

后危机时代的再平衡——2010年中国经济展望

分析师：

刘俊郁

0755-83076506

jerryjyliu@cmbchina.com

09年的全球经济可以归结为四个字：衰极而盛。这种特点体现在全球经济的回暖；信心的复苏及中国出口、CPI的见底回升。但同时也出现一些“矫枉过正”的行情，主要体现在资金投放、大宗商品市场及房地产市场的泡沫上。

可以说，2010年全球及中国经济将体现出一个“再平衡”的过程。如何从本次危机中吸取教训，避免重蹈覆辙；如何消除09年扩张性财政政策及宽松性货币政策所附带的消极影响；如何避免中国经济再次走入“重投资、靠出口、轻民生”等“国进民退”的“怪圈”将是2010年全球乃至中国所需共同面临的问题。

从09年中国经济的走势来看，本次复苏依然延续并加重投资拉发展的经济结构，2010年政府“调结构”等改革措施能否解决上述一系列问题还有待进一步观察。本次年度报告我们主要着眼于分析2010年中国经济在“再平衡”道路上的运行轨迹，并对主要的经济运行指标及货币政策加以分析及预测。

主要观点：

- 09年第四季度以来，部分国家陆续宣布加息决定，预示着全球宽松货币政策即将退出。尽管全球经济开始走向复苏，但全球加息周期的提前到来也揭示目前全球市场共同面临的一个问题：危机爆发后各国普遍采取“定量宽松”货币政策已经开始在全球市场制造出泛滥的流动性，对未来通胀的预期开始上扬。
- 虽然全球加息周期提前到来，货币政策将逐渐从宽松向紧缩过渡，但各国加息步伐的分歧将进一步加剧。尽管2010年美国将持续复苏，但我们对其复苏速度持保留态度。本轮加息将持续较长的时间。
- 2010年中国经济增长的两大动力来源于：房地产开发投资及出口。尽管2010年对房地产的调控将对终端需求造成一定的影响，但不妨碍房地产开发接替政府投资成为固定资产投资的主要动力；从绝对水平看，出口恢复到危机前水平仍需较长时间，但2010年我国出口将不会出现如今年一般大幅拉低GDP的情况。2010年出口的“恢复性增长”既有低基数的影响，但更多来自外围需求的提振。
- 纵观09年全年的消费，耐用品消费增长速度远高于非耐用品消费的增长，这主要得益于政府一系列优惠政策，但对消费的长久促进有限。2010年更强力度的政策支撑可能将带来另一轮消费高潮，短期内为消费带来明显提升，但改变长期消费弱势局面有待于居民社会及医疗保障制度等一系列改革的进一步深入。
- 对于2010年的通胀情况，我们认为高货币供给必定会引发高物价通胀的经济理论并不适用于我国，但货币供应量高增引发资本通胀确是大概率事件。从长远看，这种资产通胀将逐步传递到物价上，但短期来看，我们维持2010年物价以温和通胀为主的观点。
- 我们认为未来货币政策工具将偏向多元化，但受09年经济局势的影响，我国货币政策无论对内还是对外均缺乏相应的独立性，预计2010年的资金面还将保持一个相对宽松的局面，未来货币政策可能将出现“低利率、严信贷，紧回笼”的“名紧实松”的格局。

一、 外围经济现状及展望

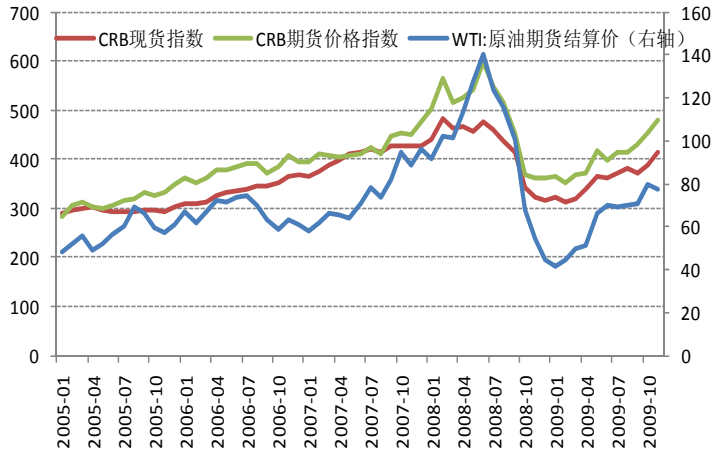
1、 全球加息周期提前到来

09年第四季度以来，以色列、挪威及澳大利亚陆续宣布加息决定，预示着持续时间仅仅不到一年多的全球宽松货币政策即将退出。尽管我们认为目前这场经济危机已经释放掉大部分的系统性风险，全球经济开始走向复苏，但全球加息周期的提前到来也揭示目前全球市场共同面临的一个问题：危机爆发后各国普遍采取“定量宽松”货币政策已经开始在全球市场制造出泛滥的流动性，对2010年通胀的预期开始上扬。

受资金面推动及通胀预期的影响，大宗商品市场从二季度开始持续上涨，CRB期货及现货指数已经上升到近14个月以来的新高，而受资金面宽裕的影响，市场风险偏好开始上扬，造成资本市场及商品市场早于实体经济率先“复苏”。

09年中国及其他新兴市场较好的基本面吸引了国际游资及避险资金的持续流入，受全球流动性持续宽裕的影响，如果2010年人民币升值预期再起，套息货币再次进入中国，中国货币政策将再次面临进退维谷的局面。

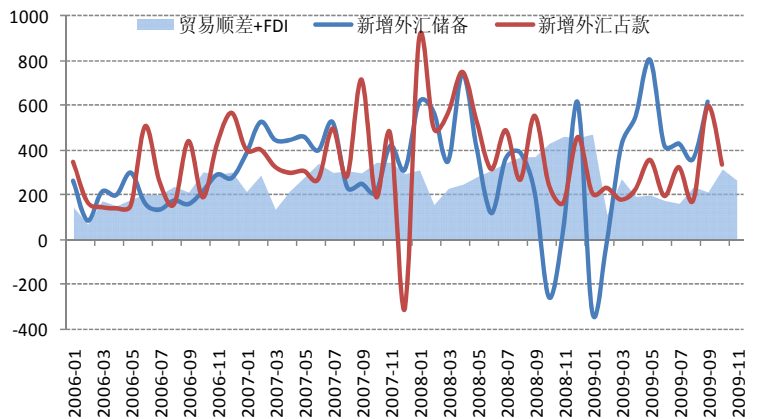
对于2010年外围经济走势，我们认为虽然全球加息周期提前到来，货币政策将逐渐从宽松向紧缩过渡，但各国加息步伐的分歧将进一步加剧，本轮加息将持续较长的时间。我们预计美联储的加息窗口将出现在2010年下半年。



从二季度开始大宗商品市场开始持续上扬 (Wind, 招商银行)



TED利差 (3个月美元LIBOR-3个月美国国债收益率) 收窄, 风险偏好上升, 资本市场持续上涨 (Wind, 招商银行)



热钱将是2010年中国所必须面对的问题之一 (Wind, 招商银行)

2、 美国经济：财政刺激政策逐步退出，后市走势不确定性大

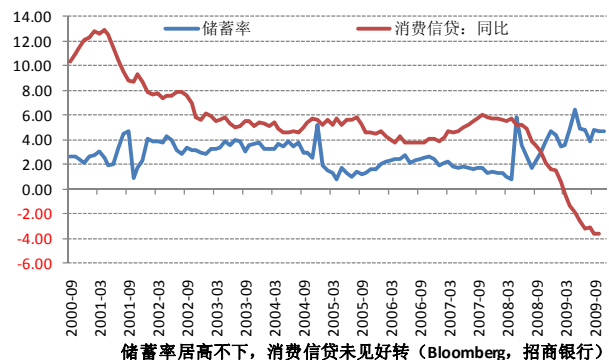
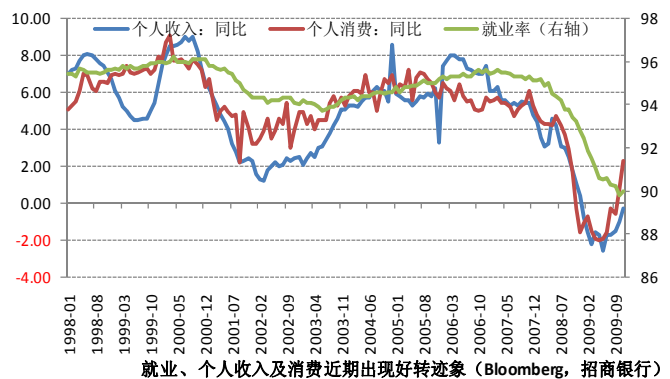
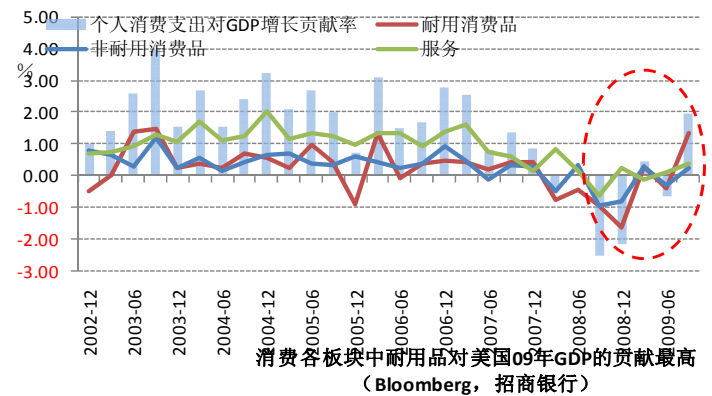
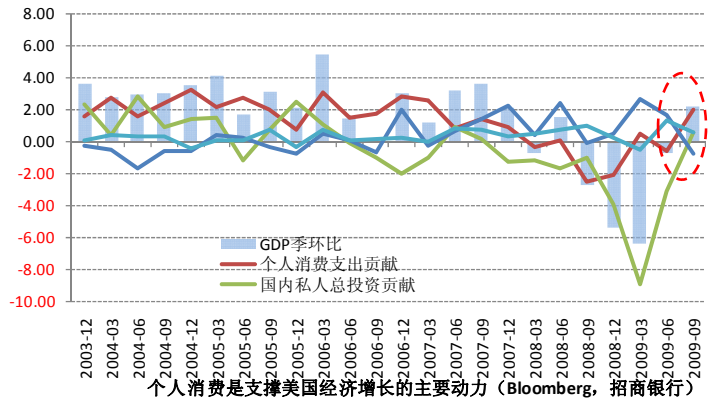
作为全球经济的领头羊，**美国经济从09年3季度开始出现持续复苏的迹象，这种复苏体现为消费及就业率的见底回升。**

