

2010年2月4日

中国经济 外部经济看好，调高 2010 年 预测

投资结论：由于外部经济前景可能好于我们先前的预期，我们将 2010 年中国 GDP 增长预测从 10% 调高到 11%，通胀预测从 2.5% 调高到 3.2%。尽管近期政策不确定性有所增加，并对市场情绪产生了影响，中国政府最近所采取的政策措施应视为对全面过热和典型的“泡沫-破灭”循环的未雨绸缪。

最新情况：12 月份的 CPI 和出口增长均大幅超过预期。在早于市场预期调高存款准备金率之后，中国政府又采用了其他一些管理措施（如对部分银行实施差别存款准备金率）来抑制今年前几周出现的银行贷款激增。

政策影响：强于预期的数据，尤其是出口数据，可能会导致我们预期的部分正常化政策的提前出台。我们预期，如外汇储备继续居高不下，则可能会连续多次上调存款准备金率，以对冲瓦外汇占款所带来的流动性过剩。目前，我们预期将全年会有三次加息，首次加息将在 4 月份出现，以使储蓄利率保持正利率水平，从而有效的管理通胀预期。此外，银行贷款发放的“前重后轻”可能迫使管理层采取行政措施，以实现全年 7.5 万亿的新增借款发放目标。我们维持原先的预测：人民币将在 2010 年与美元脱钩，但这不大可能在上半年发生。

市场影响：商业银行和监管部门之间的“猫鼠”游戏导致了政策的不确定和不透明，而这有可能对近期的市场情绪产生影响。虽然 2010 年经济增长和通胀的综合情况可能不如我们原来的基本设想的预期中的那么温和，但是我们认为经济的基本面仍然没有改变。

摩根士丹利亚洲有限公司

王庆

Qing.Wang@morganstanley.com
+852 2848 5220

章俊

Steven.Zhang@morganstanley.com
+8621 2326 0029

近期报告

题目	日期
再平衡，未过热	2010 年 1 月 21 日
中国通胀跟踪报告	2010 年 1 月 21 日
通胀之忧将会加剧：发布通胀跟踪报告	2010 年 1 月 4 日
2010 年的五个潜在意外	2009 年 12 月 8 日
政策重点转向刺激私人消费	2009 年 12 月 8 日

外部经济看好，调高2010年预测

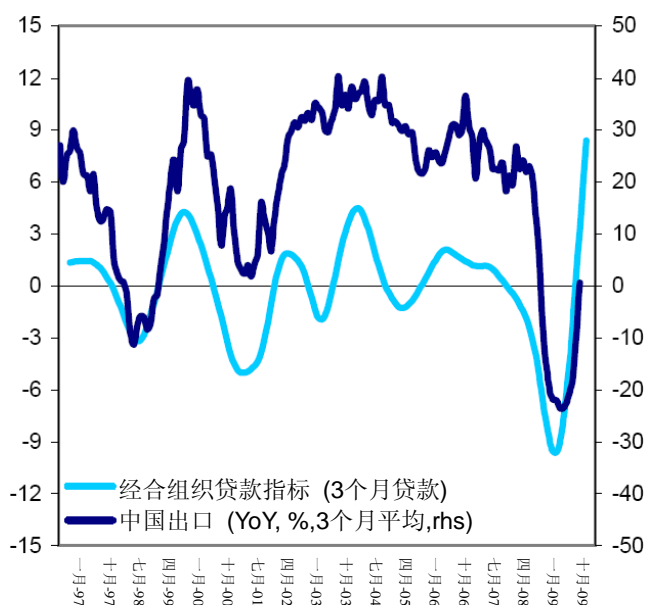
概述

2009年12月的出口增长和CPI数据均大大高于预期，出口同比增长17%（市场普遍预期为5%），CPI同比增长1.9%（市场普遍预期为1.5%）。这些动态数据也表明，外需强于我们原来的基本设想中的预期（参见“中国经济：再平衡，未过热，2010年1月21日”）。

