

日期：2009 年 11 月 30 日



首席分析师 胡月晓
021-53519888-1917
huyuexiao@sigchina.com

报告编号：HYX09-HGBG06

相关报告：

《当前中国流动性评价》

《窗口行情下经济增长模式转变：2009 年下半年宏观经济研究》

《融入世界：2008 后中国经济评述》

《寻求中国经济再增长的动力》

《经济再减速 等待新周期拐点：2009 年宏观经济年度报告》

定位未来经济增长模式

——2010 年宏观经济年度报告

■ 主要观点：

1. 非周期性支出继续增加，扩张性财政持续

中国当前的财政扩张，从支出方向看，其意在长远，而非暂时渡过眼前困难。即使 2010 年经济增长势头继续强劲，中国着眼长期的非周期性支出项目仍将延续。2009 年中国财政支出增加较快的项目均为非周期性的项目，是国家为改善经济结构、完善基础设施和改变经济发展模式而做的战略性投资行为。因经济下降导致的社会保障事务支出、一般公共事务支出并不多。2010 年财政支出水平仍将延续高位运行状态。

2. 增长仍将延续投资主导格局

2010 年，为保证经济复苏进程的持续，政府投资仍然会持续，政府投资占比有可能上升。2009 年政府投资占比仍然处于较低水平，2010 年政府投资占比将上升，政府投资的重要性将愈加凸显。从 2010 年经济增长的动力结构看，投资率仍然会维持高位！但这并不是经济动力结构的问题，而是我们这个阶段的发展特征。

3. 全球经济向“绿色”转型

进入 21 世纪后，科学技术的发展和工业进步，已使减排和经济发展之间的矛盾日益调和，许多国家取得了能源有效和经济环保的双重发展。向绿色经济转型，将带来经济运行的重大变革。这场绿色革命，将带来创建新型清洁产业工作岗位的机会，并普遍地改善环境条件。在全球经济的统一变“绿”过程中，中国将迎来众多的机遇和挑战。

4. 向着既定道路迈进：再工业化

我国当前的再工业化发展道路，意味着工业需求将会再上一个台阶。对具体产业来说，消费升级将打开汽车产业的广阔发展空间；城市家电市场的二次更新，将带来家电市场升级机会，技术创新将成关键发展因素；乡村市场在政策推动下，将带来电气产品行业的外延发展机会，商业模式将决定企业发展的成败。

5. 产能过剩可能转变为产能不足

我国的产能过剩现象，总结起来是总量上过剩并不严重，主要问题是行业内部落后产能占比过大，挤压了先进产能的发展空间。这样，随着我国淘汰落后产能的进展，以及经济的继续回升，产能过剩迅速转变为产能不足的可能性较大。

6. 2010 年 GDP 增速无忧

2010 年由于出口拖“后腿”现象的消除，保持经济增长速度稳定的难度并不太大。在全球向绿色经济的转型过程中，低碳型经济的发展将为中国经济的“再工业化”提供充足动力。

目 录

一、2009 年宏观经济回顾	1
1. 全球经济触底反弹	1
2. 金融危机冲击程度影响复苏进程	2
3. 中国经济的“ 荣光 ” 和挑战	2
二、2010 年中国经济运行环境	4
1. 世界经济步入平稳运行区	4
2. 人民币汇率波动性加大	5
3. 财政继续，货币逐收	7
4. 全球经济向“ 绿色 ” 转型	11
三、2010 年中国经济运行特征	12
1. 物价：通胀预期未必实现	12
2. 增长仍将延续投资主导格局	13
3. 向着既定道路迈进：再工业化	15
四、2010 年中国经济运行面临问题	19
1. 世界经济再平衡过程中矛盾初现	19
2. 产能过剩可能转变为产能不足	20
3. 中外流动性“ 位差 ” 加大结构调整难度	20
4. 全球同临“ 二次探底 ” 担忧	22
五、2010 年宏观经济数据预测	23
1. 政府投资引领增长维持高位	23
2. 消费平稳，出口转正	24
3. CPI：价格问题不会成为经济焦点	24
4. 货币：政策收紧导致流动性下降	25
5. 工业增加值：总体平稳，加速度下降	25
6. GDP：速度无忧	26
五、2010 年中国资本市场展望	27
1. 股票市场：结构性机会	27
2. 债券市场：套利性机会	27

图

图 1 全球 CLI 显示世界经济即将恢复增长.....	1
图 2 全球经济增长态势（GDP 同比，%）.....	2
图 3 美国产能利用率依然处于历史低位.....	5
图 4 人民币挂钩美元的汇率体系将改变.....	6
图 5 中国财政收支改善（同比，%）.....	7
图 6 中国财政支出状况（累计同比，%）.....	8
图 7 中国财政节余状况.....	9
图 8 中国的“双节余”情况.....	10
图 9 中国流动性充裕程度降低.....	10
图 10 中国消费物价指数变动.....	12
图 11 中国国有及国有控股投资增长（%）.....	13
图 12 中国经济结构的变动趋势（%）.....	14
图 13 中国城镇固定资产投资增长率变化（%）.....	15
图 14 GDP per capita and Urbanization（汇率法：USD,%）.....	16
图 15 GDP per capita and Urbanization（PPP：USD,%）.....	17
图 16 按就业分布调整的中国实际城镇化率（%）.....	18
图 17 2010 年经济发展道路的出口.....	19
图 18 政策收紧不改变美国流动性状态.....	21
图 19 中国城镇固定资产投资的构成变化（增速和比重，%）.....	23
图 20 中国工业增加值开始回归正常（同比，%）.....	26

表

表 1 世界银行经济预测.....	3
表 2 IMF 经济预测.....	3
表 3 中国的产能过剩情况.....	4
表 4 中国的绿色机遇.....	11
表 5 经济发展阶段和对应平均城市化率（汇率法：美元，%）.....	17
表 6 经济发展阶段和对应平均城市化率（PPP：美元，%）.....	17
表 7 中国经济发展对世界经济运行的影响.....	19
表 8 我国城镇固定资产投资值变动（亿元，%）.....	24
表 9 我国消费和外贸值变动（亿元，%）.....	24
表 10 2010 年 CPI 预测（同比，%）.....	25
表 11 我国 GDP、工业增加值和货币值的变动（亿元，%）.....	25
表 12 对未来经济增长的预测（%）.....	26

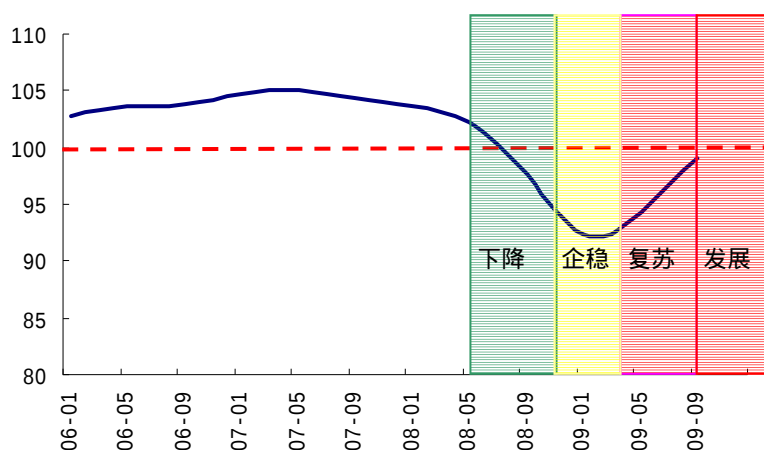
一、2009 年宏观经济回顾

1. 全球经济触底反弹

2009 年，面对百年一遇金融危机的冲击，世界各国都采取了非常规的反周期调控措施，以刺激经济增长：财政扩张力度空前扩大、流动性空前宽松。之所以说激励措施力度“空前”，是因为政府在调控过程中，为防止经济陷入全面衰退和通缩境地，财政部门 and 中央银行的独立性地位和常规准则都让位给了经济救助。空前的激励手段无疑增强了市场的信心，企业过分去库存化的行为得到纠正；货币充裕很快带来了资产价格的回升，各国政府的救助努力很快取得了初步成效。2009 年 2 季度以来，全球经济普遍进入了见底回升阶段，各国经济普遍表现为降幅收缩，经济运行普遍呈现企稳迹象。当前世界经济仍然处在一个低迷阶段，经济增长总体上仍然低于潜在水平，以至就业问题和现实的价格压力一直未能消除，加上扩张性政策造成的对未来通货膨胀担忧，造成了当前现实问题（通缩）和未来预期相反问题（通胀）共存的复杂局面。

全球经济 2009 年以来的运行状况表明，上半年中外资本市场大幅回升的表现并非“反弹”，而是“回升”。从经合组织（OECD）公布的经济发展“综合先行指数”（CLI）看，当前世界经济已走过了经济复苏三阶段历程“企稳—复苏—发展”的前 2 阶段，即将进入发展的第三阶段。全球经济发展的 CLI 显示，2009 年 2 季度以来，全球 CLI 见底回升，7 月份全球 CLI 指数为 97.09，虽然仍处于 100 下方，显示经济活动虽然仍然低迷，但离正常经济运行水平（CLI=100）已经为时不远。

图 1 全球 CLI 显示世界经济即将恢复增长

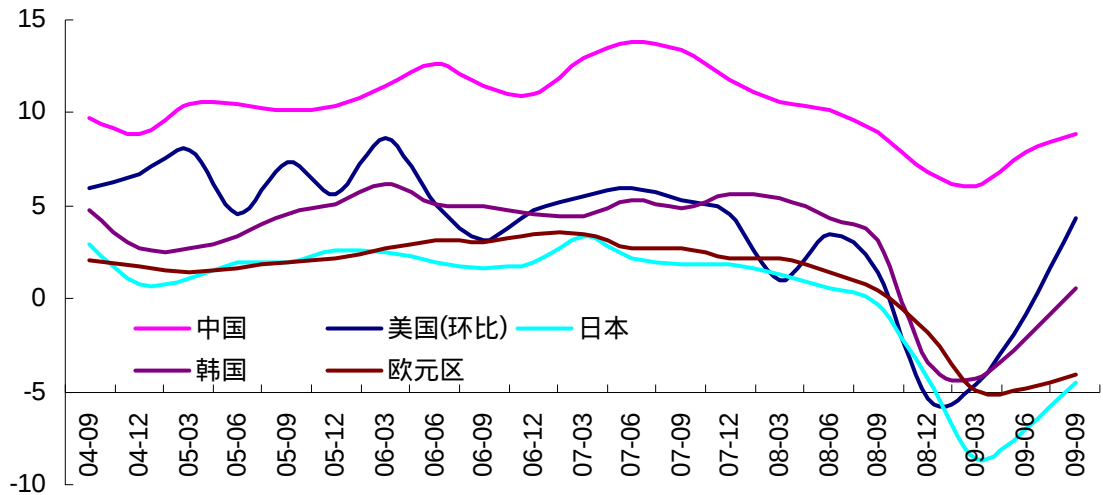


数据来源：Bloomberg，上海证券研究所

2.金融危机冲击程度影响复苏进程

虽然各国的具体激励措施差异，带领经济增长走出底部的原因也各有不同，但各国经济增长的变化趋势却基本一致：经济在快速下降后，复又快速反弹，经济增长走出了“V”型形态。随着资产价格的复苏，财富效应带来的正反馈机制正在对经济增长起着自我加强的催化作用，全球经济有望从此脱离底部，在政策驱动下继续前行。

