

2010 年中国经济展望

回归正常化：经济复苏与政策退出

要点

- ❖ **经济基本面（增长、通胀和盈利）实质性变好。**预计 2010 年经济将进一步复苏，GDP 增幅回升至 10.1%左右；一季度 GDP 增速较高，二三季度将有所下降，四季度再略有回升；但从环比来看，GDP 增速将比较平稳，并逐步回升。告别通缩，进入温和通胀，CPI 上涨约 2.6%，PPI 上涨约 3.5%。需求快速回升，为工业盈利增长提供有力的支持，工业盈利将大幅增长 30%。
- ❖ **终端需求复兴，投资增长正常化。**经济景气回升和居民预期的改善，消费将加速增长。全球经济回升，外需拉动出口复苏，出口对经济增长的贡献将由较大的负贡献转向正贡献。终端需求——不再进入到生产过程中的需求，一般理解为消费和出口——将成为拉动经济增长的主要动力，对 GDP 的拉动作用将超过投资。政府投资力度减小，投资增长回归正常化。
- ❖ **政策在延续一段积极和适度宽松之后，逐步实现正常化。**2010 年年中前后，政策将从事实上的极度宽松状态逐步转向中性。预计 2010 年将出现加息，幅度为 27-54 个基点。新增贷款将回落至 7-8 万亿。人民币汇率在保持基本稳定的原则下可能小幅升值 3-5%左右。积极财政政策将延续，但是政策的重点可能会有结构性变化，预计赤字占 GDP 比重为 2.9%左右，赤字规模 1 万亿左右，财政政策将从全力保增长转向拉动内需、促进就业、保证经济可持续发展等多目标上来。
- ❖ **放开垄断行业，鼓励民间资本进入，将是结构调整的主轴。**预期政府将大力度放开垄断和管制，鼓励民间资本进入服务业领域，如：石油、铁路、电信、市政公用设施，以及医疗、社保、教育、文化传媒等社会事业，构筑新的经济增长点。
- ❖ **2010 年经济的关键词是：回归正常化。**

中信证券宏观经济预测

(%)

	2007	2008	2009F	2010F
GDP	13.0	9.0	8.6	10.1
CPI	4.8	5.9	-0.7	2.6
PPI	3.1	6.9	-5.3	3.5
全社会固定资产投资	24.8	25.5	33.2	25.9
社会消费品零售	16.8	21.6	15.6	18.1
出口	25.6	17.2	-15.7	10.5
进口	20.6	18.5	-11.5	11.4
利率（1 年期存款）	4.14	2.52	2.25	2.79
汇率（RMB/USD）	7.31	6.83	6.83	6.63

	20091Q	20092Q	20093Q	20094Q	20101Q	20102Q	20103Q	20104Q
GDP	6.1	7.9	8.9	11.1	11.8	10.0	9.3	9.6
CPI	-0.7	-1.4	-1.5	0.6	2.0	2.4	3.0	2.9

资料来源：中信证券研究部

中信证券研究部

诸建芳

电话：010-84588756
邮件：zhujf@citics.com

孙稳存

电话：010-84588015
邮件：sunwc@citics.com

联系人：吕剑

电话：010-84588280
邮件：lvj@citics.com

联系人：董利

电话：010-84588405
邮件：dongli@citics.com

联系人：刘霖林

电话：010-84588023
邮件：liull@citics.com

联系人：吴玉立

电话：010-84588230
邮件：wuyli@citics.com

相关研究

- 1.《宏观经济月报：终端需求回升明显》 2009-11
- 2.《宏观经济季报：回归正常增长》 2009-10
- 3.《宏观经济专题：2010 年的新增信贷规模估测》 2009-09
- 4.《宏观经济月报：8 月数据驱散复苏疑云》 2009-09
- 5.《宏观调研报告：从实地看出口进一步复苏》 2009-08
- 6.《宏观经济专题：告别通缩》 ... 2009-08
- 7.《宏观研究：政策微调不改复苏趋势》 2009-07
- 8.《宏观经济专题：上调 09、10 年 GDP 预测至 8.8%和 10.1%》 2009-07
- 9.《下半年中国经济展望：复苏之路：转型中实现增长》 2009-06

目 录

一、对 2010 年中国经济的总体看法	1
二、终端需求复兴	3
2.1 消费需求加速上升	3
2.2 外需拉动出口复苏	10
2.3 投资增长正常化	16
三、进入温和通胀	23
3.1 经济增长拉动物价回升	24
3.2 食品价格进入上升周期	26
3.3 重现输入性通胀	28
3.4 公共产品调价影响甚微	31
3.5 高通胀可能性不大	32
3.6 CPI 2.6%，PPI 3.5%	33
四、工业盈利大幅回升	34
4.1 终端需求拉升主营业收入	34
4.2 工业盈利增长 30%	36
五、政策逐步正常化	37
5.1 货币政策逐步回归中性	37
5.2 积极财政政策重点有所调整	40
5.3 结构调整“四管齐下”	40
附录 1：我国汽车消费的长期趋势	42
附录 2：2009 年主要经济刺激政策一览	46

插图目录

图 1: 2010 年 GDP 增长预测	1
图 2: 2010 年 CPI 和 PPI 走势预测	1
图 3: 2010 年各季工业利润增速走势预测	2
图 4: 2010 年终端需求将大幅回升	3
图 5: 消费品零售真实增速提升	3
图 6: 汽车销量自 09 年大幅度提升	4
图 7: 乘用车增速高于商用车	4
图 8: 09 年最终消费对经济贡献率提升	4
图 9: 就业形势改善领先于消费增长	5
图 10: 劳动市场供求关系改善	5
图 11: 就业形势逐步好转	5
图 12: 就业随经济复苏回暖	5
图 13: 平均工资指数增长	5
图 14: 收入信心指数逐步恢复	5
图 15: 消费信心持续走强	6
图 16: PMI 雇员指数领先消费增速	6
图 17: 高收入地区居民的平均消费倾向出现提升	6
图 18: 高收入地区平均消费倾向高于中等收入地区	6
图 19: 我国居民的汽车拥有量明显偏低	6
图 20: 消费升级将提高消费率	7
图 21: 人口结构的变化会影响消费	7
图 22: 个人消费贷款需求指数持续上升	7
图 23: 居民贷款占贷款总额比重攀升	7
图 24: 商品房销售增速领先家具类消费一个季度	8
图 25: 商品房销售增速领先建材类消费一个季度	8
图 26: 09 年日常消费品增速相对较低	8
图 27: 通缩是日常消费品增速较低的主要原因	8
图 28: 价格因素对服装销售增速影响明显	9
图 29: 价格因素对食品销售增速影响明显	9
图 30: “家电下乡政策”对农民消费起到了直接的拉动效果	9
图 31: 我国相比同等收入水平的国家汽车拥有量明显偏低	10
图 32: 我国居民文娱消费比重偏低	10
图 33: 黄金周旅游人数逐年攀升	10
图 34: OECD 领先指数持续回升预示出口回升	11
图 35: 发达国家 PMI 指数持续上升预示经济复苏	11
图 36: 美国 GDP 环比折年率大幅上升	11
图 37: 美国库存累计同比增速处于历史较低水平	11
图 38: 美国失业率处于历史较高水平	11

图 39: 全球经济、发达国家经济与中国出口紧密相关.....	12
图 40: 实际利用外资金额企稳回升有助于出口增加.....	12
图 41: 人民币有效汇率和出口呈现明负相关关系.....	13
图 42: 美元对人民币 12 个月期 NDF 处于小幅升值.....	13
图 43: 反倾销立案调查和最终裁决数量稳中有增.....	13
图 44: 2009 年 1—9 月中国贸易摩擦数量.....	13
图 45: WTO 成员国对华反倾销立案数量与中国出口增速的关系.....	14
图 45: WTO 成员国对华反倾销立案数量与中国出口增速的关系.....	14
图 46: 截至 2009 年 9 月中国主要行业出口增速状况排序.....	14
图 47: 截至 2009 年 10 月中国主要产品出口状况排序.....	15
图 48: 新开工投资支撑未来投资增长.....	16
图 49: 2010 年政府规划投资仍有 20% 的增长.....	16
图 50: 管制放开推动医疗服务行业投资爆发式增长.....	17
图 51: 2009 年基建投资拉动投资快速增长.....	17
图 52: 2009 年政府基建投资对私人部门投资拉动明显.....	17
图 53: 2009 年交运设施投资贡献最大.....	18
图 54: 2009 年铁路公路投资增长最为强劲.....	18
图 55: 财政收入增长企稳回升.....	18
图 56: 赤字比例仍在 3% 以内.....	18
图 57: 政府债务负担有所减轻.....	19
图 58: 基建企业资金来源充裕.....	19
图 59: 房地产行业投资与开发投资趋势基本一致.....	19
图 60: 2010 保障性住房投资计划增长 38%.....	20
图 61: 保障性住房发展潜力巨大.....	20
图 62: 农业、矿业和服务业投资增长强劲.....	20
图 63: 政策扶持类行业投资增长强劲.....	20
图 64: 低利率环境为企业营造较高的投资回报率.....	21
图 65: 高投资回报率促使制造业投资增长.....	21
图 66: 基建投资贡献明显下降.....	23
图 67: 2010 年 CPI 和 PPI 走势预测.....	23
图 68: M2 增速上升表明名义总需求还将继续上升.....	24
图 69: 名义总需求变化与物价.....	24
图 70: 产能利用率与工业品价格指数.....	25
图 71: 经济回升将促使物价回升.....	25
图 72: 中国 GDP 与 CPI 的关系.....	25
图 73: 主要食品价格进入上升周期.....	26
图 74: 联合国粮农组织食品价格指数.....	26
图 75: 中国 GDP 与食品 CPI 的关系.....	27
图 76: 食品价格周期与预测.....	27
图 77: 农产品价格上升将促使生活资料价格上升.....	27
图 78: 美国失业率相对欧洲更高.....	28
图 79: 美国通缩相对欧洲严重.....	28

图 80: 美国贸易逆差更严重	29
图 81: 2010 全球经济增长支持大宗商品价格上升	29
图 82: 2010 大宗商品价格增速变化预测	30
图 83: 国际大宗商品价格将推动国内原材料价格上升	30
图 84: 国内成本的传导途径	30
图 85: PPI 与非食品 CPI 预测	31
图 86: 政府控制公共产品的价格变化	31
图 87: 非食品 CPI 难以出现大幅波动	32
图 88: 年底生猪存栏量	33
图 89: CPI 的因素分解	33
图 90: PPI 的因素分解	34
图 91: 终端需求将拉动主营业务收入快速回升	35
图 92: 主营业务收入增速预测模型拟合情况	35
图 93: 国际原材料价格与企业成本密切相关	36
图 94: 利率政策影响企业财务成本	36
图 95: 工业盈利走势及预测	37
图 96: 2010 年信贷将增长 17%-19%	38
图 97: 货币增速与信贷增速基本一致	38
图 98: 票据融资加剧了贷款分布的不均匀	38
图 99: 利率与通胀走势	39
图 100: 利率与经济增长走势	39
图 101: 人民币汇率变化	39
图 102: 广东家用汽车拥有量是全国城镇平均水平的 3 倍	42
图 103: 广东交通通讯消费比重上升幅度高于全国水平	42
图 104: 我国汽车拥有量低于同等收入水平国家	43
图 105: 我国家庭汽车拥有量近年来增长迅速	43
图 106: 高收入地区百户家庭汽车拥有量接近 20 量	43
图 107: 中低收入地区百户家庭汽车拥有量依然很低	43
图 108: 汽车拥有量同收入水平直接相关	44
图 109: 我国家庭汽车拥有量近年来增长迅速	44
图 110: 与韩国相对比我国未来汽车消费的提升空	44
图 111: 与台湾地区相对比我国未来汽车消费的提升空间	44

表格目录

表 1: 中信证券宏观经济预测	1
表 2: 各部分对经济增长的贡献	2
表 3: 机电产品出口增速开始明显改善	15
表 4: 2010 年出口将实现 10.5% 正增长	15
表 5: 基建项目投资规划	18
表 6: 服务业支持政策还将延续	21
表 7: 抑制产能过剩的政策重心在于引导	22
表 8: 制造业影响因素分析	22
表 9: 城镇固定资产投资各部分增速	23
表 10: 政府控制公共产品占 CPI 比重	31
表 11: 出现高通胀的情景假设	32
表 12: 影响 CPI 的因素估计	33
表 13: CPI 上涨因素预测	33
表 14: 影响 PPI 的因素估计	34
表 15: 终端需求对主营业务收入影响更大	35
表 16: 工业企业盈利的影响因素分析	36
表 17: 企业利润增速预测	36
表 18: 2009 年与 2010 年经济与政策组合	37
表 19: 2007 年底广东和全国每百户家庭拥有耐用消费品数量	42
表 20: 每 1000 人拥有乘用车数量 (2006 年)	42
表 21: 可比汽车拥有量下的汽车消费提升	45
表 22: 可比经济水平下的汽车消费提升	45
表 23: 2009 年主要投资政策一览	46
表 24: 自金融危机以来出口退税率上调幅度及其内容	46
表 25: 消费刺激政策一览	47

一、对 2010 年中国经济的总体看法

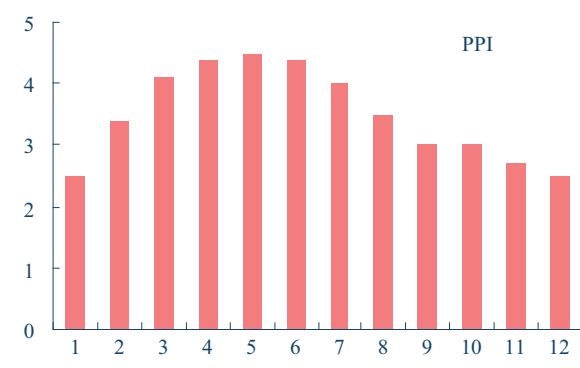
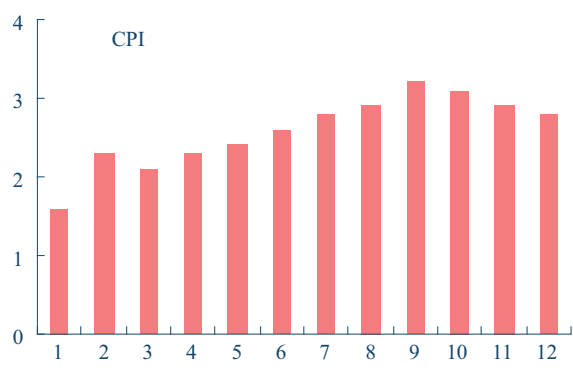
经济将进一步复苏。2010 年全球经济将开始复苏，而中国经济将持续复苏，增速较 2009 年进一步提高，我们预计 2010 年中国 GDP 增速将达到 10.1%。由于基数原因，一季度 GDP 增速较高，二三季度将有所下降，四季度再略有回升；但从环比来看，GDP 增速将比较平稳，并逐步回升。随着经济复苏，需求逐步回升，企业产能利用率提高，大宗商品价格回升，2010 年全球和中国物价也将从通缩转向温和通胀，我们预计，2010 年中国 CPI 全年平均为 2.6%，PPI 全年平均为 3.5%。

图 1：2010 年 GDP 增长预测 (%)



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 2：2010 年 CPI 和 PPI 走势预测 (%)



资料来源：中信证券研究部

表 1：中信证券宏观经济预测 (%)

	2007	2008	2009F	2010F
GDP	13.0	9.0	8.6	10.1
CPI	4.8	5.9	-0.7	2.6
PPI	3.1	6.9	-5.3	3.5
全社会固定资产投资	24.8	25.5	33.2	25.9
社会消费品零售	16.8	21.6	15.6	18.1
出口	25.6	17.2	-15.7	10.5
进口	20.6	18.5	-11.5	11.4
利率（1 年期存款）	4.14	2.52	2.25	2.79
汇率（RMB/USD）	7.31	6.83	6.83	6.63

资料来源：国家统计局，中信证券研究部

终端需求回升是经济增长的主要动力。2009 年在政府投资的拉动下，投资高速增长，成为拉动中国经济增长的主要动力。2010 年情况将有所改变，终端需求将成为拉动经济增长的主要动力。所谓终端需求，就是指不再进入到生产过程中的需求，一般理解为消费和出口。2010 年中国消费开始进入提升阶段，由于经济景气回升和居民预期的改善，消费将加速增长。与此同时，2010 年全球经济将复苏，中国的外需将明显改善，中国出口将有较大回升，对中国经济增长的贡献将由较大的负贡献转向正贡献。2010 年由于政府支持的基础设施投资增速将有所下降，因此投资增速将有所下降，对经济的拉动作用和贡献也将明显下降。

表 2：各部分对经济增长的贡献

(%)

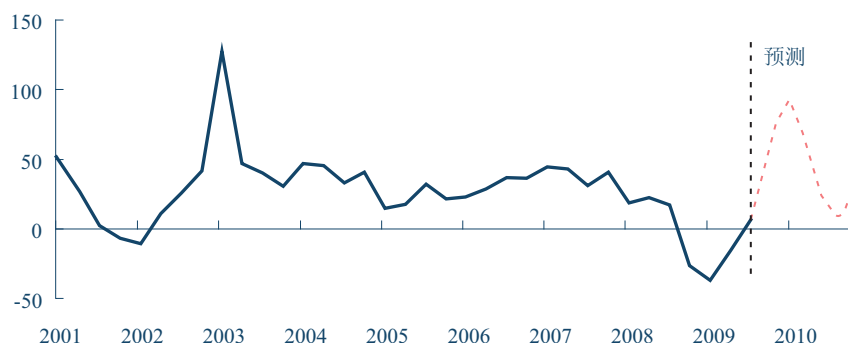
	消费		资本形成		净出口		GDP
	拉动 GDP	贡献	拉动 GDP	贡献	拉动 GDP	贡献	
2007	5.3	40.6	5.1	39.7	2.6	19.7	13.0
2008	4.1	45.7	4.1	45.1	0.8	9.2	9.0
2009F	4.4	51.1	6.9	80.3	-2.7	-31.4	8.6
2010F	4.6	45.6	4.8	47.4	0.7	7.0	10.1

资料来源：国家统计局，中信证券研究部

工业企业盈利将增长 30%。2010 年终端需求将快速回升，这将促使工业企业的销售收入提升，并为工业企业盈利增长提供有力的支持；同时，国际大宗原材料价格相对 2009 年将有所上升，以及 2010 年可能加息，这将推升企业的成本，对盈利产生一定的负面影响。综合这两方面的因素，2010 工业企业利润仍有望保持高速增长，我们预计将增长 30%左右。

图 3：2010 年各季工业利润增速走势预测

(%)



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

宏观政策在延续一段积极和适度宽松之后，将在 2010 年年中前后逐步实现正常化。2009 年底至 2010 年中，积极的财政政策和适度宽松的货币政策还将延续。到 2010 年中期，中国经济增长接近潜在增长，并且进入温和通胀状态，终端需求继续回升，出口恢复，企业盈利明显改善。2010 年下半年，政策将从事实上的极度宽松状态逐步转向中性，实现政策的正常化。

首先，货币政策将逐渐转向中性。预计 2010 年将出现加息，加息时点最可能出现在 2010 年下半年，加息次数为 1-2 次，加息幅度为 27-54 个基点。2010 年新增贷款将较 2009 年减少，估计在 7-8 万亿，货币信贷增速大约为 17%-19%。人民币汇率在保持基本稳定的原则下可能小幅升值 3-5%左右。

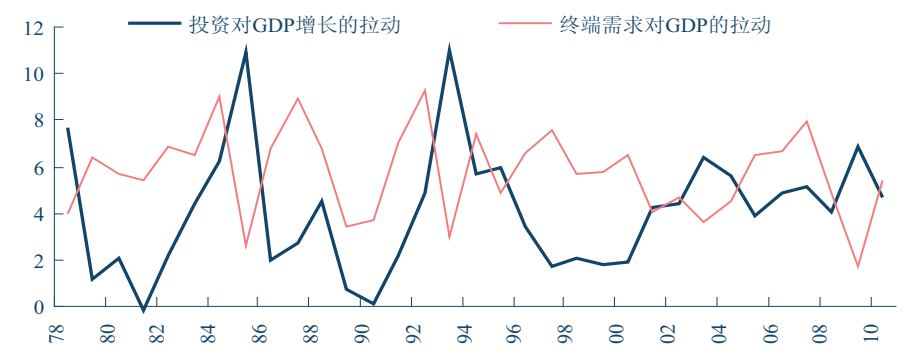
其次，积极财政政策将延续，但是政策的重点可能会有结构性变化。预计 2010 年赤字占 GDP 比重将略有下降，占 GDP 比重回落至 2.9%左右，但 2010 年赤字规模将比 2009 年略大，达到 1 万亿左右，财政政策将从全力保增长转向拉动内需、促进就业、保证经济可持续发展等多目标上来。

最后，结构调控政策将加强，放松垄断行业管制将是 2010 年结构调整的重点。从产业政策来看，将加大重点行业节能减排力度，淘汰落后产能，逐步启动资源税改革。从区域政策来看，将着力于扶持中西部地区，支持中西部资源就地转化。在延续现有政策的基础上，将进一步出台刺激消费政策，这些政策包括：支持农村建房，推动城市化进程，扶持旅游文化产业，鼓励和推广节能产品消费等。

二、终端需求复兴

终端需求回升是经济增长的主要动力。2009 年在政府投资的拉动下，投资高速增长，成为拉动中国经济增长的主要动力。2010 年情况将有所改变，终端需求将成为拉动经济增长的主要动力，对 GDP 的拉动作用将超过投资。2010 年中国消费开始进入提升阶段，由于经济景气回升和居民预期的改善，消费将加速增长。2010 年全球经济将回升，中国的外需将明显改善，中国出口将有较大回升，出口对中国经济增长的贡献将由较大的负贡献转向正贡献。投资在 2010 年还将保持较高增长，但由于政府支持的基础设施投资增速将有所下降，因此投资增速将不及 2009 年，对经济的拉动作用也将下降。

图 4：2010 年终端需求将大幅回升 (%)



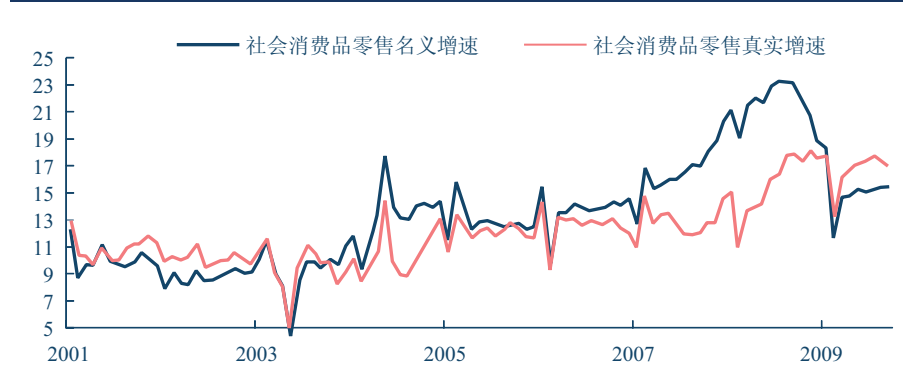
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

2.1 消费需求加速上升

2.1.1 09 年政策促消费初显成效

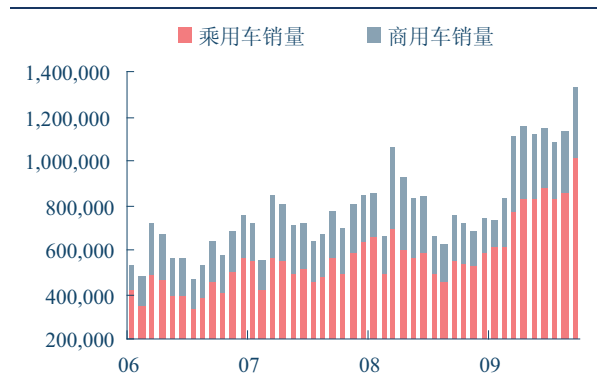
政府在实施大规模投资刺激计划的同时，陆续推出了一系列促进居民消费的政策。这些政策包括提高居民收入、促进零售和完善社保等（见附录 2）。特别是针对住房、汽车和家电等的具体措施，促进了相应产品的销量增长，例如前三季度全国“家电下乡”产品共销售 2082 万台，金额达 388 亿元。可选消费品消费明显启动。截止 2009 年 10 月，排在消费品零售增速前列的商品依次是家具（34.0%）、汽车（26.5%）和建筑及装潢材料（21.8%），汽车销量中的乘用车销量同比增速超过 80%，远高于商用车。汽车等可选消费品成为金融危机下我国经济的闪亮增长点。消费对经济贡献率提升，2009 年前三季度最终消费对 GDP 增长的贡献率达到 52%，相对以往年份有大幅度提升。

图 5：消费品零售真实增速提升 (%)



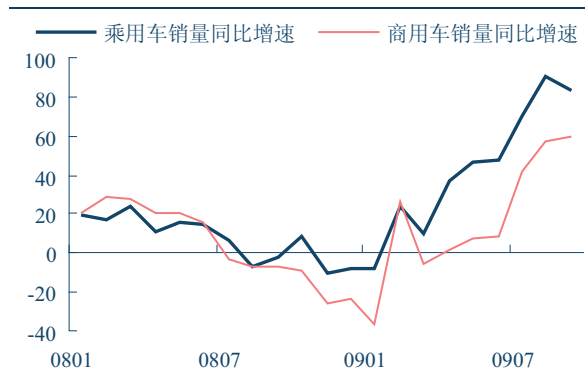
资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 6: 汽车销量自 09 年大幅度提升 (辆)



