

2010 年中期宏观经济报告

宏观经济报告

本报告的主要看点：

1. 以房地产新政为切入口，展望短期经济形势。
2. 对未来的政策路径进行探讨。
3. 从城镇化角度看中国中长期经济增长。

城镇化需求迫切，经济不会硬着陆

基本结论

- **房地产调控加剧了经济在短期的滞胀倾向。**下半年，中国经济增长处于 2009 年刺激政策逐步退出后的回落阶段，但在前期过度释放的流动性和基数原因的共同影响下，通货膨胀率在短期仍将维持攀升态势。因此中国经济将出现短暂的滞胀倾向，而房地产政策的推出加剧了这一过程。
 - 一方面，下半年房地产投资的回落将对经济增长产生负面影响。在较悲观的假设下，下半年房地产新开工面积将负增长 12.6% 左右。保守估计调控政策对全年 GDP 增速的影响为 -0.4%。
 - 另一方面，房地产市场将失去承接流动性的作用，销量和房价的下滑或使货币更多的流入实体经济，并对通胀形势构成压力。
- **短期经济“二次探底”和通胀失控的风险都很小。**我们认为对中国经济无需过度悲观。
 - **此轮短周期的底部或出现在 2011 年一季度。**三、四季度的经济增长将表现为显著的环比下滑态势。但是在三方面因素的作用下，景气度有望在 2011 年一、二季度开始反弹。首先，今年四季度房价、地价或能够企稳，则明年一季度房地产新开工面积有望回升；其次，在经济数据转差、房价回落的环境下，政策可能出现实质性的反转；再次，在无外部重大冲击的情况下，经济增长不会持续低于潜在水平。
 - **通胀形势有望在 2010 年底开始缓解。**以历史经验判断，货币投放对 CPI 的拉动作用还将持续半年左右。2009 年信贷占 GDP 的比重增长较快，类似于 1998、2001 年水平，但这三次的大量放贷都未引发显著的通胀。相反通胀形势严峻的年份未必伴随着信贷相对于 GDP 的过快增长。因此，造成中国高通胀的驱动因素往往是需求的过度释放，而非信贷投放。随着下半年需求的回落，中短期的通胀不会失控。
- **居民消费的快速增长和服务业的崛起带来城镇化的迫切需求。**在工业化进程后期，服务业在经济中的比重持续上升，同时居民消费占 GDP 比例也将处于快速上升阶段，这两种因素将对城镇化进度产生迫切的需求。
 - **中国的城镇化水平严重滞后。**目前中国的城镇化进程相对于工业化率，以及经济发展阶段相比，都处于严重滞后的水平。未来城镇化需求的释放，将和内需消费共同成为中国经济快速增长的主要驱动因素。
 - **未来的投资结构将更偏基建和住宅。**工业占经济比重过高时，工业部门毛利率水平逐渐下降而服务业的毛利率水平持续攀升。工业部门存在产能扩张放缓的压力，从而降低了设备投资需求。
 - **中长期更忧过热而非过冷。**中国的城镇化率提升空间巨大、地方政府投资意愿强烈，但制造业产能扩张步伐正逐步放缓，因此过快的需求释放很可能会带来经济过热和通胀压力。在健康的财政、金融体系下，中国经济在中长期面临的问题可能更多的是过热而非过冷。

付雷

联系人
(8621)61038324
ful@gjzq.com.cn

曹阳

联系人
(8621)61038299
caoyang@gjzq.com.cn

刘刚

分析师 SAC 执业编号：S1130209030282

内容目录

房地产新政压需求、保供给	4
房地产调控加剧了经济在短期的滞胀倾向	5
短期经济增长不会硬着陆，通胀不会失控	7
消费维持乐观判断，出口短期有回落压力	7
2010 年下半年经济增长持续回落，底部或出现在明年一季度	8
通胀短期有向上压力，但尚无失控风险	9
需求回落，刺激政策退出步伐或趋缓	11
流动性适度回落，信贷管制有望放松	12
城镇化进程方兴未艾，有效需求支持经济长期快速增长	13
中国的城镇化水平严重滞后	13
工业化后期，固定资产投资结构有转变，经济增长短期有压力	14
需求释放有空间,关键在于控制节奏	17
结论：经历阵痛，但无需过度悲观	20

图表目录

图表 1：国家统计局数据及隐含价格指数显示 2010 年一季度房价快速上涨 ...	4
图表 2：房地产开发和个人购房贷款占一季度银行贷款比例超三成	5
图表 3：受新政的影响，房地产新开工面积将在下半年出现回落	6
图表 4：在房地产新政的冲击下，房地产新开工面积将在下半年快速回落	6
图表 5：社会消费品零售总额有望保持平稳较快的增长	7
图表 6：进口较快回落，顺差重回常态化	8
图表 7：工业增加值增速将在需求回落的影响下逐步回落	9
图表 8：2010 年下半年经济增长或表现为较快回落的态势	9
图表 9：CPI 短期仍将缓慢攀升，年内峰值预计出现在 10 月份	10
图表 10：工业品出厂价格同比增速预计出现在 5 月份	10
图表 11：历史上较高的负利率和 CPI 环比持续上涨都不是加息的充要理由 ..	11
图表 12：近期人民币兑欧元大幅升值	11
图表 13：货币投放将随经济景气的转变而逐步下滑，M1 下降更快	12
图表 14：全年信贷预计为 7.2 万亿，低于年初目标	12
图表 15：日本工业化进程领先于城镇化 3 年左右	13
图表 16：韩国工业占经济比重下降之时，城镇化率达到了 80%	14
图表 17：中国的城镇化水平显著滞后于工业化	14
图表 18：日本和韩国工业化后期 GDP 都存在向下的压力	15
图表 19：中国 GDP 增速随工业比重回落而连续 2 年下滑	15
图表 20：韩国在工业比重下滑后的出现了连续几年的基础建设投资热潮	15

图表 21：韩国在工业比重下滑之后，投资更偏向于建筑和住宅.....	16
图表 22：日本 70 年代初出现一波基础建设投资热潮.....	16
图表 23：日本 70 年代设备投资占比降低，制造业产能扩张放缓.....	16
图表 24：日本工业化后期企业整体盈利增长有向下的压力.....	17
图表 25：日本工业化后期非制造业毛利率持续上升.....	17
图表 26：中国人均房地产贷款余额显著低于发达国家水平.....	18
图表 27：中国房地产贷款余额占 GDP 比重显著低于发达经济体的水平.....	18
图表 28：中国的赤字率水平处于相对低水平.....	18
图表 29：下轮“政治周期”或将在后年带来地方投资热潮.....	19
图表 30：信贷投放占 GDP 比例过快增长将会带来通胀隐忧.....	19
图表 31：附：2010 年数据预测表.....	20

房地产新政压需求、保供给

4 月中旬，国务院针对房地产市场在一季度的过热表现推出了极为严厉的房地产调控政策。我们认为，一季度有三个因素的出现触动了此次调控：

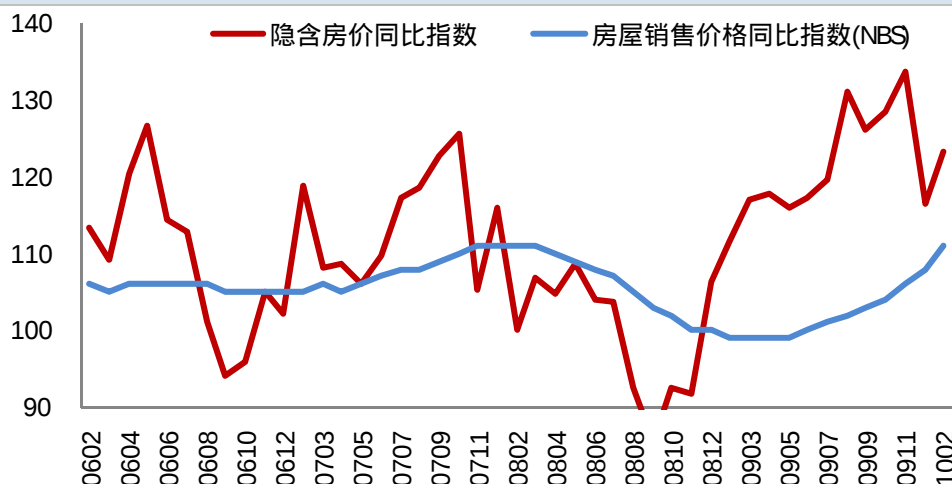
- **房价上涨过快。**根据统计局公布的一季度同比涨幅和我们利用销售额除以销售面积得到的隐含价格指数都显示，2010 年一季度的房价涨幅都超过了 2007 年的水平（如图表 1）。
- **银行过多卷入房地产贷款。**2010 年一季度的房地产开发贷款加上个人购房贷款占银行中长期贷款的比例超过了 30%，和日本房地产泡沫严重时期的情况相似（如图表 2）。
- **投机、投资需求占比过高。**这一点无法得到官方的统计证据，但我们能从各种微观层面得到这个结论。

