

2010 年宏观经济形势展望： 走向内外平衡的新一轮景气周期

宏观研究

2009 年 12 月 10 日 星期四

报告要点

宏观经济研究组

任泽平

010-59707150

renzeping@sohu.com

李志兵

010-59707116

lzb@longone.com.cn

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

□ 两大形势：较快增长与温和通胀，从结构复苏到全面复苏

“从长期看短期”，中长期增长趋势决定了短期周期波动的位势、波幅和调整时间。我国正处在工业化中期的经济起飞阶段，住行消费是带动经济增长的主要动力机制，未来 5-10 年我国正呈现出工业化与城市化双加速的基本特征。从我国所处的经济发展阶段特征来看，本轮经济周期调整的基本特征是高位运行、微波波动和中短调整。

2010 年经济增速达 10%，经济步入新一轮景气周期。10 年经济继续处于较快增长与温和通胀的复苏阶段。09 年 4 季度-10 年 2 季度经济将现二次提速，10 年下半年中游行业进入趋势性景气崛起，宏观经济由结构复苏转向全面复苏。

□ 四条主线：中游崛起、民生消费、收割全球复苏的果实

“从博弈看趋势”，2010 年决定宏观走势的四股力量博弈将现新格局：市场接力政府，内需接力外需，中游接力先导，景气接力流动性。内外重新平衡后的中国经济增长可持续性增强，复苏之路将呈现出趋势向上的波浪型走势。

市场：经济景气正在向更多的行业扩散，先导行业景气正在逐步向中游行业传导。政策：2010 年政策的重点是保持经济回升势头的可持续性，其中提高消费对经济增长的拉动能力、大力发展服务业是明年的重中之重。出口：出口增速将达到 12.5%，投资品（机械、钢铁、化工）率先受益。

□ 行业景气：先导向中上游传导，消费领域与服务业大发展

“从中观看宏观”，经济周期波动由行业景气轮动组成，中国行业景气轮动规律为这两次经济周期所验证。先导行业复苏为本轮经济复苏打下了产业基础，明年下半年中游行业景气崛起将是决定本轮周期步入全面复苏的关键。

- 先导的汽车地产家电，在政策支持和自身需求支持下 10 年景气延续；
- 景气在向更多行业扩散，先导在向中游传导。因产能过剩状况的差异化，化纤等受益明显，而钢铁有色等面临较长的消化复苏期；
- 受益于政策转向启动消费的大趋势，消费行业将一改防御性的特征，成为明年最具成长性的领域，重点关注“玻璃门”行业对民资的放开；
- 受益于产业升级和结构调整，服务业尤其生产服务业将迎来长期增长；
- 在出口复苏的初级阶段，投资品领域将明显受益。

目 录

一、主要观点.....	5
二、两大形势：较快增长与温和通胀，从内需启动的结构性复苏到内外平衡的全面复苏.....	6
（一）增长形势：高位调整与二次提速.....	6
（二）通胀形势：温和通胀.....	11
（三）经济周期阶段的判断：周期调整第四阶段，经济上行与温和通胀，拉长的复苏阶段，由先导向中游的景气传导.....	16
三、四条主线：市场接力政府，内需接力外需，中游接力先导，景气接力流动性.....	18
（一）从市场自身的力量来看，行业景气轮动的秩序开始恢复，经济景气正在向更多的行业扩散，先导行业景气正在逐步向中游行业蔓延，经济景气正在进入到自我的循环轨道之中。2010 年占经济主要比重的中游行业景气崛起将是经济进入全面复苏的标志。.....	19
（二）从政府政策的角度来看，在成功实现启动经济的任务之后，经济增长的拉动力量将逐渐由政府过度给市场，政策拉动效应将逐步弱化，政策力度也将逐渐淡出，政策重点将逐步由基建投资转向民生投资。.....	20
（三）外需：出口增长 12.5%，准备收割下一轮经济复苏的果实.....	22
四、行业景气轮动：先导向中上游传导，消费领域与服务业大发展.....	23
（一）行业景气轮动阶段：由先导向中上游景气传导.....	23
（二）行业景气轮动新趋势：行业景气扩散、消费与服务业大发展、投资品受益于出口复苏.....	24

图表目录

图表 01	2010: 内外重新平衡的全面复苏	6
图表 02	世界经济增长与产业结构变迁: 1950-2010.....	7
图表 03	中国经济增长与产业结构变迁: 1978-2020.....	7
图表 04	工业占 GDP 比重	8
图表 05	中国潜在经济增速 (1953-2008)	9
图表 06	中国经济周期波动趋势: 高位完成、微波波动与中短调整	9
图表 07	2007-2010 年分季度 GDP 走势	10
图表 08	2009 年四季度-2010 年二季度年中国经济二次提速	10
图表 09	汽车销量同比增速.....	10
图表 10	房地产开发投资完成额累计同比	10
图表 11	出口同比增速开始回升	11
图表 12	出口持续复苏 (单位: 亿美元)	11
图表 13	日本 1992 年前后的 CPI	12
图表 14	中国 2000 前后的 M1 与 CPI	12
图表 15	美国 M1 与 CPI 关系	12
图表 16	PPI 分行业价格指数波动排序	13
图表 17	CPI 分类价格指数波动	13
图表 18	中国的 M1 与 CPI 关系: 1996-2009	14
图表 19	中国的产出缺口与通货膨胀	15
图表 20	2010 年处于经济上行与温和通胀的第四阶段	17
图表 22	房地产投资爆发式增长	18
图表 21	货币供应量及其信贷投放	18
图表 23	主要经济体国家增长比较	18
图表 24	PMI 指数	19
图表 26	美国进口结构增速	22
图表 25	中国出口占美国出口比重	22
图表 27	经济周期波动中的行业周期轮动	23
图表 28	中国行业景气轮 (2001-2009)	24
图表 29	行业景气 CTC: 化工	25
图表 30	行业景气 CTC: 钢铁、有色	25
图表 31	行业景气 CTC: 食品、饮料、烟草制品业	25
图表 32	行业景气 CTC: 电力、燃气、水	25
图表 33	行业景气 CTC: 机械	25
图表 34	行业景气 CTC: 通信、电子	25
图表 35	行业景气 CTC: 纺织、服装	26
图表 36	行业景气 CTC: 煤炭、石油	26
图表 37	行业景气 CTC: 农业、食品	26

表格目录

表格 01	2010 年主要宏观经济指标预测	5
表格 02	2009-2010 季度 GDP	5
表格 03	中国工业化水平	8
表格 04	工业化水平评价指标与标准	8
表格 05	2009 年经济刺激计划一览	20
表格 06	1998-2004 年积极财政政策回顾	21
表格 07	世界产业结构演变趋势与国际差距 1960-2006	21
表格 08	日本产业结构变化 1975-1990	22

一、主要观点

（一）2009 年观点与逻辑回顾

《2009 年先导行业回升，2010 年经济回升》2009 年 1 月：房地产业将于 2009 年见底回复，并带领中国经济于 2010 年走向复苏之路。

《积极财策助力中国再渡难关》2009 年 1 月：GDP 增长 8.8%，行业上围绕基建和先导。

《行业景气轮动的黄金时期正在来临》2009 年 5 月：当前的经济形势是复苏不是反弹，站在现在这个时点，必须用新一轮经济景气周期的视角来观察未来，沿着行业景气轮动进行投资的黄金时期正在来临。

《把握 W 型复苏之路的趋势与节奏》2009 年 9 月：本轮周期的复苏形态是底部逐渐抬高的 W 型，四季度宏观经济开始二次加速，行业景气轮动将开始轮动到中游。

（二）2010 年主要宏观经济指标预测

表格 01 2010 年主要宏观经济指标预测

指标	GDP	CPI	固定资产投资	消费	M1	M2	进口	出口
2009	8.5	-0.7	33.4	15.6	26.6	24.8	-12.5	-16.1
2010	10	3.2	24.5	18.7	17.2	18.3	13.3	12.5

资料来源：东海证券研究所

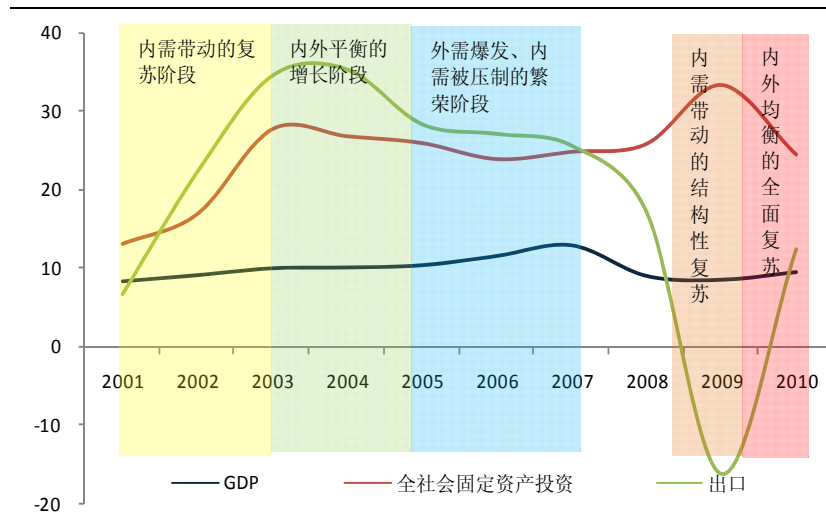
表格 02 2009-2010 季度 GDP

GDP 增速	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
2009	6.1	7.9	8.9	10.5
2010	11.5	10.4	9.3	9.1

资料来源：东海证券研究所 国家统计局

二、两大形势：较快增长与温和通胀，从内需启动的结构性复苏到内外平衡的全面复苏

图表 01 2010：内外重新平衡的全面复苏



资料来源：东海证券研究所 国家统计局

2005-2007 年的增长是在外需爆发式增长背景下内需被政策压制的景气繁荣，2009 年的增长是在外需不足背景下靠内需启动的结构性复苏，2010 年将进入内外需重新平衡后的全面复苏，虽然复苏之路仍充满不确定性，但总体趋势波浪前进，经济增长将呈现出底部逐渐抬高的 W 型走势。

