

第一创业研究所

王皓宇 S1080209110061

联系人: 郑振源 宋启超

电话: 0755-82485176

邮件: zhengzhenyuan@fcsc.cn

踩着美国的没落, 跨上高位的通胀

——2011年上半年中国宏观经济展望

报告要点:

- **新兴国家产业链攀爬, 发达国家丢“份”又丢“人”。**根据 IMF 和世行预测, 未来几年发达国家经济增长的表现将明显差于新兴国家。在这背后是近二三十年来新兴国家在全球产业链上的不断攀爬。这种攀爬源自新兴国家技术的不断进步, 及相对发达国家生产效率优势的提升。攀爬过程中, 新兴国家不断进行工资追赶, 缩小与发达国家的收入差距; 发达国家则不仅丢失全球制造业的份额和利润, 也丢失了对应产业链上的就业岗位。
- **世界经济回归正途, 美国“逆其道而行”。**07年之前, 世界处于失衡的状态, 美国过度消费, 中国消费不足。要实现再平衡, 美国要改变过度消费的习惯, 中国要提高消费的能力和意愿。从这点来说, 未来美国经济的“冷”, 以及中国经济的“热”, 是世界经济回归正常的必由之路; 然而美国依旧试图不断推动量化宽松, 利用低利率, 再次刺激美国人的消费能力, 这种做法背离了世界经济回归正途的趋势, 将被证明是饮鸩止渴之举。
- **难以收缩的信贷, 上半年 GDP 持续回升。**截至 2010 年 11 月, 今年新开工项目个数高达 30 万个。如此庞大的项目数量, 必将在 11 年产生强劲的信贷需求。在“积极稳健、审慎灵活”的模糊取向, 政府并没有让项目烂尾的决心。因此明年信贷将难以收缩, 预计低于 7 万亿的可能性不大。明年货币政策的主要工作内容将是抵挡热钱的流入, 不断上调存款准备金率是应对之道。加息在控制物价和抑制信贷需求的作用将有限, 何况央行依旧忌惮于热钱因素, 加息较为谨慎, 预计全年 2-3 次。由于信贷整体难以收缩, 投资增速只会小幅放缓至 20%, 上半年 GDP 同比增速持续回升, 环比增速前高后低, 全年在 9% 以上。
- **成本推动型通胀, CPI 长期高位。**10 年下半年以来的物价上涨, 是以成本推动为主, 兼具供给和投机因素的混合式通胀。这种通胀主要呈现以下三个特点: 一是全面性, 物价不再是以往部分品种推动的上涨, 而是普遍性的上涨; 二是比较刚性, 与需求缺口推动不同, 成本推动型通胀将是螺旋式上升的过程; 三是难以治理, 加息等需求管理工具并不能很好地应对背后的成本因素。未来中国劳动力成本不断提升将成为趋势, 预计 CPI 将长期维持在 4% 以上的高位。
- **债市谨慎为主, 权益市场震荡向上。**对于债市而言, 由于通胀的高企, 以及加息周期的到来, 上半年利率产品缺乏系统性机会, 收益率在加息的冲击下将有进一步的上行空间。存款准备金率的不断上调, 会使短期资金面波动性加大, 中长期利率产品将高位震荡。对于权益市场而言, 基本面和流动性支撑权益市场的整体方向仍是向上, 不过政策调控则会加大权益市场的波动和震荡幅度, 使权益市场呈现震荡向上的走势, 预计震荡区间在 2500-4000 点。



国际篇	3
一、从产业链攀爬说起	3
1、新兴国家的攀爬	3
2、攀爬的结果：发达国家丢“份”，又丢“人”	4
二、全球经济：冰火两重天、走向再均衡	6
1、美国的“冷”	6
2、中国的“热”	7
3、世界将回归正途	7
4、高超的对外资产负债运作能力，伯南克的阴谋	8
国内篇	10
一、中国经济：高增长	10
1、长期动力十足，明年持续回升	10
2、经济政策：结构调整是长期方向	11
3、改革是主要手段	12
二、货币政策：抵挡热钱	12
三、通胀形势：长期高位	13
1、成本推动型通胀	13
2、明年的其他不乐观因素	14
3、2011年物价走势预测	14
四、投资策略	15
1、债市策略：谨慎为主	15
2、权益市场策略：震荡向上	16
专栏一：重新理解次贷危机：回顾与对照	17
专栏二：成本推动型通胀	21



国际篇

在 2010 年 10 月 6 号发布的《世界经济展望》中，IMF 预测 2011 年发达国家经济增速降为 2.2%，其中美国为 2.2%，欧元区为 1.5%，而 2011 年新兴和发展中经济体的经济增速为 6.4%，其中中国将达到 9.6%。与此同时，世行预测 2010-2012 发展中国家经济增速在 5.7-6.2%，2010 高收入国家增速在 2.1-2.3%之间。

为何两大国际经济组织会做出相类似的经济预测，即发达经济体的经济增速将明显慢于新兴和发展中经济体？在过去二三十年以来，许多人默默地认为理所当然。但问题是“理”从何而来？本节试图对此做出一些背后的讨论，并追寻未来全球经济的走向。

一、从产业链攀爬说起

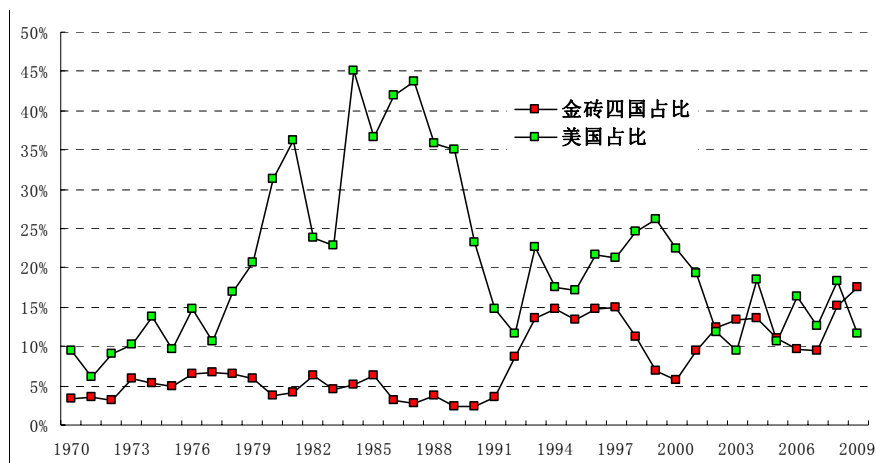
所谓产业链攀爬是指在经济全球化过程中，新兴国家利用自身的技术积累和生产率提升，在全球制造业的产业链中，逐步从低端向更高级、附加值更高的生产链攀爬，而这过程中，发达国家在相应产业链上的就业受到冲击，利润受到侵蚀，从而导致其收入和消费能力下降。

1、新兴国家的攀爬

一国在全球产业链中的定位取决于其比较优势。在经济全球化过程中，一国在国际贸易中立足的关键在于，该国具有什么样的比较优势，可以是劳动力、资本、技术等。在很长的一段历史时期内，由于发展中国家(以中国为代表)的技术进步缓慢，因此它们只能在全球产业链中处于低端的位置，所具有的比较优势只有劳动力，只有矿产和资源等自然优势。而发达国家(以美国为代表)却依靠其技术进步和生产率的提升，控制着全球产业链中高附加值、高利润率的那一端。在这种国际交换条件下，发展中国家在国际交换中的条件十分恶劣。

然而国际比较优势是变化的，近二三十年来，相对于发达国家，新兴国家的比较优势已在显著提升。一方面，全球化推动了新兴国家的技术不断进步。在经济全球化下，不仅劳动力、资本在快速流动，技术同样也在快速流动。以全球直接投资为例，90 年代至今，除 90 年代中后期美国信息技术革命之外，以中国为代表的金砖四国，在全球直接投资中的整体占比在快速提升，从 91 年的 3.6%提升至 09 年的 17.4%。相比之下，美国在全球直接投资中的占比则从 87 年 43%的巅峰时期下滑至 09 年的 11.7%。直接投资往往包含着对被投资国的管理、技术等方面的输入，相应地也会提高被投资国的生产率。

图 1: 70 年代以来全球直接投资的变化



资料来源: 联合国贸易发展会议, Bloomberg

另一方面, 随着国内实物资本和人力资本的长期积累, 并在基础设施、法律环境和管理技术方面的长足进步, 新兴国家的生产率也会得到内在的提高。

近二十年来, 中印的全要素生产率增速要明显快于美国。所谓全要素生产率, 是指不是由劳动和资本投入的增加所带来的经济生产能力的扩大, 是对经济体中劳动和资本利用效率的综合测算, 其增加意味着在等量投入的基础上生产更多的产出。全要素生产率反映的是引进新的技术、劳动力技能和精神动力的提高及组织管理方面的改进等因素带来的效率增加。从表 1 上看, 近二十年来, 中印生产效率的提高速度明显快于美国。

表 1: 中印的全要素生产率增速明显快于美国

	1979-1990	1990-1995	1996-2004
美国的全要素生产率	0.1%	0.8%	1.6%
	1990-1998	1999-	
中国的全要素生产率	4.4%	3.7%	
	1993-2004		
印度的全要素生产率	2.3%		

资料来源: OECD, 中国经济体制改革研究基金会, 第一创业证券整理

2、攀爬的结果: 发达国家丢“份”, 又丢“人”

根据新兴国家向全球产业链更高端攀爬的分析, 我们可以得到以下几个结果:

第一, 发达国家丢失全球制造业的份额。由于发达国家在全球低端制造业上早已不具优势, 也难以回头, 而在更高端的制造业上则不断受到新兴国家攀爬的冲击, 因此发达国家在全球制造业的份额就会逐步下降。据联合国工业发展组织估计, 截至 2005 年, 发达国家所占全球制造业的份额由 1970 年的 86% 下降至 67.6%; 而发展中国家所占份额, 则从 1970 年的 10.3% 上升至 30.6%, 其中新兴国家集中地——东亚与东南亚国家占有 19.2%。



此外，攀爬也使得发达国家在全球产业链上的高额利润受到侵蚀。特别是中国攀登到哪个台阶，哪个台阶的附加价值就会急剧下降。举个简单的例子，由于有提供物美价廉电信技术的华为、中兴的兴起，美国的思科、北电已经丧失了国际大片电信市场甚至美国本土电信市场的高额利润，整个行业的高利润率也因此而下降，美国从中获取的利润率以及利润份额自然也要下降。

第二，发达国家丢失就业岗位，收入被追赶。在产业链攀爬过程中，新兴国家的就业增加，收入增长，而发达国家对应产业链上的工人将会失业，在高附加值产业链越来越短的情况下，美国人被迫更多地转向竞争性更强的、收入相对以往较低的工作。综合结果将是新兴国家的收入增长速度要快于发达国家，从而产生工资追赶，并缩小收入差距。

从1980年起至今，美国制造业累计丢掉760多万的就业岗位。其中，2001年以来累计丢失近550万，占比达72%左右。而此段时间正是中国、印度、巴西等新兴国家不断融入全球化的阶段。这并不仅仅是巧合。我们看到从02年以来，中印巴三国的人均收入增速要明显快于美国，从而导致两国之间的收入差距缩小。

图 2: 80 年代以来美国制造业新增就业

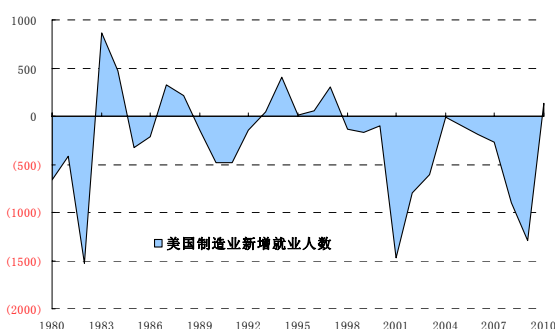
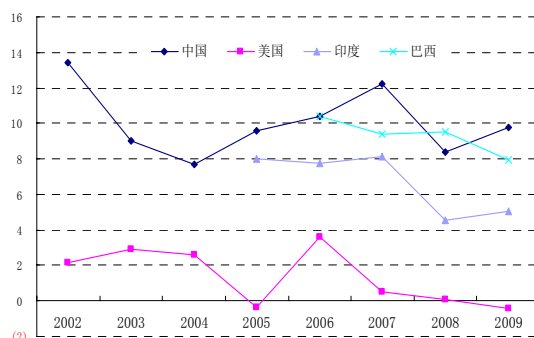


图 3: 当前中印巴的人均收入增长明显快于美国



资料来源: Bloomberg 国家统计局 第一创业整理

第三，以美元计价的大宗商品价格整体将温和上涨。根据攀爬结果，由于就业丢失，而收入增长缓慢，因此发达国家的资源消费能力必将下降。然而新兴国家的人均收入却是在不断增长，资源消费能力也在不断上升。

因此，全球对大宗商品的总体需求并不一定转弱。我们从国际能源署(IEA)对石油需求的预测可以看出。从表2可以看出，虽然欧美日的整体石油消费需求持续减少，但中印巴的石油消费需求却不断上升，甚至弥补了欧美日需求的下降，从而使得整体石油需求仍是不断增长的。

此外，美元低利率仍将长期维持(请参考[专栏一](#))，美元整体走低的态势不变。相应地，以美元计价的大宗商品价格也会维持向上。



表 2: 发达国家与新兴国家的石油消费表

石油需求 (百万桶每天)				
	2008	2009	2010	2011
美国 (50 个州)	19.5	18.77	18.98	18.93
欧洲五国	9.43	8.93	8.76	8.69
日本	4.79	4.37	4.31	4.19
欧美日合计	33.72	32.07	32.05	31.81
中国	7.75	8.37	9.13	9.52
印度	3.09	3.26	3.34	3.45
巴西	2.53	2.57	2.71	2.81
中印巴合计	13.37	14.2	15.18	15.78
上述总计	47.09	46.27	47.23	47.59

资料来源: 国际能源署 第一创业整理

二、全球经济: 冰火两重天、走向再均衡

沿着产业链攀爬的思路, 我们将看到未来几年全球经济将出现冷热不均的格局, 而这种格局将引导全球经济走向更为均衡的道路。

1、美国的“冷”

90 年代中后期, 美国成功以信息技术革命重新抢占全球产业链的高地。90 年代中后期美国的计算机, 美国的软件, 美国的芯片领导着全球互联网技术的蓬勃发展, 并极大地提升了美国的生产效率。而相比之下, 欧洲、日本生产效率的提升则相对较慢。这从图 4 可以看出。

90 年代中后期, 美国实现连续多年实现财政盈余, 是全球竞争力提升的最直接表现。诚如美国前财长罗伯特·鲁宾所言, “赤字问题是美国社会无法应对更普遍的经济挑战的标志, 如美国全球竞争力面临很大问题”, 我们也可以说 90 年代中后期, 美国实现财政盈余是美国全球竞争力重就霸业的标志。

图 4: 90 年代中后期美国全球竞争力重就霸业

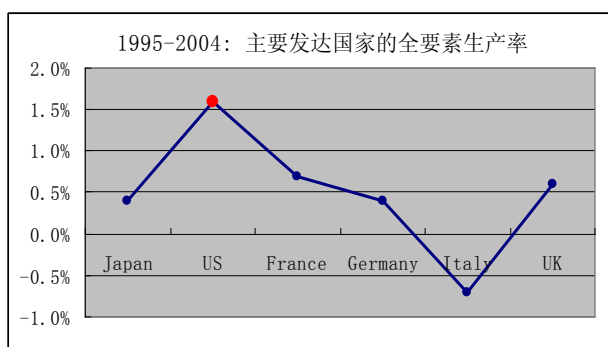
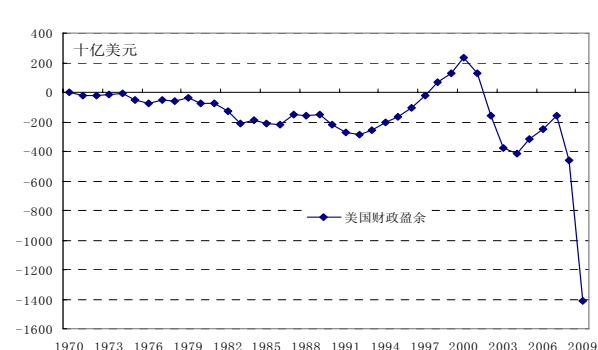


图 5: 90 年代中后期美国实现财政盈余



资料来源: EU KLEMS Database Bloomberg 第一创业整理

然而当前美国要重现 90 年代的辉煌十分艰难。一方面, 新兴国家通过模仿、自身



经验积累等提升其生产率的空间仍然很大，而另一方面，美国却缺乏能够快速提升生产率的新技术增长点。生物技术、军工技术等高端技术都未能转为大范围的民用普及，生产率提升无法明显受益。也就是说，我们很难看到未来美国能够重新扩大其生产率优势，因此美国经济要想实现快速增长，十分困难。低速增长将成为美国经济的常态。

低利率将是美国不会停用的“药”。美国只能像 07 年之前那样，发动房地产泡沫的机器，以泡沫代替技术进步，来提升美国人的消费能力。然而，美国的再泡沫化已十分困难。信贷萎靡和房价乏力，将无法形成推动房价神话的正反馈环。（请参考[专栏一](#)）

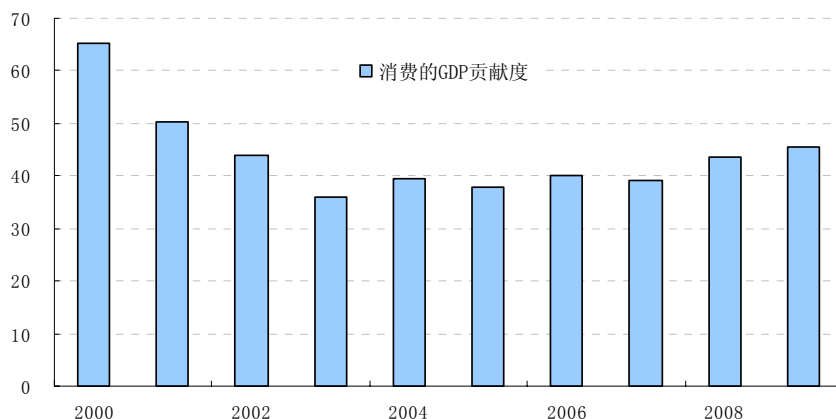
2、中国的“热”

中国仍在不断攀爬全球产业链的更高端。未来中国将制造大飞机，制造关键芯片，制造高端设备，生产率的提升还有很大空间。

在 10 年 11 月的珠海航展上，中国总共签署了价值 93 亿美元的合同，而过去 5 年中国武器出口合同总价值才为 41 亿美元左右。12 月京沪高铁实验时速 486 公里，创世界铁路运营试验最高速。中国在高铁上的制造技术，与德国、法国、日本等一流国家同为第一列。“中国制造”已经从廉价的玩具，服装、箱包等，扩大到精密的高铁、战斗机。从中国出口的商品结构也可见一斑。从 95 年到 10 年，低端消费品的出口占比从 30% 降至 16%，而机电产品从 29% 升至 59%，高新技术产品则上升至 30%。