政策调控的目标是维护金融及经济安全。房地产调控的方针不是为了借抑制房地产业的发展来防经济的全面过热，而是选择在经济增长较快的背景下解决房地产问题。因此，政府调控房地产的同时会避免对经济的负面影响。

房地产调控措施：压需求、保供给。房地产调控措施可以总结为两个方面，及“压需求”和“保供给”。对于高比例的投资、投机需求，政府通过限制贷款、限制异地购房等措施进行抑制。

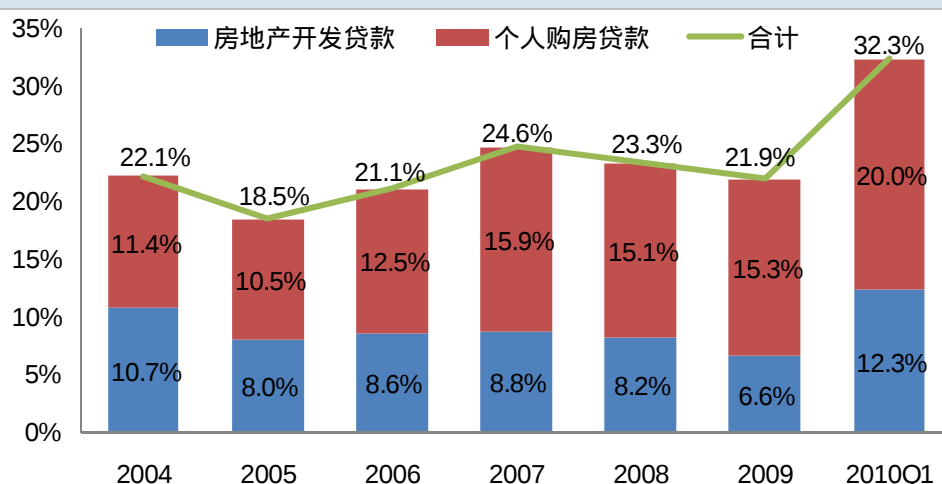
对房屋供给、房地产投资，政府持鼓励态度，主要包括加大土地投放，2010 年计划供应住宅用地同比增长 140%；通过严格清算增值税来打击屯地，盘活存量土地；加大保障性住房建设力度，预计保障性住房施工面积同比增长约为 125%。

图表1：国家统计局数据及隐含价格指数显示 2010 年一季度房价快速上涨



来源：国金证券研究所

图表2：房地产开发和个人购房贷款占一季度银行贷款比例超三成



来源：国金证券研究所

房地产调控加剧了经济在短期的滞胀倾向

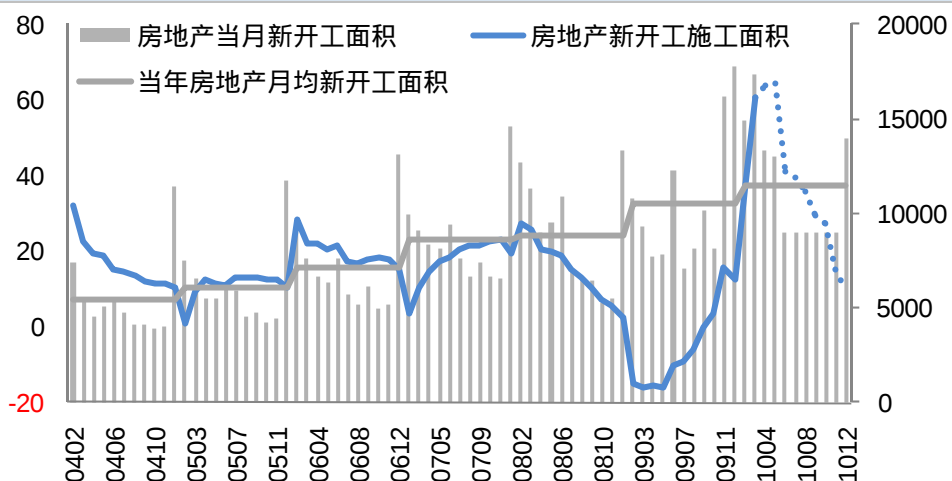
下半年，中国经济增长处于 2009 年刺激政策逐步退出后的回落阶段，但前期过度释放的流动性和基数等因素促使通货膨胀在短期内仍将维持攀升态势。因此中国经济将出现短暂的滞胀倾向，而房地产政策的推出将加剧这一过程。

下半年房地产投资的回落对经济增长的影响为-0.4%。在较悲观的假设下，下半年房地产新开工面积将负增长 12.6%左右。保守估计调控政策对全年 GDP 增速的影响为-0.4%。

- 从投入产出分析，房地产行业对实体经济的影响分为两个方面，一是行业自身运行，完全消耗系数为 0.4873，另一方面是房地产开发投资通过建筑业对经济产生的拉动作用，完全消耗系数 2.4869。此外，房地产销售还能带来一系列的补充消费，例如家电、家具、建材等。
- 房地产新开工面积下半年预计将快速下滑。从拉动系数和拉动的行业可以判断，房地产行业对经济的影响主要是通过房地产投资来体现。在较悲观的情景假设下（保障性住房中的棚户区改造完成全年计划的 50%；纯商业住宅新开工面积从 6 月份即开始快速下滑至 2008 年最低水平），房地产新开工面积下半年负增长 12.6%，全年增长 9.7%，全年施工面积增长 13.8%，为 98 年以来最低水平。单是房地产投资的回落即会降低全年 GDP 增长 0.4%。

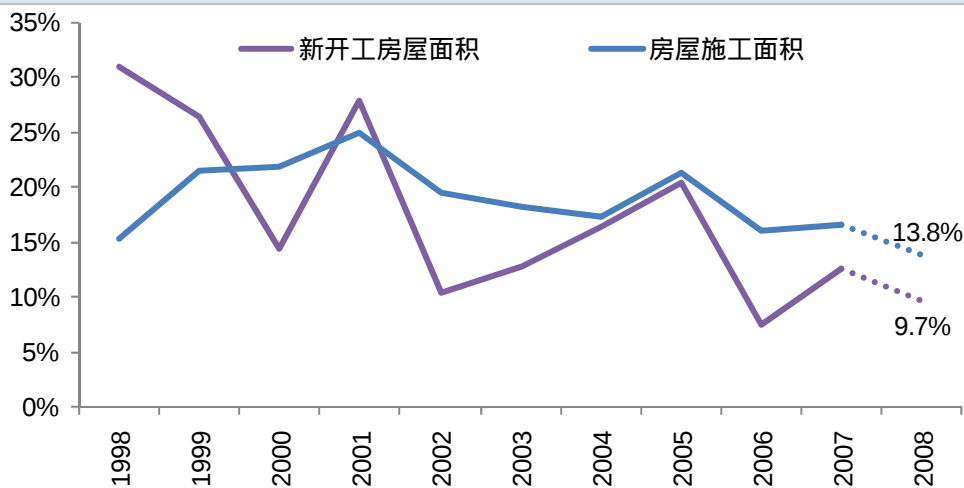
房地产市场的低迷将使更多的流动性进入实体经济。前期大量释放的货币直到现在都没有对整体通胀产生显著的影响，一个主要的原因就在于房地产市场的火爆吸收了相当程度的流动性。但是未来随着商品房销量和房价的同步回落，房地产市场将失去承接流动性的功能，并使更多的货币流入到实体经济，从而增加了通胀向上攀升的压力。

图表3：受新政的影响，房地产新开工面积将在下半年出现回落



来源：国金证券研究所

图表4：在房地产新政的冲击下，房地产新开工面积将在下半年快速回落



来源：国金证券研究所

短期经济增长不会硬着陆，通胀不会失控

短期经济形势确实出现了暂时性的滞胀倾向，而房地产调控的推出又加剧了这一过程。但是，我们认为经济增长“二次探底”和通胀失控的风险都很小，对中国经济无需过度悲观。

消费维持乐观判断，出口短期有回落压力

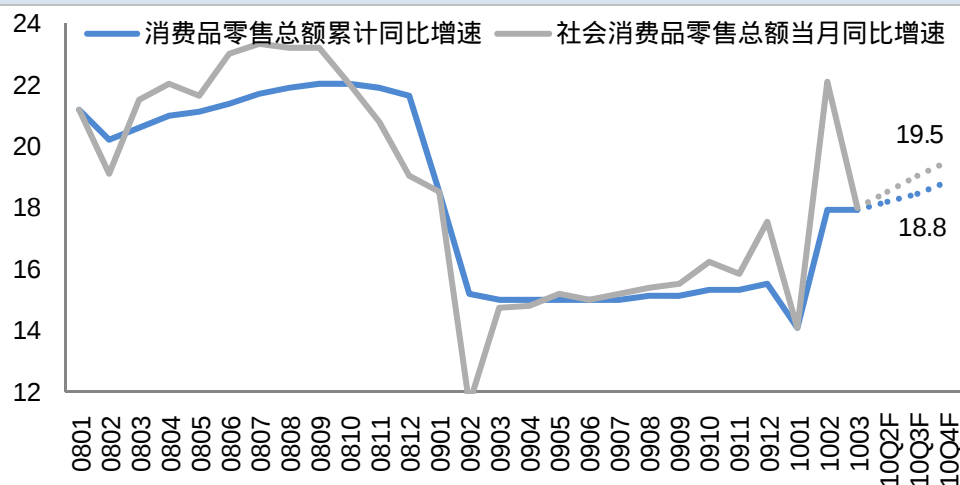
我们对全年消费品零售总额的增长维持乐观判断，预计全年有望增长 19.5%左右。

- **短期，消费受投资回落的影响不显著。**投资需求对重化工业的拉动效果较好，但重化工业对就业及消费的带动作用不显著。因此，短期固定资产投资的回落并不会对消费造成显著的影响。
- **长期，有三重因素的支撑。**首先，人口结构的变化，尤其是 15-40 岁青壮年人口的负增长，使劳动力成本进入长期上升趋势，这将在长期支撑内需消费的增长；其次，“调结构”的主要目标就是快速提高居民收入及居民消费，因此政策在未来相当长的时间内都将对内需消费有正面的推动作用；再次，从日、韩等国的历史经验看，当人均 GDP 超过 3500 美元之后，都将面临居民收入和居民消费占 GDP 比例快速提升的阶段，而中国目前正处于这个阶段的初期。

