

宏观研究小组

2010 年宏观经济研究

联系人

邹璐

电话: 0755-83707473

邮件: zoul01@ghzq.com.cn

张莹花

电话: 0755-83706284

邮件: zhangyh@ghzq.com.cn

中国宏观经济运行数据

同比增速, %	09.09	09.10
城镇固定资产投资	33.3	33.1
社会消费品零售总额	15.5	16.2
工业增加值	13.9	16.1
进口	-3.53	-6.44
出口	-15.24	-13.83
PMI 指数	54.3	55.2
CPI	-0.8	-0.5
PPI	-6.99	-5.8
M1	29.51	32.03
M2	29.31	29.42
人民币贷款余额	34.16	34.19

相关报告

《2009 年宏观经济四季度报: 出口回暖
通胀重临》
2009 年 9 月 25 日

《2009 年宏观经济半年报: 全球通胀预
期下的艰难复苏之路》
2009 年 6 月 26 日

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 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。

- **美国经济“倒 V”型复苏, 主要经济体量化宽松难以退出。** 预计 2010 年美国经济将实现 2.2% 的增长, 但其复苏态势将呈“倒 V”型。由于高企的失业率、巨大的产出缺口、通缩的压力及庞大的财政赤字等因素都将使得美国量化宽松货币政策的退出可行性降低。同时日本巨大的产出缺口、通缩的压力、日元的升值和不断上升的实际利率也使得日本量化宽松难以退出。而欧盟由于经济复苏好于预期、通胀开始出现等一系列因素将促使其可能在 2010 年上半年退出量化宽松货币政策。
- **明年中国经济将进入温和通胀复苏周期。** 由于全球经济逐渐复苏, 中国出口将逐渐回暖, 而消费在收入、就业及信心好转下有望继续回升, 投资虽将回落但仍有望保持较高增长, 不过由于美国“倒 V”型复苏, 可能导致明年出口下半年有再次下滑风险, 但中国政府投资尚有空间, 预留对经济波动的调控。预计明年消费、投资和出口分别增长 18%、25% 和 10%, 中国经济有望回升至 9%, 全年可能呈现“V”型走势, 二季度最低, 为 8% 左右。同时, 明年为温和通胀的可能性大, 预计 CPI 为 2.7%, PPI 为 5.0%。但资产价格泡沫可能积聚是明年需要关注的风险。
- **消费将启动中国长期经济增长新动力。** 根据对美国、日本及中国台湾消费发展的比较研究, 我们发现目前中国收入所处的阶段、中国居民货币可得性以及社会保障等, 都处于最终消费率面临拐点的阶段, 中国消费可能正逐渐进入快速发展时期, 成为启动中国长期经济增长新动力。
- **明年将是政策“调整年”, 谋远虑成重点。** 财政政策重点正逐渐转向“调结构”和“促消费”, 更着重中国长期发展。不影响经济增长前提下, 货币政策可能从数量到价格逐渐退出, 预计明年信贷可能控制在 7-8 万亿, 公开市场操作仍是主要手段。由于人民币升值预期所导致的外汇占款增加可能推动明年上调存款准备金, 但人民币汇率由于出口回暖压力可能保持稳定, 除非输入性通胀压力已影响经济增长。加息则可能在资产价格及原油价格超预期上涨前提下启动, 最可能的时间为明年四季度。

目 录

美国经济“倒 V”型复苏，主要经济体量化宽松难以退出	2
一、2010 年美国“倒 V”型复苏	2
1.2010 年失业率将居高不下	5
2.产能利用率是衡量美国经济复苏状况的重要指标.....	5
3.2010 年有进一步增加财政刺激的可能.....	6
4.美国通缩压力大于通胀压力	7
二、2010 年美、日宽松的货币政策难以退出.....	9
1.2010 年美国量化宽松的货币政策难以退出.....	9
2.2010 年日本量化宽松的货币政策难以退出.....	10
3.2010 年上半年欧盟有可能率先退出量化宽松的货币政策.....	11
三、美元短期看贬，2010 年中后有走强动力.....	11
中国经济步入新一轮增长周期	13
一、中国经济景气正不断回升	13
二、出口可能弱势复苏	14
1.全球经济迈向复苏，有利于中国出口逐步回暖.....	15
2.明年出口复苏呈弱势，下半年有再次下滑风险.....	17
三、固定资产投资将有所回落，但仍保持较高增长.....	19
1.保增长转向调结构，投资增速有望回落.....	19
2.房地产投资有望保持平稳增长	21
3.政府投资仍有较大空间，预留对经济波动的调控.....	21
三、中国将逐步进入消费快速增长时期	22
1.短期因素助推消费增速回升	23
2.长期因素带动中国消费进入快速增长期.....	25
五、明年经济有望回升至 9%，同比“V”型走势	29
温和通胀 VS 资产价格泡沫	30
一、高信贷增长不一定必然出现高通胀	30
二、目前不具备高通胀的环境——与 2007 年的比较研究.....	32
1.目前与 2007 年所处的经济环境不同.....	32
2.原油价格大幅上行空间受到基本面制约，预计明年在 70-110 美元之间.....	32
3.农产品库存消费比尚高，国内收储较多，能平抑价格.....	33
4.猪肉价格受制于供给，上涨空间有限.....	34
三、预计明年 CPI 为 2.7%，为温和通胀.....	35
四、防通胀投资兴起，资产价格风险增加	36
政策“调整年”——谋远虑成重点	37
一、外松：基调保持不变，依然坚持积极财政政策和适度宽松货币政策.....	38
1.中国经济回升尚未企稳，出口回暖面临不确定性.....	38
2.明年政策重调资产价格，而非抑制经济过热.....	39
二、内紧：政策更重调结构，局部将有所收紧.....	39
1.财政政策更重调结构，促消费是重点.....	40
2.货币政策退出次序：先数量后价格，加息可能在年底.....	44
3.汇率政策“稳”为主，输入性通胀压力加大时适度升值	47
2010 年宏观经济数据预测	48

美国经济“倒 V”型复苏，主要经济体量化宽松难以退出

我们预计 2010 年美国将实现 2.2% 的增长，但其复苏态势将呈“倒 V”型，2010 年财政刺激的额度虽然显著高于 2009 年，但由于其大部分补贴到期日在 2010 年中，因此美国经济 2010 年下半年经济增速在没有进一步财政刺激的情况下，将比上半年经济增速明显放缓。而由于目前领先于其他行业 5-12 个月停止裁员的房地产和银行业仍在裁员，2010 年全年失业率将居高不下，维持在 10% 左右的水平，增加美国经济复苏风险。

“倒 V”型复苏的美国经济、高企的失业率、巨大的产出缺口、通缩的压力、需要进一步财政刺激和庞大的财政赤字都将使得美国的量化宽松货币政策的退出可行性降低。同时日本巨大的产出缺口、通缩的压力、日元的升值和不断上升的实际利率也使得日本量化宽松难以退出。而欧盟由于经济复苏好于预期、通胀开始出现、银行开始恢复借贷等一系列有利因素将在 2010 年上半年退出量化宽松的货币政策。

由于金融市场上美元和日元是主要的套利工具，因此，我们预计欧盟的逐渐退出量化宽松将不对我国股票市场产生实质负面影响。而美国和日本的不退出将使得美元和日元的同业拆借利率持续低企，套息交易将继续支持大宗商品和原油的价格，美元对人民币巨大的利差和人民币升值的压力将进一步增加资金流入中国的兴趣。以上问题将加大我国的输入性通胀压力和资产泡沫风险。

但需要注意的是美元如果 2010 年中期走强有可能导致全球套息交易方向逆转，大宗商品和股票市场都面临剧烈动荡的可能性。

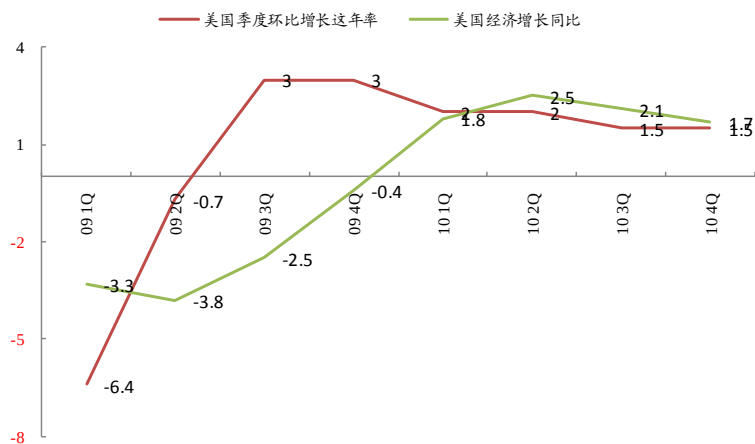
一、2010 年美国“倒 V”型复苏

我们提高 2010 年对美国经济增长预测 0.5 个百分点至 2.2%。主要依据是美国 2 月份通过的 7870 亿美元的财政刺激方案，按照美国每年约 14 万亿美元的 GDP，2010 年财政刺激的额度约为 3300 亿美元，美国的财政乘数为 0.7，因此 2010 年的 GDP 增长率 = $3300 \text{ 亿} \times 0.7 / 14 \text{ 万亿} = 1.7\%$ 。但近期美国国会进一步增加 450 亿美元的财政刺激额度和 2010 年有可能增加 750 亿美元的刺激额度将使得 2010 年的 GDP 增长率 = $(3300 + 450 + 750) \text{ 亿} \times 0.7 / 14 \text{ 万亿} = 2.2\%$ 。

美国经济复苏将呈“倒 V”型，在 09 年 3、4 季度达到高峰后（3%、3%），2010 年经济增速季度环比折年率将逐季放缓，2010 年下半年经济增速在没有进一步财政刺激的情况下，将比上半年经济增

速明显放缓。

Figure 1 美国季度经济增长同比和环比

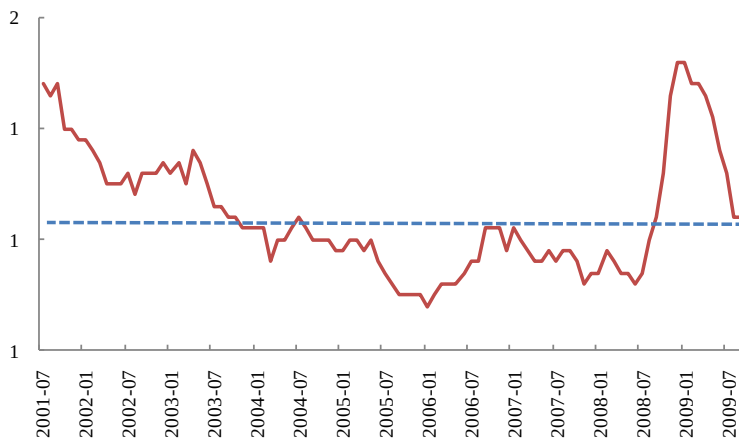


资料来源：国海证券研究所

美国呈“倒 V”型复苏的原因主要在于：3、4 季度美国经济复苏主要动力是补充库存、财政刺激导致消费复苏（减税效应）。购房减税促使房地产止跌回升，购车补贴也使汽车消费大幅回升。

我们预计库存补充很快将完成，10 月份的数据库存销售比已经不再快速下跌，与 9 月份的 1.32 持平，已经恢复到历史正常水平。2010 年库存补充部分对经济增长的拉动将不再明显。

Figure 2 10 月份的数据库存销售比与 9 月份的 1.32 持平

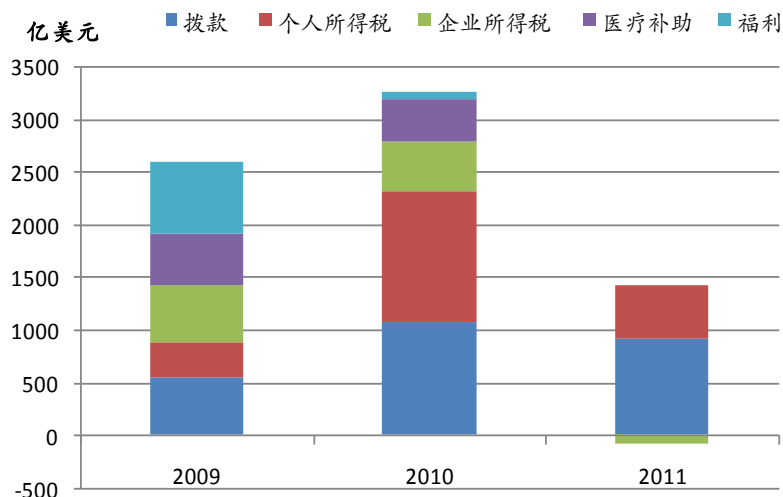


资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

同时我们预计财政刺激对消费的提振高峰会在 2010 年中完成。原因主要在于财政刺激部分虽然 2010 年刺激额度比 09 年高，但是从财政刺激到期的时间来看，大部分财政刺激将在 2010 年中左右到期。

比如在 2009 年底前领取失业救济的申领期于 2010 年 5 月到期；对失业人员医疗保险的缴纳的补贴也将在 2010 年 8 月到期。而且实际情况来看，美国消费者在知道减税方案后有提前消费的行为，因此财政刺激对消费的提振高峰会提前在 2010 年中完成。

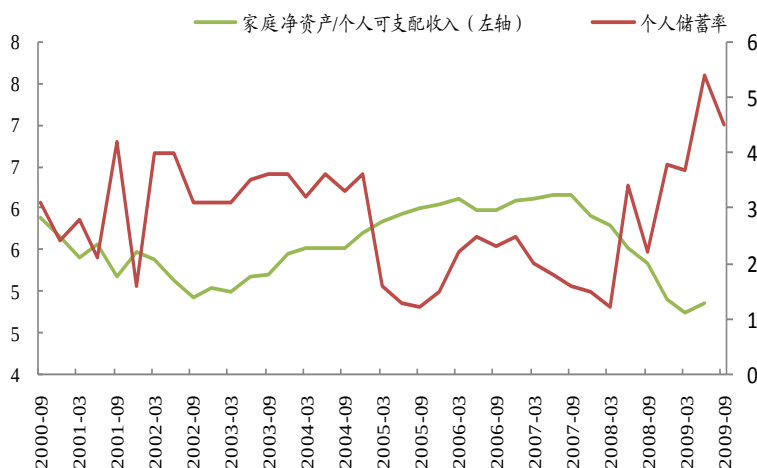
Figure 3 经济刺激方案组成部分



资料来源：美国国会预算办公室、国海证券研究所

个人消费部分，虽然目前由于美国股市的上涨与家庭资产负债相关的个人储蓄率出现下降的苗头，但我们预计这只是阶段性的下跌，个人储蓄率更大的可能是恢复至其历史正常水平的 8% 左右。

Figure 4 个人储蓄率随家庭净资产回升而下跌



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

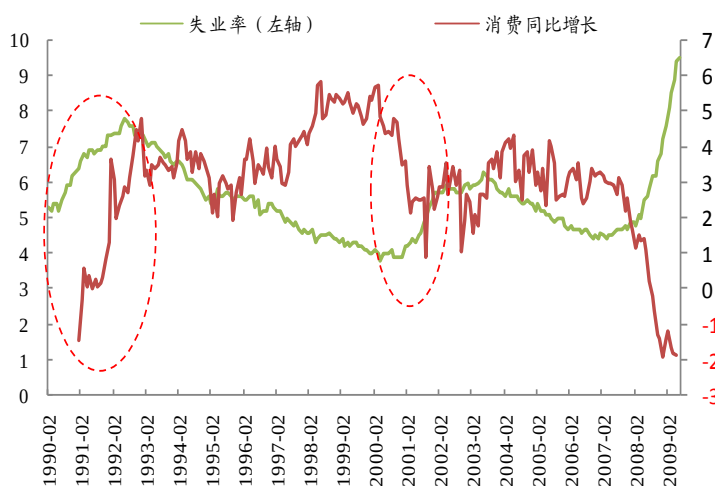
补充库存和财政刺激作用的逐步消退将使得美国经济在 2010 年

中面临增速放缓的风险。因此，我们认为如果没有进一步的财政刺激计划，美国经济再次下滑不可避免。

1.2010 年失业率将居高不下

另外，我们认为失业率 2010 年初见顶，2010 年全年难以下降，原因在于 1990 年和 2000 年发生的无就业增长的情况下，就业复苏缓于经济复苏 1-2 年时间。而这次就业市场的情况又与前两次无就业增长复苏很相似：经济开始回升，但失业率仍然在增加；领先于其他行业 5-12 个月停止裁员的住房和银行业仍在裁员；招聘指标远未达到正常化的水平；根据人力资源公司的调查，企业不打算加快招聘速度。

Figure 5 本次经济复苏与 1990 年和 2000 年发生的无就业增长相似



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

因此，我们判断 2010 年失业率将居高不下，影响到美国产能利用率不能回升。因为根据奥肯定律，产出缺口和失业缺口之间为负相关，产出缺口等于失业率缺口的-1.7 倍。

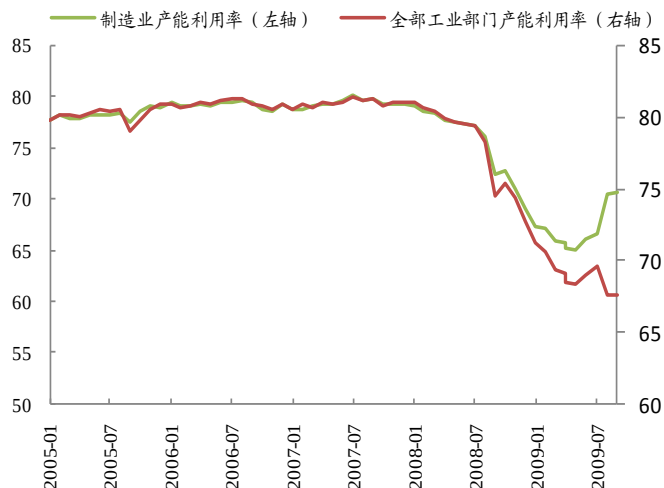
2. 产能利用率是衡量美国经济复苏状况的重要指标

产能利用率是衡量美国经济复苏状况的重要指标，与失业率紧密相关，影响到美国 CPI、财政政策、货币政策和美元汇率走势等一系列重大问题。

2008 年 3 月份以来，美国全部工业部门产能利用率不断下降，从 07 年底 80.6 的水平下降到 3 月份的 69.3，而且目前在美国经济逐步回升以后，产能利用率还有进一步下降的趋势，这也是跟美国目前失业率高企的情况是一致的。这意味着在产能利用率得到进一步提高

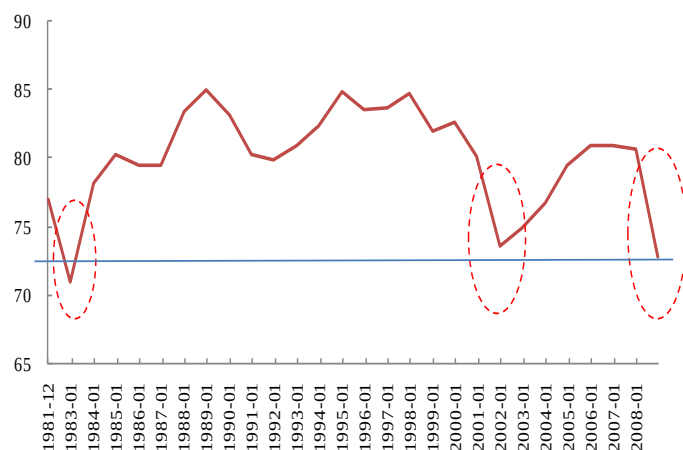
之前，企业不会增加资本投入和增加招聘。从历史上我们可以看到，产能利用率至少需要两年时间来恢复至危机前的水平。这意味着，在未来的一段时间里，企业投资依然微弱，美国经济的实际增长能力将大大低于其潜在的增长能力。

Figure 6 美国的产能利用率并未回升，还有进一步下降的趋势



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

Figure 7 从历史上来看，产能利用率需要两年恢复至历史正常水平；



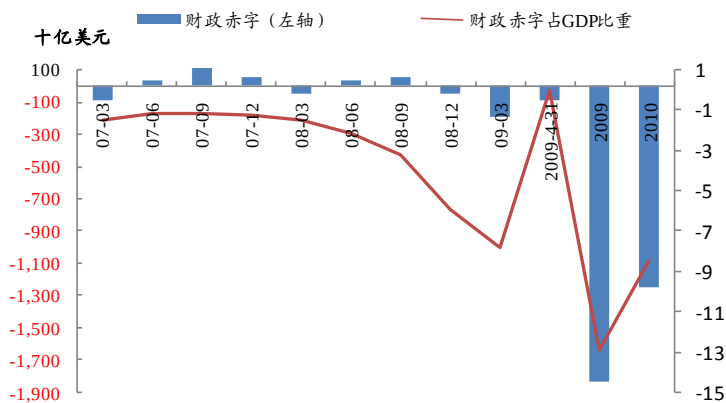
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

3.2010 年有进一步增加财政刺激的可能

因此，财政政策方面，基于目前失业率仍不断上升且失业率有可能居高不下的情况下，美国 2010 年有进一步增加财政刺激的可能，增加 750 至 1000 亿美元，以刺激就业回升。

因此美国财政赤字占 GDP 比重有可能在目前预计的基础上再次增加。

Figure 8 美国财政赤字占 GDP 比重有可能在目前基础上再次增加



资料来源：Bloomberg、美国国会预算办公室、国海证券研究所

因此按照 IMF 的估计，从 2009 年至 2014 年，美国的国债余额占 GDP 的比重将一直维持在很高的水平，远远高于国际警戒线 60% 的水平。除了日本以外，美国将是世界上国债余额占 GDP 的比重最高的国家。

