

每周酷图与思考

从电子商务的成长看消费技术变迁

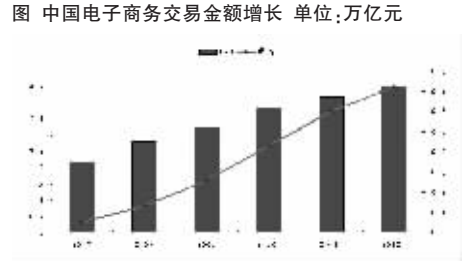
国泰君安策略团队

近日，国内两大科技公司当当网和优酷网在纽交所上市，IPO 首日股价分别上涨 86.94%和 168.59%。当当网类似于亚马逊，是中国最大的互联网图书零售商，其自称为领先的 B2C 电子商务公司，提供 59 万个图书条目、其它媒体产品和一些日用商品。优酷网则是中国版 YouTube，但表现更抢眼，是中国领先的互联网电视公司，目标是成为使用任何互联网设备的中国网民的主要视频内容提供商。如果说优酷网还仅仅只是一个网络传媒服务提供商，那么当当网则改变了传统图书购买群体的消费模式。

从大的宏观经济周期来说，中国的工业化历程已经有点类似于我国台湾地区上世纪 80 年代后期的情形，工资增速的快速上升正在逐步影响原有的成本优势，而在经济增长的结构性表象、服务业的增速开始大幅超越工业增速。对于中国而言，所处的长波周期正好是 21 世纪的网络技术革命，因此，消费的稳定增长将成为未来经济波动的恒定特征，而新一代技术革命引导的消费模式变迁，也正在中国的消费领域开始呈现。

截至 2010 年 6 月，中国已有 4.2 亿互联网用户——是印度互联网用户的 5 倍多，比美国的互联网用户几乎多一倍——新的用户还在以每个月 600 万的速度不断增加。大约一半的中国城市人口在使用互联网，而农村居民使用互联网的比例也达到 1/7。据估计，到 2015 年，中国城市用个人电脑上网的普及率将会达到 66%，与如今西欧的水平相当，而农村的互联网普及率则会翻一番，达到近 30%。城乡加起来，中国将会有超过 7.5 亿互联网用户（包括用移动设备上网的用户）。随着互联网逐步铺开，电子商务在近几年飞速发展。

中国电子商务研究中心监测数据显示，截至 2010 年 6 月底，中国电子商务市场（只包括 B2B、B2C、C2C）交易金额达到 2.25 万亿，其中 B2B 交易额达到 2.05 万亿，B2C 与 C2C 网购交易额达到了 2000 亿元，相比于传统商务市场，网络购物的增长速度相对较快。



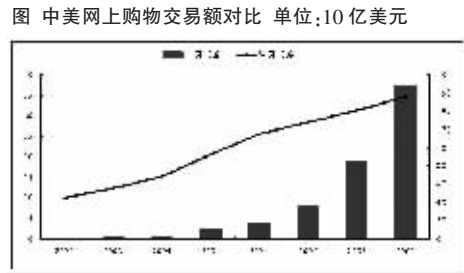
其中，在第三方电子支付市场方面，截至今年 6 月份，中国网上支付市场交易额已达到 4500 亿元，同比增长 71.1%，目前国内第三方支付公司与保险、航空等资金流量大的行业合作力度正在进一步增强，网上支付业务开始向保险、票务、房产等更深层次消费领域渗透。

移动电子商务市场方面，国内移动电子商务实物交易规模(含家电、日用品、服饰等实体商品的交易总额)达到 13 亿元，用户规模也已达 5531.5 万，保持快速增长。从 2011 年、2012 年预测规模看，其也将成为电子商务领域快速增长的代表。

中国电子商业中心的研究数据，电子商务服务企业的居行业前十位的依次是：纺织服装(12.20)、数码家电(10.30)、钢铁机械(7.25)、建筑建材(7.00)、农林畜牧(6.38)、五金工具(5.89)、化工医药(5.30)、包装印刷(4.89)、食品糖酒(4.38)、礼品饰品(3.56)。以与人们生活息息相关的生活必需品所占比重较大。

细分电子商务中目前规模最大的 B2B 商务部分，从运营商的营收规模来说，2010 年上半年中国主要 B2B 营收规模预计将达 30 亿元，从运营商格局来看，国内五大 B2B 上市公司所占市场份额从高到低依次为：阿里巴巴、环球资源、慧聪网、中国制造网、网盛生意宝，前五位企业占总营收 74.7%。

2008 年金融危机后，中国的电子商务发展速度并没有受到多大影响，但是以目前的中美网上交易额对比来看，在 2009 年中国仅仅只占美国的 1/4 左右，虽然有着两国间居民人均收入差距依然较大的因素，但考虑到中国比美国多了足足一倍的互联网用户，而潜在的增长规模也要快于美国，相信中国的电子商务运营在未来仍将保持较快的发展速度。

