

从保增长到调结构

——2010 年宏观经济与政策趋势

核心观点

首席经济学家：

陆磊
(0755) 8249 3567
lulei@lhqz.com

分析师：

陈勇
(021) 5010 6011
chenyongsz@lhqz.com

蔡键
(0755) 8236 4415
caijian@lhqz.com

张晶
(0755) 8249 2011
zhangjing@lhqz.com

一、外需有限复苏和政策拉动力递减导致中国经济呈倒“V”型增长

外需对国内产能的吸收能力下降。目前，全球经济虽已步出金融危机，但尚未摆脱萧条；未来再平衡的基本逻辑是生产国更多的消费、消费国更多的生产。这对中国的影响在于：首先，发达经济体复苏的有限性，特别是失业率依然高企降低了消费拉动力；其次，居民部门去杠杆化尚需时日，国外消费信贷很难在短期重现繁荣；此外，全球贸易量萎缩和贸易保护主义意味着出口“蛋糕”在变小。预计 2010 年出口增长约为 10%。

投资拉动力将递减。就国有部门投资看，重复建设和高耗能行业的投资增长的弊端已经显现，政府财政收支矛盾十分明显。结构上，终端需求的缓慢复苏和产能不断扩大形成对比，抑制了制造业投资的快速上升；受制于销量回落和政策微调，预计房地产行业投资增速将缓慢恢复到历史正常水平。据此，投资增速将从 2009 年的 33% 回落到 2010 年的 20% 左右。

消费继续平稳增长。其动力一方面来自人口因素，即中青年人口高峰正在形成、人口学历水平迅速提升，另一方面来自收入因素，即人均 GDP 已突破 3000 美元门槛、居民负债扩张潜力大。未来一年，中西部地区和农村消费升级、东部地区和城市消费的“再升级”值得关注。

由于政策效应仍将延续到 2010 年第一季度，而出口正增长亦将在同一季度显现，则该季度将成为未来一年的增长高点，此后 GDP 同比增速将逐步回落，全年增长 8.5% 至 9%。由此，2009 年下半年至 2010 年经济走势呈倒“V”型。

二、通胀压力不大，但结构失衡和系统性信用风险将是 2010 年中国面临的两大问题

价格将温和上涨。尽管存在因广义货币增长较快形成的“通货膨胀预期”，但以 CPI 衡量的通货膨胀率将保持低位，原因在于货币扩张速度在事实上追不上最终产品的产能堆积速度。在中性情形假设下，我们测算 2010 年通货膨胀率为 2.3%。

结构失衡是“双松”政策刺激下的高增长所造成的副作用。首先，轻重工业增长依然失衡，工业产出面临从政策短期拉动向中期依赖发展，但继续维持财政投资的后果将是上中游行业的严重产能过剩及持续提高的银行部门信用风险。其次，投资领域的国进民退问题仍将持续，并进而对宽松政策依然形成依赖。尽管外需好转和国内消费需求稳定有利于民间投资复苏，但财政投资的挤出效应明显——特别是中长期贷款在 2009 年前过快增长，导致面向国有部门的“定向”宽松政策无法退出。

系统性信用风险凸现，并迫使政策面临退出压力。2009 年信贷生产率（产出/信贷比）即使乐观估计也仅为 3.4 倍左右，处于历史性低位。低信贷生产率意味着产出无法抵补要素投入成本，或者说信贷作为投入要素的产出效率极低，违约概率相应较高。

三、流动性回归宽松“适度”

天量信贷增长不可持续。未来信贷增长面临两大压力：一是资本金和利息支出压力。如果继续拉动信贷增长，面临银行体系作为供给者的资本金压力与实体经济部门作为需求者的利息支出压力。二是资产价格压力。从负债率角度看，地方政府要继续推动投资，必须提高土地等资产的价格才能形成自有资金，并撬动信贷增长。但这会使抵押品价值处于高风险状态。据此预测，2010 年信贷增长 18%、M2 增幅 19%。

“热钱”将温和流入。其直接动因是人民币升值预期，但随着发达国家逐次退出宽松的货币政策，美元汇率筑底反弹，“热钱”重新寻找流向的概率逐步提高。

中期流动性拐点将在 2010 年第一季度出现。诸多现象表明，流动性最为宽松的时点将出现在 2010 年 1 季度。接下来可能有两种情形：一是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；二是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。

四、宏观政策将在延续中调整

我们预计：1、宏观调控总体思路从“保增长、保稳定”转向“保增长、调结构”；2、财政政策转向中性，并先于货币政策退出；3、货币政策的结构性治理优先于总量收紧；4、面对贸易保护主义实行人民币升值并及时动用贸易政策应对贸易争端。

2010 年主要宏观指标预测

表 1、2010 年主要宏观指标预测表

	单位	06	07	08	09F	2010F	10Q1F	10Q2F	10Q3F	10Q4F
GDP	%	11.6	13.0	9.0	8.3	8.8	10.8	9.2	8.4	8.1
社会消费品零售总额	%	13.7	16.8	21.6	15.3	16	16.5	16.3	15.5	15
工业增加值	%	16.6	18.5	12.9	11.0	14.5	17	15	13	12.5
固定资产投资	%	23.9	24.8	25.9	33.0	20	26	21	17	18
进口	%	19.9	20.8	18.5	-12.0	13.3	30.2	15.2	8.5	5.6
出口	%	27.2	25.8	17.4	-15.3	10.1	10.0	15.8	11.6	3.3
贸易余额	亿美元	1775	2627	2955	2100	2000	320	420	530	730
CPI	%	1.5	4.8	5.9	-0.7	2.3	2.0	2.8	2.4	2.2
PPI	%	3.0	3.1	6.9	-5.9	3.5	2.8	4.3	3.5	3.2
M1	%	17.5	21	9.1	30.3	19.4				
M2	%	16.9	16.7	17.8	26.7	17.3				
新增人民币信贷	十亿元	3180	3634	4904	9500	7200	2880	1800	1440	1080

数据来源：联合证券研究所。

目 录

核心观点	1
2010 年主要宏观指标预测	3
一、全球背景：后危机时代寻求再平衡	7
1.1 全球经济：已走出金融危机，但尚未摆脱经济萧条	7
1.2 全球流动性：关注政策退出	9
二、中国经济：从保增长到调结构	11
2.1 经济增长：倒“V”型路径	11
2.2 工业：轻重工业落差难以扭转	11
2.3 投资：政策收紧与增长惯性之间寻求平衡	12
2.4 消费：平稳增长，结构性变化显现	15
2.5 外贸：外需有限复苏，进出口走势分化	19
三、通胀形势：价格将温和上涨	21
3.1 货币推动型通胀不成立	21
3.2 成本推动型通胀压力温和	22
四、流动性：由适度“宽松”转向宽松“适度”	24
4.1 信贷投放规模将下降	24
4.2 结构性矛盾：“热钱”问题	26
4.3 2010 年一季度或现中期流动性拐点	27
五、政策方向前瞻	28
附：世界各国宽松政策实施及退出情况	30

（本报告包括 70 张图表，4 张表格）

图表目录

图 1、美国 GDP 已探底回升	7
图 2、OECD 领先指数同比变动(%)	7
图 3、危机以来两大经济体失业率攀升(%)	7
图 4、美国私人部门储蓄在上升(%)	7
图 5、美国贸易赤字大幅缩小(百万美元)	8
图 6、美国出口的恢复显著快于进口(%)	8
图 7、德国贸易顺差逐渐减少(十亿欧元).....	8
图 8、德国的进口恢复快于出口(%)	8
图 9、美国消费规模巨大(%)	8
图 10、美国货币供应	9
图 11、利率水平处于历史低位	9
图 12、MSCI 金砖四国指数走势.....	9
图 13、美元指数走势	9
图 14、2009 年以来大宗商品价格上涨	9
图 15、黄金价格走高	9
图 16、美国价格调整也相对较快	10
图 17、利率周期中美国领先	10
图 18、倒“V”型经济增长路径(%)	11
图 19、2009 年 GDP 增长的投资拉动特征明显	11
图 20、2009 年轻重工业增速出现“喇叭口”(%)	12
图 21、重工业与轻工业增速差(%)	12
图 22、固定资产投资的在建净规模占比稳定(%)	13
图 23、固定资产投资具有惯性	13
图 24、固定资产投资增速历史均值水平约为 15%	13
图 25、地方投资增速将回落较快	13
图 26、投资的“国进民退”将有所缓解	13
图 27、下游行业投资增速将继续回升	14
图 28、中游行业投资增长有赖于产能过剩情况	14
图 29、政策性投资增长将放缓	14
图 30、房地产业投资和制造业投资稳定增长	14
图 31、固定资产投资的“中部崛起”	14
图 32、东、中、西部地区投资比重	14
图 33、中西部省份投资增长迅猛	15
图 34、东部沿海外向型省(市)投资增长较低.....	15
图 35、中青年人口高峰期将在最近几年出现	15
图 36、我国城镇就业人员：高等学校与中等学校毕业生占比.....	15
图 37、我国人均 GDP	16
图 38、日本人均 GDP	16
图 39、2008 年我国居民财富构成(%)	16

图 40、城镇居民家庭平均每百户年底耐用消费品拥有量.....	17
图 41、城镇与农村居民家庭恩格尔系数	17
图 42、城乡家庭耐用消费品普及率与差异	17
图 43、2008 年中国各地区和部分国家人均 GDP 比较	18
图 44、人均可支配收入水平区域比较	18
图 45、2009 年消费者耐用消费品需求调查	18
图 46、城镇居民家庭人均消费支出：交通通信与服务项目	18
图 47、海外需求有所好转	19
图 48、中国出口依赖美国消费(%).....	19
图 49、美国居民消费信贷下降态势明显(%).....	19
图 50、全球贸易量萎缩	19
图 51、不同贸易方式下进口同比增速差异(%)	20
图 52、自巴西、澳大利亚和德国进口同比增速(%)	20
图 53、剔除价格后进口明显好于出口(上年=100).....	20
图 54、季节调整后的进出口走势显著分化(%)	20
图 55、产能堆积率超过货币增长率	21
图 56、理论上的通缩压力大于现实通胀率	21
图 57、2006 年以来 CPI 构成中制成品价格走低	22
图 58、对 2010 年 CPI 的中性预测(%)	23
图 59、中性假设下的 2010 年 CPI 和 PPI 翘尾因素(%)	23
图 60、当前流动性极度宽松(%)	24
图 61、广义货币扩张与信贷增长高度相关(%)	24
图 62、信贷产出率处于低位(%)	25
图 63、中长期贷款占比偏高(%)	25
图 64、“热钱”流入规模测算(单位：亿美元).....	26
图 65、人民币 NDF 报价蕴含的升值/贬值幅度	26
图 66、国内金融机构外币存贷款变动	26
图 67、人民币有效汇率指数	26
图 68、人民币兑美元和欧元汇率走势	26
图 69、2003 年以来我国外汇占款回笼情况	28
图 70、金融机构超额准备金率处于低位(%)	28
 表 1、2010 年宏观指标预测	3
表 2、 固定资产投资的政策开始收紧	12
表 3、消费物价主要变动因素及 2010 年情景假设	22
表 4、全球刺激政策的实施及其退出	30

一、全球背景：后危机时代寻求再平衡

1.1 全球经济：已走出金融危机，但尚未摆脱经济萧条

各种迹象显示，全球经济已经走出金融危机阴影，开始企稳复苏，但距摆脱经济萧条尚早，表现在 GDP 环比增速改善，但同比增速仍未转正（图 1、图 2）。复苏的过程也许缓慢，但我们认为二次探底的可能性较小。

