

2007-03-22

周金涛

8621-33130733

zhoujt@cjsc.com.cn

陈文招

8621-63238478

chenwz@cjsc.com.cn

二季度投资策略（一）

中国经济篇

增长的收敛

-----繁荣后期的经济景象

报告要点

- 从日本起飞繁荣后期的经验看，出口消化产能和内需的强劲增长将带来紧缩固定资产投资之后的经济繁荣。而随后的繁荣后期，则将出现投资收敛、结构性通货膨胀和外部环境日益敏感三个主要特征，我们就是从这三个要点来描述繁荣后期的经济景象。
- 中国的固定资产投资内在的具有衰减型周期波动的特征，2006年以后开始进入收敛过程，收敛的均值当在20%附近。投资收敛的根本原因是基于消费结构变迁所引起的供需结构矛盾正在趋于平衡，而政府对未来固定资产的态度一定是控制而不是放松，试图通过投资引致投资来解决产能过剩潜在压力的方式只能导致更严重的产能过剩和经济衰退。投资收敛意味着经济体内部正在积聚周期性风险。
- 2006年中国和外部经济周期不同步导致的出口增长在消化国内产能和稳定经济增长方面的作用十分明显。但通过OECD经济体工业生产趋势的判断，今年下半年可能出现中国和国际经济周期趋于同步的过程，外部经济回落对中国出口和经济增长的影响在二季度后可能会逐步显现。
- 生产率差异的通货膨胀源自于劳动力价格的上升和不同行业生产率提高的差异，生产率差异的通货膨胀更多的是起飞过程中一个国家价格体系调整的过程。这给我们的启示是：一是从总量上看，中国2007年的通货膨胀可能只是温和的。二是价格体系调整存在着结构性机会，主要包括农林牧渔和服务业中的资源类行业，如旅游。
- 经济的收敛意味着经济运行质量的下降，这是我们看待下半年经济时应该注意的风险。但在经济真正衰退之前，牛市的繁荣机制仍然存在，只不过这个繁荣机制风险的聚集已经开始，这种风险的根源在于固定资产投资下降和外部冲击的敏感。或许当减速形成更强的减速预期时，就是对繁荣机制形成冲击的开始。而随后中国经济的柳暗花明可能孕育着2007年末的机会。

相关研究

《牛市的繁荣机制依然存在》，周金涛、陈文招，2007年2月

《习惯牛市，习惯震荡》，陈文招、周金涛，2007年1月

《经济变局时代》，陈文招、周金涛，2006年7月

正文目录

前言	1
衰退前的状况——日本的经验	1
投资的波动周期及其收敛的内在机制	2
投资的波动周期	2
投资波动的内在机制及其趋于收敛的依据	3
经济波动趋同的风险	5
经济波动异步延长经济周期	5
关注下半年中外经济波动趋同的风险	6
生产率差异的通货膨胀	8
生产率差异的通货膨胀	9
总量：PPI 回落和 CPI 温和上涨	10
生产率差异通货膨胀的机会	11
增长的收敛——繁荣后期的经济景象	12
增长的收敛	12
经济增长的收敛与牛市的繁荣机制	13

图表目录

图 1：日本的 GDP 增长率和投资增长率	2
图 2：日本起飞时期的通货膨胀	2
图 3：中国固定资产投资及其增速	3
图 4：房屋销售面积月底累计同比增速（%）	4
图 5：民间汽车拥有量增速	4
图 6：固定资产投资增速和 GDP 缩减指数（%）	4
图 7：固定资产投资月度累计增速	5
图 8：固定资产投资的先行指标继续出现大幅回落	5
图 9：2006 年消费投资和出口增速	6
图 10：OECD 工业国工业生产和国内出口	6
图 11：美国消费者信心和失业率（%）	7
图 12：美国零售和工业生产增长双双出现回落	7
图 13：失业率增速（右）和工业生产增速（左）呈负相关	8
图 14：OECD 国家工业生产及其先行指标	8
图 15：日本起飞时期的通货膨胀的结构（1960-1965 年）	9
图 16：日本起飞时期的劳动供求与物价上涨	9
图 17：中国的劳动力工资增长	10
图 18：典型的美国中周期的 CPI 和 PPI	11
图 19：工业化期间韩国中周期的 CPI 和 PPI	11
图 20：工业化期间日本的批发价格分类指数（1960-1966 年）之一	12
图 21：工业化期间日本的批发价格分类指数（1960-1966 年）之二	12
图 22：日本劳动力价格重估推动消费成长	13

前言

这种产出、价格、利率和就业的升降运动构成了经济周期。他成为最近两个世纪里经济的特征——甚至还可以推远一点，从错综复杂、相互依赖的货币经济开始取代自给自足的前商业化社会以来就是这样。

——萨缪尔森

我们所观察到的大部分经济问题都在很大程度上是经济周期问题，实际上，经济周期不仅仅是经济波动那么简单，对于证券市场投资策略而言，更为关键的是解析周期每一个阶段的特征。

研究 2007 年中国经济的特征，如果仅仅观察经济生活中延续的现象，显然并不能看清经济演变的方向，因为当中国经济进入中周期繁荣的后期阶段以后，经济中的现象将充满着迷惑性。而我们的研究方法是，我们坚信所有市场经济中周期运行的阶段性特征都具有类似性，所以，我们如果用经济理论和经济史方法看待经济运行方式将更有穿透性。

因为经济起飞阶段经济运行方式与成熟经济体存在着较大的差异，所以，研究处于工业化起飞阶段的经济体在中周期繁荣后期的特征则对中国有着强烈的借鉴意义。这里，我们还是选取了日本的类似阶段，而根据我们对日本经济工业化的理解，我们选取日本工业化起飞期第一中周期（即 1955-1964 年）中的繁荣后期阶段，也就是 1962 年至 1964 年的阶段进行比较研究，我们确实发现了惊人的相似之处，而这对于解析中国经济 2007 年的演绎方式确实能够给我们带来更加宽广的视野。

同时，我们还不能忽视对成熟经济体在每一个中周期繁荣后期基本特征的解析，这种研究的目的虽然对中国本阶段研究有些借鉴意义，但更多的是为了描述中国在进入 2007 年以后将要面临的外部经济环境。

衰退前的状况——日本的经验

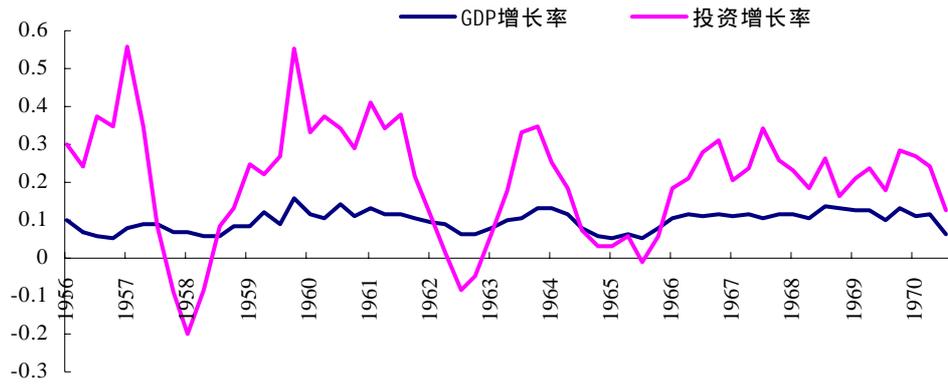
对于日本经济起飞的增长机制，“总的来说，这个时期高速度增长的特点是，在主要以引进美国技术所支撑的重化学工业为基轴的设备投资主导下，所谓投资引起投资的效果，即产业关联效果，同收入水平提高所以引起的大众消费加快相结合，促使政府实行了收入倍增政策和进口自由化政策，同时促使历时三年有余的大型繁荣得以实现”（《日本通商产业政策史》第 8 卷，40 页）。这实际上就是我们所说的城市化工业化和消费升级。