09年三季度的GDP环比增长2.2%，出现了一年以来的首次攀升，并且创造了近两年来最大季度增幅。在第三季度之前，美国经济出现自上个世纪经济大萧条以来首次连续四个季度的萎缩，最低点出现在今年一季度（-6.4%）。

在三季度的GDP中，个人消费拉动GDP的1.96%，占整体GDP贡献率的89%。从历史数据看，消费对美国GDP的贡献达到78%，这表明**个人消费一直是美国经济增长的主要动力，只要就业不逆转，消费不增加，美国经济难言复苏。**

尽管我们预测美国经济已经见底，**2010年将出现持续复苏的局面，但我们对其复苏速度依然持保留态度。**从消费构成看，耐用品贡献了其中的69%（07年底前的历史均值为不到30%），我们认为目前美国消费主要得益于政府推出的首次购房税务优惠和“旧车换现金”政策（汽车销售为3季度GDP贡献了1.66个百分点）。

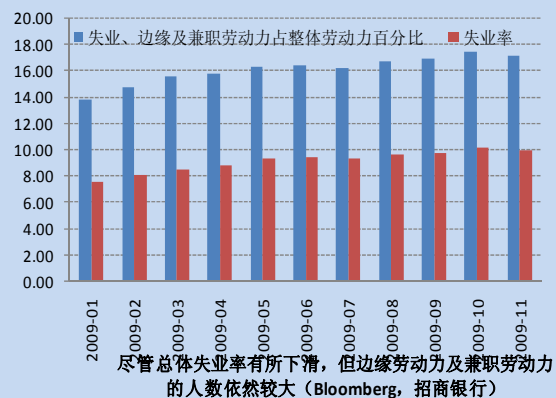
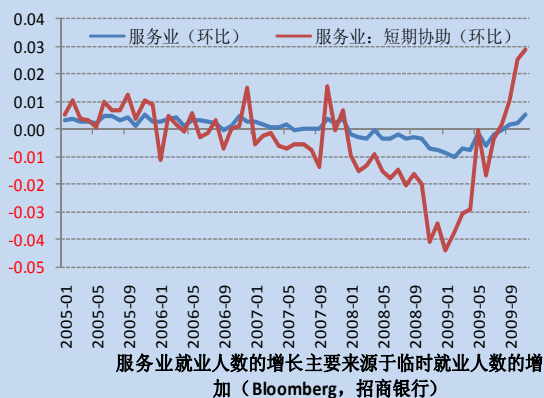
由于“旧车换现金”及“购房资助”按计划分别于09年8月份及11月份结束，而失业率也将在较长时间内维持高位震荡局面（详见专题分析：《**美国就业真的开始好转了吗？**》），我们认为这些不利因素将拖累美国消费的复苏时间，从而进一步影响美国的进口及中国出口的复苏（详见专题：《**外围经济对中国出口的影响**》）。



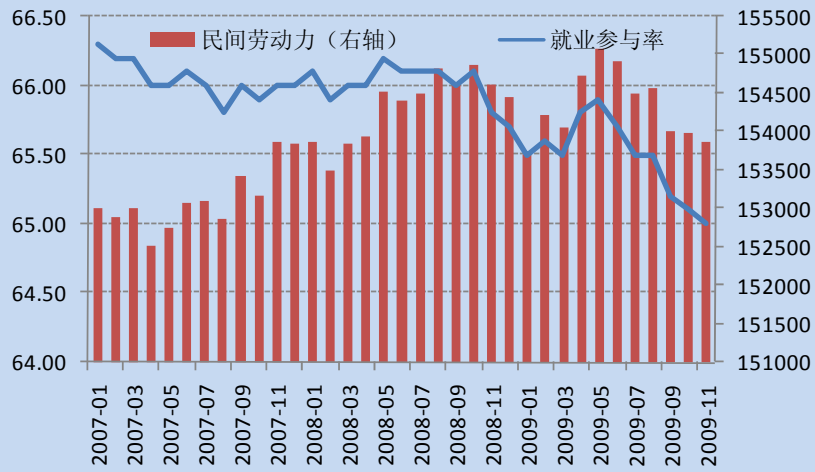
[专题分析一]: 美国就业真的开始好转了吗?

09年11月份美国就业数据出现大幅好转的势头，非农就业降幅缩减到1.1万亿，降幅远远低于预期的12.5万亿；而失业率也降至10.0%，受此影响，投资者对美国加速复苏的预期进一步高涨，美元开始转强，市场对于美联储提前加息的预期再度升温。但是对就业数据进行解构，我们认为，美国就业数据并非如市场预期那么乐观。

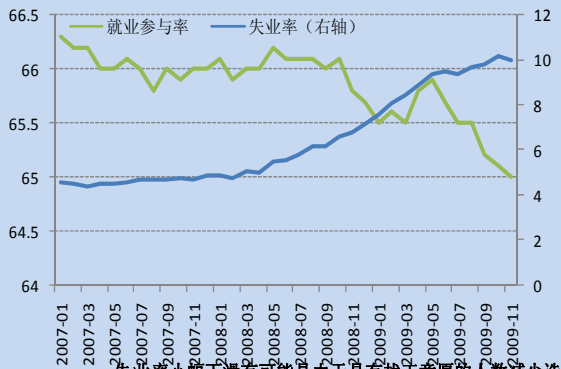
尽管本次非农就业降幅大幅低于预期，但从人数看，新增就业主要来源于服务业的临时性就业人数的增长，其它行业的就业人数并没有较大的好转，仍处于持续下滑阶段。这从失业率与失业、边缘及兼职劳动力占比这两个指标之间差额居高不下可以得到证明。



其次，民间劳动力的减少或许是此次失业率下滑的主要原因。从5月份以来，美国民间劳动力出现持续减少的迹象，民间劳动力供给的减少意味着就业参与率（愿意参与就业的人数）下滑，表明越来越多人对就业失去信心，这可能是导致失业率下滑的主要原因（自愿失业群体并不归入失业率的统计范围内）。从平均失业期来看，该数据还在持续上升，这表明目前美国的失业率还将较长时间保持在高位震荡的水平，坦言美国经济加速复苏甚至加息周期提前到来言之尚早。



民间劳动力减少带动就业参与率下滑，表明越来越多人退出就业市场 (Bloomberg, 招商银行)



失业率小幅下滑有可能是由于具有找上意愿的人数减少造成的假象 (Bloomberg, 招商银行)



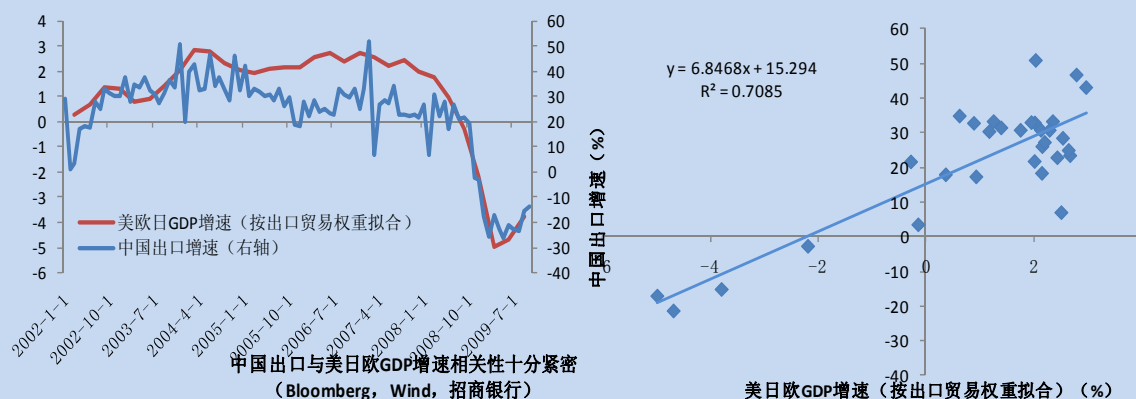
平均失业期限还在持续上扬 (Bloomberg, 招商银行)

[专题分析二]: 外围经济对中国出口的影响

从历史数据来看,中国的出口与外围经济体呈强烈正相关关系,特别是从01年底中国加入世贸以来,中国的出口与外围经济体相关系数大幅上升。

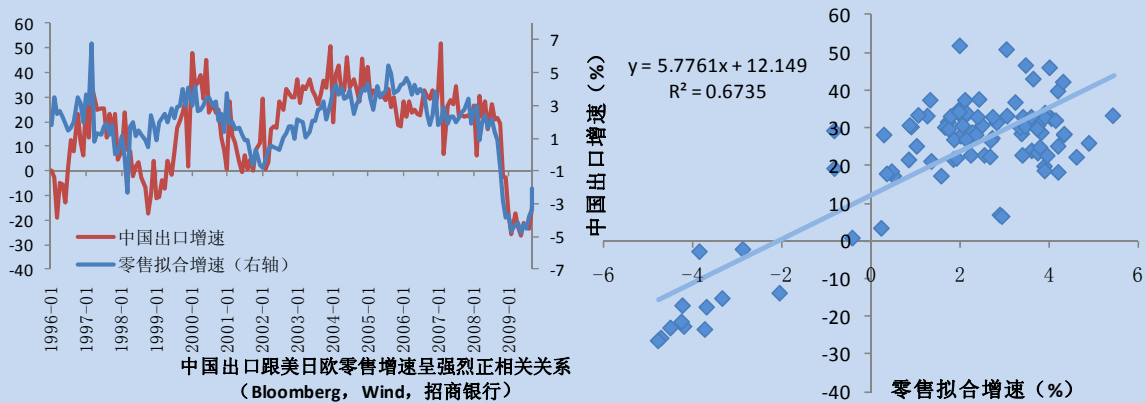
➤ 出口与外围经济的关系:

我们对美日欧各国的GDP增速用我国出口贸易权重进行拟合,从图形上可以看出,我国出口增速与拟合GDP增速走势基本吻合,回归分析表明,仅仅以拟合的GDP一项做自变量,中国的出口与其高度相关。特别是02年中国入世后,两者的拟合度急剧增加,拟合GDP对出口的解释能力从21.6%上升到了70.9%,这说明从短期来看,中国的出口的反弹力度有赖于未来外围经济的复苏程度。



