

2009 年 11 月 30 日

2010 年宏观经济报告

相关研究报告

内容摘要:

- 经济危机使奥巴马政府意识到，去工业化及过度倚重消费的经济增长方式举步维艰，为促进经济复苏和谋求危机后继续保持在全球经济的中心地位，美国在经济增长方式上已开始进行强制性变迁。
- 面临内外部约束，在发展路径上中国正试图加速以下变迁：由出口导向型向内需拉动型增长模式转变；将发展新能源和节能环保产业作为一项基本国策，加快改变“三高一低”的增长方式；利用美元霸权削弱的机遇，推进人民币国际化进程。
- 2010 年中国有望迎来新一轮经济周期的开始，经济全面复苏、渐入正轨。GDP 走势大致呈 N 型，总体向好中围绕潜在增长率附近小幅波动。“三驾马车”增长将趋于平衡，其中公共投资增长放缓，房地产投资可望反弹；全球经济温和复苏，外贸出口有望实现恢复性增长；扩大消费的刺激政策继续发力，居民消费维持平稳增长。
- 2010 年信贷投放主要取决于货币政策的调控，预计全年信贷规模达 7 万亿。通胀压力逐步显现，成为 2010 年中国经济面临的主要威胁，全年 CPI 在 3.5% 左右。宏观政策将在巩固经济回升好势头的基础上，重点关注通胀，并更加注重结构调整和深化改革，为我国经济进入新一轮增长期创造条件。

报告作者:

宏观策略分析师 肖彦明
电话: 021-58766036-205
E-mail: xiaoyym@glsc.com.cn
宏观策略分析师 李斌
电话: 0510- 82833217
E-mail: lib@glsc.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

引言:

自 2008 年 9 月次贷危机演变成全球金融、经济危机以来,各国政府积极救市,注入大量流动性到市场,投入大量资源刺激经济,经过一年多的努力,全球经济已成功摆脱经济衰退的噩梦。美国近期的系列宏观经济数据表明,美国经济已企稳回升,这标志着世界经济总体上已进入后危机阶段。

全球经历的这场经济危机是世界经济体系内在矛盾长期积累后的总爆发,表明过去 10 多年推动全球经济蓬勃增长的“中国生产-美国消费”的经济增长模式已穷途末日。无论美国还是中国,为实现经济的均衡、可持续发展,都面临着增长路径变迁的课题。

1、后危机时代美国经济的变迁路径

经济危机使奥巴马政府意识到,迫切需要改变去工业化和过度倚重消费的经济增长方式。同时,为了维持美元的国际货币地位,美国也必须找出享受美元霸权利益和维持美元地位之间的平衡点。为促进经济复苏和谋求危机后继续保持在全球经济的中心地位,美国在经济增长方式上已开始进行强制性变迁。

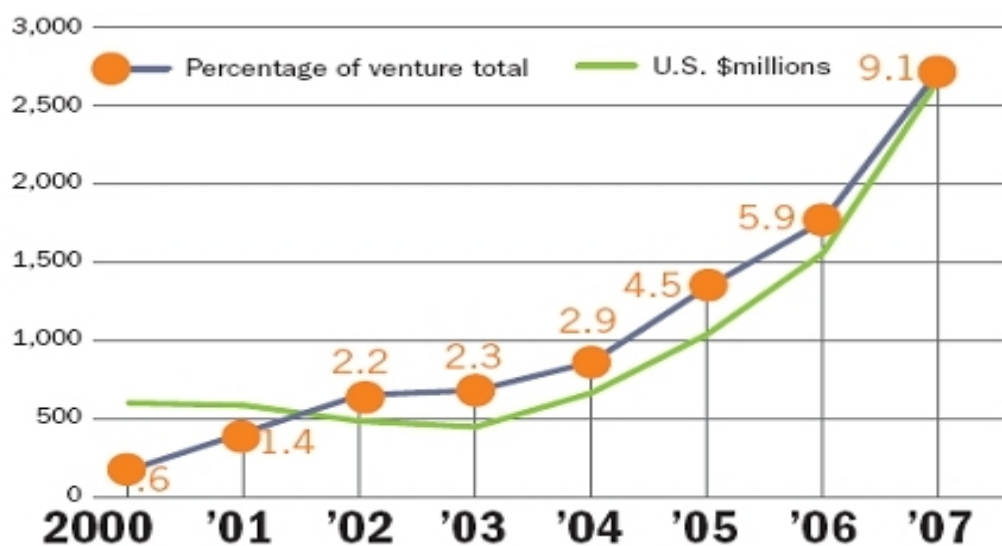
1.1 选择新能源和环保产业作为新的经济增长点

首先,奥巴马政府认为,发展新能源,可以减少美国对石油、天然气等化石能源的进口依赖,减少贸易逆差,同时可催生新能源产品、技术和低耗能产品的出口。2008 年,美国贸易逆差为 6811 亿美元,仅石油进口就高达 4533 亿美元。发展新能源,对减少美国国家负债和贸易赤字十分有效。

其次,奥巴马政府还期望通过新能源和环保产业带动整条产业链,拉动就业。据测算,仅发展新能源一项,就可创造约 500 万个就业机会,该数字约 10 倍于美国月均申请失业人数。

在长远战略上,新能源同样为美国继续维持超级大国地位提供强有力的支撑:在维持美元霸权的同时,利用新能源上的技术优势,通过设置碳减排“门槛”和影响石油定价,实现在世界范围内同时掌控货币与能源的战略企图。

图表 1: 对位于美国的公司进行的清洁能源风险投资额

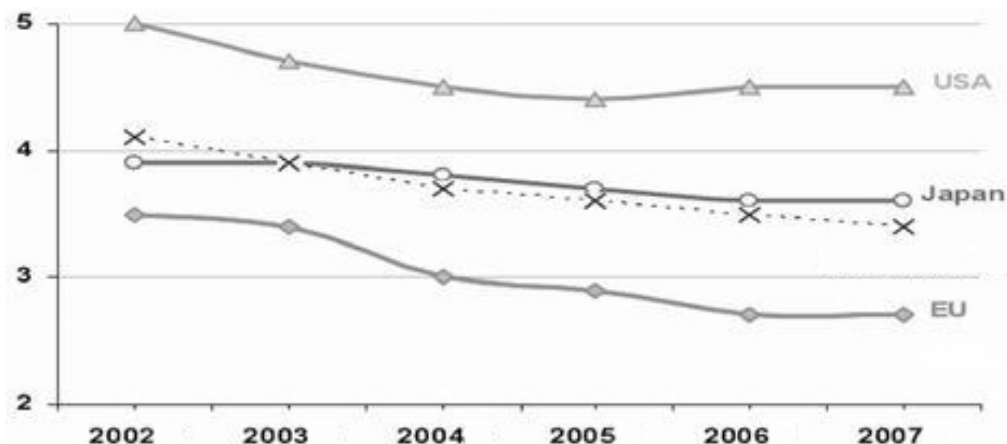


数据来源: 国联证券研究所 英国新能源财经

1.2 以基础科学研究带动技术革新

在医疗和医药产业领域, 美国政府推行大刀阔斧的医疗改革, 批准了更多普通生物技术药物, 并已解禁胚胎干细胞的研究限制。在汽车行业, 否决了通用和克莱斯勒的重组计划; 将发展新型车特别是清洁能源汽车放在重要的地位, 意在重塑传统汽车业的竞争力。在信息技术产业, 鼓励积极的技术创新, 推进电子化医疗、电子化教育、普及宽带、电子政务等多项领域的建设。同时, 在 2010 财政年度预算方案中大幅度增加支持基础科学的资金投入, 将美国未来 10 年的基础研究经费翻一番。