2009 年 8.5% 的 GDP 增速是此轮经济周期调整的底部，2010 年经济增速达 10%，经济步入新一轮景气周期。

（一）增长形势：较快增长与二次提速

我国所处的发展阶段以及经济增长的中长期特征，是决定我国宏观经济基本面的根本因素，短期周期波动是中长期增长趋势的实现方式。

1、从中长期来看，中国正处在工业化与城市化双加速的起飞阶段，这决定了我国高位调整 and 较快增长的基本特征。

我国正处在工业化中期的经济起飞阶段，住行消费是带动经济增长的主要动力机制，未来 5-10 年我国正呈现出工业化与城市化双加速的基本特征。

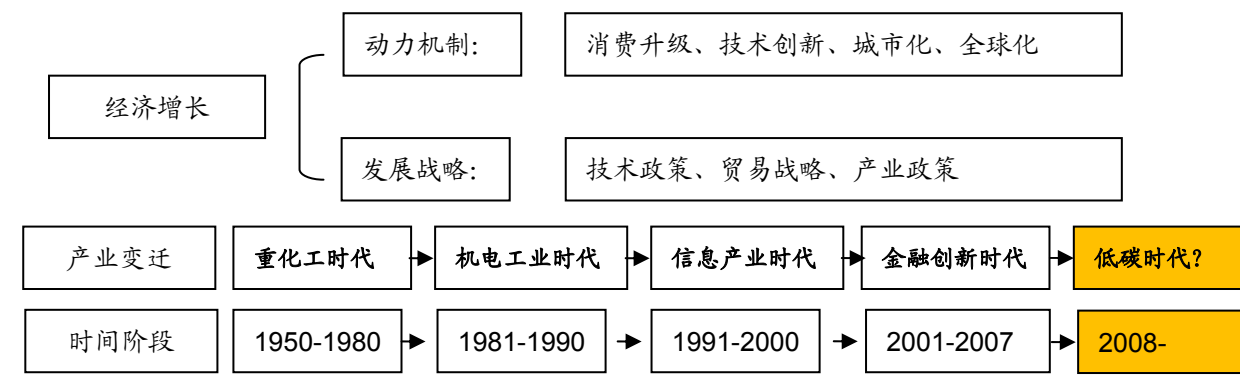
中长期增长趋势决定了短期周期波动的位势、波幅和调整时间。从我国所处的经济发展阶段特征来看，本轮经济周期调整的基本特征是高位运行、微波波动和中短调整的基本特征。

（1）我国处在“住行”消费升级的初中期阶段。

世界上除了少数贸易导向的小国和发展失败的不发达国家，大多数成功的国家尤其大国经济体其发展路径和产业升级都是立足内需，沿着消费升级的路径展开。与 1978 年以前违背经济规律靠投资拉动不同，改革开放 30 年来，中

国经济增长和产业升级已经回归到消费升级带动的正常路径，80 年代的轻纺，90 年代的家电，2000 年以来的汽车地产，每次产业升级和经济增长引擎的转换都是沿着满足人民由“衣食”到“耐用品”再到“住行”的消费升级路径。

图表 02 世界经济增长与产业结构变迁：1950-2010



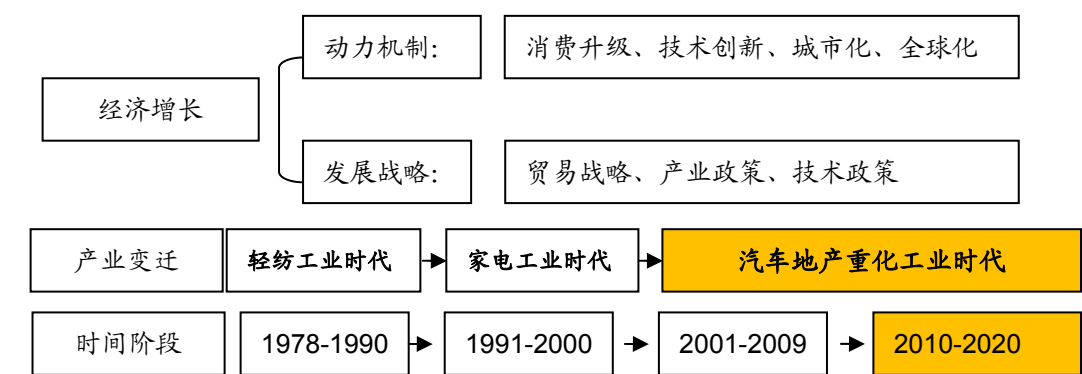
资料来源：东海证券研究所

目前我国正处在“住行”消费升级阶段，属典型的内需主导阶段，这一发展阶段表现出以汽车、地产为主导产业，以钢铁、有色、化工、机械等为支柱产业的重化工特征。住行消费升级阶段美国用了 50 年，日本用了 30 年，韩国用了 30 年，我国从 1998 年启动，目前处于住行消费升级阶段的初中期阶段，一直到 2020 年我国仍将处在这一发展阶段。

我国所处的“住行”消费发展阶段决定了房地产和汽车的先导地位，将先于经济复苏，这也为国外和历史经验所验证；

每年 1000 万人口的城市化进程，以及目前巨大的住房供求缺口为房地产业高速增长提供了有力支撑。

图表 03 中国经济增长与产业结构变迁：1978-2020



资料来源：东海证券研究所

(2) 我国已进入工业化中期阶段

我国已经由工业化初期阶段进入中期阶段，2008 年我国一二三产业的比例为 28: 48: 24，工业占 GDP 的比重达到 44%，农业劳动者比重由 1978 年

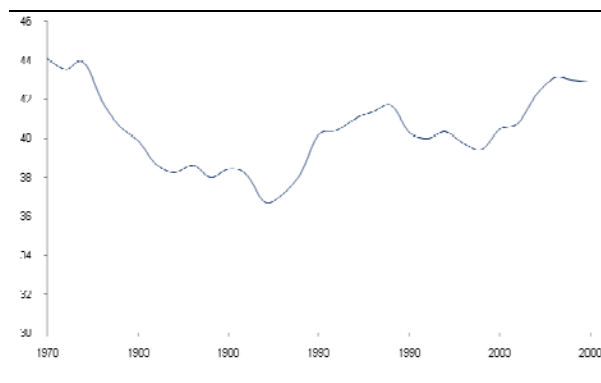
的 70.5%下降为 2008 年的 39.6%，城市化率（城镇就业人口比重）达到%，
人均 GDP 由 1978 年的 381 元上升到 2008 年的 22698 元。

表格 03 中国工业化水平

分项类别	基本指标	2008 年	1978 年
经济发展水平	GDP 总值	300670 亿元	3645 亿元
	人均 GDP	22698 元	381 元
产业结构	第一，二，三产业产值比	11.3%，48.6%，40.1%	28.2%，47.9%，23.9%
空间结构	人口城市化率	45.7%	17.9%
就业结构	第一产业就业占比	39.6%	70.5%

资料来源：东海证券研究所 国家统计局

图表 04 工业占 GDP 比重



资料来源：东海证券研究所 国家统计局

表格 04 工业化水平评价指标与标准

基本指标		前工业化 阶段 (1)	工业化实现阶段			后工业化 阶段 (5)
			工业化初期 (2)	工业化中期 (3)	工业化后期 (4)	
1、人均 GDP (经济发展水平)	1995 年美元	610-1220	1220-2430	2430-4870	870-9120	9120 以上
	2000 年美元	660-1320	1320-2640	2640-5280	5280-9910	9910 以上
	2005 年美元	745-1490	1490-2980	2980-5960	5960-11170	11170 以上
2、三次产业产值结构 (产业结构)		A>1	A>20%，且 A<1	A<20%，且 1>S	A<10%，且 1>S	A<10%，且 1<S
3、制造业增加值占总商品增加值 比重 (工业结构)		20%以下	20%-40%	40%-50%	50%-60%	60%以上
4、人口城市化率 (空间结构)		30%以下	30%-50%	50%-60%	60%-75%	75%以上
5、第一产业就业人员占比 (就业结构)		60%以上	45%-60%	30%-45%	10%-30%	10%以下

数据来源：东海证券研究所 中国社科院

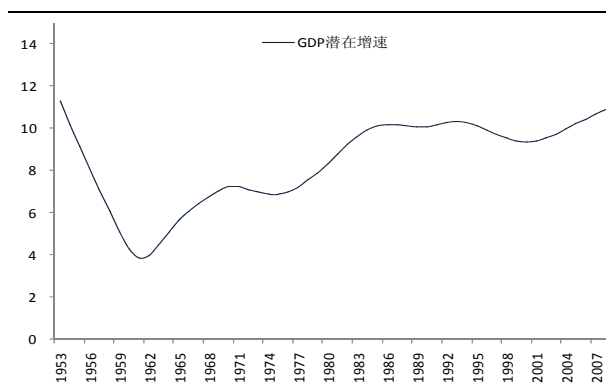
(3) 我国已进入经济起飞阶段

世界上大多数发达国家都是沿着以下 6 个发展阶段推进：传统社会阶段、准备起飞阶段、起飞阶段、向成熟推进阶段、高额消费阶段和追求生活质量阶段。

我国已经进入经济起飞阶段，正在向成熟阶段推进，积累了较多的支持经济较快增长的条件，包括：

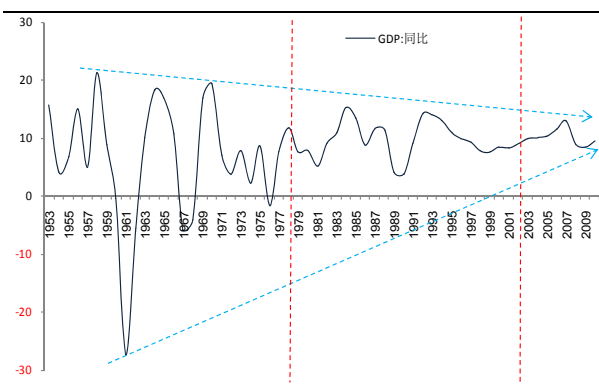
- 消费结构快速升级、中间需求比重快速增加支持国内需求增长加快，主导经济部门早已由食品、饮料、烟草和水泥工业等过渡到地产、汽车、钢铁、机械、石化、制药、家用电器等行业；
 - 资金和劳动力供给增加；
 - 经济结构变化带来了资源配置效率提高和结构红利；
 - 具备了支持经济持续快速增长的工业基础，形成了支持技术进步和市场竞争的制度环境；
 - 进口替代和出口导向战略推动外贸结构变化，促进比较优势转变。
- 多国经验表明，经济起飞一旦开始，便会一直持续到经济增长的潜力耗尽为止。