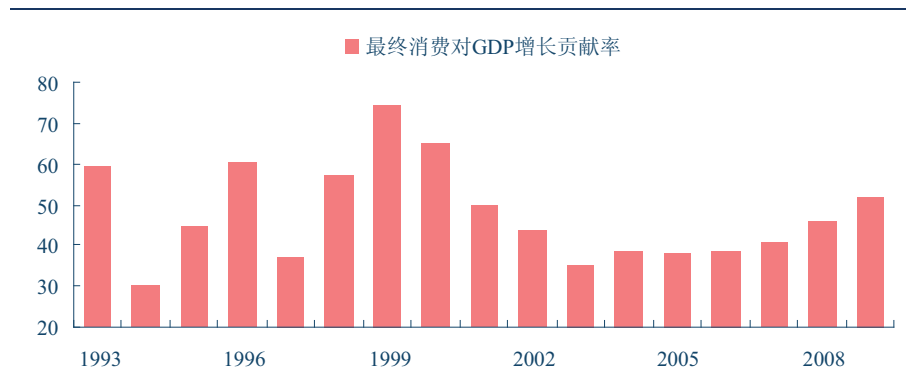
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 7: 乘用车增速高于商用车 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 8: 09 年最终消费对经济贡献率提升 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

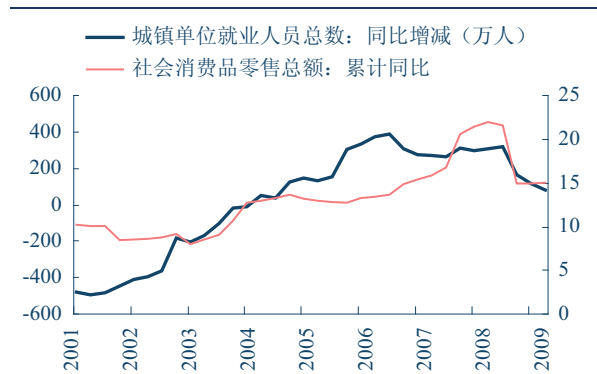
2.1.2 2010 年消费需求有望强劲增长

2010 年居民和政府对产品与服务的消费需求将保持快速增长态势。政府消费在 2009 年受到大规模投资的挤压而有所减少,但未来将有所加强。居民消费将有益于就业回升、预期改善、消费升级、人口结构变化及政策刺激等影响,将加速增长。

就业改善提振消费信心

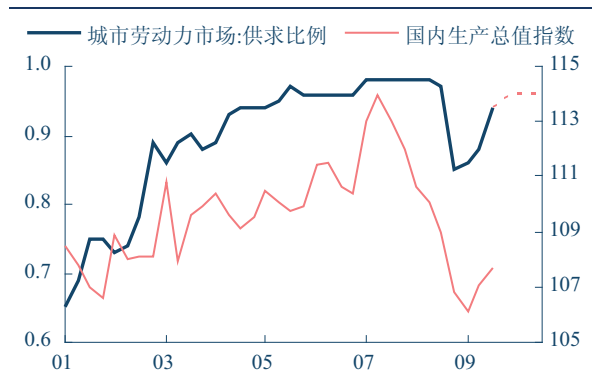
伴随经济回暖,就业岗位将逐步增加,预计未来就业市场供求比例将上升至 0.96。从就业和消费的相关性看,就业形势改善领先于消费增长,就业回暖能够支撑未来消费增长。我国居民对当期和未来的收入信心指数在逐步转好,2009 年第三季度居民未来收入信心指数相对二季度提升 2.6 个百分点,居民对收入增加抱有信心。受就业和预期改善的影响,消费者信心指数自 2009 年 3 月达到最低点后持续反弹。

图 9: 就业形势改善领先于消费增长 (%)



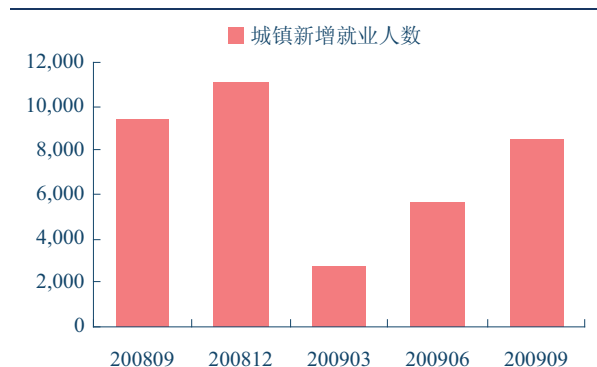
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 10: 劳动力市场供求关系改善 (%)



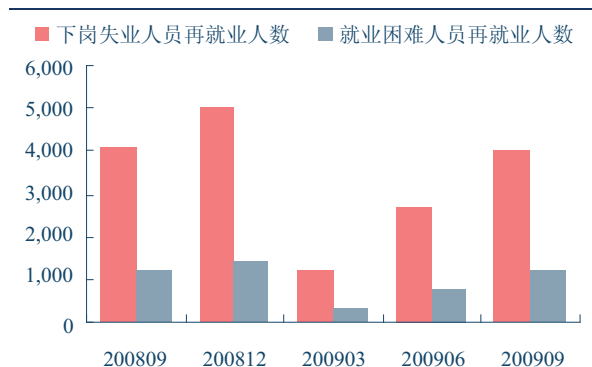
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 11: 就业形势逐步好转 (万人)



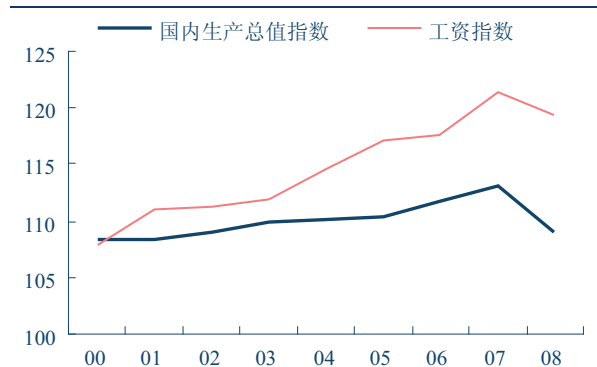
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 12: 就业随经济复苏回暖 (万人)



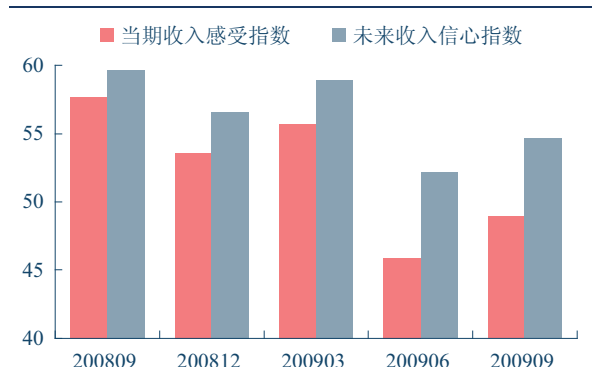
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 13: 平均工资指数增长 (%)



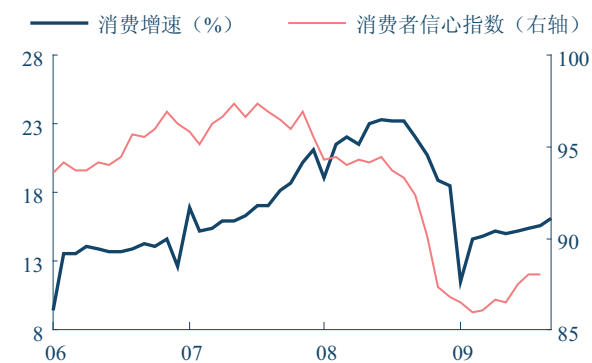
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 14: 收入信心指数逐步恢复 (%)



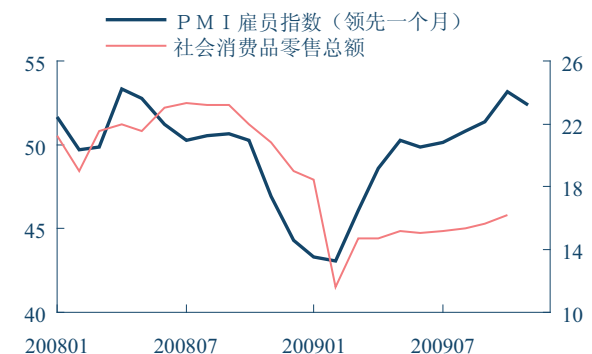
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 15: 消费信心持续走强 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 16: PMI 雇员指数领先消费增速 (%)

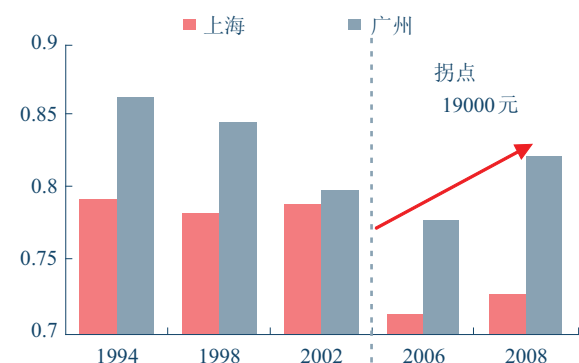


资料来源: CEIC, 中信证券研究部

即将进入消费率提升阶段

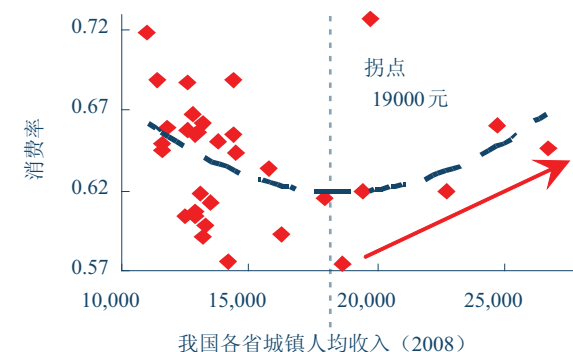
对分地区居民消费率的时间序列研究发现, 高收入地区居民消费倾向上升的拐点出现在人均可支配收入达到 19000 元; 对 2008 年分地区截面数据研究发现, 拐点同样出现在 19000 元。这表明在平均水平上, 当居民的人均可支配收入达到 19000 元后, 其平均消费倾向将出现大幅提升。我国 2008 年的平均城镇居民可支配收入为 15780 元, 预计 2009 年将达到约 17000 元, 而 2010 年将达到约 19000 元, 这预示着我国即将进入消费率提升阶段。

图 17: 高收入地区居民的平均消费倾向出现提升 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

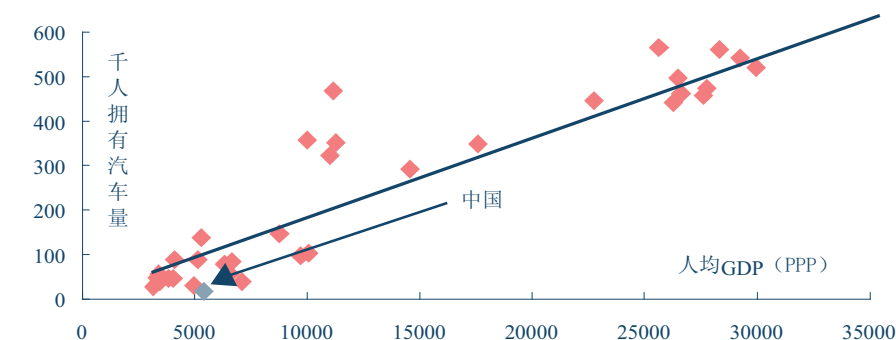
图 18: 高收入地区平均消费倾向高于中等收入地区 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

可选消费品仍有较大提升空间。同其他国家相比, 我国居民的可选消费品拥有量明显偏低, 以家庭汽车拥有量为例, 与同等经济发展水平的国家相比, 我国居民的汽车拥有量明显偏低。随着居民收入的不断增加, 汽车等可选消费品的家庭拥有量仍有较大提升空间。

图 19: 我国居民的汽车拥有量明显偏低 (辆, 美元)

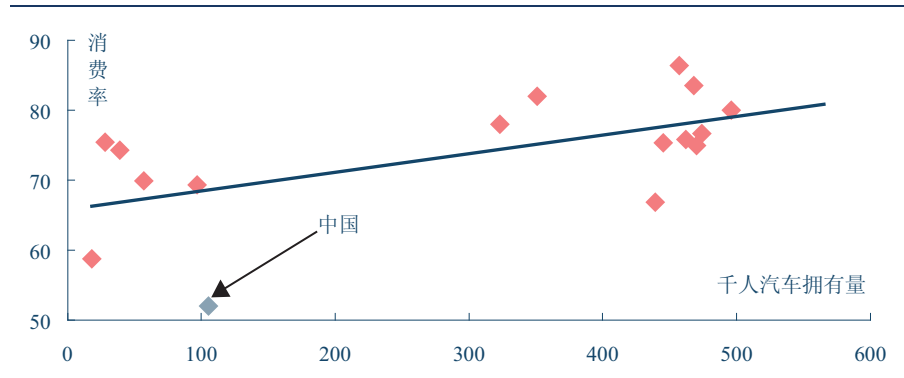


资料来源: WDI, 中信证券研究部

消费升级将提高最终消费率。跨国数据研究发现，消费升级将不断提高居民可选消费品的拥有量，而居民可选消费品的拥有量同最终消费率存在明显的正向关系，由此我们推断，伴随着我国居民的消费升级过程，我国的最终消费率也将逐步提升。

图 20：消费升级将提高消费率

(%, 辆)



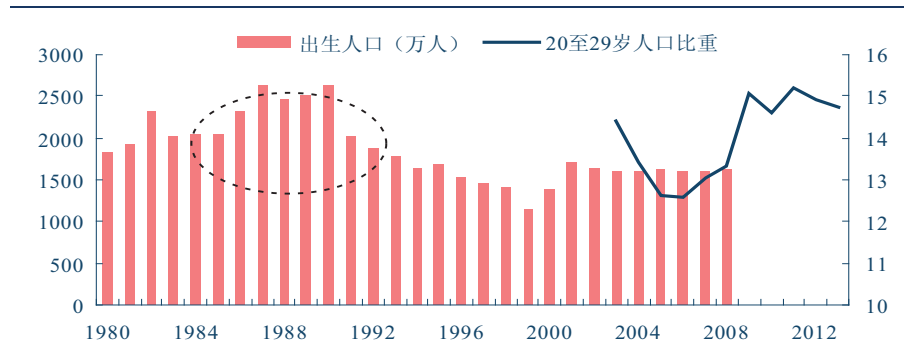
资料来源：WDI，中信证券研究部

人口结构变迁促进消费增长

除了收入增加带来的消费升级之外，全社会消费行为还受到人口结构变迁的影响。对人口出生情况的研究发现，1985 年至 1992 年是我国的人口出生高峰期，当前这部分人群正在陆续进入 20 至 29 岁阶段。20 至 29 岁的“新生代”人群敢于消费并乐于信贷消费，尤其体现在购置结婚住房和购买家电家具等产品上。由于“新生代”人群的边际消费倾向非常高，因此，这种人口结构上的变化将提高全社会的消费率。

图 21：人口结构的变化会影响消费

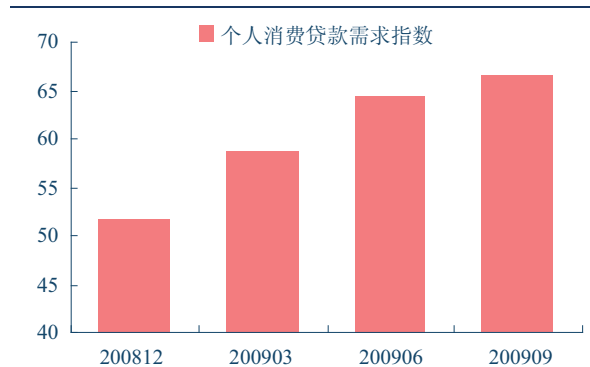
(万人, %)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 22：个人消费贷款需求指数持续上升

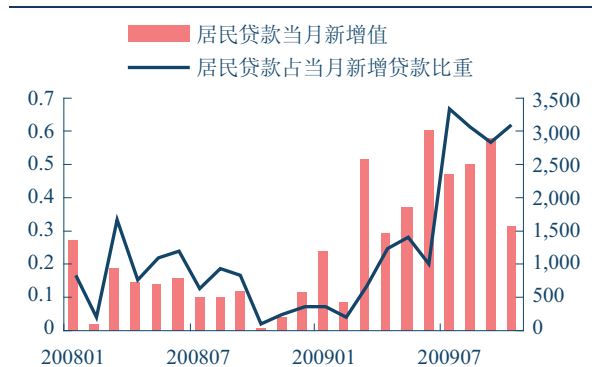
(%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 23：居民贷款占贷款总额比重攀升

(亿)



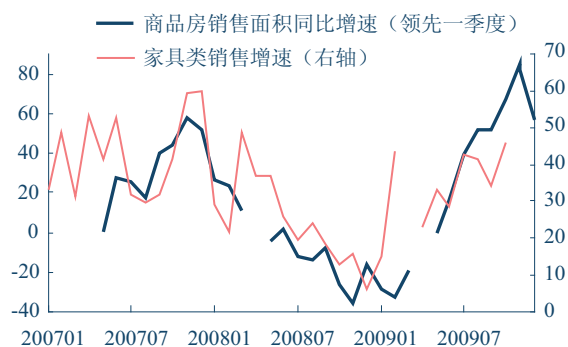
资料来源：CEIC，中信证券研究部

住房拉动下游相关消费

家具家电建材等可选消费品作为住宅的后续消费品，其销量相对商品房销售滞后，受 2009 年商品房销售大幅提升的影响，家具家电、建材销量等在 2010 年仍将保持较快增长。

研究发现，居民对家具家电等可选消费品的购买通常会落后购买住房约一个季度，商品房对这些可选消费品产生拉动效果。我国 09 年前 10 月商品房销售面积累计增长 48.8%，大量的住房购置将直接影响未来家具家电等后续消费品的销售。

图 24：商品房销售增速领先家具类消费一个季度（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 25：商品房销售增速领先建材类消费一个季度（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

出台新的消费刺激政策

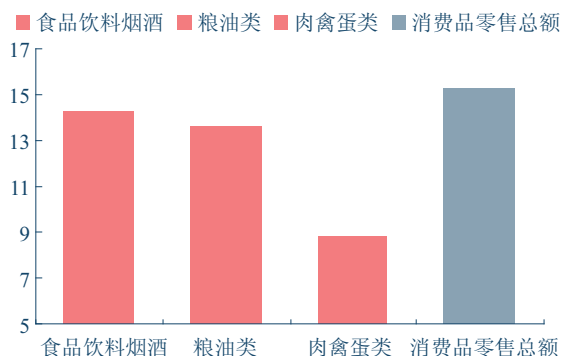
基于当前的经济环境和政策导向，我们预计，2009 年所推行的消费刺激政策将在 2010 年得以延续，并进一步出台消费刺激政策。比如，支持住房建设拉动农村消费，扶持旅游文化产业，鼓励和推广节能产品等。

2.1.3 2010 年零售增速将达到 18.1%

2009 年消费增速提升主要依赖于可选消费品。随着 CPI 的逐步转正，日常消费品销售增速将会逐步回升，2010 年的消费品零售将由可选消费品的“一支独秀”转向所有消费品的“百花齐放”。2010 年社会消费品零售增速将在 09 年的基础上持续强劲增长，考虑到一定的通胀因素，2010 年的社会消费品零售增速将达到 18.1%。

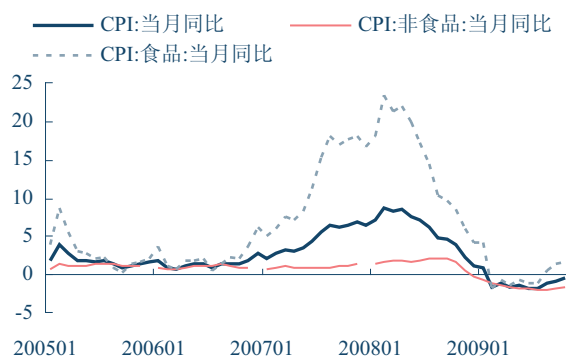
价格因素促使日常消费品增速回升。随着 09 年底 CPI 逐步由负转正，我们预计 2010 年平均 CPI 约为 2.6%，而食品价格全年平均涨幅约为 5.8%，日常消费品增速将受到价格上升的影响，增速将明显回升。

图 26：09 年日常消费品增速相对较低（%）



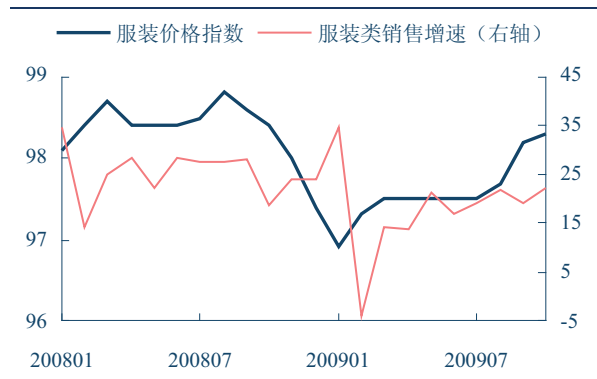
资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 27：通缩是日常消费品增速较低的主要原因（%）



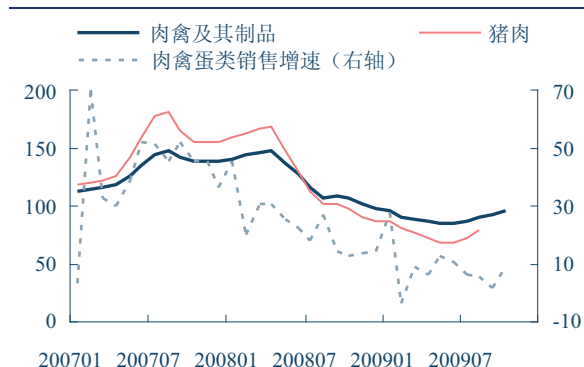
资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 28：价格因素对服装销售增速影响明显 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

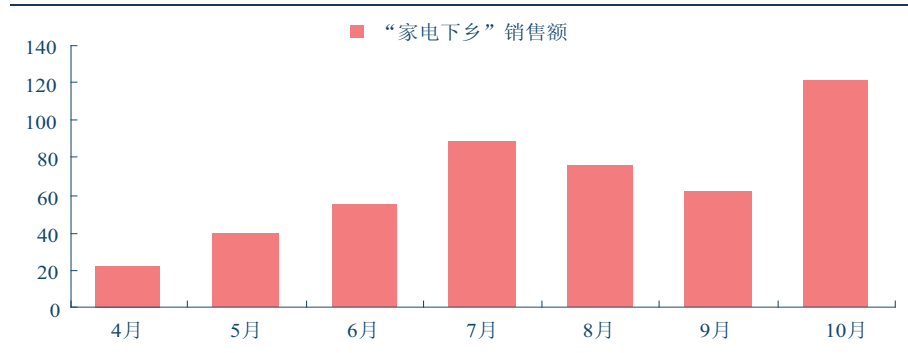
图 29：价格因素对食品销售增速影响明显 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

家电家具建材增速稳定。2010 年的家电家具建材消费将受两类因素主导，一是政策刺激，二是商品房销售的后续拉动。“家电下乡”等促进农村消费政策在 2009 年已经起到了明显的效果，2010 年政策力度可能会继续加强，如扩大家电下乡产品的范围，提高或取消对家电补贴的上限价格等，这将加大此类产品的销售。住房建设有可能成为明年农村居民消费新热点，可能出台的“建材下乡”等措施将进一步推动家电等产品消费。与此同时，2009 年的住宅热销还将持续拉动 2010 年的家电家具销量。

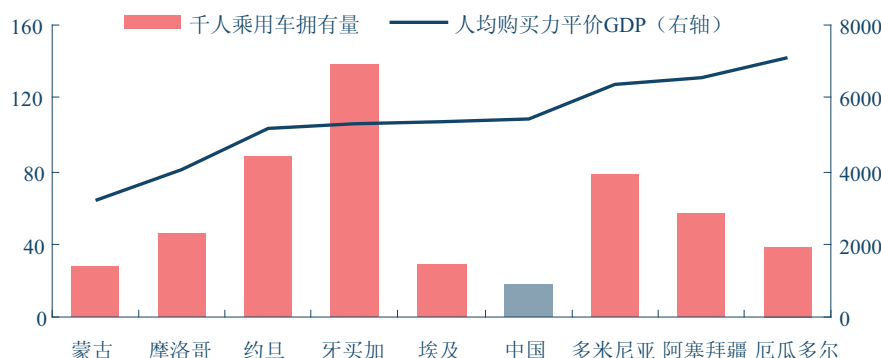
图 30：“家电下乡政策”对农民消费起到了直接的拉动效果 (单位：亿元)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