图 1、美国 GDP 已探底回升

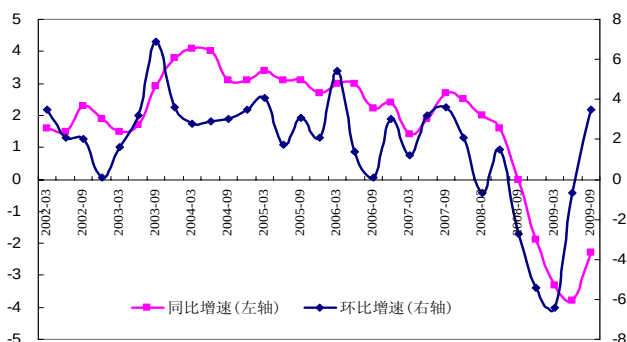
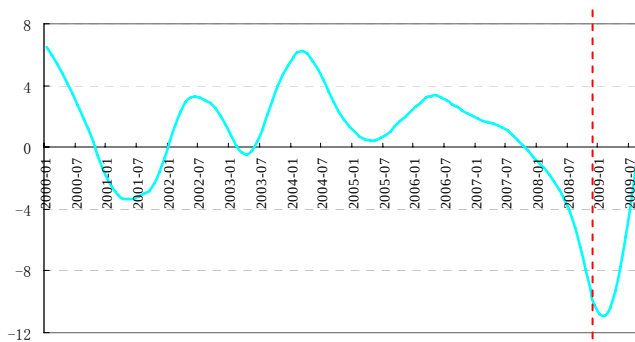


图 2、OECD 领先指数同比变动(%)



资料来源：Bloomberg, CEIC, 联合证券研究所

世界经济再平衡的基本逻辑是生产国更多的消费、消费国更多的生产。这在美国国内层面的反映是，私人部门去杠杆化，导致其储蓄率呈上升态势。另一方面，由于缺乏新的经济增长点，尽管经济形势在好转，美国就业状况并未改善，10 月份失业率创下危机以来的新高(10.2%)（图 3、图 4）。这意味着，作为世界经济动力的美国消费的复苏可能并不尽人意。

图 3、危机以来两大经济体失业率攀升(%)

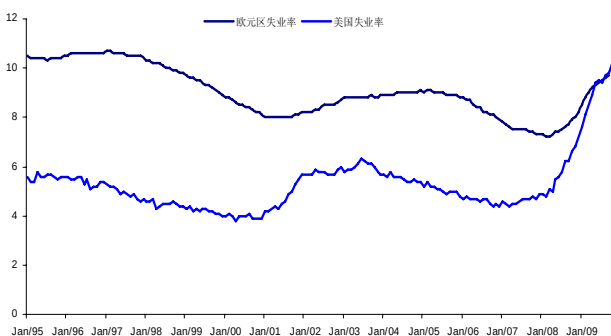


图 4、美国私人部门储蓄在上升(%)



资料来源：Bloomberg, CEIC, 联合证券研究所

世界经济再平衡在国际层面的反映是，在经济复苏进程中，消费国更多地出口，生产国则更多的进口。可以观察到，危机过后，美国出口的恢复显著快于进口，贸易赤字显著缩小（图 5、图 6）；而德国的情况则与之相反，2008 年以来，其进口的恢复快于出口，贸易顺差缩小的趋势明显（图 7、图 8）。

图 5、美国贸易赤字大幅缩小（百万美元）

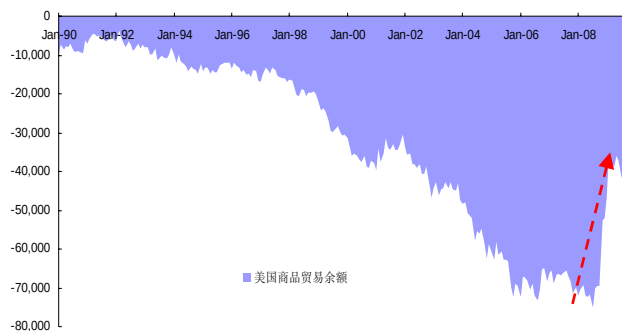
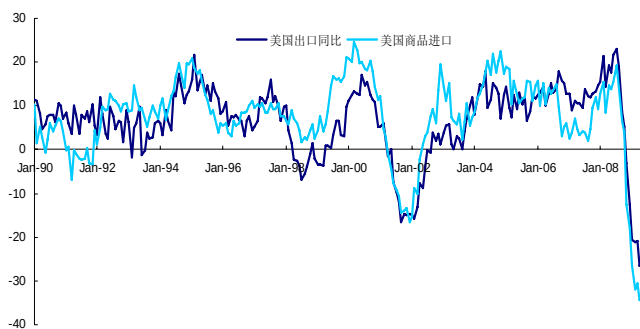


图 6、美国出口的恢复显著快于进口（%）



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

图 7、德国贸易顺差逐渐减少(十亿欧元)

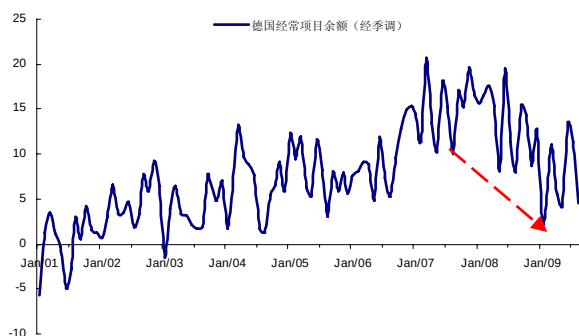
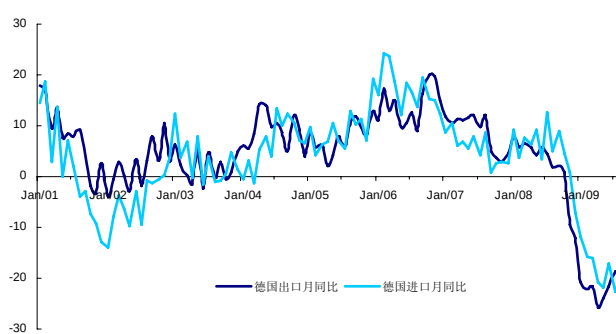


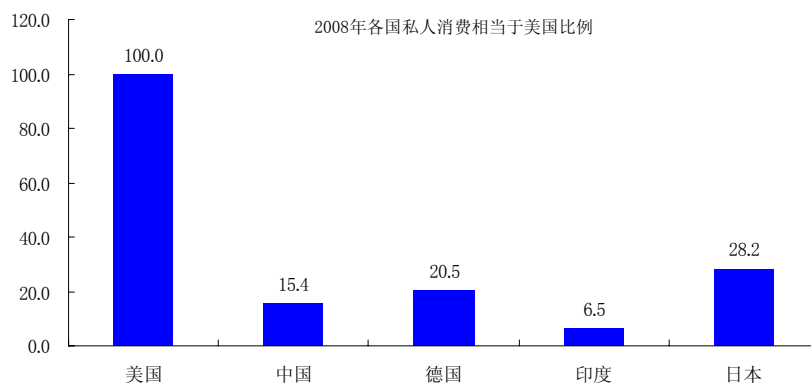
图 8、德国的进口恢复快于出口(%)



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

但是，再平衡的过程将是漫长的。以平均汇率折算，2008 年中国、德国、印度和日本四国的私人消费总和仅相当于美国的 70%（图 9）。这意味着，即使生产国调整需求结构，在吸收国内巨大产能的同时增加对外需求，也将是缓慢的过程。

图 9、美国消费规模巨大(%)



数据来源：CEIC, 联合证券研究所。根据 2008 年平均汇率折算。

从供给方面看，全球经济将经历一段时期的低增长。在新的经济增长点或新技术革命引领全球经济走向新一轮增长之前，依然高企的失业率和低下的全要素生产率，决定了全球经济只能在摆脱衰退之后逡巡前行。

1.2 全球流动性：关注政策退出

在各国实行“定量宽松”的政策背景下，全球货币环境总体相当宽松，利率水平处于历史低位（图 10、图 11）。

图 10、美国货币供应

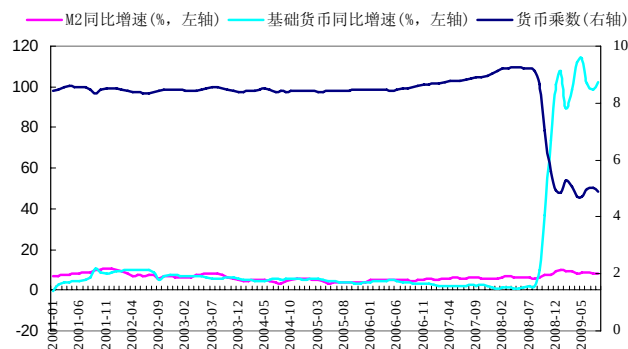
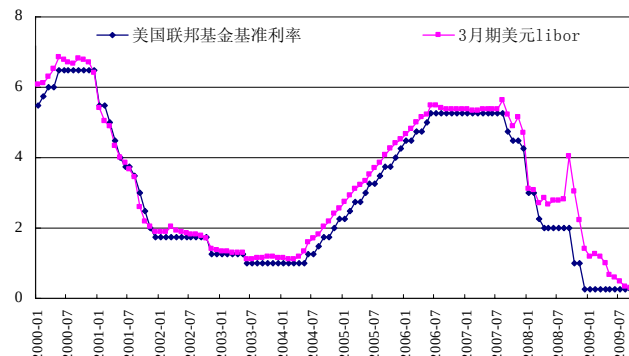


图 11、利率水平处于历史低位



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

宽松政策的影响：1、新兴市场 and 澳大利亚等资源国成为“热钱”流入地，今年以来上述国家均不同程度地经历了一轮显著的货币升值和资产价格上升（图 12）。2、美元大幅走软（今年 3 月以来贬值幅度约为 15%），且在高利差背景下成为套息交易中的融资货币（图 13）。3、大宗商品和黄金价格今年以来持续走高（图 14、图 15）。

图 12、MSCI 金砖四国指数走势

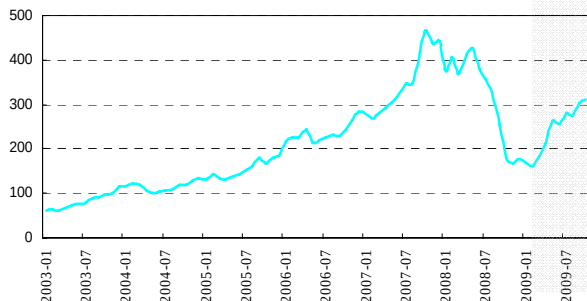
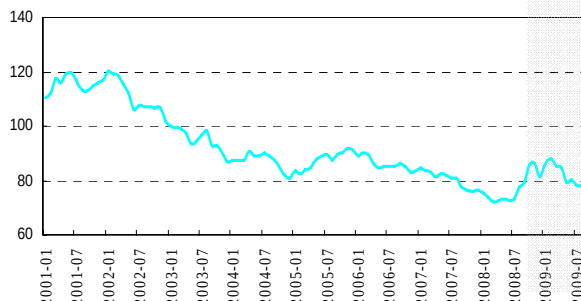


图 13、美元指数走势

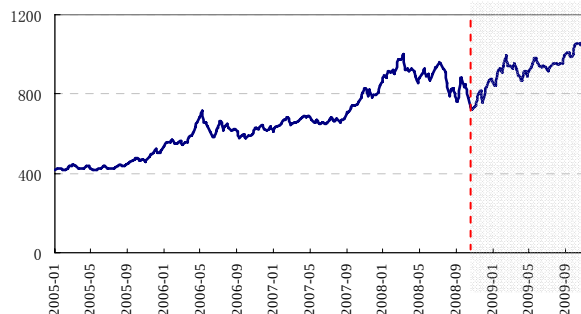


资料来源：Bloomberg, CEIC, 联合证券研究所。

图 14、2009 年以来大宗商品价格上涨



图 15、黄金价格走高



资料来源：Bloomberg, CEIC, 联合证券研究所。

未来流动性前景决定于政策退出状况。从目前的情况看，全球范围内的政策退出有三个特点：一是资源国（澳大利亚、巴西）、制造国（印度）的退出早于消费国（美国、英国）；二是货币政策退出早于财政政策，原因在于，发达经济体货币政策主要针对通胀，财政政策则主要针对就业和产出，故作为滞后指标的失业率居高不下，决定了财政政策难以完全退出；三是数量型货币政策工具退出早于价格型工具。原因在于，前者是通胀预期和通胀的直接诱因，而后者大体是对通胀的滞后反应。其中，数量型工具主要包括央行直接为商业机构融资、直接购买国债和其他债券，除英国外，这些政策已经实实在在地退出。

不确定性较大的是美国和欧洲的加息先后次序。一方面，从历史上看，美国在 CPI 周期和利率周期中均领先于欧洲（图 16、图 17）；但另一方面，从现实情况看，美联储将在各国央行里最晚加息，原因在于：1、美国房地产市场受创太深，失业率太高，经不起早加息；2、美国正在创纪录地发行国债，加息推高国债利率，财政上难承受；3、美国政府比较倾向于用弱势美元刺激出口，稳定就业。