出口短期有回落压力，贸易顺差回归常态。近期欧洲债务危机的出现将在两个方面对中国向这一经济体的出口造成负面影响：欧元对人民币贬值 1%，欧元区从中国进口降低 0.4%；欧元区经济增长的影响更大，其 GDP 每降低 1%，对贸易的影响将达到-8.5%。综合这两方面的因素，欧洲债务危机对中国全年出口影响为-4%，而我们对全年出口增速由 25%下调至 21%。

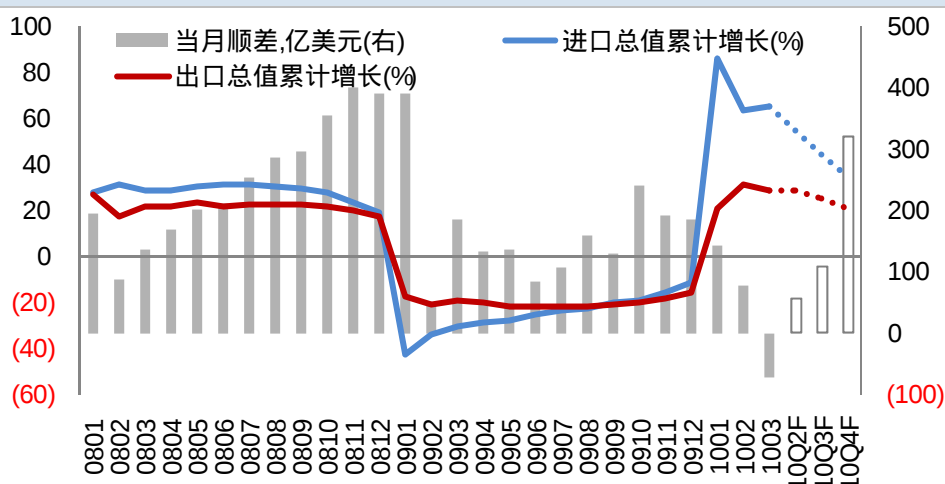
三月份短暂出现的贸易逆差未来将发生转变。单月逆差的主要原因是内需较热，进口爆发式增长。未来，由于内需的回落，进口可能将表现为快速下滑的态势。因此，贸易顺差将回归常态。

图表5：社会消费品零售总额有望保持平稳较快的增长



来源：国金证券研究所

图表6：进口较快回落，顺差重回常态化



来源：国金证券研究所

2010 年下半年经济增长持续回落，底部或出现在明年一季度

2010 年下半年，投资需求的回落将首先对工业生产造成负面影响，并降低整体经济的增速。在此过程中，重工业受到的影响将更加显著。

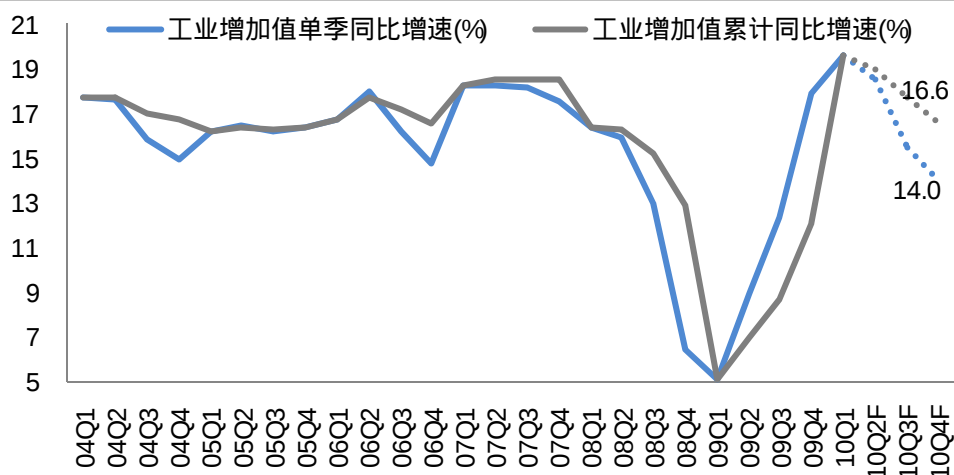
政策冲击使经济周期“短期化”。由政策或存货变化带来的经济周期往往为 2 年左右的短周期。从中国目前所经历的景气变化看，经济从 2009 年二季度走出低谷，到今年一季度末，二季度初就出现过热迹象，印证了我们目前正处于这种短周期波动中。而 4 月份推出的房地产调控政策，确实大大降低了经济中可能出现的过热风险，但也缩短了从繁荣到回落的过程，甚至加剧了经济下滑的速度和深度。

此轮短周期的底部或出现在 2011 年一季度。2010 年下半年的经济增长将表现为显著的环比下滑态势。但是在三方面因素的作用下，经济增长有望在 2011 年一、二季度开始反弹。

- **房地产投资在 2011 年初企稳。**今年四季度房价、地价或能够经历一轮下滑并逐步企稳。在市场预期趋向明朗的条件下，房地产投资对产业资本仍然具有相当的吸引力。则我们可以期待明年一季度房地产新开工面积开始回升，随即带动制造业投资的反弹。
- **政策可能出现实质性的反转。**房价快速回落或者经济数据持续恶化都有可能使政策出现方向性转变。我们所指的政策放松并不一定是再推出一轮新的财政或货币扩张性政策，也有可能是维持此前的刺激力度，停止刺激政策的退出，毕竟，目前的财政和货币政策与历史平均水平相比，都是比较宽松的。
- **经济增长不会持续低于潜在水平。**在无外部重大冲击的情况下，经济增长速度不会持续低于其潜在增长率水平。根据我们的判断，目前中国的潜在经济增长率不会低于 9%，主要的依据是 9% 的 GDP 增速在前几年不会带来通胀压力。潜在经济增长率是由一些长期存在的因素促成的，如 TFP、和发达经济体的生产边际差距、人均资本存量、人口总量及结构的变化等，并不受短期冲击的影响。

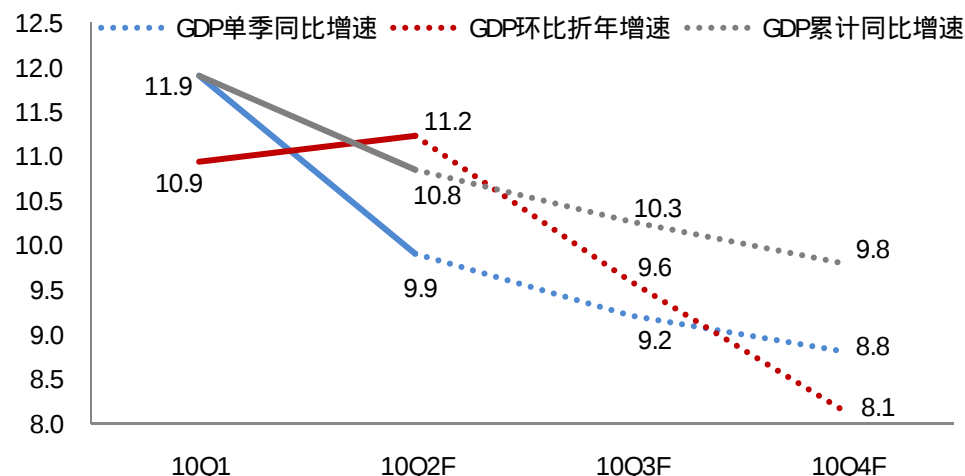
根据我们对近期经济增长的判断，四季度及明年一季度的 GDP 单季同比增长很有可能是低于 9% 的。在短期不出现外部重大冲击的情况下，即使政策不更加宽松，经济自身的运行规律也能使 GDP 增速回到 9% 以上。

