



华泰联合证券

HUATAI UNITED SECURITIES

从保增长到调结构 ——2010年宏观经济运行与政策基调

陆磊

华泰联合证券研究所

2009年12月

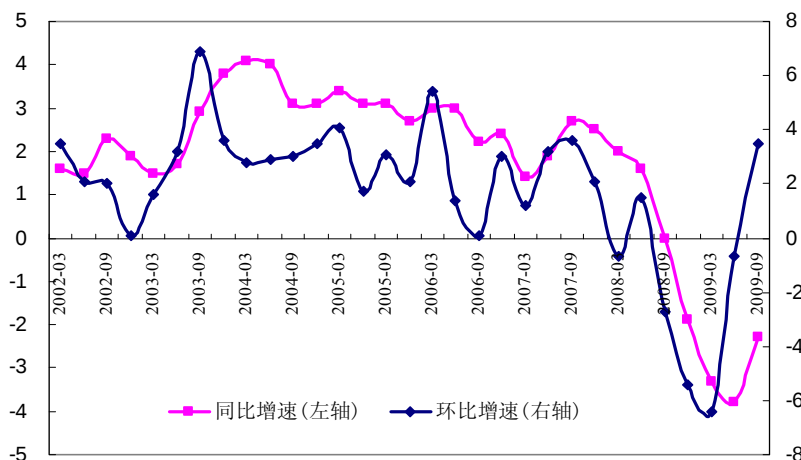
目 录

- 一、全球背景：充满不确定性的再平衡
- 二、中国经济：保增长与调结构的并重
- 三、通胀形势：温和而可控
- 四、流动性：从适度“宽松”到宽松“适度”
- 五、政策展望

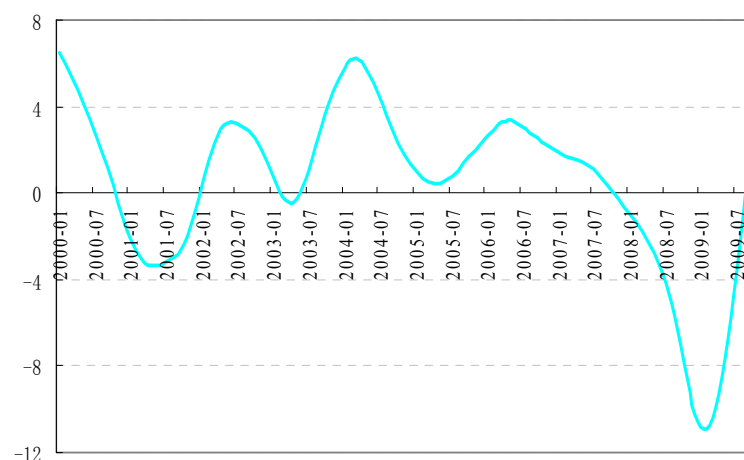
一、全球背景：充满不确定性的再平衡

- 复苏是确定的
 - 发达经济体坚定地处于回升状态
 - 危机已不足虑，但摆脱萧条仍需努力

美国GDP已经探底回升



OECD国家领先指数变动(%)