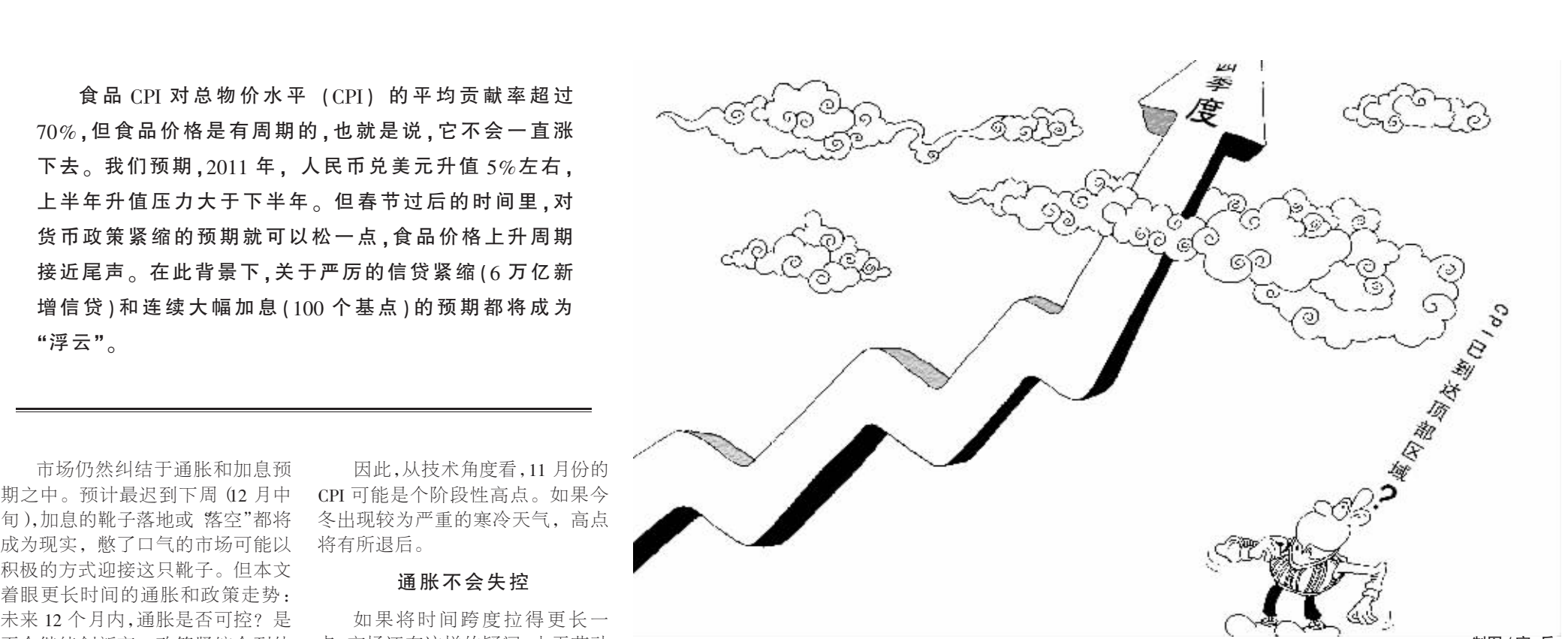


团队精品

通胀将碰“天花板” 加息靴子欲应声而落

但来年严厉信贷紧缩和连续大幅加息预期或为“浮云”

华泰联合证券 陈 勇



年的通胀主要出口扩张和输入性因素。也就是说，在历史上，即使需求因素为通胀煽风点火，但基本上不关国内消费什么事。

这种情况会一直延续吗？不会。调结构一方面意味着供给的调整，不合理和过剩的产能扩张将受到抑制，一方面意味着需求的抬升，对就业和收入分配的改善将增加国内有效需求。这将缓解我国总需求和总供给失衡状况，这是我们一直声称转型将改善消费和抬升价格水平的主要理由。但缓解并不意味着供需状况逆转。在未来一段时间，我国依然实施“以投资促进消费”，产能（供给）仍将保持一定速度增长，经济繁荣仍为实质性到来，无论从出口、投资还是消费，短期指望总需求加速扩张并不现实。从微观角度看，只有当收入增长在边际上超过通胀水平时，需求才可能成为通胀的现实拉动力。但我们对工资数据分析并不能证实这一点：扣除价格因素，三季度职工平均工资收入同比增长 12.8%，低于去年同期的 13.5%。

