

从保增长到调结构：经济增长模式面临嬗变

——2010 年中国宏观经济与政策研究报告

2009 年 12 月 9 日

主要观点：

- 在世界经济强烈反弹后，2010 年世界经济将经历一个温和扩张的历程；从宏观政策变量看，应对金融危机政策的持续性将是经济真实扩张的切实保证。
- 2009 年季度 GDP 增长实现“V”型反转，2010 年中国经济将进入新的扩张阶段。要保障未来中国经济的扩张，重点要解决内需结构失衡、内外需结构失衡、产业结构失衡等基本问题。
- 中国经济扩张路径：促消费、调结构将再次成为中国的选择。促消费将被置于新的战略高度，为此，不仅需要出台暂时的刺激措施，更需收入分配制度改革等制度性变革；调结构成为另一个主基调，提升服务业、推进技术自主创新、培育新兴战略产业、发展低碳经济以及协调地区结构将是重点。而经济扩张的根本保证还在于体制的变革和市场竞争机制的完善。
- 2010 年中国经济增长动力结构中，消费稳定增长，预计名义增长率在达 17-18%，进出口贸易将转为正增长，预计出口增长 10%左右，进口增长 15%左右。而投资受到政策调控力度和民间投资恢复力度的影响而存在一定不确定性，但投资惯性将维持投资增长 25%左右。“全球经济再平衡”要求中国经济增长动力结构必须进行切换，即从出口导向经济转型至消费驱动经济，预计，2010 年消费的拉动将提升。
- 相对 2009 年而言，2010 年将再在保持经济总量的前提下进行宏观经济政策的灵活搭配，尤其在中央经济工作会议的指引下，将 2010 年宏观经济政策基调定为“调结构、扩内需”，从而推动经济增长质量提高。
- 由于超宽松的货币政策不可能在 2009 年进行复制，货币政策总体基调将逐步从宽松转向稳健或中性。在未来货币政策逐步回归中性过程中，信贷调整更能体现了政策意图，信贷的调整力度和调整速度要快于利率指标，而利率调整步伐将明显滞后，利率调整时间最快在 2010 年第 3 季度。
- 美元汇率成为影响 2010 年中国经济的重要外生变量，人民币汇率面临调整压力。美元低利率政策和弱势美元政策，将对中国货币政策政策产生很大压力。我们判断，人民币汇率政策在中短期保持“锚定”美元策略，在 2010 年中期预计重启升值态势。

金融与产业研究所

宏观组

TEL: 021-63373195

FAX: 021-6337 3209

Email: changsen@nesc.cn

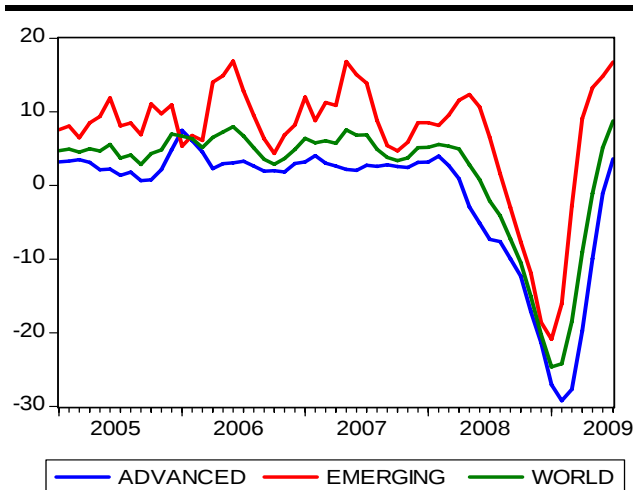
地 址：上海市延安东路 45 号 20

邮 编：200002

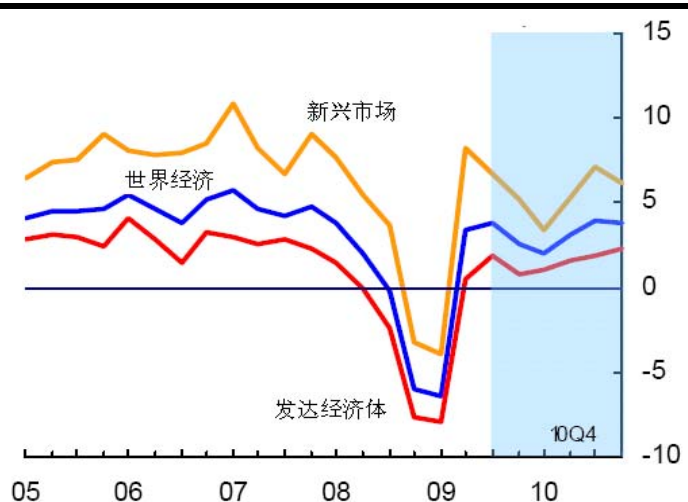
一、经历“V”型反弹后的全球经济将进入温和增长阶段

在各国政府金融危机救济政策的推动下，2009 年 2 季度全球经济体的经济运行相继止跌反弹，并在 09 年下半年出现了经济复苏，全球经济复苏状况整体好于预期。尤其是以中国为代表的新兴经济体，在本轮经济复苏中担任了非常重要的角色，可谓是世界经济复苏的“新引擎”。从图 1 可见，在全球金融危机前后，世界经济经历了一个完整的“V”型反转过程，工业产出在 2009 年第三季度已经恢复到金融危机前的水平。

在此需要指出的是，尽管全球经济增长率和工业产出水平得到显著性反弹，但是单位资本产出率并不高，发达经济体的失业率处于历史高位，主要经济体的消费者信心指数仍处于历史低位，2009 年第 3 季度 OECD 国家经季节调整的 GDP 仅上升 0.8%，尤其是美国经济将呈现疲软态势，劳动力市场不景气以及银行信贷紧缩将制约着经济持续复苏，2009 年美国经济增长预计为-2.5%，2010 年 GDP 增长恢复到 1.5%左右。因此，我们判断在世界经济强烈反弹后，2010 年将转入温和增长阶段，全球经济增长将逐渐恢复到 3%左右（见图 2）。



注：WORLD 代表全球经济；ADVANCED 代表西方发达经济体；EMERGING 代表新兴经济体。
数据来源：IMF，东北证券金融与产业研究所。



注：阴影部分为 IMF 估计值。

图 1：全球工业产出指标 (IP)

图 2：全球 GDP 未来运行趋势

关注 2010 年全球经济复苏状况，关键把握世界经济能否沿着持续复苏的路径演进。在这全球经济复苏过程中，我们认为全球经济能否如期进行持续复苏，主要取决于两个变量：即主要经济体的复苏状况和宏观经济政策取向。

首先，从 2010 年全球主要经济体的经济运行看，发达经济体尤其是美国经济能否真正走上经济上升通道，将直接决定了后金融危机时期全球经济产出的整体水平，而美国居高不下的失业率和消费者信心的疲软，则意味着西方经济体的经济扩张脆弱导致未来全球经济增长很难在短期内恢复到金融危机前的水平，世界经济将经历一个温和扩张增长的历程；以中国为代表的新兴经济体能否实现从复苏到扩张转变。在后金融危机时期，新兴经济体在全球经

济体系中扮演了重要的引擎效应，而在 2010 年新兴经济体持续增长对全球经济扩张起到至关重要的作用，预计新兴市场 GDP 增长率将从 2009 年 3% 扩张至 2010 年的 5% 左右，其中作为新兴市场代表的中国经济增长尤其强劲，作为引领全球经济走出衰退的重要力量，中国经济增长率预计从 2009 年 8.2% 上升到 2009 年的 9%。

从宏观政策变量看，应对金融危机政策的持续性将是经济真实扩张的切实保证。在经济刺激方案的作用下，尽管全球主要经济体经济基本面在 2009 年出现很大改善，但经济复苏的基础仍十分脆弱，各国政策制定者有必要继续推行宽松经济政策，直到经济复苏的经济得以稳固。因此，当前宏观经济的最大风险是贸然退出经济刺激一揽子政策，在未来一段时期内继续实施扩张性经济政策将是全球经济真实扩张的切实保证。但是，为应对全球金融危机各国央行大量流动性的释放，已经在全球主要经济体形成了较为明显的通胀预期。因此，为了在扩张性经济政策和稳定通胀的兼顾，将是各国中央政府的决策选择。我们判断，经济增长和通胀管理进行平衡的时间窗口应该在 2010 年中期。

表 1：从经济先行指标看全球经济复苏状况

	先行指标值（长期趋势=100）					经济周期判断
	2009					
	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	
发达经济体						
OECD 国家	95.1	96.5	97.9	99.3	100.6	复苏
美国	93.5	94.9	96.3	97.8	98.2	复苏
欧盟	96.6	98.2	99.8	101.3	102.7	扩张
日本	93.5	94.8	96.2	97.5	98.8	复苏
英国	97.5	98.9	100.5	102.2	103.9	扩张
法国	99.3	100.7	102.0	103.3	104.6	扩张
新兴经济体						
中国	96.1	97.3	97.7	98.1	98.6	扩张
印度	96.7	97.7	98.6	99.3	100.1	复苏
巴西	97.0	97.3	97.7	98.1	98.6	复苏
俄罗斯	89.2	90.9	92.6	94.2	95.8	复苏

资料来源：<http://stats.oecd.org>.

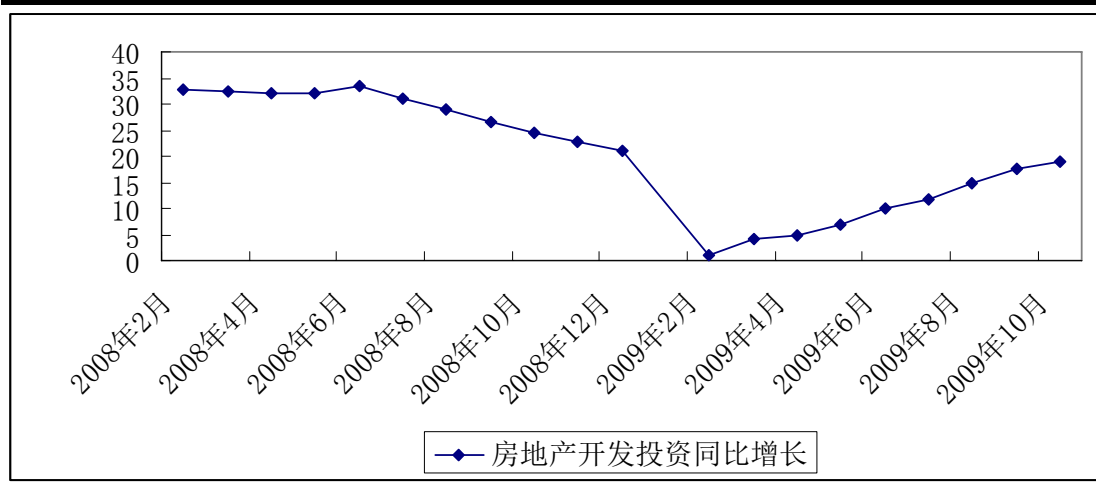
二、中国经济面临复苏到扩张的转变

大规模的经济刺激政策有效拉动我国经济迅速回升，GDP 在 2009 年的前三季度逐季提高，经济复苏已得到巩固，预计 2009 年全年增长 8.2% 左右，而这将是本次危机带来经济调整的底部，到 2010 年中国经济将面临从复苏到扩张的转变。

1、2009 年经济 V 型反转，2010 年面临复苏到扩张的转变

此次经济危机对我国形成了较大冲击，我国经济增长在 2008 年的四季度开始放缓，到 2009 年的一季度 GDP 增长率跌至近年最低的 6.1%。但在我国“双松”的财政政策和货币政策强力拉动下，经济逐渐复苏。

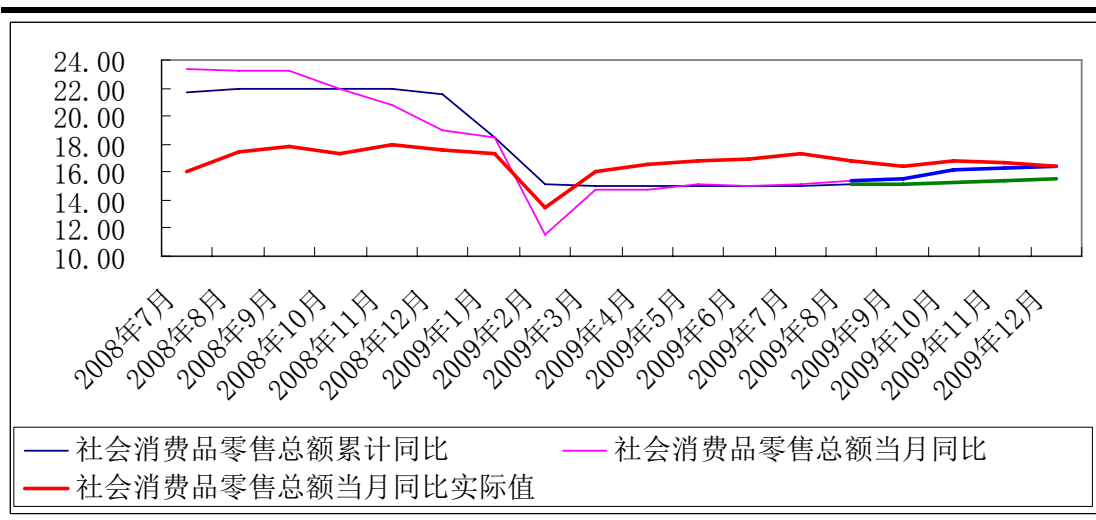
从增长动力看，消费平稳增长、出口逐渐好转而房地产等民间投资日益活跃。到 2009 年 10 月，房地产开发投资增长率达 18.9%，已连续 8 个月保持同比增长（见图 3）。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 3：房地产开发投资逐渐恢复活跃