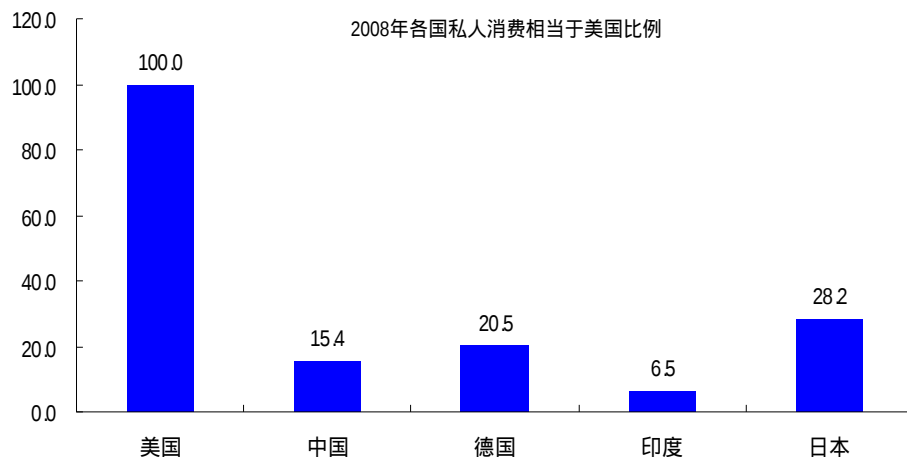


资料来源：Bloomberg, CEIC, 联合证券研究所

一、全球背景：充满不确定性的再平衡

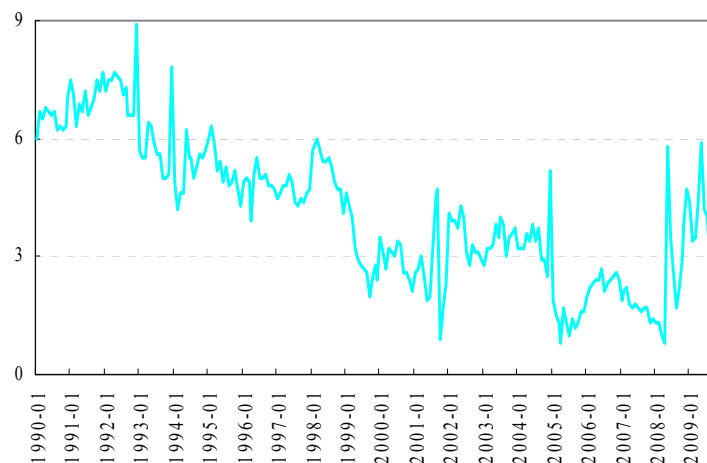
- 再平衡是不确定的
 - 结构变化存在先后顺序：美国的储蓄率上去了，而中国仍在依赖投资——全球经济再平衡前夕面临更大的不平衡

