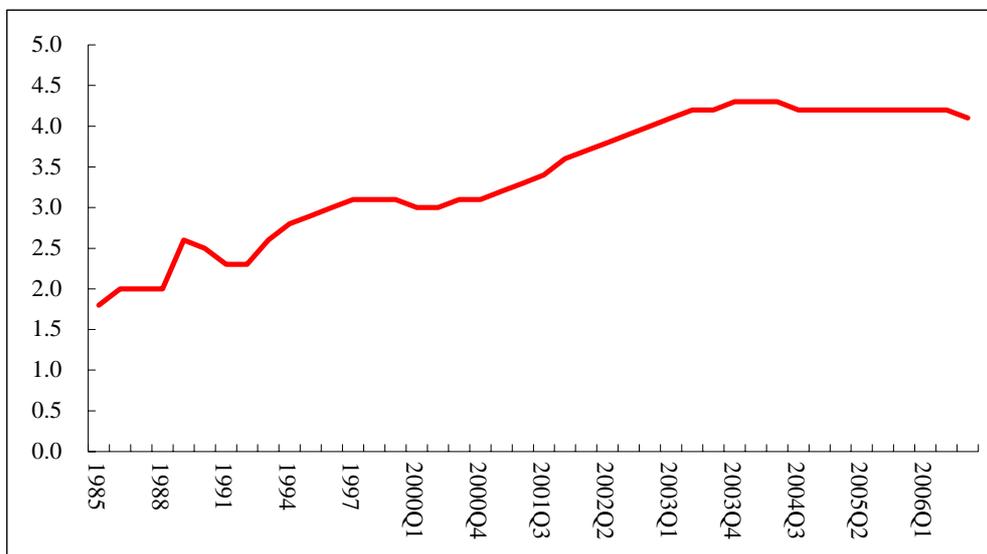
我们之所以相信 2007 年社会消费品零售的增速会更高，原因在于从过去几年固定资产投资的增长来看，中国的固定资产投资数据并没有出现明显的和系统性的放慢；同时，如果我们去检查企业盈利能力的话，我们能够看到就 2006 年

⁴ 具体分析见我们 2005 年 4 季度的主题报告《消费加速与出口波动》。

全年来讲，全部企业的盈利能力很可能处在 1990 年代以来的历史最高水平。有了这两个方面的证据，我们几乎就可以断定 2007 年社会消费品零售的实际增速将在今年已经创造了记录的基础上再次创下新的记录。

然后我们看一些微观层面的证据。在这个层面我们看到的是我国的城镇登记失业率。

图 2：我国城镇登记失业率（%）

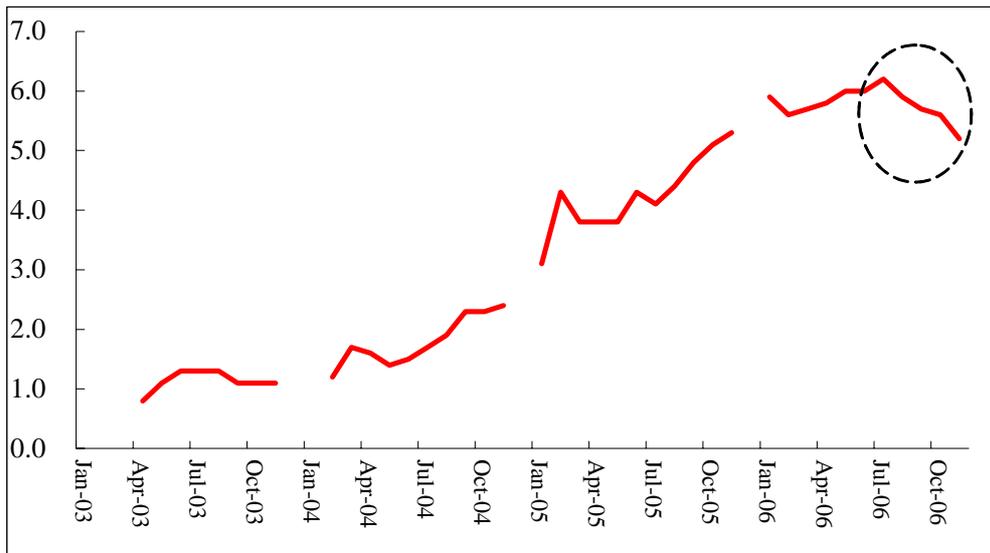


数据来源：CEIC 光大证券研究所

由于结构改革等一系列因素的影响，1980 年代以后，总体上来讲，中国的城镇登记失业率经历了系统性的上升。但是我们能够清楚地看到，大约从 2004 年四季度以后我国的城镇登记失业率开始下降。失业率的下降表明劳动力市场在绷紧、就业在扩大，暗示工资在上升。同时我们看到，失业率下降的过程，从最新的数据来看，并没有出现反复，这同前述推断是一致的。如果我们去检查企业盈利层面的情况，证据也是非常有利的。

紧接着我们来看一个比较低端的劳动力市场的证据,这个证据基本上衡量了在中国劳动力市场上低端部分(比如说保姆和小时工等)工资水平的变化。

图 3: 中国 CPI-家庭服务和加工维修服务 (%)



数据来源: 国家统计局 光大证券研究所

我们大约可以清楚地看到,从2004年下半年以后,这个市场也经历了迅速的紧张,其景气在2006年三季度达到了高峰,这一过程同理论上的推断也是一致的。

就这一市场来讲,在2006年四季度,出现了一些令人困惑的、迄今为止仍然无法解释的变化。

这一变化就是,就中国非常低端的劳动力市场而言,在整个2006年第四季度工资的增长率开始出现了明显的放缓。如果这个市场提示的工资增长率的放缓代表了一个系统性的趋势,那么它将对2007年消费零售增长投下一个长长的阴影。

尽管这一市场的变化迄今为止我们仍然无法解释，但是观察企业的盈利、一般的职工劳动报酬的变化、固定资产投资等数据，我们相信，主导性的证据仍然指向这样一个结论，就是整个劳动力市场是越来越紧张而不是相反。

所以在这个层面上，尽管这样一个证据我们无法解释，但是我们认为它对我们结论的方向不会产生根本性的扰动。

同时，支持 2007 年消费品零售加速，实际还有另外一个重要的力量。这就是股票市场的繁荣和房地产价格的上升所带来的财富效应。

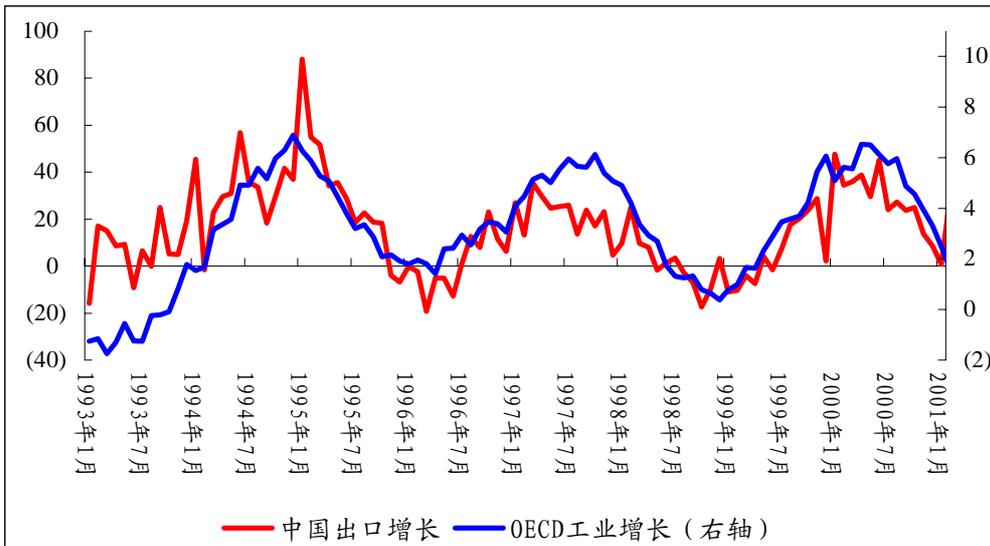
三、2007 年贸易顺差将继续扩大

紧接着我们对 2007 年的贸易和进出口情况做一个简短的展望。

在这张图（图 4）上，红线 1993 年以来中国的出口增长率，蓝线是中国主要的贸易伙伴——OECD 经济体的工业增长率，这一数据到 2001 年初截至。之所以在这一位置截至，我们接下来会解释。