汽车消费将持续旺盛。第一，我们预计 2010 年汽车消费政策仍将延续，小排量车型和新能源混合动力车的鼓励政策还将继续实施。第二，一线城市经济回升将刺激中高档汽车需求。2009 年的汽车爆发式增长主要集中在汽车拥有量较低的二线城市和中西部城市。随着 2010 年经济的快速回暖向好，一线城市收入将回升，这将刺激一线城市居民的购车需求，这将增加中高档汽车的需求。第三，目前我国人均汽车拥有量水平低。相比全球其他地区，我国当前的汽车拥有量非常低。与韩国、台湾等地区的汽车拥有量提升历程相比，我国尚处于汽车消费的起步阶段，未来的提升空间广阔。关于汽车消费的长期发展趋势（参见附录 1）。

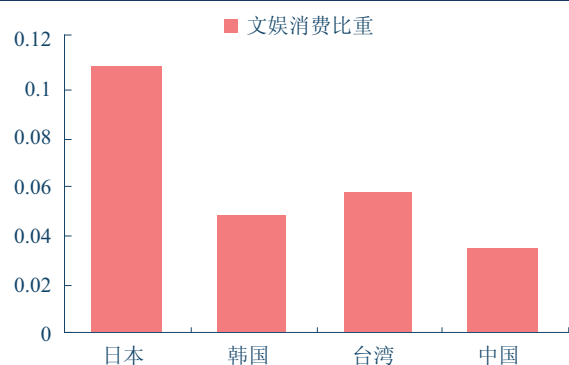
图 31：我国相比同等收入水平的国家汽车拥有量明显偏低（2006 年）（辆，美元）



资料来源：World Bank，中信证券研究部

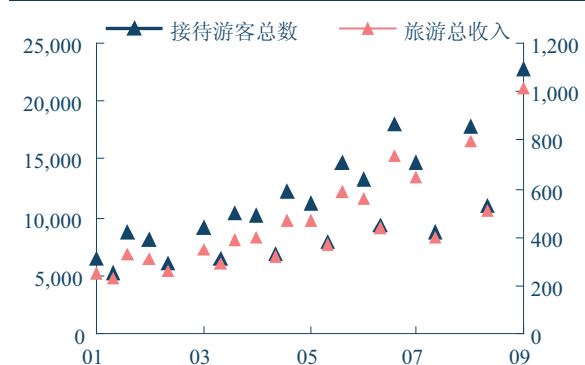
旅游文化消费潜力持续释放。首先，随着居民收入的提升，旅游消费潜力将得到持续释放。我国居民消费支出结构中的文化娱乐比重明显偏低，相比日本低近 6 个百分点。随着我国居民收入水平的提升，生活方式必然会向发达经济体靠拢，逐步增加旅游、休闲、文化等的消费支出比重。其次，文化产业振兴规划将有助于提高居民消费结构中的文娱消费比重。2009 年 7 月，国务院常务会议原则通过《文化产业振兴规划》，提出“在重视发展公益性文化的同时，加快振兴文化产业，对于满足人民群众多样化、多层次、多方面精神文化需求”，这有助于此类消费的提高。

图 32：我国居民文娱消费比重偏低



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 33：黄金周旅游人数逐年攀升



资料来源：CEIC，中信证券研究部

2.2 外需拉动出口复苏

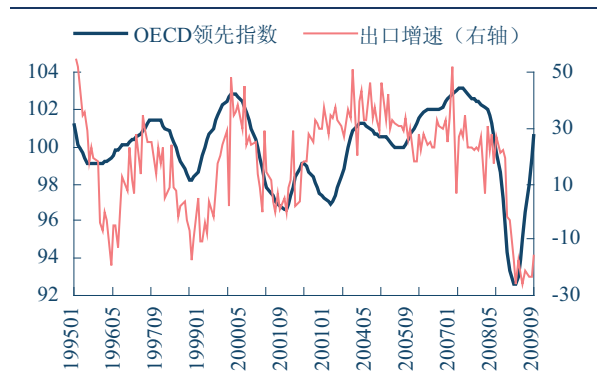
2.2.1 出口将呈加快复苏趋势

金融危机导致全球经济衰退，中国出口大幅下滑。2009 年以来，随着外需复苏以及人民币有效汇率的贬值，中国出口逐渐走出金融危机的阴霾，环比数据连续六个月明显增长，出口步入加快复苏的通道。

发达经济体复苏将带动中国出口增加

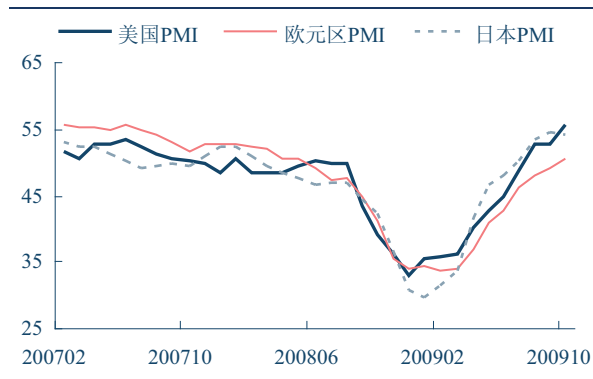
外需逐步复苏，中国出口随之走出困境。OECD 领先指数连续七个月回升，从 2009 年 2 月 92.5%，上升到 9 月的 100.6%，接近 OECD 国家经济增长的正常水平。发达国家 PMI 指数大幅走高，10 月份，美国、欧元区和日本 PMI 指数分别达到 55.7%、50.7%和 54.3%，这表明全球经济已触底并开始复苏，预示中国出口将进一步回升。

图 34: OECD 领先指数持续回升预示出口回升 (%)



资料来源: OECD, 中信证券研究部

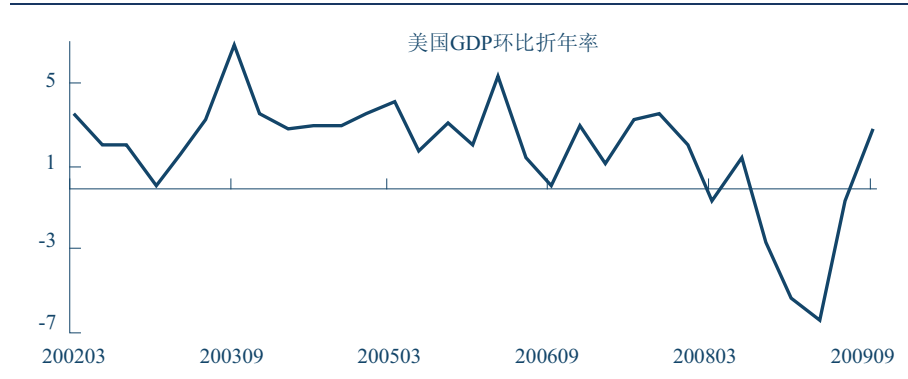
图 35: 发达国家 PMI 指数持续上升预示经济复苏 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

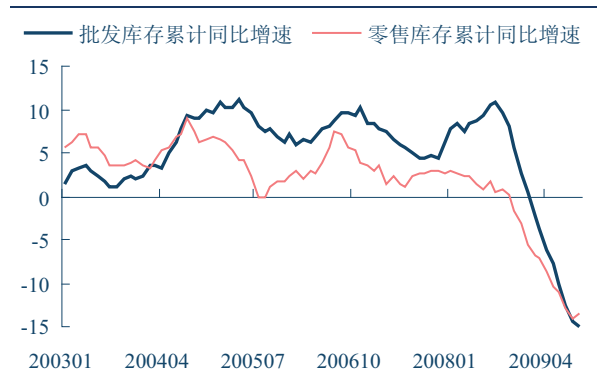
我们注意到，美国经济存在超预期复苏的可能性，有助于改善中国出口。其原因是：第一，由于当前美国库存已处于历史较低水平，未来企业补库存有助于拉动需求快速增加，将有助于总需求增长；第二，美国失业率（10.2%）已经达到历史最高水平，由于失业率是经济运行的滞后变量，其反映出劳动力市场在危机中已经调整得比较彻底，未来就业状况可能逐步改善，将有助于推动经济增长。

图 36: 美国 GDP 环比折年率大幅上升 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 37: 美国库存累计同比增速处于历史较低水平 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

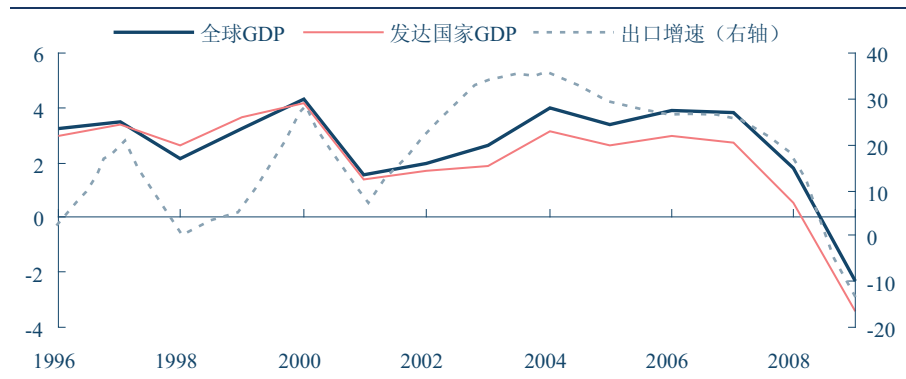
图 38: 美国失业率处于历史较高水平 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

中国出口与全球经济增长，尤其是发达国家经济增长之间存在显著的正相关关系。IMF、世界银行和联合国对 2010 年全球经济增长的最新预测分别为 3.1%、2.8% 和 1.6%，表明全球经济 2010 年将开始复苏。因此，外需对中国经济增长的拉动作用将增强，出口有望恢复增长。

图 39: 全球经济、发达国家经济与中国出口紧密相关 (%)

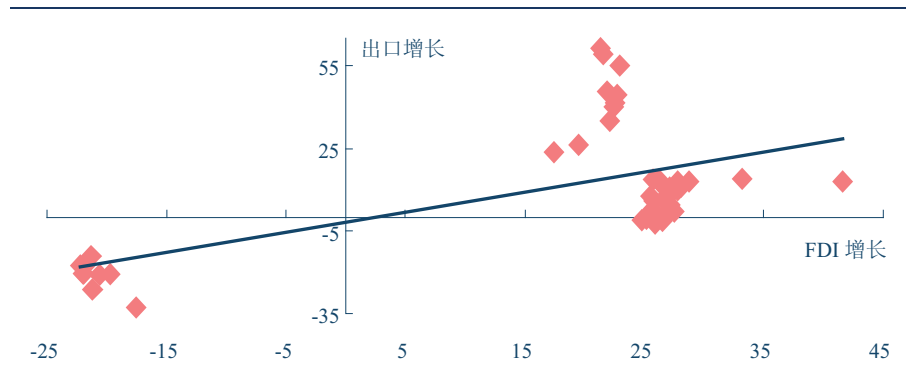


资料来源: CEIC, 中信证券研究部

外商直接投资回升将促进出口增加

2009 年 1-10 月, 我国实际利用外资金额为 708.7 亿美元, 累计同比增长-12.6%, 比年初最差时期的降幅 (-32.6%) 收窄了 20 个百分点, 表明外商直接投资已经逐步复苏。由于外商直接投资领域多为出口部门, 因此, 外商直接投资的增加将对出口有促进作用。我们判断, 2010 年外商直接投资增速将达到 2003 年以来的平均水平 (9%左右), 即约有 20 个百分点的提升空间, 将有助于出口的恢复。

图 40: 实际利用外资金额企稳回升有助于出口增加 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

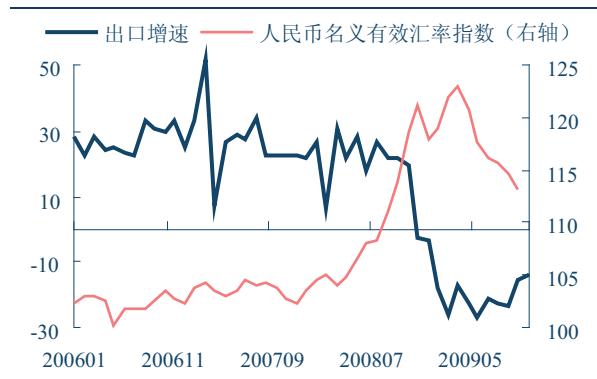
出口扶持政策有助于出口复苏

自金融危机以来, 财政部、国家税务总局连续七次提高了出口退税率 (具体时间和内容见附录表), 财政部的数据显示, 2009 年 1-6 月出口退税额为 3513.93 亿元, 同比增长 21.9%, 这不仅缓解了出口企业巨大的生存压力, 增加了出口企业利润空间, 而且提高了出口产品竞争力。近期, 商务部表示将进一步落实好出口退税、出口信用保险和融资担保等政策, 保持对出口支持的连贯性和持续性。

升值对出口有影响, 但程度有限

2010 年人民币对美元面临升值的压力, 从目前人民币远期汇率交易系统上可以看到, 1 年期人民币无本金交割远期 (NDF) 汇率水平为 6.62 元/美元。我们认为, 人民币在保持基本稳定的原则下可能小幅升值 3%-5%, 对出口形成一定制约, 但其制约作用有限。因为, 即使人民币对美元小幅升值, 但美元对其他主要货币可能贬值, 因此人民币实际有效汇率变动幅度不大, 对出口产生的压力并不明显。

图 41: 人民币有效汇率和出口呈现明负相关关系 (%)



资料来源: CEIC, BIS, 中信证券研究部

图 42: 美元对人民币 12 个月期 NDF 处于小幅升值 (元/美元)

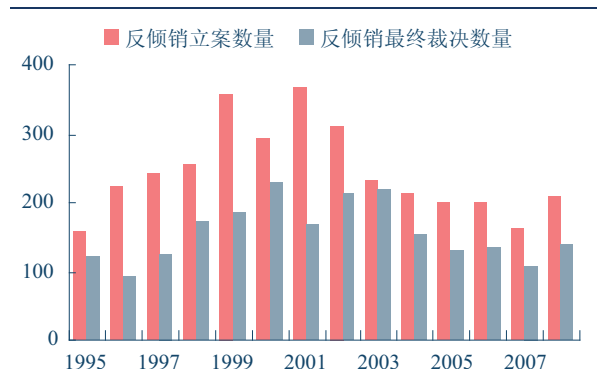


资料来源: CEIC, 中信证券研究部

贸易摩擦影响出口，但不至于改变出口复苏的趋势

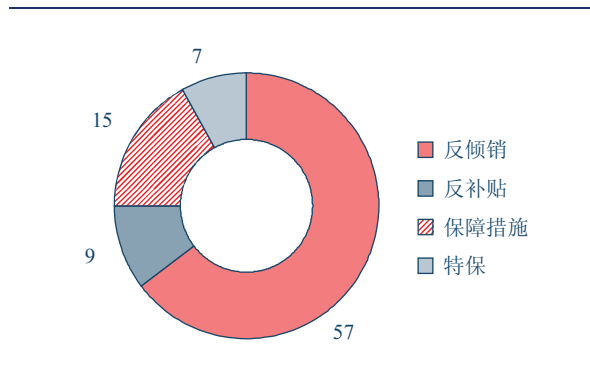
自 1995 年以来，中国已经连续 14 年成为全球遭遇贸易摩擦最多的国家。2009 年中国贸易摩擦呈现出扩大化的趋势。据商务部统计，今年 1-9 月，有 19 个国家对中国产品发起了共 88 起贸易救济调查（反倾销 57 起、反补贴 9 起、保障措施 15 起、特保 7 起），涉案总额 102 亿美元，数量和数额同比分别增长 29% 和 125%。

图 43: 反倾销立案调查和最终裁决数量稳中有增 (起)



资料来源: WTO, 中信证券研究部

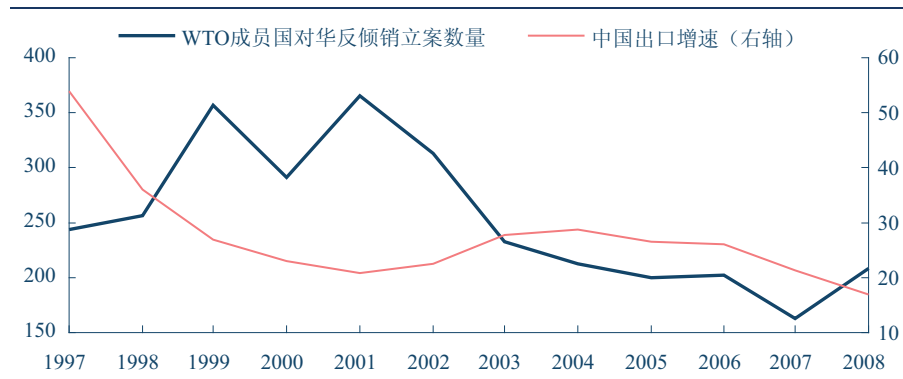
图 44: 2009 年 1—9 月中国贸易摩擦数量 (起)



资料来源: 商务部, 中信证券研究部

在所有贸易摩擦中，中美贸易摩擦加剧，摩擦领域扩大。2009 年 1-9 月，美国对中国发起贸易救济调查 14 起，涉案总额达 58.4 亿美元。我们预计，2010 年中美贸易摩擦可能还会加剧，摩擦领域还将进一步扩大，在一定程度上会阻碍中国出口的增长。但我们认为，贸易摩擦对出口的影响有限，不会改变出口复苏的趋势。因为贸易摩擦的涉案金额占中国出口总值的比重非常小，对出口整体影响不大。2008 年涉案金额攀升至 61.4 亿美元，仅占当年出口总值的比重为 0.6%。从 WTO 成员国对华反倾销立案数量与中国出口增速的关系来看，二者并不存在明显的负相关关系。

图 45: WTO 成员国对华反倾销立案数量与中国出口增速的关系 (起, %)

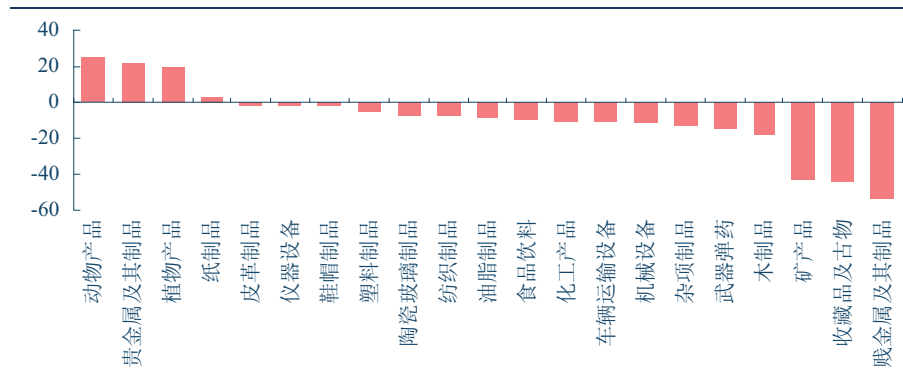


资料来源: 商务部, 中信证券研究部

2.2.2 中国机电产品出口将明显改善

金融危机以来, 由于“土豆效应”的存在, 世界各国均加大了对中国价格低廉产品的需求。相对于高端产品来说, 中低端产品出口大行其道, 甚至部分产品出口增速还出现了明显上升。我们对主要行业的出口增速做一排序, 发现动植物产品、纸、皮革、鞋帽、塑料、玻璃、纺织、食品饮料制品等行业出口状况所受冲击相对较小。

图 46: 截至 2009 年 9 月中国主要行业出口增速状况排序 (%)



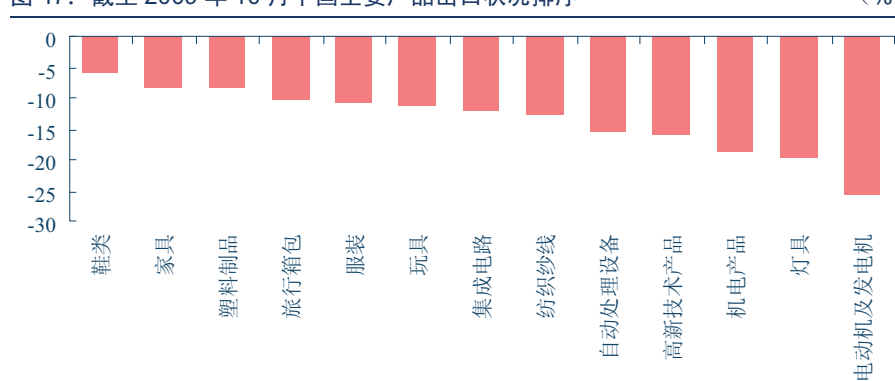
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

但是我们认为, 未来机电产品出口将明显改善。一方面, 归因于外需的恢复增大了对机电产品的出口需求。从发达国家对国内机电产品的需求弹性上看, 国外经济复苏将增大对我国中高端机电产品的需求; 另一方面, 归因于外商直接投资的扩大, 增加了对我国机电产品和高新技术产品的出口规模, 因为我们的模型表明, 外商直接投资规模与机电产品、高新技术产品出口之间有较强的正相关关系。

最新的出口数据也证实了我们的观点。2009 年 1-10 月, 集成电路出口下降 11.8%, 自动数据处理设备出口下降 15.5%, 高新技术产品出口下降 15.9%, 机电产品出口下降 18.6%, 电动机及发电机出口下降 25.6%, 降幅分别比 1-9 月收窄了 1.5、1.9、1.8、1.0 和 1.0 个百分点, 降幅收窄程度明显好于劳动密集型产品, 如同期灯具出口降幅还扩大了 1.3 个百分点, 服装出口降幅扩大了 0.7 个百分点, 塑料制品出口降幅扩大了 0.6 个百分点, 旅行箱包出口降幅扩大了 0.5 个百分点, 鞋类出口降幅扩大了 0.4 个百分点。我们预计, 2010 年, 机电产品的复苏程度将赶超劳动密集型产品。由于机电产品出口占出口总额的 59%, 是长期拉动我国出口增长的主要因素, 如果机电产品能够复苏, 将直接拉动出口的整体复苏。

图 47：截至 2009 年 10 月中国主要产品出口状况排序

(%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

表 3：机电产品出口增速开始明显改善

(%)

指标名称	1—9月累计增速	1—10月累计增速	改善程度
自动处理设备	-17.40	-15.5	1.9
高新技术产品	-17.70	-15.9	1.8
集成电路	-13.30	-11.8	1.5
机电产品	-19.60	-18.6	1.0
电动机及发电机	-26.60	-25.6	1.0
纺织纱线	-13.70	-12.9	0.8
家具	-8.50	-8.4	0.1
玩具	-11.30	-11.3	0.0
鞋类	-5.60	-6.0	-0.4
旅行箱包	-9.70	-10.2	-0.5
塑料制品	-7.80	-8.4	-0.6
服装	-10.20	-10.9	-0.7
灯具	-18.40	-19.7	-1.3

资料来源：CEIC，中信证券研究部

2.2.3 预计 2010 年出口增长 10.5%

我们对 2010 年出口的整体判断是：随着外需复苏、外商直接投资回升以及 2009 年相对较低的基数，出口将表现出加快复苏的趋势。通过模型测算，我们预计，2010 年中国出口增速将恢复至 10.5% 的正增长。其中，外需复苏是最重要的因素，将导致出口增加 9.97 个百分点；外商直接投资回升，将导致出口增加 1.74 个百分点；人民币实际有效汇率升值和贸易摩擦将分别导致出口减少 0.81 和 0.40 个百分点。

表 4：2010 年出口将实现 10.5% 正增长

(%)

出口决定因素	各因素变动对出口的影响
外需	9.97
外商直接投资	1.74
人民币实际有效汇率	-0.81
贸易摩擦	-0.40
合计	10.5

资料来源：中信证券研究部

中国进口也将呈现出加快复苏的态势。进口的明显改善主要是由于内需强劲复苏所致，金融危机以来，在扩大内需的十项措施、十大产业振兴规划等政策的刺激下，中国经济强劲复苏，尤其表现在内需超预期复苏（截至 2009 年 10 月，中国固定资产投资保持在 33.1% 的高位增长，消费保持在 15.3% 的平稳增长，工业增加值强劲反弹至 9.4%，工业企业盈利止跌回升，PMI 指数已有 8 个月维持在 50% 之上），因此带动了进口的加快复苏。另外，2010 年国际大宗商品价格还将有所上升，也将表现为进口值的上升。

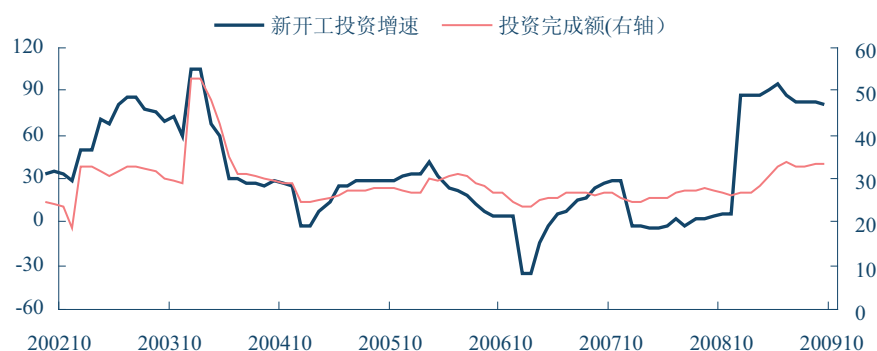
2.3 投资增长正常化

在全球金融危机的背景下，政府在 2008 年底提出了 4 万亿投资和十大产业振兴计划等一系列反衰退措施，大规模政府投资拉动了全社会投资的强劲增长。随着经济复苏，2010 年投资增长将回归正常状态，增速回落至 25.9% 左右。

