

负责人：詹向阳 邹新

国内宏观经济研究团队：

邹新 赵幼力 李露

李少君 王小娥

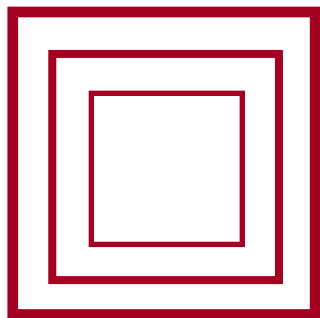
经济结构主动调整正式启程

新一轮可持续增长周期即将展开

——2009 年中国经济金融走势分析及 2010 年展望

2010 年 2 月 4 日

中国经济



解读 洞察 知胜
Reading Foresight Strategy

相关研究：

2010/1/14 《数量工具重新启用 商业银行喜忧参半——央行上调存款准备金率的原因、货币政策走向及对商业银行的影响》

2010/1/11 《短期股市看涨 长期更趋理性——融资融券与股指期货双双推出的政策含义及其影响》

2010/1/7 《中国经济会步日本经济盛极而衰的后尘吗？》

2009/12/17 《2010：决定性的路口》

要点：

➤ 2009 年中国经济最终以“V”形数量反弹呈上了一份总体令人满意的答卷。2009 年的“收获”是内需拉动中国经济成功保八；2009 年的“不足”是需求结构调整缺位；2009 年的“主色”是信贷放量激增，市场流动性充裕；2009 年的“特色”是消费物价低位缓升，资产价格却大幅攀升。

➤ 当前中国经济仍然存在外需拖累经济增长、市场主导型内需增长乏力、产能过剩不容回避、通胀压力逐渐增强及就业压力较大等问题。在这些错综复杂的经济问题和矛盾中，我们认为收入绝对水平低和收入差距过大是症结所在。

➤ 随着宏观经济政策结构性调整取向的日趋明显，中国经济有望从 2010 年开始进入新一轮更可持续增长的经济周期，2010 年经济政策的大方向是在防范可能的经济“二次探底”的前提下，正式启动系统性的经济结构调整和改革，并密切关注通胀预期的负面效应和潜在的通胀风险，有效提高政策的针对性和灵活性。

➤ 2010 年 GDP 增长有望呈现前高后低，预计全年增速可达 9.5% 左右；固定资产投资增速将保持高位，社会消费品零售额呈现平稳较快增长，出口增长势头明显；通胀压力较大。2010 年信贷投放规模将保持在相对高位的水平，全年流动性依然会较为宽松。房地产市场将维持一段时间的“量缩价稳”的态势。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

目录

一、2009 年中国经济金融走势分析.....	1
(一) 2009 年的“收获”: 内需拉动中国经济成功保八.....	2
(二) 2009 年的“不足”: 需求结构调整缺位.....	4
(三) 2009 年的“主色”: 信贷放量激增, 市场流动性充裕.....	4
(四) 2009 年的“特色”: 消费物价低位缓升, 资产价格却大幅攀升.....	6
二、当前中国经济存在的矛盾及其症结.....	8
(一) 问题的表象: 各种矛盾错综复杂.....	8
(二) 问题的症结: 国民收入分配不合理.....	11
三、2010 年中国宏观经济金融走势展望和政策调整预测.....	16
(一) 对中长期内我国宏观政策和经济走势的展望.....	16
(二) 对 2010 年宏观经济政策的预测.....	16
(三) 对 2010 年中国宏观经济金融主要指标的预测.....	19

图表目录

图 1 GDP 同比增速.....	3
图 2 规模以上工业增加值同比增速.....	3
图 3 规模以上工业企业利润累计同比增速.....	3
图 4 城镇固定资产投资累计同比增速.....	3
图 5 消费同比增速.....	5
图 6 月新增外汇占款.....	5
图 7 新增贷款及贷款余额增速.....	6
图 8 M1、M2 同比增速.....	6
图 9 金融机构人民币存贷差.....	6
图 10 银行间市场利率.....	6
图 11 CPI、PPI 单月同比增速.....	7
图 12 上证综指、深证成指走势.....	7
图 13 房屋销售价格增速.....	8
图 14 贸易顺差净月新增额(百万美元).....	8
图 15 居民消费占 GDP 的比重.....	9
图 16 国有与非国有投资增速(%).....	9
图 17 城镇储户当期、未来物价满意、预期指数.....	11
图 18 年新增就业人数(千人).....	11
图 19 我国三次产业在 GDP 中占比.....	12
图 20 农村人均纯收入增速与 GDP 增速差.....	12
图 21 城镇人均可支配收入与 GDP 增速差.....	12
图 22 收入法 GDP 构成国际比较(2007 年).....	12

图 23 我国基尼系数走势图	14
图 24 我国经济内在矛盾的传导逻辑图	14
图 25 PMI 走势	20
图 26 企业景气指数和企业家信心指数走势	20
图 27 消费者信心、满意、预期指数走势图	20
表 1 三驾马车对经济增长的贡献	3
表 2 我国部分产能过剩行业情况概览	10
表 3 我国收入法 GDP 构成 (%)	13
表 4 2010 年中国经济金融主要指标预测	20

2009 年中国经济率先走出危机，稳步快速复苏，最终以“V”形数量反弹呈上了一份总体令人满意的答卷。但是需要再度强调的是，后危机时代中国经济的深层次矛盾并没有得到解决，有的甚至还有所加剧，而随着国内外大规模经济刺激政策调整力度的不断加大，中国经济面临的风险不能忽视。展望 2010 年，面对极其复杂的国际、国内经济形势，如何处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构及管理通胀预期的“平衡三角”关系，减少经济增长对政府刺激政策的依赖，将是一大考验。我们判断，管理层将在保持宏观经济政策稳定性和连续性的同时，大力提升政策的针对性和灵活性，尤其是在决定中国经济长期走向的结构调整 and 改革方面实现突破。从这个意义上说，2010 年可能是中国主动加大经济结构调整和体制改革的一年。

一、2009 年中国经济金融走势分析

此次百年一遇的全球金融危机对中国经济的平稳增长造成了巨大冲击，亦是中国自 2001 年入世以来，经济开放度大幅提升背景下遭受的一次重大考验。结果表明，中国在应对此次金融危机的战役中赢得了关键性的胜利，已成功度过了最为困难的时期。这充分表明：首先，中国政府的宏观调控日趋成熟。党中央、国务院处变不惊，果断决策，采取了一揽子经济刺激计划，有效地抵制了经济下行风险，这是中国成功应对危机的重要原因。其次，中国在全球范围内率先实现经济回升向好，日益成为全球经济复