而在消费政策的带动下，2009 年消费实现较快增长，到目前实际消费已经接近危机前的水平（见图 4），说明社会消费已基本恢复。

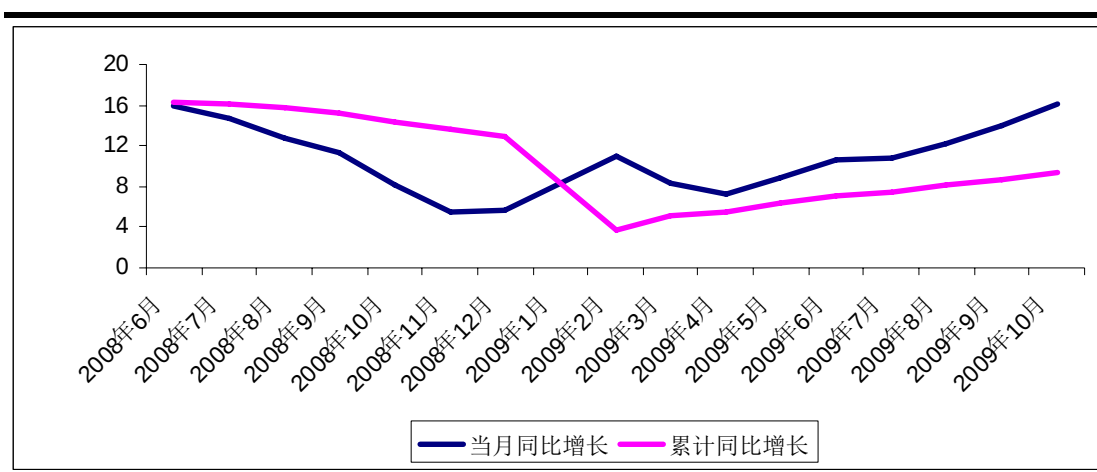


数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 4：我国的实际消费水平已基本回升到危机前水平

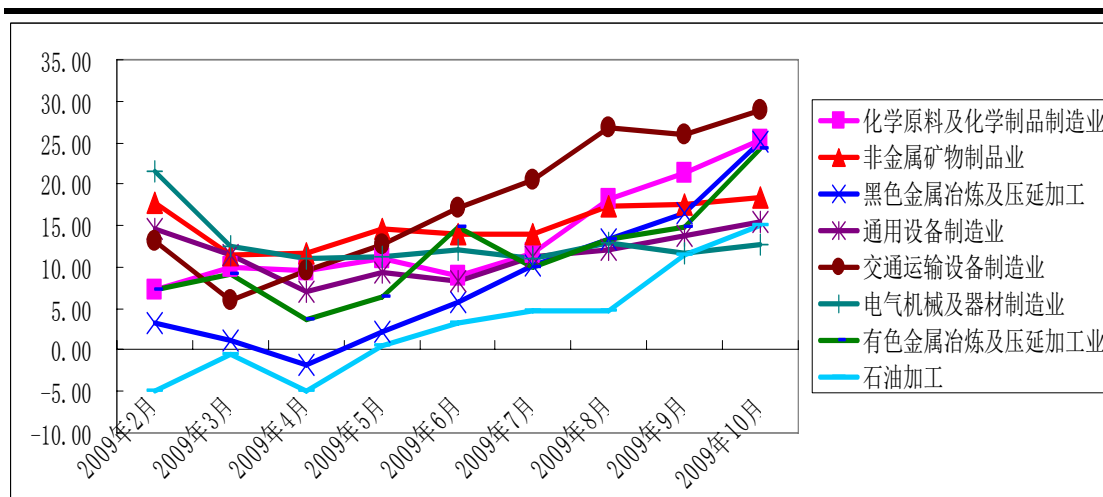
而从生产看，工业生产增长加快、产业扩张迅速，企业盈利逐步改善、企业景气指数也逐渐提高。到 2009 年 10 月份，规模以上企业工业增加值同比增长 16.1%，连续 6 个月同比增速加快；累计同比增长 9.4%，连续 7 个月累计同比增长加快（见图 5）。并且工业内部中游产业的增长已明显加快，10 月份相比 9 月份的累计同比增长，中游产业中非金属矿物制造业、电气机械、化学化工以及通用设备继续保持加快增长态势，尤其是化学化工、通用设备、黑

色金属冶炼等行业升幅明显（见图6）。



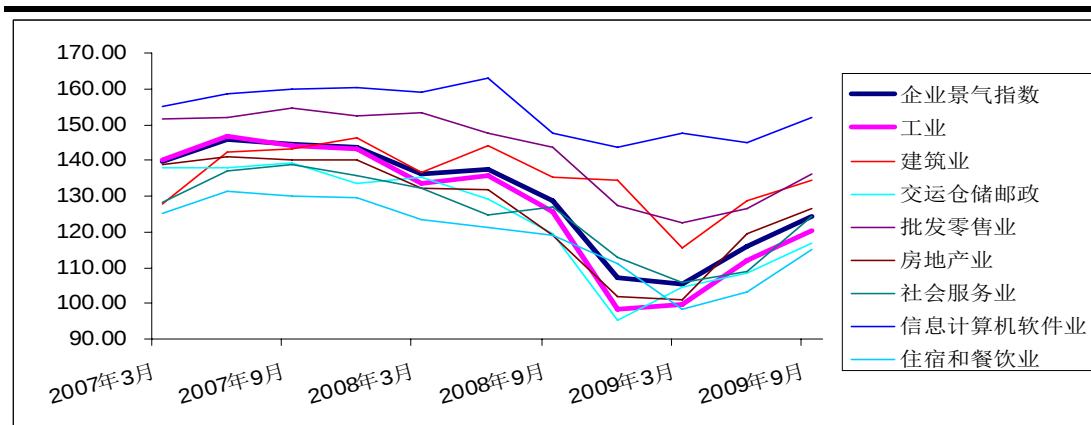
数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图5：工业增加值继续加快增长



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

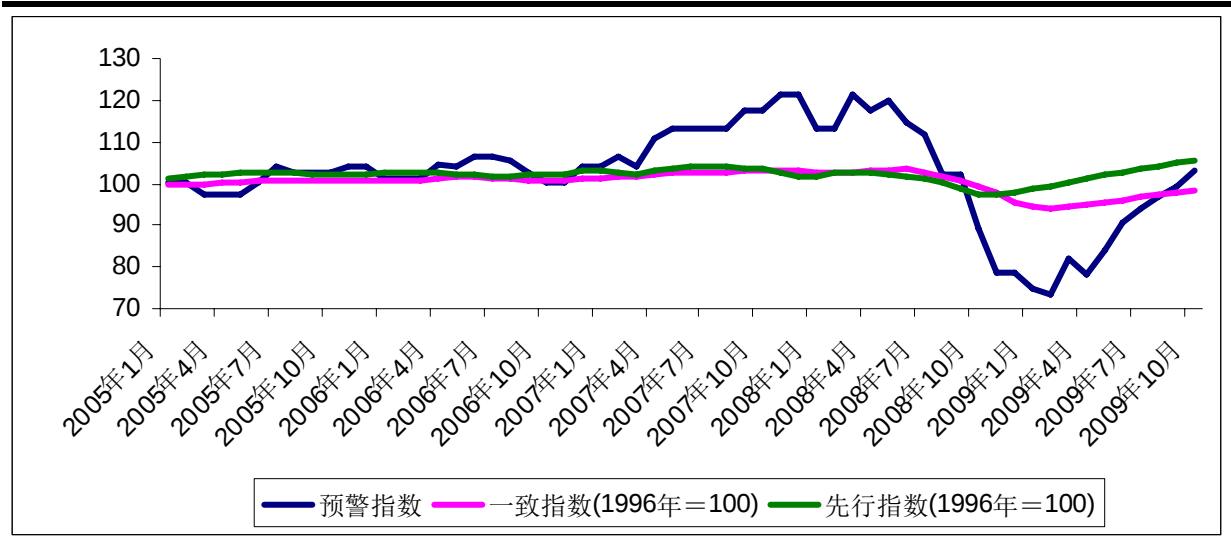
图6：中游产业复苏明显



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

图7：企业景气指数也基本回到危机前水平

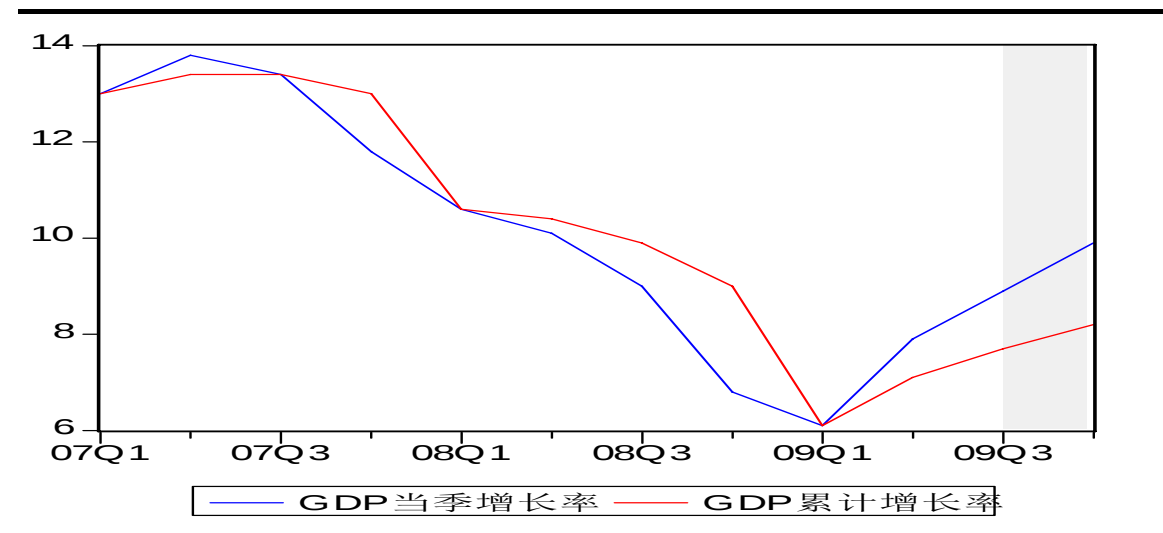
并且，宏观景气指数也预示经济将进入稳定增长阶段，10月份，宏观景气指数各分项指标继续回升，预警指数已达103.3，而预警指数超过100的水平也预示经济将进入平稳增长格局。并且，一致指数也快接近100，这说明这意味我国的经济系统已基本走出复苏，景气指数预示我国经济将进入平稳增长的扩展阶段（见图8）。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图8：宏观经济指数预示经济将进入平稳增长

在各种因素的综合作用下，2009年GDP季度实现实现V型反转（见图9），多个指标也预示我国经济复苏已经得到巩固，经济有望将进入平稳增长的扩张阶段。

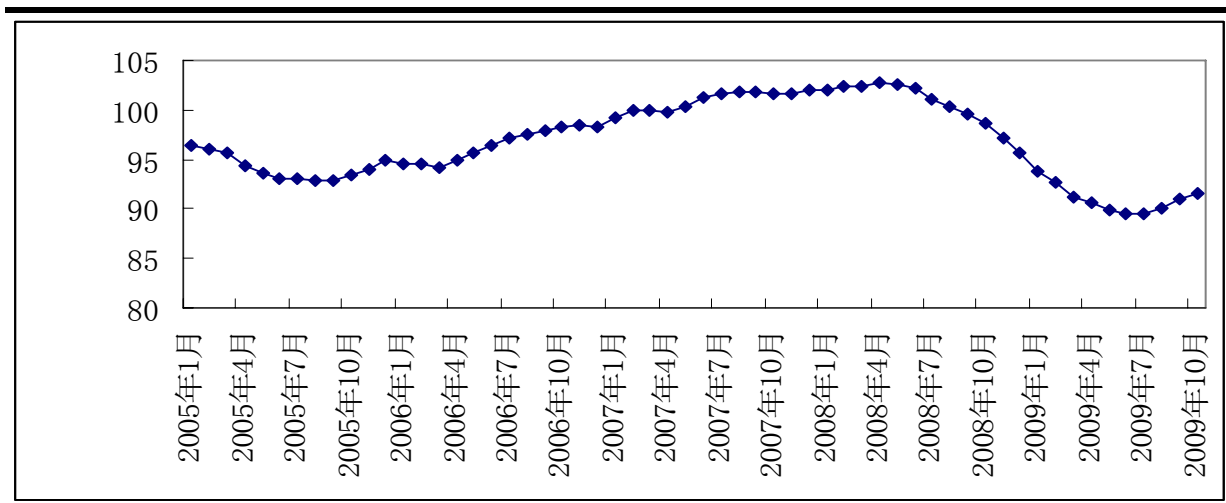


数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图9：2009年经济将实现反正，2010年有望进入新的扩张阶段