第三个因素是货币超发。中国的货币超发并不严重。从 M2—名义 GDP”比例看，中国 2009 年达 1.8，远高于美国同期的 0.6。但如果将中国与韩国、我国台湾地区对比，结果就没那么严重，2009 年，韩国和我国台湾地区 M2—名义 GDP”比例分别为 1.5 和 2.4，中国台湾地区的货币化程度远高于中国大陆。将中国和美国对比不合理，因为就金融市场特性而言，美国和中国几乎处于两个极端：美国的直接融资高度发达，银行体系创造货币的能力有限，中国高度依赖间接融资，以国有为主的银行体系总有信贷扩张冲动。

从 M2 增速看，2009 年高达 27.8%，显著高于美国的 3.4%。这种对比忽略了发展阶段，在经济成熟以前的加快发展阶段，市场化程度加深意味着更多商品加速进入货币交易体系，这就需要更多货币进入流通领域。以韩国和我国台湾地区为例，中国现在的发展阶段大约相当于韩国 1980 年，从 1980 到 1998 年间，韩国 M2 增速最高达 44.5%，M2 平均增速为 25.3%，超过平均名义 GDP 增速 9.4 个百分点，1980—1994 年间，中国台湾地区的这三个指标分别是 26%、19.9%和 7.8%；中国大陆 1990 年以来这三个指标分别为 37.3%、21.9%和 5.5%。如果说货币超发，中国大陆的情况接近于中国台湾地区，低于韩国。

从短期看，如果考虑货币因素，M1 滞后地影响 CPI，滞后期为 6—12 个月不等。本轮 M1 高点出现在 2010 年 1 月份，如果考虑最长 12 个月的滞后期，通胀不久将回落。

把握政策节奏

政策是经济的函数，从经济波动到政策节奏，中间还存在一个滞后期。

上文分析得到的关于 CPI 的判断是：CPI 即将见顶，虽然未来 CPI 可能持续高位，但创新高的可能性不大，我们还预计，如果指望 CPI 显著下行，可能要等到 2011 年 6 月份以后。

先看看 2010 年以来的政策：第一，校正 2009 年的过度刺激政策，这表现为收紧信贷、回收货币、抑制投资；第二，由于管理层对外部环境和外需（出口）的判断一直偏谨慎，因此调结构的宣示力度大于行动；第三，政府一般具有这样的偏好，对经济宁愿过热，不愿过冷，因此，在找到经济增长内生动力确切的证据以前，加息和升值都很犹豫，政策退出迟缓。

政策是后顾、而不是前瞻的。于

2011年宏观形势：美国造通胀 中国被增长

国泰君安宏观团队

美国经济当前的主要矛盾是有效需求不足，具体表现为高失业率、低产能利用率，物价持续下滑。2008 年的金融危机对美国实体经济的最大冲击，就是房地产市场的深度衰退，至今仍无复苏迹象。因此，当前美国经济的复苏可以认为是结构性复苏，消费呈稳定增长，但房地产以及相关部门停滞不前。与 2007 年 4 季度比，房地产从业人员减少了 20%，而剔除掉房地产、制造业以及汽车零售之后的非农就业在此区间仅下降了 2.4%。由于美国的高失业率将长期持续，通缩正成为最大威胁，预计其量化宽松货币政策将成为常态，目标是推升全球通胀预期。

中国的产品价格与美国联动，7 月份以后受美国宽松货币政策影响被动上涨，并提前启动了企业的存货投资周期。由于贸易的全球化，各国生产资料价格走势趋同，中国的产品价格也与美国联动。2010 年 7 月份以后受美国宽松货币政策影响，中国产品价格被动上涨，并提前启动了企业的存货投资周期，而存货投资是中国目前经济回升的主要动力。

我们认为，工业主导明年投资。据我们预测，2011 年投资增速为 20%，其中制造业、生活资料以及铁路、水利环境投资将是主要亮点，而地产投资将大幅回落；预测 2011 年消费保持稳定增长，其中汽车等耐用品消费增速回落，而食品、服装、医疗、体育用品等非耐用品消费仍将保持较快增长；预测 2011 年出口增速回落至 16%。发展中经济的高速成长，将在一定程度上弥补发达经济增长放缓给中国出口带来的冲击。整体来看，2011 年经济增速将从 2010 年的 10.2%降至 9.6%，2011 年 3 季度或为同比增速高点。我们预测 2011 年 PPI 为 5.4%。受生产资料价格上涨的扩散性影响，在劳动力价格上升的大背景下，预测 2011 年 CPI 升至 4%，其中上半年物价在 4%以上，3 季度后 CPI 或将回落。预计 2011 年 M2 目标增速下降至 15%，但基于流动性结构变化的考虑，预计 2011 年新增信贷不少于 7.5 万亿。货币政策将回归稳健，或有 2 至 3 次加息，而财政政策仍将保持积极。