而在 1962 年的《经济白皮书》中，称日本进入经济转型期，其问题的核心是，日本经济在存在设备投资过热倾向，如果产能扩张过于严重，则不可避免带来增长的调整，所以，日本政策上期望将增长模式转道消费和财政政策上来。这实际上就是 2004 年以来中国执行的控制固定资产投资政策和紧缩性的货币政策。

但是这种政策调整和紧缩并没有给 1962 年的日本带来明显的经济衰退，反而在 1963 年出现景气恢复。其原因在于，其一，在欧美经济景气上升的情况下，日本的出口猛增。其二，由于大部分投资属于中期性质的投资，因此并没有立即转换为产能从而引起产能过剩。其三，内需的坚实基础。实际上，这些因素或多或少是中国 2006 年以来经济繁荣的基本支撑因素，比如出口消化产能和内需的强劲增长。

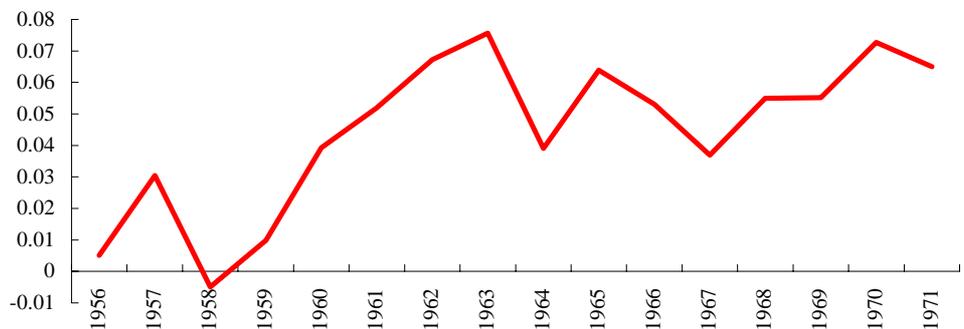
而在随后的经济增长中，也就是我们将要重点研究的阶段即 1963-1964 年中，当时的经济增长特征可以总结为三个特征，其一，设备投资的恢复力弱；其二、消费物价的上涨明显；其三、外部环境，欧美经济的影响日益重要。

图 1：日本的 GDP 增长率和投资增长率



资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 2：日本起飞时期的通货膨胀



资料来源：《日本通商产业政策史》，长江证券研究所

实际上，投资疲软和生产率差异的通货膨胀可能将是经济繁荣后期的重要特征，这一点已经为欧美发达国家的周期历史所证明，而中国在进入本轮经济繁荣的后期之后，实际上也开始或者正在具有工业化起飞繁荣后期的特征，而我们正好是从投资、消费和价格以及外部环境等几个方面来找寻未来经济增长方式的线索。

投资的波动周期及其收敛的内在机制

投资的波动周期

一切经济周期研究的逻辑起点都是固定资产投资，凯恩斯理论认为资本边际效率的周期性变动是经济周期波动的主要原因。所以，资本边际效用的下降导致的固定资产投资的波动是经济周期研究的入手点，也是我们这篇文章的逻辑起点。

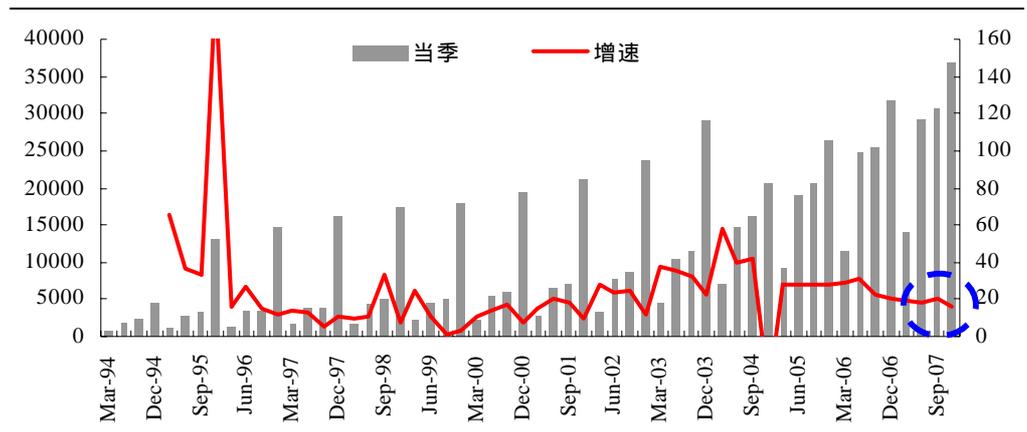
按照陈磊的研究（《中国经济周期波动的测定和理论研究》，2005）中国的固定资产投资内在的具有衰减型周期波动的特征，其基本特征为：其一，周期的长度在 8 年-9 年左右。其二，内在的传导机制可以决定固定资产投资波动的 64%，而外在冲击影响三分之一。其三，周期波动的振幅在第二年将减少 45%，第四年将衰减为原来的 30% 左右。这表明在没有外生冲击的情况下，投资会以比较快的速度趋于平衡，我们根据上述结论对中国的固定资产投资进行了仔细的分析和研究，从中可以得出几个结论。

根据周期长度的经验值，中国固定资产投资内在衰减期 8 到 9 年计算，中国的固定资产投资本轮周期将从 1999 年四季度低点起算，到 2006 年以后开始进入收敛过程，至 2007 年以后可能产生低点。实际上，根据我们对前几个周期波动特征的观

察,我们理解收敛过程就是一个波动减弱趋近均衡值的过程,所以,固定资产在 2007 年的走势基本上应该还是处于窄幅波动的状况,而根据现在的状况,收敛的均值当在 20%附近。而本轮周期固定资产投资的低点最可能出现在 2008 年。

我们用历史数据对 2007 年的固定资产投资状况进行了估算,整个 2007 年的固定资产投资基本会稳定在 20%附近,这种估算除了数字的意义之外,还有一个意义就是解释 2007 年固定资产投资的波动过程,虽然总体来讲波动或会收窄,但是 2007 年总体应该是固定资产投资回落的过程,直到 2007 年年末出现小幅反弹。这种波动过程肯定会影响 2007 年全年资本市场的走势。

图 3：中国固定资产投资及其增速预测



资料来源：CEIC，长江证券研究所

投资波动的内在机制及其趋于收敛的依据

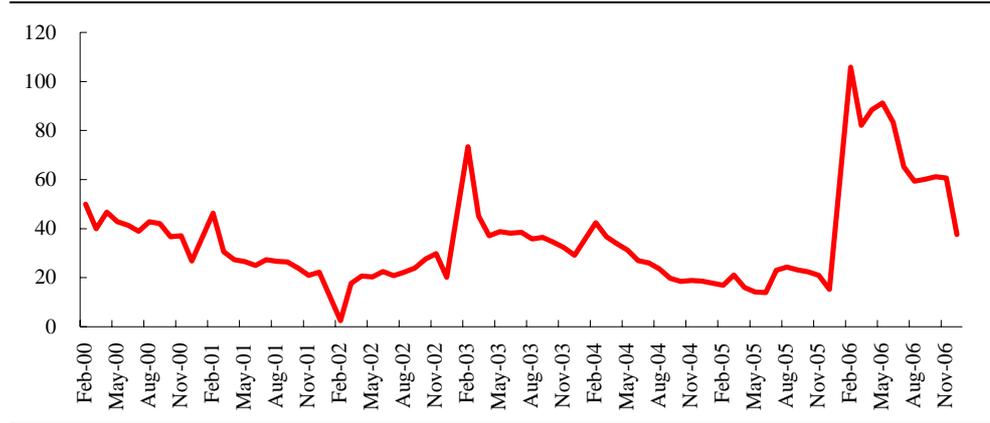
固定资产投资波动的周期规律可以得到投资波动机制的印证。在本轮经济周期起步时期,基于居民消费结构变迁引起的需求结构变化,主要是汽车和房地产消费需求的大幅增长,经济系统中既定的供给结构遭受了需求结构变迁的冲击,表现为供需结构性失衡和物价体系的上升,从而企业利润回升并导致投资扩张,而投资扩张又通过产业关联关系引致新的投资,从而导致经济周期性繁荣。2004 年之前经济运行特征大体如此。

