

研究报告-宏观研究

2010 年四季度宏观经济研究

我国宏观经济运行数据

同比增速, %	10.07	10.08
城镇固定资产投资	24.90	24.8
社会消费品零售总额	17.90	18.4
工业增加值	13.40	13.9
进口	22.74	35.2
出口	38.08	34.4
PMI 指数	51.20	51.7
CPI	3.30	3.5
PPI	4.84	4.3
M1	22.90	21.9
M2	17.60	19.2
人民币贷款余额	18.40	18.6

相关报告

《2010 年二季度宏观经济报告: GDP 同比增速将回落, 二季度加息概率大》

2010 年 03 月 22 日

《2010 年宏观经济报告: 稳中求变, 立足近忧谋远虑》

2009 年 12 月 08 日

分析师

邹璐

执业编号: S0350210090008

电话: 0755-83707473

邮件: zoul01@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **“调结构、控通胀、保增长” 预计将是四季度会议的主基调。**中共十七届五中全会以及中央经济工作会议都将于四季度举行, 将对未来五年以及明年的经济及政策给予重要指示。我们认为这两次会议将从更重“保增长”转为更重“调结构”和“控通胀”。而货币政策, 则将从“适度宽松”回归“稳健”, 财政政策依旧“积极”, 为“调结构”保驾护航。
- **调结构——箭在弦上需推进, 积极财政政策配合。**“十二五”规划即将启动, “调结构”在其中的重要性将更甚于以往: 1) 支撑过去十年的出口和房地产对经济的向上拉动空间已有限, 调结构更显紧迫; 2) 刘易斯拐点到来表明劳动力供求已发生变化, 失业高峰已过去, 就业不应再成为“保增长”的理由, 而更应立足“调结构”; 3) 调结构正是为了保增长, 稳步推进结构调整, 将使经济增长得到顺利实现。预计调结构重点将立足于产业结构和收入结构调整, “积极财政政策”保驾护航, 从而推动第三产业、新兴战略产业以及消费成为新一轮经济周期的新经济增长点。
- **控通胀——货币政策将从“适度宽松”回归“稳健”。**今年通胀形势总体上超出年初时市场预计的水平, 表明市场潜在通胀压力依然较大, 虽然四季度 CPI 将有所回落, 但是明年的通胀风险依然不可小视: 1) 往年超发的货币并未完全消化, 今年先后表现为炒房、炒农产品, 而在房地产调控维持背景下, 明年农产品依然有推高风险; 2) 随着进入新经济周期经济内生动力逐渐启动, 总体价格有推高风险; 3) 结构性调整时期, 资源环境成本以及劳动力成本将对中长期通胀带来向上压力。因此, 为“控通胀”, 我们认为四季度的中央经济工作会议将使货币政策从“适度宽松”回归“稳健”, 其将主要体现在三个方面, 一是明年信贷预计将控制在 8 万亿左右, M2 目标为 17%左右; 二是明年可能加息 1-2 次, 缓解负利率风险; 三是人民币汇率依然保持小幅升值。
- **保增长——已无忧, 经济将见底企稳。**中国经济景气先行指数构成指标多数已见底回升, 表明该指数可能将在未来几个月见底, 其也预示着未来 GDP 增速回落趋势止缓, 我们认为环比增速可能今年三季度就将见底。考虑到 GDP 本身的基数效应, 预计同比增速将在明年一季度见底, 底部增速预计在 8.3%左右, 而明年预计同比增长 9%。

目 录

调结构——箭在弦上需推进，积极财政政策配合	2
调结构，已关系未来是否能保增长的问题	2
劳动力供求改变，失业高峰期已过，就业市场更需经济调结构	4
经济结构调整的重点，推进收入结构及产业结构调整	5
稳步推进结构调整，积极财政政策保驾护航，“保增长”水到渠成	6
控通胀——货币政策由“适度宽松”回归“稳健”	8
明年通胀风险依然较大，中长期通胀中值将上升	8
货币政策将从“适度宽松”回归“稳健”	11
保增长——已无忧，经济将见底企稳	15
中国经济环比回落即将见底，保增长已无忧	15
未来潜在经济增速将下滑，已无需以往的高速增长来支撑	19
宏观经济数据预测	20

四季度不仅意味着 2010 年即将结束，更意味着“十一五规划”的收官以及“十二五规划”的开始。未来的一个季度也将是国家重要会议召开的关键期，中共十七届五中全会以及中央经济工作会议都将于四季度举行，将对未来五年以及明年的经济及政策给予重要指示。政策将会如何变化成为市场关注的焦点。我们认为政策有赖于对经济形势的判断及分析，其并非无章可循。

综合分析目前的经济形势：1) 经济已进入新的增长周期，GDP 增速不会出现大幅下滑，失业问题也由于刘易斯拐点的到来不再是首要问题；2) 出口与房地产投资对经济增长的拉动空间已逐渐趋弱，是否着力于经济结构调整已关系到未来是否能保增长的问题；3) 随着经济内生动力逐渐恢复以及资源劳动力成本上升，通胀的风险在逐渐加大。

因此，我们判断“调整经济结构，控制通货膨胀，保持适度经济增长”将成为明年经济的重要取向，也将是四季度经济工作会议的重要政策基调。与之相对应，我们认为顺应“十二五规划”的落实，明年信贷投放以及投资将会继续坚持有保有压，财政政策依然维持“积极”，考虑到人民币升值压力带来的外部流动性压力，货币政策则将由“适度宽松”回归“稳健”，保持适度货币供应量，严防通胀预期。

调结构——箭在弦上需推进，积极财政政策配合

政府其实早已认识“调结构”的重要性，“十五规划”和“十一五规划”中均强调了需调整经济结构，但是由于出口和房地产的快速发展，使得调结构的紧迫性有所下降，但是经过近十年的发展，出口和房地产对经济拉动力将明显削弱（我们中期策略对此已有详细分析），“调结构”的必要性与紧迫性正得尤为突出。

调结构，已关系未来是否能保增长的问题

随着积极财政政策以及适度宽松货币政策的推动，中国经济已走出危机进入新的经济增长周期，但是这一轮新的周期能否像上一周期一样保持平稳较快的增长速度，却已面临缺乏新经济增长点的问题。上一周期主要由出口和房地产投资带动，这两个因素对于经济向上拉动的空间已有限，而消费却一直面临难以启动的问题。

1) 房地产开发投资占 GDP 的比重已高达 10%，对其他行业已有明显的挤出效应；房价的高涨也已对消费形成严重的制约；城镇化速度已有所放缓，对于房地产投资的带动效应也将逐渐减弱。

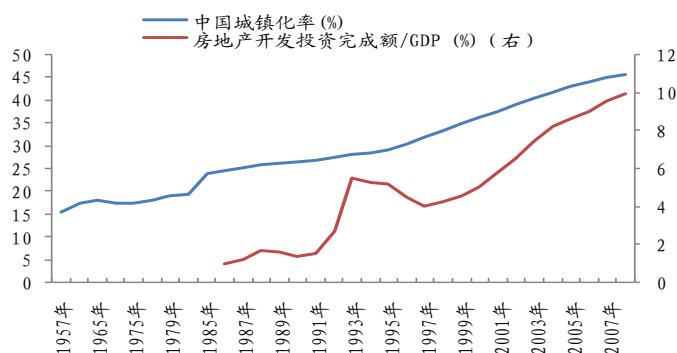
2) 过去 10 年，服务及货物净出口占 GDP 的比重由 2% 最高上升到 8%。而贸易依存度由 30% 最高上升到了 60% 多。虽然出口对中国经济做出巨大贡献，但目前积累的巨额外汇储备正面临贬值风险，持

续的高顺差也导致中国汇率经常受国外施压。以美国为首的“高消费、低储蓄”模式的改变已使我们出口高增长难以持续。

3) 过去对于“保增长”给予了过分重视,“调结构”更重要。根据“十五”及“十一五”规划的目标及实现情况,可以发现经济增长及就业的目标都得到了很好的完成,尤其是GDP增速远远超过预定目标的水平。但是经济结构和节能减排目标却都未能很好的完成,尤其是消费率不仅没有得到提高,反而处于持续下降中,而重工业依然较快的发展使得节能减排目标亦困难重重。

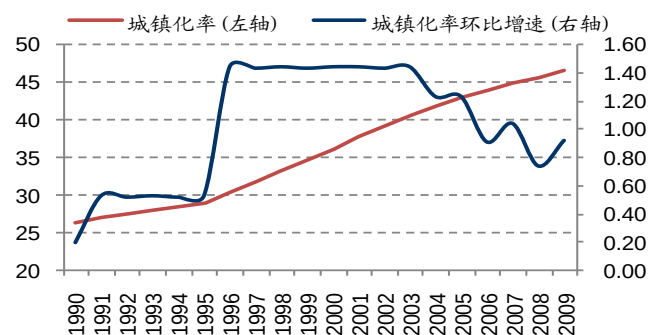
在这种背景下,调结构已是箭在弦上必须推进,促进消费、培育新的经济增长点已成为这一新周期政府必须着眼的重点,否则未来经济增长将因缺乏新的经济增长点而陷入停滞。

