

丁安华 何 钟 谢亚轩
赵文利 刘启元
86-755-82943270
liuqiyan@cmschina.com.cn

2010年04月14日

被宏观政策烫平的经济增长

2010年二季度宏观经济报告

主要内容:

- **货币政策：通货膨胀失控概率不大，央行可能加息两次。**我们认为货币流通速度不会快速回升，天量货币投放导致通货膨胀失控的概率不大。2010年的CPI走势近似钟形，高点可能出现在第三季度，全年来看，CPI可能在3.2%左右。从大的周期来看，2010年的货币环境应视为从“超宽松货币政策的退出”。退出的主要措施包括：信贷规模从去年的10万亿下降到7.5万亿，提高存款准备金100个基点，提高基准利率两次。
- **投资：全年投资增速将相对平滑，存货投资正增长。**我们认为货币当局对信贷调控有较强的控制能力，全年信贷投放完全有可能控制在7.5万亿左右。但由于信贷资金投放更强调“相对均衡投放”，在目前信贷需求强劲的背景下，意味着全年货币供给环境将“前紧后松”，这将使今年的月度投资增速“前降后升”，全年相对更加平滑。我们调低全年投资增速至25.8%，调低对GDP贡献0.4个百分点至6.1，其中固定资产形成5.7，存货投资0.4。
- **消费：继续平稳增长。**随着经济的持续复苏，居民收入水平持续提高；去年实施的消费刺激政策今年仍然维持，这些因素都会保证今年消费的平稳增长。但由于去年消费刺激计划集中在大件耐用消费品，去年大量的消费有可能导致今年的消费量相对减少，同时基数因素也会导致部分耐用消费品的增速比去年明显下降，比如汽车消费等，因此消费对GDP的贡献点数有可能低于去年。我们预计今年的消费名义增速为18.6%，拉动GDP增长4.1个百分点。
- **贸易：将实现恢复性增长，其中进口增长相对强劲，但贸易顺差仍有望实现小幅增长。**宏观经济总体上呈现“外冷内热”的格局，内需强于外需，使得2010年上半年进口增速明显快于出口。考虑到经济过热的风险正在增加，下半年内地宏观调控政策将在一定程度上抑制进口过快增长，下半年进出口增速的差距将会有所收窄，同时基于我们认为人民币升值对于贸易差额影响不大的判断，全年贸易顺差仍有望实现小幅增长，预计净出口对GDP增长的贡献为0.2个百分点。
- **汇率：2010年人民币兑美元升值5%左右。**我们认为人民币汇率作为一个重要的政策变量，当前其最重要的决定因素是和出口有关的就业状况和社会稳定。据此，我们判断人民币已具备从“非常”政策中退出，重新回到稳步升值轨道的条件。2010年人民币可能升值5%左右，升值的方式仍将是缓慢和渐进的。在当前的情况下，一次性升值的做法既缺乏理论依据又有失政策严肃性，因此出现的概率不大。但在目前0.5%的基础上，扩大人民币每日波动区间的政策与人民币自由浮动的长期目标一致，具备推出的可能性。

相关报告

- 1、《2010年度宏观经济报告-后危机 新格局》
2009/12/10
- 2、《从中美数据对比看经济周期特征性事实及含义——经济周期专题报告之一》
2009/10/16
- 3、《中国经济2009年中期展望-为什么说当前的经济扩张是可持续的？》
2009/6/25
- 4、《2008：浓缩的周期 2009：短暂的通缩——2008年宏观数据点评》
2008/1/22
- 5、《2009年宏观经济报告——孕育需求 转危为安》
2008/12/16
- 6、《金融加速器的机理与应对：信贷过度紧缩风险将逐渐化解》
2008/10/20

正文目录

一、通货膨胀失控概率不大，央行可能加息两次	3
1、2010 年 CPI 的钟形走势	3
2、2010 年货币政策：超宽松货币政策的退出	4
3、超宽松货币政策退出内容一：信贷规模控制在 7.5 万亿	5
4、超宽松货币政策退出内容二：提高存款准备金率 100 基点	5
5、超宽松货币政策退出内容三：提高基准利率两次	6
二、投资：全年投资增速将相对平滑	7
1. 信贷趋紧将拉低上半年投资增速	7
2. 下半年投资增速可能会回升	8
3. 全年投资增速估计——与新增信贷直接相关	8
4. 对 GDP 的贡献测算——存货投资贡献将大幅增加	10
三、消费：继续平稳增长	12
四、贸易：将实现恢复性增长，其中进口增长相对强劲，但贸易顺差仍有望实现小幅增长	14
1、宏观经济“外冷内热”，将使进口增长快于出口	14
2、领先指标显示出口同比增速或于年中见顶	15
3、净出口对 GDP 增长的贡献可望转正，但总体拉动作用微弱	16
4、人民币升值对贸易差额的影响不大	16
五、汇率：2010 年人民币兑美元升值 5%左右	19
1. 2010 年人民币升值的幅度：约 5%，方式：缓慢渐进	19
2. 短期看，与出口有关的就业状况和社会稳定是人民币汇率最重要的决定因素	19
3. 人民币汇率的未来：中期“调结构”，长期自由浮动	22
4. 关于人民币汇率的五个误区	23

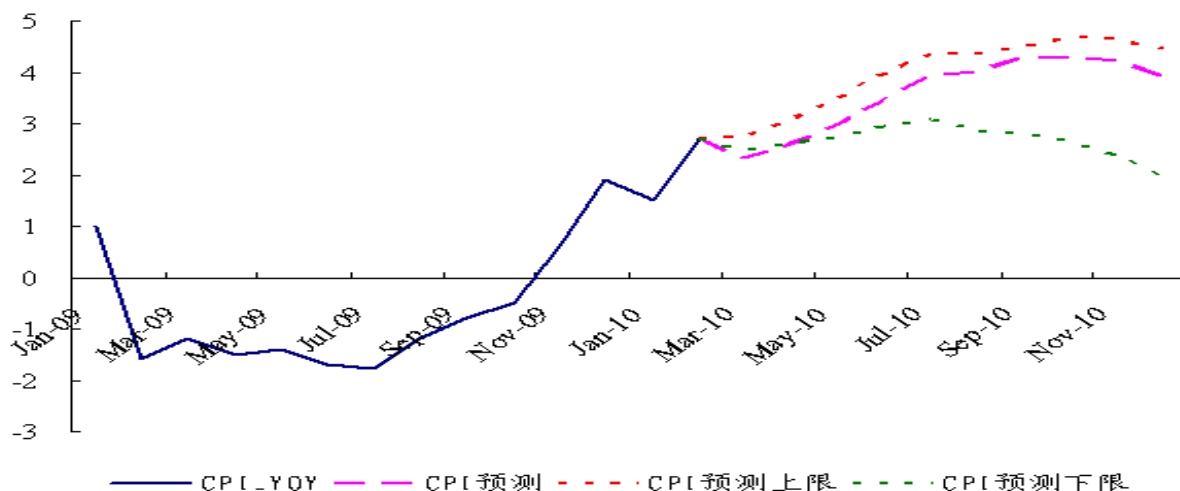
一、通货膨胀失控概率不大，央行可能加息两次

我们认为货币流通速度不会快速回升，天量货币投放导致通货膨胀失控的概率不大。2010 年的 CPI 走势近似钟形，高点可能出现在第三季度，全年来看，CPI 可能在 3.2%。从大的周期来看，2010 年的货币环境应视为从“超宽松货币政策的退出”。退出的主要措施包括：信贷规模从去年的 10 万亿下降到 7.5 万亿，提高存款准备金 100 个基点，提高基准利率两次。

1、2010 年 CPI 的钟形走势

2010 年的 CPI 走势近似钟形。预计今年物价上涨水平不大，CPI 最高点大概出现在 7、8、9 三个月，全年来看，CPI 有可能控制在 3%以内。但如果今年由于外部冲击（大宗商品价格上涨、气候情况等），或者 CPI 权重计算调整（加大居住类权重），造成了月环比大于 5%的上涨，CPI 高点的出现会向后推移到第三季度末和第四季度初期，那么从全年来看，CPI 控制在 3%以内有一定的难度。我们更倾向于认为，由于货币流通速度的回升比较稳定，2010 年出现通货膨胀失控的概率不大，全年 CPI 的增速可能在 3.2%。

图 1：2010 年 CPI 走势近似钟形，最高点大概出现在 7、8、9 三个月

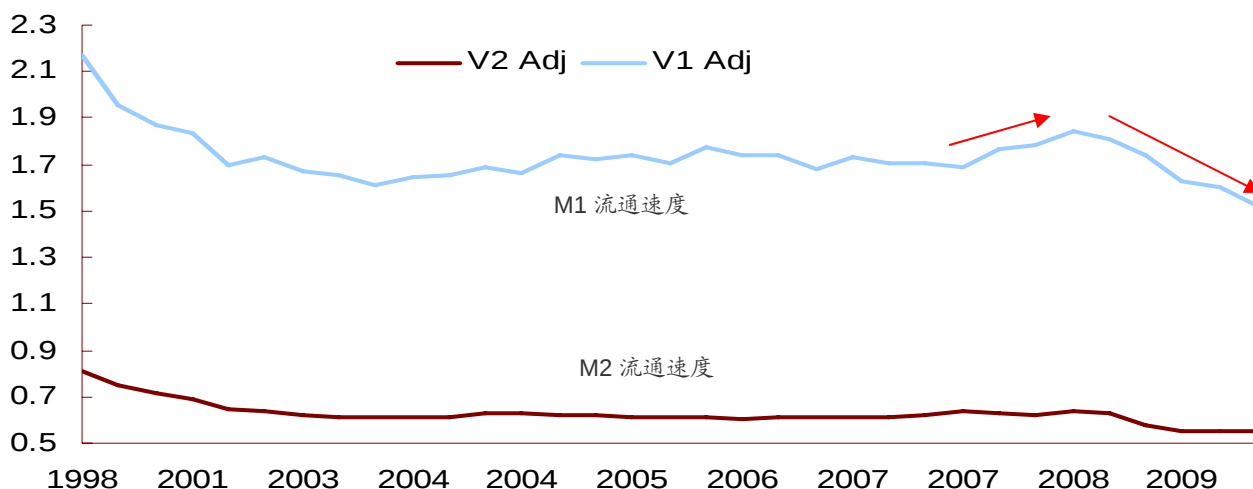


资料来源：国家统计局，彭博，招商证券研发中心

我们判断通货膨胀失控概率不大的主要依据是：尽管去年出现了天量的信贷货币供应，但由于货币流通速度仍处于低端，2010 年出现大规模通货膨胀的可能性不大。根据货币数量方程式： $M \cdot V = P \cdot Q$ ，在货币流通速度降低的情况下，短期内，巨大的货币供应量并不会带来持续的价格上升。一般认为，货币流通速度在正常情况下决定于货币的机会成本——利率，但在经济危机中，则主要决定于风险程度。根据有关研究，大萧条时期的 1931 年至 1932 年，美国 M1 的流通速度下降 18.12%，M2 的流通速度下降 16%。在本轮危机中，美国 M1 的货币流通速度下降了 17%。中国 M1 的货币流通速度则是在 2008 年第三季度达到高点后急剧下降，由 1.8447 下降到 2009 年的 1.5243，下降幅度达 17.3%。预计，2010 年中国的货币流通速度将企稳回升，但从历史情况看，货币流通速度出现快速上升的可能性不大。考虑到货币流通速度放缓在短时间内对物价上升有一定抑制作用，