但是,基于消费结构变迁所引起的供需结构矛盾可能正在趋于平衡,这意味着投资扩张过程将面临终结而趋于收敛。从需求角度看,尽管居民消费结构变迁剧烈程度可能趋于收敛,但是截至去年底的数据仍显示,房屋销售面积和民间汽车拥有量增速仍然保持在过去几年的平均水平之上,我们也并不怀疑中国消费升级的可持续性,但这不能成为否认固定资产投资增长将趋于收敛的依据。因为从供给角度看,2004 年和 2006 年的两轮固定资产投资高峰意味着整个经济体系的产能已经大幅扩张,在当前的情况下,我们认为基于居民消费结构剧烈变化引起固定资产投资再次大幅度扩张的机会已经基本可以排除,并不是说固定资产投资会迅速衰减,但固定资产投资增长趋于收敛的可能性越来越大。

这种判断在一些具体的经济指标上已经有所体现。在 2006 年居民消费增速持续反弹,尤其是汽车消费和房地产销售仍旧保持在本轮周期以来的高速状态下,同时出口仍在迅速增长,但我们并未发现价格体系出现系统性上涨。相反,以 GDP 缩减指数为例,物价不但没有在去年出现系统性上升,GDP 缩减指数在 2005 年见顶后却出现了显著回落。这意味着基于消费结构变迁所导致的投资和供给结构系统性修复可能已近尾声,否则在消费增速不断创出新高的情况下,一定会在去年引起一轮新的物价上升。根据过去的经验,在整个物价系统出现回落的情况下,大体可以认定供需失衡状况的系统性修复过程基本完成,投资扩张的动能将趋于减弱。事实上,

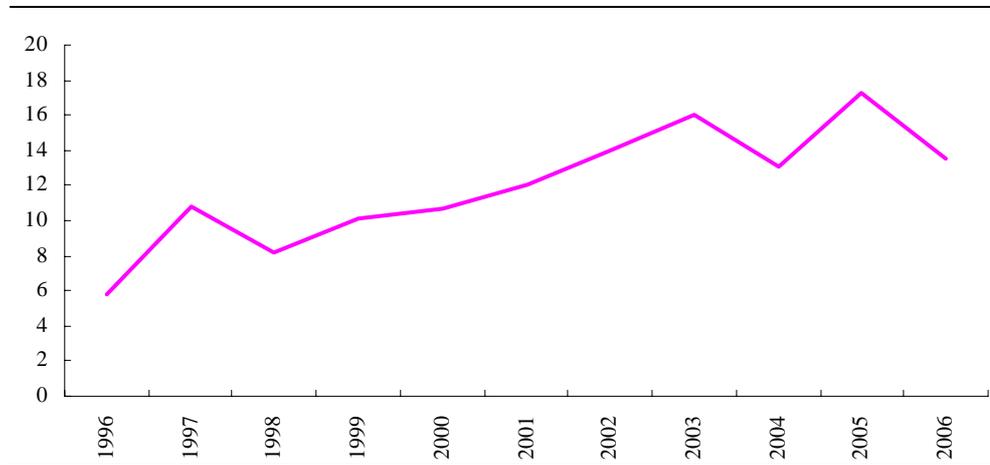
工业品出厂价格指数的走势同样可以说明这一个道理，不再赘述。

图 4：房屋销售面积月底累计同比增速（%）



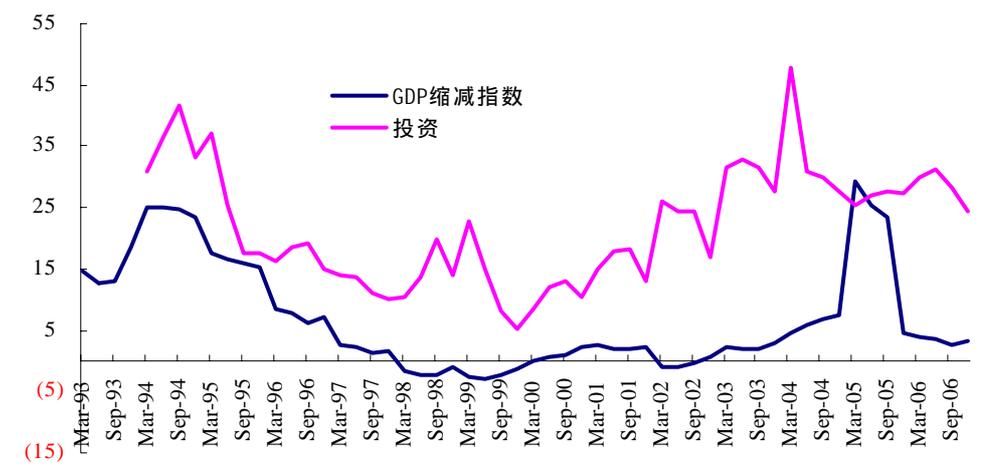
资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 5：民间汽车拥有量增速（%）



资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 6：固定资产投资增速和 GDP 缩减指数（%）

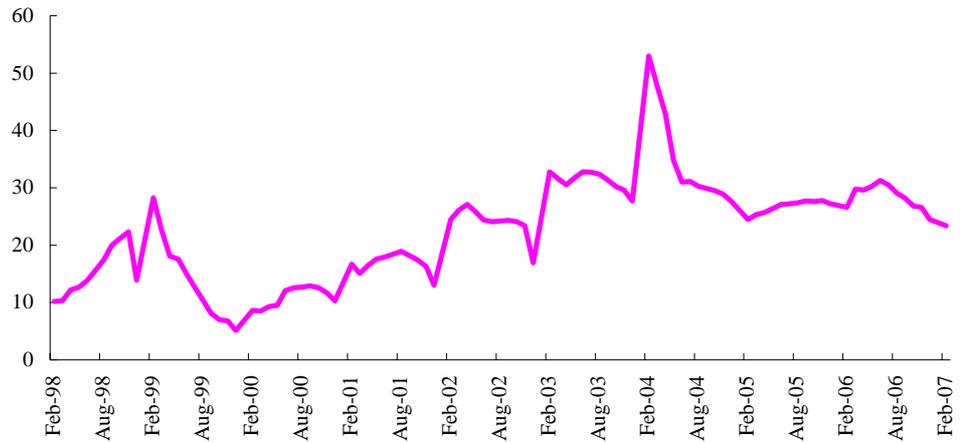


资料来源：CEIC，长江证券研究所

另外一个导致固定资产投资趋于收敛的原因是政府控制。按照上面的分析，在供需失衡的修复接近尾声时，投资的再度扩张只能孕育未来产能的过剩甚至通货紧缩，所以，对投资的控制应是政府政策的必然取向。从固定资产投资增长的先行指标看，2007 年 1-2 月在建项目和新开工项目计划投资增速分别为 9.2%和-35.8%，维