各国消费占美国的比重（%）



资料来源：Bloomberg, CEIC, 联合证券研究所

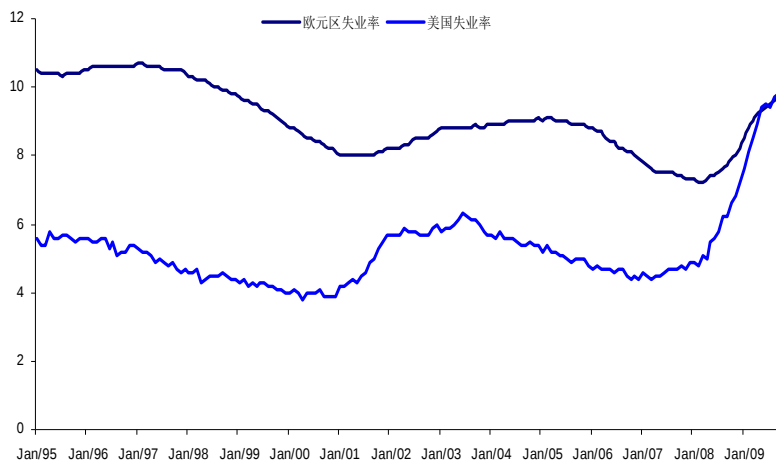
美国的储蓄率在上升



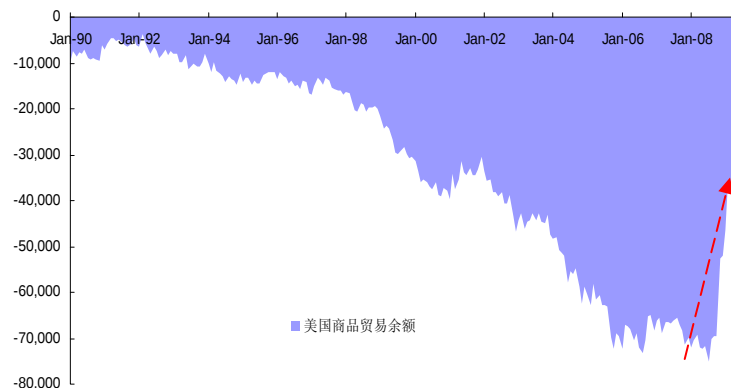
一、全球背景：充满不确定性的再平衡

- 再平衡是不确定的
 - 发达经济体的失业率影响复苏力度
 - 美国贸易逆差缩小影响生产国复苏

欧元区和美国的失业率（%）



美国的贸易余额（百万美元）

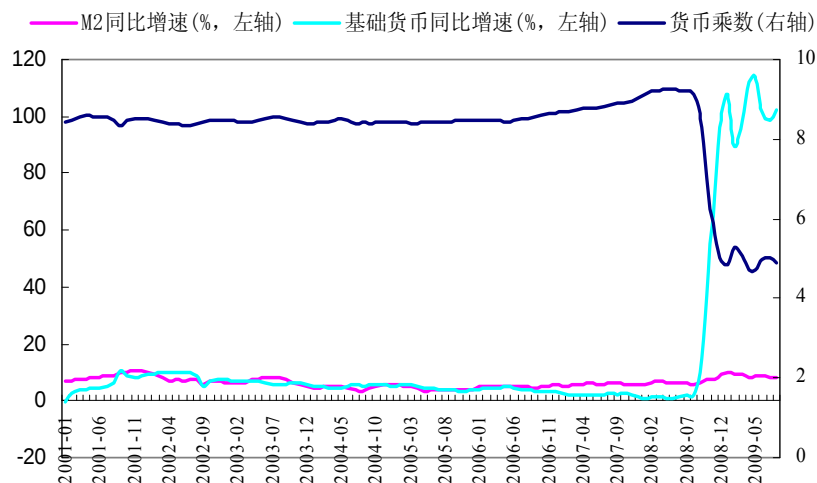


资料来源：Bloomberg, CEIC, 联合证券研究所

一、全球背景：充满不确定性的再平衡

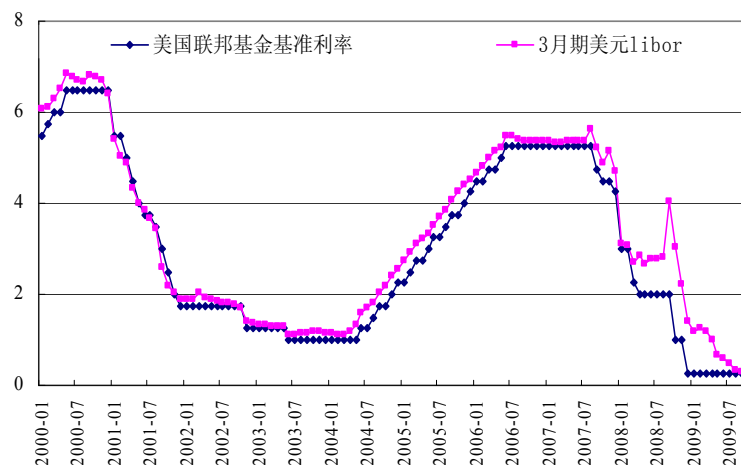
- 全球流动性取决于政策退出
 - 两峰一谷：前两季度松，二三季度紧，三四季度再度宽松
 - 问题在于政策退出一定会发生在2010年中的某个时期

美国货币供应量



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

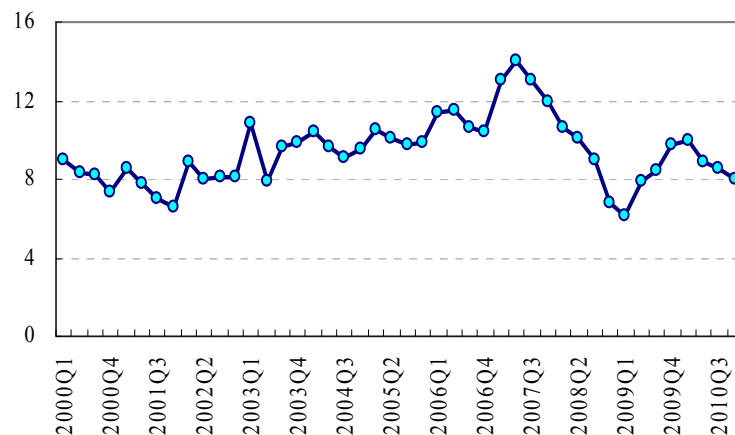
美国的利率水平



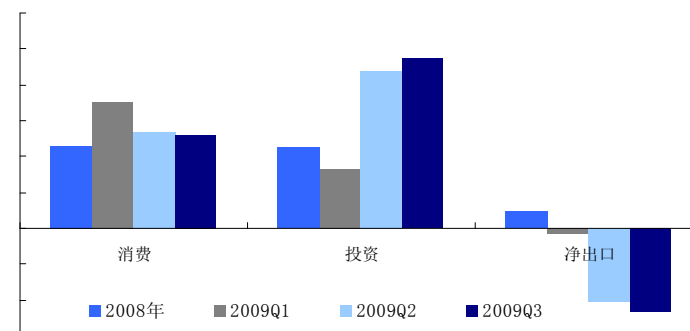
二、中国经济：保增长与调结构的并重

- 2010年是继2008年后的又一个决策艰难年
 - 保增长的能力在衰减，但政策需求仍在
 - 调结构意味着短期甚至中期的较低增长

中国的增长路径（同比，%）



中国的增长引擎（GDP贡献率，%）



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

二、中国经济：保增长与调结构的并重

- 最关键的变量是投资
- 投资变化首先取决于政策

有关政策宣示	目标/措施
2009年5月14日，“关于遏制钢铁行业产量过快增长的紧急通报”	1、坚决遏制产量过快增长；2、主动调整品种结构；3、加快淘汰落后产能；4、严禁违规建设扩能项目；5、加强技术改造和企业管理；6、规范钢材和进口铁矿石贸易秩序
2009年06月25日，专用汽车和挂车生产企业及产品准入管理规则	规范专用汽车和挂车生产企业及产品的准入管理，维护专用汽车和挂车产品市场竞争秩序，推动汽车产业结构调整和优化升级，促进企业技术进步
2009年06月25日，新能源汽车生产企业及产品准入管理规则	促进汽车产品技术进步，保护环境，节约能源,实现可持续发展，鼓励企业研究开发和生产新能源汽车
2009年09月29日，轻型汽车燃料消耗量标示管理规定	进一步加强节约节电工作
2009年09月30日，国务院批转抑制部分行业产能过剩若干意见的通知	1、严格市场准入；2、强化环境监管；3、依法依规供地用地；4、实行有保有控的金融政策；5、严格项目审批管理；6、做好企业兼并重组工作；7、建立信息发布制度；8、实行问责制；9深化体制改革
2009年11月10日，国务院批转抑制部分行业产能过剩若干意见的通知	1、严格市场准入；2、强化环境监管；3、依法依规供地用地；4、实行有保有控的金融政策；5严格项目审批管理；6做好企业兼并重组工作；7建立信息发布制度；8实行问责制；9深化体制改革
2009年11月18日，国家发展改革委办公厅关于水泥、平板玻璃建设项目清理工作有关问题的通知	1、严格控制新增水泥产能，执行等量淘汰落后产能的原则，对不符合上述原则的项目严禁开工建设；2、严格控制新增平板玻璃产能，遵循调整结构、淘汰落后、市场导向、合理布局的原则，发展高档用途及深加工玻璃。
2009年11月20日，周小川在全球CEO年会上发表讲话	1、中国在投资方面必须小心。因为中国某些行业已经有产能过剩现象，特别是在一些常规的制造业领域中，必须在投资方面寻找新的增长点；2、要关注部分地方融资平台通过土地抵押、非项目本身收费获得融资的情况。