经济结构向消费主导型转变，奠定长期持续发展基础。未来中国经济结构向消费主导型转变是大势所趋。一来，虽然消费贡献低于投资，但消费率的贡献整体稳中有升。二来，一个经济体转向消费主导，必然需要一个过程。高投资率虽然扭曲了经济结构，但却为未来的高消费率奠定了基础。没有哪个国家，一开始就是直接步入消费主导型模式。

图 6：近几年来，中国消费率在稳步提升



资料来源：国家统计局 第一创业整理

3、世界将回归正途

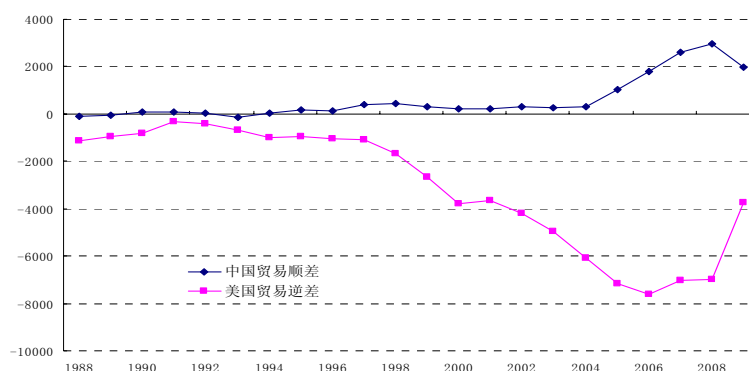
07 年之前的世界，明显处于失衡的状态，美国过度消费，中国消费不足。要实现



再平衡，美国要改变过度消费的习惯，中国要提高消费的能力和意愿。从这点来说，未来美国经济的“冷”，以及中国经济的“热”，是世界经济回归正常的必由之路。

而美国依旧试图利用低利率，不断推动量化宽松，以此来刺激美国人的消费能力，这背离了世界回归正途的趋势，将是饮鸩止渴之举。

图 7：09 年中国顺差的收缩，美国逆差的减少，是世界再平衡的开始



资料来源：Bloomberg 中国海关 第一创业整理

4、高超的对外资产负债运作能力，伯南克的阴谋

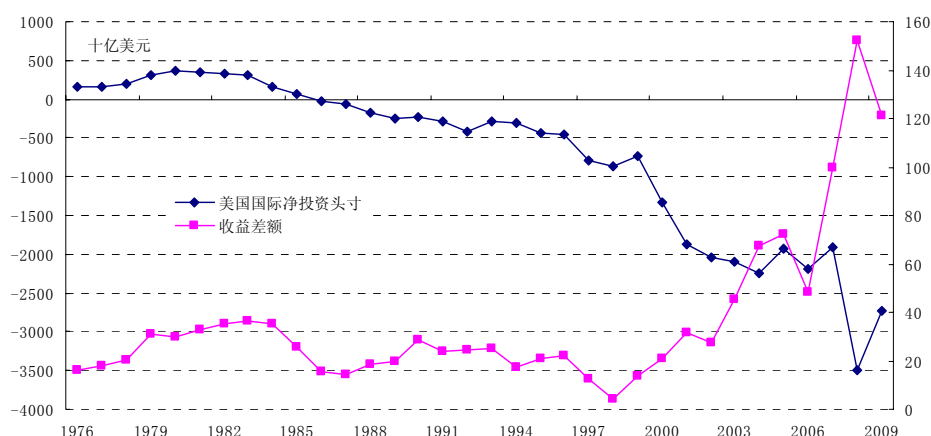
从美国的国际投资头寸表可以看出，自从 1986 年之后，美国的净国际投资头寸 (NIIP) 就为负，就开始成为一个对外净负债的国家，而且越滚越大，08 年达到 3.5 万亿美元的高峰。此外，由于一国对外负债及对外投资的成本和收益均会在经常项目中的收益差额体现出来，因此我们可以用收益差额来观察一国的对外资产负债运作能力。如果收益差额为负，那么对外支付的负债成本高于对外资产的投资收益；如果收益差额为正，那么对外支付的负债成本低于对外资产的投资收益。

对于美国而言，自 1960 年以来，收益差额就没出现过为负的情况。不过更令人赞叹的是，随着 86 年后美国对外净负债的逐步增加，美国的收益差额却不断扩大。从中可以看出，美国的对外资产负债运作能力有多强。其实简单分析一下美国的国际投资头寸表结构，我们不难发现其中的端倪。

从对外负债结构上来看，债券融资已经成为美国对外负债的主要形式。09 年政府债券和公司债券等的负债占比已经达到 41%，其中政府债券的负债占比达到了 25%。从对外资产结构上来看，与负债不同，对外资产几乎全由私人资产构成，09 年占比达 97% 以上。其中，对外直接投资和对外公司股票投资占对外资产的一半以上。综合起来看，美国其实是在用相对低成本的政府债券融资，投资于相对高收益的股权资产。这也难怪美国可以在净负债增加的情况下获取更高的投资净收益。



图 8: 70 年代以来美国对外净负债和收益状况



资料来源: Bloomberg 第一创业整理

由于美国这种对外资产负债结构，伯南克就可利用量化宽松政策来操纵美元的强弱，来获取美国的最大利益。一方面，可不断推动量化宽松政策，促使美元贬值，这样不仅美国对外实际负债减轻(与中国不同，美国对外负债以本国货币美元计价)，还可促使美元资金流向新兴国家，获取高额的投资收益；另一方面，也可让美元短期走强，吸引外部低成本负债的流入。

美国政府仍在玩借钱消费的游戏。一方面，通过减税提高消费者的消费能力，另一方面，减税所增加的财政赤字又通过发行国债，向海外投资者借钱。本质上等同于，向海外投资者借钱让美国消费者消费，同时美联储还可以开动印钞机器购买国债。02-07年，海外投资者购买美国国债，成为美国长期利率下行的主要原因，一方面，压低了美国消费者的借贷成本，另一方面，低利率推升房地产泡沫，提高了消费者的借贷能力。减税刺激可以提高短期的美国经济增长预期，但却不能带来经济的长期增长预期。



国内篇

一、中国经济：高增长

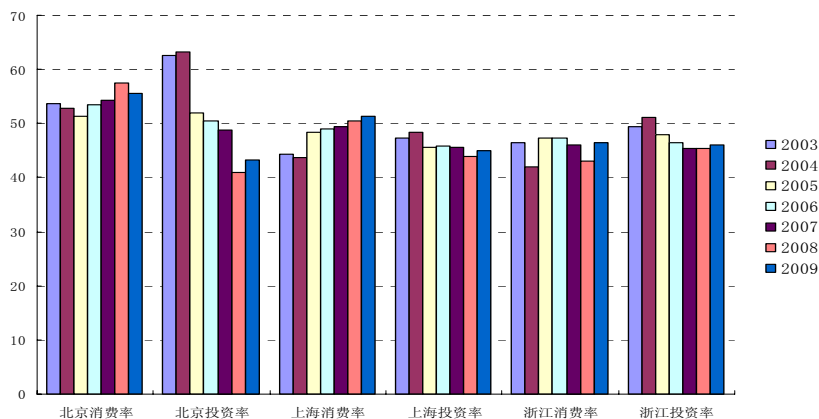
1、长期动力十足，明年持续回升

从中长期来看，未来中国经济仍将动力十足。中国仍不断向全球产业链的更高端攀爬，技术的不断进步将是中国经济可持续发展的持久动力。

此外，区域之间在悄然追赶消费主导型经济模式。对于消费主导型经济来说，最直观的特征是消费率持续上升，并超过 50% 以上成为经济的主要推动力，而投资率则不断下降。当前中国称得上消费主导型经济的地区，最明显的是北京，其次是上海。除此之外，浙江也具有上述的特征，只不过其消费率仍低于 50%，具有成为下一个消费主导型经济的潜力。

其他省份和地区，基本处于投资率不断上升，消费率下降的过程。但我们认为，随着经济结构调整力度的加大，投资整体贡献的下降，不同地区将逐渐向消费主导型的经济模式转变，虽然这种转变需要时间和过程，但趋势是不会变的。

图 9：北京、上海率先步入消费主导型经济



资料来源：wind 第一创业整理

从明年上半年来看，消费实际增速有望在结构调整政策的刺激下提升至 15% 以上。

投资增速难以明显压缩，预计小幅放缓至 20% 左右。一方面，今年仍然较多的新开工项目个数，将使明年投资增速难以明显下滑。截止到今年 11 月末，固定资产投资的新开工项目个数累计达 30 万个，仅比 09 年同期减少 1.5 万个左右。可以说，今年开工的项目依旧不低。明年这些项目要继续施工，将会继续形成投资。

而如果政府没有让项目烂尾的决心，那么明年投资增速必然难以明显回落。相应地，信贷投放也难以大幅压缩。预计在项目信贷需求依旧旺盛的情况下，明年信贷低于 7



万亿的可能性不大。

其次，保障房的建设可一定程度上弥补投资增速的下行。根据住建部下发的通知，2011 年保障房建设规划将达到 1000 万套，整体投资规模将达到 1 万亿以上。根据我们的测算，保障房的投资将为 2011 年投资增速贡献 2-3 个百分点。