图 16、美国价格调整也相对较快

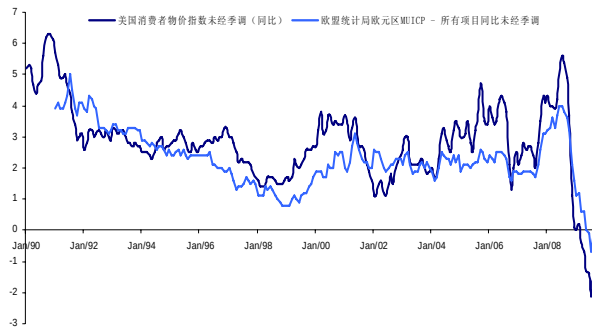
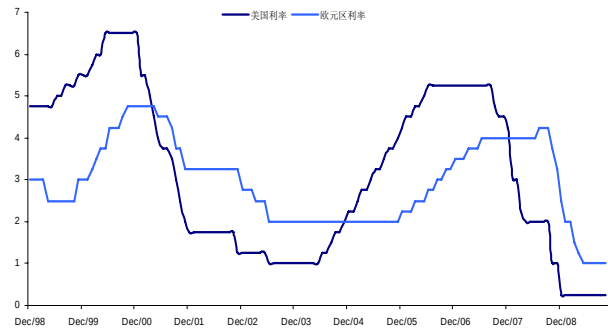


图 17、利率周期中美国领先



资料来源：Bloomberg, CEIC, 联合证券研究所。

但可以预期的是，一旦美联储步入加息周期，美元将面临趋势性反弹。而随着各国刺激政策的逐步退出以及流动性的回收，大宗商品的金融属性或将弱化，而实物属性日渐增强，其价格走势将由全球经济体的复苏步伐及程度决定，大幅上涨的可能性不大。

二、中国经济：从保增长到调结构

世界经济再平衡对中国的含义是，一方面，全球经济复苏确定意味着我国外需企稳，2010 年出口对 GDP 增长贡献有望转正，由此，以“保增长、保就业”为出发点、意在“以内补外、以虚补实”的扩张型政策将寻求淡出，经济增长动力结构因此变化；另一方面，外需的乏力和脆弱意味着终端需求恢复难尽人意，这既使产能过剩矛盾凸现，又使内需的增长更受重视和关注。上述两方面都将导致 2010 年中国经济结构上的相应调整。

2.1 经济增长：倒“V”型路径

我们预计 2010 年国内经济增长呈近期向上而中期低迷的倒“V”型态势，其中峰值出现在 2010 年第一季度（图 18）。基本逻辑是：在世界经济逐渐好转带动出口有限复苏，净出口对 GDP 的贡献将由今年负 3-4 个百分点转为正的 0.5 个百分点左右，受政策主导的投资力度相应减弱，而消费则保持稳定。但是，外需复苏速度慢于投资增幅下降速度。

换言之，2010 年的经济增长结构将更为均衡。可以观察到，2009 年前三季度支出法 GDP 增长 7.7% 的构成为：投贡献 7.3 个百分点，消费贡献 4 个百分点，净出口则负贡献 3.6 个百分点（图 19）。而 2010 年 GDP 增速预计达 8.5% 至 9%，投资、消费和净出口分别大约贡献 4.2、4.2 和 0.4 个百分点。

图 18、倒“V”型经济增长路径 (%)

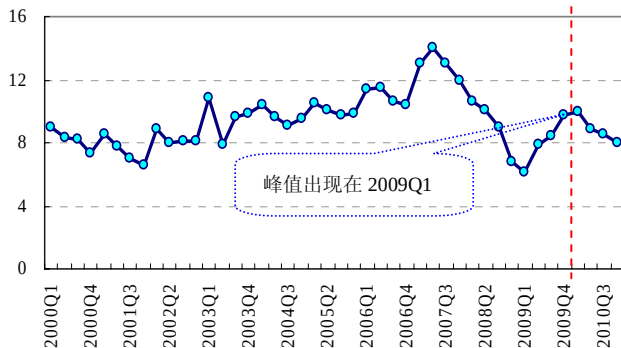
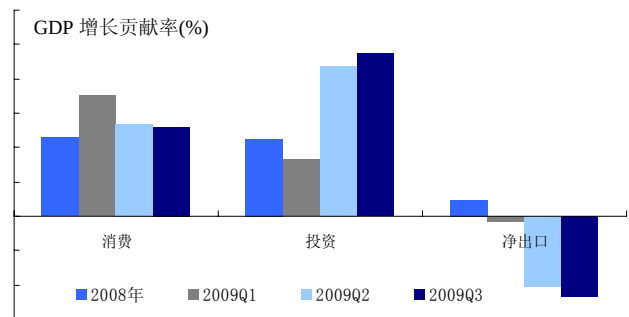


图 19、2009 年 GDP 增长的投资拉动特征明显



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

2.2 工业：轻重工业落差难以扭转

工业生产稳定增长，轻重工业增速落差将有所缓和，但难以扭转。工业增加值同比增速 2009 年底将达 16% 左右，高速增长态势预计在 2010 年上半年延续，下半年将有所回落，因为受基数的影响，终端需求的缓慢复苏难以支持 2010 年下半年工业生产的快速增长。

由于需求的结构性变化，这种变化表现为投资需求增速将确定性放缓，而国内和国外的消费性需求将缓慢回升，预计轻重工业的增速差将不会显著扩大。历史上，轻工业增长较快、且与重工业增速差收窄，都呈现了更加均衡和稳定的特征，我们预计 2010 年的工业增长将更加均衡。

图 20、2009 年轻重工业增速出现“喇叭口” (%)

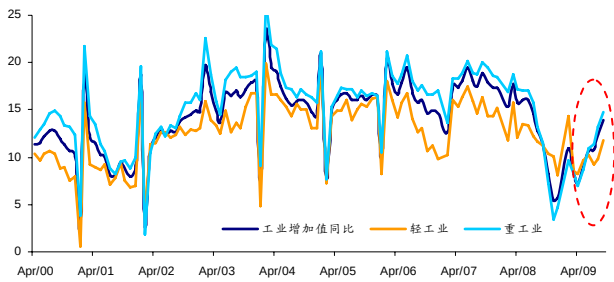
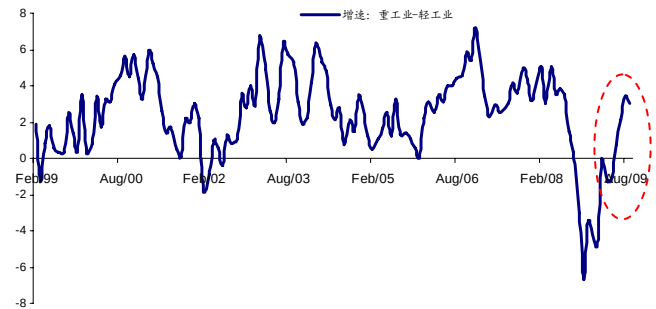


图 21、重工业与轻工业增速差 (%)



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

2.3 投资：政策收紧与增长惯性之间寻求平衡

在经历了 2009 年“大跃进”式的增长后，投资扩张导致的重复建设和产能过剩的弊端以及政府财政收支矛盾已经显现。结合近期当局一系列的表态(表 1)，我们认为，2010 年政策面收紧导致投资增速回落将具有很大确定性。

表 2、固定资产投资的政策开始收紧

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 6 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 6 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 9 月 29 日，轻型汽车燃料消耗量标示管理规定	进一步加强节油节电工作
2009 年 9 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。

但是，也应看到，投资本身具有很大的惯性，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(图 22、图 23)；基于“2009 年在建总规模增长 32%、在建净规模占比 50%”的假设，我们估算年末后者绝对数额达 24.6 万亿元。

图 22、固定资产投资的在建净规模占比稳定 (%)

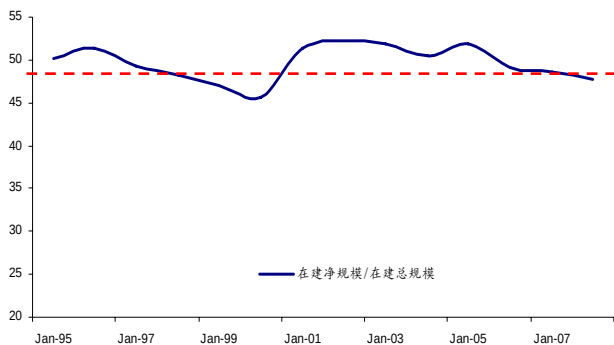
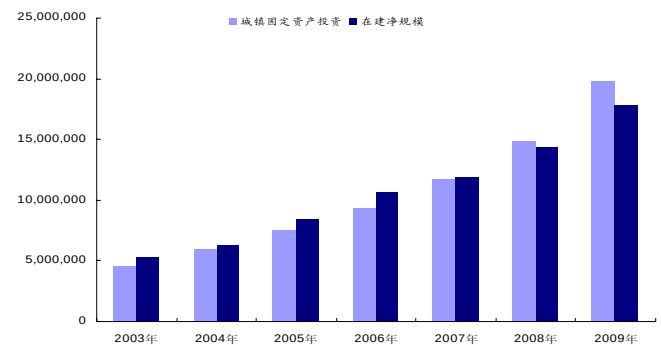


图 23、固定资产投资具有惯性

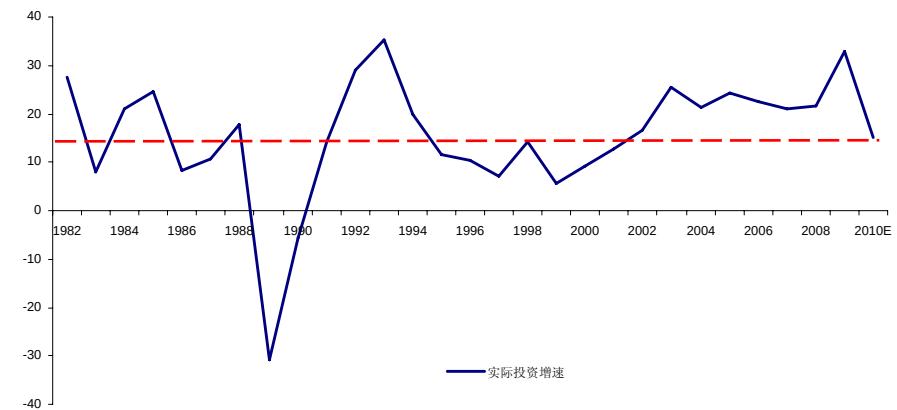


资料来源: CEIC,《中国统计年鉴》, 联合证券研究所

注: 在建净规模指期末所有在建项目建成投产尚需的投资总量, 等于“在建总规模-未投产项目(期末在建)累计完成投资。”图 23 中 2009 年为预测值

综合而言, 2010 年投资将在政策面的收紧和增长惯性之间寻求平衡。大概率的结果是, 投资增速将出现显著下降, 但仍高于历史平均水平 15% (图 24)。我们预计投资名义增速达 20% 左右, 实际增速为 17% 至 18%。

图 24、固定资产投资增速历史均值水平约为 15%



数据来源: CEIC, 联合证券研究所。

投资增速的回落将体现为结构性变化: 受财力的限制和政策微调的影响, 地方投资项目高速增长将较快回落; 受益于出口复苏和消费的稳定增长, 投资的“国进民退”将有所缓解, 非国有投资与国有投资的增速差将收窄 (图 25、图 26)。

图 25、地方投资增速将回落较快

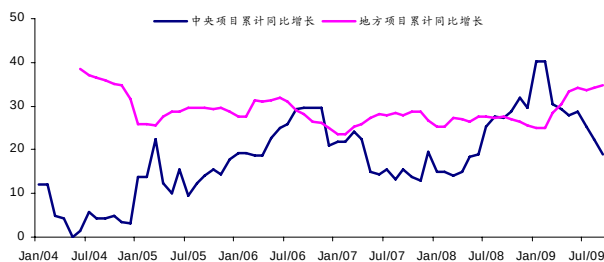
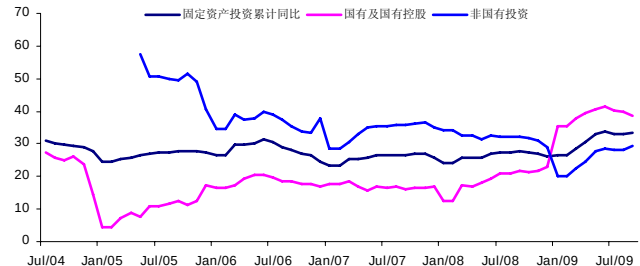