苏的重要引擎之一，为世界经济的复苏发挥了不可替代的重要作用。第三，中国商业银行的改革是正确的、也是成功的。在金融危机肆虐的不利外部环境中，中国银行体系保持稳定，不仅未受到严重冲击，很多银行还脱颖而出成为质量优良、实力强劲和在盈利能力、总市值等方面领先于国际同业的优秀银行，并为经济的快速回升提供了强劲的资金支持。

（一）2009 年的“收获”：内需拉动中国经济成功保八

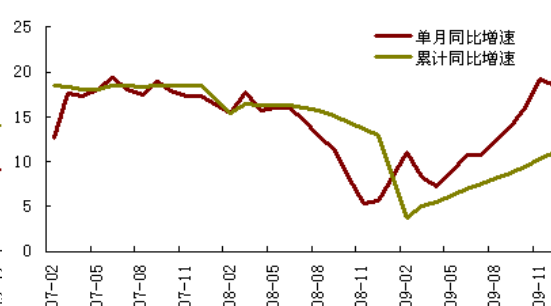
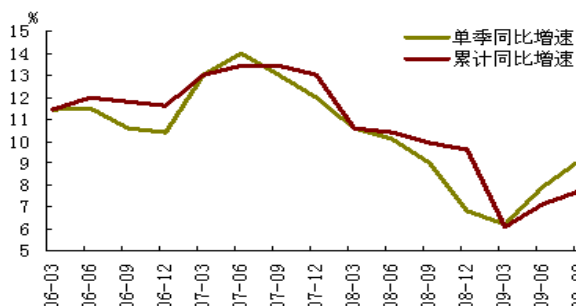
2009 年，中国经济成功实现“V”形反弹。全年国内生产总值（GDP）同比增长 8.7%，其中，1-4 季度 GDP 单季增速由 6.2% 逐季提升至 10.7%（见图 1）。全年规模以上工业增加值 1-4 季度单季增速由 5.1% 逐季提速至 18%（见图 2），已达 2007 年经济快速增长时期的水平；2009 年前 11 个月工业企业利润累计同比增长 7.8%（见图 3），增速较前 8 个月大幅提升 18.4 个百分点，为 2009 年年初以来首次同比正增长。

内需成为经济企稳回升的决定性因素。2009 年全年，出口同比下降 16%，全社会固定资产投资同比增速较上年提高 4.6 个百分点至 30.1%（见图 4）；社会消费品零售总额实际增速较上年同期提高 2.1 个百分点至 16.9%。2009 年全年，投资、消费两大内需合计拉动经济增长 12.6 个百分点，净出口拖累经济增长 3.9 个百分点（见表 1）。住、行类需求旺盛成为内需增长的两大引擎。首先，全年房地产开发投资额占 GDP 比重较上年同期提高 1.1 个百分点至

10.8%，创历年最高。房地产销售火爆直接带动建筑及装潢类、家具类和电器类相关消费升温。其次，全年汽车生产、销售量同比分别增长48.3%和46.2%，产、销量首次位列全球第一。

图 1 GDP 同比增速

图 2 规模以上工业增加值同比增速



资料来源：Bloomberg，CEIC，城市金融研究所宏观经济金融数据库（ICBC），除特别注明外，下同。

图 3 规模以上工业企业利润累计同比增速 图 4 城镇固定资产投资累计同比增速

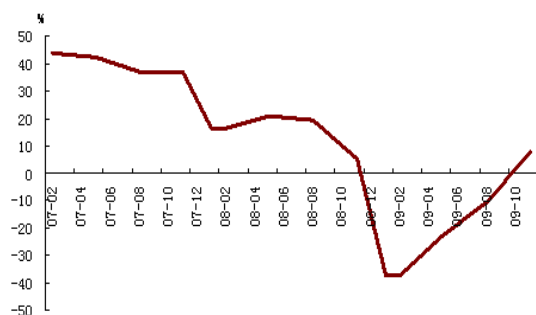


表 1 三驾马车对经济增长的贡献

（单位：%）

	2007	2008	2009 年 1 季度	2009 年上半年	2009 年前 3 季度	2009 年全年
GDP	11.4	9	6.1	7.1	7.7	8.7
最终消费	4.4	4.0	4.3	3.8	4.0	4.6
资本形成总额	4.3	4.2	2	6.2	7.3	8.0
净出口	2.7	0.8	-0.2	-2.9	-3.6	-3.9

（二）2009 年的“不足”：需求结构调整缺位

在本轮金融危机前，中国经济结构已经表现出优化的良好势头，2004年至2008年，固定资产投资增速从50%左右下降至25%左右。金融危机爆发以后，外需受到严重冲击，启动投资保证经济增长成为必需的应对之举，这是当时正确的也可能是惟一的选择，但由此也带来了需求结构调整的缺位。2007年、2008年，投资和消费对GDP的贡献度基本相当，然而，2009年全年投资拉动经济增长8个百分点，显著高于消费（见表1）。投资高增长增加了对重工业产品的需求，轻、重工业冷热不均。2009年12月，重工业增速高达21.4%，较2009年2月激升11.8个百分点，轻工业增速为12.1%，较2009年2月下降2.3个百分点。

（三）2009 年的“主色”：信贷放量激增，市场流动性充裕

2009年初，受外贸顺差急剧回落、FDI同比大幅下滑和人民币贬值压力加大的影响，外汇占款大幅下降（见图6）。由于外汇占款是央行被动投放基础货币的主要途径，所以基础货币规模也出现净下降。2009年1季度末、上半年末，基础货币余额分别较年初下降4945亿元和5292亿元。为了避免流动性紧缩及实体经济通缩风险，支持政府刺激经济计划的实现，确保“保八”任务的完成，监管层积极引导商业银行增大信贷投放力度，通过扩大货币乘数保证充足的货币供给。全年金融机构人民币新增贷款9.59万亿（见