图 10: 今年新开工项目个数依旧不低

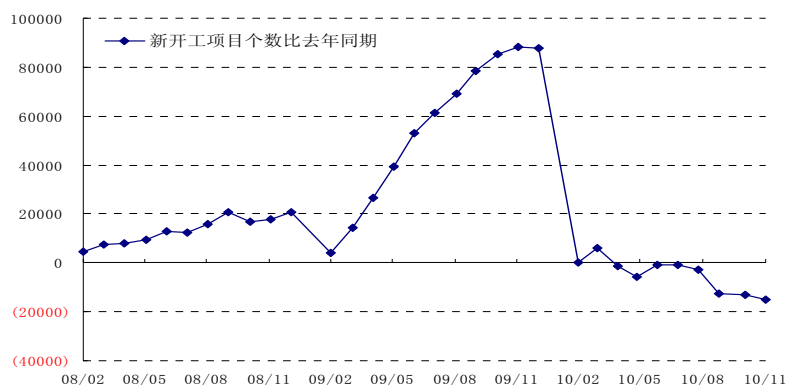
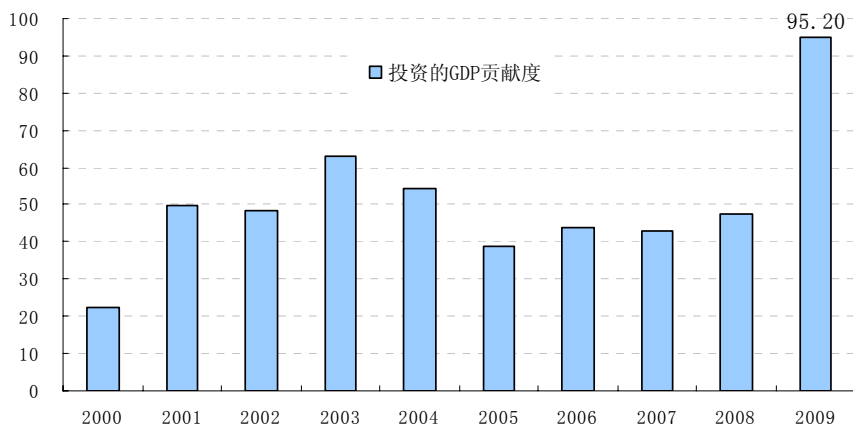




图 11: 09 年投资率已达到历史巅峰



资料来源：国家统计局 第一创业整理

3、改革是主要手段

要想扩大消费，最根本的是提高居民的收入水平，提高居民的消费意愿。估计以下改革在未来将提速：

一是收入分配改革。困难不仅仅在于提高劳动者报酬在 GDP 中的占比，更在于如何降低企业盈余等其他报酬在 GDP 中的占比，尤其是国有企业。

二是健全社保制度体系。降低居民不敢消费的后顾之忧，提高居民的消费意愿。这就需要积极的财政政策在财政支出上，更多地偏向于社保等民生支出。

三是要素价格改革。转变以往低成本、高消耗的能源使用方式。

不管是经济转型还是扩消费，关键仍在于做出改革，以及改革能否执行到位。

二、货币政策：抵挡热钱

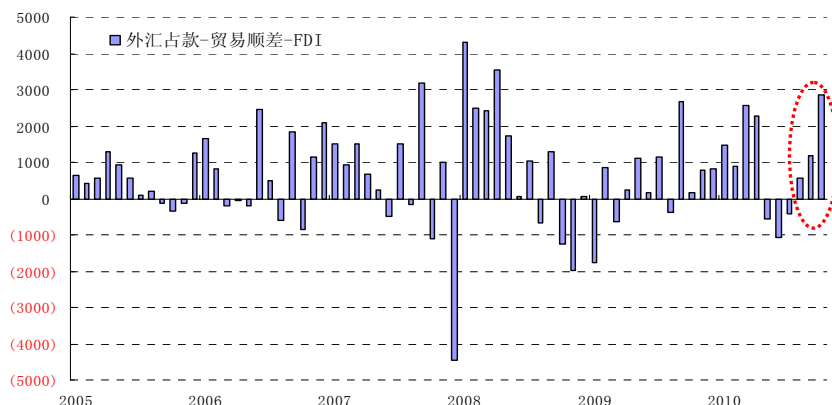
由于美国很可能长期实行宽松的政策，同时在美国“冷”、中国“热”的情况下，热钱将持续流入，考虑到明年信贷整体难以收缩，因此流动性管理将是明年央行的主要工作内容，热钱也将考验着央行的抵挡能力。

明年加息在 2-3 次，加息动作相对谨慎。由于明年物价压力仍较大，因此央行需要加息以抑制通胀的上行压力。但由于加息对热钱的吸引，因此预计加息的动作将相对谨慎。

应对热钱，存款准备金率是主流工具。对于明年来说，如果市场加息预期难消，而央行加息动作较为谨慎，那么央票的一二级利差很可能会继续存在，从而导致央票回笼功能不能明显恢复。此时，存款准备金率成为对冲外部流动性的主要工具，上调频率也会加快。



图 12: 不断涌入的热钱



资料来源: 中国人民银行 第一创业整理

三、通胀形势: 长期高位

今年下半年以来,我国农产品价格不断暴涨,“蒜你狠”、“豆你玩”、“姜你军”、“糖高宗”、“苹什么”,蔬菜价格更是从7月一路涨到11月。这是为何?我们认为,10年下半年以来的物价上涨,是以成本推动为主,兼具供给和投机因素的混合式通胀。

1、成本推动型通胀

首先,短期供给短缺有助推作用,但不足以解释农产品的整体持续上涨。一方面,天气转暖之后,菜价并未像往常一样回落。另一方面,根据农业部表示,今年冬春蔬菜播种面积同比增长7%,蔬菜供给整体不缺。粮食更是在灾害频繁的情况下,实现连续7年增产。

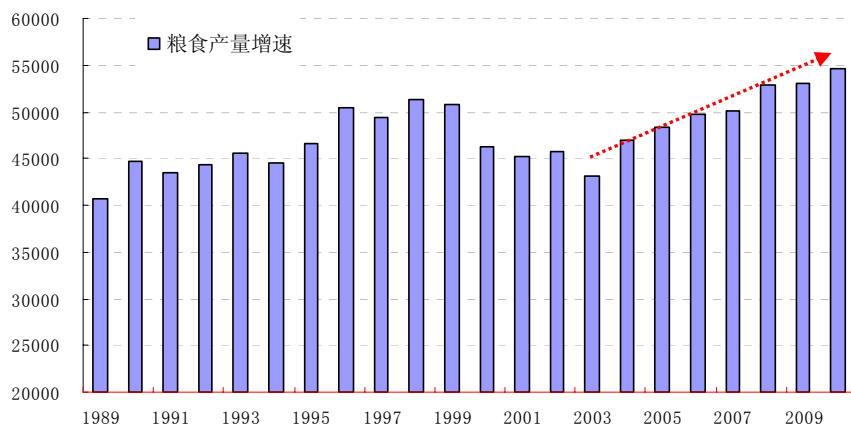
其次,投机因素也并不是农产品价格上涨的全部原因。蒜、豆、姜等的确存在投机炒作因素,然而并非全部农产品都适用于作为投机对象。此外,非食品,包括服务业价格也在上涨,这不是天气、投机因素能很好解释的。

我们认为,劳动力成本的上升是物价全面上涨的背后原因。(参考[专栏2《成本推动型通胀》](#))。由于劳动力成本不断提升,劳动力密集的农产品和服务业由于技术进步缓慢,不得不提价加以应对。粮价在7年连续增产情况下不断上涨,蔬菜价格的周期性底部不断抬升,服务业价格也在不断上调,甚至是技术进步较快的制造业,如纺织服装业,也在进行提价。

成本推动型通胀主要呈现以下三个特点:一是全面性,物价不再是以往部分品种推动的上涨,而是普遍性的上涨;二是比较刚性,与需求缺口推动不同,成本推动型通胀往往是螺旋式上升的过程;三是难以治理,加息等需求管理工具并不能很好地应对背后的成本因素。



图 13: 粮食连续 7 年增产



资料来源: 国家统计局 第一创业整理

2、明年的其他不乐观因素

第一，输入性通胀压力加大。在产业链攀爬过程中，新兴国家的资源价格消费能力不断提升，甚至抵消了发达国家的下降；而不甘心没落的美国，将持之以恒地推行宽松政策。因此，需求面和流动性都在支撑大宗商品价格向上行走，中国所面临的输入型通胀压力加大。

第二，CPI 权重的改变。根据统计局表示，明年 CPI 的权重将有所调整。其中，食品价格的权重将下调，而非食品价格，尤其是居住类的权重将加大。与美国 CPI 构成相比，我国居住类价格，尤其是房租价格在 CPI 中的占比明显偏低。美国 CPI 中房租占比达到三分之一强，而我国房租在居住类中的占比仅为 10% 左右，占 CPI 比重更是不到 2%。由于近几年食品价格是 CPI 变动的主要推动力，且其波动也要明显大于非食品，因此，如果食品价格的 CPI 权重下调，而非食品价格权重上调，那么 CPI 整体水平并不一定会下降，但整体波动性将会有所减弱。

第三，资源价格改革。当政府开始致力于经济结构调整时，以往使用廉价资源的经济发展模式将逐渐改变，资源价格将逐步提升。

第四，货币增速预计难以明显回调。由于预计明年信贷很可能不低于 7 万亿，因此货币的整体增速仍将不低。自 09 年累积下来，三年信贷投放将达 25 万亿以上，对物价的压力可想而知。