Figure 1 房地产开发投资完成额占 GDP 的比重已接近 10%



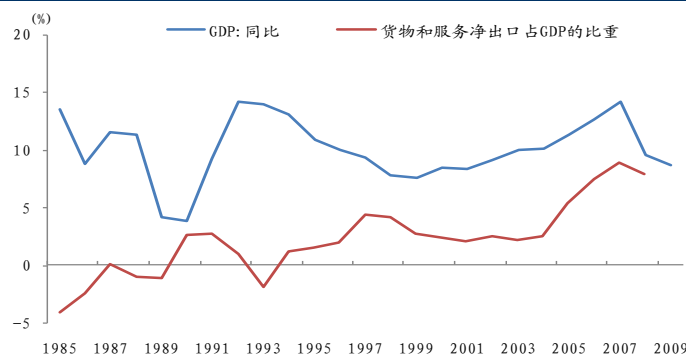
资料来源: 日本统计局与统计中心、国海证券研究所

Figure 2 城镇化进程开始趋缓



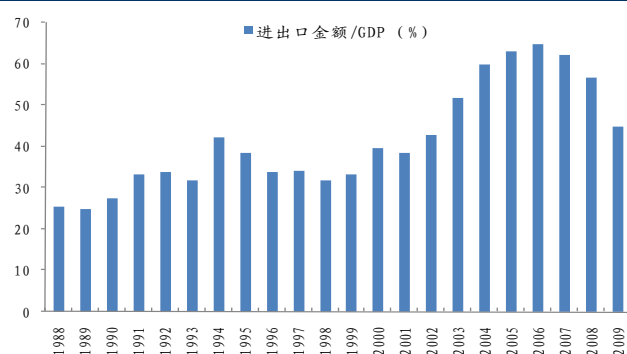
资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 3 净出口占 GDP 的比重与经济增长



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 4 中国外贸依存度



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 5 “十五”及“十一五”规划目标及实现情况

		“十五”规划		“十一五”规划	
		目标	实现	目标	实现
经济增长	GDP	经济增长速度预期为年均7%左右,到2005年按2000年价格计算的国内生产总值达到12.5万亿元左右	年均增长9.76%	国内生产总值年均增长7.5%	06年至09年年均增长11.38%
	人均GDP	人均国内生产总值达到9400元	2005年人均GDP14053元	2010年达到19270元	2008年达到22698元
	进出口总额	2005年货物进出口总额达到6800亿美元,机电产品出口比重提高到50%左右	2005年货物进出口总额14219亿美元;机电产品出口比重56%	2010年货物贸易、服务贸易进出口总额分别达到2.3万亿美元和4000亿美元。	2009年货物贸易、服务贸易进出口总额分别达到2.16万亿美元和2884亿美元。
经济结构	一二三产业增加值占比	13: 51: 36	12: 47: 41	服务业增加值占国内生产总值比重提高3个百分点	2009年为10.3: 46.3: 43.4
	投资率、消费率	实行鼓励消费的政策,促进消费需求较快增长,使居民消费率提高到50%左右。围绕结构调整,引导投资方向,促进固定资产投资特别是企业和社会投资较快增长,全社会固定资产投资投资率调控在35%左右。	消费率持续下降	立足扩大国内需求推动发展,把扩大国内需求特别是消费需求作为基本立足点,促使经济增长由主要依靠投资和出口拉动向消费与投资、内需与外需协调拉动转变。	消费率持续下降
	城镇化率(%)			城镇化率提高到47%	2009年为47%
收入/就业	城镇居民人均可支配收入	年均增长5%左右	年均增长9.6%	年均增长5%左右	06-09 年均增长13.1%
	农村居民人均纯收入	年均增长5%左右	年均增长5.3%	年均增长5%左右	06-09 年均增长12.5%
	城镇登记失业率(%)	控制在5%左右	2005年为4.2%	城镇登记失业率控制在5%	2009年为4.3%
	五年城镇新增就业	4000万人	4200万人	4500万人	
	五年转移农业劳动力	4000万人	4000万人	4500万人	
节能减排	单位国内生产总值能源消耗降低(%)			降低20%	截至2009年末,单位GDP能耗累计下降14.38%
	主要污染物排放总量减少(%)	比2000年减少10%	<10%	主要污染物排放总量减少10%	与2005年相比,2009年中央企业万元产值综合能耗(可比价)下降15.1%;二氧化硫排放量减少36.8%,化学需氧量减少33.04%,提前完成“十一五”主要污染物排放总量减少10%的目标。

资料来源: WIND、国海证券研究所

劳动力供求改变, 失业高峰期已过, 就业市场更需经济调结构

从就业的角度考虑, 经济进行结构调整亦显得尤为重要, 而单纯的为促进就业而“保增长”已不是解决矛盾的关键。

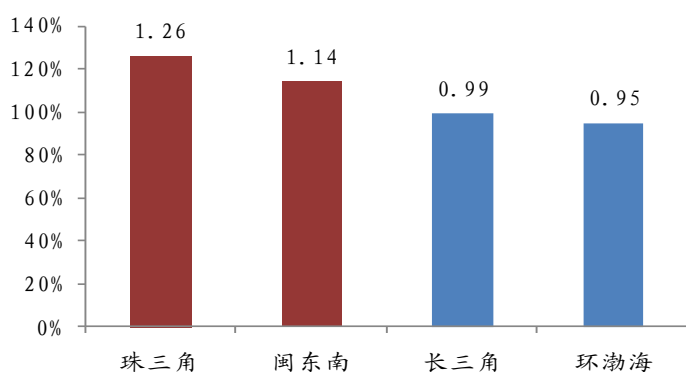
在典型的二元经济发展时期, 劳动力过剩是常态, 因此, 劳动力市场的主要矛盾是如何通过加快非农部门的增长, 为源源不断产生的农业剩余劳动力寻找出路, 而这时候也体现了要保持“较快经济增长”的必要性。

而一旦刘易斯拐点到来, 劳动力不再过剩, 失业的高峰期也已经过去, 中国的劳动力市场的主要矛盾也将发生变化, 这时候除了因宏观经济波动会时常出现的周期性失业问题, 更主要在于结构性和摩擦性因素造成的自然失业。在这个时期, 着力于“经济结构调整”就显得更为重要。

近些年来中国多个地方出现“民工荒”现象反映中国已进入“刘易斯拐点”时期, 失业问题已大大缓解。而目前经常报道的大学生失业现象, 则体现了经济结构不平衡带来的产业结构与目前人才结构不匹配问题, 其解决根本还是要落实结构调整。

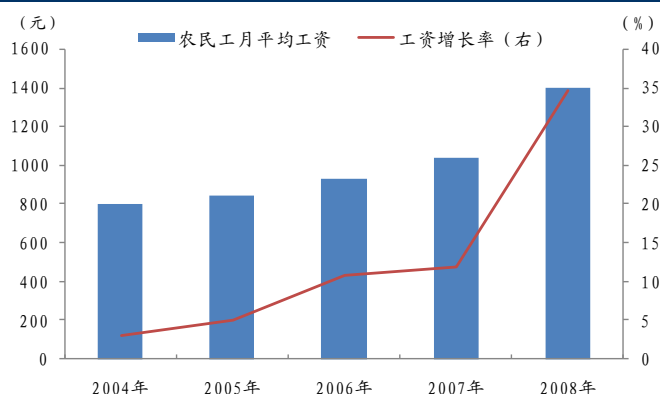
因此, 随着金融危机后中国经济逐渐恢复活力, “结构调整”应被放在首位, 这也是我们判断政策将“调结构”放在首位的所在。

Figure 6 东部地区岗位空缺与求职人数比率



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 7 农民工工资出现显著上涨



资料来源：WIND、国海证券研究所

经济结构调整的重点，推进收入结构及产业结构调整

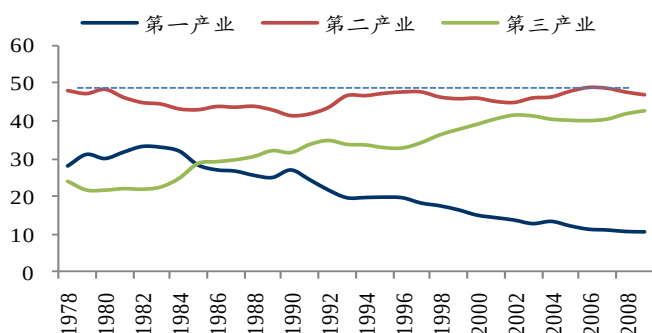
经济结构调整涉及多个领域制度的推进，包括区域结构调整、产业结构调整、收入结构调整、资源结构调整等。我们认为“十二五规划”及中央经济工作会议的主线将以产业结构和收入结构调整为主。

产业结构的调整将着眼于新兴产业培育和服务业的推动，促进第三产业发展，使其成为新经济周期增长的重要增长点。改革开放三十年以来，第三产业虽然一直在发展，但截止 2009 年，比重才达到 42.6%，过去十年第三产业发展尤为缓慢。我们认为“十二五规划”及中央经济工作会议将就如何推动第三产业发展给予突出重视。预计未来针对促进第三产业发展将出台众多优惠政策。