图表 05 中国潜在经济增速（1953-2008）



资料来源：东海证券研究所 国家统计局

图表 06 中国经济周期波动趋势：高位完成、微波波动与中短调整



资料来源：东海证券研究所 国家统计局

未来 10 年中国仍能保持高速增长，同时，制约历史上赶超国家继续保持经济高速增长的诸多关键因素，比如后发优势消失、产业升级乏力、重大技术创新风险和政府支出带动能力减弱等，在我国未来十年内将不会成为主要问题。

结论：

中长期增长趋势决定了短期周期波动的位势、波幅和调整时间。从我国所处的经济发展阶段特征来看，本轮经济周期调整的基本特征是：

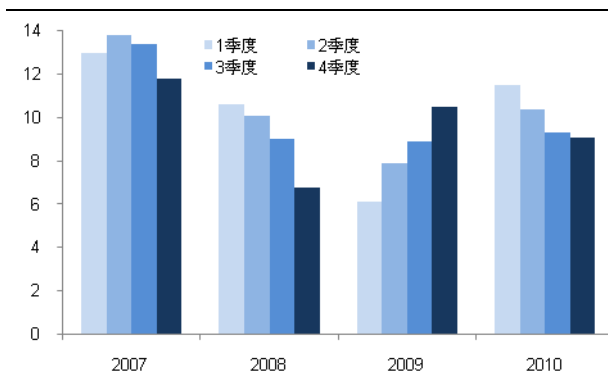
- 高位完成：2009 年 8.5% 的增速是本轮周期调整的历史底部。
- 微波波动：从峰值到低谷波动幅度（2007-2009）为 4.5 个百分点，经济调整呈现微波化趋势。

➤ 中短调整：本轮调整为一次 3 年中短周期调整（从 2007 年底算起）。

2、从短期来看，2008 年四季度-2009 年第二季度的第一次提速，把经济从低谷中带了出来；2009 年四季度-2010 年第二季度的第二次提速，将把经济推向新一轮景气周期轨道；2010 年下半年中游行业将进入趋势性景气崛起，从而宏观经济将实现由结构复苏转向全面复苏。

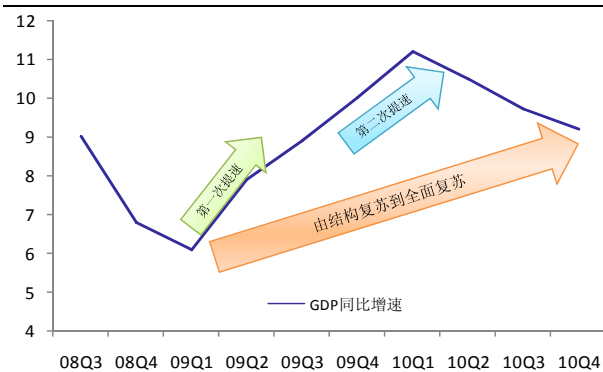
2010 年全年经济增长 9.5%，分季度将呈现出前高后低的增长态势。

图表 07 2007-2010 年分季度 GDP 走势



资料来源：东海证券研究所 国家统计局

图表 08 2009 年四季度-2010 年二季度年中国经济二次提速



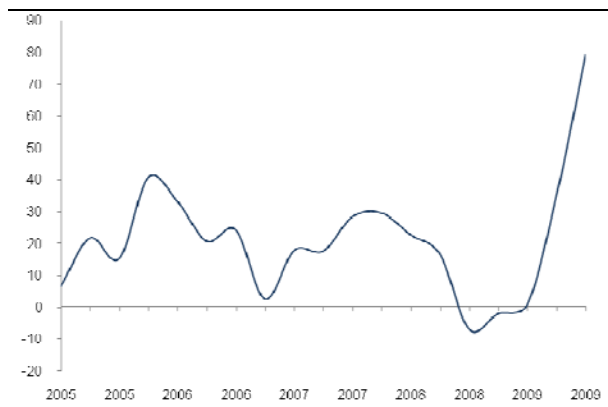
资料来源：东海证券研究所 国家统计局

2008 年底以来，宏观经济经历了两次加速，第一次提速是在 2008 年四季度-2009 年二季度，政策刺激和先导行业超预期复苏把经济从低谷中带了出来。

经过 2009 年第三季度的政策调整和对前期增长效应的吸收，第二次提速是在 2009 年四季度-2010 年二季度，将把经济推向新一轮景气周期之中：

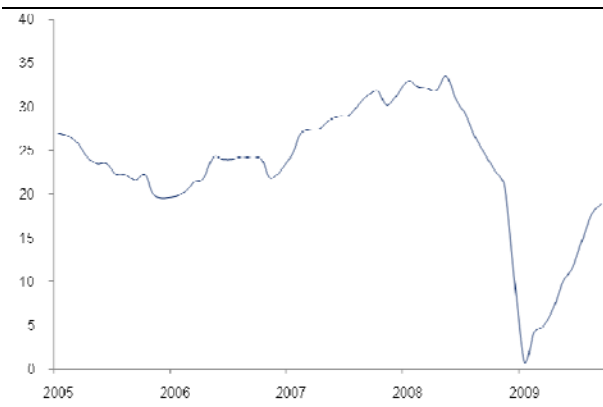
- 市场性的力量加快上升，并开始逐渐弥补政府力量衰减留下的缺口；
- 在汽车地产旺销的带动下市场投资加快上升；
- 出口的复苏从 2009 年下半年已经开始启动，从 2010 年一季度开始，出口的贡献将由 2009 年的负贡献转成正贡献；
- 基数原因对 2010 年上半年经济增长上翘贡献明显。

图表 09 汽车销量同比增速



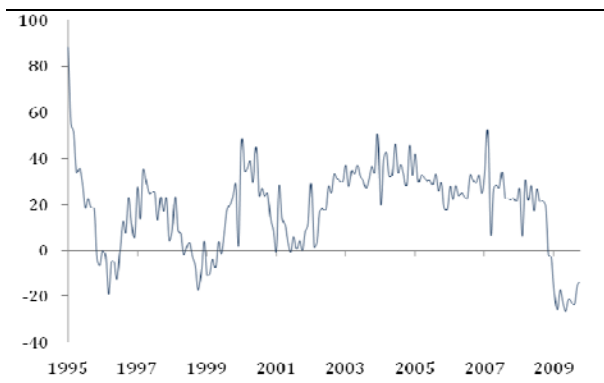
资料来源：东海证券研究所 国家统计局

图表 10 房地产开发投资完成额累计同比



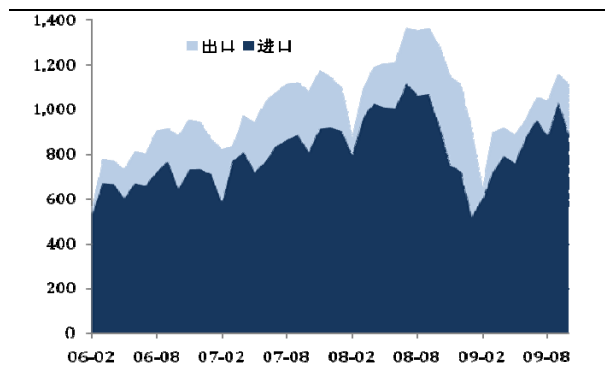
资料来源：东海证券研究所 国家统计局

图表 11 出口同比增速开始回升



资料来源：东海证券研究所 海关总署

图表 12 出口持续复苏（单位：亿美元）



资料来源：东海证券研究所 海关总署

制约 2010 年经济能否全面复苏的主要因素是中游行业的产能过剩。我们判断，在经过 2009 年和 2010 年对中游行业产能过剩的消化吸收，以及产品结构由外需向内需市场的调整以后，2010 年中期中游行业正式迎来趋势性景气复苏，从而宏观经济实现由结构复苏迈向全面复苏。

（二）通胀形势：温和通胀

由于全球流动性和 2009 年基数效应，各界对 2010 年通货膨胀普遍存在着较强的预期，明年通胀预期会否变成真实的通胀？通胀水平会有多高？成为判断明年宏观形势的关键问题。

1、高增的货币供应并不必然导致通货膨胀，产能过剩也不必然不出现通货膨胀

关于对未来通胀形势的判断，有两种典型的观点：

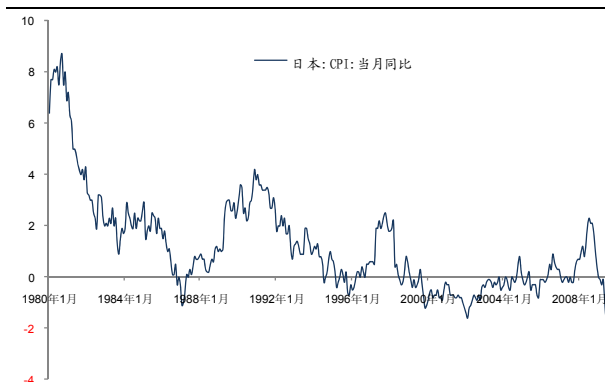
一种观点认为明年通胀压力较大，主要是从货币的角度，认为今年票子发多了很快会导致通胀，1-10 月份新增人民币贷款 8.9 万亿，10 月份 M1 增速达到 32%，M0 增速达到 14%。这种观点的理论基础是货币主义的，认为“通货膨胀在任何时候、任何地方都是一种货币现象”。货币学派认为通货膨胀率等于货币供应量的趋势增长率，因此通过观测反应货币供应量方面的指标，如 M1、M0、信贷投放等来预测通货膨胀。