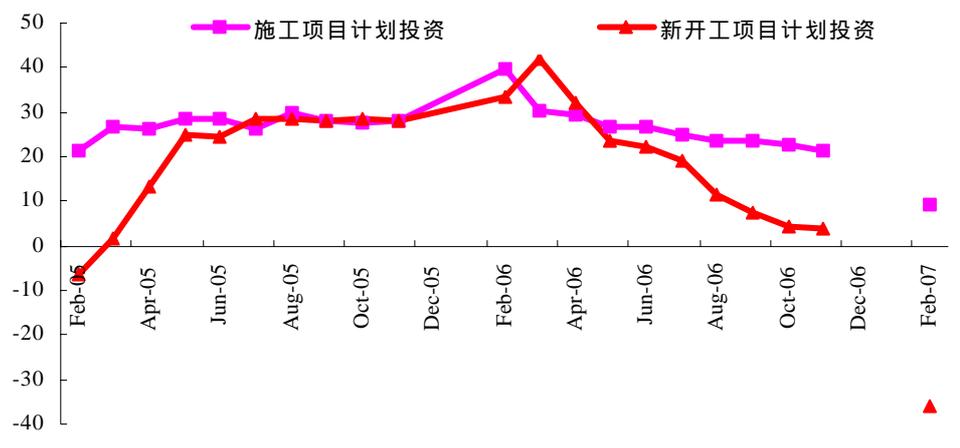
持了 2006 年来持续回落的走势，尤其是新开工项目计划投资出现了本轮经济增长以来的最大跌幅，这可能同样意味着投资扩张的动能将趋于减弱。

图 7：固定资产投资月度累计增速（%）



数据来源：长江证券研究所

图 8：固定资产投资的先行指标继续出现大幅回落



数据来源：长江证券研究所

就中国而言，作为投资拉动型经济体。从经济周期角度说，消费的成长仍然取决于投资，当投资增速持续减缓进而工业生产开始明显放缓的时候，对劳动力的需求和劳动价格的周期性上升可能将告一段落，从 2006 年下半年以来投资增速持续回落可能意味着经济体内部正在积聚的周期性风险。所以，从上述的逻辑所代表的行业特征看，我们或许可以说，当消费类品种如酒类价格还能提升的时候，经济和市场繁荣的机制仍然没有消失，而当投资类品种如钢铁价格开始下跌的时候，可能意味着经济周期繁荣结束的先行信号已经发出。

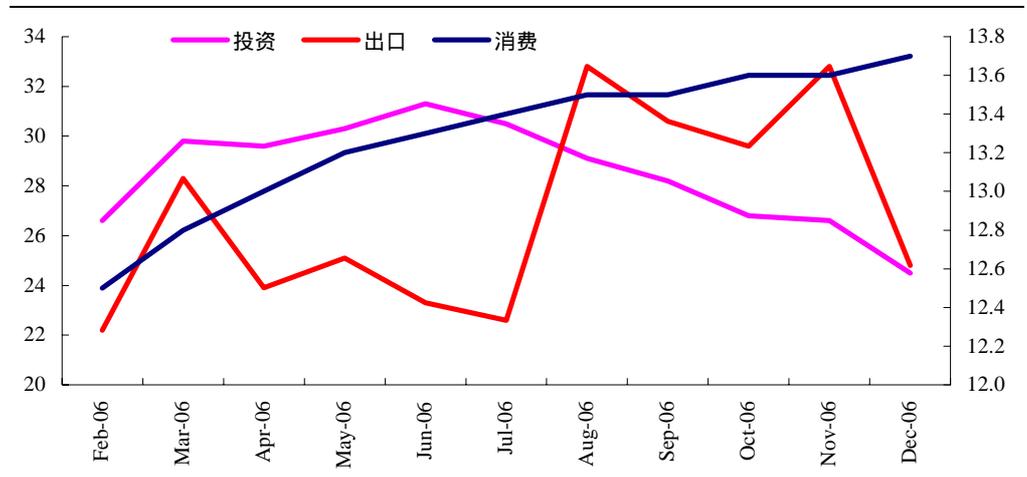
经济波动趋同的风险

经济波动异步延长经济周期

既然我们知道，固定资产投资增速要趋于收敛，而且，当供需失衡的系统修复已经取得较大程度改善的情况下，政府对未来固定资产的态度一定是控制而不是放松，因为，这个时期控制投资才可能是延伸经济周期的手段，而试图通过扩张投资和投资引致投资的方式来避免经济进入明显衰退的手段只可能造成产能的过剩和经济更深的减速。

我们认为，这一阶段已经到来，2006 年下半年来的投资控制和减速就是实例。但在投资增速明显放缓的情况下，而 2006 年宏观经济和微观效益之所以仍能保持较好，其原因是什么呢？如下图所示，我们看到，2006 年下半年出口增速明显比上半年高出一个台阶，而投资增速却明显比上半年出现下滑。直观的理解，出口在消化国内产能和稳定经济增长方面的作用应该是十分明显的。我们认为这种状况主要源自于中国和外部经济周期不同步导致的出口增长。

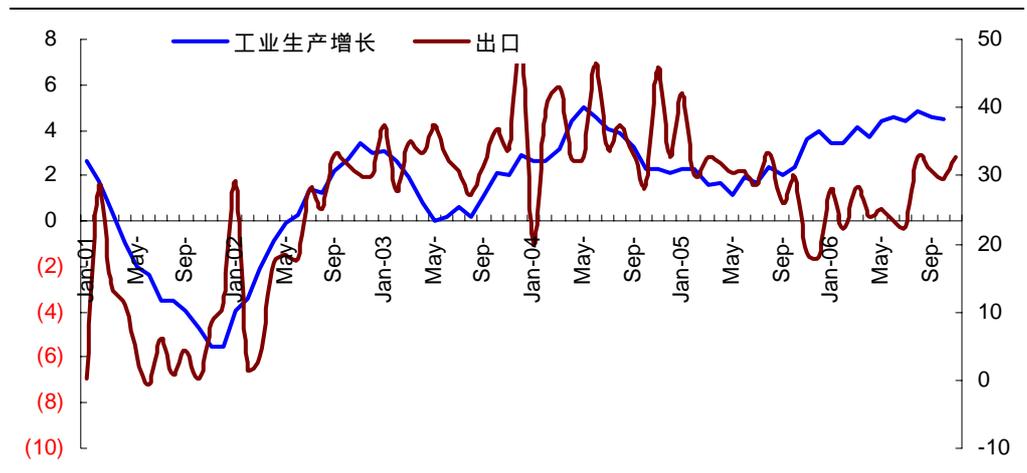
图 9：2006 年消费投资和出口增速（%）



数据来源：长江证券研究所

从数据上看，2006 年下半年 OECD 工业国的工业生产处于明显的景气回升过程，相反，国内投资和经济增长却在下半年出现回落。也就是说，去年下半年以来，国际经济和中国经济波动的不同步导致的出口上升，并稳定了国内经济的增长和价格，否则，国内产能相比需求可能会比现在我们看到过剩，而国内经济和物价可能也不如现在良好。

图 10：OECD 工业国工业生产和国内出口



数据来源：中经网，长江证券研究所

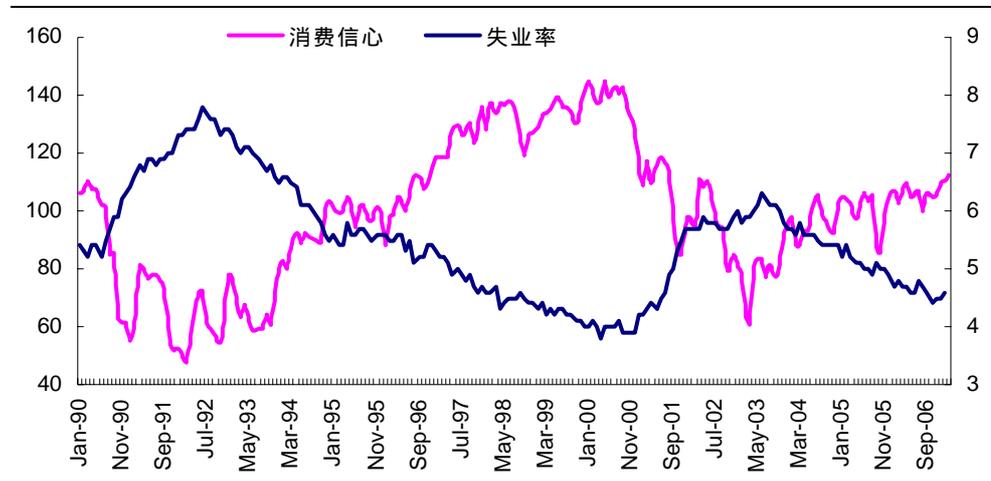
关注下半年中外经济波动趋同的风险

经济周期的繁荣导致失业率降低和劳动力市场的紧张并推动劳动力价格的上升，而劳动力价格的上升最终会产生两个结果：一是劳动力价格上升推动消费增长；二是要么劳动力价格的上升和劳动生产率增速的下滑导致通货膨胀，要么劳动价格上升压缩企业的边际利润。这是经济繁荣阶段后期的主要经济特征。