我们能够看到，这两条线基本是一回事。换个角度来讲，中国出口增长率的波动几乎完全是受 OECD 工业增长率波动的驱动。

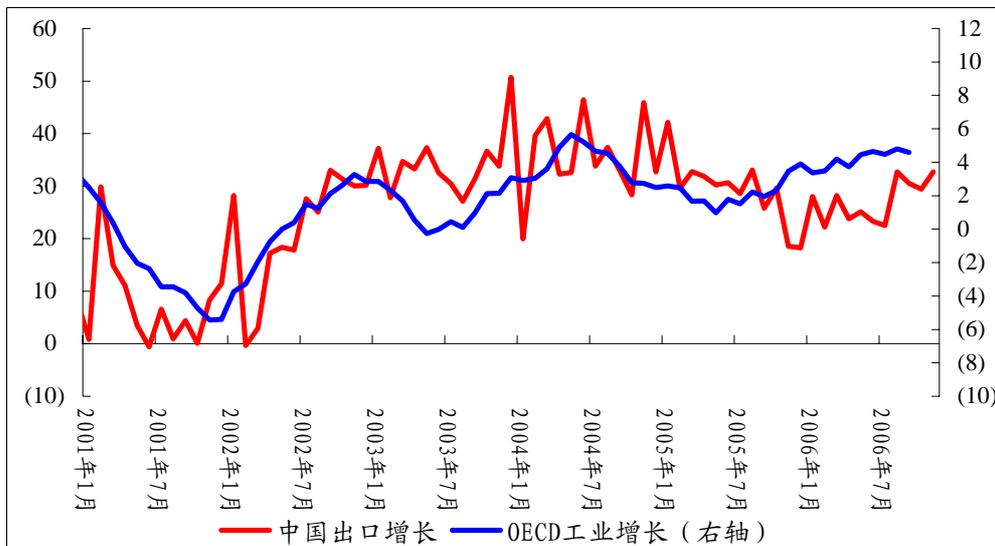
图 4：中国出口与 OECD 工业增长（1993—2001 年，%）



数据来源: CEIC OECD 光大证券研究所

紧接着我们来看 2001 年以后的证据。从 2001 年以后迄今为止的证据看 (图 5), 总体上来讲, 这样的结论仍然成立: 就是驱动中国出口名义增长率的力量主要是外部需求的增长。但是这一外部需求的增长并不是全球的 GDP, 并不是美国的 GDP, 而是包括美国在内的主要经济体的工业增长率。

图 5: 中国出口与 OECD 工业增长 (2001 年—2006 年, %)



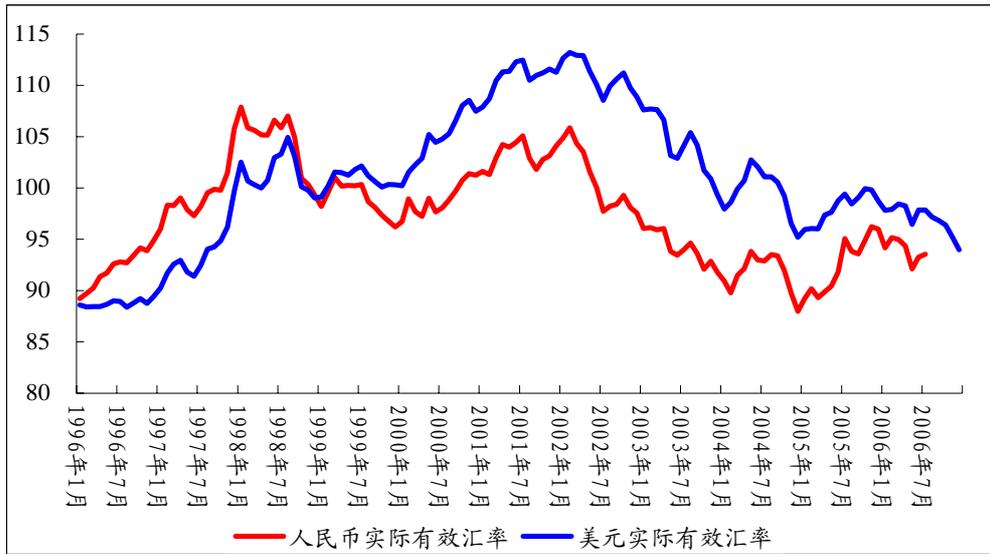
数据来源：CEIC OECD 光大证券研究所

之所以会出现这样的局面，原因在于：对发达经济体来讲，整个经济体系相当庞大的部门是非贸易部门，这些非贸易部门的活动，同中国制造业的活动之间的联系并不密切。所以，基于美国 GDP 的加速还是减速来推断中国进出口变动的方向存在很大的问题。

我们把这个过程做成两张图，原因在于在 2001 年以前近十年时间里面，中国出口的平均增长率大约是 16%；但是大约从 2001 年晚些时候开始一直到现在，中国出口的平均增长率已经上升到接近 26% 的水平。换个角度来说，在 2001 年前后，中国的外贸进出口经历了一些系统性的结构变动的影响。这一影响的后果，在出口层面上使得出口的平均增长率上升了 10 个百分点。

推动这一结构变化的力量可能至少包括两个方面：一是中国加入 WTO 使得世界对中国开放了市场；二是从 2002 年初以来，美元经历了系统性的贬值（图 6），因为人民币和美元之间的联系，人民币的实际汇率跟随美元也经历了系统性的贬值。

图 6：人民币与美元实际有效汇率走势（%）

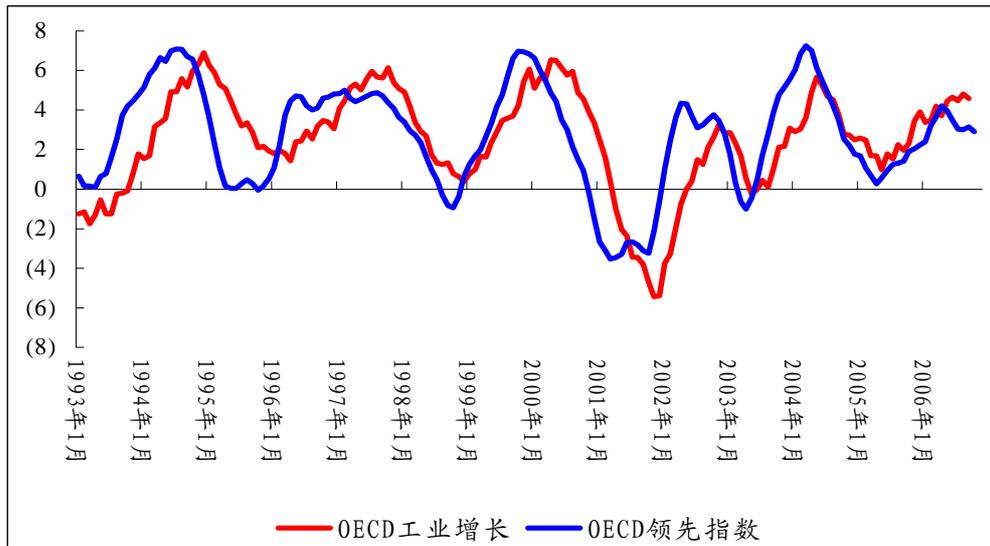


数据来源：IFS，CEIC，光大证券研究所

进口的情况非常类似，我们不做过多的讨论。

在这张图上（图 7）我们看到的是 OECD 经济体工业增长率及其先行指标的变化。我们能够看到，尽管 OECD 经济体的工业增长率到 2006 年四季度为止仍然在加速，并表现为中国出口增长的加速，但 OECD 工业增长率加速过程即将结束的迹象已经相当清晰。