外部经济前景看好

虽然2009年12月出口增长好于预期在一定程度上与上年同期基数较低有关，但它与OECD领先指标的走势是一致的：2009年四季度美国GDP增长好于预期；同样2010年1月ISM指数也高于预期；加之我们的全球经济研究团队也注意在主要工业化经济体中出现了更令人信服的持续复苏迹象（参见“美国经济：2010年展望：加息、美联储退出策略和可持续增长”2010年1月4日；“欧洲经济：过渡为温和复苏”，2010年1月4日；“日本经济：经济转好，通缩加剧”，2010年1月29日”）。

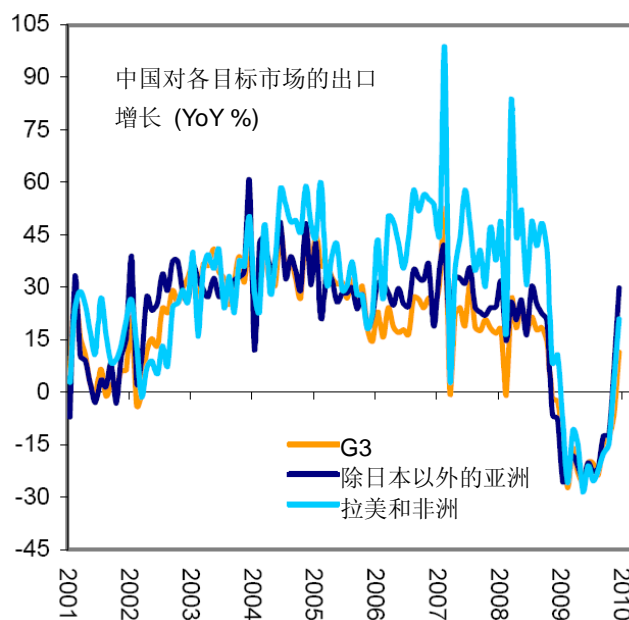
表1
 经合组织国家经济复苏推动中国出口增长



来源：摩根士丹利研究部
 最近中国出口增长力度也反应了新兴市场的强劲需求。

向除日本以外的亚洲地区、拉美以及非洲的出口（共计占中国出口总额的近50%）同比增长30%和20%。

表2
 中国：向新兴经济体的出口增长快于向发达经济体的出口增长



来源：CEIC, 摩根士丹利研究部

人民币汇率的有效贬值可能对出口的大幅增长也发挥了不小的作用。我们估计，自2009年3月以来，由于中国主要贸易伙伴对美元的汇率持续上升，而人民币仍以约1:6.83的汇率盯住美元，人民币贸易加权汇率实际贬值了近6%（表3）。

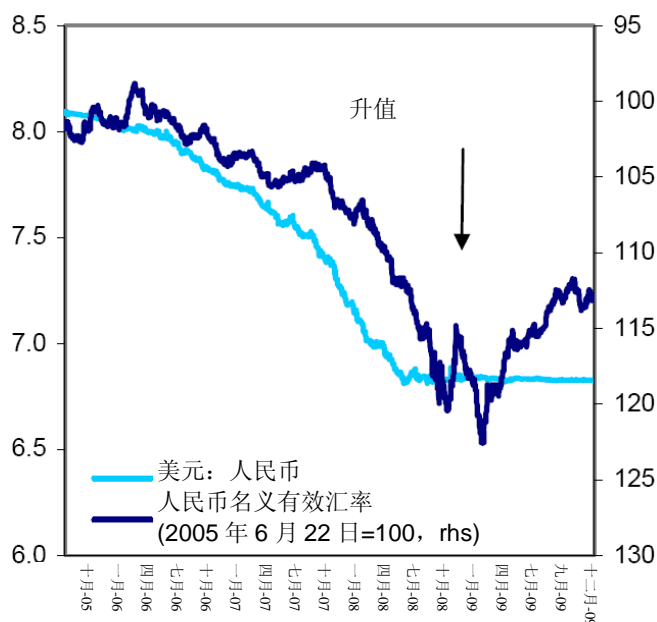
尽管政策有所调整，但内需依然强劲

尽管政策调整的开始时间早于预期，但我们依然认为2010年的政策环境仍将以正常化，而非真正的紧缩为主线。我们预测2010年新增贷款规模为7.5万亿元。最近银监部门证实这一数据为2010年新增贷款的目标，如此，则同比增长将为19%。我们认为：只要2010年新增贷款目标保持7.5万亿不变，国内信贷环境可以支持增长。此外，我们估计2009年发放的9.5万亿贷