图 26、投资的“国进民退”将有所缓解



资料来源: CEIC, 联合证券研究所

行业方面, 按照“有保有压”的政策思路, 重复建设和搞耗能行业的投资增长将进一步抑制; 大众消费的稳定增长, 将拉动下游行业投资增速继续回升, 对

中游行业的影响则视产能过剩状况而不同；而受益于政策刺激的交通运输业和公共设施管理业投资增速将下滑，主要因为 2009 年基数增长过快（图 27、图 28）。

图 27、下游行业投资增速将继续回升

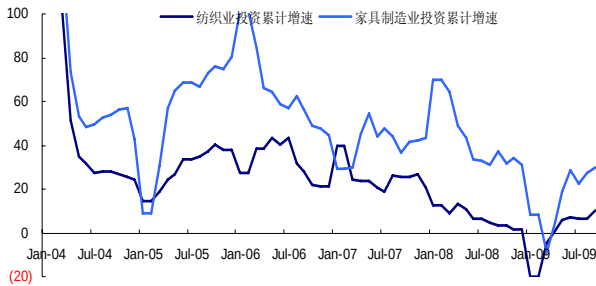
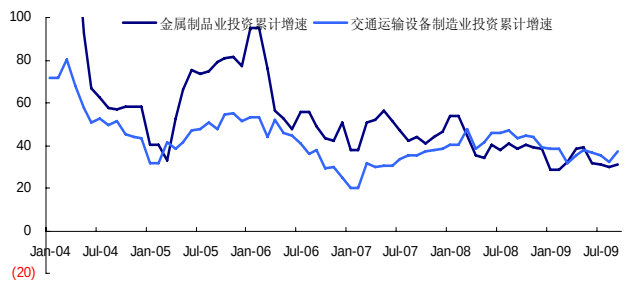


图 28、中游行业投资增长有赖于产能过剩情况



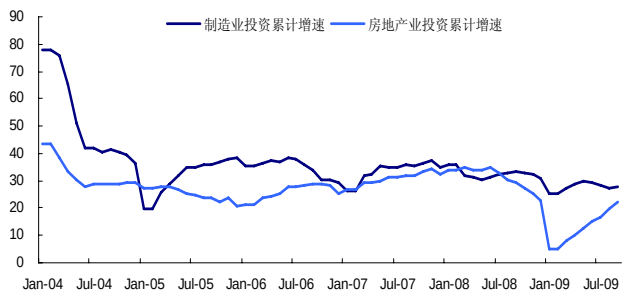
资料来源：CEIC, 联合证券研究所

投资的两大主力——房地产业投资和制造业投资，占总投资比重分别约为 31% 和 24%，将在 2009 年低速增长的基础上保持稳定。对于制造业，终端需求缓慢复苏和产能不断扩大形成对比，抑制制造业投资快速上升；受制于销量回落和政策微调，预计房地产行业投资增速将缓慢恢复到历史正常水平（图 29、图 30）。

图 29、政策性投资增长将放缓



图 30、房地产业投资和制造业投资稳定增长



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

从区域方面看，2009 年投资增长重点区域向中西部转移态势明显。截至 10 月，中西部地区固定资产投资累计增速分别增长 38.4% 和 38.8%，比东部地区（27.7%）约高 10 个百分点。反映在投资份额上，可以看到，中西部地区投资占总投资的份额逐渐增加，两者分别从 2004 年底的 22% 和 21% 上升到 2009 年 10 月的 28% 和 24%，东部地区的投资份额则从 57% 下降到 48%（图 31、图 32）。

图 31、固定资产投资的“中部崛起”

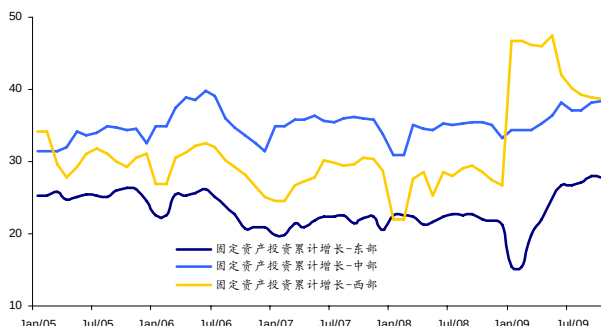
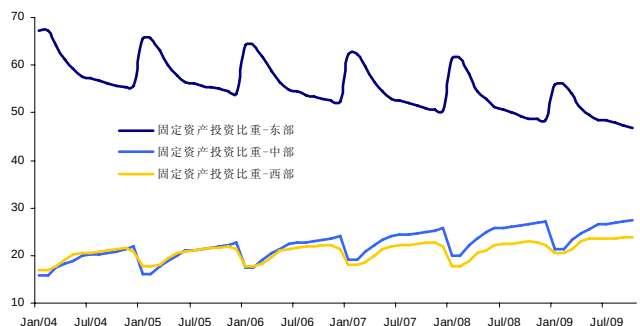


图 32、东、中、西部地区投资比重



资料来源：CEIC, 联合证券研究所

在一些代表性省份,我们也看到了投资增速的明显差异。截至 2009 年 10 月,东部的河北、中部的黑龙江和西部的广西,其投资累计增速分别为 51.9%、44.7% 和 49.7%。而在沿海外向型省市——上海、浙江和广东,其投资增速分别为 12.1%、15.0%和 16.9%,名义增速仍低于正常年份(图 33、图 34)。

图 33、中西部省份投资增长迅猛

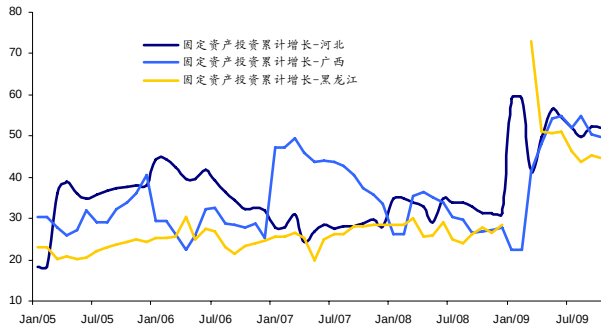
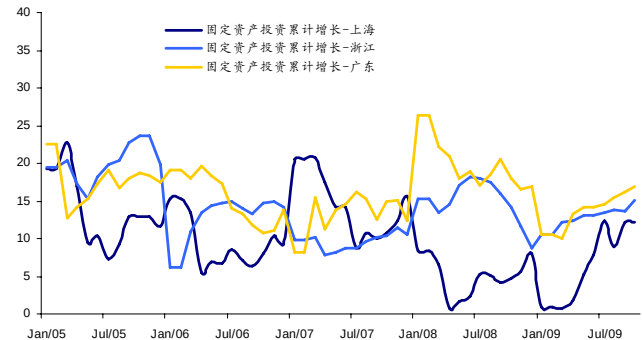


图 34、东部沿海外向型省(市)投资增长较低



资料来源：CEIC,联合证券研究所

随着调结构的力度进一步加大,预计投资西进的态势将延续。具体到省份,投资的超常增长将以国家特定的区域经济政策为催化剂,如广西的北部湾开发和东盟经济合作、四川的灾后重建和“西三角”开发、湖南的“长株潭两型社会建设实验区”,等等。区域经济政策以区域结构平衡为目标,将越来越集中于中西部省份。

2.4 消费：平稳增长，结构性变化显现

从近年情况看,消费增长一直较为稳定。我们预计 2010 年这一趋势仍将延续,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。

消费增长的动力至少来自以下方面:一是人口结构的变化,表现在 20~29 岁、30~44 岁间的中青年人口的高峰期正在形成(图 35),同时人口学历水平提升迅速,第一产业就业人员占比不断下降,这意味着有效消费需求将上升(图 36)。

图 35、中青年人口高峰期将在最近几年出现

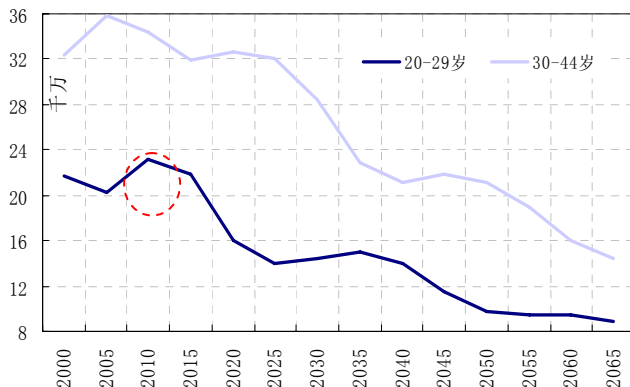
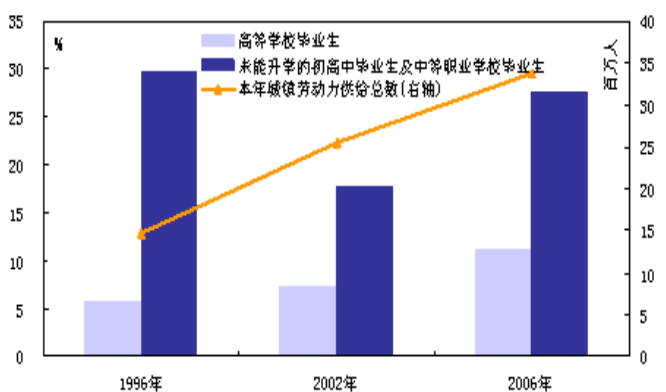


图 36、我国城镇就业人员：高等学校与中等学校毕业生占比



资料来源：CEIC,联合证券研究所

二是人均 GDP 已在 2008 年突破 3000 美元的门槛，根据国际经验（譬如日本在上个世纪 60 年代进入“大消费时代”即从 3000 美元人均 GDP 起步），这或意味着消费需求将加速上升（图 37、图 38）。

图 37、我国人均 GDP

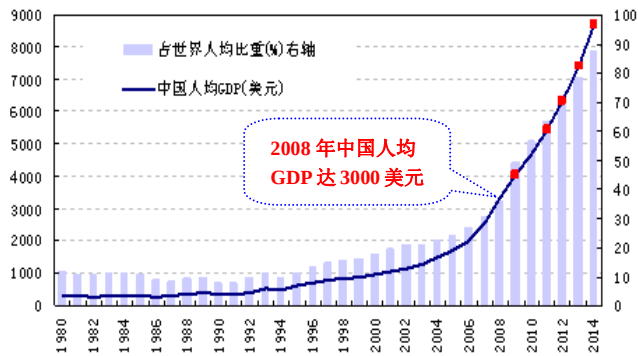
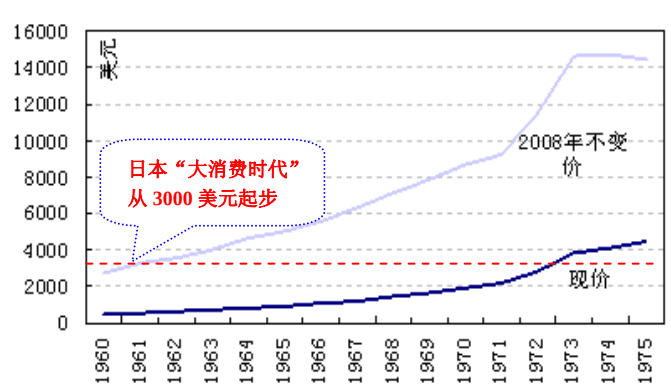


