

2010年宏观经济报告

出口复苏主导2010年中国经济

宏观经济分析师：周炳林, 汪毅

14 Dec, 2009



国信证券经济研究所

Guosen Securities Economic Research Institute

宏观经济两大基本问题：总供给V.S总需求

➤ 按照经典宏观经济学的研究框架，分析2010年宏观经济走势，必须弄清楚以下两大问题：

总供给

- 中国2010年资本存量、劳动存量、技术进步三大生产要素分别将有怎样的增长，由此综合决定的中国总生产能力将有怎样的增长？

总需求

- 中国2010年的投资、消费、外贸三大需求分别将有怎样的增长，由此综合决定的中国总需求将有怎样的增长？

1. 经济增速

2. 供需形势

3. 价格走势

4. 就业形势

5. 投资线条

目录

中国潜在产出水平估测及其主要推论

- 2010年中国潜在总产出能力可增长13%
- 总供给不形成约束，2010年中国经济增长全然在总需求
- 供给产能过剩将制约2010年的通胀水平
- 资本、技术替代劳动，中国必须高增长事出有因
- 2010年将是新一轮经济上升阶段的初期

总需求一减三加，中国经济复苏路径将出现大的阶段切换

- 财政刺激需求边际效应递减，增速回归“投资大部队”水平
- 外贸同比大幅反弹，晋升2010年最耀眼的明星
- 消费将延续其非周期性经济部类的稳定性质
- 民间投资需求是外贸之外的另一亮点

2010年流动性驱动因素也存在阶段性切换

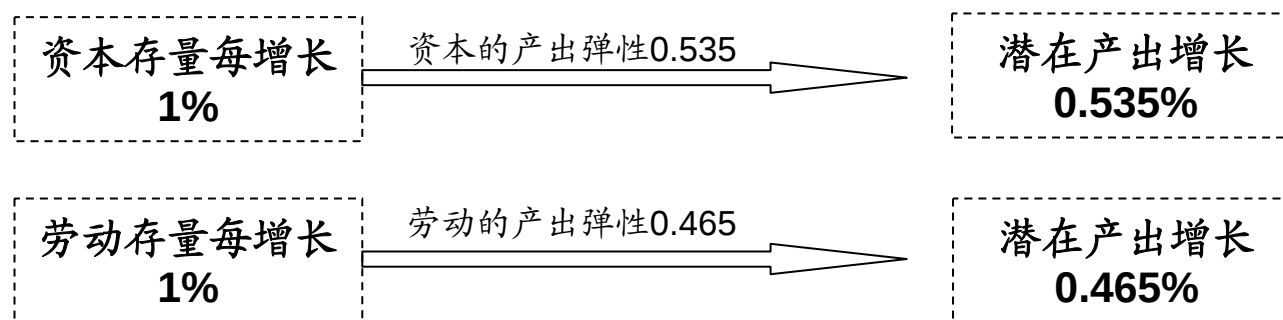
2010年宏观指标月度数据定局前高后低

- 月度数据预测的基本方法
- 1季度数据近乎完美，五六月份为前高后低的转折点

●中国潜在产出水平估测及其主要推论

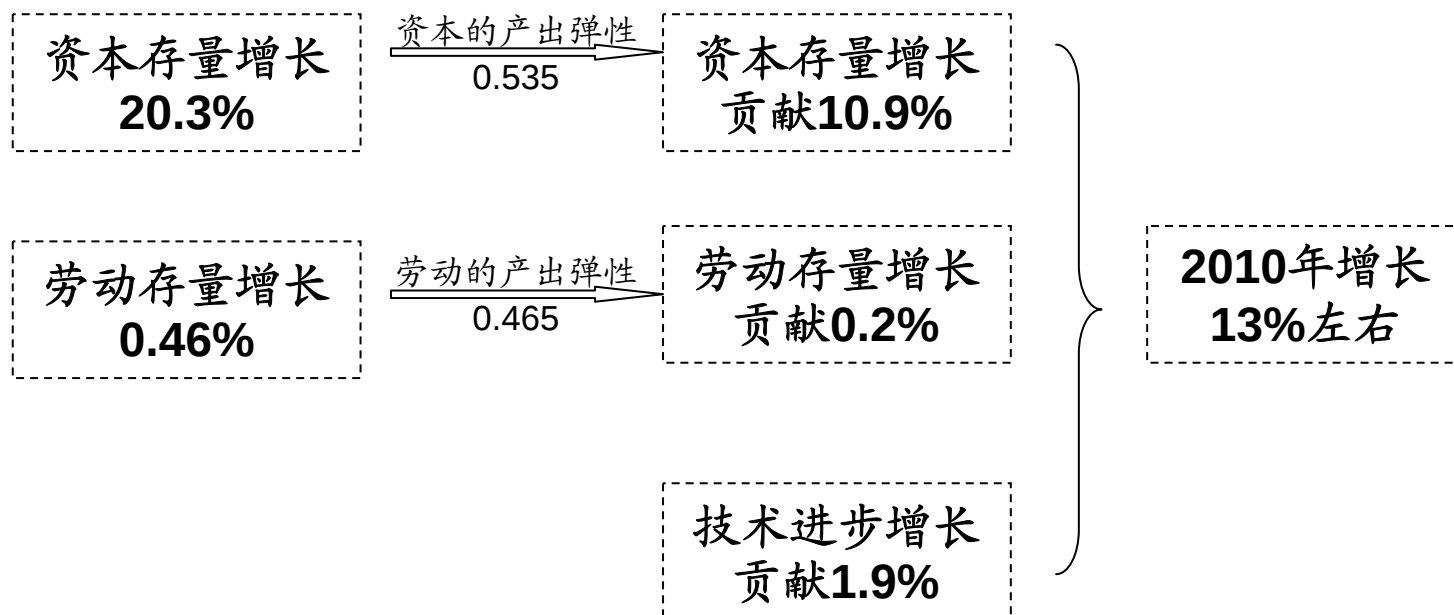
总供给：中国潜在产出水平估算基本原理

- 首先分析2010年中国宏观经济的总供给能力，这需要从资本、劳动力、技术三大生产要素变化的角度回答中国在该年份总的产品和服务的生产能力如何。经济学上，将此称为潜在产出水平。
- 估计潜在产出水平的柯布-道格拉斯生产函数基本形式为 $Y_t = AK_t^\alpha L_t^\beta$ ， $\alpha + \beta = 1$ 。
其等价变换1为 $\ln(Y_t) = \ln(A) + \alpha \ln(K_t) + \beta \ln(L_t)$ ， $\alpha + \beta = 1$ 。
等价变换2为 $\ln(Y_t/L_t) = \ln(A) + \alpha \ln(K_t/L_t)$
- 利用等价变换2，通过历史数据，可以回归出模型的相关参数，在中国潜在产出水平中，技术进步因素（A）每年平均贡献潜在增长1.9个百分点；资本的产出弹性（ α ）为0.535，即资本存量增长每1个百分点，中国潜在产出可增长0.535个百分点；劳动力的产出弹性（ β ）为0.465，即劳动力存量每增加1个百分点，潜在产出可增长0.465个百分点。
- 劳动力存量有具体的统计数据，资本存量通过每年固定资本形成总额，按照20年线性折旧法计算得出。



2010年中国潜在总产出能力增长13%

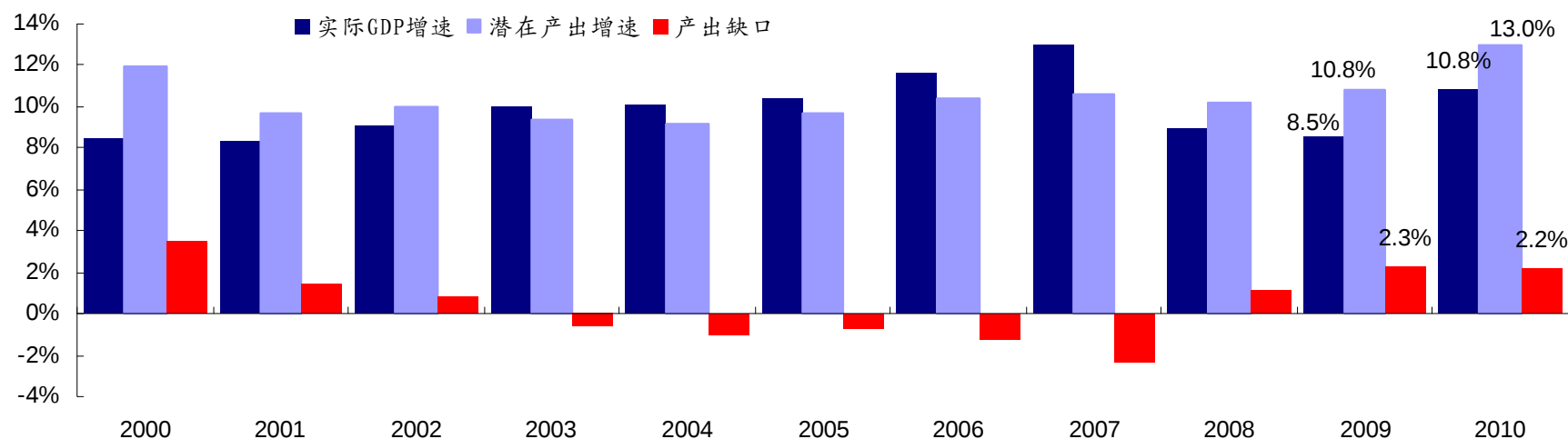
- 因2009年投资的大规模增加，2010年中国实际资本存量预计增长20.3%，结合资本的产出弹性，资本存量增长贡献中国潜在产出增长10.9%；劳动存量增长0.46%，结合劳动的产出弹性，劳动存量增长贡献中国潜在产出增长0.2%；结合技术进步将贡献潜在产出增长1.9%，中国2010年潜在产出增长预计在13%左右，较2009年的10.8%提升2.2个百分点。
- 2009年投资的大规模增加是2010年潜在产出增长的主要原因。



推论一：2010年中国经济增速全然在总需求

- 2000-2002年中国潜在产出未被充分利用；2003-2007年被过度利用。
- 2008年以后，因为连续的投资增加使得中国资本存量有较大提高，潜在产出水平达到近11%。同时需求逐渐下滑，使得潜在产出相对于需求又有富余。
- 2009年超高投资增长令2010年中国潜在产出水平可能进一步提高到13%，这意味着，经济增长在13%的水平内，各行业产能充裕，只要有需求即可被供给顺利满足。由此，2010年中国GDP将全然由总需求决定，预计增长10.8%。