2、结构性矛盾仍存，从复苏到扩张仍需铺路

显然，在保增长的战略下，大规模的投资带动了经济的总量处在相对满意的水平，但经济远未到实现自我发展的阶段，从宏观经济指数看，滞后指数还仅略超90水平（见图10），经济体还需要进一步康复。



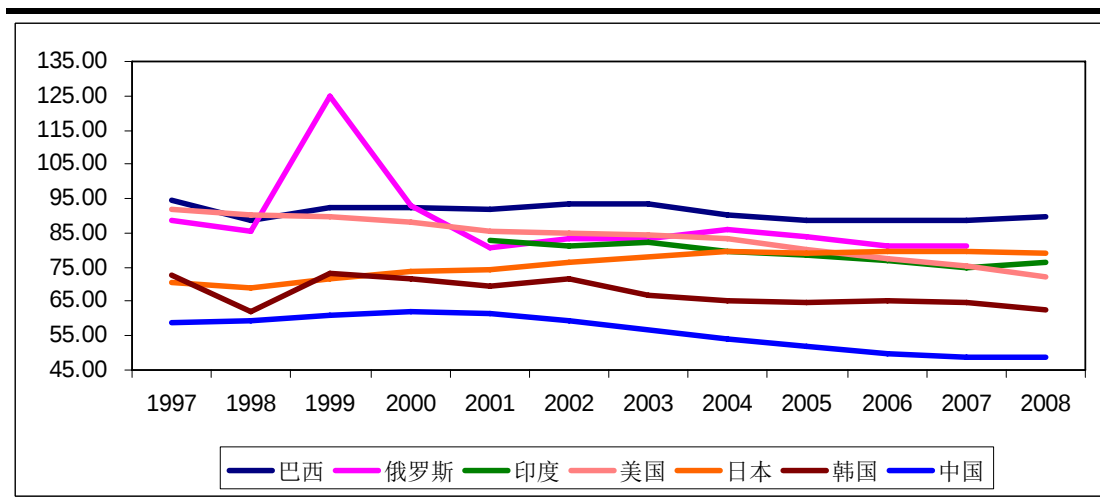
数据来源：天相投资分析系统，东北证券金融与产业研究所。

图 10：滞后指数还未迈入 100 大关，经济仍需康复

2010 年经济面临从复苏到扩张的跃升仍需解决长期以来存在的诸如内外需失衡、内需结构失衡、产业结构层次低下、生产效率（能效）过低以及市场经济完善等问题，有效调整经济增长模式，从而为进入新的扩张铺平道路。

（1）内需结构失衡问题更加严重

为更好推动我国经济快速增长，我国一直选择高积累、低消费的政策。而高积累、低消费政策的结果就是我国国内消费过低，经济增长过多的依赖投资。同时也造成了国内需求的不足，特别是居民消费的不足。对比我国与世界发达经济体和主要新兴经济体之间的经济结构，我国的消费率不仅远低于美国、日本等发达国家，也远低于巴西、俄罗斯和印度等同为新兴经济体的国家，即使与同为出口战略导向的韩国相比，我国的消费率也要低得多（见图 11）。显然，我国的内需结构失衡已偏离经济运行的本身规律。而此次经济刺激方案依然是通过大规模投资来拉动经济复苏，显然这将继续加重我国的内需失衡状况，也使得我国的内需结构调整面临更大的压力。

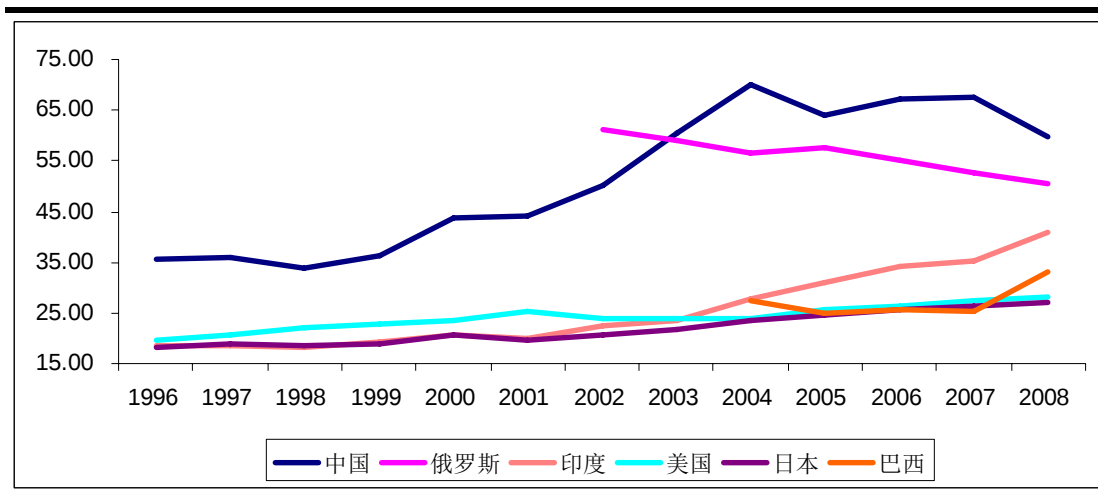


数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 11：我国的消费率远低于世界水平

（2）内外需结构失衡似乎缓和，但内需不足并未根本解决

由于内需不足，我国自然希望通过出口来拉动经济增长，在经济全球化和国际分工的大背景下，我国有效利用了丰富的劳动力资源，目前已成为“世界工厂”，也成为全球第二大贸易国。但同时我国也成为对外依存度较高的国家，近几年我国的对外依存度一直在 60% 以上。该水平要显著高于美、日等发达国家和俄罗斯、巴西、印度等新兴经济体（见图 12）。而过高的对外依存度使我国受到全球经济波动的影响也在加大，本次经济危机对我国经济的冲击即是明证。受外需疲软影响，我国的内外需结构也是“被动恢复”，在前三季度的 GDP 增长贡献中，内需彻底成为主力，但经济增长模式不转变，内外需失衡仍将恢复。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 12: 我国的对外依存度相对过高，内外需结构失衡

（3）产业结构升级与调整任重道远

我国经济结构中，工业一直占据重要的地位，固然工业的快速增长拉动了就业和产值的增加，但是比较国际经济结构，我国工业比重过高而服务业过低的产业结构背离了经济发展的一般规律。仅以人均达到 3000 美元时的产业结构为例，世界平均水平是工业占 34%，服务业达到 60%。但目前我国服务业占 GDP 比重仅占 40% 略多一点，经济结构明显不合理。在节能减排和发展低碳经济的新战略目标下，经济结构的调整显得更加紧迫。

表 2: 部分国家人均 GDP3000 美元时的产业结构

国家	时间	人均 GDP	农业占 GDP 比重	工业占 GDP 比重	服务业占 GDP 比重
日本	1973	3817	6	46	48
韩国	1987	3368	11	41	48
巴西	1990	3089	8	39	53
马来西亚	1992	3099	15	41	44
泰国	2007	3533	12	46	43
中国	2008	3263	11	49	40
世界平均	1987	3328	6	34	60

数据来源：世界银行，东北证券金融与产业研究所。

即使在工业内部，我国也面临产业结构调整 and 升级的问题。长期以来，我国工业粗放式增长使得工业处在低层次的扩张上，技术和知识对产业贡献度低，工业内部高加工度和高技

术化的产业比重显得过低。并且，产业发展面临产能过剩的老问题。工信部在8月26日公布的《2009年中国工业经济运行夏季报告》中指出钢铁、水泥和氧化铝等产业严重过剩，造船、化工、平板玻璃等行业也都存在较突出的产能过剩问题，而太阳能、风能等新兴产业也出现了产能过剩趋势。因此，在我国经济在复苏后，我们更应重视部分行业的产能过剩和重复建设问题，应在经济平稳增长中更加注重推进结构调整，切实转变经济发展方式。

（4）市场经济体制的不完善仍是经济发展面临的根本问题

前面我们讲经济要进入自我发展的良性轨道要解决内需结构失衡、内外需结构失衡以及产业结构升级等问题，但问题是为什么内需起而不动？为什么消费水平过低？为什么民间投资相对不活跃？为什么投资总是一窝蜂而后造成产能过剩？为什么中小企业总是面临融资难的问题，即使在此次大规模信贷扩张中也是如此？

背后的根本原因在于市场经济还不够完善。收入分配不合理，居民收入分配占比过低，消费水平自然难提高，消费难提高自然依赖政府投资和外部市场；而政府保持高投资就要提高政府收入和积累，但政府的投资却存在盲目性和投资依赖症，此结果是造成各地区的产业同构、直至产能过剩；在政府过多进入相应的行业时，行业内的不平等竞争就可能加剧，市场壁垒也将增加，民间资本投资空间受限，而投资空间受限也就抑制了民间资本的扩张；而民企在与国有企业的融资竞争中也会处于弱势。因此，市场经济的不完善，市场对资源的基础性配置作用还没有建立和发挥，上述的问题也就自然产生。经济要进入自我发展式的良性轨道，经济体制改革仍是关键。

3、实现平稳发展的扩张路径分析

此次通过大规模投资拉动经济的快速回升犹如对病人注射强心剂渡过难关，但经济体能否恢复到良性的自我发展，还需机理重塑，即调整经济发展模式。上文分析了实现良性自我发展所面临的问题，这也是未来模式调整所面临的具体问题。而要说实现经济扩张的总思路，我们为还应该找寻经济增长的源泉。

我们经常说三驾马车拉动经济增长，但这仅是从需求拉动的角度来谈，而一个经济体能否获得产出的扩张最终还要看供给方面的因素，即生产要素的投入及其贡献率。这也就意味我国的经济模式调整须在需求和供给上双管齐下，既要需求结构调整，也要供给机制调整。

从需求方面来讲，要让经济进入平稳、持续的发展我们必须调整内外需结构和内需结构。前者要求我们扩大内需、增加国内需求对经济的支撑作用，同时积极稳定外需，后者要求我们积极调整消费与投资的需求比例。而不管是内需结构调整和内外需结构调整，消费能力的提升是关键。因此，促消费将是长期的根本任务。

为实现消费的扩张，既要有财政补贴、降税等临时之策，更要有收入分配调整等长远之道。因此，预计2010年鼓励消费的财政补贴会继续增加。同时，通过收入分配制度调整促进居民收入提高也将随之出台。

同时，拉动消费扩张的动力——城镇化还将稳妥推进。城镇化的稳妥推进对拉动住房、城市消费扩张有着十分重要的意义。预计在今后5年内，城镇化还将成为拉动消费的重要动力。国家将稳步推进城镇化进程。

而为提升消费的扩张要实现收入分配的调整就必须完善市场经济体制，解决好消费与积累关系、政府与市场关系等基本问题。

从供给角度看,根据经济增长理论,经济增长的可以来源于资本和劳动的扩张性投入,也可以来源制度变革、技术(知识)进步等因素。而要实现集约式增长就必须依赖制度变革、技术进步和知识的力量。我国目前的经济增长最大的问题恰恰就是过分依赖资本和劳动的投入,拉动经济最常用的方法就是投资、投资、再投资。不可否认,通过加大资本的投入能很快带动经济的复苏,但是如果要实现我国经济高质量的增长、突破资源约束的增长、实现低消耗高附加价值的增长必须依赖资本和劳动投入以外的制度变革和技术进步。因此,我们认为在经济复苏实现后寻找经济增长的源泉,政府最需加强几方面工作:一是进一步鼓励民间投资,促进就业;二是促进技术和知识在生产的作用;二是根本上还要依赖体制改革与创新,以修正我国的经济增长模式。

在鼓励和吸引投资方面,中西部地区开发和重点区域的开发将是不错的选择,因此,区域经济结构平衡和发展将是2010年乃至以后年度重要策略。

而为增加技术和知识对经济的贡献,我们需进一步鼓励企业自主创新,扶持新兴战略产业的发展,进一步鼓励高效节能技术的应用、淘汰落后产能和技术,促进产业结构的升级与调整。因此,技术创新、产业结构调整与升级必将成为经济增长方式转变的关键。服务业将成为重点鼓励的发展方向,而新能源、建筑节能和新兴材料、新能源汽车、智能电网等新兴战略性新兴产业也将成工业结构升级的重点方向。