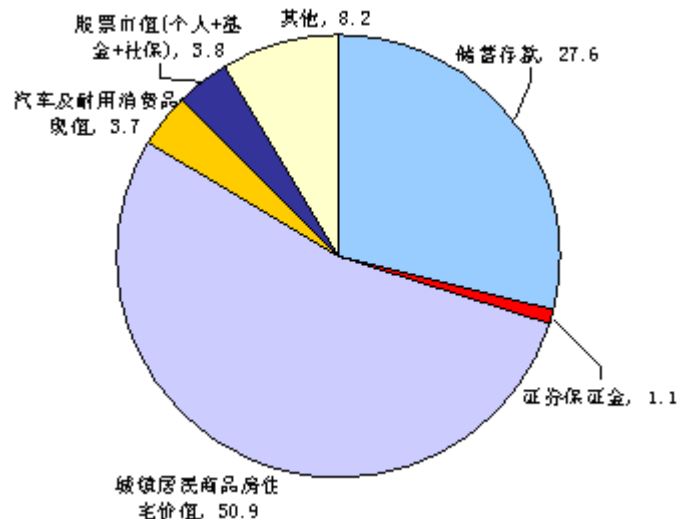
图 38、日本人均 GDP



资料来源：CEIC, 联合证券研究所。2009 年以后为 IMF 预测值

此外，居民负债扩张的潜力巨大。根据我们测算，2008 年末我国居民资产总值约为 76 万亿元，而个人消费贷款（负债）不到 4 万亿元，负债率为 4.9%（图 39）。因此，无论是绝对水平，还是与国际水平进行比较而言，我国居民的负债水平都很低，未来负债扩张潜力巨大，消费能力有很大的提升空间。

图 39、2008 年我国居民财富构成(%)



数据来源：CEIC、WIND、中国人民银行、联合证券研究所

注：1.考虑到折旧因素，城镇居民商品住房住宅价值按近 10 年商品房住宅销售均价计算，并剔除了个人住房消费贷款；2.证券保证金部分为准货币的“其他存款”数据；3.汽车及耐用消费品现值扣除了个人汽车消费贷款；4.其他类包括公积金、外汇储蓄、收藏品等，剔除了个人其他消费贷款。

消费结构上的积极变化值得关注：

1、农村消费升级，城市消费步入“再升级”。

目前农村居民人均收入水平达到了城镇居民 1999~2000 年间的收入水平—

——这正是改革开放后城镇居民第一次消费升级的开始。未来农村居民家庭耐用消费品升级值得期待。随着收入结构的变化，城镇较高收入家庭与部分农村家庭的家用电器耐用品消费向家用汽车、旅游、娱乐消费等扩张（图 40、图 41、图 42）。

图 40、城镇居民家庭平均每百户年底耐用消费品拥有量

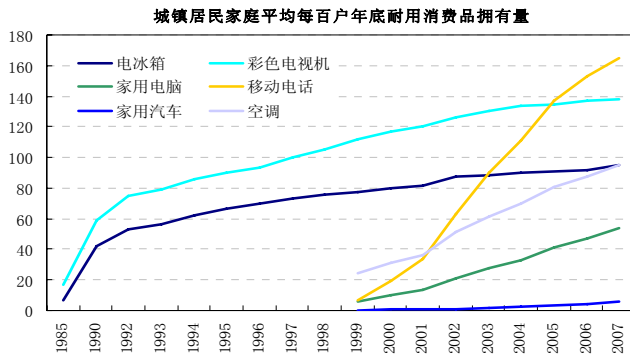
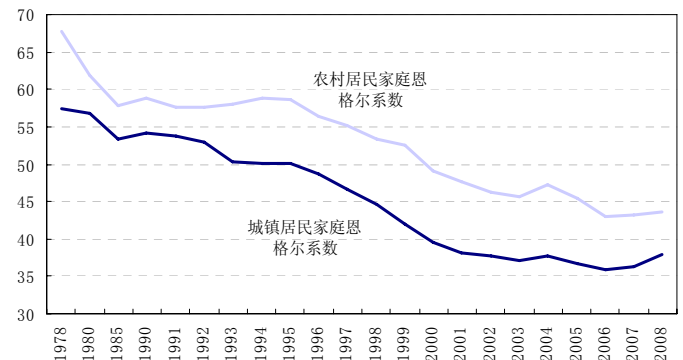
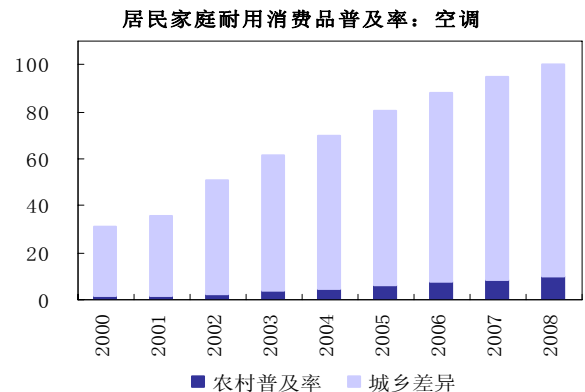
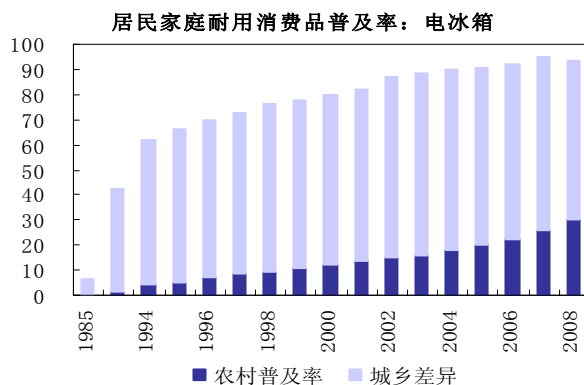
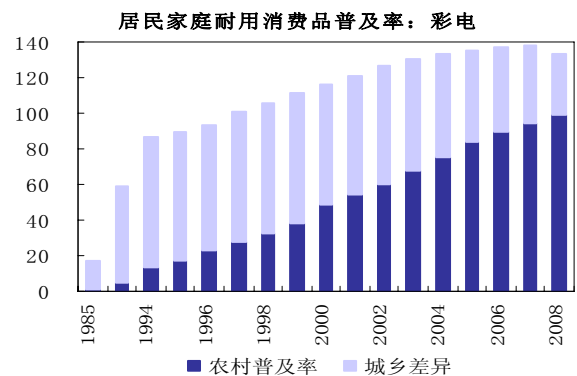
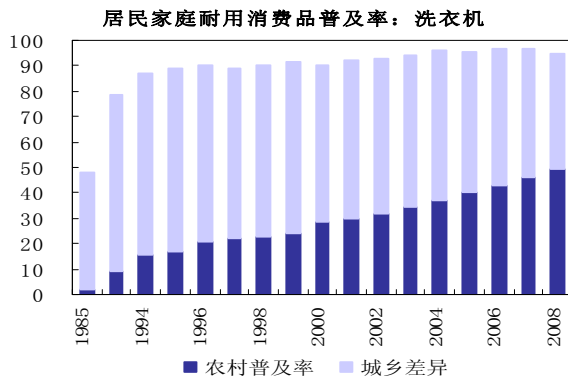


图 41、城镇与农村居民家庭恩格尔系数



资料来源：CEIC，联合证券研究所

图 42、城乡居民家庭耐用消费品普及率与差异



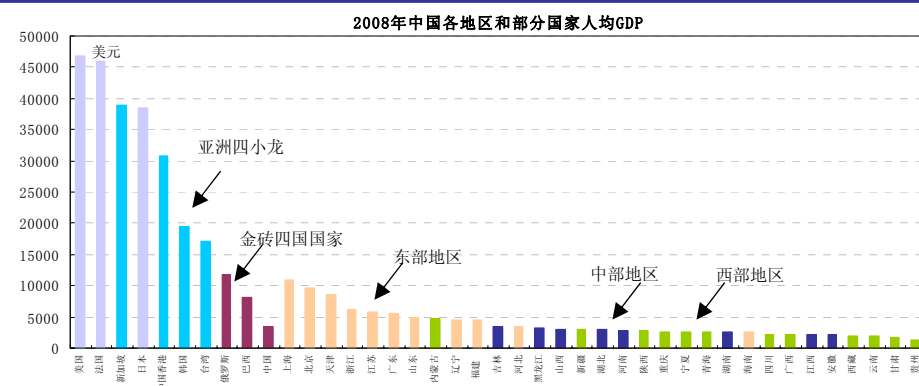
数据来源：各年《中国统计年鉴》、联合证券研究所

2、中西部消费结构升级，东部地区消费“再升级”。

当前中西部地区人均收入水平约相当于东部地区 2004~2005 年时期（图 43）。我们可以期待中西部地区的消费支出在交通通信与服务项目方面继续上升，

图 43、2008 年中国各地区和部分国家人均 GDP 比较

2008年中国各地区和部分国家人均GDP



数据来源：IMF、国家统计局、联合证券研究所

图 44、人均可支配收入水平区域比较

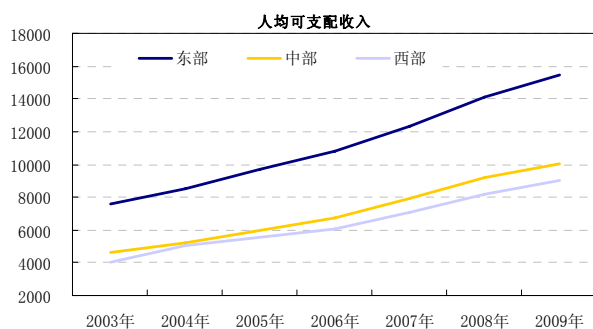
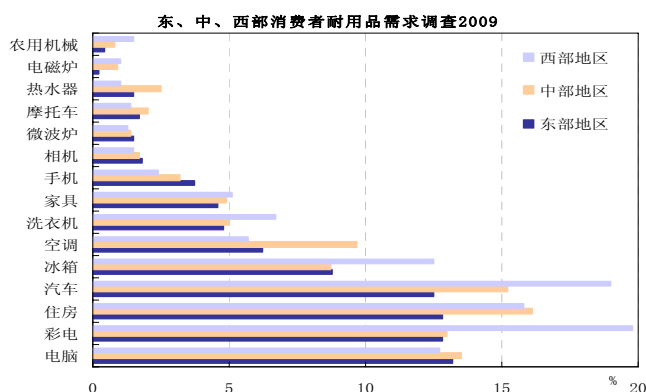
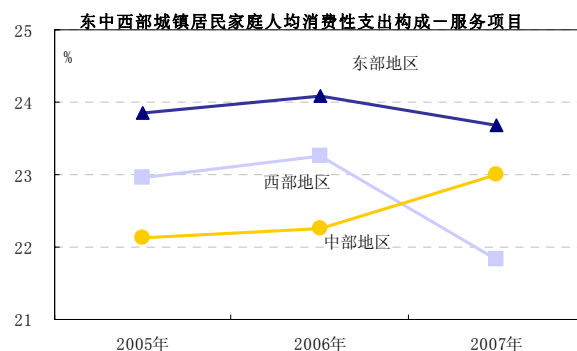
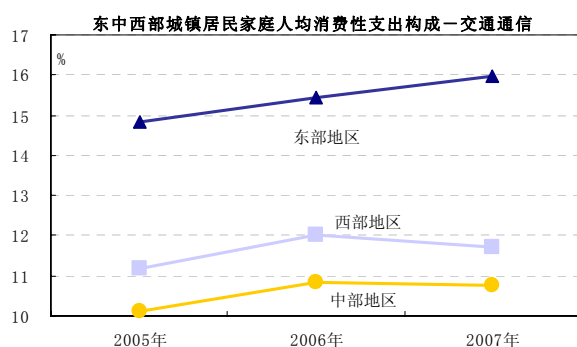


图 45、2009 年消费者耐用消费品需求调查



资料来源：CEIC，新浪网，联合证券研究所

图 46、城镇居民家庭人均消费支出：交通通信与服务项目



数据来源：CEIC、联合证券研究所

注：服务项目包括家庭设备用品及服务、教育文化娱乐服务、杂项商品与服务

2.5 外贸：外需有限复苏，进出口走势分化

世界经济再平衡对我国外贸具有两方面含义：一方面，海外需求对我国产能的吸收能力趋于下降。表现在随着海外需求的复苏（图 47），出口虽然已经企稳回升，但很难恢复过去 20%以上的高增长，而是将呈温和增长态势，原因在于：1、发达经济体复苏的有限性，特别是失业率依然高企降低了消费拉动力（图 48）；2、居民部门去杠杆化尚需时日，消费信贷很难再短期重现繁荣（图 49）；3、贸易保护主义抬头，全球贸易量萎缩（图 50），意味着“蛋糕”在变小，切取“蛋糕”的难度却在增大。