2010年中国潜在总生产能力的增速达13%

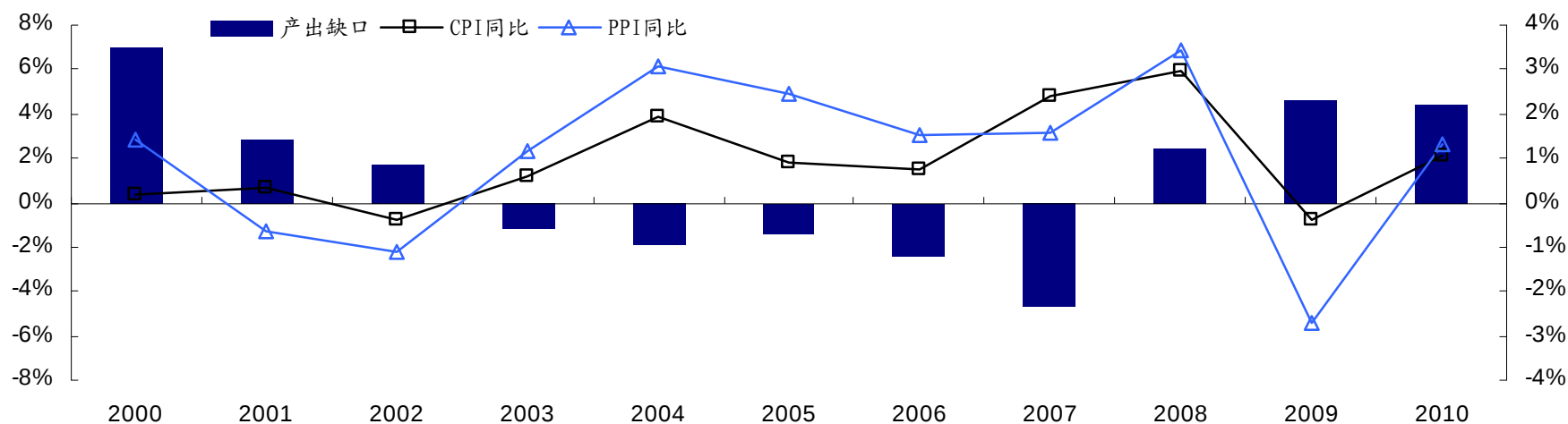


数据来源：国家统计局, 国信证券经济研究所

推论二：供给产能过剩将制约2010年的通胀水平

- 历史数据显示，CPI、PPI与产出缺口存在非常强的相关性。
- 一般在产出缺口为负值的年份（供不应求），通胀压力较大，而产出缺口为正的年份（供过于求），通常不存在通胀过热情况。
- 我们判断2010年中国GDP增速可能达到10.8%，但是这与2010年中国13%左右的潜在产出增速相比，仍有较大正向的产出缺口，相对过剩的供给产能将继续成为2010年抑制通货膨胀的重要力量。

产出缺口较大，2010年难以形成较高通货膨胀

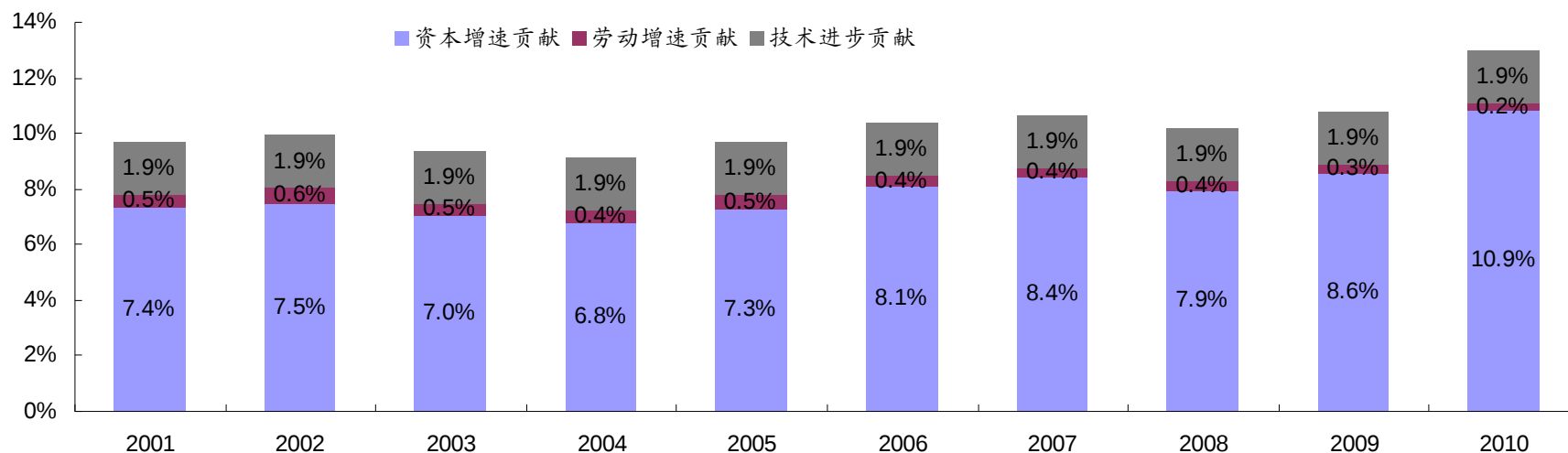


数据来源：国家统计局,国信证券经济研究所

推论三：资本技术替代劳动，中国必须高增长事出有因

- 中国近几年存在“资本增加和技术进步”主导的经济增长模式：通过技术进步以及资本余额增长每年可形成约9%的经济增长，也就是说每当GDP增速在9%以内，经济增长就可能完全撇开就业增加，由技术进步和资本存量增加单独完成，形成经济高增长和就业零增长的局面。这是中国经济非得保持较高经济增速的深层次原因。由于8%伴随着极大的就业压力，从社会经济稳定的角度，8%是一个仅容许在个别年份出现的底限增长水平。
- 另一可确信的是，中国管理层对任何国内外“黑天鹅经济负面事件”的反应仍将是强有力的。

“资本增加和技术进步”主导近年经济增长

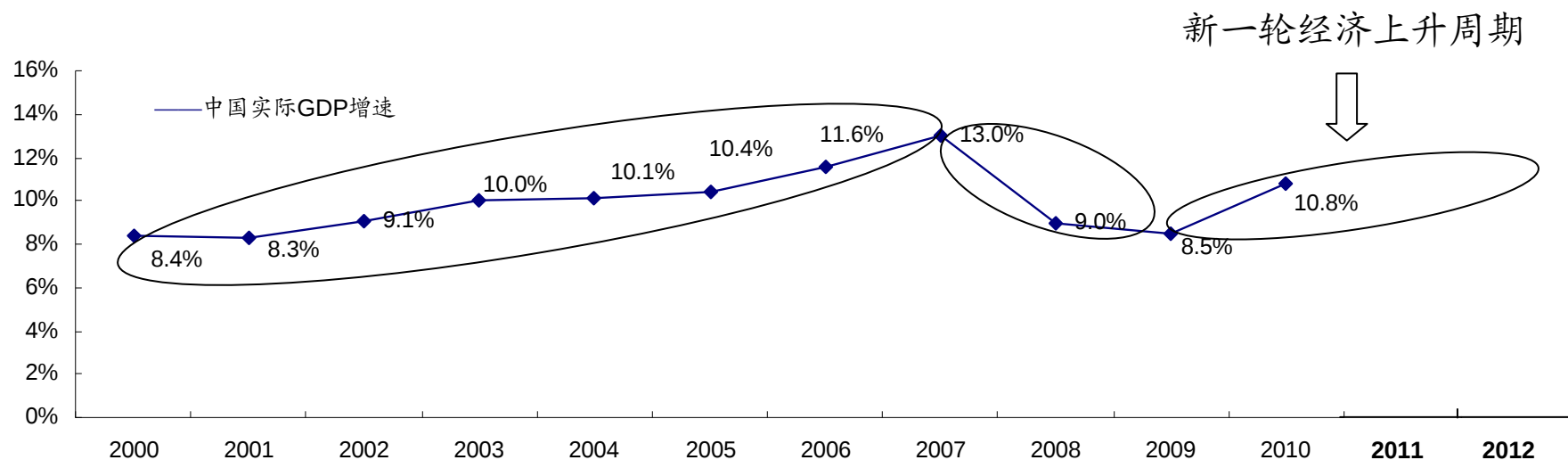


数据来源：国家统计局,国信证券经济研究所

推论四：2010年将是新一轮经济上升阶段的初期

- 就周期位置而言，2010年处于新一轮经济上升阶段的初期，由于潜在生产能力充足，2010年将是经济增速和通货膨胀配合较好的时期。
- 随着2010年固定资产投资的减速，至2011年，潜在产出增速将有所回落，而需求预计继续恢复，届时才进入轻微的过热经济阶段。

2010年将是新一轮经济上升阶段的初期



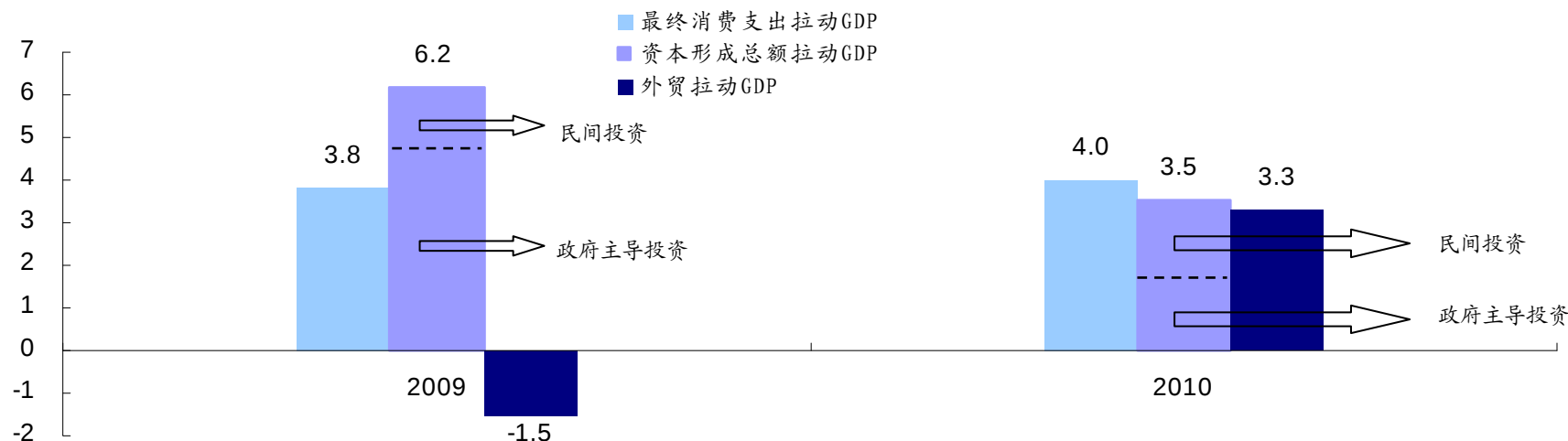
数据来源：国家统计局,国信证券经济研究所

●总需求“一减三加”，
中国经济复苏路径将出现大的阶段切换

总需求：“一减三加”

- 承接第一部分所说，2009年的大规模投资，使中国2010年潜在可能产出的各类服务和产品有了较大的提升，总供给面对经济增长基本不存在约束，由此，中国2010年经济增速可能绝大部分取决于中国总需求发展演化的情况。
- 概括起来，在总需求方面，中国2010年大的格局是，在扩张性政策所激发的需求逐步弱化的大背景下，民间投资、出口、消费等其他类型的需求渐次复苏，逐步接替刺激政策所产生的需求，最终形成“一减三加”的新的总需求结构。

2009-2010年三大需求对GDP的拉动结构 单位：%

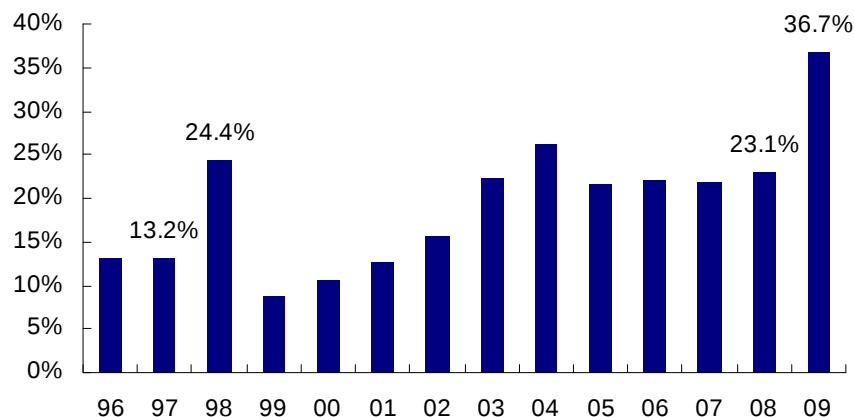


数据来源：国家统计局,国信证券经济研究所

财政刺激需求边际效应递减

- “一减”指的是国家4万亿投资刺激计划对经济拉动的边际效应将递减，按照计划，2008年4季度投入3423亿，2009年16432亿或同比增长380%，2010年20145亿或同比增长22.6%。2009年刺激计划的边际效应极强，是推动全年中国固定资产投资大幅增长的核心力量。
- 2010年财政刺激投入按计划增加22.6%，这其中含义深远，统计数据显示，08年之前的5年间，中国基建类投资增长均在22-23%之间，刺激计划边际效应在09年大幅发挥之后，至2010年，设计的增长目标是跟上“大部队”内生增速，形成既不刺激也不拖后腿的基本格局。