我们预计未来的十年将是第三产业快速发展时期，第三产业比重将达到 50%以上，而第二产业比重将则有望出现比较明显的回落。

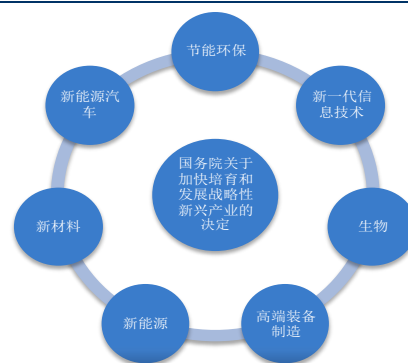
而新兴产业作为未来的产业方向，虽然现在刚处于发展初期，但未来将成长为中国经济增长的支柱，也是成为占领全球新兴技术制高点的重要部分，其也将成为四季度政策及未来政策持续引导和推动的重点。

Figure 8 第三产业比重仍有待提升



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 9 未来新兴产业将成为中国增长的新动力

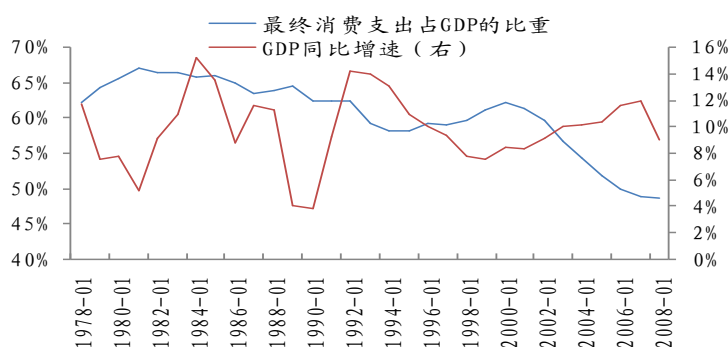


资料来源：WIND、国海证券研究所

收入结构的调整将着眼于劳动力报酬的提高和收入差距的缩小，着力于推动消费对于国民经济的贡献，使之成为新周期经济增长的源动力。一直以来，投资都是中国经济增长最主要的动力，过去十年出口又占据了重要组成部分，而消费则一直被有所压制。2000年以来最终消费支出占GDP的比重出现快速下滑，体现到收入法中是劳动者报酬占GDP的比重明显回落。收入增长缓慢以及分配不均，导致了中国消费的缓慢发展。

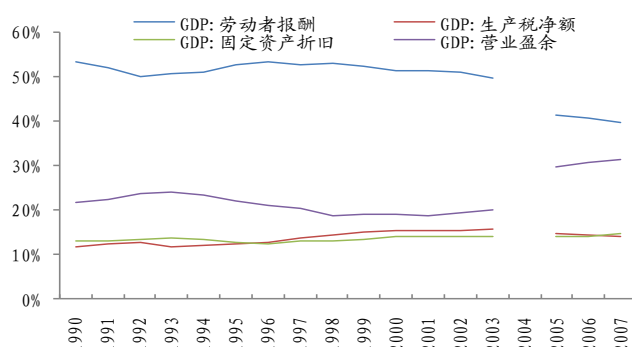
预计“十二五规划”以及中央经济工作会议中，进行收入结构调整以及收入分配改革将成为突出重点，立足于促消费增长，重新启动消费作为经济增长的重要动力。

Figure 10 最终消费占 GDP 的比重持续下滑



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 11 劳动者报酬占 GDP 的比重持续回落



资料来源：WIND、国海证券研究所

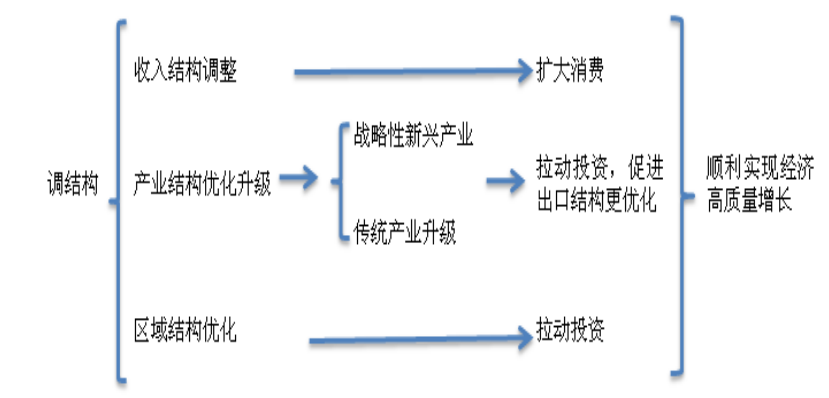
稳步推进结构调整，积极财政政策保驾护航，“保增长”水到渠成

调结构并不会对经济增长造成伤害。虽然对于传统行业的限制和对落后产能的淘汰一定程度上会使经济增速有所影响，但是由于对新兴行业和区域振兴所带来的投资增长，以及对收入结构调整带来的消费增长，都将弥补传统行业的回落，并使经济增长质量更高。

根据已公布的部分新兴产业投资计划，可以发现未来将带动大规模的投资，多个区域提出振兴规划也将促进各区域投资增长，“十二五”规划为促进新兴产业成长，积极的财政政策将为其保驾护航。

而且目前中国赤字率和负债率都很低，完全有能力支撑新兴产业发展和第三产业发展，从而实现中国经济的平稳增长。

Figure 12 推进结构调整，有利于顺利实现经济增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 13 部分新兴产业已制定大规模投资计划

投资计划		计划投资额
智能电网	按照国家电网公司的远期规划，在未来15年内，围绕大型水电和煤电基地的开发，以及与俄罗斯、中亚国家的能源合作，中国的特高压线路预计将达到10~15条，总投资将高达4000亿元，其中设备投资将达到2500亿元左右。	未来十五年，4000亿
大飞机	大飞机项目在今后三到五年要投入600亿元，而到最终投放市场，相关投入总体上将达到2000亿元。	未来三至五年，600亿，最终2000亿
轨道交通	目前已有22个城市修建地铁的申请得到了国家批准，计划至2015年前后规划建设79条轨道交通线路，总长度约2259.84公里，总投资8820亿元。	未来五年，至2015年，8820亿
新能源	预计到2020年，我国新能源发电装机2.9亿千瓦，约占总装机的17%。其中，核电装机将达到8600万千瓦，风电装机接近1.5亿千瓦，太阳能发电装机将达到2000万千瓦，生物质能发电装机将达到3000万千瓦。总投资额将达3万亿。	未来十年，至2020年，3万亿

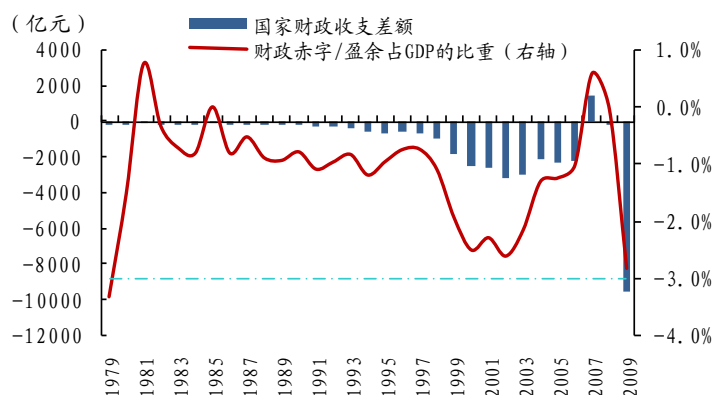
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 14 多区域制定振兴规划

推出时间	区域振兴计划	受益地区
2007-12-1	《长株潭、武汉“两型社会”改革试验区》	湖北、湖南
2008-1-1	《广西北部湾经济区发展规划》	广西
2008-3-1	《天津滨海新区综合配套改革试验总体方案》	天津
2008-12-1	《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》	广东
2009-1-26	《关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见》	重庆
2009-3-25	《上海建设国际金融中心与航运中心》	上海
2009-5-14	《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》	福建
2009-5-21	《成都市统筹城乡综合配套改革试验总体方案》	四川
2009-6-10	《江苏沿海地区发展规划》	江苏
2009-6-24	《横琴岛总体发展规划》	广东
2009-6-25	《关中一天水经济区发展规划》	甘肃、陕西
2009-7-1	《辽宁沿海经济带发展规划》	辽宁
2009-8-30	《中国图们江区域合作开发规划纲要》	吉林
2009-9-23	《促进中部地区崛起规划》	中部六省
2009-12-1	《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》	山东
2009-12-12	《鄱阳湖生态经济区规划》	江西
2009-12-24	《甘肃省循环经济总体规划》	甘肃
2009-12-31	《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	海南
2010-1-12	《皖江城市带承接产业转移示范区规划》	安徽
2010-3-19	《青海省柴达木循环经济试验区总体规划》	青海
2010-6-1	《重庆两江新区》	重庆
2010-6-22	《国家发展改革委关于印发长江三角洲地区区域规划的通告》	长江三角洲地区（上海、江苏、浙江）
正在制定尚未出台的规划	《西藏区域经济发展规划》 《新疆区域经济发展规划》 《成渝经济区区域规划》	西藏 新疆 四川、重庆

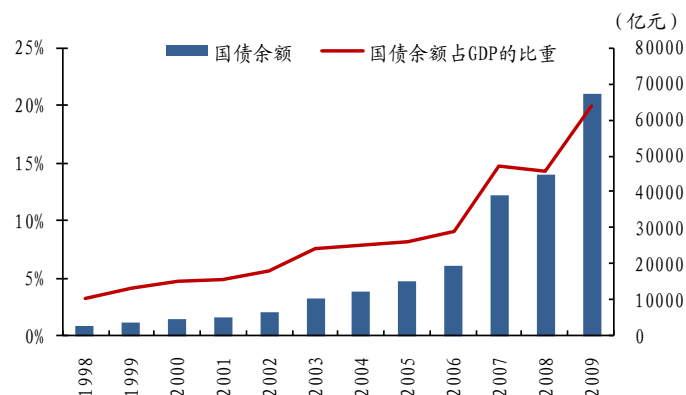
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 15 中国赤字率低，尚不到3%