表 1 各国公共债务占 GDP 比重

国家	2009 年	2010 年	2014 年
美国	87%	98%	107%
中国	20%	22%	18%
英国	63%	73%	88%
日本	217%	227%	234%
印度	87%	89%	77%
澳洲	11%	14%	17%

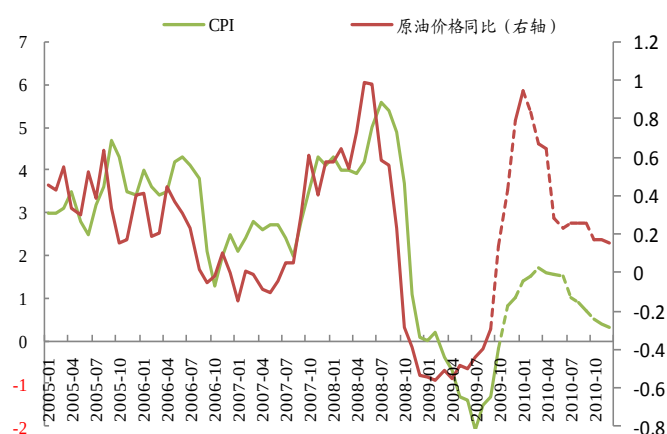
资料来源：IMF、国海证券研究所

4. 美国通缩压力大于通胀压力

美国经济已经走在复苏的通道上，市场转而关注前期的量化宽松的货币政策对通胀带来的影响。近期召开的 G20 财长会议明确继续保持量化宽松的货币政策和财政政策。因此市场对通胀的预期更为强烈，对通胀引发的加息的担忧已经开始扩散。因此在讨论对我国利率政策影响较大的美国利率政策之前，我们先来讨论对货币政策具有重要参考作用的 CPI。我们的研究发现，由于美国面临 80 年代以来最大的产出缺口，2010 年美国面临通缩而非通胀的压力，CPI 2010 年底预测为 0.3%，CPI 走势将呈前高后低的走势；核心 CPI 2010 年底预测为 0%，全年核心 CPI 将持续走低。

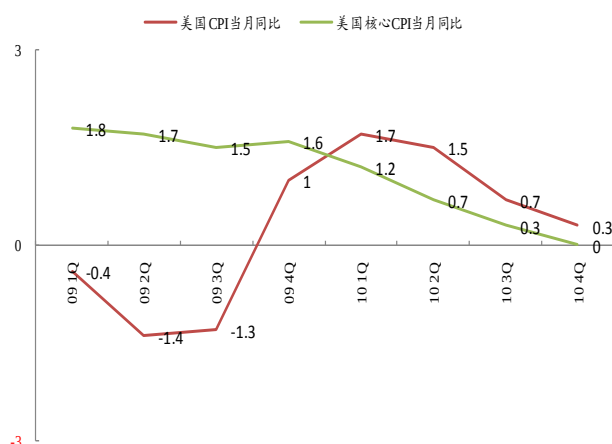
根据国际能源组织的估计，2010 年石油价格将在 100 美元以下波动，在该种假设前提下，2010 年原油价格同比将呈前高后低的走势。由于原油价格走势对美国 CPI 具有明显的领先意义，因此我们预计 2010 年美国 CPI 同样将呈现前高后低的走势。

Figure 9 2010 年美国 CPI 随原油价格将呈现前高后低的走势



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

Figure 10 2010 年美国季度 CPI 和核心 CPI 预测



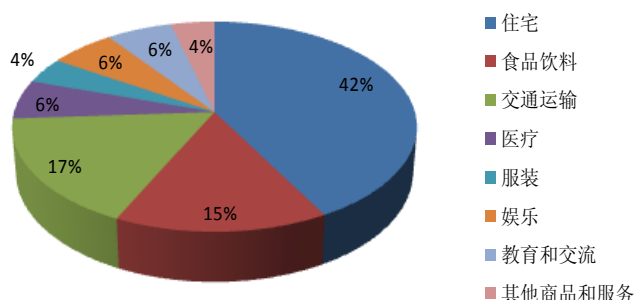
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

核心 CPI 则由于扣除了和能源相关的食品和交通部分, 主要由房租决定, 在前期房价下跌和空置率仍不断上升的基础上, 房租面临下降的压力, 影响 2010 年核心 CPI 持续下滑。

因为从美国的 CPI 构成比较来看, 美国食品和交通运输占 CPI 构成比为 32%, 住宅在 CPI 构成比为 42%, 另外 26% 为服装、医疗、娱乐和教育服务等等。房价指数一般对 CPI 租金指数有提前 6 个月的领先意义。从居住方面来看, 住宅占美国 CPI 构成的 42%, 包括房租、外出居住支出、房屋保险、自有住房的虚拟租金四项, 各项在 CPI 中的比重分别为 6.13%、2.97%、0.35%、21.20%。

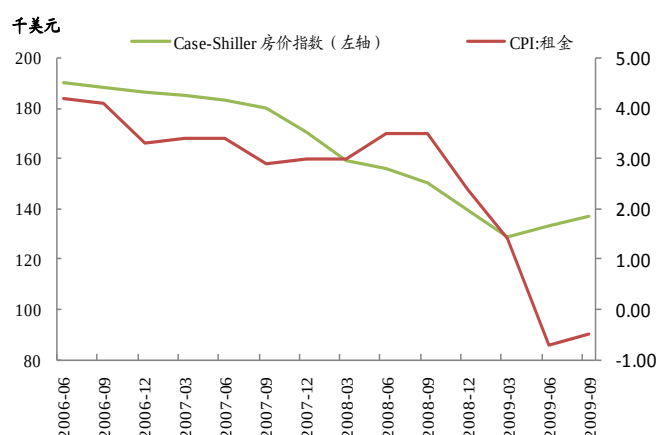
而研究表明, 房价的走势对租金的走势有提前半年的领先意义。从下图可以看出, 目前美国房地产市场仍处于艰难的复苏过程中, 虽然 9 月份的房价指数比最低点已经回升了 6%, 但最近两个月以来, 房价又出现了回调的趋势。目前美国房价不具备持续上涨的条件, 同时前期住房价格的下跌和高空置率将影响美国的房屋租金持续走低。因此占 CPI 构成 42% 的住房部分将在较长的一段时间内制约美国 CPI 和核心 CPI 的显著回升。

Figure 11 美国 CPI 构成



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 12 美国房价指数走势领先于租金走势



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

二、2010 年美、日宽松的货币政策难以退出

我们通过分析美国、日本和欧盟的情况发现,除了欧盟由于经济复苏好于预期、通胀开始出现、银行开始恢复借贷等一系列有利因素将在 2010 年上半年退出量化宽松的货币政策以外;美国和日本都难以退出量化宽松。由于金融市场上美元和日元是主要的套利工具,因此,我们预计欧盟的逐渐退出量化宽松将不对我国证券市场产生实质负面影响。

1.2010 年美国量化宽松的货币政策难以退出

货币政策方面,市场一直对美国量化宽松的政策多有诟病,认为美国应该率先退出量化宽松的货币政策以缓解大宗商品上涨和全球通胀的压力。可美国经济的现实情况却让美联储不得不维持量化宽松的货币政策。从目前的情况来看,2010 年美国量化宽松的货币政策都难以退出。

量化宽松货币政策退出的条件是:银行放松信贷标准、银行信贷和 M2 大幅上升、消费支出大幅增加、劳动力市场恶化趋势得到显著扭转(这也是通货膨胀的条件),但目前这些条件都没有满足,而且我们下面还将论述,2010 年美国通胀的风险非常低,因此对于美国来说,量化宽松的货币政策并未给美国带来了过高的压力。因此在美联储议息会议的成员里,只有 1/6 的投票人对目前宽松货币政策的担心,认为有必要在未来的 6-12 个月内退出。

退出方法:暂停购买抵押债券。

在量化宽松不退出的情况下,加息的可能性也变得更小,根本原因在与 2010 年失业率将持续高企,难以回落,根据泰勒规则计算下

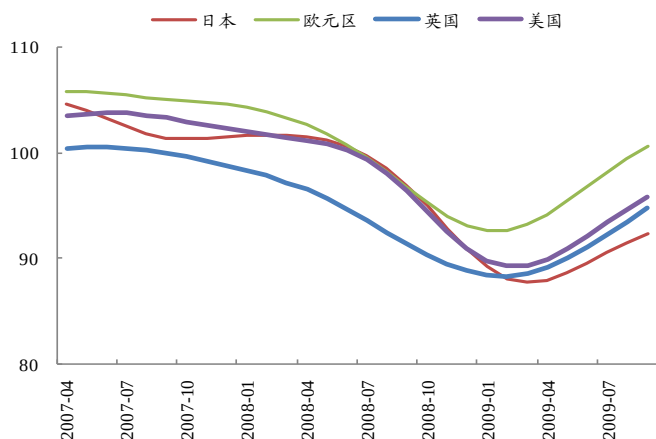
的美国联邦基准利率应该维持在-5%的水平。

因此，我们维持此前的观点：目前美国仍需要大规模财政刺激才能带动经济走出衰退的制约将使得美国在量化宽松的退出时间点上较为迟缓。因为美国大规模财政刺激的结果必然带来国债收益率的走高，而国债收益率的走高将提高盯住长期国债收益率的房贷利率，增加美国房地产市场二次下探的风险。量化宽松的货币政策是本次美国经济成功走出复苏的保障，目前讨论退出为时尚早。

2.2010 年日本量化宽松的货币政策难以退出

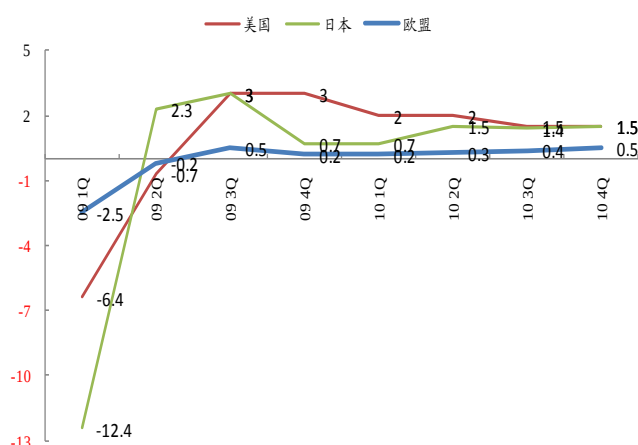
日本和欧盟方面，经济领先指标都显示出经济复苏的强大动力，但日本难以退出量化宽松的货币政策，欧盟则受益于通胀和金融复苏有可能率先退出。从经济领先指标来看，目前三大经济体经济领先指标从低谷已经开始反弹至接近下跌前的正常水平，同时 G3 2010 年经济都将实现正增长。

Figure 13 G3 经济体经济领先指标显著回升



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

Figure 14 G3 经济体 2010 年都将实现正增长



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

日本方面，日本央行决定在今年底降低非常规的量化宽松资产方面的购买。主要形式将通过停止通过购买企业债券的形式为企业提供帮助。但是日本面临进一步通缩的压力使这一举动难以成为日本就此退出量化宽松货币政策的标志。

从日本经济的实际情况来看，日元的大幅升值和不断上升的实际利率实际上已经让日本的金融状况指数变得很紧。同时，未来日本面临很大的通缩的压力，原因主要在于日本的产出缺口已经非常大，需要很长的一段时间来修复。

以下是日本央行对日本 2010 年经济增长和核心 CPI 的估计，日

本不仅在 2010 年，而且可能在 2011 年都面临通缩的压力。

因此，我们认为日本在 2010 年难以退出量化宽松的货币政策。

表 2 日本经济增长和 CPI 预测

估计区间	2009		2010		2011	
实际 GDP 增长率	-3.3	-3.2	0.8	1.3	1.6	2.4
核心 CPI	-1.5	-1.5	-0.9	-0.7	-0.7	-0.4

资料来源：日本央行、国海证券研究所

3.2010 年上半年欧盟有可能率先退出量化宽松的货币政策

欧盟方面，在目前美国和日本仍陷于通缩压力的背景下，欧盟 CPI 却率先实现了正增长，因此其量化宽松政策最早可能在 2010 年上半年退出。原因主要在于根据欧盟委员会的估计，目前欧盟的经济回升好于预期，09 年 3 季度欧盟经济将摆脱衰退，实现正增长；2010 年、2011 年欧盟经济将分别实现 0.75% 和 1.5% 的正增长。11 月份公布的 CPI 已经为 0.6%，实现了正增长，CPI 在 2010 年至 2011 年将保持在 1%-1.5%。

虽然经济将逐步回升，但银行业的亏损和私人部门的去杠杆化的过程将在未来持续对投资和消费增长产生压力。不过可喜的是在欧盟量化宽松的货币政策下，目前欧盟金融紧张指数已经显著下降至历史均值，9 月份公布的银行对私人家庭的借贷环比也实现了正增长。

正是经济增长、通胀和银行恢复借贷等一系列重要因素促成了欧盟开始考虑其退出策略。

目前欧盟不断对公众发出退出信号，我们认为欧盟的宽松货币政策将在 2010 年上半年退出。同时欧盟的财政刺激的效应也将在 2010 年中逐渐消退，但幸运的是欧盟的经济结构使其出口和固定资产投资的稳定将在 2010 年下半年对经济增长起到稳定作用。

而近期欧盟决定增加资产购买计划 250 亿英镑至 2000 亿英镑总额可能是资产购买计划的最后一步。

表 3 欧盟经济增长和 CPI 预测

估计区间	2010		2011	
实际 GDP 增长率	0.75	0.75	1.5	1.5
CPI	1	1.5	1	1.5

资料来源：欧盟经济委员会、国海证券研究所

三、美元短期看贬，2010 年中后有走强动力

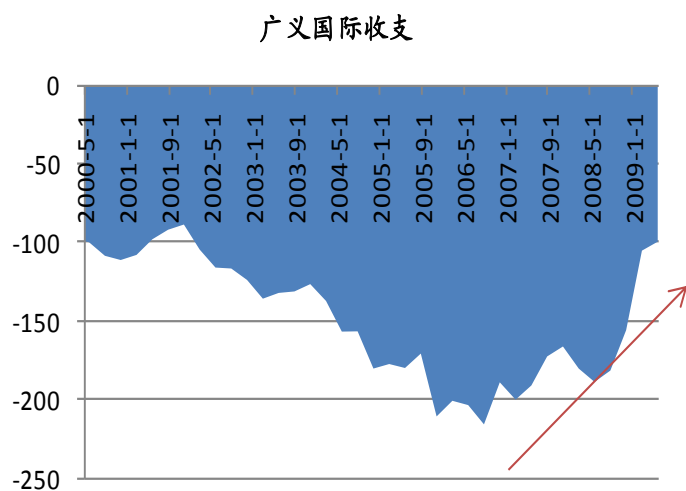
美元方面，我们维持美元短期内走弱的看法，但认为美元有可能在 2010 年下半年后开始走强。短期内我们看到与美元走势负相关的风险偏好依然很强，因此我们认为强风险偏好将短期内支撑美元的弱势。但是同时我们也看到有利于美元走强的因素，主要体现在美国资金开始实现净流入和美国的广义国际收支逆差的不断缩小。

从经济走势和通货膨胀来看，目前我们预计由于补充库存和财政刺激的因素，美国经济在 2009 年下半年开始实现了环比大幅的正增长，但是由于疲软的消费，2010 年下半年美国经济增长有再度放缓的风险；同时美国在未来几年都将面临巨大的产出缺口，这都是产生通缩的主要因素，因此我们预计核心 CPI 在 2010 年底跌至 0 的水平。

货币政策方面，我们认为巨大的产出缺口和通缩的压力将促使货币政策在较长的一段时间内仍保持宽松。同时根据泰勒规则的计算，2010 年的利率应该维持在 -5% 左右的水平，因此我们预计美联储在 2010 年都难以加息。

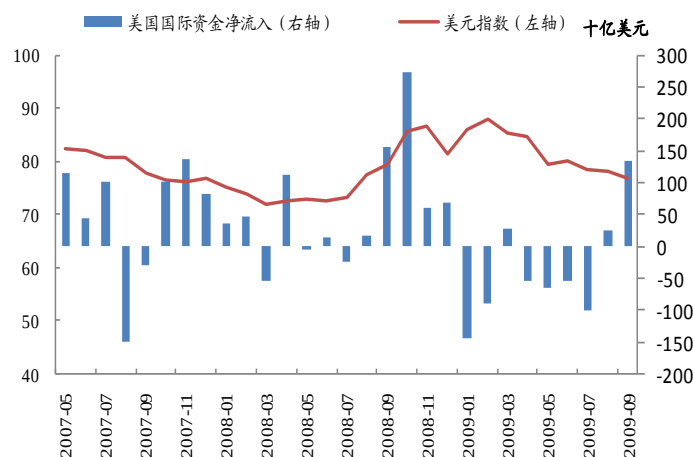
国际收支方面，危机以来美国的国际收支赤字不断缩小，有利于美元走强。

Figure 15 美国广义国际收支逆差呈缩小趋势



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

Figure 16 美国今年 8、9 月份资金净流入



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

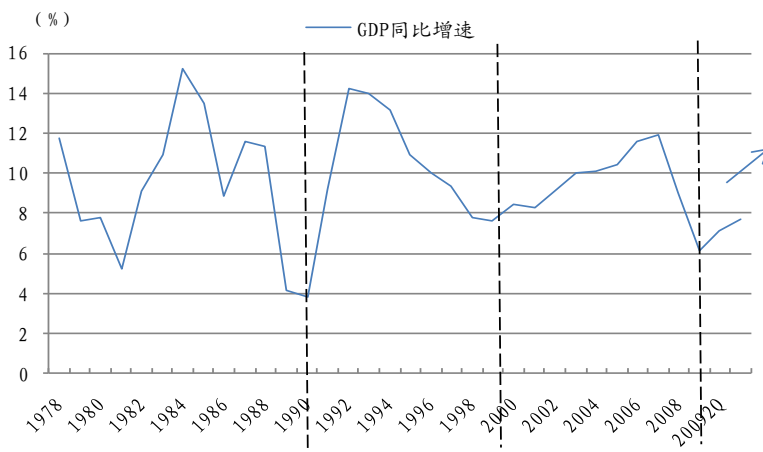
总的来说，我们认为疲弱的美国经济、宽松的货币政策和强风险偏好将短期内支撑美元的弱势，但疲弱的消费带来美国国际收支的改善和美元资金的净流入将大大增加美元在 2010 年下半年开始走强的概率，该过程也伴随着美国经济的明显改善得到确认。

中国经济步入新一轮增长周期

根据中国经济发展周期，自 1978 年改革开放以来，中国已经经历了比较完整的三个周期，第一个周期是从 1981 年-1990 年，第二个周期是从 1991 年-1999 年，第三个周期是从 2000 年-2009 年，基本上为 9 年时间。

自去年金融危机爆发以来，由于外部危机对中国出口的冲击，加快中国经济下滑步伐，使其提前到达第三次周期的底部，而政策的快与强则直接拉动中国经济从底部逐步步入复苏。由于内生经济的逐渐好转以及政策保持比较稳定，中国经济正逐步进入新的回升周期，我们认为中国已进入第四个周期的复苏阶段。

Figure 17 1978 年以来中国经济周期



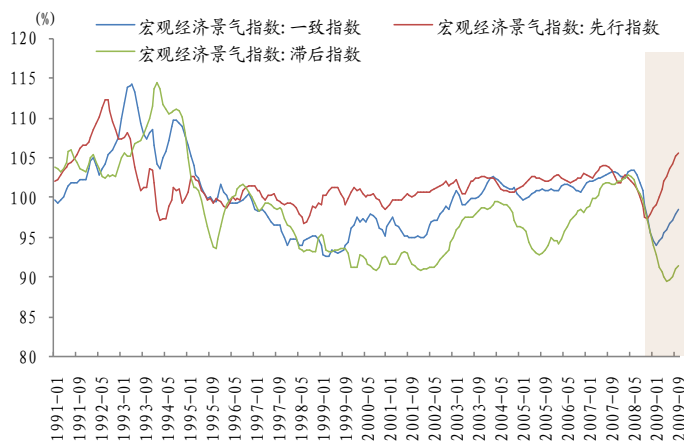
资料来源：WIND、国海证券研究所

一、中国经济景气正不断回升

从中国宏观经济景气指数和各先行指标看，中国经济目前景气正不断回升。

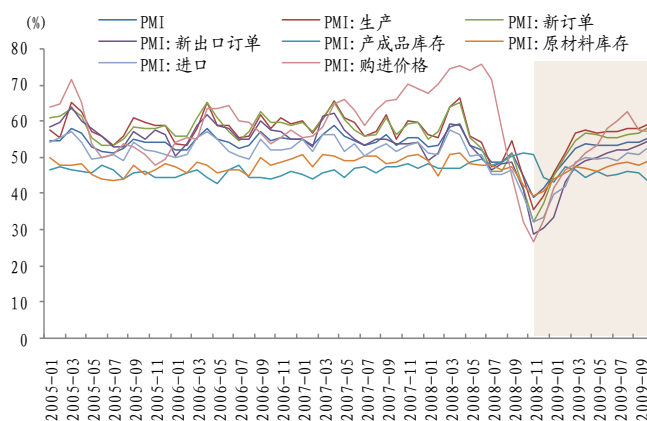
宏观经济景气指数先行指数已经回到历史平均水平之上，而一致指数和滞后指数也已逐步回升。PMI 指数在去年年底到达低点后逐步回升，目前已连续 9 个月站稳 50 以上，预示着中国经济良好的回升态势。

Figure 18 宏观经济先行指数快速回升，一致指标及滞后指数亦回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