图表7：工业增加值增速将在需求回落的影响下逐步回落



来源：国金证券研究所

图表8：2010 年下半年经济增长或表现为较快回落的态势



来源：国金证券研究所

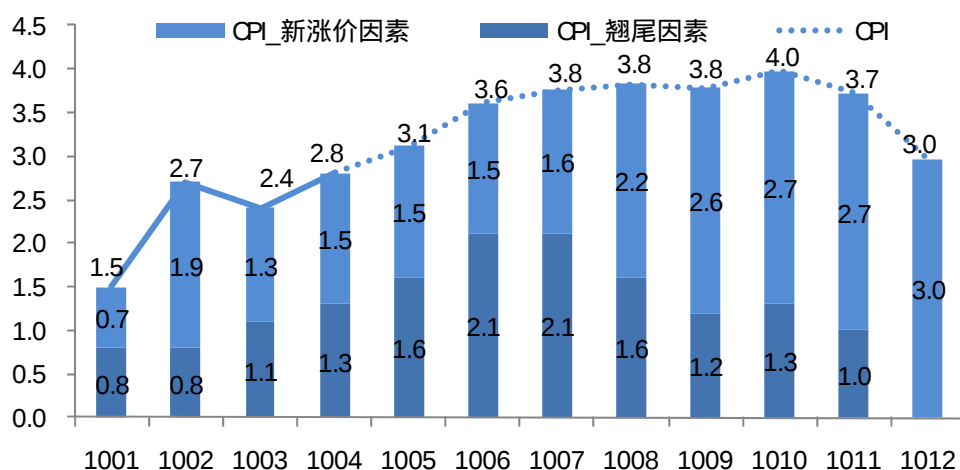
通胀短期有向上压力，但尚无失控风险

以历史经验判断，货币投放对 CPI 的拉动作用还将持续半年左右。近期房地产调控、天气的异常、猪肉价格的触底回升共同加大了 2010 年 CPI 上升的压力。但另一方面，国际大宗商品的走弱降低了输入性通胀的压力。预计全年 CPI 同比增长 3.2%，PPI 同比增长 5.5%。CPI 的峰值出现在四季度初，PPI 的峰值出现在 2 季度。

通胀形势有望在 2010 年底开始缓解。市场对于未来 2 年的通胀形势仍然存在忧虑，主要的原因是前期过度投放的信贷。如图表 30，目前中国正处于长期的“加杠杆”过程中，这一过程是通过信贷投放来完成的。

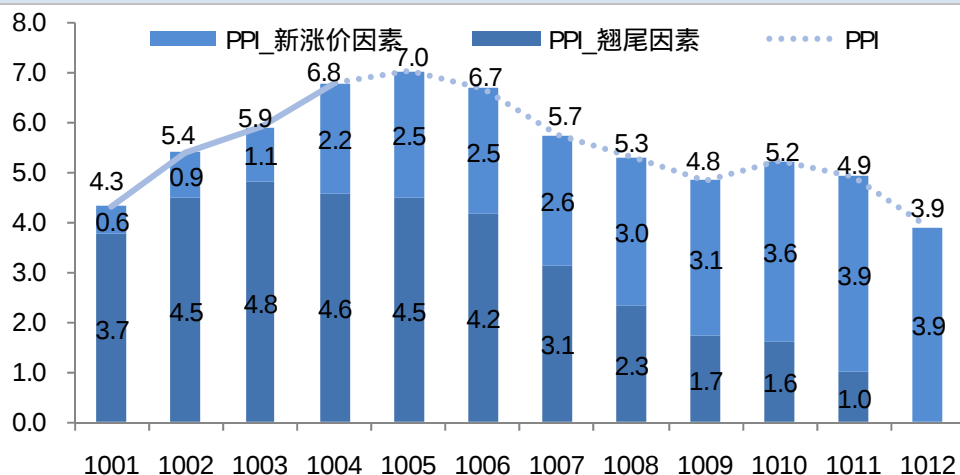
2009 年信贷占 GDP 的比重增长过快，甚至高于 1998、2001 年的水平。但是，我们发现这三次大量放贷的行为都未引发当年或后一年的高通胀。相反，通胀形势严峻的年份，如 1993、2007 年也没有伴随着信贷相对于 GDP 的过快增长。因此，能造成中国高通胀的最主要驱动因素可能是需求的快速释放，而并不是信贷投放。

图表9：CPI 短期仍将缓慢攀升，年内峰值预计出现在 10 月份



来源：国金证券研究所

图表10：工业品出厂价格同比增速预计出现在 5 月份



来源：国金证券研究所

需求回落，刺激政策退出步伐或趋缓

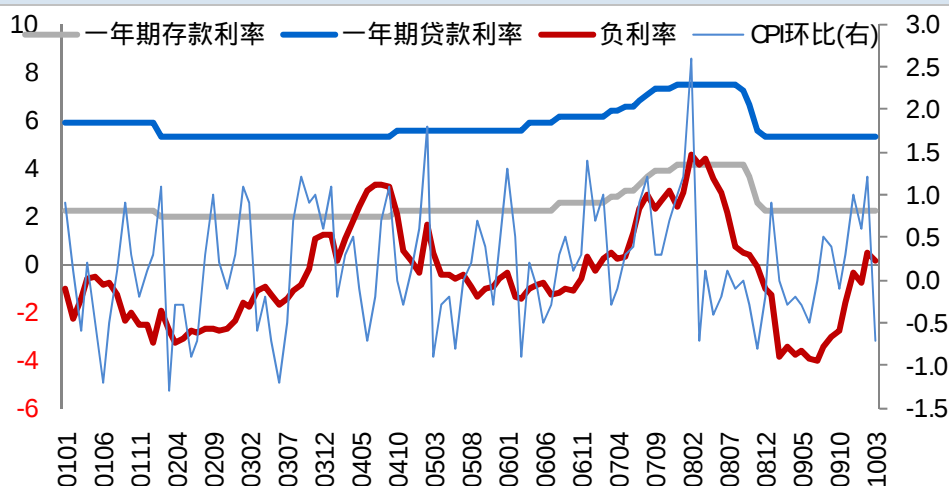
我们在《二季度宏观经济报告》中提出，政策将于需求互动，目标是经济增长更平稳。前期，需求持续升温，因此政策加紧退出。未来，需求面临较为显著的回落态势，因此，我们判断刺激政策的退出步伐有望放缓。在这里，我们将着重讨论未来价格型货币政策和汇率政策的演化路径。

需求旺盛是加息的必要条件。从历史经验判断，在需求旺盛的环境下，CPI 环比连续上涨和较高的负利率水平都会触发加息的到来。但 CPI 持续环比上涨（如 2005 年下半年、2009 年下半年）和即使超过 3% 的负利率（如 2004 年上半年）都不构成加息的充要条件。

今年还有两次加息时间窗口，但加息可能性较低。展望未来的经济形势，下半年需求回冷，通胀温和盘升，但负利率不会超过 3%。因此，今年还存在两次加息时间窗口，一次是二季度 CPI 超过 3%，二是三季度 CPI 环比持续上升。但在需求偏冷的情况下，预计加息时点延后。

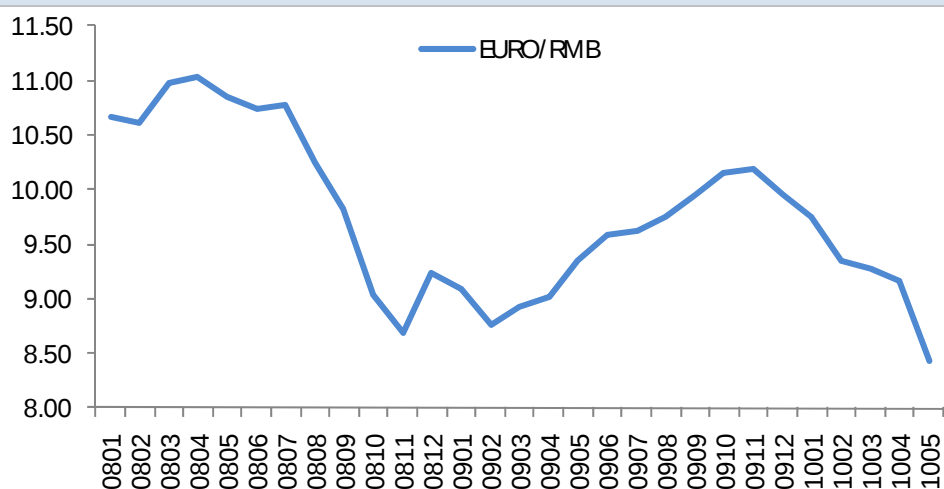
汇改时点延后至欧元跌势回稳之际。关于汇率改革，目前的外部环境是外汇顺差重回常态化，因此外围经济体仍会继续对人民币升值施加压力。但是，近期人民币兑欧元被动大幅升值，同时，下半年对欧洲出口有下滑风险。因此，我们对汇改时点的判断是：延后至欧元跌势回稳、欧洲债务危机形势明朗之际。

