

日本城市化中的消费结构变迁

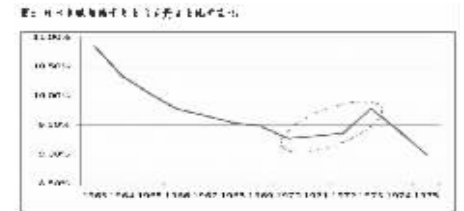
国泰君安策略团队

现今中国工业化及城市化进程中,存在着与日本在 60-70 年代极强的类似性。随着收入增加,居民消费层次的不断提升,满足最低生存需求层次的人正向全面发展的层次提升。

食品支出构成由满足生存转向关注饮食质量饮食健康

选取日本统计局 1963-1975 年居民消费结构统计数据,我们观察发现:生存必需品的谷类、油脂调味料支出占食物总支出的比重显著下降,1975 时的谷类消费比 1963 年降低了 11%,油脂调味料消费降低 1.5%;用于改善饮食质量的鱼类、肉类、调理食品、饮料支出占比显著增加,分别上升 2.5、4.8、1.3、1.6 个百分点;用于调节饮食结构、促进健康的水果类支出占比上升 1%。此外,随着居民收入增加、工作节奏加快,在外改善伙食的机会增加, 外食支出占比增加明显, 由 1963 年的 7.12%增至 1975 年的 10.75%。乳卵类、野菜海藻类、糕点类、酒类的支出占比保持稳定。

衣服与鞋子支出占消费支出的比重下降,由 1963 年的 10.84%下降至 1975 年的 8.99%,消费结构由自制衣向购买成衣转变。1973 年第一次石油危机时衣服与鞋子支出占比有所反弹,由 9.36%上升至 9.78%,主要是由衣服与鞋子的消费物价指数上涨更快造成的——1970-1973 年衣服与鞋子的消费物价指数由 29.8 上升至 42.5,上升了 42.62%;综合消费物价指数由 32.5 上升至 40.5,只上升了 24.62%。



住房支出占比先升后降——大规模住宅建设见成效

住房支出结构中,维护、维修占比基本稳定,房租支出占比在 60 年代初期有一个快速上扬过程,从 1963 年的 2.69%上升至 1968 年的 3.19%,其后逐渐回落至 1975 年时的 2.83%并保持稳定(直到 80 年代后期房地产市场的繁荣)。这一过程主要由两种此消彼长的因素起作用:一为人口增长;二为住宅建设。

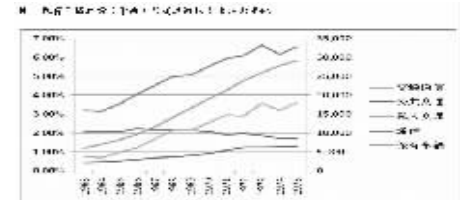
1945-1950 年是日本战后第一个婴儿潮时期,因战争推迟的结婚需求集中爆发,人口增长率大幅增加,1946 年人口增长率高达千分之 49.9。一方面,人口增长使得土地资源稀缺,住宅地价格上涨;从 60 年代到 80 年代初,住宅地价格加速上涨推动房租支出上扬;另一方面,到 60 年代时,第一波婴儿潮时出生的人到了适婚年龄,人口增长率再一次上升,房屋需求增加,推动了房租支出上涨。从长期来看,人口增长因素使得住房支出占比增加。

为满足居民基本住房需求,日本政府及民间企业兴建了大量住房,年兴建住宅投资额由 1960 年的 7061 亿元增至 1964 年的 16759 亿元,增幅 137.36%;年新增居住专用住房面积从 1960 年的 24406 平方千米增至 1964 年的 42503 平方千米,增幅 74.15%。到 1968 年时,户均住房达 1.01 套,基本解决住房短缺问题,房租支出占比逐渐回落。



交通通信支出占比增加——由公共交通向私人交通转型

随着居民收入水平的提高,日本私人保有汽车的数量大量增加,由 1963 年的每百人保有 6 辆增至 1975 年时的每百人 26 辆。燃油、维护等支出随之增加,导致交通支出占比增加。又因为私人交通和公共交通可相互替代,公共交通支出占比逐渐下滑,由 1963 年时的 2.03%降至 1975 年时的 1.69%。