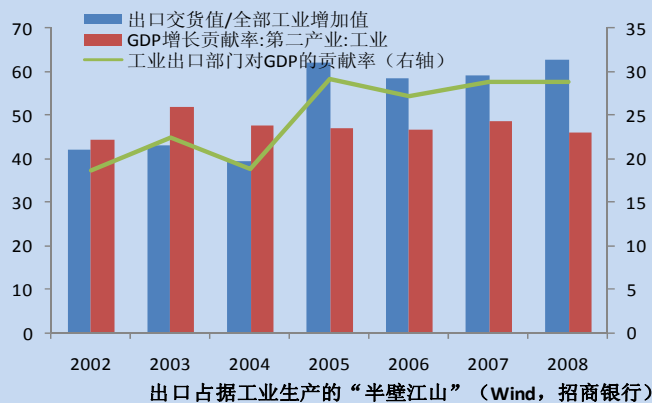
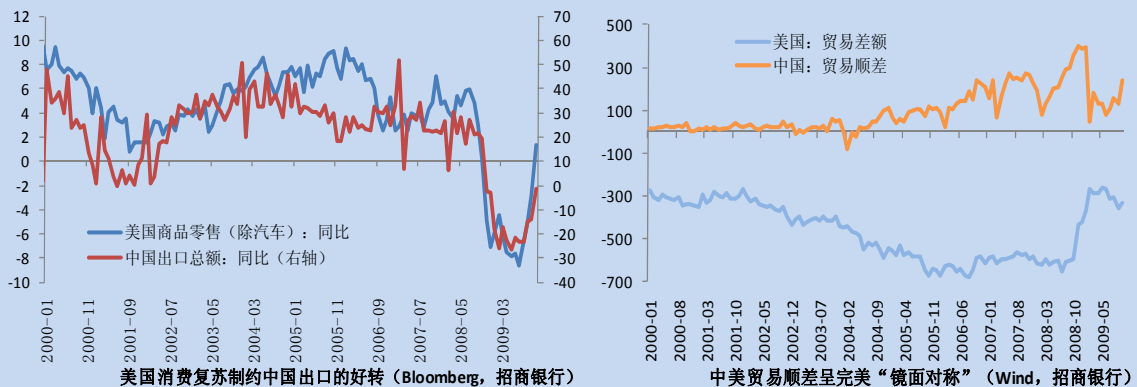
➤ 出口与外围经济居民消费之间的关系:

由于美、欧、日三国(地区)占我国出口的权重分别为18.14%、19.89%及7.48%,占据中国出口的半壁江山,这三者需求的变化对中国出口起到决定性作用。同样,我们用美日欧各国的零售增速用我国出口贸易权重进行拟合,得到各国的拟合零售增速,从同比增速可以看出,中国的出口与美日欧三国的商品零售呈强烈正相关关系。实证分析表明,美日欧拟合零售消费对中国出口的解释力度为65.42%,且滞后的时期越短,其解释能力越强。从统计数据来看,滞后0-2期的零售消费对中国出口的解释能力最强。这表明我国出口依然依赖于外需的进一步复苏。从时间上来看,中国出口滞后于各国消费需求2个月时间,这表明我国出口需求与世界主要经济体相比有2个月的滞后期,近期出口的持续好转,除了低基数及圣诞订单的影响外,国外经济体消费需求的回升也起到重要的推动作用。



出口滞后于外围消费步伐:

从中美贸易来看,美国商品消费与中国出口增速走势十分一致;而从贸易差额来看,中国的贸易顺差与美国贸易差额呈完美“镜面对称”关系,说明中国外贸出口的增长离不开以美国为首的消费的支撑(美欧两者的出口额占据中国总出口的近40%),从这一点来看,中国的出口滞后于欧美复苏步伐,09年中国经济的“率先复苏”仅仅来源于大规模财政政策的拉动,缺乏出口的支持,中国经济难言“持续性”复苏。



二、国内经济预测

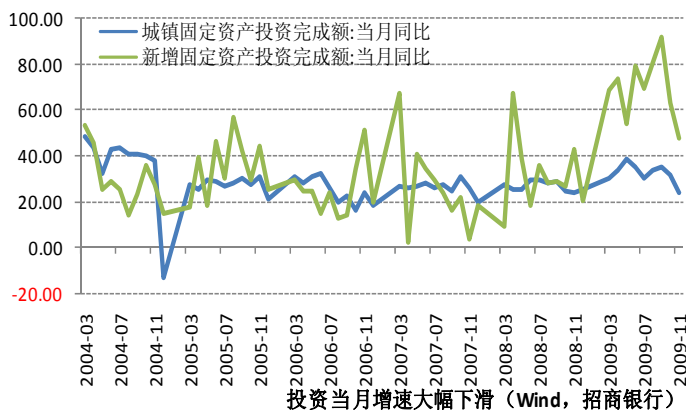
1、2010年经济增长：房地产开发投资及出口将是2010年的主要增长动力

2010年中国经济增长的两大动力来源于：房地产开发投资及出口。

从09年第四季度的固定资产投资走势来看，政府投资持续放缓，特别是从当月增速来看，11月的投资增速仅为24%，为今年最低值，远低于03年以来的平均值，显示出目前政府正逐步为2010年的结构调整作准备。

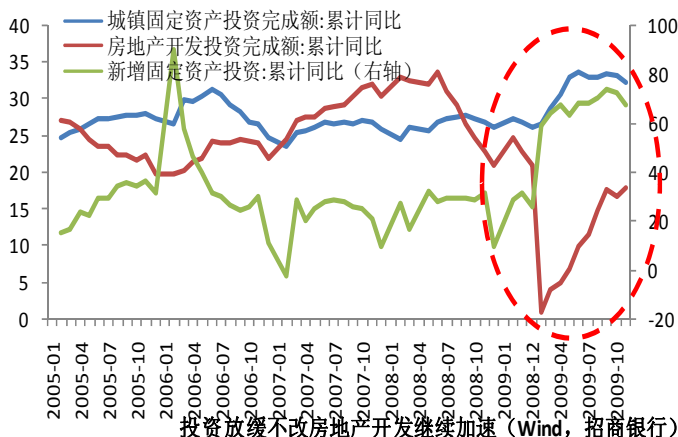
但另一方面，房地产投资增速依然维持加速趋势，尽管我们预计接近年底，房地产开发投资增速有可能出现下滑，但**2010年房地产开发接手政府投资成为固定资产投资的主要动力应该是大概率事件。**

09年末政府频频出台对房地产市场的调控措施及“言论”，但我们认为不会对房地产开发投资造成较大的影响。原因主要集中在资金来源及供需缺口上。虽然二套房房贷将会收紧，但对一套房房贷及改善型住房的优惠政策还将延续，从资金来源上看对房地产商的影响不大（目前房地产开发投资资金来源主要是个贷资金及预售房收入，具体参见专题分析：《信贷收紧不妨碍2010年房地产开发投资“高歌猛进”》）；而且近期公布的房地产“国四条”也明确了要加快普通房有效供给及推进保障性安居工程建设，这客观上也将促进房地产开发投资的持续上升。预计2010年对房地产市场监管进一步加强将对终端需求造成一定的影响，但我们预计不会影响到房地产开发投资继续高速增长。



日期	近期出台的房地产调控措施及言论
12月9日	国务院常务会议决定，个人住房转让营业税征免时限由2年恢复到5年
12月14日	国务院常务会议颁布房地产政策“国四条”：一要增加普通商品住房的有效供给；二要继续支持居民自住和改善型住房消费，抑制投资投机性购房；三要加强市场监管；四要继续大规模推进保障性安居工程建设。
12月17日	财政部、国土部等五部委联合出台《进一步加强土地出让收支管理的通知》要求开发商拿地首次缴款比例不得低于50%，余款缴款期限原则上不超过一年，以打击囤地现象，加速供给。
12月18日	住建部召开2010年全国建设工作会议，向地方政府统一思想贯彻“国四条”，特别是强调完成保障性住房计划。提出经济适用房面向范围有可能从低收入者提升为中低收入者；明年计划建180万套廉租房和130万套经济适用房。
12月18日	住建部部长姜伟新表示，在继续支持居民自住和改善性住房消费的同时，更加严格二套房信贷管理，严格二套房认定标准，抑制投资和投机性购房。

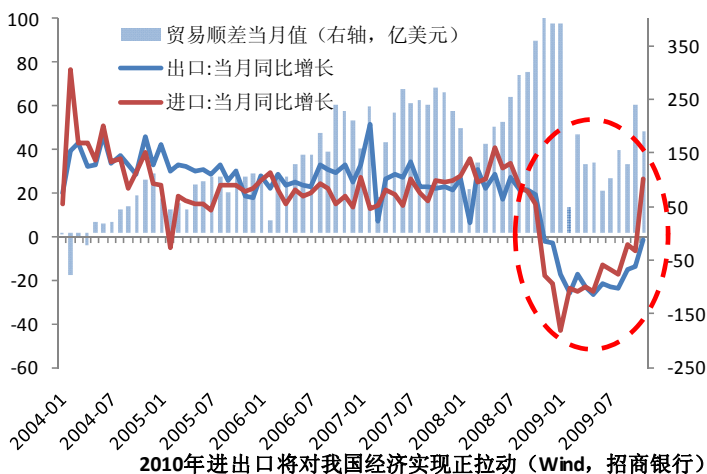
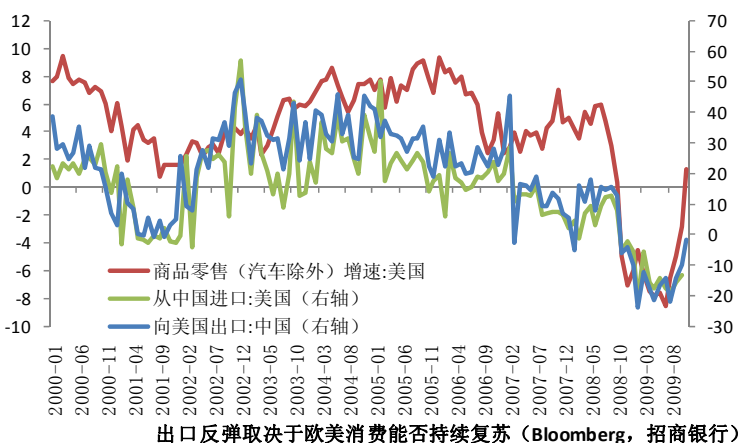
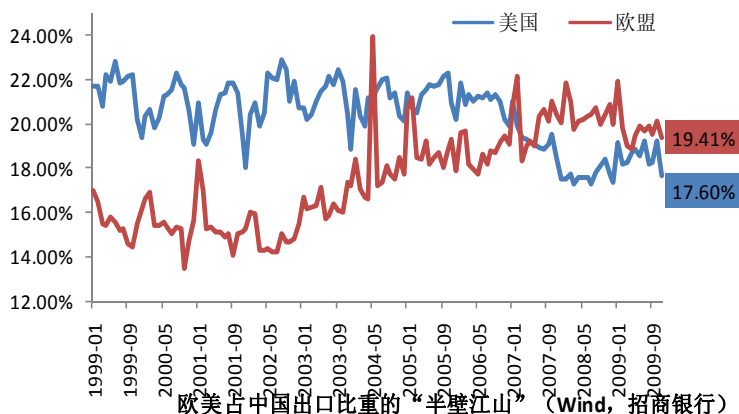
(招商银行整理)