图表 2: 世界不同区域研发强度示意图



数据来源: 国联证券研究所 European Commission's Joint Research Centre

1.3 重构国内金融体系

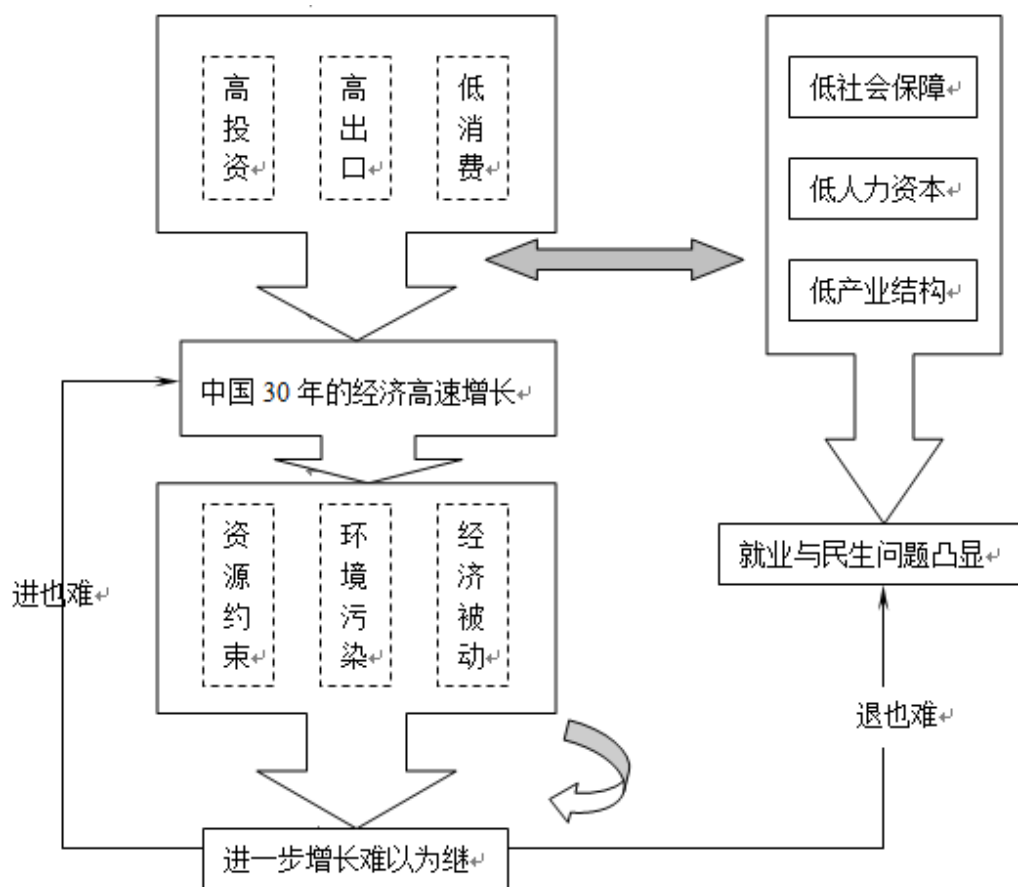
过度金融创新、过高杠杆率以及放松管制，一度吹起美国的金融泡沫。随着美国经济增长方式的变迁，金融体系必须重构到服务于实体经济的结构上来。首先是加强金融业监管，使监管主体的职能更集中。具体措施包括：日常银行监管事务由目前的多个机构管理合归为由一个机构负责；合并证券交易委员会和商品期货交易委员会；在财政部下新设保险业监管办公室；扩大美联储的权力，把大型金融机构、重要的支付和清算系统等置于其监管下。对金融体系的重构还包括重新整合美国投行业，实现投行业与传统商业银行的结合；对银行进行压力测试，提高商业银行审慎经营度；重构准政策性金融机构，维持住房金融系统的稳定等。

2、危机加速中国经济向内转型

2.1 传统增长模式下的困境

世界经济危机的爆发使得中国经济存在的问题凸显，充分暴露出传统增长模式所具有的诸多弊端。在传统增长模式下，中国经济虽然取得了 30 年高速增长丰硕业绩，但不合理的投资驱动结构(高投资、高出口、低消费)以及为支持这种增长模式而形成的低社会保障体系、低端人力资本结构以及低端的产业结构却使得这种增长具有不可持续性。当经济危机爆发而导致中国增长的外部需求萎缩时，必然会促使中国粗放型增长模式的不可持续性凸现，由此，中国的经济增长也遭遇到一个两难困境：一方进面，在外部需求萎缩，并且增长受资源刚性约束的背景下，传统模式下的粗放型增长必然难以为继；另一方面，随着就业和民生问题日显突出，维持经济高速增长又是保持社会稳定的必然选择。

图表 3: 传统增长模式下的困境



数据来源：国联证券研究所

2.2 经济增长模式的国际比较

消费、投资、出口是拉动国民经济增长的三驾马车，总需求结构均衡发展对一国经济可持续增长具有重要作用。国际经验表明，消费是拉动经济增长最稳定、最长效、最可持续的手段，以消费作为根本驱动力的经济增长具有较好的可持续性。

投资驱动型经济增长：以日本为例。二战后日本国民经济经历了高储蓄、高投资、低消费、高增长的“三高一低”阶段，经济高速增长使日本一跃成为仅次于美国的世界第二大经济强国。资料表明，1951—1974 年间，日本经济增长率年均高达 9.1%。1975 年后，日本经济进入平稳增长期。在这一过程中，投资发挥了巨大作用。总体来看，这一阶段的日本经济基本上属于由高积累和高储蓄支撑的高投资主导的粗放型增长。

图表 4: 1966-1980 年日本经济增长率与投资率

年份	经济增长率	投资率	年份	经济增长率	投资率	年份	经济增长率	投资率
1966	10.5	27.6	1971	4.3	35.4	1976	4.8	32.4

1967	10.4	29.4	1972	8.5	35.8	1977	5.3	32.0
1968	12.5	31.4	1973	7.9	37.4	1978	5.2	33.0
1969	12.1	33.2	1974	-1.4	34.4	1979	5.3	33.0
1970	9.5	35.4	1975	2.7	33.0	1980	4.3	31.6

数据来源：国联证券研究所 WIND

出口驱动型经济增长：以韩国为例。韩国国内市场狭小，且自然资源缺乏，不得不在实施短暂的进口替代经济发展战略后，从 20 世纪 60 年代迅速转向以出口为导向的经济发展战略。以充分利用国内国外两种资源、两个市场来拉动经济增长。韩国外贸出口额 1961 年仅为 0.4 亿美元，1971 年突破 10 亿美元，1981 年突破 200 亿美元，1991 年突破 4700 亿美元，1996 年进一步增加到 1300 亿美元。30 多年里，出口额增长了 2000 余倍，年均增长率在 20% 以上。韩国的进出口总额占国民收入(GNI)的比重自 1971 年的 4.3% 快速上升到 1981 年的 83.9%，随后稍有下降，但也一直超过 50%。

图表 5: 韩国贸易依存度与经济增长

年份	经济增长率	进出口总额/国民收入	年份	经济增长率	进出口总额/国民收入
1971	8.2	43.3	1983	10.8	74.9
1973	12	66.6	1986	10.6	72.9
1976	10.6	65.3	1990	9.2	59.3
1978	9.3	64.6	1993	6.1	54.4
1981	6.2	83.9	1995	9.2	60.7

数据来源：国联证券研究所 WIND

消费驱动型经济增长：以美国为例。美国经济增长模式是典型的消费驱动型增长模式。根据过去 40 年美国国民核算账户计算，个人消费平均约占 GDP 的 63.5%，政府消费与投资约占 20.6%。自 20 世纪 80 年代以来，美国个人消费占 GDP 的比重保持持续上升态势，从 2007 年的 GDP 构成结构来看：个人消费占 70%，商业投资占 16%，政府支出占 19%。净出口和存货增量为-5%。包括个人消费和政府消费在内的最终消费占 GDP 的比重稳定在 85% 左右。另一方面，从美国 GDP 及其构成增长速度来看，居民消费一直保持稳定而且高于 GDP 增速的增长速度；政府支出维持低速增长；投资则表现出剧烈波动。

图表 6: 最终消费占美国 GDP 的比重与经济增长(%)

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004
----	------	------	------	------	------	------

最终消费/GDP	82.5	83.4	84.9	86	86.5	86.1
经济增长率	4.1	3.8	1.2	1.9	3.0	4.4

数据来源：国联证券研究所 WIND

出口驱动向消费驱动经济增长转变：以俄罗斯为例

经历转型后，俄罗斯经济的恢复和增长出现了对资源和出口的双重依赖，石油出口和资源依赖型经济特征非常明显。进入 21 世纪，俄罗斯及时提出扩大内需、主要依托国内因素实现经济多元化和振兴经济的发展新战略。为此，俄罗斯提出了一系列刺激消费需求的政策措施，这些政策措施有效促进了俄罗斯居民消费水平的迅速提高和国内消费需求的快速增长。俄罗斯全社会消费品零售总额从 1998 年的 1 万亿卢布快速增长到 2000 年的 2.34 万亿卢布和 2005 年的近 7 万亿卢布，7 年里增长近 6 倍。其最终消费率也从 2000 年的 63% 上升到 2005 年的 66%。

图表 7：俄罗斯 GDP 增长率、消费率及内外需变化

年份	2002	2003	2004	2005	2006
GDP 增长率	4.7	7.3	7.2	6.4	6.7
消费率	69.2	67.9	67.1	65.6	66
国内需求	4.9	8.3	9.5	9.2	10.1
国外需求	9.6	13.7	11.9	6.3	5.3

数据来源：国联证券研究所 WIND

俄罗斯经济从资源和出口依赖向内需和消费拉动转变的过程，也是俄罗斯经济快速发展、人民生活水平不断提高、经济社会日益稳定、综合国力不断提升的过程。俄罗斯经济增长模式转型事例从正面论证了大国经济增长尤其需要依赖内需驱动和消费驱动。

总体而言，中国作为一个全球性的制造和生产大国，从长远来看，投资和出口主导型增长模式将给中国经济社会未来发展带来一系列矛盾，解决这些矛盾的关键在于打造一个充满活力的国内消费市场，实现从生产大国到消费大国的转变，走消费、投资和出口三者协调驱动型增长道路。

2.3 增长新动力初现端倪：从投资出口拉动型向消费拉动型迈进

改革开放 30 年，我国的经济增长高度依赖于投资和出口，消费对经济增长的拉动作用较弱。进入 21 世纪后，我国经济增长的动力模式开始发生变化，即从以固定资产投资和出口拉动为主的经济增长，逐步转向消费驱动迈进。