2.3.1 2010 年投资增速将回归正常

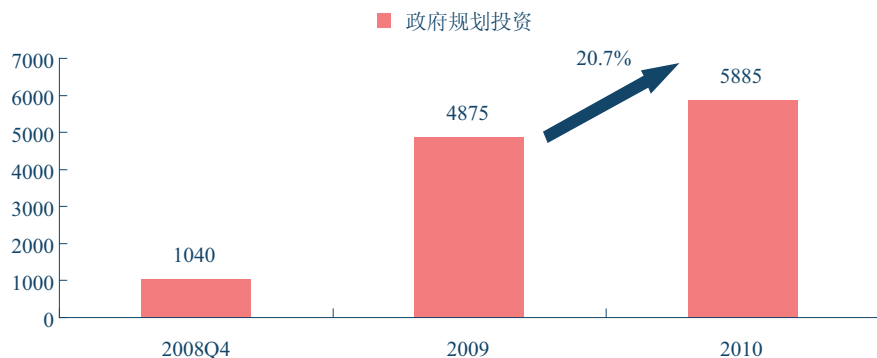
新开工项目和政府投资计划，这意味着未来投资尽管不及 2009 年，但仍将保持较快增长。新开工项目计划投资大幅提高，增速维持在 80% 以上。4 万亿投资计划中，2009 年中央政府规划投资 4875 亿元，2010 年投资 5885 亿元，使政府投资部分仍有 20% 左右的增长。

图 48：新开工投资支撑未来投资增长 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 49：2010 年政府规划投资仍有 20% 的增长 (亿元)

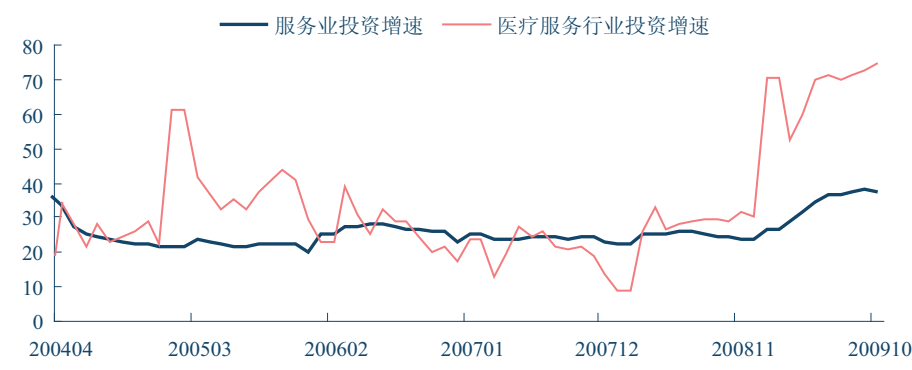


资料来源：CEIC，中信证券研究部

管制行业的放松将撬动投资增长。长期以来，我国垄断行业和服务业存在着过度管制的情况，行业整体缺乏竞争，居民的教育、医疗等需求难以得到满足。如果对这些行业适度放松管制，引入私人资本，相关行业投资将会呈现爆发式增长态势。以社保医疗行业为例，在新医改政策颁布后，医疗卫生服务领域投资增长强劲，1-10 月医疗服务投资同比增速为 75%，比去年同期增长 47 个百分点。尽管如此，目前私立医院等关键领域还没有完全放开，随着这些领域的逐步开放，医疗服务投资还将继续高速增长。

图 50: 管制放开推动医疗服务行业投资爆发式增长

(%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

2010 年投资资金来源有保证。当前市场担心明年信贷收紧可能会造成项目资金不到位，投资的快速增长难以持续的情况。我们认为，虽然明年新增信贷 7-8 万亿，总量上较 2009 年略有降低，但结构上，中长期贷款比例将持续增加，中长期贷款总量基本与 2009 年持平，投资仍能得到信贷资金的支持。

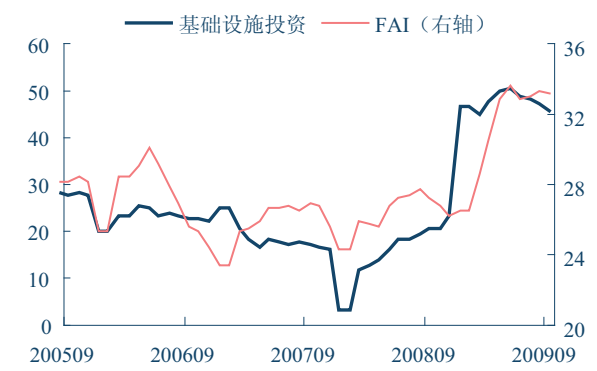
2.3.2 主要领域的投资增长估计

基建投资：预计增速回落至 20% 左右

2009 年逆周期的基建投资带动固定资产投资的强劲增长，前三季度基建投资同比增长 47.3%，高出同期固定资产投资 14 个百分点。基建投资的快速增长对于私人部门投资拉动效应明显，前三季度私人部门投资同比增长 27%，较年初最低水平提高了 9 个百分点。预计 2009 全年投资增速将达到 33.2%，其中基建投资的贡献达到 13.9 个百分点。在今天的基数效应影响下，2010 年基建投资增速将有所回落，但延续性投资计划和充裕的资金来源仍将保证基建投资的平稳增长，预计基建投资增速将回落至 20% 左右。

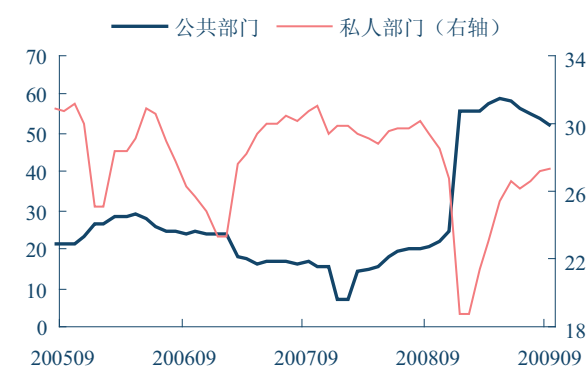
图 51: 2009 年基建投资拉动投资快速增长

(%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 52: 2009 年政府基建投资对私人部门投资拉动明显 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

政策的延续性保证基建投资平稳增长。在基建投资中，政府对铁路、公路等交通运输设施的导向性投资最为明显。2009 年，政府基础设施投资同比增长 50%，其中交运设施建设拉动 27.4 个百分点。

在交运设施投资中，公路和铁路投资贡献最大，2009 年前三季度分别贡献 27.9% 和 19.1%。政府的延续性投资计划保证了交运投资的平稳增长。根据规划，2009~2012 年，政府计划投资 2 万亿实现铁路运营 11 万公里，年均投资超过 7000 亿元，2010 年同比增长约 18%。高速公路投资方面，未来 2 年计划新建 2.5 万公里，年均投资 8000~9000 亿元，投资增长有保证。

根据各部委已经出台的基础设施投资规划和“十一五”规划的执行情况，我们对主要基础设施投资情况进行汇总整理。综合计算，2010 年交通、水利、电网等部门的基础设施投资规模将达到 3 万亿元，占总基建投资比例约 47% 左右。此外，根据国家预算投资下发节奏，2009 年共规划了 4 批投资项目，累计投资 4800 亿元，前三批已下发 2800 亿元，预计第四批 2000 亿的投资将在 11 月底至 12 月初开始下发，而由此对应的投资项目将多数计入明年投资额，因此 2010 年累计基建预算投资将达到 6.6 万亿，同比增长 20%，增速有所下滑。

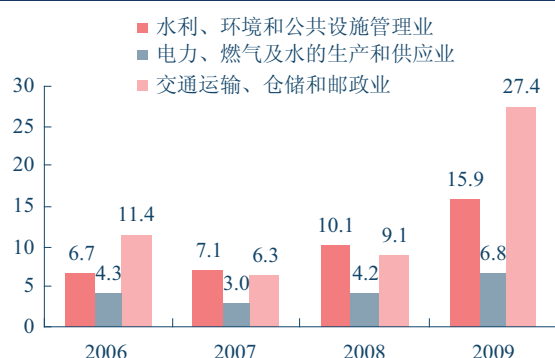
表 5：基建项目投资规划

(亿元)

	铁路	公路	城市轨道交通	航空水运	电网	水利电力
2009E	6900	8000	3000	2200	3500	1800
2010E	7500	9000	4000	3000	4500	2000

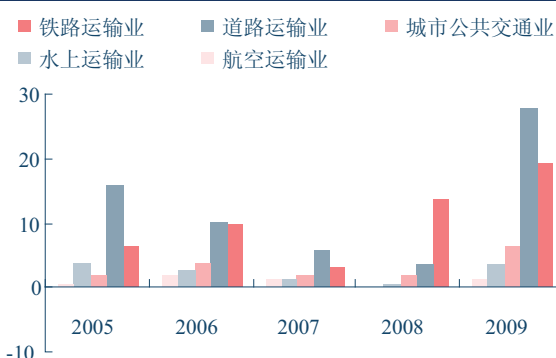
资料来源：各部委计划，中信证券研究部

图 53：2009 年交运设施投资贡献最大 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 54：2009 年铁路公路投资增长最为强劲 (%)

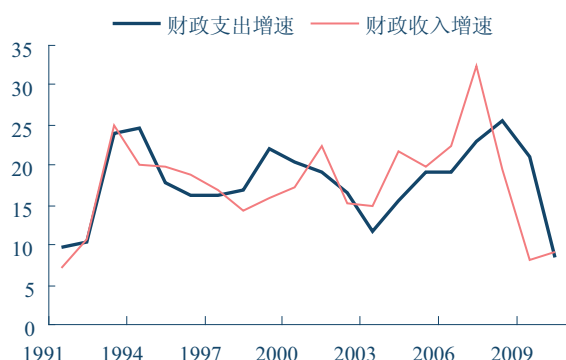


资料来源：CEIC，中信证券研究部

基建预算资金来源有保证。尽管明年基建投资的规模依旧较大，但大规模的投资并不会给政府带来巨大负担，对基建投资的资金来源无须过分担忧。一是当前各级政府在税收征管力度方面有所加强，国家税务总局下发《关于进一步做好税收征管工作的通知》等一系列文件，强化重点税源管理，开展税收检查和稽查；二是进入第三季度，经济复苏格局在微观层面逐步体现，企业利润明显增加，国家财政收入增长明显。1-10 月国家财政收入累计 58363 亿元，同比增长 7.5%，实现财政盈余 8477 亿元。

为配合积极的财政政策，预计今年国债余额将达到 6.6 万亿，占 GDP 比重突破 20%。预计 2010 年，为保证延续性投资的顺利进行，政府整体债务水平与今年相当，占 GDP 比重回落至 18% 左右，政府债务负担会有所减轻。随着经济的进一步好转，2010 年国家财政收支状况将进一步改善，基建投资的预算资金来源有保证。

图 55：财政收入增长企稳回升 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

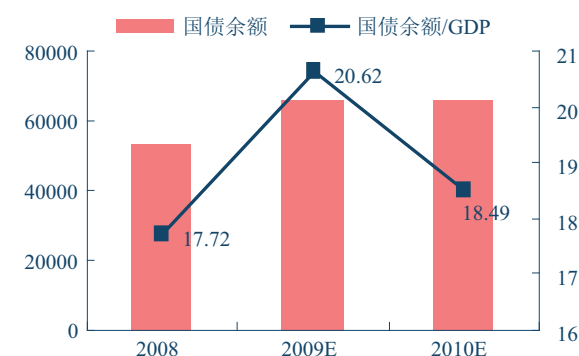
图 56：赤字比例仍在 3% 以内 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

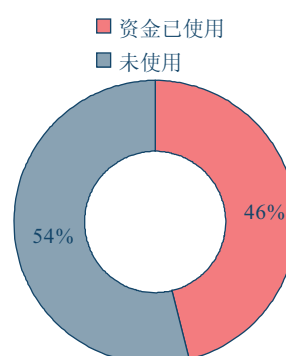
此外，从信贷资金的实际使用情况看，根据央行第三季度货币执行报告，前三季度金融机构本外币中长期贷款投入基础设施行业 2.1 万亿元，而根据统计局统计的各行业固定资产投资资金来源情况，前三季度基建投资行业投资中实际使用贷款共计 0.97 万亿，两者存在一定的差异，这表明城投公司、基建企业的资金还较为充裕，为明年的投资打下良好基础。

图 57：政府债务负担有所减轻（亿元、%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 58：基建企业资金来源充裕（%）

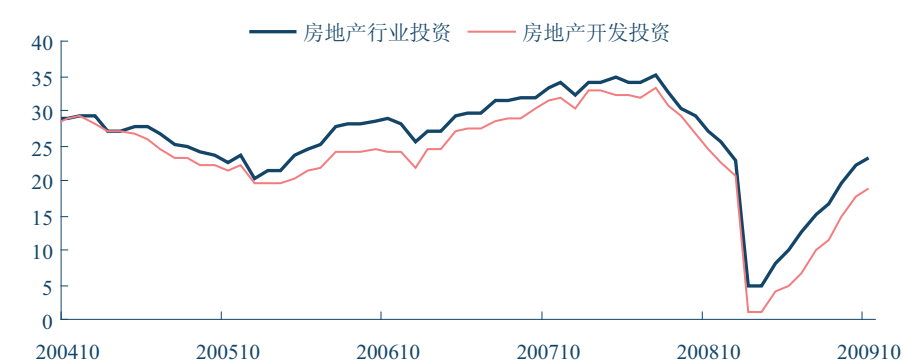


资料来源：CEIC，中信证券研究部

房地产投资：预计增长 21% 左右

2010 年房地产投资增速将呈现前高后低的走势，全年增长 21%。首先，当前房地产新开工面积的高速增长能对未来 1~2 个季度的投资增长提供支撑，09 年上半年较低的基数水平也会使得投资增速维持高位；其次，从管理层最近的政策提法与表态看，管理层对房地产政策的调控将有保有压的推进，有望延续对一套房的鼓励政策，对首次购房提供利率优惠，同时大力推进保障性住房建设。我们认为，景气的延续、人口结构的变化和城市化的推进以及保障性住房建设的加快将共促未来房地产投资平稳增长，2010 年投资增速维持在 21% 左右（需要说明的是，这里的房地产投资指的是行业总投资，在趋势上，行业总投资与房地产开发投资基本是一致的）。

图 59：房地产行业投资与开发投资趋势基本一致（%）

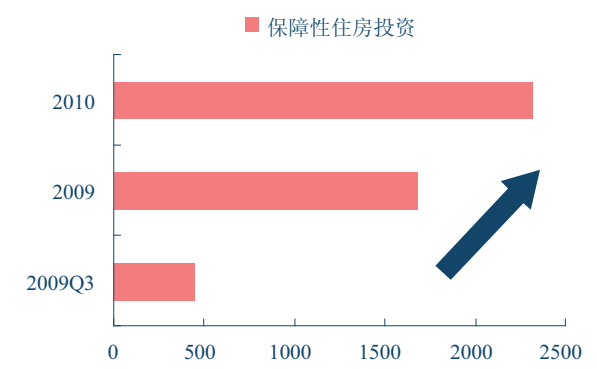


资料来源：CEIC，中信证券研究部

保障性住房建设步入加速增长期。在国家 4 万亿元投资计划中，有 4000 亿元将投向廉租住房、棚户区改造等保障性住房，今年计划投入 1676 亿元，2010 年计划投入 2324 亿元，同比增长达到 38%。尽管 2009 年保障性住房投资占房地产总投资比例仅 5%，但从各省市房地产新开工计划看，保障性住房发展潜力巨大。已公布细则的北京、上海、重庆、广东 2010 年保障性住房投资占比均超过 40%，按照这几个省市投资占比情况，保守估计，若其他地区 2010 年保障性住房占比达到 10%，则全国保障性住房投资将达到 17%，较今年大幅提高 12 个百分点。前三季度，保障性住房建设完成投资不足 450 亿元，实际完成率仅 25% 左右。针对这一情况，政府正在积极拟定“保障性住房三年规划”，年底有望出台。该计划使廉租房、经济适用房、

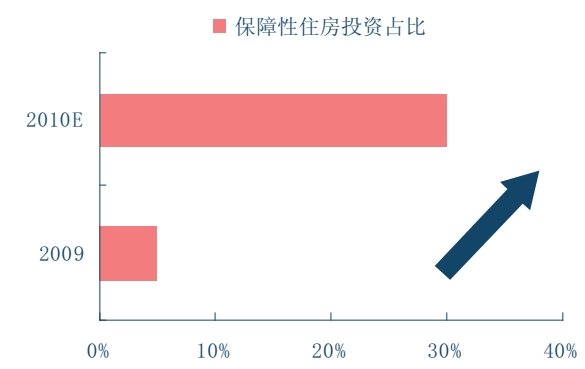
公共租赁房等住房保障产品定性上有归属，同时修订了住房保障法的相关内容，从法律层面推进保障性住房的建设。

图 60: 2010 保障性住房投资计划增长 38% (亿元)



资料来源: 发改委, 中信证券研究部

图 61: 保障性住房发展潜力巨大



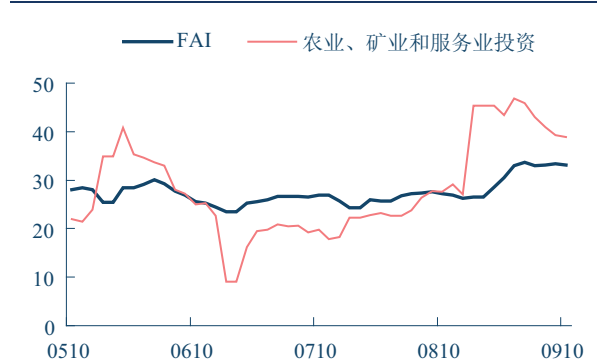
资料来源: 各市住建委, 中信证券研究部

农业、矿业和服务业投资: 预计增长 34%左右

2008 年党的十七大明确指出, 要加快转变经济发展方式, 推动产业结构优化升级, 促进经济增长由主要依靠第二产业带动向依靠第一、第二、第三产业协同带动转变, 发展现代服务业, 提高服务业比重和水平。我们预计 2010 年服务业领域的垄断和进入限制将向民间资本放开, 这将促使该领域的投资提高。

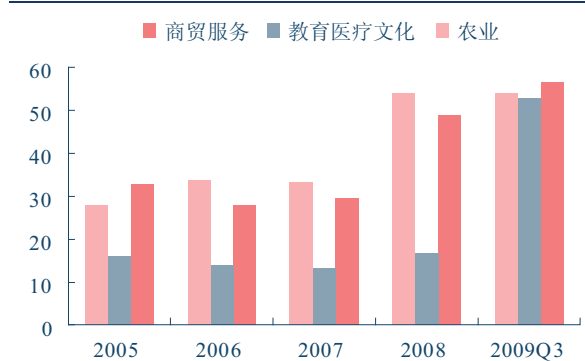
分结构看, 服务业投资分布较为平均, 服务业主要包括餐饮零售类 (批发和零售业、住宿和餐饮业)、商贸服务类 (租赁和商务服务业、金融业)、教育医疗文化类 (教育、卫生社会保障和社会福利业、文化体育和娱乐业) 以及信息服务业、公共管理和社会组织、其他居民服务业共计 10 个子行业, 总占比达到 65%, 农业投资占比为 13%、采矿业占比 22%左右。从增速上看, 商贸服务、教育医疗文化和农业投资增长最为稳定, 近 4 年基本维持增速稳步提高的态势。农业和商贸服务业投资连续两年维持 50%以上的高速增长态势, 教育医疗文化相关投资增长在 2009 年也呈现出加速上涨的态势, 同比增速接近 50%。

图 62: 农业、矿业和服务业投资增长强劲 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 63: 政策扶持类行业投资增长强劲 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

预计 2010 年农业、矿业和服务业投资增长 34%左右。分行业看, 今年拉动信息服务投资快速增长的 3G 建设将有所放缓, 2009~2010 年计划投资 2800 亿, 今年已完成 1800 亿, 明年投资增速将有所下滑, 考虑到配套网络投资的增长, 整体信息服务业投资还将有所增长; 农业产业扶持、家电下乡、汽车购置税优惠等政策的延续将促使农业、商贸、零售服务业投资持续高速增长; 服务行业管制的进一步放松也将拉动医疗、文化产业的快速增长。预计 2010 年农业、矿业和服务业投资增速将达到 34%, 增速维持高位运行格局。

表 6：服务业支持政策还将延续

行业	政策催化剂	相关投资
信息服务	3G 建设	3 年投资 4000 亿
餐饮零售	消费政策	家电下乡、汽车消费政策延续，拉动千亿投资
商贸服务		
教育医疗文化	医疗改革、文化产业振兴计划	医改 3 年投入 8500 亿
公共管理	公共基础设施建设	城市基建拉动公共服务投资
农业	农业贷款与基建	投资增速年均 50%

资料来源：国家发改委、工信部、中信证券研究部

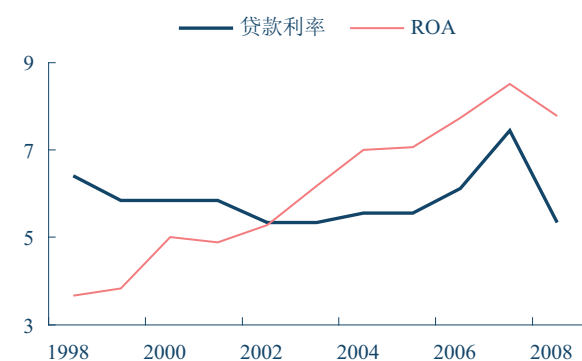
制造业投资：制造业投资 2010 年增长 29.3%

2009 年固定资产投资快速增长，但制造业投资增长相对乏力，近 4 年来制造业投资增速首次落后于整体投资增速。伴随经济增长回归正常轨道，企业利润企稳复苏，总投资份额达 1/3 的制造业投资有望快速增长。

高的投资回报率是明年制造业投资增长的动力。一般来说，企业的投资决策无外乎两方面的因素：有没有资金去投资？项目值不值得投？如果这两项条件满足，企业自主投资动力就会较强，制造业投资也会相应快速增长。

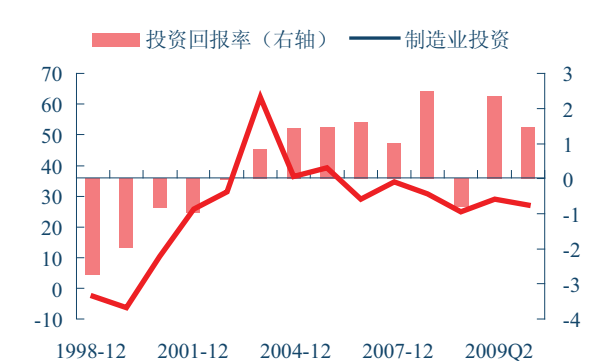
在今后一段时间内，这两个条件均能得以满足。首先企业盈利大幅改善，伴随工业生产逐步进入正常轨道，预计 09 年全年工业企业利润同比增长 5%，2010 年达到 30%，盈利的正常化使得企业真正做到有钱可投。其次，宽松的利率环境增强了企业的投资获利潜力，三季度工业企业平均 ROA 达到 6.84%，较二季度继续提升 0.8 个百分点，比银行贷款利率高出 1.5 个百分点。明年随着工业生产的正常化，企业产能利用率还将有所提高，对应 ROA 还将提高，即使考虑到利率的上调，企业依然具有较高的投资回报率，自主投资的动力也将持续增强。

图 64：低利率环境为企业营造较高的投资回报率（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 65：高投资回报率促使制造业投资增长（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

产能过剩不会抑制制造业投资增长。今年，在大项目投资的政策主基调下，一些行业呈现出重复建设和产能过剩的情况，而市场对明年制造业投资的增长存有忧虑，认为投资的快速增长可能会使得产能过剩的情况进一步恶化，相应的，国家抑制产能过剩的政策也会限制投资的增长。我们认为，当前部分行业的产能过剩并不会抑制明年制造业投资整体的快速增长。

首先，从经济发展的层面看，适度的产能过剩有利于经济发展。供需的完全平衡只是经济学理论上的结果，实际中不可能达到。而相比供不应求的产能不足，适度的产能过剩可以促使行业形成优胜劣汰的市场化格局，有利于行业的长期发展。

其次，即便有些行业从宏观层面上呈现出产能过剩的特征，但在微观层面上，具有规模优势、技术优势的企业会通过进一步投资抢占市场份额，企业自身投资反而会有所上升。

再次，政府对制造业的调控也将是着眼长远、有保有压的进行。根据近期发改委发布的《关于抑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的通知》，钢铁、水泥、平板玻璃等 6 大行业存在产能过剩的问题，并出台了相关指引意见与调控政策。从调控政策的表述上看，政府仅对水泥和煤化工两个行业提出了严格的新增投资限制，对钢铁、平板玻璃行业更多的是以政策促进结构转型、严控小企业投资、鼓励大企业投资转型；而对多晶硅和风电设备制造业则是培育引导为主，鼓励企业做大做强。（由于水泥、煤化工行业投资占制造业投资比重也较小，对行业盲目投资的限制不仅引导了行业的良性发展，而且不会对整个制造业投资增长造成太大的冲击。）