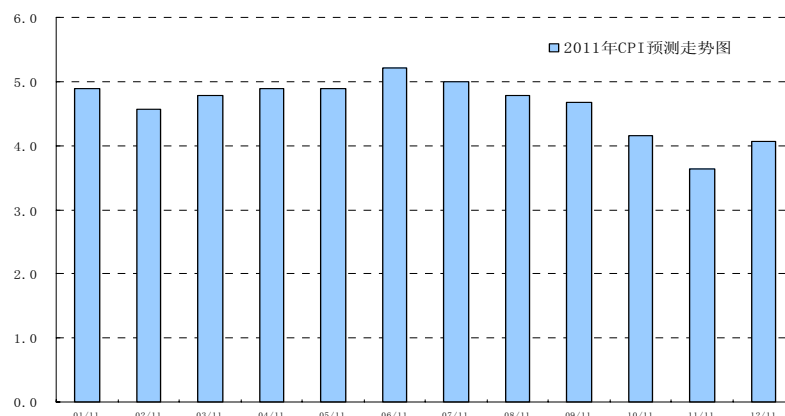
3、2011 年物价走势预测

基于未来劳动力成本提升对农产品和非食品价格的推动，且成本推动型通胀将是螺旋式的上升过程，因此未来物价的长期趋势令人担忧。

明年 CPI 很可能呈现持续保持在 4% 以上的局面，全年预计将达到 4.6%。其中上半年整体呈现持续向上的态势，6 月将再次突破 5%，达到上半年的最高点。



图 14: 2011 年 CPI 预测走势图



资料来源：第一创业整理

四、投资策略

1、债市策略：谨慎为主

货币冲销注重总量，回购利率料继续上行。明年来看，资本流入压力仍然巨大，央行仍会注重总量冲销，我们预计准备金率会继续提高，而央行会适度控制央票利率上行速度，上半年1年期央票发行利率可能升至3%左右。货币资金市场波动性可能较大，回购利率整体继续上行，资金压力对债市构成一定制约。

上半年债市谨慎为主，利率产品仍有风险。我们预计明年全年加息2-3次，上半年债市将继续走弱，利率产品收益率或高位震荡，且有进一步上行的空间。我们认为债市投资应谨慎为主，对于配置型投资者，在收益率上行过程中可逐步建仓，对于交易型投资者，建议适度参与波段机会。

根据持有期收益分析，明年上半年各期限利率产品，可以忍受的收益率上行在25Bp-50bp之间，大致包含了两次加息（预期）。利率产品仍有一定风险，建议投资者适当缩短久期，3-5年的品种，安全性相对更高。

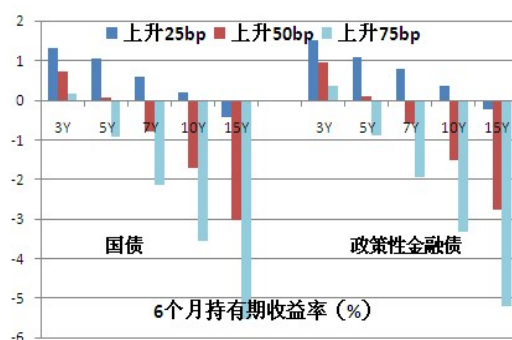
浮息债机会有限，Shibor债相对更优。目前盯R浮息债，大约隐含了3次25bp的加息预期，按我们对于明年加息次数和频率的判断，交易机会可能比较有限。Shibor浮息债，利率调整的频率高于盯R浮息债，更易获得基准利率上行带来的好处，因此配置价值要优于盯R债。



图 15: 明年上半年收益率或高位震荡



图 16: 利率产品持有期收益分析



资料来源：中国债券信息网、中国人民银行、国家统计局、Wind 第一创业整理

2、权益市场策略：震荡向上

从基本面来说，在产业链继续攀爬的大背景下，未来几年中国经济增速仍将良好。因此，上市公司盈利状况有望整体保持持续向好态势，基本上支撑权益市场。

从流动性来说，由于预计明年信贷低于 7 万亿的可能性不大，M2 增速预计整体仍将不低 15%。此外，美元长期宽松的局面很难改变，全球流动性泛滥依旧。流动性对权益市场形成正向的支撑。

从政策面来说，由于物价持续较高，热钱持续流入，因此政府仍将持续提高利率，上调存款准备金率加以应对，从而导致权益市场震荡。

整体来看，在基本面和流动性的支撑下，明年权益市场的整体方向仍是向上的。不过由于政策调控的影响，权益市场可能产生较大的波动，震荡的幅度可能会比较大，预计震荡区间在 2500-4000 点。中国的产业链攀爬，将为制造业提供较大机会。除了移动互联网等科技类投资题材，目前周期性的中盘蓝筹股票非常具有投资吸引力，比如煤炭、工程机械等等。

专栏一：重新理解次贷危机：回顾与对照

1、重新理解次贷危机

以泡沫代替技术进步。20 世纪之后，随着信息技术在更多国家得到普及，美国信息技术的领先优势在逐步缩小。因此，要想维持 90 年代中后期的高消费能力，美国必然面临重新寻找提升生产率优势的技术。然而，可惜的是直到现在，新的技术增长点仍未找到。这样一来，美国消费能力必然面临下降的危险。而我们知道，消费能力的提升除了依靠收入增长以外，还可以通过消费信贷的信用杠杆来推动。这一点美联储不可能想不到的。

房地产作为美国人最大的财富构成，房价的上升不仅可以增加居民的总财富，通过财富效应增加居民的消费支出，还可以利用房价的升值进行抵押贷款，从而为消费增加提供杠杆来源。当 2000 年美联储开始降息后，美国的标普/CS 房价指数从 2000 年的 100，一直不断上升直至 06 年 7 月最高达到 206.5 才开始往下回落。也就是说，这一期间，房价累计涨幅翻了一倍！同期，美国的住宅按揭贷款增加近 1.3 万亿美元，而消费信贷则增加 8000 亿以上。在房价飙升、信贷支撑的环境下，美国个人消费能力基本维持着 90 年代中后期的高位水平。美国个人储蓄率最低甚至跌至了 0.8%！

因此美联储实行低利率政策，甚至出现监管失误，并非完全出于无意，很可能也是有意为之。由于房价不可能永远上涨，泡沫总有破裂的一天。为维持美国消费能力，推动房地产泡沫的行为，最终只能被证明是饮鸩止渴。

图 17：00-07 年美国房价翻倍

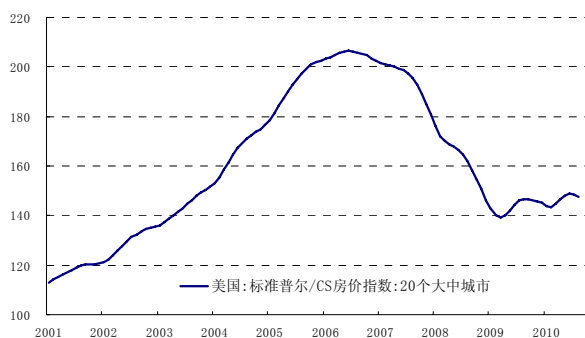
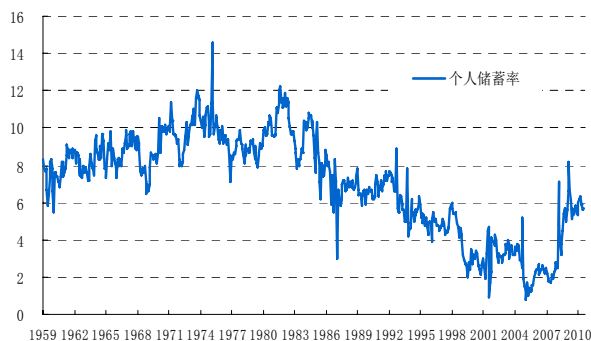


图 18：00-07 年美国个人储蓄率不断下行



资料来源：Bloomberg 第一创业整理

2、对照当前美国：再泡沫化已难

与 00-07 年相比，技术进步缓慢依旧是当前美国所面临的共同因素。也正是因为这一点，面对新兴国家的产业链攀爬，为维持美国人的消费能力，推动美国经济增长，美联储能做的依旧是推动房地产泡沫。对此，伯南克的言论也予以确认。

不同的是，刚刚经历泡沫破裂的房地产市场，再泡沫化已十分艰难，即使是美联储祭出非常规的量化宽松政策。信贷扩张和房价上涨是推动 00-07 年美国房地产泡沫的



两个关键要素，并构成一个正反馈环。即房价上涨，使得房屋升值，消费者可以利用升值部分获得更多的房屋抵押贷款，从而又可以再次用贷款去购房。然而当前信贷萎靡和房价上升乏力则构成负反馈环，使得房地产泡沫很难重新抬头。

首先，与 90 年代日本不同，当前美国信贷萎靡的主因在需求层面。90 年代日本同样经历房地产泡沫破裂，同样面临信贷萎缩的情况。不过其信贷萎靡更多是信贷供给层面。当时对于资产负债表严重受损的日本银行体系，政府当局并未快速出台措施予以挽救，如关闭破产的银行或提前清算银行账面损失，而是直到泡沫破裂的第八年，政府的注资才开始行动。此外，在主银行体系下，银行的贷款继续在扶持破产企业，导致其资产搁死在这些企业，导致信贷流动受到严重阻碍。