这是一个历史性的、根本性的变化。

随着中国经济的持续增长、城乡居民收入的快速增长、城市化进程的加快、就业的持续增加和社会保障力度的增加，我国消费者信心指数不断增加，消费市场持续、快速发展，消费结构不断升级，国内消费市场总体空间进一步扩大，这意味着中国正在向消费型国家过渡。与 1978 年相比，2007 年城镇居民人均消费水平增长了 30 多倍，农村居民人均消费增长了 40 多倍。城市居民恩格尔系数由 57.5% 下降到 36.29%，年均下降 1.6%；农村居民恩格尔系数由 67.7% 下降到 43.08%，年均下降 1.5%。作为人民群众消费水平标志的“三大件”的内容不断翻新。城乡居民的住房条件和人居环境进一步改善，城镇居民人均居住面积由 1978 年的 6.7 平方米增加为 2005 年的 26.1 平方米。2007 年消费、投资和净出口分别拉动经济增长 4.5 个、4.4 个和 2.5 个百分点，消费的贡献率 7 年来首次超过投资。这预示着，我国经济增长的动力将由投资和出口拉动型，开始向消费拉动型转变。

图表 8: 三大需求对 GDP 增长的贡献（按不变价计算）

	贡献率（%）			贡献度（百分点）		
	最终消费支出	资本形成	净出口	最终消费支出	资本形成	净出口
1980 年代平均	64.3	31.0	4.7	6.4	3.6	-0.2
1990 年代平均	54.9	34.1	11.1	5.5	3.9	0.6
2002	43.6	48.8	7.6	4.0	4.4	0.7
2003	35.3	63.7	1.0	3.5	6.4	0.1
2004	38.7	55.3	6.0	3.9	5.6	0.6
2005	38.2	37.7	24.1	4.0	3.9	2.5
2006	38.7	42.0	19.3	4.5	4.9	2.2
2007	80.3		19.7	10.4		2.6
2008	84.0		16.0	7.6		1.4
2002-2008 平均	86.6		13.4	9.0		1.4
2005-2008 平均	80.2		19.8	8.8		2.2

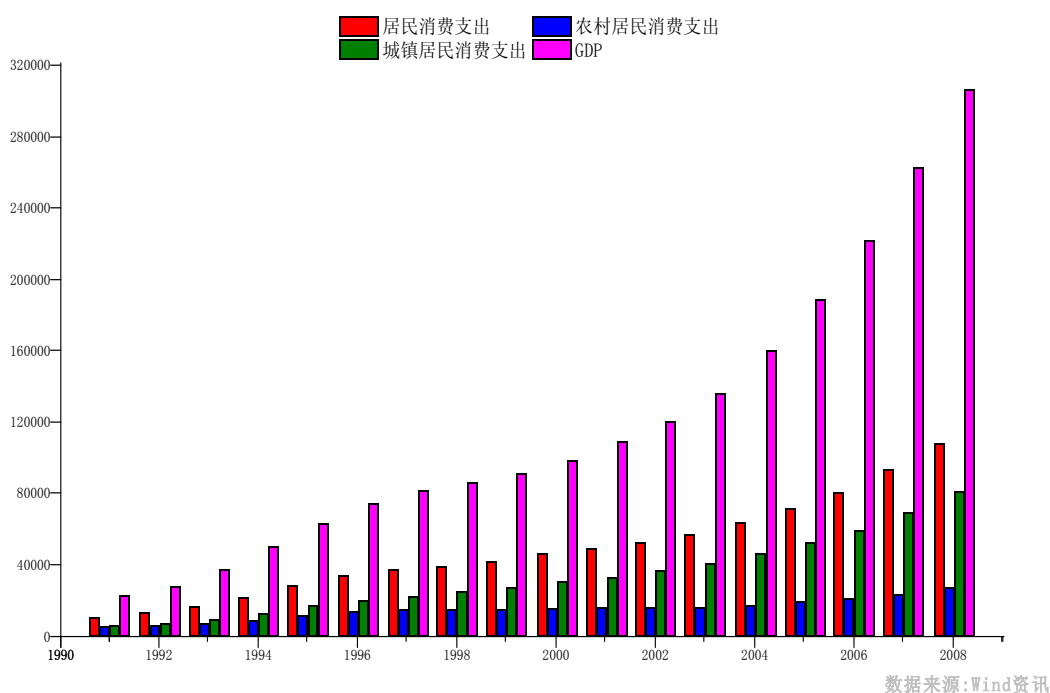
数据来源：国联证券研究所

2.4 消费需求有望成为明年经济亮点

在应对金融危机中，消费需求对经济增长的拉动作用十分突出。2008 年，虽然受到全球金融危机和国内经济下行的影响，但中国的消费需求仍呈较快增长态势，全年社会消费品零售总额超过 10 万亿元，同比增长 21.6%，扣除价格因素，实际增长 15.7%，是新世纪以来增长的最高水平。消费需求对当年经济增长的贡献度为 4%，略低于投资 4.2% 的贡献度，2010 年消费需求有望继续成为促进经济增长的重要动力。

第一，消费需求具有较强的稳定性。与投资相比，消费需求波动幅度较小，对经济增长的惯性推力大。在经济扩张期，消费需求增长平稳，不会出现投资需求和出口需求那样的急速增长；而在经济收缩期，消费需求也不会如投资需求和外需那样骤降。尤其在消费结构快速升级阶段，大部分消费需求表现为刚性特点的情况下，不仅是日常生活消费品，有相当多的高价值商品和服务性消费的刚性特征也越来越明显。因此，面对金融危机的影响，作为有支付能力的相对稳定的最终需求，消费需求增长成为经济增长的稳定器。

图表 9: 消费需求具有较强的稳定性

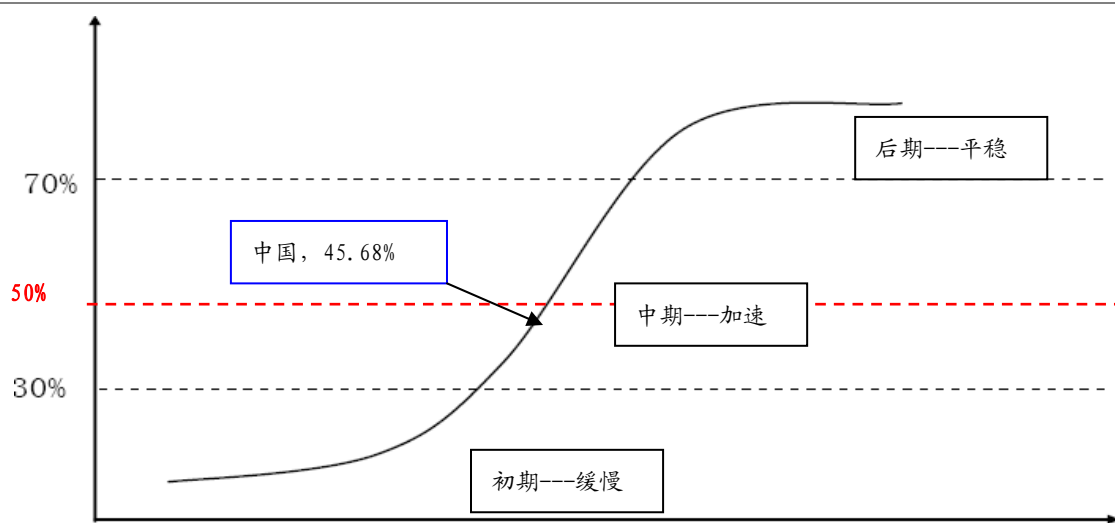


数据来源: 国联证券研究所 WIND

第二，中国消费需求有着巨大的增长潜力。一是城市化是消费扩张的重要动力。城市化率提高 1 个百分点，就有 1000 万~1200 万人口进入城市。经验数据表明，1 个城市人口的平均消费需求是农村人口的 2.7~3 倍。虽然由于金融危机和经济下行对目前的城市化推进会有一些影响，但仍将有接近 1 个百分点的推进速度，对消费拉动作用仍很显著。二是消费结构处于快速升级阶段。随着人均收入水平的提高，消费结构由“吃、穿、用”向“住、行”升级，由生存型向发展型和享受型升级。住房、汽车、IT 等消费类电子产品、教育、旅游、保健、休闲等多样化、多层次的商品和服务消费增长仍将推动消费实现较快增长，进而拉动经济的增长。三是前几年经济高速增长使城乡居民收入水平明显提高，积累了较强的消费能力。到 2008 年底，全国城乡居民储蓄存款余额 217885 亿元，增速高达 26.3%，使居民有巨大的潜在