图表11：历史上较高的负利率和CPI 环比持续上涨都不是加息的充要理由



来源：国金证券研究所

图表12：近期人民币兑欧元大幅升值



来源：国金证券研究所

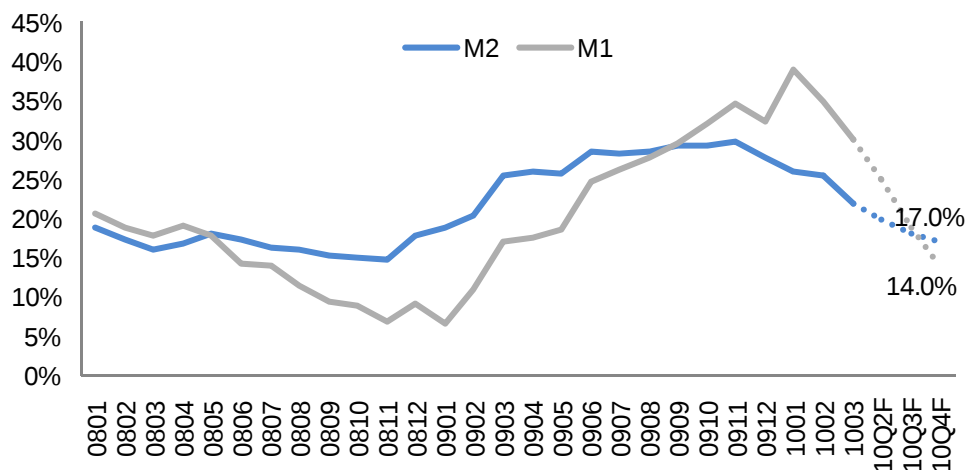
流动性适度回落，信贷管制有望放松

在下半年经济增长放缓，需求回落的影响下，货币投放将持续回落。预计全年 M2 增长 17% 左右，对接近 10% 的 GDP 增长和接近 4% 的整体通胀水平来讲，处于适度水平。

信贷增长则有可能略低于年初 7.5 万亿的既定目标。在房地产投资、个人购房贷款快速回落的影响下，预计全年新增信贷 7.2 万亿左右。

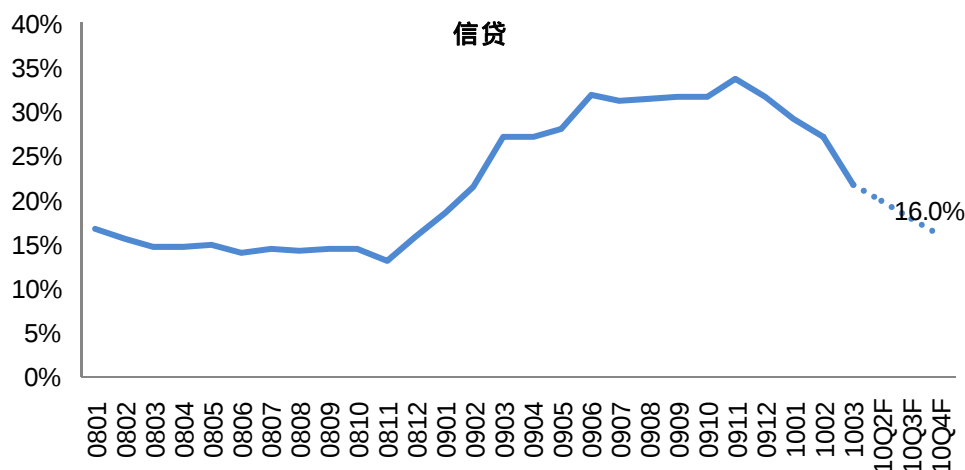
由于信贷投放可能低于年初目标，并且经济形势偏冷，因此我们判断下半年监管层对信贷额度的调控和信贷投向的管制可能会放松。此外，在对地方政府融资平台进行清理之后，银行将继续对区域建设提供支持。

图表13：货币投放将随经济景气的转变而逐步下滑，M1 下降更快



来源：国金证券研究所

图表14：全年信贷预计为 7.2 万亿，低于年初目标



来源：国金证券研究所

城镇化进程方兴未艾，有效需求支持经济长期快速增长

居民消费的快速增长和服务业的崛起将带来城镇化的迫切需求。在工业化进程后期，服务业在经济中的比重持续上升，同时居民消费占 GDP 比例也将处于快速上升阶段，这两种因素将对城镇化进度产生迫切的需求。未来，中国经济的大趋势，即内需消费、城镇化率的提高和服务业比重的上升是相辅相成的。城镇化需求的适度释放，将和内需消费共同成为驱动中国经济在中长期快速增长的主要因素。

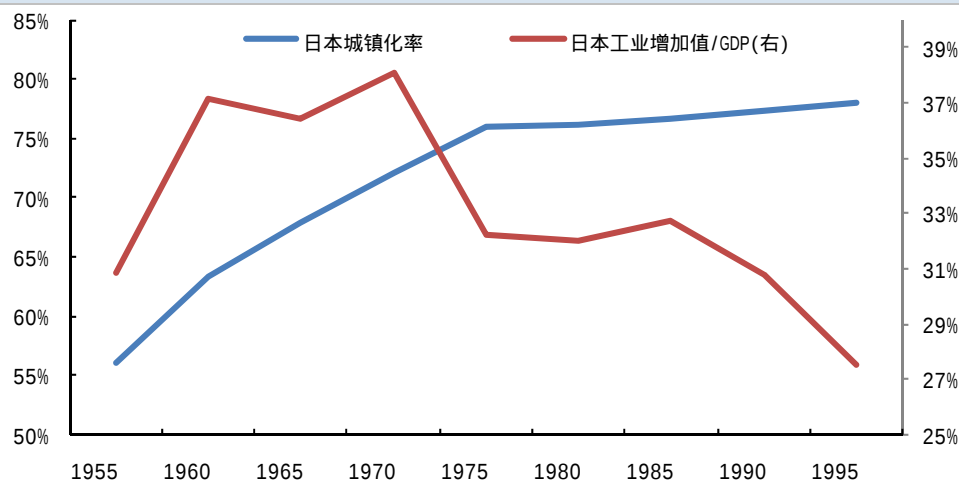
中国的城镇化水平严重滞后

中国的城镇化进程相对于工业化率和经济发展阶段都是滞后的。目前中国的工业增加值占 GDP 比重大概为 40% 左右，人均 GDP 已经超过 3500 美元，而城镇化率仅为 46% 左右。和历史上类似发展阶段的日、韩等国家相比，处于严重滞后的水平。日本在工业比重最高的上世纪 70 年代初，城镇化率已经超过 70%；韩国在工业比重最高的 80 年代后期，城镇化率已经接近 80%。

中国有大量的劳动力在城镇从事非农劳动，却并未“城镇化”。日、韩两国工业在经济中比重最高的时期，人均 GDP 水平同样处于 3500 美元左右。相似的产业发展阶段和人均 GDP 水平意味着中国在三次产业中的劳动力分布也是和当时的日、韩相差不多的。这也说明我国有大量的劳动力在城镇从事非农生产活动，但是由于城镇建设的滞后，他们并未真正实现“城镇化”。

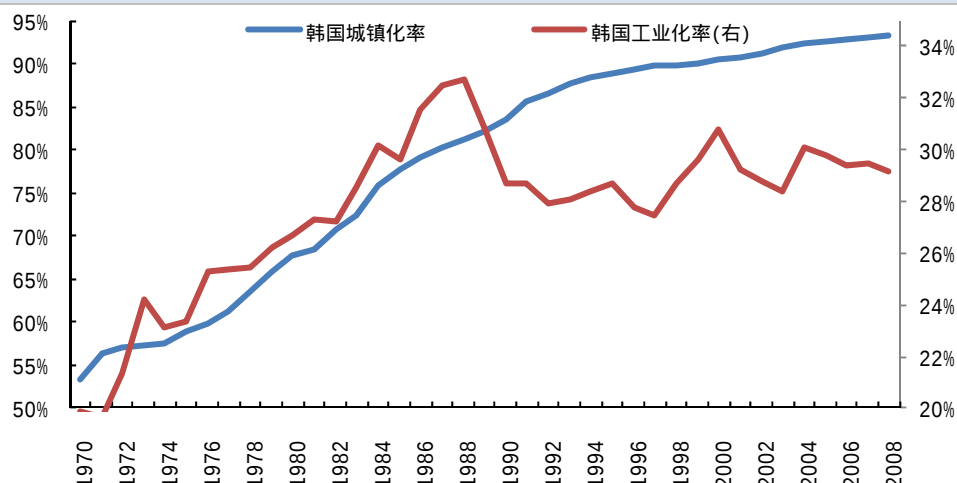
城镇化的滞后将制约内需消费和服务业的发展。虽然大量的人群在城镇从事劳动，但无法实现安定的生活状态，这必将限制这部分人群在当地的消费，从而抑制了对服务业的需求。此外，工业生产只需要劳动力和生产资料的聚集，对生活环境的要求较低。但是服务业的发展对基础设施和消费者生活条件的要求要高的多，因此，城镇化进程滞后也限制了服务业的快速增长。