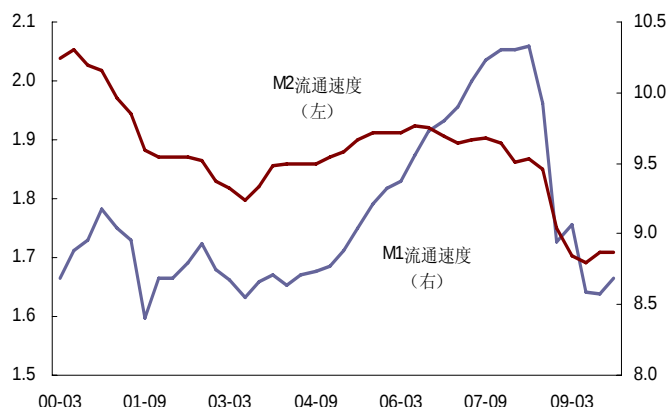
我们认为由于恶性通货膨胀导致央行大幅加息的可能性很小。

图 2：2009 年末的货币流通速度在历史低位



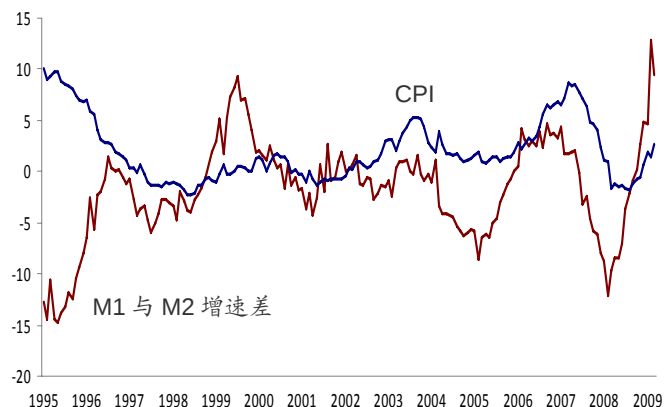
资料来源：国家统计局，彭博，招商证券研发中心

图 3：美国的货币流通速度同样出现急剧下降



资料来源：美联储，彭博，CEIC，招商证券研发中心

图 4：中国 M1 与 M2 增速差及 CPI 的关系



资料来源：国家统计局，CEIC，招商证券研发中心

2、2010 年货币政策：超宽松货币政策的退出

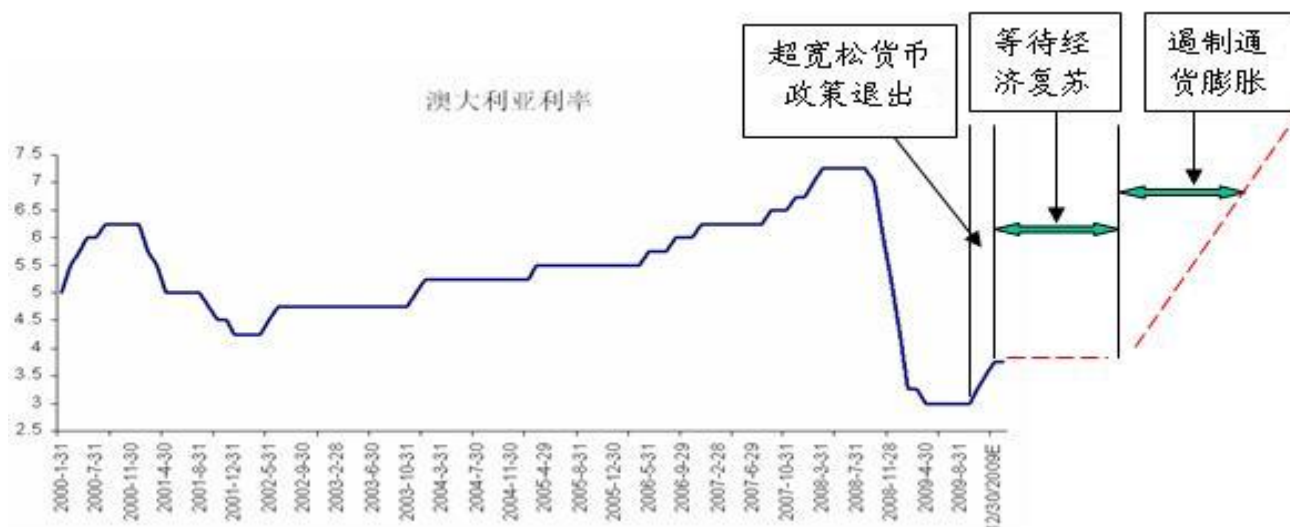
严格的讲，由于整体通胀水平还在低位，实体经济刚刚从危机中恢复，今年的货币政策还不具备紧缩的条件，我们更倾向与把今年的利率水平上升称为“超宽松货币政策的退出”。从全球的范围来看，由于在此次危机中，我国的金融体系没有出现系统风险，因此采用降低利率及注入流动性的方式应对金融危机的迫切性应远小于其他国家。因此，一旦出现经济企稳，各种超强的刺激政策应逐步正常化。

从大的周期来看，我们预计利率水平的上升应大致分为三个阶段

1. 经济摆脱了硬着陆的风险，利率水平逐步上升，超宽松货币政策退出；
2. 利率水平保持相对稳定，等待实体经济的复苏；
3. 持续的通货膨胀出现，提高利率水平控制总需求。

从目前我国的情况来看，我们仍处在第一阶段，利率水平应逐步提高，但有别于经济高速发展的后期出现的利率被连续的大幅度的提高。

图 5：利率水平的上升应大致分为三个阶段（以澳大利亚为例）



资料来源：彭博，招商证券研发中心

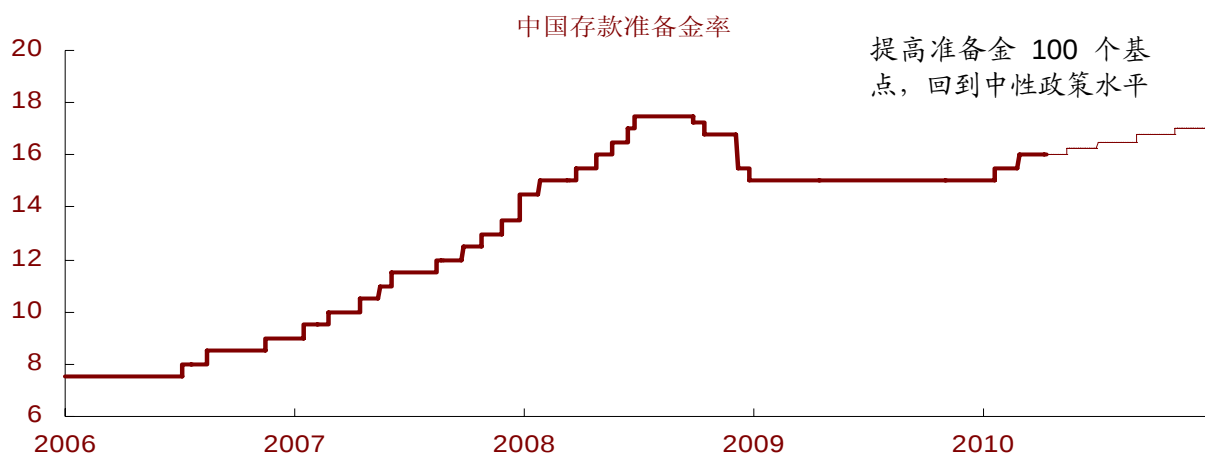
3、超宽松货币政策退出内容一：信贷规模控制在 7.5 万亿

考虑中国人民银行控制通货膨胀的决心和银监会对各个商业银行贷款增长的实际控制能力，我们认为 2010 年的信贷规模控制在 7.5 万亿是大概率事件。

4、超宽松货币政策退出内容二：提高存款准备金率 100 基点

存款准备金调整主要是为了控制贷款规模的增长。从 2008 年 10 月开始到 2008 年底，人民银行共下调存款准备金率 200bp 以应对全球性的金融危机，今年年初开始人民银行又上调存款准备金率 100bp，如果认为 2008 年 10 月之前的货币政策是中性，今年存款准备金率还有上调 100bp 的空间。

图 6：2010 年中国人民银行可能提高存款准备金率 100 个基点

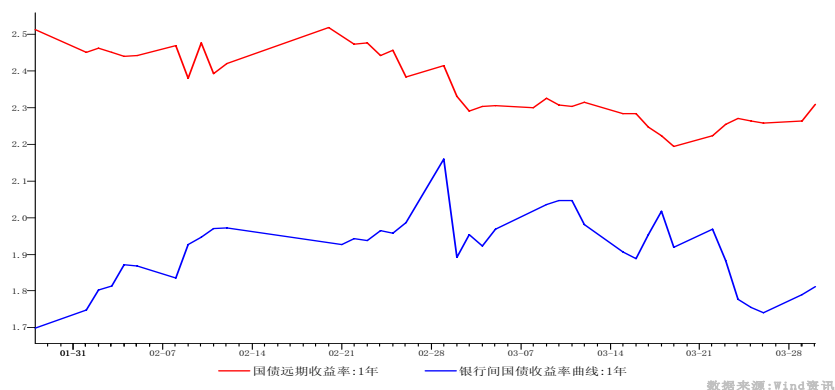


资料来源：中国人民银行，彭博，招商证券研发中心

5、超宽松货币政策退出内容三：提高基准利率两次

利率是全社会资产定价的基础，但从历史上看，央行在加息的态度上趋于保守，“决策层需要看到确切的迹象或统计数据，显示复苏态势良好”才会启动加息进程。所以，我们认为利率被大幅提高的可能性不大，但为了管理社会的通货膨胀预期及防范资产泡沫的形成，利率水平会有所提高。从目前债券市场的交易数据来看，市场预计今年利息将上调2次，上调约54bp。

图 7：国债市场收益率曲线



资料来源：WIND，招商证券研发中心

表 1：2010 年市场预期加息次数

	国债远期收益率:1年	银行间国债收益率曲线:1年	市场预期加息次数 (每次27bp)
2010-01-28	2.5131	1.6989	3
2010-02-01	2.4519	1.7480	3
2010-02-02	2.4625	1.8031	2
2010-02-03	2.4514	1.8136	2
2010-02-04	2.4394	1.8711	2
2010-02-05	2.4424	1.8690	2
2010-02-08	2.4697	1.8357	2
2010-02-09	2.3809	1.9268	2
2010-02-10	2.4759	1.9464	2
2010-02-11	2.3920	1.9711	2
2010-02-12	2.4208	1.9712	2
2010-02-22	2.4737	1.9431	2
2010-02-23	2.4757	1.9366	2
2010-02-24	2.4413	1.9655	2
2010-02-25	2.4569	1.9566	2
2010-02-26	2.3840	1.9870	1
2010-03-01	2.4139	2.1590	1
2010-03-02	2.3306	1.8914	2
2010-03-03	2.2915	1.9533	1
2010-03-04	2.3040	1.9231	1
2010-03-05	2.3058	1.9682	1
2010-03-09	2.3258	2.0366	1
2010-03-10	2.3075	2.0466	1
2010-03-11	2.3027	2.0463	1
2010-03-12	2.3138	1.9820	1
2010-03-15	2.2843	1.9068	1
2010-03-16	2.2827	1.8887	1
2010-03-17	2.2476	1.9533	1
2010-03-18	2.2240	2.0176	1
2010-03-19	2.1940	1.9191	1
2010-03-22	2.2230	1.9683	1
2010-03-23	2.2548	1.8830	1
2010-03-24	2.2707	1.7767	2
2010-03-25	2.2641	1.7556	2
2010-03-26	2.2575	1.7415	2
2010-03-29	2.2639	1.7904	2
2010-03-30	2.3083	1.8127	2

资料来源：Wind，招商证券研发中心

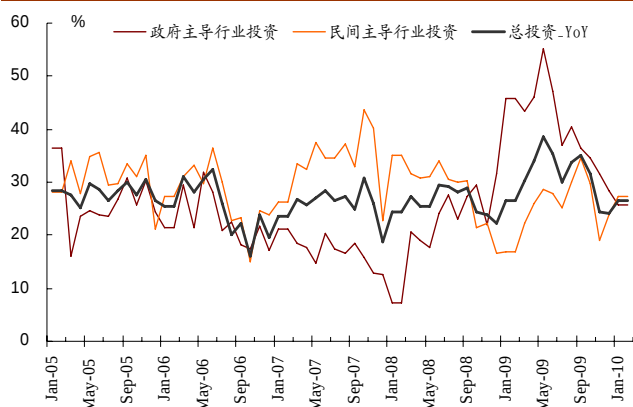
二、投资：全年月度增速将相对平滑

1. 信贷趋紧将拉低上半年投资增速

信贷对投资的支持作用直接而有效。无论是政府主导投资还是民间主导投资，银行贷款都是主要的资金来源，因此，新增信贷对投资的重要作用不言而喻。这种重要的作用不但反映在总量上，还反映在节奏上。虽然去年的新增信贷创下天量，但由于去年上半年的过度投放严重挤占了下半年的额度，7月份开始的信贷紧缩明显给投资带来了负面影响，投资增速在下半年持续走低。

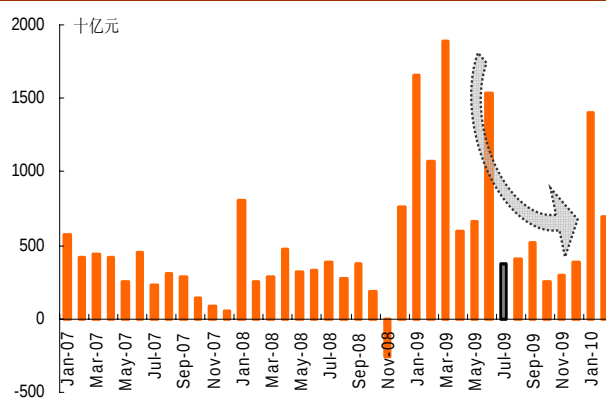
持续的信贷紧缩拉低上半年的投资增速。时间进入到2010年后，虽然1、2月份的新增信贷仍很可观，但相对旺盛的需求来说，目前的信贷环境并不“宽松”。出于对通胀的担心，旨在控制信贷总量的窗口指导有加强之势。根据我们前期的调研结果，对信贷的调控已深入到需求层面，即严格控制对地方投融资平台和对房地产开发企业的贷款。而且，由于去年上半年的投资同比增速持续走高带来的高基数效应，今年上半年单月投资回落至趋势水平甚至向下应该是无法避免。