消费能力。

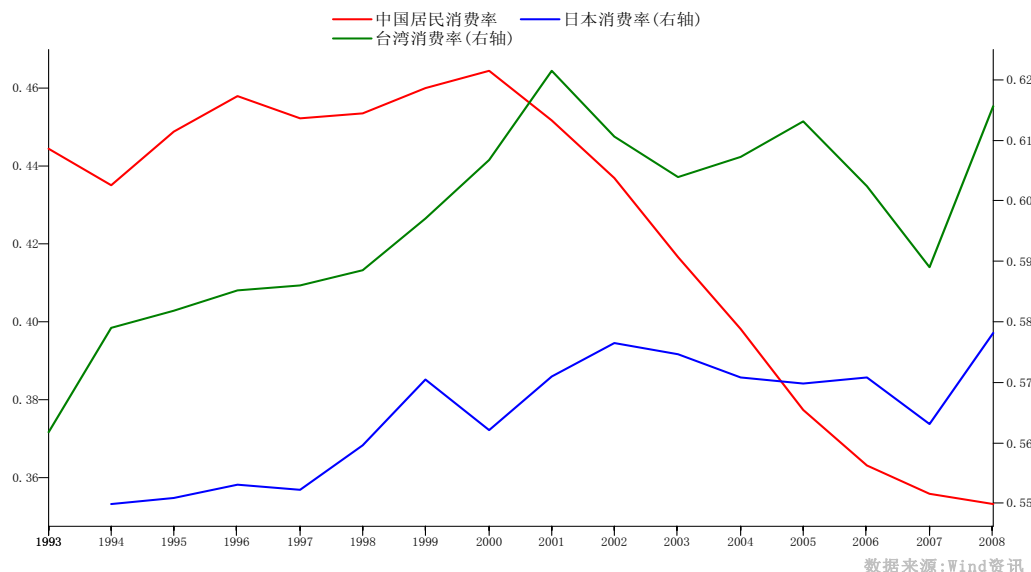
图表 10: 中国的城市化进程



资料来源: 国联证券研究所

第三, 中国消费率偏低, 有着较大的提升空间。2007 年, 中国最终消费率仅为 52.0%, 其中, 居民消费率从 45% 下降到 36.35%。根据世界银行统计, 上世纪 90 年代以来, 世界各国平均消费率稳定在 77~79%, 一些发展中国家的最终消费率也已达到 65%~70% 左右。2007 年, 最终消费额是 128332 亿元, 居民消费额 92458 亿元。如果最终消费额提高 2%, 就可增加 2566.64 亿元的消费。

图表 11: 中国、日本、台湾消费率趋势图



数据来源: 国联证券研究所 WIND

3、增长趋平衡：2010 年中国经济展望

3.1 2010，新经济周期“元年”

今年以来，在应对国际金融危机一揽子计划的刺激下，我国成功扭转了去年四季度以来经济快速下滑趋势，前三季度 GDP 增速逐季攀升，回升的基础进一步巩固，经济增长的上升势头和冲力已经形成，预计 2010 年将延续和巩固今年经济回升的态势，进入新一轮经济周期的上升阶段。

我们反对中国经济“二次探底”说。目前各类经济指标都在上升，中国宏观经济这艘超级巨轮已经掉头转弯，经济的上升势头已经形成，导致宏观经济逆转有两种可能：一是来自国际的巨大的新一轮冲击，考虑到今后几年发达国家经济再次深度衰退的可能性很小，持续弱势复苏的机会较大，因此基本排除来自国际的新一轮巨大冲击；二是国内经济的逆转，包括社会投资的逆转，这种可能性也比较小。全社会经济发展的各种信心已经恢复，政府主导的投资在明年仍会延续，民间投资出现大幅度逆转的可能性比较小。

从更深层次来看，支撑新一轮经济周期启动的驱动因素仍然存在。

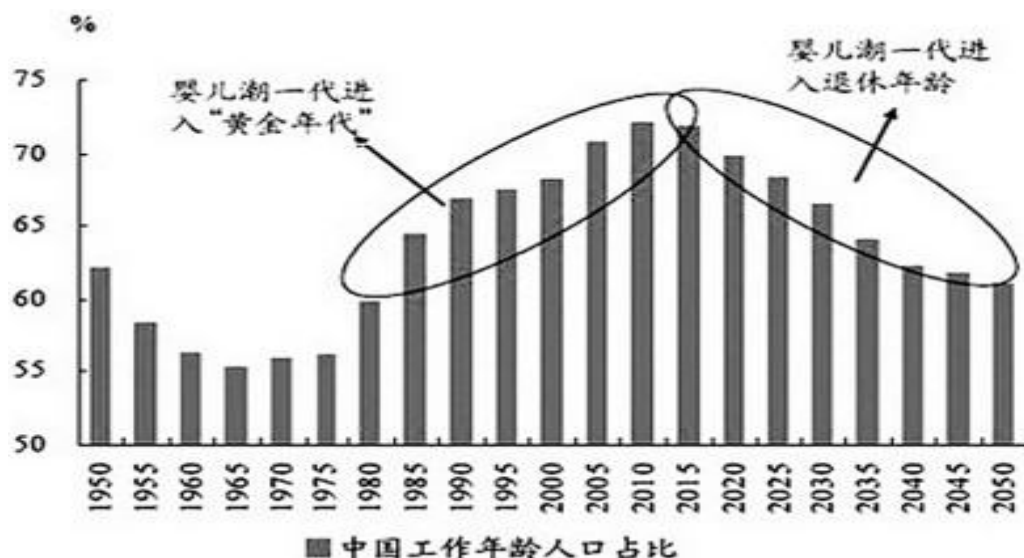
(1) “刘易斯拐点”的全面到来尚需时日，中国“人口红利”还大量存在。中国劳动力的年均收入水平大约相当于美国劳动力的 3%，使得中国产成品中的劳动力成本一直明显低于美国，成本差相当于中国工业品生产企业获得的“人口红利”。随着市场经济的发展和劳动的边际成本上升，中国的人口红利会有所下降，但到 2020--2025 年前，这种人口红利不会彻底消失。由人口红利所决定的较高的工业产出边际收益将继续存在，并继续构成支撑中国经济持续较快增长的一个重要人力资源基础。

图表12：中国人口抚养比

年份	全国总抚养比	少年儿童抚养比	老年人口抚养比
2004	38.63	26.76	11.87
2005	40.10	27.39	12.71
2006	38.25	25.53	12.72
2007	37.42	24.56	12.86
2008	36.72	23.68	13.04

数据来源：国联证券研究所 WIND

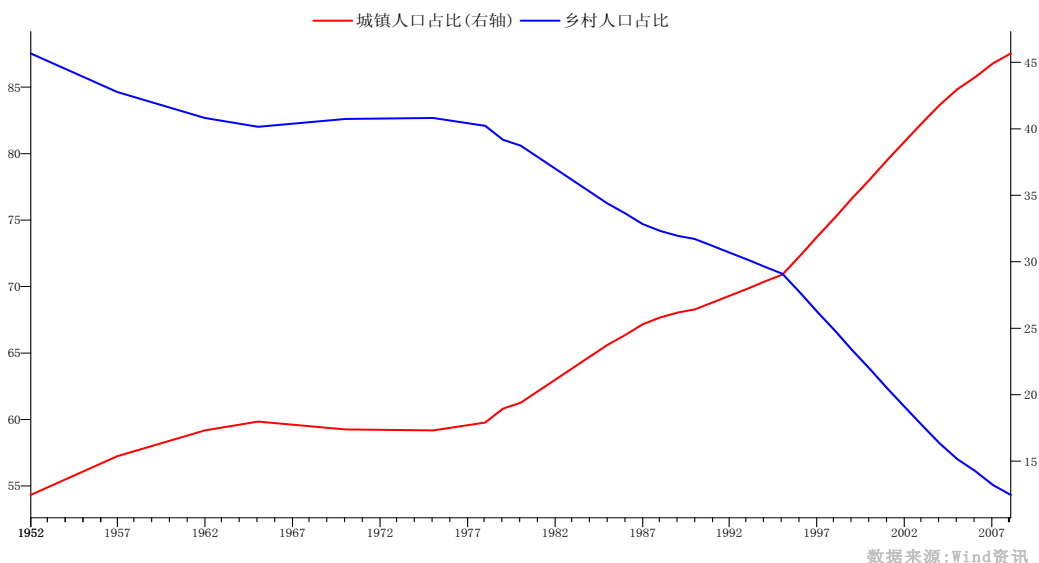
图表 13: 中国人口红利还大量存在



数据来源：国联证券研究所 联合国人口署

(2) 城市化与消费升级。改革开放促进了劳动要素的流动，推动了工业化进程，提高了城市化率（城镇人口占比提高），目前中国正处在城市化高速发展的阶段。城市化所带来的经济发展的各种推动力是不可限量的，包括城市基础建设投资规模上升、由城市规模扩大所带来的消费总量上升、家庭消费的大规模升级以及各种经济结构的变化。城市化和消费升级极大地提升了中国经济潜在的 GDP 增长率，在金融危机面前，这一巨大的内需上升在很大程度上抵消了外需的下降。如果没有金融风暴冲击，中国自身的增长潜力会推动经济以比过去 20 年任何时期更快的速度发展。