在我国，尤其 2000 年以来，无论波谷还是波峰，M1 与 CPI 之间存在着较为稳定的先行关系。

但是货币主义在国内外都有很多反面例子：

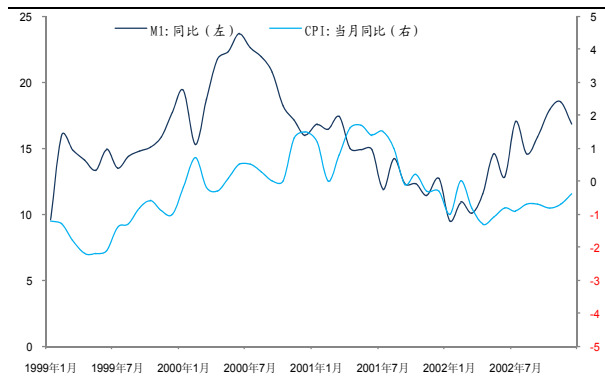
货币主义无法解释我国 2000 年的情况，M1 增速在 2000 年 6 月份达到 23.7% 的峰值，但是 2000-2001 年 CPI 同比增速却始终在 2% 以下，2001 年 5 月份 CPI 仅达到 1.7% 的峰值。

图表 13 日本 1992 年前后的 CPI



资料来源：东海证券研究所 Wind 资讯

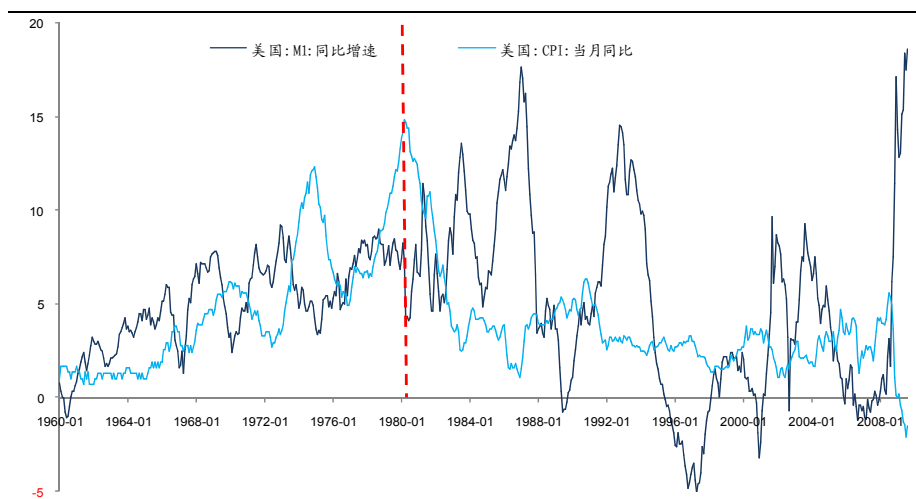
图表 14 中国 2000 前后的 M1 与 CPI



资料来源：东海证券研究所 Wind 资讯

即使在美国，M1 也是通货膨胀的一个蹩脚的领先指标，指标信号错误百出。在美国，1980 年以前 M1 对 CPI 的领先迹象比较明显，但是近 30 年以来，二者的先行滞后关系很不显著。我们认为，1980 年是美国经济结构的重要转折点，1980 年美国经济完成了重化工的发展阶段，由机电工业时代向信息产业和服务业时代转型，进入后工业化阶段。因此，煤电油运等传统的瓶颈部门在美国已经不再构成瓶颈约束，货币供应不再直接通过瓶颈部门沿着产业链条对实体经济产生直接影响，而主要通过大宗商品和虚拟经济间接产生影响，因此 M1 向 CPI 和实体经济的影响模式和传导机制发生了根本性的改变。

图表 15 美国 M1 与 CPI 关系



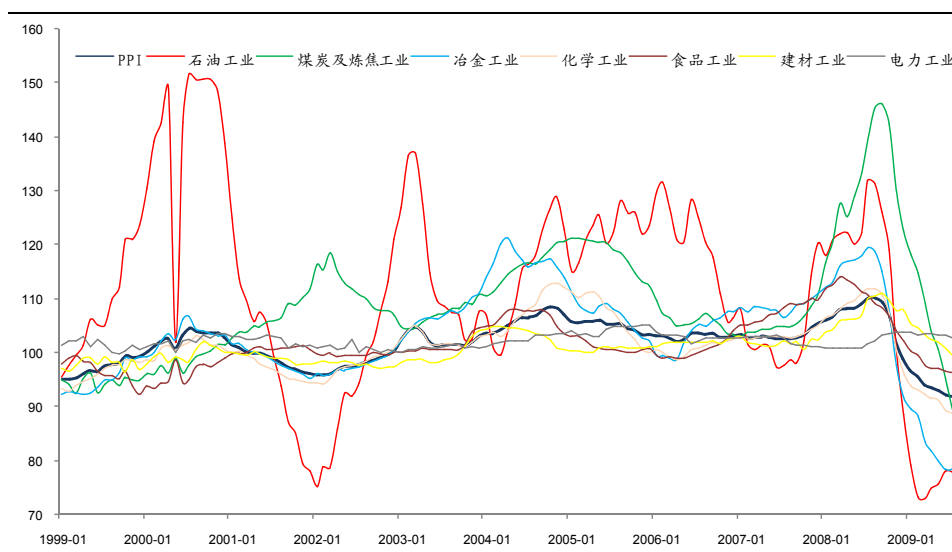
资料来源：东海证券研究所 Wind 资讯

另一种观点是认为明年通胀压力不大的，主要是从供求的角度，认为当前中国严重的产能过剩对通胀会产生抑制作用。这种观点的理论基础是真实经济周期学派，把通货膨胀看成实体经济中的供求不平衡所致，具体可分为需求拉动型通胀、成本推动型通胀和结构性通胀，观测指标有产能利用率、产出缺口、部门生产率等。

同样，真实经济周期学派也无法解释很多现实问题，比如产能严重过剩的行业同样可能具有高度的价格敏感性和超过平均水平的价格振幅，冶金行业就是这类行业的典型，作为当前中国产能最为过剩的行业之一，该行业价格的振幅远远超过作为综合指标的 PPI 振幅，而且仅次于石油和煤炭工业。

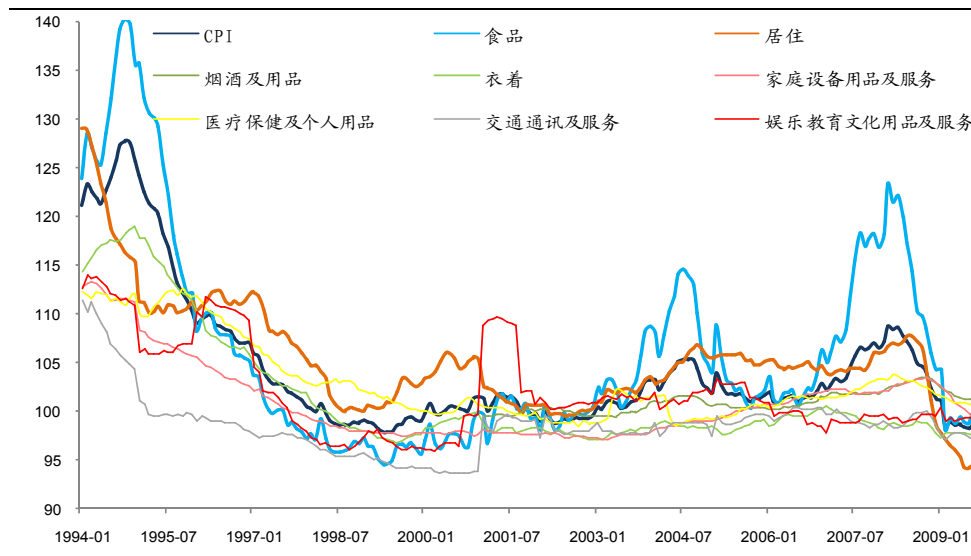
这固然跟冶金行业的周期性特征和铁矿石成本的周期大幅波动有关，但更主要的是，当行业的景气趋势出现，产能利用率提升时，产能过剩的行业同样具有涨价的空间和可能，尤其是成本传导能力强的行业。可见，产能过剩是一个动态的相对概念，在经济低谷时产能过剩的行业，在经济繁荣时期则可能并不过剩。

图表 16 PPI 分行业价格指数波动排序



资料来源：东海证券研究所 Wind 资讯

图表 17 CPI 分类价格指数波动



资料来源：东海证券研究所 Wind 资讯

总体来看，几百年来，国内外关于通胀成因的争论一直存在，但目前尚没有一个令人满意的具有普适性的理论，已有的理论在解释现实问题时都存在这样或那样的缺陷。

2、历史经验：1996-2007 年 4 次 M1 高速增长所对应的物价水平差异很大

从中国的情况来看，M1 的波谷其后对应的一般都是通货紧缩，但是 M1 的波峰其后却不一定对应着通货膨胀。

历史上 1996-2007 年 M1 共出现过 4 次高速增长，峰值基本相同，22%左右，但是，同一水平的 M1 增速，所引发的 CPI 波动幅度却差别极大。

第一次是 1997 年 1 月份，M1 达到阶段峰值 22.2%，但是其后对应的 CPI 趋势却一路下滑，1998 年甚至出现了通货紧缩，1998 年通缩最深处 CPI-1.5%（9 月份），PPI-5.7%（10 月份）；

第二次是 2000 年 6 月份，M1 达到阶段峰值 23.7%，但是其后对应的 2001 年 CPI 却始终在 2%以下，2001 年 5 月份 CPI 仅达到 1.7%的峰值。

第三次是 2003 年 6 月份，M1 达到阶段峰值 20.2%，其后对应的是 2004 年的温和通胀，2004 年 8 月 CPI 峰值达到 5.3%，10 月份 PPI 峰值达到 8.4%；