对于经济增长的另一动力——出口，我们认为尽管从绝对水平来看，出口恢复到危机前水平仍需要较长的时间，但2010年我国外贸情况将不会出现如今年一般大幅拉低GDP的情况。

未来出口能够反弹到何种程度取决于欧美主要经济体的复苏情况，正如我们前文附带的专题分析：《外国经济对中国出口的影响》所论述：欧美消费及就业水平依然是制约我国出口的好转的主要因素，我国出口复苏“短板效应”依然十分明显。

09年第四季度以来的出口实现同比及环比的持续好转，这种好转不仅源于低基数原因及“圣诞订单”的促进，从港口吞吐量及广交会的数据也可以看出，目前出口的确出现“恢复性增长”的趋势（详见专题分析《替代数据给我们的启示》）。尽管我们对于2010年美国的经济能否快速转好依然持保留态度，但我们认为2010年出口将实现持续复苏并对我国经济从负贡献转化为正拉动。



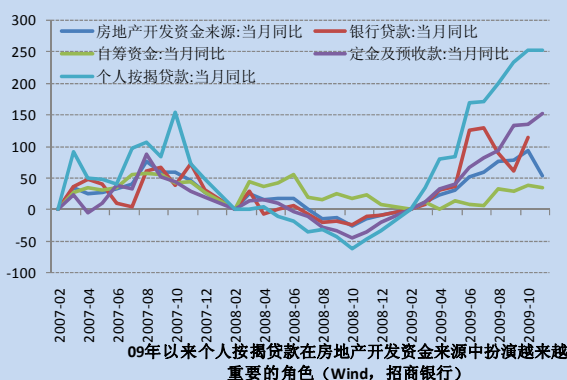
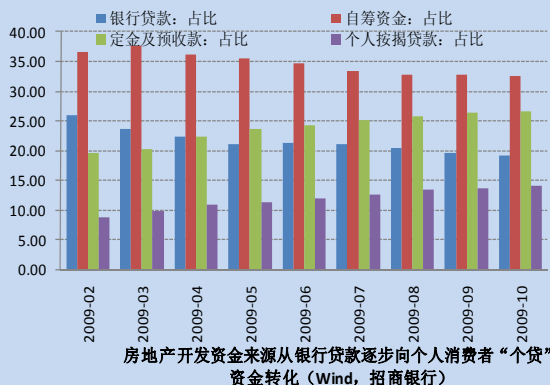
[专题分析三]: 信贷收紧不妨碍 2010 年房地产开发投资“高歌猛进”

尽管市场对 2010 年政府对房地产的基调调整及货币政策收紧的预期较为一致，但我们认为这并不妨碍房地产开发投资继续维持高速增高趋势。

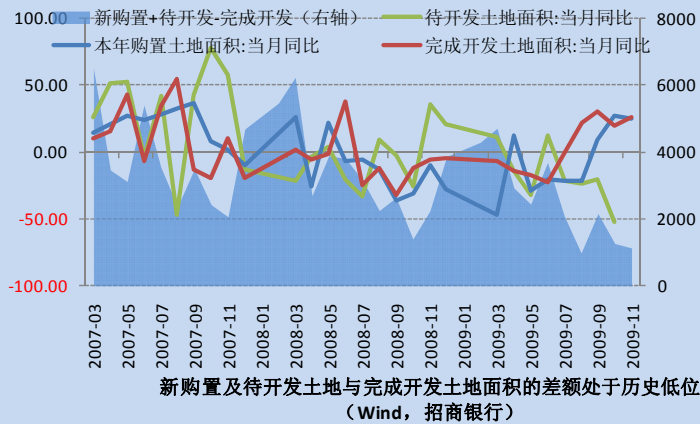
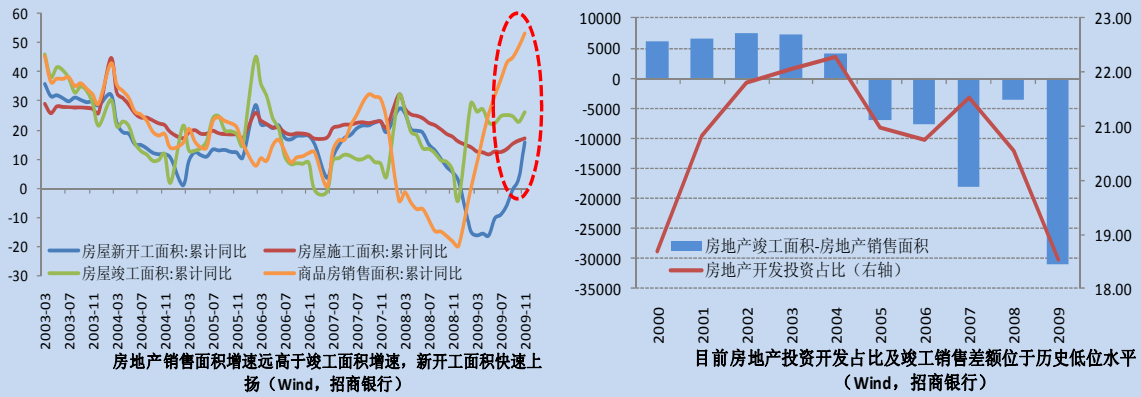
从 09 年房地产开发投资的资金来源来看，银行贷款占比呈持续下滑趋势，表明经过 08 年房地产商资金链危机后，银行对房地产开发项目的资金贷款还是趋于谨慎，但 09 年宽松性货币政策及各项房地产优惠政策造就了 09 年的房地产大牛市的产生，从客观上为房地产企业恢复流动性提供了便利。

由于 09 年年初房产价格处于相对低位，加上各房地产厂商加大了销售力度加快了资金回笼的速度，目前房产预售款及个贷回笼款已经成为房地产开发的主要资金来源（1-11 月份定金及预收款回笼资金 1.33 万亿元，累计增长 66.5%；个人按揭贷款 7009 亿元，累计增长 130.1%，两者总共占总体资金来源的 42.26%，占房地产开发资金的半壁江山）。

如果 2010 年信贷政策收紧，那么对房地产开发造成的资金影响主要有两块：一是房地产企业银行贷款可能会压缩，但正如上面分析一样，09 年银行针对房地产开发项目的贷款占比本身就在下降，但并不妨碍地产商资金链的回笼，而且出于平抑房价，加大房地产供给也将是政府 2010 年工作目标之一，加上保增长方面考虑（从 09 年第三季度开始年房地产开发投资逐渐成为固定资产投资的主要动力），银行贷款收缩的余地并不大；而 09 年房地产资金首要来源的个贷及预售款资金是否会受信贷限制，我们偏向于认为，个贷政策仅会进行修正（如二套放贷政策及优惠利率取消），基准利率还将在较长时间维持低水平，央行对改善型住房的个贷需求还将维持，地产商依靠个贷回笼款依然可以实现转移投资。尽管我们预测 2010 年地产商资金面不会如 09 年那么宽松，但远远不会出现 08 年的地产商资金链危机。



事实上,2010年的房地产库存减少也是造成房地产开发投资持续高涨的主要原因。受08年资金链危机及09年房地产大牛市双重影响,房地产供给增速远远滞后于销售增速(商品房销售面积累计同比远高于竣工面积),造成了目前新开面积增速大幅上升,整体房地产开发投资增速呈“V”型走势,再加上目前房地产开发投资占整体固定资产投资的比例处于历史低位,在库存压力的推动下,新增房地产开发投资增速还将持续上扬。



房地产市场未来还将维持高位震荡的局面。从需求上来看,供需不匹配是目前房地产市场的主要矛盾。未来1-5年是“80后”置业需求高峰期,高房价造就了大批“持币待购”的潜在需求者,这也是为什么08-09年房地产市场没法调整到位的主要原因,我们认为在低利率的环境下,房地产开发投资还将维持高增局面。

2、 消费：短期政策促消费易，长期消费结构调整难

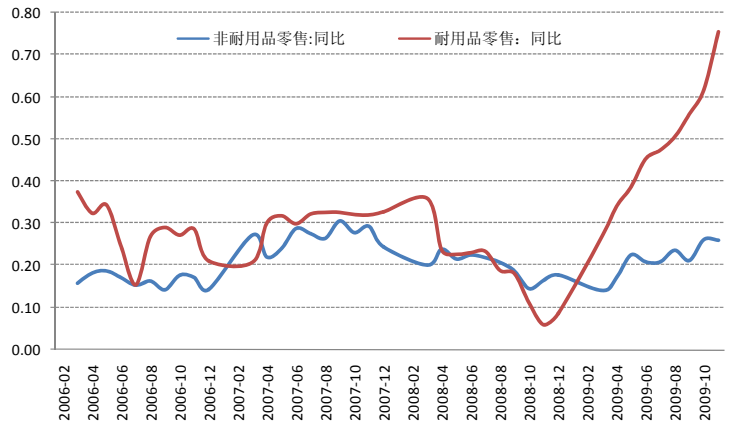
从 09 年国内零售消费的走势来看，中国的消费增速呈稳步复苏趋势，但从消费来源来看，目前的消费主要来源于两部分：

一是购房需求引起的家具、电器消费的增长；

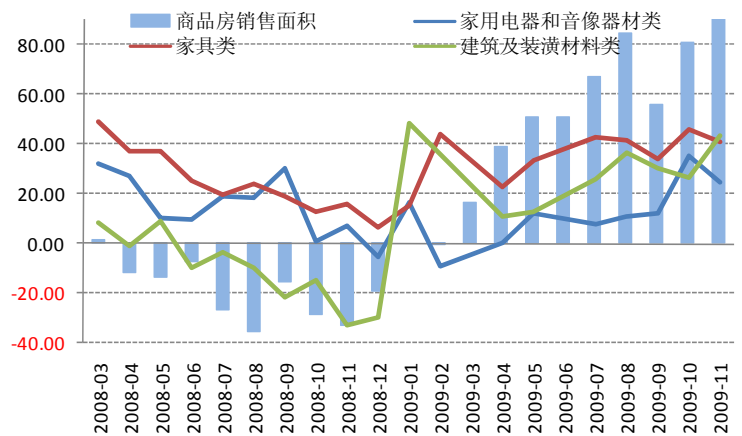
二是受“家电下乡”及“汽车下乡”等消费政策推动的耐用品消费的增长。

事实上，纵观 09 年全年的消费，耐用品零售消费增长速度远高于非耐用品零售消费的增长，也就说目前的消费增长模式大部分来源于一次性的消费，对消费的长久促进有限。这主要是受国家“家电下乡”及“汽车下乡”等消费政策的影响，再加上危机爆发后农民工返乡重就业，客观上促进了农村一次性耐用品的消费增长。