图表 14: 中国城镇人口占比不断提高

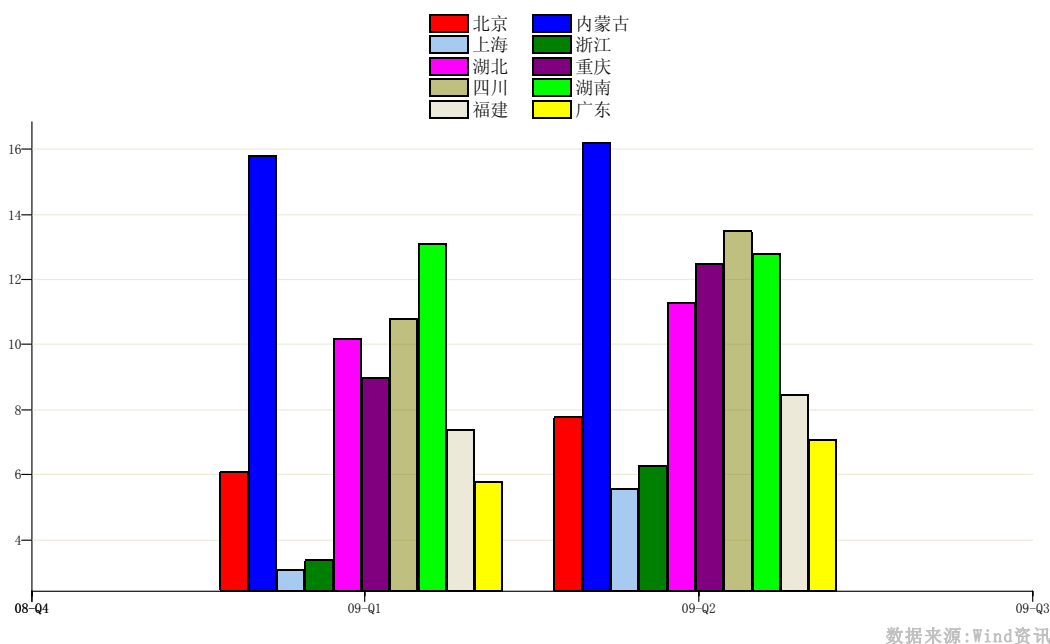


数据来源：国联证券研究所 联合国人口署

(3) 市场需求潜力巨大。中国有 13 亿多的人口，占世界人口的 1/5。随着中国城乡居民收入水平的提高和启动内需政策的实施，其消费需求总量必然相应提高。对于一个人口大国来说，这无异于一个巨大的市场。只要中国能够在提高广大劳动者收入水平的过程中，对广大民众的消费需求加以引导，巨大且持续增长的市场需求就会成为支撑中国经济经历一个更长时期的较快增长过程。

(4) 地区差距为经济增长提供了广阔的地理空间。改革开放以来，在 20 世纪 80 年代和 90 年代，东部沿海地区经济增长很快；90 年代末期以来，中西部地区加快了发展。在这次国际金融危机的影响下，东部沿海地区受冲击较大，而中西部地区的工业生产增速、固定资产投资增速等普遍高于东部沿海地区。可见后发地区有赶上先发地区的要求和冲动，地区发展不平衡在客观上成了支撑未来中国经济保持较高、但又不会过高增长的一个重要原因。

图表 15: 中西部地区经济增长明显快于东南沿海地区



数据来源: 国联证券研究所 WIND

(5) 三十年改革开放的体制积累。中国经过 30 年的改革开放，市场经济已经深入人心，各种市场化运作的机制已经进入到了中国经济的体制之中。而中国的一些大型企业和机构，包括国有企业和国有银行，也已经在市场经济运作中经受了锻炼。在金融危机爆发之时，他们已经有了相当的应对市场环境变化的能力，这与 1997、1998 年亚洲金融危机时期的中国经济完全不同。在本轮金融危机冲击时，中国的国有企业、国有银行和与此相关的公共财政都处于较好的状态，为经济的再次腾飞垫底了良好的基础。

3.2 “三驾马车”增长趋于平衡

3.2.1 全球经济温和复苏，外贸出口恢复性增长

外需是上一轮经济增长的重要驱动力量，也是本次经济下滑的主要原因。明年经济增长的重要看点之一便是出口是否能重新驱动经济增长。在全球范围内的经济刺激方案的作用下，金融危机冲击已基本缓和，世界各国经济都开始反弹，中国经济的外部环境有所好转。今年二季度美国 GDP 降幅显著收窄，预计三四季度将出现强劲复苏，美国经济企稳态势明显，房价和工业生产也摆脱下滑开始显现出回暖迹象。今年二季度，欧洲经济已基本走出衰退；日本、韩国和新兴市场经济体都出现明显的经济反弹。我们认为，在各国干预政策继续发挥作用、市场主体信心恢复等因素的共同作用下，预计明年主要发达经济体将全面转正，并开始缓慢的低位增长。

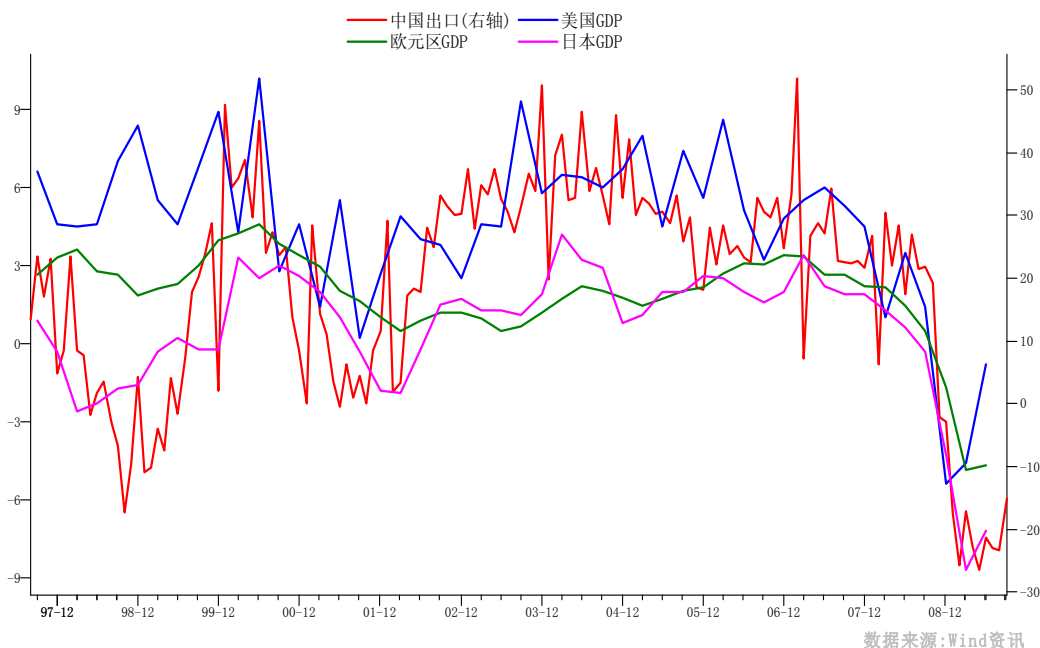
图表 16: 今明两年世界经济预测

地区或国别	2007 年	2008 年	2009 年（预测）	2010 年（预测）
发达经济体	2.7	0.8	-3.8	0.6
美国	2.0	0.8	-2.6	0.8
欧元区	2.7	0.8	-4.8	-0.3
日本	2.3	-0.7	-6.0	1.7
新兴和发展中经济体	8.3	6.0	1.5	4.7
中国	13.0	9.0	7.5	8.5
印度	9.4	7.3	5.4	6.5
俄罗斯	8.1	5.6	-6.5	1.5
巴西	5.7	5.1	-1.3	2.5

数据来源：国际货币基金组织

从历史上来看，中国出口同发达国家特别是美国的经济增长非常密切，因此随着美国经济三季度以来的强势反弹，我们认为，明年中国出口将重拾升势。另外，基数效应、中国产品国际市场份额的提高以及刺激出口政策也将推高出口数据。鉴于 2009 年基数较低，2010 年出口增幅将较为可观。由于外贸政策具有滞后效应，今年出台的一系列外贸政策将对明年出口产生正面效果。

图表 17: 中国出口与发达经济体GDP走势



数据来源: Wind资讯

数据来源: 国联证券研究所 WIND

国际金融危机后, 全球经济失衡得到改善, 使得中国的贸易盈余很难再像危机前一样快速增长, 国际经济结构调整, 中国进口也将大幅增加, 同时原油、原材料价格有进一步上涨的压力, 这也将减少贸易顺差。2010 年预计全年出口增长 18%, 进口增长 19%, 拉动经济增长 1.5%, 全年贸易顺差 1700 亿美元左右。