款中约有 1.0-1.5 万亿未得到真正利用，故在 2010 年仍可使用。因此，2010 年新增贷款的有效总额可达 8.5-9.0 万亿，而 2009 年则为 8.0 万亿。我们的基本预测是，今年的货币和信贷环境仍将有助于实体经济增长。此外，随着消费者信心和就业的进一步改善，2010 年私人消费将会持续增长。

搞清楚货币供应量”，2009 年 10 月 19 日)。由于货币供应 (M2) 增速已经于 2009 年 11 月见顶，对于判断今后 6 个月的通胀预期，一个关键的不确定因素是产出缺口的弥合速度有多快。我们认为，这一速度可以通过出口增长速度得到大致估计。有鉴于此，去年 12 月份的高于预期的出口增长和 CPI 的巧合就不足为奇了。

表 3
 人民币贸易加权汇率的下降



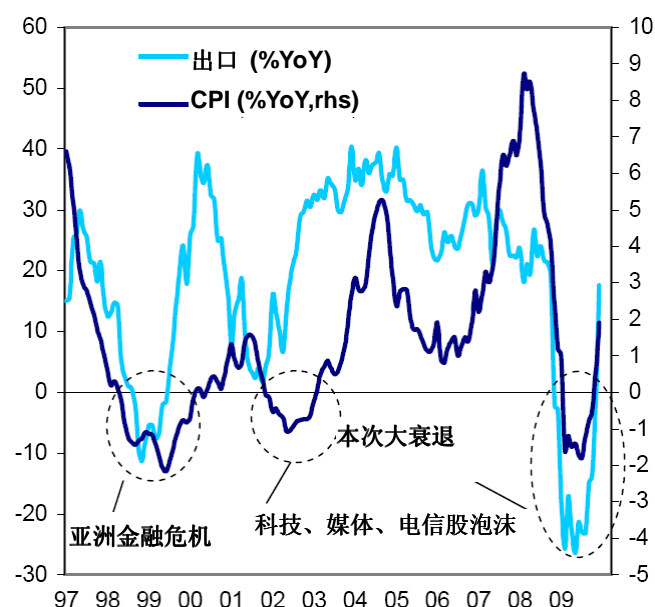
来源: CEIC, Bloomberg, 摩根士丹利研究部

通胀: 更高的上行风险

我们认为出口增长是衡量通胀压力的一个重要指标，因为这是产品缺口的一个有用的替代指标，对于中国工业行业而言尤其如此。出口的急剧疲软代表一个来自需求面的强烈的负面冲击并带来反通胀效应。在过去的十年里，中国经历了三次通缩：第一次是在亚洲金融危机期间，第二次是在科技、媒体、电信类股票泡沫破灭之后，第三次即是当前的这一次。这三次通缩/反通胀要么与出口的暴跌同时发生，要么紧随其而来。

我们估计货币环境变化与通胀指数变化之间有一个 6 个月的滞后期 (参见我们的研究报告: “担心通货膨胀? 先

表 4
 出口疲软具有反通胀效应



来源: CEIC, 摩根士丹利研究部

调高预测

考虑到 2009 年 11 月我们首次发布 2010 年前景观测 (参见“中国经济: 2010 年不温不火”, 2009 年 11 月 22 日) 以来的最新变化, 我们将 2010 年中国 GDP 增长预测从 10% 调高到 11%, 通胀预测从 2.5% 调高到 3.2%, 主要原因是外部经济前景可能好于我们先前的预期。