医疗保健支出占比小升——源自服务价格上升

观察医疗保健支出占比发现:药品支出所占比重逐年下降,这主要是由于制药行业发展,药品成本下降所致;医疗保健支出占比在 1967-1969 年间有小幅增加:由 2.33%上升至 2.66%,主要是由于医疗服务支出增加造成的,保健医疗用品器具支出亦有所增加。



“钟摆”放缓？改革仍优先于周期性调控

陆磊

自 2010 年下半年起,中国经济最复杂的两个季度已经来临。一方面,我们的确可以观察到经济增长速度显著而持续的放缓,其中主要原因甚至不来自内生性总需求不足,而是投资拉动以及由此造成的地方政府负债已达到极限,必然呈现下降趋势;另一方面,房地产价格在短期内难以真实全面回调,而通货膨胀将在未来 4 个月内呈现两个高点。

如果从单纯的宏观调控角度出发,中国将面临振幅逐渐收缩的“钟摆周期”——即从放松到收紧再到放松的时间段(频率)逐步加快,但钟摆摆动能达到的高度逐步下降,直至停摆。在经济指标上,这种钟摆周期可以描述为某种场景假设:如果宏观调控针对逐步放缓的经济增长实施放松,则在房地产价格仍高位运行的状态下仍将呈现泡沫化态势,而土地财政亦将再度成为拉动投资增长的主力,其结果恰恰是 2009 年下半年起至 2010 年 4 月我们已经观察到的场景。但由于银行体系越来越缺乏资本金和可贷资金,因而钟摆上扬的高度必将远不及 2009 年的投资拉动效果;同时可以设想,资产价格上升将再度造成货币信贷的紧缩预期,直至泡沫破裂和中国工业化停摆(即钟摆停摆)为止。

反之,如果从结构调整的角度出发,通过相对连续的产业转移,传统制造业从工业化后期地带(长三角、珠三角)向邻近省份或中部地区转移,工业化后期地带走先进制造业和现代服务业道路,则中国仍可望实现年均 8.5-9.0% 左右的中期经济增长。这就是以投资制造就业岗位,以工薪收入上升拉动“消费”的增长路径。

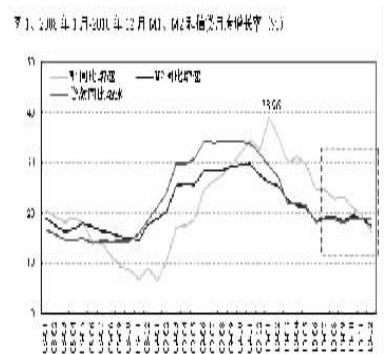
由此可以预计两种前景:如果选择前者,则我们将面临自 2010 年 9 月至 10 月的短暂资产市场繁荣,到 2011 年第一季度起出现钟摆停摆的糟糕状态;如果选择后者,则我们将忍受 2010 年第三季度到第四季度的相对高通胀,同时遭遇第四季度到 2011 年第一季度的经济下滑,但谷底清晰可见——明年一季度同比约 6-7% 的 GDP 增长;此后必将缓慢而坚定地走向 9% 左右的适度增长率回归,相伴随的是银行信贷资产质量的全面好转、劳动力和人力资本就业水平的可持续上升、总需求和总供给处于螺旋形交替上升状态,因成为“世界工厂”而困扰中国多年的产能过剩问题应能逐步消失。

放松或从紧：不该成为问题的问题

先把目光投放于近期——当前局势告诉我们,无论是政策制定者还是市场,最关心的问题在于:是否应该调整自 4 月 15 日房地产调控政策实施以来的政策方向或力度。”从货币政