图 7：OECD 工业增长与 OECD 领先指数（%）



数据来源：OECD 光大证券研究所

尽管我们不知道OECD经济的减速过程是在2007年一季度开始还是二季度开始，但是我们知道它一定发生在2007年上半年。这意味着就2007年全年的情况来讲，OECD工业增长率总体上会出现先高后低、先上后下的局面。

如果归结到中国的出口增长率上，这意味着中国的出口增长率也会出现一个加速然后再逐步减速的过程。进一步考虑汇率方面的变化情况，我们的看法是2007年中国的出口增长率会逐步放缓，但是其程度应该比较温和，其中全年的平均出口增长率很可能仍然维持在2001年以来的平均水平附近，也就是接近26%的水平。

使用相似的方法对中国的进口增长率进行估计，最终得到的结论是，进口增长率也会经历一个比较慢的减速过程，但是其程度可能更轻微。由进出口变动推导出来的2007年顺差的规模会在什么水平呢？

在保守的基础上估计，2007年顺差的规模很可能在2500亿美元的水平。

这意味着 2007 年贸易顺差的增长率仍然相当高,并导致贸易顺差和它占 GDP 的比例再次在 2007 年双双创下新高。贸易顺差在 2007 年继续显著扩大将成为中国资产市场在 2007 年继续上升的主要原动力。

OECD 工业增长在 2007 年上半年的见顶回落暗示,至少对中国需要全球化定价的周期性行业和公司而言,它们景气下落的前景已经相当清晰。

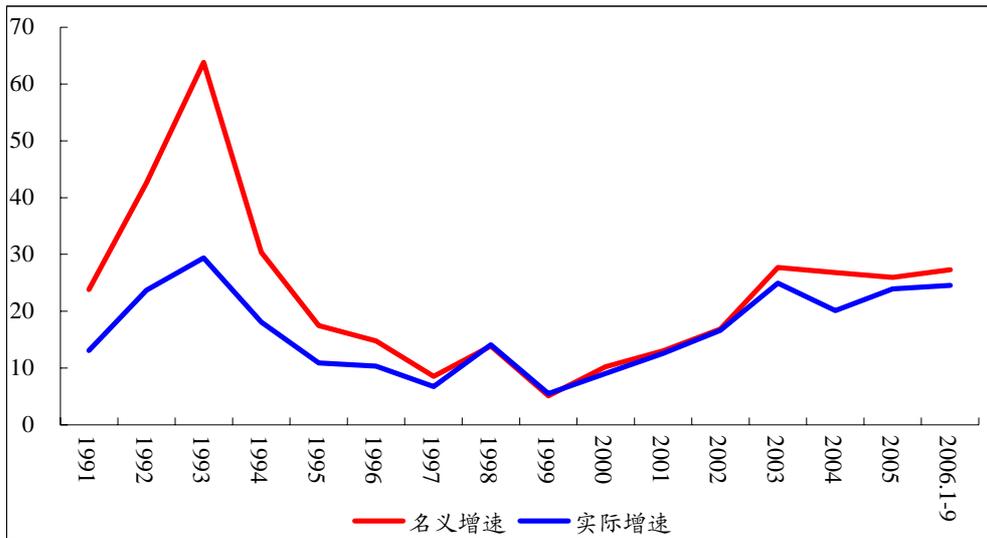
我们在 2006 年 4 季度的报告之中强调,尽管 OECD 的工业增长率会下滑,并导致中国周期性行业盈利增速下降,但中国股票市场可以吸收这一盈利下降的影响,并再次创下新高;但是这绝不意味着对这些周期性行业和公司而言,在盈利下降的背景下,其股票会继续猛烈上涨。

四、中国固定资产投资波动平台大幅上升

接下来我们对中国固定资产投资情况作一个简单的评论。在这一部分我们主要处理了一些新的证据,从这些新的证据出发,我们希望可以理解在最近几年以来,驱动中国固定资产投资增长的基本力量是什么。

在这张图(图 8)上,我们看到的是中国全社会固定资产投资在 1990 年代以来的增长情况,其中红线是它的名义增长率,蓝线是实际增长率。

图 8: 全社会固定资产投资名义增长与实际增长(%)

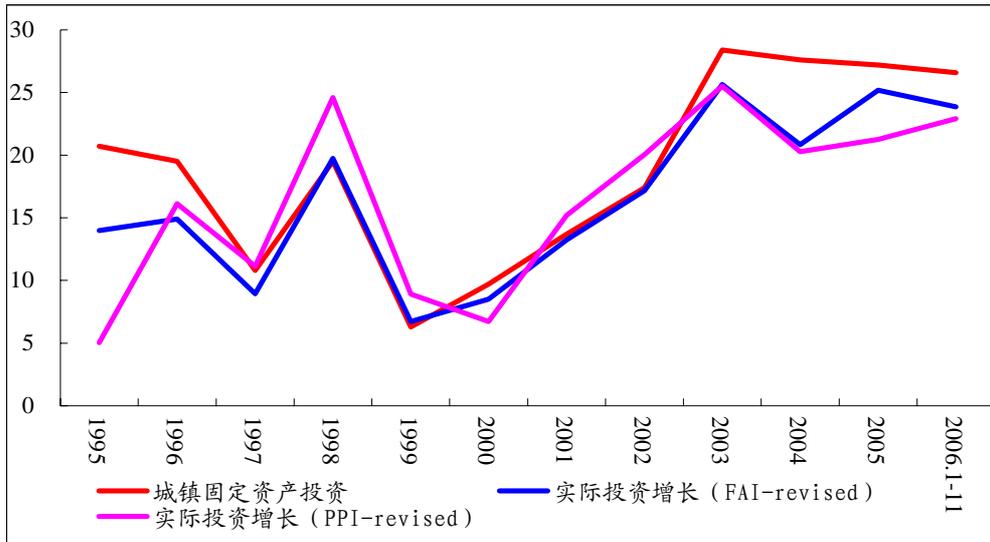


数据来源：CEIC 光大证券研究所

容易看到，在 2002 年前后，固定资产投资发生了明显的结构性变动，其后果是 2002 年以后中国固定资产投资波动的平台出现了系统性上升。比如说如果我们计算从 2001 年到 2005 年全社会的固定资产投资的平均增长率，其实际增速波动的平台大约在 21%，从 1995 年到 2000 年这一平台大约是 9.5%，从 1990 年到 2000 年这一平台大约是 14%。

对于城镇的固定资产投资增长率（图 9）而言，结论几乎是一样的。从 1995 年到 2000 年城镇固定资产投资实际增长率的平台大约是 12%，但是 2001 年以来这一平台已经上升到 21%。

图 9：城镇固定资产投资名义增长与实际增长（%）

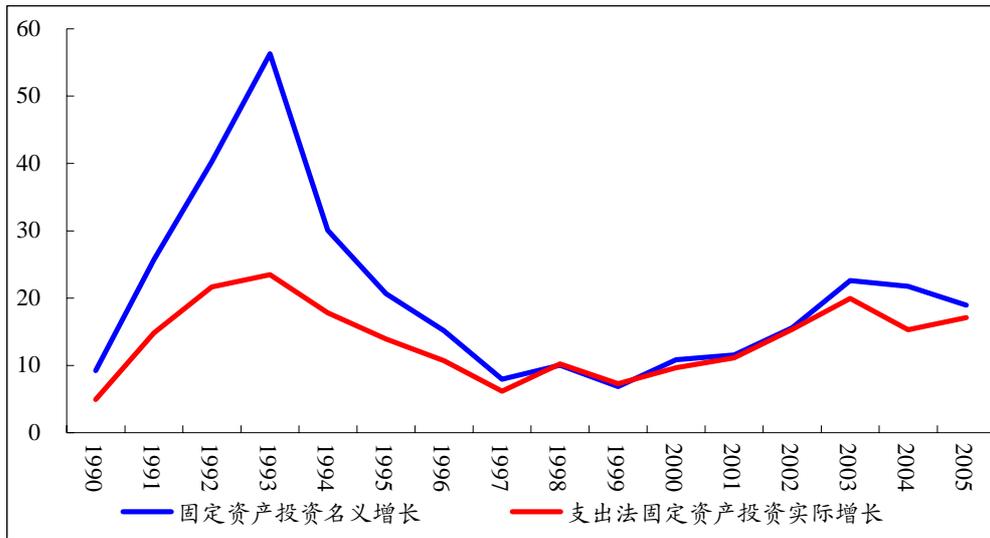


数据来源：CEIC 光大证券研究所

我们之所以可以对 2001 年以后的固定资产投资作一个平均，是因为在过去 6 年时间里，观察中国的通货膨胀和贸易顺差等情况来看，中国经济的景气已经经历了一个小周期的波动，所以其平均水平大体能够代表其潜在增长趋势。