图表15：日本工业化进程领先于城镇化 3 年左右



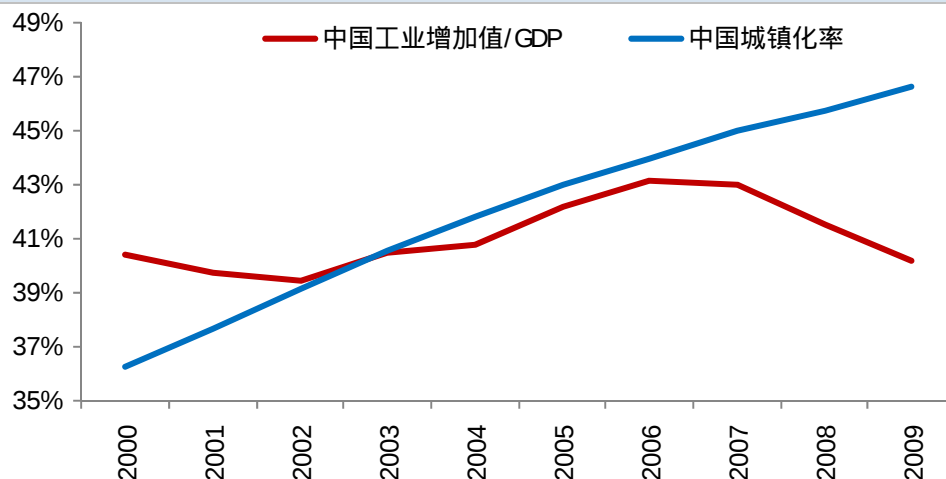
来源：国金证券研究所

图表16：韩国工业占经济比重下降之时，城镇化率达到了80%



来源：国金证券研究所

图表17：中国的城镇化水平显著滞后于工业化



来源：国金证券研究所

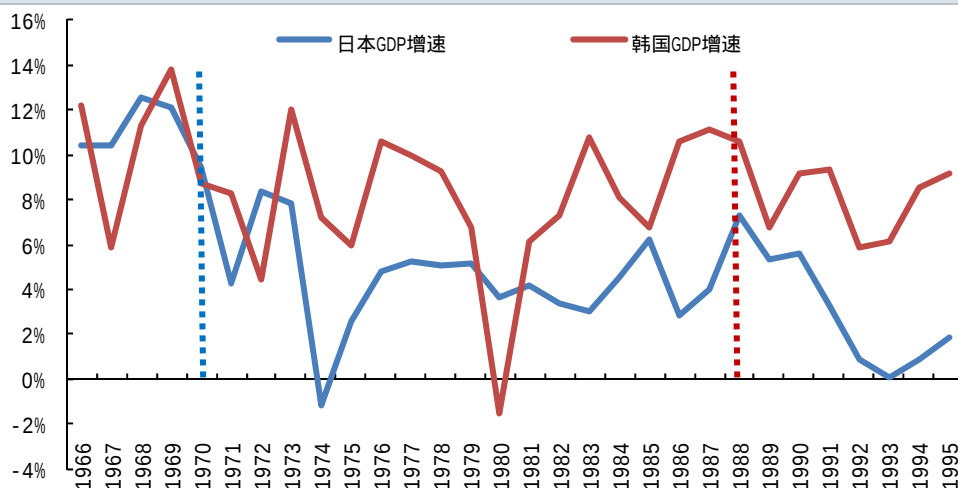
工业化后期，固定资产投资结构有转变，经济增长短期有压力

未来的投资结构将更偏基建和住宅。当工业占经济比重过高时，工业部门毛利率水平逐渐下降而服务业的毛利率水平持续攀升。因此，工业部门产能扩张动力将逐渐减弱，服务业扩张动力逐渐增强，这就降低了设备投资需求，但提升了基建和住宅投资的需求。从日、韩经验看，当工业在经济中的比重下滑之后都出现了一波基建和住宅投资热潮，也是出于服务业发展和居民消费提高所带来的需求。

工业比重下降初期对整体经济增长有压力。目前，中国工业在经济中的比重正处于长期的向下趋势中。从日本的经验看，这一时期 GDP 也相应地出现了下滑。这意味着经济结构需要做出相应的调整来适应这一过程。但是，韩国在这一时期的经济下滑相对缓和。主要原因在于首先，韩国相对于发达经济体存在更大的后发优势；其次，韩国经济在政策引导下实现了较为成功的经济转型。

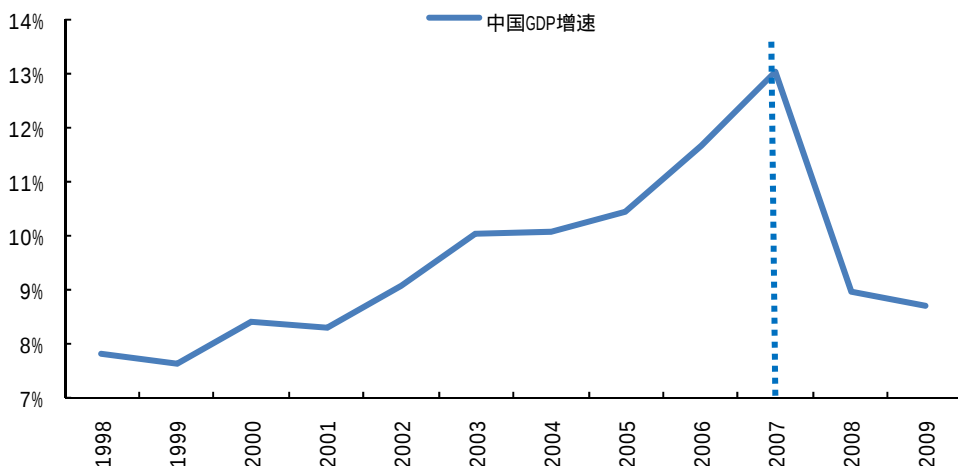
毛利率的相对提高支持服务业快速发展。在工业化后期，投资需求仍然旺盛，但制造业由于毛利率的降低而出现产能扩张放缓，所以制造业的利润增长并没有显著恶化，但也没有出现爆发性增长，主要原因是费用率提高较快。同时，非制造业毛利率始终保持上升趋势。毛利率的相对提高支持服务业迅速发展。