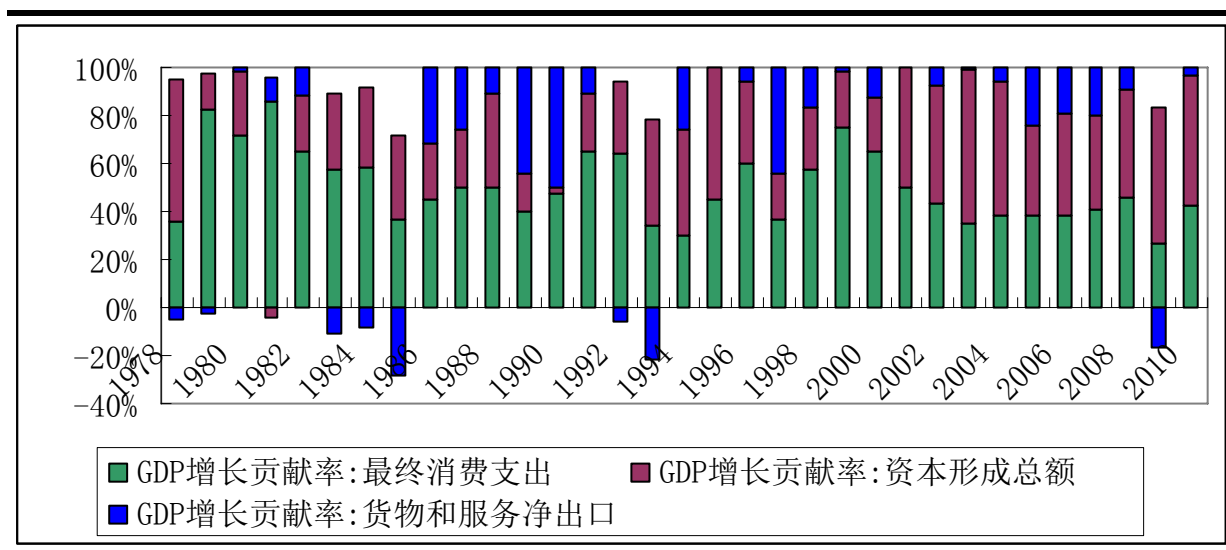
在市场经济,企业是经营活动的主体,市场是资源配置的主要方式,要实现经济增长模式的转变最根本的就是增强企业的主体地位,政府,包括国有企业的有效退出也是减少地方重复投资、产业同构的重要保证,进而也可缓解产能过剩等问题。目前具体要做的就是:一是进一步推动政府职能的转变,减少政府的过度介入;二是进一步清除市场障碍,促进进一步开放市场,给民间投资提供空间,以促进民间资本投资的积极性;三是将完善市场竞争机制,促进企业间的平等竞争。

而不管是需求结构调整还是产业结构调整,其实最终能否实现还依赖于市场经济制度的完善。只有处理好政府与市场关系、投资与消费关系、政府与企业的关系,以及市场运行机制的完善,才能有效调整内需结构、内外需求结构以及经济增长方式的转变。

因此,经济实现从复苏到扩张的转变其主线还是调结构:调整需求结构、经济结构、产业结构和地区经济结构。而进一步推进经济体制改革,逐步促进市场配置和企业的主体地位,完善市场竞争机制是关键。

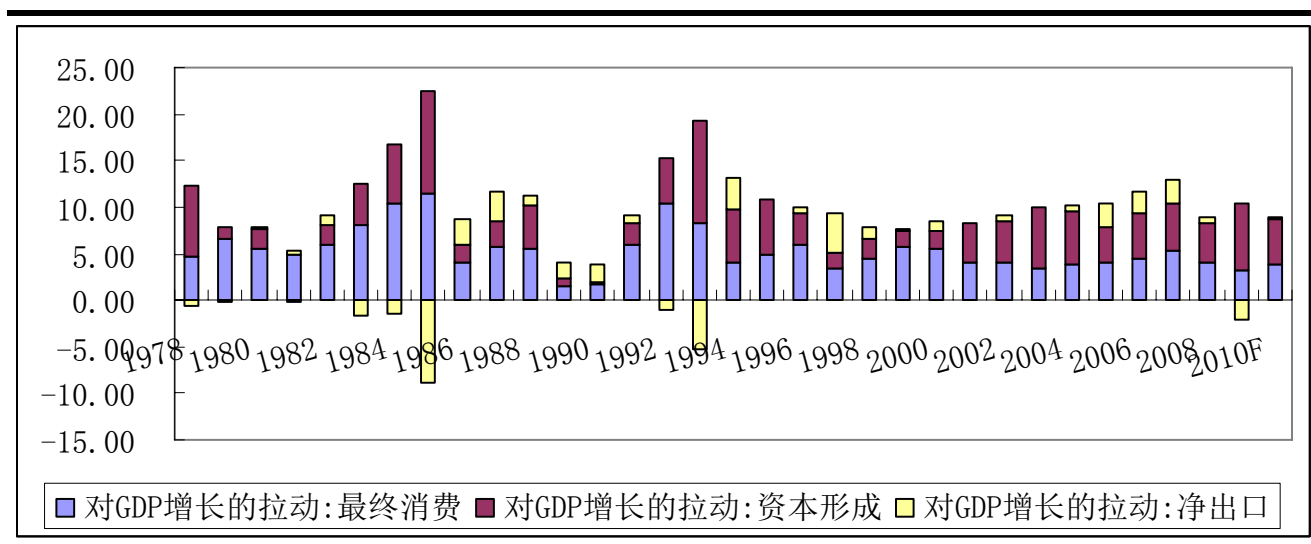
三、中国经济增长结构及其预测

2009年我国经济将顺利实现“保八”的增长目标,在拉动经济的三驾马车中,投资成为主力军,预计全年对GDP的贡献超过80%,消费的贡献在45%左右,出口的下降将拖累GDP增长2个百分点左右。而到2010年,三驾马车的拉动作用将出现变化,消费将继续受到政策的较大幅度刺激而保持平稳增长,名义增长率在17-18%左右,对GDP的拉动在3.8个百分点左右,出口将随全球经济的好转而转为正增长,对GDP的拖累效应将消除,但受限于恢复的力度,其对GDP的贡献非常有限,预计对GDP增长的拉动作用在0.3个百分点左右;而投资受到政府调控力度和民间投资恢复程度的影响存在一定的不确定性,政府将根据国内外的总体走势实施调控,但投资对GDP的贡献肯定下降,预计对GDP的拉动在4.9个百分点左右。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 13: 三大需求对 GDP 的贡献



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 14: 三大需求对 GDP 的拉动

三大需求的具体走势分析和预测为：

1、消费保持稳定增长，但长期增长依赖于收入分配改革

2009 年我国的消费增长率将超过 15%，消费水平的稳定上升主要来源于国家对购房、汽车、“家电下乡”等政策的推动。在 2010 年，消费究竟能达到多大的水平，我们认为应主要考虑三方面因素的综合作用：一是 09 年购房、汽车等热点消费的延续能力；二是新消费刺激政策的推动能力；三是收入水平提升空间决定的消费扩张能力。

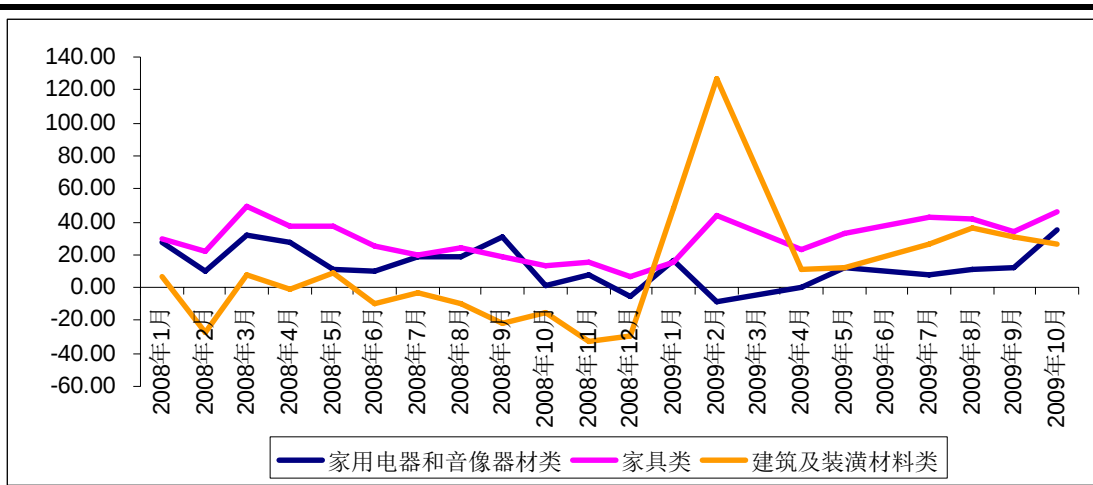
（1）住房、汽车等消费的拉动作用延续，但到下半年将减弱

2009 年，消费刺激政策有效拉动了我国住房、汽车市场的消费规模。在 2010 年，这两大支柱性消费仍将有效拉动我国消费增长，但两者的作用力度和时间都可能出现分化，住房消费将主要在 2010 年的上半年通过对装潢、家具和家电等后续消费领域的拉动而体现，下半年

将减弱，而汽车有望在政策延续的推动下保持平稳增长。

从政策面来看，汽车优惠政策的延续更加明朗。商务部副部长姜增伟在 2009 中国流通发展与改革高峰论坛提到的扩大消费的 5 大政策中汽车消费是明确鼓励的领域，其指出 2010 年将完善政策，促进新车市场、二手车市场、维修服务市场、拆解报废车市场和汽车租赁市场的配套发展，增强汽车对消费的拉动作用。而中央经济工作会议也是明确延续汽车摩托车下乡和以旧换新的优惠政策。因此，我们预计 2010 年的汽车消费在政策的拉动下，新旧汽车消费及其上下游的零配件、维修保养以及汽车租赁业务等都有望实现较快增长，2010 年的汽车消费虽可能低于今年的增长速度，但仍有望保持 15%-20% 的增长率。

但住房优惠政策随着房价本身上升和管理通胀预期需要而面临被微调的可能。虽然 12 月 7 日闭幕的中央经济工作会议明确消费政策的连续性，并且也指出支持居民自住和改善性购房，但也没有像汽车和家电鼓励政策的延续那么明确。因此，未来政策仍存不确定，房价过高仍面临微调的可能。据此，我们认为随着 2009 年爆发式消费导致的需求消化和优惠政策激励效应的减弱，2010 年的住房市场将出现相对的疲软，但从 2009 年的经验看，住房消费对装潢、家具和家电等后续消费的拉动作用明显（见图 15）。我国的住房消费自 2009 年 3 月份以来的集中爆发一直延续而到今年年底，建筑和装潢材料领域以及家具也是随之水涨船高，三季度保持 20% 以上增长，而住房消费拉动的家电消费也是在 2009 年的 10 月出现爆发式增长，单月增长 35%。

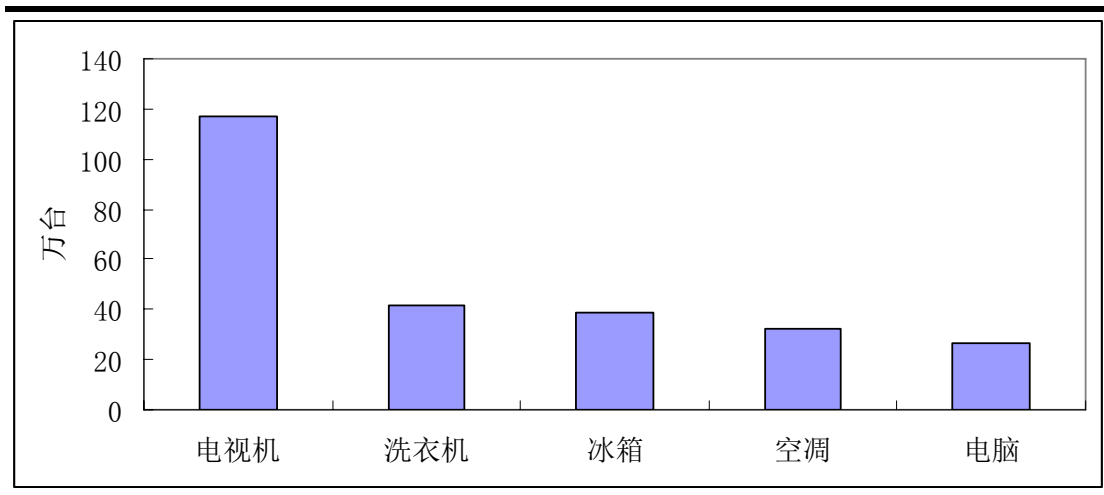


数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 15：住房拉动的消费将在 2010 年上半年延续

由于住房对后续消费的拉动存在 3-6 个月左右的滞后期，因此，2009 年 3 月份到年底的商品房销售对装潢、家具和家电等领域消费的拉动有望延续到 2010 年的上半年。

除了住房和汽车外，我国实施“家电下乡”、“惠民工程”等优惠政策也有效拉动了家电的消费（见图 16）。2010 年，“家电下乡”政策有望进一步完善，并且结合我国节能减排的战略目标，预计国家将加大对具备节能、减排特征的家电产品的财政补贴和优惠力度。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 16：家电的升级换代消费在 2010 年将延续