图7)，同比多增4.69万亿元，一季度投放量接近一半，上半年投放量接近80%。2009年1季度末、上半年末，货币乘数由2008年末的3.68较快上升至4.27和4.59，有效对冲了基础货币下降的不利影响。进入2009年下半年后，外汇占款呈现出恢复性增长，新增贷款也随之恢复到往年正常水平。

图 5 消费同比增速

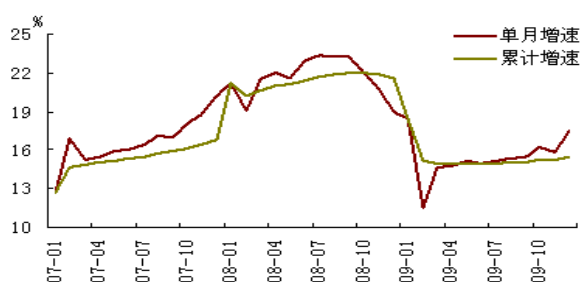
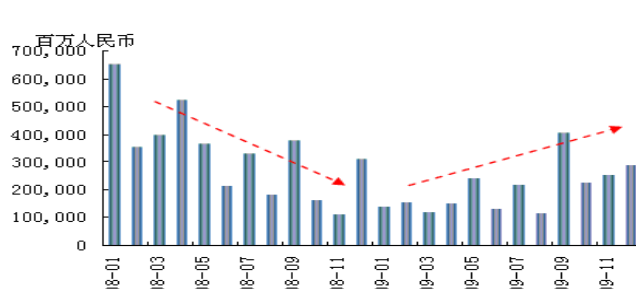


图 6 月新增外汇占款额



在基础货币因素和货币乘数因素的相互配合下，全年流动性相当充裕。首先，从全社会层面来看，2009年M1、M2逐月攀升，12月末M1同比增长32.35%（见图8），M2同比增长27.68%，均处于历年高位。其次，从银行体系来看，2009年金融机构存贷差不断增加至12月19.8万亿的历史最高水平（见图9）。同期银行间同业拆借月加权平均利率和债券质押式回购月加权平均利率均由2008年接近3%的高位降至1.25%左右，SHIBOR隔夜利率亦保持近年低位。为应对金融危机中的流动性匮乏风险，西方国家主要通过增加基础货币，中国则通过扩张货币乘数，实践证明，后者更显立竿见影（见图10）。

尤其值得一提的是，2009年房地产类相关贷款快速增长。房

地产开发贷款和个人按揭贷款合计新增1.98万亿元，约占全年新增信贷总额的20.6%。房地产信贷资金的大幅增长为房地产业的快速回暖起到了关键的保障性作用，雄厚的资金支持使很多开发商在资金链濒于断裂的情况下实现了“绝地反击”。

图 7 新增贷款及贷款余额增速



图 8 M1、M2 同比增速

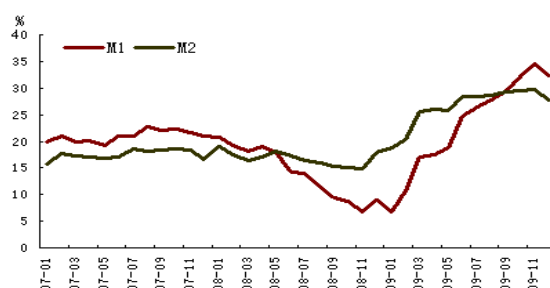


图 9 金融机构人民币存贷差

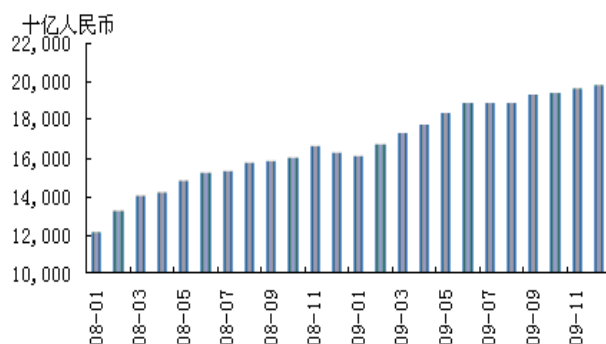
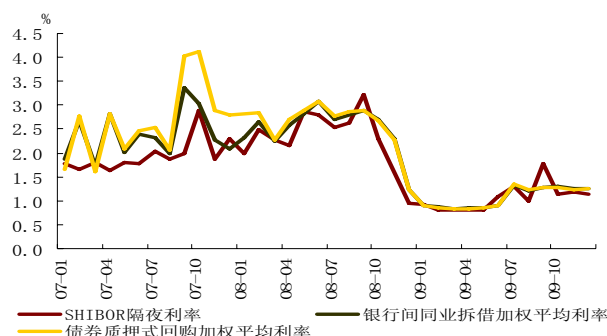


图 10 银行间市场利率



（四）2009 年的“特色”：消费物价低位缓升，资产价格却大幅攀升

2009年国内经济尚处于企稳回升阶段，实体经济的投资环境未明显改善。而与此同时，股价、房价却迅速攀升，实体经济和虚拟经济的背离现象一度十分明显。首先，一般物价低位缓升。

全年CPI、PPI同比增速基本都在负值区间运行，直至2009年11月和12月，CPI和PPI同比增速才先后实现由负转正（见图11）。全年CPI、PPI分别同比下降0.7%和5.4%。其次，资产价格上演“疯狂”行情。股市方面，2009年全年上证综指、深证成指分别上涨79.98%和111.24%（见图12），截至2009年12月31日，上证综指、深成指A股市盈率分别为27.03和32.29倍，显著高于国际公认的20倍左右合理水平。房市方面，2009年3月起国内房价连续9个月环比上涨，12月环比上涨1.5%（见图13），创近两年新高，当月同比涨幅亦高达7.8%。目前，北京等一线城市的房产租售比已突破1:400，远远超过了1:100到1:200的国际通行水平。