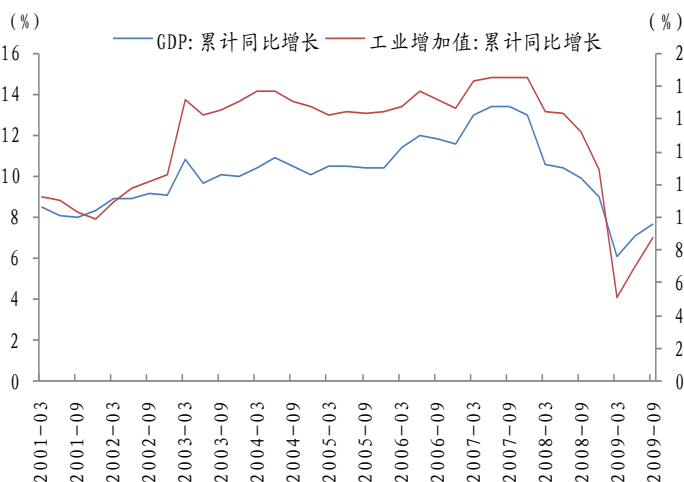
Figure 19 PMI 指数稳步回升，已连续 8 月站稳 50 以上



资料来源：WIND、国海证券研究所

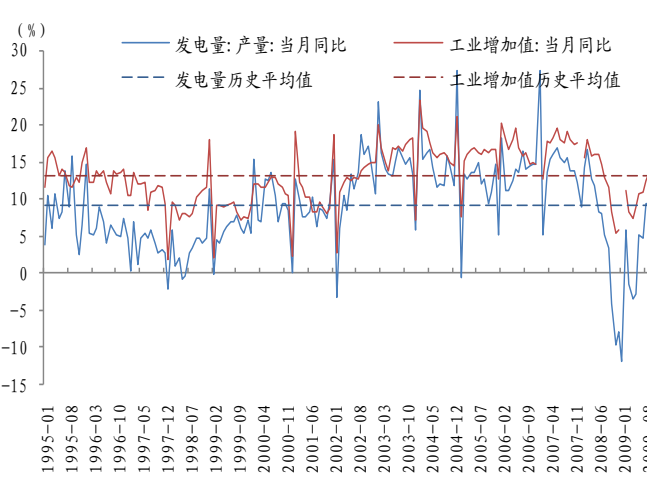
能够比较清晰反映 GDP 增速的微观数据工业增加值和发电量，两者均出现快速回升，而且已回升至平均值之上，反映内生经济正不断启动，刺激政策已发挥明显效果，经济保持平稳增长可期。

Figure 20 GDP 与工业增加值累计同比增速走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 21 工业增加值与发电量同比增速走势

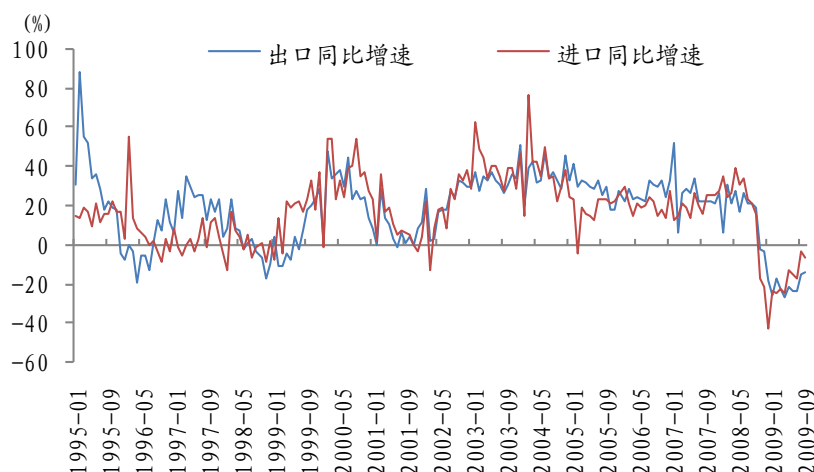


资料来源：WIND、国海证券研究所

二、出口可能弱势复苏

随着全球经济的逐步复苏，中国出口逐渐底部回升，明年有望延续回升趋势，但是总体上可能出现弱势复苏态势，增速可能呈现前高后低态势，预计明年增长 10% 左右。

Figure 22 中国进口及出口增速走势

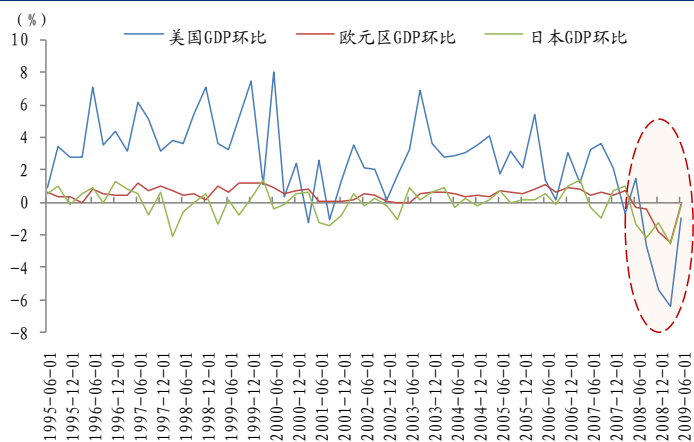


资料来源：WIND、国海证券研究所

1. 全球经济迈向复苏，有利于中国出口逐步回暖

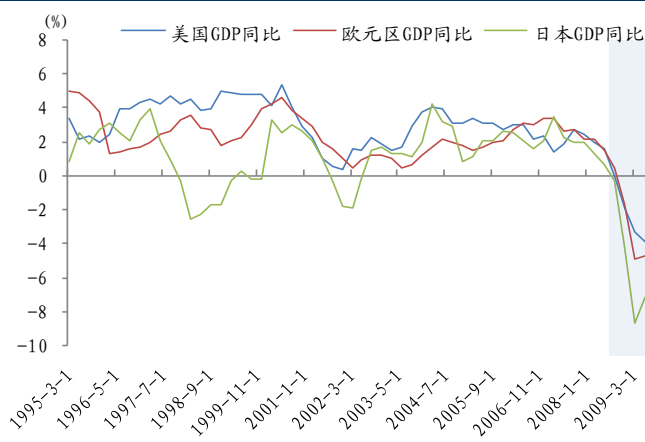
从目前主要发达国家的经济增长情况看，美、日、欧 GDP 同比增速及环比增速都有较快回升，对中国出口回暖带来支撑。

Figure 23 美、日、欧 GDP 环比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

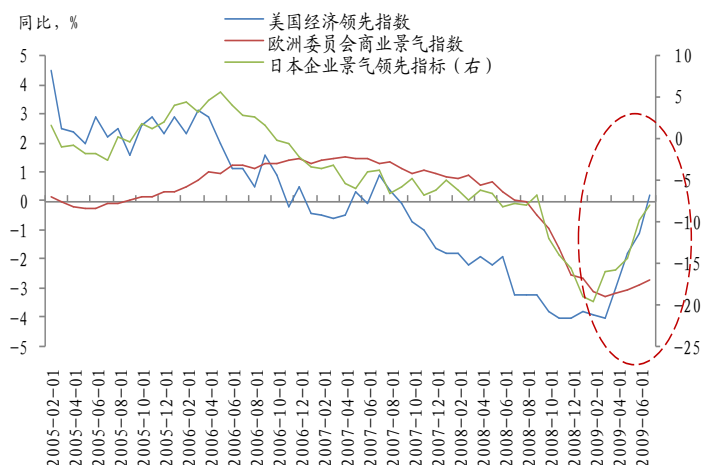
Figure 24 美、日、欧 GDP 同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

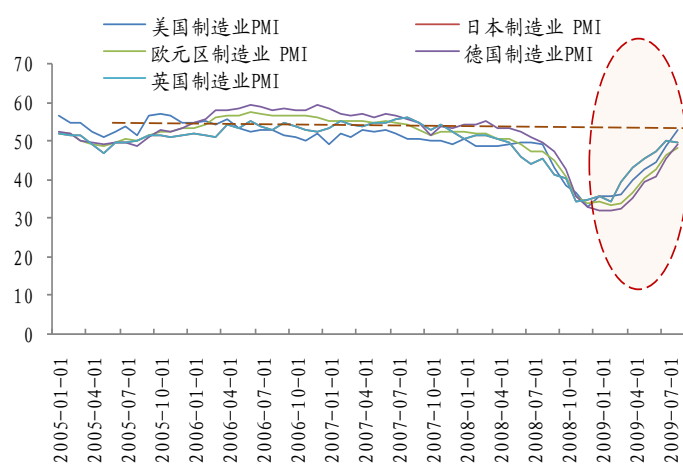
从美、日、欧为首的发达国家的经济领先指标看，均已出现快速回升，PMI 指数也已进入扩张区间。预计明年这些国家经济有望继续逐步复苏。

Figure 25 美、日、欧经济领先指标



资料来源：WIND、国海证券研究所

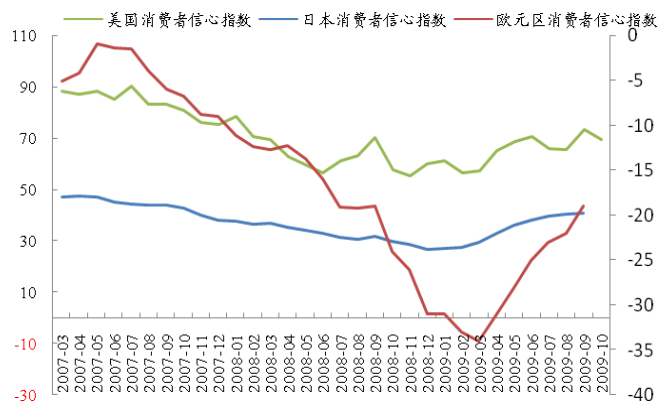
Figure 26 美、日、欧制造业 PMI 指标



资料来源：WIND、国海证券研究所

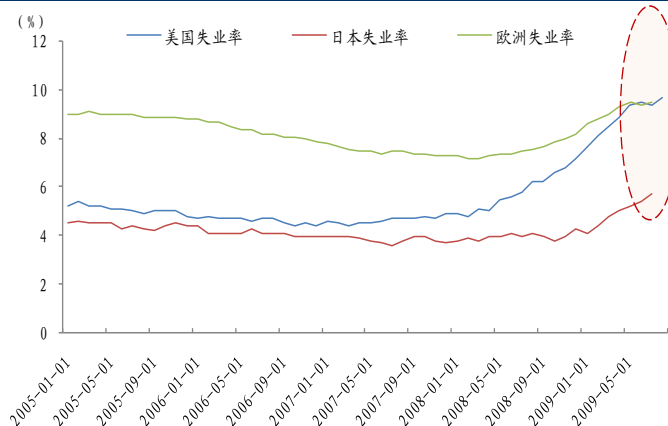
不过由于各国的消费者信心指数尚处低位，而且失业率依然高企，一定程度上将制约各国复苏的程度，由此也将制约中国出口复苏程度。

Figure 27 美、日、欧消费者信心指数



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 28 美、日、欧失业率



资料来源：WIND、国海证券研究所

根据 IMF《世界经济展望》10 月份最新预测数据，其大大调高了对各国 2009 年和 2010 年的经济增长预测值，反映其对明年全球经济复苏的信心。虽然明年全球经济复苏依然面临许多困难和调整，但是整体复苏趋势难以改变，这有利于中国出口的逐步回暖。

根据我们第一部分对于全球经济的判断，亦得出美、日、欧等主要发达国家在明年及后年经济呈现逐步回升的结论，这对于中国出口回暖起到支撑。

表 4 IMF《世界经济展望》2009 年 10 月最新预测

	2007	2008	2009E	2010E	对 7 月预测数据进行的调整	
					2009E	2010E
世界经济	5.2	3.0	-1.1	3.1	0.3	0.6
美国	2.1	0.4	-2.7	1.5	-0.1	0.7
欧元区	2.7	0.7	-4.2	0.3	0.6	0.6
日本	2.3	-0.7	-5.4	1.7	0.6	0.0
中国	13.0	9.0	8.5	9.0	1.0	0.5
世界贸易量（货物和服务）	7.3	3.0	-11.9	2.5	0.3	1.5

资料来源：IMF、国海证券研究所

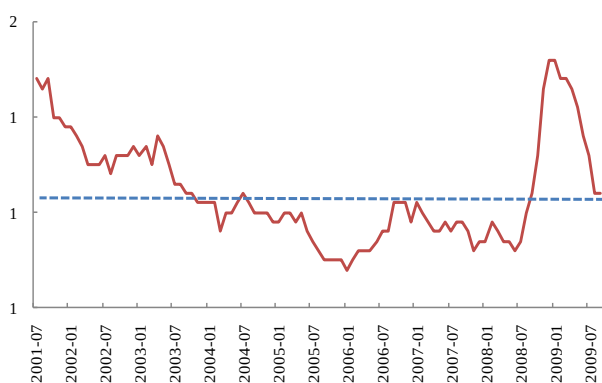
2. 明年出口复苏呈弱势，下半年有再次下滑风险

预计明年中国出口复苏将呈弱势，同比增速为 10%，但是同比增速可能先升后降，在明年下半年有再次下滑的风险，其主要在于：

一方面由于明年美国经济复苏将呈“倒 V”型，可能导致中国出口走势也将是“倒 V”型。

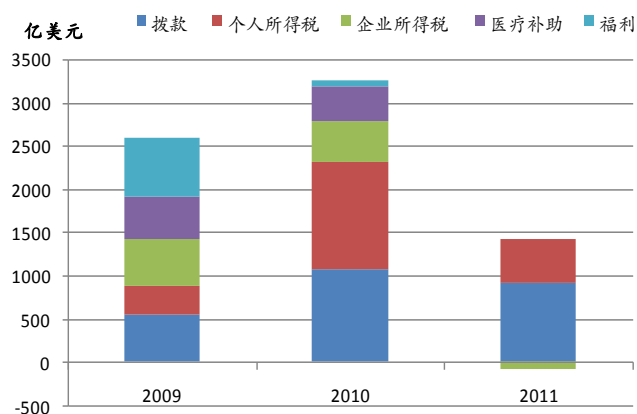
由于今年三、四季度美国经济复苏主要动力是补充库存、财政刺激导致消费复苏（减税效应）。如购房减税促使房地产止跌回升，购车补贴也使汽车消费大幅回升。我们预计财政刺激对消费的提振高峰可能在 2010 年中完成。如果没有进一步的财政刺激计划，随着补充库存和财政刺激作用的逐步消退将使得美国经济在 2010 年中面临增速放缓的风险，在失业率高企的情况下，个人消费部分持续低迷不可避免，中国出口再次下滑也难以避免。

Figure 29 美国库存销售比



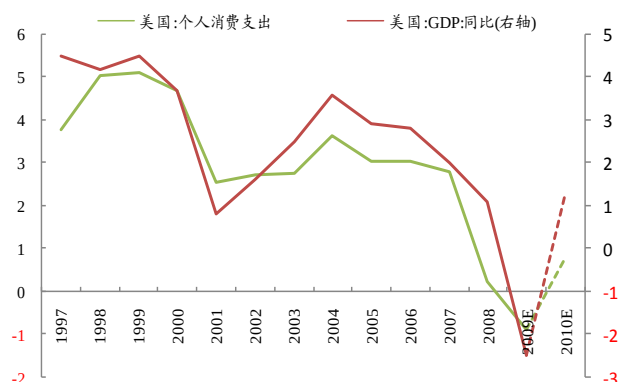
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 30 美国经济刺激方案组成部分



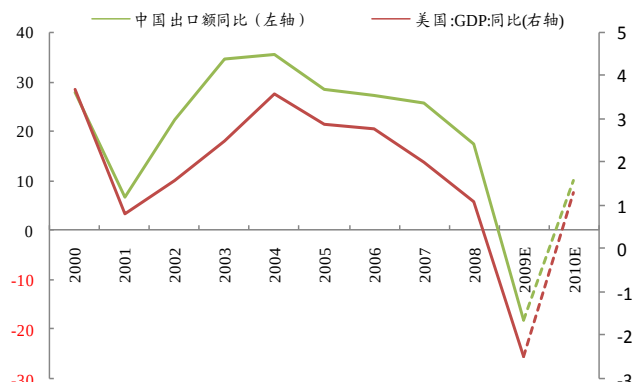
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 31 美国消费增速与美国 GDP 增长同步



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 32 中国出口额增长与美国 GDP 增长同步



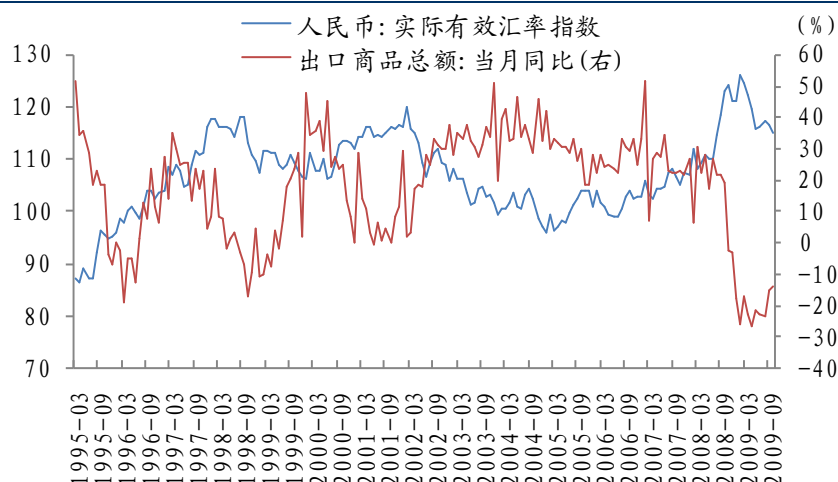
资料来源: WIND、国海证券研究所

另一方面,由于目前订单多以短单为主,而且面临人民币升值压力和贸易保护主义压力,如果至明年下半年中国经济增长良好,同时输入性通胀压力加大,带来人民币升值启动,则中国出口增长面临下滑风险。

从今年秋交会整体成交情况看,虽然数据有所好转,对今年四季度和 2010 年一季度的出口有领先意义。但值得注意的是,今年秋交会的订单仍以短单为主,反映出口回暖仍面临一定的不确定性。

同时由于人民币升值预期日益强烈,如果国内输入性通胀压力加大导致人民币逐步升值,将对出口回暖造成较大不利影响。同时目前全球经济贸易保护主义日益兴起,正对中国贸易产生不利影响,一定程度上影响中国出口。

Figure 33 人民币汇率与出口增长走势



资料来源: WIND、国海证券研究所

三、固定资产投资将有所回落，但仍保持较高增长

今年经济见底回升，最重要的贡献者莫过于投资，前三季度 7.7 个百分点的 GDP 增长中投资就贡献了 7.3 个百分点，达到历史高位。高投资带来了经济的回升，但是亦积聚着许多风险，一方面加剧了原有的产能过剩矛盾，另一方面与政府一直强调的经济结构调整有所背驰。

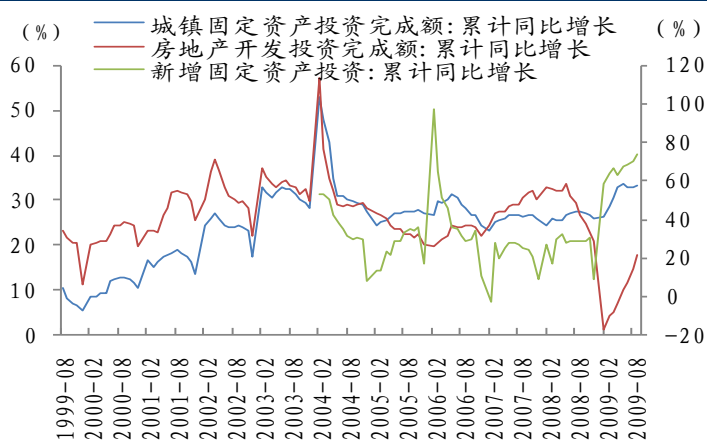
随着出口的逐渐回暖，政策将从“保增长”为主逐渐转向“调结构”为主，预计政府投资将有所控制，同时由于今年投资基数高，预计明年投资有望逐步回落。

不过由于今年投资新开工项目较多，且多为中长期项目，明年仍需继续投入，再加上房地产投资依然有望保持平稳增长，我们认为城镇固定资产投资虽有回落，但仍将保持高位，预计为 25% 左右。

1. 保增长转向调结构，投资增速有望回落

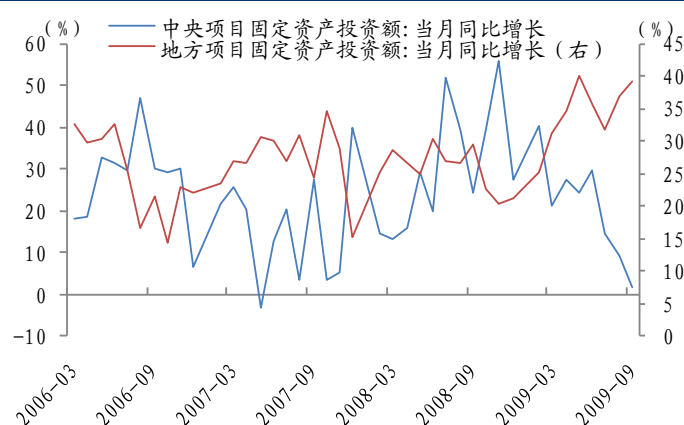
随着经济逐渐平稳回升，政府越来越将重点由“保增长”转移到“调结构”。一方面，中央投资已逐渐回落，在对基建投资方面已有所控制；另一方面，加大了对产能过剩行业的治理，重点淘汰落后产能，鼓励企业兼并重组等等。这些调结构的措施，将促使固定资产投资从高位回落。

Figure 34 城镇固定资产投资增速走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 35 中央及地方投资增速走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