图 47、海外需求有所好转

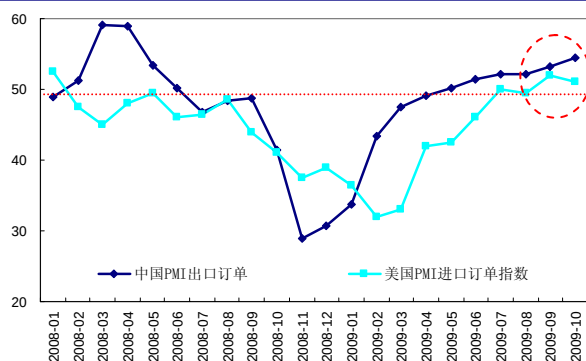
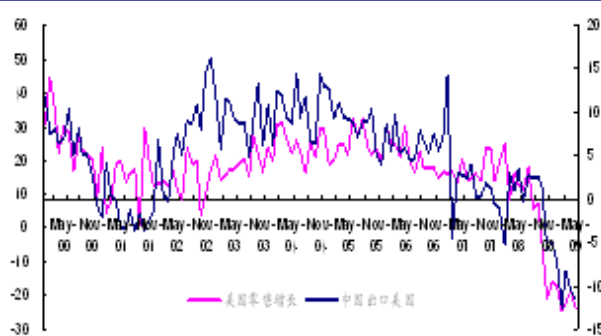


图 48、中国出口依赖美国消费(%)



数据来源：CEIC，联合证券研究所。

图 49、美国居民消费信贷下降态势明显(%)

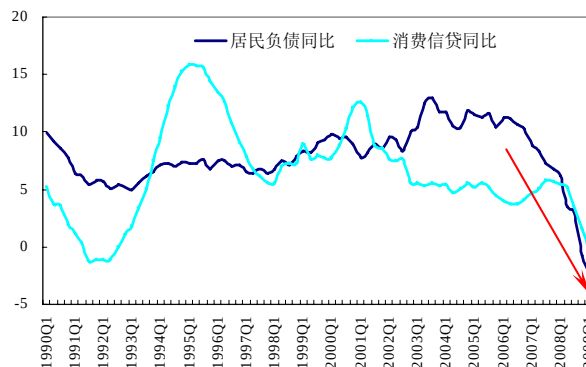
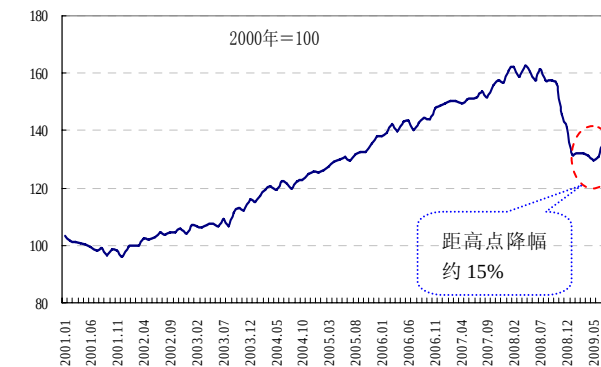


图 50、全球贸易量萎缩



数据来源：CEIC，荷兰经济政策研究局(CPB)，联合证券研究所。

另一方面，中国需求在全球经济中的地位将更加吃重，这意味着进口将上升，其拉动力主要来自国内投资需求，特别是基建投资和房地产投资，表现在：

1、从贸易方式看，一般贸易进口回升幅度好于加工贸易进口幅度（后者作为加工贸易出口的先导，实质上决定于国外需求）。今年前三季度一般贸易进口占全部进口比重约为 53%，较 2008 年提高 3 个百分点（图 51）；

2、从进口来源地看，自资源型国家（巴西、澳大利亚）和德国（对我国主要出口机电产品、运输设备和贱金属制品）的进口回升速度较快，并在 9 月份均已实现转正（图 52）。

3、从进口商品结构看，铁矿石、原油等大宗商品进口量均有较大增长。其中，前三季度铁矿砂累计进口 4.7 亿吨，同比增长 35.7%；原油累计进口 1.5 亿

吨，同比增长 8.2%。此外，钢材累计进口 1338 万吨，增长 8.6%。

图 51、不同贸易方式下进口同比增速差异(%)

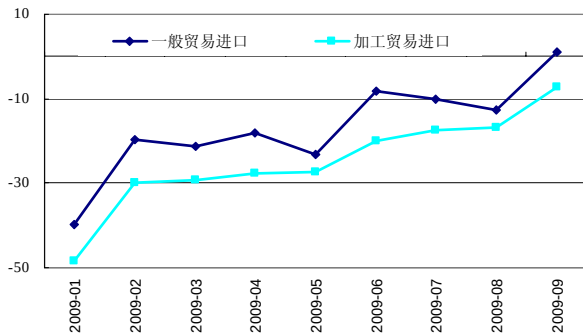
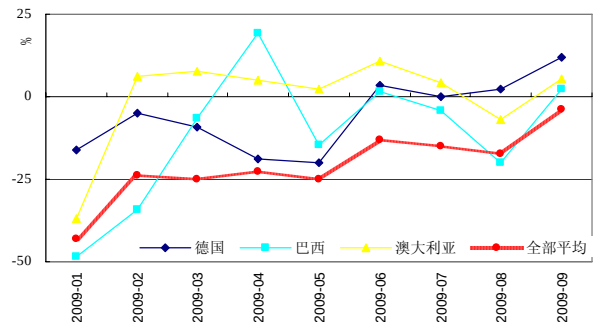


图 52、自巴西、澳大利亚和德国进口同比增速(%)



数据来源：CEIC, 联合证券研究所。

上述两方面作用的结果是，进出口走势出现分化，进口增速快于出口（图 53、图 54），顺差规模将因此增长放缓，甚至缩小。我们预计 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。

图 53、剔除价格后进口明显好于出口(上年=100)

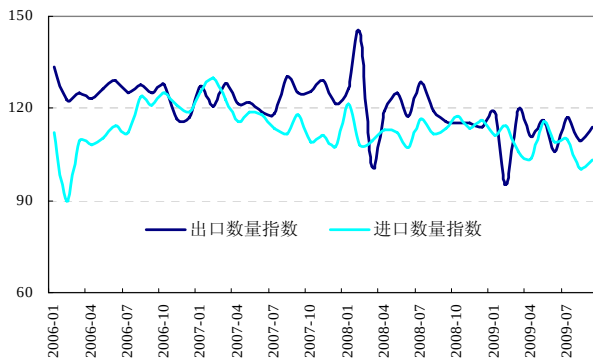
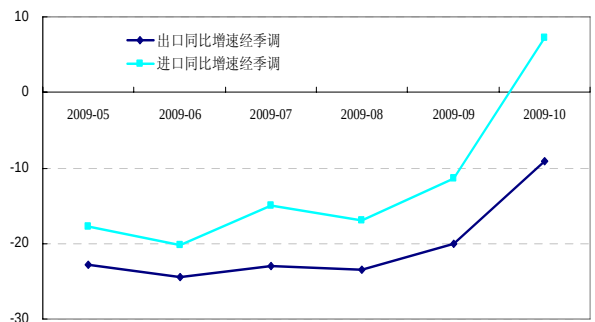


图 54、季节调整后的进出口走势显著分化(%)



数据来源：CEIC, 联合证券研究所。

三、通胀形势：价格将温和上涨

通胀按成因可分为三类：1、货币推动型通胀，主要由货币供应量决定；2、成本推动型通货膨胀，在我国通常表现为输入型通货膨胀、新技术冲击或者政策遏制供给；3、需求拉上型通货膨胀（短期菲利普斯曲线的意义）。而我们的结论是，不存在通胀预期和需求拉上型通胀，但存在成本推动型通胀。

3.1 货币推动型通胀不成立

尽管存在因广义货币增长较快形成的“通货膨胀预期”，但以 CPI 衡量的通货膨胀率将保持低位，原因在于货币扩张速度在事实上追不上最终产品的产能堆积速度。一个简单的理由是：最终产品和服务提供商在外需下降 20%的同时仍然实现了增加值 10%以上的增长，尽管与此同时广义货币增长近 30%，但真正与实物产品相对应的流通中货币（M0）增长仅为 16%。因此，具有交易职能的货币增速低于产品与服务增加速度，最终结果是产能在境内的堆积并形成最终产品价格下行压力（图 55、图 56）。

需要说明的是，以 M2 衡量货币与产品的关系是货币理论的一大误区，因为 M2 中的相当部分不具有流通手段职能，反而对应着资本形成与产能增加。

图 55、产能堆积率超过货币增长率

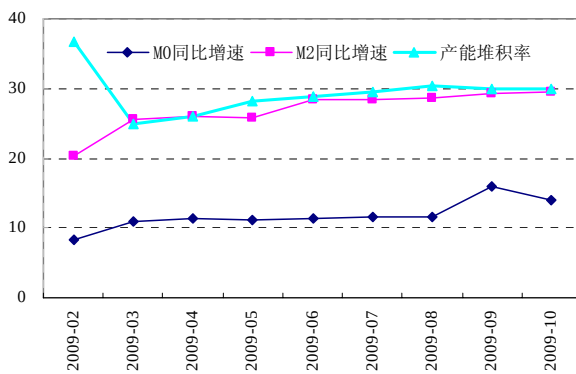
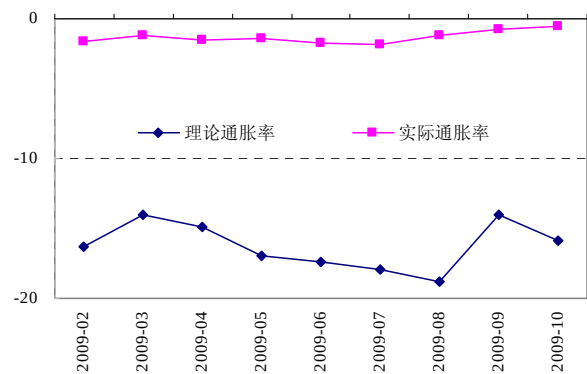


图 56、理论上的通缩压力大于现实通胀率

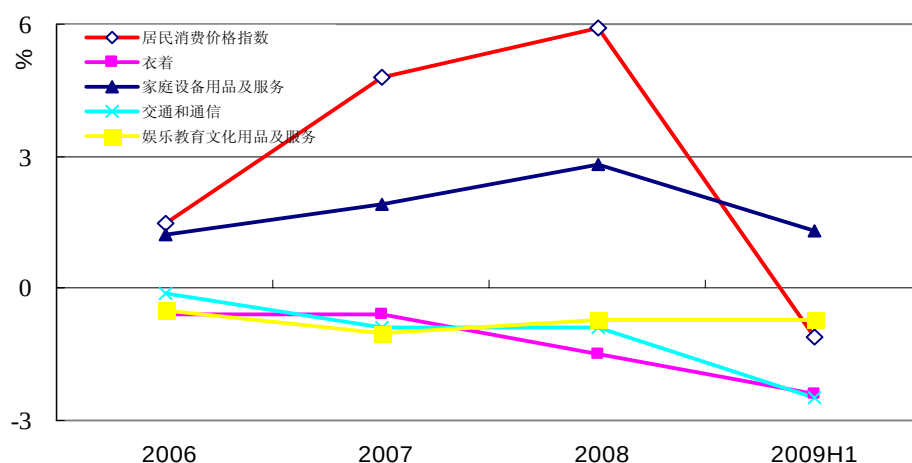


数据来源：CEIC, 联合证券研究所。

产能堆积率 = 出口下降率 + 工业增加值增长率；理论上的通胀率 = 货币增长率 - 产能堆积率

对上述分析，经验证据在于，自 2006 年以来，产能过剩导致 CPI 构成中制成品价格几乎无增长（图 57）。而结论则是，工业品进一步压低价格，只要食品价格稳定，美元在下半年保持相对稳定，我国几乎不可能出现严重的通货膨胀；加之信贷投放形成新产能，则物价下行压力巨大。

图 57、2006 年以来 CPI 构成中制成品价格走低



数据来源: CEIC、联合证券研究所

3.2 成本推动型通胀压力温和

从城镇居民消费支出结构来看, 肉禽、蛋、水产品三类在食品消费支出中占比约为 30%。粮食、油脂、菜这三类在食品消费支出中占比约为 21%。其余食品类子项目各自占比很小, 且大部分价格相对稳定。