图 11 CPI、PPI 单月同比增速

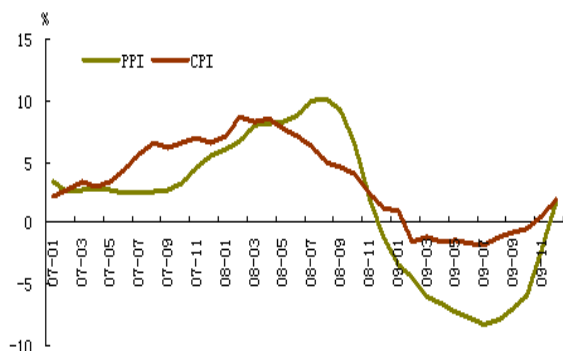
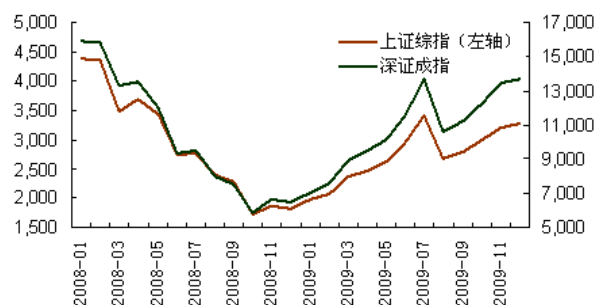


图 12 上证综指、深证成指走势



综上，回顾2009年的中国经济，“固定资产投资”、“天量信贷”、“资产价格激升”都是不可避免的关键词。但客观公正地看，在当时外部经济环境急剧恶化的背景下，以投资尤其是政府投资来保增长是正确甚至是惟一的选择。结果也证明，中国经济成功避免了此次全球金融危机可能带来的致命性打击及其导致的经济大落，实属不易。

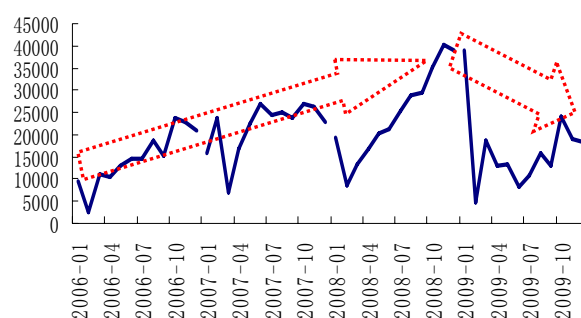
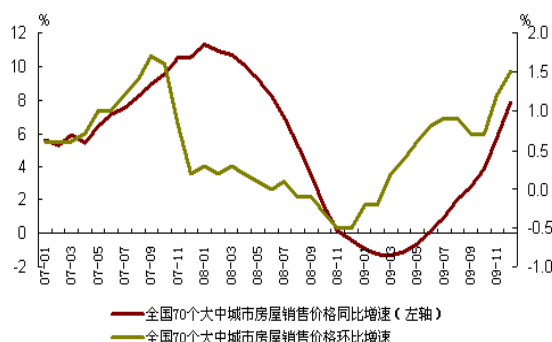
二、当前中国经济存在的矛盾及其症结

（一）问题的表象：各种矛盾错综复杂

首先，外需拖累经济增长，出口导向型增长模式不可持续。2009年全年净出口1960.61亿美元，同比下降33.6%（见图14），并对GDP的增长产生了巨大的拖累作用（见表1）。下一阶段由于受制于全球经济缓慢复苏、欧美等国消费模式转变以及全球贸易保护主义的日趋泛滥，期待中国出口迅速恢复至危机前水平是不现实的。

图 13 房屋销售价格增速

图 14 贸易顺差月新增额（百万美元）



其次，市场主导型内需增长乏力。主要表现在：一是居民消费潜力难以释放。近年来，社会消费品零售总额占GDP的比重总体上呈现出下滑的趋势（见图15），这一比例由1988年的49%下降到2009年的37%。虽然，近年来社会消费品零售总额实际同比增速开始缓步回升，2007至2009年年均增长2个百分点。但是在当前外需对经济贡献减少甚至几乎丧失，产能过剩导致过度投资难以持续，经济增长方式转变刻不容缓的严峻现实面前，如要保持一定速度

的经济增长，必须以前所未有的高消费来弥补，所以每年2%消费增速的提高是远远不够的。二是民间投资仍显不足。全年国有投资同比增长35.2%，高于非国有投资7.15个百分点，二者增速差仍处于历史高位（见图16）。从固定资产投资到位资金看，全年国家预算内资金同比增长53.7%，增速高于其他各类资金，也高于往年30%左右的平均水平。

图 15 居民消费占 GDP 的比重

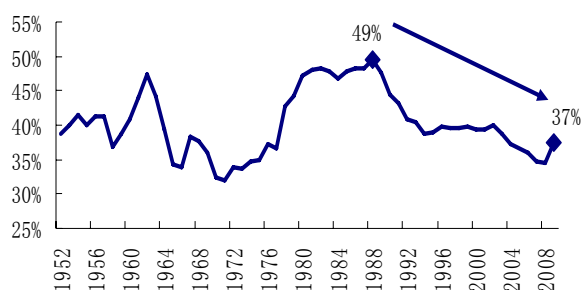
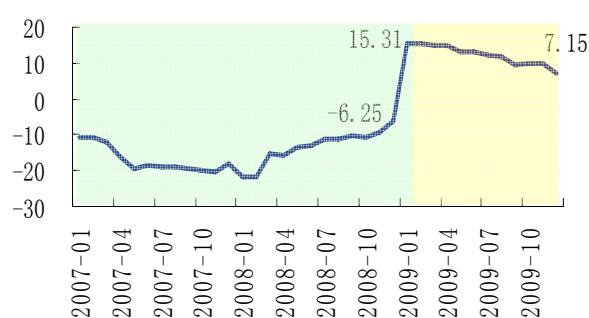


图 16 国有与非国有投资增速 (%)



再次，后危机时代产能过剩问题不容回避。2009年第4季度，工业企业产能利用率81.5%，较2008年前三季度84%的水平明显下降。2009年10月，发改委将钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备¹等六个行业作为调控和引导的重点，同时列出了电解铝、造船、大豆压榨等产能过剩矛盾比较突出的行业（详见表2）。

¹ 虽然近日国家能源局对于多晶硅和风电的产能过剩进行了“松绑”，但是不应忽视这些行业低水平重复建设的现象仍然存在。

表 2 我国部分产能过剩行业情况概览

	2009 产能	2009 产量	产能利用率
粗钢（亿吨）	7	5	75.00%
水泥（亿吨）	27	-	59.00%
平板玻璃（亿重箱）*	6.5	5.74	88.30%
传统化工	-	-	70.00%
甲醇装置	-	-	40.00%
多晶硅（万吨）*	2	0.4-	20.00%
风电设备（万千瓦）**	2000	1000	50.00%
大豆压榨（万吨）*	8700	4150	47.70%
电解铝（万吨）*	1800	1260	70.00%