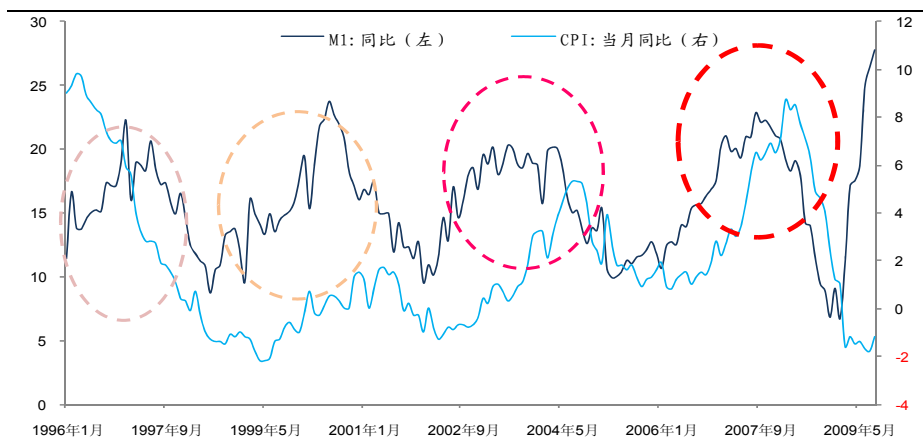
第四次是 2007 年 8 月份，M1 达到阶段峰值 22.8%，其后对应的是较高的通胀水平，2008 年 2 月份 CPI 峰值达到 8.7%，8 月份 PPI 峰值达到 10.1%；

第五次就是 2009 年以来的情况，10 月份 M1 增速达到 32%，目前仍处于通缩，CPI-0.5%，PPI-5.8%。

历史上的四次 M1 高速增长（1997、2000、2003、2007），峰值都差不多（在 20%-24%之间），但是其后却分别对应着通货紧缩、无通胀、温和通胀、较高通胀这四种差别极大的物价水平（CPI-1.5%-8.7%）。

可见，拉长历史的视野，高增的 M1 与通货膨胀之间并不存在必然的因果联系，M1 能否引发通胀是有条件的。

图表 18 中国的 M1 与 CPI 关系：1996-2009



资料来源：东海证券研究所 Wind 资讯

3、货币供应和供求基本面共同影响物价运行的方向和幅度

货币供应在短期主要从需求产生影响，并通过各产业链条向实体经济进行传导，其引发通胀的程度还要取决于供给状况，即产能利用率、产出缺口情况。

货币供应会否引发通胀及其程度，既要看法总量产出缺口，即实际经济增长水平离潜在经济增长水平有多大差距，也要看法结构产出缺口，即各产业的实际增长水平离潜在增长水平有多大差距。如果是总供求的链条绷得较紧，则会引发全面性的通胀，如果只是部分链条绷得较紧，则会引发结构性的通胀。

(1) 总量产出缺口与通胀水平

1996-2007 年 4 次高增的货币供应之所以引发了差异极大的物价水平，主要是因为 4 次高增的货币供应分别对应着经济周期阶段的衰退中期、复苏初期、复苏中期和经济繁荣末期，分别是在不同的经济增长水平、产出缺口和供求背景。

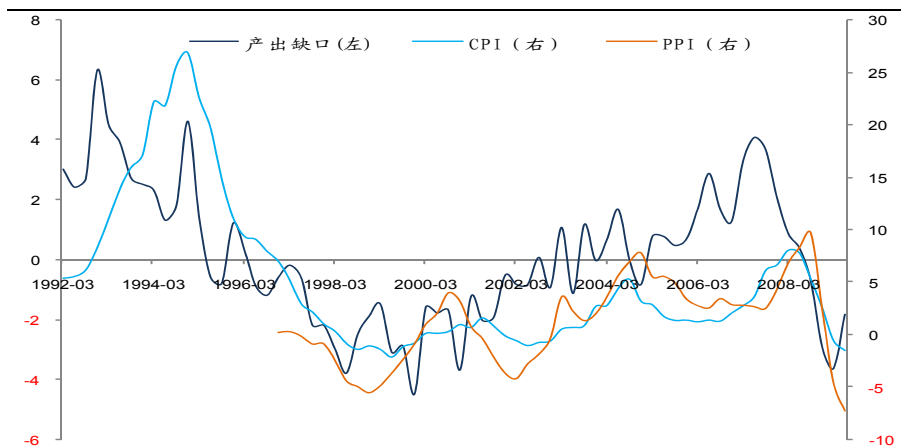
1997-1998 年我国正处于经济周期的下行阶段，产出缺口在低谷，所以这次高增的 M1 并没有改变物价的下行方向；

2000-2001 年我国正处于经济复苏的初始阶段，刚刚结束自 1993 年以来长期的经济不景气，产出缺口仍在底部，所以这次高增的 M1 虽然改变了物价的运行方向，但是并没有引发通胀；

2003-2004 年我国处于经济复苏的中期，产出缺口明显收窄，所以这次高增的 M1 引发了温和的通胀；

2007-2008 年我国正处于经济繁荣的波峰，供求链条明显绷紧，所以引发了较高水平的通货膨胀。

图表 19 中国的产出缺口与通货膨胀



资料来源：东海证券研究所 国家统计局

(2) 结构产出缺口与通胀水平

高增的货币供应出来以后，总要寻找突破口，货币天然具有追逐那种供给弹性小或需求弹性大的瓶颈品种的属性。瓶颈部门的供给短板程度与货币供应引发的需求冲击程度共同决定了物价的波动水平。

从结构的角度，1997-1998 年和 2000-2001 年，宏观经济经历了从 1993 年以来长达 8 年的调整和 2 次外部经济危机（1998 年亚洲金融危机和 2000 年全球网络泡沫），各部门的产能都存在严重过剩，对货币供应的吸纳能力较强。

2003-2004 年，在内需带动下经济从 2001 年启动以来，内需部门的链条逐渐绷紧。

2007-2008 年，外需经过 2005 年以来的爆发式增长，外需部门的链条也已经绷紧。

4、对明年通货膨胀形势的预测：温和通胀

综合来看，判断明年的通胀形势应该采取“综合派”的观点：一要看当前的货币供应对短期需求的冲击程度；二要看当前供求状况，包括总量产出缺口和分行业的结构产出缺口情况；三要看国外大宗商品走势、美元贬值等因素。

从经济周期的角度，我国目前处于经济周期性复苏的初始阶段，与 2001 年前后的情形相似。

从货币供应的角度，当前无论从信贷投放还是从 M1、M0 增速，都远远超出了 20 年来历次的程度。

从供求状况的角度，明年如果出口达到 8-10% 的增速，外需与 2001 年的水平差不多，但是远小于 2004 和 2007 年的水平；如果投资达到 20% 左右的增速，内需略高于 2001 年的水平，但低于 2004 和 2007 年的水平。综合内外需的情况，明年总体需求水平将介于 2001 年和 2004 年的水平之间。

从国际环境的角度，目前美元贬值和国家大宗商品价格上涨仍在继续。明年通胀形势最大的风险来自于国际大宗商品价格，国际大宗商品受美元、全球经济复苏进程、多元政治等多重因素影响，尤其是通货膨胀的两大激发因子能源和食品价格充满不确定性。根据测算，全球生物能源技术在原油 80 美元左右具有成本优势，目前原油价格 60 多美元，如果明年石油价格攀上 80 甚至 100 美元，对明年通胀形势的预测逻辑显然要重新改写。

综合明年的宏观环境来看，明年通胀水平最接近于 2004 年的水平（CPI3.2%），总体呈温和通胀，考虑资产价格在内，面临一定的通胀压力。

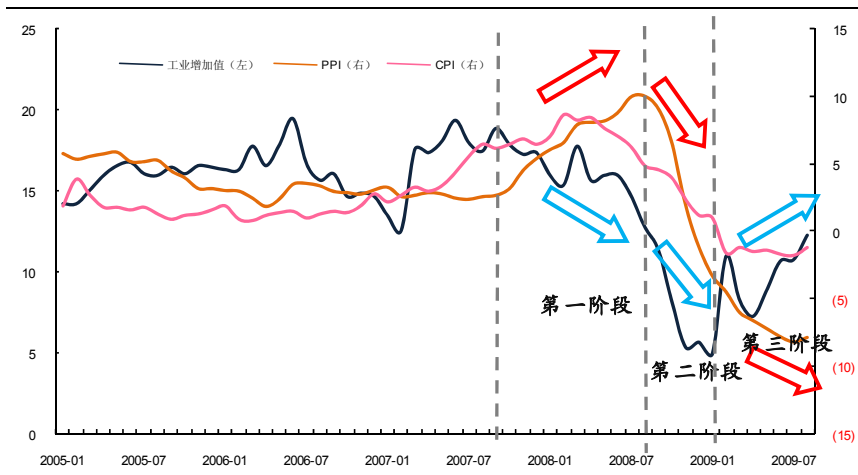
（三）经济周期阶段的判断：周期调整第四阶段，经济上行与温和通胀，拉长的复苏阶段，由先导向中游的景气传导

明年继续处在高增长与温和通胀的复苏阶段，考虑到明年对中游产能过剩的消化、外需复苏进程的缓慢等因素，本轮经济周期的复苏阶段将被拉长至 2010 年下半年。

由于价格的“粘性”，通胀周期一般滞后于增长周期。在中国，通胀周期与增长周期具有明显的先后波动次序。根据通胀周期与增长周期的关系，可把本

轮经济周期分为四个阶段:

图表 20 2010 年处于经济上行与温和通胀的第四阶段



资料来源: 东海证券研究所 国家统计局

第一阶段, 经济下行与通胀上行 (2007 年四季度-2008 年三季度)——在经济衰退的初期, 也即增长周期从繁荣走向衰退的转折点上, “春江水暖鸭先知”, 下游行业 and 需求敏感型行业的价格率先下调, 但是上游行业 and 需求迟钝型行业的价格由于在建项目和前期订单的支撑则继续保持价格上升的惯性。这一阶段很多行业存在景气幻觉, 政府的宏观调控在保增长和控通胀方面面临两难选择, 这是股票投资最危险的时期。