资料来源：联合证券研究所。

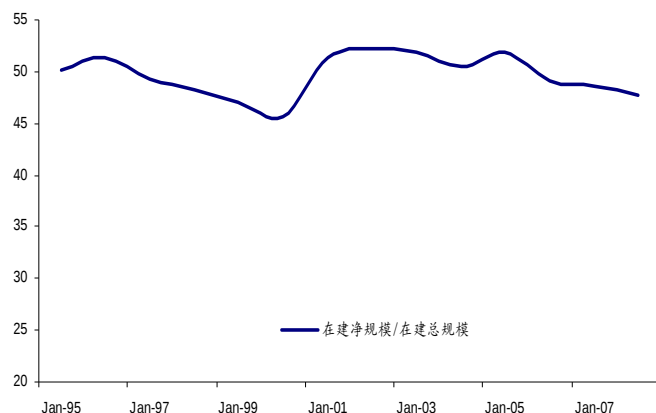
二、中国经济：保增长与调结构的并重

- 最关键的变量是投资
 - 投资变化还取决于惯性，表现在城镇固定资产投资的“在建净规模”有很大增长。
 - 从历史看，在建净规模占在建总规模的比重稳定在47-50%之间；基于“2009年**在建总规模增长32%、在建净规模占比50%**”的假设，我们估算2009年末后者绝对数额达24.6万亿元。
 - 综合政策与惯性两大因素，2010年投资名义增长20%，实际增长17-18%。