如果我们去检查支出法的固定资产投资增长数据（图 10），结论是相当类似的。2001 年以后，平均来讲，支出法的固定资产投资增长率的平台也出现了明显的上升。1990 年代后期这一平台大约 9.5%。在 2001 年以后，它们上升到大约 15% 的水平。

图 10: 支出法固定资产投资名义增长与实际增长 (%)



数据来源：CEIC 光大证券研究所

如果把所有的固定资产投资数据放在一起比对,可以发现两个非常重要的现象。

首先,一个共同的趋势是2001年以后,固定资产投资波动的平台出现了显著的上升。

其次,在2000年之前,用不同口径计算出来的中国固定资产投资增长率的数据是非常接近的;但在2001年以后,数据出现了严重的背离。

如果使用支出法的固定资产投资数据作为标准的话,城镇固定资产投资数据的背离大约是6个百分点。

这就是说在2001年以后,不仅中国固定资产投资波动的平台出现了系统的上升,同时测量的误差也出现了系统性的上升。测量误差的上升和固定资产投资平台的上升大体来讲,其解释力各占一半。

不同口径的投资数据在2001年后出现背离的原因还不是很清楚,但看起来

相当大的原因可能是土地价格的上升。

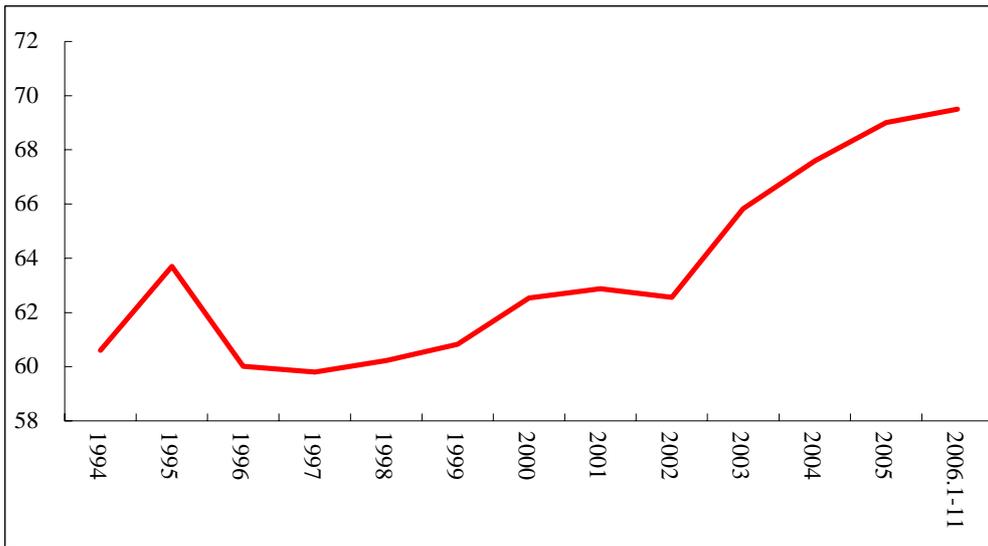
我们知道，土地是记入进度数据的固定资产投资数据的，在支出法中是不记入其中的。因为土地价格的上升以及房地产市场的繁荣等等原因，所以这两者之间出现了很大的背离。此外，二手机器设备的投资，以及投资项目上的划分也是这种背离的部分原因。从一般的经济学道理来看我们有比较扎实的理由相信支出法的固定资产投资的数据应该更可靠。

有了这样的解释之后，我们的问题是，如果测量误差可以剔除的话，那么为什么中国固定资产投资增长率的平台在 2001 年后会出现这么大的上升？

我们紧接着去检查一些其他的结构层面的数据。

图 11 是重工业的增加值占全部工业增加值的比重。我们能够明显地看到，2002 年以后，中国重工业的占比经历了系统和快速的上升，这样的上升在过去的十几年没有发生过。从 1993 年到 2000 年，重工业的平均占比大约在 61% 左右波动，在过去 5 年多的时间里其占比则连续上升到接近 70% 的水平。重工业占比的上升同固定资产投资平台的上升在时间和趋势上都存在一定的一致性。

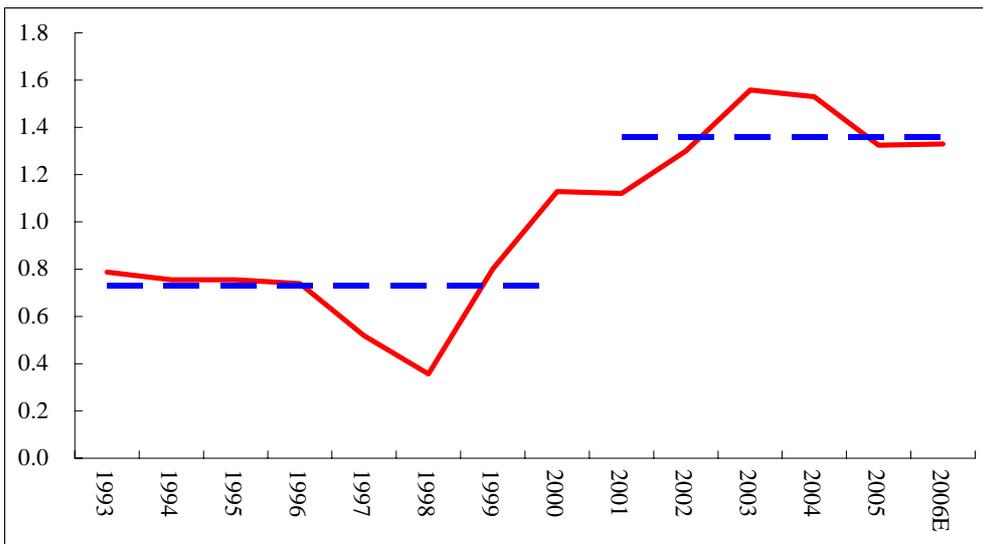
图 11：中国重工业增加值占工业增加值比重（年度，%）



数据来源：CEIC 光大证券研究所

图 12 是电力消费对 GDP 的弹性数据。我们能看到在 2001 年以前，中国的电力消费的平均弹性在 0.7，但是在 2001 年以后上升到接近 1.4 的水平，电力消费的平均弹性大约翻了一番。

图 12：中国电力消费弹性系数 (%)