图 8：投资增速在去年7月份已开始回归趋势水平



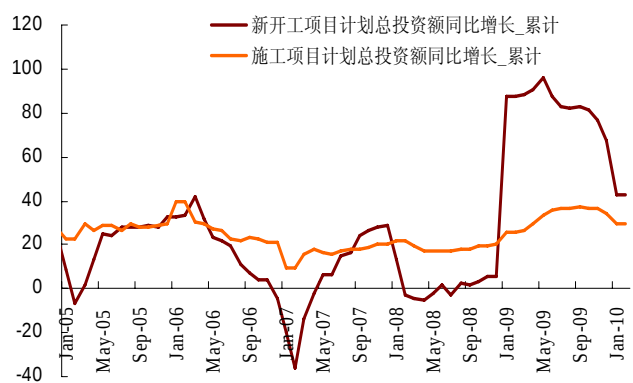
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 9：新增信贷在去年下半年逐渐收紧



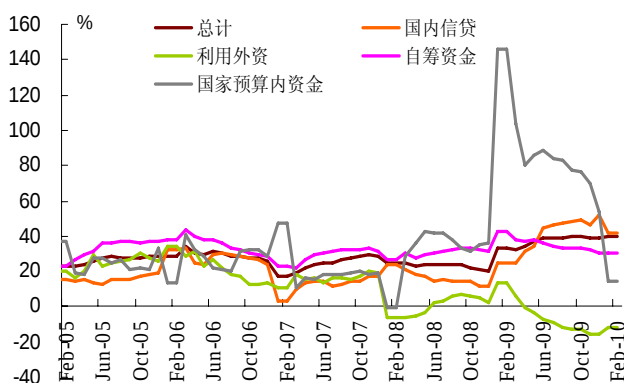
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 10：新开工项目同比增速回归正常水平



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 11：信贷对投资的支持开始下降



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

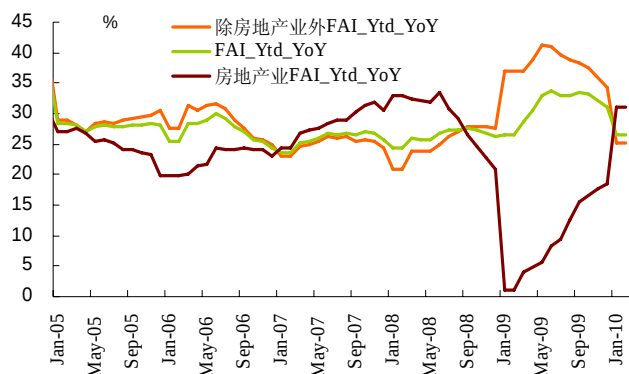
2. 下半年投资增速可能会回升

下半年的信贷控制可能放松，对下半年的投资构成有力支撑。根据中国人民银行货币政策委员会 2010 年第一季度例会透露的信息，信贷资金将会努力做到“相对均衡投放”，我们认为这可能是下半年数量型工具放松的信号。从价格的走势来看，目前总需求层面的调控是非常有效的，价格环比涨幅渐缓；尽管有一些外部冲击（如原材料价格超预期上涨以及西南干旱等），价格同比涨幅全年很难超过 3.5%。我们预期价格同比将在三季度达到高点，如果这三个月的价格同比在控制区间之内，那么下半年对总需求的调控将有可能放松，信贷控制的力度将会减弱，最终达到央行所称的“信贷资金的相对均衡投放”。

如果信贷在下半年放松，房地产将会从中受益。按投资主体来划分投资，由于政府主导投资的反周期特征，不管信贷是否继续紧缩，政府主导型投资的增速走低都是大概率事件；而民间主导投资将有可能从信贷放松中受益，首当其冲的将是房地产投资。

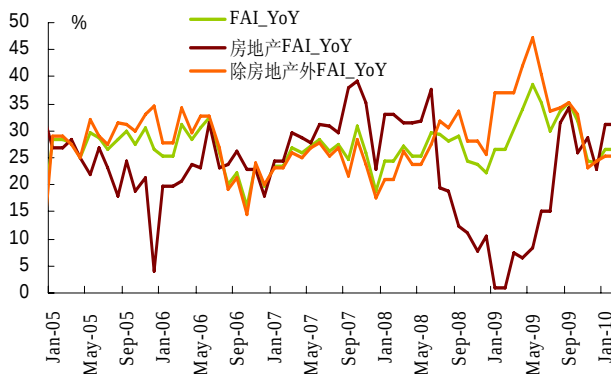
由于对通胀和房地产泡沫的担心，房地产成为调控的首选目标。但基于总需求的调控虽然降低了通胀预期，却会加剧房地产市场供需不平衡的矛盾，为房价继续上涨埋下隐患。政府增加保障性住房虽然能在一定程度上缓解这种矛盾，但解决问题的根本还在于增加供给。房地产开发投资主体是以民营资本为主的民间投资，对信贷的依赖程度高，如果下半年的信贷能有所放松，那么对房地产投资的增长将有非常明显的促进作用。

图 12: 房地产投资累计增速



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 13: 房地产投资单月投资增速



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

3. 全年投资增速估计——与新增信贷直接相关

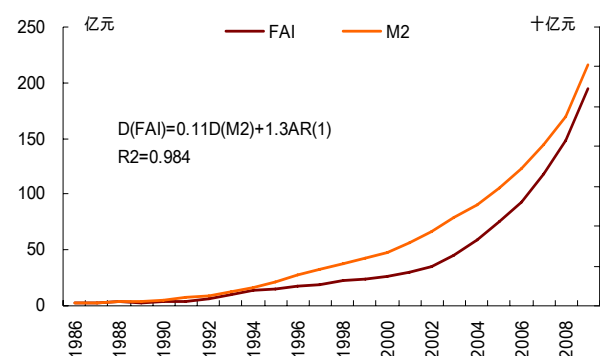
固定资产投资与货币存量和增量都有极高的相关性。固定资产投资和 M2 的相关度为 98.6%，和 M2 增量的相关度也高达 97.7%；而从增速来看，固定资产投资增速与 M2 增速的相关性较高。而 M2 增量和新增信贷直接相关，我们根据新增信贷对 M2 增量、进而对投资增速的拟合结果如下：

表 2: 不同信贷增量下的投资增速测算

新增信贷 (万亿)	M2 增量 (十亿)	M2 (十亿)	M2 增速 (%)	FAI (亿元)	FAI_YoY (%)
7.5	10344.8	70967.3	17.1	24422.6	25.8
8.0	11040.6	71663.1	18.2	24500.3	26.2
8.5	11736.5	72359.0	19.4	24577.9	26.6
9.0	12432.3	73054.8	20.5	24655.6	27.0
9.5	13128.2	73750.7	21.7	24733.3	27.4

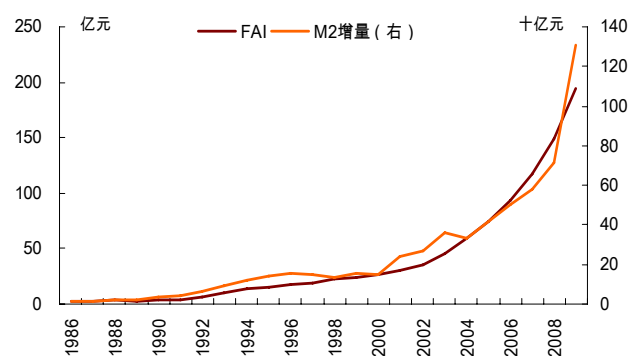
资料来源: 招商证券研发中心

图 14: 固定资产投资与 M2 相关度高达 98.6%



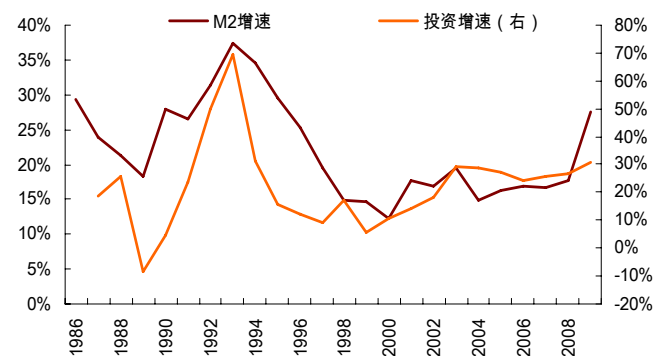
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 15: 固定资产投资与 M2 增量的相关度 97.7%



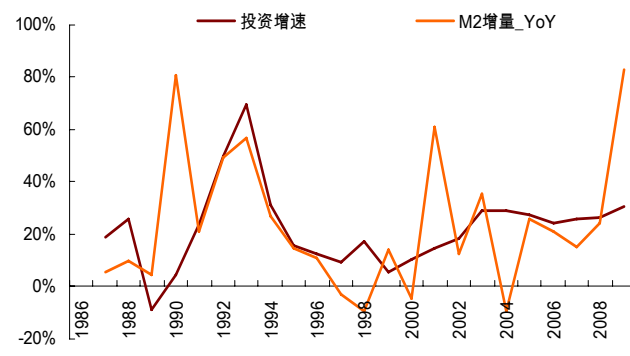
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 16: M2 增速和投资的相关性更高



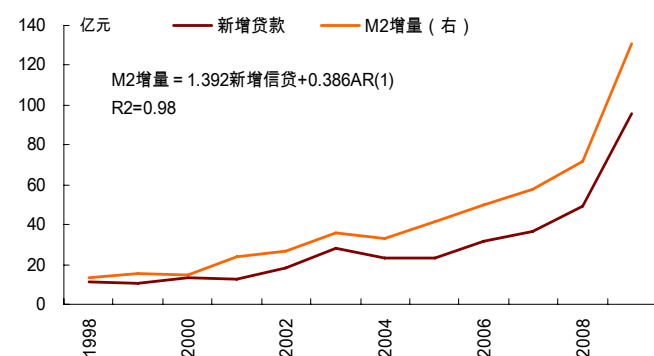
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 17: M2 增量同比波动幅度大于 FAI 同比增速



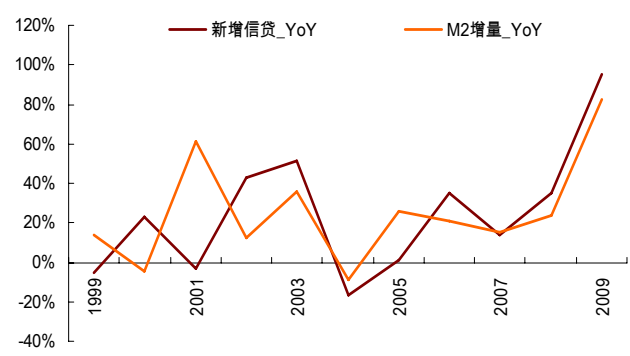
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 18: 新增信贷和 M2 增量的相关度高达 99%



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 19: 新增信贷增速和 M2 增量同比也非常一致



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

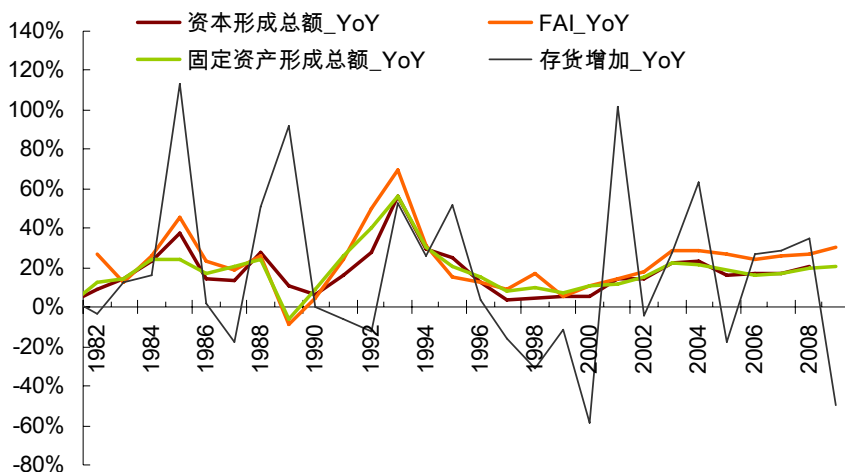
4. 对 GDP 的贡献测算——存货投资贡献将大幅增加

支出法测算的 GDP 资本形成贡献包括两部分：固定资产形成总额和存货投资。固定资产形成虽然和固定资产投资不是一样的概念，但同比变化非常一致；我们用固定资产同比增速构建了一个一阶差分模型来模拟固定资产形成同比增速，模型的 R^2 高达 94.5%。

存货投资的变化相对较快且难估计。不过从理论上推理，存货投资的变化与企业对经济的判断直接相关，这其中 PPI 是一个重要参考指标。即如果价格上升，企业可能会增加原材料库存，同时价格的升高也意味着经济的需求强劲，产成品的存货也会增加。另外，货币供应也是一个重要因素，投资的增加意味着对货币的需求增加，这会反映在 M2 的增加上。