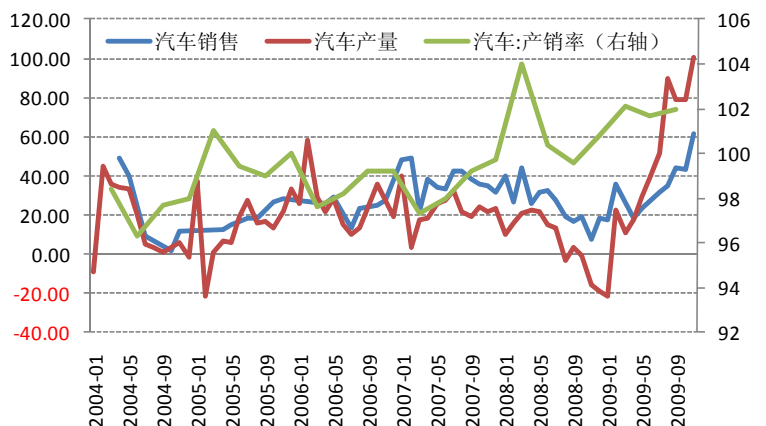
对于未来消费走势，我们认为，短期通过刺激政策能够为消费带来明显的提升，但改变长期消费弱势局面有待于居民社会及医疗保障制度等一系列改革的进一步深入。2010 年更强力度的政策支持可能将带来新一轮消费高潮，但目前的消费依然局限于耐用品的淘汰换新（如“家电/汽车下乡”、“以旧换新”）及商品流通网络的打通扩宽（如“万村千乡”、“双百市场”），居民收入及消费能力并没有获得实质提高，难以对消费形成长久动力。当政策支持力度减弱时，消费有可能再度走低。



09年耐用消费品零售消费增速远高于非耐用消费品零售消费增速 (Wind, 招商银行)



房地产销售带动下游产业零售消费的增长 (Wind, 招商银行)



09年汽车产销均急剧上涨 (Wind, 招商银行)

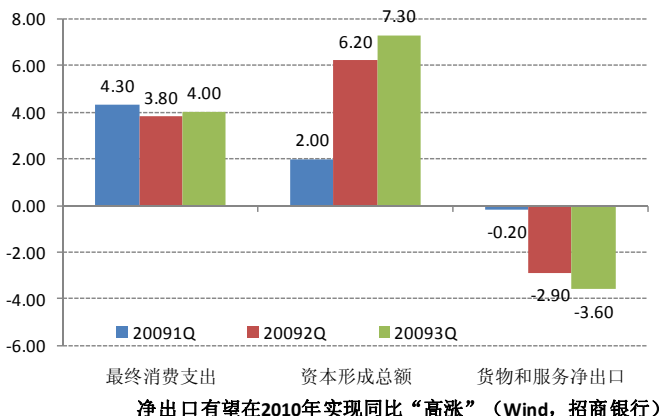
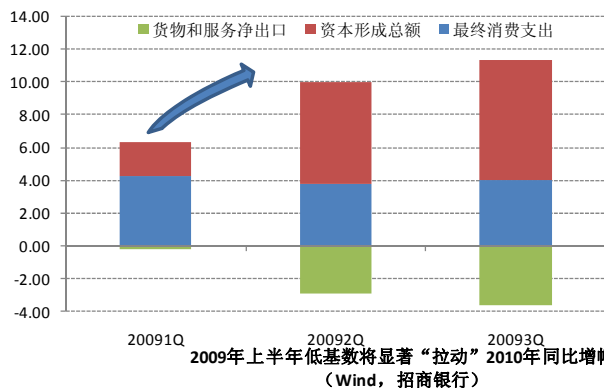
3、“三驾马车”将更加均衡：应剔除低基数对同比增速造成的“水份”

对于2010年“三驾马车”的走势，尽管我们预测房地产开发将带动投资继续维持高增长；出口尽管难以恢复到危机前水平，但也将出现“恢复性增长”；而居民消费受财政刺激政策影响也将是2010年经济的新的潜在增长点。

但现实同比增速有可能是，09年超30%的投资增速将难以为继，同比增速将出现整体走低趋势；出口增速则可能呈相反走势，出现一波跳跃式增长；而消费尽管将维持稳定增长，但同比增速可能将呈前高后低走势。

出现这种原因主要源于今年经济增速前低后高，三驾马车发展极端失衡所致，导致投资及出口基数效应相反的局面出现。

我们认为2010年“三驾马车”对经济的拉动将更加均衡，从环比增速可能更好的反映出经济增长真实情况。

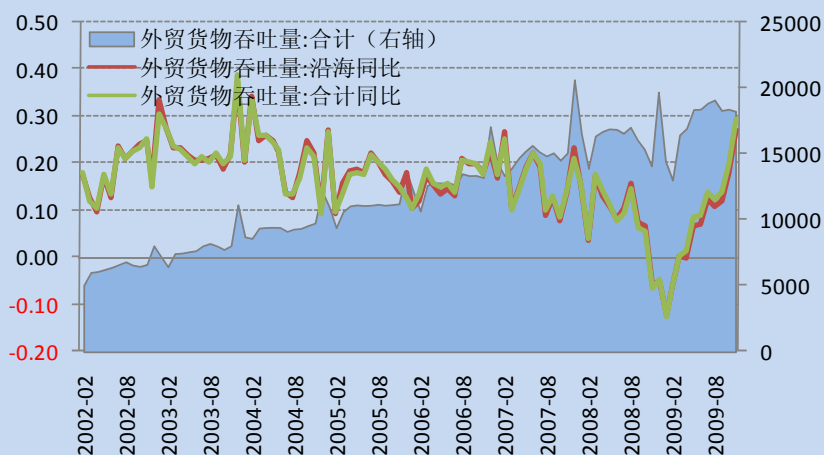


[专题分析四]: 替代数据给我们的启示

从另一角度观察中国经济运行情况，这里我们尽量避免引用官方的统计数据，而是对各个替代数据（如港口吞吐量相对于外贸，水泥相对于固定资产投资，工业用电量相对于工业生产等）进行分析，希望可以得到更多的关于经济是否企稳的信息：

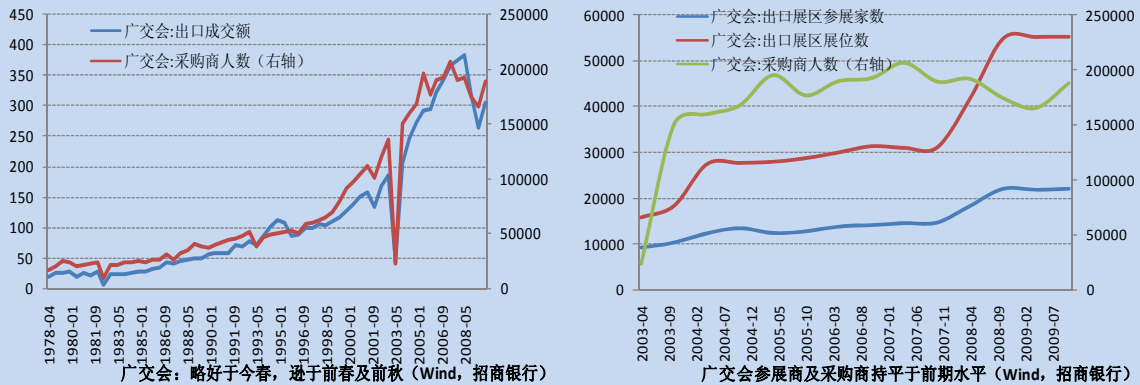
➤ 外贸：略好于今春，逊于前春及前秋

港口吞吐量数据显示，二季度之后，沿海港口的货物吞吐量已经恢复正增长，而沿海外贸吞吐量占据我国整体外贸吞吐量的近92%。表明09年的外贸需求已经开始有复苏迹象。



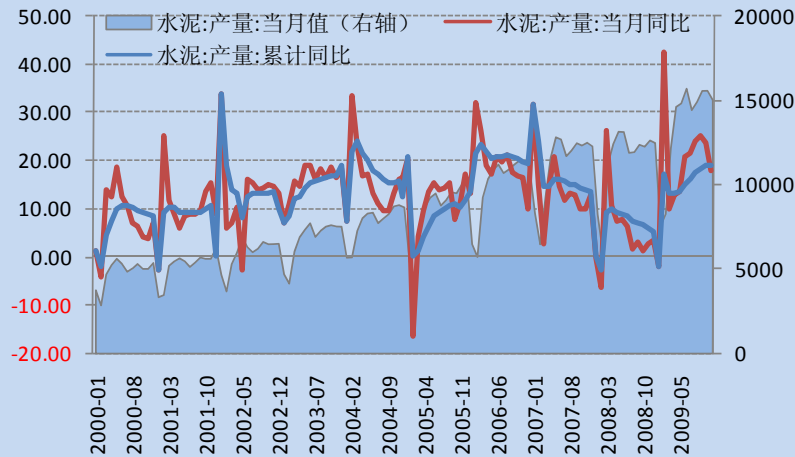
港口吞吐量数据显示外贸情况持续好转 (Wind, 招商银行)

从广交会数据来看，作为中国国内历史最久、规模最大的综合性国际贸易会展，广交会历来被认为是反映外贸形势的“晴雨表”及“风向标”。从总体情况来看，11月份闭幕的第106届广交会所体现出来的情况是：略好于今春，逊于前春及前秋，出现环比有所上升，但同比持续下降的局面。但成交订单依然以短单、小单为主。反映出目前外需逐步好转，但我国出口依然属于“恢复性增长”，尚难以达到前期高点。



➤ 投资：高增趋势未来还将持续

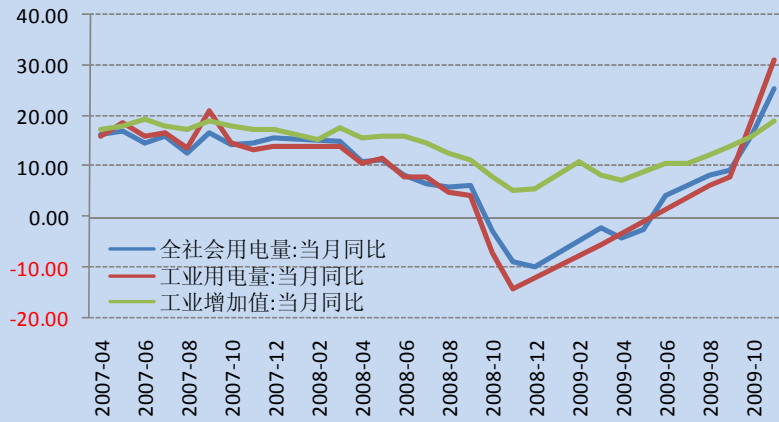
尽管近几个月来受政府投资下滑的影响，整体固定资产投资出现下滑趋势，但我们预期未来的投资增速依然不会有太大降低幅度。从目前水泥产量来看，其上升趋势依然不减，由于我国水泥出口占整体产量几乎可以忽略不计，这意味着多增的水泥一定来自需求的推动，且绝大部分来源于的基建及房地产投资，而水泥是一种特殊的产品，其保质期一般只有3个月，这意味着短期内的投资需求依然不减，从短期来看，尽管2010年同比数据会出现下滑，但整体投资依然还将维持在一个较高的历史水平。