表 5 制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见内容

行业	产能过剩和重复建设的行业	产业政策导向
钢铁	2008 年中国粗钢产能 6.6 亿吨，需求仅 5 亿吨左右，约四分之一的钢铁及制成品依赖国际市场。 2009 年上半年全行业完成投资 1405.5 亿元，目	充分利用当前市场倒逼机制，在减少或不增加产能的前提下，通过淘汰落后、联合重组和城市钢厂搬迁，加快结构调整和技术进步，推动钢铁工业实现由大到强的转变。不再核准和支持单纯新建、扩建产能的钢铁项目。尽快完善

	前在建项目粗钢产能 5800 万吨，多数为违规建设，如不及时加以控制，粗钢产能将超过 7 亿吨，产能过剩矛盾将进一步加剧。	建筑用钢标准及设计规范，加快淘汰强度 335 兆帕以下热轧带肋钢筋，推广强度 400 兆帕及以上钢筋，促进建筑钢材升级换代。2011 年底前，坚决淘汰 400 立方米及以下高炉、30 吨及以下转炉和电炉，碳钢企业吨钢综合能耗应低于 620 千克标准煤，吨钢耗用新水量低于 5 吨，吨钢烟粉尘排放量低于 1.0 千克，吨钢二氧化硫排放量低于 1.8 千克，二次能源基本实现 100% 回收利用。
水泥	2008 年中国水泥产能 18.7 亿吨，其中新型干法水泥 11 亿吨，特种水泥与粉磨站产能 2.7 亿吨，落后产能约 5 亿吨，当年水泥产量 14 亿吨。目前在建水泥生产线 418 条，产能 6.2 亿吨，另外还有已核准尚未开工的生产线 147 条，产能 2.1 亿吨。这些产能全部建成后，水泥产能将达到 27 亿吨，市场需求仅为 16 亿吨，产能将严重过剩。	严格控制新增水泥产能，执行等量淘汰落后产能的原则，对 2009 年 9 月 30 日前尚未开工水泥项目一律暂停建设并进行一次认真清理，对不符合上述原则的项目严禁开工建设。各省（区、市）必须尽快制定三年内彻底淘汰落后产能时间表。新项目水泥熟料烧成热耗要低于 105 公斤标煤/吨熟料，水泥综合电耗小于 90 千瓦时/吨水泥；石灰石储量服务年限必须满足 30 年以上；废气粉尘排放浓度小于 50 毫克/标准立方米。落后水泥产能比较多的省份，要加大对企业联合重组的支持力度，通过等量置换落后产能建设新线，推动淘汰落后工作。
平板玻璃	2008 年全国平板玻璃产能 6.5 亿重箱，产量 5.74 亿重箱，约占全球产量的 50%，其中浮法玻璃产量为 4.79 亿重箱，占平板玻璃总量的 80%。2009 年上半年新投产 13 条生产线，新增产能 4848 万重箱，目前各地还有 30 余条在建和拟建浮法玻璃生产线，平板玻璃产能将超过 8 亿重箱，产能明显过剩。	严格控制新增平板玻璃产能。现有在建项目和未开工项目进行认真清理，对所有拟建的玻璃项目，各地方一律不得备案。各省（区、市）要制定三年内彻底淘汰“平拉法”（含格法）落后平板玻璃产能时间表。新项目能源消耗应低于 16.5 公斤标煤/重箱；硅质原料的选矿回收率要达到 80% 以上；严格环保治理措施，二氧化硫排放低于 500 毫克/标准立方米、氮氧化物排放低于 700 毫克/标准立方米、颗粒物排放浓度低于 50 毫克/标准立方米。鼓励企业联合重组。
煤化工	近年来，一些煤炭资源产地盲目发展煤化工，导致传统煤化工重复建设严重，产能过剩 30%，在进口产品的冲击下，2009 年上半年甲醇装置开工率只有 40% 左右。目前煤制油示范工程正处于试生产阶段，煤制烯烃等示范工程尚处于建设或前期工作阶段，但一些地区盲目规划现代煤化工项目，若不及时合理引导，势必出现“逢煤必化、遍地开花”的混乱局面。	今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石项目。禁止建设不符合《焦化行业准入条件（2008 年修订）》和《电石行业准入条件（2007 年修订）》的焦化、电石项目。综合运用节能环保等标准提高准入门槛，加强清洁生产审核，实施差别电价等手段，加快淘汰落后产能。对焦炭和电石实施等量替代方式，淘汰不符合准入条件的落后产能。对合成氨和甲醇实施上大压小、产能置换等方式，降低成本、提高竞争力。稳步开展现代煤化工示范工程建设，今后三年原则上不再安排新的现代煤化工试点项目。
多晶硅	多晶硅是信息产业和光伏产业的基础材料，属于高能耗和高污染产品。从生产工业硅到太阳能电池全过程综合电耗约 220 万千瓦时/兆瓦。2008 年中国多晶硅产能 2 万吨，产量 4000 吨左右，在建产能约 8 万吨，产能已明显过剩。中国光伏发电市场发展缓慢，国内太阳能电池 98% 用于出口，相当于大量输出国内紧缺的能源。	严格控制在能源短缺、电价较高的地区新建多晶硅项目，对缺乏配套综合利用、环保不达标多晶硅项目不予核准或备案；新建多晶硅项目规模必须大于 3000 吨/年，占地面积小于 6 公顷/千吨多晶硅，太阳能级多晶硅还原电耗小于 60 千瓦时/千克，还原尾气中四氯化硅、氯化氢、氢气回收利用率不低于 98.5%、99%、99%；引导、支持多晶硅企业以多种方式实现多晶硅—电厂—化工联营，支持节能环保太阳能级多晶硅技术开发，降低生产成本。到 2011 年前，淘汰综合电耗大于 200 千瓦时/千克的多晶硅产能。
风电设备	2008 年底已安装风电机组 11638 台，总装机容量 1217 万千瓦。近年来风电产业快速发展，出现了风电设备投资一哄而上、重复引进和重复建设现象。目前，中国风电机组整机制造企业超过 80 家，还有许多企业准备进入风电装备制造行业，2010 年中国风电装备产能将超过 2000 万千瓦，而每年风电装机规模为 1000 万千瓦左右，若不及时调控和引导，产能过剩将不可避免。	严格控制风电装备产能盲目扩张，鼓励优势企业做大做强。原则上不再核准或备案建设新的整机制造厂；严禁风电项目招标中设立要求投资者使用本地风电装备、在当地投资建设风电装备制造项目的条款；建立和完善风电装备标准、产品检测和认证体系，禁止落后技术产品和非准入企业产品进入市场。依托优势企业和科研院所，加强风电技术路线和海上风电技术研究，重点支持自主研发 2.5 兆瓦及以上风电整机和轴承、控制系统等关键零部件及产业化示范，完善质量控制体系。积极推进风电装备产业大型化、国际化。
其他	电解铝、造船、大豆压榨等行业产能过剩矛盾也十分突出。目前，全球范围内电解铝供过于求，	严格执行国家产业政策，今后三年原则上不再核准新建、扩建电解铝项目。现有重点骨干电解铝厂吨铝直流电耗要下降到 12500 千瓦时以下，吨铝外排

中国电解铝产能为 1800 万吨，占全球 42.9%，产能利用率仅为 73.2%；中国造船能力为 6600 万载重吨，占全球的 36%，而 2008 年国内消费量仅为 1000 万载重吨左右，70% 以上产量靠出口；大型锻件存在产能过剩隐忧。

氟化物量大幅减少，到 2010 年底淘汰落后小预焙槽电解铝产能 80 万吨。要严格执行船舶工业调整和振兴规划及船舶工业中长期发展规划，今后三年各级土地、海洋、环保、金融等相关部门不再受理新建船坞、船台项目的申请，暂停审批现有造船企业船坞、船台的扩建项目，要优化存量，引导企业利用现有造船设施发展海洋工程装备。

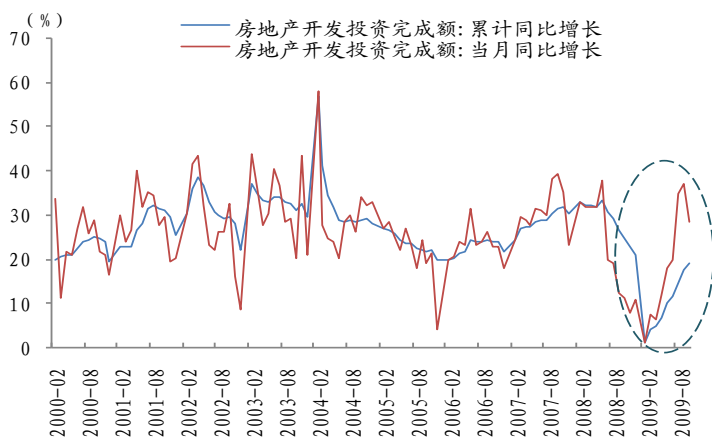
资料来源：国海证券研究所

2. 房地产投资有望保持平稳增长

政策的放松，带动了今年以来房地产交易量的快速上升，也推动房地产投资底部回升。由于房地产价格的快速上涨，房地产交易量已有所抑制，但是房地产投资由于新开工项目的逐渐启动以及开发商资金的充裕仍有望保持平稳增长。

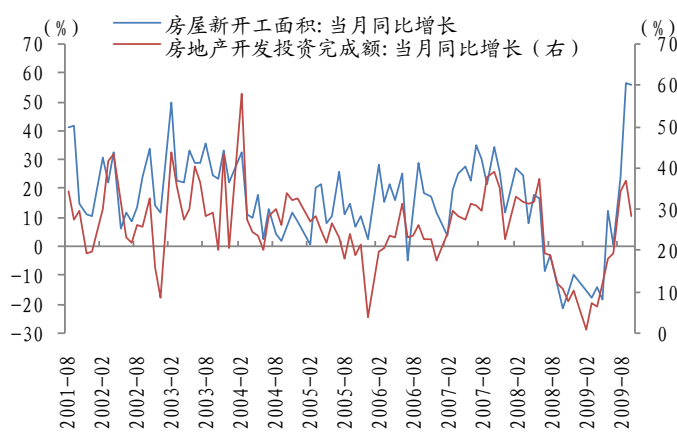
从近期房屋新开工面积可以发现，自 2 月份底部回升以来，房屋新开工面积逐渐呈现快速增长态势，近两月甚至达到历史高位水平，反映出目前房地产商在资金充裕及房屋销售量的带动下，对房地产投资的加快。由于房屋新开工面积一般预示着未来投资的可持续，而且即使明年房地产价升量跌，房地产商充裕的资金依然能够保证房地产投资保持平稳增长。

Figure 36 房地产开发投资增速走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 37 房屋新开工面积及房地产投资走势

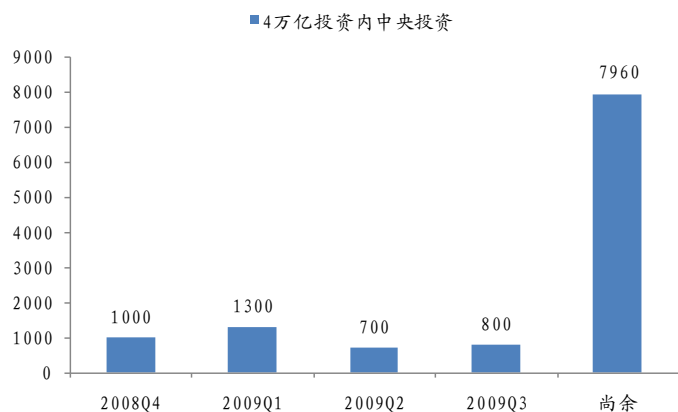


资料来源：WIND、国海证券研究所

3. 政府投资仍有较大空间，预留对经济波动的调控

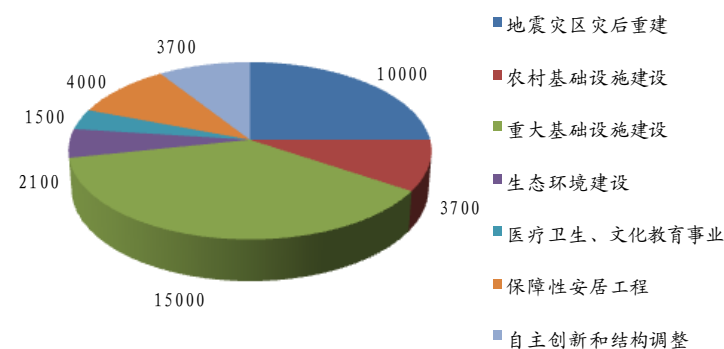
至今年 11 月份，新增 1.18 万亿中央投资中已投放 3800 亿元，尚有 7960 亿元投资未下达，而且中国财政赤字及国债占 GDP 的比重都处于低位，明年政府投资依然有较大空间，预留对明年经济波动的调控。如果明年出口低于预期，经济回暖面临再次大幅下滑的风险，则中国政府可能再次加快政府投资，平抑经济下滑风险。

Figure 38 中央新增 1.18 万亿中尚有 7960 亿元未投



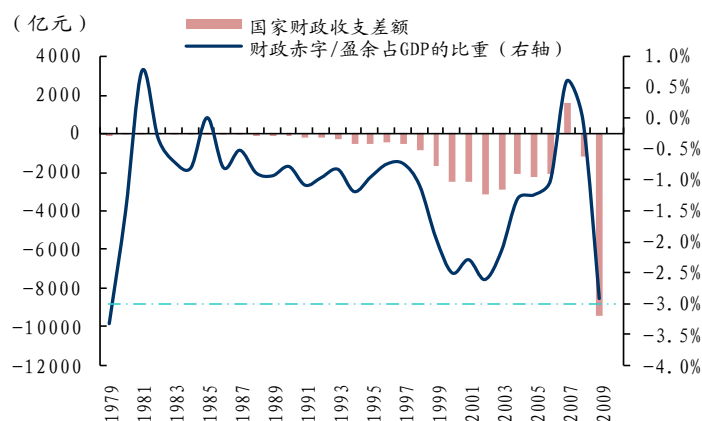
资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 39 四万亿投资投向



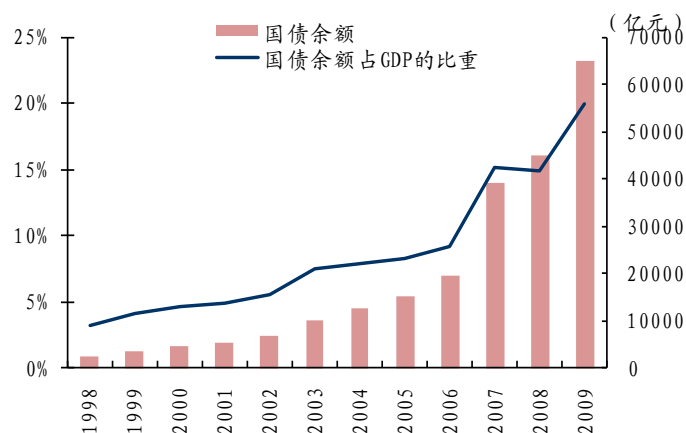
资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 40 中国财政赤字及占 GDP 的比重



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 41 中国国债余额及占 GDP 的比重



资料来源: WIND、国海证券研究所

三、中国将逐步进入消费快速增长时期

去年四季度以来,众多促消费保消费政策的出台,带动了汽车及房地产相关消费,从而促进了消费的快速回升。

由于投资导向及出口导向的战略都已不再适合中国,提振消费将成为以后政策的着力点,预计今年以来的促消费保消费政策依然有望延续,相关消费品尤其是耐用消费品明年依然有望出现较快增长。同时由于经济逐渐回升以及居民收入就业好转,也将对消费继续回升起到支撑。预计明年社会消费品零售总额同比增长 18%。

而从长期来看,中国消费有着巨大的增长潜力,目前可能已逐步迈入快速增长时期。一方面由于居民收入已进入 3000 美元以上的消费升级拐点时期,另一方面中国居民货币可得性提高,消费习惯逐渐改变,而这是促进消费的关键因素;同时,国家对于社会保障的投入

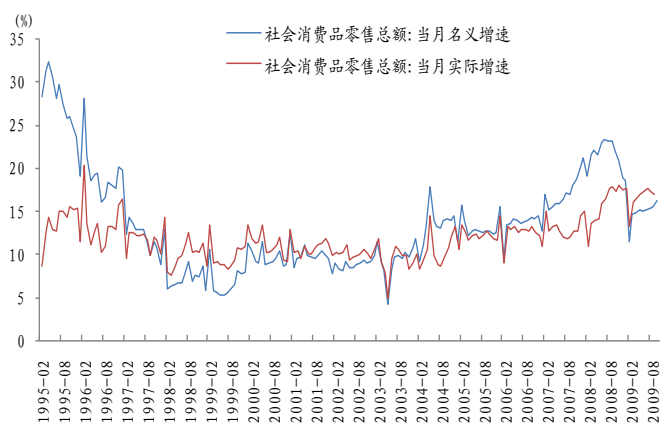
逐步提高以及中国人口结构因素等，都将有利于推动消费的快速增长，中国居民消费率可能很快迎来拐点时期。

1. 短期因素助推消费增速回升

去年四季度以来，众多促消费保消费政策的出台，带动了汽车及房地产相关消费，从而促进了消费的快速回升。

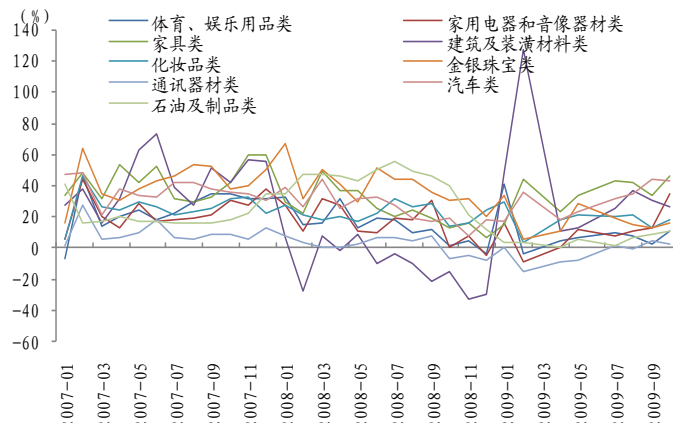
由于投资导向及出口导向的战略都面临经济长期增长的制约，提振消费将成为以后政策的着力点，预计今年以来的促消费保消费政策依然有望延续，相关消费品尤其是必需消费品明年依然有望出现较快增长。

Figure 42 社会消费品零售总额名义及实际增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 43 今年以来耐用消费品出现快速回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

表 6 已实施及将实施的有利于促进消费的相关措施

相关政策	具体政策内容及政策力度
“家电下乡”促进农村消费	从 2007 年 12 月开始，财政部、商务部在山东、河南、四川三省开展了财政补贴家电下乡产品的试点工作。今年 2 月 1 日起“家电下乡”计划在全国全面实施，今后四年内，农民购买热水器、计算机、摩托车、空调等家电产品，可享政府财政给予销售价格 13% 的资金补贴。2 月 26 日又扩大家电下乡产品范围。
发放消费券	在成都、杭州、南京、济南等城市通过发放消费券，刺激消费。
降低住房交易税等促进房地产交易	11 月 1 日起，90 平以下普通住房契税下调到 1%；个人买卖住房免印花税；个人卖房免土地增值税。金融机构对居民首次购房和改善型住房提供贷款，贷款利率下限可扩为贷款基准利率 0.7 倍，最低首付比例调整为 20%。同时，下调个人住房公积金贷款利率，各档次利率分别下调 0.27 个百分点。
促进汽车消费措施	2009 年 1 月 1 日开始进行燃油税改革，包括取消养路费，对燃油按量征收费用；2009 年 1 月 20 日至 2009 年 12 月 31 日对 1.6L 及以下乘用车购置税由 10% 降至 5%；对新能源乘用车和新能源客车进行相应补贴；针对汽车行业制定相关产业振兴规划。
暂停利息税	10 月 9 日起，对储蓄存款利息所得暂免征收个人所得税。对证券市场个人投资者取得的证券交易结算资金利息所得，比照储蓄存款利息所得，暂免征收个人所得税。
加强“促民生”等消费保障措施	2009 年政府工作报告表示要加大社会保障投入，加快推进医疗体系改革，加大对保障性住房投入，发展教育事业及加大促进就业的支持等消费保障措施，将有利于未来居民消费能力的提高；2009 年 10 月

26 日，人社部表示要年底前全国将基本实现养老保险省级统筹等，继续完善社会保障制度。

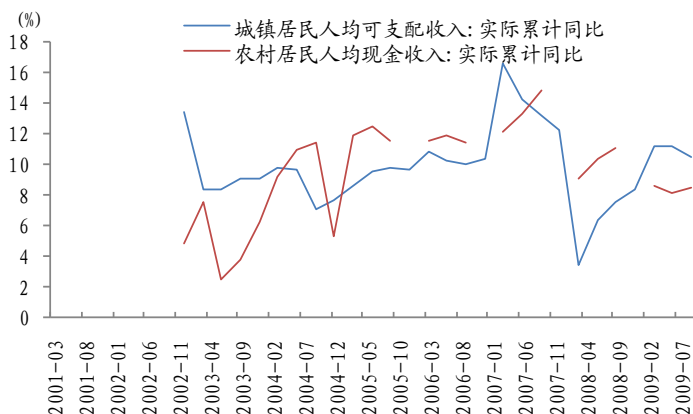
2009 年 4 月 7 日，《医药卫生体制改革近期重点实施方案(2009-2011 年)》出台，确定 2009-2011 年重点推进医药卫生体制改革。抓好五项改革；2009 年 12 月 1 日，人力资源社会保障部 30 日正式发布了 2009 年版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，将《国家基本药物目录》中的治疗性药品全部纳入《药品目录》甲类部分，各地需按照基本医疗保险的规定全额给付。