财政刺激作用下，09年基建投资增速提升13.6个百分点



4万亿投资计划的时间分布

单位：亿元

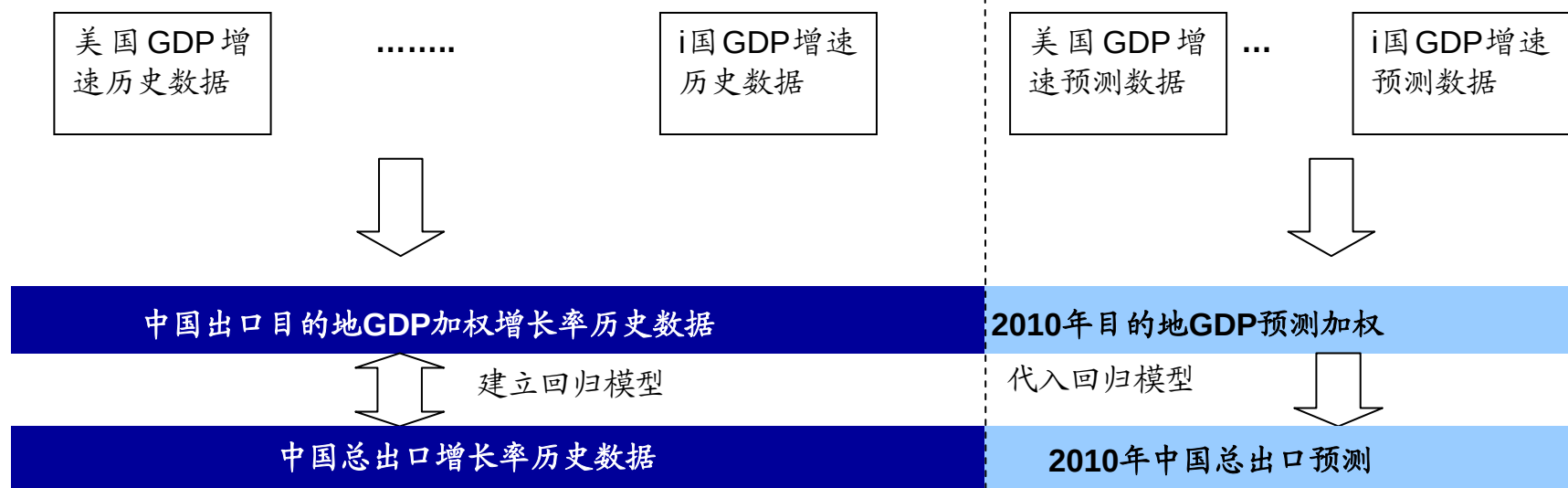
投资类型	2008	2009					2010
	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	全年	
中央投资分布	1000	1300	700	800	2000	5885	
4万亿投资分布	3423	4450	2396	2739	6846	20145	
增长速度	--	比增380%					比增22.6%

数据来源：国家统计局,国信证券经济研究所

外贸同比大幅增长22%，晋升2010年最耀眼明星

- 外贸方面，作为一种外部需求，从逻辑上，中国出口目的地国家的GDP增长率是原因，中国出口是该因素所对应的结果，将此两类数据算出，则能够在二者之间建立一种数量联系。
- 最典型的预测方法是“出口目的地GDP加权增长率法”，以中国对某国的出口占中国总出口的比例作为权重，对各个出口目的地国家的GDP增速进行加权平均，然后建立该加权平均指标（类似一个虚拟国家的GDP增速）与中国出口增速之间的联系。

出口目的地GDP加权增长率法示意图

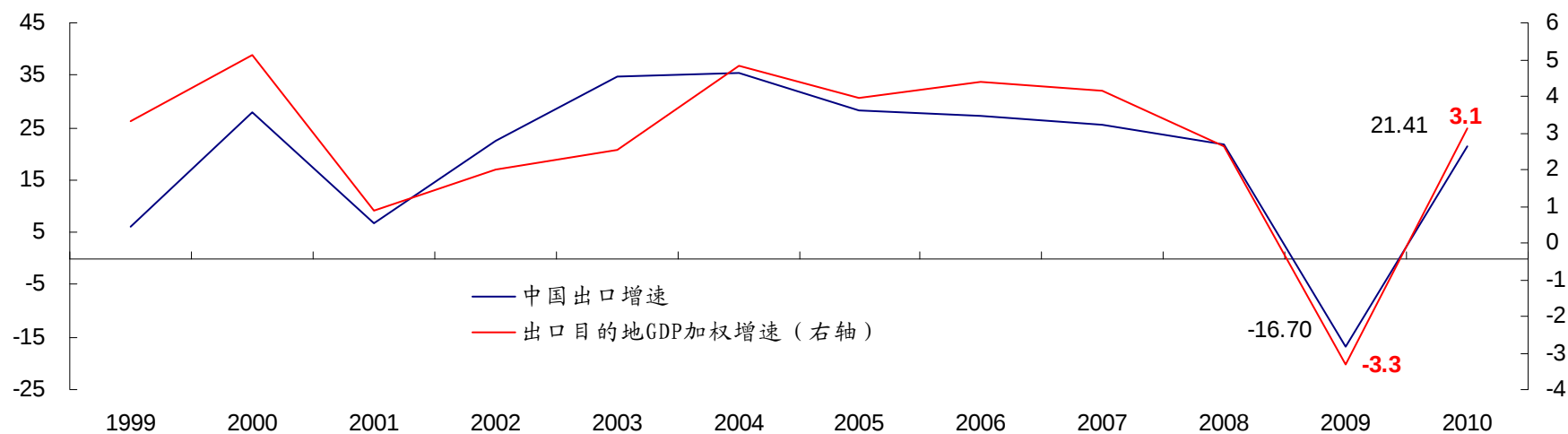


数据来源：国信证券经济研究所

外贸同比大幅增长22%，晋升2010年最耀眼明星

- 中国出口与“中国出口目的地GDP加权平均增速”高度正相关。
- 2010年我国前16大出口目的地国的GDP加权增长率将反弹至3.11%：这些国家和地区都公布了2009年第三季度GDP环比折年率的情况，其加权增长已经达到了2.1%，环比折年率指标可较好地反映未来一段时间各国GDP的最新趋势，预计全球经济继续稳步复苏，2010年的增长可在此基础上加一个百分点。直接根据IMF最新的2010年世界经济增长预测，得出的结果也为3.1%。在模型中，外部经济的这一增长速度意味着，2010年，中国出口将增长21.4%。

出口目的地国家GDP加权增速与中国出口增速 单位：%

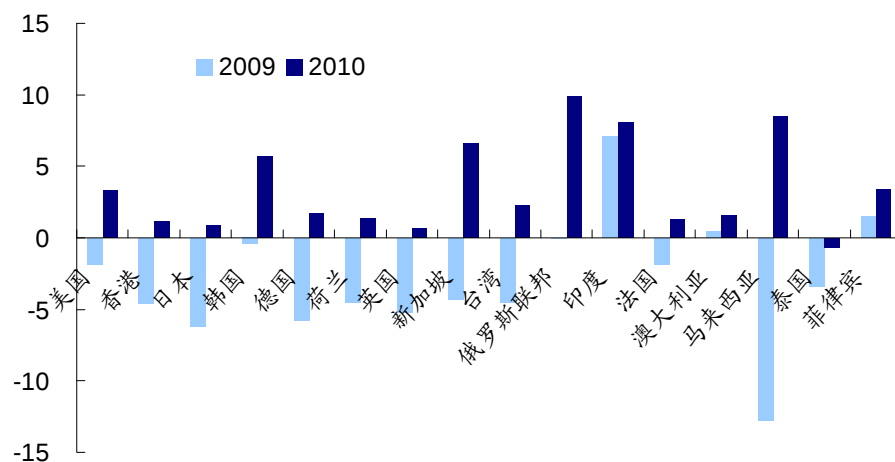


数据来源：国信证券经济研究所

外贸同比大幅增长22%，晋升2010年最耀眼明星

- 因果关系模型的测算，与中国出口月度数据的时间序列模型测算出来的2010年出口增长水平非常一致，前者21.4%，后者22.0%。为此，我们预计2010年全年中国出口增速在22%左右（扣除价格因素，实际增速约19%）。而按照中国进口的月度数据的时间序列模型，进口2010年增速为23%左右（实际增速约20%）。
- 根据外贸实际增速与GDP拉动的关系，可以计算出，2010年外贸将拉动GDP增长3.27%，相对于2009年的负向拉动将有极大的改观。