图 2 全球经济增长态势（GDP 同比，%）



数据来源：Bloomberg，上海证券研究所

全球经济虽然都走出了先抑后扬的走势，但各国复苏的程度是存在差异的。总的来说，受金融危机冲击少的国家和地区很快地从危机中复苏，经济增速很快地反弹至长期平均增长水平，如中国、韩国，而日本和欧元区则显得复苏缓慢。此次金融危机对实体经济冲击的结果是使投资和耐用消费品需求下降，因此有两类国家受到冲击最大，一类是投资品产出和耐用消费品生产占比重的国家，代表性的国家有德国、日本；另一类是存在较高贸易赤字的国家，以东欧最为典型。

3.中国经济的“荣光”和挑战

3.1 中国经济发展令全球瞩目

受益于大规模的财政刺激政策和超级宽松的货币政策，中国的经济运行迅速结束了下降调整态势，2 季度即开始止跌回升。2008 年金融危机的冲击造成了许多国家经济运行规模的绝对下降，而中国仅仅是增速的回落。面对全球经济增长乏力局面，以及以美国为代表的发达国家经济运行的下降，中国增长对世界经济增长的拉动作用重要性上升。尽管中国经济的规模还不足以担当全球经济增长的火车头重任，但中国因素明显已成为影响 2009 年和 2010 年世界经济增长的重要因素。

虽然中国的经济规模还不足以充当全球经济发展的“火车头”角色，中国经济的快速反弹，还是产生了较强的“溢出”效应。2009年受益与中国经济的快速回升，东亚乃至整个亚太地区的经济增长都很强劲，显示了中国经济增长对全球经济运行的稳定作用空前增加。

表 1 世界银行经济预测

预 测 时 间	全球经济		中国	
	2009	1010	2009	1010
2008年12月	0.9	N.A.	7.5	N.A.
2009年3月	-1.7	2.3	6.5	N.A.
2009年6月	-2.9	2.0	7.2	7.7
2009年11月	1.1	4.5	8.4	8.7

数据来源：全球经济展望

在国际金融机构的眼中，中国经济表现令全球瞩目。世界银行对2009年全球经济的预测，先是调低，临近年末才又上修；但对中国经济预测，确实一路上调。不仅世界银行，IMF对中国经济和全球经济的预测和看法，也如出一辙。中国经济运行基础和应对危机措施，受到了全球一致的认可！

表 2 IMF 经济预测

预 测 时 间	全球经济		中国	
	2009	1010	2009	1010
2009年1月	0.5	N.A.	6.7	N.A.
2009年4月	-1.3	1.9	6.5	N.A.
2009年7月	-1.4	2.5	7.5	8.5
2009年10月	-1.1	3.1	8.5	9.0

数据来源：世界经济展望

3.2 产能过剩加大经济结构调整难度

然而中国经济的亮丽表现，并不能掩盖中国经济的结构问题。经济繁荣时期，中国积累了过多产能过剩问题。工信部、商务部、发改委等部门多次声明，国务院还专门就产能过剩问题召开了常务会议。目前不仅传统产业产能严重过剩，部分新兴产业也存在过热或过剩倾向。在我国分类统计的24个工业行业中，有21个行业存在着或多或少的产能过剩现象，其中以钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等六大行业产能过剩最为严重。8月26日召开的国务院常务会议指出，中国目前部分产业结构调整进展不快，一些行业产能过剩、重复建设问题仍很突出，不仅钢铁、水泥等产能过剩的传统产业仍在盲目扩张，风电、多晶硅等新兴产业也出现重复建设倾向；当前要重点加强对钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等行业

发展的指导。为调控和引导过剩产业正常发展，国家有关部门相继出台了多个相关措施，国务院专门为此下发了国发（2009）38号文件。在市场经济中，保持一定的过剩产能余量，通过在生产者之间形成一定的竞争压力，是有利于生产力发展的，也是最佳的社会资源配置结构形式。从这个角度看，我国的过剩产能实际上并不严重，过剩产能实际上在很大程度上是结构落后问题。

表 3 中国的产能过剩情况

		钢铁	水泥	平板玻璃	煤化工	多晶硅	风电设备
2008	产能	6.6 亿吨	18.7 亿吨	6.5 亿重箱	过剩	2 万吨	1217 兆瓦
	需求	5 亿吨	14 亿吨	5.74 亿重箱	30%	4 千吨	1000 兆瓦
2009	产能	超 7 亿吨	27 亿吨	8 亿重箱	开工不	新建 8 万吨	2000 兆瓦
	需求	5 亿吨	16 亿吨	5.9 亿重箱	足 50%		1000 兆瓦

资料来源：国发（2009）38 号，上海证券研究所

二、2010 年中国经济运行环境

1. 世界经济步入平稳运行区

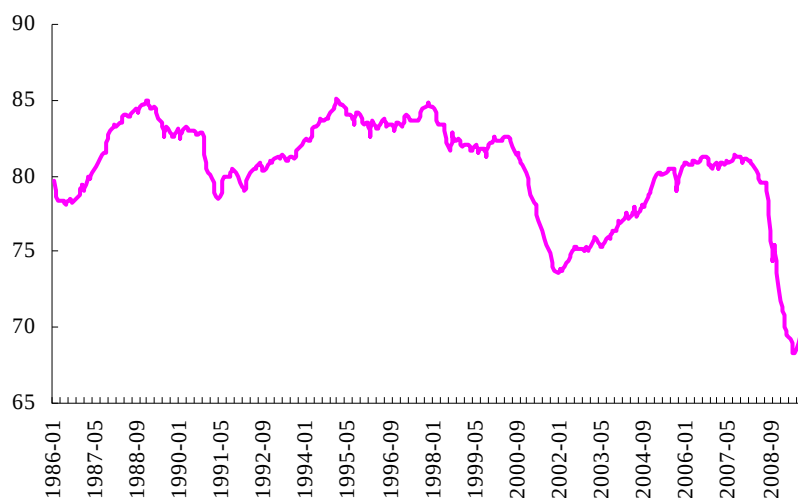
受益于全球空前规模的宏观和金融政策支持，世界经济已经恢复稳定。在亚洲经济复苏的带动下，受金融危机冲击小的新兴和发展中经济体的活动水平，几乎已经恢复到了危机前的正常水平。但是，在整体上全球经济的复苏进程是缓慢的，大多数经济体呈现了温和增长态势，经济活动水平依然远远低于危机前水平。全球经济的复苏，无一例外是各国强力经济刺激计划的结果。展望未来，推动 2009 年反弹的政策力量将逐渐减弱，企业库存重建影响也将逐步消失，而金融市场恢复对消费和需求的推动力量却仍在积聚当中；同时，一些影响经济持续增长的不利因素也在出现，油价上涨、甲流感爆发、国际贸易保护主义抬头等因素增多，未来经济复苏的进程将取决于上述相反力量间的平衡关系。虽然支持经济向上的力量在不断增强，但阻碍经济增长的力量也不断出现。总的来说，2010 年世界经济增长的加速度将趋向消失。

2009 年 11 月爆发的迪拜债务危机事件表明，金融危机的冲击波并未全部过去，未来经济复苏的历程还不会一帆风顺。当前各国经济的强烈反弹，基本上是建立在政策刺激的一次性提振因素上的。随着未来政策效应的逐步衰减，经济增长的“后劲”问题将会逐步显现。迪拜事件无疑将延长当前刺激性政策的实施时间，政策稳定将为 2010 年经济增长提供一个确定的运行环境，使全球经济增长较少受到政策变动的影响。

金融危机的冲击，造成了全球经济潜在产出水平的下降。在新的世界经济平衡模式未建立前，经济发展的进程不会一帆风顺。2009 年全

球经济的强有力反弹，并未建立起经济加速上升的基础。就世界经济“火车头”美国经济而言，美国的产能利用率依然处于历史低位。

图 3 美国产能利用率依然处于历史低位



数据来源：Wind，上海证券研究所

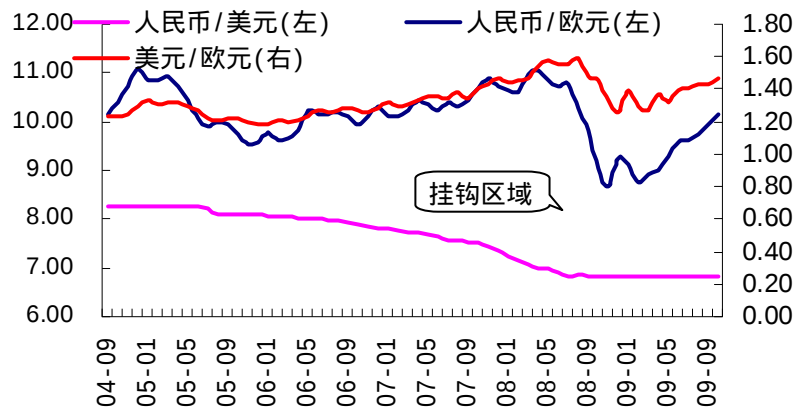
2. 人民币汇率波动性加大

2.1 全球经济再平衡要求灵活的汇率体系

重建全球经济平衡模式，重新平衡全球需求，将是一个漫长的过程。在这一重建过程中，贸易争端不可避免。在全球经济需求低迷的情况下，全球需求格局必须做出调整，以适应需求不足给供给造成的冲击。这对原先采取出口带动经济增长策略，以及拥有较大经常项目顺差的中国来说，提高汇率灵活性不可避免。美国经济的规模，决定了全球经济不平衡问题基本上就等价于美国经济持续的贸易逆差问题。在美国消费难以持续有效增长的前提下，美国经济的“再平衡”和“保增长”就有了统一性，美国必须通过削减贸易逆差来为经济增长提供更多的动力。作为美国最大的贸易顺差国，中美之间贸易摩擦的增多，不可避免！在中美贸易摩擦中，汇率问题又首当其冲！