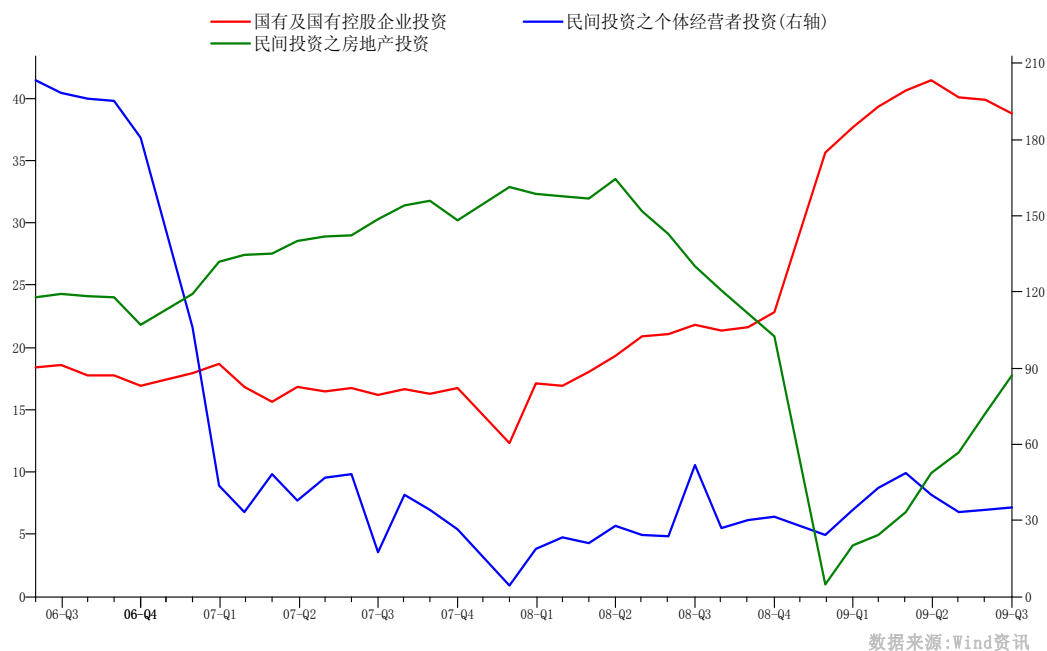
3.2.2 公共投资增长放缓, 房地产投资可望反弹

随着“四万亿”刺激计划落实, 政府主导的公共财政投资增幅放缓, 受财政能力所限, 政府不太可能推出新的大规模经济刺激计划, “四万亿”刺激计划的投资项目已基本全部开始, 未来新开工项目可能下降, 预计 2010 年下半年公共投资规模将有所下降。由于房地产投资周期较长, 受 2009 年楼市回暖影响刺激, 2010 年房地产投资可望大幅增长。

总体上看, 我们认为, 推动明年投资增长的因素依然比较多。一是今年新开工项目计划投资高增长, 这意味着明年投资高增长有一定的延续性。从施工和新开工项目情况看, 今年前 8 个月新开工项目计划总投资 96739 亿元, 同比增长 81.7%, 这些新开工项目在明年需要进一步的投资。二是经济复苏商业环境的改善带来企业信心的恢复, 同时国家也鼓励民间投资, 这些将促进社会投资的跟进。三是虽然明年政府的投资政策可能会收紧, 但经济刺激效应还将进一步显现。十大产业振兴计划和新能源发展规划等将对相关产业

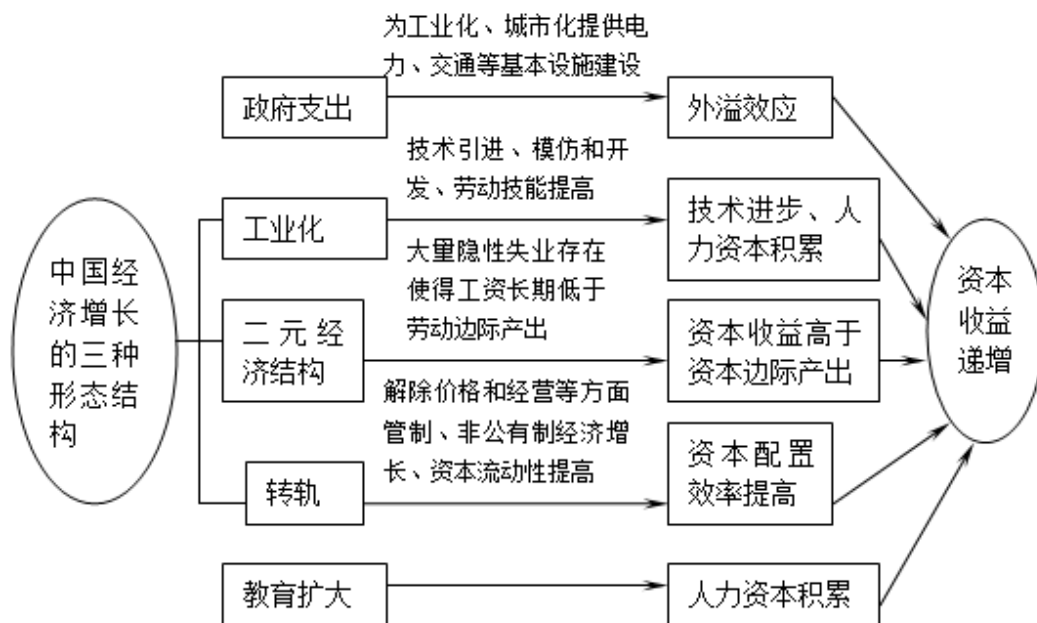
投资起到推动作用。按计划明年还有 5885 亿元左右的中央新增投资，将带动全社会投资至少增加 11770 亿元。四受今年楼市回暖的刺激，明年房地产有望大幅反弹。因此，我们预计 2010 年固定资产投资可望增长 28%，拉动 GDP 增长 5.0%，但低于 2009 年的增速。

图表 18: 政府投资将放缓，私人部门投资有望跟进



数据来源: 国联证券研究所 WIND

图表 19: 中国仍处于资本收益递增时期投资需求仍会很强烈

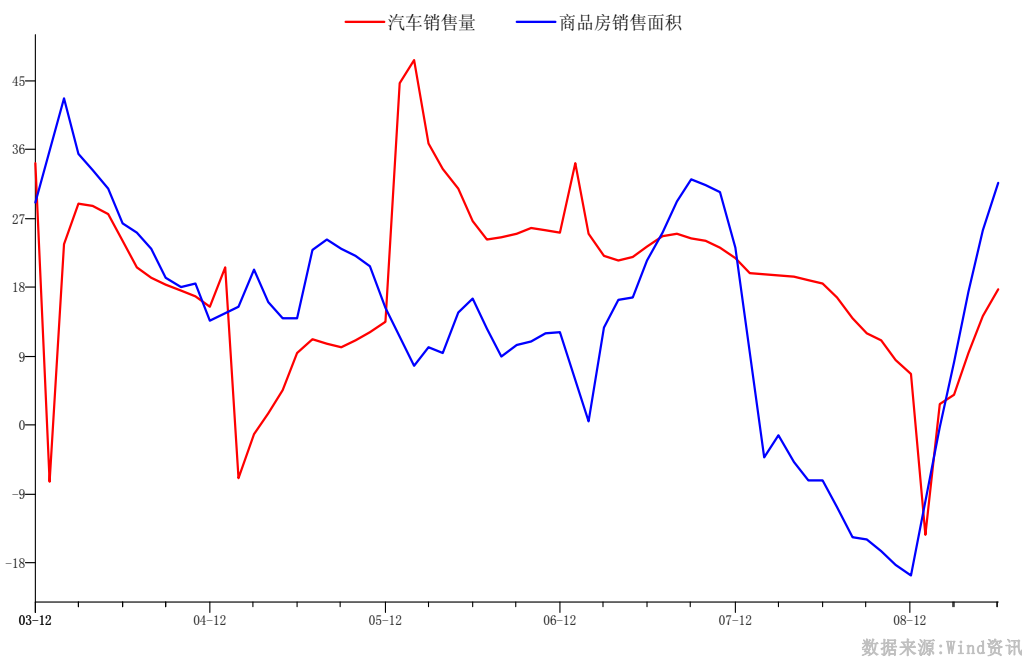


数据来源: 国联证券研究所

3.2.3 刺激政策继续发力，消费平稳较快增长

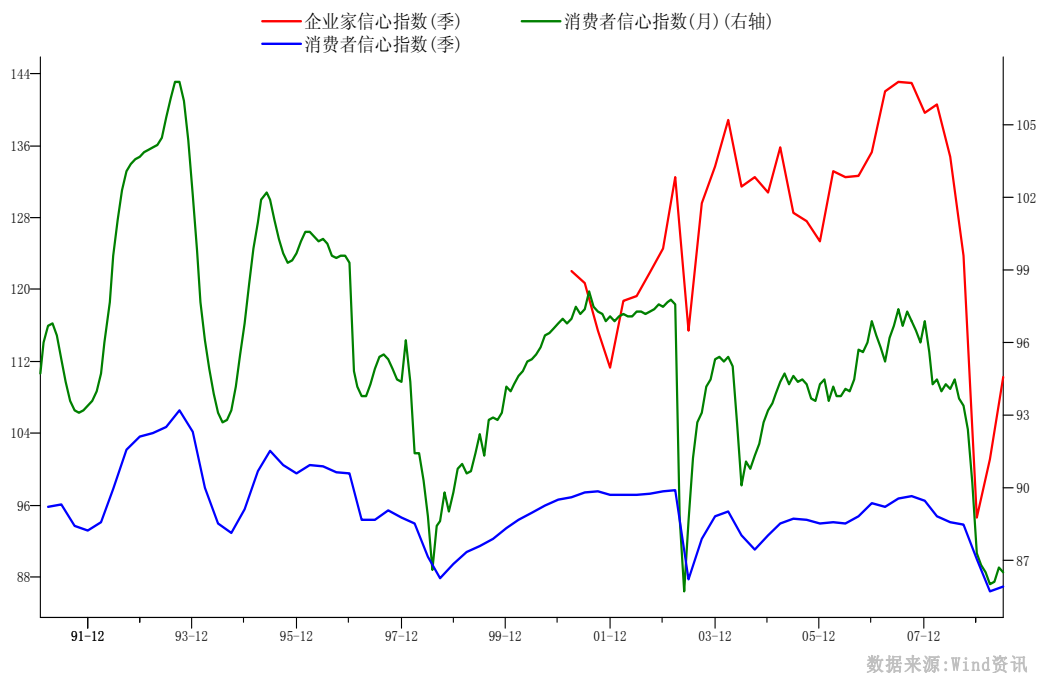
2010 年，如何进一步刺激消费将成为政府经济政策的重点。预计政府扩大内需尤其是刺激消费需求的总方针不会改变，新的刺激消费有望进一步出台，消费需求依然保持较快增长。一是政策性增收因素较多。政府将考虑提高低收入保障、最低工资标准、增加“三农”补贴、继续推社保和医保体系改革、拓宽医保、社保覆盖范围，来解除居民后顾之忧，促进居民大胆消费。二是随着出口复苏，大量农民工重返沿海地区，有利于提高农民工及农村的消费能力。三是经济企稳回升，就业增加，有利于增强消费者信心。初步预计，2010 年社会消费品零售总额名义增长 16%，扣除物价因素实际增长约 14%，拉动 GDP 增长 3.3%。