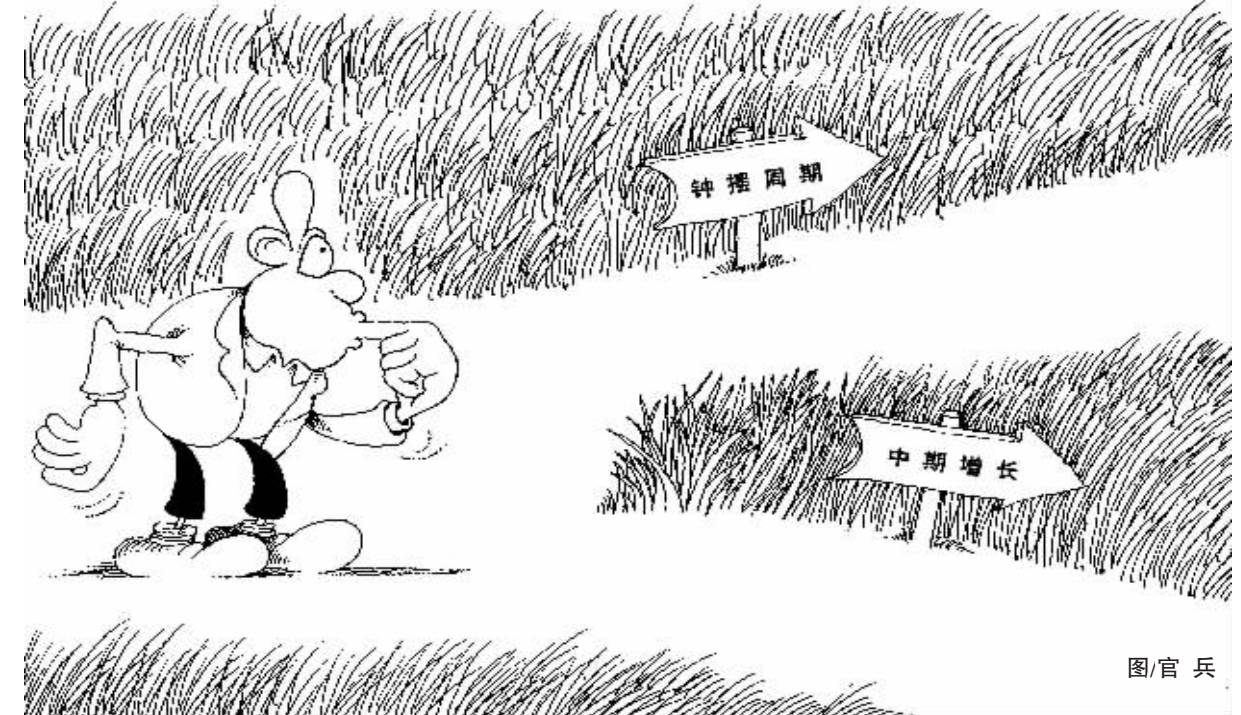
策层面看,随着房地产专项调控政策实施,央行随之实施了流动性放松;但与此同时,财政政策面临着无法继续放松的境地。

一是货币政策已经放松,但针对的是银行体系流动性。尽管存款准备金率处于历史高位,但自 5 月起,央行进入基础货币净投放时期。5 月央行公开市场累计净投放资金 2240 亿元,是今年 2 月份春节月份之后首度净投放资金,公开市场操作力度总体偏松;自 5 月下旬直至 7 月中旬央行连续 8 周累计净投放接近 1 万亿元。需要注意的是,央行净投放货币针对的是银行信贷增幅下降趋势——只要信贷下降,则货币乘数必然下降,由此可见图 1 所示的货币供应量和信贷增长率持续下降的态势,并且不妨判断,假设信贷所面临的经济环境不变,2010 年 4 月信贷增加额(7740 亿元人民币)将成为此后 8 个月的最高点。因此,从货币政策微调角度看,央行实施货币市场净投放实属必然。但是,这并不表明中央银行货币政策的方向性改变。这是由于,只有利率、准备金率或针对房地产信贷的调控放松,才意味着货币政策阶段性由紧变松。