人民币自 2008 年下半年开始挂钩美元，在当前全球经济再平衡过程中，中国经济的需求模式也要相应调整，因此挂钩美元的汇率体系也会发生相应改变。

图 4 人民币挂钩美元的汇率体系将改变



数据来源：Wind，上海证券研究所

2.2 预期人民币升值理由似是而非

但是，“灵活”不等于“升值”。中国既有对抗输入型通胀的人民币升值需求，也有着促进出口的人民币贬值需要。人民币在 2010 年中的表现仍将以稳定为主。市场预期人民币升值的原因，归结起来有三：一是海外无本金交割市场（NDF）上人民币远期汇率上升；二是流入中国的“热钱”和中国外汇储备的加速上升；三是政治因素，如美国近期频频发起的贸易制裁等。仔细推敲上述预期人民币升值理由，前 2 种原因实际上是市场“自反馈”的结果，更多的反映了市场心理层面的变化：NDF 本身是一个风险交易市场；热钱和外汇储备的增加是预期人民币升值的结果，而不是原因。第三种因素是一种“单边”思维的片面看法，在中美汇率博弈中，仅考虑了美方需求，而没有考虑和尊重中国的利益诉求。

由于汇率调整，深刻影响着中国的出口情况，进而影响着我国的经济增长，因此汇率调整在我国的货币政策工具使用顺序中处于末位。虽然央行在第三季度的货币政策报告中，明确人民币汇率变化要“结合国际资本流动和主要货币走势变化”，但前提是国际资本流动和主要货币走势变化影响了经济运行。货币政策要为宏观经济的稳定运行创造一个良好环境，这一政策取向是不可能改变的。

2.3 “保美元”和“救经济”是美国经济的一对矛盾

即使从美国方面来说，保持美元稳定、捍卫美元的国际储备货币地位，也是美国的根本利益所在，而是否能够减少经常项目逆差从而保持美元稳定则是关系到美元霸主地位的根本性问题。因此，通过货币贬值改善贸易，以促进经济增长，必须有“度”。为防止美元暴跌，美国必须在设法改善国际收支平衡的同时，通过利率政策调整，保持美元的稳定。随着美国金融体系复苏，美国对强势美元的重视程度会上升。在人民币汇率灵活性增加的情况下，美元的波动将直接带来人民币汇

率的波动。

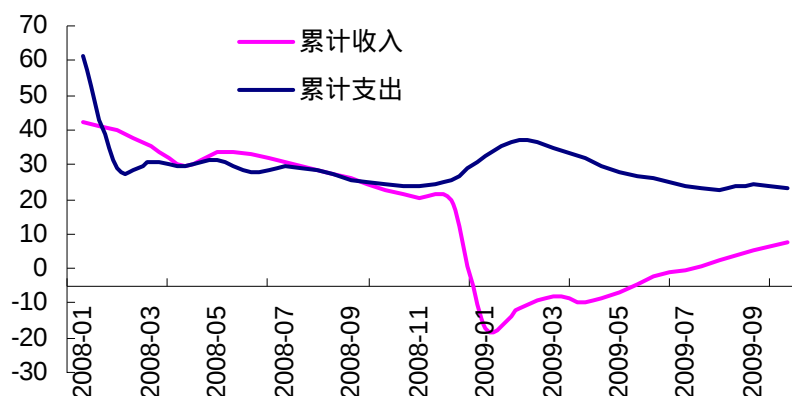
3. 财政继续，货币逐收

3.1 中国财政收支将继续改善

随着中国经济的触底回升，中国的财政收支状况也逐渐改善，全国财政收入呈逐步回升态势。2009 年 1-4 月，受经济增长放缓、企业效益下滑以及结构性减税很多的影响，收入大幅下降，5 月份以来收入逐步回升，特别是 8 月份以后，由于 2008 年同期收入下降、基数较低，2009 年的月收入增幅相应加大。2009 年中国财政的改善，主要是预算收入增加的结果，特别是非税收入增加较多，支出持续下降局面并没有出现。一般来说，财政政策具有自动稳定器的功能，即财政具有逆周期的自我调节特征。

从收入增加的分类项目上看，2009 年预算收入增加主要是非税收入增长的结果，税收收入增长则拖了预算增长的后腿。可见，在中国经济仍未步入正常增长轨道的情况下，财政收支的改善，尤其是收入的快速上升，应主要是税收征管加强的结果。2009 年征税能力提高的延续效应，将有利于 2010 年的财政收支好转状况延续。

图 5 中国财政收支改善（同比，%）



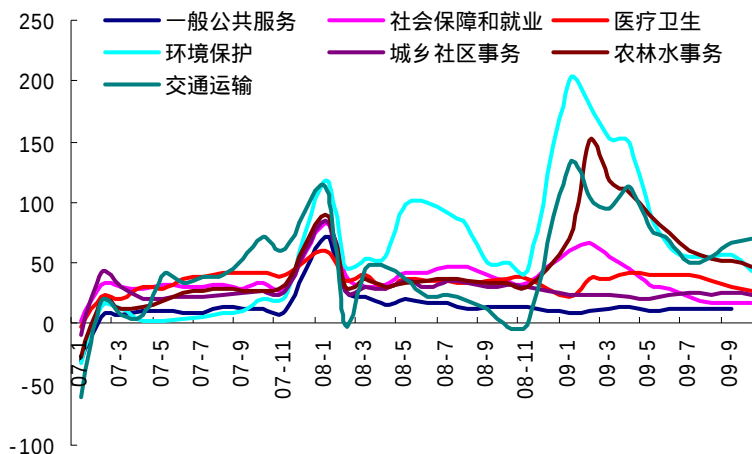
数据来源：Wind，上海证券研究所

3.2 非周期性支出继续增加

全国财政支出增长较快的项目主要是：交通运输、农林水事务、环境保护、医疗卫生、城乡社区事务、科学技术，以上项目支出增加幅度超过了 20%，在 20%-70%之间。可见，中国财政支出增加较快的项目均为非周期性的项目，是国家为改善经济结构、完善基础设施和改变经济发展模式而做的战略性投资行为。因经济下降导致的社会保障事务支出、一般公共事务支出并不多。截止 2009 年 10 月，社会保障和就业支出累计同比增长 16.5%，一般公共事务支出累计同比增加 12.5%，均大大低于同期财政支出的总体水平 23%。非周期性项目的支出变化延续效应较强，不大受经济运行状况的影响，非周期性项目

支出的增加，更多地反映了经济结构和支出结构的变化，如 2009 年的第一大支出增加项目交通运输，2009 年 1-10 月支出同比增长 70.7%，增加原因主要是成品油税费改革后消费税增收相应安排的公路养护等支出增加。可见，2010 年财政支出水平仍将延续高位运行状态。

图 6 中国财政支出状况（累计同比，%）

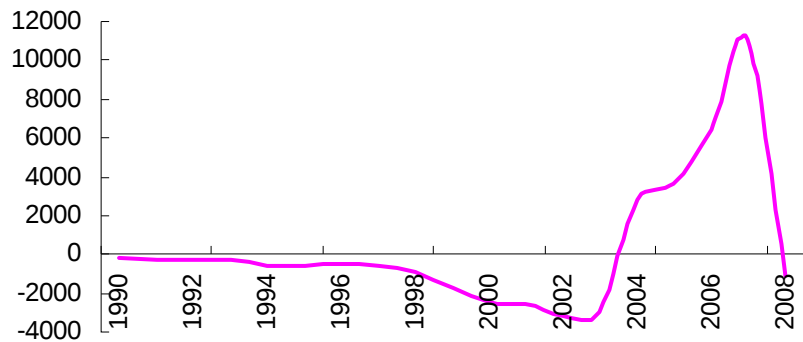


数据来源：Wind，上海证券研究所

3.3 扩张性财政将持续

中国当前的财政扩张，从支出方向看，其意在长远，而非暂时渡过眼前困难。因此，即使 2010 年经济增长势头继续强劲，中国着眼长期的非周期性支出项目仍将延续。中国的 4 万亿投资计划施行周期为 3 年，2010 年刚好进入开始大规模实施的第 2 年，4 万亿投资计划具有较高刚性，不大容易受到经济形势变化的冲击影响。中国财政也有能力继续实行扩张性的财政政策。2004-2007 年间的经济繁荣时期，中国财政实现了很大的节余，不仅清欠了以往的旧账，还为以后的扩张政策准备了殷实的基础。另外，我国财政的负债空间仍然很大。2005 年和 2006 年，我国中央财政负债余额分别为 3.26 万亿和 3.50 万亿，当年负债率分别是 17.28%和 15.8%，远低于国际公认的 20%的警戒线标准。

图 7 中国财政节余状况



数据来源: Wind, 上海证券研究所

3.4 货币政策收紧、流动性下降

2009 年超宽松货币政策带来的充足流动性, 虽然成功制止了经济下滑, 实现了经济的增长但也带来了资产泡沫上升和信贷风险上升等一系列问题。对此, 货币当局充分认识到:

- 1) 系统性风险仍未消除。流动性的充分释放和财政扩张, 只是使经济萎缩风险转变为流动性“堰塞湖”风险。
- 2) 加大经济结构问题的解决难度。流动性充裕不但推动了资产价格的上升, 而且使具有金融属性的大宗交易商品和基础原材料价格维持高位, 使得许多基础产品市场表现脱离基本面, 价格上涨和产能过剩并存, 如有色等。
- 3) 资产泡沫和信贷风险上升。当救经济压倒一切、扩张信贷变成一项政治任务时, 商业银行的正常经营行为受到了干扰, 风险意识下降, 导致银行系统贷款结构不合理, 贷款集中度不断攀升。集“大额、中长期、政府背景”于一体的融资平台公司和集团关联企业信贷风险已有诸多暴露; 中长期贷款占比上升, 定期存款占比下降(存款活期化), 存贷款期限错配压力开始显现。

当前, 货币当局已充分关注到了信贷过度扩张给银行系统带来的信贷风险增加, 以及期限错配压力。从 2009 年 7 月份起, 货币当局开始实施了货币政策的“动态微调”。随着通胀预期的上升和经济回升基础的巩固, 货币政策收紧的力度将逐渐加大。“收”货币的必要性在上升。