(2) 消费政策有望进一步推进，消费的平稳增长将得到有力维护

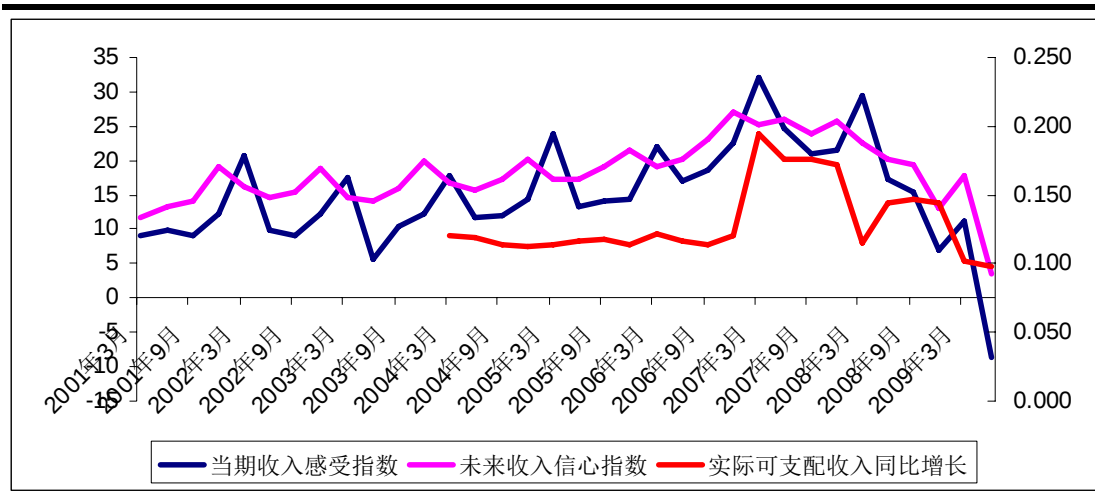
预计在 2010 年，我国将继续出台新的消费刺激政策。从近两个月的中央有关决策会议精神看，促消费将成 2010 年的主要方向，而相应的消费刺激政策将陆续出台。从政策面看，城镇化还将是推动消费扩张和升级的主要动力，国家也将进一步稳步推进。从中央工作会议看，多年推进缓慢的户籍制度限制有望逐步放宽，而这将对城镇化的推进和城市消费扩张有着十分重要的意义。而临时性的消费优惠政策，除已采取的汽车、家电领域明确延续外，文化、旅游消费、信息产品等领域有望受到重点鼓励。受消费政策的推动，消费将继续有望维持较高增长。

表 3：近期中央对消费政策的定调情况及具体政策内容

时 间	会议	促消费的提法	主要内容
10 月 21	国务院常务会议	继续完善促进消费和提高居民收入的各项政策，积极推动最终消费	1、优惠消费政策将基本延续。家电、汽车摩托车下乡、家电和汽车以旧换新政策将延续。增加对农机购置补贴。
11 月 27	政治局会议	促进国内需求特别是消费需求持续增长，增强居民特别是低收入群众消费能力，完善促进消费的政策	2、继续培育消费热点。预计节能特征产品有望重点扶持，而旅游、文化消费、信息产品、家政服务等领域消费有望推出。 3、增收工作继续强化，收入分配制度改革将再次提上日程。
12 月 5	中央经济工作会议	扩大居民消费需求，增强消费对经济增长的拉动作用	4、社会保障、社会保险和医疗体制将进一步完善。对低收入人群的补贴有望提高。

3、收入提升空间最终决定消费的长期走势

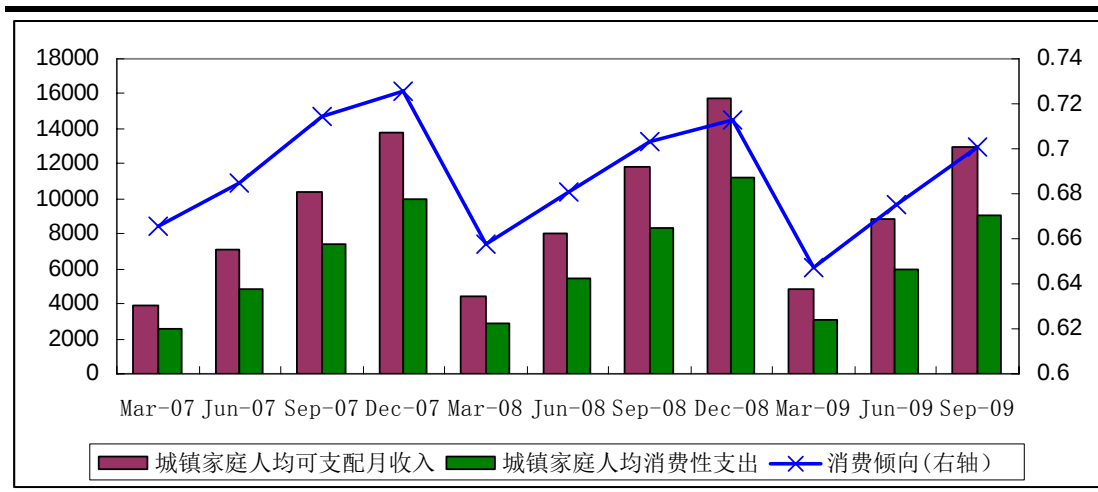
居民消费能力最终要受制于其收入水平。受经济危机的影响，我国居民的收入水平也是应声下降，同比增长率下降到 10% 水平以下（见图 17）。收入的下降直接影响了居民的心理感受和消费信心，居民的收入感受和未来收入预期都在 2009 年出现大幅下降。



数据来源：天相投资分析系统，东北证券金融与产业研究所。

图 17: 居民实际收入增长及其预期有所下降

而我国 2009 年的消费倾向也已经接近危机前水平。因此，从收入对支出的最终制约看，现有的收入水平决定我国居民的消费能力提升空间不是很大。因此，在无收入分配政策、社会保障、医疗保险，甚至住房制度无重大改变的情况下，收入水平最终制约了 2010 年消费规模的扩张。



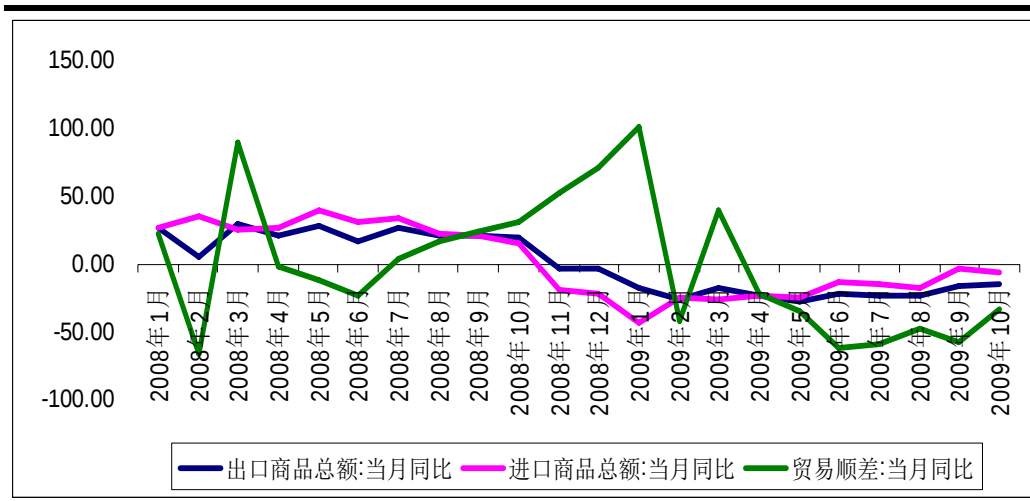
数据来源：天相投资分析系统，东北证券金融与产业研究所。

图 18: 2009 年居民消费倾向已经接近危机前水平

综合看，我们认为，住房拉动的后续消费将在 2010 年的上半年延续，而汽车消费更有望保持较高速增长，并且预计 2010 年我国仍将进一步出台涉及面更广的消费刺激政策，而这也会有助于消费水平保持在一定的增长水平。但我国的居民收入水平最终决定了其消费水平难以保持长期的高速增长。因此，我们预计 2010 年的名义消费增长率有望达到 17%-18% 左右，预计拉动 GDP3.8 个百分点左右。不过，实际消费水平将有所下降，在收入没有得到增加的情况，这种实际消费能力的减弱将可能影响我国 2010 年下半年乃至 2011 年的消费增长。

2、进出口贸易转为正增长无虞，但出口对 GDP 的正向拉动有限

到 2009 年三季度我国的进出口贸易已出现好转迹象（见图 19），到 10 月份，出口已经连续三个月站上 1000 亿美元大关，预计进出口贸易在四季度将继续好转。

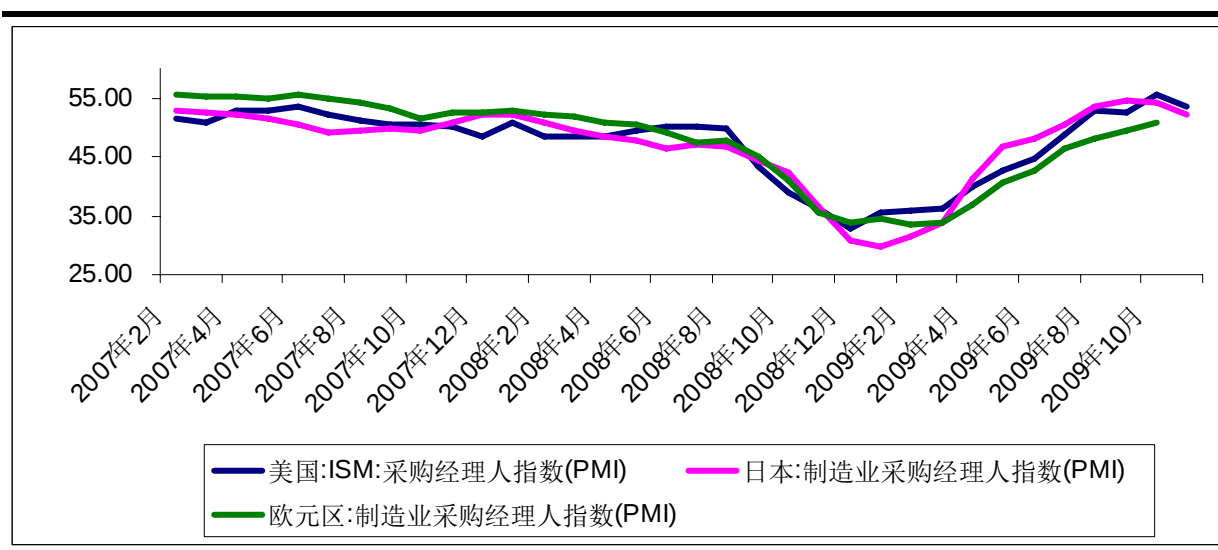


数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所。

图 19: 进出口贸易在逐渐好转

在 2010 年, 外贸延续好转趋势, 并转为正增长。而进出口贸易转为正增长的主要原因在于全球经济的复苏巩固并进入温和增长格局。

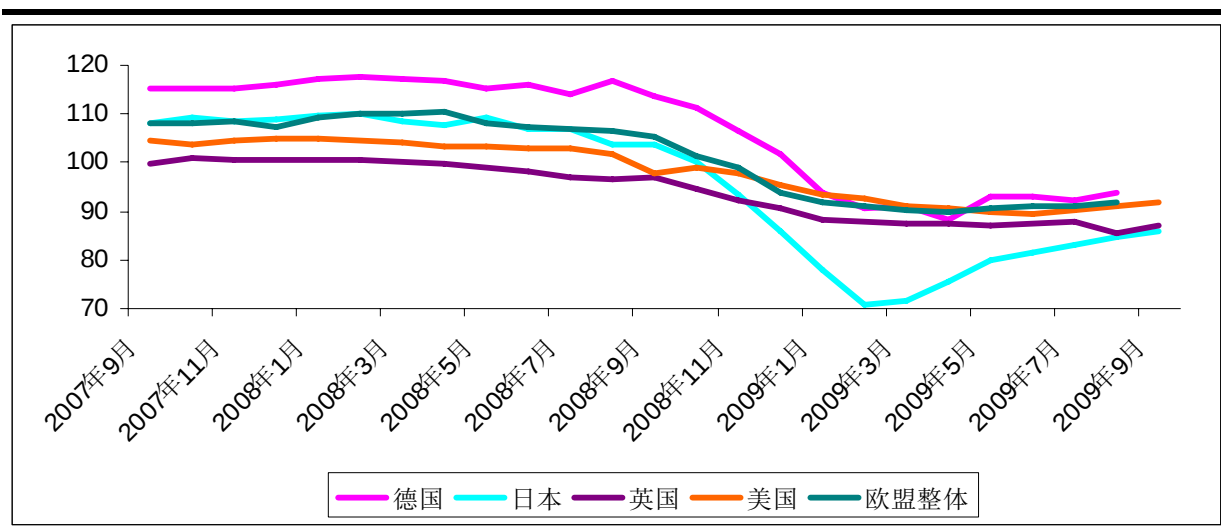
美、日等发达经济体制造业 PMI 指数在 2009 年的三季度回暖至 50 以上, 到目前已经连续保持 4-5 个月, 而欧元区的 PMI 指数也在 10 月份站上 50 大关, 说明全球复苏进一步加强 (见图 20)。而本文第一部分论及的 OECD 先行指数也预示全球经济在开始从复苏走向扩张。