相比之下，虽然资产负债表同样遭受泡沫破裂的打击，但次贷危机时美国政府的反应可谓相当快，采取注资、购买有毒资产以及银行资产减计等一系列措施，银行的信贷功能得到很快的恢复。因此可以看出，信贷的供给层面并不是美国银行信贷萎靡的首要因素，信贷需求层面才是关键原因。美国银行业的贷款主要由三方面构成，包括消费者信贷、房地产贷款、工商业贷款，各占 20%、60%和 20%左右。其中与消费者相关的贷款占据总贷款的近 60%。

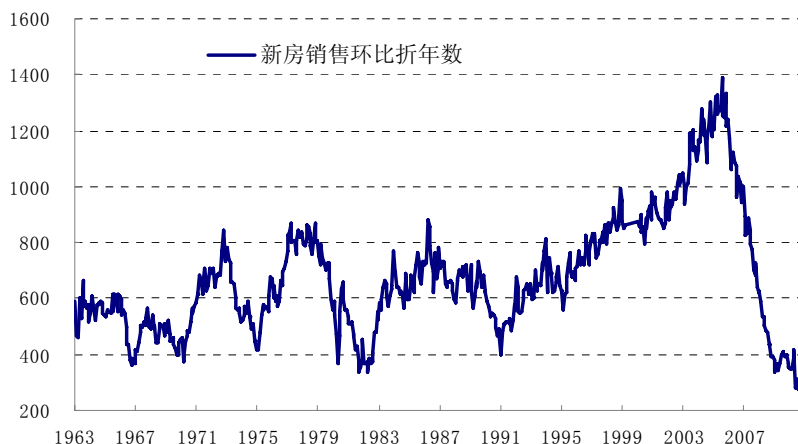
因此美国信贷要重新恢复创造功能，就离不开美国消费者重新借债意愿的抬升，然而其受到两个因素制约：一是当前收入增长缓慢，房价增长缓慢，美国消费者借债的能力受到很大限制，二是美国消费者处于债务去杠杆化过程，需要增加储蓄还债，因此在还债的情况下重新借债的意愿就降低。它不像政府，政府可以在需要还债的情况下，持续通过再次借债来还债，即以旧债还新债，这是比尔·格罗斯说政府债务是一个庞氏骗局的原因。

其次，供求面的不利局面很可能使房价的上升长期乏力。虽然当前美国房价已整体企稳回升，但仅较 09 年的最低点回升不到 7%，较 07 年的最高峰仍低了将近 30%。房地产供给方面，居高不下的房屋止赎案例将加大市场的供给压力；需求方面，基于对未来收入增长缓慢的预期，美国人购房的意愿十分低，再加上信贷萎靡的现状，美国房地产的销售情况十分惨淡。自从 10 年 4 月税收优惠政策结束之后，美国房地产的销售基本就维持在历史低点。5-10 月的新房销售年数平均不到 30 万套，而 05 年最高峰时能达到 130 多万套。

房价上去不，导致信贷再次大幅扩张的基础丧失，而信贷萎靡下，销售难以提升，房价同样缺乏推动力。就这样，房价乏力和信贷萎靡构成了一个负反馈环。对于美联储来说，量化宽松政策的最终目标是推动房地产泡沫，但传导变量却是通过购买中长期国债，压低长期利率。抛开能否降低长期利率不说（量化宽松后长期利率反弹），即使能够降低，我们相信对于房地产市场的提振也是十分微弱的。因为当前长期利率的水平已处于历史的低点。



图 19: 美国当前房地产销售情况十分低迷



资料来源: Bloomberg 第一创业整理

3、低利率将是美国不会停用的“药”

我们认为,即使知道量化宽松政策的效果有限,美联储推行长期低利率的政策将难以改变。除了这是唯一可用的药之外,充分就业和低通胀仍远远偏离美联储的使命目标。

首先,高失业的情况很可能长期持续。次贷危机期间,美国总共减少近 830 万的就业岗位,其中物品生产的建筑业和制造业减少 440 万,占据将近一半的比例;其次服务生产减少 370 万。所谓羊毛出在羊身上,谁来弥补这 800 多万的就业缺口?

制造业方面,由于新兴国家产业链攀爬的继续冲击,制造业显然难担大任。10 年以来制造业虽扭转就业流失状况,但累计仅增加 13 万人,相比于危机时期减少的 240 万,显得十分可怜。建筑业方面,从历史来看,建筑业很难吸纳足够多的就业,更何况当前房地产市场低迷对建筑施工的负面影响。

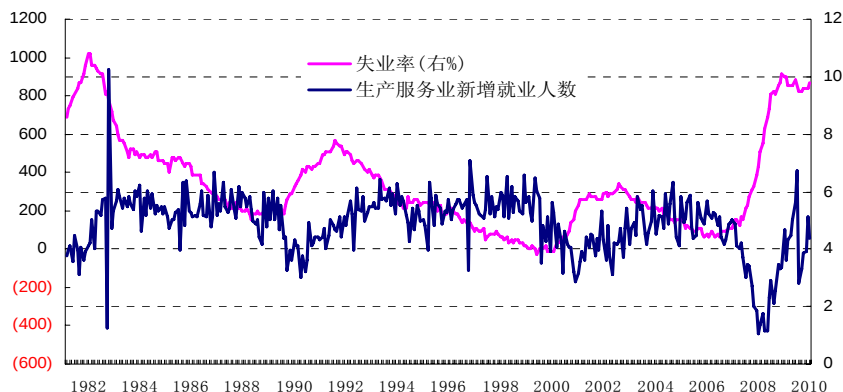
服务业已难再次挽救美国于危难之中。在受产业链攀爬冲击的过去 20 年来,美国经济的就业增长几乎全部来自于非贸易部门,主要就是服务业。在这些部门,美国人不必面对国外竞争。只有实现服务部门的重新振兴,或许美国高失业现状可以获得明显改善。通过考察同样处于高失业的美国历史,我们能更好地认识这一点。1983 年美国失业率高达 10%以上,然而到 1989 年 3 月失业率则降到了 5%的低点。何解?这段时间美国就业人数增加近 1800 万人,正处于蓬勃发展的生产服务业则吸纳了 1600 多万人,占比接近 90%以上,其中零售业、专业和商业服务、教育医疗、休闲酒店业、政府部门各自贡献 15%、14.5%、16%、12%和 10%。可以说,如果没有 80 年代美国服务业的繁荣发展,美国失业率想从 10%降至 5%将十分困难。

比照过去,当前服务业的繁荣时期早已过去,要想重新恢复 80 年代的辉煌已属艰难。从分项可以更好理解:零售业和专业服务、休闲酒店等行业受制于经济增长缓慢影响,景气度不足;教育医疗就业吸纳能力较为稳定,难以明显提升;政府部门显然也无法容纳那么多的就业增加,更何况其本身就不应该是吸纳就业的主力军。



鉴于 1983 年美国失业率从 10% 回到 5%，累计花了 6 年多，我们相信，当前美国失业率回到 5% 的路程不仅十分艰难，而且将更加漫长。相比之下，伯南克所称的 QE2 将带动 70 万就业岗位，显得性价比十分不足。

图 20: 与 1983 年相比，当前失业率同样高达 10% 左右，但服务业却已不比当年

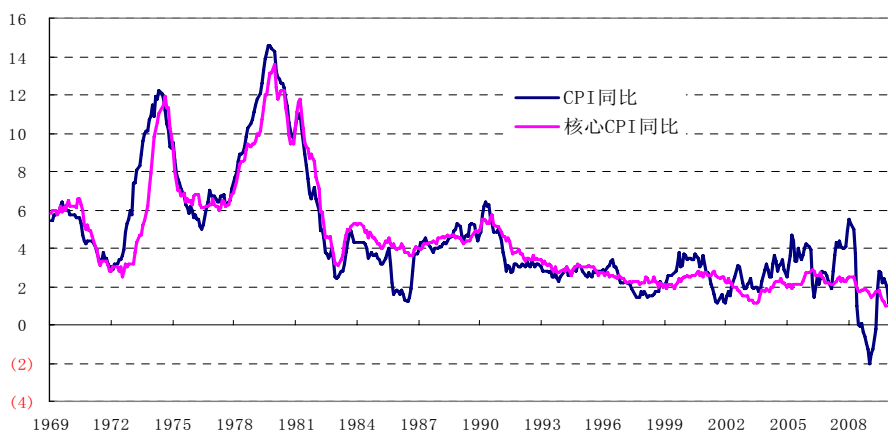


资料来源: Bloomberg 第一创业整理

其次，美国 CPI 很可能较长时期维持低位。从宏观层面来看，高失业的常态将压制工资的增长，使得通胀来自成本层面的压力较小。此外，当前美国产能过剩问题也将压制物价的上行压力。10 月美国工业产能利用率为 74.8%，连续两个月小幅回落，同时仍明显低于 80% 的历史平均水平。

从微观结构来看，影响美国的 CPI 主要包括两个部分。一是能源价格，占据美国 CPI 的 7.6%。虽然权重不高，但由于能源价格波动较大，因此成为影响美国 CPI 变动的重要因素。而我们认为，未来能源价格很可能是温和上涨的格局，因此对 CPI 的带动作用将减弱。二是住宅类价格，权重占到美国 CPI 的 43%，是美国 CPI 权重最大的部分。由于住宅类价格主要是租金，已较多地内化到美国的房价上。因此，房价的走势对住宅类价格的影响十分关键。如前所述，我们认为未来美国房价的上升仍将十分乏力，这将极大压制美国 CPI，尤其是核心 CPI 的上涨。