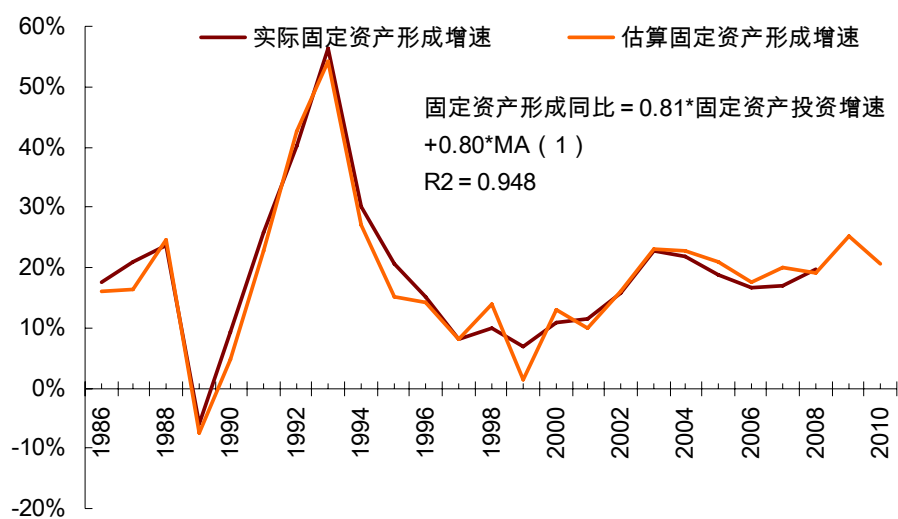
我们从实际的存货投资与货币供给的变化也可以发现这种关系。1990 年至 2003 年的 M2 增量的同比增速和存货同比非常一致，但 2003 以后货币变化却领先存货一年。我们认为，这种变化表明央行对货币投放的控制力度加强了，加强的重要工具就是窗口指导。虽然从 1987 年开始，中央银行就与专业银行建立了比较稳定的联席会与碰头会制度，定期对商行的放贷进行指导，但并不具备法律效力，也非强制执行。但 2003 年以后，窗口指导开始发挥较大作用，特别是 2003 年，窗口指导成功地发挥了巨大的紧缩效力，全年贷款控制在 2.9 万亿，这曾被认为是不可实现的数量控制目标。窗口指导逐渐被固化为央行的一项基本货币政策工具。因此，对于 2003 年以后的数据，我们可以把前一年的货币供应当作第二年存货投资的重要预测指标。

图 20：固定资产形成总额与固定资产投资增速走势一致



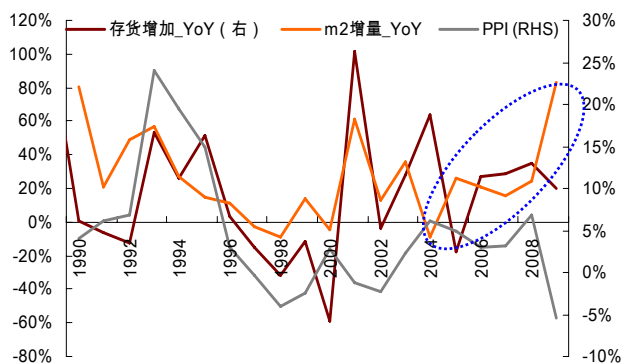
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 21: 固定资产投资是固定资产形成的主要决定因素



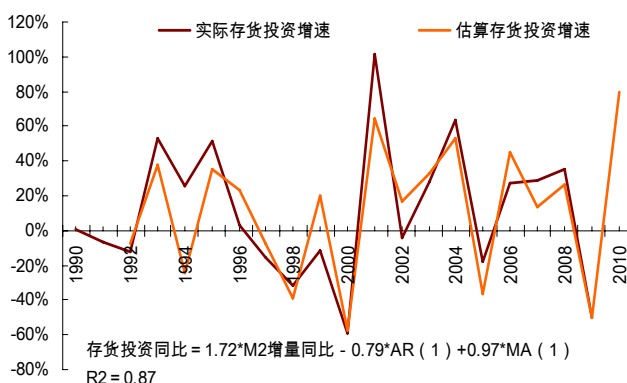
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 22: 2004 年以后信贷控制力度明显加强



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

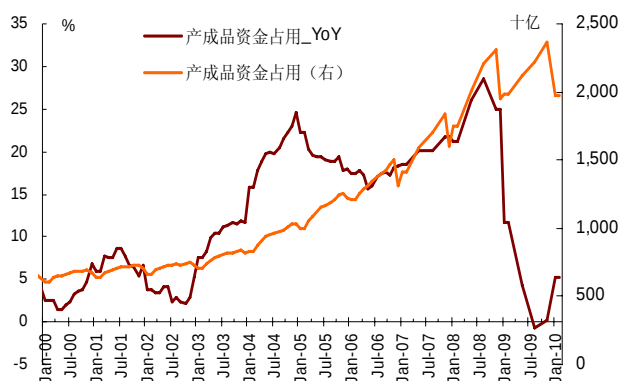
图 23: 存货投资结果估算



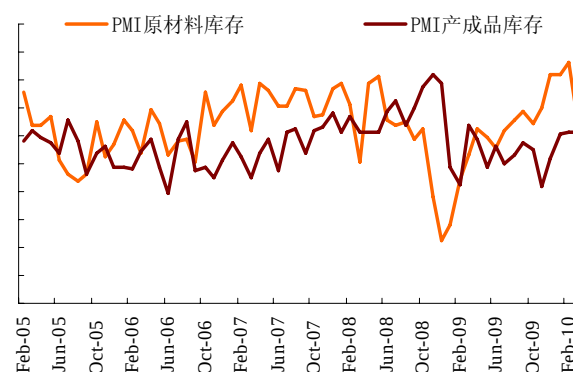
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

对 2010 年的支出法估计建立在 2009 年预测的基础之上,但由于国家统计局只公布了总的贡献拉动,而没有公布支出法各部分的具体数据,我们的预测将会存在一定的不确定性。相对来说,固定资产形成贡献的增速更容易确定,我们测算的 2009 年固定资产形成总额相对 2008 年增长 20.8%,在此基础上,2010 年的增长率依赖于 2010 年的信贷投放,几种预测结果请参加下表(表 3)。

对存货投资的估计相对困难。由于 2009 年是一个非常特殊的年份,外部冲击致使产出增速大幅下降,同时伴随着剧烈的库存调整,特别是产成品库存,现在仍处于非常低的水平。因此,我们认为 2009 年实际的库存投资可能是负增长,根据 2009 年的固定资产形成总额推算的存货投资增速为-50%,对 GDP 增长贡献-1.3 个百分点。由于 2009 年的过量信贷,2010 年将会出现存货投资的大幅增长,我们根据模型测算的结果为 80%,但由于目前信贷控制力度增强,企业对增加存货投资可能仍然谨慎。我们估计 2010 年的存货投资将增加 60%,对 GDP 贡献拉动 0.4 个百分点。

图 24: 产成品资金占用表明产成品库存仍处地位


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 25: 原材料库存可能已恢复至正常水平


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

表 3: 不同投资增速下的 GDP 贡献拉动测算 (单位: 除注明外为%)

新增信贷 (万亿)	FAI_YoY	固定资产形成_YoY	M2 增量_YoY	拉动 GDP 点数 (%)		
				固定资产形成	存货投资	资本形成总额
7.5	25.8	19.8%	-21.1	5.7	0.4	6.1
8.0	26.2	20.1%	-15.8	5.8	0.4	6.2
8.5	26.6	20.5%	-10.4	5.9	0.4	6.3
9.0	27.0	20.8%	-5.1	6.0	0.4	6.4
9.5	27.4	21.1%	0.2	6.1	0.4	6.5

 资料来源: 招商证券研发中心¹

综合以上分析, 我们认为货币当局对信贷调控有较强的控制能力, 全年信贷投放完全有可能控制在 7.5 万亿左右。但由于信贷资金投放更强调“相对均衡投放”, 在目前信贷需求强劲的背景下, 意味着全年货币供给环境将“前紧后松”, 这将使今年的月度投资增速“前降后升”, 全年相对更加平滑。我们调低全年投资增速至 **25.8%**, 拉动 GDP 增长 **6.1** 个百分点, 其中固定资产形成拉动 **5.7** 个百分点, 存货投资拉动 **0.4** 个百分点。

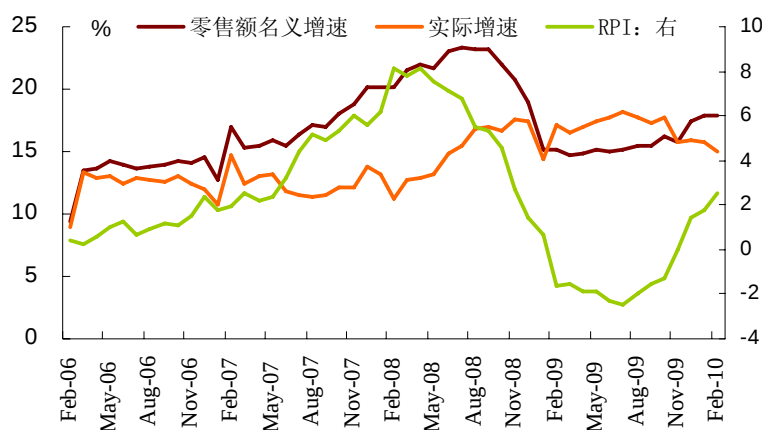
三、消费: 继续平稳增长

随着经济的持续复苏, 居民收入水平持续提高; 去年实施的消费刺激政策今年仍然维持, 这些因素都会保证今年消费的平稳增长。但由于去年消费刺激计划集中在大件耐用消费品, 去年大量的消费有可能导致今年的消费量相对减少, 同时基数因素也会导致部分耐用消费品的增速比去年明显下降, 比如汽车消费等, 因此消费对 GDP 的贡献点数有可能相对去年下降。我们预计今年的消费名义增速为 **18.6%**, 拉动 GDP 增长 **4.1** 个百分点。

汽车销售同比增速比上月略涨, 月度销量继续走高。3 月份汽车销量 173.5 万辆, 单月销量创出新高; 同比增长 56.4%, 比 1-2 月的 46.4% 提高 10 个百分点。季调后的单月销量较上月下降, 表明汽车销售的增长趋势在减缓。

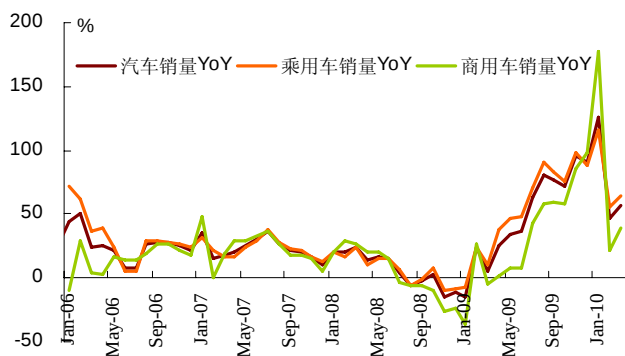
¹ 我们测算的假设条件为: 支出法 GDP 平减指数 2009~2010 分别为 -0.5% 和 5.5%; 2010 年投资价格指数为 6%; 2010 年 CPI、PPI 为 3.2% 和 5.5%; 2009~2010 年的存货投资增速分别为 -50% 和 60%。

图 26: 1-2 月份零售额实际增速保持平稳



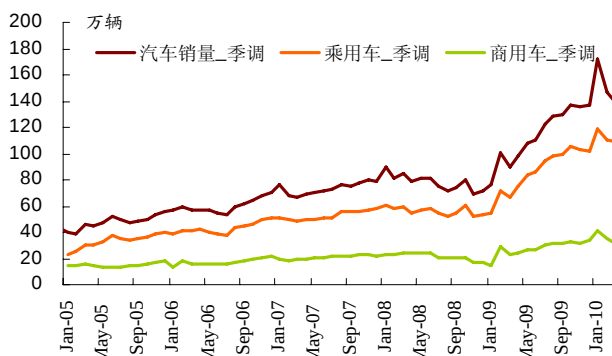
数据来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 27: 汽车销售增速有所回升



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 28: 汽车销量增加趋势减弱



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

表 4: 社会零售额分类增长 (单位: %, 除注明外, 月度数据为单月, 其他为累计数)

	Apr-09	May-09	Jun-09	Jul-09	Aug-09	Sep-09	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Jan-10	Feb-10
消费品零售_累计	15.0	15.0	15.0	15.0	15.1	15.1	15.3	15.3	15.5	14.0	17.9
消费品零售_单月	14.8	15.2	15.0	15.2	15.4	15.5	16.2	15.8	17.5	14.0	22.1
限额以上企业销售总计	10.0	15.3	16.9	15.3	18.5	19.7	24.0	28.3	32.0		
食品、饮料、烟酒类	9.2	16.0	15.2	13.3	12.9	10.0	19.0	16.3	17.3	-20.9	54.5
服装鞋帽、针、纺织品	13.9	21.2	21.1	19.1	21.6	19.1	22.4	24.7	21.8	-11.8	58.4
化妆品类	18.2	21.7	18.4	20.3	22.0	13.7	18.2	14.0	13.4	1.7	29.5
金银珠宝类	10.4	28.7	16.2	18.4	15.0	12.1	15.6	11.6	25.4	10.6	58.8
日用品类	13.7	15.4	18.5	16.3	15.6	11.4	23.5	16.5	18.7	1.9	35.7
体育、娱乐用品类	5.0	6.9	7.6	10.3	7.7	2.5	10.8	12.9	14.8	-12.0	33.4
家用电器和音像器材类	0.6	12.0	9.6	8.0	10.9	12.4	35.4	24.9	25.2	10.6	52.8
中西药品类	17.8	18.7	25.8	19.5	27.8	23.6	21.6	22.6	27.6	20.9	18.7
文化办公用品类	1.9	2.6	-6.6	3.8	8.7	7.7	9.2	13.4	15.3	23.9	10.9
家具类	22.8	33.3	33.9	42.5	41.6	34.0	45.8	41.0	37.6	39.5	33.1
通讯器材类	-8.4	-7.8	-4.4	1.3	-0.8	4.3	2.5	6.9	11.5	7.6	32.4
石油及制品类	0.3	5.0	5.5	1.1	6.8	8.6	10.2	16.4	27.9	46.0	35.6
建筑及装潢材料类	10.8	12.6	19.4	25.8	36.6	30.2	26.2	43.3	53.9	44.5	16.5
汽车类	18.5	23.8	30.1	32.0	34.8	44.5	43.6	61.5	57.7	50.0	33.4