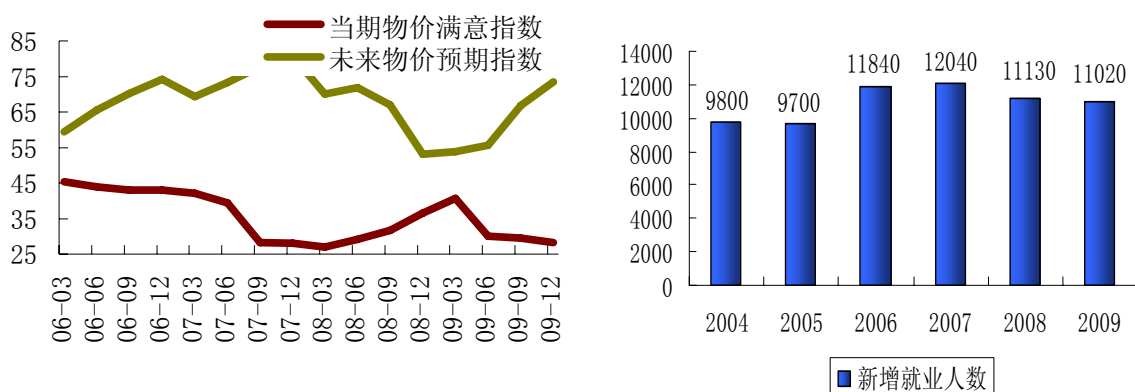
注 *为 2008 年数据，**为 2010 年预计数据

第四，通胀压力逐渐增强。虽然 2009 年全年物价水平低位徘徊，但触底反弹趋势非常明显。PPI 环比自 2009 年 4 月份以来连续 9 个月实现正增长，同比在 12 月首次转正即上涨 1.7%；受食品类和居住支出类商品价格上涨的影响，2009 年 12 月 CPI 同比增速迅速反弹至 1.9%。我们认为，2010 年的通胀风险的确不容低估，主要原因在于：一是 2009 年资产价格的急涨不断强化居民通胀预期。据央行发布的城镇储户问卷调查结果，2009 年 4 季度城镇储户未来物价预期指数已由 2008 年 4 季度 53.05% 的低点连续 4 个季度回升至 73.4%，显示居民对未来物价上升的预期持续增强（见图 17）。二是 2010 年国际大宗商品价格整体上行的可能性较大，中国将再度面临输入型的通胀压力。三是理论和实践都表明，中国的通胀风险大约会在货币供应大幅扩张后的半年到 1 年时间内显现。四是随着经济增速尤其是 2010 年上半年增速的进一步显著回升，通胀上涨压力加大。五是 2010 年资源要素价格及相关税

制的改革将在客观上加大成本推动型的通胀风险。

第五, 就业压力仍然较大。2009 年我国全年新增就业人数 1102 万人, 较 2007、2008 年均有所减少 (见图 18), 这意味着大规模的投资并没有能够吸收足够的就业, 解决大量劳动力的就业仍是中国当前甚至是 2020 年以前的一大突出任务。第三产业中的服务业具有吸纳就业能力强的特点, 扶持其发展有助于实现“有就业的增长”。然而中国第三产业尤其是服务业在创造就业和产值方面还相当落后。2009 年, 中国第一产业、第二产业和第三产业占 GDP 的比重分别为 10.6%、46.8%和 42.6% (见图 19), 而印度在 2004 年第三产业的占比就已达 51%, 韩国 2008 年的相应占比则达 60.3%, 若与世界发达国家相比, 差距就更大。

图 17 城镇储户当期物价满意指数、未来物价预期指数 图 18 年新增就业人数 (千人)



(二) 问题的症结: 国民收入分配不合理

国民收入分配格局不仅是经济体系运行的结果, 同时又是推动经济发展最基本的动力结构, 如果其不合理将会反作用于经济运行本身, 使经济体存在的弊端进一步放大。在以上所有错综复

杂的经济问题和矛盾中，我们认为收入绝对水平低和收入差距过大是症结所在。

首先，居民收入增速长期低于 GDP 和财政收入增速²。我国城市居民可支配收入增速自 2003 年以来连续 6 年低于 GDP 增速³；农村居民现金纯收入 1997 年以来连续 13 年低于 GDP 增速，这表明居民相应的产出没有得到相应的回报(见图 20、21)；1999-2007 年，国家财政收入年平均增速为 20.2%，而同期居民可支配收入增速⁴仅为 11.5%。

图 19 我国三次产业在 GDP 中占比

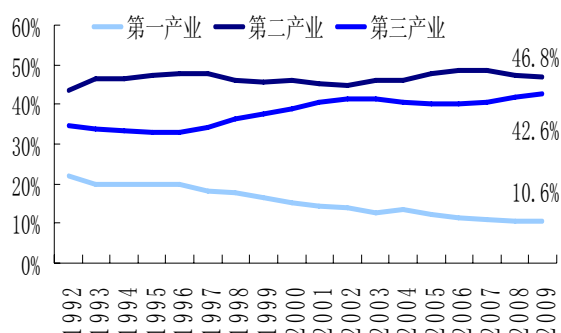


图 20 农村人均纯收入增速与 GDP 增速差

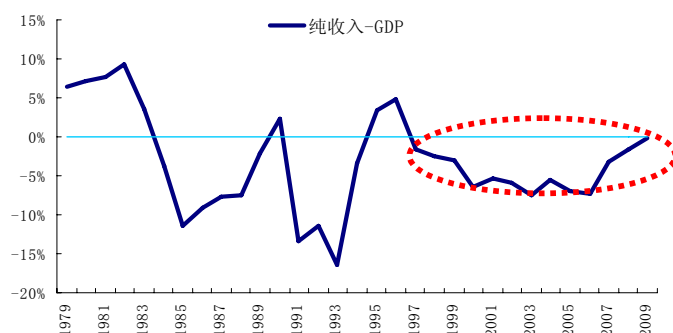


图 21 城镇人均可支配收入与 GDP 增速差

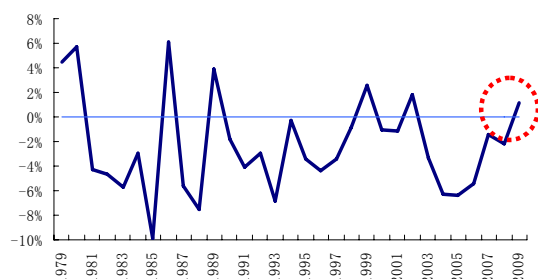
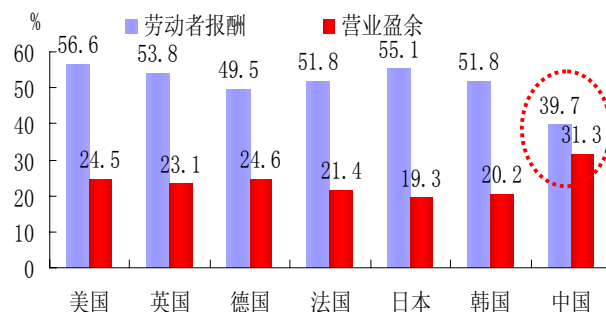