资料来源：国海证券研究所

而且随着经济的逐步回暖，居民收入及就业情况得到逐渐改善，居民消费者信心亦见底回升，都将有利于促进消费继续保持较快增长。

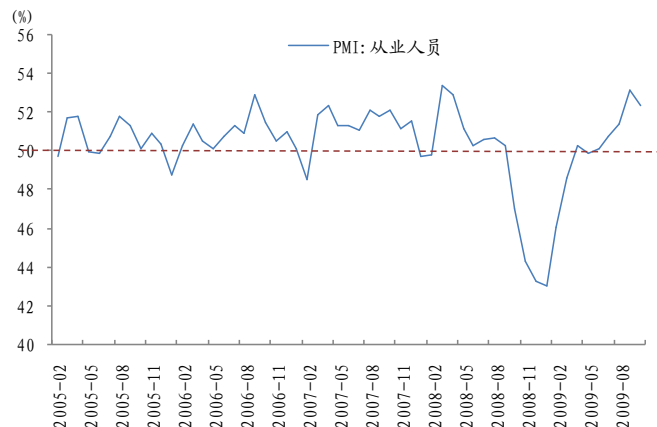
从近期看，农村居民人均现金收入实际增速有所回升，城镇居民人均可支配收入实际增速虽有所下降，但仍稳定在高位。而居民就业情况也有所好转，根据 PMI 从业人员指数看，该指数已回升至历史高位，且稳定在 50 的临界点之上已有 5 个月。

Figure 44 城镇及农村居民收入实际增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

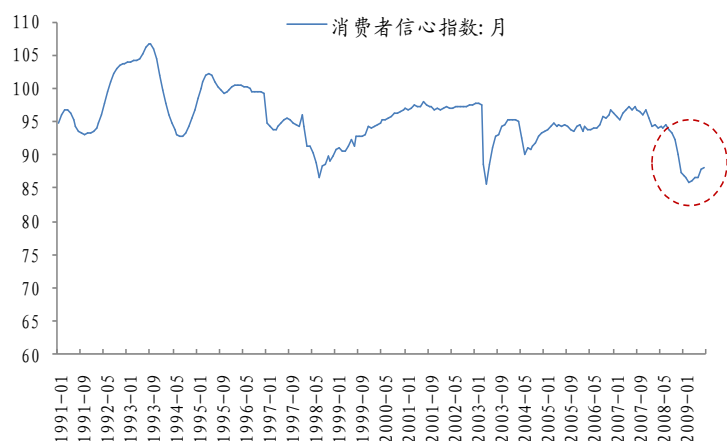
Figure 45 PMI 从业人员指数已快速回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

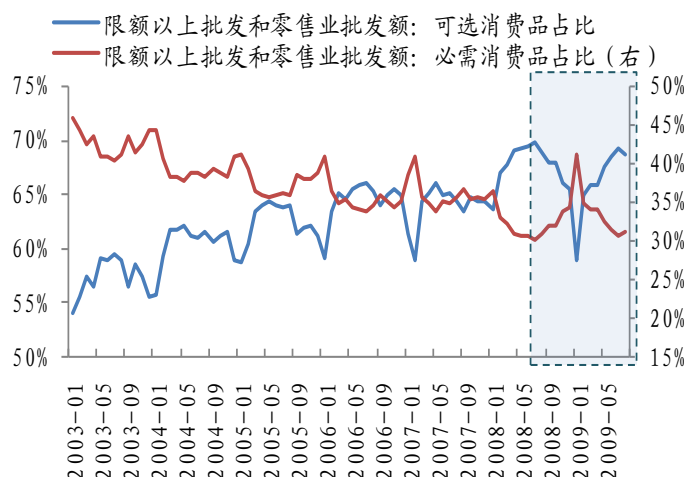
居民消费者信心指数亦有所好转，根据限额以上批发和零售业批发额中可选消费品和必需消费品的占比看，可选消费品占比逐步提升，亦可反映居民消费信心的提升。

Figure 46 消费者信心指数逐步回升



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 47 可选消费品和必需消费品占比



资料来源: WIND、国海证券研究所

2. 长期因素带动中国消费进入快速增长期

从长期来看, 消费受到多种因素的影响, 包括收入、社会福利水平、消费习惯、人口结构等, 这些以前制约中国居民消费增长的长期因素正在逐步得到改善, 中国最终消费率下降的局面有望得到转变。

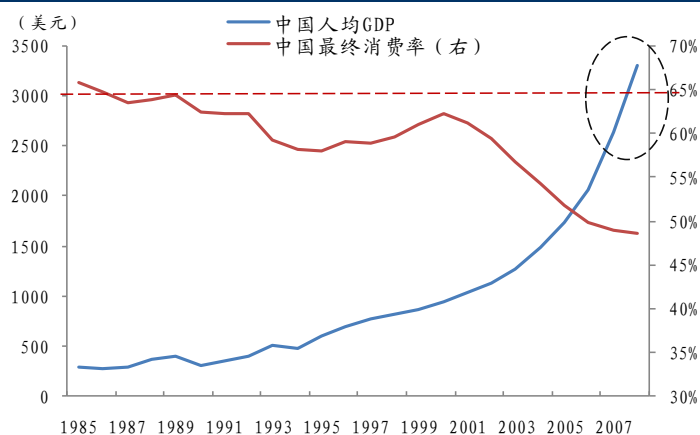
(1) 收入因素: 正进入 3000 美元的消费升级时代

根据钱纳里理论, 当一个国家的人均国民生产总值从 100 美元上升到 1000 美元的阶段中, 消费率会呈现明显的逐年下降的趋势。而当人均国民生产总值高于 1000 美元以后, 消费率的变化开始趋于稳定, 并逐步上升。而当从 1000 美元通向 3000 美元左右的工业化中期阶段, 居民消费率将稳步攀升。

根据与中国大陆有着相同文化背景的台湾省的最终消费率走势来看, 1951 年-1986 年最终消费率呈现下降趋势, 但是在人均 GDP 超过 3000 美元之后两年台湾最终消费率就止跌企稳, 而后出现快速上升。

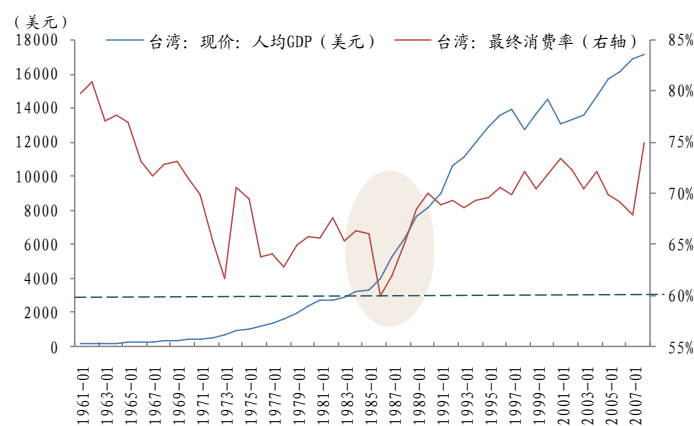
而中国 2008 年人均 GDP 已超过 3000 美元, 最终消费率快速下降的阶段可能即将结束, 迎来止跌回升的拐点。

Figure 48 中国人均 GDP 已超过 3000 美元



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 49 台湾人均 GDP 与最终消费率走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

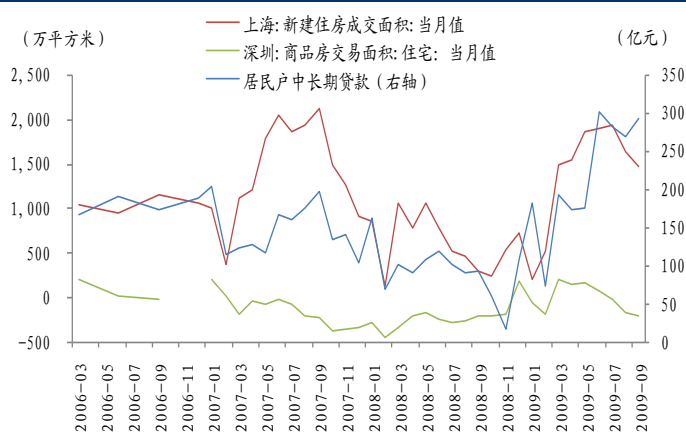
(2) 消费信贷的大力发展，使居民货币可得性提高，将大大促进消费发展

消费信贷工具的创新逐渐改变着中国人消费的习惯，也提高了中国居民货币可得性，促进了消费市场的快速发展。自 1998 年中国房地产改革以来房地产市场取得了快速发展，而其重要的原因就在于房地产抵押贷款的兴起与发展，改变了以前居民必须存够足够的钱才能买房的状况。

根据美国储蓄占可支配收入的比重与消费者信贷同比增速，我们发现两者呈现高度负相关关系，反映出消费者信贷对于储蓄率的巨大影响。而且当消费者信贷总额增长到一定程度时，储蓄率便开始逐渐下降，如美国 80 年代初，当消费者信贷总额达到近 5 亿左右时，居民储蓄率出现逐渐的下降。

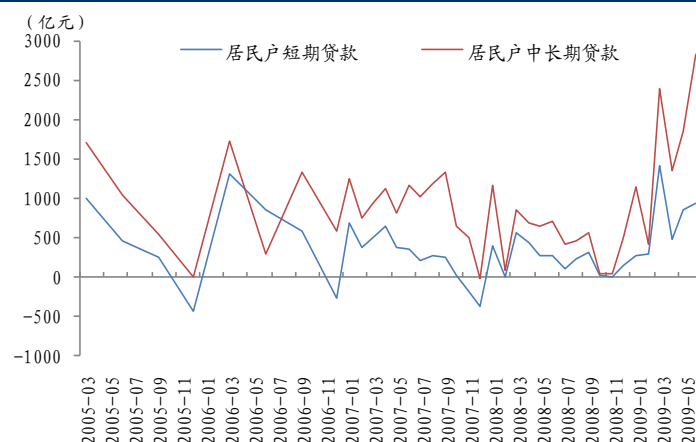
而近两年，中国居民户贷款出现明显的快速增长，借钱消费的方式正逐渐被国人接受。随着金融消费的继续不断创新，以及居民对于消费信贷的需求逐渐加大，中国储蓄率在未来不久可能就将迎来拐点，消费必将进入快速增长阶段。

Figure 50 房地产交易量与居民户中长期贷款密切相关



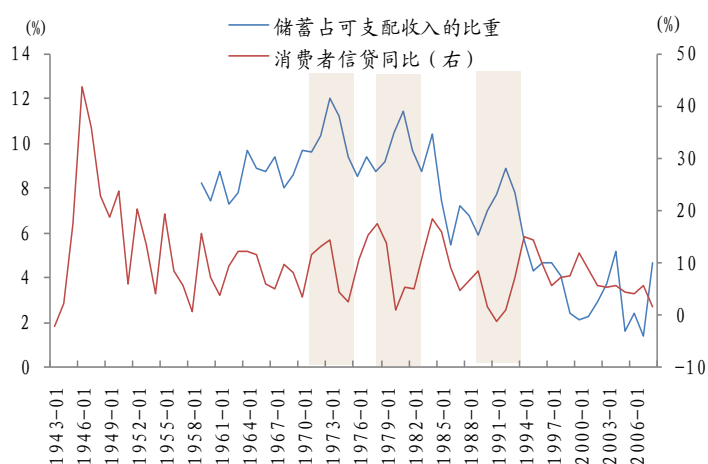
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 51 居民短期和中长期贷款均出现快速增长



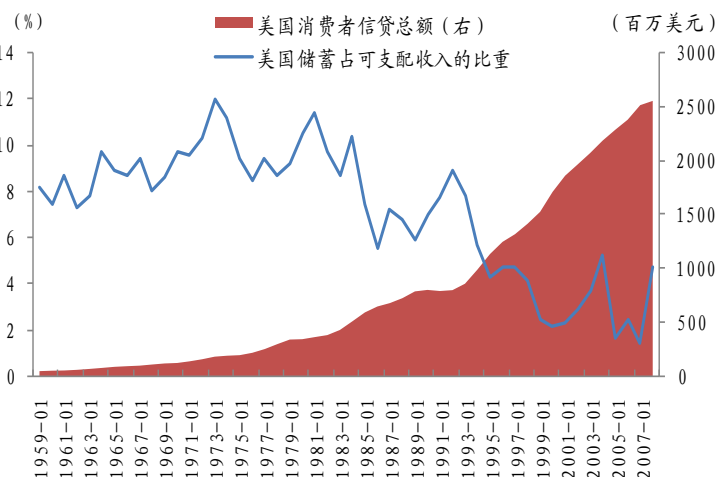
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 52 美国储蓄率与消费者信贷呈现明显的负相关关系



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 53 美国储蓄率随着消费者信贷的增长而逐步下降



资料来源：WIND、国海证券研究所

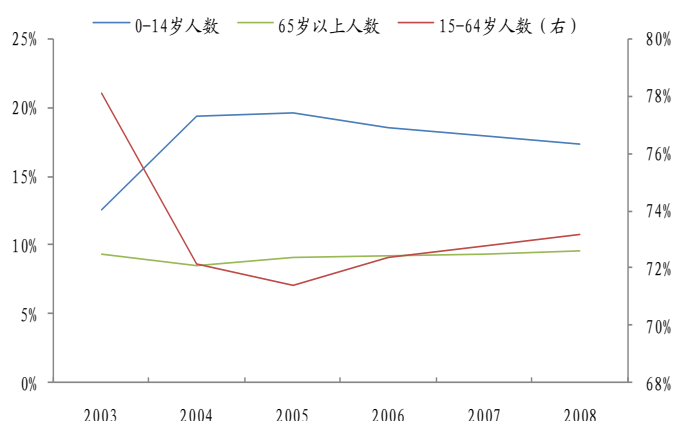
(3) 人口结构及城市化阶段，仍处于消费高速发展阶段

中国人口结构和城市化阶段也正处于有利于中国消费发展的阶段，中国消费依然有着巨大的潜力。

由于中国在于 60-70 年代的由于鼓励生育，出现了一个婴儿潮，当前这些人都处于中年时期，正是消费的高峰期。从近几年适龄劳动人口的比重看，正呈不断上升趋势。

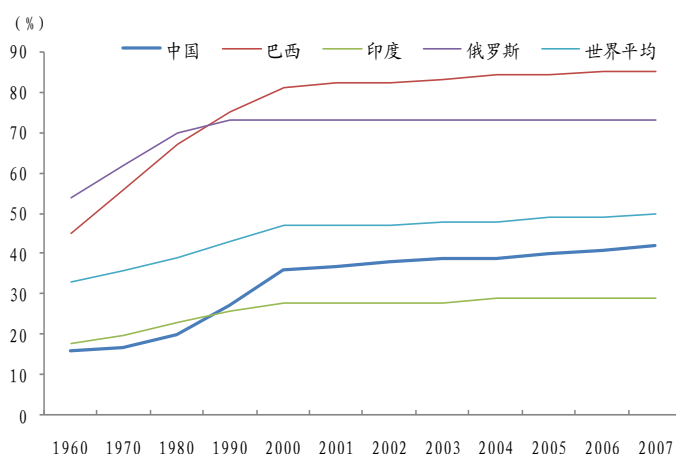
同时，由于中国城市化离世界平均水平还有较大距离，中国正处于快速城市化时期，城镇人口比重的提高，将极大促进消费未来快速增长。

Figure 54 最近几年适龄劳动人口的比重在扩大



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 55 中国与其他国家城市化程度比较



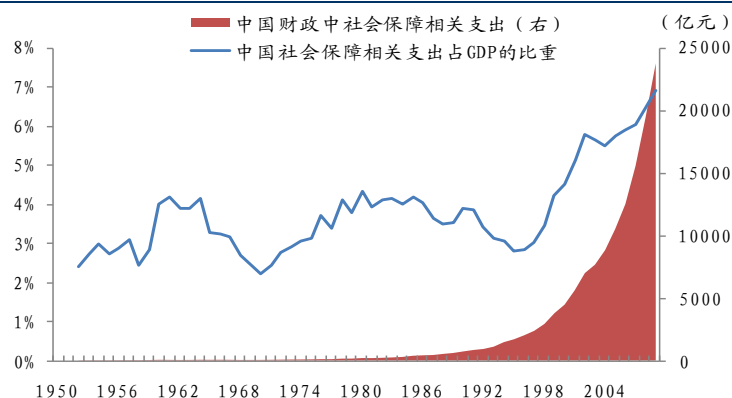
资料来源：IMF、国海证券研究所

(4) 中国社会保障制度、医疗教育制度正日益完善，预防性储蓄有望逐渐下降

一直以来，中国居民储蓄率持续上升，与中国社会保障制度不完善造成居民预防性储蓄偏高有关，随着中国政府对于社会保障制度、医疗教育制度改革进程加快，相关制度正不断完善，中国财政对于社会保障的支出也日益提高，预计今年其占 GDP 的比例将接近 7% 左右。

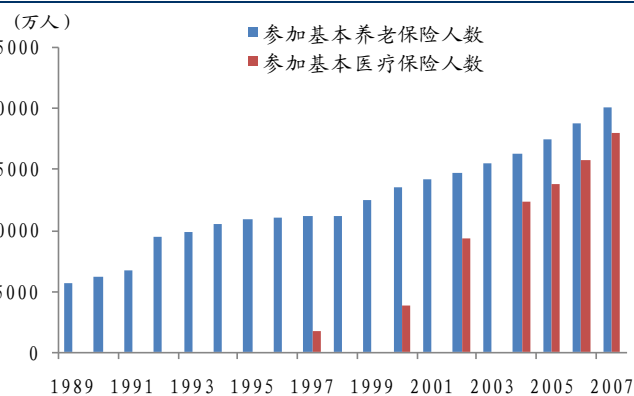
而根据对日本及台湾的社会保障支出与储蓄率的关系我们发现，当社会保障支出占 GDP 的比重达到 10% 左右时，居民储蓄率出现快速下降。而中国社会保障支出占 GDP 的比重正不断接近这个比例，预计未来 2-3 年内就可能超过 10% 的比重，中国居民储蓄率也将出现拐点，出现下降，而这意味着中国居民消费的快速增长时代的来临。

Figure 56 中国社会保障支出及占 GDP 的比重不断上升



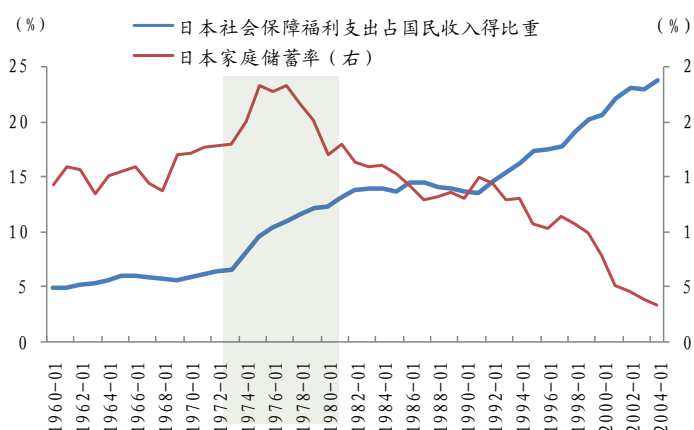
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 57 中国参加养老保险及基本医疗保险的人数持续上升



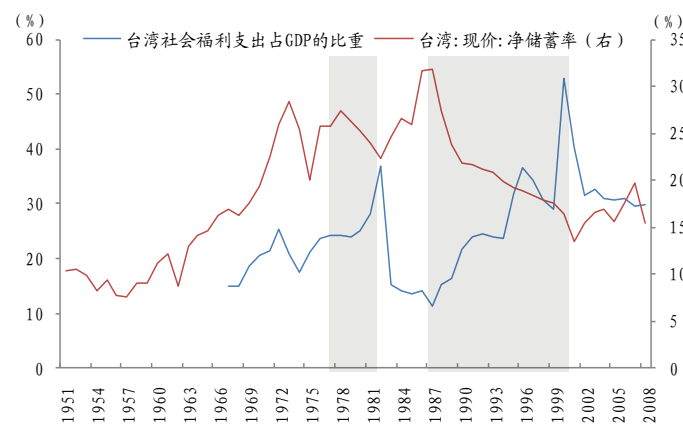
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 58 日本社会保障支出大幅提升后，日本家庭储蓄率逐步下降



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 59 台湾的社保支出大幅提升后，最终消费率亦快速上升



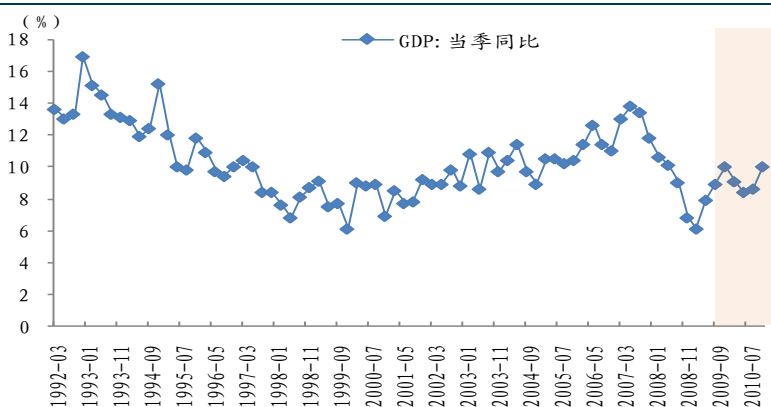
资料来源：WIND、国海证券研究所

五、明年经济有望回升至 9%，同比“V”型走势

今年前三季度中国国内生产总值增长从一季度的 6.1% 快速回升至二季度增长 7.9%、三季度增长 8.9%。从目前经济良好的增长态势看，今年保八已无悬念，预计今年经济增长至 8.3%。中国正进入新的经济上升周期。明年由于出口逐步回暖，消费快速增长，而投资虽有回落但仍保持平稳，明年经济有望回升至 9% 左右，回到 2008 年的水平。