这种特征事实上已经在 2006 年来的美国经济中体现得十分明显。劳动力价格上

涨为促使消费增长创造条件，因此经济增速的彻底回落从而进入经济衰退往往是一段时期之后的事情，这一时期大概会有 1-2 年左右。在 1990 年代美国经济中周期中，这一过程大概持续了 1.5 年左右。这也正是 2006 年来美国经济在房地产市场逐步疲软的过程中经济不至于迅速进入衰退的原因。进一步观察美国消费信心指数和失业率，在失业率仍处于低位的情况下，劳动市场的紧张和劳动价格的上升过程可能没有结束，从而消费增长仍可以延续。

图 11：美国消费者信心和失业率 (%)

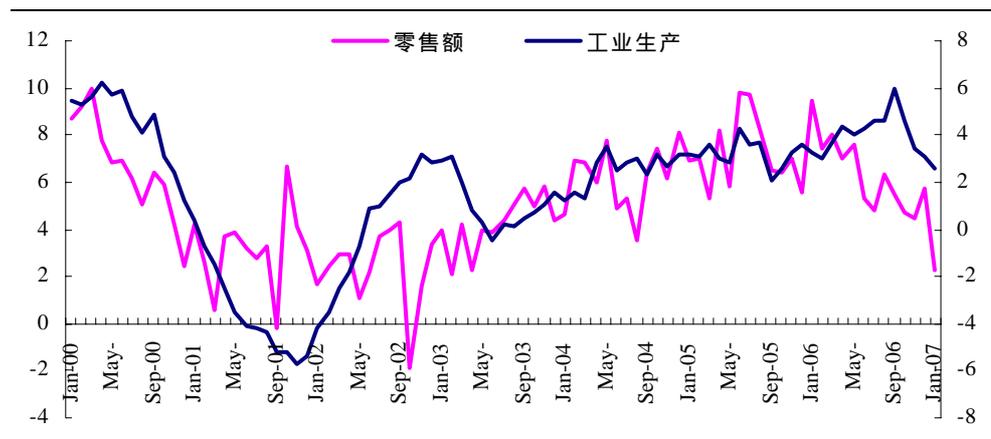


数据来源：BLOOMBERG，长江证券研究所

但是，上述的特征也孕育了经济周期走向减速甚至衰退的机制，当劳动成本推动物价上升和货币政策再度紧缩或者导致企业利润增长结束时，往往就意味着经济周期繁荣的动摇。此时，企业生产和投资都将放缓，最终导致失业率开始掉头向上，从而全球经济周期风险来临的时候。

值得关注的是，我们观察到美国的零售和工业生产增长速度自 2006 年下半年来持续回落，工业生产的回落可能是劳动力市场开始松动的表现，当工业生产进一步减速并可能成为负增长的时候，有可能导致失业率的逆转并加重消费的回落，甚至带来经济的衰退，而工业生产的趋势可能又会受到房地产和建筑业的深刻影响。

图 12：美国零售和工业生产增长双双出现回落

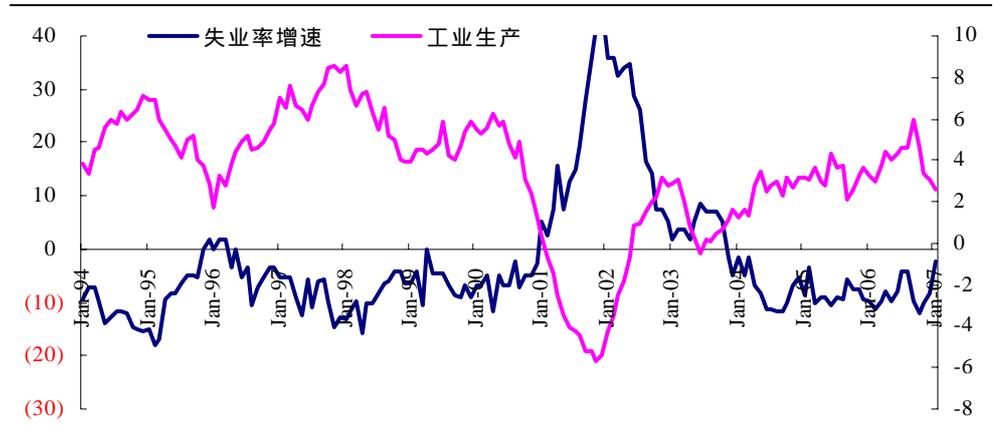


数据来源：BLOOMBERG，长江证券研究所

这种推理和担忧得到了数据的证明。为了观察工业生产和失业率之间的关系，我们将美国工业生产增速和失业率增速之间的数据做了对比分析。数据显示，工业生产增速和失业率增速之间具有典型的负相关关系，这说明工业生产是失业率的先行指标。所以当我们观察到工业生产持续放缓的时候，可能预示着失业率在不久后

会触底反弹，而一旦失业率反弹，则意味着消费者信心和消费增长将回落，经济增长进一步放缓。而与此同时，劳动力价格刚性支撑的通胀压力可能还不会使美联储将货币政策的空间腾出来用于抵制经济增长的放缓。

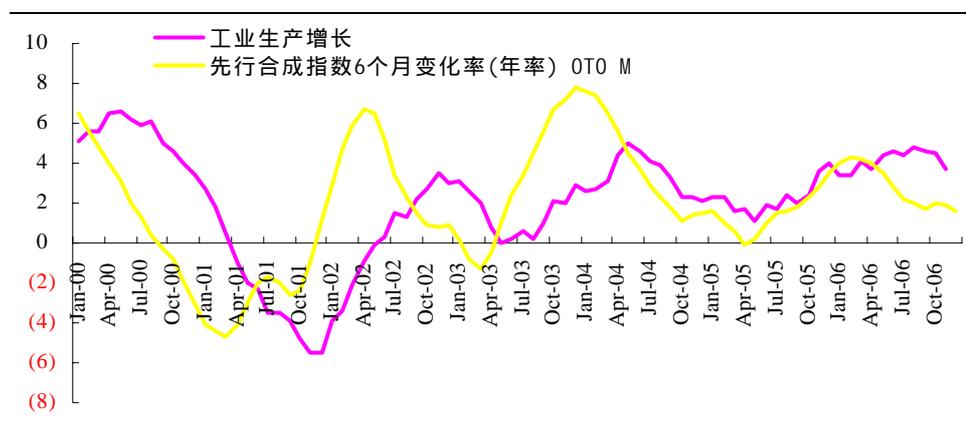
图 13：失业率增速（右）和工业生产增速（左）呈负相关



数据来源：BLOOMBERG，长江证券研究所

上述的分析逻辑同样也适合于 OECD 工业化国家，我们看到 OECD 工业国的先行指标已经出现明显回落，这有可能导致 OECD 经济增长在今年下半年出现明显放缓，从而中国出口也可能受到影响，如果我们判断投资增长趋势是收敛的，那么，今年下半年中国可能和国际经济增长波动周期将趋于同步回落，从而中国经济增长情况可能不如现在预期的高，而物价上升可能也不如现在预期的严重。