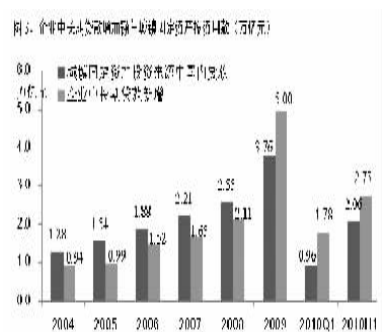


二是财政政策无法继续放松,因为信贷违约压力将因投资增长无论高低均上升。反观 2009 年以来拉动经济增长的主因,即财政政策拉动大项目投资,项目投资形成对信贷的巨额需求,由此需要预判的问题是:财政政策是否有可能持续保持积极,且积极的财政政策能否可持续地形成对中国经济的拉动力。我们的判断是,财政政策已经很难在事实上保持积极,且即使财政政策能够保持积极,对经济增长的拉动力势必持续弱化。其中的关键原因是信用风险。

图 2 显示,月度固定资产投资增长率在 2009 年 7 月现峰值,而图 1 表明,同月是信贷增幅的高点。因此,虽然财政政策决定了投资,但信贷构成了投资引擎运转的“燃料”。于是,问题延伸为:是否可以继续通过信贷放松以继续刺激投资?图 3 说明,自 2009 年至 2010 年上半年,银行采取了面向基建项目投资持续宽松的态度,在一年半时间内约有 2 万亿元中长期贷款沉淀于企业内部;即使实施持续面向基建项目的



宽松信贷政策,实体经济亦未必能够消化。更进一步看,图 3 所显示的信贷格局相对“危险”:一方面,信贷并非无成本,沉淀于企业一天就要支付一天的利息;另一方面,恰恰由于信贷有成本,企业借中长期贷款而非用于固定资产投资进度拨付,其用途殊为可疑。一旦进入高风险投资领域,则银行业整体信用风险水平将更高。



我们不妨假设,如果财政性投资政策再度启动,投资需要筹资作后盾。政府筹资无非增税、发债和货币发行三种方式。增税势必降低私人部门消费;发债进一步挤出私人部门投资;发行货币(信贷)则将恶化信用风险。综上,问题的核心不在于当前宏观调控是否可以放松,而在于即便放松,能否形成经济增长的实际效应。即使当局重新实施宽松性政策,依然无法挽回经济增长的颓势。

本轮周期底部:2010 年第一季度

如果颓势已成,那么我们必然关心本轮经济增长率的底部在何时出现,且底部出现后经济出现显著反弹,抑或在底部徘徊?

第一个问题是确定的,本轮经济增长率的底部是 2011 年第一季度。在全球经济缺乏经济增长点,中国放松性政策难以实现预期效果的背景下,无论是季度同比还是累计同比,经济增长率将自 2010 年第一季度起持续下滑,到 2011 年达到底部。

第二个问题是不确定的,关键在于我们是继续采取“外生拉动投资,等待全球经济复苏”策略,还是转向内生经济增长策略。前者意味着周期性钟摆将在 2011 年第一季度停摆,并陷于中期低迷——形如 1998-2002 年的通货紧缩。后者意味着中国将成为真正的全球经济引擎,依靠持续的工业化进入中期有质量的增长阶段。

这里一个有趣的问题是,信心与经济运行不会完全同步,原因在于信心源于对经济的预期。可以设想,如果宏观决策当局真实而坚定地实施结构调整策略,依托内生经济增长解决经济下滑问题,其结局有三:一是经济增长率仍然不可避免地持续向 2011 年第一季度底部收敛,这是因为结构调整是一剂缓药,立足于固本培元,但在若干个月内难以立竿见影;二是信心有望在 2010 年第三季度中期出现恢复,实体经济看到了新的投资增长点 and 收入来源;三是中国将摆脱“放松性政策—资产价格泡沫化—紧缩性政策——硬着陆风险”的钟摆周期,进入“实体经济投资增长—收入增长—消费增长—总需求上升—资产价格和要素价格增长—紧缩性政策—经济回调

农业 危机中的最后一根稻草

东方证券策略部

格主要受供给变动影响,在供需的动态平衡中呈现周期性波动。

在过去数年中,由于油价高企带动农资价格上涨,城乡收入剪刀差带动人工成本增加等因素,农业生产抛荒现象日益严重,而频发的自然灾害则使水资源匮乏、农业生产模式滞后、短期难以实现规模化等一系列长期性问题日益突出。我们预计,短期难以解决的结构矛盾,将导致以粮食为代表的农产品供需进一步呈现失衡态势,从而推动其价格进入中长期上涨通道。