不过明年经济可能出现“V”型走势，但是 V 的底部比今年的底部高，这主要由于今年一季度基数低，明年一季度增速可能依然比较高，而今年二季度由于环比大幅增长，对于明年来说基数比较高，明年二季度经济则会出现一次回落，为 8% 左右，可能是明年的最低点，随后 GDP 同比增速有望再逐步回升，总体上经济依然是保持回升复苏的增长态势。

Figure 60 中国 GDP 增速走势及预测



资料来源：WIND、国海证券研究所

从 GDP 构成看，明年三驾马车有望逐步平衡。今年前三季度，投资仍是主要的部分，为 GDP 贡献了 7.3 个百分点，达到近十年来的高位，而出口对 GDP 的负贡献亦达到历史最高位，为-3.6 个百分点，消费的贡献度相比上半年有所回升，对 GDP 的贡献为 4 个百分点。

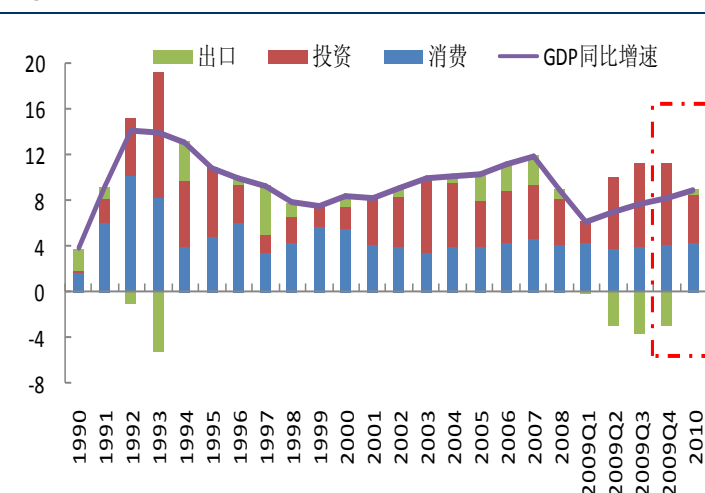
而到明年，预计投资对 GDP 的贡献由 7 个点回落至 4.2 个百分点，回到比较正常的水平，而出口的回升有望对 GDP 的贡献由负回升到 0.5 个百分点，消费对 GDP 的贡献亦有所回升，三驾马车对经济的贡献有望逐步平衡。

表 7 三大需求对 GDP 的贡献率及相关预测

时间	消费	投资	出口	GDP 同比增速
2008	4.10	4.10	0.80	9.00
2009Q1	4.30	2.00	-0.20	6.10
2009Q2	3.80	6.20	-2.90	7.10
2009Q3	4.00	7.30	-3.60	7.70
2009Q4E	4.10	7.10	-2.90	8.30
2010E	4.30	4.20	0.50	9.00

资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 61 三大需求对 GDP 的贡献率走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

温和通胀 VS 资产价格泡沫

由于上半年信贷快速扩张、原油价格快速回升以及资产价格快速上涨，市场对于通货膨胀的预期日益强烈。随着经济的逐步回升以及货币供应量的快速上升，明年重回通胀已基本成为共识，但是通胀的程度多高则是各方争论的焦点。

我们认为高信贷增长不一定必然出现高通胀，更重要的是目前尚不具备出现高通胀的环境，明年温和通胀的可能性大，我们认为明年 CPI 同比增长 2.7% 左右，PPI 同比增长 5.0% 左右。不过资产价格则面临泡沫的风险，这可能成为政策关注的焦点。

一、高信贷增长不一定必然出现高通胀

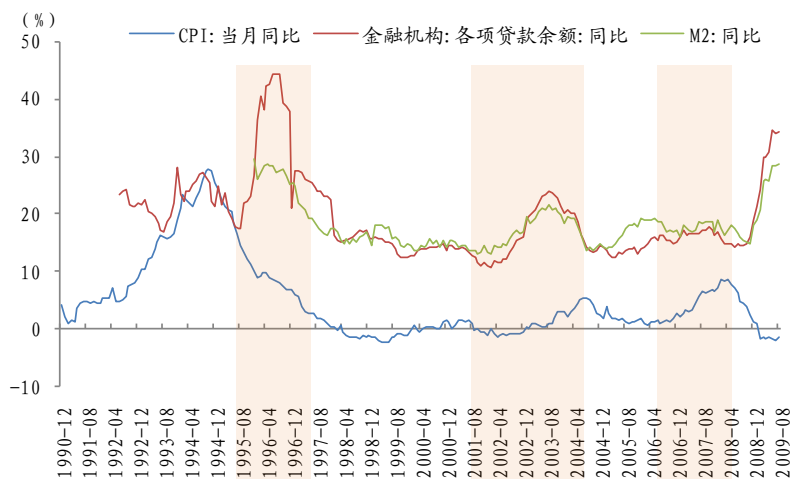
上半年巨量的信贷投放埋下了通胀的隐患,但是高信贷增长是否就必然出现高通胀呢?我们认为不一定。根据中国 1990 年以来的三次主要的通胀分析,我们可以发现信贷增速与 CPI 增速虽然有较强的相关性,但并不是高信贷增速就必然导致高通胀。

1996 年信贷增速达到 40% 以上的历史高位, M2 亦接近 30%, 但是当年及后几年并没有出现严重的通货膨胀, CPI 增速甚至是逐步回落的。

2003-2004 年信贷余额增速及 M2 增速也达到阶段性新高, 但是 CPI 同比增速也只是几个月超过 5%, 2003 和 2004 年 CPI 分别为 1.2% 和 3.9%, 总体上属于比较温和的通胀。

而 2007-2008 年虽然信贷余额增速及 M2 都处于 16%-18% 左右的历史平均偏下水平, CPI 却出现快速大幅上涨, 最高达到 8.7% 的高速增长, 2007 和 2008 年分别达到 4.8% 和 5.9% 的高增长。

Figure 62 CPI、各项贷款余额增速及 M2 走势



资料来源: WIND、国海证券研究所

根据通货膨胀理论, 通货膨胀主要有需求拉动、成本推动、结构性因素以及混合型这几种因素。

从中国改革开放以来几次比较严重的通货膨胀看, 1990 年以前的通货膨胀主要是需求拉动型, 因为当时中国属于供给短缺时代, 而到 1990 年以后主要是成本推动及混合型为主。而导致中国出现成本推动及混合型通胀的重要因素又多与中国经济周期及农产品价格相关。

而目前由于经济尚处于企稳回升的复苏阶段, 从供求角度看, 还处于供大于求的阶段, 与 2007 年高通胀相比, 目前尚不具备高通胀的环境, 且农产品价格大幅上涨可能性亦较小。

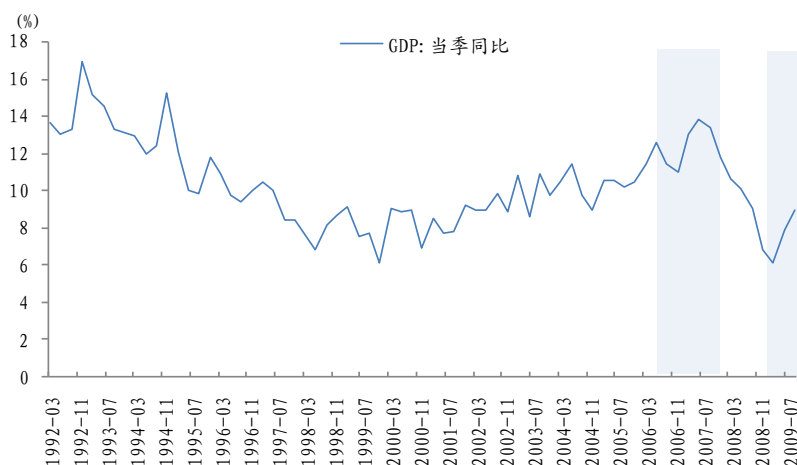
二、目前不具备高通胀的环境——与 2007 年的比较研究

今年以来原油价格快速回升、资产价格快速上涨与 2007 年相类似，而且信贷增长比那时更快，但是相比 2007 年，我们认为今明两年有以下几点当时不同，亦是尚不具备高通胀的原因：

1. 目前与 2007 年所处的经济环境不同

2007 年经济正处于高速增长期，供过于求，助推价格上涨，而目前经济刚处于经过危机后的复苏回升过程中，需求还比较疲弱，局部甚至产能过剩严重，总体上处于供大于求的格局中。

Figure 63 中国 GDP 当季同比增速走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

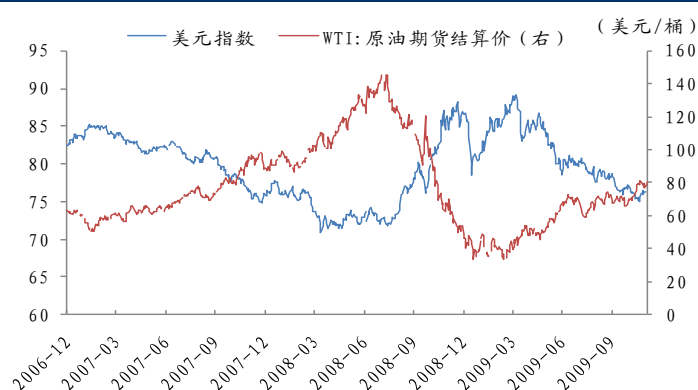
2. 原油价格大幅上行空间受到基本面制约，预计明年在 70-110 美元之间

原油价格亦面临供需基本面的制约，与 2007 年经济高速增长对原油需求快速增长以及预期强烈不同。同时，金融属性亦对原油价格的推高作用有所减弱。

目前美元指数已接近历史低位，由于其自身经济的好转及大幅贬值对全球经济的压力，美元中短期出现大幅贬值可能性小，更可能是小幅贬值，在 70-75 美元左右波动。如果美国经济好于预期，并出现加息，美元则可能出现短期的反弹。

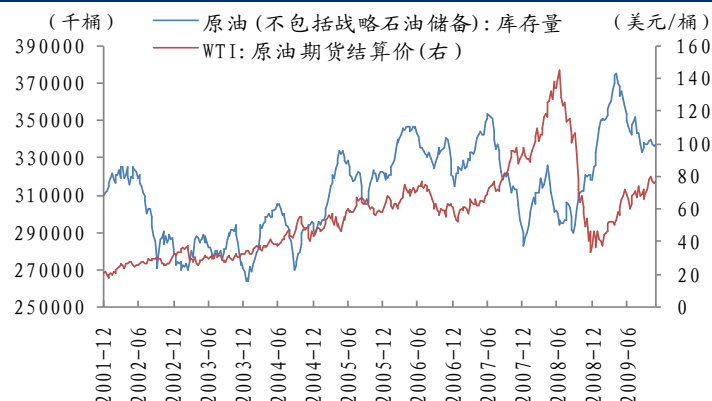
综合而言，我们认为随着经济的逐步复苏，有利于促进原油价格缓慢上升，但是大幅上行的空间亦受供需基本面制约，原油库存亦处高位，预计明年原油价格在 70-110 美元之间。

Figure 64 美元与国际原油期货价格呈负相关关系



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 65 目前原油库存位于高位



资料来源：EIA、国海证券研究所

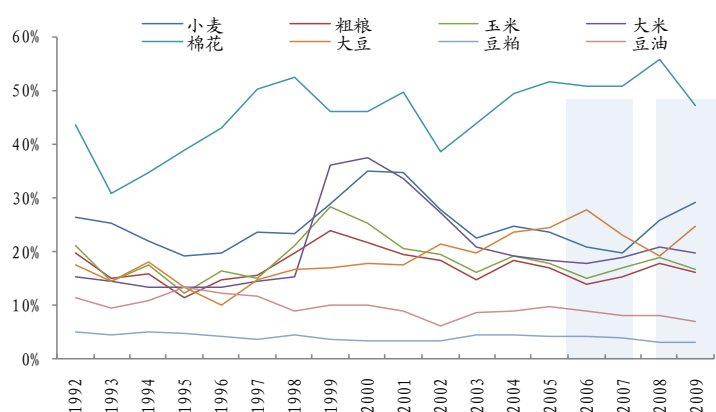
3.农产品库存消费比尚高，国内收储较多，能平抑价格

2007 年农产品价格大幅上涨，与原油价格大幅上行造成生物能源需求有关，而国内则除了国际因素传导影响，也与国内农产品储备不足有关。

而目前，一方面原油价格大幅上涨空间有限，而且许多国家也已加强了对用粮食制造生物能源的控制；另一方面，农产品库存消费比不论是国内还是全球都较当时有较大幅度回升，尤其是小麦。

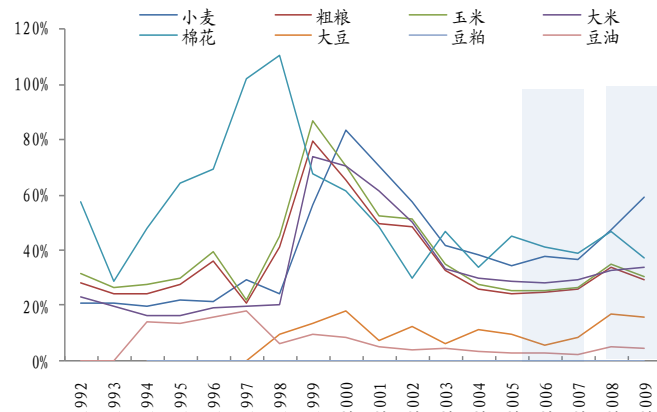
同时，去年年底以来国家收储力度加大，自 2008 年 10 月 20 日起，国家已分 6 批实施收储计划，总收储力度较大，大豆收储占大豆总产量的 43% 左右，玉米收储量占玉米总产量的 24%；稻谷收购量占总产量的 12%。虽然近期国家有所抛储，但是抛储量有限，国家的储备仍充足，如果未来农产品价格出现大幅上涨，国家能够通过抛储来平抑价格过度上涨。

Figure 66 全球主要农产品库存消费比



资料来源：美国农业部、国海证券研究所

Figure 67 中国主要农产品库存消费比



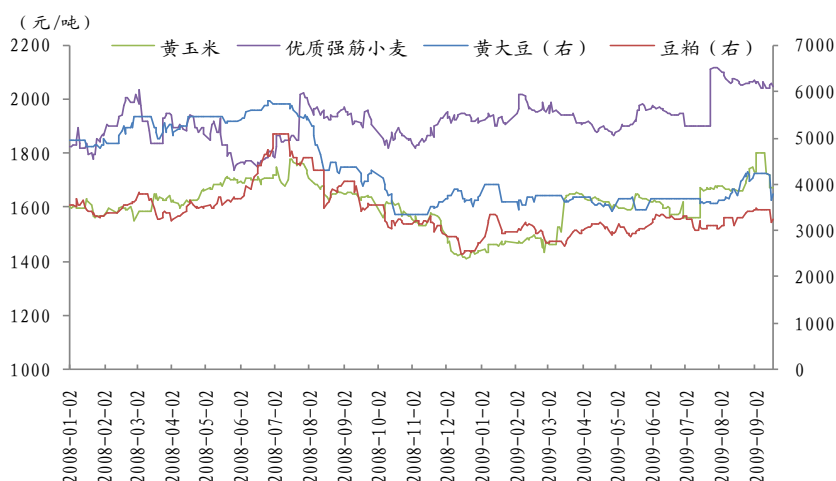
资料来源：美国农业部、国海证券研究所

表 8 2008 年 10 月份以来国家临时收储计划表

	日期	稻谷 (万吨)	玉米 (万吨)	大豆 (万吨)	收储价格 (元/吨)
第一批	2008.10.20	1000	500	150	大豆: 3700
第二批	2008.12.03	750	500	150	玉米: 1500
第三批	2008.12.25	0	2000	0	东北粳稻: 1840
第四批	2009.01.12	500	0	300	南方稻谷: 1880
第五批	2009.2.23		1000		
第六批	2009.4.29			125	
合计		2250	4000	725	
收储量占 2008 年总 产量比重		43%	24%	12%	

资料来源: 国海证券研究所

Figure 68 国内主要农产品期货价格走势



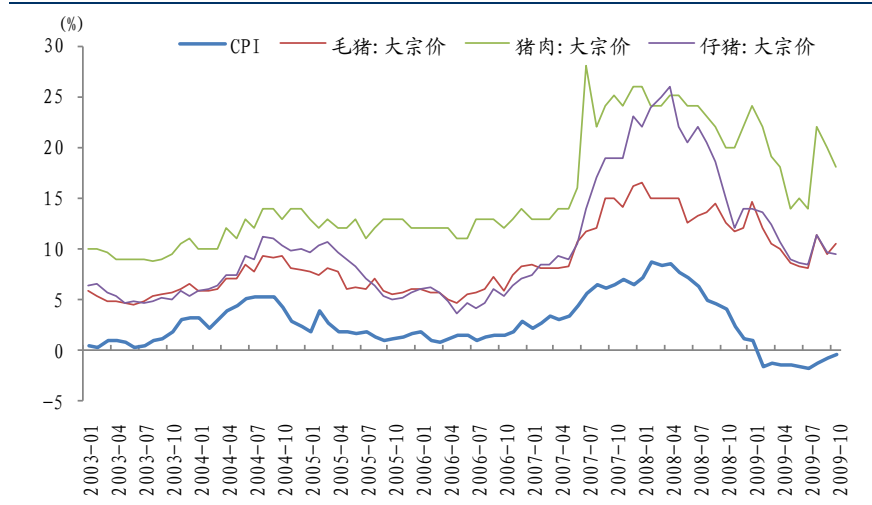
资料来源: WIND、国海证券研究所

4.猪肉价格受制于供给，上涨空间有限

2007 年 CPI 大幅上行还与猪肉价格的快速上涨有关，其中又与猪疫情的快速扩散造成供给大幅下降有关，但是从目前看生猪供给正处于逐步上行过程中，全国生猪存栏量及能繁母猪存栏量都在历史平均值以上。同时毛猪价格和猪肉价格仍处于历史较高位水平，和 07 年较高时价格相当，其出现价格快速上涨的空间已较有限。

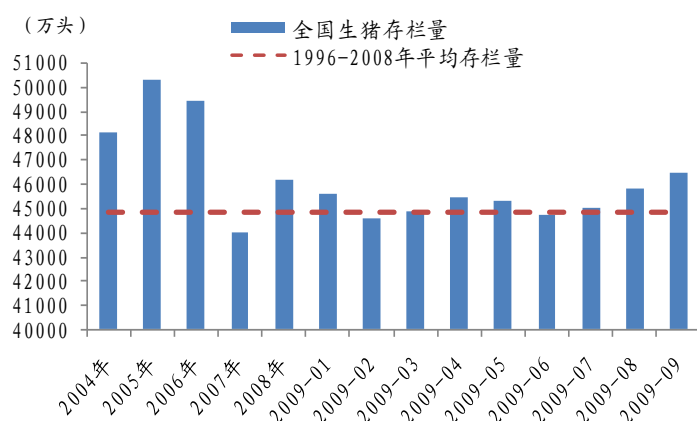
因此，受制于供给及目前的价格高位，明年猪肉价格对于 CPI 的贡献将较低。在这里我们暂不考虑出现 2007 年的猪疫情突发事件，即使有疫情出现，政府应对的能力已有很大提高，问题可能也没有当时大。

Figure 69 近期猪肉价格有所回落



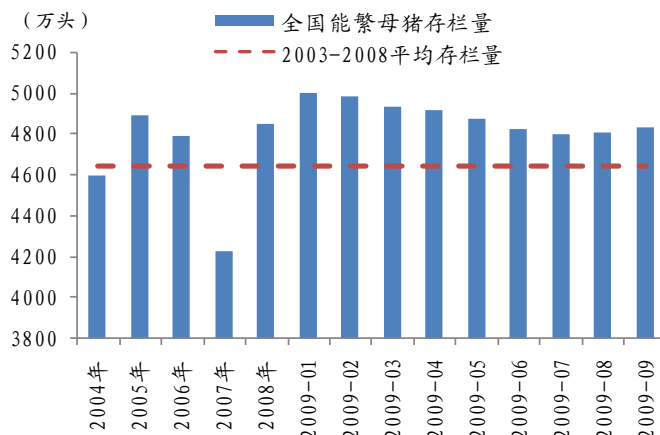
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 70 全国生猪存栏量依然高于历史平均值



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 71 全国能繁母猪存栏量依然偏高



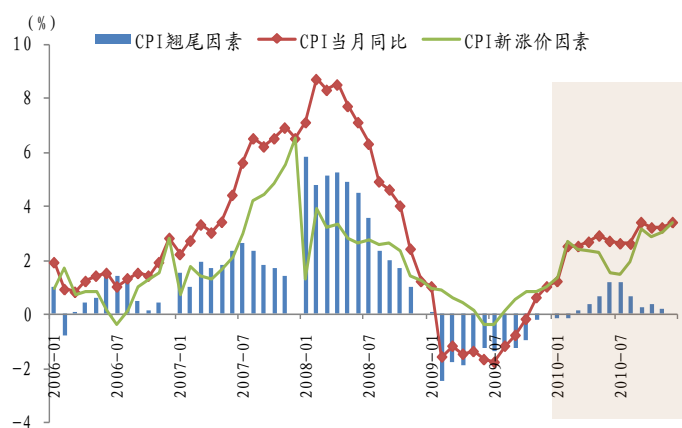
资料来源：WIND、国海证券研究所

三、预计明年 CPI 为 2.7%，为温和通胀

综合而言，我们认为虽然今年巨量投放的信贷有推高通胀的巨大风险，但是如果农产品等大宗商品价格不出现大幅上涨，则并不一定会导致 CPI 大幅上行，而且相比 2007 年较高的翘尾因素，明年 CPI 翘尾因素较低，温和通胀的可能性大，预计 CPI 同比增长 2.7% 左右，PPI 同比增长 5.0% 左右。