图表18：日本和韩国工业化后期 GDP 都存在向下的压力



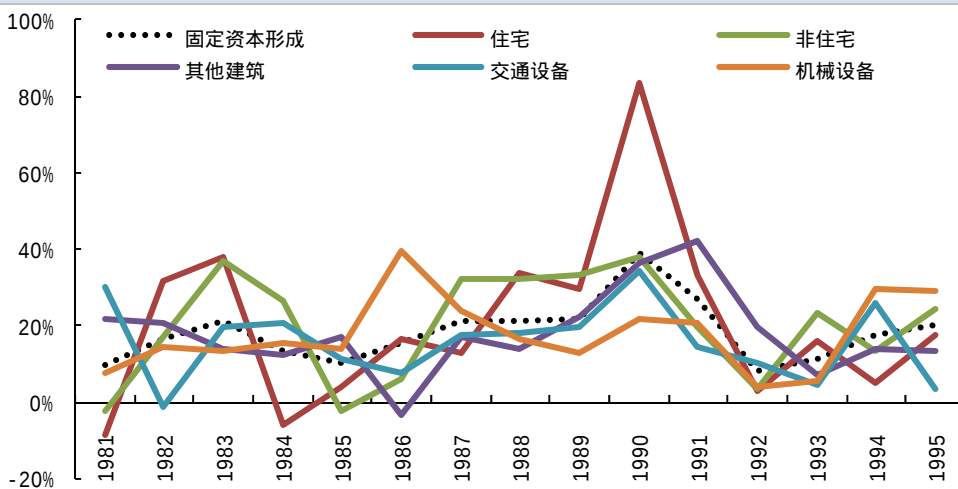
来源：国金证券研究所

图表19：中国 GDP 增速随工业比重回落而连续 2 年下滑



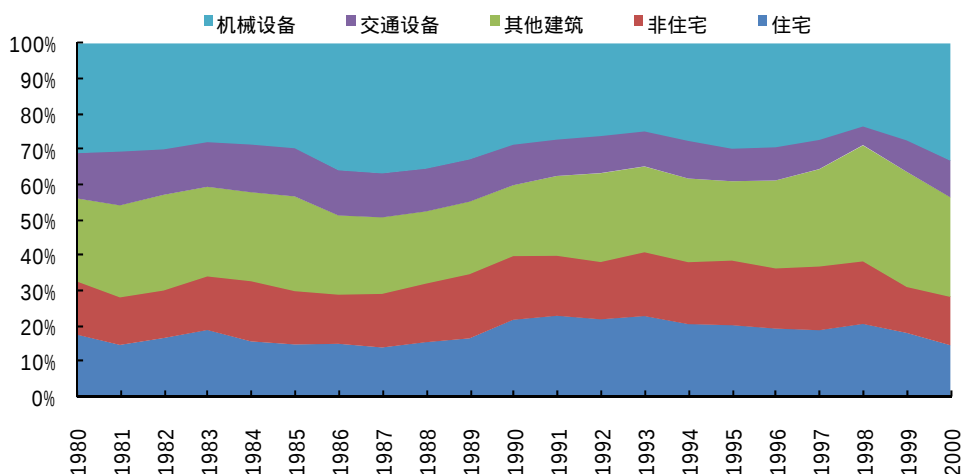
来源：国金证券研究所

图表20：韩国在工业比重下滑后的出现了连续几年的基础建设投资热潮



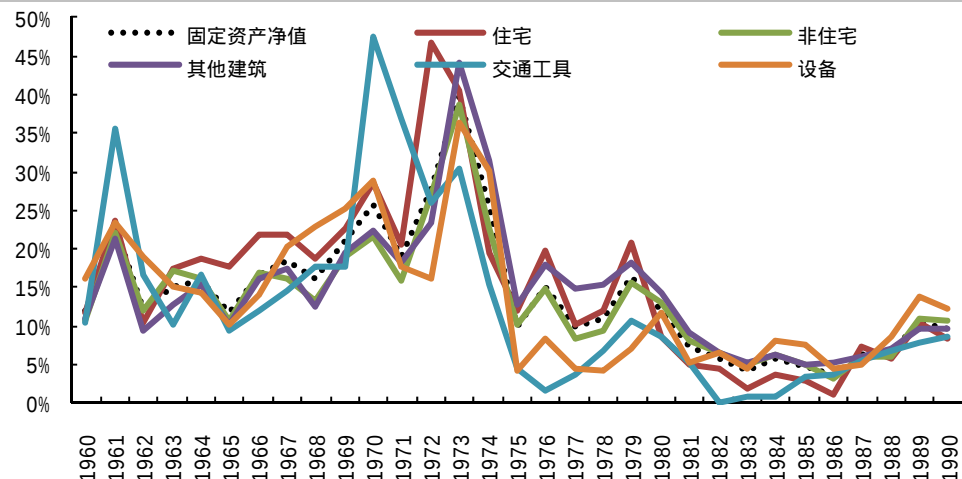
来源：国金证券研究所

图表21：韩国在工业比重下滑之后，投资更偏向于建筑和住宅



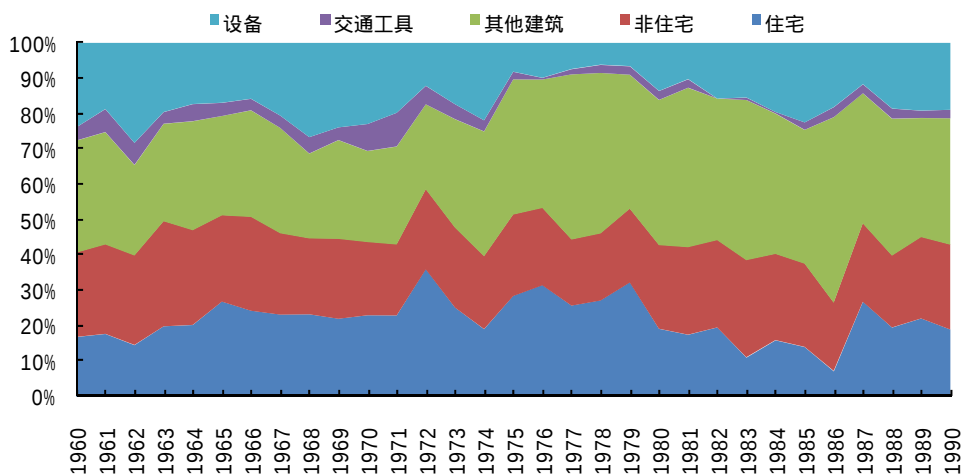
来源：国金证券研究所

图表22：日本 70 年代初出现一波基础建设投资热潮



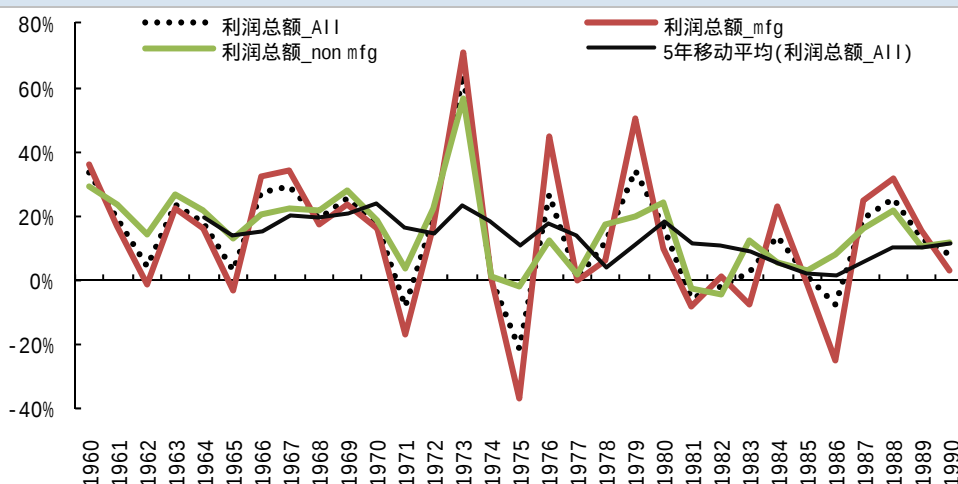
来源：国金证券研究所

图表23：日本 70 年代设备投资占比降低，制造业产能扩张放缓



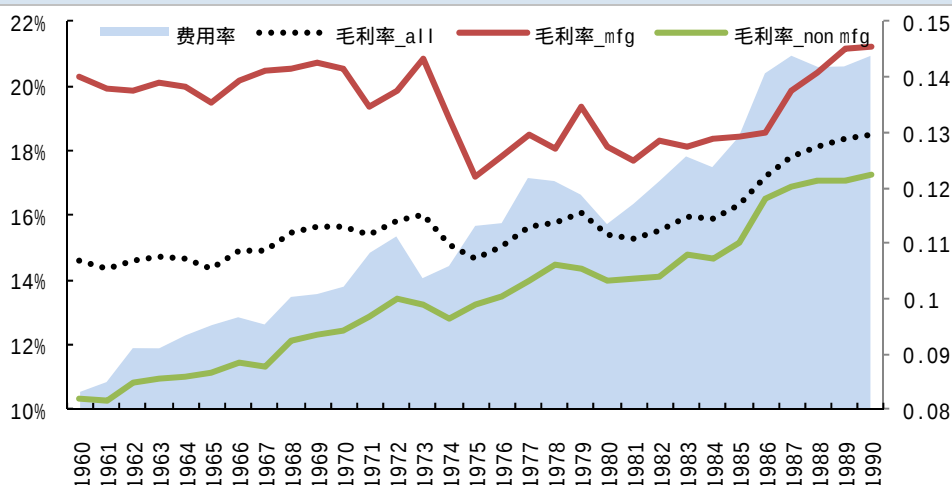
来源：国金证券研究所

图表24：日本工业化后期企业整体盈利增长有向下的压力



来源：国金证券研究所

图表25：日本工业化后期非制造业毛利率持续上升



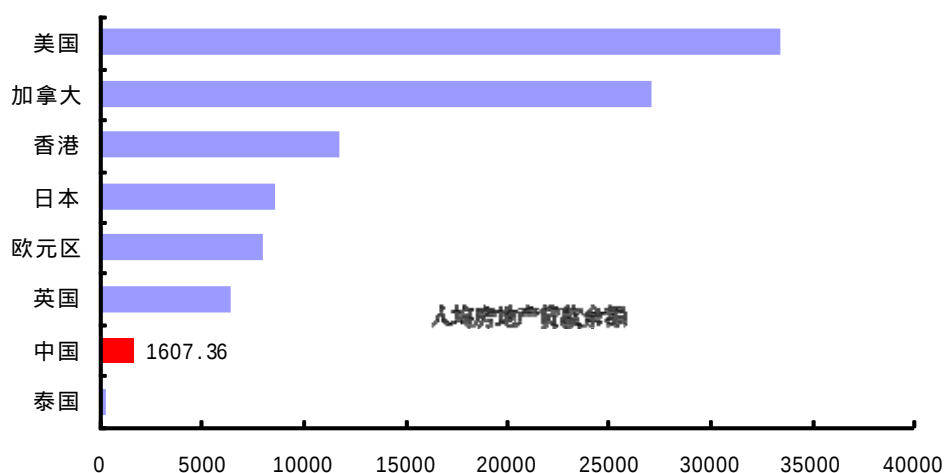
来源：国金证券研究所

需求释放有空间,关键在于控制节奏

中国的杠杆率水平仍然很低,靠释放需求拉动经济增长空间大。从中国人均房地产贷款余额、房地产贷款占 GDP 比重、赤字率等指标的国际比较来看,中国相对于发达经济体,甚至相似发展阶段的新兴市场国家都存在进一步提高杠杆率水平的空间。这也就意味着中国在外环境恶劣的情况下,通过释放需求来拉动经济增长的空间很大,这也进一步降低了对经济可能会“二次探底”的担忧。