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 16 中国负债率低，离60%还有很大空间



资料来源：WIND、国海证券研究所

控通胀——货币政策由“适度宽松”回归“稳健”

今年通胀形势总体上超出年初时市场预计的水平，表明市场潜在通胀压力依然较大，虽然四季度CPI将有所回落，但是明年的通胀风险依然不可小视。随着经济的内生动力的逐渐恢复、资源环境成本及劳动力成本上升带来的成本压力，未来通胀具有较大风险。

因此，我们认为四季度中央经济工作会议将把货币政策基调从“适度宽松”回归“稳健”，即使是言词上不出现变化，但实际政策也将显示为稳健，其将主要体现在三个方面：一是明年信贷预计将控制在8万亿左右，M2目标为17%；二是明年可能加息1-2次，缓解负利率风险；三是人民币汇率继续保持小幅升值。

明年通胀风险依然较大，中长期通胀中值将上升

今年下半年通胀总体上超出年初时市场预计的水平，8月份甚至创出3.5%的新高。对于四季度CPI走势，我们认为10月份可能仍将是CPI的一个高点，而后随着CPI翘尾因素的回落，CPI增速将会有所回落。而到明年，我们认为CPI整体可能仍将表现为温和通胀态势，但是前期货币超发带来的流动性后遗症，明年内生经济的逐渐恢复，以及劳动力及资源环境成本上升，都将成为推动通胀向上的因素，通胀风险依然不可小视。

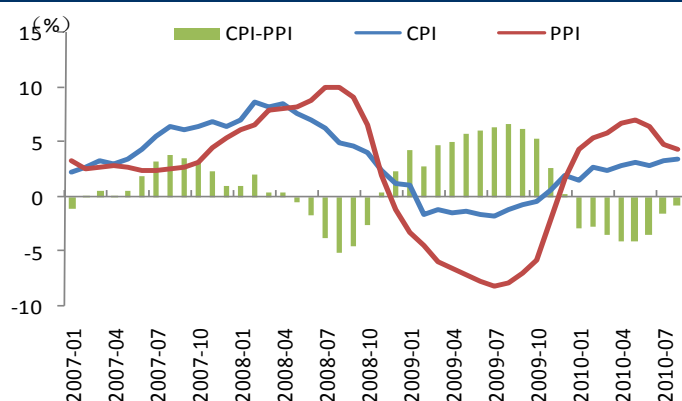
CPI将于10月份见顶后逐渐回落，年度CPI为3%左右

8月份CPI重又走高，在我们预期之中。CPI的再次回升，主要与食品价格的快速走高有关，如菜价、肉价都出现较快上涨。8月份CPI食品分项价格同比增长了7.5%，比上月高0.7个百分点，环比增长了2%，比上月高1.1个百分点。

由于双节将至，预计CPI在9月和10月还将保持高位，而且10月份CPI可能仍将创出小新高。不过由于翘尾因素在四季度将逐渐减弱，而且目前政府正在出台系列维护价格稳定的措施，如发改委已启动冻肉投放机制，增加市场猪肉供给等。我们预计CPI在10月份见顶后将逐步回落，年底有可能回落至3%以下。

PPI仍将继续下滑，但是幅度将趋缓。8月份PPI快速回落至4.3%，相比上月回落0.5个百分点，降幅有所趋缓。由于节能减排压力下各地拉闸限电，由此可能带来钢铁等行业短期内供需失衡，从而带来价格上升，未来PPI回落将趋缓，不过预计整体趋势仍将回落。

Figure 17 6月份CPI、PPI同比增速均有所回落



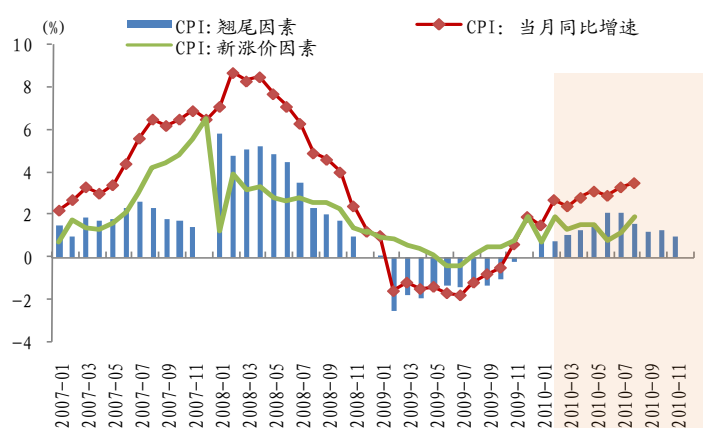
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 18 食用农产品价格连续11周走高



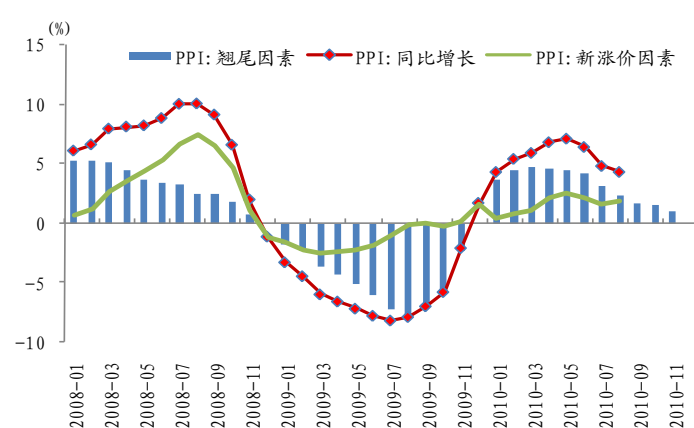
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 19 CPI同比增速及翘尾因素走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 20 PPI同比增速及翘尾因素走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

明年预计仍为温和通胀，但是通胀风险依然不可小视

根据今年CPI的环比大概推算明年的翘尾因素，总体来看，明年的翘尾因素对于CPI的贡献将比今年要低0.5个百分点左右，月度分布看，明年1月份以及年中将是翘尾因素的高点。但是明年的新涨价因素可能会比较高，我们认为明年CPI同比增速可能在3.5%左右，而今年CPI同比增长2.9%左右。

从PPI看，今年仍将是回落趋势，不过到明年内生经济逐渐回升后，PPI也将有所回升，总体上看，由于明年PPI翘尾因素很低，PPI同比增速相比今年会有所回落。预计今年PPI同比增长5%，而明年同比增长3%左右。

虽然我们初步预计明年通胀可能仍较为温和，但是实际的通胀风险依然不可小视，主要有以下原因：

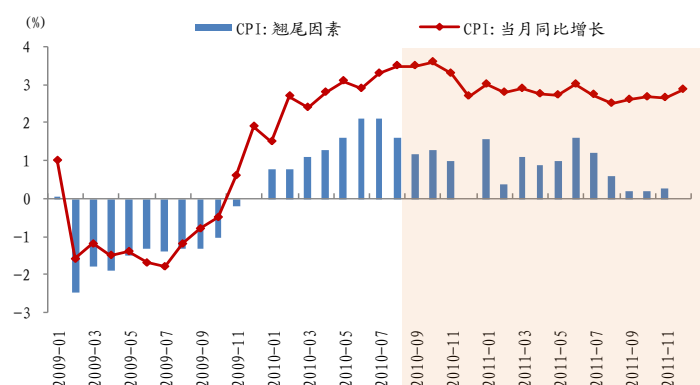
第一，2009年以来超发的货币并没有被完全消化，今年年初炒房现象依然高涨，房地产调控政策出台后，又出现炒绿豆、炒大蒜等

炒作现象，从而推高着食品价格。而明年如果货币政策仍较为宽松，则食品价格有继续走高的风险。

第二，明年经济的内生增长动力将逐渐增强，中国对于新兴产业支持带来的投资以及相应货币投放有可能加大通胀风险。

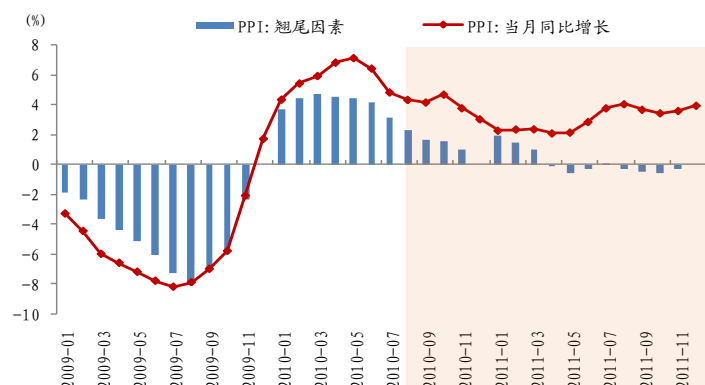
第三，今年上半年猪粮比大大低于企业可盈利水平，导致母猪存栏量大量下降，虽然近几个月来猪肉价格上涨带动了生猪存栏量的上升，但是母猪存栏量仍然处于下降中，其预示着未来可能出现生猪的供给压力，可能推动明年通胀走高。