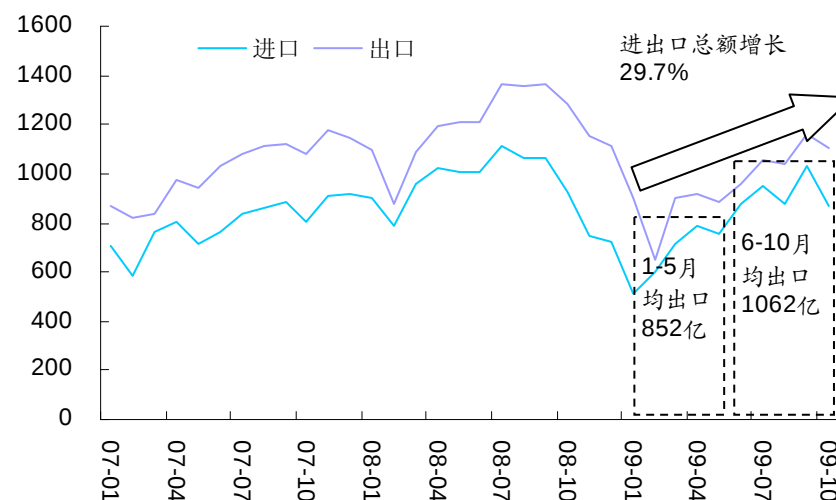
2010年中国主要贸易出口国GDP增速（预测）单位：%



数据来源：国信证券经济研究所

外贸回升态势已是2009下半年的事实

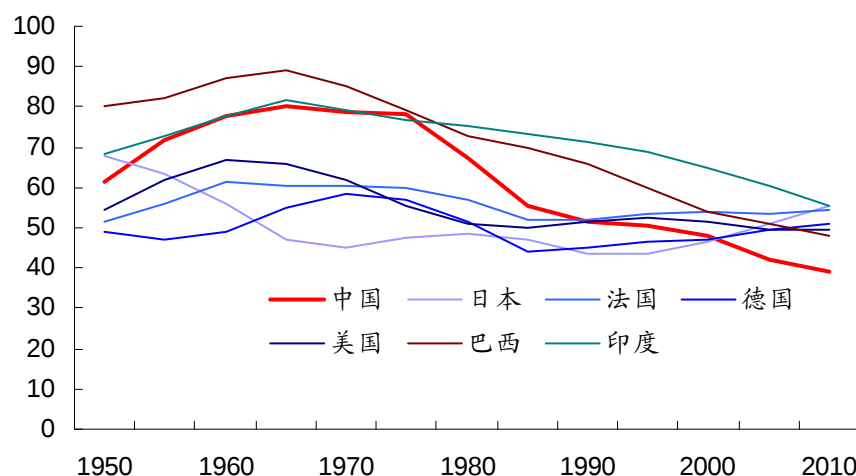
单位：亿美元



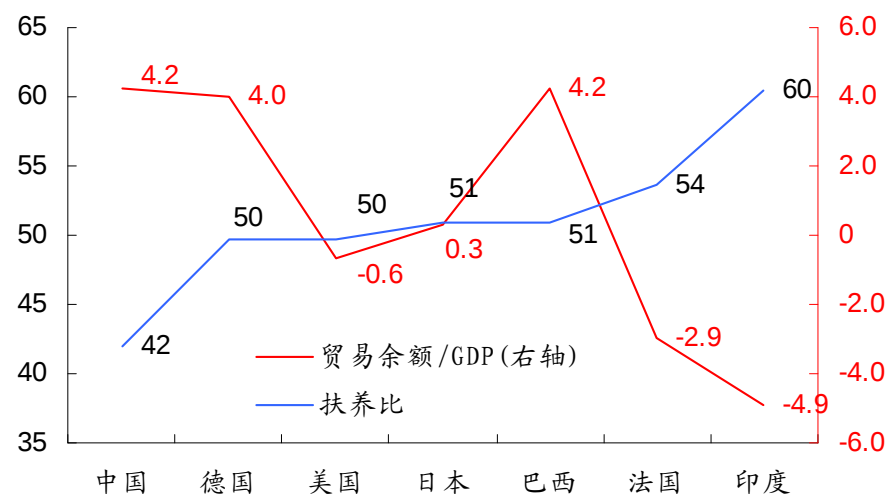
未来5年，外贸仍将是中国经济增长的重要引擎

- 市场一派观点认为，本轮危机之后，外贸的作用将大大弱化，以后增长靠内需，对此，我们并不认同，我们认为，在未来5年内，外贸仍将是中国经济增长的重要引擎，也是中国经济实现总供需平衡不可替代的方式。这一点有着非常深刻的社会经济阶段特征的背景。
- 在大国中，中国抚养比最低，为39.1%，即一个劳动力负担抚养0.391个非劳动力人口，该指标在德国、美国、日本、巴西、法国、印度分别为49.7%、49.7%、50.9%、50.9%、53.6%、60.5%，高出中国许多。中国较高的劳动力人口比例，较低的抚养负担，从根本上决定当前中国具有庞大的生产能力且相对于国内当期需求是过剩的。

中国抚养比在大国中最低 单位：%



05年主要经济体抚养比与贸易余额高度负相关 单位：%

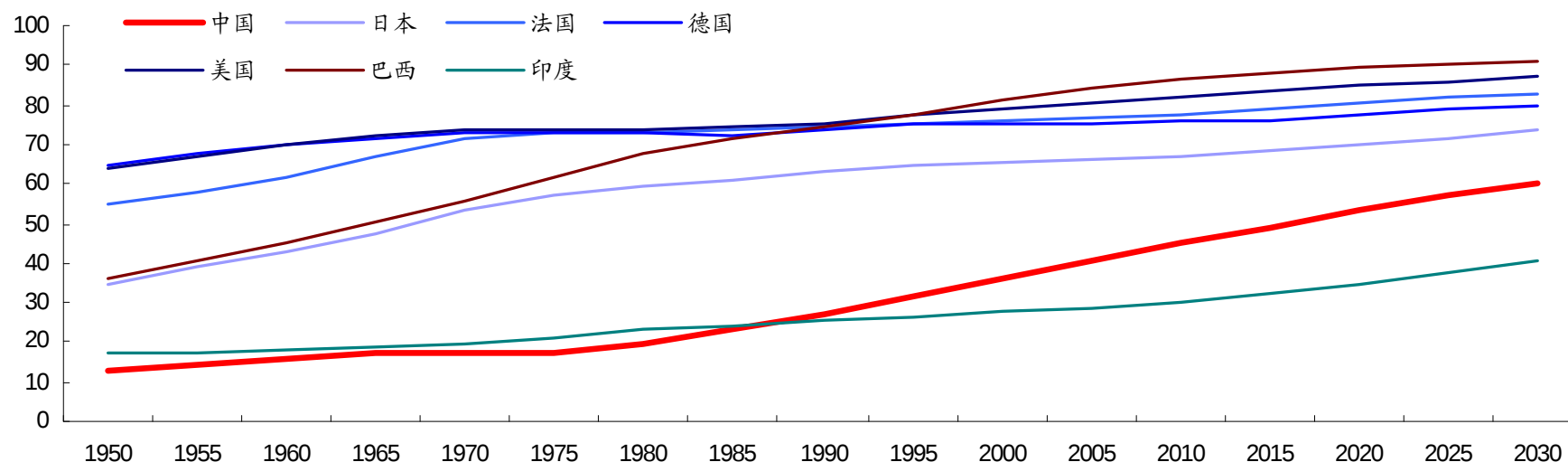


数据来源：United Nations, 国信证券经济研究所

未来5年，外贸仍将是中国经济增长的重要引擎

- 抑制国内总需求的力量还在于中国的城市化率相对不足。中国45%左右的城市化率不论是与欧美日等发达国家相比，还是与“金砖四国”中的巴西和俄罗斯相比，均处于较低水平。在相同收入水平下，因设施配套等方面的原因，农村的消费需求要低于城市很多。由此，在低抚养率、低城市化并存的社会经济条件下，要实现经济平衡，出口的作用难以替代。
- 从时间上，抚养率、城市化率与外贸依存度存在客观的消长关系，前两个指标变化的缓慢，决定中国外贸依存度较高问题的解决也必然是一个缓慢而渐进的过程。

中国城市化明显滞后，是抑制国内需求的重要因素 单位：%

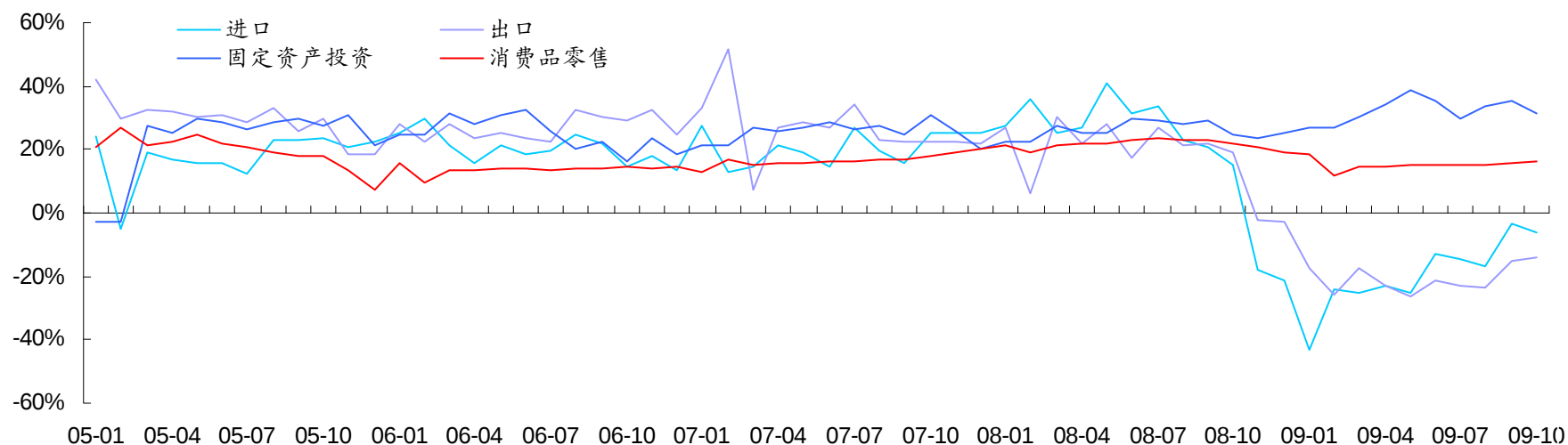


数据来源：United Nations, 国信证券经济研究所

消费将延续其非周期性经济部类的稳定性质

- 在我们的研究体系中，消费的驱动因素在于收入增长、收入分配、以及与消费形成互补关系的基础设施的供给情况（如电力设施、电视信号、自来水管道路与家电消费，道路与汽车）。2010年中国基础设施的供给在财政刺激政策的作用下，出现较大改善，然而收入增长缓慢、收入分配格局年度变化微弱将对消费形成较大制约，这决定了对消费增幅的期望不宜过大。
- 实际上，受制于驱动因素变化的稳定性，不管是在中国，还是其他国家，消费的稳定性，消费作为一种非经济周期类经济部类的特征非常明显。

三大需求的波动性比较：消费的非周期特征明显

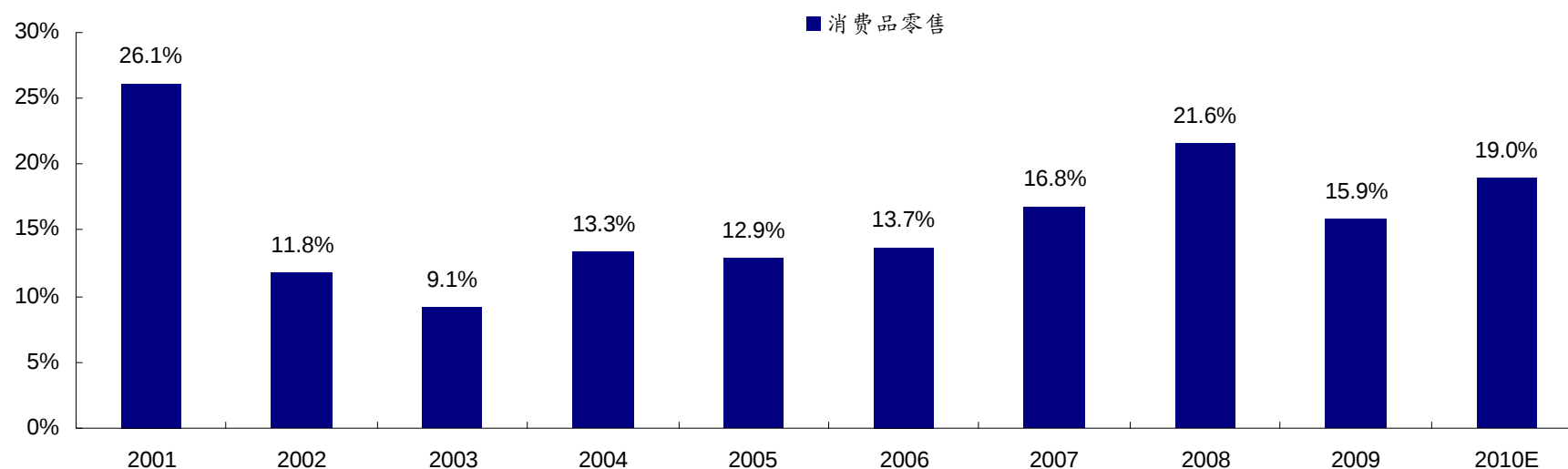


数据来源：国家统计局,国信证券经济研究所

消费将延续其非周期性经济部类的稳定性质

- 按照中国消费月度数据的时间序列模型，2010年中国社会消费品零售总额名义增长有望达到19%，实际增长16.9%，相应贡献GDP增长4个百分点，而2009年消费贡献GDP增长为3.8个百分点。虽然消费增速与GDP增长贡献均有提高，但是幅度不大。
- 就消费改观的驱动因素而言，2010年消费增速有所提升很大程度上来自财政投资促使基础设施的供给情况出现较快改善。
- 收入增长和收入分配改善贡献不大。