表 7：抑制产能过剩的政策重心在于引导

行业	行业投资占比	扩张后产能	需求	产能过剩情况	过剩比例	调控政策
钢铁	5.50%	7 亿吨	5 亿吨	粗钢过剩 2 亿吨	40%	结构调整、产业重组
水泥	1.50%	27 亿吨	16 亿吨	水泥过剩 11 亿吨	68%	抑制淘汰
平板玻璃	0.01%	8 亿重箱	6.5 亿重箱	1.5 亿重箱，主要是浮法玻璃	23%	高端布局
煤化工	<0.01%			现有开工率仅 40%	30%	结构性抑制
多晶硅	<0.01%	8 万吨	2 万吨	新建项目过多	300%	培育引导
风电设备	0.20%	2000 万千瓦	1000 万千瓦	重复建设较多	100%	培育引导

资料来源：国家发改委，中信证券研究部

预计 2010 年制造业投资增长 29.3%。根据我们测算，基础设施投资增速提高 1 个百分点，可以拉动制造业投资增速提高 0.24 个百分点，基础设施投资增长 20%，可以拉动制造业投资增长 4.8 个百分点。房地产投资增长为 21%，拉动制造业投资增长 8.4 个百分点；出口转正同比增长 10.5% 左右，这将拉动制造业投资增长 3.6 个百分点。管制放开与政策扶持促使农业、矿业和服务业增长 34% 左右，这将拉动制造业投资增长 12.5 个百分点。这些需求因素合计将拉动制造业投资增加 29.3 个百分点。

表 8：制造业影响因素分析

	增速	制造业投资弹性	拉动制造业投资增长 (%)
基础设施投资	20	0.24	4.8
房地产投资	21	0.4	8.4
出口	10.5	0.35	3.6
农业、矿业和服务业投资	34	0.37	12.5
合计			29.3

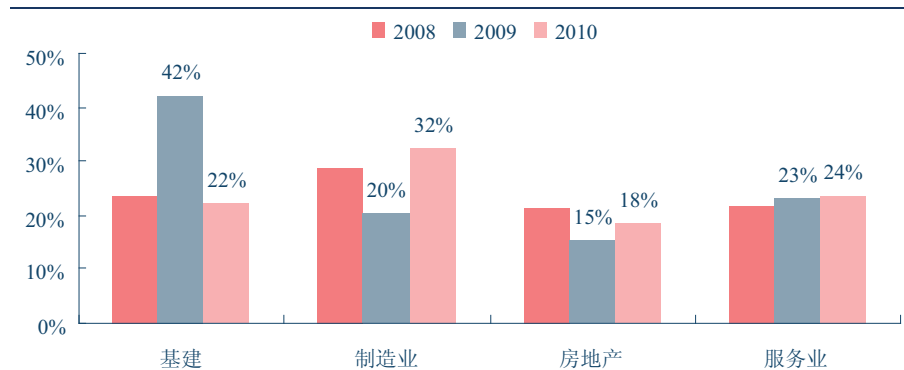
资料来源：中信证券研究部

2.3.3 预计 2010 年投资增长 25.9%

2010 年，基建投资的增量贡献逐步减弱，但经济复苏带来制造业投资的恢复性增长对投资的下降具有一定的缓冲。根据我们模型对 2010 年投资增长的估计，投资内部结构呈现明显变化，基建投资的贡献率从 2009 年的 42% 回落至 2010 年的 22%，而制造业、房地产业和服务业贡献率明显回升，2010 年分别提升至 32%、18% 和 24%。以此推算，2010 年投资增长将达到 25.9%，整体依旧维持平稳较快增长。

图 66: 基建投资贡献明显下降

(%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

表 9: 城镇固定资产投资各部分增速

(%)

	基础设施	制造业	房地产	农矿业服务业	FAI增速
增速	20	29.3	21	34	25.9
比重	26	31	22	21	100

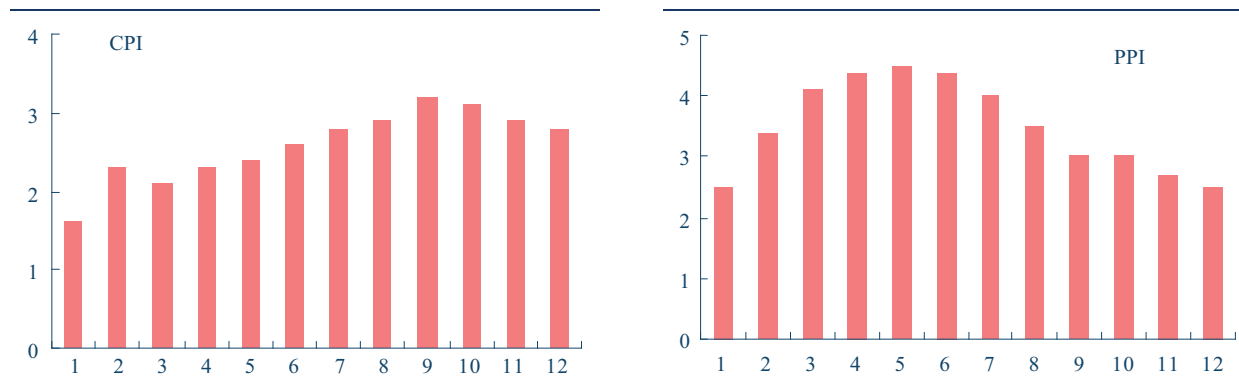
资料来源: 中信证券研究部

三、进入温和通胀

2010 年全球经济将开始复苏, 中国经济将持续复苏。这一阶段需求逐步回升, 企业产能利用率提高, 全球大宗商品价格回升, 全球和中国物价也将从通缩状态转向温和通胀。我们预计, 2010 年中国 CPI 全年平均为 2.6%, PPI 全年平均为 3.5%。

图 67: 2010 年 CPI 和 PPI 走势预测

(%)



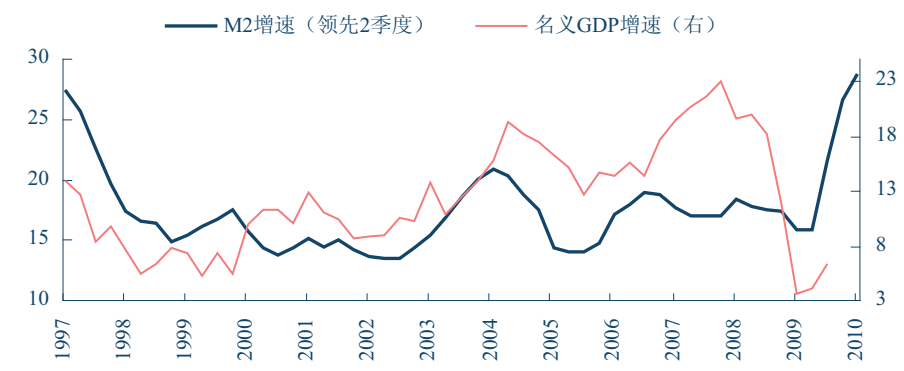
资料来源: 中信证券研究部

著名的菲利普斯曲线体现的是增长与通胀的关系, 由于通胀通常滞后于经济增长, 因而利用这一关系也可预测通货膨胀 (著名的三角模型)。在这一关系中, 经济增长和供给冲击是影响通胀的主要因素, 这一基本关系在中国也适合。但是, 考虑到食品价格在中国 CPI 中的比重较大, 中国政府对价格具有一定的控制, 因此, 决定中国通胀水平的主要因素是经济增长、全球大宗商品价格的冲击、食品价格的变化以及政府控制的公共产品价格的调整。下面分别就这四个方面的变化对中国通货膨胀的影响进行分析。

3.1 经济增长拉动物价回升

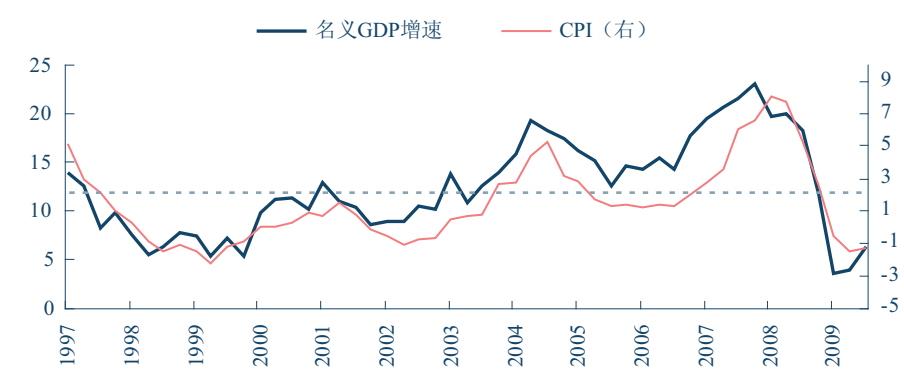
经济增长是物价回升的重要影响因素。从经济经济增长来看，中国经济从衰退转向复苏，为物价水平的回升提供了基础。首先，总需求已经有所回升（我们采用名义 GDP 表示名义总需求）。自从 2008 年第四季度开始，货币供应增速显著提高，这意味着名义总需求（即名义 GDP）也将继续保持回升的趋势。由于名义货币增速领先名义 GDP 两个季度，因此名义 GDP 上升的趋势会持续至 2010 年第二季度。名义 GDP 领先 CPI 一个季度，并从 09 年第二季度开始回升，这表明未来通胀将继续回升，CPI 回升的趋势将持续至下半年。

图 68：M2 增速上升表明名义总需求还将继续上升 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 69：名义总需求变化与物价 (%)

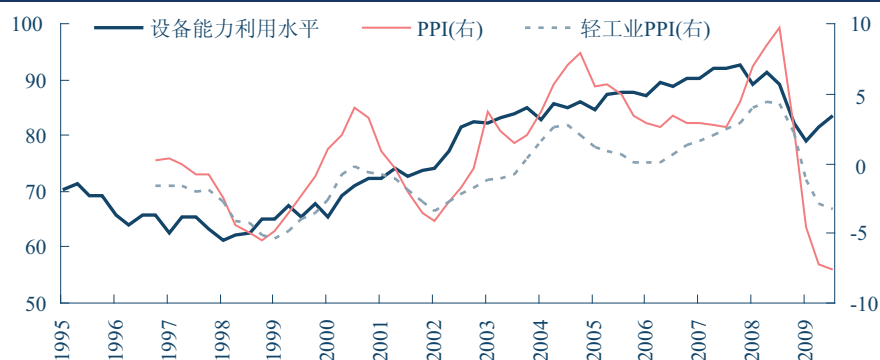


资料来源：CEIC，中信证券研究部

其次，从供给角度来看，产能利用率提高也使得企业降价的动力减弱，提价动力上升。企业在产能利用水平较低的时候，倾向于降低价格，而在产能利用率高的时候倾向于提价。从产能利用率和工业品出厂价格指数之间的关系来看，二者之间存在长期的正相关关系，而且轻工业产品的价格变化与产能利用水平的关系更密切（主要是产业结构不一样，价格形成存在差异）。2009 年第二季度开始，产能利用水平开始回升，与此同时，PPI 下降的速度明显放缓。由于产能利用水平领先于物价变化，因此，产能利用率的提高将对工业品价格回升产生推动作用。

图 70: 产能利用率与工业品价格指数

(%)

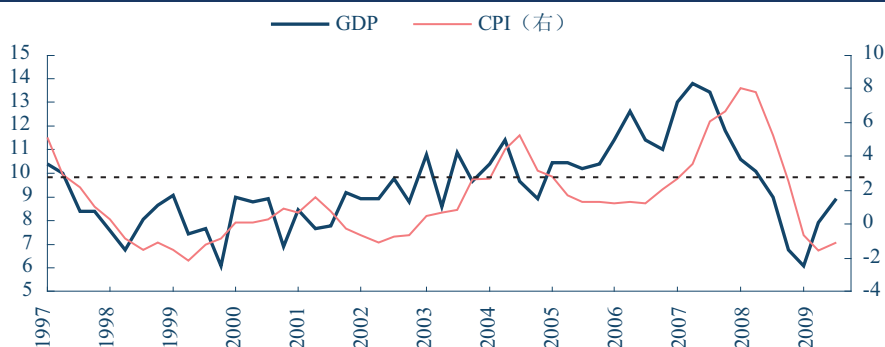


资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

经济增长将拉动 2010 年 CPI 上升 1.8 个百分点。由于经济回升从供需两方面都将促使物价上升, 下面考察经济回升对通胀的影响大小。中国的经济增长和通胀之间存在比较一致的关系, 二者之间的相关度很高。从 GDP 增长与 CPI 的时间关系来看, GDP 一般领先于 CPI 三个季度左右。自 2009 年第二季度以来, 中国经济增速逐步回升, 正如前面的分析, 中国经济增速继续上升的趋势还将延续, 因此, 未来一年经济将支持通胀走高。从数量关系来看, GDP 增速每提高 1 个百分点, CPI 大约提高 1.1 个百分点。由于真实 GDP 增速领先 CPI 大约 3 个季度, 我们预计过去两个季度和未来两个季度中国 GDP 增速平均大约为 9.9% 左右, 因此, 在正常情况下, 9.9% 的 GDP 增长将拉动 CPI 上升 1.8 个百分点。

图 71: 经济回升将促使物价回升

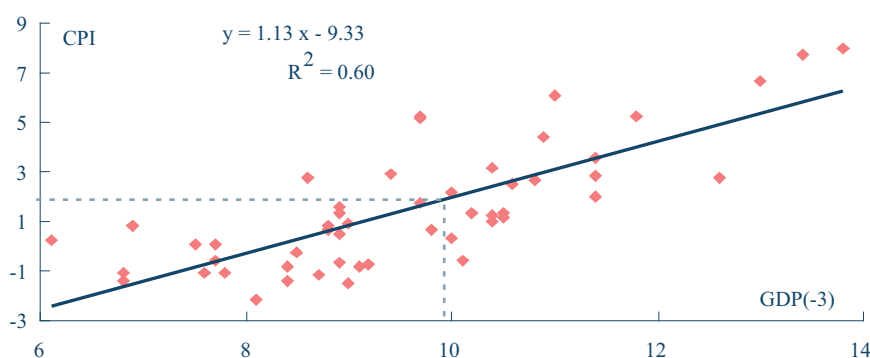
(%)



资料来源: 中信证券研究部

图 72: 中国 GDP 与 CPI 的关系

(%)



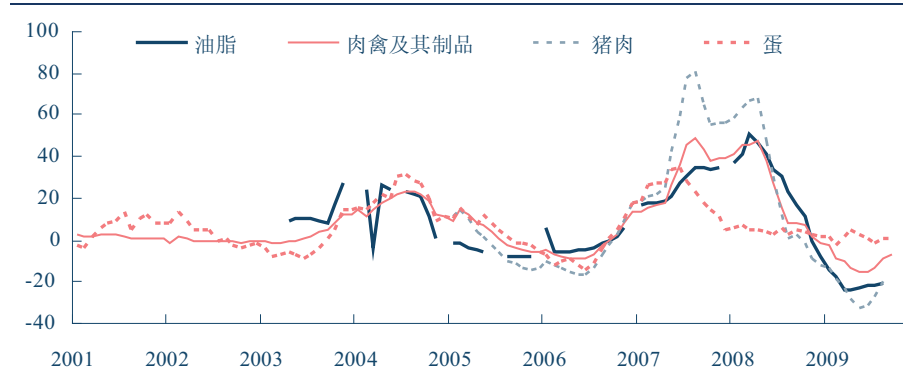
资料来源: CEIC, 中信证券研究部

3.2 食品价格进入上升周期

从中国 GDP 与 CPI 的关系图中可以看出，CPI 和 GDP 增长之间有很强的相关性，但是 GDP 增长并不是 CPI 的唯一决定因素，其中食品价格是一个很大的扰动因素。食品价格进入上升周期，因此食品价格将推动 CPI 上升。

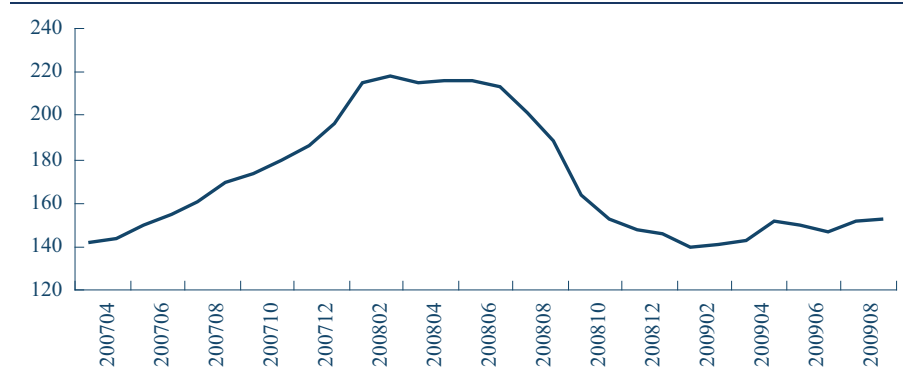
食品价格将处于上升周期，未来 18 个月食品价格的趋势是逐步走高。第一，中国食品进入上升周期。由于农业生产自身的特点，中国食品价格变化的周期大约为 36 个月，其中 18 个月为上升周期，18 个月为下降周期。2009 年第三季度开始食品价格进入上升周期，这一上升趋势将保持至 2010 年年末。从具体的食品来看，肉类、蛋类和水产品价格将进入上升周期。第二，国际食品价格也将进入上升周期。虽然全球食品价格不直接影响中国食品价格，但是，国际食品价格的变化往往会引起中国通胀预期。第三，政府提高粮食收购价格。2009 年 10 月 12 日，国务院常务会议宣布将于 2010 年我国小麦各品种最低收购价上调 0.03 元/斤，其中，白小麦提高到 0.9 元/斤，红小麦和混合麦每斤提高到 0.86 元/斤。我们预计政府将可能将粮食价格提高 3-5%。

图 73：主要食品价格进入上升周期 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

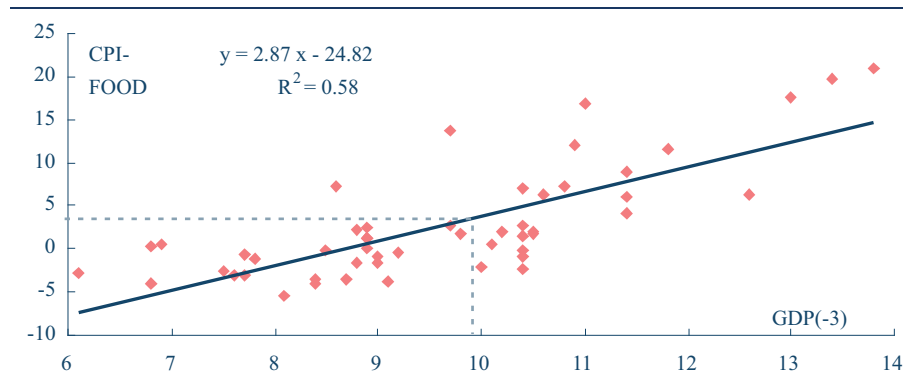
图 74：联合国粮农组织食品价格指数（1998-2000=100）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

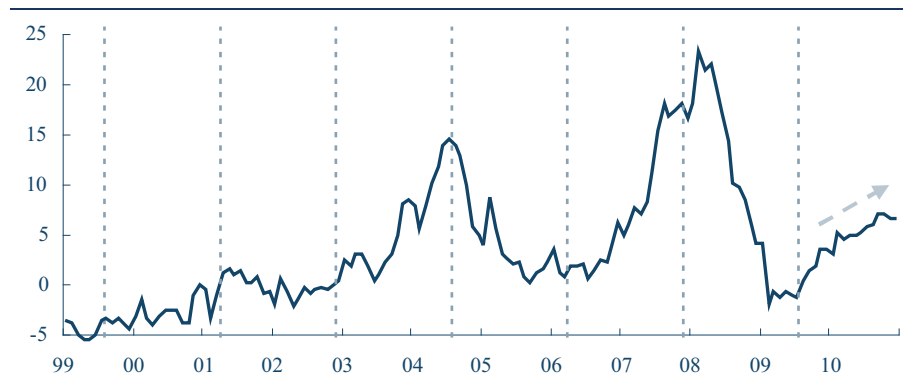
2010 年食品价格将上升 5.8%。从 2001 年 7 月开始至 2009 年 6 月，食品价格波动经历了 2 个半周期（本次周期结束时间为 2010 年年末），在这两个半周期内，食品价格平均上升 5.5%。按照这一平均涨幅，2010 年食品价格大约上升 5.8%（2009 年下半年和 2010 年全年平均 5.5%）。考虑到今年第二季度至 2010 年第一季度 GDP 平均增速大约为 9.9%，根据食品价格与 GDP 增速的关系，2010 年食品价格上涨幅度将为 3.9%；由于食品价格处于上升周期，故 2010 年食品价格比平均水平高 1.9 个百分点。由此可得，2010 年食品价格的上升将导致 CPI 比基准的预测高 0.6 个百分点。

图 75: 中国 GDP 与食品 CPI 的关系 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

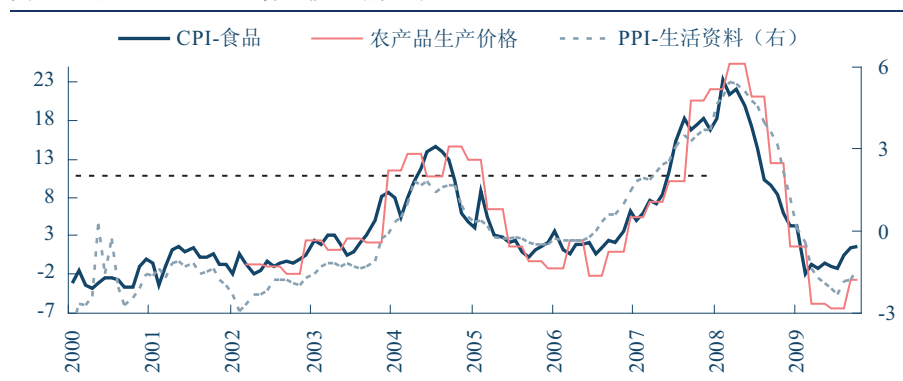
图 76: 食品价格周期与预测 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

2010 年农产品价格上升将推动生活资料价格上升。由于农产品价格进入上升周期, 这会推动食品加工、饮料业以及纺织原料业等以农产品为原材料的工业产品价格的上升, 因此, 这将推动 PPI 中生活资料价格上升。2010 年农产品生产价格指数将有所上升, 我们估计在 8% 左右, 这将推动生活资料价格上升 1-2%。这也将对 PPI 有一定的推动作用。

图 77: 农产品价格上升将促使生活资料价格上升 (%)

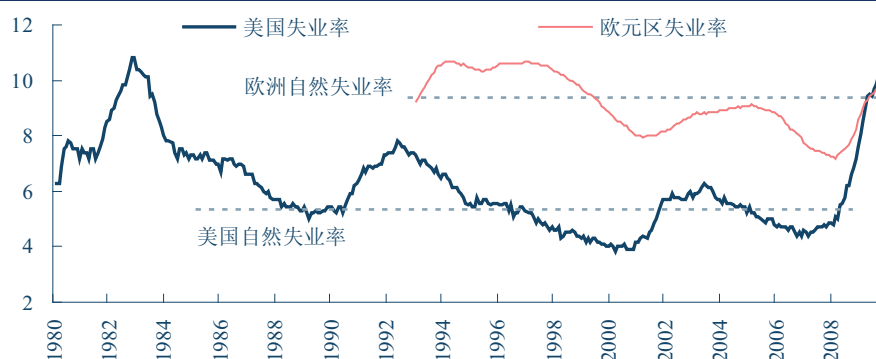


资料来源: CEIC, 中信证券研究部

3.3 重现输入性通胀

首先，短期强势美元难以出现，不会对大宗商品价格构成较大压制。我们认为，美元大幅升值导致大宗商品价格急剧下跌的可能性小。主要因为美国货币政策退出时间可能晚于欧洲。第一，欧美失业率相对水平不一样，美国的失业率明显高于其自然失业率水平（或者说非加速通货膨胀失业率，NAIUR），而欧洲失业率略微高于其自然失业率，对于欧洲而言，10%左右的失业率并不算太高，也是欧洲国家可以承受的范围，而对于美国而言，10%已经明显高于其 5-6% 左右的自然失业率，因此，基于失业的考虑，美国难以先于欧洲退出扩张性政策；第二，欧美对通胀和就业的关注重点不一样，欧洲由于历史上出现过恶性通胀，因此，欧洲对通胀比美国更加关注，而且目前欧洲通胀水平较美国高，这表明欧洲政策退出的时机可能比美国早；第三，欧美贸易赤字差别巨大，目前美国贸易赤字很大，而欧洲基本上是均衡的，这表明美元相对高估程度更严重。

图 78：美国失业率相对欧洲更高 (%)



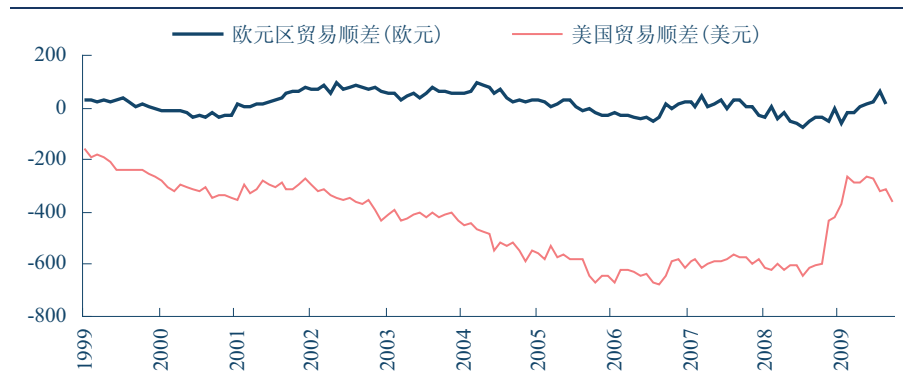
资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 79：美国通缩相对欧洲严重 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 80: 美国贸易逆差更严重 (%)