图 22 收入法 GDP 构成国际比较(2007 年)



² 均为名义值。

³ 虽然 2009 年我国城镇居民可支配收入增速达到 9.8%，首次超过 GDP 增速，但其主要源于 2009 年 GDP 增速的放缓。

⁴ 资金流量表中的该数据仅更新到 2007 年。

其次，劳动者报酬在初次分配中占比偏低。在我国的初次分配中，劳动者报酬占比从 1995 年的 51.4% 下降到 2007 年的 39.7%（见表 3）。而且劳动者报酬占比明显低于发达国家，企业盈余则明显高于发达国家（见图 22⁵），这说明在初次分配的过程中我国将较多的比例留给了企业，将较少的比例以劳动者报酬的形式付给劳动者。

表 3 我国收入法 GDP 构成（%）

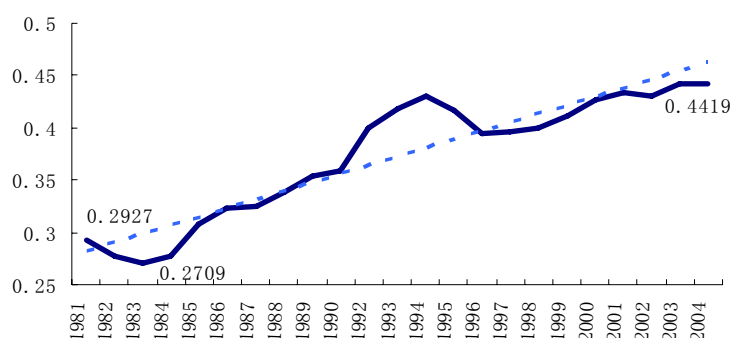
年份	劳动者报酬	固定资产折旧	生产税净额	营业盈余
1995	51.4	13	12.3	23.3
2000	48.7	14.1	15.3	21.9
2005	41.4	14.9	14.1	29.6
2006	40.6	14.2	14.6	30.7
2007	39.7	14.8	14.2	31.3

第三，收入差距明显偏大。我国 1981 年的基尼系数为 0.2927，而 2004 年，我国的基尼系数已经达到 0.4419，至 2008 年进一步上升到 0.48，最高 20% 收入组所占收入相当于最低 20% 收入组的 8.3 倍⁶（见图 23）。收入差距的扩大使得“低收入、高消费倾向”的居民消费能力有限，“高收入、低消费倾向”的居民消费意愿有限，最终导致我国居民平均消费倾向不断下降。

图 23 我国基尼系数走势图

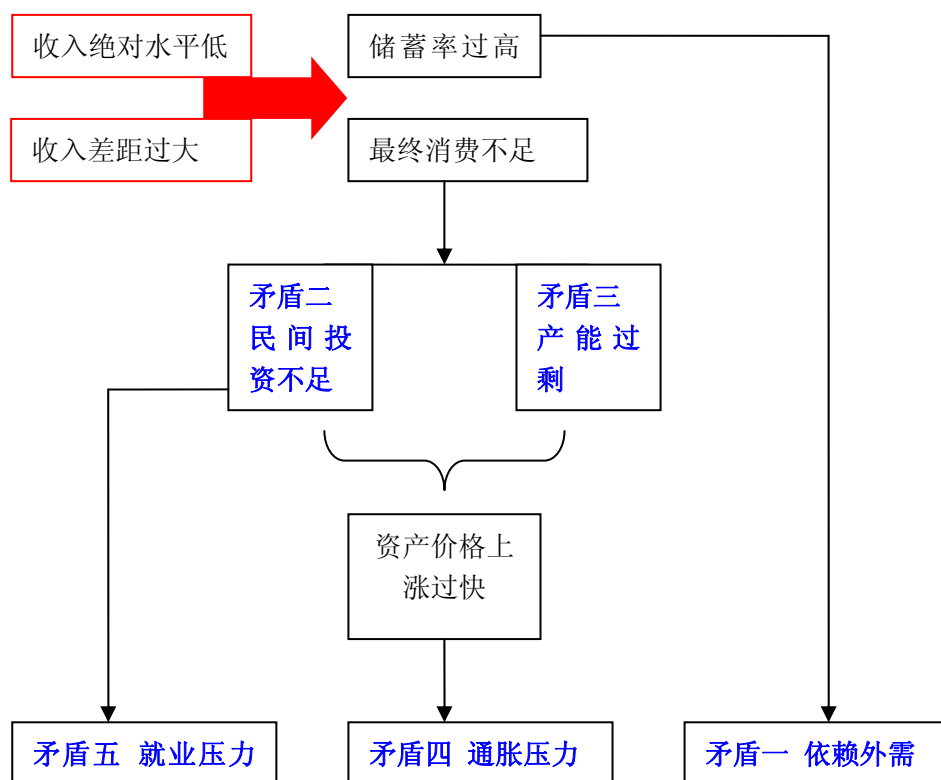
⁵ 数据来源于国务院发展研究中心。

⁶ 数据来源：程永宏，改革以来全国总体基尼系数的演变及其城乡分解，中国社会科学，2007 年第 4 期，2008 年数据来源于国务院发展研究中心。



居民收入绝对水平不高和收入差距过大所造成消费能力和消费意愿的错配最终导致中国总体消费倾向较低，而总体储蓄倾向较高。储蓄率高使得中国必须依靠全球市场来消化其产品，最终消费不足一方面导致在重要行业投资门槛较高、国际市场销路不畅的情况下民间投资机会不足，而民间投资多涉及吸收就业的主力军中小企业和服务行业，从而加大就业压力，另一方面则导致投资行为易引发产能过剩。产能过剩和民间投资机会不足致使大量的民间资本无处可去，加剧资产市场的投机氛围，引发资产价格快速攀升，加剧通胀预期的不断强化与自我实现（见图 24）。