2010年消费品零售预计增长19.0%

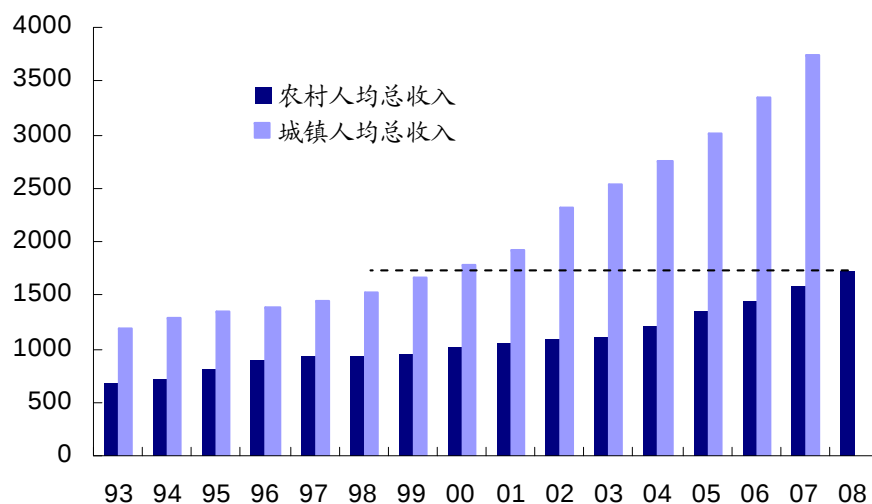


数据来源：国家统计局,国信证券经济研究所

基础设施改善有利于明年消费增长

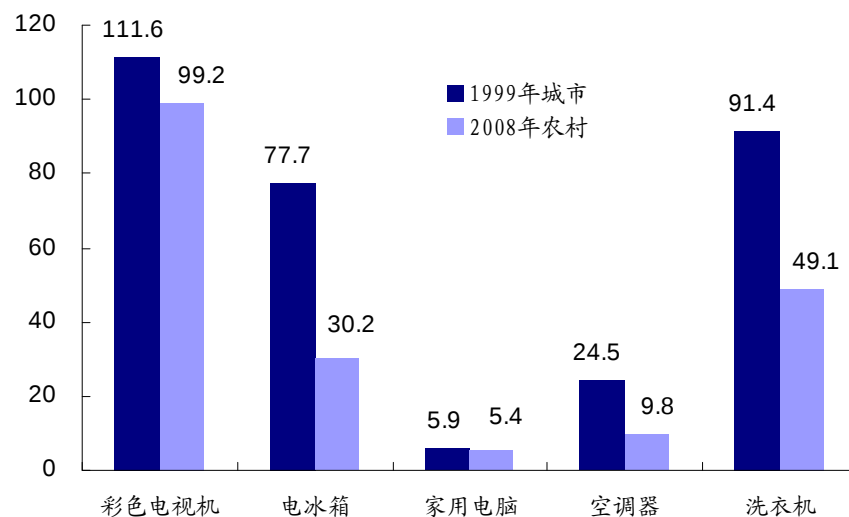
- 基础设施与消费互补关系的实例：按照1985年可比价格，城镇人均实际总收入1999年约为1671元，2008年农村人均实际总收入为1715元，已略高于1999年城市的水平。以这两个年度的消费数据做比较，可基本剔除收入效应对消费的影响。
- 在收入相当的水平下，农村耐用品消费明显少于城市：2008年农村每百户家庭拥有彩色电视、电冰箱、家用电脑、空调器、洗衣机数量分别为99.2、30.2、5.4、9.8、49.1台，分别比1999年城市每百户家庭拥有的相同耐用品少12、48、0.5、15、42台。

99年城镇、08年农村人均总收入具可比性 单位：元/人



数据来源：国信证券经济研究所

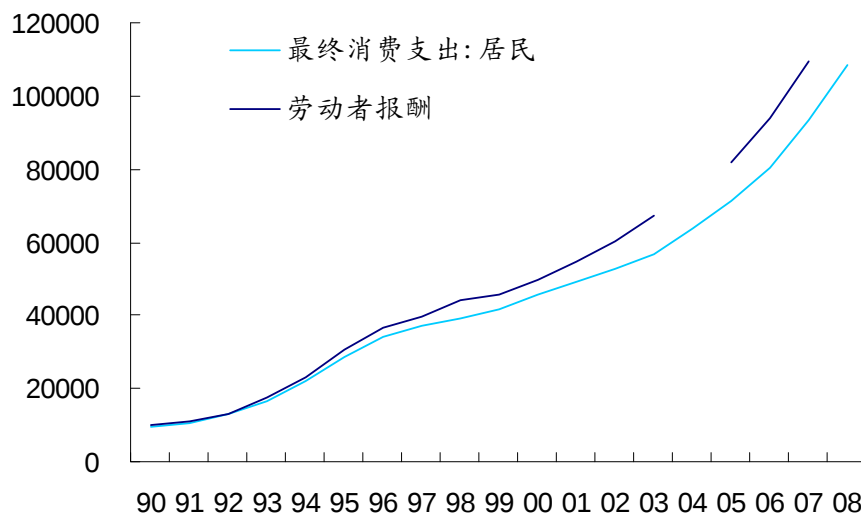
08年农村每百户耐用品拥有量远低99年城镇 单位：台/百户



收入增长及分配改善对于明年消费的边际作用不大

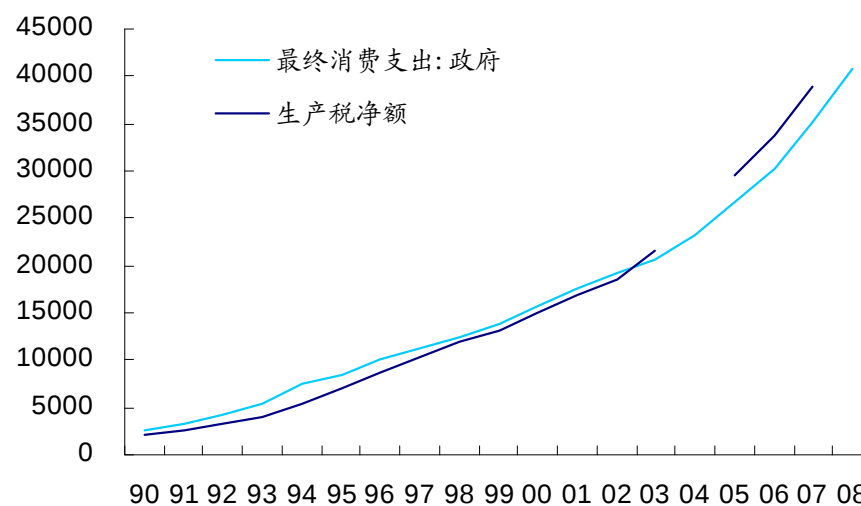
- 中国最终消费支出分为居民和政府两大部分，两者分别与收入法GDP中的劳动者报酬、生产税净额存在密切的联系。
- 收入法GDP数据公布较为滞后，可以用城镇居民可支配收入、农村居民人均现金收入，以及财政预算收入数据看出居民与政府收入变化的基本趋势。

劳动者收入对居民最终消费支出的决定 单位：亿元



数据来源：国家统计局,国信证券经济研究所

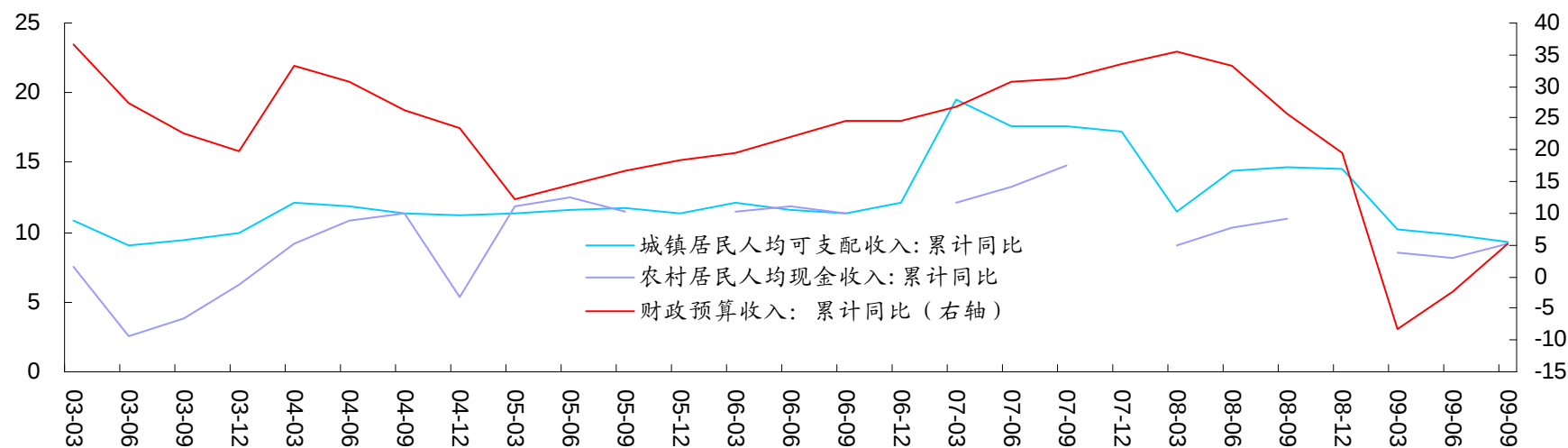
财政收入对政府最终消费支出的决定 单位：亿元



收入增长及分配改善对于明年消费的边际作用不大

- 扣除价格因素，当前各类消费主体收入增长的趋势均较低，从收入的角度，并不支持总消费成为2010年中国总需求中耀眼的明星。
- 收入分配上，既要看到管理层关于改善收入分配的表态，又要看到这个任务的艰巨性，另外，近期资产增值性收入大幅增加，对分配格局的负面作用不可忽视。
- 收入分配的变化涉及许多社会经济深层次的因素，绝非可在一个年度实现跃变的指标。

城乡居民收入、财政预算收入增速缓慢 单位：%



数据来源：国家统计局,国信证券经济研究所

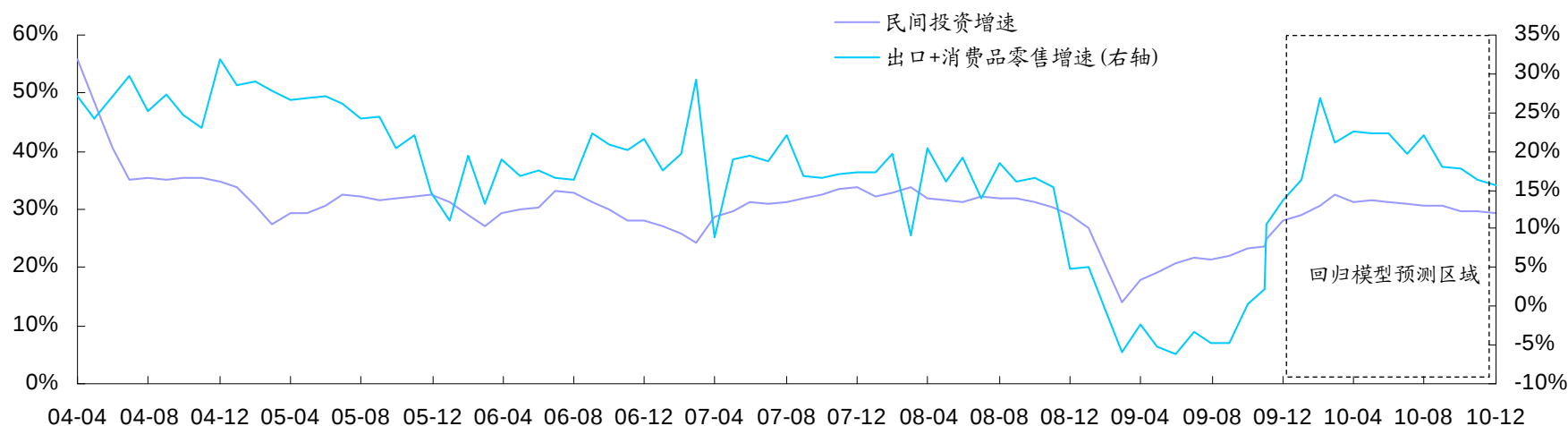
民间投资需求是外贸之外的另一亮点

- 在中国，以采掘业、制造业、房地产为主的民间投资增速由消费需求、出口需求的加权增长决定。二者相关系数高达0.69，利用04年以来的数据，可建立基本回归关系式如下：