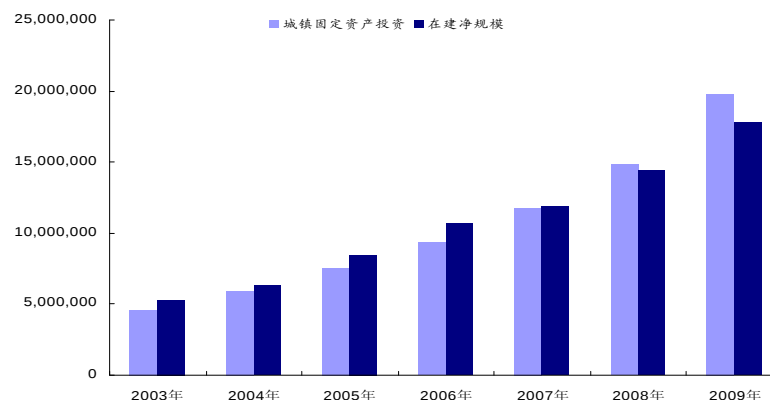
二、中国经济：保增长与调结构的并重

■ 最关键的变量是投资

固定资产投资的在建规模占比稳定（%）



固定资产投资惯性

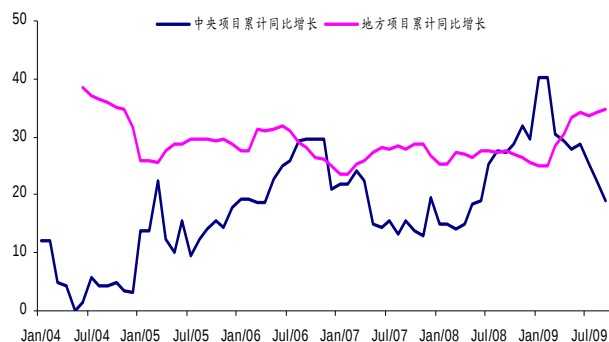


资料来源：CEIC, 联合证券研究所

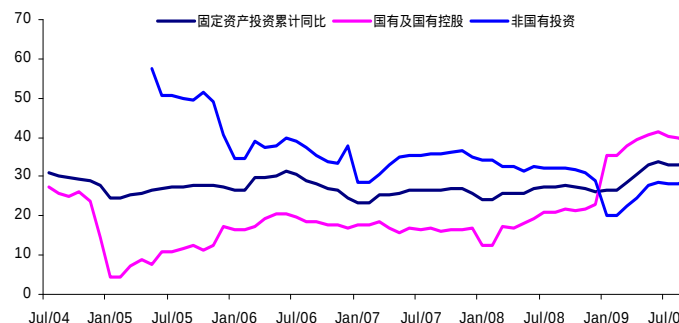
二、中国经济：保增长与调结构的并重

■ 投资结构的潜在变化

地方投资将回落较快



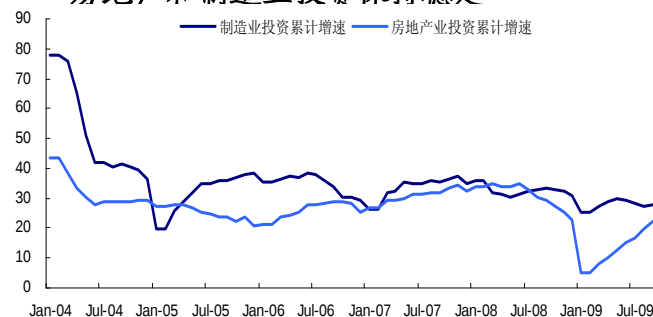
国进民退有所缓解但不会消失



政策性投资放缓



房地产和制造业投资保持稳定



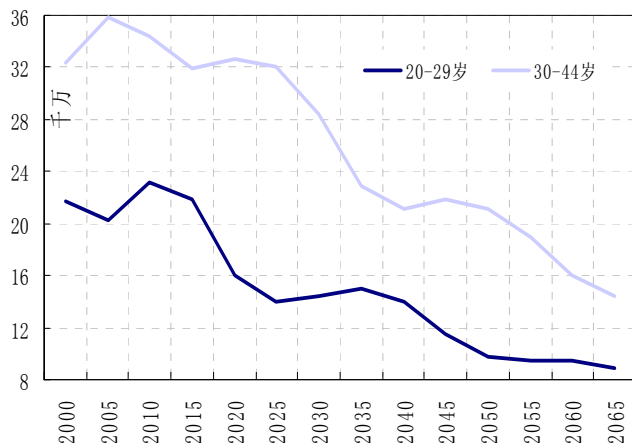
资料来源：CEIC, 联合证券研究所

二、中国经济：保增长与调结构的并重

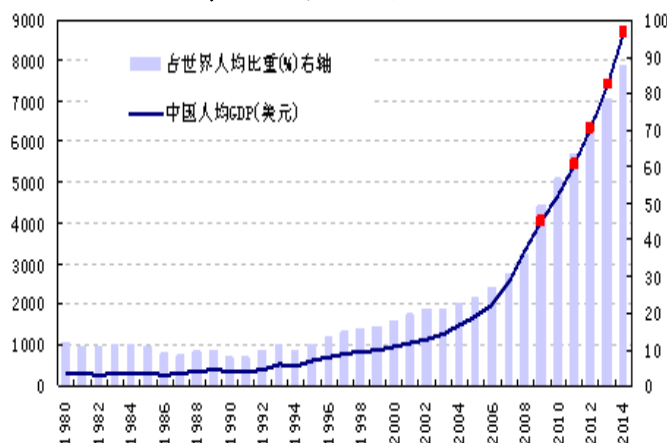
■ 消费平稳增长

- 2010年社会消费品零售总额将增长16%，最终消费对GDP增长贡献4.2个百分点
 - 人口结构推动消费升级
 - 人均GDP突破3000美元推动消费增长（2008年迈过门槛）