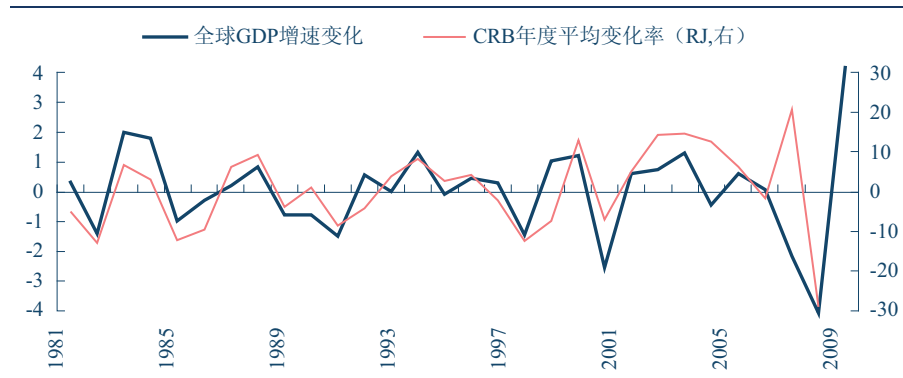


资料来源: CEIC, 中信证券研究部

其次, 全球经济复苏拉动大宗商品价格回升。全球经济复苏将对中国物价的变化产生显著的影响。2008 年第四季度开始, 全球经济出现了巨大的衰退, 但是 2009 年下半年以来, 全球经济开始了复苏, 预计 2010 年全球经济仍将维持逐步回升的趋势。根据世界主要国际组织预测, 全球经济 2010 年增长率将比 2009 年明显提高。全球经济复苏对大宗商品的需求产生明显影响, 这将拉动全球大宗商品价格回升。在全球经济回升的背景下, 大宗商品价格总体上还有上升的空间。

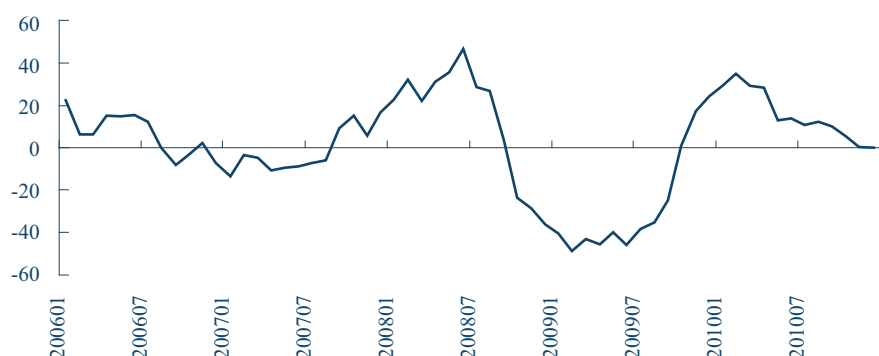
根据 IMF 预测, 2010 年全球经济增速将回升至 3% 左右, 这意味着全球经济增速比 2009 年高 4 个百分点左右。由于美元并不出现大幅回升, 甚至可能继续贬值, 从而不会对大宗商品价格构成打击, 甚至对其价格略有支持。因此, 根据世界经济增长和美元汇率, 我们预计 2010 年大宗商品平均价格将比 2009 年上升 20% 左右, 这表明未来大宗商品价格水平还有 5-10% 左右的上升空间。

图 81: 2010 年全球经济增长支持大宗商品价格上升 (%)



资料来源: IMF, CRB, 中信证券研究部

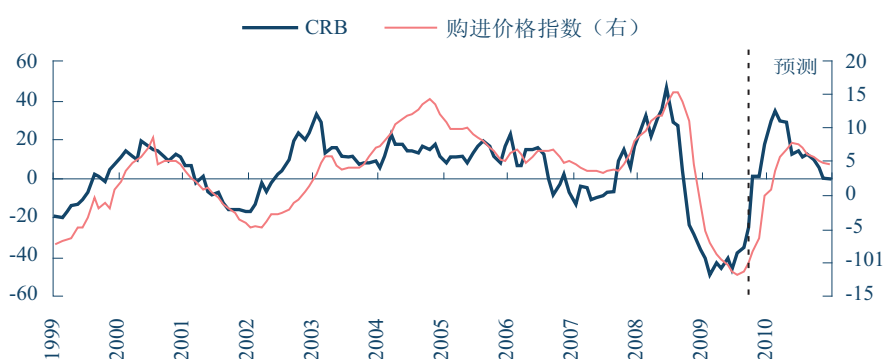
图 82: 2010 大宗商品价格增速变化预测 (%)



资料来源: IMF, CRB, 中信证券研究部

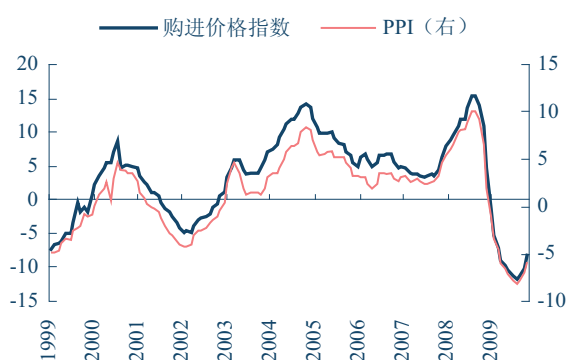
再次, 在大宗商品价格回升的过程中, 国内原材料和能源价格也将出现价格上升。从数量上来看, 国际大宗商品价格领先国内原材料和能源价格指数 3 个月左右, 这表明国际大宗商品价格将推动国内原材料价格在未来 2-3 个季度继续回升, 然后逐步回落。由于大宗商品价格的推动, 成本推动型的物价上升在生产者物价中将体现出来, 通过原材料和能源的途径向整个工业品出厂价格传导, 最终传导至消费者价格 (即 CPI), 即引起非食品 CPI 上升。

图 83: 国际大宗商品价格将推动国内原材料价格上升 (%)

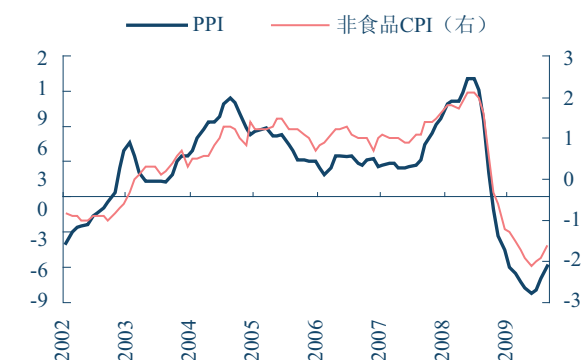


资料来源: CEIC, CRB, 中信证券研究部

图 84: 国内成本的传导途径 (%)

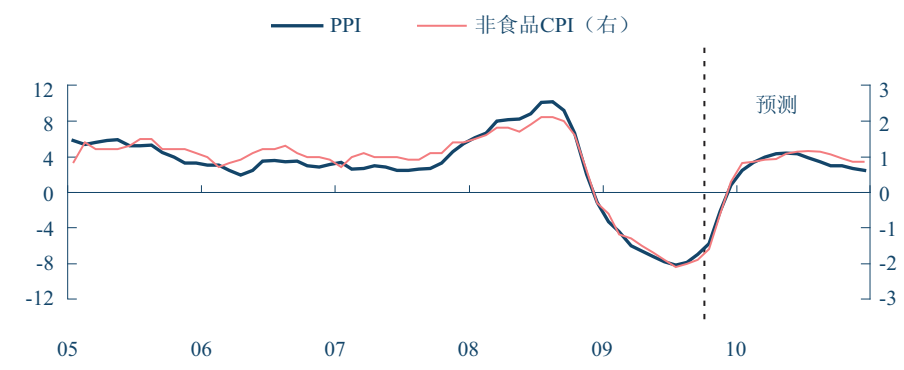


资料来源: CEIC, CRB, 中信证券研究部



在国际大宗商品价格、国内经济回升和国内农产品生产价格的共同影响下，中国 PPI 将走出通缩状态，并且导致非食品 CPI 上升。综合以上三方面的因素，我们预计 2010 年 PPI 将上升 3.5 个百分点。由于大宗商品价格上升幅度比平均幅度高，这将导致中国 PPI 比正常水平高 1 个百分点，进而使得 CPI 比基准的预测高 0.2 个百分点。

图 85: PPI 与非食品 CPI 预测 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

3.4 公共产品调价影响甚微

政府目前对居民用电、用水和燃气以及公交服务等公共产品的价格有一定的控制，这些产品的价格调整对物价将产生一定的影响，但是，我们认为其影响有限，不会改变通胀的趋势。

首先，政府控制的公共产品占 CPI 的比重比较小。政府目前控制的最主要的公共产品价格主要是市内公交、教育和水电煤气。在这个 CPI 中，政府控制的价格比重的上限为 12.7%，其中燃气和教育费用中很大部分已经市场化了，因此，政府可以调控的价格比重应该在 10% 左右。

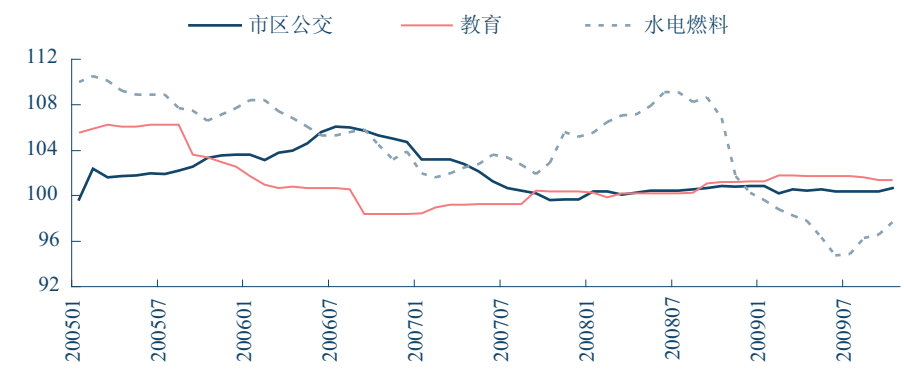
表 10: 政府控制公共产品占 CPI 比重 (%)

	市内交通	水电燃料	教育	合计
占 CPI 比重	1.1%	4.4%	7.2%	12.7%

资料来源: 中信证券研究部

其次，政府价格调整幅度有限。2010 年政府将可能上调的领域是水价和电价，而燃气价格基本上由市场决定。2010 年政府调整幅度将很有限，从历史来看，这些产品的价格调整幅度都在 10% 以内，2010 年政府不会在短期内大幅提高这些产品价格，我们认为水电的消费价格调整幅度不会太高，应该在 10% 以内。

图 86: 政府控制公共产品的价格变化 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

政府对公共产品价格调整对通胀影响很小。由于政府调价的幅度比较小，在 CPI 中所占的比重比较小，因此，政府调价不会对 CPI 构成“意外”的影响。如果政府对水电价格调整的幅度在 10% 以内，那么对 CPI 的影响在 0.1% 以下，基本不影响消费物价的变化。由于这些价格在 PPI 中有一定的影响，我们估计这个影响大约为 0.2 个百分点。

3.5 高通胀可能性不大

2010 年出现高通胀的可能性并不大。2009 年中国货币增速大幅提高，导致人们对 2010 年通胀预期的大幅提高，有观点认为 2010 年通胀水平将达到一个很高的水平，比如达到 3-5% 的水平，我们认为出现这种情况的可能性不大。如果出现 3-5% 的通胀水平，这意味着 2010 年新涨价因素将达到 2-4%，物价水平的上升可能高于 2008 年的水平（2008 年 CPI 翘尾因素为 3.4 个百分点，新涨价因素为 2.5 个百分点），然而，从目前来看，产生 2008 年的物价上升趋势是难以出现的。

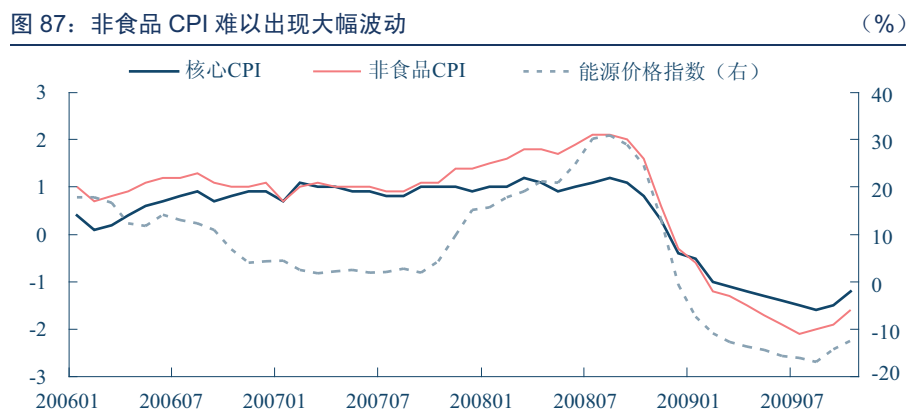
表 11：出现高通胀的情景假设

					(%)
CPI	3	4	5	6	2008 年 CPI 上涨 5.9%
翘尾因素	0.9	0.9	0.9	0.9	3.4
新涨价因素	2.1	3.1	4.1	5.1	2.5
食品价格涨幅	6.5	9.1	11.4	14.3	14.6
非食品价格涨幅	1.3	1.5	1.8	2.0	1.5
国内能源价格涨幅	15.3	20.6	28.6	33.6	20.6
国际石油价格涨幅	40	50	80	100	54

资料来源：CRB，国家统计局、中信证券研究部

首先，非食品产品的价格难以出现较大波动，这是因为：第一，除能源和食品以外的消费品价格难以上升，主要是这些行业竞争充分，难以提价；第二，能源价格在消费物价中的比重太低，尽管能源价格大幅度提高，但是对非食品价格影响也不大（根据我们估计，在非食品 CPI 中，核心 CPI 占 96%，而能源的比重为 4% 左右）。因此，即使出现 2008 年那样的能源价格上升（原油价格峰值上升 100% 以上），非食品 CPI 在 2% 左右。2010 年继续出现 2008 年的那种大宗商品泡沫的可能性并不大。2008 年在美国大幅下调利率后，资金转向大宗商品市场，导致商品价格大幅上升，而 2010 年各大金融机构还未完全恢复元气，继续大规模投机的可能性并不大。

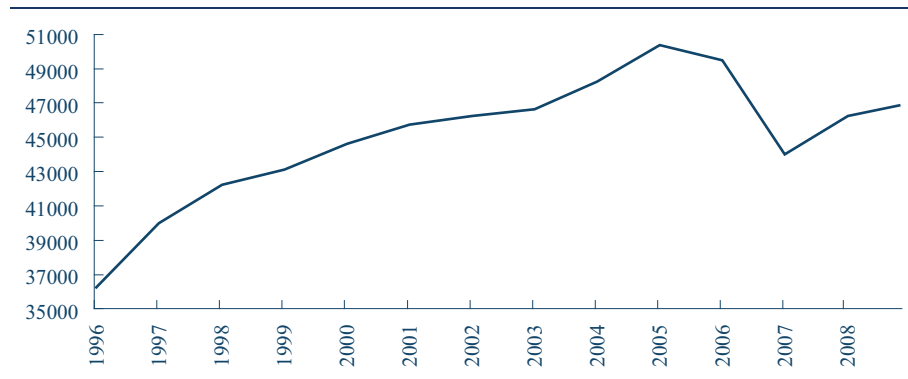
图 87：非食品 CPI 难以出现大幅波动



资料来源：CEIC、中信证券研究部

其次，2010 年难以再现 2008 年的那种食品价格上升的局面。首先，2007 年年底由于连续的经济高速增长，造成农业生产，特别是生猪生产水平大幅下降，而 2009 年的情况并不一样，09 年年底生猪存栏水平明显高于 07 年年底。其次，2008 年的自然灾害是近年少有的，首先是冰雪灾害，然后是蓝耳病，最后是汶川大地震，这些都带来了食品供应短缺。第三，2008 年国际食品价格明显高于国内价格，造成国内食品油价格大幅上升，而目前国际粮食价格低于国内价格。

图 88: 年底生猪存栏量 (万头)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

3.6 CPI 2.6%, PPI 3.5%

根据以上分析和估计, 我们认为 2010 年中国将出现温和通胀, 其中 CPI 大约为 2.6% 左右, PPI 大约为 3.5%。

2010 年 CPI 将逐步上升, 全年平均为 2.6%。由于经济增速在 2009 年至 2010 年第一季度逐季回升以及食品价格周期性回升, 2010 年的 CPI 将逐步上升, 我们预计高点在下半年第三季度。从影响 CPI 的主要因素来看, 经济增长因素的影响最大, 其次是食品的价格周期, 大宗商品价格变化和政府的价格调整影响很有限。从新涨价因素和翘尾因素来看, 新涨价因素导致 CPI 上升 1.7 个百分点, 翘尾因素导致 CPI 上升 0.9 个百分点。从食品和非食品的角度来看, 食品价格上升 5.8 个百分点, 导致 CPI 上升 1.9 个百分点, 非食品上升 1.1 个百分点, 导致 CPI 上升 0.7 个百分点。

表 12: 影响 CPI 的因素估计 (%)

	GDP 回升	食品周期	大宗商品回升	政府调价	合计
CPI	1.8	0.6	0.2	0.1 以下	2.6

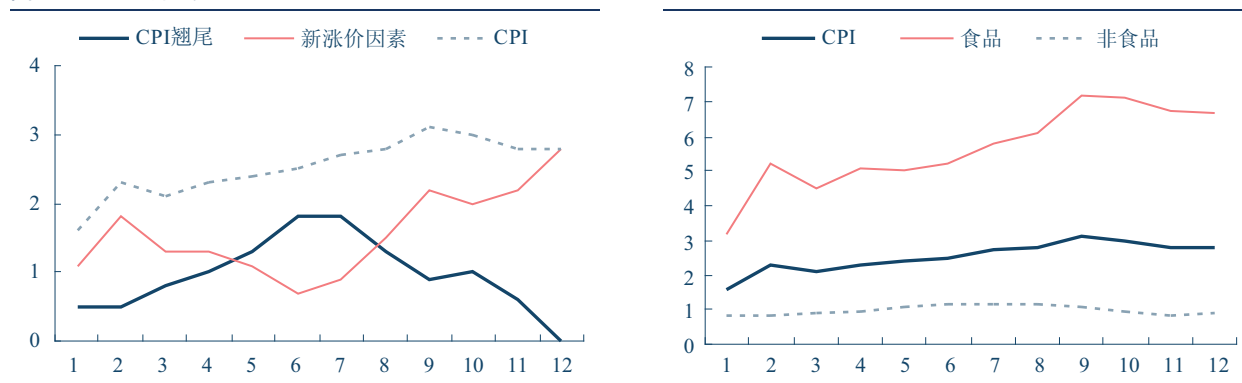
资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

表 13: CPI 上涨因素预测 (%)

CPI	食品			非食品		
	涨幅	比重	贡献	涨幅	比重	贡献
2.6	5.8	32.4	1.9	1.1	67.6	0.7

资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 89: CPI 的因素分解 (%)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

2010 年 PPI 将先上升后逐步下降，全年平均为 3.5%。从影响 PPI 的主要因素来看，国际大宗商品价格的影响最大，其次是经济增长，食品和政府的价格调整影响很有限。从新涨价因素和翘尾因素来看，翘尾因素导致 PPI 上升 2.4 个百分点，新涨价因素导致 PPI 上升 1.1 个百分点。

表 14：影响 PPI 的因素估计

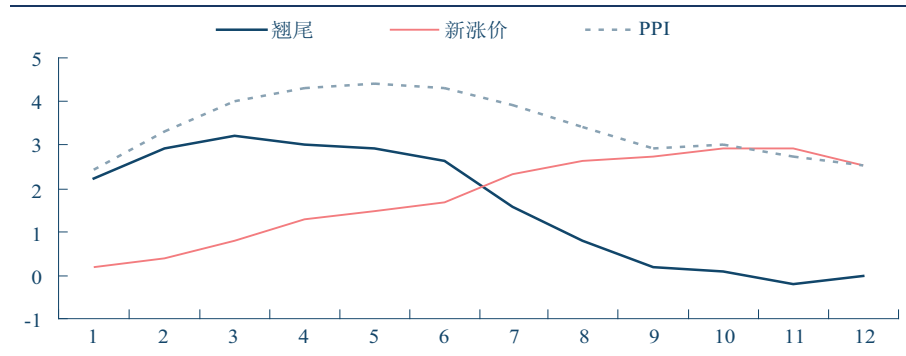
(%)

	大宗商品回升	GDP 回升	食品周期	政府调价	合计
PPI	2.7	0.4	0.2	0.2	3.5

资料来源：国家统计局、中信证券研究部

图 90：PPI 的因素分解

(%)



资料来源：国家统计局、中信证券研究

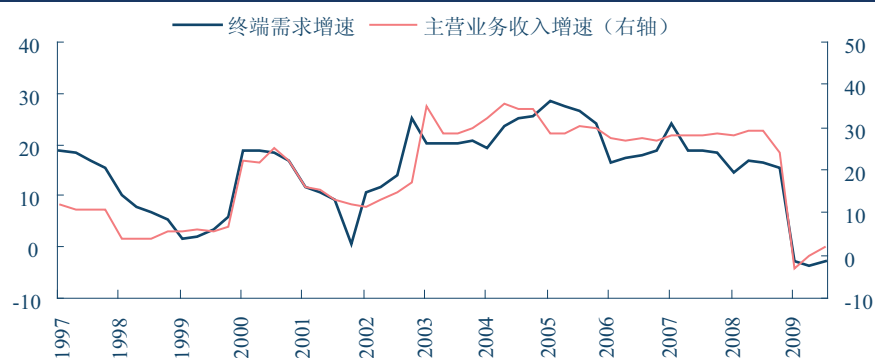
四、工业盈利大幅回升

2010 年终端需求将快速回升，这将促使工业企业的销售收入提升，并为工业企业盈利增长提供有力的支持；同时，国际大宗原材料价格相对 2009 年将有所上升，以及 2010 年可能加息，这将推升企业的成本，对盈利产生一定的负面影响。综合这两方面的因素，2010 工业企业利润仍有望保持高速增长，我们预计将增长 30% 左右。

4.1 终端需求拉升主营业务收入

终端需求对主营业务收入的拉动较为明显。历史数据表明，以消费和出口为代表的终端需求与工业企业主营业务收入之间存在长期稳定的正向关系。2010 年，终端需求处于快速回升期，需求回升将推动企业生产正常化，对应主营业务收入也将有较快的增长。模型分析表明，投资、消费和出口三项变量每增加 1 个百分点，将分别拉动企业主营业务收入增加 0.15、0.62 和 0.51 个百分点。尽管未来投资增速将有所回落，但对主营业务收入影响较小，终端需求的恢复对工业主营业务收入的拉动作用更加明显，促使 2010 年工业企业主营业务收入同比增长 18.6%。

图 91：终端需求将拉动主营业务收入快速回升 (%)



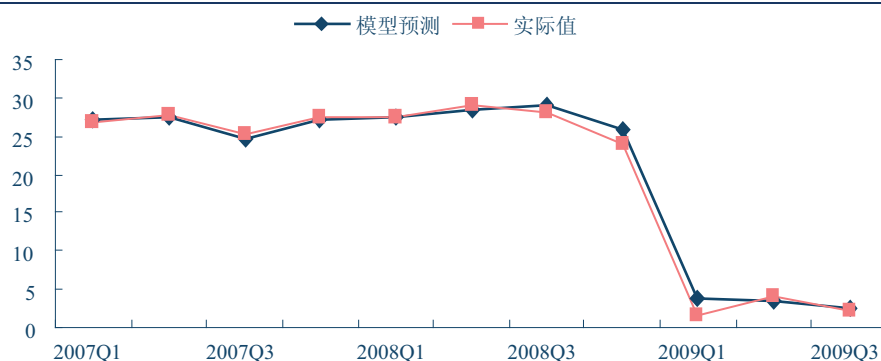
资料来源：CEIC，中信证券研究部

表 15：终端需求对主营业务收入影响更大

变量	系数	t-Stat	P 值
投资	0.15	2.78	0.008
消费	0.62	5.83	0.000
出口	0.51	19.9	0.000
R ² =0.98		Adj-R ² =0.98	
		观测值：50	

资料来源：中信证券研究部

图 92：主营业务收入增速预测模型拟合情况 (%)