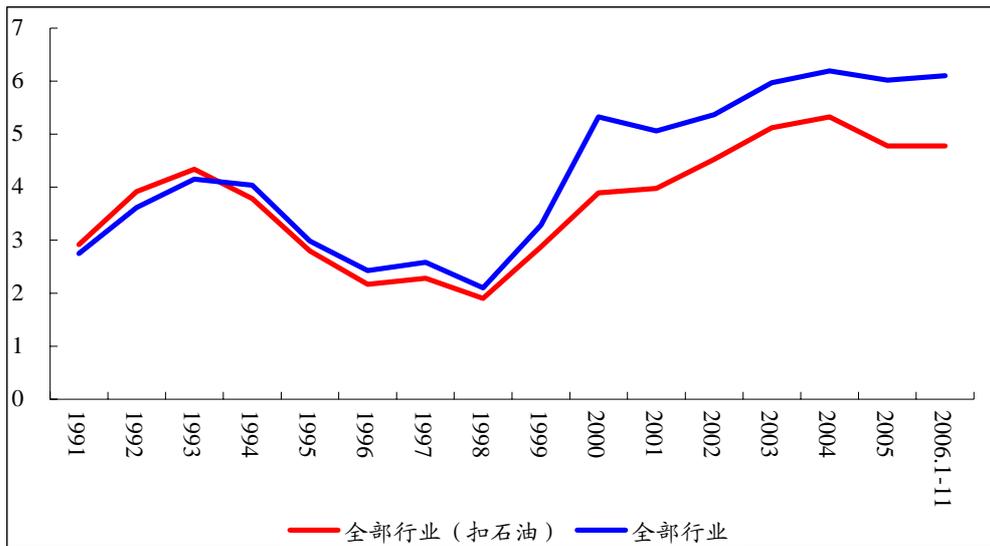
数据来源：CEIC 光大证券研究所

我们再来看看中国能源消费对 GDP 的平均弹性。在 2000 年以前中国能源消费的平均弹性大约是 0.26，2001 年以后这一弹性上升到超过 1 的水平。

总结这些证据，2001 年以后，中国固定资产投资增长率上升了一个平台，重工业占比在明显上升，电力和能源的平均消费弹性也出现了非常大的上升。这些证据显示在 2001 年前后，中国经济很可能出现了剧烈的结构性变化。

我们再来看看企业盈利的情况。图 13 是规模以上工业企业的税前销售净利率（分子上是销售净利润，分母上是销售收入）。

图 13：中国工业企业税前销售净利率（年度，%）



数据来源：CEIC 光大证券研究所

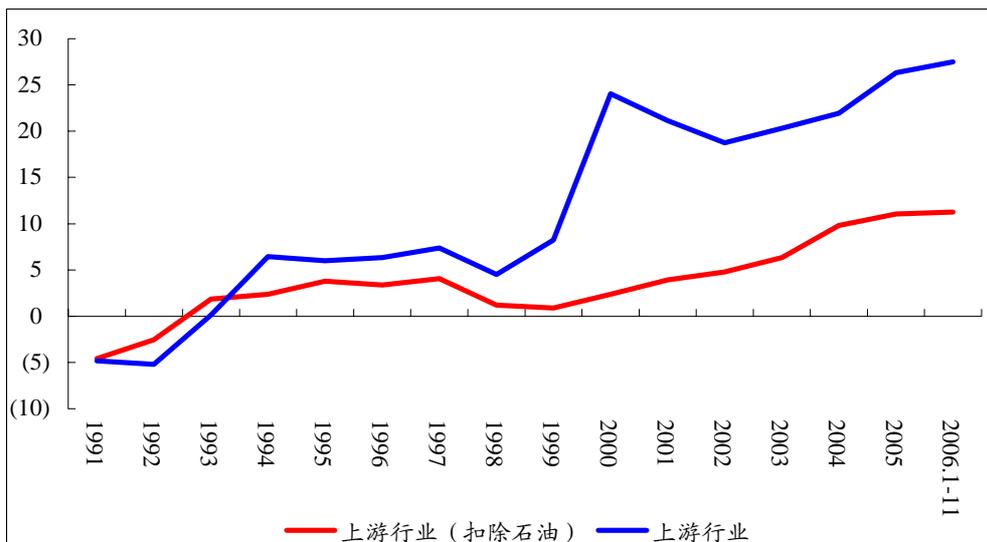
相当清楚的是，2000 年以后，企业盈利能力明显上升了一个平台。许多分析人员正确地指出这一上升同原油价格的上升可能存在密切联系。为了剔除原油的影响，我们还计算了一条红线，即把整个石油行业拿掉以后企业盈利的状况。

我们能够看到的是，即便把整个石油行业拿掉，2000年以后企业盈利能力仍然明显上升了一个平台。

既然中国企业的盈利能力在改善，那么企业盈利的改善主要集中在哪里呢？如果我们研究利润在产业链上的分布，我们能够看到中下游行业的企业盈利确实经历了改善，但是盈利的改善主要集中在上游行业，比如石油、天然气、煤炭、黑色金属矿、有色金属矿和非金属矿。

图 14 是剔除原油以及不剔除原油情况下上游行业的销售净利情况。容易看到，在整个 1990 年代，上游行业的净利率大约是 6.7%，在 2000 年以后大约上升到 23%。如果剔除石油部门，在 2000 年以前上游行业的净利率大约是 1.5%，2000 年以后上升到 8.6%，上升更为猛烈。如果我们去计算中下游行业的净利率，其盈利能力的改善要温和得多。

图 14：中国上游工业企业税前销售净利率（年度，%）



数据来源：CEIC 光大证券研究所

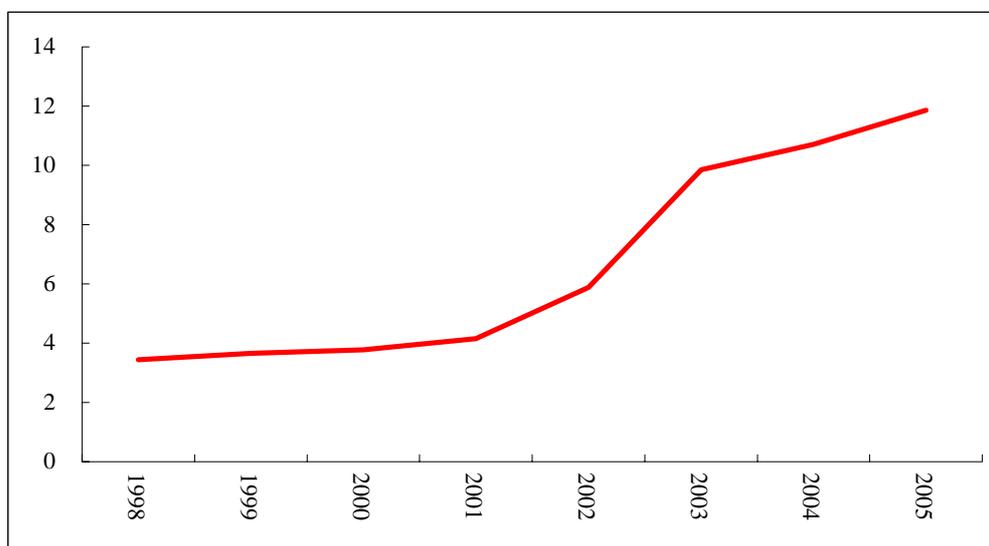
许多分析员强调市场化导向的改革对企业盈利能力的影响，这无疑是正确的。容易指出的是，这样的分析可能没有触及到问题的根本。因为它无法解释电力和能源消费弹性的上升、无法解释固定资产投资波动平台的上升，也无法解释盈利主要集中在上游行业的事实。

那么推动这一结构变化的主要原因是什么呢？

尽管人民币汇率变化、经济周期因素、市场化改革、宏观经济管理、加入WTO 等都可能与此相关，但我们想提出的推测是：推动这一变化的主要力量很可能是在 2001 - 2002 年前后，中国的消费结构发生了巨大变化。