第二阶段, 经济与通胀双双下行 (2008 年四季度-2009 年一季度)——在经济衰退的中期, 即使是离终端需求最远、最不敏感的行业也已经意识到经济的冬天已经来临, 这时中上游产品价格开始下调, 经济的冬天全面到来。在这一阶段的后期, 政府采取扩张性政策刺激经济。

第三阶段, 经济上行与通胀下行 (2009 年二季度-2009 年四季度)——在经济复苏初期, 当消费需求和生产需求渐渐恢复的时候, 生产商和贸易商由于刚刚渡过经济的冬天, 出于谨慎预期往往不敢提价, 这时出现“增长复苏+低通胀”的组合, 这往往是经济增长和股票投资的黄金时期。同时, 以可选消费为代表的先导行业率先复苏, 行业景气轮动规律开始发挥作用。

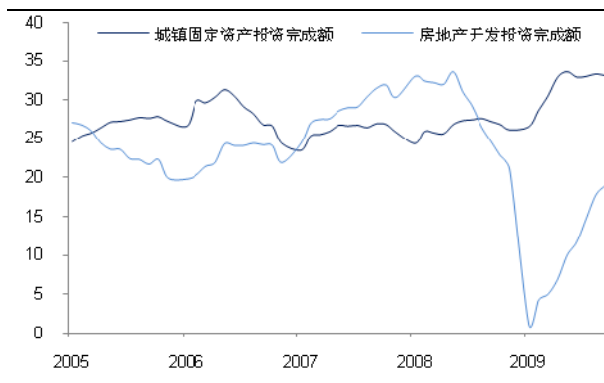
第四阶段, 经济上行与温和通胀 (2010 年一季度-)——在经济复苏后期, 价格出现温和上涨, 但受产能过剩和外需恢复力度缓慢制约, 价格上涨空间不大, 经济呈现出温和增长与温和通胀并行的局面。先导行业景气向中上游扩散, 经济复苏的产业基础逐渐牢固, 中游行业的崛起是经济进入全面复苏的标志性事件。

第五阶段, 经济与通胀双双上行——经济全面复苏与通胀, 政策转型, 黄金时期结束, 景气重归上游。

三、四条主线：市场接力政府，内需接力外需，中游接力 先导，景气接力流动性

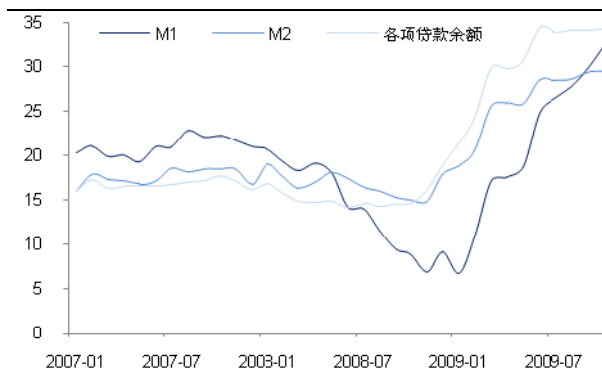
2009 年宏观经济走势主要围绕四条主线展开：外围经济触底提供了外部环境、政府大规模刺激计划引发内需井喷、先导行业复苏带领经济进入新一轮景气周期、美元贬值和全球经济救助计划引发流动性过剩。

图表 22 房地产投资爆发式增长



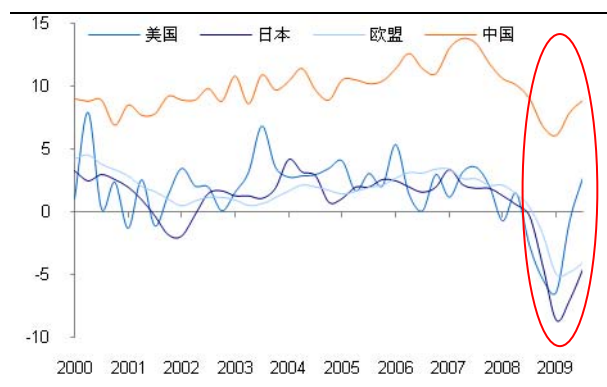
资料来源：东海证券研究所 国家统计局

图表 21 货币供应量及其信贷投放



资料来源：东海证券研究所 人民银行

表 23 主要经济体国家增长比较



资料来源：东海证券研究所 Wind 资讯

2010 年，政府、市场、外需以及货币这四大左右宏观走势的主要力量将发生新的变化，从而推动明年宏观经济走向与以往不同的“新”一轮周期。

概括而言，判断明年经济运行的主要依据是对“三大接力”和“一个转向”的判断

- 市场之手能否接力政府之手？经过大规模的经济刺激计划，市场性增长力量在被唤醒之后能否进入自主增长轨道？
- 内需能否接力外需？如果出口长期不振，仅靠内需中国经济能否走出困境，并进入新一轮景气周期？
- 先导行业景气能否在 2010 年延续？中游行业能否接力先导行业？下

游行业的景气复苏能否传导到中游的重化工业，能否增加其实际生产而非仅仅引发库存调整？

- 资产价格泡沫和通胀预期在 2010 年会否变成现实，从而导致宽松的货币政策转型以及紧缩的力度？

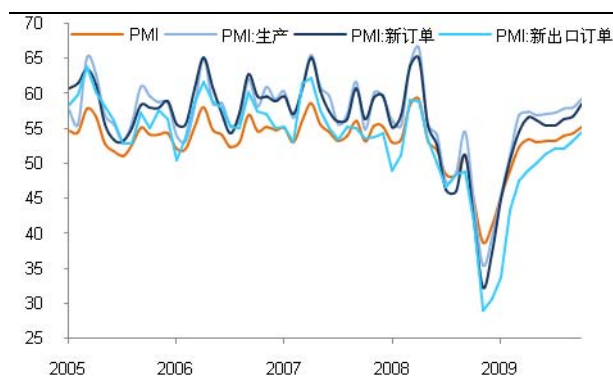
对明年宏观经济形势的判断实际上就是对上述四大核心问题的回答。

（一）从市场自身的力量来看，行业景气轮动的秩序开始恢复，经济景气正在向更多的行业扩散，先导行业景气正在逐步向中游行业蔓延，经济景气正在进入到自我的循环轨道之中。2010 年占经济主要比重的中游行业景气崛起将是经济进入全面复苏的标志。

2009 年内需主导下的复苏，在政府政策刺激下，市场力量开始启动，其中与消费升级有关的先导行业（汽车、地产、工程机械、家电）强劲爆发。这既是政策刺激的结果，但更主要的是我国所处发展阶段所具备的基本特征和中长期增长力量所决定的，因此，先导行业的景气将在 2010 年延续，并逐步向中上游行业传导。

2010 年经济体内在的自主增长机制将得到进一步增强，经济周期逐步进入到自身的景气循环之中。如果说 2009 年汽车地产为代表的先导行业复苏是中国进入新一轮经济景气周期的标志，那么 2010 年占经济主要比重的中游行业景气崛起将是经济进入全面复苏的标志。

图表 24 PMI 指数



资料来源：东海证券研究所 CFLP

当前的经济形势是趋势性的复苏而不是短暂的反弹。经济复苏往往意味着市场性的先导指标、先导行业和先导地区率先复苏，并依次传导到中游的指标、行业和地区，从产业的层面表现出受需求引导的行业景气轮动的市场秩序得到回复。而经济反弹则是经济热点的杂乱无序，经济和行业的景气围绕散乱的政策热点或受价格预期影响的库存调整领域。

- 复苏：自主性、市场性、趋势性、内在性
- 反弹：被动性、政府性、暂时性、外在性

2009 年我们已经清晰地观察到由市场性增长力量的苏醒所带来的景气传导和扩散秩序，行业景气轮动的秩序开始恢复，经济景气正在向更多的行业扩散，先导行业景气正在逐步向中游行业蔓延，经济景气正在进入到自我的循环轨道之中。

(二)从政府政策的角度来看，在成功实现启动经济的任务之后，经济增长的拉动力量将逐渐由政府过度给市场，政策拉动效应将逐步弱化，政策力度也将逐渐淡出，政策重点将逐步由基建投资转向民生投资。

积极财政政策推出的基本条件是经济的自主增长机制逐渐形成，市场的增长力量在不需要政府政策的支持下能够持续增长，显然 2010 年还不完全具备。

积极财政政策的退出方式将采取结构性的逐渐“淡出”，2010 年政策方向由基建投资逐渐向民生投入转移。

表格 05 2009 年经济刺激计划一览

1 月 1 日-财政部、国家税务总局	楼市新政细则出台，二手房营业税新执行标准实施，新政执行期为一年。
1 月 1 日-财政部、国务院	成品油进口环节消费税上调
1 月 1 日-发改委	解除对电煤实行的临时价格干预措施
1 月 3 日-农业部、财政部	下达 100 亿元农机购置补贴资金。
1 月 14 日-国务院	国务院常务会议先后审议并原则通过了汽车、钢铁、纺织、装备制造、船舶、电子信息、石化、轻工业、有色金属和物流业等十个重要产业的调整振兴规划。
1 月 21 日-国务院	新医改方案完成，重点抓好基本医疗保障制度等五项改革。
2 月 1 日-财政部、商务部	家电下乡在原来 14 个省市的基础上，开始向全国推广，产品从过去的四个增到八个，享受国家 13%的补贴。
2 月 5 日-财政部	中央财政拨付抗旱补助资金和农业生产救灾资金 3 亿元。
2 月 6 日-国务院	宣布 2009 年地方政府债券发行规模为 2000 亿元，由中央分配并代发。
2 月 9 日-商务部	中央许可地方政府发放消费券措施。
3 月 5 日-全国人大	2009 年实施积极财政政策，拟安排财政赤字 9500 亿元。
6 月 28 日-财政部、商务部	家电以旧换新政策开始实施，按新家电销售价格的 10%给予补贴。
7 月 13 日-财政部、商务部	汽车以旧换新政策开始实施，具体补贴标准正式出台。

数据来源：东海证券研究所 国家统计局 财政部 国家税务总局

在保增长无忧的情况下，2010 年政策的重点是保持经济回复势头的可持续性，因此改革长期制约我国增长的结构性问题将在明年提上日程，其中提高消费对经济增长的拉动能力、大力发展服务业是明年的重中之重。