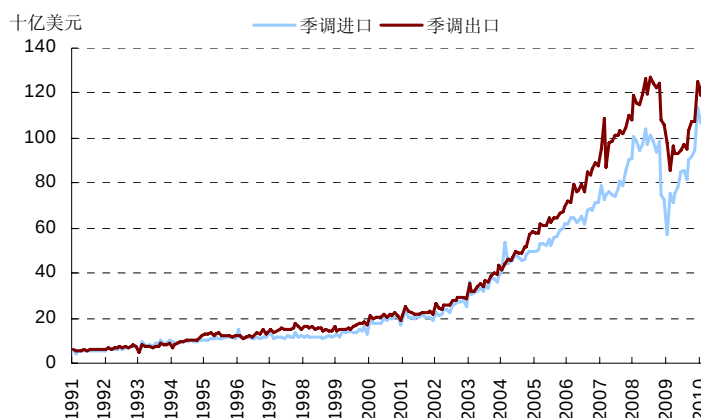
数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

四、贸易：将实现恢复性增长，其中进口增长相对强劲，但贸易顺差仍有望实现小幅增长

1、宏观经济“外冷内热”，将使进口增长快于出口

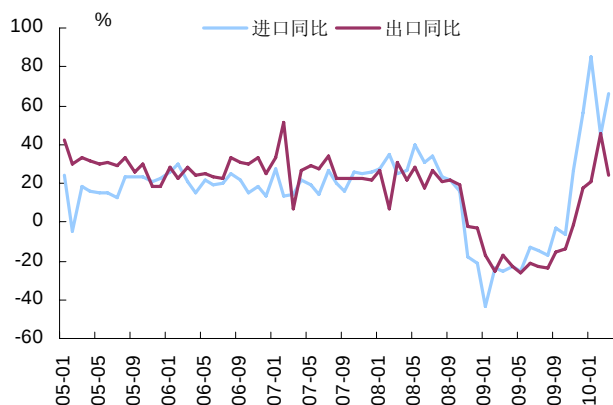
2010 年外需正在逐步恢复，但以美欧为首的发达经济体失业率持续高企、财政状况捉襟见肘，经济持续复苏的动能明显不足。加之全球贸易保护主义抬头、人民币升值压力加大、我国对外贸易政策空间有限，出口面临的外部环境并不乐观。而相比之下，内需增长则十分强劲，同时进口价格上升的速度也明显快于出口价格。09 年下半年以来，进口增速，无论是同比还是环比，均显著快于出口增速。这实际上印证了去年底我们在 2010 年年度宏观经济报告中的判断——宏观经济总体上呈现“外冷内热”的格局，内需强于外需，使得 2010 年上半年进口增速明显快于出口。但与之前的判断略有不同的是，考虑到经济过热的风险正在增加，下半年内地宏观调控政策将在一定程度上抑制进口过快增长，进出口增速的差距将会有所收窄，全年贸易顺差仍有望实现小幅增长。

图 29：宏观经济“外冷内热”使得上半年进口增速明显快于出口



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 30：09 年下半年以来，进口同比增长持续快于出口 图 31：3 月份进出口环比增速再次出现分化



资料来源：CEIC，招商证券研发中心



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

我们预计 2010 年对外贸易将出现恢复性的增长，进出口总额将明显高于 2009 年的水平（22,073 亿美元，其中出口 12,017 亿美元，进口 10,056 亿美元），但难以超越 2008 年的水平（25,616 亿美元，其中出口 14,285 亿美元，进口 11,331 亿美元）。预计全年进出口总额将达 25,052 亿美元（同比增长 13.5%），其中进口总额将达 11,460 亿美元（同比增长 13.9%），出口总额将达 13,592 亿美元（同比增长 13.1%）。贸易顺差将由 09 年的 1,961 亿美元，小幅增长至 2,133 亿美元，同比增长 8.8%。

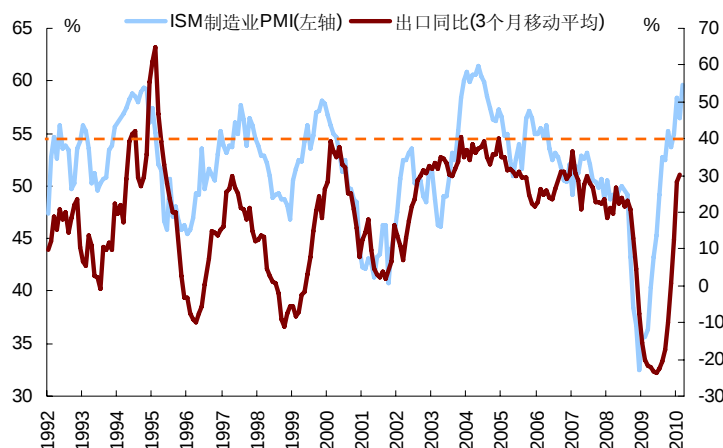
2、领先指标显示出口同比增速或于年中见顶

美国约占中国总出口的 18%，美国经济复苏和进口需求走势对中国的出口前景有重要影响，美国制造业的库存周期对中国出口的领先作用尤为显著。历史数据显示，美国 ISM 制造业 PMI 领先中国出口 4 个月左右（PMI 指数与滞后 4 期的出口同比增速相关系数最高，达 0.72）

3 月份美国制造业 PMI 指数回升 3.1 个点，至 59.6，创 2004 年 7 月以来新高，但已接近 04 年 5 月份 61.4 的前期高点。其中进口分项指数回升 1.0 个点，至 57.0，连续 7 个月超出 50 临界值，表明美国国内需求仍在持续回升。18 个行业中有 8 个行业进口出现增长（前月 10 个）：纺织服装/皮革产品、交运设备、食品饮料和烟草、电气设备、家电、化工等，基本金属和电子产品/计算机行业进口下降。

从历史经验来看，特别是 97-98 年亚洲金融危机以及 2003 年 SARS 过后，出口同比（3 个月移动平均）反弹一般在 40% 左右（图 32 中红色虚线所示）见顶，随后则逐月震荡回落。当时外需环境较之本次危机为佳。因此，我们预计出口同比增速有可能于 6-7 月份见顶回落，考虑到 2009 年的底部较历次出口下滑的低点更深，月平均增速将低于 18.5% 的历史均值。

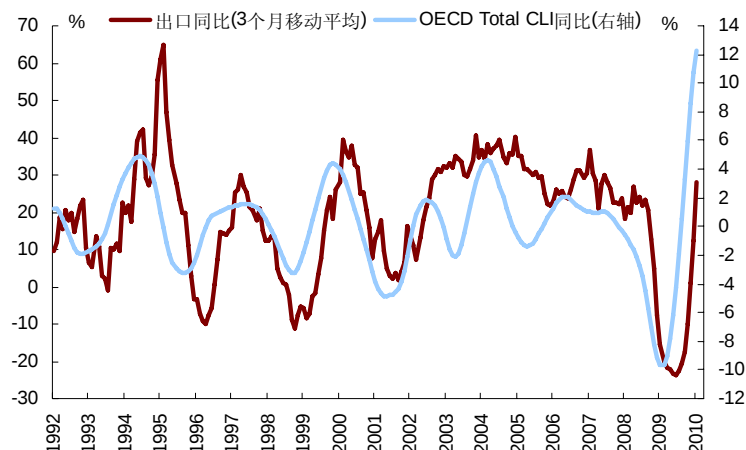
图 32：美国制造业 PMI 领先中国出口 4 个月



数据来源：Bloomberg，国家统计局，招商证券研发中心

而反应更广泛范围发达经济体需求的 OECD 领先指标，领先中国出口 5 个月（同比增速与滞后 5 期的出口同比增速相关系数最高，达 0.81）。最新发布的 2 月份数据显示，OECD 领先指标连续第 11 个月上升，至 103.6 的 20 年来历史最高值。如果假定 OECD 领先指标在 103.6 左右的水平见顶，则预示中国出口同比增速也很有可能在 6-7 月份见顶，与 ISM 领先指标给出的结论一致。

图 33: OECD 领先指标领先中国出口 5 个月

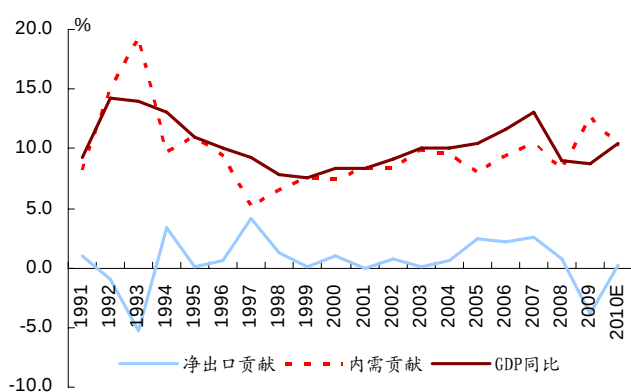


数据来源: OCED, 国家统计局, 招商证券研发中心

3、净出口对 GDP 增长的贡献可望转正，但总体拉动作用微弱

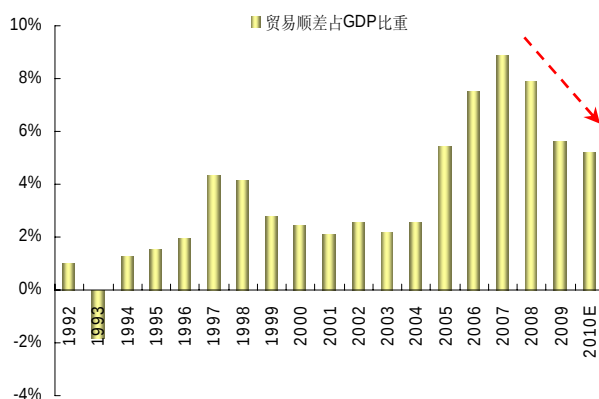
根据国家统计局公布的 2009 年“三驾马车”(消费、投资和出口)对 GDP 增长的贡献数据: 2009 年净出口对 GDP 的贡献率-44.8%, 拉动 GDP-3.9 个百分点。基于前面的分析, 我们预测 2010 年贸易顺差有望实现小幅增长, 净出口对 GDP 增长的贡献可望转正, 但总体拉动作用仅为 0.2 个百分点。中长期来看, 随着中国经济结构调整逐步走向深入, 内需在中国经济中的比重逐步提高, 贸易顺差的 GDP 占比将会持续回落。

图 34: 预计净出口对 GDP 增长贡献 0.2 个百分点



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 35: 贸易顺差占 GDP 比重较 06-08 年显著回落



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

4、人民币升值对贸易差额的影响不大

人民币升值对贸易的影响将更多地表现为对出口企业利润的影响和出口结构的变化, 而对贸易差额的影响并不显著。我国具有传统出口优势的劳动密集型产品, 包括纺织、服装和鞋类等, 对汇率变动非常敏感, 人民币持续升值将进一步挤压上述行业的利润空间, 迫使企业转向开发新产品、提高技术水平、培育自主品牌

等，以寻求新的利润来源。而对于技术密集度相对较高的机电和高新技术产品，如机械和运输设备、化工和通讯等产品，我国已经形成较大的竞争优势，汇率升值导致的出口价格上涨相对容易被进口成本下降、新产品开发和技术进步所抵消，因此对其利润的影响不大。

汇率升值对出口的抑制作用受出口需求弹性的影响。我国出口产品以纺织、服装、鞋类等劳动密集型产品以及机电等资本技术含量较高的产品为主。纺织等产品的技术含量较低，同时由于其他发展中国家的激烈竞争，因此需求弹性较大，汇率升值对这些产品出口影响较大（这些产品出口比重接近 20%）。机电类产品出口主要受国际产业转移、我国生产加工能力不断增强的影响，产品在国际市场上竞争力较强，需求弹性相对较小，出口受升值的影响较小（此类产品出口比重高达 50% 以上）。因此，我国出口总额将受到的影响相对较小。而从出口方式看，我国出口产品 50% 以上是以加工贸易的方式实现的。尽管人民币升值使得出口产品的国际价格上升，然而加工贸易多是进口原材料和机械设备后在我国进行生产然后再出口，人民币升值使进口原材料等的本币价格降低，导致加工贸易的生产成本降低，因此在一定程度上抵消了人民币升值造成的出口商品外币价格上升的不利影响。人民币升值后加工贸易出口产品成本仍然有下降的可能，即出口产品的国际竞争力并不一定会随着人民币的升值而下降，从而表现为我国产品出口仍然以较快速度增长。同时历史数据显示，出口主要受实际有效汇率（REER）而非名义汇率影响，因此人民币名义汇率兑美元升值，并不一定造成出口下滑。