电价调整方案近期已确定: 自 2009 年 11 月 20 日起将全国非民用销售电价平均每千瓦时提高 2.8 分钱。尽管民用电价暂不调整, 不过, 国家发改委首次提出改革居民用电价格的措施, 未来可能在我国推行居民生活用电阶梯式递增电价。这将对明年的物价产生一定影响, 但由于水电燃料类价格仅占 CPI 比重约 6%, 预计上调 4%对 CPI 的拉动为 0.26%。

此外, 由于房地产行业的热度在明年仍有维持的可能, 预计房租及相关的建筑材料价格明年仍将有所上涨。而石油能源价格的上涨在明年也可预期。

结合以上因素, 我们对明年的情景做了中性与悲观两种预计。在中性情景假设下, 以上各类物价上涨将拉动 CPI 上涨 1.42%; 而在悲观情景假设下, 以上各类物价上涨将拉动 CPI 上涨 2.37%。

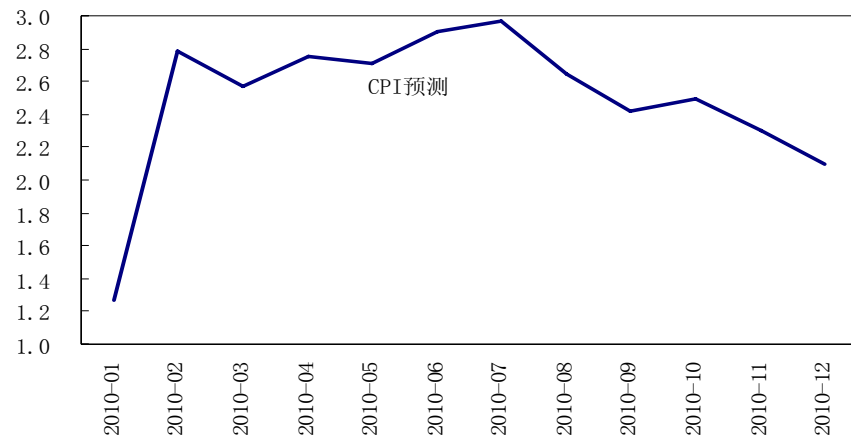
表 3、消费物价主要变动因素及 2010 年情景假设

	占 CPI 比重	每涨价 10% 拉动 CPI	中性情景		悲观情景	
			2010 年 涨价预期	2010 年 对 CPI 贡献	2010 年 涨价预期	2010 年 对 CPI 贡献
粮食、油脂	4.38%	0.44%	5%	0.22%	8%	0.35%
菜、水果	6.25%	0.63%	3%	0.19%	6%	0.38%
肉蛋禽、水产	11.29%	1.13%	5%	0.57%	7%	0.79%
住房(房租、建材)	3.07%	0.31%	4%	0.12%	7%	0.22%
水电燃料及其他	6.44%	0.64%	2%	0.13%	4%	0.26%
石油能源	1.90%	0.19%	10%	0.19%	20%	0.38%

数据来源: 联合证券研究所

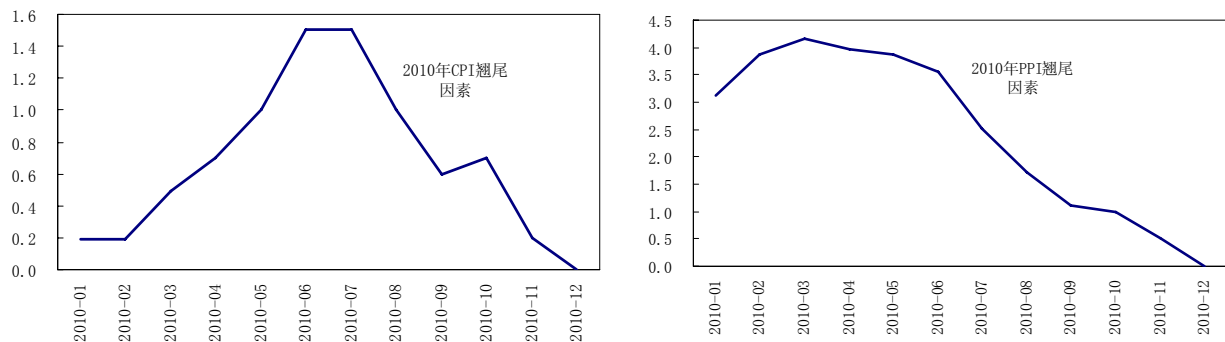
在中性假设下，2010 年 4 月 CPI 将达 2.5%，首次超过了一年期存款利率，5 月 CPI 同比达 2.8%，首次逼近通胀警戒线。此后缓慢攀升，预计三季度达到最高值 3.2%，全年 2.3%（图 58），而翘尾因素影响则将在 5-8 月达到高峰（图 59）。

图 58、对 2010 年 CPI 的中性预测(%)



数据来源：联合证券研究所

图 59、中性假设下的 2010 年 CPI 和 PPI 翘尾因素(%)



数据来源：CEIC,联合证券研究所。

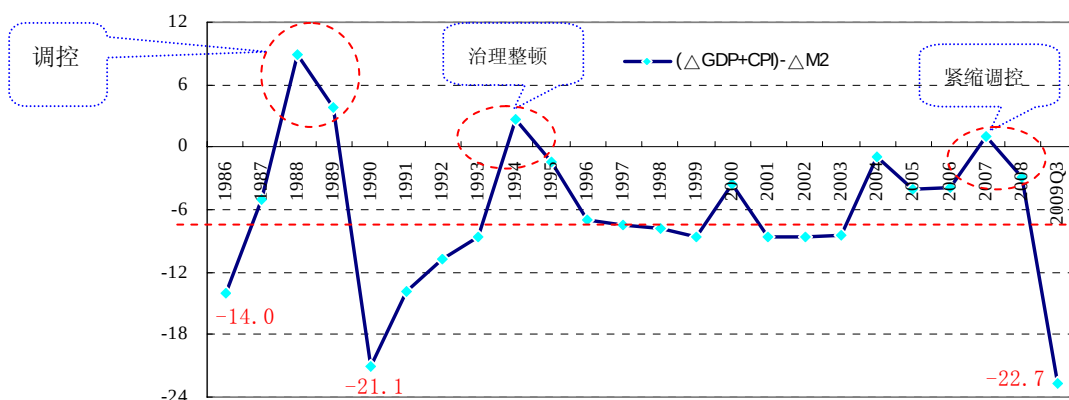
四、流动性：由适度“宽松”转向宽松“适度”

低通胀不意味着宽松货币政策不退出，相反，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。我们预测：2010 年人民币信贷增长 18%（新增额 7.2 万亿元）、M2 增幅 19%。

4.1 信贷投放规模将下降

历史纵向考察，当前流动性处于极度宽松状态，根源在于今年以来的巨额信贷投放（图 60、图 61）。

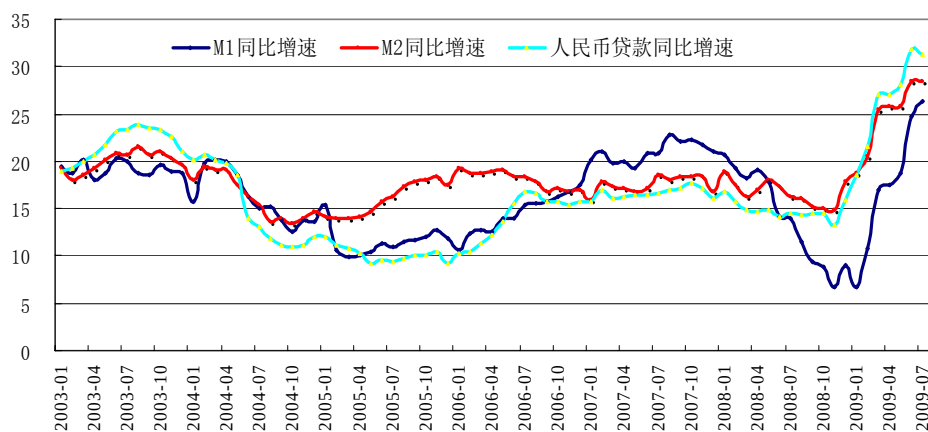
图 60、当前流动性极度宽松(%)



数据来源：CEIC，联合证券研究所；数据截至 2009 年前三季度。

注：负值对应的是宽松的货币供给水平。

图 61、广义货币扩张与信贷增长高度相关(%)



数据来源：联合证券研究所

但是，天量规模的信贷投放是不可持续的，并且可以预见，2009 年信贷增幅越大，则 2010 年信贷增长动力越低，原因在于信贷增长面临两大压力：

1、资本金和利息支出压力。

供给面：银行资本金不足：假设 2009-2010 年每年新增贷款 10 万亿元，则

需要消耗 1-1.5 万亿元资本金(核心和附属资本)。问题是,上述资本从何处筹集?由于银行间相互持有次级债补充附属资本的手段会逐步被取消,而面向资本市场筹资会增加再融资压力,因此银行体系实际将面临要么增加资本金,要么放缓信贷资产扩张的约束。

需求面:实体经济(特别是政府部门)的过度负债导致 2010 年付息压力巨大。2009 年 8 月底中长期贷款余额 20.4 万亿元,按一般贷款加权平均利率 5.7% 计算,年利息支出为 11628 亿元。如果利率在 2010 年出现上调 2 次(如果利率上调 0.54 个百分点),则利息支出将增加 1100 亿元。对比:2009 年 1-8 月规模以上工业企业利润 16747 亿元。

二是资产价格压力。

即使不考虑资本金和利息支出压力,从负债率角度看,必须提高资产价格才能形成(公允价值计算)自有资金,并撬动信贷增长。这就形成了当前的资产价格循环——在税收压力持续上升的情况下,只有依赖非税收入才能继续推动地方政府投资,土地价格必然成为其中的关键变量,即土地价格走高才能形成可继续拉动信贷增长的“自有资产”,土地价格走高必须依赖房地产市场繁荣,而房地产价格走高却造成抵押品价值处于高风险状态(当然也会形成居民对生活成本上升的不满)。据此两难状态,即使我们观察不到信贷增幅的急剧萎缩,但一定可以观察到商业银行在不动产抵押贷款上的日益审慎——一然而问题是,在商业银行偏好抵押贷款甚于担保贷款,担保贷款甚于信用放款的一致性行为模式下,抵押贷款的增幅下降几乎可以必然认定了全部贷款增幅的下降。

信贷扩张隐含的问题:一是信用风险上升。自 2001 年以来,产出/信贷比(信贷生产率)逐步降低,大致从 7 倍以上下降到 5 倍左右,最乐观估计,2009 年中国经济增长率为 9%,GDP 约为 33 万亿,信贷增量为 9.7 万亿,则信贷生产率降低到 3.4 倍左右(图 62)。低信贷生产率意味着产出无法抵补要素投入成本,或者说信贷作为投入要素的产出效率极低,违约概率相应较高。二是中长期贷款占比过高(图 63)。由于中长期贷款主要投向政府主导的“铁、公、基”项目和国有部门,需要后续资金配套跟进,这意味着 2010 年非国有部门投资将被部分挤出。央行因此也很难上调基准利率,因为此举一方面会进一步挤出非国有部门投资,另一方面还会加大利息支付压力,导致信用风险上升。

图 62、信贷产出率处于低位(%)

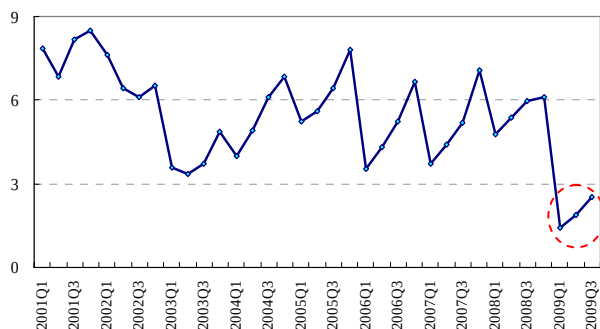
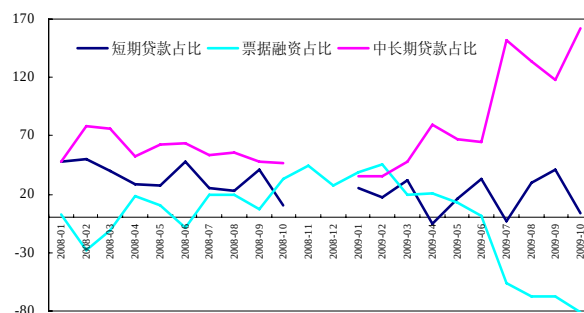