表格 06 1998-2004 年积极财政政策回顾

年度	阶段	政策手段与力度
1998	正式启动积极财政政策	当年增发 1000 亿元长期国债并配套 1000 亿元银行贷款用以加强基础设施建设, 主要用于农林水利、交通通信、城市基础设施、城乡电网、国家直属储备粮库建设。 调整税收政策, 分批提高了一些大宗出口产品的退税率。 过清理整顿乱收费 727 项, 减轻企业和社会负担 370 多亿元。
1999	经济形势继续严峻, 继续实施积极财政政策	增发国债共 1100 亿元, 用于各项固定资产投资 发行期限 30 年的 2700 亿元特别国债充实国有商业银行资本金 调整部分税种税率, 进一步提高出口退税率以鼓励出口, 通过降低固定资产投资方向调节税和国产设备投资部分抵免企业所得税。 增加预算单位职工工资、提高下岗职工等低收入人员的最低生活保障水平和企业离退休人员待遇等共增加支出 540 多亿。
2000	继续保持积极财政政策实施力度	全年共安排了 1500 亿元长期建设国债主要用于基础设施建设、国有企业技术改造、西部大开发、生态环境建设及科教事业发展。 停征固定资产投资方向调节税。
2001	继续保持积极财政政策的稳定性	增发 1000 亿元建设国债和 500 亿元支持西部开发的特种国债
2002	维持积极财政政策的连续性	继续发行国债 1500 亿元, 降低金融保险营业税等, 提高社会保障程度, 继续支持农村税费改革
2003	经济自主增长机制已经得到增强, 积极财政政策逐渐淡出	政府投资以外的各主体投资占到投资总额的 80%, 居民消费价格首次由负转正, 通缩阴影逐渐散去, 外需拉动强劲, 积极财政政策开始进入收缩阶段, 全年国债安排使用 1400 亿元, 同时, 继续调整国债支出结构, 加大公共支出。
2004	积极财政政策开始转型, 进一步缩小国债规模	全年只安排 1100 亿元(后调减为 900 亿元), 同时, 减少生产性固定资产投资支出和加大公共社会保障方面的支出。
合计	实施积极财政政策的七年间共发行长期建设国债约 9000 亿元, 同期银行发放国债项目配套贷款 2 万多亿元, 直接拉动投资约 4 万亿元。	

数据来源: 东海证券研究所 国家统计局 财政部 国家税务局

表格 07 世界产业结构演变趋势与国际差距 1960-2006

经济类型	各产业占 GDP (%)								
	1960*			1995**			2006***		
	I	II	III	I	II	III	I	II	III
低收入经济体	50	17	33	25	38	35	20	28	52
中等收入经济体	22	32	46	11	35	52	9	36	54
高收入经济体	6	40	54	2	32	66	2	26	72#
中国	24	44	32	20	47	33	11	49	40

注: (1) 资料来源: * World Development Report 1979, The World Bank; ** World Development Report 1997, The World Bank;

** World Development Indicator 2007, The World Bank. 中国数据来自《中国统计年鉴》。(2) #高收入经济体数据为 2005 年。

根据发达国家的经验, 在工业化中后期产业结构将有几大明显改变: 服务业比重提升大大快于工业, 生产性服务业(金融保险、房地产、商务服务、批发零售、运输仓储)比重提升大大快于消费性服务业(居民服务、餐饮酒店),

高端服务业（金融保险、商务服务）比重提升大大快于低端服务业（批发零售、餐饮酒店）。

我国目前处于工业化中期发展阶段，人均 GDP 已经超过 3000 美元，根据发达国家的经验，未来我国服务业正步入快速成长期。

表格 08 日本产业结构变化 1975-1990

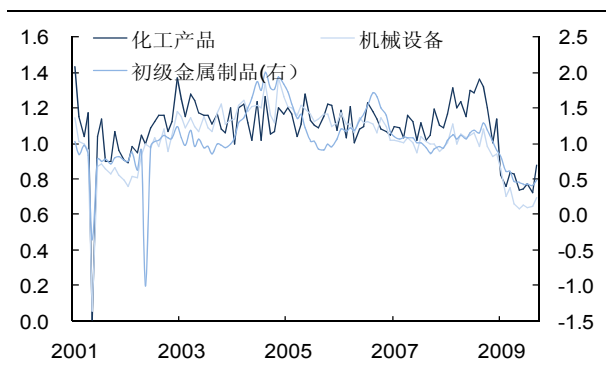
增加值比重 前 15 位的行业	日本 1975 年		日本 1990 年	
	行业	比重%	行业	比重%
1	建筑	19.7	房地产和商业服务	15.1
2	批发及零售贸易	10.9	批发及零售贸易	12.9
3	食品、饮料、烟草	8.8	建筑	9.2
4	政府公共服务	7.6	社区，社会及个人服务业	8.4
5	房地产和商业服务	7.3	政府公共服务	6.7
6	社区，社会及个人服务业	6.2	运输及贮存	5.9
7	运输及贮存	4.4	金融与保险	4.9
8	非电动机械	4.2	食品、饮料、烟草	2.9
9	餐饮及酒店业	3.5	餐饮及酒店业	2.7
10	纺织、服装、皮革	3.5	非电动机械	2.7
11	汽车制造业	3.4	农、林、渔业	2.3
12	农、林、渔业	2.3	电力、燃气及水	2.3
13	家用视听设备制造业	2.0	造纸及纸制品业	2.0
14	金融与保险	1.8	汽车制造业	2.0
15	钢铁制造业	1.8	金属制品业	1.8

资料来源：东海证券研究所 《日本 36 部门投入产出表 1970-1995》

（三）外需：出口增长 12.5%，准备收割下一轮经济复苏的果实

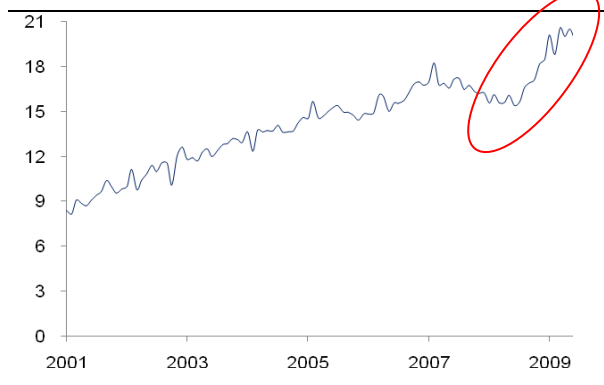
近年来 GDP 与出口的弹性大约为 1: 2.5，因此明年经济持续向上，出口复苏的弹性更大。预计如果明年 GDP 增速达到 9.5%，出口增速将达到 12.5%。

图表 26 美国进口结构增速



资料来源：东海证券研究所 Wind 资讯

图表 25 中国出口占美国出口比重



资料来源：东海证券研究所 Wind 资讯

2009 年在美国出口环境如此恶劣的背景下，中国在美国出口中的占比仍然上升，除了低端的出口结构之外，说明了中国产品的全球竞争力。

经过这一轮危机重新洗牌，我国很多出口的竞争对手纷纷倒下，今后两年正是收割下一轮全球经济复苏果实的重要时机。

在经济复苏的初始阶段，全球贸易对投资品的需求更大，明年出口将对我国的主要是工程机械、钢铁、化工等产生有力拉动，而且这些产品我国具有明显的优势，我国将率先享受到全球复苏的好处。

总体来看，明年宏观形势的演进格局将呈现出“市场接力政府，内需接力外需，中游接力先导，景气接力流动性”的重要特征，经济走向全面复苏和可持续性复苏的趋势进一步增强。

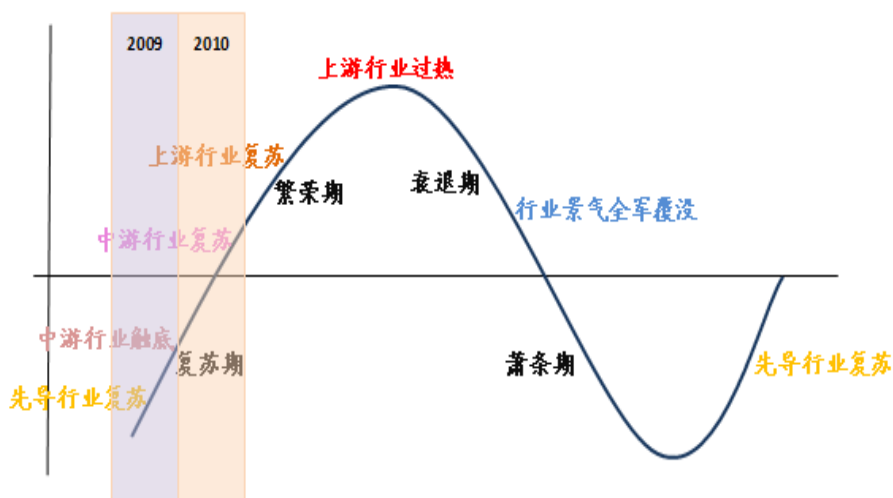
四、行业景气：先导向中上游传导，消费领域与服务业大发展

（一）行业景气轮动阶段：由先导向中上游景气传导

目前我们正处在由先导行业向中游行业进行景气轮动和传导的进程中。

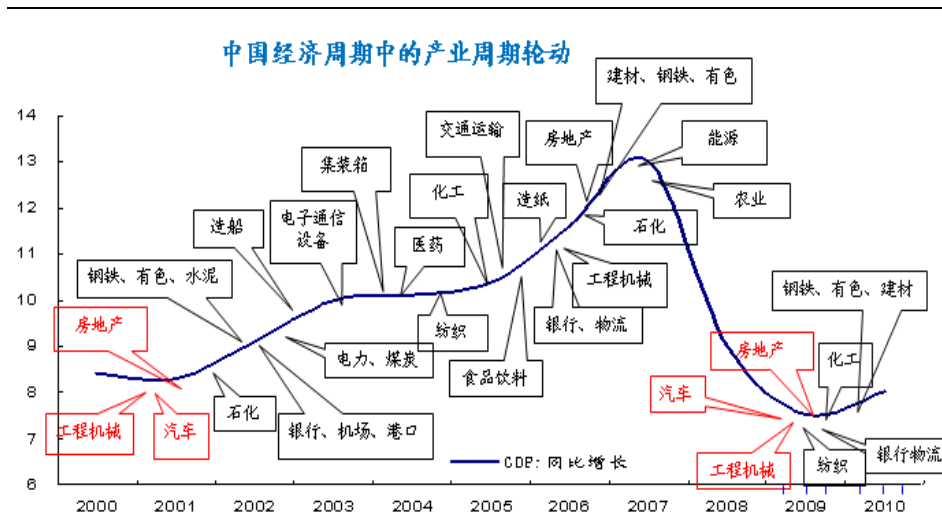
- 经济周期的总量波动是以产业周期的结构波动为基础的，经济周期的不同阶段往往具有不同的产业周期特征
- 经济复苏阶段以先导行业复苏为主要特征
- 经济周期繁荣阶段以中游的重化工行业复苏为主要特征
- 经济周期的衰退阶段以上游能源原材料行业和其他瓶颈产业的过热为主要特征