我们紧接着来看看有关证据。图 15 是剔除价格因素后，轿车购买占可支配收入的比重。我们能够看到，大约在 2002 年以后，轿车购买上升了一个平台。

图 15: 轿车 (Sedan) 占可支配收入比重

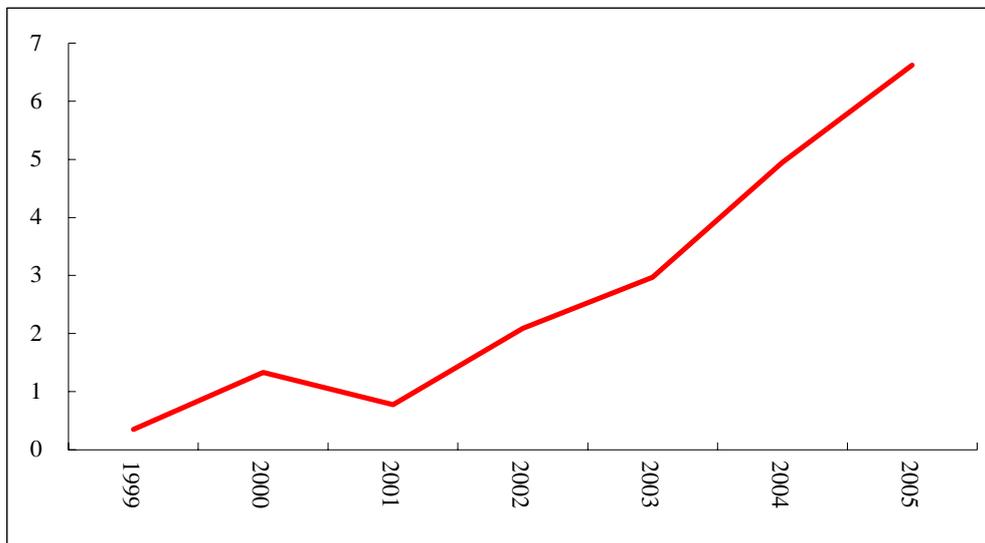


数据来源: CEIC 光大证券研究所

如果我们采用住户调查的数据，结论是类似的。在 2001 - 2002 年以后，中

国住户部门消费结构之中，购买汽车的比例经历了比较大的上升。

图 16: 入户调查数据中汽车消费占比

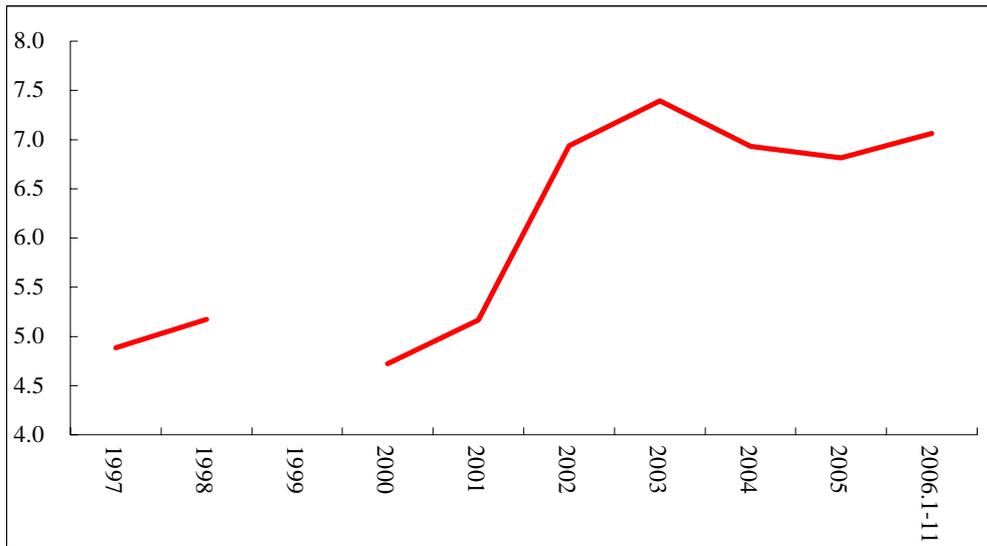


数据来源: CEIC 光大证券研究所

注: 此处分母为入户调查资料的城镇可支配收入定基数; 分子为城镇家庭汽车拥有量变化

检查中国全社会消费品零售中汽车销售的占比，结论也是一样的。

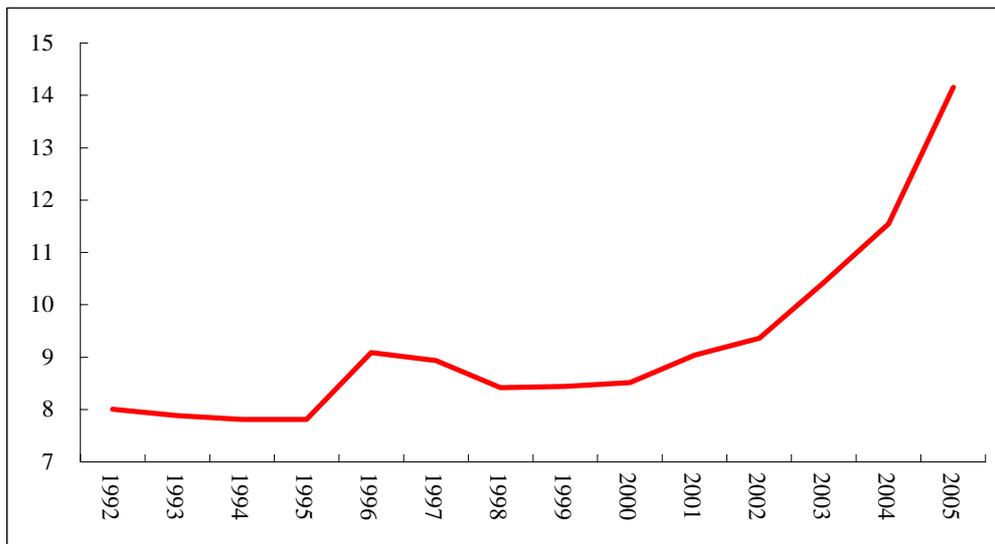
图 17: 限额以上社会消费品零售中汽车销售占比 (%)



数据来源：CEIC 光大证券研究所

我们再来计算在中国住户部门可支配收入之中用于购买住房的比例。容易看到，这一占比在 2002 年以后也经历了比较大的上升。

图 18：FOF 住户部门住宅投资占可支配收入比重（%）

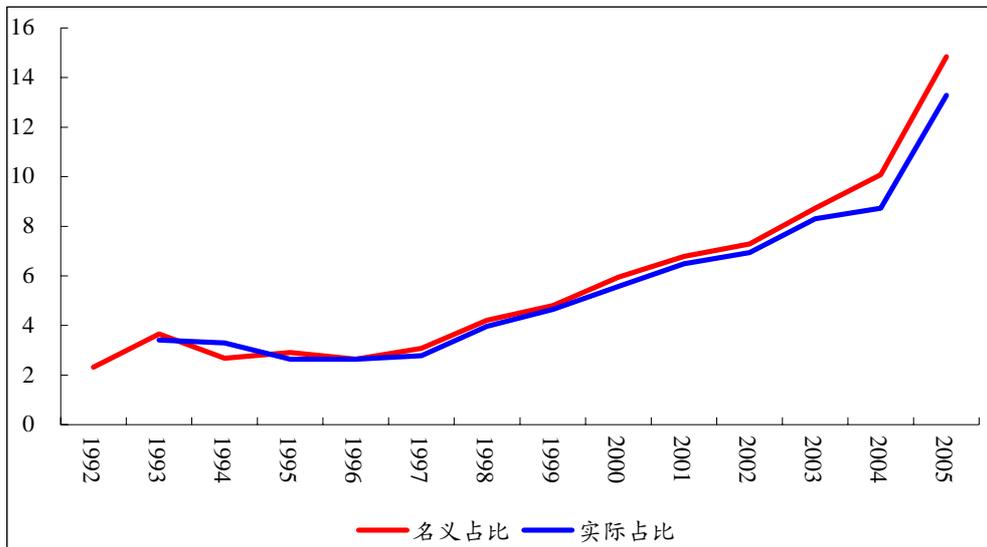


数据来源：CEIC 光大证券研究所

注：2003 年之前数据来自于资金流量表，2004-2005 年的数据分别来自于个人投资与入户调查资料中的收入。

如果我们计算商品房销售占全社会消费品零售的比重，结论是一样的。

图 19：商品房销售额占社会消费品零售的比重（%）



数据来源：CEIC 光大证券研究所

这些数据说明，在 2001 - 2002 年以后，中国居民的消费结构的确经历了非常大的变化，这样的变动并不是一次性的脉冲，而是一直持续到现在的结构变动。

住户部门的最终消费结构在短期内发生了这么大的变化，经济体系的供应结构就需要调整来适应这种变化。由于供应结构的调整滞后于需求结构的变化，经济的许多结构参数、包括盈利分布等都发生了变动。在技术层面上，这既会带来住房和汽车生产部门的扩大，也会由于瓶颈的出现形成进一步的派生投资。