图 14：OECD 国家工业生产及其先行指标



数据来源：中经网，长江证券研究所

根据上述分析，在经济供需结构的失衡出现系统性修复之后的投资收敛的过程中，影响经济增长的最大因素是最终需求，尤其是出口需求，因为试图通过投资引致投资来解决产能过剩潜在压力的方式只能导致更严重的产能过剩和经济衰退。这种状况符合日本当年的经济波动规律，在日本高速增长时代，日美贸易摩擦的加剧和石油危机，导致了支撑日本经济高速增长的国际机制的破坏，日本高速增长所内含的矛盾暴露无遗。而通过 OECD 经济体工业生产趋势的判断，我们认为今年下半年，可能是中国和国际经济周期趋于同步的过程，外部经济回落对中国出口和经济增长的影响在二季度后可能会比较明显。

生产率差异的通货膨胀

在经济繁荣的后期，通货膨胀压力往往是经济变局时期的重要特征，而且，通

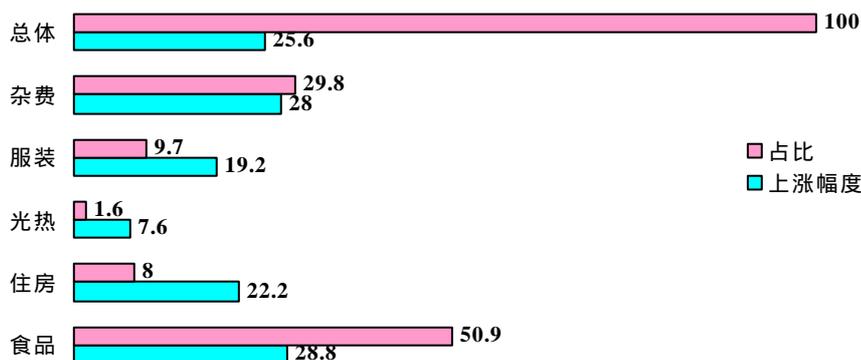
货膨胀所导致的紧缩往往也是经济走向衰退的重要根源，但是，正如我们前文所言，基于消费结构变迁所引起的供需结构矛盾可能正在趋于平衡，由供需结构所造成的通货膨胀压力并不明显，那么，在每一个繁荣的末期的通货膨胀又是何种原因呢，其中的关键就是经济繁荣后期出现的成本推进的通货膨胀的机制，而这一点不仅仅对于通货膨胀的总体趋势有意义，更重要在于价格体系内部的结构变动，这事关我们从价格的角度寻找系统变化中的投资机会。

生产率差异的通货膨胀

关于这种成本推进的通货膨胀机制，我们观察到的现象是，中国的通货膨胀更多的来源于食品领域价格的上涨，对于这种现象的思考，除了季节性因素和气候因素所导致的收成丰歉因素之外，我们在日本起飞过程中的1961-1965年也发现了类似的现象，而日本的经济学家将其解释为“生产率差距通货膨胀”。（高须贺义博，1962）

所谓的“生产率差距通货膨胀”是指，一方面，在大企业形成垄断的领域，在生产效率提高的同时，却能够维持原来的价格；另一方面，当生产率提高，劳动力要素价格上涨之后，在那些未能提高生产率，或者生产率提高缓慢的领域，如中小企业领域，则产生了劳动力成本推动的通货膨胀。

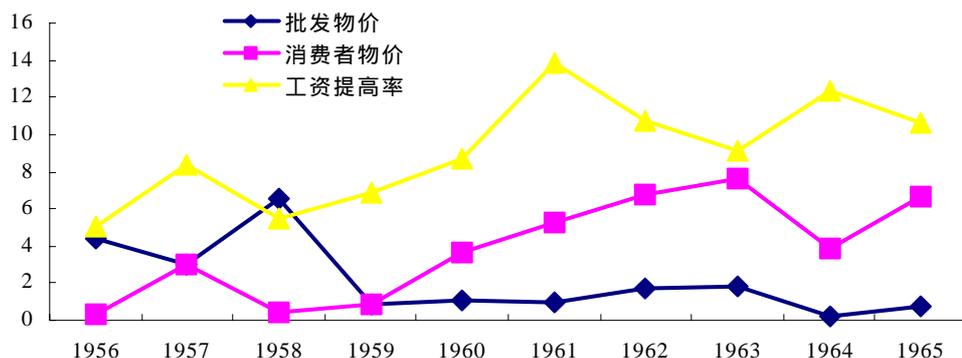
图 15：日本起飞时期的通货膨胀的结构（1960-1965 年）



资料来源：《昭和40年经济白皮书》，经济企划厅

我们思考的结论是，这种通货膨胀的本源是来源于日本劳动力的重估下生产率提高在不同部门的差异。工资的上涨是推动通货膨胀的主要原因。而从结构来看，生产率提高较慢的行业显然是价格上涨最快的行业，所以，农业等生产率不能显著提高的行业，手工特征不适合规模化生产的行业、服务性行业将是价格上涨的主要行业，而带有一定垄断特征的行业也将因垄断的形成而产生价格上涨。

图 16：日本起飞时期的劳动供求与物价上涨

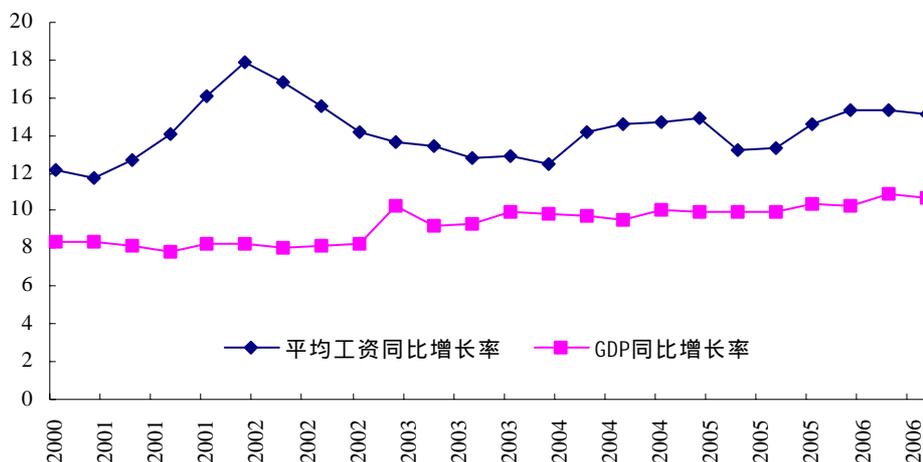


资料来源：《高速增长的时代》，香西泰

我们的理解是这种生产率差异的通货膨胀机制虽然存在于每一轮经济中周期的繁荣后期，但是这种现象更多的存在于起飞阶段之中，因为在工业化起飞进入第一个中周期的后期，由于生产率的迅速提高引致的劳动力价格迅速重估改变了各个要素的价格，在生产率低下领域的工资上涨推升了成本，从而推升了产品的价格。在繁荣后期大众消费时代崛起的背景下，引起生产率低下消费品的重估，带来了阶段性的通货膨胀的结构性变化。所以，生产率差异的通货膨胀更多的是起飞过程中一个国家价格体系调整的过程。而这种价格体系的影响可能会从总量和结构两个角度影响中国未来的通货膨胀。

对于中国而言，这种结构性的价格推动特征已经比较明显，中国自 2000 年以来的工资增长率已经超过 GDP 增长率 5 个百分点以上，从而成本推动的通货膨胀的基础已经具备，而且，随着经济增长带来的生产率差异的加大，我们发现在适合规模生产的劳动生产率迅速提高的领域的价格不能明显上升，而生产效率低，且偏向劳动密集型的产业的价格已经存在了上涨的趋势，这种上涨的趋势在 2006 年四季度的基本表现就是食品价格的上涨，而根据我们对日本情况的研究，这种上涨将持续到中国的经济衰退开始。