中青年人口高峰在2010-2015年



人均GDP与人口占比

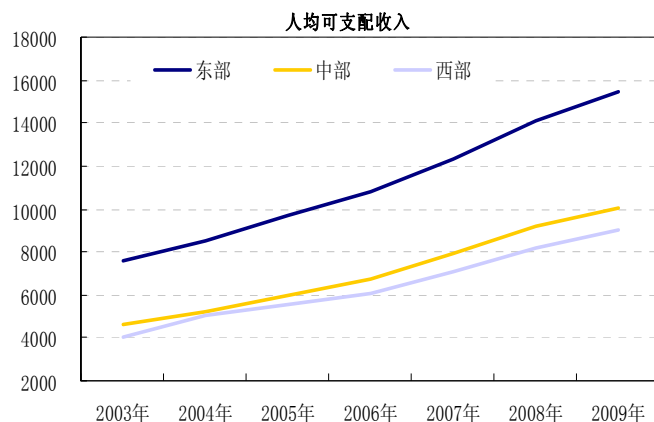


资料来源：CEIC, 联合证券研究所。2009年以后为IMF预测值

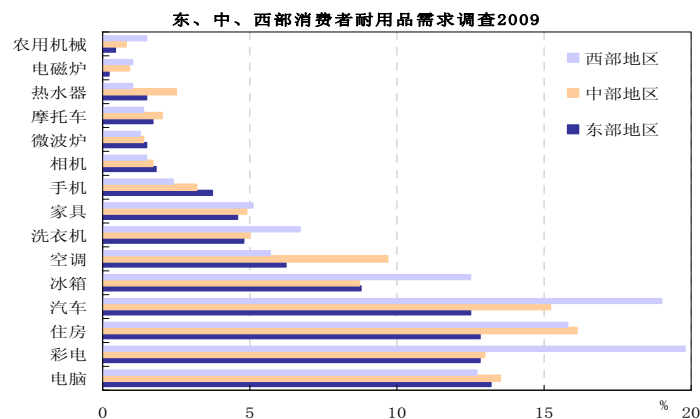
二、中国经济：保增长与调结构的并重

- 消费结构：东中西部前瞻
 - 消费潜力在于中西部

东中西部人均可支配收入



东中西部耐用消费品调查

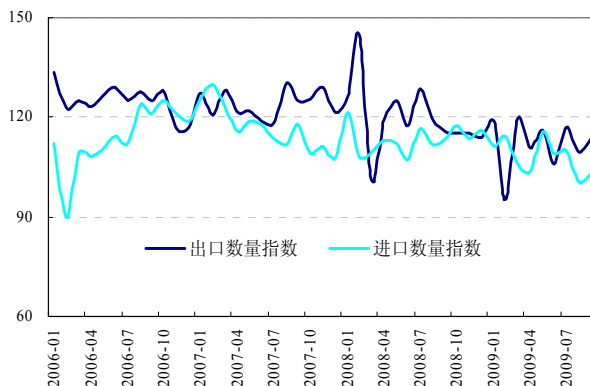


资料来源：CEIC, 新浪网, 联合证券研究所

二、中国经济：保增长与调结构的并重

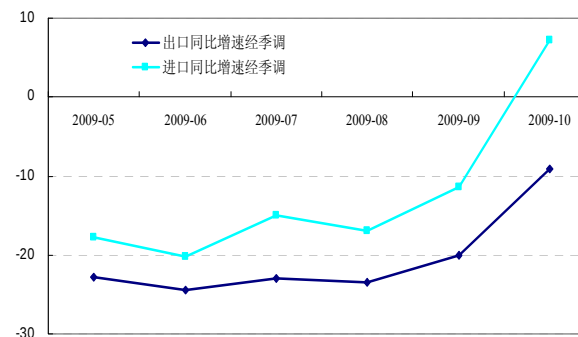
- 进出口出现分化
 - 进口增速快于出口
 - 顺差规模将因此增长放缓，甚至缩小
 - 预计2010年出口同比增长10.2%，进口增速超过出口，达13.3%，全年实现顺差约2000亿美元

剔除价格因素后进口明显好于出口



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

季节调整后进出口增长趋势分化明显

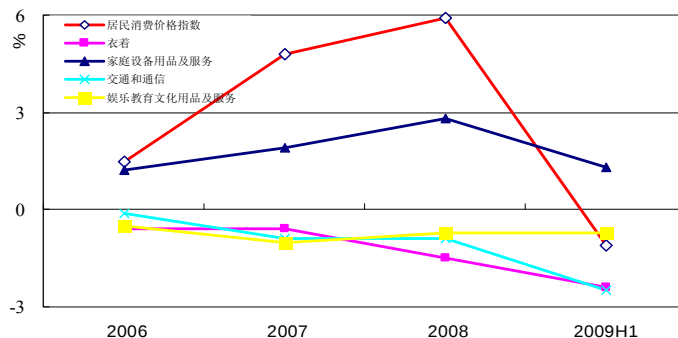


三、通胀形势：温和而可控

■ 通货膨胀的四个影响因素及其权衡

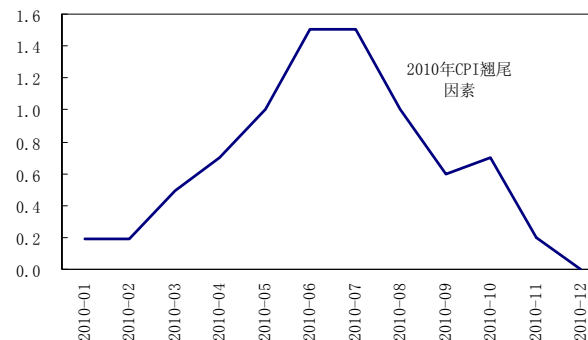
- 新涨价含三个因素
 - 货币推动的通胀预期为16%（M0增长）
 - 需求拉上的通胀为-30%（体现为产能堆积）
 - 关键在于成本推动
- 第四个因素是翘尾因素