另一方面, 2009 年我国虽然出现了较大的财政赤字, 但由于我国国家债务率低等因素, 我国并不存在要以宽松货币帮助消化财政赤字的必要。当我国经济走上正常运转轨道后, 流动性收紧就不可避免。这为我国未来收紧货币政策, 提供了可能性。

图 8 中国的“双节余”情况

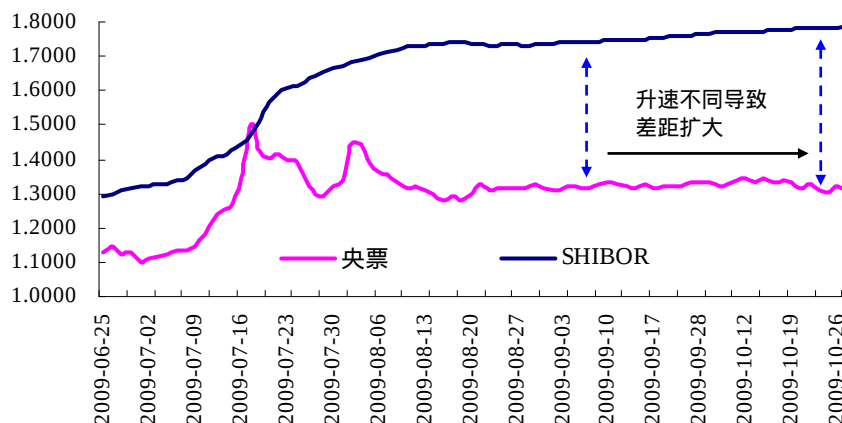


数据来源：Wind，上海证券研究所

由于货币投放特殊性，货币政策几乎就是货币流动性的“代名词”。利率政策直接针对就是货币二级市场上的市场利率。因此，我国货币政策的收紧，通常会带来货币流动性的下降。

无论是商品市场还是货币市场，当需求在上下游间传递时，下游的变动强度往往要强于中上游的反应力度。从衡量流动性充裕程度的不同货币市场间的利差走势看，我国货币政策收紧，将使 SHIBOR 利率（代表同业市场资金利率）和央行票据收益率（代表更上一层级的货币市场——准备金市场，类似美国的联邦基金市场——利率）的差距，上升一个台阶。因此，随着经济形势走好，按不同层次货币市场利差衡量的流动性充裕程度将下降。当前经济回升基本上是政府影响投资或资产泡沫带来的局部复苏结果，经济回升仍然没有体现为全面复苏，随着未来经济进入全面复苏阶段，即使货币政策没有进一步收紧，由于对货币需求的增加，流动性充裕程度也会回落。

图 9 中国流动性充裕程度降低



数据来源：Wind，上海证券研究所

2009年初，央行曾经制定了全年信贷增长保持在2008年水平、货币供应控制在17%以内的目标，货币供应和信贷增长的这个目标其实已

为“保八”预留了相当的余量。但在后来对经济下滑的恐惧中，货币政策的预定目标被远远甩在了后面。央行原先的货币增长和信贷增长目标被大规模突破，也从一个侧面说明，在“保增长”面前，中国货币当局的独立性被放在了一边（全球大都如此）。随着经济复苏和对银行系统风险关注度的上升，货币当局的独立性将重新得到确认。2010年，货币当局将重回前台，收回多余货币。

4. 全球经济向“绿色”转型

1997年全球180多个国家共同批准《京都议定书》，协议以1990年全球温室气体排放量为基准，要求各国制定相应排量控制目标，以防止气候变化。但在达成该协议后的12年内，全球温室气体排量仍然上升，因为许多国家不愿意由于减排而阻碍经济发展。进入21世纪后，科学技术的发展和工业进步，已使减排和经济发展之间的矛盾日益调和，许多国家取得了能源有效和经济环保的双重发展。

先行国家取得的成功实践表明，气候变化和资源、环境的承载力，已对全球经济的传统发展模式提出了挑战，当前世界各国都充分认识到了向绿色经济、低碳经济转型的重要性，各国之间的争执仅在于如何实现的途径和责任分担。奥巴马政府上台后，能源问题被列为美国未来经济发展的四大挑战之一（另外三个分别是住房、就业和医疗保健）。奥巴马对能源问题的对策是双管齐下：增加清洁能源供给的同时，减少能源需求。具体目标为自2009年起的10年内向可再生能源投资1,500亿美元；到2020年把全国电力需求减少15%。减少能源需求，即要求节能；清洁能源的生产和消费，实际上就等于中国的“节能、减排”。

向绿色经济转型，将带来经济运行的重大变革。电动汽车、碳捕获和封存（CCS）、新能源如集中式太阳能发电，以及其他新兴的“绿色技术”行业将需要大量的投资、基础设施建设和研究，才能顺利启动。这场绿色革命，将带来创建新型清洁能源产业工作岗位的机会，并普遍地改善环境条件。在全球经济的统一变“绿”过程中，中国将迎来众多的机遇和挑战。

表 4 中国的绿色机遇

领域	具体内容
绿色发电	太阳能和风力发电设备，核电，碳捕获和碳存储技术
绿色交通	电动汽车，混合动力、电池
绿色工业	工业节能，技术改造，产业升级
绿色建筑	区域供暖系统、高能效标准的建筑技术（建筑节能）
绿色生态系统	新型农业、节水和灌溉技术

资料来源：《麦肯锡季刊》2009年3季度，上海证券研究所

三、2010 年中国经济运行特征

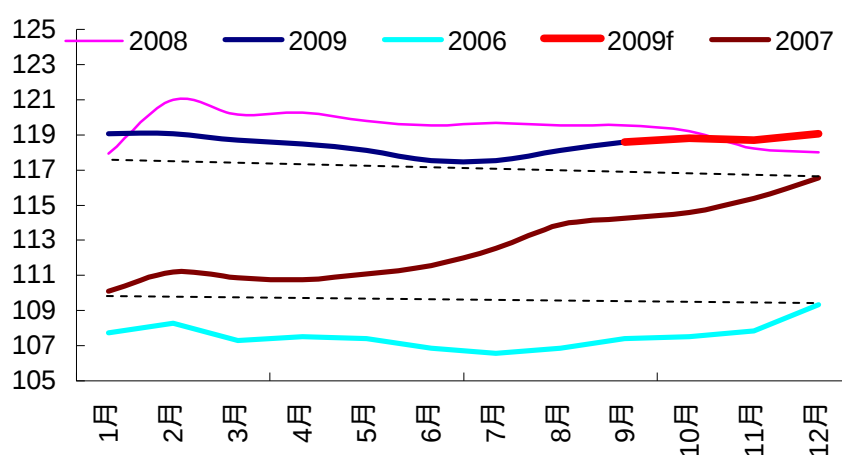
1. 物价：通胀预期未必实现

从价格绝对水平变化的月度表现看，每年的 9 月到次年 1 月通常是价格水平上升时期，每年 2 月-8 月是价格水平回落时期。当前绝对价格水平的上升，正是当前存在的通货膨胀预期理由之一。

构成当前通胀预期的另一基石，是当前充裕的货币。当前的通胀预期是建立在流动性的基础上的，并非建立在经济“过热”的基础之上，不是经济增速过快的结果，即当前价格水平的上涨季节性因素站了很大部分，并非经济回暖带来的价格上涨。货币因素是一个基本上为货币管理当局控制的要素，因此，当前的通胀预期能否实现很不确定。我们认为货币当局不会容忍通胀的再次出现，因此预期实现的可能性很小。

供求关系决定价格。经济萎缩阶段，有效需求不足，供大于求，价格必然下降，此时扩张货币并不能推动一般价格水平的上升。就某一时点的静态分析而言，供大于求造成价格下降是市场经济的基本规律，这个规律并不因市场体系中经济活动主体货币的增多而被打破。货币和物价间的联系成如费雪方程式 $MV=PT$ 所示，但费雪方程并不意味着货币增多一定会推高价格。从过程上分析，货币增多推高物价的机制是通过提高现有需求水平、打破当前供求平衡状态来实现的。因此，货币增多要推动物价上升的一个重要前提，是货币增多提高了当前的有效需求水平。需求不足仍然是 2010 年经济运行中的基本矛盾，供大于求仍然是经济运行中的基本状态，因此 2010 年物价水平最多会依托惯性缓慢上涨。当前 CPI 同比数据的快速回落，在很大程度上是 2008 年物价指数在年末反常回落的结果。

图 10 中国消费物价指数变动



数据来源：Wind，上海证券研究所

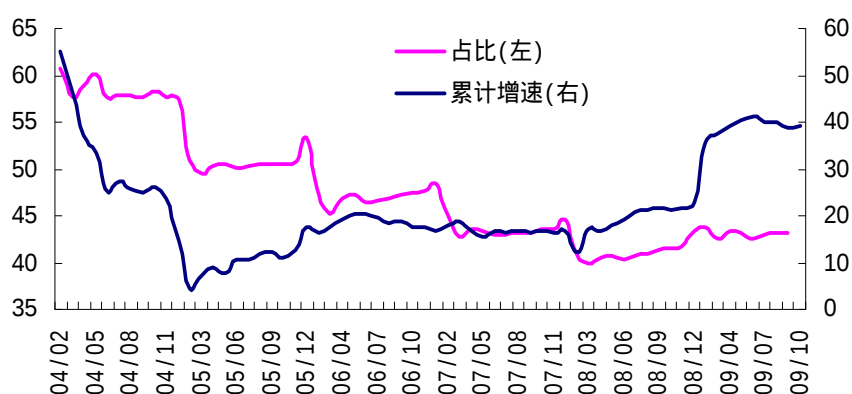
2.增长仍将延续投资主导格局

2.1 政府投资重要性上升

2010 年，政府投资项目将全面进入建设高潮期。在财政扩张背景下，政府主导投资的高速发展，是 2009 年我国投资高速增长的重要推力，2009 年我国的高投资态势基本上是政府项目带动的结果。投资高增长的政府推力在未来仍然强劲。从财政资金流转的进程看，政府到位资金通常在 3-6 月后变为开工资金。只有开工资金才能转化为真实投资，从而表现投资增长。