Figure 21 2010年四季度及2011年CPI同比增速及翘尾因素预测



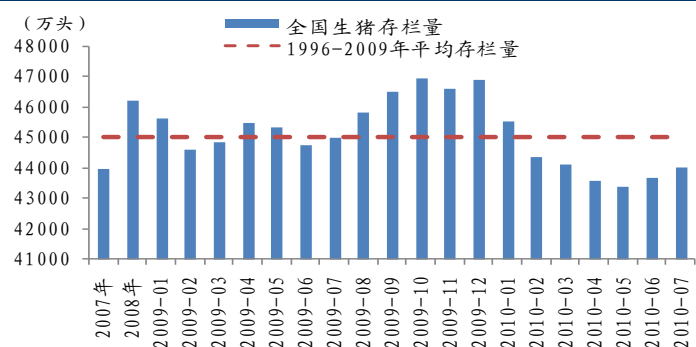
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 22 2010年四季度及2011年PPI同比增速及翘尾因素预测



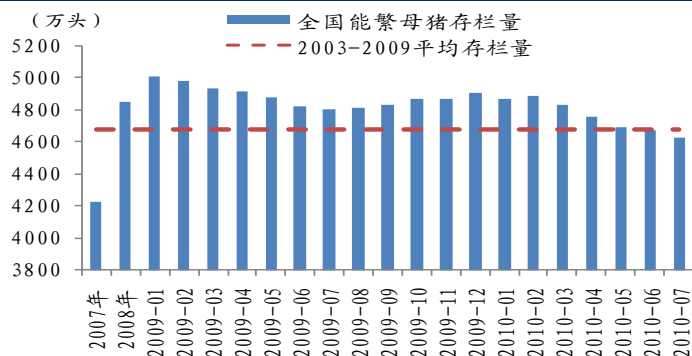
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 23 全国生猪存栏量有所回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 24 全国母猪存栏量依然处于回落中



资料来源：WIND、国海证券研究所

结构调整时期，长期通胀具有向上风险

目前中国正处于刘易斯拐点以及经济结构调整时期，长期通胀具有向上压力。

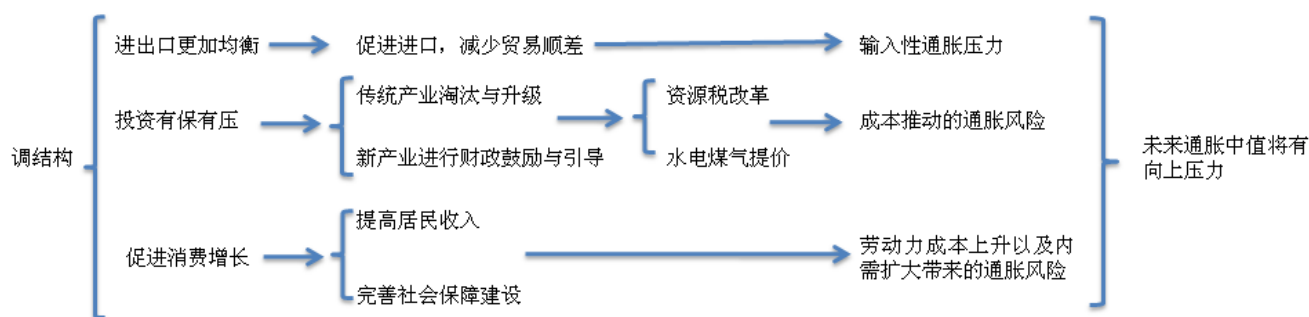
首先，中国已经进入刘易斯拐点时期，居民收入要求得到快速上涨，近年来中国农民工工资上涨迅速已经对企业生产成本带来压力，由于劳动生产率短期难以得到快速提高，劳动力成本上升将迅速传到

至商品价格，从而引起通货膨胀，而且收入带来消费的提高也将对通胀有所压力。从日本和韩国进入刘易斯拐点后的情况看，都经历了一段较高通胀的时期。

其次，中国正从出口导向逐渐转变到维持进出口平衡，由此可能将加大进口力度，由于中国目前进口结构主要是资源产品以及高新技术产品，尤其是资源产品方面，可能推动资源价格上升，从而带来输入性通胀压力；

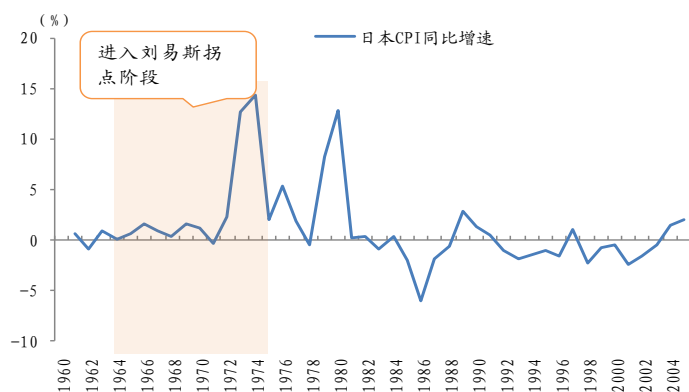
再次，在对投资结构的调整中，资源税改革的推进以及水电煤气等能源价格的上涨，将提高企业生产成本及居民生活成本，其将体现在工业品价格及消费价格上涨方面，从而带来通胀向上压力。

Figure 25 结构调整过程中，通胀往往具有较大向上压力



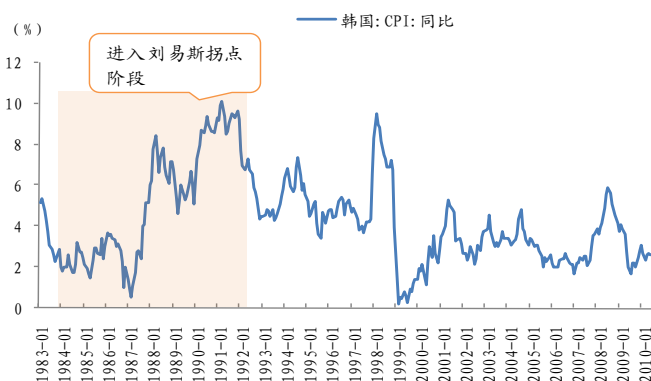
资料来源：国海证券研究所

Figure 26 日本进入刘易斯拐点阶段后出现较高通胀



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 27 韩国进入刘易斯拐点阶段后亦出现较高通胀



资料来源：WIND、国海证券研究所

货币政策将从“适度宽松”回归“稳健”

由于经济正在逐渐见底，经济的内生动力未来也将逐渐恢复，而通胀向上的风险依然较大，我们认为四季度的中央经济工作会议将把货币政策基调从“适度宽松”回归“稳健”，即使是言词上不出现变化，但实际政策也将显示为稳健，其将主要体现在三个方面：一是明年信

贷预计将控制在 8 万亿左右，M2 目标为 17%；二是明年可能加息 1-2 次，缓解负利率风险；三是人民币汇率继续保持小幅升值。

经济已无探底之忧，而通胀风险已显，货币政策基调需转变

“适度宽松”货币政策的提出源于 2008 年严重的金融危机冲击，属于第一次提出。1997-1998 年受亚洲金融危机冲击时也只是指出要实施“稳健”的货币政策。

受 2008 年金融危机冲击，中国经济出现大幅下滑的背景下，实施宽松的货币政策有利于防止经济继续大幅下滑，但是随着经济的逐渐回升，宽松的货币政策已有退出需要。根据今年以来收紧信贷、提高准备金等政策看，货币政策实质上已由“适度宽松”转为“稳健”，只是继续维持“适度宽松”的说法而已。

我们认为由于目前经济环比增速即将见底，经济已无探底之忧，而从今年的通胀水平整体高于预期，即使再维持货币政策“适度宽松”的说法实际上已无太大意义，反而可能强化居民对于未来通胀的预期。因此，“适度宽松”货币政策基调应该回归“稳健”，稳定居民对于未来通胀的预期。

Figure 28 财政货币政策的演变

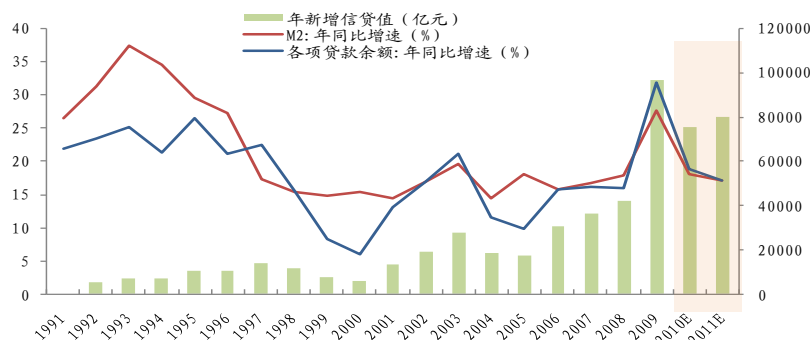
时期	财政、货币政策性质
1993 年	适度从紧的财政政策及严厉的信贷控制政策
1994-1995 年	完善和深化财税体制改革，继续从紧的货币政策
1996-1997 年	继续程度从紧的财政政策和货币政策
1998-2003 年	积极的财政政策和稳健的货币政策
2004-2007 年	稳健的财政和货币政策
2007/12-2008/11	稳健的财政政策和从紧的货币政策
2008/11 月-目前	积极的财政政策和适度宽松的货币政策