需求拉上不支持通胀



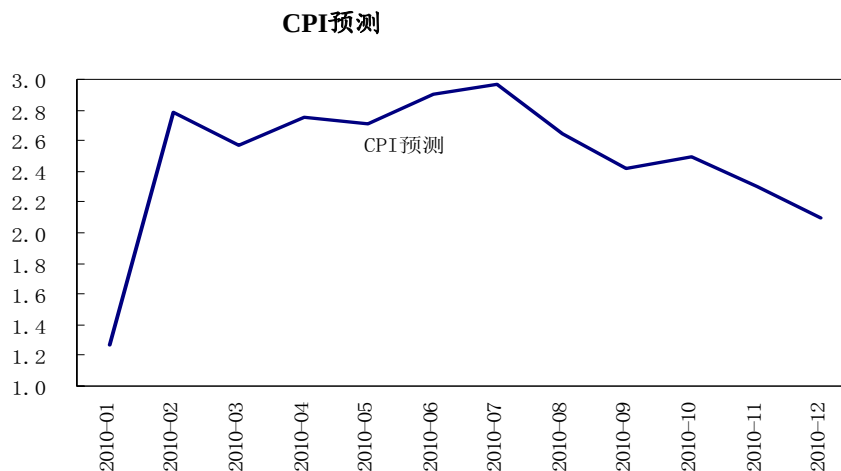
资料来源：CEIC, 联合证券研究所

翘尾因素值得关注



三、通胀形势：温和而可控

- 对通货膨胀的模拟结论（假设见年报）
 - 2010年4月、5月CPI将达2.5%和2.8%，首次超过了一年期存款利率
 - 预计三季度达到最高值3.2%，全年2.3%
 - 翘尾因素影响则将在5-8月达到高峰



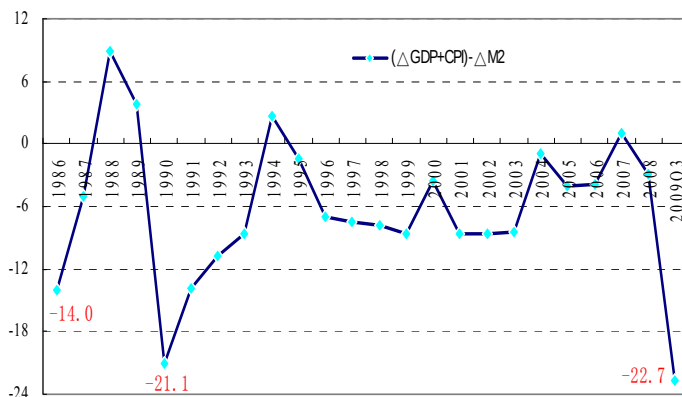
资料来源：CEIC, 联合证券研究所

四、流动性：由适度“宽松”转向宽松“适度”

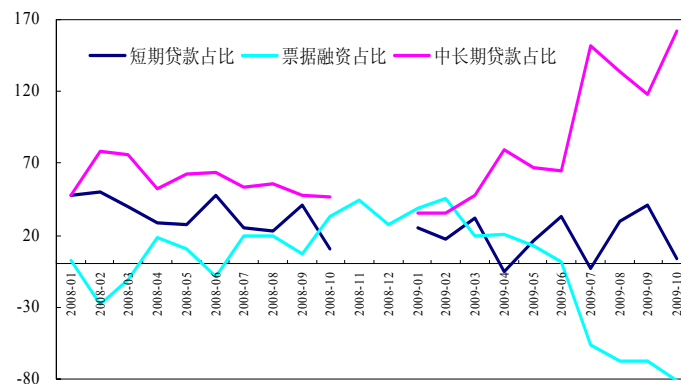
■ 信贷增幅出现下降

- 实体经济的结构调整和金融体系内持续走高的系统性信用风险，都将迫使流动性朝“适度”宽松方向回归。
- 预测：2010年人民币信贷增长18%（新增额7.2万亿元）、M2增幅19%。

流动性过剩



中长期贷款过多

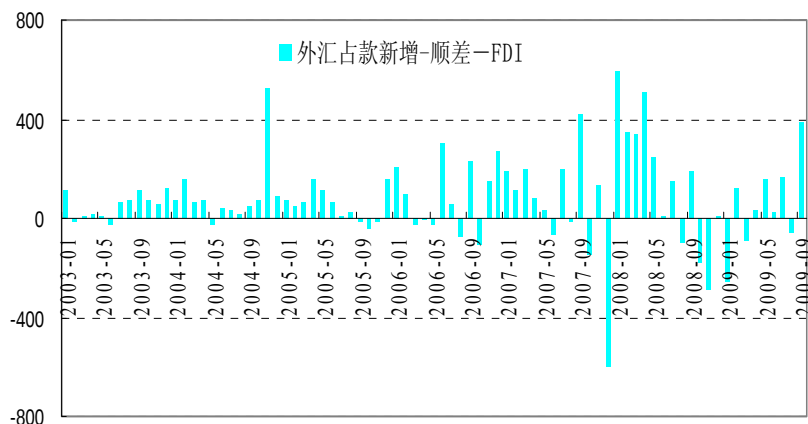


资料来源：CEIC, 联合证券研究所

四、流动性：由适度“宽松”转向宽松“适度”