政府投资（国有及国有控股成分的投资）深受宏观调控的影响。2003 年，为了应对 SASS 给中国经济带来的严重冲击，我国启动了新一轮的投资浪潮，政府主导投资迅速上升，使得两年间城镇固定资产投资增长率基本维持在了 30% 以上，2004 年 1-2 季度竟然连续 4 月保持在了 40% 以上的高速状态。随着经济启动，政府投资则迅速下降，政府投资占比也随着降低。2010 年，为保证经济复苏进程的持续，政府投资仍然会持续，政府投资占比有可能上升。2009 年政府投资占比仍然处于较低水平，2010 年政府投资占比将上升，政府投资的重要性将愈加凸显。

图 11 中国国有及国有控股投资增长（%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

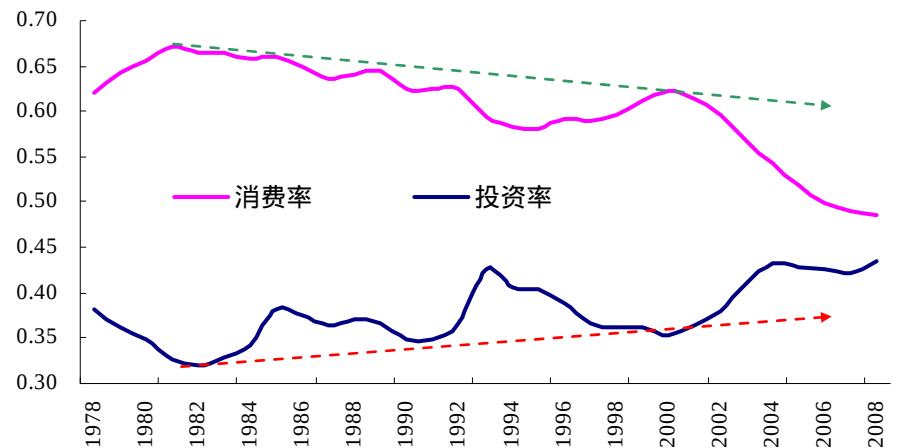
2.2 消费率偏低是当前经济发展阶段的特征

当前扩大内需，刺激消费的经济政策，最多只能达到提高消费总量增长的目的，对消费率的提升，作用不大。消费增长基本保持稳定的情况说明，中国当前经济的增长和结构调整，主要还是依靠投资推动实现的。中国目前的消费占 GDP 的比率仅为 36%，是美国的一半，欧洲和日本的 2/3 左右。中国当前偏低消费率是目前经济发展所处阶段的特征，而不是阻碍经济复苏的问题。

在西方主要工业国家，即经济成熟体系，国民经济组成当中，消费一般占有较高的比重。当前世界主要发达国家消费率如下：美国为 78%，

加拿大 55%，日本 72%，欧元区 78%，澳大利亚 55%。与发达国家不同，投资增长是中国经济增长的重要推动力。改革开放以来，投资对中国经济增长的拉动作用呈平稳增加趋势，消费在国民经济中的比重则逐渐走低。消费在国民经济中的比重由 1981 年的最高点 67% 逐渐下降，到 2008 年已下降到一半以下，仅为 49%；而投资却从 1982 年 32% 的最低点，逐步上升到 2008 年的 44%。在拉动中国经济增长的投资、消费和出口三架马车中，投资对经济发展的带动作用，越来越明显。进入新世纪以来，中国投资步入一个快速增长期，投资增长率由 1999 年的近期历史低点 5.5% 上升到 2003 年的近期历史高点 29.1%，并持续维持高位运行。投资的持续高速增长，使中国 GDP 维持了 5 年超 10% 的增长速度。可以预见，在未来较长的一段时期内，中国经济高速增长的态势要想维持下去，还得依靠投资！

图 12 中国经济结构的变动趋势（%）



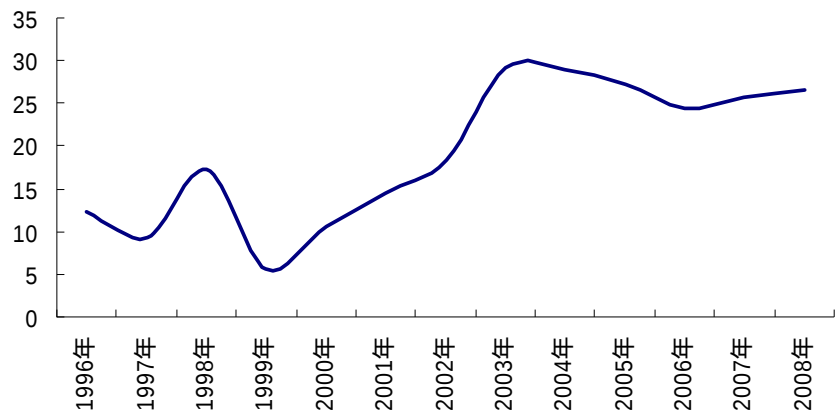
数据来源：Wind，上海证券研究所

2.3 经济起飞只能依靠投资驱动

在经济起飞阶段，当消费由于消费升级而快速增长时，会带来投资的更大程度上升，经济过热几乎就是一个不可避免的现象，此时宏观调控的压力就会加大，从而相应地压低消费和投资。在发展中国家，消费和投资相互促进的乘数是相当大的；在发达国家，由于投资增长空间相对有限，投资和消费相互促进的乘数效应要小得多。因此，即使消费快速增长，由于投资的相应上升，消费率也难以有效提高。

中国经济发展目前已处经济起飞阶段。对各国经济发展史的研究表明，起飞阶段的生产性投资率要占到国民纯产值的 10% 或以上水平。进入 21 世纪后，中国的投资增长率摆脱了过去大起大落现象，迅速上升到了 10% 以上，并连续 6 年维持在 25% 左右。

图 13 中国城镇固定资产投资增长率变化 (%)



数据来源：Wind，上海证券研究所

2.4 工业升级阶段投资率必然会维持较高水平

当前中国经济已基本完成了初步工业化，正进入了重工业化和产业升级的工业升级阶段。工业升级需要对投资提出了比以往初步工业化时期大得多的投资需求，这一阶段对投资的需求，和初步工业化时期是不一个数量级的。经济基础设施的完善和技术扩散的空间延伸，在较长的一段时间内决定了中国经济的投资型性质。投资型经济和起飞阶段的特征，决定了中国未来 10-20 年还将是一个投资引领增长体。中国未来十多年中，在许多的领域，都存在着巨大的刚性投资需求：区域开发、江山整治和公共设施升级完善带来的基础设施投资需求，城镇化进程加速带来的不动产投资和市政建设需求，工业信息化发展带来的更新改造投资等。从 2010 年经济增长的动力结构看，投资率仍然会维持高位！但这并不是经济动力结构的问题，而是我们这个阶段的发展特征。

3. 向着既定道路迈进：再工业化

3.1 未来可能的发展道路

关于中国未来的发展道路，我们在 2009 年的年度研究报告中曾指出，每一次经济发展放缓，都会导致对基建投资的增加，但经济最终繁荣的原因却是不同的，即每次经济周期的发展路径都是不同的。在经历了工业化和城市化的发展路径后，未来发展途径会如何？中国经济面临有两条可能发展道路的选择：

1) 城市化和工业化共同发展。即城市化和工业化两个轮子继续推动中国向前发展。城市化意味着未来我国城市化率还能快速提高，传统的房地产行业（开发）还将是国民经济的主导行业；工业化意味着工业产品的继续快速普及。

2) 一体化的发展道路。中国当前以交通基础设施建设为重点的基建

投资,将为中国经济一体化发展奠定良好基础。一体化的经济发展道路,是指以交通网络为代表和支撑的各种基础设施完善,将给整个经济体系带来运行效率提高和经济活力增强。

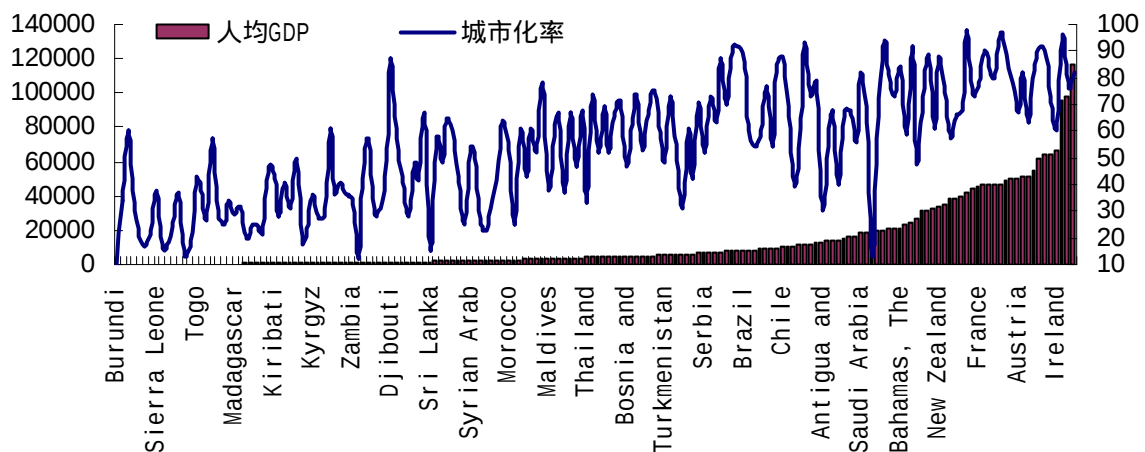
显然,无论是城市化、工业化,还是一体化,在未来经济发展中都将发挥作用。但最起决定作用的,应是工业化。相对于上世纪 80 年代中期到 90 年代后期的工业化发展阶段,当前中国经济的工业化发展道路,是“再工业化”。

3.2 中国城市化进程将放缓

在上一个经济周期(1998-2008),我国城市化率进程提高,经济发展的“城市化”特征明显。城市化发展道路,带来传统房地产开发和相关产业的迅速发展,推动了经济的快速增长。未来中国经济发展“城市化”的道路能否再走下去,关键看城市化率能否继续快速提升。城市化进程的下降,房地产行业中传统的开发等建筑相关产业,重要性将逐渐降低,而存量房地产的增值服务(中介、REITs 等)将得到发展。

全球经济发展水平和对应城市化程度的关系表明:随着经济发展,城市化水平逐步提高,但城市化进程随经济发展先加快后降低。无论是基于汇率法衡量经济发展水平,还是基于购买力平价法衡量的经济发展水平,城市化表现和经济发展阶段之间都有着上述关系。

图 14 GDP per capita and Urbanization (汇率法:USD,%)