在派生投资的层面上，证据是很难观察的，原因在于我们不能确切知道瓶颈会出现在哪些行业，以及如果这些行业出现了瓶颈，它都需要什么样的投资。

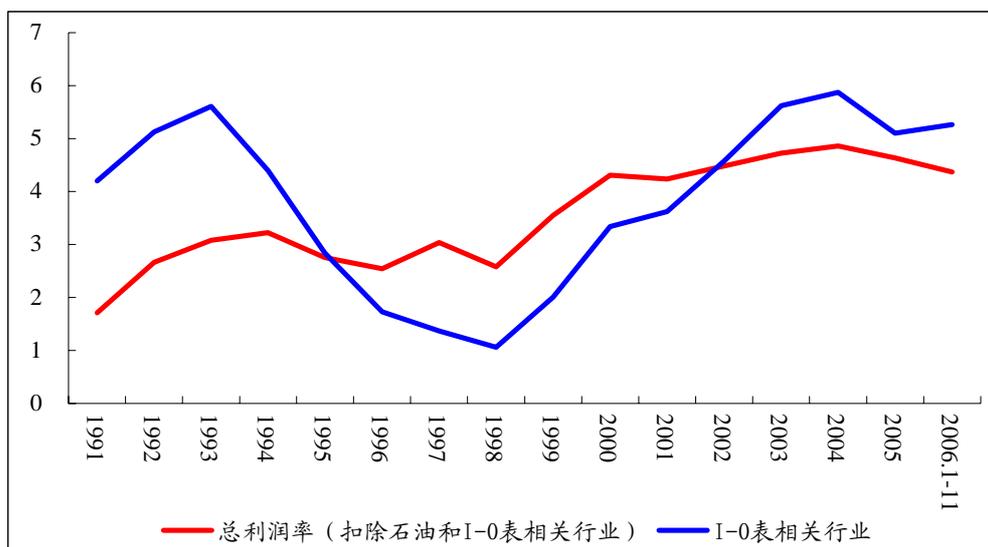
但住房和汽车生产部门的扩大是可以观察的，办法是研究中国投入产出表的

完全消耗系数表，从而找到与此相关的行业。

我们可以做出的一个初步预测是：以投入产出表的完全消耗系数表为基础，与住房和汽车的生产密切相关的行业，其盈利和（或）产出的占比一定在上升。

遵循这样的思路，我们理出了在住房和汽车生产的扩大中，受益最大的前十大行业，计算了其盈利和产出占比情况。作为对比，其它行业也进行了类似的计算，结果见下图。

图 20：中国住房汽车相关行业与其他行业销售净利率对比（年度，%）



数据来源：CEIC 光大证券研究所

注 1：根据 2002 年中国投入产出表，我们筛选的住房汽车行业为：化工原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶、塑料制品业、非金属矿物制品业、黑色和有色冶炼和压延加工业、通用、专用、交通运输设备制造业等 10 个行业。

注 2：1991—2001 年期间，住房汽车行业销售净利率为 3.2%，2002—2006 年期间上升到 5.3% 的水平；其它行业则从 3.1% 变动到 4.6%。

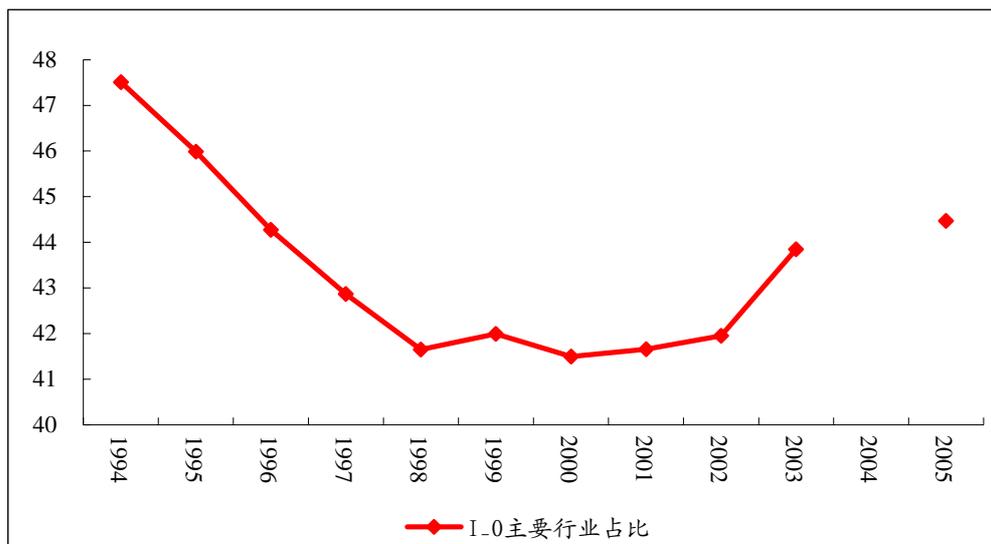
容易看到，在 2000—2001 年之后，住房汽车相关行业的盈利确实上升得更明显，绝对水平也更高，这与刚才的推断比较一致。

令人困惑的是，在 1990 年代早期，住房汽车相关行业盈利一度也很高，并随后经历了系统性的恶化过程，其速度也快于其它行业。造成这种局面的原因是什么，仍然不是很清楚。

这也许说明这些行业对固定资产投资更敏感。在 1990 年代早期，投资受政府计划的影响更大，缺乏最终需求和企业盈利方面的支持；在晚近的时期，固定资产投资受到需求和企业盈利的坚实支持，所以较长时间维持在高位增长。

这些行业产出方面的情况是类似的。

图 21：住房汽车相关行业产出占工业增加值比例（年度，%）



数据来源：CEIC 光大证券研究所

我们感兴趣的是：中国供应结构正在进行的这种调整是否会在 2007 年逆转呢？

我们的看法是不会，在 2007 年不会，甚至在更长的时间里也不会。我们认为这一结构变化的可持续性至少取决于两个因素：

第一、消费结构的变化是否是可持续的。如果消费结构的变化是一个脉冲，那么整个供应结构就不需要大的调整，并且很快就会调整到位。迄今为止中国消费结构的调整可能仍然在继续进行，在未来可望继续如此。尽管需要观察进一步的数据，经济未来也会面临新的冲击，但消费结构目前正在经历的变化应当具有可持续性。

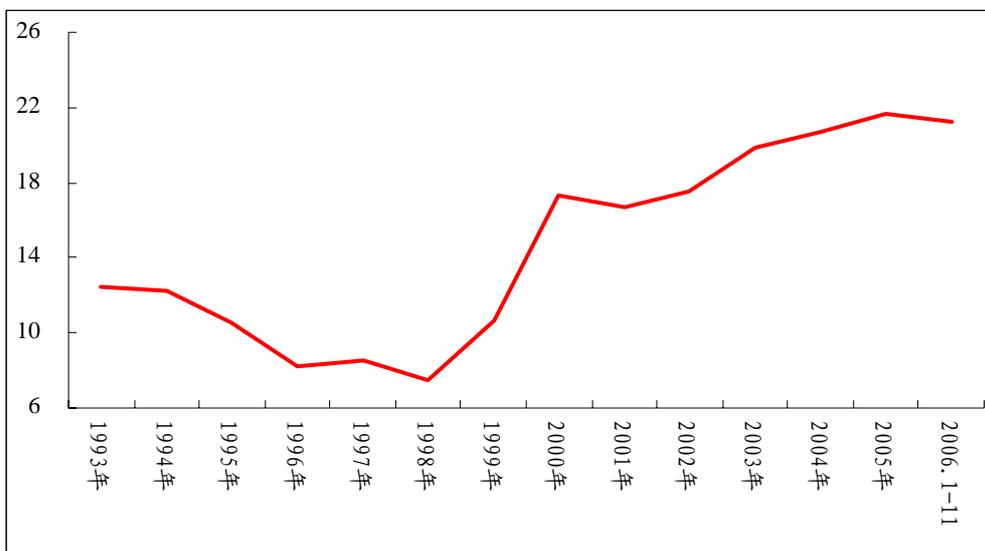
第二、供应结构结束调整的标志之一应该是企业盈利回归到正常水平。尽管我们无法确切地知道企业盈利的正常水平是多少，但目前中国企业盈利能力接近历史最好水平，以及利润相对集中在上游行业等事实暗示，目前企业的盈利水平可能明显高于其正常水平。