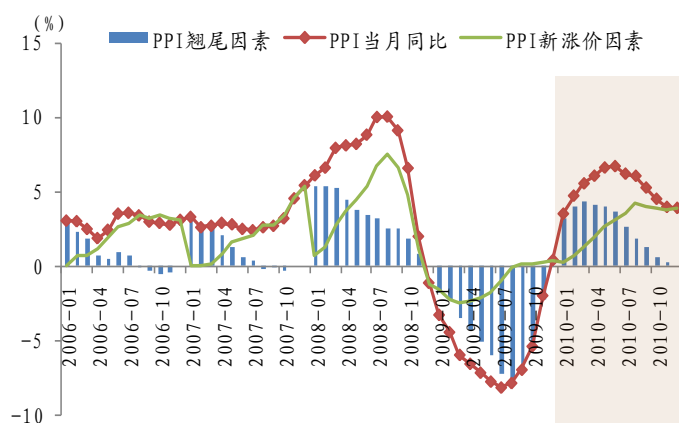
由于明年下半年经济逐渐回升，内在增长动力逐步恢复，预计明年 CPI 呈现“前低后高”的走势，年底在 3.5% 左右。而 PPI 可能在 6 月份左右达到高点。

Figure 72 CPI 同比增速走势预测



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 73 PPI 同比增速走势预测



资料来源：WIND、国海证券研究所

四、防通胀投资兴起，资产价格风险增加

虽然高信贷不一定带来高通胀，但是资产价格随着信贷的高增长出现快速上涨，正在逐步积聚风险，主要体现在房地产市场和股票市场，目前许多房地产价格已经达到甚至超过 2007 年价格的高位。

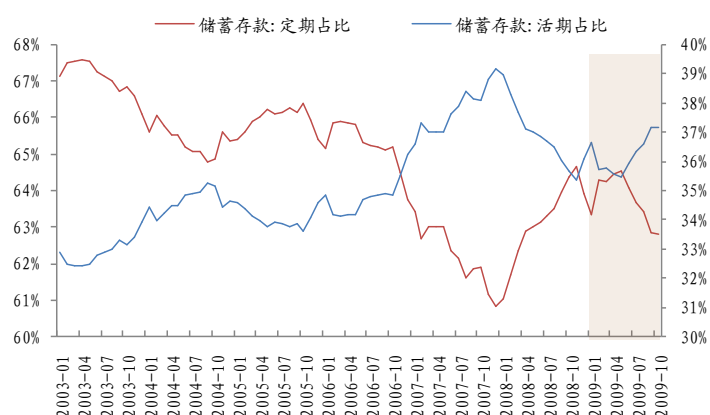
由于通胀逐渐临近，房产和股票作为抗通胀的主要投资品种，导致目前存款搬家的情况比较突出，活期存款在储蓄存款中的比重正不断上升，已接近 2007 年的水平。

我们认为如果资产价格继续快速上涨，很可能出现价格涨→追涨→价格涨的恶性循环，最后导致严重的资产价格泡沫风险，而这风险一旦爆发，很可能出现新一轮的经济危机，尤其是房地产市场，由于涉及上下游产业链众多，届时对经济将是严重打击。如日本 90 年代“失落的十年”就主要源于其 80 年代末房地产泡沫的破裂。

同时，如果资产价格上涨过快，也将加大居民的通胀预期，从而推高实际的通胀水平，而这亦将对经济增长不利。

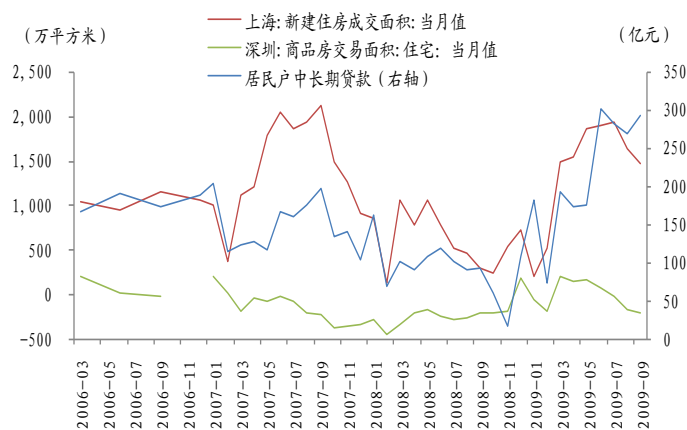
因此，高信贷增长可能带来资产价格泡沫风险可能成为明年经济增长中的重要风险。

Figure 74 金融机构人民币储蓄存款定期及活期存款占比



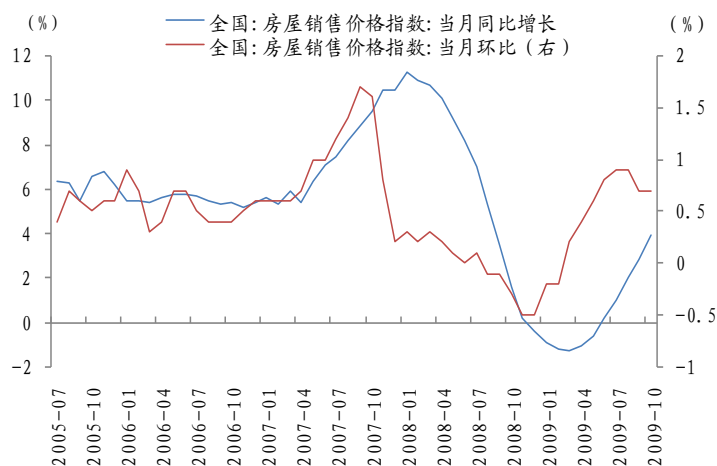
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 75 居民中长期贷款与房地产交易量



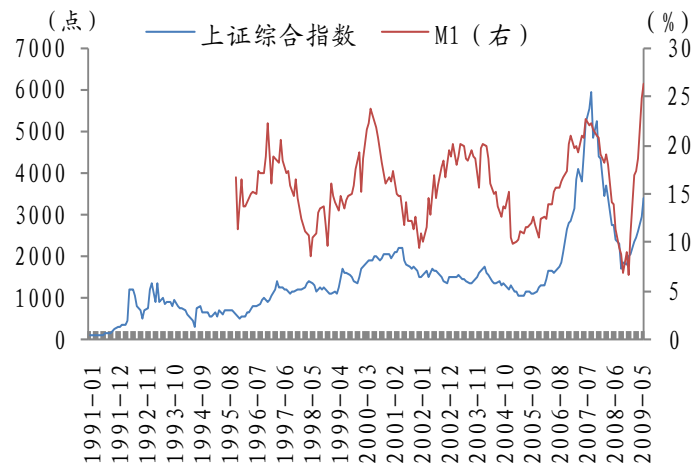
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 76 房屋销售价格指数同比与环比



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 77 M1与上证综指走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

政策“调整年”——谋远虑成重点

宽松政策带来了经济的快速回升，但是亦积聚了许多矛盾与风险。一方面高投资导致经济增长更不平衡，另一方面高信贷带来了通胀及资产价格泡沫风险。随着一些国家宽松政策已开始退出，中国亦将逐渐谋求宽松政策的退出。

由于中国经济虽有回升，但内生经济增长尚未企稳，经济平稳复苏尚有不不确定性，政策将在外松内紧中逐渐过渡，即坚持积极财政政策和适度宽松货币政策基调不变时对政策进行结构性调整，越来越偏重于经济结构转型以及促进消费，着重中国中长期长远发展，消费导向可能成为明年以及更长时期经济增长的新战略。

一、外松：基调保持不变，依然坚持积极财政政策和适度宽松货币政策

从目前各方面政府态度以及 1993 年以来政策基调脉络看，为了维护各方对经济的信心，保证经济平稳着陆，政府将依然保持基调不变，即依然坚持积极的财政政策和适度宽松的货币政策。

近日胡锦涛主席主持召开了政治局会议和中央经济工作会议，会议分析研究了明年经济工作，会议强调：“要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”，同时“根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性，特别是要更加注重提高经济增长质量和效益，更加注重推动经济发展方式转变和经济结构调整。”

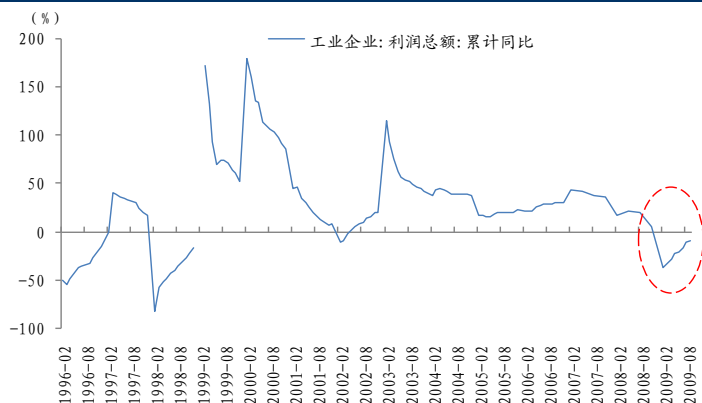
根据两次会议的精神，我们认为其传达出将依然保持积极的财政政策和适度宽松的货币政策不变，但是在外松的同时，将更加重视结构性调整。

1. 中国经济回升尚未企稳，出口回暖面临不确定性

从目前经济情况来看，中国经济刚刚从大幅下滑中企稳，经济回升的基础尚不稳固，内生性增长尚不足。从工业企业利润增速及财政预算收入增速可以看出，两者依然处于低位，反映经济回升基础并不稳固，尤其是反映经济活力及内生增长力量的中小企业尚处于复苏初期，就业情况并没得到快速改善。

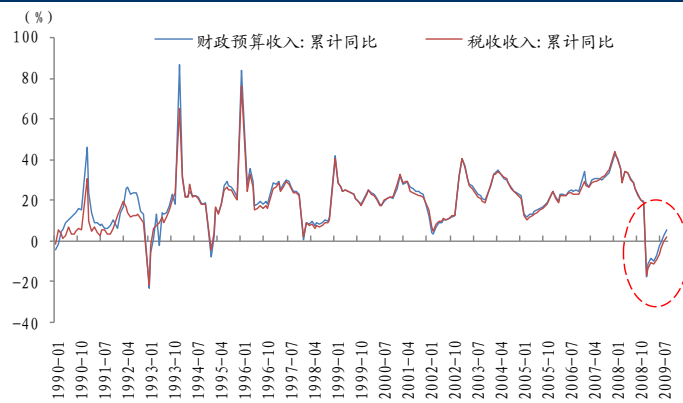
同时，虽然今年中国受创最严重的出口正随着全球经济的复苏而逐步企稳回暖，但是人民币升值以及贸易保护主义依然是笼罩在出口头上的乌云，未来出口回暖仍面临一定不确定性，这使得中国经济复苏可能面临曲折。

Figure 78 工业企业利润总额累计同比增速



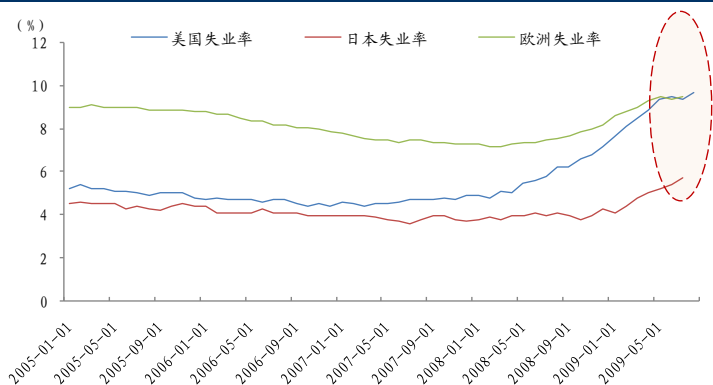
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 79 财政收入及税收收入累计同比增速



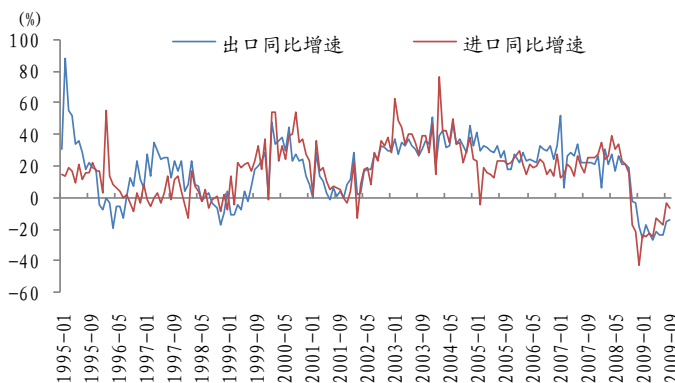
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 80 主要国家失业率依然处于高位



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 81 中国出口尚处低位



资料来源：WIND、国海证券研究所

2. 明年政策重调资产价格，而非抑制经济过热

由于明年更可能是温和通胀，经济尚处复苏中，而资产价格风险相对更大，明年政策焦点将在控资产价格风险而非抑制经济过热。

目前通胀虽有预期但是风险相对较小，尚未到严重需要转变政策方向的时候。根据我们的分析与预测，明年为温和通胀的可能性更大，预计CPI为2.7%，年底相对更高，货币政策转稳健更可能是明年年底经济平稳增长通胀较高之后考虑的问题。相对而言，资产价格泡沫可能是比通胀更需关注的问题，在经济复苏中，控制资产价格风险将可能先从行政手段着手，而非大规模收紧货币政策，如若房地产价格上涨过快，可以先通过提高交易成本以及二手房首付比例等手段来调控，这样既可以抑制资产价格风险，尤其是控制房产炒作行为，又不至于对经济造成过度伤害。

二、内紧：政策更重调结构，局部将有所收紧

宽松政策带来了经济的快速回升，但是亦积聚了许多矛盾与风险。一方面积极的财政政策下4万亿大规模的投资拉动经济增长的模式，重走高投资的老路，不仅可能加重原有的产能过剩矛盾，而且与政府一直强调的经济结构调整有所背驰；另一方面适度宽松的货币政策下产生的巨量信贷投放，不仅导致未来银行可能有不良贷款上升的风险，而且就目前来看随着巨量信贷的投放，资产价格泡沫已有所积聚，同时市场通胀预期大大加强，可能未来变成实质性较严重的通胀。

根据今年中央经济工作会议，我们认为政府正不断加大对长期经济发展的重视，调结构已被重点突出，促进消费发展也将成为未来政府的着力点。而货币政策由于经济的逐步回升，通胀的逐步到来，也

可能出现局部收紧，我们认为在不影响经济增长的情况下，可能从数量到价格逐步退出。

1. 财政政策更重调结构，促消费是重点

四万亿大规模财政政策是去年四季度以及今年以来的重点，对经济回升起到了关键作用，但是重走高投资的老路使中国经济结构调整的压力加大。随着危机逐渐过去，经济逐渐回升，政府将逐渐从拉动短期经济增长放眼到拉动中长期增长方面，这使得政府对积极的财政政策进行结构性调整以及倚重点的微调成为必然。

根据中央经济工作会议最新精神，会议指出：“根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性，特别是要更加注重提高经济增长质量和效益，更加注重推动经济发展方式转变和经济结构调整，更加注重推进改革开放和自主创新、增强经济增长活力和动力，更加注重改善民生、保持社会和谐稳定，更加注重统筹国内国际两个大局，努力实现经济平稳较快发展。”

五个“更加注重”的强调，充分反映出政府对于经济增长质量提高的迫切和对经济结构调整的重视。这亦可以从下表中看出，在中央经济工作会议关于明年的工作主要任务表述中，已将关于经济结构调整的表述从以前的排列第三上移到第二，充分显示了经济结构调整在以后经济工作中的重要性。

表 9 最近几年中央经济工作会议中经济工作主要任务比较

2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
一、坚持加强和改善宏观调控，保持和扩大经济发展的良好势头。	一、完善和落实宏观调控政策，保持经济平稳较快发展的良好势头。	一、加强和改善宏观调控，实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。	一、提高宏观调控水平，保持经济平稳较快发展。
二、坚持以发展农村经济为重点，扎实推进社会主义新农村农村建设。	二、切实加强农业基础地位，增强农业和农村经济发展活力。	二、巩固和发展农业农村经济好形势，保障农产品有效供给、促进农民持续增收。	二、加大经济结构调整力度，提高经济发展质量和效益。
三、坚持以节约能源资源和保护生态环境为切入点， 积极促进产业结构优化升级。	三、提高自主创新能力， 推进产业结构优化升级。	三、加快发展方式转变， 推进经济结构战略性调整。	三、夯实“三农”发展基础，扩大内需增长空间。
四、坚持提高自主创新能力，加快建设创新型国家。	四、加大攻坚力度，确保节能减排取得重大进展。	四、深化改革开放，完善有利于科学发展的体制机制。	四、深化经济体制改革，增强经济发展动力和活力。
五、坚持落实区域发展总体战略，推进城镇化健康发展。	五、促进区域协调发展，积极稳妥推进城镇化。	五、着力解决涉及群众利益的难点问题，切实维护社会稳定。	五、推动出口稳定增长，促进国际收支平衡。
六、坚持深化体制改革，加快形成落实科学发展观的体制机制保障。	六、全面深化改革，完善推动科学发展、促进社会和谐的体制机制。		六、着力保障和改善民生，全力维护社会稳定。

七、坚持互利共赢的开放战略，提高对外开放水平。	七、提高开放型经济水平，开创对外开放新局面。		
八、坚持以人为本，不断促进社会和谐。	八、着力改善民生，促进社会和谐。		

资料来源：中国政府网、国海证券研究所

根据中央经济工作会议的精神，明年财政政策着力点可能主要在以下几个方面：

（1）控制投资，加大对民生领域投入

中央经济工作会议中指出：“要突出财政政策实施重点，加大对民生领域和社会事业支持保障力度，增加对“三农”、科技、教育、卫生、文化、社会保障、保障性住房、节能环保等方面和中小企业、居民消费、欠发达地区支持力度，支持重点领域改革。”

同时指出：“要保持投资适度增长，重点用于完成在建项目，严格控制新上项目。”

因此，正如我们上文中对投资进行的判断，明年投资由于政府对新建项目的控制将有所回落，投资的重点也将由基建投资转移到民生工程建设，包括三农、科教文卫、保障性住房建设、居民消费以及中小企业发展等方面。

（2）消费导向——明年以及更长期经济增长新战略

会议在提出明年经济工作的主要内容中，着重指出：“要加大经济结构调整力度，提高经济发展质量和效益。要以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点，以稳步推进城镇化为依托，优化产业结构，努力使经济结构调整取得明显进展。”针对调结构，会议从五个方面进行了具体说明，包括扩大居民消费需求，推进城镇化，发展战略性新兴产业，抑制过剩产能和发展低碳经济以及产业有序转移。

相比以往经济工作会议，这次中央经济工作会议对扩大消费给予了更加的重视，尤其强调了扩大居民消费需求的重要性。

会议指出：“扩大居民消费需求，增强消费对经济增长的拉动作用。要加大大国民收入分配调整力度，增强居民特别是低收入群众消费能力。要保持政策连续性，进一步做好家电，汽车摩托车下乡工作，继续实施家电和汽车以旧换新政策，增加农机购置补贴，增加普通商品住房供给，支持居民自住和改善性购房需求，加大农村危房改造支持力度。要适应群众生活多样性，个性化的需要，引导消费结构升级。”

同时，亦指出“要完善社会保障体系，提高社会保障水平，……抓紧制订实施全国统一的社会保险关系转移接续办法，……加快落实

医药卫生体制改革近期重点实施方案，……加强廉租住房等保障性住房建设，支持棚户区改造，……大力发展文化事业和文化产业”等方面，从深层次制度改革来为促消费保驾护航。

从中央经济工作会议报告对于消费的重视，可以发现政府已将经济发展的着力点放到促进消费发展方面，我们认为消费正成为明年以及更长期经济增长新战略。因为经过改革开放 30 年来的发展，投资导向及出口导向都被证明在经济发展中存在制约，对中国发展来说两种战略都已出现挑战，唯有促进消费才能成为中国启动新一轮长期经济增长的动力。

针对促进消费，一方面中央经济工作会议已表示明年将延续今年促消费的相关政策，将进一步做好家电，汽车摩托车下乡工作，继续实施家电和汽车以旧换新政策。同时将增加普通商品住房供给来调控房价快速上涨的问题，以此支持居民自住和改善性购房需求。

另一方面，将进一步加大对社会保障制度以及医疗改革制度的完善，相关改革将加快推进。我们认为，如果从更长期的角度看，收入分配制度也可能成为未来改革的重点。

表 10 历年中央经济工作会议中对扩消费的表述

日期	中央经济工作会议中对扩消费的表述
2009 年	扩大居民消费需求，增强消费对经济增长的拉动作用。 要加大国民收入分配调整力度 ，增强居民特别是低收入群众消费能力。要保持政策连续性，进一步做好家电、汽车摩托车下乡工作，继续实施家电和汽车以旧换新政策，增加农机购置补贴， 增加普通商品住房供给 ，支持居民自住和改善性购房需求，加大农村危房改造支持力度。要适应群众生活多样性、个性化的需要， 引导消费结构升级 。
2008 年	要以提高居民收入水平和扩大最终消费需求为重点，调整国民收入分配格局。提高居民收入在国民收入中的比重，继续做好调整企业退休人员养老金工作，提高居民财产性收入，大力促进农民消费，稳定发展住房消费和汽车消费，着力发展服务消费和旅游消费，不断增强最终消费能力。
2007 年	必须坚持需求导向，控制固定资产投资规模和扩大消费需求。
2006 年	要正确处理好投资和消费、内需和外需的关系，最根本的是扩大国内消费需求。坚持以增加居民消费尤其是农民消费为重点，加快调整国民收入分配格局，努力提高农民和城镇低收入者收入水平和消费能力。