数据来源:统计局, 上海证券研究所

在汇率法衡量经济发展水平的方法下,按照全球各经济发展阶段对应的城市化水平标准,如果我国的城市化率以名义城市化率(户籍人口)衡量,已经达到了国外 3000-5000 美元的水平。按就业和居住调整的我国真实城市化率,在 2007 年就达到了 65.42%的水平,达到了国际

上 10000 美元的经济发展阶段。从全球经济发展阶段和对应城市化发展水平看，进入 5000 美元后，城市化率进入了一个相对停滞期。

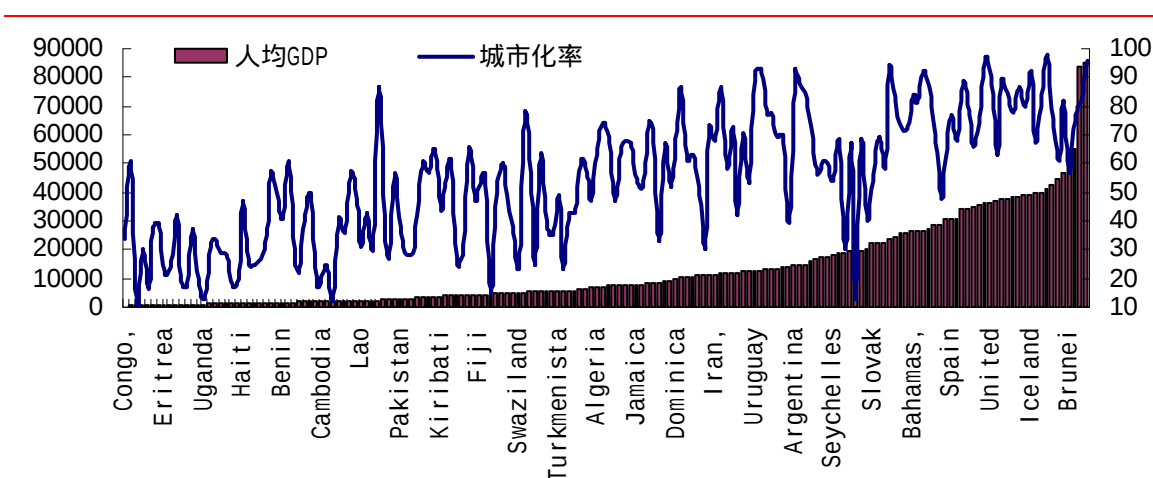
表 5 经济发展阶段和对应平均城市化率（汇率法：美元，%）

人均 GDP	0-1000	1000-3000	3000-5000	5000-10000	10000-20000	20000 以上
平均城市化率	31.07	44.56	58.66	65.91	62.39	78.17

数据来源：IMF，上海证券研究所

在购买力平价法下，随经济发展城市化进程虽然不存在停滞阶段，但城市化速度却发生着同样先快后慢的变化，经济发展进入人均 GDP5000 美元的阶段后，城市化进程开始放缓。

图 15 GDP per capita and Urbanization (PPP : USD,%)



数据来源：IMF，上海证券研究所

在 PPP 法衡量的经济发展水平下，我国的经济发展水平应处在人均 GDP5000-10000 美元阶段，对应的城市化率平均为 55.29%。2008 年我国的城市化率以户籍人口衡量为 45.68%，实际城市化率为 65.42%，基本与全球水平相对应，略微超前。

表 6 经济发展阶段和对应平均城市化率（PPP：美元，%）

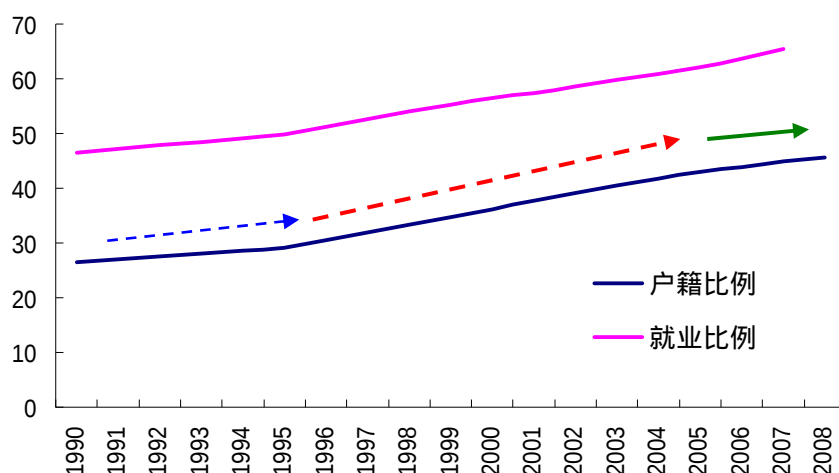
人均 GDP	0-1000	1000-3000	3000-5000	5000-10000	10000-20000	20000 以上
平均城市化率	27.86	36.03	47.21	55.29	65.24	76.37

数据来源：IMF，上海证券研究所

从全球城市化的进程看，中国明显已度过了城市化的快速发展期。2008 年，按照户籍人口测算的城市化率已达到了 45.68%。实际上，我国在城镇居住、就业的流动人口规模要远大于户籍人口数。就城市中流动人口的规模看，我国实际在城市居住的人口至少应加上 1.4 亿的农民工及其随带家属，这样我国的真实城市化率至少要提高 12%。

我们将中国真实城镇化率按实际就业、居住人口比例重新调整，调整结果显示中国实际城市化率通常要比户籍比例高近 20%。这说明，户口控制政策对我国城市化进程有着很大影响。

图 16 按就业分布调整的中国实际城镇化率（%）



数据来源：统计局，上海证券研究所

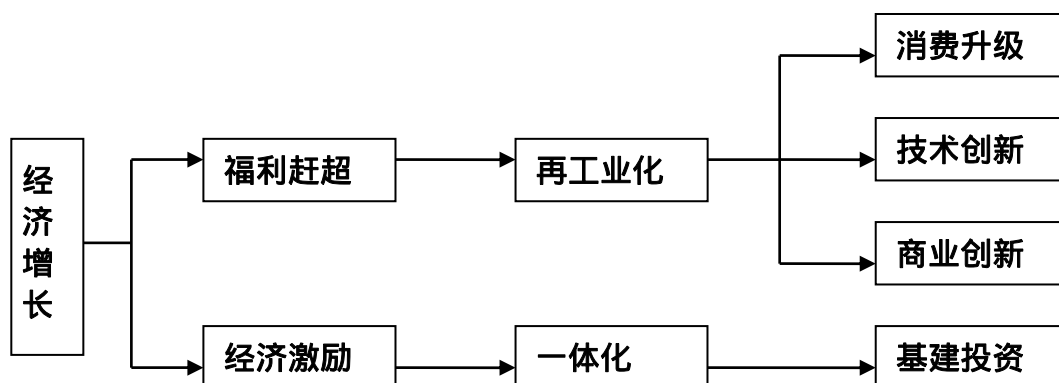
通过以上的国际比较，可以看出，未来中国的城市化进程将明显下降。从中国的城市管理实践看，未来中国城市化率的提高，将是户籍管理变革下，原先隐性的城市化水平不断得到确认。

3.3 “再工业化”将超过“一体化”

当前我国经济正由“经济赶超”向“福利赶超”过渡。从提高国民福利的角度，工业化的发展道路，更有利于提高全民福利水平的提高。19 世纪中期美国的铁路投资潮流，给美国经济带来的一体化发展道路，更多的是一种生产力水平推动：市场扩大带来了经济的协同效应和规模效应，从而推动了经济的全面进步。当前我国大规模的基建投资，很大程度上是一种基于周期调整的经济调控。

我国当前的再工业化发展道路，意味着工业需求将会再上一个台阶。对具体产业来说，消费升级将打开汽车产业的广阔发展空间；城市家电市场的二次更新，将带来家电市场升级机会，技术创新将成关键发展因素；乡村市场在政策推动下，将带来电气产品行业的外延发展机会，商业模式将决定企业发展的成败。

图 17 2010 年经济发展道路的出口



四、2010 年中国经济运行面临问题

1. 世界经济再平衡过程中矛盾初现

中国经济发展对世界经济格局产生了重要影响。中国作为世界的“制造工厂”，不断攀升的对外贸易规模日益成为国际贸易增长的“火车头”。世界经济格局的改变，改变了各国经济发展的国际经济环境，影响了它们在国际经济交往中的决策行为。中国的发展，给其它国家既带来了机遇，也带来了挑战。融入世界改变了中国，中国在适应世界；中国影响了世界，世界也在适应中国。“与巨人共舞”（Dancing With Giant）是未来世界经济发展的新现象。融入世界经济体系的中国经济对不同国家和地区的影响是不一样的。收入和资源禀赋的差异，决定了各国与世界经济联系的不同交往方式。因此，不同国家和地区针对中国影响的对策也有所不同。

表 7 中国经济发展对世界经济运行的影响

类型	特征	代表国家	影响	各国对策
“一穷二白”国家	低收入	越南、巴基斯坦、印度、缅甸、尼泊尔、安哥拉	机遇和挑战并存	接受中国产业转移，发展劳动密集型出口工业，占领中国竞争力下降带来的国际市场空白。
资源丰富国家	高收入 中高收入	中东石油出口国、澳大利亚、巴西、智利	本国保持制造能力、发展出口能力的战略同中国融入世界进程直接交锋	发展专业化的本国优势产业
发达国家	高收入	美国、英国、法国、德国、日本、比利时	中国上升的制造能力对它们领先优势构成威胁，尤其在高技术商品方面	发展服务贸易，在价值分配领域更多地攫取中国发展收益
同类型国家	中低收入	南非、马来西亚、菲律宾、博茨瓦纳、科特迪瓦、加纳	在吸引国际资本和出口市场两方面，同时展开竞争	分工合作和差异化发展

资料来源：WORLDBANK，上海证券研究所

在全球经济繁荣时期,在“美国消费、中国制造”的全球经济循环模式下,各国之间基本相安无事。当前全球经济循环模式发生了根本改变:作为全球经济终端需求的美国消费大幅下降,贸易平衡成为美国经济的目标。

美国在恢复出口方面,对其具有优势高技术商品出口限制仍然受到政治制约,不能开放;美国原先具有优势的金融等服务业出口,由于受金融危机冲击影响,却受到较大削弱。因此,美国促进出口的重点领域,只能是一般制造业。2010年,中美之间贸易争端会呈上升趋势。不仅中美之间,世界各国经济交往中的冲突也都在上升。