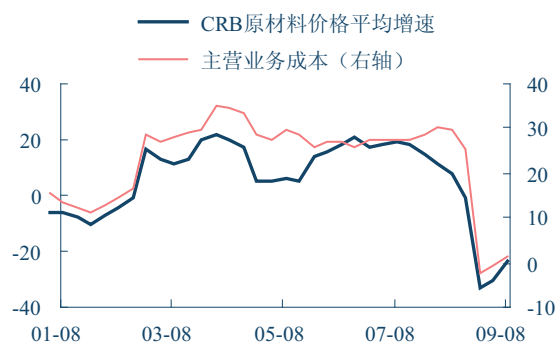


资料来源：CEIC，中信证券研究部

4.2 工业盈利增长 30%

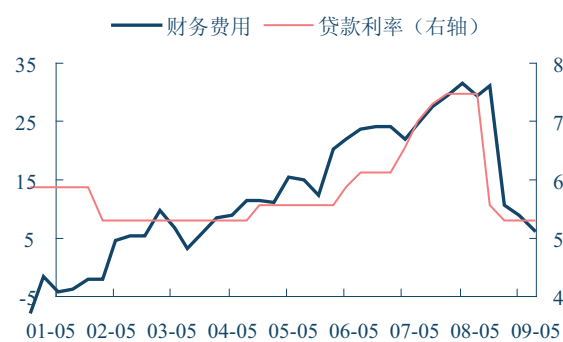
2010 年，终端需求的复苏将推动企业主营业务收入的快速增长，但企业成本也将有所增长。一是随着经济的企稳，需求转暖将带动原材料价格的上涨，导致企业主营业务成本的上升；二是下半年信贷结构可能有所调整，贷款利率的小幅提高会带来企业财务费用的增加，进而影响企业利润。

图 93：国际原材料价格与企业成本密切相关 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 94：利率政策影响企业财务成本 (%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

综合以上影响企业盈利的因素，我们构建工业企业盈利预测模型。模拟结果表明，主营业务收入提高一个百分点，将会带来企业盈利水平 2.76 个百分点的上升，CRB 原材料价格和贷款利率提高一个百分点将分别导致盈利下降 0.59 和 5.7 个百分点。

表 16：工业企业盈利的影响因素分析

变量	系数	t-Stat	P 值
主营业务收入增速	2.76	6.03	0.00
CRB 原材料增速（滞后 1 个季度）	-0.59	-1.72	0.09
贷款利率（滞后两个季度）	-5.7	-3.78	0.00
R ² =0.63	Adj-R ² =0.61		观测值：38

资料来源：中信证券研究部

2010 年，消费稳步提升，社会消费品零售总额同比增长 18.1%；出口进一步恢复，全年增长 10.5% 左右，终端需求拉动企业收入快速增长，能源和原材料价格上升幅度有限，下半年加息对企业运营的影响效应更多会体现在 2011 年。因此，预计 2010 工业企业盈利将增长 30.2% 左右。由于基数影响，一季度利润增速将非常高，第二、三季度有所回落，第四季度将有所回升。

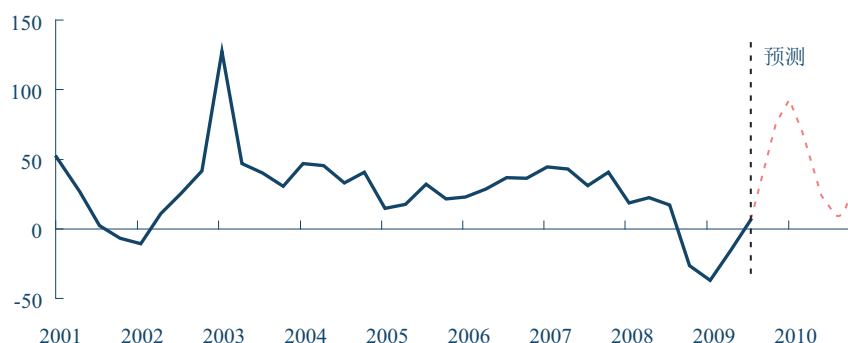
表 17：企业利润增速预测 (亿元)

	主营收入	累计利润（拟合预测）	实际利润	累计利润增速
2008-08	316454	18828	18685	19.3%
2008-11	439464	24250	24066	4.8%
2009-02	60601	2559	2191	-37.2%
2009-05	183679	8784	8502	-22.8%
2009-08	324681	16612	16747	-10.6%
2009E	480334	25549		5.35%
2010E	569676	33266		30.2%

注：由于仅有 2008 年 8 月与 11 月数据，因此 2009E 和 2010E 分别截止 2009 年 11 月和 2010 年 11 月。资料来源：中信证券研究部

图 95：工业盈利走势及预测

(%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

五、政策逐步正常化

2009 年在全球金融危机的背景下，中国采取了极为宽松的宏观政策，促进了经济复苏。2010 年中国经济增长将进一步复苏，终端需求继续回升，出口恢复增长，企业盈利明显改善，并进入温和通胀。在这一情景下，预计宏观政策将会发生改变，在延续一段积极和适度宽松之后，将在 2010 年年中前后逐步实现正常化。即，货币政策将逐步转向中性；积极的财政政策将延续，但是重点将从强调保增长转向促民生、促进结构调整；加强“审慎监管”，强化微观层面监管来实现政策目标。

表 18：2009 年与 2010 年经济与政策组合

	经济基本面	政策
2009 年	经济并不好，但预期好	极度宽松
2010 年	经济实质性好转	回归正常状态

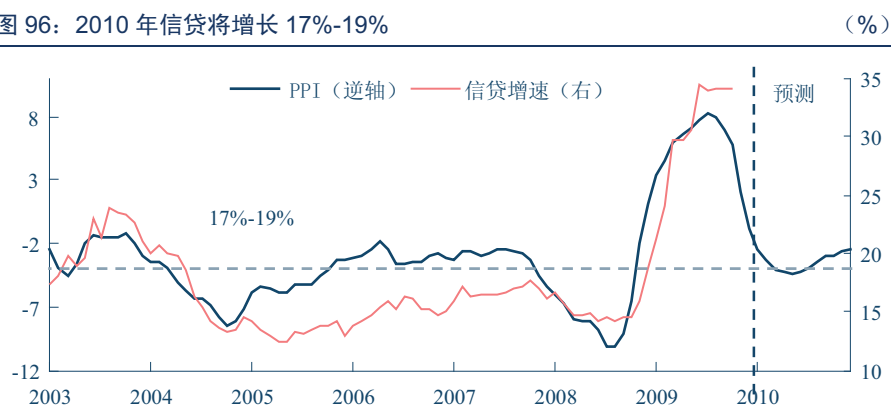
资料来源：中信证券研究部

5.1 货币政策逐步回归中性

2009 年宽松的货币政策在应对全球金融危机和内需大幅下降的情况下是必要的，但是在全球经济开始复苏和国内经济恢复较快增长的情况下，货币政策将择机回归中性。2010 年中国经济增长将回到正常水平，通胀也回归 2%-3% 的理想水平，因此，2010 年中国货币政策将逐步回归中性。政策的具体目标与操作如下：

货币信贷增速保持 17%-19% 左右，新增信贷为 7-8 万亿左右。2009 年信贷最终的增长取决于经济变化的情况。在决定货币信贷增长的因素中，央行最关注的目标是通货膨胀，其中对信贷影响最为明显的就是工业品价格的变化情况。由于工业品价格（PPI）反映的是与投资密切相关的产品价格，而投资品价格的变化反映的是投资规模是否超过合理的范围，而在目前中国，信贷是调节投资增长的最有效的手段。因此，PPI 成为决定货币信贷增长的重要政策依据。根据信贷增速与 PPI 的关系，我们预计 2010 年信贷将增加 17%-19%，即新增贷款 7-8 万亿左右。在信贷增长 17%-19% 左右，M2 的增速也将有所下降，其增速基本与信贷增速一致。从中国经济增长的现实来看，17%-19% 的货币信贷增速是一个中性偏宽松的增速，但是考虑到 2010 年外需恢复可能并不强劲，17%-19% 的货币信贷增速是比较合适的。

图 96: 2010 年信贷将增长 17%-19%



资料来源: 国家统计局、中国人民银行, 中信证券研究部

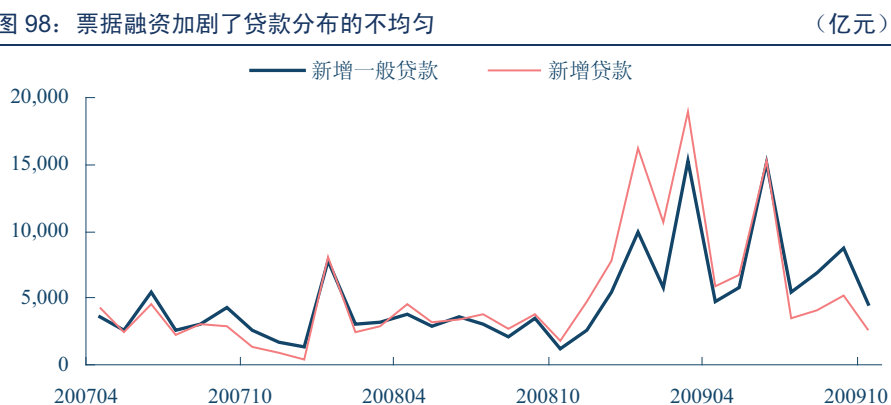
图 97: 货币增速与信贷增速基本一致



资料来源: 中国人民银行, 中信证券研究部

新增贷款分布将比较均匀。2009 年上半年新增信贷数量巨大, 造成下半年难以控制, 2010 年的情况将有所改变。首先, 政府将引导信贷投放节奏, 使信贷的季度分布趋于均匀。其次, 利率上升将使 2010 年票据融资下降, 因此银行通过票据融资来扩大规模的能力下降, 从而将使信贷分布更加均匀。

图 98: 票据融资加剧了贷款分布的不均匀



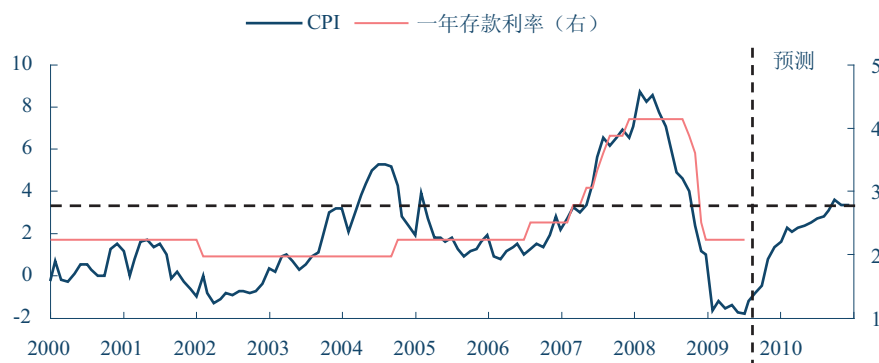
资料来源: 中国人民银行, 中信证券研究部

数量政策将会比较频繁使用。要使货币信贷增速达到 17%-19%作用这个目标, 公开市场操作、窗口指导和存款准备金政策均可应用。

加息 27-54 个基点。2010 年的通胀水平上升导致真实利率水平明显下降, 而与此同时企业利润明显改善, 经济的自主需求将上升, 因此, 加息是合理的政策措施。我们认为在 2010 年将加息 1-2 次, 每次 27 个基点。

图 99: 利率与通胀走势

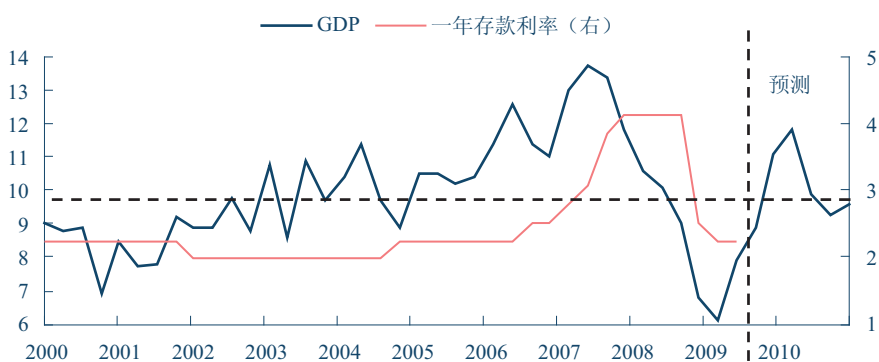
(%)



资料来源：国家统计局、中国人民银行，中信证券研究部

图 100: 利率与经济增长走势

(%)

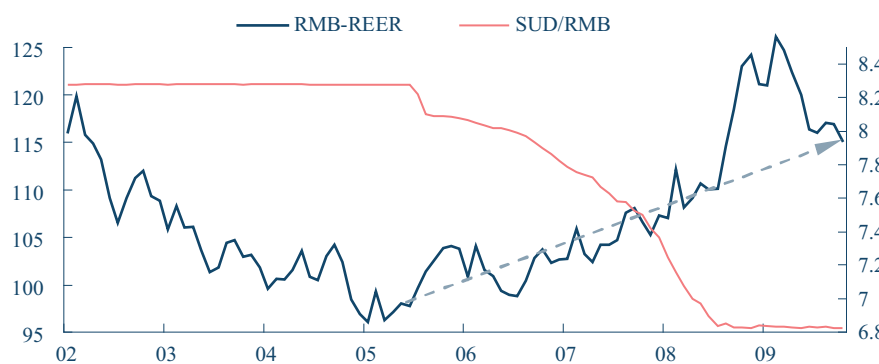


资料来源：国家统计局，中国人民银行，中信证券研究部

人民币对美元升值 3%-5%左右。2009 年人民币暂停对美元升值的主要原因是，中国出口大幅度下降。而 2010 年的情况将出现变化，首先，2010 年在世界经济复苏的情况下，外需将改善，这将拉动中国的出口，中国出口有望实现 10%左右的增长；其次，美元已经贬值，2010 年有可能继续处于弱势。因此，人民币有可能在保持基本稳定的原则下小幅升值 3%-5%。在这里需要指出的是，把人民币升值作为抵御输入性通胀是不明智的政策选择。例如，2008 年上半年，采用升值以抵御大宗商品价格上升带来的输入性通胀，其效果并不明显，但对出口部门的打击很大。

图 101: 人民币汇率变化

(%)



资料来源：BIS、中国人民银行，中信证券研究部

5.2 积极财政政策重点有所调整

2010 年将延续积极财政政策，以保证经济平稳复苏，预计全年赤字规模维持在一万亿水平，占 GDP 的比重约 2.9% 左右，财政政策的重点将有所变化：

政策将向中西部和农村地区倾斜。我们预计中西部地区和农村地区将是 2010 年财政政策的倾向重点，政策将加大对中西部的基础设施和居民住房改建投入，同时进一步完善农业补贴政策，加大农村劳动力转移培训和农民科技培训力度。

继续实施结构性减税政策和内需刺激政策。2009 年所实施的结构性减税政策，如增值税转型、汽车购置税减免、出口退税调整等，对于调结构、促内需、保出口起到了积极的效果。我们预计 2010 年政府将延续结构性减税政策，保留汽车购置税减免等政策，同时给予企业技改项目、技术创新活动相应的财政补贴与税收优惠。

加大民生领域投入。在 2009 年全球金融危机的背景下，保增长是最重要的政策目标，而随着经济的企稳复苏，未来的政策目标将从单纯的保增长转向关注经济可持续发展，特别是加大民生领域的投入。社保医疗改革和保障性住房建设将是财政政策的投入重点。2009 年前三季度民生项目财政投入相对较多，政府支出的结构化调整已初现端倪。我们预计 2010 年财政将加大对医疗社保和保障性住房建设投入，继续完善新型农村合作医疗制度和城镇居民基本医疗保险。

5.3 结构调整“四管齐下”

伴随着经济的全面复苏，2009 年所实施的大规模经济刺激政策将在 2010 年逐步退出，政策着力点转向“扩内需、调结构”。我们预计，结构调整政策将成为 2010 年政策的重点，而具体的政策将从垄断行业放开、产业结构调整、区域振兴规划和刺激消费扩内需等方面“四管齐下”。

放松垄断行业管制将是 2010 年结构调整的重点

《2009 年深化经济体制改革工作意见》首次提出要在垄断行业改革中拓宽民间投资的领域和渠道，提出“鼓励民间资本投资石油、铁路、电力、电信等传统垄断行业”。2009 年 11 月国务院通过《关于加快发展旅游业的意见》，提出“放宽旅游市场准入，鼓励社会资本和各种所有制企业公平参与”，进一步推动了旅游业管制的放开。

我们预计 2010 年政府会加快制定相关政策，鼓励民间资本进入垄断管制行业，其中涉及领域主要包括：石油、铁路、电信、市政公用设施等垄断行业，以及医疗、社保、教育、文化传媒等公用事业，通过放松管制，降低民间投资市场准入门槛，引入竞争提高效率。由于医疗等行业长期供给不足，因此这类垄断行业的放开，迎合了当前居民的消费需求，并拉动民间投资增长。

产业调整关注“节能减排”和“存量整合”

加大重点行业节能减排力度，淘汰落后产能。2010 年是我国“十一五”规划的最后一年，根据“十一五”规划，我们预计 2010 年的节能减排目标是单位 GDP 能耗下降 5%。11 月国务院确定“到 2020 年我国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%—45%，作为约束性指标纳入国民经济和社会发展中长期规划”。我们预计可能进一步出台的政策包括通过制定技术标准和产业政策，加快重点行业节能减排的分类指导和重点管理，加大重点行业、重点企业的节能降耗和减排治污治理，通过企业技术的改造，支持节能减排的建设，提高节能减排的技术水平和管理水平。

继续推进传统行业“存量整合”。2009 年汽车、钢铁、煤炭等传统行业的并购重组步伐逐步加快，国内钢铁产业重组格局已初步明朗，同时山西省启动规模庞大的重组行动，矿井数将由 2598 个压缩到 1000 个。我们预计以钢铁、煤炭等为代表传统产业的整合速度将在 2010 年继续加快，政策目标将维持在提高集中度、淘汰落后产能、改善增长质量、增强安全生产保障。

逐步启动资源税改革。2009 年全国财政工作会议提出要“适当扩大资源税的征收范围，完善消费税制度，将部分严重污染环境、大量消耗资源的产品纳入征收范围；并研究环境税及相关税种的改革方案。”，随着经济的逐步企稳和工业企业生产的快速恢复，资源税改革将正式提上议程，我们预计资源税改革将是 2010 年乃至后续的“十二五”规划中的重点。

积极培育新的经济增长点。我们预计 2010 年产业政策还将加大对新能源、节能汽车、医药和生物工程等新兴领域扶持投入，培育带动一批新增长点，同时加大对十大产业振兴规划中科技研发投资的支持力度，对企业技改项目、技术创新活动给予政策性支持。

区域政策倾向中西部地区

持续扶持中西部地区发展。基础设施落后和居民生活水平较低仍然是制约中西部地区发展的薄弱环节，我们预计 2010 年国家的区域政策依然将重点向中西部地区倾斜，加大基础建设并扶持当地生产企业，通过加大住房改建和道路交通建设投资，加快中西部地区城市化进程。

支持中西部资源就地转化。中西部地区具有丰富的资源优势，而长期以来，中西部地区多是作为“原材料输出地”，这不利于地区的长期发展和居民收入提升。我们认为未来政策将着力于改变中西部单纯向外输电、输水、输资源的垂直分工格局，实现资源就地加工转化，通过产业西移，从根本上加速地方经济的快速发展，提升当地居民生活水平。

刺激居民消费

延续现有刺激消费政策。我们预计现有“汽车购置税减半、家电下乡”等优惠政策还将延续，内容将进一步充实和完善，例如汽车购置税可能会扩大减免范围或按不同排量减免，扩大家电下乡产品范围等，并推行针对汽车金融的个人信贷促进政策。

以住房建设为新切入点刺激农村消费。我们预计 2010 年将进一步出台针对农村居民的消费刺激政策，通过“建材下乡”和信贷支持，使住房建设变成农村消费的新热点，同时配合“家电下乡”政策，进一步完善农村流通网络，提升农村居民消费水平。

进一步推动城市化进程。城市化是扩大内需和提升居民生活质量的重要途径，我们预计 2010 年将陆续出台促进城市化的相关政策，其中主要包括进一步完善户籍制度和社保体系，加快医疗改革步伐，加快城乡交界地区的基础设施改造，推动廉租房制度完善等，采取一揽子措施加快农村地区特别是城乡交界地区的城市化进程。

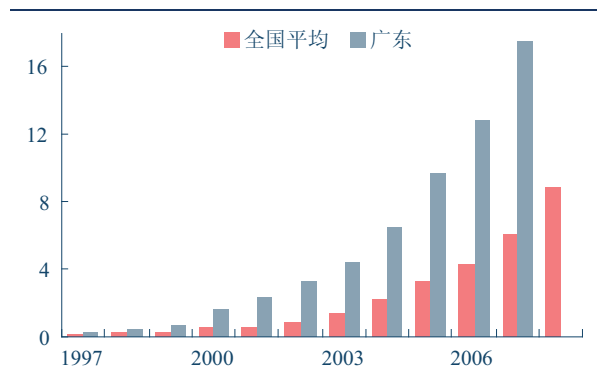
扶持旅游文化产业。继《文化产业振兴规划》提出“要创新文化产品和服务，培育新的文化消费热点，带动相关产业发展”后，国务院 11 月出台《关于加快发展旅游业的意见》提出“把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业”。我们认为，旅游产业的振兴有利于促进居民消费升级和带动地方经济，国家的扶持力度有望在 2010 年继续扩大。

鼓励和推广节能产品消费。“节能减排”是我国未来产业发展的长期趋势，这种趋势也必然会体现在国家政策对居民消费的引导上。家电、汽车以旧换新政策将进一步偏向节能环保产品，例如对报废老旧车辆更新小排量乘用车给予更多补贴，对于购买节能环保车及新能源汽车给予一定的购置税减免等政策，进一步鼓励和推广节能产品消费。同时政策将进一步推动再生资源回收体系和旧货流通网络建设，提高废旧原材料的分拣、加工和再利用的能力和水平。

附录 1：我国汽车消费的长期趋势

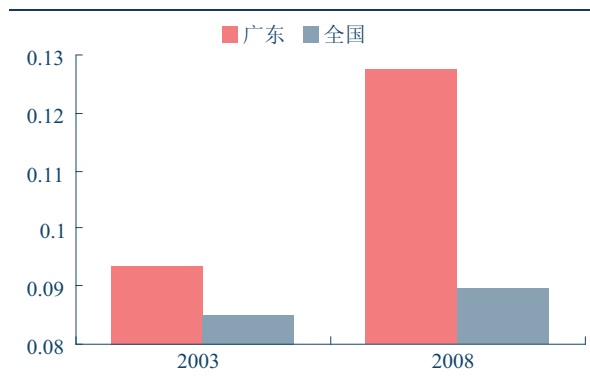
汽车消费是当前我国消费升级的主要推动力。对比广东和全国的家用汽车拥有量发现，2007 年的广东每百户居民汽车拥有量为 17.6 辆，而全国平均水平只有 6.06 辆，广东汽车拥有量是全国的 3 倍，当前高收入地区居民消费结构中交通通讯消费比重的提升，主要依赖于汽车拥有量的增加，汽车消费是当前消费升级的最主要形式之一。

图 102：广东家用汽车拥有量是全国城镇平均水平的 3 倍
(辆/百户)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 103：广东交通通讯消费比重上升幅度高于全国水平
(%)



资料来源：CEIC，中信证券研究部

表 19：2007 年底广东和全国每百户家庭拥有耐用消费品数量

	摩托车	家用汽车	洗衣机	电冰箱	电视机	家用电脑	组合音响	摄像机	照相机	微波炉	空调器	热水器	健身器材	移动电话
广东	62.46	17.6	98.88	94.33	154.2	78.79	53.66	10.31	57.49	65.46	184	110.63	7.45	206.41
全国	24.81	6.06	96.77	95.03	137.79	53.77	30.2	6.17	45.06	53.39	95.08	79.52	4.39	165.18

资料来源：CEIC，中信证券研究部

我国当前汽车拥有量相比全球其他国家仍处于绝对低位。在世界银行的全球统计中看到，从绝对数量上看，我国当前的汽车拥有量相比其他国家处于非常低的水平，2006 年每 1000 人拥有乘用车只有不到 20 辆，这不仅低于发达国家平均千人拥有 400 辆以上的水平，也低于很多发展中国家水平，我国汽车拥有量提升空间非常广阔。

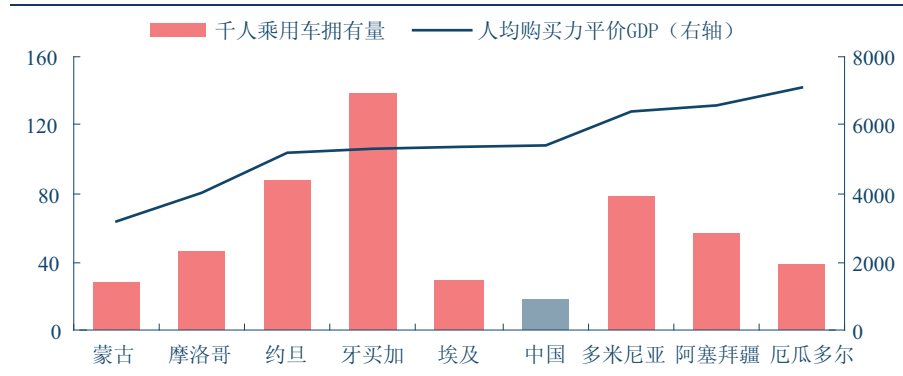
表 20：每 1000 人拥有乘用车数量（2006 年）

德国	565	匈牙利	292
加拿大	561	墨西哥	147
奥地利	542	新加坡	105
瑞士	520	南非	103
法国	496	智利	97
比利时	474	约旦	88
芬兰	470	土耳其	84
立陶宛	468	阿塞拜疆	57
瑞典	462	叙利亚	48
美国	461	摩洛哥	46
英国	457	厄瓜多尔	39
西班牙	445	秘鲁	30
日本	441	蒙古	28
挪威	439	尼加拉瓜	18
爱尔兰	382	中国	18
拉脱维亚	357	玻利维亚	15
波兰	351	巴基斯坦	10
科威特	349	菲律宾	9
克罗地亚	323	埃塞俄比亚	1