本期民间投资增速 = $7.66\% + 0.102 \times \text{本期消费和出口加权增速} + 0.68 \times \text{上一期民间投资增速}$

- 在前述2010年中国外贸和消费需求的分析中，我们已经预测出了外贸和消费两大数据，由此可以得出“2010年中国出口+消费的加权平均增速”，将其代入上述回归关系式，预计2010年全年民间投资增长29.3%，相比2009年1-10月累计24%的增长提高约5个百分点。

民间投资增长与“出口+消费品零售”增长密切对应

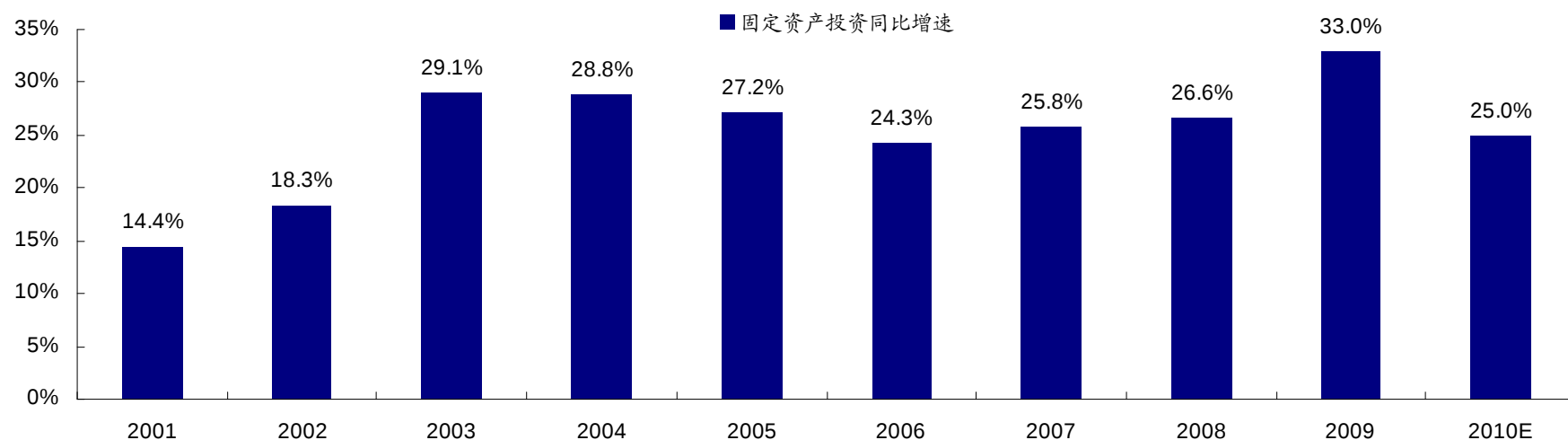


数据来源：国家统计局, 国信证券经济研究所

民间投资需求是外贸之外的另一亮点

- 2010年除采掘业、制造业、房地产业之外的政府主导投资可能回归至22%（这既是政府刺激支出的计划增速，也是2008年之前数年的内生增速），那么可以计算2010年总投资增长为25.9%。值得注意的是，直接利用投资月度数据的时间序列模型测算出来的增速为24.9%，因果关系推导和时间序列规律总结再次不期而遇。
- 综合而言，我们判断，2010年民间投资有所上升，而政府主导的投资恢复常态（动能大幅下降），总投资名义增速将在25%左右，实际增速22%，较2009年39%的实际增幅下降17个百分点。相应拉动GDP3.51个百分点，相对2009年拉动力量大幅减弱。

2010年城镇固定资产投资预计增长25%



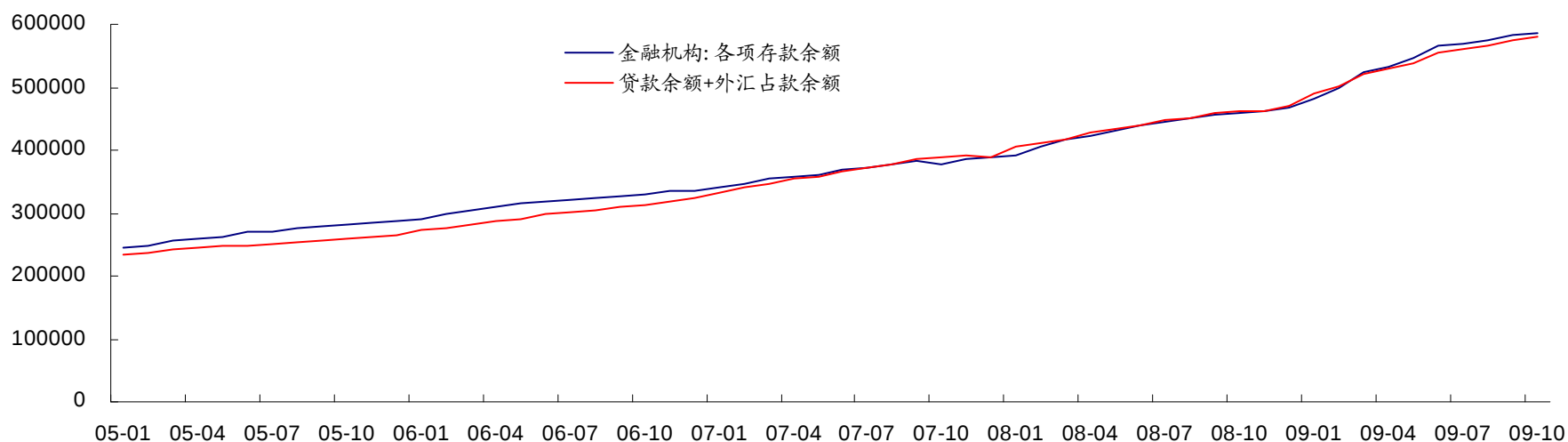
数据来源：国家统计局, 国信证券经济研究所

- 2010年流动性驱动因素也存在阶段性切换

我国总流动性与贷款、外汇占款之和高度契合

- 一般而言，一个经济体的流动性供应状况可以由总存款的变化情况表示，总存款变化的驱动因素主要是如下两个：其一是以新增贷款派生新增存款为主的内生货币创造；其二是以外汇占款增加推动的外生基础货币增长。
- 我国近年来流动性的变化情况即与这两大驱动因素高度契合

存款余额，贷款余额与外汇占款余额月度数据 单位:亿元

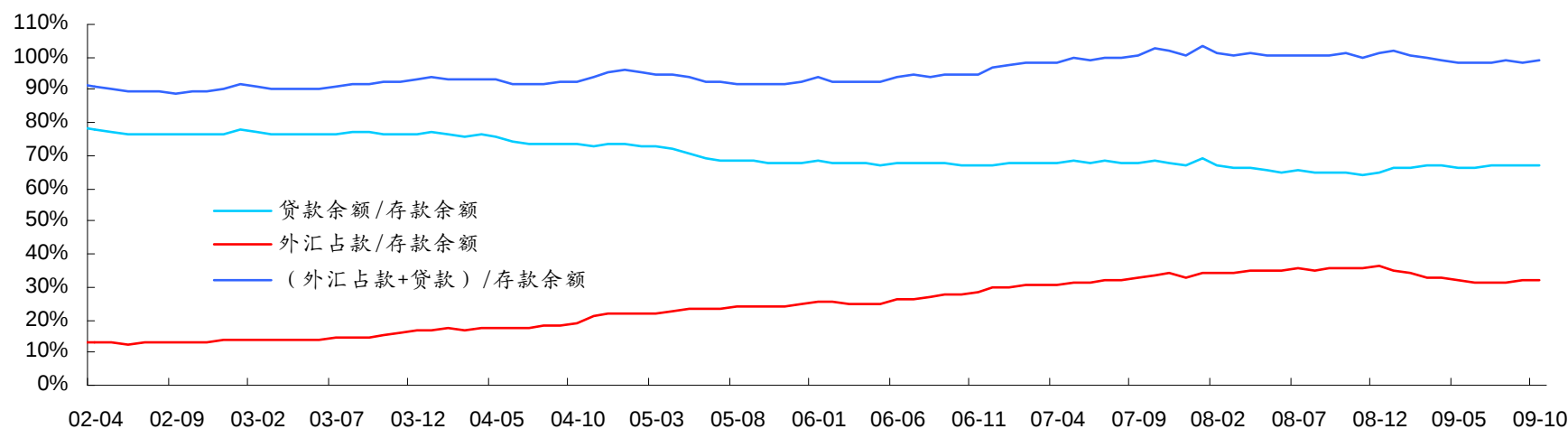


数据来源：国家统计局,国信证券经济研究所

外汇占款是分析流动性不可忽视的重要变量

- 从05年以来历史月度数据来看，人民币存款余额非常接近人民币贷款余额加上占款余额。
- 至09年10月，我国人民币存款余额58.6万亿。贷款和外汇占款余额合计58.1万亿，其中贷款余额39.2万亿，外汇占款余额18.8万亿，二者基本解释了总流动性源泉的99%。
- 不难发现，外汇占款虽非流动性的主要因素，但是占比仍高达32%，是分析流动性不可忽视的重要变量。

外汇占款、人民币贷款余额所占存款余额比例关系的变化



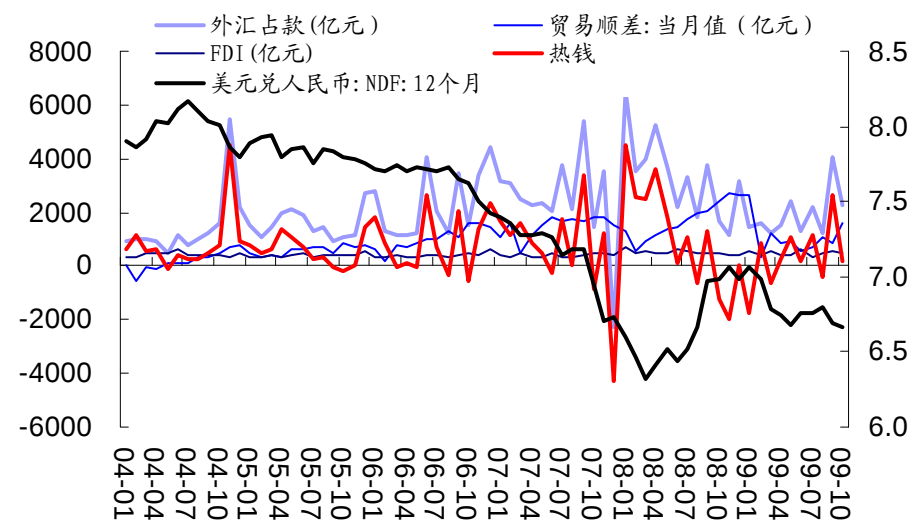
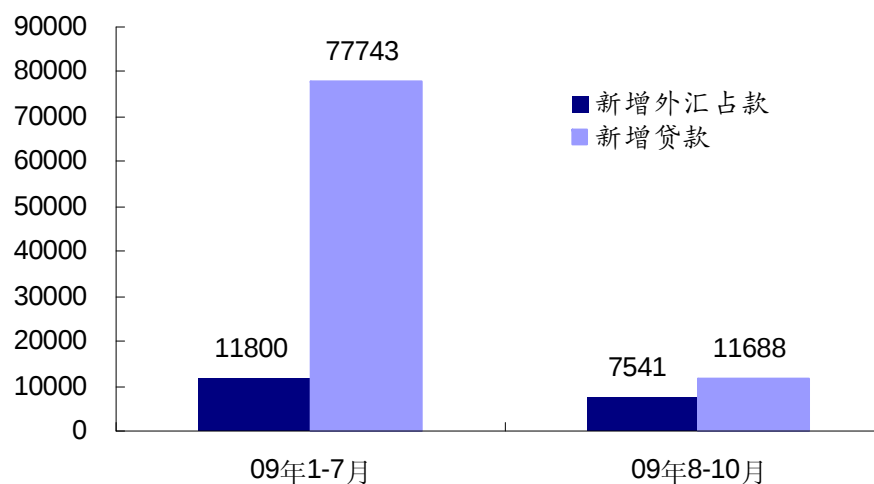
数据来源：国家统计局,国信证券经济研究所