汇率升值对进口增加的促进作用受进口需求弹性的影响。实际上，我国进口商品以能源（石油）、原材料（铁矿石、钢材）、粮食、加工贸易的零部件和高新技术设备为主，这些贸易产品的需求弹性较小，再加上能源、原材料价格的大幅上涨进一步抵消了人民币升值带来的进口产品价格相对下降，因此，汇率升值后我国进口商品价格的相对下跌并不一定会引起进口量的大幅增加，对进口的促进作用也并不显著。

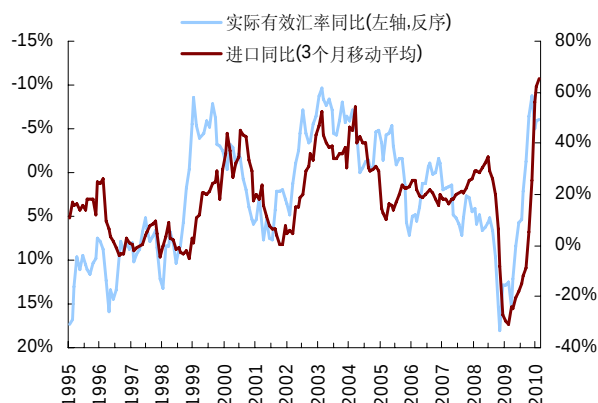
实际上，由于中国的进口与出口之间存在着较强的联系，汇率波动往往通过影响出口的方式间接影响进口。此外，由于我国出口基数远远大于进口基数，再加上产生顺差的根本原因在于我国在国际产业链条中的加工组装地位、对于外需的依赖和我国出口产品竞争力的增强，我国出口规模大于进口规模的格局短期内难以改变，贸易顺差在今后相当长的时期内还将继续存在，但顺差增幅将逐步回落。随着人民币持续升值，其抑制出口、扩大进口的作用将会进一步显现。另外，我国进口价格涨幅已高于出口价格涨幅。从进出口产品结构来看，我国出口的大多数商品没有国际话语权，价格上涨的空间有限；而从国际市场进口的主要是能源、原材料等大宗商品，如原油、铁矿石、农产品等，这些商品受国际价格上涨的影响很大，同时我国对此类商品的需求弹性较小，国际市场价格上涨并不会对此类产品进口造成太大影响，从而在整体上表现为我国贸易顺差增幅的回落。

图 36: REER 对出口增速有重要影响



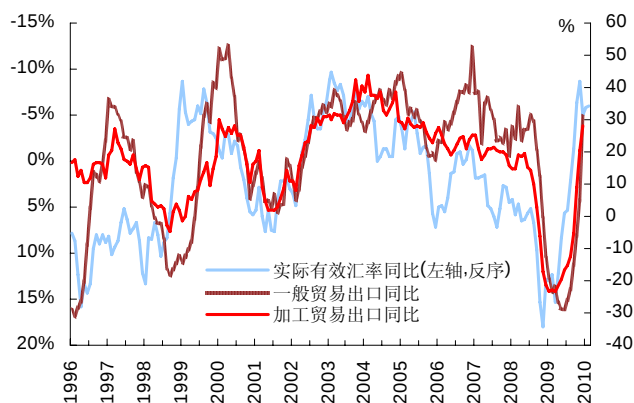
资料来源: 国际清算银行, CEIC, 招商证券研发中心

图 37: 但同时 REER 通过影响出口间接影响进口



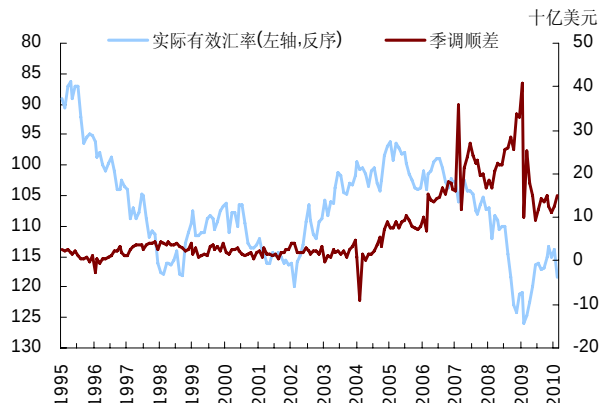
资料来源: 国际清算银行, CEIC, 招商证券研发中心

图 38: 加工贸易出口对 REER 的敏感性较低



资料来源: 国际清算银行, CEIC, 招商证券研发中心

图 39: REER 对贸易差额的影响并不显著



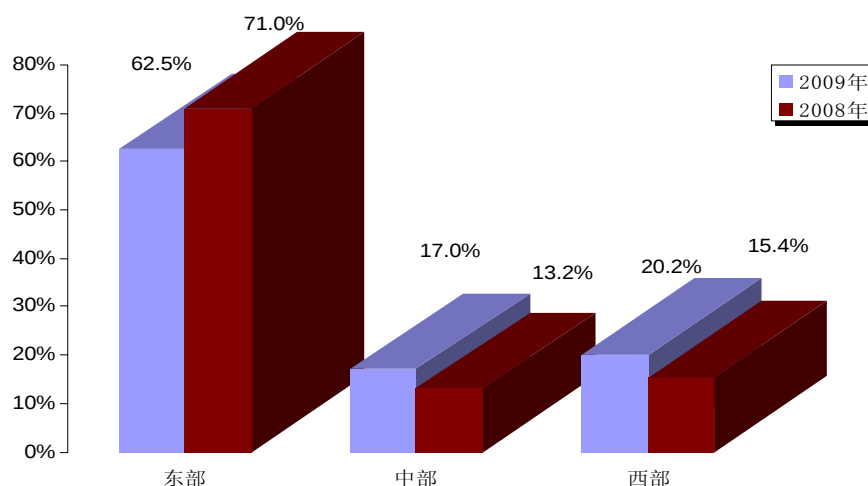
资料来源: 国际清算银行, CEIC, 招商证券研发中心

五、汇率：2010 年人民币兑美元升值 5%左右

1. 2010 年人民币升值的幅度：约 5%，方式：缓慢渐进

我们认为人民币汇率作为一个重要的政策变量，当前其最重要的决定因素是和出口有关的就业状况和社会稳定。国家统计局最新的农民工调查显示，本轮危机加速了中国的就业结构调整，农民工就业对东部和出口部门的依赖程度已明显降低。据此，我们判断人民币已具备从 2008 年 7 月以来非正式盯住美元的“非常”政策中退出，重新回到稳步升值轨道的条件。考虑未来的通胀压力和劳动生产率增长速度，2010 年人民币可能保持一个中等偏快的升值速度，全年升值 5%左右。人民币升值的方式仍将是缓慢和渐进的，在当前的情况下，一次性升值的做法既缺乏理论依据又有失政策严肃性，因此出现的概率不大。但在目前 0.5%的基础上，扩大人民币每日波动区间的政策与人民币自由浮动的长期目标一致，具备推出的可能性。

图 40：2009 年中国外出农民工就业对东部和出口部门的依赖程度明显降低



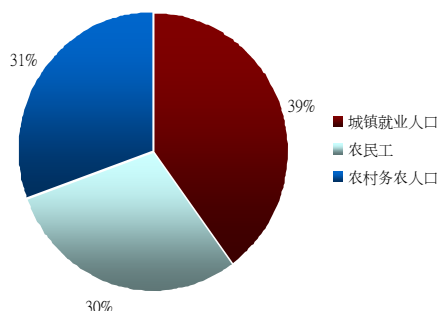
资料来源：国家统计局，彭博，招商证券研发中心

2、短期看，与出口有关的就业状况和社会稳定是人民币汇率最重要的决定因素

人民币汇率是一个重要的政策变量。中国实行的是有管理的浮动汇率制度，意味着人民币汇率并非完全由市场决定，而是一个重要政策变量。为应对出口下滑对就业和社会稳定的影响是 2008 年年中以来人民币汇率保持稳定的最主要因素。2009 年全国 77995 万就业人口中，城镇就业人口 31120 万人，占比为 39.9%；农村务农劳动力 23897 万人，占比为 30.6%；农民工 22978 万人，占比为 29.5%。农民工的占比已接近三分天下，地位举足轻重。2009 年在长三角地区务工的农民工为 2816 万人，比上年减少 238 万人，减少 7.8%，在珠三角地区务工的农民工为 3282 万人，比上年减少 954 万人，减少 22.5%。在长三角和珠三角地区务工

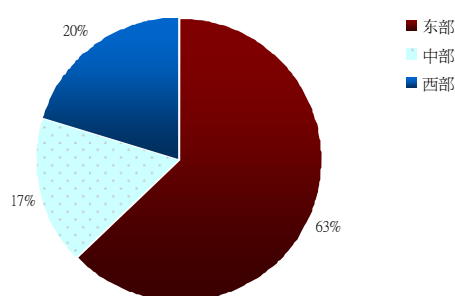
的外出农民工分别占全国外出农民工的 19.4%和 22.6%。即使是在保持人民币汇率稳定的情况下，两个三角洲地区因出口下滑导致的农民工减少人数就已达 1192 万人，其规模超过全年城镇新增加的 1102 万人的就业机会，占两地农民工就业人数的比例高达 16.4%（不无巧合，此比例与 2009 年全国出口下降 16%和退税率调整有关商品出口额下降 16.4%非常接近。）。据此不难理解，为应对本轮国际金融危机，中国所采取的保持汇率稳定和调整出口退税政策等众多措施，主要都是指向劳动密集型出口部门。

图 41：农民工在中国就业人口中举足轻重



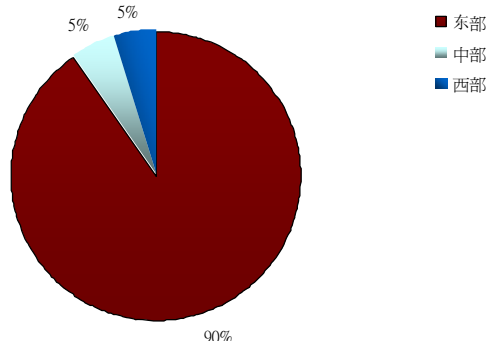
资料来源：国家统计局，彭博，招商证券研发中心

图 42：超过 60%的外出农民工分布在东部



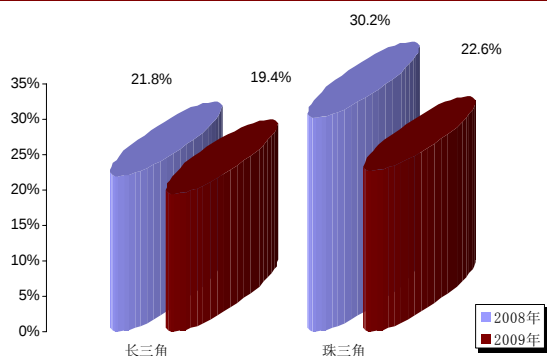
资料来源：国家统计局，彭博，招商证券研发中心

图 43：东部在中国出口中的占比超过 90%



资料来源：国家统计局，CEIC，招商证券研发中心

图 44：仅珠三角和长三角就吸收了一半的外出农民工



资料来源：国家统计局，CEIC，招商证券研发中心

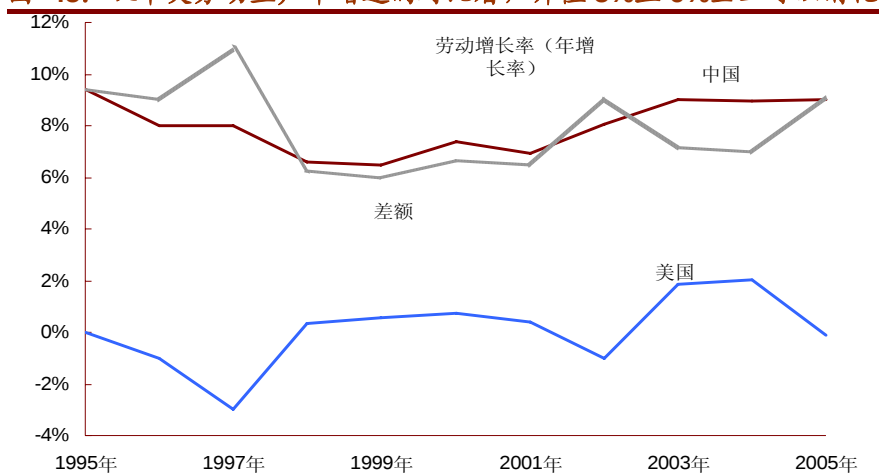
我们对 2010 年人民币升值的判断依据同样来自就业状况。本轮危机加速了中国的结构调整，以外出农民工为例，2009 年，虽然珠三角和长三角吸收的农民工分别同比下降 22.5%和 7.8%，但由于中西部吸收的农民工分别增加 33.2%和 35.8%，使得全年外出农民工较上年增加 492 万人，同比增长 3.5%，农民工就业对东部和出口部门的依赖程度明显降低。因此，在年初东部沿海地区出现“民工荒”时，我们就已经提出人民币已具备从 2008 年 7 月以来非正式盯住美元的“非常”政策中退出，重新回到稳步升值轨道的判断。考虑未来的通胀压力和劳动生产率增长速度，2010 年人民币可能保持一个中等偏快的升值速度，全年升值 5%左右。近期，包括周小川在内的中国官员都强调了，自 2008 年 7 月开始实施的非正式的盯住美元政策“它也是我们应对全球金融危机的一揽子政策中的一个组成部分……这样的政策迟早也有一个退出的问题。”