图表 20：住行消费也带来相关产业的消费升级



数据来源：国联证券研究所 WIND

图表 21: 消费者信心有所增强

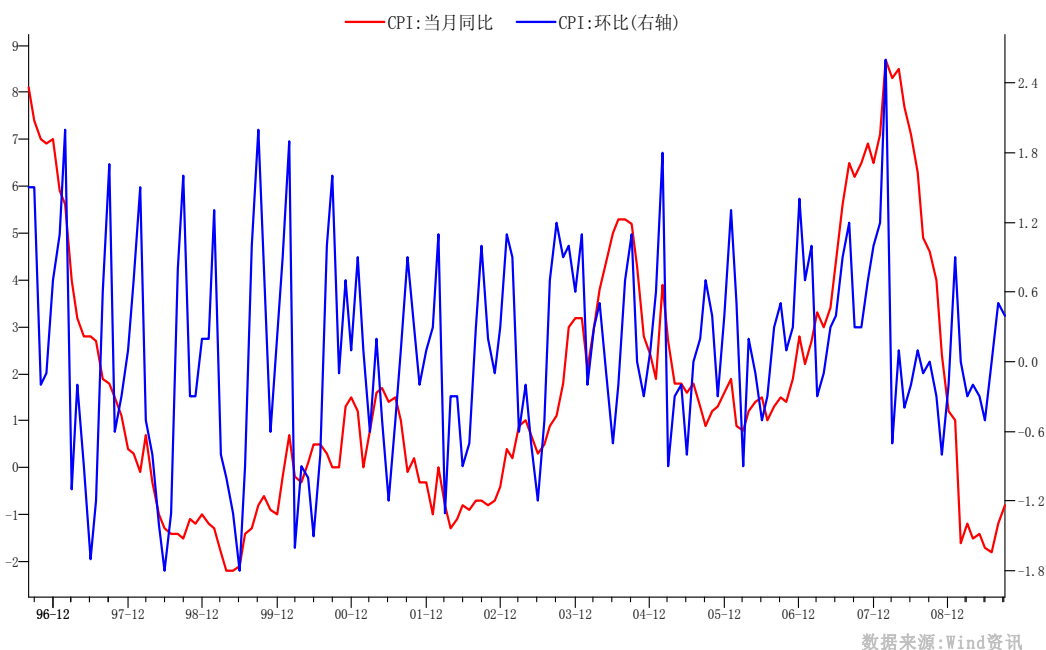


数据来源: 国联证券研究所 WIND

3.3 通胀压力逐步显现，将成为 2010 年中国经济面临的主要威胁

今年我国物价将呈前低后高走势，四季度很可能转负为正。明年物价总体呈缓慢回升态势。主要影响因素有：一是世界各国救市、刺激经济投入的数万亿美元也将从金融部门流向实体经济，形成全球性通胀压力；二是大量新增信贷将从金融体系逐步流入实体经济，推动上游原材料价格上涨，并逐步向终端消费市场传导；二是全球和国内流动性充裕，物价上涨存在货币基础；三是公用事业改革加快，水、电、气等调价措施出台；四是近期以肉、禽、蛋等为代表的农产品价格恢复性增长，对物价的影响也不能忽视。在这些因素影响下，预计明年上半年 CPI 保持在 3% 以内，但二季度以后很可能突破 3%，全年增长在 3-4% 之间。

图表 22: 消费价格指数走势



数据来源: 国联证券研究所 WIND

3.4 信贷规模难大幅下降

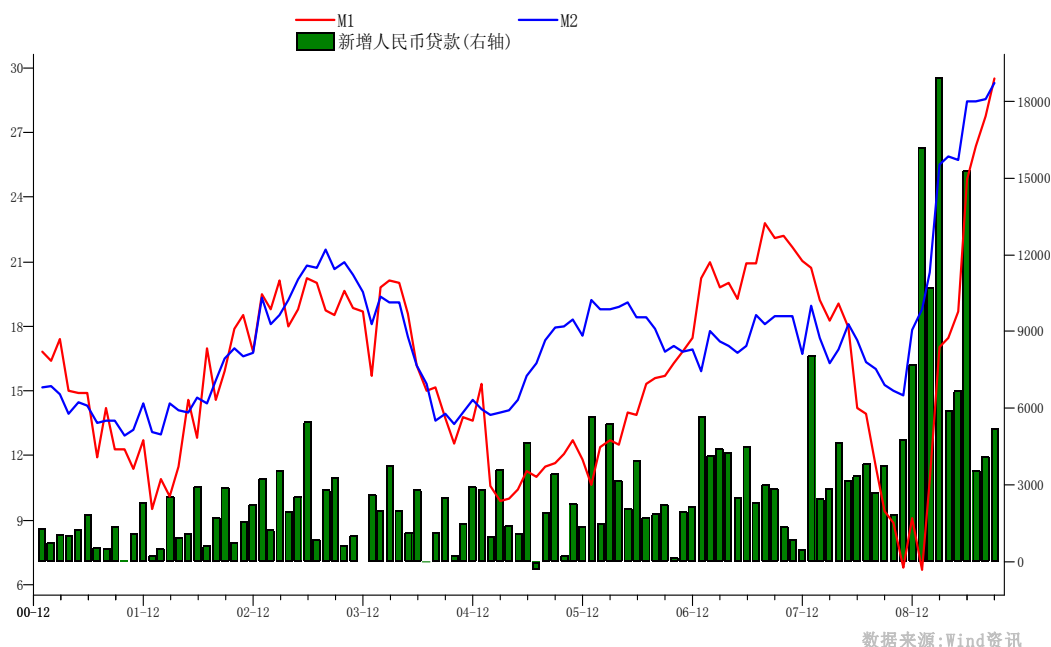
相对 2009 年, 2010 年信贷增长可能会有所回调, 在后续的投资和配套的投资拉动之下, 明年信贷规模难以大幅下降。今年新开工的众多投资项目属于中长期大型项目, 建设和投资周期长。根据 4 万亿元经济刺激计划安排, 2009 年公共投资增加的 4875 亿元中, 前三季度投放了 2800 亿元, 尚有 2075 亿元需要在第四季度投放。明年增加的公共投资预算是 5885 亿元, 若按计划实施, 将会发挥明显的乘数拉动作用。即使明年新开工项目大幅减少, 今年开工的中长期项目明年仍会有后续的贷款需求, 如果收紧过猛可能导致项目和企业资金链发生断裂, 进而使坏账暴露。银行要维持项目的运转、保证后期资金可收回, 就需要继续输血, 所以 2010 年信贷放款很难出现非常急剧的下降。依照历史规律, 不排除 2010 年一季度贷款再度冲高。

我们通过经济增速来预测信贷需求量, 预计 2010 年 GDP 增速在 9.5% 左右, 然后根据 2001-2007 年间经济增长、通货膨胀与货币信贷的经验数据, 我们认为, M2 维持 17% 的增长、信贷保持 16%-20% 的增速对于支撑正常的经济增长是足够的。预计 09 年底信贷余额约 35 万亿, 因此, 对应 2010 年的新增贷款规模为 6.5-7.5 万亿。