流动性来源也存在阶段性切换：将向02-08年复归

- 在变化趋势上，由于外贸顺差不断增加，人民币升值预期不断强化，02-08年外汇占款对于总流动性的贡献比例由12%连续增加至36%。2009年，这一趋势被我国应对国际金融危机而推出的刺激性金融政策所打破，我国银行业新增贷款经历了一个超常规增长的过程，预计全年新增贷款10万亿，而全年新增外汇占款仅2.2万亿。
- 但2009年8-10月流动性来源的大格局已经发生了质的改变。外汇占款重要性大幅提高。
- 随着2010年刺激性金融政策的逐渐弱化，以及外贸复苏、人民币重回升值轨道，预计2002-2008年流动性来源的基本结构将得到一定程度上复归。

2009年8-10月流动性驱动结构已经发生变化

热钱与升值预期高度正相关，又显著影响总外汇占款

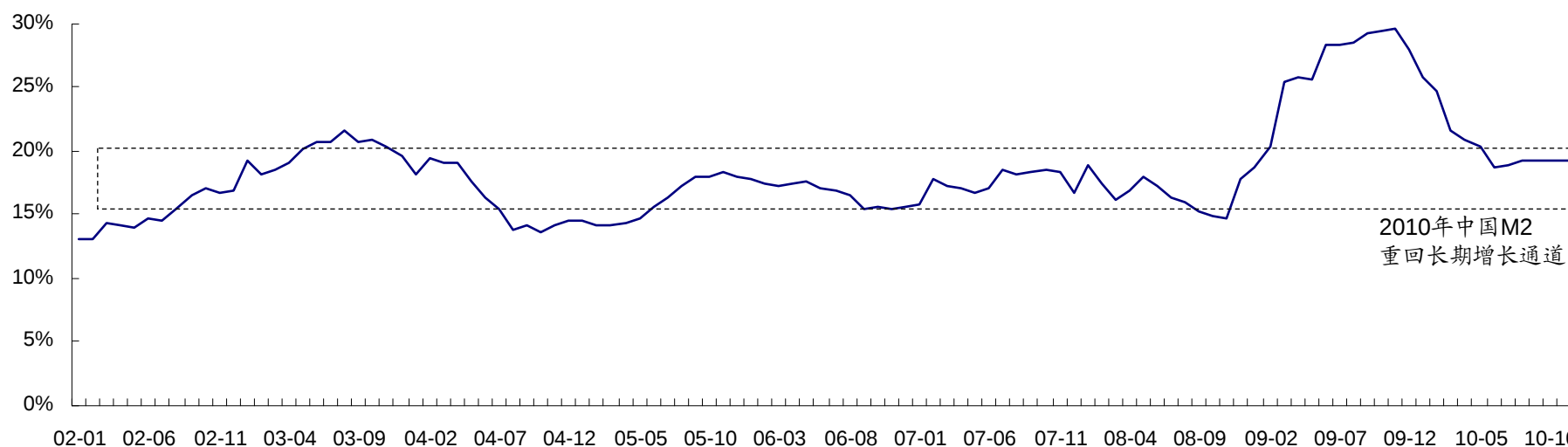


数据来源：国家统计局, 国信证券经济研究所

M2将重回长期增长通道

- 与实体经济类似，2010年中国流动性的基本格局同样面临驱动力量的阶段切换。我们认为，切换成功的概率比较大，新增贷款规模虽有所减少，但是外汇占款将有所恢复，二者合力形成的存款余额同比增长17.1%，中国M2同比增长保持在17-19%（时间序列模型显示M2同比增速可能达到19.2%）左右。
- 这是与2002-2008年多数时期类似的增长水平，中国流动性将进入真正的适度宽松阶段。

2010年中国M2增速重归长期增长通道



数据来源：国家统计局, 国信证券经济研究所

- 2010年宏观指标月度数据定局前高后低

月度数据预测的基本方法

- 基本方法：第一步计算出每个指标近10年来当月水平值的历史数据，之后计算指标的当月同比、当月环比增长率。模型的关键在于计算下一个月份的历史平均环比增长，除非特别说明，否则模型的历史平均环比增长全部为过去五年于相同月份的环比增长均值，之后，以“本月水平值”乘以“1+过去5年月度同期平均环比增长率”得出该指标下一个月的水平预测值，由于未来12个月的5年历史环比增长均为已知数，故此，可以以此展开未来1年月度宏观经济指标的预测。

$$\text{下月预测值} = \text{本月水平值} * (1 + \text{过去5年月度同期平均环比增长率})$$

- 方法特色：采取“本月水平值”乘以“1+过去5年月度同期平均环比增长率”作为一个指标下月的水平预测值，可能是一种非常有效的预测方法。将本月的水平值纳入下个月预测的考虑范围，这等于在预测中纳入了当前基本经济环境好坏的因素，经济环境好，本月水平值理当较历史同期水平值好，反之亦然；而将过去5年月度同期平均环比增长率纳入下个月预测的考虑范围，则是处理数据季节性因素影响的最佳方式，如某指标过去历史上3月份都比2月份有较大的环比增长，理应相信，明年3月份亦应比2月份有较大的环比增长。
- 应该看到，我们的预测方法相当于一种对当前经济环境和过去历史规律的量化综合。为此，我们的预测体系对于宏观经济大拐点的当月预测是无能为力，但是一旦出现拐点信号，利用我们的模型，又可对新的趋势进行非常好的捕捉。本轮危机的大拐点大约发生在2008年的四季度和2009年的2季度，危机充分暴露，复苏也早已展开，在未来1年多时间，很难说将有新的宏观大拐点因素出现，明年这样的一种经济大环境，也是我们最终选择采纳此项预测方法的重要原因。

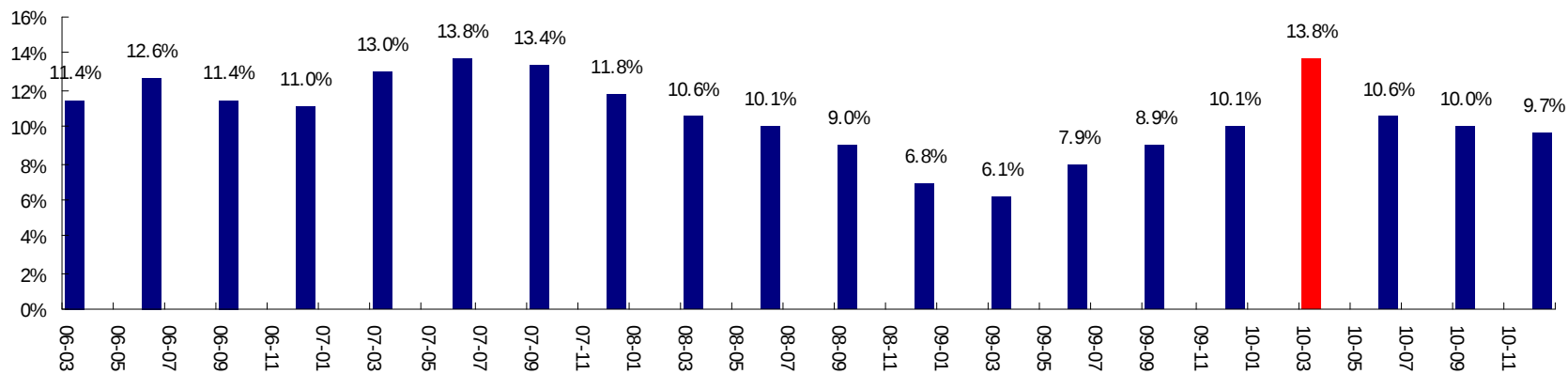
2010年主要宏观指标预测（季度和年度）

指标	Q1	Q2	Q3	Q4	2010年全年	2009年预计
GDP	13.8%	10.6%	10.0%	9.7%	10.8%	8.4%
进口	40.1%	24.2%	17.3%	16.5%	23%	-13.2%
出口	22.3%	27.4%	23.1%	17.2%	22%	-16.7%
固定资产投资	30.1%	20.5%	23.5%	26.5%	25%	33%
消费品零售	21.4%	19.8%	18.5%	17.1%	19%	15.9%
M1	29.9%	23.3%	19.6%	18.1%	18%	32.04%
M2	24.0%	20.0%	19.1%	19.2%	19%	28.01%
CPI	1.58%	2.07%	2.33%	2.53%	2.1%	-0.8%
PPI	1.94%	3.46%	2.95%	2.20%	2.6%	-5.4%
PMI	57.0	59.3	57.1	55.3	57.2	52.7
国外直接投资	15.25%	19.94%	22.91%	31.56%	21.4%	-7.0%

1季度数据近乎完美，五六月份为前高后低的转折点

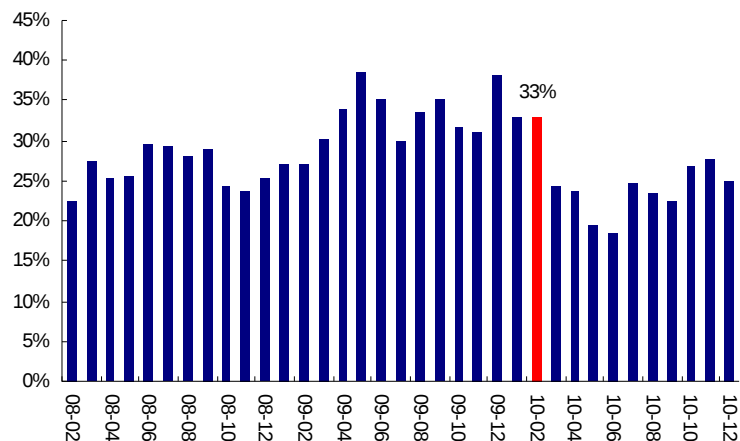
- 2009年底至2010年3月，宏观指标的基数效应会表现得淋漓尽致，1年前周期性行业大幅下滑，这五六个月将大幅反转。
- 2010年1季度GDP同比增长可能要达到13%以上，主要是因为外贸同比出现大幅正增长，投资增幅收窄幅度仍不大。这也与中国人民银行《2009年二季度经济形势分析报告》指出的2009年2季度GDP“环比折年率”达14.9%遥相呼应。
- 2010年宏观经济指标、汽车、地产销量同比增速均有可能前高后低，但二季度之后回落幅度不大。环比上，四个季度相对平稳。
- 从月度数据来看，2010年5、6月份是关键转折点，因为：首先、投资届时将由30%降至24%以下；其次、外贸增速基数效应收窄，同比增速较1季度有所回落；第三、新增贷款将较年初出现较大回落。其他宏观指标也将从高点不同程度地回落。