表 5: 2005 年汇改以来人民币年内升值幅度低于 7%

	年初	年末	升幅幅度
2005 年	8.2765	8.0702	2.49%
2006 年	8.0702	7.8045	3.29%
2007 年	7.8160	7.3037	6.55%
2008 年	7.3041	6.8277	6.52%
2009 年	6.8270	6.8270	0.00%
2010 年至今	6.8273	6.824	0.05%

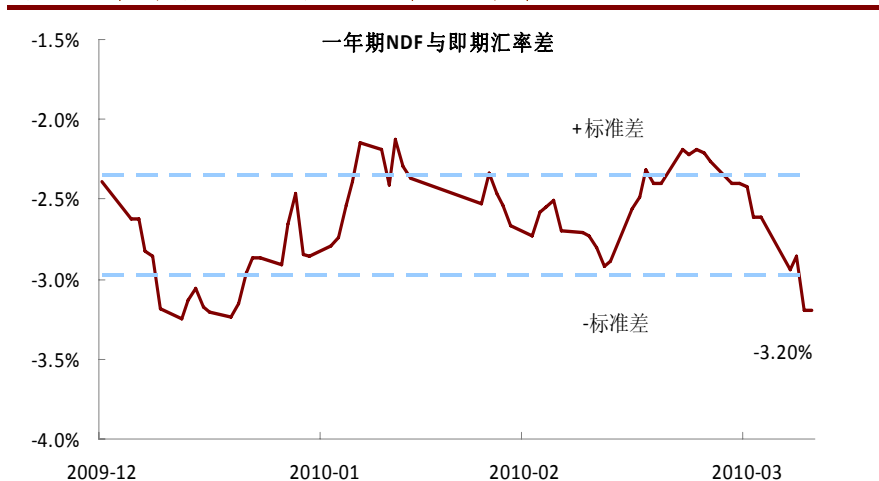
资料来源：国家外汇交易中心，CEIC，招商证券研发中心

图 45: 从中美劳动生产率增速的对比看，升值 5%至 6%企业可以消化



资料来源：国家统计局，彭博，招商证券研发中心

图 46: 最新的 NDF 预期 2010 年人民币升值 3.2%



资料来源：彭博，招商证券研发中心

出口退税政策的“退出”会滞后于人民币升值的重启。出口退税政策的调低是人民币升值的一个替代性制度安排，考虑 2009 年全国办理出口退税 6487 亿元，增加 621 亿元，增长 10.6%的事实，退税政策调整对减轻政府财政负担有帮助，但从灵活性的角度考虑，退税政策的调整会晚于汇率政策的调整。关于这个判断，中国商务部 3 月“（当前）要进一步保持对外经济、贸易政策的稳定，包括汇率、出口退税、贸易便利化、出口信用保险等政策的进一步稳定，而包括出口信用保险在内的一部分政策会得到进一步的加强”的公开表态是个比较好的注解。

表 6: 政策灵活性是退税政策调整滞后的主要原因

制度安排	汇率升值	调低出口退税
调整产业结构	有效	有效且针对性强
政策灵活性	灵活	不灵活
减轻财政负担	无效	有效
防止通货膨胀	有效	通过改变总供求间接有效

资料来源：招商证券研发中心

表 7: 中国出口退税政策 11 次大幅调整

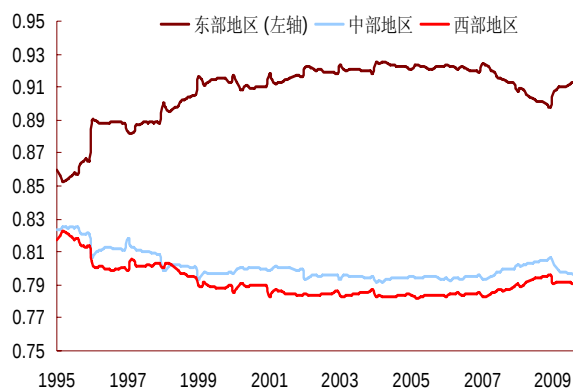
时间	政策内容
1995 年和 1996 年	对出口产品实行零税率调整为 3%、6% 和 9% 三档
1998 年	提高部分出口产品退税率至 5%、13.3%、15%、17% 四档
2004 年 1 月 1 日	调整出口退税率至 5%、8%、11%、13% 和 17% 五档
2005 年	调低和取消了部分“高耗能、高污染、资源性”产品的出口退税率，同时适当降低了纺织品等容易引起贸易摩擦的出口退税率，提高重大技术装备、IT 产品、生物医药产品的出口退税率
2007 年 7 月 1 日	调整共涉及 2831 项商品，约占海关税则中全部商品总数的 37%
2008 年 8 月 1 日	部分纺织品、服装的出口退税率由 11% 提高到 13%；部分竹制品的出口退税率提高到 11%
2008 年 11 月 1 日	上调出口退税率政策。此次调整涉及 3486 项商品，约占海关税则中全部商品总数的 25.8%。主要包括两个方面的内容：一是适当提高纺织品、服装、玩具等劳动密集型商品出口退税率。二是提高抗艾滋病药物等高技术含量、高附加值商品的出口退税率。届时，中国的出口退税率将分为 5%、9%、11%、13%、14% 和 17% 六档
2008 年 12 月 1 日	提高部分橡胶制品、林产品、部分模具、玻璃器皿、部分水产品、箱包、鞋、帽、伞、家具、寝具、灯具、钟表、部分化工产品、石材、有色金属加工材、部分机电产品的退税率
2009 年 1 月 1 日	提高部分技术含量和附加值高的机电产品出口退税率
2009 年 2 月 1 日	将纺织品、服装出口退税率提高到 15%
2009 年 4 月 1 日	提高部分商品的出口退税率，将纺织品、服装的出口退税率提高到 16%

资料来源：招商证券研发中心

3、人民币汇率的未来：中期“调结构”，长期自由浮动

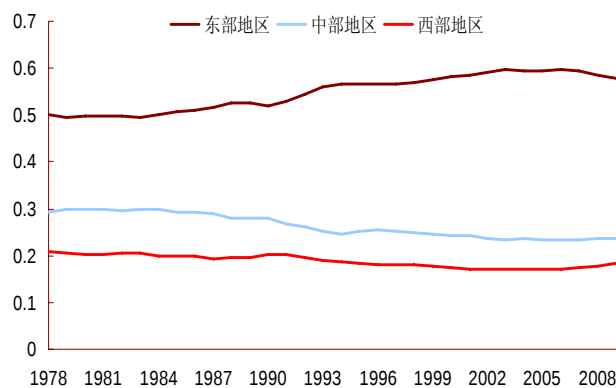
中期（3-5 年）人民币汇率的主要职能是“调结构”。从中期看（3 至 5 年），人民币将保持逐步渐进升值的趋势，以“时间换空间”，通过缓慢升值达到“调结构”的目的，以改变就业对出口部门的过度依赖，改变内需和外需，东部和西部，制造业和服务业之间存在的较严重失衡。

图 47: 出口呈现压倒性的东、中、西部失衡



资料来源: 国家统计局, 彭博, 招商证券研发中心

图 48: GDP 的东、中、西部失衡与外需密切相关



资料来源: 国家统计局, 彭博, 招商证券研发中心

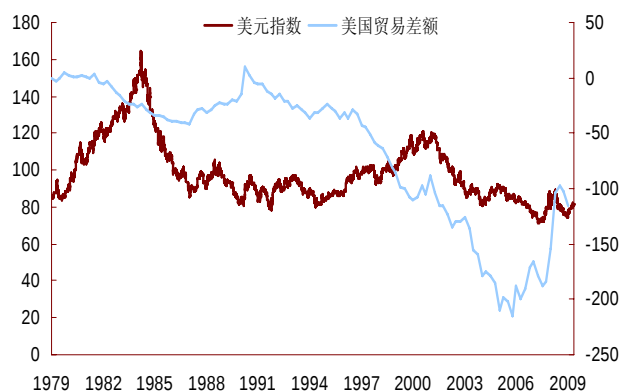
长期 (10 年以上) 人民币汇率的最终目标是自由浮动。长期看, 问题的关键不是人民币升值的幅度, 而是建立一个自由浮动的汇率制度, 以达到资本自由流动和货币政策的独立以及人民币币值的相对稳定, 这是一个经济上的大国所应具备的基本条件。

4、关于人民币汇率的五个误区

人民币汇率要为改善美国贸易逆差负责。美国国际经济研究所威廉姆森提出了基本均衡汇率 (FEER) 的概念, 认为汇率是由均衡和非均衡供求关系决定的: 如果一个国家经济过热, 同时经常帐户大量顺差 (或少量逆差), 其货币低估; 如果一国经济未达到充分就业, 经常帐户大量赤字且不能由资本流入弥补, 外汇储备在流失, 其货币高估。

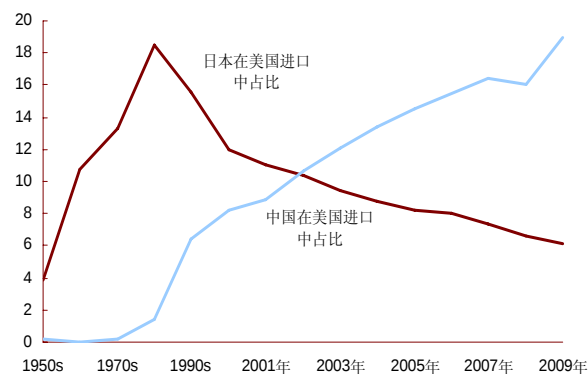
但不同国家的实践证明, 汇率与贸易平衡之间的关系并不是确定无疑的。美元已贬值多年, 但美国经常项目赤字仍不断增加; 日元 1985 - 1995 持续升值至 1 美元兑 80 日元, 但日本对美国的贸易顺差仍然大增; 德国也有与日本相近似的情况。因此, 人民币汇率升值与否不是出于解决与美国之间贸易差额的目的, 人民币升值也不能够从根本上解决美国的贸易逆差问题。美国贸易逆差的根源恐怕还是在“后布雷顿森林体系”或全球美元本位的国际货币制度之中。

图 49: 长期看, 美元汇率贬值无助改善贸易差额



资料来源: 美联储, 招商证券研发中心

图 50: 问题根源还是全球美元本位制度

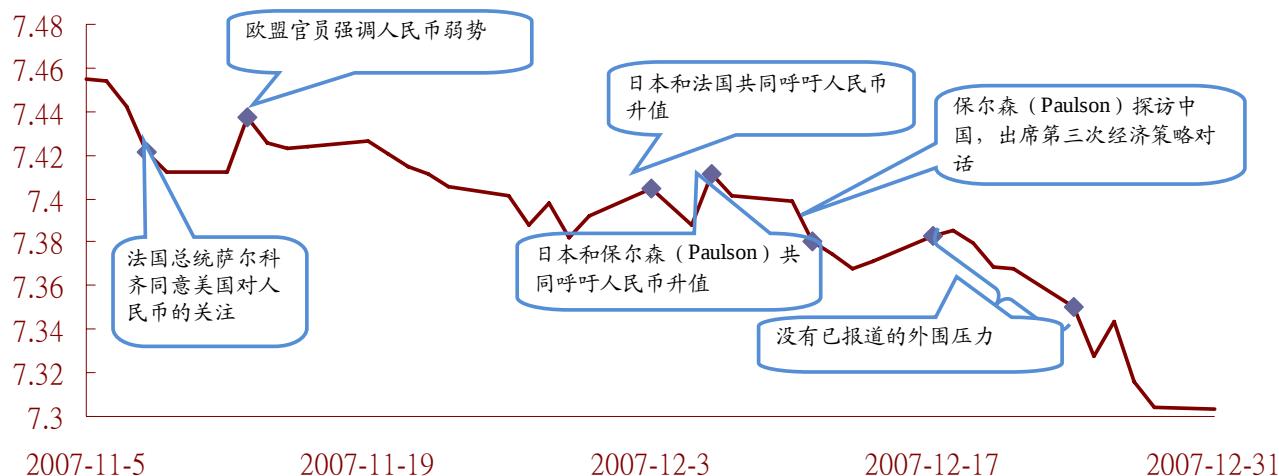


资料来源: 美联储, 招商证券研发中心

人民币会迫于外来政治压力升值。鉴于人民币是中国重要的政策变量，所以人民币不能也没有必要迫于外部的政治压力而升值。香港金融管理局 2008 年有一个有趣的研究报告，分析认为不论是来自美国逼迫人民币升值的政治压力还是来自其他国家和国际组织的政治压力，都没有显著地系统性影响人民币的汇率走势。