2.产能过剩可能转变为产能不足

正常情况下,产能利用率一般可以达到80%,超过85%,行业需求就显得很旺盛,需求就有可能出现不能及时满足现象,而当产能利用率低于75%时,供过于求和产能过剩现象就会出现。可见产能过剩和产能不足是一个短期概念,经常发生转化,产能平衡的区间通常很狭窄。即使是被工信部点名的产能过剩行业,我国的产能过剩率也并不很高。我国钢铁行业的产能利用率76%,仅是触及正常产能利用率的下限,最多只能说是出现产能过剩苗头;水泥行业的产能利用率是75%,同样也是触及正常产能利用率的下限。2008年我国水泥产量是14亿吨,产能是18.7亿吨,其中落后产能是5亿吨,如果淘汰掉落后产能,那么产能将不足。对于新兴材料(多晶硅)和新设备(风电设备)行业来说,主要问题是国内需求不足,产品大量出口,相当于出口了大量稀缺能源和资源。

因此,我国的产能过剩现象,总结起来是总量上过剩并不严重,主要问题是行业内部落后产能占比过大,挤压了先进产能的发展空间。这样,随着我国淘汰落后产能的进展,以及经济的继续回升,产能过剩迅速转变为产能不足的可能性较大。

可见,我国当前普遍存在的产能过剩问题,基本上属于经济结构和产业结构落后的问题。显然解决产能过剩当前不是一个好时机,经济结构的调整和产业升级,肯定要让位于经济增长。回顾历史,在温饱问题解决之后,中国本应有意识地进行结构调整和产业升级,在国际经济分工中有意识地向价值链的中心和上端运动。但我们过去却只注重规模扩张,只是在低水平进行经济总量的扩张,虽然普通制造能力的扩大,可以带来就业和产值迅速提高的直接效益,但却没有提高我国长期可持续发展的能力。

3.中外流动性“位差”加大结构调整难度

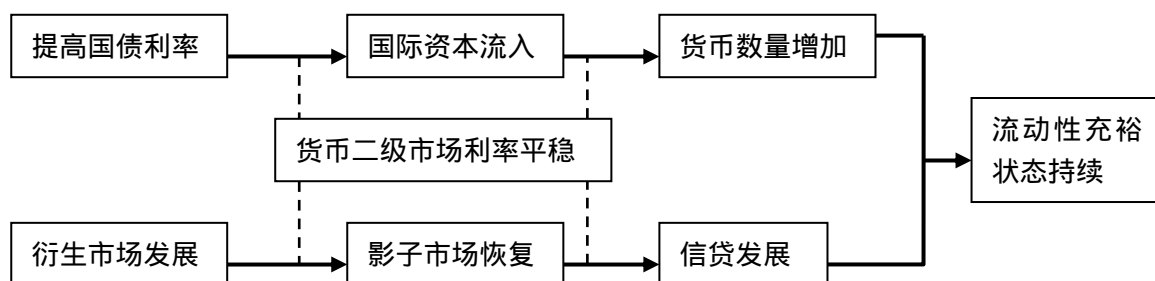
3.1 中外流动性“位差”将出现

当前充裕的流动性自然是宽松货币政策的产物,对当前流动性状态持续性的评估,自然就等价于对货币政策走势的评估。2010年,全球

的货币政策都会有所调整。由于各国政策调整的次序、重心、传导机制、体制和市场差异，货币政策变化对各国流动性的影响却存在很大差异。影响各国货币政策调整的因素不一样，相对于 2008 年各国一致的放松行动，未来各国收紧货币政策的举措是非同步的。各国金融市场环境差异，相同货币政策对市场的影响不一样。在美国金融市场上，信贷利率具有典型的“魏克赛尔”特征：实物借贷资本下的均衡利率，是新资本的预期收益率；自然利率决定货币利率。在美国市场上，货币市场利率表现相对稳定。在欧美等发达国家金融市场上，“影子”信贷市场（欧洲常又称为“平行市场”）的规模和影响力，要大于传统金融市场。当前金融市场企稳，只是传统金融市场流动性的恢复，影子市场仍然处在低迷状态。因此，除非面临国际融资的压力，发达国家货币政策不会轻易退出。中外之间虽然都面临宽松货币政策退出的压力，但发达国家实际上要低得多。

中美流动性政策影响因素的差异说明，即使经济走上正轨，未来中美之间也会实行不同的流动性调控政策。比较中美之间货币政策收紧对影响性的影响，显然美国货币政策收紧不会改变美元流动性充裕状态，而中国货币政策收紧将直接导致流动性下降。

图 18 政策收紧不改变美国流动性状态



3.2 美元流动性充裕继续导致大宗商品价格坚挺

短期看，石油、有色金属商品的金融属性要超过商品属性。因此，石油和有色金属的定价深受国际金融市场影响。美元流动性继续维持充裕，将直接影响的国际原油、有色金属等大宗原材料等基础商品的价格走势——不仅推高价格水平，而且扩大波动幅度。

大宗商品价格高涨，抬升了经济运行成本，既不利全球经济复苏，也对我国经济结构调整形成了不利影响。在经济前景存在不确定情况下，企业转型的难度增加。另一方面，我国在有色金属、钢材等方面均存在着很大程度的产能过剩现象。美元流动性充裕，造成了我国产能过剩领域价格降不下来的不正常现象，阻碍了我国过剩产能和落后产能的淘汰。

4.全球同临“二次探底”担忧

历史经验表明，当经济在强力政策的激励下，从底部迅速反弹后，由于政策退出或政策激励效应下降的原因，经济增长通常都会经历 1-2 年的重新停滞或再次下降。对于 2009 年的经济复苏走势，2010 年能否持续，全球普遍存在着担忧。从能够提供经济增长的长远动力因素看，全球经济的旧平衡模式刚刚打破，新循环模式还远未建立；新的经济增长点仍然没有形成，新能源和低碳经济能否形成新的增长点，还要看科技发展能否催生相关的新产业。世界经济新增长模式和新平衡模式形成前，世界经济增长的持续性都存在不确定性。虽然全球都存在“二次调整”的担忧，但中外对“二次探底”担忧的逻辑是不一样的。

按照各国经济在世界经济版图中的重要性划分，全球各经济体可以划分为中心经济体（美国、欧元区主要国家）、次中心经济体（“金砖四国”等新兴市场经济国家）和外围经济体（经济发展深受中心经济体和次中心经济体影响，广大发展中国家、澳大利亚等）。不同经济体对“二次衰退”担忧的理由，存在很大差异。

1) 中心经济体：持续高失业打击经济。中心经济体属于发达国家，以美国为代表。中心经济体有个共同特点，即都是消费型经济体，金融危机冲击使这些国家都面临着长期的“去杠杆”过程。“去杠杆”对这些国家的消费形成了长期的压制，迫使这些国家也进行根本的转型。由于当前经济复苏是非充分就业式的复苏，经济在增长的同时，失业率继续上升，意味着未来经济活动主体消费情况不容乐观。当前金融市场信心好转，大部分是由于政府救助，如担保等政策影响下，企业财务报表改善，信用等级提高，所以资产价格提高大部分可归因于政府的救助，而非企业业绩真实改善。由于美国“双赤字”的严重状况，债务可持续管理存在一定难度，当财政政策退出时，反弹可能“夭折”。

2) 次中心经济体：内外因共同影响经济前景。次中心经济体，经济增长的自主性较强，同时又深受中心经济体经济发展带来的外需变化影响。在外需持续不振的情况下，各国原先适应外需快速发展的经济结构和发展模式就必须改变。在调结构的压力下，国内需求也受到压缩。对于中国来说，由于外需短期内难以有大的改善，故国内的产能过剩难以通过需求规模的扩大解决。因此，产能过剩的潜在冲击，可能使中国经济的未来增长存在波折。2010 年下半年后，大量的产能过剩冲击可能开始显现。

3) 外围经济体：外部融资压力影响政策持续性。外围经济体未来经济发展的不确定性，来自与国际融资压力的变化。中心经济体和次中心经济体发展缓慢，导致外围经济体出口下降，收入降低；中心经济体“去杠杆”的过程，导致这些国家普遍的国际资本流动不利局面。

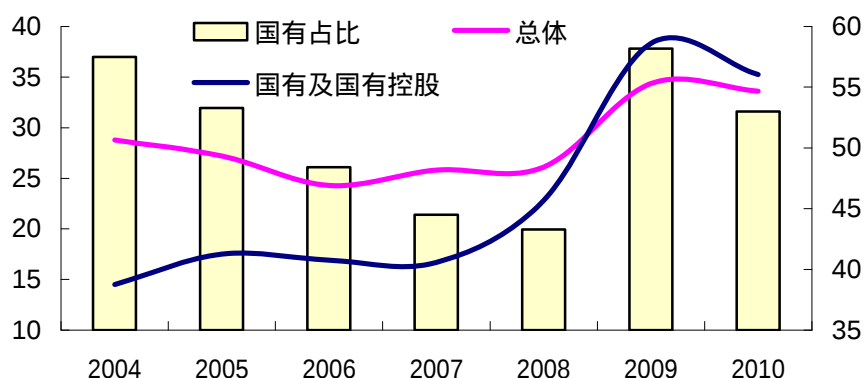
首先，非中心经济体的国家在面对国际经济、金融的冲击时，措施比较有限，比较被动。面对国际金融市场变化导致国际资本流动变动，各国只能被动应对。其次，这些国家在金融危机影响下，都有着很大的对外融资压力。这些国家的外汇储备规模通常不大，如印度只有 2850 亿美元，澳大利亚不到 400 亿美元。这意味着这些国家难以实施长期的宽松货币政策或财政激励政策，有可能在经济增长还未完全巩固时就退出政策。事实上，在国际收支压力的影响下，2009 年 10 月澳大利亚、印度等国就率先拉开了政策退出大幕。

五、2010 年宏观经济数据预测

1. 政府投资引领增长维持高位

2009 年我国经济能够领先全球率先反弹，并增长强劲，很大程度上受益于政府投资的快速增长。投资作为政府调控经济的最直接和有效手段，一直是中国宏观调控的首选工具，即使在正常年份政府投资在我国投资中的比重也较大。2004 年-2007 年期间，经济繁荣伴随着政府投资比重的下降和增速降低；随着经济激励政策的推行，政府投资在 2008 年开始有所反弹，但政府投资比重仍然相对较低。2009 年随着经济刺激力度的加大，政府投资的力度继续加大，相对于民间投资的不振局面，政府投资比重迅速上升。