水泥产量连续高增预示未来投资建设还将维持09年走势 (Wind, 招商银行)

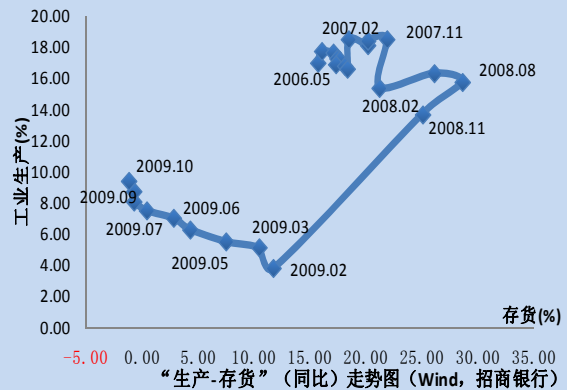
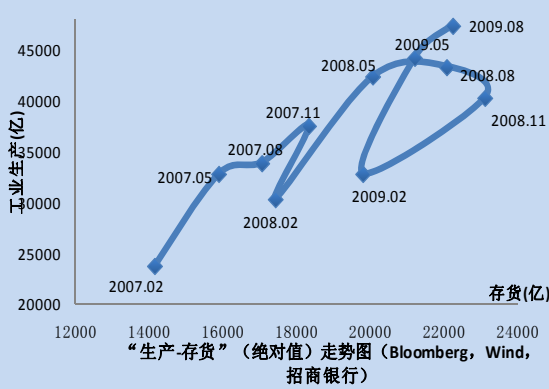
➤ 工业生产：波动性明显高于官方数据

尽管官方公布的工业生产数据今年波动幅度不大，但从用电量数据来看，特别是工业用电量来看，09年初的工业用电量明显出现大幅负增长的迹象，表明从工业用电量来考察工业生产的话，09年的工业生产是成“V型”反弹的格局，这也意味着我国09年工业生产经历了一次严重的震荡调整。



官方公布的工业生产数据比工业用电数据明显平滑 (Wind, 招商银行)

09年的工业生产经历了从年初的“去库存”到年中的“回补库存”的剧烈震荡，这从下面两张图也可以得到证明，“生产-存货”散点图呈顺时针走势，表明目前生产已经开始加速，而库存也在持续回升。



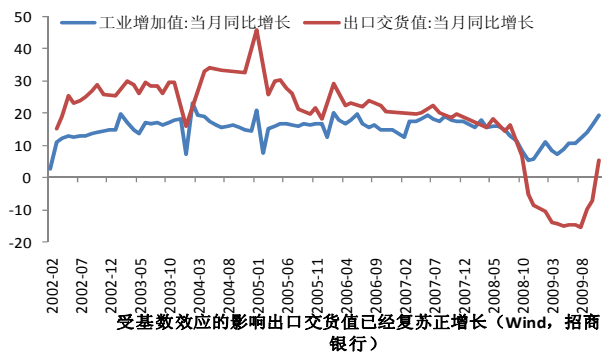
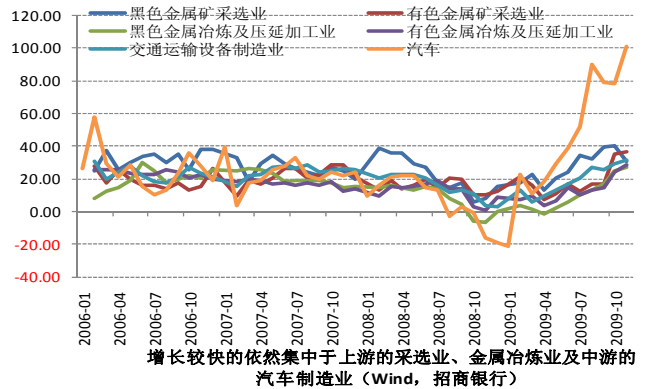
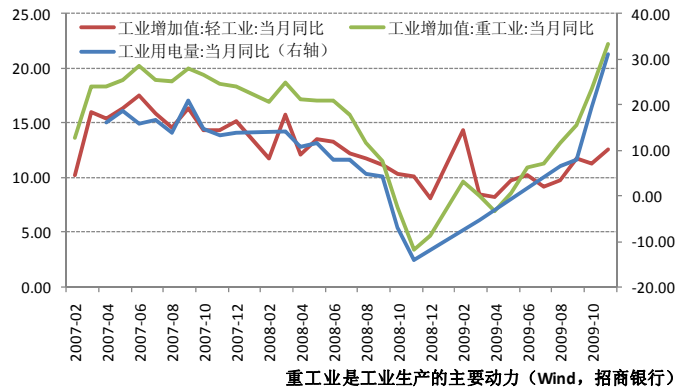
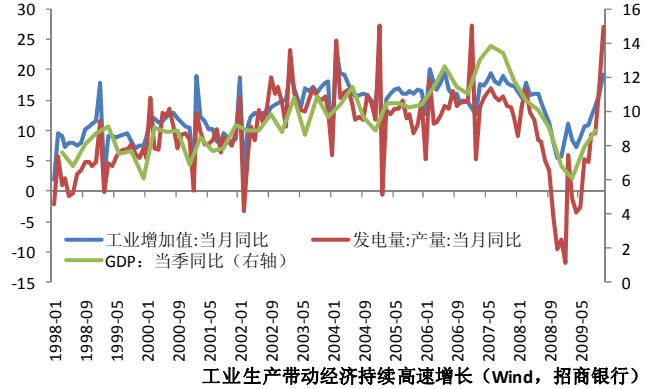
4、 工业生产：出口带动下的持续反弹

09年三季度后，工业生产开始实现加速反弹，截止至09年11月份的同比增幅已经实现连续8个月加速增长，同时发电量数据业呈现爆发性增长趋势，11月发电量爆发性增长26.93%，为近三年以来的最高值。

不可否认目前这种增长或多或少有低基数的原因，但我们更关注的是未来工业生产的增长动力，从目前来看，未来的工业生产推动力量主要有两个：

一是重工业的持续好转。从09年下半年开始，重工业已经赶超轻工业，且两者增速差距正持续扩大，这从工业用电量也可以看出，重工业是工业用电量的主要消耗部门，两者的走势十分吻合。重工业的复苏有利于拉动了09年工业生产迅速恢复，但这也从另一方面说明了中国目前依然是重工业占据主导地位，依靠投资拉发展的经济结构在09年进一步加重。

第二个推动力量是出口的复苏。特别是第四季度之后，出口在工业生产复苏中居功至伟。自09年9月以来出口交货值已经恢复到危机爆发前的水平，且在11月份恢复到正增长水平，由于出口占据我国工业生产最终产品销售的半壁江山，外贸环境何时复苏将影响未来我国工业生产反弹的时间和力度。受目前外围经济改善的影响，我们预计工业生产加速增长的趋势至少还将延续到2010年上半年。



5、 通胀：近忧资产通胀，远虑物价通胀

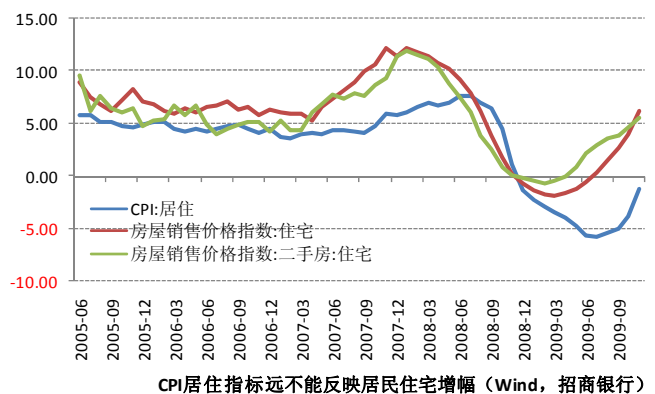
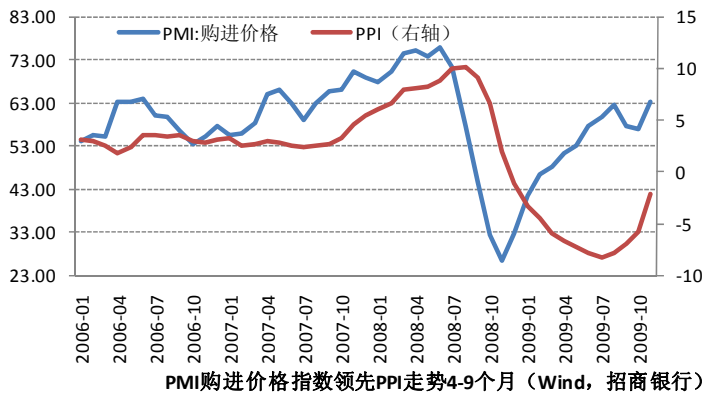
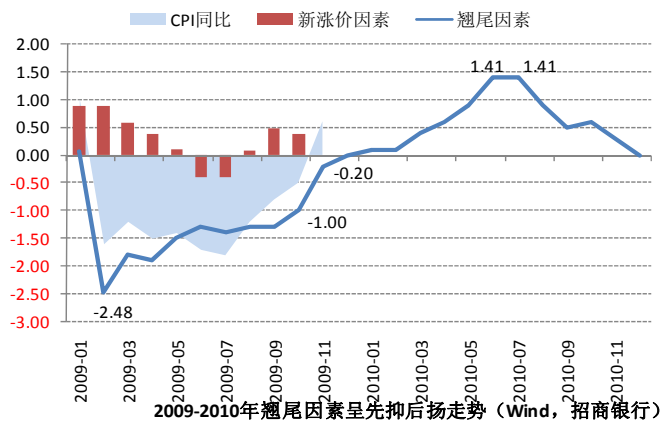
对于2010年的通胀情况，我们认为物价有可能发生短期波动，但在2010年发生恶性通胀的可能性不大，未来关注的主要还是前期宽松货币政策可能引发的资产泡沫。

从2010年CPI的走势看，未来一年整体翘尾因素并不高，高潮时期将发生在5-8月份，其余月份翘尾因素均低于0.6%，这意味着未来物价涨幅的关键在于新涨价因素的大小。我们认为这取决于两部分因素：一是未来食品价格、特别是猪、粮价格的走势；二是国际大宗商品价格对我国的输入型传导。