从粮食需求来看,其需求主要来自三方面,即口粮、饲料用粮和工业用粮。在我国对工业用粮有明确限制的条件下,决定我国粮食需求的两大变量将是人口增长和消费升级。至少在 2020 年前,我国人口仍将保持增长,对刚性的粮食需求在不断增长;其次,居民收入增长将导致食品消费结构的巨大变化,即通常所说的消费升级,其中高级农产

品消费占比将明显提高,特别是对于动物蛋白的消费。政策方面,《国家粮食安全中长期规划纲要》也佐证,未来,口粮销量占比将下降,但高级农产品所需的饲料用粮占比将不断提高。由于农业初级产品向次级、高级产品转化时,每向上一级能量转化率不到一成,因此,在维持人均摄入量不变的保守假设之下,高级农产品消费比重的提高将会导致粮食需求总量的增加。

短期来看,在人口增长、消费转型推动农产品实物消费需求稳步增长的同时,地下水资源匮乏、基础设施建设滞后、种植成本上升等一系列因素,已经给农产品的供给带来了巨大压力,同时,结合前期玉米、小麦上市遭到哄抢,中粮、嘉里等粮食巨头高价收购粮源、农民全面惜售、国内粮食进口大幅度增长、部分粮库空虚等现象,我们应该看到,我国粮食库存水平早已处于极度的紧平衡之中,一旦灾害天气影响超出预

期,粮食危机或将全面爆发。长期来看,国内价格管制所形成的农产品价格低估局面,已经严重制约了农民消费水平的提高以及农地货币化的有效推进,而这一系列“三农问题”中的结构性矛盾,也只能通过农产品价格上涨来解决。

对冲高通胀 农业股现机遇

金融危机之后,各国在政策刺激之中所发行的天量货币,为新一轮的高通胀深深埋下了种子。当前,在宽松的流动性之下,极低的资金成本已经使资产价格泡沫从股票、房地产市场蔓延到了小宗、大宗农产品等泛资产领域。我们认为,未来一段时间新涨价因素的压力仍十分巨大,而粮食价格的上涨与通胀预期的循环加强,则将进一步推高通胀水平。

回顾过去,我们发现农产品供求关系的失衡曾经带来了投机性需求的全面上涨,从而为国际市场上的炒作创造足够的噱头。同时,滞涨时期农产

而非硬着陆”的正常周期。

改革政策优先于周期性调控

由于无论采取哪种调控政策,我们都无法避免经济增长率下行,则我们有理由坚信宏观决策者会采取结构调整型改革手段,取代对短周期宏观调控的迷信。在具体政策环节,一言蔽之:改革政策必须先于放松性宏观调控政策。

一是以放松性财政政策取代积极的财政政策。通过减税提高企业部门盈利预期,以增加私人部门固定资产投资;投资形成就业岗位,最终提升居民可支配收入,由此形成可持续的消费动力。

二是从严控房地产信贷转向面向中小企业和民间资本的宽松型信贷政策。对实施产业转移的企业给予贴息(优惠利率信贷)。这是因为,自 2010 年 4 月起,银行部门已经很难找到传统意义上的优质客户,鼓励信贷资金向实体经济部门转移,有助于避免信贷于体外循环,制造资产泡沫。

三是坚定实施小城镇化投资战略。为确保经济平稳增长,投资增长率不能快速下滑,这就需要制造新的投资增长点。结合中国在 2010-2015 年间,人口可望从 13 亿人上升到 14 亿人,城市化比率从 46% 上升到 52% 的基本趋势,城镇化至少可以在未来 5 年形成投资增长率不至于快速下降、对 2009 年间形成的巨大固定资产和中间产品构成有效消费的局面。

四是在上述战略布局完成后,才可能实施全面放松性货币信贷政策。这意味着新增流动性不再流入投机性领域,亦有望从根本上解决中国短期“钟摆周期”的宏观经济困境。

(作者是华泰联合证券学术顾问、广东金融学院副院长)