具体而言, 我们将 2010 年出口增长预测从 9% 上调至 15%, 并将进口增长从 10% 上调至 18%, 一部分原因是中国的出口中有相当大的进口成分。我们预期, 强劲的出口将对制造业的私营投资产生积极影响, 从而有助于推动经济的快速增长。如此, 则净出口对于经济增长的

贡献（这在很大程度上是一个会计概念）依然为零。

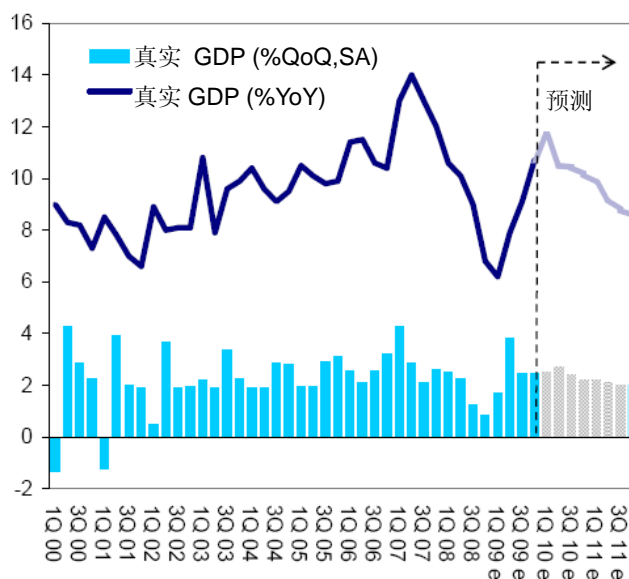
从增长曲线上来看，及早出台紧缩政策当有助于降低过热风险，防止“泡沫-破灭”循环。虽然 2009 年第二季度的反弹代表了周期性底部的一次强劲回升，但我们预期其后各季度的环比增长将回落到可持续性更高的 2.0-2.5% 区间(表 6)。不过，我们预测同比增长将在 2010 年一季度触及 11.7% 而见顶回落（部分是因为基数原因），并进入更可持续的高一位数区间。2010 年全年同比增速的逐渐放缓将反映私人消费和投资增长的加速以及出口的复苏因政策刺激力度减弱而被部分抵消。

表 5
调高预测

	2008 年	2009 年	2010 年 E			2011 年 E	
			基准		牛	熊	
			原	新			
主观概率			80	10	10		
GDP	9.6	8.7	10.0	11.0	12.5	9.0	9.0
消费	8.9	9.0	9.8	9.8	9.8	9.0	11.0
资本形成总额	10.6	17.1	12.2	14.8	14.8	10.0	11.0
净出口(贡献率%)	0.9	-2.0	0.0	0.0	1.5	0.5	-1.0
出口(%YoY,以美元计)	17	-16	9	15	20	9.0	10
进口(%YoY,以美元计)	18	-11	10	18	20	10.0	15
贸易余额,单位:十亿美元	297	196	216	195	295	224	166
占 GDP%	6.9	4.5	4.6	4.0	6.0	4.6	2.9
CPI(%)	5.9	-0.6	2.5	3.2	5.0	2.0	3.5