图 17：中国的劳动力工资增长



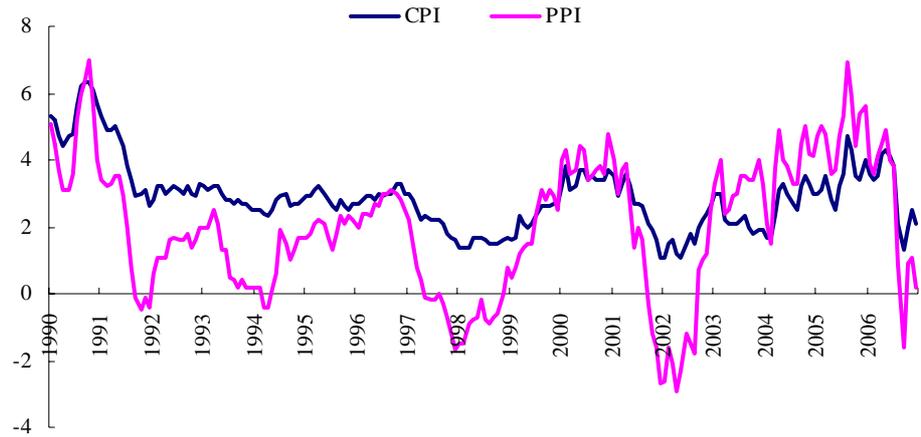
数据来源：长江证券研究所

实际上，看待中国当前的价格问题更多的应该是关注价格体系的调整，也就是价格涨跌的结构性差异，这一点是价格问题的本质，而机会可能也在于此。

总量：CPI 结构性温和通胀

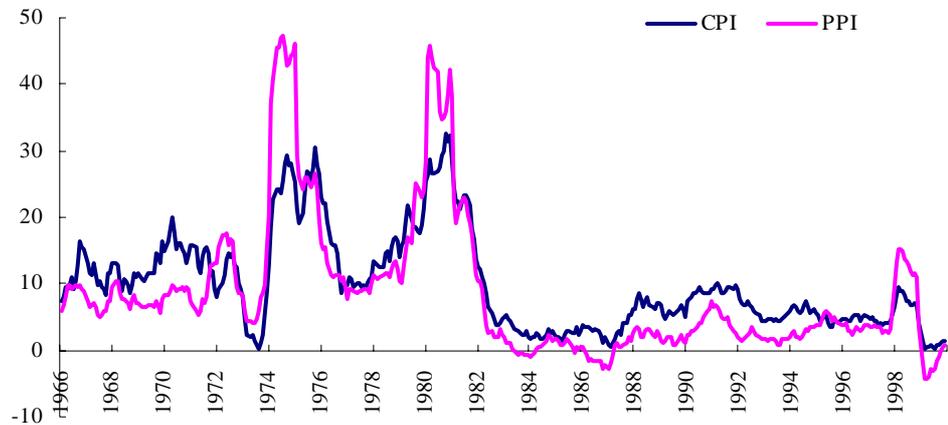
从总量的角度看，基于供求不平衡的通胀机制既然已经不能带来明显的通胀压力，如果排除突发因素造成的原材料价格的大幅波动，则在每一个繁荣的后期，PPI 将没有进一步上升的压力。而在这样的过程中，由于我们表述的生产率差异的通货膨胀原因，CPI 的通胀压力当大于 PPI 的压力，这样通货膨胀的整体推动力也是结构性的，所以不必担心系统性的通货膨胀产生，温和的通货膨胀将是一种趋势。

图 18：典型的美国中周期的 CPI 和 PPI



数据来源：长江证券研究所

图 19：工业化期间韩国中周期的 CPI 和 PPI



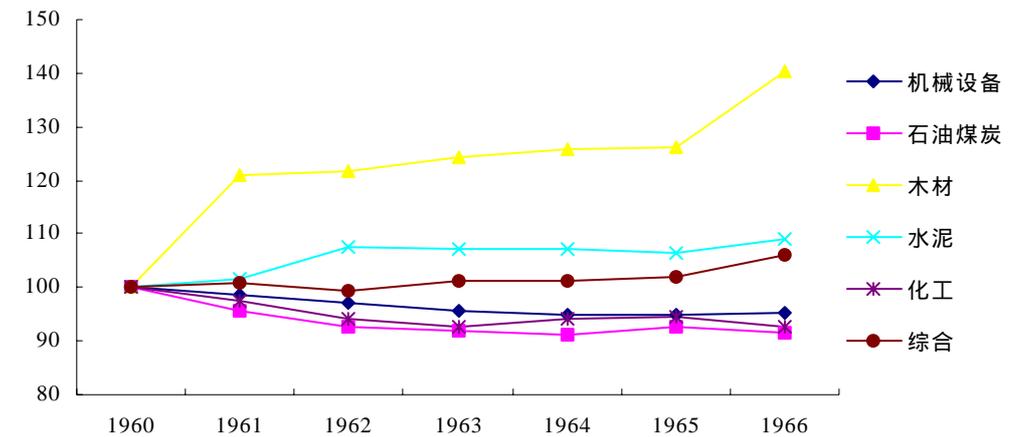
数据来源：长江证券研究所

生产率差异通货膨胀的机会

我们应该从中国价格结构调整的高度来认识价格变动中的机会，生产率差异的通货膨胀带来的价格上升的基本机理基本上就包含着几个部门，这样的部门应该有几个特征，首先，这是一个不能大量采取规模化和提升技术的方法来提高劳动生产率的部门；其二，这是一个资源约束型产业，这导致他劳动生产率不能大幅提高，当然，这种资源约束主要指自然资源是其基本生产要素，并不包括可以通过规模化进行的资源开采；其三，带有服务性特征，不可贸易和转移。

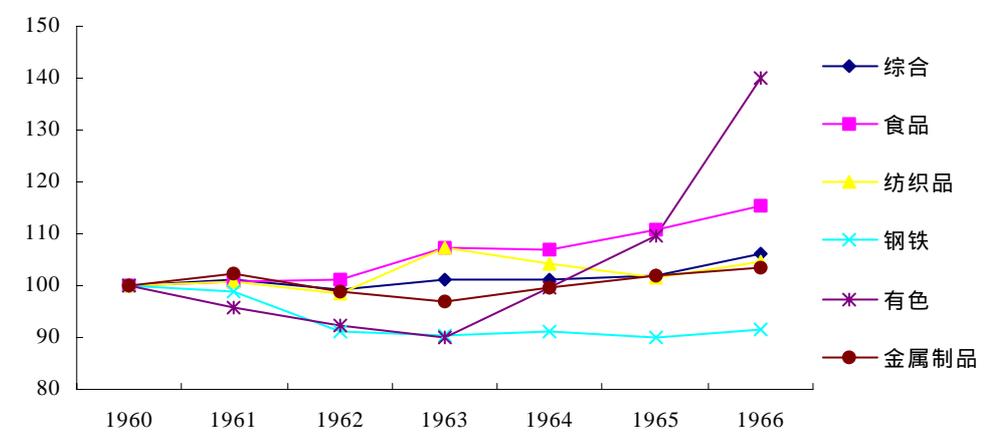
具有这样的产业我们觉得基本存在于两个领域，首先是种植和养殖业，这里以农产品和林业为代表。另一个是服务业中的资源类行业，主要是旅游业、公用事业中的水和煤气，以及医疗保健和个人护理。在中国经济维持繁荣，消费没有明显回落之前，农产品和林业价格的上涨将成为“生产率差距通货膨胀”期间的常态。而旅游和公用事业中的水和煤气虽然会受到价格管制，但仍然存在着不断成本推升的压力，价格的上涨是必然的。

图 20：工业化期间日本的批发价格分类指数（1960-1966 年）之一



资料来源：《法人企业统计年鉴》，昭和41年

图 21：工业化期间日本的批发价格分类指数（1960-1966 年）之二



资料来源：《法人企业统计年鉴》，昭和41年

价格的上涨与相关行业的利润之间的关系可能是我们投资中最关心的问题。实际上，我们指出的这种结构性通货膨胀中的价格上涨更多的带有劳动力成本推动和资源约束的特征，劳动力成本推动显然会挤压价格，而土地和自然生长的规律可能才是提升这种行业业绩的根本原因，当然这种价格上涨应该建立在需求持续旺盛的基础之上，而这些条件可能在繁荣后期表现的最为淋漓尽致。这就是上述行业应当被重估的理由。