数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所。

图 20: 进出口贸易在逐渐好转

从实体经济的走势看, 2010 年全球经济实现较强劲的反弹已具备一定基础, 截至 2009 年的前三季度, 主要发达经济体的工业生产指数都开始反弹 (见图 21), 说明工业生产已经开始实质性复苏。



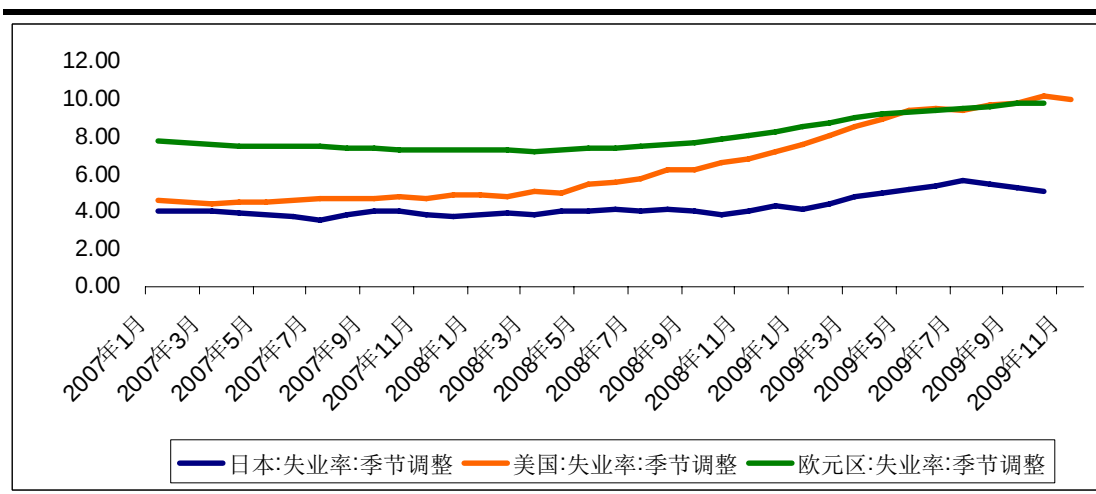
数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 21: 主要发达经济体的工业生产指数在 09 年三季度反弹

根据现有情况判断，2010 年全球经济将转入温和增长阶段，经济增长将逐渐恢复到 3% 左右。而全球经济结束衰退开始转为正的温和增长将给我国的出口贸易带来实质性的利好，预计全年的出口将增长 10% 左右，而进口由于今年基数相对较低和国内大规模投资和生产的拉动效应将可能达到 15% 左右的增长，对 GDP 的贡献将转为正向拉动，不过作用有限，预计在 0.3 个百分点左右。

但是，我们认为 2010 年的外贸出口形势还须保持谨慎，全球经济复苏的基础仍不够厚实，同时我国将面临更多的贸易摩擦和贸易保护主义，这两者都将在不同层次和领域冲击我国外贸的恢复。

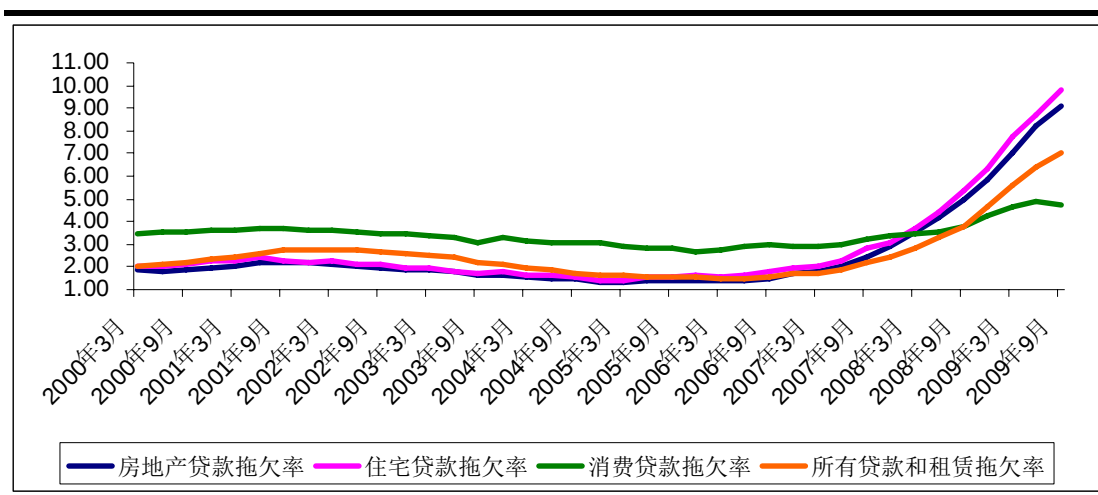
目前全球经济的回升还是受政策刺激和金融等虚拟经济的繁荣带动，实体经济还未完全走出衰退。从失业率看，美国虽然 2009 年的 11 月份的失业率比 10 月份下降 0.2 个百分点，但仍维持 10% 的历史高位，而欧元区的失业率还在继续爬升（见图 22），较高的失业率说明实体经济仍未迈出坚实的复苏步伐，稳定增长的基础还不够厚实。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 22: 美国和欧元区失业率仍处在高位

同时，金融系统的风险仍在，市场存在反复的可能。到 2009 年 10 月份，美国金融体系的坏账情况仍不容乐观，实际坏账比危机前有所增长，信贷违约的情况也在恶化（见图 23）。金融风险仍没有完全消除。而迪拜世界的危机事件也正说明了全球经济体的金融风险仍在，其对市场冲击的潜在危机不可忽视。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 23: 美国的金融系统仍存较高风险

从国际贸易环境看，保护主义对我国外贸的冲击还将加大。2009 年，国际贸易保护主义重新抬头，实施反倾销调查也逐渐增加。据世贸组织（WTO）秘书处统计数据显示，截至 2009 年 10 月 28 日，WTO 成员共发起 171 起反倾销调查，其中第三季度发起的反倾销调查数量较去年同期相比增长 23% 以上。WTO 预计今年全年反倾销调查数量将达 230 至 250 起，超出 2008 年全年的 212 起。而针对我国出口产品的反倾销调查更是显著增加。到 10 月份，共有 19 个国家（地区）对我国发起 102 起贸易救济调查，涉案总额约有 116.8 亿美元。2010 年我国出口面临的反倾销调查还将增加，而这在一定程度上对某些产业的复苏形成巨大冲击。

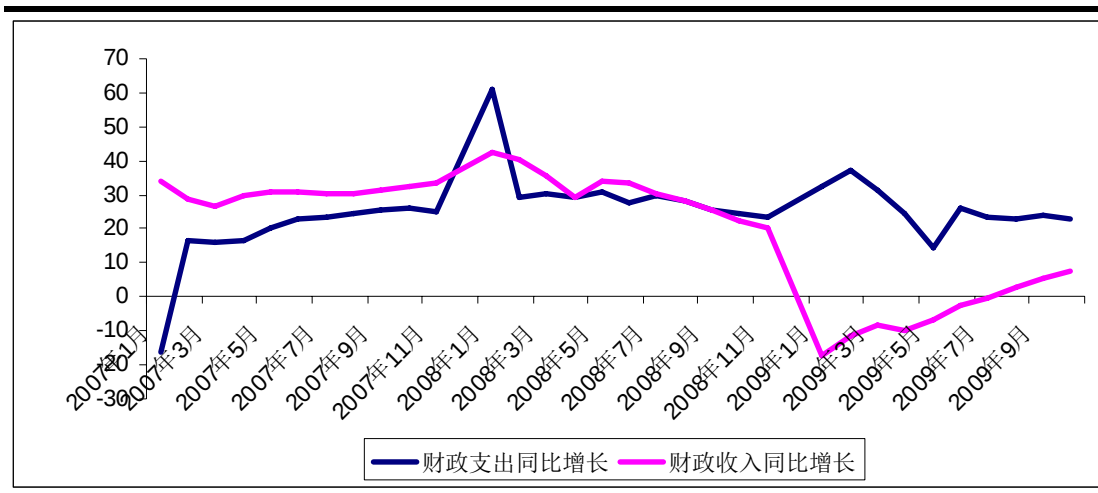
三、固定资产投资将面临结构性调控，但总投资仍将维持较高增幅

2009 年我国的固定资产投资成为拉动增长的主要力量，而随着经济走出复苏进入稳定增长的新阶段，国家将有意识地降低固定资产投资的增幅，实施结构性调控。主要原因是：

一是国家管理通胀预期需要逐步收缩信贷规模。我国目前的固定资产投资中，银行信贷是主要的资金提供者之一，而大规模投资中信贷扩张带来的货币超供应自然增加了通胀压力。在加强通胀预期管理的政策目标下，我国将在 2010 年有意识的逐渐收紧信贷将是不可避免的。

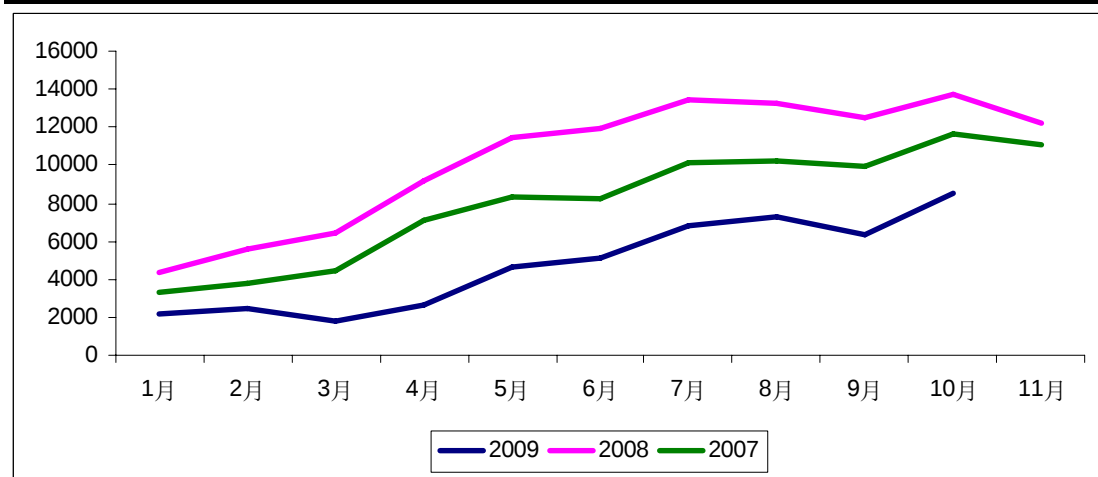
二是国家调整经济增长结构的需要。2009 年投资对 GDP 的贡献将超过 80%，而随着外贸拖累效应的减弱和消费的持续增长，两者对 GDP 的贡献将逐渐提高，投资无需再保持如此巨大的规模。同时，从政府的战略目标来看，我国也是希望逐渐提高消费对 GDP 的贡献。因此，在促消费和调结构成为主旨的情况，投资将被有重点地调控和收紧。

三是前期大规模的投资给各级政府带来了财政压力。受到经济下滑的影响，我国的财政收入受到显著影响，而财政支出却在保增长的情况下保持了较高增长（见图 24），最终导致我国的财政盈余也显著小于往年（见图 25）。显然，大规模财政投资给各级财政带来了较大压力。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 24: 财政增收受到较大影响

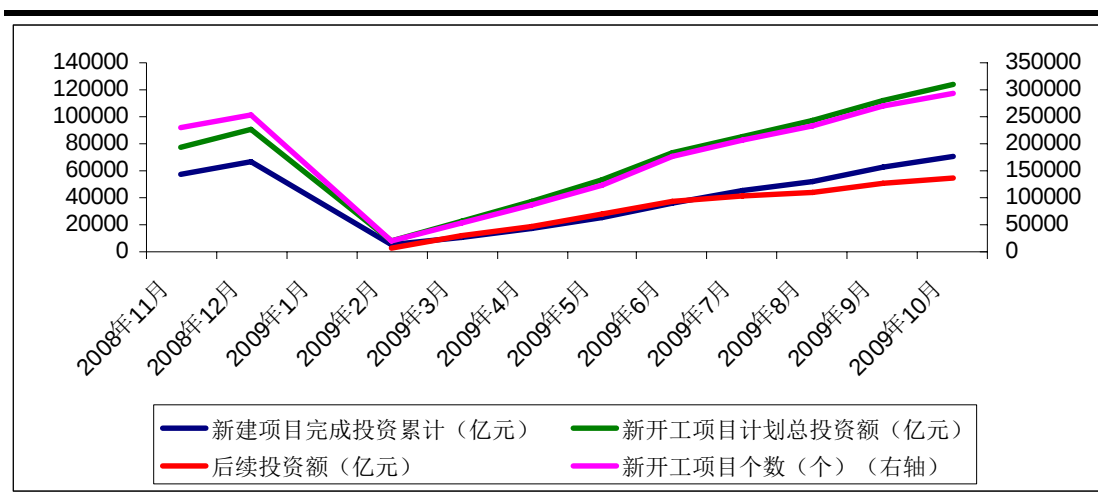


数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 25: 2009 年不包括债务收支的财政收支盈余要显著低于以前年度