图 63、中长期贷款占比偏高(%)



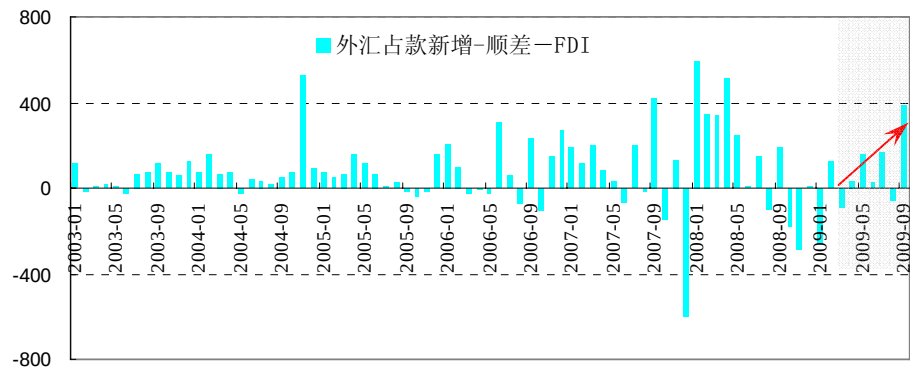
数据来源: CEIC, 联合证券研究所。

产能堆积率=出口下降率+工业增加值增长率; 理论上的通胀率=货币增长率-产能堆积率

4.2 结构性矛盾：“热钱”问题

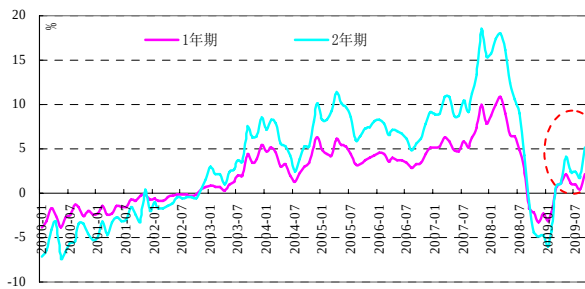
“热钱”流入（图 64）的直接原因是人民币升值预期逐渐增强，表现在：1、人民币 NDF 报价所蕴含的升值幅度在扩大(图 65)；2、三季度以来，金融机构外币贷款逐渐增加，同时外币存款却逐渐减少（图 66），显示人们倾向借入软币（美元）、持有硬币（人民币）。

图 64、“热钱”流入规模测算(单位：亿美元)



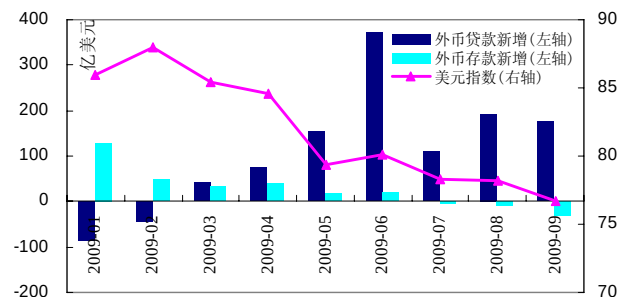
数据来源：CEIC, 联合证券研究所。

图 65、人民币 NDF 报价蕴含的升值/贬值幅度



资料来源：Bloomberg, CEIC, 联合证券研究所。

图 66、国内金融机构外币存贷款变动



更深层次原因在于：国际方面，的低利率环境驱动资金流向新兴市场国家，寻求高回报；国内方面，美元走软导致人民币对其他主要货币被动贬值（图 67、图 68），由此形成人民币汇率与国内经济基本面背离，即我国较强的经济增长、持续的贸易顺差等均支持人民币走强而非走软。

图 67、人民币有效汇率指数

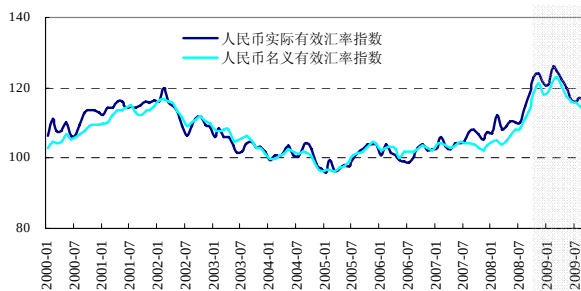
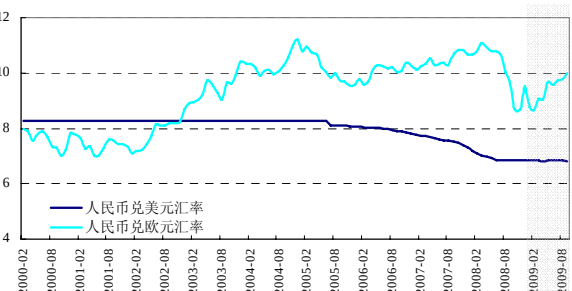


图 68、人民币兑美元和欧元汇率走势



资料来源：Bloomberg, CEIC, 联合证券研究所。

我们倾向认为，类似 2007 年前后的“热钱”大规模流入情形不大可能重现，原因是“热钱”流入的两大动机——货币升值和资产升值预期均不如彼时明确和强烈。并且，热钱不大可能构成推动中国流动性的持续动力，随着发达国家逐次退出宽松的货币政策、美元汇率筑底反弹，“热钱”重新寻找流向的概率逐步提高。

4.3 2010 年一季度或现中期流动性拐点

由于处于金融全球化、外向型经济拉动和投资需求繁荣的三重背景下，我国的流动性一般由三大因素拉动：一是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，二是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，三是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：一是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；二是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、政策方向前瞻

1、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。

2、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。

3、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（图 69）。

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；但由于中长期贷款占比高，为避免实体部门利息压力过大，每次加息幅度预计为 27bp，全年累计加息 54bp。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（图 70），维持不动将是大概率事件。

图 69、2003 年以来我国外汇占款回笼情况

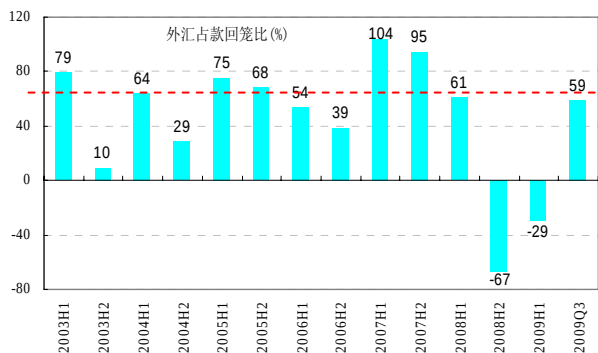
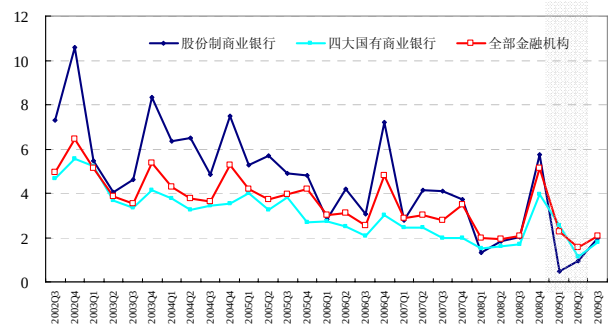


图 70、金融机构超额准备金率处于低位(%)



资料来源：Bloomberg, CEIC, 联合证券研究所。

注：外汇占款回笼比 = 公开市场操作与上调存款准备金率回笼资金 / 新增外汇占款。

4、面对贸易保护主义实行人民币升值并及时动用贸易政策应对贸易争端。

在进口持续上升而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。

附：世界各国宽松政策实施及退出情况

表 4、全球刺激政策的实施及其退出

		紧急政策	退出（扩大）情况	官方表态
货 币 政策： 利 率 工具	美国	从 2007 年 8 月开始，从 5.25% 降至 0-0.25% 的区间		将在较长一段时间内维持低利率政策，经济状况继续要求联邦基金利率维持在 0-0.25% 的超低区间（2009.11.5）
	欧洲央行	2008 年 10 月开始，从 4.25 降至 1%		现有的利率水平非常“合适”，虽然经济复苏道路“非常崎岖且不确定性”，但仍会“逐步复苏”（2009.11.6）
	英国	2007 年 12 月开始，从 5.75% 降至 0.5%		第三季 GDP 会继续下滑，……倘若经济一如预期回升，料这预示宽松周期的结束（2009.11.14）
	日本	2008 年 10 月开始，从 0.5% 降至 0.1%		经济景气正在好转，但通货紧缩的压力正在加剧（2009.11.21）
	中国	2008 年 10 月份开始，从 4.14% 降至 2.25%		利率过低不利于实体经济，存贷款利差将保持在一定水平（2009.11.21）
	以色列		2009 年 8 月首次升息至 0.75%，此后连续两次维持不变	在其他央行维持其利率不变的同时，央行的加息举动将可能令该国货币更具投资吸引力，并将促使该国货币升值，这将对国内出口复苏造成威胁（2009.10.26）
	澳大利亚	2008 年 9 月开始，利率从 7.25% 降至 3%	2009 年 10 月开始，连续两次升息至 3.5%	隔夜拆款利率仍维持在较低水平，未来可能还需要进一步逐步解除货币刺激措施。（2009.11.6）
	挪威		2009 年 10 月，利率上调 0.25 个百分点至 1.5%	此次调整是基于通货膨胀和失业率高于预期而做出（2009.10.28）
货 币 政策： 数 量 工具	美国	为商业银行、其他存款机构和外国央行提供融资便利		
	美国	为商业机构，直接提供融资		
	美国	直接购买证券，如机构债（GSE debt）和国债	2009 年 9 月，宣布放缓购买国债和机构债；2009 年 10 月，终止购买国债	
	欧洲央行	为商业银行提供融资		
	欧洲央行	购买资产支持债券	2009 年 11 月 23 日宣布 2010 年 3 月 1 日起将提高再融资招标可接受作为抵押品的资产支持证券（ABS）的一些标准；2011 年 3 月 1 日后，这些标准将应用到所有 ABS 上	虽然现在说金融危机已经过去还为时尚早，但随着金融市场的好转，紧急增加流动性的必要性已经较危机时有明显降低，那些威胁价格稳定的非常规货币政策则应该被明确而快速的收回（2009.11.20）
	英国央行	执行定量宽松政策，购买相关资产	扩大资产购买规模 250 亿英镑至 2000 亿	
	日本	向市场注资、为金融机构和商业企业融资、购买相关资产	2009 年 10 月 30 日，宣布将在 12 月底停止购买企业债券；把对金融机构紧急援助贷款措施延长至 2010 年 3 月份	尽管日本的金融形势依然有许多困难，但已经出现越来越多好转迹象（2009.10.30）
	中国	存款准备金率从 17.5% 降至 15.5%，银行信贷超常扩张	截至 11 月 20 日，央行公开市场操作连续六周正回笼，回收资金 6630 亿元	

	印度		11 月 7 日，商业银行准备金率从 24%调升至 25%	尽管现在取消常规措施被视为是不合适的，很多非常规措施却可以马上取消（2009.11.27）
财政政策	美国	2008 年 2 月，约 1680 亿美元的经济刺激法案；2009 年 2 月，7870 亿美元的经济刺激计划。		
	欧盟	2008 年 10 月，1750 亿欧元的刺激计划；11 月，德国通过了 500 亿欧元经济刺激计划，并在 2009 年 1 月再追加 500 亿欧元；2008 年 11 月，欧盟委员会公布了 2000 亿欧元的经济刺激计划。		
	日本	2008 年 10 月，日本政府公布约 2730 亿美元的一揽子经济刺激方案；2009 年 4 月，日本政府宣布了总额为 56.8 万亿日元的经济刺激新方案。这是日本历史上规模最大的经济刺激方案。其中，财政支出规模为 15.4 万亿日元。		
	中国	2008 年 10 月，中国宣布实施 4 万亿元的投资计划；2009 年 3 月，全国人大公布实施积极财政政策，拟安排财政赤字 9500 亿元		

资料来源：联合证券研究所

华泰联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: hzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: hzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。