来源: CEIC, 摩根士丹利研究部

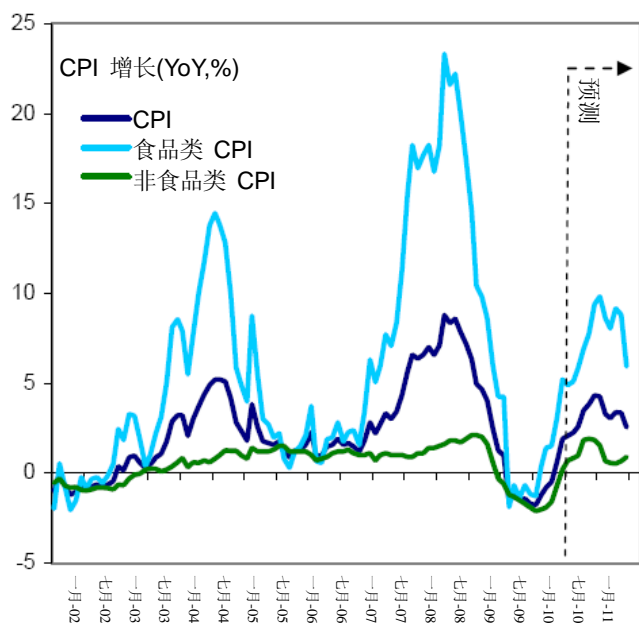
表 6
GDP 增长预测



来源: CEIC, 摩根士丹利研究部

调高 CPI 预测基于三个重要的假设: 1) 货币供应 (M2) 增长约为 19%; 2) 出口增长 15%; 3) 年内原油价格将持续上涨, 并在年底达到每桶 95 美元 (参见“原油: 经济基本面向好: 调高油价预测”, 2010 年 1 月 24 日) 我们预测广义 CPI 将于 2010 年 6 月触及 4.3% 而见顶, 随后在下半年逐渐回落 (表 7)。

表 7
CPI 增长预测



来源: CEIC, 摩根士丹利研究部

在上述基本设想之下,我们预期中国的贸易盈余占 GDP 比重将从 2009 的 4.5%进一步缩减至 4.0%,但绝对数额仍为 2000 亿美元左右,大体保持不变。

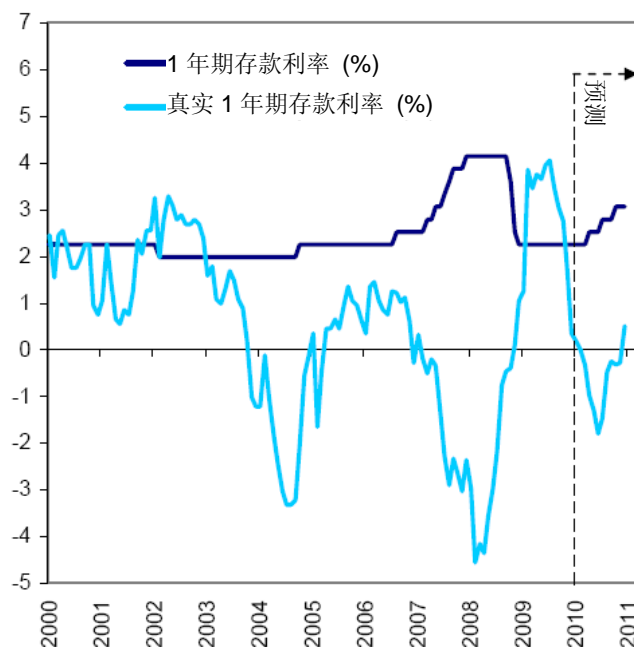
这一修改后的基本设想的风险大体上是均衡的。主要的不确定因素为外需。如在我们修改后的基本设想下,外需依然强于预期,则有可能出现乐观情形(表 6)预测的全面过热。反之,则 2009 年 12 月强劲出口增长很可能是暂时性的,接下来的一年中将会保持比较温和的增长。如此,则我们预期投资和消费都不会在 2009 年的水平上加速增长。

政策影响: 一季度开始提高存款准备金率, 二季度开始加息, 三季度人民币与美元脱钩

强于预期的数据,尤其是出口数据,可能会导致我们预期部分正常化政策的提前出台。首先,我们预期,如外汇储备继续居高不下,则可能会连续多次上调存款准备金率,以对冲来自于外汇占款的过剩流动性影响(参见“中国经济:再平衡,未过热”,2010年1月21日)。我们选择不预测存款准备金率上调的具体点数,因为这取决于国际收支的经常账户和资本账户双盈余条件下,持续