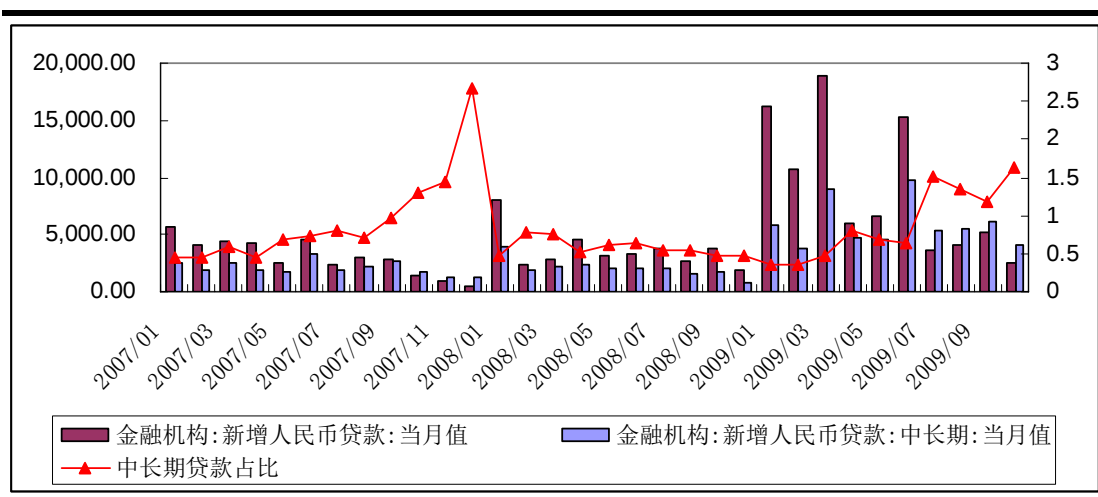
但是，现有投资的惯性作用将使 2010 年的投资规模仍保持在较高的水平。我国 2009 年的大规模固定资产投资中新增项目急剧增加，而计划投资额度也是相应的大幅增加，扣除 2009 年将完成的投资额，2010 年的后续投资规模仍旧比较大（见图 26）。根据投资进度估算，已开工项目的后续投资规模将保持在 2009 年底新建投资完成额的 70% 以上水平。

而从银行的信贷结构看，中长期贷款占了更多比重。到 2009 年 10 月，我国银行新增贷款中，中长期贷款占了当月新增贷款的 162%。显然，中长期贷款将在后续的 2010 年逐渐投放。这跟刚才提到的新增项目和计划投资额激增情况相符合，2010 年的固定资产将在投资惯性的作用下继续保持较高的增长规模。我们预计固定资产规模投资增速在 25% 左右，将拉动 GDP 增长 4.9 个百分点左右。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 26：2009 年新开工项目投资将在 2010 年延续



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 27：快速增加中长期贷款有力保证了 2010 年的投资规模

表 4：2010 年我国宏观经济主要指标预测

主要经济指标		2007	2008	2009F	2010F
GDP	实际增速 (%)	11.9	9	8.2	9
三大需求 (支出法):					
最终消费支出	实际增速 (%)	10.56	8.82	6.77	7.03
	对 GDP 增长的拉动 (%)	5.11	4.11	3.2	3.8
资本形成总额	实际增速 (%)	13.42	12.03	15.73	12.01
	对 GDP 增长的拉动 (%)	4.87	4.06	7.1	4.9
货物和服务的净出口	名义增速 (%)	40.39	3.23	-23.8	9
	对 GDP 增长的拉动 (%)	1.92	0.83	-2.1	0.3
城镇固定资产投资	名义增速 (%)	25.8	26.1	33	28
	实际增速 (%)	21.04	14.83	33.7	25
社会消费品零售总额	名义增速 (%)	16.75	21.6	15.3	17-18
	实际增速 (%)	11.15	14.43	15.9	15
进出口	进出口名义增速 (%)	23.46	17.8	-9	13
	出口名义增速 (%)	25.69	17.2	-10	10
	进口名义增速 (%)	20.74	18.5	-9	15
货币供应量:	M1 增速 (%)	21.01	9.06	27.3	21
	M2 增速 (%)	16.72	17.82	27.8	20
CPI	CPI (%)	4.8	5.9	-0.55	3
PPI	PPI (%)	3.1	6.9	-5.6	5

四、经济增长模式嬗变的政策导向

展望 2010 年,全球经济复苏的形势尚未明朗,当前宏观经济的最大风险是贸然退出经济刺激一揽子政策,在未来一段时期内继续实施扩张性经济政策将是全球经济真实扩张的切实保证。相对国际经济形势而言,尽管中国经济已经率先复苏,但是国内经济运行的根基亦缺乏稳固,因而推动经济持续扩张将成为中国宏观经济政策的根本基调。在这一政策导向下,保持宏观经济政策的连续性和稳定性,继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策将成为经济政策的基本取向。

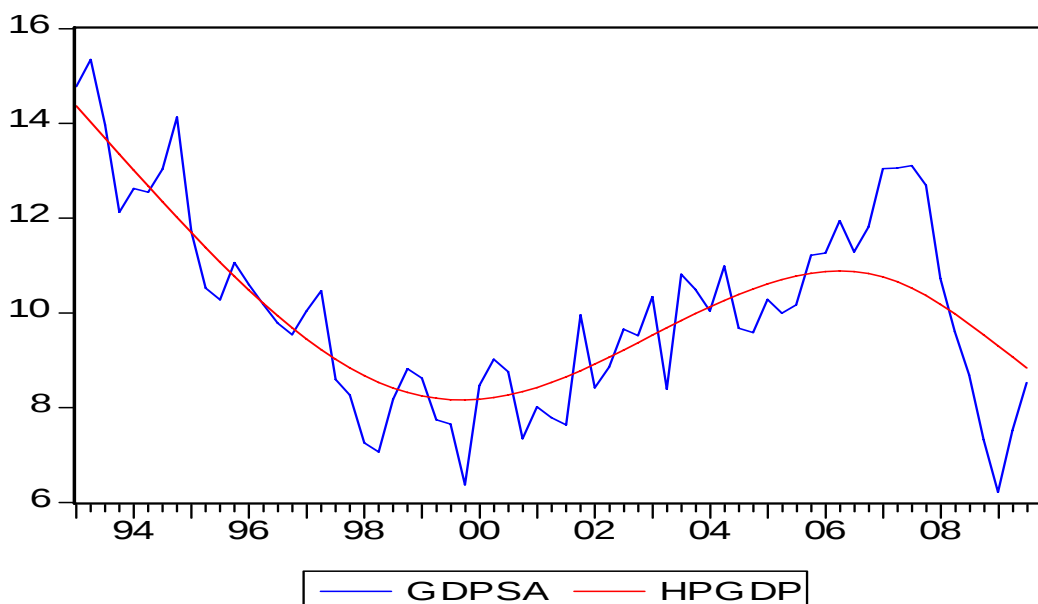
然而,保持宏观政策连续性和稳定性并不意味着经济政策一成不变,而是通过政策结构化调整推动经济增长的嬗变。相对 2009 年而言,2010 年将在保持经济总量的前提下进行宏观经济政策的灵活搭配,尤其在中央经济工作会议的指引下,将 2010 年宏观经济政策基调定为“调结构、扩内需”,从而推动经济增长质量提高。具体分析如下:

1、推动经济持续扩张仍是宏观政策主基调

将推动经济持续扩张作为宏观经济政策的主基调,是由当前国内外经济形势所决定的。从国际经济形势看,美国经济虽然向好,但失业率还是很高,世界经济复苏的根基并不坚实;从国内经济形势看,经济增长的内生机制还没有完全形成,主要靠政府投资拉动,外需也不

乐观，现实经济增长仍在潜在经济增长趋势线下方运行（见图 28）。在这种情况下，继续保持宏观政策扩张的基本取向成为一种必要。具体在落实过程中，将进一步完善应对国际金融危机冲击的一揽子计划，将继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。在此需要指出的是，保持宏观经济政策连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，但并非 2010 年宏观政策与 2009 年完全一致，而是宏观政策方向和力度上进行调整。

“全球经济再平衡”要求中国经济增长动力结构必须进行切换，即从出口导向经济转型至消费驱动经济。根据 G20 会议的经济主题，未来“全球经济再平衡”成为全球经济模式导向，中国未来经济发展适应这一基本趋势，我们认为，2010 年宏观经济政策将更加注重推动经济发展方式转变和经济结构调整，并根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性，注重提高经济增长质量和效益。尤其是针对 2009 年信贷增长过快和投资对经济增长贡献度比重过高的状况，进行增长结构的进一步调整和优化，并将政策重点从投资转向促进国内需求特别是消费需求持续增长，增强居民特别是低收入群众消费能力，以维持中国经济增长的持续动力。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 28：GDP 增长率缺口

2、产业政策：调结构，发展低碳经济，推动中国经济可持续发展

中央经济工作会议的指引下，将 2010 年宏观经济政策基调定为“调结构、扩内需”，从而推动经济增长质量提高。2010 年的主要任务是“调结构”，为了保证“调结构”的顺利进行，需要有推动经济的政策配合，这也决定了经济刺激政策在 2010 年不会迅速退出，但在政策取向进行调整以满足经济结构调整和经济持续发展的需要。

“调结构”政策，重点在于抑制产能过剩，培育新兴产业，要着力推动经济结构调整和战略性新兴产业发展，落实重点产业调整振兴规划，加大用新技术改造和提升传统产业力度，

加大研发投入，加大自主创新力度，加快培育战略性新兴产业。具体落实到在政策导向上，在 11 月底国务院总理温家宝发表的《让科技引领中国可持续发展》，明确提出要把争夺经济、科技制高点作为战略重点，逐步使新兴战略性新兴产业成为经济、社会发展的主导力量。同时，为落实经济结构调整，国家发改委正在制定《产业结构调整目录》，加大结构调整力度，解决产能过剩将成为政策重点。

与调结构相适应，在未来中国经济持续发展道路上“发展低碳经济”是另一个基本指引方向。现在，中国政府已经明确承诺减排目标：到 2020 年我国单位国内生产总值二氧化碳排放量比 2005 年下降 40%—45%。中国的节能减排措施，将对中国目前的产业结构造成重要影响，其中在交通运输、电力供应和建筑等重点领域将产生革命性变化。

3、以通胀预期管理为导向的政策微调与相机决策的政策调控

由于超宽松的货币政策不可能在 2009 年进行复制，宏观经济政策导向，将在继续保持连贯性同时，针对今年以来大量投放的流动性以及近期资产价格（尤其是房地产价格）上涨，通胀预期管理已经正式纳入政策视野。

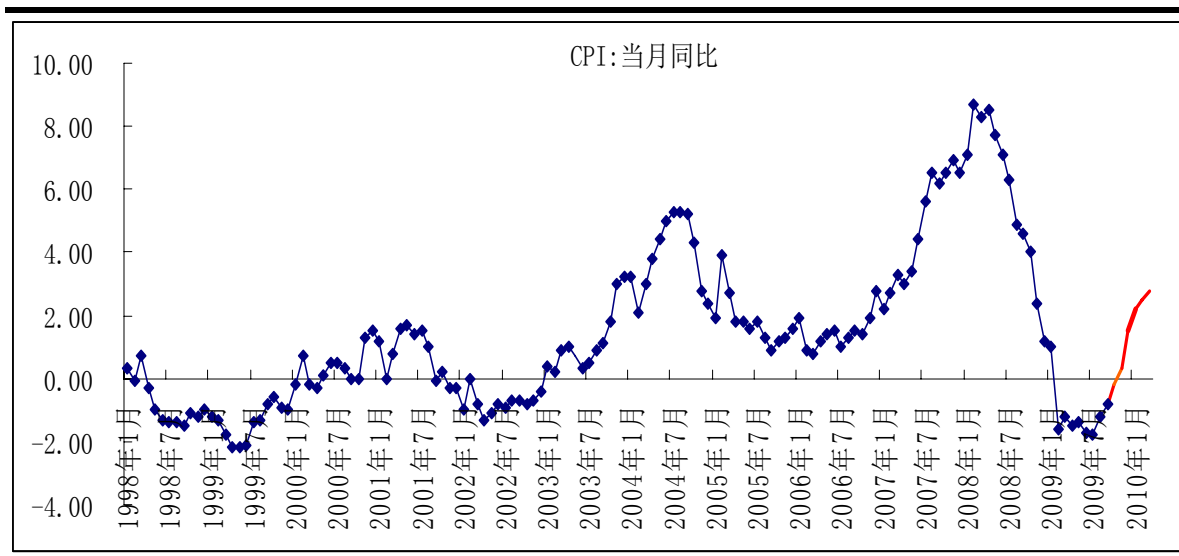
本轮通胀预期的形成，从理论上而言是货币超额供应的一种结果。正是 2009 年所释放的过多货币，提升了居民部门的主观风险溢价水平和风险偏好。随着经济回升，使得居民和企业风险偏好增强，使得资金从储蓄资产逐步转向风险资产；同时，美国经济企稳使得境外资金风险偏好增强，并逐步流向新兴市场。这些因素叠加，导致了资产价格（包括房地产价格和股市价格）上涨过快，消费物价也面临一定上涨压力。根据资产价格市场到实体经济进行传导的路径，2010 年来物价上涨将面临更大的压力。一旦发生这种情况，或者是通货膨胀率较高，意味着宏观经济政策的方向上要进行调整。根据对当前物价翘尾因素和新涨价因素的分析。预计到 2010 年 1 季度之前，物价指数压力并不大，出现明显通胀压力应在 2010 年 2 季度之后，因此我们具有一年期的时间窗口对通胀预期实施管理（CPI 同比增速超过 3% 作为衡量真实通胀依据）。通胀预期实现的时间窗口，预计在 2010 年第 2 季度。