图 21: 当前美国通胀水平处于历史低位



资料来源: Bloomberg 第一创业整理

专栏二：成本推动型通胀

1、劳动力成本提升是大趋势

第一，步入刘易斯拐点区域，劳动力成本的提升将是持续性的。刘易斯拐点的最直接表现就是农业向工业部门转移的剩余农村劳动力，从无限供给转向短缺的状态。由于刘易斯拐点更多的是一种长期的趋势，而不是一个时点，因此对于中国是否达到刘易斯拐点我们不做过多的讨论，这方面的争论也比较多。但从劳动力成本的提升情况以及近几年常出现的民工荒现象来说，至少我们可以认为当前中国已经步入刘易斯的拐点区域。

中国社科院人口与劳动经济研究所所长蔡昉等人研究认为，自 2004 年沿海部分地区发生民工短缺现象以来，农村外出就业劳动力工资增长速度逐步加快。从表中可以看到，04 年以后农民工人均月工资的增速在加快，尤其是到 06 年之后，更是以两位数的增速提高。

表 3：农民工的工资变化

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*
农民工人均月工资(元)	781	-	-	953	-	1200*	1417
增速	-	2.8%	6.5%	11.5%	12.2%*	12.2%*	18%

资料来源：《2007 年：中国人口与劳动问题报告》，蔡昉。08 年数据位蔡昉估计数。

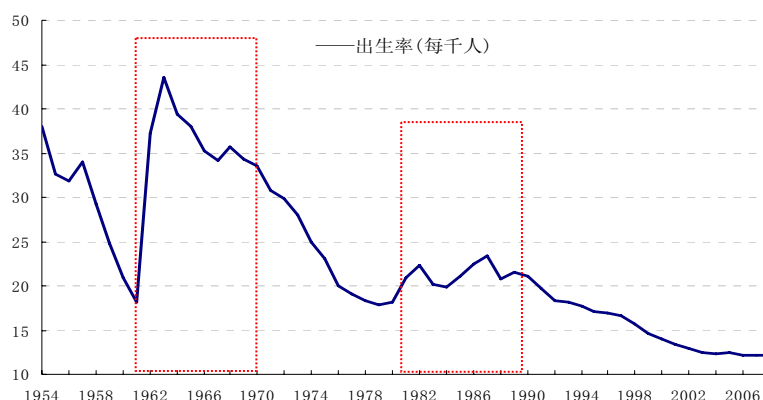
2009 年数据来源于统计局农村司《2009 年农民工监测调查报告》

首先，未来中国能够转移的农村劳动力数量整体将减少。50 年代之后，中国分别迎来两次人口出生高峰。第一次是在 60 年代，人口的平均出生率达到 33.6‰，第一次是在 80 年代，人口的平均出生率达到 21.4‰。90 年代之后，人口出生率便一路下滑，到 08 年仅为 12.1‰。

由于农民工一般都是在年轻时候走出农村，走向城市，我们以 20 岁为例。根据人口出生高峰的阶段，80 年代和二十世纪的头十年，农民工向城市转移的整体数量将是阶段性的高峰。因此在未来，由于 90 年代之后人口出生率不断下降，农民工能向城市转移的整体数量将下降。这是未来农村劳动力转移面临的第一个局面。



图 22: 60 年代和 80 年代是我国人口出生的两个高峰



资料来源: 国家统计局 第一创业整理

其次, 新生代农民工的劳动诉求要求提高。按照前述的人口出生高峰, 当前农民工的主体应是 80 年代后出生的群体, 即新生代农民工。统计局数据显示, 2009 年 16-30 岁, 即 80 年代后出生的农民工, 在外出农民工数量的占比达到 61.6%。与六七年代出生的传统农民工不同, 新生代农民工的劳动诉求明显提升, 这将提高相应地劳动力成本。

从就业的行业结构来看, 根据全国总工会新生代农民工问题课题组的研究报告显示, 04 年农民工在制造业、服务业和建筑业中的比重分别为 33.3%、21.7%和 22.9%, 而 09 年比重分别为 39.1%、25.5%和 17.3%。可以看出, 5 年期间, 危险性相对低的制造业和服务业占比分别上升 5.8 和 2.6 个百分点, 而危险性相对较高的建筑业则下降 5.6 个百分点。这种行业的倾向性一定程度上说明, 新生代农民工对劳动环境和就业条件的要求在提高。

此外, 据统计 89.4%的新生代农民工基本不会农活, 37.9%从来没有务工经验。这会导致两方面的结果; 一方面, 将来他们回农村的意愿将比较低, 农村招工比较难, 招工的成本也将越来越高。从下表可以看出, 新生代农民工未来打算务农的占比仅为 1.4%。另一方面, 缺乏务农经历, 将使新生代农民工的成长经历、生活习惯趋同于城市同龄职工。相应地, 他们对未来收入以及消费的观念会更加向城市同龄人看齐。

表 4. 新、老两代农民工未来发展打算的比较 (%)

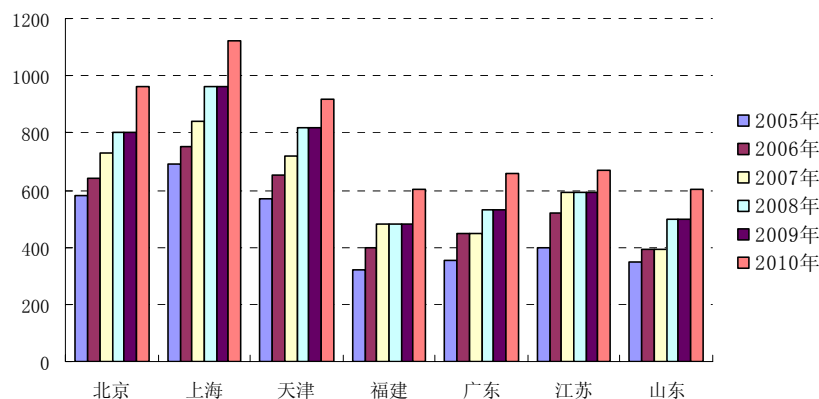
	传统农民工	新生代农民工
务农	11.0	1.4
做小生意或创办企业	17.9	27.0
继续打工	57.1	50.0

资料来源: 全国总工会新生代农民工问题课题组

第二, “十二五”是经济结构大调整的时期, 提高中低收入阶层的收入必是政策的重点。10 年全国各地纷纷上提最低工资标准, 上涨幅度在 10-25%之间, 其中北京、上海、广东的上调幅度分别达到 20%、16.7%和 24.5%。



图 23: 10 年各地最低工资标准大幅上调



资料来源: 国家统计局 第一创业整理

综上, 当经济步入刘易斯拐点区域时, 从国外经验来看, 劳动力成本的提升将是长期过程。此外, 由于收入分配改革的持久性, 低收入阶层的收入水平将获得持续地提升。因此, 我们认为, 劳动力成本的上升将是长期持续的趋势。

2、成本推动型通胀

根据生产函数 $Q = f(L, K, N)$ 可知, 生产商品主要的投入要素包括三类: 一是劳动力 L , 二是资本 K , 三是土地 N 。其中, 资本的实物形态主要表现为资本品或投资品, 如厂房、机器、原材料等。面对劳动力成本的上升, 厂商的应对措施主要有两个方面: 要么提价, 要么提高生产率。二者都可消化劳动力成本的上升。

由于劳动力成本提升是长期持续的趋势, 因此我们对劳动力密集的行业进行分析及其对物价的影响。

1) 农产品种植业

劳动力在种植业中的成本占比是较高的。我们选取了四类的农产品作为考察对象。我们看到, 农产品种植业的主要生产成本构成包括, 第一大类是劳动力成本, 这是种植业的主要成本。最高如棉花, 劳动力成本占比高达 59%, 最低如粮食, 劳动力成本占比也达到 38.8%。第二大类是化肥, 占比在 15-26%之间。第三大类是机械设备。

表 5: 主要农产品的成本构成

2009 年	劳动力成本占比	化肥	机械设备	三种成本之和
三种粮食	38.8%	24%	21%	83.80%
蔬菜	46%	17%	7.5%	70.50%
棉花	59%	15%	19.5%	93.50%
糖	50%	26%	6%	82.00%

资料来源: 《2010 年全国农产品成本收益资料汇编》 第一创业整理

注: 三种粮食包括小麦、玉米、稻谷, 蔬菜以大白菜为例, 糖以原材料甘蔗为例

让我们先看看 CPI 的基础: 粮价。



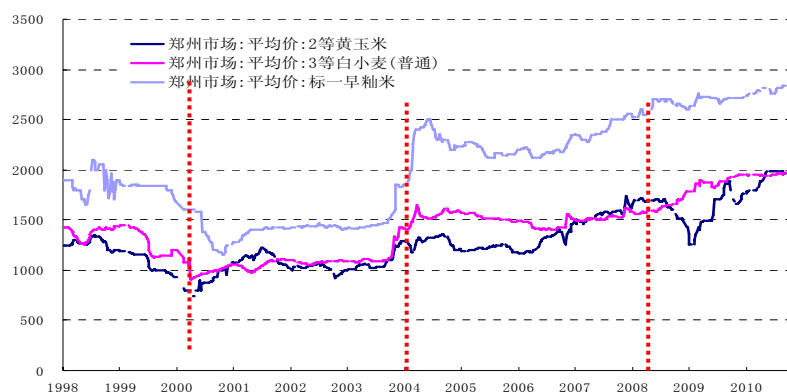
08 年至今，我国粮食生产已连续 3 年增产，库存也达到很高水平，但粮价却一路攀升。07 年之前粮价大致存在这样的规律，即当粮食增产时期，粮价处于高位，而粮食减产时期，粮价处于低位。个中关键原因，我们认为在于粮食库存的影响。粮食库存是调节短期粮食产量需求缺口的重要缓冲。虽然粮食产量小于需求，但仍可通过消耗较高库存来抑制粮价上涨；相反，虽然粮食产量大于需求，但由于当年库存较少，仍可能导致粮价大幅上涨。95-98 年，粮食连续三年增产，但由于粮食库存保持低位，粮价维持在高位；99-03 年，粮食连续四年减产，但由于前三年的增产，粮食库存较多，粮价保持在低位。04-07 年，粮食连续四年增产，但 04 年的粮食库存较少，粮价大幅飙升。只是过了 08 年之后，这一规律出现反常。虽然粮食连续 7 年增产，库存也达到相当高的水平，但粮价却一路攀升。