资料来源：国海证券研究所

明年信贷预计控制在 8 万亿左右，M2 为 17%

由于未来长期通胀中值将会有所提升，而明年虽然是温和通胀，但实际的通胀风险依然较大，如果不控制好货币，将可能导致较高的通胀水平。而且明年人民币仍将小幅升值的预期下，热钱流入压力预计依然较大，外汇占款也会较高。因此，明年信贷不宜过高。我们认为四季度会议对于明年信贷的目标可能在 8 万亿左右，而对应的 M2 为 17%。

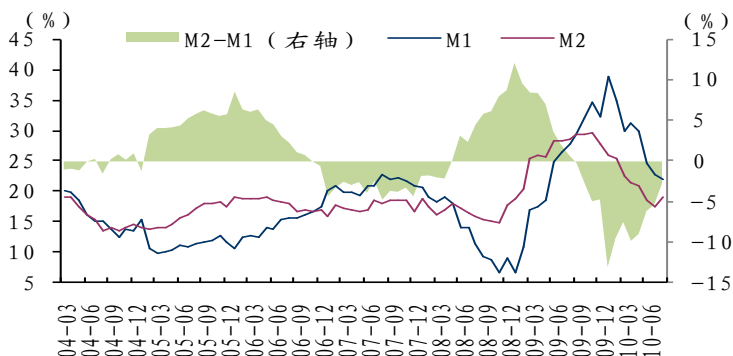
Figure 29 预计明年信贷 8 万亿左右，M2 为 17%



资料来源：WIND、国海证券研究所

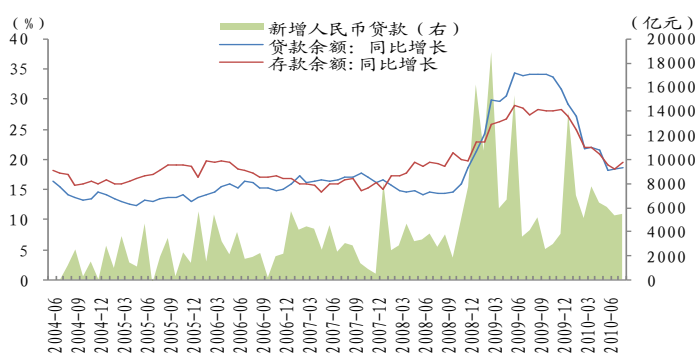
对于今年四季度 M2 增速走势，我们预计其将维持窄幅波动，波动范围在 18%-20% 之间。而 M1 预计未来回落趋势不变，M1 与 M2 的剪刀差仍将缩窄。未来四季度新增增量月均将维持在 4000-5000 亿左右，今年保持在 7.5 万亿左右，难超预期。

Figure 30 8 月份 M1 继续回落，而 M2 有所回升，M1-M2 继续下滑



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 31 8 月份新增信贷 5452 亿元，略有增加



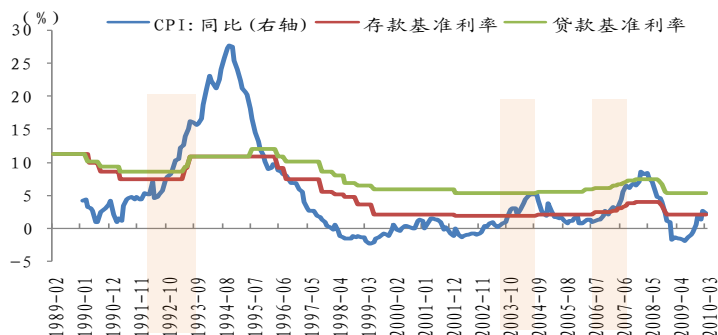
资料来源：WIND、国海证券研究所

负利率时间过长将不利管理资产价格，加息预计不远

如果负利率时间持续过长，往往容易导致居民存款搬家用于投资资产以保值增值，而这又比较容易导致资产价格泡沫，不利于资产价格管理。从以往几次加息时点看，负利率都不超过 12 个月，时间最长的一次是 2003 年，负利率持续了 11 个月，而 2006 年甚至在提前负利率到来 4 个月就已启动加息。截止 8 月份，今年已持续负利率 7 个月。

之所以今年 2 月份出现负利率以来都还没有加息，我们认为其环境与 2003 年有些类似，因为经济内生增长都还不太稳定，因此，我们认为一旦经济出现比较明显的好转，加息就将很快启动。根据我们判断经济环比增速即将见底，同比增速回落空间也不是很大，一旦四季度中国经济工作会议基调转变，则加息可能很快启动。

Figure 32 CPI 同比增速与基准利率走势



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

Figure 33 以往每次加息, 负利率时间不超过 12 个月

出现负利率的时间	加息时间		时间间隔
1992 年 10 月	1993 年 5 月	加息 1.62%	7 个月
2003 年 11 月	2004 年 10 月	加息 0.27%	11 个月
2006 年 12 月	2006 年 8 月	加息 0.27%	提前 4 个月
2010 年 2 月	?		

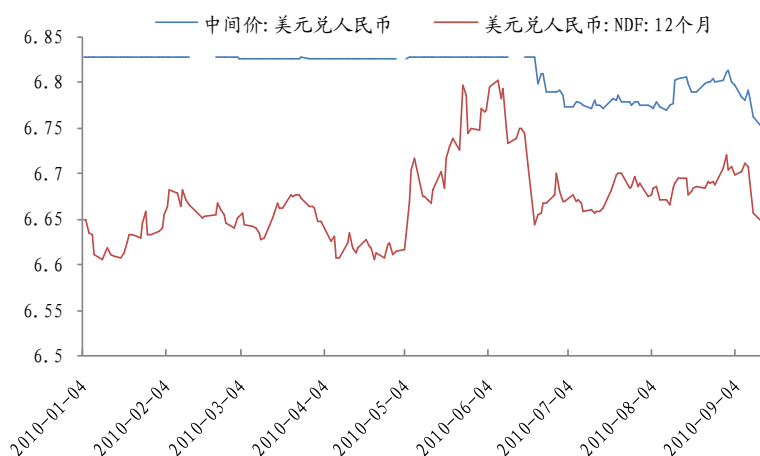
资料来源: WIND、国海证券研究所

人民币汇率继续保持小幅升值

9 月份以来人民币汇率的快速升值, 除了与中国贸易顺差依然较高有关外, 更重要的在于美国选举压力下给中国施压导致的后果, 如此导致的短期快速升值恐难持续, 不过未来人民币汇率虽总体仍将延续升值趋势, 但步伐将较为缓慢。年内预计人民币升值 2%-3%。

我们认为由于进出口短期内难以改变顺差较大的状态, 而且中国经济经济增长相对其他国家将比较强劲, 因此, 明年人民币汇率亦仍将维持小幅升值趋势。

Figure 34 人民币汇率重新启动改革后小幅升值



资料来源: WIND、国海证券研究所

保增长——已无忧，经济将见底企稳

所谓“保增长”，主要是要保证潜在经济增长，根据以往五年规划和政府工作报告所设定的经济增速指标看，8%应该可以作为中国经济增长的潜在增速。从目前中国经济增长看，只有经历经济危机冲击才会导致经济大幅下滑使实际经济增长低于潜在经济增长，而一旦进入新的增长周期，由于中国自身强劲的内生动力，使经济增速达到8%以上并不是大问题，实际上没有必要过分强调“保增长”。从前两个五年规划实现情况我们也可发现这点。

而经过2008年金融危机冲击后，由于宽松政策的实施，中国已步入新的经济增长期，虽然目前GDP同比增速仍在下滑，但是环比增速将逐渐见底，考虑到基期效应，同比增速也将于明年一季度见底，底部增速预计在8.3%左右，而明年有望实现9%的增长。“保增长”已无忧。

中国经济环比回落即将见底，保增长已无忧

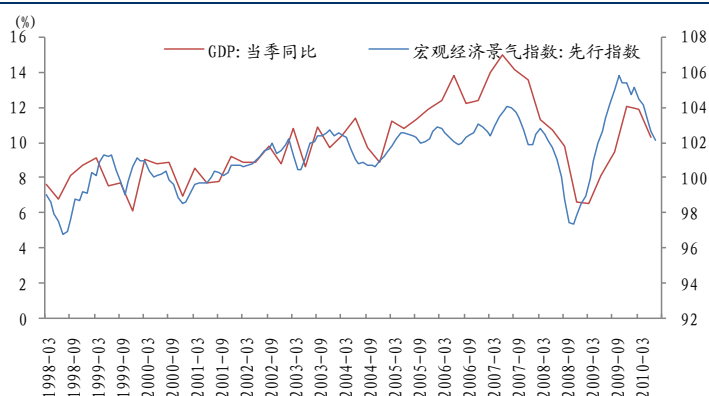
经过去年及今年年初经济的快速增长后，目前中国经济在预期中逐渐回落，由于出口和投资在四季度仍将处于下滑趋势中，经济同比增速总体上仍将继续回落，但是环比增速回落可能即将见底。

观察中国经济的先行指标，中国经济景气先行指数大约领先GDP同比增速2个月左右，目前该指标尚处于回落趋势中。但从构成该指数的指标看，目前已由低位反弹的指标有恒生内地流通股指数、M2、物流指数、国债利差、新开工项目，而尚处于高位未来可能回落的指标有房地产先行指标、消费者预期指数。总体上看，大部分指标已从低位有所反弹，即使再次回落未来空间也有限。