图 24 我国经济内在矛盾的传导逻辑图



由于上述矛盾表象错综复杂并相互交织，如果不加大实质性的结构调整和改革力度，中国经济稳定较快增长的基础仍然“不稳定、不巩固、不平衡”，尤其是在全球经济周期明显缩短的背景下，其大起大落的风险将难以控制。因此可以说，2010 年管理层面对的一个重要课题是，如何在维护经济持续回升势头的同时，加大结构调整和体制改革力度，从根本上激活中国经济的内在活力，将通胀控制在温和范围之内。基于前述对收入分配格局不合理的症结分析，我们认为，提高居民收入增速、优化收入分配格局将成为一个重要的入手点。

三、2010 年中国宏观经济金融走势展望和政策调整预测

(一) 对中长期内我国宏观政策和经济走势的展望

从较长的一段历史时期来看，当前我国仍然处在经济和金融改革的摸索阶段，虽然改革的路径仍有待探讨，但政策方向已基本确立，这些方向可概括为“四化”。首先，城镇化，2010 年“一号文件”明确提出要加快城镇化步伐，着力点将在户籍制度改革；其次，民生化，大力保障和改善民生，使得全体国民共同分享改革开放和经济发展的成果。第三，环保化，正在制定的新能源发展规划将把可再生能源作为我国“十二五”时期乃至 2020 年重点发展的领域和支柱产业。在发展新产业的同时，加大对于落后产能的治理，尤其注重利用信贷杠杆治理部分行业的产能过剩问题。第四，市场化，深化经济体制改革，逐渐减少政府对于市场经济的行政干预。中国目前仍是发展中国家，二元社会结构、人口红利和方兴未艾的城镇化进程等多种因素决定了中国未来增长的巨大潜力。随着宏观经济政策结构性调整取向的日趋明显，中国经济有望从 2010 年开始进入新一轮可持续增长的经济周期，城乡结构、需求结构、产业结构调整将取得新进展，非国有经济和国有经济协调发展，人与自然的的关系也将更加和谐。

(二) 对 2010 年宏观经济政策的预测

中央经济工作会议已经明确，2010 年将继续实行积极财政政

策和适度宽松的货币政策，然而近期央行明显加大公开市场操作力度、上调存款准备金率 0.5 个百分点⁷并对数家商业银行实施差别存款准备金率，引发了市场对宏观政策持续性的怀疑。我们认为，调整存款准备金率在我国是较为常态的货币政策工具，所以此次央行上调存款准备金率并不意味着货币政策的转向，属于针对 12 月 CPI 和 1 月贷款过快增长的针对性调整措施，旨在加大流动性的回收力度和有效控制通胀预期。只有利率政策的启用可能才是货币政策全面转向的真正标志。正如我们一贯所强调的，目前要关注的不是宽松政策的“全面退出”问题，而是如何通过宏观政策的“有退有进”切实推进结构调整的问题。2010 年经济政策的大方向是在防范可能的经济“二次探底”的前提下，正式启动系统性的经济结构调整和改革，并密切关注通胀预期的负面效应和潜在的通胀风险，有效提高政策的针对性和灵活性。

首先，短期内适度宽松货币政策的大方向不变，央行仍将坚持“适度宽松”前提下的动态调整。2010 年上半年，为有效管理通胀预期，昭示抑制通胀的决心，央行可能再次上调存款准备金率，并加大差别存款准备金率的实施力度；加息则取决于已有公开市场操作和存款准备金率等政策的调控效果、通胀变化对真实利率水平的影响以及全球主要经济体宽松政策退出时机等几大因

⁷ 这项政策印证了我们的预测。详见我所 2009 年 10 月 26 日发布的研究报告《经济回升巩固但风险犹存 政策如何结构性调整是关键——2009 年第 3 季度中国经济金融走势分析与未来展望》。“2009 年第 4 季度，如果外汇占款的过快增长增加央行被动投放货币的压力，并带来银行信贷投放能力的激增，不排除上调存款准备金率的可能性。”

素，不排除上半年加息的可能性；随着出口逐步复苏和境内通胀压力的逐步显现，人民币兑美元可能重回小幅升值的轨道，2010 年人民币兑美元有望小幅升值约 3%；通过加大窗口指导和相关的调控手段，积极合理控制信贷增量，把握信贷投放节奏，尤其将加强对房地产贷款业务的窗口指导，加大差别信贷政策的落实力度；同时将对银行的信贷结构、资本充足和贷款流向进行更加严格的监管。

其次，财政政策将在坚持“积极”的同时有“进”有“退”。一是进一步加强保障性安居工程，农村基础设施，医疗卫生、文化教育基础设施以及生态环境建设等领域的民生支持类投资，逐步退出公共投资中重复建设的基础设施类项目以及产能过剩项目；二是将加大收入分配调整的力度，提高居民收入在国民收入分配中的比重，着力提高劳动报酬在初次分配中的比重，再次提高个税起征点，缩小收入分配差距；三是将进一步加大对教育、医疗、社保类公共福利设施投入，深化医疗、教育、社会保障等体制机制改革；四是改革和完善资源税，推进包括水、煤、电、燃气等资源和公用事业产品价格形成机制改革。

再次，其他主要政策。第一，加快城镇化发展，相关政策将围绕放宽中小城市户籍限制，破除城乡二元分割，提高城市化率而展开。第二，将出台刺激民间投资的政策，扩大民营资本的市场准入范围，尤其大幅降低对服务业的投资门槛，努力拓展民营