的外汇流入能够产生多少过剩的流动性。总体而言,我们预期通过多次上调存款准备金率,当可确保超额准备金率不超过3%。

表 8
 一年期基准利率



来源: CEIC, 摩根士丹利研究部

目前,我们预期首次加息最早可能将在 4 月份出现,以保证储蓄利率保持正利率水平,从而有效管理通胀预期。我们预期三、四月间 CPI 可能超过 2.25%的一年定期存款利率。我们认为,考虑到其坚决控制通胀预期的决心,这一次人民银行不太可能容忍负实际利率维持太长的时间。我们预期会有三次加息,在剩下的三个季度中每个季度一次,主要目的是控制加息周期和预期,直至实际存款利率走出负数区(表 8)。

虽然强劲的增长高通胀使人民币升值的预期更强烈,但我们依然维持原有预测:人民币将在 2010 年与美元脱钩,但具体时间不太可能发生在上半年。这是因为,在目前任何举动均意味着汇率制度的变化,而非现有政策的微调的情况下,各方达成一致尚有待时日。与此同时,

若目前事实上盯住美元的汇率政策到2010年11月份依然保持不变，则我们也将感到意外（参见“中国经济：2010年的五个潜在意外”，2009年12月7日）。

据我们的同事 Dick Berner 和 David Greenlaw 预测，美联储可能在2010年三季度开始加息。如果人民银行真如我们所料，在2010年二季度开始加息，则中美加息时机的差别意味着两国利差的加大，这可能再次导致人民币升值的预期和热钱的涌入。作为响应，中国政府可能进一步控制资本的流入，并加强对贸易相关的交易的审查，以阻止热钱的流动。

此外，银行贷款发放的前重后轻可能迫使管理层采取行政措施，以实现全年7.5万亿的新增借款发放目标。事实上，人民银行已经对今年以来贷款发放较多（与全年目标相比）的部分银行实施较高的差别性存款准备金率，以警告其他可能效仿的银行。这一举措似乎已经起到了作用，使这些银行压缩了放贷规模。

市场影响

商业银行和监管部门之间的“猫鼠”游戏导致了政策的不确定和不透明，而这有可能对近期的市场情绪产生影响。虽然2010年经济增长和通胀的综合情况可能不如我们原来的基本设想的预期中那么温和，但是我们依然认为经济的基本面没有改变。

有意思的是，加息对于企业和家庭的现金流/收入的影响颇为不同。这是因为，作为一个整体，家庭部门是一个净债权人，其金融资产主要表现为银行储蓄存款，而企业部门则是一个净债权人。我们估计，基准存款和贷款利率上调27个基点可为全国家庭产生560亿元的利息收入，占其全年可支配收入的0.16%。

信息披露

本报告的信息与观点是由以下一个或多个公司编制和发行，并对内容负责：Morgan Stanley Asia Limited, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (注册号码 199206298Z, 由新加坡货币管理局监管, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (注册号码 200008434H, 由新加坡货币管理局监管), 和/或 Morgan Stanley Taiwan Limited 和/或 Morgan Stanley & Co International plc, 汉城分支, 和/或 Morgan Stanley Australia Limited (A.B.N.67003734576, 澳洲金融服务牌照号码 233742 持牌交易商), 和/或 Morgan Stanley India Company Private Limited 以及它们的分支机构 (统称“摩根士丹利”)。

全球研究冲突管理政策

本研究报告是根据本公司的冲突管理政策出版发行, 详情请查看: www.morganstanley.com/institutional/research/conflict/policies

重要信息披露

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体状况及目标。摩根士丹利建议投资者应独立评估特定的投资和战略, 并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。本报告并非购买或出售任何证券或参与任何交易策略的要约。阁下投资的价值和收益, 可能因利率或汇率、证券价格或市场指数、公司的运营或财务状况或其它因素的变化而有所不同。过去的业绩未必能说明未来。对未来市场表现的估计是基于或许无法实现的假定。