因此，中国经济景气先行指数可能将在未来几个月见底，其也预示着未来GDP增速回落趋势止缓。考虑到GDP本身的基数效应，我们认为同比增速将在明年一季度见底，底部增速预计在8.3%左右。

虽然同比增速仍处于向下趋势，但事实上GDP环比增速可能即将见底。初步测算GDP季调环比折年率，今年三季度可能就是底部。

Figure 35 经济景气先行指标仍在回落，GDP 增速仍处下滑趋势中



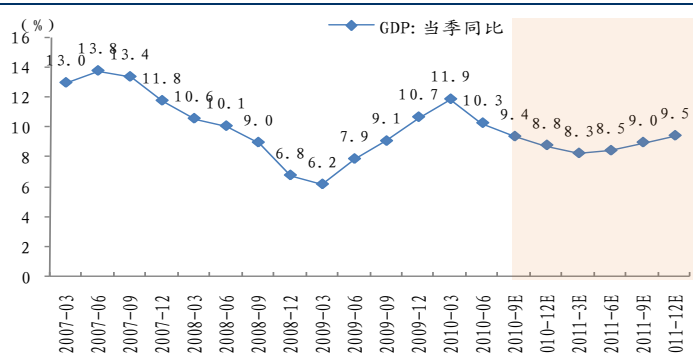
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 36 经济景气先行指数构成

先行指标	权数	比重 %
先行6指标合成指数	2.36	78.67
恒生内地流通股指数	0.60	10.00
产品销售率	1.15	19.17
货币供应M2	1.20	20.00
新开工项目	1.20	20.00
物流指数	1.05	17.50
其中：全社会货运量	1.00	50.00
沿海港口货物吞吐量	1.00	50.00
房地产开发投资先行指数	0.80	13.33
其中：房地产开发土地面积	1.00	50.00
商品房新开工面积	1.00	50.00
消费者预期指数	0.28	9.33
国债利率差	0.36	12.00

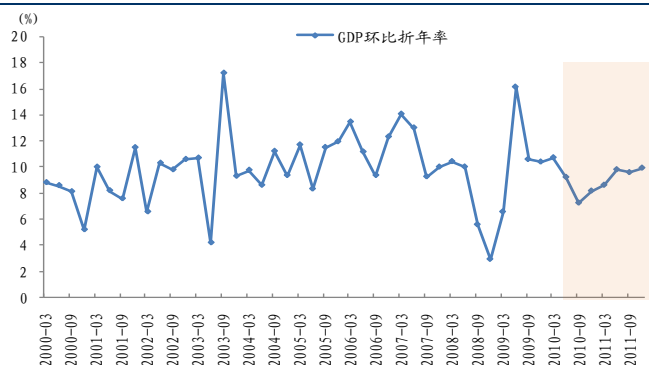
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 37 今年四季度及明年 GDP 增速预测



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

Figure 38 GDP 环比即将见底



资料来源：WIND、国海证券研究所

从三大需求看，今年四季度出口增速仍将延续回落趋势，而投资由于民生工程及新兴产业投资，预计回落空间已有限，而消费在双节效应的刺激下仍有望保持比较强劲的增长。

而对于明年，由于国际经济将比今年有所回落，出口增速将整体低于今年的水平，预计明年同比增长 16% 左右，进口可能会略高，预计 18% 左右，贸易顺差减小；投资将有保有压，不过由于“十二五规划”的出台预计第三产业及新兴产业相关投资将有较快增长，因此，投资整体仍将维持较高水平，预计同比增长 25% 左右；消费是政策继续大力支持的重点，随着内生经济的回升，明年预计仍将保持较高增长。

出口增速将逐渐回落，长期策略由出口导向转向进出口平衡

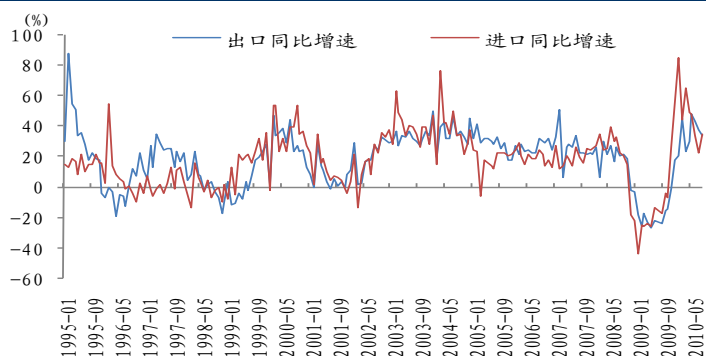
上半年中国出口一直显示出以好于市场预期的态势持续增长，但由于国外经济的放缓以及去年的高基数，我们预计中国出口增速未来将处于持续回落的态势，到 12 月份可能回落到个位数增长。而进口在中国经济放缓影响下预计也将继续回落。

由于今年贸易顺差仍保持较高，我们认为促进进口政策未来可能推

出，缩减贸易顺差。而美国在其五年出口倍增计划推动下，对中国出口的限制也可能有所放开，有利于推动进口增长。

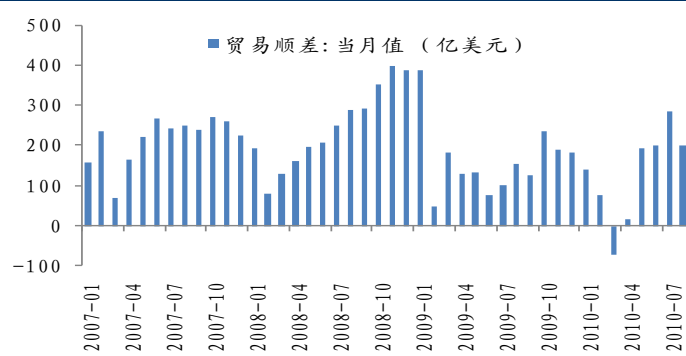
对于明年的出口形势，由于全球经济增速将比今年有所回落，出口增速将整体低于今年的水平，预计明年同比增长16%左右，进口由于政策推动，可能会相对更高，预计18%左右，贸易顺差将有所减小。

Figure 39 进口及出口增速均回落



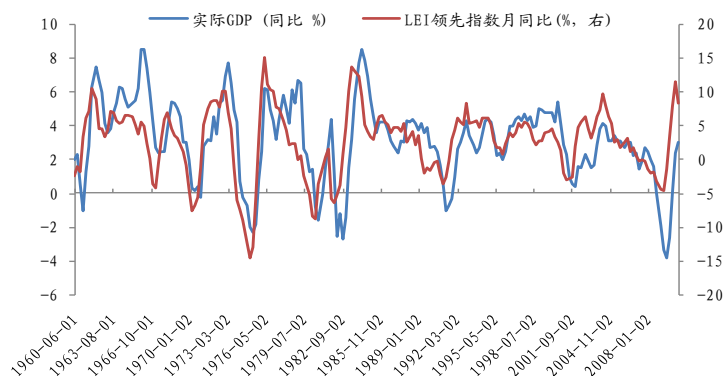
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

Figure 40 8月贸易顺差虽有回落，但依然较高



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 41 美国领先指标已逐步回落



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 42 中国出口与美国 GDP 增速相关性紧密



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 43 IMF《世界经济展望》2010年7月预测

	2008	2009	2010E	2011E
世界经济	3	-0.6	4.6	4.3
发达国家	0.5	-3.2	2.6	2.4
美国	0.4	-2.4	3.3	2.9
欧元区	0.6	-4.1	1	1.3
日本	-1.2	-5.2	2.4	1.8
新兴工业化国家	6.1	2.5	6.8	6.4
俄罗斯	5.6	-7.9	4.3	4.1
中国	9.6	9.1	10.5	9.6
印度	6.4	5.7	9.4	8.4
东盟五国	4.7	1.7	6.4	5.5
世界贸易量(货物和服务)	2.8	-11.3	9	6.3

资料来源：WIND、国海证券研究所

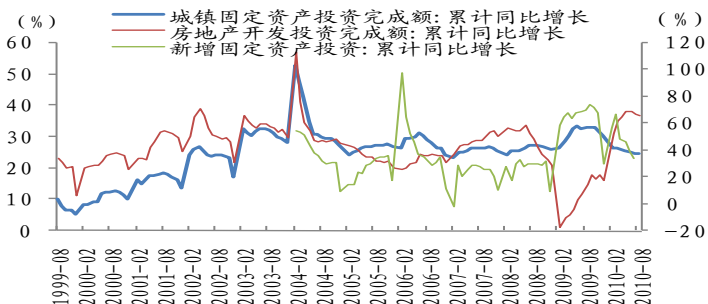
下半年投资回落空间有限，未来投资有保有压，更偏向新兴产业及服务

受制于政府对于新开工项目的控制以及今年四月份以来出台的房地产调控政策，投资增速处于持续下滑趋势中，不过由于非国有企业投资依然保持较快增长，投资增速一直好于市场预期。我们认为受房地产投资未来放缓的影响，投资增速仍将继续回落，但是考虑到国有投资已出现快速下滑，其回落空间已有限，预计到年底投资同比增长 23%-24%左右。