从食品价格来看，未来尽管不能排除食品价格出现短时间波动的可能性，但目前国际市场农产品供给充足，市场价格波动不大，加上国内的库存充足及对通胀预期的控制，发生如08年国内国外粮价同时大幅上涨的可能性并不高。

而国际商品市场方面，我们认为目前大宗商品的上涨主要来源于对美国经济的复苏及通货膨胀的预期，但正如我们前面所分析，2010年美国经济的复苏还将维持较长时间，发生急剧通胀的可能性较小，实体经济需求对大宗商品价格上涨的支撑并不大，加上近期美元走强，对大宗商品而言，我们认为目前的大宗商品价格已经部分透支了未来一年的走势。

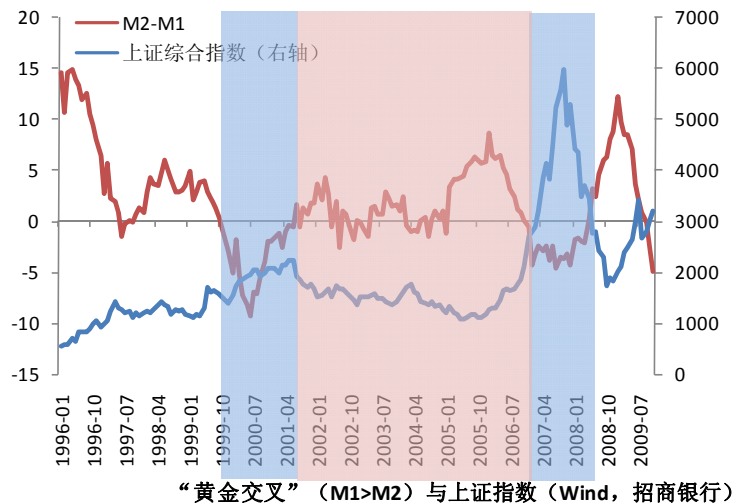
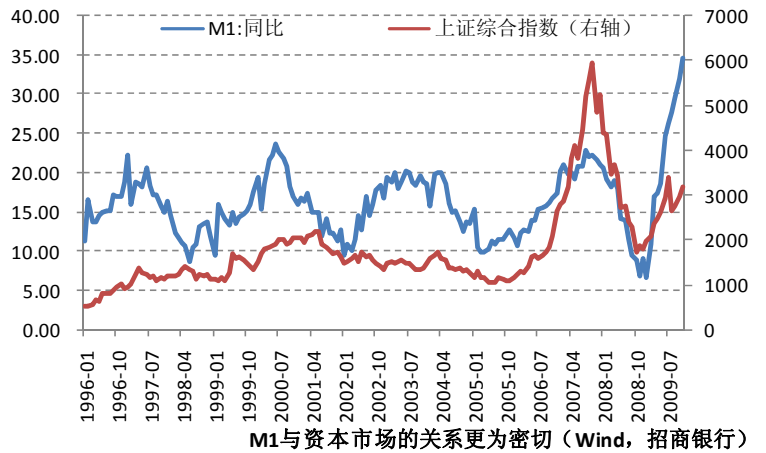
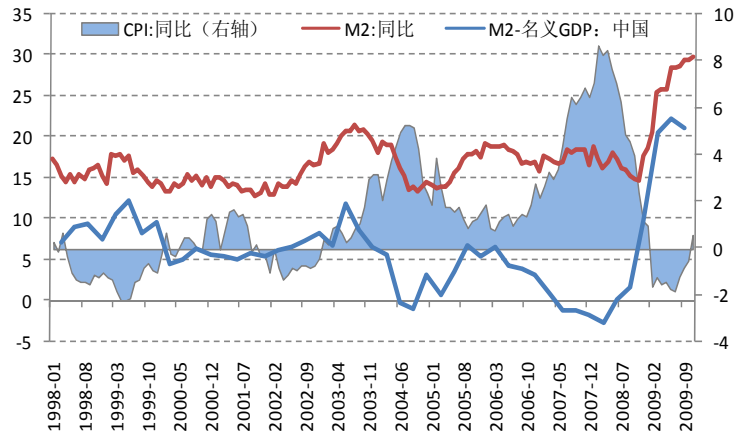
但另一方面，发生物价通胀可能性尽管不大，但资产通胀情况确值得关注。尽管09年CPI连续9个月处于负区间，但并不妨碍房市、股市持续火爆，这也从中反映出



一个问题：我国 CPI 并没有考虑房价等资产价格的变动。从 CPI 的构成来看，食品占 1/3 强，居住因素排名第二，占 CPI 权重的 13.6%，租金价格是居住的主要考察要素，并没有反映出房价等资产通胀的影响。

事实上，从我国历年的货币供应量、资本市场涨幅及 CPI 的这三者的关系可以看出，M1 与资本市场之间的关系更为直接及迅速，但高货币供应不一定会导致高物价通胀，物价通胀通常发生在货币高增后的 1-2 年（如 04 年及 07 年的物价通胀，与 03 年及 05 年的高货币供给是否存在直接关系？）（具体可参见专题分析：《南桔北枳：高货币供给是否真的会引发高物价通胀？》）。

从 09 年居民存款搬家及 M1 上穿 M2 呈“黄金交叉”等现象来看，目前资本市场泡沫已经开始显现迹象。对于 2010 年物价走势，我们认为尽管 M1、M2 高增并不一定会引发实体经济通胀，但货币供应量高增引发资产通胀确是大概率事件。从长远看，这种资产通胀将逐步传递到物价上，但短期来看，我们维持 2010 年物价以温和通胀为主的观点。



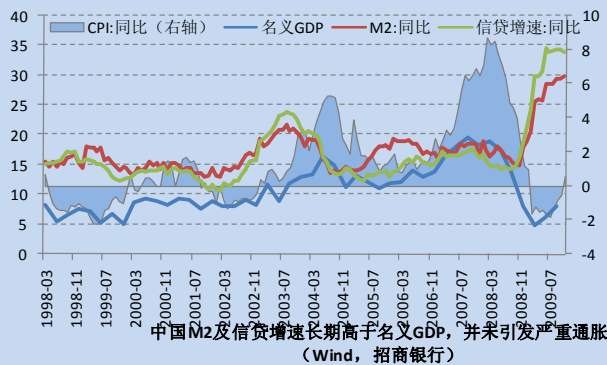
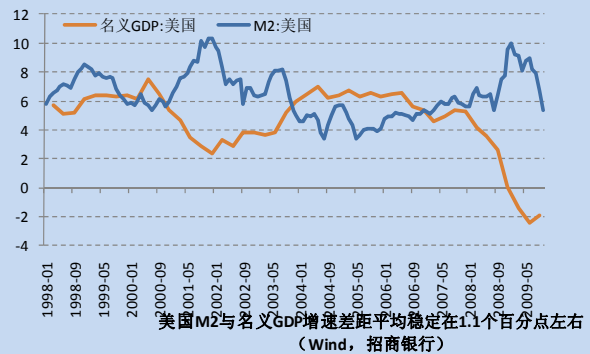
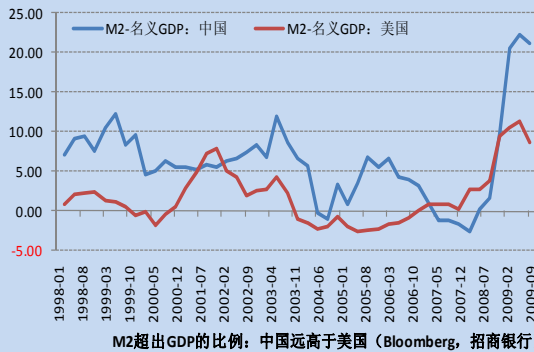
[专题分析五]: 南桔北枳: 高货币供给是否真的会引发高物价通胀?

仅仅从中国今年的货币供应量来看, 目前中国 M2 已经高达 29.74%, 不仅远高于今年年初定下来的 17% 的增幅, 而且也远高于 GDP+CPI 的增幅。

根据传统的经济学理论, 货币供给与 GDP 必须稳定在一定的范围内才能够保持物价的平稳。当 M2 远高于 GDP 的增速时, 表明经济体内的货币量供应量已经远远超出实际经济的需求, 实体经济发生通胀的概率较大。历史分析表明, 广义货币供给量 M2 与名义 GDP 增速的差距一般稳定在 3-4 个百分点以内, 才能保证物价稳定在 3% 的温和通胀范围内。

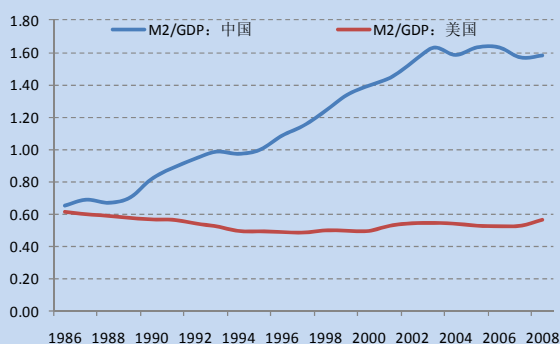
以美国的数据为例, 金融海啸爆发前, 美国 M2 与名义 GDP 的差距平均为 1.1 个百分点, 而反观中国, 两者差距在 5-6 个百分点以上, 09 年差距更扩大到 20 个百分点以上的水平, 让市场产生 2010 年将出现通货膨胀的预期。

从中国的历史数据看, 尽管 M2 远高于名义 GDP 增速, 但与 CPI 走势关系并不大, 从 2000 年以来, 中国发生超过 3% 的通胀主要有两次, 一次在 03-04 年, 另一次在 07-08 年, 这两次通胀均与 M2 与 GDP 的相关性并不明显。这也意味着, M2 增速必须限制在名义 GDP 的 3-4 个百分点的国际惯例并不适用于中国市场。