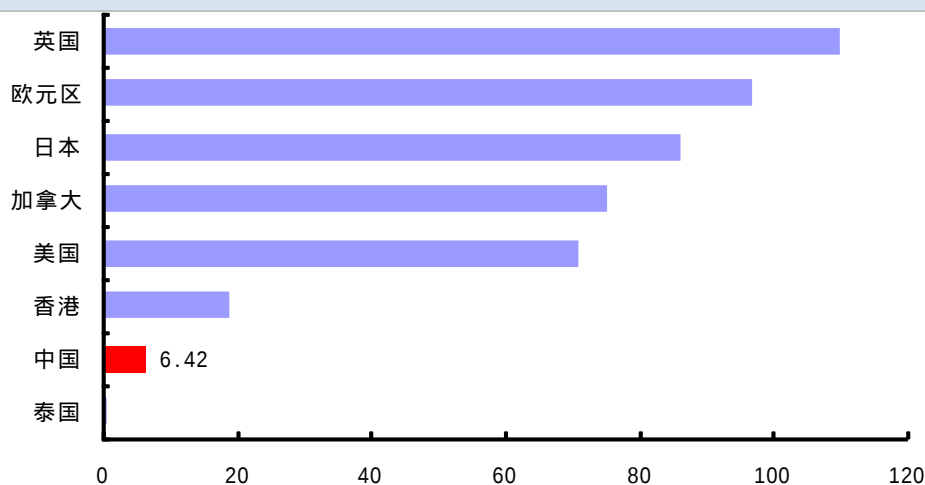
中长期更忧过热而非过冷。中国的城镇化率提升空间巨大,同时地方政府投资意愿强烈,甚至明年下半年就有可能迎来新一轮“政治周期”所带来的地方投资热潮。但是,制造业产能扩张步伐正处于长期的放缓过程中,过快的需求释放很可能会带来经济过热和通胀压力。在健康的财政、金融体系下,我们认为中国经济在中长期面临的问题可能更多的是过热而非过冷。

图表26：中国人均房地产贷款余额显著低于发达国家水平



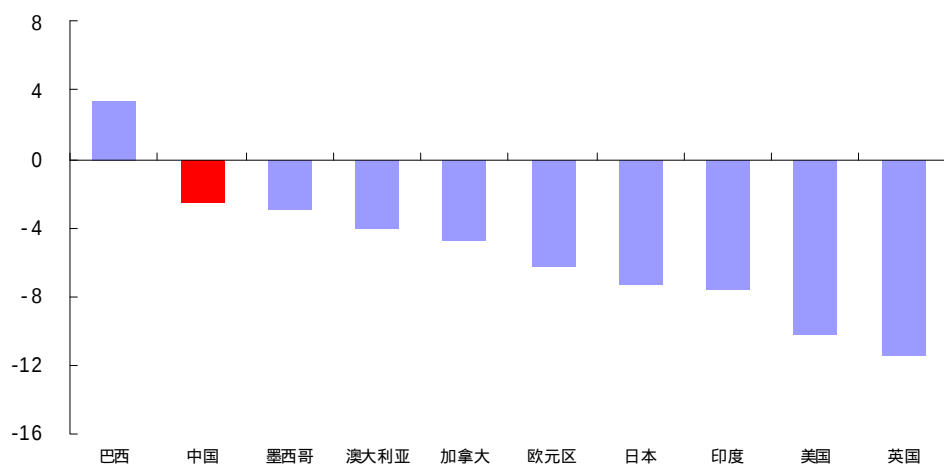
来源：国金证券研究所

图表27：中国房地产贷款余额占GDP比重显著低于发达经济体的水平



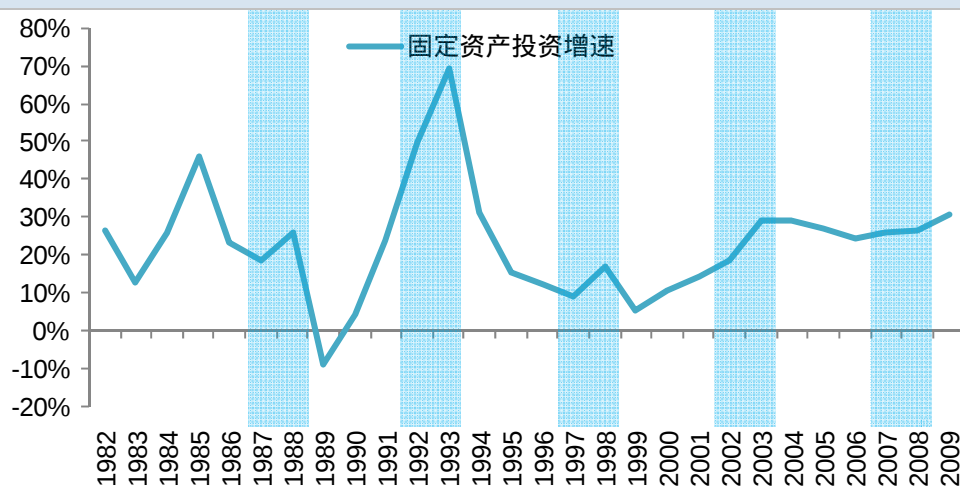
来源：国金证券研究所

图表28：中国的赤字率水平处于相对低水平



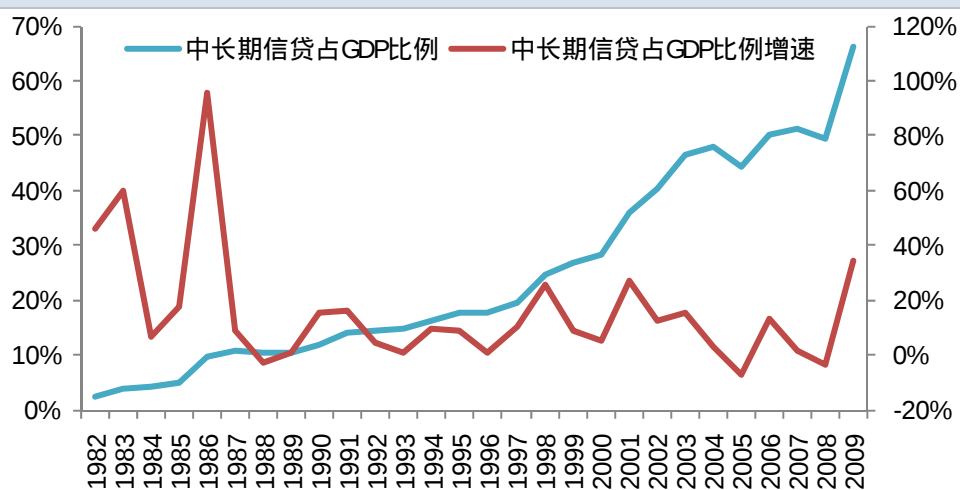
来源：国金证券研究所

图表29：下轮“政治周期”或将在后年带来地方投资热潮



来源：国金证券研究所

图表30：信贷投放占GDP比例过快增长将会带来通胀隐忧



来源：国金证券研究所

结论：经历阵痛，但无需过度悲观

在大规模的财政投资计划和极度宽松的货币政策之后，中国经济短期承受着经济增长下滑、通胀水平攀升的刺激副作用。而房地产调控政策的推出加剧了这一过程。

我们判断目前的困境只是阵痛，经济增长不会“二次探底”，通货膨胀也不会失控。虽然固定资产投资和出口在下半年存在下滑的风险，但是内需消费有望保持较快的稳定增长。此外，在经济下滑逐步反映在宏观数据上时，政策退出步伐有望缓解，这将能在短期维持经济的稳定增长。

在中长期，中国的城镇化建设显著落后于工业化进程。目前的产业结构为加快城镇化提供了条件，同时中国的财政、金融状况允许适度的杠杆化。这一有效需求的释放将继续支持中国经济在中长期快速增长。未来几年，中国面临的问题可能主要在于防止需求快速释放所带来的经济过热。

图表31：附：2010 年数据预测表

指标	单位	2010F	10M5	10Q2F	10Q3F	10Q4F
CPI YOY	%	3.3	3.2	3.2	3.7	3.6
PPI YOY	%	5.5	6.9	6.8	5.3	4.7
信贷 YOY	%	18.0	21.0	20.0	18.0	16.0
M2 YOY	%	17.0	21.0	20.0	18.0	17.0
M1 YOY	%	14.0	28.0	25.0	19.0	14.0
贸易出口 YOY	%	20.5	28.0	29.0	17.0	10.0
贸易进口 YOY	%	34.5	45.0	44.0	24.0	18.0
社会消费品零售总额 YOY	%	19.0	18.7	18.5	19.0	19.5
城镇固定资产投资完成额 YOY	%	22.5	25.0	24.5	20.0	21.0
存款利率	%	2.52	1.98	1.98	2.25	2.25
贷款利率	%	5.31	5.04	5.04	5.31	5.31
汇率较年初变化率	%	3.0	0.0	0.0	1.0	3.0
工业增加值(单季)	%	16.5	18.3	18.5	15.5	14.0
GDP YOY	%	10.2	NA	9.9	9.2	8.8

来源：国金证券研究所

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室