由于明年将是“十二五规划”开始的第一年，投资的重点将更加明确，而投资的力度也将有所加大，尤其是对于新兴产业的投资将会有所加快，预计民生投资也将是重点，《新 36 条》的逐渐实施以及经济回升也将带动民间投资的快速增长。因此，我们认为明年投资仍有望保持较快增长，预计可能达到 25%左右。

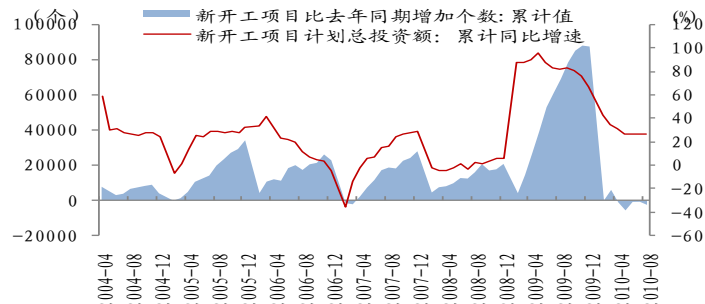
房地产方面，如果价格仍然快速回升，政府调控将有所加大，相关房产税等政策有可能出台。虽然房地产投资可能受相关调控影响，但是保障性住房等建设依然将弥补相关投资的下滑，不会对经济产生太大影响。

Figure 44 8 月份城镇固定资产投资增速继续回落，但幅度趋缓



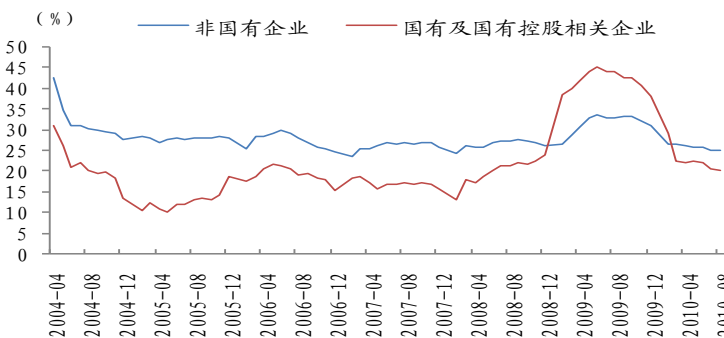
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 45 8 月新开工项目总投资额累计增速继续回落，但幅度趋缓



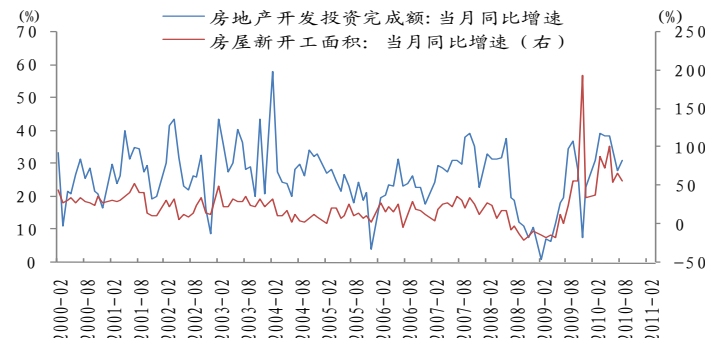
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 46 国有相关企业投资已有较大幅度下滑，未来空间有限



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 47 房地产投资及新开工面积当月增速

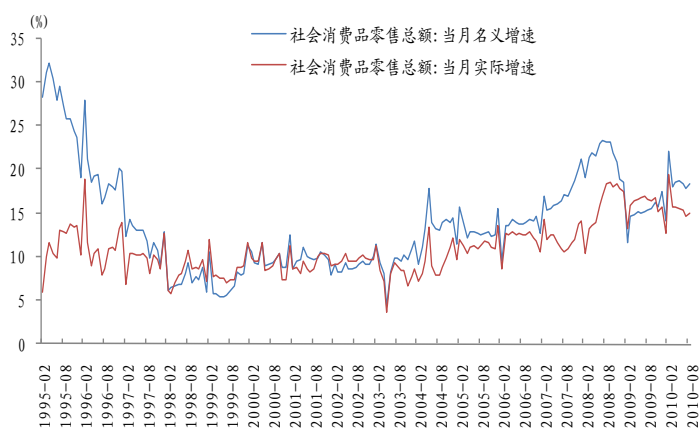


资料来源：WIND、国海证券研究所

消费受双节推动仍有望强劲增长，未来政策推动及经济回升，是经济增长的重要动力

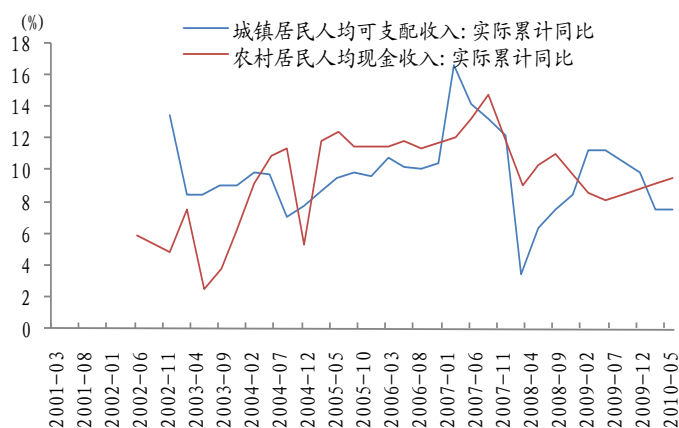
受“家电下乡”等多项政策推动，今年以来消费一直保持了较快增长，四季度由于双节推动预计仍有望保持较快增长。由于消费在未来的地位亟待提升，今年年底的“十二五规划”以及中央经济工作会议必定会着重强调“促消费”的重要性，未来政策也将继续朝其倾斜。因此，消费在政策以及居民收入提升的推动下将成为未来经济增长最为重要的动力。

Figure 48 8月份社会消费品零售总额增速有所回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 49 城镇居民收入降幅趋缓，农村居民收入大幅上升



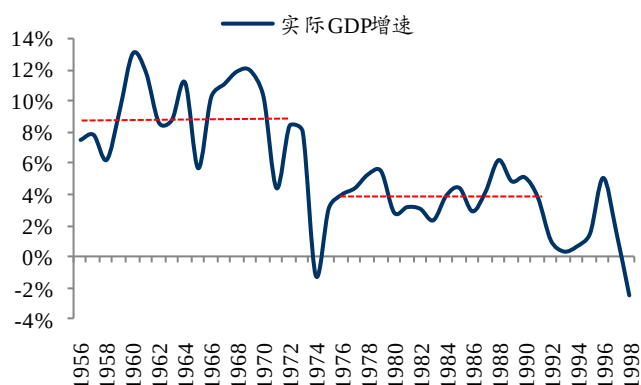
资料来源：WIND、国海证券研究所

未来潜在经济增速将下滑，已无需以往的高速增长来支撑

根据日本和韩国以往 GDP 增速走势可以发现，在经济结构得到优化后，GDP 增速往往会降低一个台阶，但这并不会影响正常的经济生活，其表明由于经济结构的优化，潜在 GDP 增速也已下滑，不需要再维持以往的高增速就可实现国民经济的正常运行。

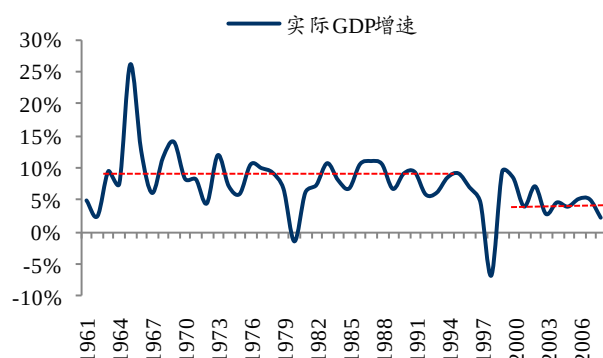
我们认为随着中国经济结构调整，维持以往的高速经济增长已不必要，相反容易存在高通胀问题，对于以后较低的经济增速政府也将更为容忍。

Figure 50 日本经济增速变化



资料来源：日本统计局与统计中心、国海证券研究所

Figure 51 韩国经济增速变化



资料来源：WIND、国海证券研究所

宏观经济数据预测

2010年四季度月度数据及2011年年度宏观经济数据预测如下：

Figure 52 2010年上半年月度数据及2010年年度宏观经济数据预测

指标名称 (单位, %)	2010-03	2010-06	2010-9E	2010-10E	2010-11E	2010-12E	2010E	2011E
GDP: 当季同比增长	11.9	10.3	9.4	/	/	8.8	10.0	9.0
城镇固定资产投资完成额: 累计同比增长	26.4	25.5	24.5	24.3	24.0	23.5	23.5	25.0
社会消费品零售总额: 当月同比增长	18.0	18.3	18.4	18.7	18.2	18.0	18.3	18.5
进口商品总额: 当月同比增长	66.3	34.0	14.0	30.0	23.0	5.0	36.0	18.0
出口商品总额: 当月同比增长	24.2	43.9	24.0	25.0	23.0	9.0	30.0	16.0
CPI: 当月同比增长	2.4	2.9	3.5	3.6	3.3	2.7	2.9	3.5
PPI: 全部工业品: 当月同比增长	5.9	6.4	4.1	4.5	3.7	3.0	5.0	3.0
M2: 同比	22.5	18.5	19.0	19.6	19.3	18.7	18.7	17.0

资料来源：国海证券研究所

免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。