2010年全年增10.8%，1季度GDP同比增13.8%，基数效应突出

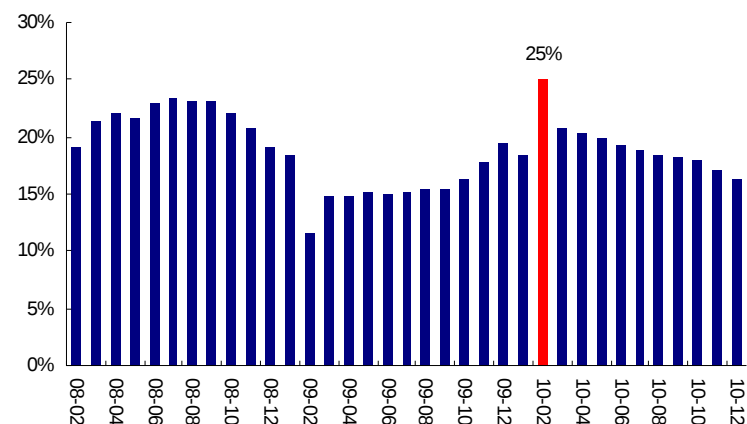


2010宏观月度指标：投资、消费、进口、出口

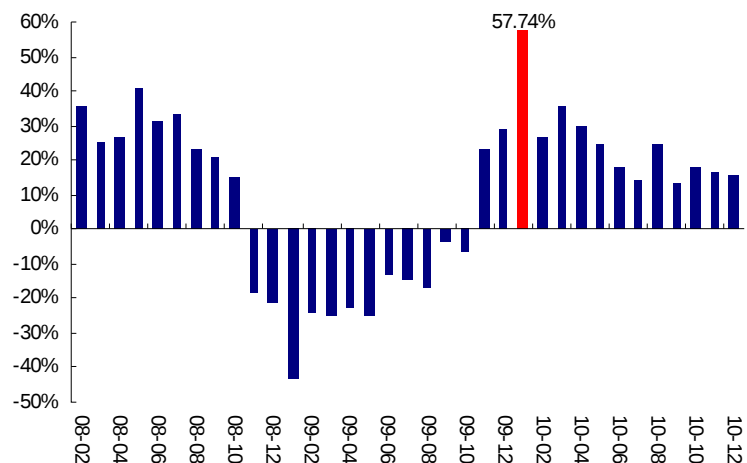
投资2季度探底至19%，但全年仍有望增25%



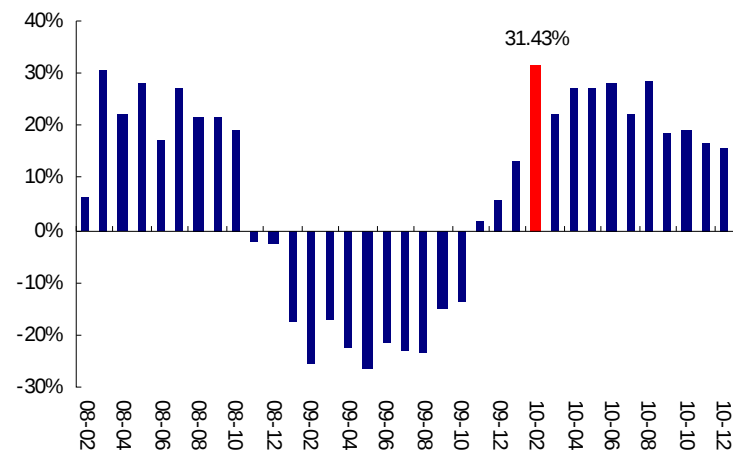
消费品零售全年增19%，同比逐渐稳定于16-20%



进口因“反向春节因素”同比最高在1月，全年增23%

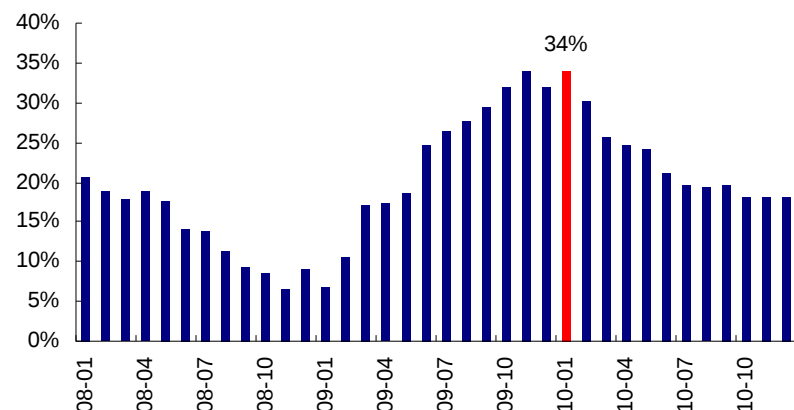


出口全年增长22%，2月份起表现强劲

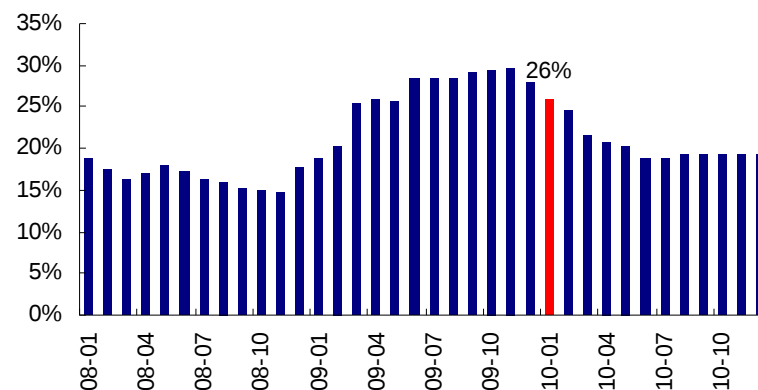


2010宏观月度指标: M1、M2、CPI、PPI

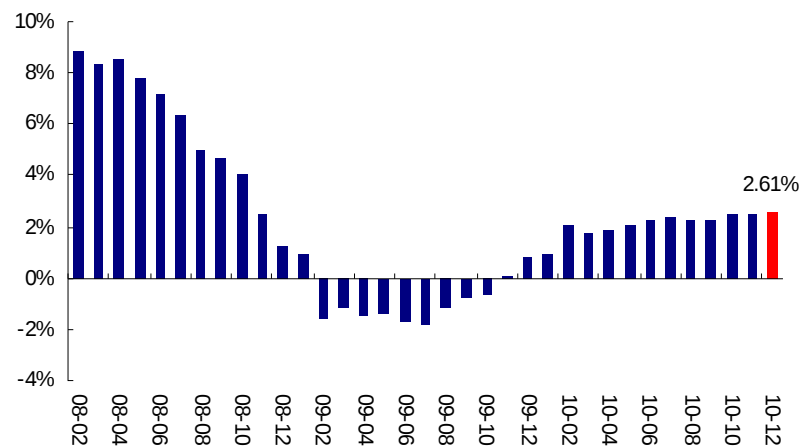
M1增速逐渐下降至平稳增长, 全年增18.1%



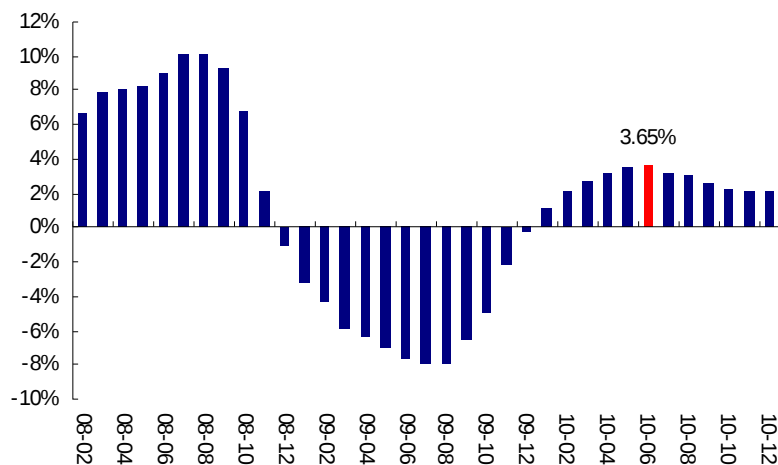
M2同比先下降后持平, 全年增19%



CPI全年同比2.1%, 4月份后持续微幅提高

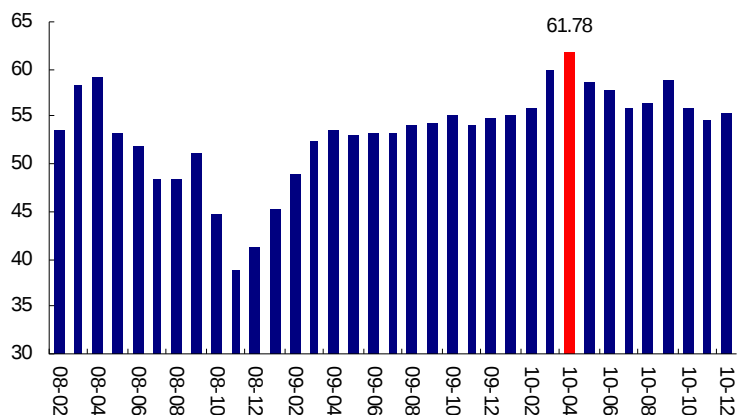


PPI全年同比2.6%, 峰值在6月

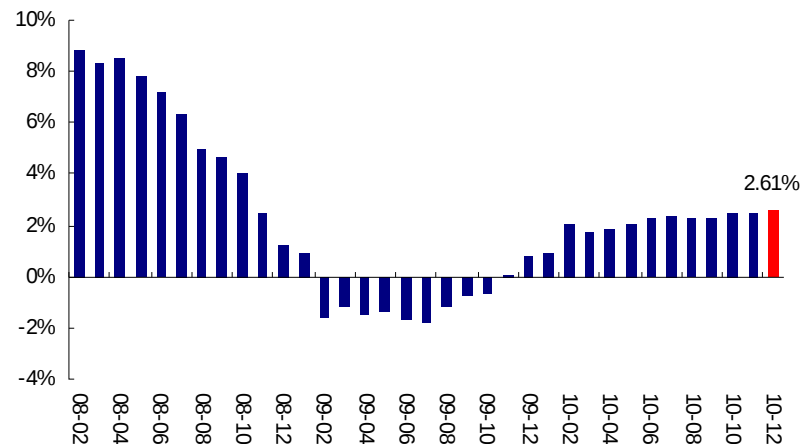


2010宏观月度指标：PMI、FDI

PMI维持高位，4月份最高61.7，11月最低54.6



FDI全年21%，3、6、12月是高峰 单位：亿美元



观点总结

1. 2010年中国潜在生产能力充足，在13%的经济增长速度内，各行业产能充裕，只要有需求，供给即可将其顺利满足，由此，2010年中国GDP将全然由总需求决定，预计增长10.8%，1季度最高，为13.8%，主要是因为外贸同比出现大幅正增长，而投资增幅收窄幅度仍不大。
2. 从周期位置看，2010年是新一轮经济上升阶段的初期，经济增速和通货膨胀形成良好的搭配。
3. 中国经济复苏路径将出现大的阶段性切换：民间投资、出口、消费等其他类型的需求渐次复苏，逐步接替刺激政策弱化所减少的需求，最终形成“一减三加”的新的总需求结构。
4. 对比不同经济部类的增长情况可以看出，出口和民间投资是2010年两大亮点，而民间投资主要由出口复苏发动，为此，出口复苏将主导2010年中国经济。
5. 与总需求一样，2010年中国流动性形势也面临驱动因素的阶段性切换：以贷款派生存款为主的内生货币创造对于流动性的贡献有所弱化；以外汇占款增加推动的外生基础货币增长将显著加强。
6. 宏观月度数据定局“前高后低”，2010年4月中旬之前，宏观数据将不断攀高，为市场提供持续的支持，5、6月份形成高低转换的阶段性敏感区间。

谢谢大家！