资料来源：World Bank，中信证券研究部

与同等收入国家相比，我国汽车拥有量同样偏低。跟同等人均 GDP 水平的国家相比，我国汽车拥有量也明显偏低，即使与人均 GDP 低于我国的国家相比，我国的汽车拥有量仍处于较低水平。

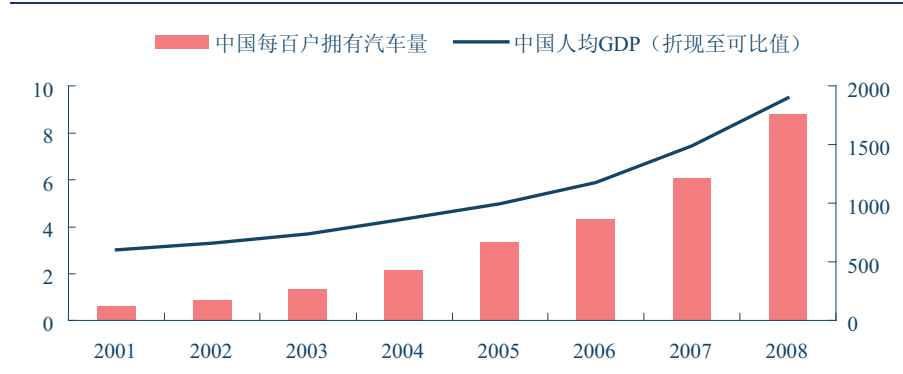
图 104：我国汽车拥有量低于同等收入水平国家（2006 年）（辆）



资料来源：World Bank，中信证券研究部

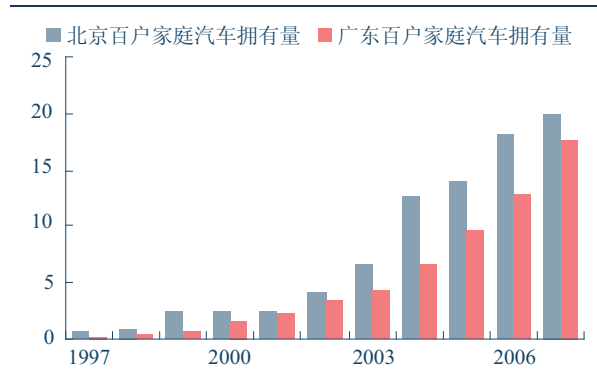
收入提高使得我国汽车消费量在近年来快速提升。从我国当前的汽车消费来看，汽车拥有量和家庭收入水平直接相关。全国水平上，每百户拥有汽车量从 2001 年的 0.60 提升至 2008 年的 8.8，年平均增速达到 40%。特别是北京等高收入城市，每百户家庭汽车拥有量在 2007 年底已经接近 20 辆，但低收入相对较低的地区则增长缓慢，即使是湖北等人均可支配收入处于中等水平的地区，每百户家庭汽车拥有量依然不到 3 辆，仅为高收入地区的 1/7。

图 105：我国家庭汽车拥有量近年来增长迅速（辆）



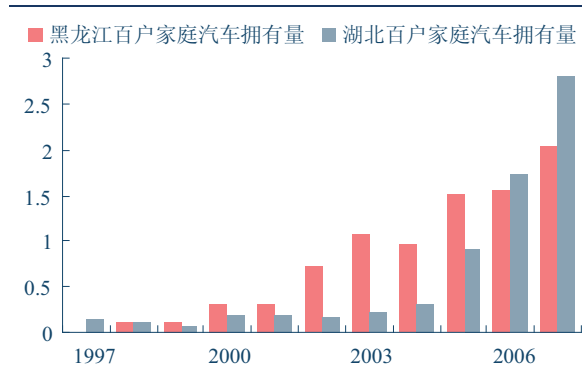
资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 106：高收入地区百户家庭汽车拥有量接近 20 量（辆）



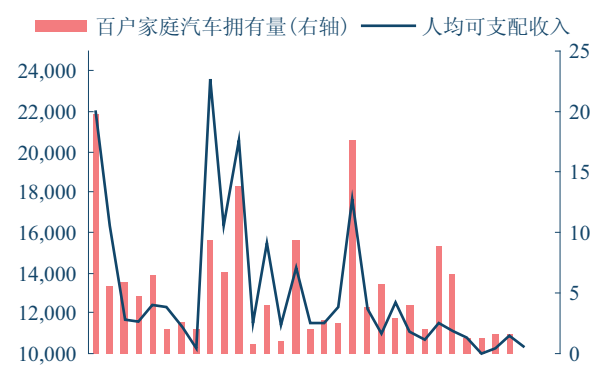
资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 107：中低收入地区百户家庭汽车拥有量依然很低（辆）



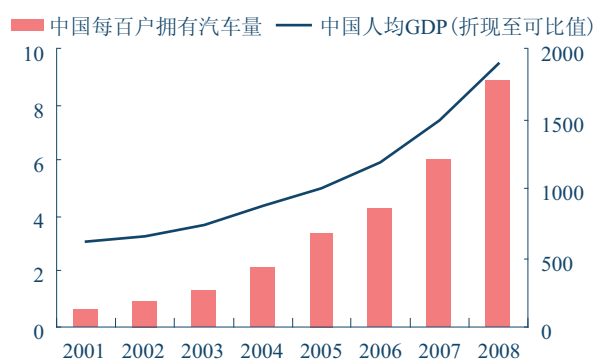
资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 108: 汽车拥有量同收入水平直接相关 (辆)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

图 109: 我国家庭汽车拥有量近年来增长迅速 (辆)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

与韩国、台湾等地区的汽车消费相比，我国尚处于汽车消费的起步阶段。截止 2008 年底，我国每百户家庭的家用汽车拥有量 8.83 辆，仅相当于台湾 1982 年（每百户 9.30 辆）的水平，即使是家用汽车拥有率最高的北京（截止 2007 年底每百户 19.85 辆），也仅相当于台湾 1988 年（每百户 19.21 辆）的水平，远低于日本的 1980 年水平（每百户 27.2 辆）。

我国目前的人均 GDP 折现相当于台湾地区 1987 年的水平，而台湾自 1987 年至 1996 年，随着人均 GDP 的不断提升，10 年期间汽车拥有量由每百 15.54 辆提升至每百户 51.16 辆，我国目前还处在汽车消费释放阶段的初期，未来增长空间广阔。

图 110: 与韩国相对比我国未来汽车消费的提升空间 (辆)

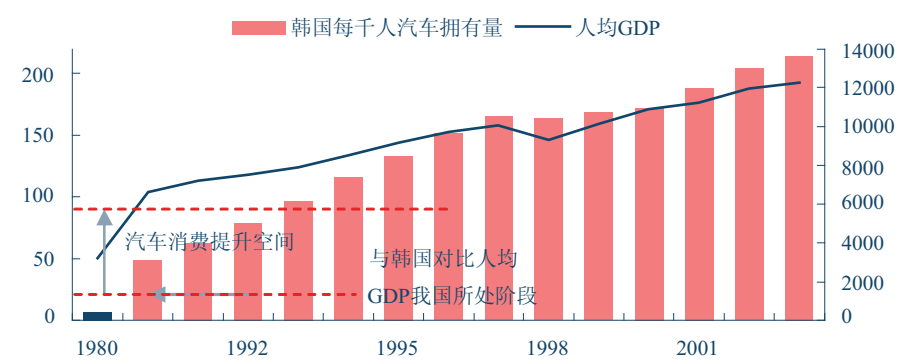
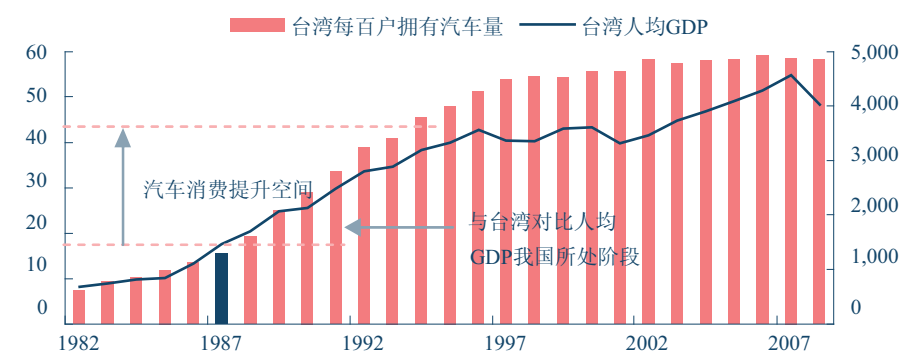


图 111: 与台湾地区相对比我国未来汽车消费的提升空间 (辆)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

我国未来汽车年消费量将可能保持每年 20%以上的增速。同韩国和台湾地区的相比，我国目前的家庭汽车拥有量仅相当于韩国 1985 年、台湾地区 1982 年的水平，而韩国和台湾地区在随后的十年时间里，汽车拥有量分别增长了 455%和 439%，考虑到一定的报废率（假定为 5%），汽车消费年平均增速分别达到 28.7%和 28.5%。

从经济发展水平看，当前我国人均 GDP 折现仅相当于韩国 1980 年、台湾地区 1987 年的水平，而这两个地区家庭汽车拥有量在随后 5 年内平均增速分别达到了 34.7%和 21.4%。

通过家庭汽车拥有量的对比发现，在我国目前的人均 GDP 水平和汽车拥有量水平上，我国仍处于汽车消费的起步阶段。

表 21：可比汽车拥有量下的汽车消费提升

	韩国	台湾地区
同我国的汽车拥有量可比年份	1985 年	1982 年
汽车拥有量 10 年内涨幅	455%	439%
平均增速	23.7%	23.3%
考虑汽车报废率	5%	5%
汽车消费年平均增速	28.7%	28.3%

资料来源：CEIC，中信证券研究部

表 22：可比经济水平下的汽车消费提升

	韩国	台湾地区
同我国的人均 GDP 可比年份	1980 年	1987 年
汽车拥有量 5 年内涨幅	367%	214%
平均增速	29.7%	16.4%
考虑汽车报废率	5%	5%
汽车消费年平均增速	34.7%	21.4%

资料来源：CEIC，中信证券研究部

附录 2：2009 年主要经济刺激政策一览

表 23：2009 年主要投资政策一览

日期	领域	主要内容
2009 年 1 月 10 日	信贷	银监会从十个方面对信贷监管政策做出了调整。其中，允许有条件的中小银行业适当突破存贷比较引人注目。
2009 年 1 月 16 日	装备制造业	装备制造业振兴规划定稿，主要是方向性和政策性的调整方案。加强关键基础件的政策支持，促进行业整体技术水平提升。
2009 年 2 月 1 日	农业	国务院促进农业发展若干意见指出，扩大内需、实施积极财政政策，要把“三农”作为投入重点，增加对种粮农民直接补贴。
2009 年 2 月 4 日	纺织工业	国务院审议并原则通过纺织工业和装备制造业调整振兴规划，将纺织品服装出口退税率由 14% 提高至 15%。
2009 年 2 月 11 日	船舶业	船舶工业调整振兴规划出炉。规划将从信贷、税收、船舶报废更新等五大方面支持国内造船业的发展。
2009 年 2 月 18 日	电子信息业	国务院会议审议通过电子信息产业调整振兴
2009 年 2 月 27 日	有色金属业	国务院常务会议审议通过了《有色金属产业调整和振兴规划》，提出以企业重组为重点，推动产业结构调整和优化升级。
2009 年 4 月 8 日	医疗改革	《医药卫生体制改革近期重点实施方案》公布，未来三年，落实医改方案中的五项重点改革，投入 8500 亿，中央出资 3318 亿。
2009 年 4 月 29 日	固定资产投资	温家宝主持召开国务院常务会议，国务院决定调整固定资产投资项目资本金比例。
2009 年 5 月 6 日	技术改造	温家宝主持召开国务院常务会议，央拟推动 4600 亿社会投资，支持六方面技术改造。
2009 年 5 月 14 日	海西建设	国务院发布《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》，促海洋业及能源建设。
2009 年 5 月 14 日	拉动企业投资	国务院确定科技重大专项，中央财政今年安排预算 328 亿元，明年则安排 300 亿元左右拉动企业投资。
2009 年 5 月 18 日	轻工业振兴	国务院昨日正式发布《轻工业调整和振兴规划》，十大政策确保六大目标。
2009 年 6 月 5 日	船舶振兴规划	船舶振兴规划实施细则出台，保交船和发展海工装备成亮点。
2009 年 6 月 10 日	江苏沿海地区发展	国务院常务会议讨论通过江苏沿海地区发展规划。
2009 年 6 月 29 日	中小企业	国务院正在酝酿一项旨在促进我国中小企业发展的政策，而有关部门正进行讨论，以尽快拿出一个具体的方案。
2009 年 9 月 30 日	西部建设	国务院发布《关于应对国际金融危机保持西部地区经济平稳较快发展的意见》
2009 年 10 月 13 日	投资资金	财政部明确地方政府筹措配套资金的 5 条渠道

资料来源：国务院、国家发改委、财政部、中信证券研究部

表 24：自金融危机以来出口退税率上调幅度及其内容

序号	时间	出口退税政策及其内容	政策文件名及代号	开始实施时间
1	2008 年 7 月 31 日	1、将部分纺织品、服装的出口退税率由 11% 提高到 13%；将部分竹制品的出口退税率提高到 11%。 2、取消红松子仁、部分农药产品、部分有机肿产品、紫杉醇及其制品、松香、白银、零号锌、部分涂料产品、部分电池产品、碳素阳极的出口退税。	《财政部、国家税务总局关于调整纺织品服装等部分商品出口退税率的通知》财税[2008]111 号	2008 年 8 月 1 日起执行
2	2008 年 10 月 21 日	1、将部分纺织品、服装、玩具出口退税率提高到 14%。 2、将日用及艺术陶瓷出口退税率提高到 11%。 3、将部分塑料制品出口退税率提高到 9%。 4、将部分家具出口退税率提高到 11%、13%。 5、将艾滋病药物、基因重组人胰岛素冻干粉、黄胶原、钢化安全玻璃、电容器用钼丝、船用锚链、缝纫机、风扇、数控机床硬质合金刀、部分书籍、笔记本等商品的出口退税率分别提高到 9%、11%、13%。	《财政部、国家税务总局关于提高部分商品出口退税率的通知》财税[2008]138 号	2008 年 11 月 1 日起执行
3	2008 年 11 月 17 日	1、将部分橡胶制品、林产品的退税率由 5% 提高到 9%。 2、将部分模具、玻璃器皿的退税率由 5% 提高到 11%。 3、将部分水产品的退税率由 5% 提高到 13%。 4、将箱包、鞋、帽、伞、家具、寝具、灯具、钟表等商品的退税率由 11% 提高到 13%。	《财政部、国家税务总局关于提高劳动密集型产品等商品增值税出口退税率的通知》财税[2008]144 号	2008 年 12 月 1 日起执行

序号	时间	出口退税政策及其内容	政策文件名及代号	开始实施时间
		5、将部分化工产品、石材、有色金属加工材等商品的退税率分别由 5%、9%提高到 11%、13%。 6、将部分机电产品的退税率分别由 9%提高到 11%，11%提高到 13%，13%提高到 14%。		
4	2009 年 12 月 29 日	1、将航空惯性导航仪、陀螺仪、离子射线检测仪、核反应堆、工业机器人等产品的出口退税率由 13%、14%提高到 17%。 2、将摩托车、缝纫机、电导体等产品的出口退税率由 11%、13%提高到 14%。	《财政部、国家税务总局关于提高部分机电产品出口退税率的通知》财税〔2008〕177 号	2009 年 1 月 1 日起执行
5	2009 年 2 月 5 日	将纺织品、服装出口退税率提高到 15%。具体商品清单包括：丝纱线等、毛纱线及其机织物、非供零售用粗梳其他动物细毛纱线、棉纱、棉机织物、其他植物纺织品、化纤长丝、化纤短纤、絮胎及无纺织物等、地毯及纺织材料的其他铺地制品、特种机织物等、涂布等工业用纺织制品、针织物及钩编织物、针织物及钩编的服装等、非针织物或非钩编的服装等、其他纺织制成品等、其他材料制褥垫等。	《财政部、国家税务总局关于提高纺织品服装出口退税率的通知》财税[2009]14 号	2009 年 2 月 1 日起执行
6	2009 年 3 月 27 日	1、CRT 彩电、部分电视机零件、光缆、不间断供电电源（UPS）、有衬背的精炼铜制印刷电路用覆铜板等商品的出口退税率提高到 17%。 2、将纺织品、服装的出口退税率提高到 16%。 3、将六氟磷酸钠等化工制品、香水等香化洗涂、聚氯乙烯等塑料、部分橡胶及其制品、毛皮衣服等皮革制品、信封等纸制品、日用陶瓷、显像管玻壳等玻璃制品、精密焊钢管等钢材、单晶硅片、直径大于等于 30cm 的单晶硅棒、铝型材等有色金属材、部分凿岩工具、金属家具等商品的出口退税率提高到 13%。 4、将甲醇、部分塑料及其制品、木制相框等木制品、车辆后视镜等玻璃制品等商品的出口退税率提高到 11%。 5、将碳酸钠等化工制品、建筑陶瓷、卫生陶瓷、锁具等小五金、铜板带材、部分搪瓷制品、部分钢铁制品、仿真首饰等商品的出口退税率提高到 9%。 6、将商品次氯酸钙及其他钙的次氯酸盐、硫酸锌的出口退税率提高到 5%。	《财政部、国家税务总局关于提高轻纺 电子信息等商品出口退税率的通知》财税[2009]43 号	2009 年 4 月 1 日起执行
7	2009 年 6 月 3 日	1、电视用发送设备、缝纫机等商品的出口退税率提高到 17%。 2、罐头、果汁、桑丝等农业深加工产品，电动齿轮泵、半挂车等机电产品，光学元件等仪器仪表，胰岛素制剂等药品，箱包，鞋帽，伞，毛发制品，玩具，家具等商品的出口退税率提高到 15%。 3、部分塑料、陶瓷、玻璃制品，部分水产品，车削工具等商品的出口退税率提高到 13%。 4、合金钢异性材等钢材、钢铁结构体等钢铁制品、剪刀等商品的出口退税率提高到 9%。 5、玉米淀粉、酒精的出口退税率提高到 5%。	《财政部、国家税务总局关于进一步提高部分商品出口退税率的通知》财税[2009]88 号	2009 年 6 月 1 日起执行

资料来源：财政部、中信证券研究部

表 25：消费刺激政策一览

时间	政策措施	主要内容
2008 年 11 月 9 日	国务院关于进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施	提高城乡居民收入；提高明年粮食最低收购价格；提高农资综合直补、良种补贴、农机具补贴等标准；增加农民收入；提高低收入群体等社保对象待遇水平；增加城市和农村低保补助；继续提高企业退休人员基本养老金水平和优抚对象生活补助标准。
2008 年 11 月 19 日	财政部、人力资源社会保障部提高企业退休人员基本养老金的通知	2009 年 1 月 1 日起提高企业退休人员基本养老金水平，按照当地 2008 年人均基本养老金水平 10%左右增加。
2008 年 11 月 27 日	商务部出台 7 项措施促进消费	科学规划布局，优化流通网络，促进便利消费；引领市场需求，开发特色商品，促进热点消费；发展旧货流通，回收再生资源，促进循环消费；扩大赊购赊销，改善支付环境，促进信用消费；减少流通环节，降低流通成本，促进实惠消费；保障商品质量，净化市场环境，促进安全消费；抓住旺销时段，强化市场营销，促进节假日和会展消费。
2008 年 12 月 1 日	财政部关于全国推广“家电下乡”工作的通知	为扩大国内需求，改善民生，拉动消费带动生产，促进经济平稳较快增长，国务院决定在全国推广“家电下乡”，按产品销售价格 13%予以补贴。

时间	政策措施	主要内容
2008 年 12 月 10 日	中央经济工作会议提出五大任务	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。
2008 年 12 月 13 日	国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见	支持居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房; 加大对城市低收入居民廉租房、经济适用房建设和棚户区改造的信贷支持; 支持汽车消费信贷业务发展, 拓宽汽车金融公司融资渠道; 积极扩大农村消费信贷市场。
2008 年 12 月 24 日	国务院常委会研究部署搞活流通扩大消费的 7 项政策措施	健全农村流通网络; 进一步扩大品种, 加大“家电下乡”推广力度; 完善城市社区便民服务设施; 促进城市耐用品消费升级换代; 促进流通企业发展, 降低消费成本; 积极培育新的消费热点, 大力促进节假日和会展消费, 促进消费升级; 加强流通企业食品质量安全监管, 切实提高食品安全保障能力。
2009 年 1 月 6 日	财政部提高城市和农村低保补助资金标准	2009 年中央财政将分别按照月人均 15 元、10 元的标准, 增加城市和农村低保补助资金。
2009 年 1 月 12 日	财政部、国家税务总局关于对外资企业及外籍个人征收房产税有关问题的通知	自 2009 年 1 月 1 日起, 对外资企业及外籍个人的房产征收房产税, 在征税范围、计税依据、税率、税收优惠、征收管理等方面按照《中华人民共和国房产税暂行条例》及有关规定执行。
2009 年 1 月 16 日	财政部、国家税务总局关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知	为扩大内需, 促进汽车产业发展, 经国务院批准, 对 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日购置 1.6 升及以下排量乘用车, 暂减按 5% 的税率征收车辆购置税。
2009 年 1 月 22 日	《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》	到 2011 年, 基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民, 基本医疗卫生可及性和服务水平明显提高, 居民就医费用负担明显减轻, “看病难、看病贵”问题明显缓解。到 2020 年, 覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度基本建立, 普遍建立比较完善的公共卫生服务体系和医疗服务体系, 比较健全的医疗保障体系, 比较规范的药品供应保障体系等
2009 年 2 月 5 日	《农民工参加基本养老保险办法》征求意见稿	就农民工参与基本养老保险的相关规定向社会征求意见, 迈出了全民养老保险的重要一步。
2009 年 2 月 5 日	财政部、商务部关于做好支持搞活流通扩大消费有关资金管理的通知	《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》要求, 从 2009 年起, 要加大财政投入, 支持商贸流通服务业发展, 搞活流通扩大消费。
2009 年 2 月 19 日	国务院审议并原则通过《轻工业振兴规划》	积极扩大城乡消费; 加快技术进步; 强化食品安全; 加强自主品牌建设; 加强产业政策引导; 加强企业管理。
2009 年 2 月 26 日	财政部、商务部和工业和信息化部关于加大家电下乡政策实施力度的通知	为充分发挥家电下乡政策作用, 国务院第 51 次常务会议决定, 进一步加大家电下乡政策实施力度。
2009 年 3 月 2 日	商务部办公厅《关于做好培育和发展消费热点工作的通知》	将培育和发展消费热点的工作重心放在消费需求潜力大、市场销售增长快、影响带动作用强的领域; 创新营销模式满足城乡居民多样化消费需求; 努力营造有利于消费热点培育和发展的社会氛围; 建立健全培育和发展消费热点的部门协作机制。
2009 年 3 月 30 日	商务部等八部门关于促进汽车消费的意见	积极促进汽车销售; 大力培育和规范二手车市场; 加快老旧汽车报废更新; 努力开拓农村汽车市场; 加大信贷支持力度。
2009 年 4 月 6 日	新华社授权发布《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	对之前公布的《意见》和《实施方案》进一步细化。方案的可操作性加强, 如提出了基层医疗体系建设的 3 年时间表等。整体来看, 政府主导医改、加大卫生投入、向基层医疗资源倾斜的思路没有变化。
2009 年 5 月 21 日	国务院批准了国家发改委等部门《促进扩大内需, 鼓励汽车、家电“以旧换新”实施方案》	继家电、汽车下乡政策之后, 国务院近日决定实施汽车、家电“以旧换新”政策, 这是我国首次大规模动用政府资金鼓励消费者“以旧换新”, 购买家电和汽车。
2009 年 5 月 25 日	国务院《关于 2009 年深化经济体制改革工作意见的通知》	把立足当前与着眼长远结合起来, 抓住时机消除制约当前经济社会发展的突出矛盾和影响长远发展的深层次体制机制障碍; 把加强宏观调控与发挥市场机制作用结合起来, 进一步完善市场机制, 提高宏观调控水平, 增强经济发展的内在活力。
2009 年 7 月 20 日	财政部和民政部增加城乡低保补助资金	为贯彻落实党中央、国务院关于健全城乡社会救助体系, 保障困难群众基本生活的要求, 财政部和民政部在 2008 年底预拨城乡低保补助资金 276 亿元的基础上, 再次下达城乡低保补助资金 264 亿元, 其中城市低保补助资金 138 亿元, 农村低保补助资金 126 亿元。

资料来源: 相关政府机构网站, 中信证券研究部

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。		
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入 相对中标 300 指数涨幅 20%以上； 增持 相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间； 持有 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间； 卖出 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市 相对中标 300 指数涨幅 10%以上； 中性 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：		

	北京	上海	深圳	香港
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68761565	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68761669	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			hkresearch@citics.com.hk
网址:	http://www.citics.com			http://www.citics.com.hk
	http://www.spcitic.com			