企业融资渠道；第三，通过加强监管和增加供应遏制房价过快上涨。

（三）对 2010 年中国宏观经济金融主要指标的预测

一系列宏观经济先行指标的走势预示着 2010 年我国经济发展的良好势头（见图 25、26），GDP 增长有望呈现前高后低，预计全年增速可达 9.5% 左右；由于投资高增长具有一定惯性，2010 年固定资产投资增速将保持高位，但较 2009 年略有回落（具体预测值见表 4）；消费增长的主要动力来自于政策的引导、收入的增长和消费者信心的增强（见图 27），2010 年社会消费品零售额将保持平稳较快增长；IMF 于 2010 年 1 月 26 日公布的预测显示，2010 年全球经济增速为 3.9%，据模型估算⁸，全球贸易增长率将达到 9%，我国出口增长率可回升到 18% 左右，增长势头明显；考虑到低基数，CPI、PPI 翘尾因素高达 1.24%⁹ 和 2.87%，2010 年通胀压力更大，产能过剩的存在使得上下游价格传导机制不畅通，PPI 的上涨幅度将大于 CPI 的上涨幅度；项目投资周期的惯性以及中长期贷款的投放粘性决定了 2010 年信贷投放规模将保持在相对高位的水平，全年仍然前高后低；尽管当前由于美元短期升值、美国经济复苏态势明显

⁸ 国务院发展研究中心基于 1980-2009 年数据的模拟分析表明，世界 GDP 每增长一个百分点，全球贸易增速将提高 2.3 个百分点；而全球贸易每增长一个百分点，中国出口增速将达到 2.0 个百分点。

⁹ “翘尾”因素，(tail-raising factor)，是指上期物价变动因素对下期价格指数的延伸影响。根据环比数据计算整理得到，翘尾因素的计算方法如下：假定 r_i 为上年第 i 期的环比通胀率，初始期物价水平为 100，根据

$$p_t = 100 \left(\prod_{i=1}^t (1 + r_i) \right)$$
 计算第 i 期的定基价格水平，则第 t 期的同比通胀
$$R_t = \frac{p_t}{p_{t-12}} = \frac{p_t}{p^*} \times \frac{p^*}{p_{t-12}}$$
，其中 p^* 为上一年 12 月份定基

物价指数。通过这一过程， $\frac{p_t}{p^*} - 1$ 被定义为涨价因素， $\frac{p^*}{p_{t-12}} - 1$ 被定义为翘尾因素。

好于欧盟和日本等发达国家以及迪拜危机引发资金避险需求等因素导致资金回流美国的现象发生，但从长期来看，由于我国强劲的经济增长和人民币升值预期，境外资金流入的可能性仍远大于流出的可能性，外部流动性可能会构成一个新的流动性增长点，2010年的流动性依然会相对宽松；2009年房地产市场的火爆局面不可能继续上演，预计房地产市场将维持一段时间的“量缩价稳”的态势。

图 25 PMI 走势

图 26 企业景气指数和企业家信心指数走势

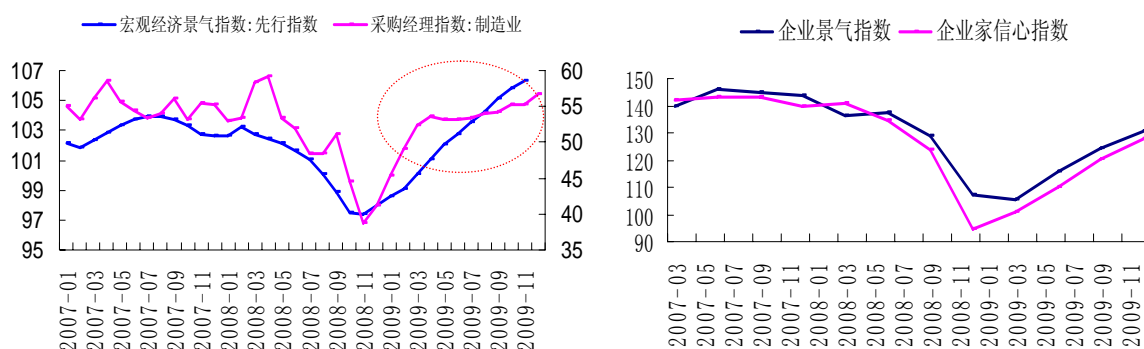


图 27 消费者信心、满意、预期指数走势图

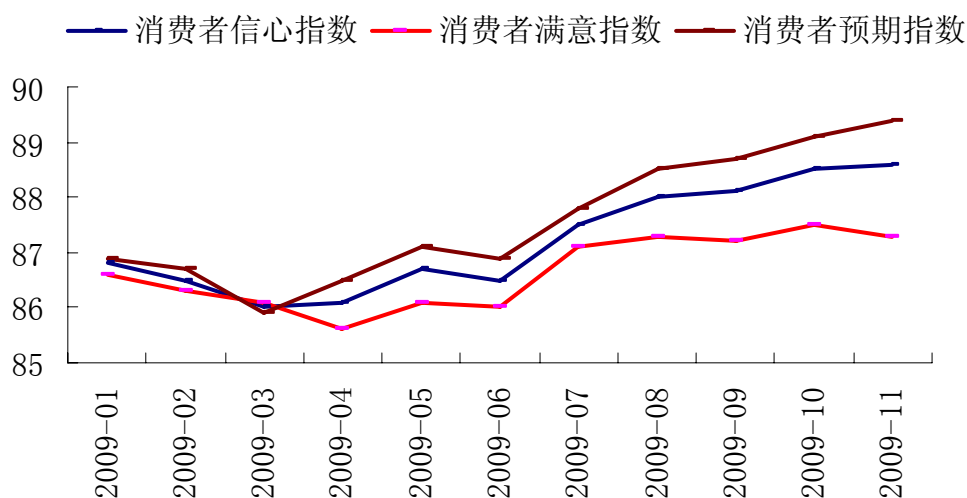


表 4 2010 年中国经济金融主要指标预测

主要经济指标	2008 年	2009 年	2010 年预测	2010 年 1 季度预测
GDP 增速 (%)	9.0	8.7	9.5	11.5
城镇固定资产投资增速 (%)	26.1	30.5	24	28
社会消费品零售总额增速 (%)	21.6	15.5	18	17.8
出口增速 (%)	17.2	-16	18	19
规模以上工业增加值增速 (%)	12.9	11	15.5	19
CPI 增速 (%)	5.9	-0.7	3.5	2
PPI 增速 (%)	6.9	-5.4	5.5	4.5
M2 增速 (%)	17.82	27.7	18	25
新增贷款 (万亿元人民币)	4.91	9.6	-	-

注：GDP、工业增加值为可比价格的实际增长率，其他为名义增长率。