增长的收敛----繁荣后期的经济景象

增长的收敛

上述对繁荣后期三个景象，即投资收敛、生产率差异导致的结构性通货膨胀和外生冲击的描述实际上无非说明了在经济繁荣的后期，经济增长将出现一个收敛的过程，所谓的收敛就是经济增长渐趋平衡状态，而在平衡之后，经济的波动性也将收窄，而随后的经济减速何时展开，如何展开，则更多的取决于外部经济的冲击。

实际上，外部经济同样会在 2007 年出现收敛，工业生产增长的回落是失业率上升的前兆，继而是消费者信心和消费增长的放缓，我们认为这些现象正在或者即将在欧美发达经济体中发生，从先行指标判断，2007 年下半年外部经济出现明显回落的可能性是不能排除的。而使这种状况更加复杂的是，劳动力价格的刚性和劳动生

产率放缓所导致的成本推动型通货膨胀压力或许还不能使美联储等央行们把手腾出来应付经济增长的收敛趋势。

下半年中外经济波动的同步收敛或许会使中国经济的减速趋势更加明朗，虽然并不一定表现为 GDP 数据的显著回落，但经济增长的内在质量会下降，这表现为企业利润增速可能出现拐点，整个经济体的投资效率降低，整个经济体越发脆弱，这些现象在 2007 年二季度后可能会比较明显。

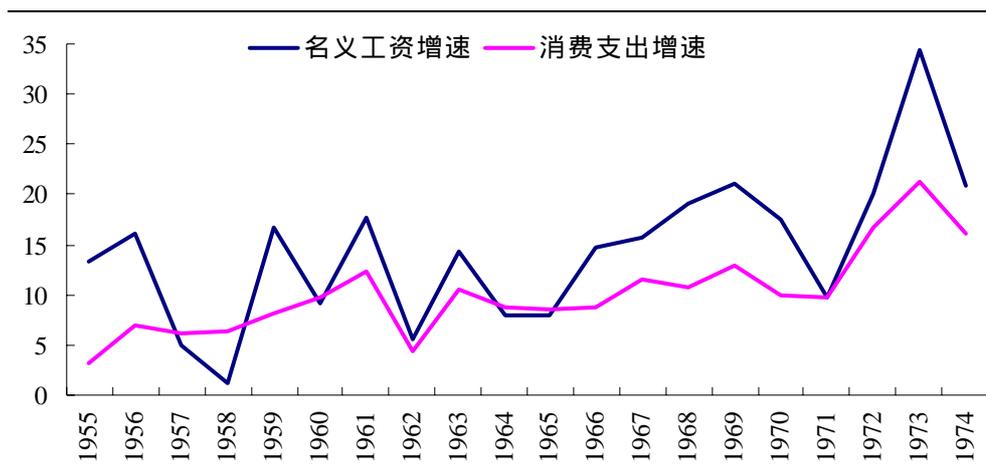
经济增长的收敛与牛市的繁荣机制

那么这种状态对我们所分析的牛市的繁荣机制是一种什么影响呢，我们在《牛市的繁荣机制仍然存在》中，已经完整的描述了本轮中国实体经济繁荣进而传导到虚拟经济繁荣的繁荣机制。

我们多次指出，2006 年下半年来资本市场的上涨既有企业业绩的支撑又有流动性的支撑，事实上二者之间也存在密切的关联。过剩流动性源于贸易顺差的大幅增长，反映了中国国民收入远大于国民支出，而且这一差额当前仍在持续不断增长。关于流动性的泛滥为何在 2006 年演化成证券市场的大幅上涨，其中的一环在于固定资产投资数据的不断回落，这实际上是繁荣后期实体经济动态无效的体现。由于中国的流动性主要是通过贸易顺差而不是资本流动与国际联系的，所以当实体经济领域缺少投资机会或者被政策控制时，流动性的出路就是两个，要么进入虚拟经济即股票市场，要么转化为通货膨胀，流动性进入股票等资产市场是毫无疑问的。

另一个环节便是关于流动性转化为消费支出和通货膨胀，其中间环节在于劳动力价格提高之后收入的增加提升了消费需求，而与此同时，劳动力价格的提升同时提升了成本以及消费品的价格，这些共同的作用带来了通胀率的回升。与此同时，劳动价格上涨推动消费增速反弹以及大宗商品价格回落缓解成本压力又保证了整个工业利润增速的反弹，从而使市场的上涨并不缺乏业绩支撑，而这些都已经在 2006 年下半年变成现实。更乐观的一种情景是，如果中国劳动力价格重估真的能够像 1960 年代中期之后的日本那样，支撑消费增长成为可持续现象的话，那么上述的机制可能会持续更久。

图 22：日本劳动力价格重估推动消费成长



资料来源：《日本通商产业政策史》，长江证券研究所

我们同样在《牛市的繁荣机制仍然存在》中指出，上述机制不可能无限期的延伸，一种机制在其产生的时候就会自掘坟墓。牛市机制的动摇来源于机制自身的发展。我们分析的三个繁荣后期的特征中，通货膨胀现在看来对中国并不是大问题。而固定资产投资收敛和外生冲击本质上是一回事，就是一个经济周期自身反作用机

制中产能过剩引发价格反方向调整的过程。所以这种机制动摇的来源就是固定资产投资的回落，如果外生冲击带来出口减速，则其效果会更加严重。

我们必须肯定实体经济的动态无效将在 2006 年和 2007 年继续推动流动性进入虚拟经济领域。但这不是繁荣的充分条件。虽然固定资产投资的持续收敛并不一定在 2007 年形成真的经济衰退。但如果投资回落对公众的经济增长预期产生影响，则可能对虚拟经济的发展趋势产生影响。不过按照我们的研究，2007 年年底后可能出现经济增长回落后的反弹，所以整个 2007 年的经济走势可能是柳暗花明，虽然这种经济反弹只不过是中周期衰退的回光反照，但经济的反弹仍会是 2007 年末以后机会的推动力。

我们并非看空 2007 年的整个经济走势，而只是试图描述当前经济增长的性质以及其中期发展方向，特别是描述 2007 年整个经济的波动过程走势，相信这是决定 2007 年虚拟经济市场走势的关键一环。而我们描述的经济过程，也就是虚拟经济 2007 年可能的发展过程，这实际上就时说，在没有经济真正衰退之前，牛市的繁荣机制仍然存在，但这个繁荣机制风险的聚集已经开始，所以，繁荣机制的运行也就更带有曲折性。

长江证券有限责任公司 研究部

上海 (200002) 汉口路 130 号 5 层
武汉 (430015) 新华路特 8 号
联系人 杨靖凤 (研究产品发布) TEL : (8621)63217917 FAX : (8621)33130730
E-mail : yangjf@cjsc.com.cn
归浩明 (机构客户服务) TEL : (8621)63516121 FAX : (8621)51062920
E-mail : guihm@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
看 淡: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司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。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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,需注明出处为长江证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

“长江证券研究”系列

行业报告系列: 行业深度研究报告、行业快评报告、

公司报告系列: 公司深度研究报告、公司跟踪快评报告、公司新股分析、重点跟踪公司投资评级表

策略报告系列: 即时报告,专题报告(宏观经济、市场环境、固定收益、金融衍生产品、金融工程、海外市场、产品选择),定期(月度、季度、半年度、年度)和专题投资策略报告

综合报告系列: 晨会纪要、研究报告周报、投资策略日刊、市场评论、理财顾问产品、课题研究以及其它报告

印刷产品系列: 长江证券投资策略报告、长江证券研究年报、精品报告单行本