图表 27 经济周期波动中的行业周期轮动



资料来源：东海证券研究所

图表 28 中国行业景气轮 (2001-2009)



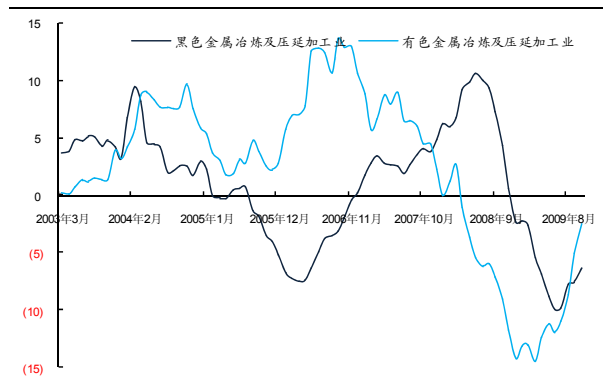
资料来源：东海证券研究所

中国行业景气轮动的规律为这两次经济周期所验证。2001 年经济的启动正是从汽车、工程机械和房地产率先发力，这是由我国所处的发展阶段特征所决定的。

(二)行业景气新趋势: 行业景气扩散、消费与服务业大发展、投资品受益于出口复苏

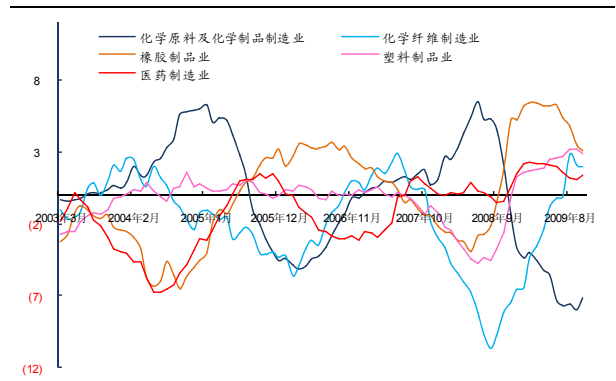
- 先导行业的汽车、地产、家电、纺织，在政策支持和自身需求支持下2010年景气延续；
- 经济景气正在向更多的行业扩散，先导行业景气正在向中游行业扩散。产能过剩情况不严重的化工化纤等行业受益明显，而产能过剩较严重的钢铁有色未来将面临较长的消化期；
- 受益于明年政策转向启动消费的大趋势，消费行业将一改防御性的特征，成为明年最具成长性的领域；
- 在产业升级和结构调整的大背景下，服务业尤其是生产性服务业将迎来趋势性的增长；
- 在出口复苏的初级阶段，投资品领域（钢铁、化工、工程机械）将有明显受益。

图表 30 行业景气 CTC: 钢铁、有色



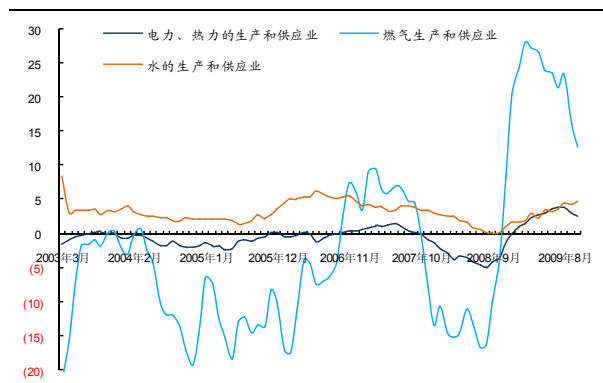
资料来源: 东海证券研究所

图表 29 行业景气 CTC: 化工



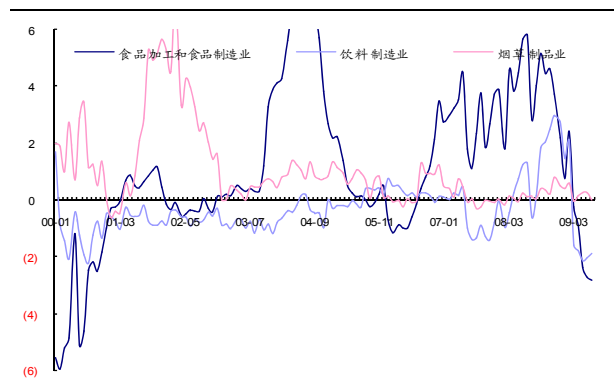
资料来源: 东海证券研究所

图表 32 行业景气 CTC: 电力、燃气、水



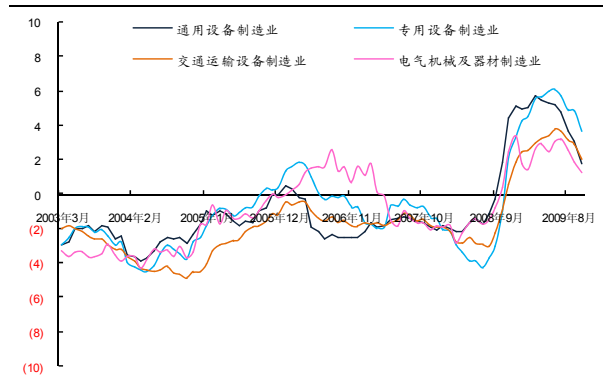
资料来源: 东海证券研究所

图表 31 行业景气 CTC: 食品、饮料、烟草制品业



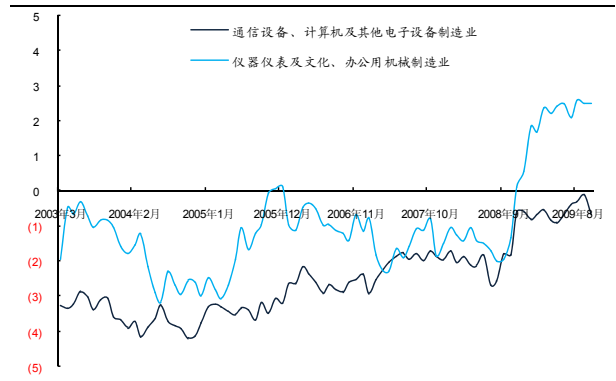
资料来源: 东海证券研究所

图表 33 行业景气 CTC: 机械



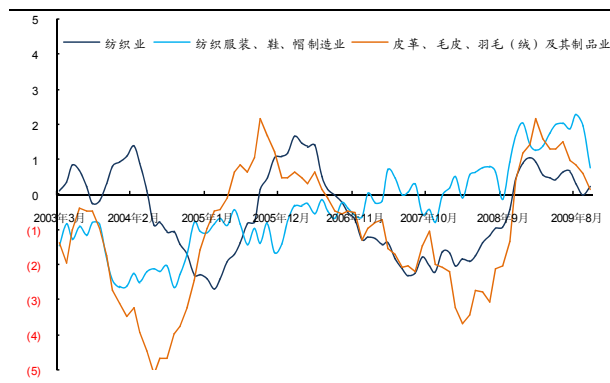
资料来源: 东海证券研究所

图表 34 行业景气 CTC: 通信、电子



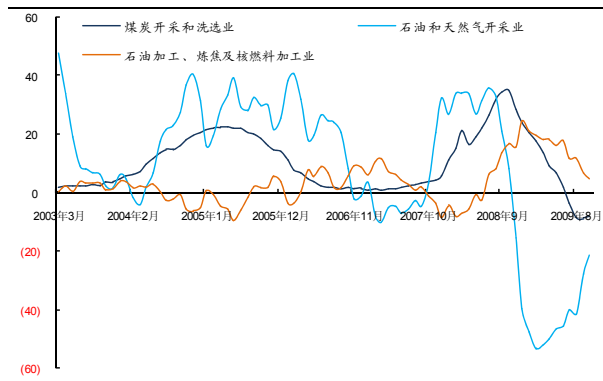
资料来源: 东海证券研究所

图表 35 行业景气 CTC: 纺织、服装



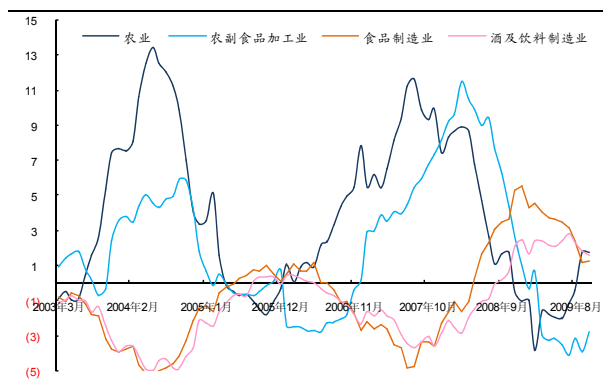
资料来源: 东海证券研究所

图表 36 行业景气 CTC: 煤炭、石油



资料来源: 东海证券研究所

表 37 行业景气 CTC: 农业、食品



资料来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介**

任泽平，博士，8 年宏观经济研究经验，3 年证券从业经验。

李志兵，硕士，中央财经大学经济学专业。

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$

中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122