图 19 中国城镇固定资产投资的构成变化（增速和比重，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

我们认为，当前我国政府投资支出的增加并不完全是周期性的调控支出，铁路、机场、公路等基础性设施建设具有结构性转变支出特征，因此 2010 年政府投资仍会延续当前的高增长趋势，规模继续扩大，但由于民间投资的回升，代表政府投资的国有及国有控股投资支出增速和占比会略有回落，具体预测数据见下表（季度预测法）。

表 8 我国城镇固定资产投资值变动（亿元，%）

	新增		更新		国有及国有控股		总计	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
2007	67367.50	19.70	50097.00	35.11	52293.03	16.70	117413.91	25.80
2008	84545.30	25.50	64193.00	28.14	64139.97	22.80	148167.25	26.10
2009-10	57499.49	72.20	93210.27	16.81	65417.95	39.00	150709.76	33.10
2009(f)	152536.38	80.42	46551.81	-50.06	88726.37	38.33	199088.14	34.37
2010(f)	200000.00	31.12	66000.00	41.78	120000.00	35.25	266000.00	33.61

数据来源：国家统计局，上海证券研究所

2.消费平稳，出口转正

无论从真实消费和名义消费增速看，消费需求的变动一般都比较稳定。我国的城乡二元结构，客观上为我国的消费平稳创造了条件：随着“家电下乡”等刺激农村家电市场政策的实施，城市饱和的产品在广大农村重新找到了市场；城市和农村的消费升级很快为消费找到了新的增长点。因此，2010 年消费在保持平稳的同时，消费升级的结构性变化不容忽视！

在金融危机冲击下，2009 年我国净出口规模下降，导致出口拉了当年经济增长的“后腿”。虽然金融危机冲击波过去后，外需恢复增长需要一个较长时间，但由于基数改变，2010 年出口将不会再拖经济增长的“后腿”。由于出口拖“后腿”因素的消除，2010 年经济增长速度的目标实现，将相对较为容易。

表 9 我国消费和外贸值变动（亿元，%）

	消费		出口（美元）		进口（美元）		顺差（美元）	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
2007	89210	16.8	12180.16	25.69%	9558.19	20.74	2621.97	47.75
2008	108487.7	21.60	14285.46	17.28%	11330.86	18.55	2954.59	12.69
2009-10	101393.7	15.30	9573.61	-20.53%	7981.32	-19.04	1592.29	-27.22
2009(f)	127155.38	17.21	11428-12571	-18%--20%	9235-9575	-15.5%--18.5%	1800-2200	-39%--26%
2010(f)	147500	16	12305-12880	7%-12%	10260-10735	8-13%	1800-2300	-10%-15%

数据来源：国家统计局，上海证券研究所

3.CPI：价格问题不会成为经济焦点

当前的通胀预期主要来自于资产价格的快速上涨。我们认为资产和商品的价格属性存在有很大差别：资产价格受预期影响较大，而商品除非存在较强的金融属性，现实的市场供求状况才是决定价格水平的主要因素。因此，我们预计在产能过剩和对经济增长存在“二次探底”担忧的情况下，一般物价水平爆发式增长的可能性较低。在价格平稳的情况下，我们认为 2010 年的 CPI 同比增速平均为 1.22%，全年在

(0.92, 1.63) 之间, 超过 2% 的可能性较低, 对 2010 年的价格走势预测如下 (一次平滑季度预测法)。

表 10 2010 年 CPI 预测 (同比, %)

1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
0.92	1.63	1.25	1.48	1.46	1.07	0.69	0.57	1.08	1.50	1.50	1.50

数据来源: 上海证券研究所

4. 货币: 政策收紧导致流动性下降

2009 年货币充裕的局面将延续到 2010 年, 但充裕程度将下降。2009 年央行曾经制定了全年信贷增长保持在 2008 年水平、货币供应控制在 17% 以内的目标, 货币供应和信贷增长的这个目标其实已为“保八”预留了相当的余量。但由于对经济下滑的过度担忧, 货币当局的独立性和目标都受到了挑战。2010 年由于经济增长具有相对稳定性, 宽松货币的副作用将被重视, 虽然政策不断释放货币政策不变的信号, 但我们认为中国在货币政策实施上向来有“做归做、说归说”的特点, 因此 2010 年货币增速将向正常水平回归。按照《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》中对“适度宽松”货币的界定 (高于 GDP 增长与物价上涨之和约 3 至 4 个百分点), 我们预计 2010 年的货币增长如下。

表 11 我国 GDP、工业增加值和货币值的变动 (亿元, %)

	工业增加值 (累计)		货币 (M2)		货币 (M1)		信贷	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
2007	101424.32	18.50	403401.30	16.72	152519.17	21.01	261690.88	16.10
2008	114508.06	12.90	475166.60	17.82	166217.13	9.06	303467.77	18.76
2009-10	103618.14	9.40	586202.29	29.42	207545.74	32.03	392937.64	34.19
2009(f)	126378.00	10.37	607715.42	27.90	219764.65	32.22	396946.80	30.80
2010(f)	141543.36	12.00	711000.00	17.00	255000.00	16.00	477000.00	20.17

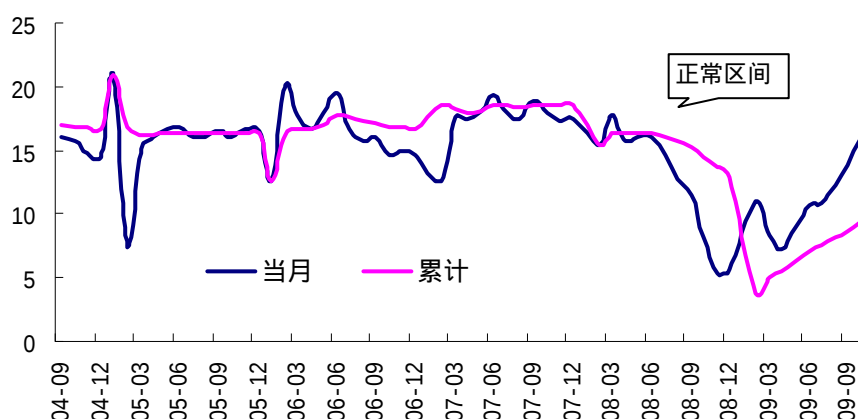
数据来源: Wind, 上海证券研究所

5. 工业增加值: 总体平稳, 加速度下降

由于经济的快速回升, 2009 年中国工业经营情况大大好于我们 2008 年底时做的年度预期。2010 年中国经济将进入平稳发展的“平飞阶段”, 工业增加值增速的加速度也将逐步减少, 工业增加值增速将在目前水平上保持一个相对稳定的发展趋势。

我国工业在国民经济繁荣时期的正常增速, 一般在 15%-18% 之间, 且比较稳定。2008 年下半年开始, 随着经济下滑, 工业经营情况急速降落, 2009 年随着经济的触底回升, 我国工业生产也跟着回暖, 目前当月增速已接近经济繁荣年份水平, 我们预计 2010 年工业增加值将在目前水平上保持稳定, 由于基数影响, 同比增速将前高后低。

图 20 中国工业增加值开始回归正常（同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

6.GDP：速度无忧

从经济增长动力的“三架马车”看，2010 年由于出口拖“后腿”现象的消除，保持经济增长速度稳定的难度并不太大。我们认为，2010 年将是中国经济能否成功实现转型的关键年。经济成功转型的关键，是找到并形成一批新兴产业群，最终形成有效需求，实现经济总量的有序扩张。在全球向绿色经济的转型过程中，低碳型经济的发展将为中国经济的“再工业化”提供充足动力。2010 年产能过剩在对经济造成冲击的同时，也给新兴绿色产业腾出了发展空间，因此我们预计 2010 年经济增速将保持相对稳定。

展望未来，迪拜事件加速了西方国家的“去杠杆”过程，中国等低杠杆率的经济体和市场愈加受到国际资金青睐。外需恢复的缓慢和防止国内资本市场的泡沫化，要求中国经济将结构调整作为未来发展重心，预计未来 1-2 年中国不会过分追求 GDP 增速，未来经济总量增长将表现平稳。

表 12 对未来经济增长的预测（%）

年度/季度	GDP 增长（单季）	GDP 增长（累计）
2009/一	6.1	6.1
2009/二	7.9	7.1
2009/三	8.9	7.7
2009/四	9.6	8.2
2010/一	9.9	9.9
2010/二	9.0	9.4
2010/三	8.0	9.0
2010/四	8.2	8.8
2011	8.5	

数据来源：国家统计局、上海证券研究所

五、2010 年中国资本市场展望

1. 股票市场：结构性机会

2010 年我国经济运行在总量上将保持平稳，但在结构上变化的重要性将明显上升。因此，从自上而下的角度，明年股票市场上的整体性机会将不会重演 2009 年局面，系统性机会降低的同时，经济结构的以下变化将给资本市场带来相应的机会：

1) 政府非周期性支出会继续增加。支出增速最快的前三行业分别是交通运输、环境保护和农林水事务，环保产业将继续存在看好理由。

2) 全球经济变“绿”过程中“低碳型经济”会超常规发展。低碳型经济是一个系统工程，既要求能源的清洁生产和消费，也要求物质的清洁生产和消费，这会给以下领域带来机会：新能源、新设备、新消费产业，和“节能、减排”要求下的环保产业。

3) 再工业化发展道路的确立。再工业化意味着工业需求将会再上一个台阶。对具体产业来说，消费升级将打开汽车产业的广阔发展空间；城市家电市场的二次更新，将带来家电市场升级机会；乡村市场在政策推动下，将带来电气产品行业的外延发展机会。汽车和家电等耐用消费品行业存在较大机会。

3) 中外将出现流动性位差：资源优于资产。由于美元的流动性继续保持充裕局面，美元定价的有色金属、石油等国际大宗商品的价格将保持高位，因此资源类行业继续看好。由于中国流动性走低的可能性较大，房地产等资产价格走势存在的不确定性因素增加。

2. 债券市场：套利性机会

2010 年我国经济运行在增速上保持稳定的同时，在结构上将改善，经济运行质量将进一步提高。宏观环境改善，将带来企业经营风险的下降，企业债的风险降低；同时，2010 年我国货币政策的调整将以数量为主，加息等价格手段将放在次要和靠后的位置，因此各类债券的收益类曲线变动不会太大。不同债券品种间利差的存在，由于市场风险分布发生变化，将给债券投资带来很大的套利机会。

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。