对商业银行而言, 明年其信贷投放能力主要取决于货币政策的调控, 而不是资本金的约束。考虑到明年通胀预期的强化, 货币取向偏紧成大概率事

件，综合上述测算，我们认为，2009 年新增贷款约 9.5 万亿，2010 年新增贷款约 7 万亿，信贷增速可达到 17%。

图表 23: 银行信贷投放通常前高后低



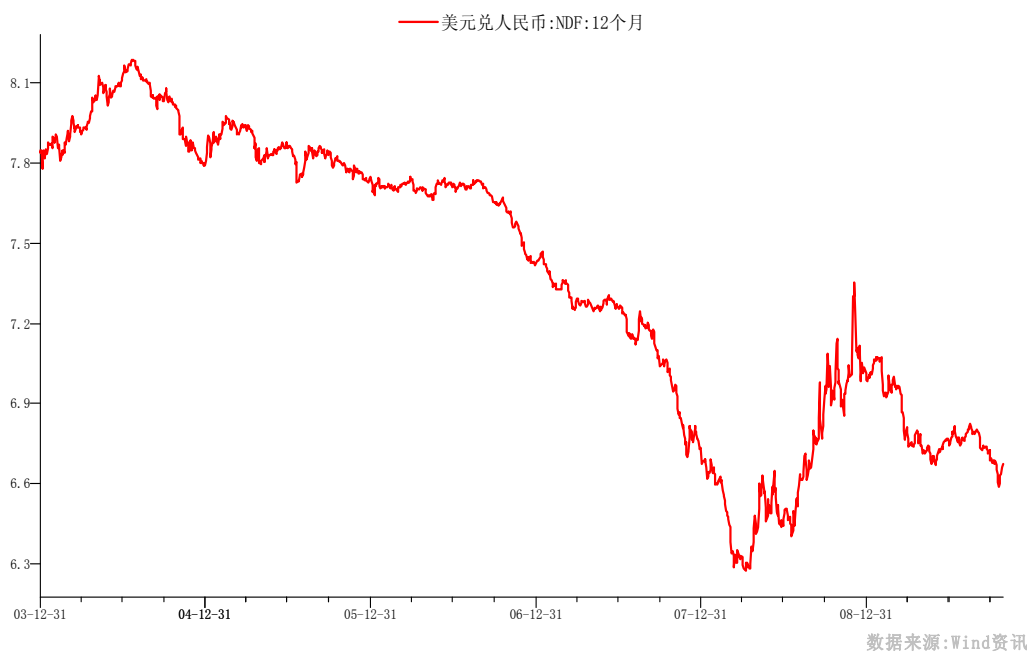
数据来源：国联证券研究所 WIND

3.5 人民币升值预期强烈

随着全球经济复苏以及 2010 年中国经济刺激措施的效应逐渐消失，人民币币值问题将更为凸显。我们预计，2010 年人民币实际有效汇率将受到弱势美元的拖累，下半年人民币汇率或进入不盯住美元进程，人民币汇率不再盯住美元需要三个条件：中国出口重获两位数增长、国内通胀水平升至同比约增长 3% 水平，以及美国再次就人民币汇率问题向中国施加压力。一旦不盯着美元，人民币汇率有望重拾升势。我们预计，人民币新一轮升势最早将出现在 2010 年下半年，当出口回稳以及国内通胀威胁显现，人民币升值有可能重新启动。

值得关注的是，国内近期人民币升值预期确实正逐步升温，从 NDF(人民币无本金交割远期合约)的走势可明显看出这种变化。通过计算各个期限的 NDF 所隐含的预期人民币升值幅度，我们发现 3 个月以内人民币升值预期较为温和，但远期(5 年)人民币升值预期幅度达到 14%。

图表 24: NDF小幅回升



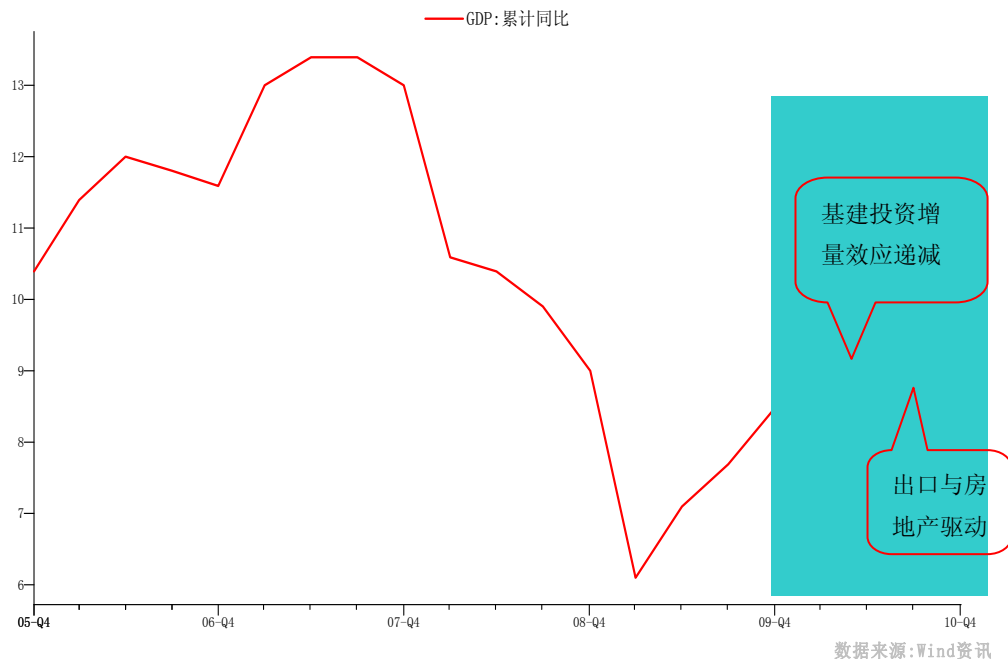
数据来源: 国联证券研究所 WIND

图表 25: 2010 年主要宏观经济指标预测

指标	2010F	2009F	2008	2007	2006
GDP(%)	9.6	8.4	9.0	11.9	11.6
CPI(%)	3.5	-0.6	5.9	4.8	1.5
PPI(%)	4.3	-5.3	6.9	3.1	3.0
社会消费品零售(%)	17	15.5	21.6	16.8	13.7
工业增加值(%)	13.9	10.9	12.9	18.5	16.6
出口(%)	18	-16.8	17.2	25.7	27.2
进口(%)	19	-12.0	18.5	20.8	20.0
贸易顺差(亿美元)	1667.3	1958.6	2954.6	2622.0	1774.6
固定资产投资(%)	28	34.1	26.1	25.8	24.5
M2(%)	19.8	27.2	17.8	16.7	16.9
人民币贷款(%)	19.9	31.2	18.8	16.1	15.1
1 年期存款利率(%)	2.79	2.25	2.25	4.14	2.52
1 年期贷款利率(%)	5.72	5.27	5.31	7.47	6.12

数据来源: 国联证券研究所 WIND

图表 26: 2010 年GDP走势呈N型



数据来源: 国联证券研究所 WIND

4、迈向正常化: 2010 年宏观政策展望

在经济回升的关键时期, 预计政府将继续坚持宽松的宏观经济政策, 并有可能根据形势的变化进行微调。政策取向上, 一方面会立足于巩固和发展经济回升的好势头, 同时也会更加注重结构调整和深化改革, 为我国经济进入新一轮增长期创造条件。

4.1 货币政策: 适当缓慢的收缩但有保有压

从历史经验来看, 我国货币政策调整一般取决于三个因素: 一是经济增长; 二是物价走势; 三是外部变化尤其是美联储货币政策操作。明年 GDP 强劲增长的势头将非常明确, 同时 CPI 开始转正, 潜在通胀压力不断加大, 全球范围内的“退出策略”愈发密集。预计在明年二季度, 适度宽松的货币政策将会进入缓慢的收缩。

(1) 货币有保有压: 紧的对象主要是资产市场。为防止资产泡沫, 会对流入股市和房地产的资金加强监管和收缩, 同时防止资金错配导致的对实体经济中其他行业和国内消费的挤压; 另外, 对传统产能过剩行业如水泥、煤炭、钢铁, 以及最近全国上马的新能源行业进行政策知道和信贷控制, 防止新一轮的重复投资。但对“调结构”、“惠民生”的项目会有所倾斜, 以扩大

就业，改善经济结构。

(2) 加息动作有可能出现在明年二季度。随着潜在通胀很可能转变为现实通胀，加息可能性也随之增大。根据以往经验，央行加息的临界点通常是物价（CPI）连续几个月达到 3%，明年二季度物价很可能突破 3%，那时央行将随时加息。

(2) 存款准备金率上调的可能性较小。首先现行的法定存款准备金率已经处于历史较高水平。其次，在应对本次金融危机中，下调法定存款准备金率的次数较少，因此在经济向好时上调存款准备金率的空间并不大。第三，在存款准备金率本来就比较高的情况下，冒然动用准备金会伤及实体经济复苏进程，使经济刺激成果功亏一篑。预计明年上半年央行上调法定存款准备金率的概率非常低。

4.2 改善经济结构的政策组合拳

结构性问题是中国政策制定者和经济学家时刻挂在嘴边的问题，这一问题体现为消费与投资比例失衡以及贸易顺差占 GDP 比重过高、收入分配失衡、区域发展失衡、环境与能源约束等等，这些问题可以归结为服务业与工业发展的比例失衡。解决这一比例失衡的问题，也就相应改善了中国的经济结构。本着兼顾经济增长和结构调整的原则，预计各项政策如下表：

图表 27：经济结构调整政策内容

	服务业市场化改革	行业政策调整	汇率、能源等价格市场化改革	政府支出结构转换
具体措施	(1) 放松市场准入； (2) 公平市场竞争环境	(1) 加大对新能源、新材料和信息技术、某些服务业等新兴产业的支持 (2) 淘汰落后产能，优化能源结构 (3) 加大节能减排资金的投入	(1) 汇率价格形成机制的市场化改革； (2) 能源价格形成机制的市场化改革	(1) 适当减少基础设施建设开支和出口退税； (2) 减持国有股、收缴国有企业利润、开征资源税以及发行特别国债等方式增加财政收入；增加社会保障开支； (3) 减税
主要作用	改善结构，不仅有利于短期需求增长，也有利于中长期经济增长	加快经济发展中短腿行业和领域的发展，不仅有利于短期需求增长，也有利于中长期经济增长	改善结构，有利于长期经济增长	改善结构，有利于长期经济增长

资料来源：国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。