资料来源：中国政府网、国海证券研究所

（3）城镇化为依托，优化产业结构

今年的中央经济工作会议，对推进城镇化建设进行了突出强调，会议指出：“积极稳妥推进城镇化，提升城镇发展质量和水平。要坚持走中国特色城镇化道路，促进大中小城市和小城镇协调发展，着力提高城镇综合承载能力，发挥好城市对农村的辐射带动作用，壮大县域经济。当前，要把重点放在加强中小城市和小城镇发展上。要把解决符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务，放宽中小城市和城镇户籍限制，提高城市规划水平，加

强市政基础设施建设，完善城市管理，全方位提高城镇化发展水平。”

根据对往年中央经济工作会议与今年的比较，我们发现政府不仅更加重视城镇化了，而且重点放在加强中小城市和小城镇发展方面，并且将通过放宽中小城市和城镇户籍限制推动农村人口在城市落户，我们认为政策的转变及重点的强调，对于中小城市和小城镇发展有重要意义，也更符合中国快速推动中国城镇化的国情，有利于促进城市化进程。而城市化进程的推进，未来必将有利于相关消费的快速增长，如房地产相关消费、家电汽车消费、零售消费等，也有利于大中小城市的更合理规划和发展，有利于优化产业结构。

表 11 历次中央经济工作会议对城镇化的描述

日期	中央经济工作会议对城镇化的描述
2009 年	积极稳妥推进城镇化，提升城镇发展质量和水平。 要坚持走中国特色城镇化道路，促进大中小城市和小城镇协调发展，着力提高城镇综合承载能力，发挥好城市对农村的辐射带动作用，壮大县域经济。当前，要把 重点放在加强中小城市和小城镇发展上 。要把解决符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务， 放宽中小城市和城镇户籍限制 ，提高城市规划水平，加强市政基础设施建设，完善城市管理，全方位提高城镇化发展水平。
2008 年	要以推进城镇化和促进城乡经济社会发展一体化为重点，改善城乡结构。促进大中小城市和小城镇协调发展，有 重点地培育一批综合承载能力强、辐射作用大的城市群 ，使其成为拉动内需的重要增长极。
2007 年	要按照走中国特色城镇化道路的总体要求，加强规划引导，坚持节约集约利用土地，努力提高城镇综合承载能力，突出增强可持续发展能力，促进城镇化健康发展。
2006 年	推进城镇化，要以提高城市综合承载能力为核心，更好地带动农村劳动力有序转移。要建立健全廉租住房制度，改进规范经济适用房制度，不断改善城镇低收入困难群众的住房条件。加强对发展城市群的研究和规划，引导大中小城市协调发展。

资料来源：中国政府网、国海证券研究所

（4）加大战略性新兴产业及新兴产业支持，占领未来经济增长制高点

自今年 9 月底温家宝总理召开三次新兴战略性新兴产业发展座谈会后，政府对于新兴战略产业的重视已越来越突出，中央经济工作会议亦进一步强调要发展战略性新兴产业。

针对发展战略新兴产业，会议指出，“发展战略新兴产业，推进产业结构调整。要抓紧研究提出培育我国战略性新兴产业的总体思路，强化政策支持，加大财政投入，培育新的经济增长点。要抓紧落实国家重大科技专项，落实重点产业调整振兴规划，大力推进技术改造，加快传统产业优化升级。”

可以说，谁把握住新兴战略产业，谁就把握了未来的发展方向。根据温家宝总理 9 月底召开的新兴战略性新兴产业发展座谈会上指出的“新兴战略性新兴产业……要具有广阔的市场前景和资源消耗低，带动系

数大，就业机会多，综合效益好的产业特征”，如新能源，节能环保，电动汽车，新材料，新医药，生物育种，信息产业和旅游业等。

我们认为政府对新兴战略产业发展正日益重视，预计明年政府将从信贷、财税、人才等多方面对新兴战略产业进行支持和引导，从而推动相关行业的快速发展，为中国占领新兴行业的领先地位打下基础。

在针对结构调整其他方面，根据会议精神，明年对于落后产能淘汰以及兼并重组的力度可能加大，一些相关领域的行业市场准入可能放开，同时产业的区域转移亦是值得重视的方面。

2. 货币政策退出次序：先数量后价格，加息可能在年底

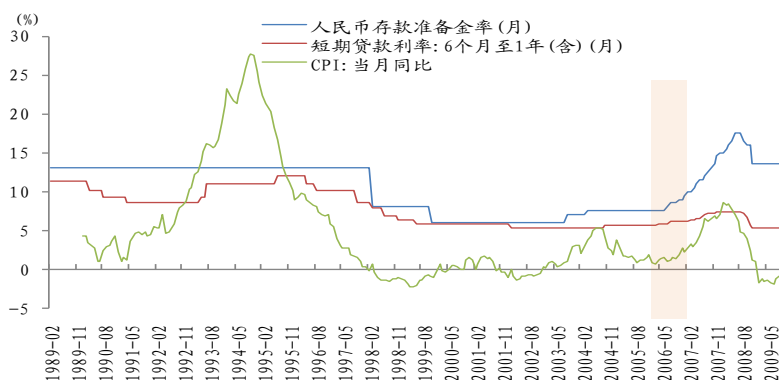
今年 8 月以来以色列、澳大利亚等国家相继加息，虽然对中国影响不大，但是随着中国经济的逐渐回升，市场对于中国宽松政策的退出机制讨论愈来愈烈。我们认为宽松基调不变的前提下，货币政策将出现微调甚至局部收紧。以 2004-2007 年为例，虽然那时货币政策依然是稳健的基调，但是实际上已较为收紧，以 2003 年 9 月上调存款准备金为标志，货币政策迈入紧缩周期，2004 年 10 月起则进入加息周期。

表 12 今年 8 月以来率先退出宽松政策的国家

	调整时间	调整幅度	调后利率
以色列	8 月	加息 25 个基点	0.75
澳大利亚	10 月初	加息 25 个基点	3.25
挪威	10 月下	加息 25 个基点	1.5
印度	10 月下	提高存款准备金率	

资料来源：国海证券研究所

Figure 82 CPI、存款准备金率及贷款基准利率走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

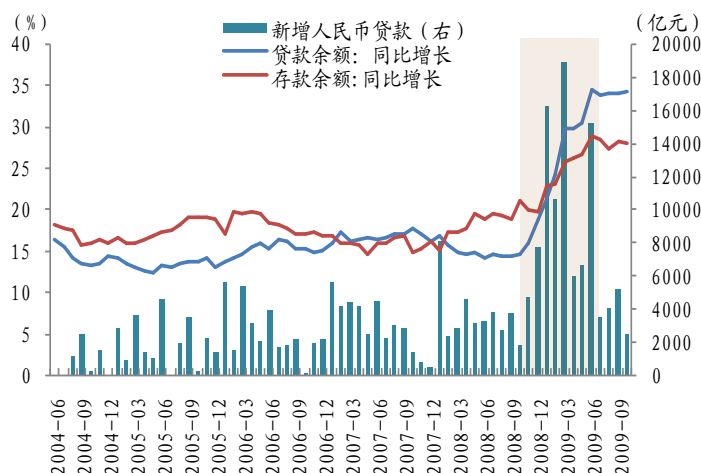
对于货币政策的退出机制，我们认为可能会按以下次序逐渐退出：

第一步，对新增信贷总量有所控制，同时公开市场灵活操作，对冲市场流动性；第二步，如果外资流入加大，导致公开市场操作难以回收多余的流动性，则存款准备金率将上调；第三步，如果资产价格较高以及通胀预期加强时，较为严厉的加息也可能出现，时间窗口最有可能在经济增长明确的第四季。

（1）明年新增信贷可能控制在 7-8 万亿左右，M2 为 20%-24%

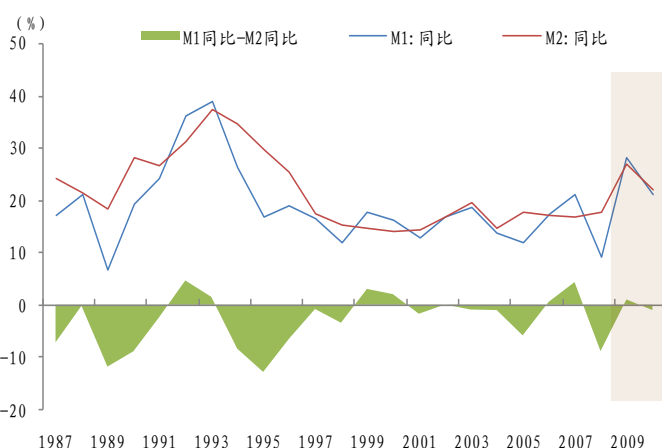
由于高信贷增长是今年最主要的突出问题之一，明年信贷收缩已成为政策共识。我们认为如果信贷收缩幅度过大，将使经济出现二次探底风险，而信贷如果高于今年，又可能引发新一轮的流动性冲击，因此，明年新增信贷将可能被控制在 7-8 万亿左右的水平，M2 则从今年的近 30% 的增速回落到 20%-24% 左右的增长水平。

Figure 83 今年信贷巨量增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 84 货币供应量走势及明年预测



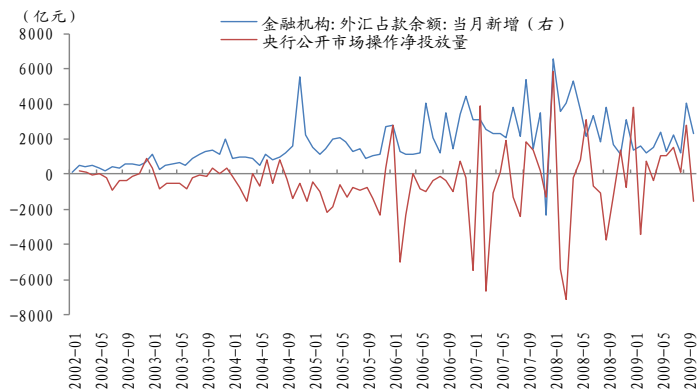
资料来源：WIND、国海证券研究所

（2）外资流入加剧，可能推动存款准备金率上调

由于中国经济回升情况好于许多国家，而且人民币逐渐走向国际化，导致近期人民币升值预期逐渐增强，热钱流入加大，外汇占款则出现快速上升，央行公开市场操作难度也有所较大。

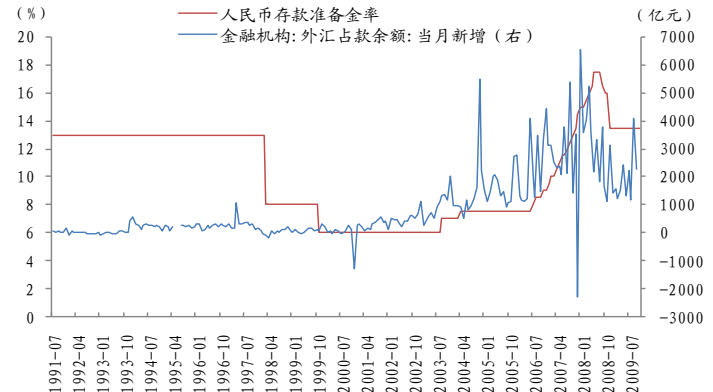
针对外汇占款上升情况，央行一般会先进行公开市场操作进行对冲，当公开市场操作难度加大，存款准备金率上调则成为可能，由于存款准备金调整直接影响银行，通过对银行放贷能力制约间接影响经济，相对来说对经济的影响比调整基准利率小。

Figure 85 公开市场操作净投放与外汇占款明显的负相关



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 86 外汇占款与人民币存款准备金率走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

(3) 加息启动可能在明年四季度，预计一次

加息一直是讨论最多，关注度最大，同时最难把握的一项货币政策，根据对中国过去加息经验判断，我们认为如果中国明年加息的话，以下几个条件可能成为触发的因素：

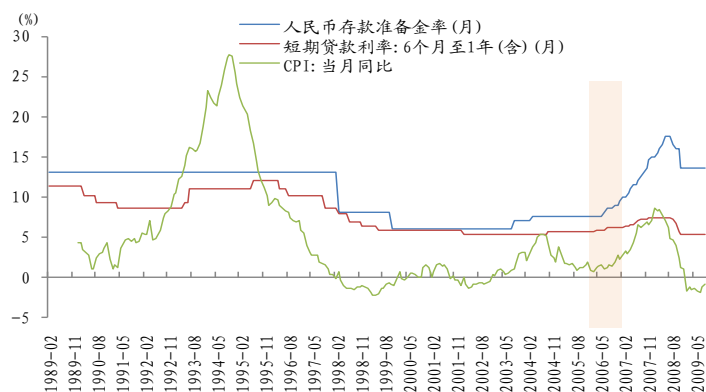
1) 经济增长态势良好，GDP 回升在 9% 左右，没有出现二次探底，这是加息必备的前提条件。

2) 原油价格和资产价格上涨过快，热钱流入加剧，带来较高通胀预期，并由此推高实质性的通胀水平。以 2006 年为例，虽然当时 CPI 同比只有 1% 左右，但是 2006 年 7 月已开始上调存款准备金率，8 月已开始加息，我们认为其中较主要原因除了经济增长高速，另外还在于通胀预期较强，2006 年下半年原油价格冲到阶段性高点，而房地产价格有较快速上升趋势。人民银行调查的未来物价预期指数则在 2006 年二季度起出现快速上升。

3) 美国等主要经济体逐步退出宽松的货币政策。由于中国政策与全球化的协调性越来越高，尤其是常以美国政策的变动为风向标，尤其货币政策方面。因此，如果美国等主要经济体退出宽松货币政策，提高基准利率，则也将成为中国触发加息的重要因素。由于美国一般都要在产能利用率上升以及失业率下降之后才可能加息，而美国明年弱势复苏态势及失业率高企的状况可能难以改善，出现加息的可能性小，因此，此因素对触发中国明年加息的可能性较小。

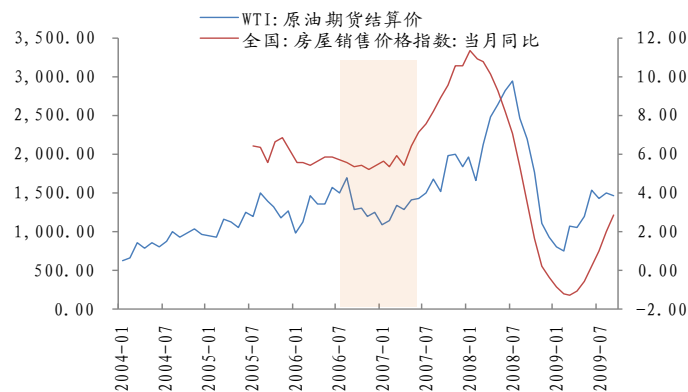
综合而言，在经济增长企稳的前提条件下，造成中国加息最可能的因素在于资产价格上涨难以被行政手段所控制，同时原油价格超出我们预期快速上涨，导致中国输入性通胀压力加大，如果人民币汇率稳定不变，则可能加息一次，最可能的时点是在明年四季度，因为到那时中国经济企稳被确认的概率相对更大，通胀水平相对也更高。

Figure 87 2006 年货币政策调整迅速



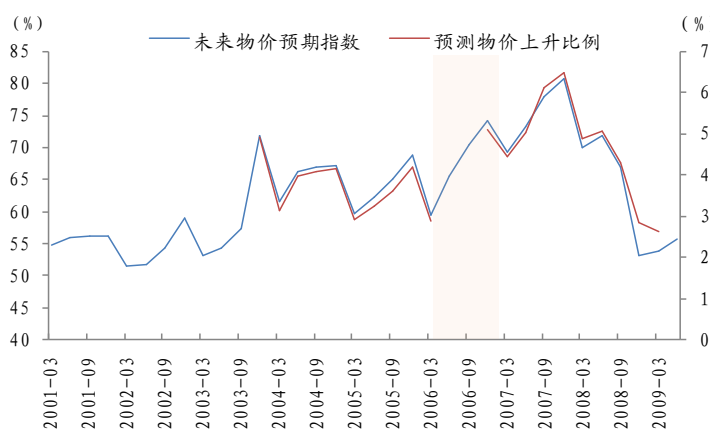
资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 88 2006 年至 2007 年房价和原油价格快速上扬



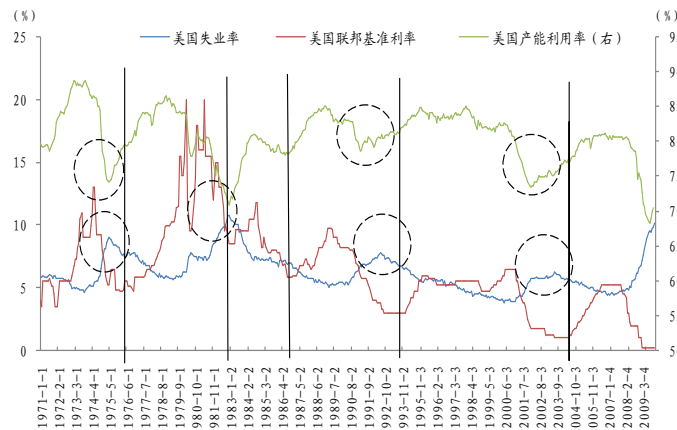
资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 89 未来物价预期指数级预测物价上升比例在 06 年底快速上升



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 90 美国基准利率与其失业率、产能利用率走势



资料来源: WIND、国海证券研究所

3. 汇率政策“稳”为主，输入性通胀压力加大时适度升值

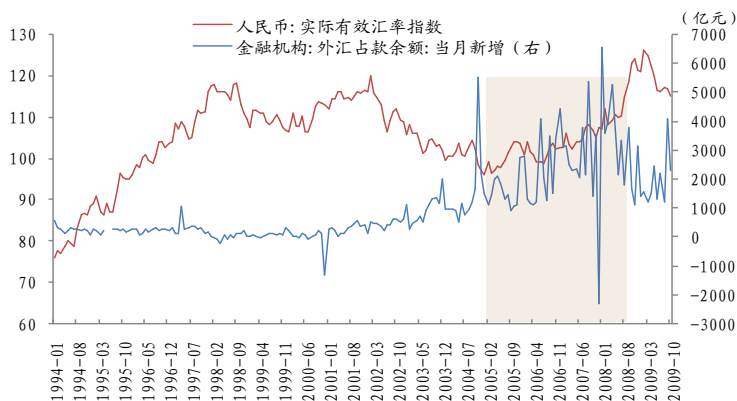
在人民币经过近 3 年的升值后，由于金融危机的冲击，人民币重新盯住美元的政策使得人民币随着美元而出现贬值，这对于中国的出口回升起到重要作用。但是随着中国经济的快速回升，以及人民币跨境结算的迈大步，人民币升值的预期又开始不断上升，外汇占款亦不断增加，人民币汇率会否升值成为关注的焦点。

我们认为虽然外资流入、外汇占款增加可能增加中国资产价格泡沫风险，同时人民币贬值也将增加输入性通胀压力，使中国承担国际原材料价格上涨的成本。

但是由于中国出口依旧疲软，并且贸易摩擦的不断增加对出口的回暖造成一定风险，对中国经济企稳回升造成压力，人民币将维持稳定态势，一定程度上可能依然盯住美元。而且即使人民币出现升值，在缓慢升值的初期，外资流入并不会因此减少，甚至是增加的态势，对于这点来说，升值并不会缓解热钱流入加速的矛盾。

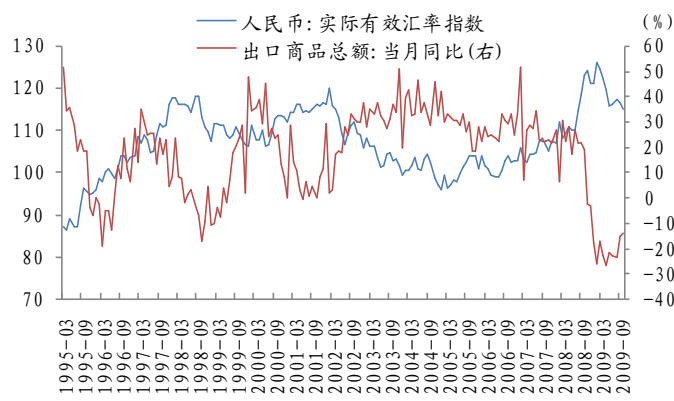
对于人民币升值的合理时机，我们认为可能在出口回暖已确定，并且中国经济增长已经没有问题，同时输入性通胀压力比较大的情况下，人民币才可能出现适度升值。

Figure 91 人民币在升值初期及升值过程中，外汇占款不断上升



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 92 人民币汇率与出口增长呈负相关



资料来源：WIND、国海证券研究所

2010 年宏观经济数据预测

通过对经济情况的认真分析，我们对 2009 年及 2010 年的经济数据预测如下：

表 13 2009 年三季度及全年宏观经济数据预测

指标名称	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
GDP:累计同比	10.10	10.40	11.60	13.00	9.00	8.30	9.00
工业增加值:累计同比	16.70	16.40	16.60	18.50	12.90	11.50	14.00
CPI:累计同比	3.90	1.80	1.50	4.80	5.90	-0.80	2.70
PPI:全部工业品:累计同比	6.10	4.90	3.00	3.10	6.90	-5.50	5.00
城镇固定资产投资完成额:累计同比	28.80	27.20	24.50	25.80	26.10	35.00	25.00
社会消费品零售总额:累计同比	13.30	12.90	13.70	16.80	21.60	15.50	18.00
出口商品总额:累计同比	35.40	28.40	27.20	25.75	17.40	-15.00	10.00
进口商品总额:累计同比	36.00	17.60	20.00	-45.71	18.50	-14.00	14.00
M1:同比	13.60	11.78	17.48	21.01	9.06	28.00	21.00
M2:同比	14.60	17.57	16.94	16.72	17.82	27.00	22.00

资料来源：国海证券研究所

免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。