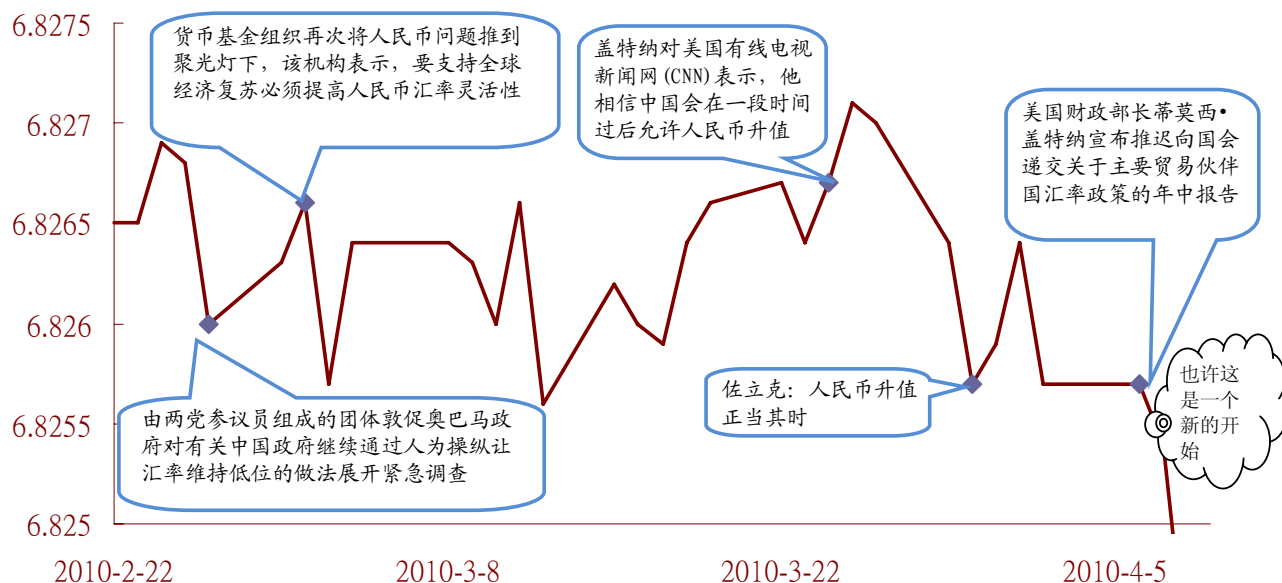
但是，以上政治压力确实对单日汇率的波动性有显著影响。2006 年至 2007 年间，人民币汇率 10 次单日最大升幅中有 6 次与政治压力事件有关，10 次单日最大跌幅中有 8 次与政治压力事件有关。也就是说，政治压力出现后，人民币汇率没有出现一致性的升值或贬值趋势，但其上下波动的幅度或不确定性确实有所增加。

图 51: 外部政治压力只是增加短期人民币汇率的波动性



资料来源: 香港金融管理局研究报告, 招商证券研发中心

图 52: 2010 年 4 月 6 日会是一个新的开始吗



资料来源: 招商证券研发中心

国际资本流入持续推高人民币汇率。1990年代以来，除了在1998年这样少数的例外年份外，中国保持了经常项目和资本项目的双顺差。从2003年以来，顺差的规模明显扩大。国际资本流入相当于增加对外汇的供给或者是对人民币的需求，其他条件不变的情况下，会对人民币产生明显的升值压力。但中国实行的与银行结售汇制度密切联系的外汇市场制度安排，保证了中国人民银行参与外汇市场，通过干预保持汇率稳定性和渐进性的能力。当然，央行干预外汇市场的一个必然结果是其持有的外汇资产——外汇储备持续增加，使得中国的外汇市场压力指标（EMP）和外汇储备的月度变动走势惊人的接近。央行为对冲在干预外汇市场时释放的大量人民币流动性，防止经济过热，主要采取了发行央行票据、信贷规模控制和提高存款准备金率等手段，同时一定程度上加强了对国际资本流入的外汇管制措施。从中国过去数年的经验看，以上政策组合确实行之有效。2010年随着人民币升值预期加强，国内信贷规模的控制和存款准备金的上调，新一轮的国际资本流入、外汇市场干预、外汇占款增加和对冲操作将重新进入我们的视野。

图 53: 国际资本持续流入中国

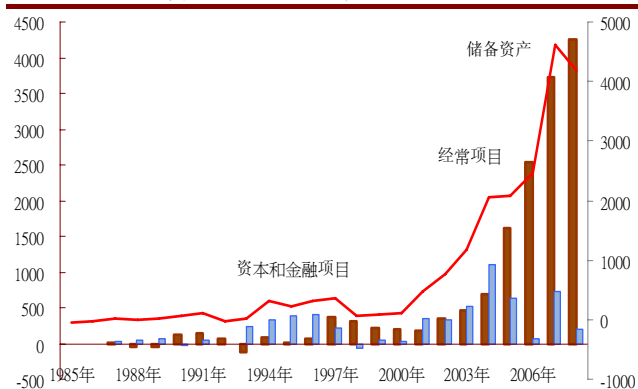
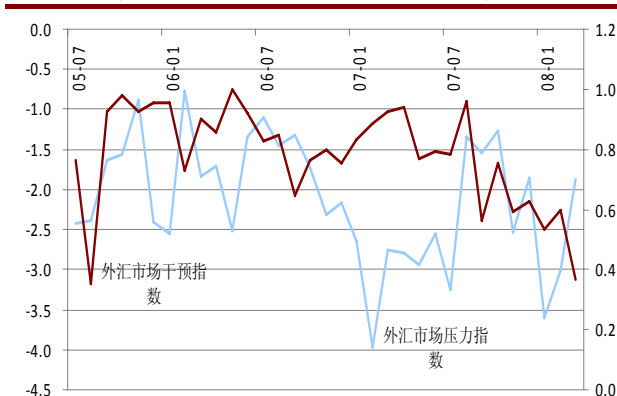


图 54: 中国人民银行的干预维护了汇率的稳定性



资料来源：国家外汇管理局，招商证券研发中心

利差是影响人民币汇率的最重要因素。根据利率平价理论，在资本自由流动的情况下，国内外的利差一定会在汇率上体现出来。但由于中国实行外汇管制政策，资本不能完全自由流动，所以利率平价不能完全成立，中国和国外之间的利差持续存在，货币政策能够在一定程度上保持独立性。从过去的情况看，中国的利率政策并非对美国亦步亦趋，国际资本流动、汇率波动和利差之间的相关性也不强。虽然，在较长的时间内国际资本流入会逐渐影响货币政策的效果，但在短期利差还不是影响人民币汇率的最重要因素。

图 55: 中美政策目标利率之间没有明显的协同性

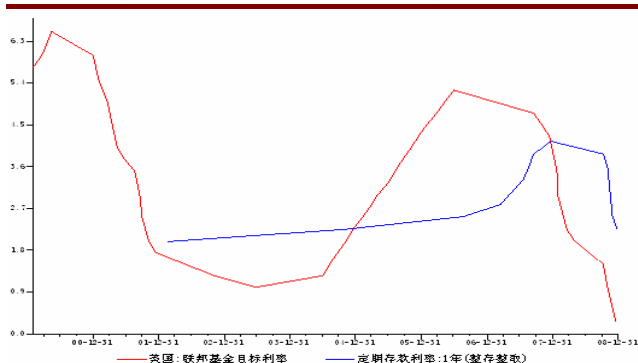
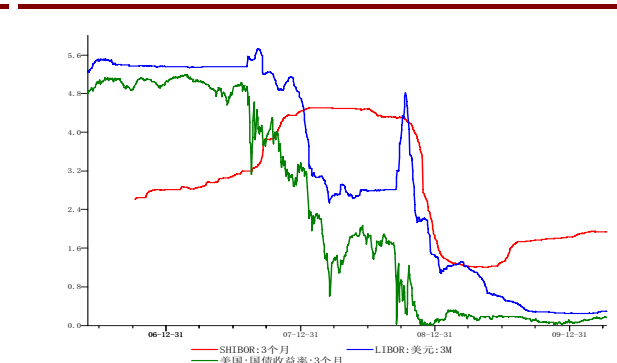


图 56: 中外市场利率之间没有明显的协同性



资料来源：WIND，招商证券研发中心

人民币汇率是控制通货膨胀的灵丹妙药。从过去的情况看，就是在中国通货膨胀最严重的 2007 年 6 月至 2008 年 10 月，中国也没有通过人民币快速升值的手段来控制通货膨胀，国内外通胀的差异不是人民币汇率的主要决定因素。其原因有两个，一个是通过汇率手段调控物价对出口和就业产生的负面影响较大。一个是由于时滞原因，升值对于在较长时期内控制通胀有帮助，但不能用来实现迅速控制通胀的目的。根据香港金融管理局的有关研究，利用人民币作为控制通货膨胀手段的效率决定于汇率对进口价格和国内物价水平的影响程度，即汇率的传导效应（Exchange Rate Pass-Through, ERPT）。汇率的传导效应从上游到下游递减。汇率对最下游的消费价格指数的影响较小且有明显滞后。人民币名义有效汇率升值 10%，使得 CPI 一年内下降 1.1%，且在第一个半年几乎不产生影响，而此后使 CPI 下降 2 个百分点。

图 57：人民币汇率政策的目标不是 CPI

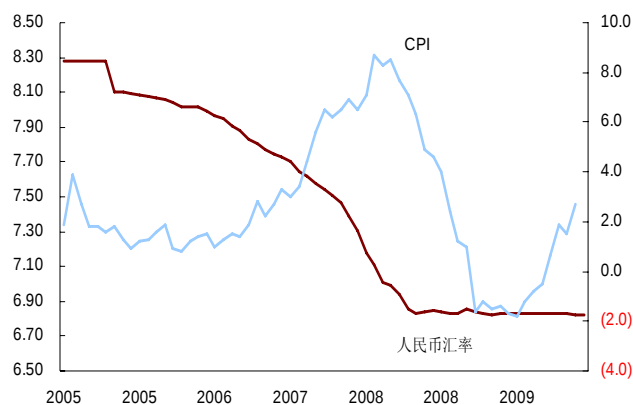
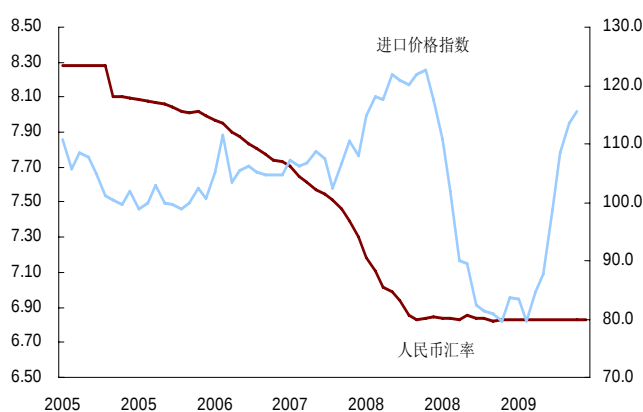


图 58：人民币汇率对进口价格指数的影响并不显著



资料来源：国家外汇管理局，WIND，招商证券研发中心

附表 1：中国主要宏观数据及预测（单位：同比增长%）

指标	2006	2007	2008	2009	2010E	
					调整前	调整后
GDP	12.7	14.2	9.6	8.7	10.6	10.4
CPI	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.0	3.2
PPI	3.0	3.1	6.9	-5.4	5.0	5.5
社会消费品零售	13.7	16.8	21.6	15.5	18.0	18.6
工业增加值	16.6	18.5	12.9	11.0	16.2	16.0
出口	27.2	25.8	17.4	-16.0	12.0	13.1
进口	20.0	20.8	18.5	-11.2	18.0	13.9
贸易顺差(亿美元)	1774.6	2622.0	2954.6	1960.6	1600	2133
固定资产投资	24.3	25.8	26.1	30.5	30.0	25.8
M2	16.9	16.7	17.8	27.7	18.5	17.1
人民币贷款余额	15.1	16.1	18.8	31.7	19.0	18.8
1 年期存款利率(%)	2.52	4.14	2.25	2.25	2.79	2.79
1 年期贷款利率(%)	6.12	7.47	5.31	5.31	5.85	5.85
人民币汇率 (¥/\$)	7.8045	7.3037	6.8277	6.8270	6.6229	6.4857

数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

分析师简介

丁安华：招商证券首席经济学家，兼任招商证券董事、招商银行董事。

何 钟：招商证券研发中心董事，招商证券（香港）公司副总经理及研究部主管。曾任 ING 投资管理公司亚太地区大中华经济学家。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观经济研究。

赵文利：香港大学经济学博士，现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观策略研究。

刘启元：复旦大学世界经济学硕士，2007 年 7 月加入招商证券研发中心。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。