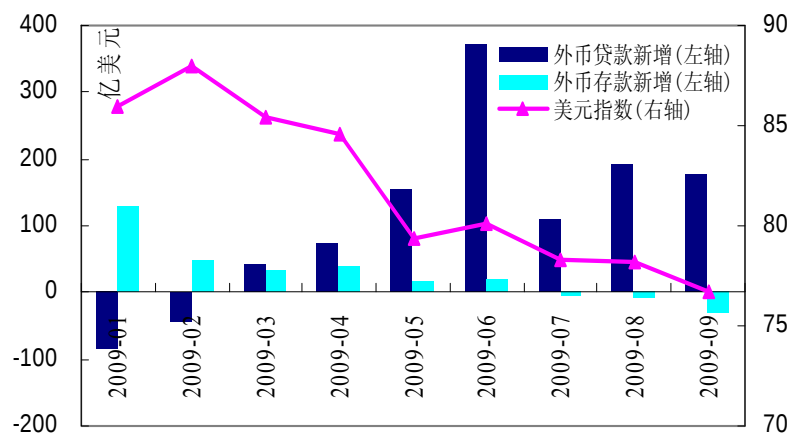
- 热钱仍将持续流入
 - 如果内外政策不变，持续到2010年一二季度之交

热钱流入规模测算（亿美元）



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

金融机构外币存贷款变化（亿美元）



四、流动性：由适度“宽松”转向宽松“适度”

■ 流动性峰值：2010年第一季度

■ 流动性一般由三大因素拉动

- 由于经常项目持续顺差形成的外汇储备并由此导致的基础货币发行
- 由于人民币升值预期推动的短期游资流入并进而推动流动性增加
- 由于商业银行信贷增加较快所形成的货币乘数攀升。
- 诸多现象表明，在今后两个季度，基础货币增长将保持稳定，人民币升值进一步推动游资流入，信贷增长除季节性因素外不会出现大幅度萎缩；结合一季度信贷投放处于年度高峰期，有理由认为流动性最为宽松的时点将出现在2010年2-3月。

■ 我们可以做如下情景模拟

- 乐观：全球经济加速复苏导致2010年第二季度全球中央银行宽松政策退出将成为潮流，中国亦面临通货膨胀转为正值所形成的紧缩货币压力
- 悲观：全球经济增长不如人所愿，政策仍然宽松，但中国的商业银行信贷投放能力亦远不如2009年
- 无论哪种情况出现，都预示着流动性极度宽松局面将在2010年第二季度终结。

五、政策前瞻

- 宏观调控总体思路从“保增长、保稳定”转向“保增长、调结构”。
 - 在维持财政、货币“双松”政策以推动经济增长的同时，调结构是必须提出的重要内容。
 - 重点是城乡结构调整、轻重工业结构调整和投资主体的所有制结构调整。

五、政策前瞻

- 财政政策转向中性，并先于货币政策退出。
 - 2009年前三季度的信贷高速增长事实上体现了货币信贷仍然是财政政策的配套工具——中长期贷款进入国有及国有控股部门，扶持地方政府项目投资。
 - 只要积极的财政投资政策不转型，则货币政策很难退出宽松状态，否则将出现银行部门最终承担所有基建投资项目损失的局面。预
 - 计2010年财政赤字规模与今年大体持平，但占GDP比重将下降；财政支出将有结构调整，譬如更多面向民生领域。

五、政策前瞻

- 货币政策的结构性治理优先于总量收紧。
 - 鉴于当前存在房地产价格持续攀升和热钱流入两大结构性矛盾，预计货币政策将优先对此进行结构性定向治理。比如，针对房地产的信贷政策逐步收紧；针对外汇占款增加，加大公开市场操作力度。
 - 总量性货币政策需在通胀压力和信用风险管理之间进行平衡。考虑到CPI翘尾因素影响在2010年5-8月最为显著，单月出现超过1年期定期存款利率，甚至接近4%的敏感线，我们预计在此期间会有两次加息：2010年6月20日-7月10日，第一次加息；2010年8月20日-9月10日，第二次加息，累计0.54个百分点。
 - 存款准备金率既面临上行压力，即总量从紧，又面临下行压力，即金融机构超额准备金率已处在低位，维持不动将是大概率事件。但有一个例外：2010年第一季度如果连续两个月月度信贷突破1万亿元，准备金很可能动一次，0.5个百分点。不过，差别准备金政策的动用可能性高于普遍的准备金率调整。

五、政策前瞻

■ 人民币升值

- 贸易摩擦是必然事件：在全球总需求走出衰退尚需时日的背景下，买方主权是必然现象。
- 2009年出口下降20%并未造成我国较大的经济困难，在2010年出口可望增长10%的基础上，在我国主要出口产品的收入弹性、价格弹性和替代弹性都较低的情形下，逐步升值有利于进口却未必有损于出口，收益归于国内而可避免转化为境外收取的惩罚性关税，进口上升亦有助于提高贸易谈判筹码。
- 当然，这一政策必须与调结构政策相配套，只有民间投资繁荣、农村居民可支配收入和财产性收入上升、终端消费需求持续增长，才可能形成进口对经济增长质量的拉动而非对国内市场的冲击。



谢 谢