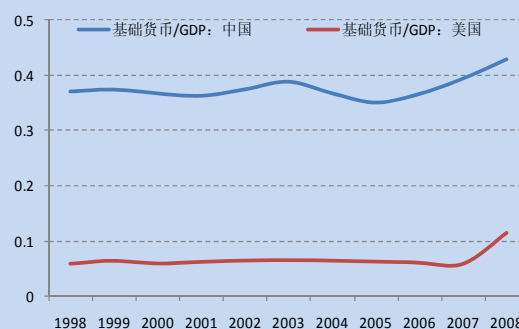


出现这种现象，除了我国 CPI 构成中没有反映房价等资产通胀外，更主要的原因，我们认为我国经济结构不同导致的，也就是说，目前的高货币供给并不一定会引发物价通胀。

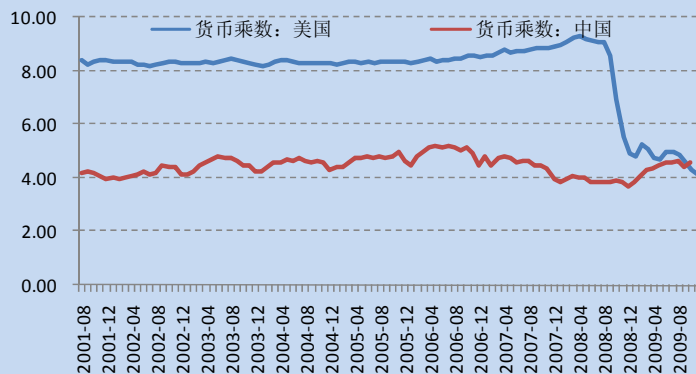
对 M2 进行解构可以看出，尽管中国 M2/GDP 及基础货币/GDP 的比值原高于美国，但从资金使用效率来看，中国货币乘数却远小于美国，直到金融海啸发生后美国开始急剧去杠杆化后两者的差距才开始缩小。仅从这一点来看，这说明中国货币的使用效率并不高。



M2与GDP的比值：中美差距持续上升 (Wind, 招商银行)



基础货币与GDP的比值：中国远高于美国 (美联储网站, 招商银行)



美国货币乘数长年高于中国，直到次贷危机爆发时才有有所降低 (美联储网站, 招商银行)

以弗里德曼为主导的“货币学派”认为：通货膨胀无论何时何地均是一种货币现象。但这种实体经济的物价通胀却不一定发生于中国。事实上，从中国 M2 的构成看，储蓄存款占 M2 的比例达到 43.2%，这还不包含居民投放于股市的资金，由于中国居民的储蓄率远高于美国，这表明居民以银行存款及股市“虚拟”资本的形式持有现金，而并没有投入实体经济，实际资金投入实体使用效率并不高，这导致了历史上中国货币乘数远低于美国。尽管中国 M2 增速、基础货币及 M2 与 GDP 的比值较高，但却不一定会对实体经济造成严重的通货膨胀。对于中国而言，2010 年的资本通胀更是值得关注的事件。

三、 货币政策展望

对于2010年的货币政策,我们预计货币政策依然将保持一个相对宽松的格局,主要理由有两点:

一是货币政策对内难以实现数量上独立。受09年国内巨额投资的后续融资需求影响,货币政策在数量上难以保持较高的独立性。由于大型基建项目后续投入期将持续1-3年,为了满足前期开工项目的后续融资要求,避免大量银行坏账产生,2010年很难收紧信贷数量。而随着未来4万亿剩余项目的逐步下发,信贷刚性需求也难以在短时间内消失。这将制约央行货币政策在数量上保持紧缩。

二是货币政策对外难以实现利率上的独立。目前全球流动性依然宽裕,第三季度以来受中国基本面好转、加息及人民币升值预期的影响,限制热钱流入又成为中国目前所必需关注的另一个问题,如果仅因资金面宽裕而率先加息,套息交易的驱动将加大国际游资的涌入,从而抵消央行加息的政策效果。我们倾向于认为,除非国内资产泡沫不受控制,否则中国加息周期将滞后于美国,货币政策将是央行最后才动用的手段,预计2010年加息窗口极可能出现在2010年下半年美国加息前后,且采用非对称加息(包括利差调整等)的可能性较大。

从未来政策空间来看,我们预计央行未来可动用的货币政策工具将偏向多元化,未来重点主要有四个:

一是采取更为积极的流动性管理手段,包括公开市场做数量型回笼,提高央票发行利率等;

二是对信贷政策资金投放及流向进行监控,包括信贷政策可能实行的非对称调整(如一二套房贷政策的差异调整等);

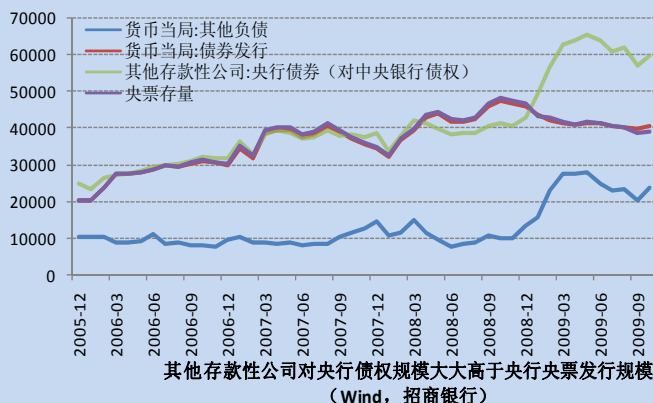
三是对银行资金“放大效应”的政策控制,包括资本充足率、存款准备金率及其他诸如流动性比例及杠杆率调控等政策;

四是对公众预期的管理及资本市场的“窗口指导”。

但无论政策如何,在对内信贷数量难以紧缩,对外热钱源源不断提供流动性的基础上,我们预计2010年整体资金面还将保持相对宽松的局面,货币政策可能将出现“低利率、严信贷,紧回笼”的“名紧实松”的格局。

[专题分析六]: 央行“隐性回笼”流动性?

09年以来,其他存款性公司(主要主体为银行)资产负债表中对中央银行债权项(主要项目为央行债券¹,不包含准备金等其他债权)有了较大幅度的增长,增幅甚至远大于央票发行量及央票存量(我们认为这种差距难以简单用证券或基金公司之间的回购交易加以解释),与此同时,货币当局(央行)资产负债表其他负债项下也有较异常幅度的增加,让市场产生央行可能采用一种有别于公开市场操作的方式去回笼流动性的猜测。



目前常规的数量型货币政策手段主要是公开市场操作(政府财政存款及外汇占款的变动也会对市场流动性造成影响,但我们认为这不属于货币政策范畴)。目前两种公开市场操作手段对货币当局及存款性公司的影响主要表现在:

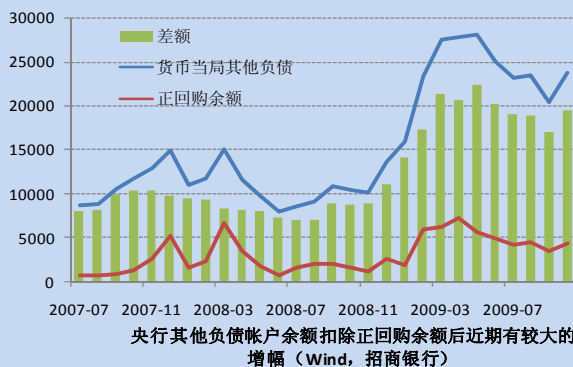
- **央票发行:** 货币当局: 债券发行=央票存量≈其他存款性公司: 央行票据(对中央银行债权)
- **央行正回购:** Δ 正回购净发生额 \in 货币当局: Δ 其他负债

从央票历年发行数据看,央票存量基本上与央行资产负债表的债券发行相等,而09年之前的其他存款性公司的央行债券项目(对中央银行债权项目)也基本上与央行的债券发行保持较为一致的步伐(短期的小幅背离主要源于其他机构的持有及与银行间的回购交易),但从09年开始,其他存款性公司的央行债券(对央行债权)大幅背离央票实际发行额(最高时期达到2.37万亿),与此同时央行其他负债项目也出现相应的增长,且两者的变动趋势惊人一致。

而从历年正回购操作来看,由于央行的正回购操作一般反映在资产负债表中的其他负债项下,正回购与其它负债余额变动幅度基本一致,历史上的差额基本稳定

¹ 从2008年1月开始,其他存款性公司资产负债表项目中原“央行债券”更名为“对中央银行债权”

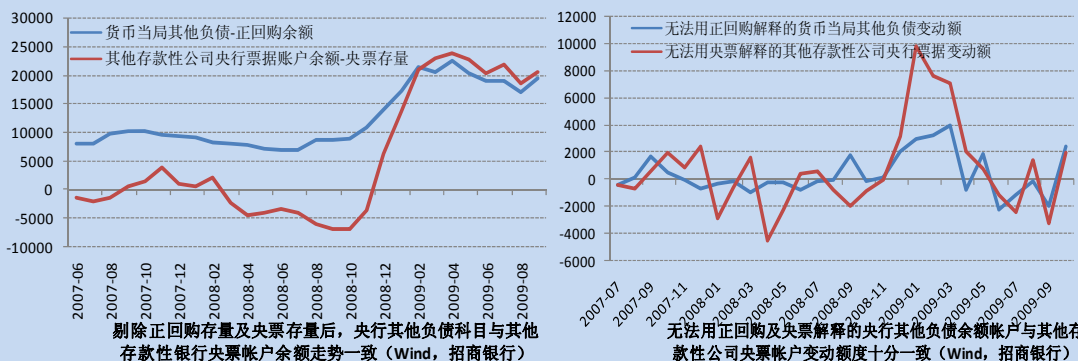
在 8600 亿的水平，但从 08 年 12 月以来，两者的差距持续扩大，最高差距达到 2.24 万亿，这一部分差额的大幅扩大也难以从公开市场的操作加以解释。



那么除了公开市场操作，货币当局其他负债项与其他存款公司对央行债权项之间的变动究竟后还有什么关系吗？我们对比了剔除正回购后的货币当局其他负债余额与剔除央票存量后的其他存款公司央行票据（对央行债权）帐户余额，发现 09 年之后，两者无论是净增加额还是余额的走势均趋于吻合。

对于这种“巧合”，部分市场的观点认为央行正利用其他隐性回笼手段对商业银行进行回笼操作，并且这种“隐性回笼”并不出现在常规的公开市场操作统计中。但从市场利率来看，如果央行真的实施“隐性回笼”，市场利率应该有所反映，毕竟如果上半年持续性的向市场回笼了 2 万多亿的资金（其他存款性公司对央行债权与央票发行帐户差额最高达到 2.37 万亿）将对市场产生较大的冲击，这与货币市场利率变动幅度不大相违背。

由于 09 年新增贷款规模已经接近 9.5 万亿，尽管年末央行持续性进行大额公开市场回笼，但 09 年第四季度以来资金面持续宽裕也是不争的事实，不管上面这种“巧合”及“市场揣测”是否属实，我们认为均不会对目前市场资金面产生较大影响。也许，如何保持经济稳定增长，对战略性新兴产业给予信贷支撑的同时，避免资产泡沫及通货膨胀更是央行目前所应该考虑的问题。



报告所引用信息和数据均来源于公开资料,分析师力求报告内容和引用资料和数据
的客观与公正,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,不保证该信息未经任
何更新,也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,我公
司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保,据此投资,责任自负。

本报告版权归本公司所有,未获得本公司事先书面授权,任何机构和个人不得对本
报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、
刊发时,需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意
的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等
报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑,本报告所载的观点并不
代表招商银行,或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确
程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反
映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断,可随时更改。

招商银行版权所有。保留一切权利。