总结这里的讨论，我们看到中国最终消费结构的调整还没有结束，企业盈利明显高于正常水平，在金融市场上，我们观察到经济体系中性利率的下降，在国际贸易中，我们观察到巨大和持续增加的贸易顺差。这四方面的证据暗示，中国正在经历的供应结构调整在 2007 年不会结束，甚至在更长一段时间里也不会结束。

五、资本劳动收入格局变化

对于中国工业企业盈利能力情况，我们从收入法的角度进行进一步讨论。

图 22：中国工业企业税前利润占增加值的比例（年度，%）



数据来源：CEIC 光大证券研究所

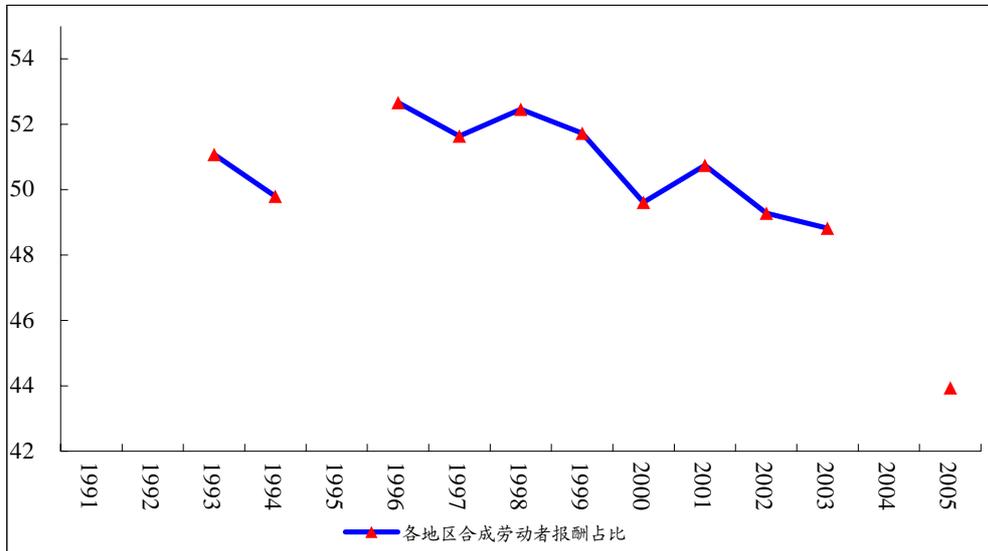
从收入法的角度看，如果忽略折旧、利息和税收等的影响，简单地说，企业创造的增加值要么被企业主拿走了，表现为利润；要么被工人拿走了，表现为劳动者报酬，二者必居其一。

这意味着在 2000 年以后，由于企业盈利能力的显著上升，在国民收入的分配中，劳动的占比可能经历了显著的下降。

我们紧接着从国民经济核算的角度再来看一下相关数据。图 26 是收入法下劳动者报酬占整个 GDP 比例的变化。容易看到，2000 年以后，特别是在 2002 年

以后，劳动者报酬在整个国民收入之中的占比确实经历了明显下降。

图 23: 收入法下劳动者报酬占比（年度，%）



数据来源：CEIC 光大证券研究所

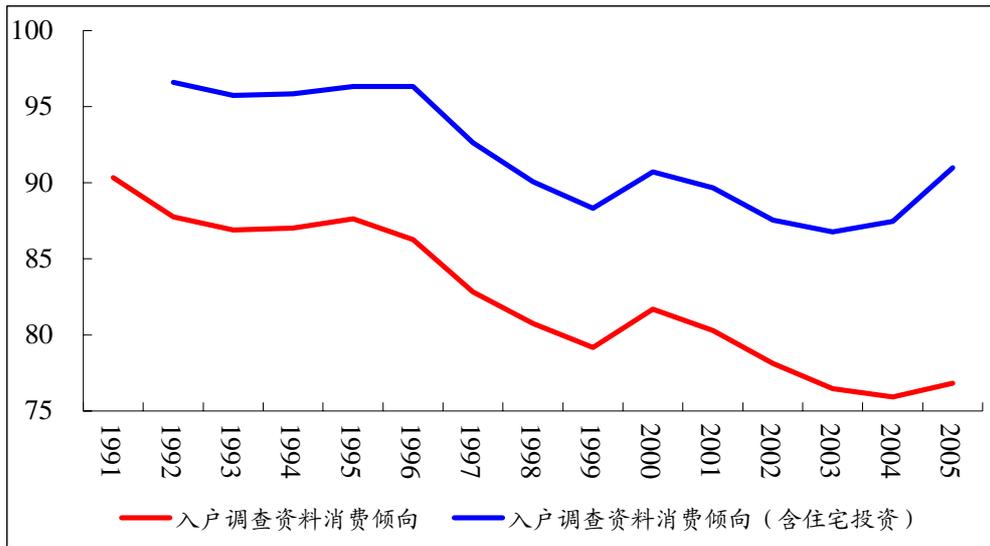
注：由于口径原因，2005年的数据与此前不可比。

把这两个方面的证据结合在一起，我们大体能得到的结论是：2001年以后对于劳动者来讲，他们的收入占整个国民收入的比例越来越低（与此对应，资本报酬的占比越来越高）。

然后我们研究一下住户部门的消费倾向，即消费占住户部门可支配收入的比例。

在图 24 中，红线是用通常定义计算的住户部门消费倾向，蓝线则在消费中加进了住房开支。把住房开支划入投资而不是消费只是一个定义上的问题。从推动最终需求的角度看，把住房开支定义为广义消费并没有很大的问题。

图 24: 我国住户部门消费占收入比重 (%)



数据来源：CEIC 光大证券研究所

我们看到无论对于广义消费倾向还是狭义消费倾向，1996年之后都经历了一个猛烈的下降过程，其中在2000年因为一些不明原因，消费倾向出现了一个一次性的脉冲。这一脉冲持续的时间很短，但是对当年的经济形势和消费品零售产生了可观的影响。这一脉冲产生的原因迄今仍然不是很清楚。

我们要强调的是，从2004年以后，住户部门的消费倾向开始上升；如果包括住房开支，那么住户部门消费倾向的上升更加明显。这意味着住户部门消费行为并没有问题。

这说明，如果认为当前中国的消费太低，那么原因并非住户部门不愿意消费，而是因为住户部门的收入增速慢于国民收入的增速，是因为在国民收入的分配格局中发生了不利于劳动的变化。

国民收入分配格局的变化与此前讨论的经济中的其它结构变化在时间上大体相当，很可能来源于中国消费结构的变化，以及由此发生的供应结构的过渡性

调整。

如果这样的分析是正确的，它将显示：扩大消费必须立足于扩大投资，因为只有通过进一步扩大投资，资本的报酬才会下降，劳动的报酬才会进一步上升，并最终推动国民消费的增长。

六、结论

本文是 2003 年 8 月以来系列季度主题报告的继续，是我们迄今为止的第十四份主题报告，也是 2007 年 1 季度的主题报告。

在 2006 年 4 季度的主题报告中，我们更全面地梳理了资产重估的理论基础，分析了我国资产重估的基本状态，并对其未来趋势进行了预测。我们认为：适当时为止的绝大多数证据显示，中国资产重估过程远未结束；对于 2007 年的情况来说，就资产谱来看，可能出现“债市小涨、股市中涨、地市大涨”的格局。

在本报告中，我们简要总结了有关资产重估问题的争论，分析和预测了 2007 年的消费和进出口情况，检查了住户部门消费结构变动的证据，并讨论了它和中国经济结构变动之间的可能联系。

我们认为：2007 年中国的社会消费品零售增长率继续上升，贸易顺差将再创新高，并推动资产重估进一步发展；可能由于消费结构变动的原因，中国固定资产投资增长率的平台大约自 2002 年以后出现了系统性上升，并有望在较长时间内维持在这一水平。