最低收购价的提升是 08 年之后粮价不断上升的关键原因。我们看到，08 年之后我国粮食最低收购价开始不断提升，如早籼稻最低收购价从 08 年 2 月开始从每公斤 1.4 元，不断提升到当前的每公斤 1.86 元，提升幅度近 33%。同期，粮价上涨幅度也在 30% 以上。

劳动力成本的提升迫使政府不得不提高粮食最低收购价。劳动力成本提升，必然导致农民种粮成本的上升，如果不提价，那么种粮利益必然受损。而在粮食连续多年增产的情况下，所谓谷贱伤农，粮价是很难提升的。因此，在这种情况下，如果政府不加以干预，不提升最低收购价，显然当前粮价上升必然得不到支撑。

“十二五”时期的核心是经济结构调整，提高中低收入阶层的收入是十分重要的内容，其中增加农民收入更是相当之重要。因此，即使粮食连续 7 年增产，但面对劳动力成本提升对农户种粮利益的侵蚀，粮食最低收购价仍将提升，粮价整体维持向上。

图 24：1998 年以来粮价变化(单位：元/吨)



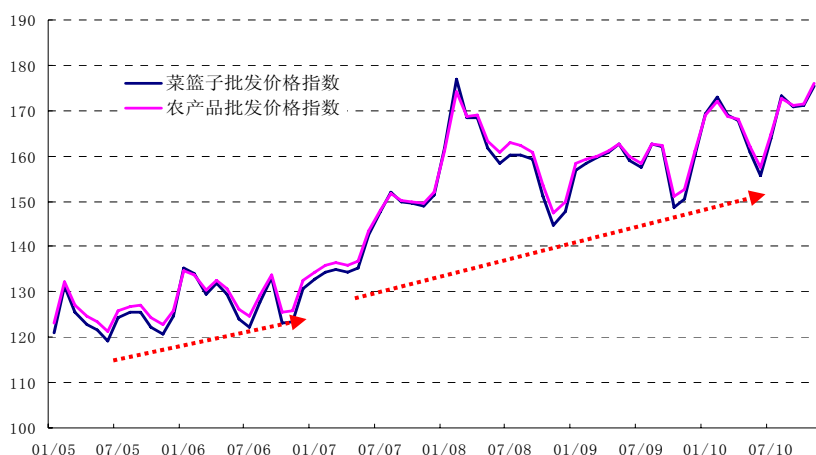
资料来源：wind 第一创业整理

过往蔬菜价格的波动特征并不只是周期性。从蔬菜价格来看，由于受天气因素影响，菜价的季节性波动加大，因此也往往成为影响 CPI 短期走势的重要因素，这一特征在天气变化频频异常的今年表现得更加明显。但如果观察过去几年的蔬菜价格走势，我们看到蔬菜价格并不仅仅只是短期的影响。



由于蔬菜的生产周期要明显低于粮食，因此种植蔬菜往往需要更多的劳动力，其劳动密集度也要高于种粮。2001 年以来，除了表现出较为明显的周期性之外，05 年之后农业部菜篮子和农产品批发价格指数的周期底部在不断抬高。这种周期底部的抬高，其实意味着种植蔬菜的盈亏平衡点的上行。劳动力成本的加速提升，使得这个盈亏平衡点不断提高。

图 25: 05 年以来蔬菜价格指数的周期底部不断提高



资料来源：国家统计局 第一创业整理

此外，从糖价我们也可以看到劳动力成本提升的影响。虽然今年国内糖价暴涨的直接原因是国际糖价飙升导致的进口传导。然而这种传导的根本原因仍是国内糖产量的下降，导致糖的进口上升，对外依存度提高。10 年前十个月，我国成品糖产量相对于已减产 8.5% 的 09 年，再次大幅减少 17.8%。结果直接导致我国食糖的进口依存度从 09 年的 8% 提升至今年的 20%！

由于糖的主要原材料是甘蔗，而种植甘蔗同样属劳动力密集型。据我们的草根了解，甘蔗种植面积的大幅下降背后，是大部分新生代农民工不愿种植甘蔗，种植经验也很少。

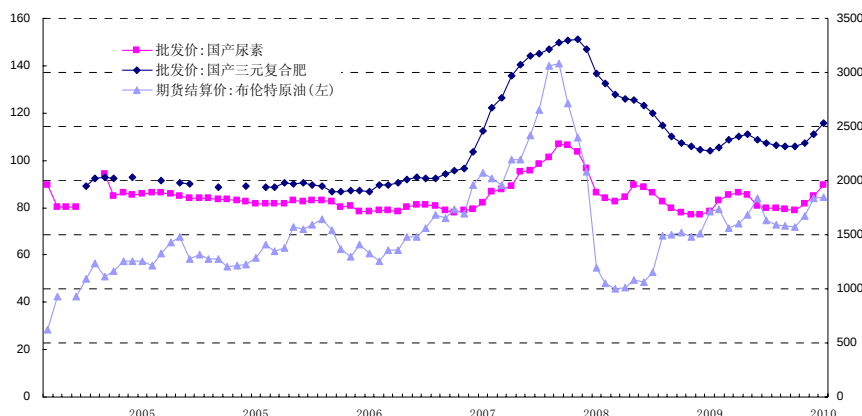
棉花价格暴涨的原因与糖价有些类似。

另外，我们还观察到农产品种植中的另一项重要成本，化肥。由于当前农产品主要使用的化肥种类是尿素和复合肥。这两种肥料属化工产品，受油价的影响较大。从图中可以看出，国产尿素和国产复合肥的批发价格与国际油价的关系十分密切。由于明年国际油价将呈现整体温和上涨的势头，因此明年化肥的价格将继续上扬，从而加大农产品的种植成本。

从粮价、菜价、糖价的表现，我们可以看出，劳动力成本的快速提升，导致了劳动力密集的农产品种植成本提高，化肥价格继续上扬也将加剧这一趋势，而由于农产品生产效率的提高相对缓慢，因此农产品价格不得不上涨。



图 26: 化肥价格与原油价格变动十分相关



资料来源: wind 第一创业整理

2) 非食品

虽然非食品价格的变动较食品价格小,但由于其占比达到 2/3,因此非食品价格对 CPI 的影响绝对是举足轻重的。

服务业的两大威胁:一是劳动力成本。由于服务业的劳动力密集程度较高,因此劳动力成本的提升对服务业的价格也会形成较大的压力。二是土地租金。土地租金与房价的关系十分密切。如果房价持续上涨,那么土地租金也会相应提升。由于服务业往往需要租赁经营场所,因此物业租金也是其成本的重要部分。我们以餐饮业为例,选取味千拉面作为样本。根据味千拉面 09 年年报显示,在味千拉面的成本构成中,人工成本占到 21%,存货消耗占到 37%,物业租赁占到 18%。其中存货消耗主要是原材料,即农产品。而 09 年新增单店的成本中,人工成本同比增长 10%,存货同比增长 8.2%,物业则同比增长 13%。

由于技术进步同样缓慢,因此面对劳动力成本和土地租金的上涨,服务业只能采取提价措施来应对。今年以来,味千拉面已经开始提价,涨价幅度在 15%以上。

餐饮业并不是服务业唯一的例子。我们从其他劳动力密集的服务行业也可以看出服务业的价格在不断提高。同样是劳动力密集型,CPI 分项指标中的家庭服务及加工维修服务自 04 年以来,该指标便不断上升,并一直持续在高位。

此外,当前我国制造业的劳动力密集度并不低。如前所述,09 年新生代农民工在制造业中的比重达到 39.1%。不过与种植业和服务业的不同之处在于,制造业的技术进步相对较快。但如果劳动力成本提高速度快于技术进步,那么制造业的价格仍难以压制。

以纺织服装业为例。虽然人工成本在纺织服装业中的成本占比在 10%左右,并不高。但由于原材料中棉花的成本占比却比较高,平均在 40%左右。因此,综合原材料所隐含的人工成本,纺织服装业的人工成本占比并不低。自今年 9 月以来,棉花价格最高上涨幅度达 67%,至今仍整体上涨 45%。技术进步再快,也无法消化这样的成本提升。为防止亏损,必然需要进行提价。今年包括特步、安踏、李宁、雅戈尔等都纷纷宣布,提高



服装类产品的售价，涨幅在 10%以上。11 月 CPI 衣着类环比涨幅达到 1.6%，为历史的最高环比涨幅，与提价是密切相关的。

因此，从非食品价格来看，劳动力成本提升对于劳动力密集的服务业和制造业，都会直接造成极大的提价压力。此外，由于农产品是服务业和制造业十分重要的原料来源，因此劳动力成本提升也间接提高综合的成本压力。

图 27：家庭服务和加工维修服务价格的持续高位



资料来源：国家统计局 第一创业整理



免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120