对通胀预期积极实施管理，重点将对信贷、投资政策和货币供应等一系列政策框架进行结构性调整，具体包括：

（1）信贷规模和货币供应控制：本轮通胀预期的形成在很大程度上是由于超额货币供应和超额信贷投放“双超额”所形成，通胀预期可能意味着政府管理部门将对 2010 年信贷规模的管控，通过合理的信贷规模推动投资合理增长。

（2）抑制资产价格泡沫将是通胀预期管理的重要一环。抑制资产价格尤其是房地产价格过快增长，有利于稳定居民预期。抑制房价除了传统房地产政策之外，预计政府将加大土地供给，抑制投机性需求。

（3）利用资本市场为实体经济服务，抑制股市投机需求：重点是加大 IPO 发行力度，加快主板、创业板、中小板、国际板等多层次资本市场发展。



注：红色为预测。

数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 29：我国物价指数 CPI 运行及未来预测

4、信贷政策“回归正常”，适时调整信贷的规模、投向、力度，确保有效需求得到满足

超额信贷供给对保证 2009 年中国经济的迅速反弹起到关键作用，然而从长远角度看“天量信贷”所隐含的隐患同样不容忽视，若放任信贷增长必然会产生过度投资、过剩产生和银行坏账等一系列问题，因此在 2010 年信贷政策“回归正常”成为一种必然。

信贷政策“回归正常”意味着信贷供给逐渐按照市场机制正常化。2009 年政策导向是逆周期政策促使央行向银行体系和经济系统注入资金，超额信贷的投放对经济增长“保八”发挥了积极作用，2010 年合理的信贷增长将重点为调结构服务。在后危机时期如何进行超宽松货币政策退出，合理投放货币供给，缩小货币缺口；适时调整信贷的规模、投向、力度，确保有效需求得到满足，就成为宏观经济管理的重点。2009 年全年信贷增长总量约 9.7 万亿元，2010 年新增信贷目标可能在 6 万亿到 7 万亿元。

5、货币政策总体基调将逐步从宽松转向稳健或中性，信贷指标在货币政策传导中发挥新机制

在经济复苏基础并不稳固的背景下，还不具备货币政策收紧的条件。然而，随着通胀预期的日趋强烈，通胀预期已经纳入政策视野。对未来通胀形势的判断，直接决定着货币政策趋势和力度。当前宏观经济复苏的基础并不牢固，宽松政策激进退出有可能导致复苏进程夭折。由于基建投资、制造业民间投资、就业等对宽松政策依赖较大，一旦在短期采取升息、信贷控制这样的手段，将给经济恢复造成较大波动。目前，尽管经济运行中体现了较强的通胀预期，而现实性通胀转化至少需要 6 个月左右，即 2010 年上半年将是通胀和政策转化的实质窗口。因此，宽松的货币政策在中短期内将逐步转向稳健或中性。

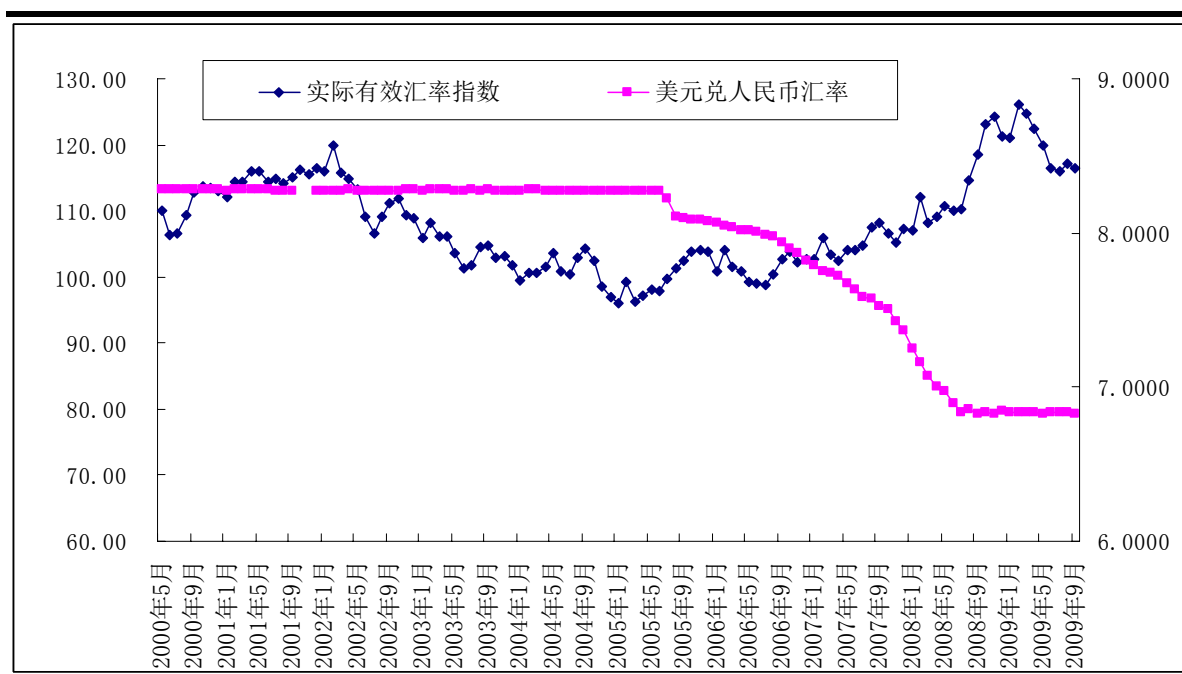
同时，在此需要指出的事，在宏观政策导向上有必要重新认识中国信贷在货币政策传导中的新机制。在本轮经济启动过程中，利率保持相对稳定，而信贷超额增长发挥了积极作用，信贷工具扮演的角色远胜于利率工具。因此，我们判断，在未来货币政策逐步回归中性过程

中，信贷调整更能体现了政策意图，信贷的调整力度和调整速度要快于利率指标，而利率调整步伐将明显滞后，利率调整时间最快在 2010 年第 3 季度。

6、美元汇率成为影响 2010 年中国经济的重要外生变量，人民币汇率面临调整压力

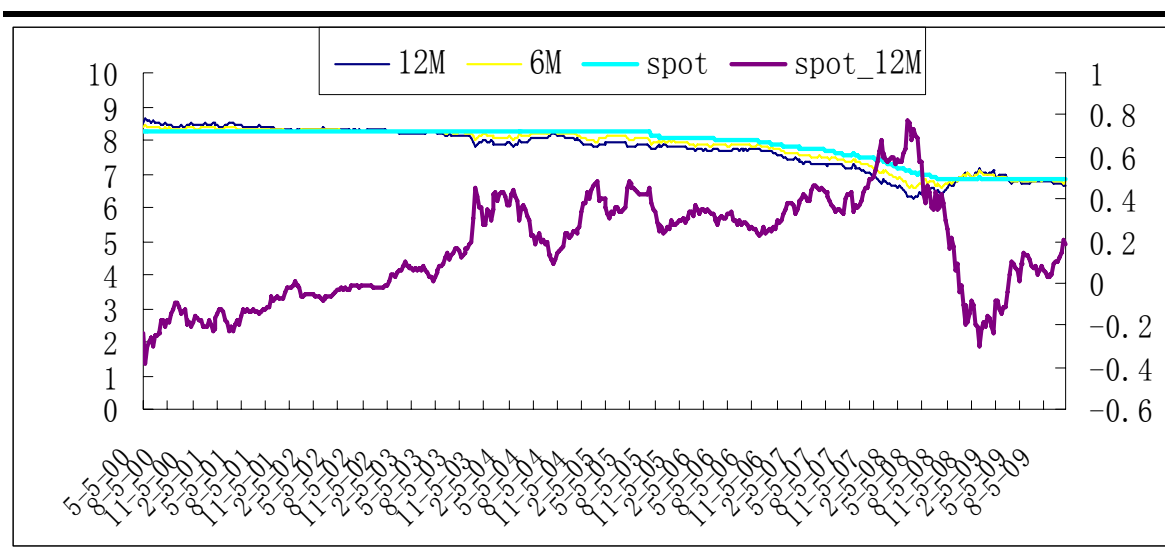
美元低利率政策和弱势美元政策，将对中国货币政策产生很大压力。美国经济复苏的疲软，将使得美联储的货币政策相对保守。货币政策趋势主要“经济增长和通胀因素”，鉴于复苏势头疲软，为支持经济复苏，美国采取了弱势美元和低利率的政策。我们判断，美联储低利率政策和弱势美元政策至少保持到 2010 年中期；同时，通货膨胀在一段时间将保持在低位。在高失业率和低通货膨胀情况下，预计将在较长时期内维持接近零的利率水平，这将对我国国内货币政策政策产生很大压力。在 09 年 3 季度开始造成“热钱”加速向我国市场流入，直接造成了人民币升值压力。从人民币有效汇率和名义汇率图可以看出，有效汇率和名义汇率的背离，造成了人民币的升贬值压力。自 08 年 3 季度全球金融危机爆发以来，人民币汇率采取“锚住”美元策略，在 08 年第 4 季度人民币名义汇率不变而实际汇率伴随美元升值，然而 09 年以来，美元大幅贬值显然造成了人民币升值压力（见图 30）。这一点从人民币无本金交割远期汇率（NDF）更直观地观测到，从 09 年 5 月开始刻画人民币的升贬值压力指标（12 月人民币远期与人民币即期汇率之差）一直攀升（见图 31）。

2009 年的四季度，关于人民币汇率的升值问题再次成为敏感性问题，尤其是 11 月底的中国-欧盟高峰论坛，再次将人民币汇率政策的弹性问题提到议程。对人民币汇率政策判断，我们的观点是在中短期保持“锚定”美元策略，在 2010 年中期预计重启升值态势。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

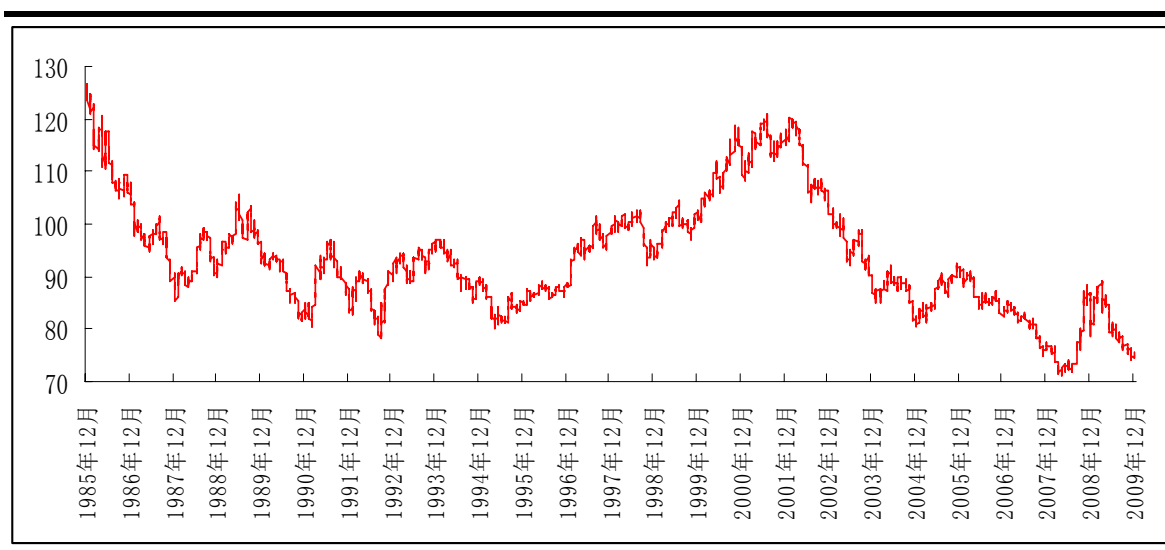
图 30：人民币有效汇率和名义汇率



注：spot 为人民币即期汇率；12M 表示 1 年交割的人民币远期汇率，6M 表示 6 个月交割的人民币远期汇率；spot_12M 表示 12 月人民币远期与人民币即期汇率之差。

数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 31：无本金交割远期汇率（NDF）和人民币升值压力



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所。

图 32：美元指数走势（1985.12-2009.12）

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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或征价。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。本报告版权归我公司所有。