除有关摩根士丹利的信息外, 摩根士丹利的研究人员根据公开的信息资料撰写报告。摩根士丹利竭力采用可靠和全面的信息, 但是我们并不对其准确性或完整性做任何保证。除非我们打算终止对个别覆盖公司的跟踪研究, 本报告所载意见或信息的任何变化, 摩根士丹利没有告知阁下的义务。报告中的事实与观点并未经过摩根士丹利其它业务部门的专业人士, 包括投资银行专业人士的审阅, 因此不能反映后者已掌握有关信息。

致台湾读者: 在台湾交易的证券/工具的信息由 Morgan Stanley Taiwan Limited (“MSTL”) 发布。本刊物不得向公共媒体发放, 或被公众媒体所引用。

致香港读者: 信息是由 Morgan Stanley Asia Limited 或以其名义在香港发布的并可以被视为系其所为, 属于其在中国香港受监管业务的一部分。阁下如对本刊物有任何疑问, 请联系我们的香港销售代表。

本刊物在日本由 Morgan Stanley Japan Securities Co., Ltd. 发行, 该公司业已批准并同意为加拿大发行的本刊内容负责; 在德国由法兰克福受联邦金融服务监管局 (BaFin) 监管的 Morgan Stanley Bank AG 发行; 在西班牙由 Morgan Stanley, S.V., S.A. (摩根士丹利集团子公司) 发行, 受西班牙证券市场委员会 (CNMV) 监管, 该公司声明, 本文件是根据适用于西班牙法规规定的金融研究行为守则撰写并发行; 在美国由 Morgan Stanley & Co. Incorporated 发行, 并对刊物内容负责。在英国, 由金融服务管理局授权和监管的 Morgan Stanley & Co. International plc 负责发行其编制的研究报告, 并完全根据《2000 年金融服务及市场法》第 21 款规定批准由任何关联公司编制的研究报告。英国私人投资者应从 Morgan Stanley & Co. International plc 代表获取有关投资的意见。在澳大利亚, 本报告及其任何内容仅针对《澳大利亚公司法》定义的“批发客户”发行。RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是 JSE Limited 的成员, 并且受南非金融服务局监管。RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是 Morgan Stanley International Holdings Inc. 和 First Rand Investment Holdings Limited 共同拥有的合资公司, First Rand Investment Holdings Limited 则由 First Rand Limited 全权拥有。

本报告所载商标和服务标志产权为所有者各自拥有。第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述, 并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。全球行业分类标准 (“GICS”) 是由 MSC 与标准普尔联合制订并属其专有财产。摩根士丹利所依据的有关 MSCI 国家指数系列的预测、意见、展望和交易策略是全部来自公开的讯息渠道。MSCI 并没有审议、批准或认可在本报告所载的任何预测、意见、展望和交易策略。摩根士丹利对 MSCI 指数的制定决议不具有影响力或控制权。未经摩根士丹利的书面同意, 不得复印、出售或转发本报告或其中任何部分。摩根士丹利研究报告主要通过电子媒体, 及在若干情况下, 以印刷方式发送。阁下亦可向我们索取有关推荐证券的其它信息。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (DIFC Branch) 传播, 受迪拜金融服务管理局监管, 并仅针对迪拜金融服务管理局定义的“批发客户”发行。本报告只提供给批发客户中满足管理条例中客户条件的客户。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (QFC Branch) 传播, 受卡塔尔金融中央管理局监管, 并仅针对商业客户和市场对应团体发行。本报告不提供给卡塔尔金融中央管理局定义的零售客户。

根据土耳其资本市场局的要求, 这里发表的投资信息、评论和建议并不属于投资顾问活动的范畴。投资顾问服务是通过经济行、投资组合管理公司、非存款银行和客户之间的涉及投资顾问的合同所提供。这里发表的评论和建议是基于发表此评论和建议的当事人的个人意见。这些意见可能不适合您的财务状况、风险和回报偏好。因此, 单凭这里发表的信息进行投资决策可能达不到您所预期的结果。

注意: 如中英文版本之间存在差别, 以英文版为准。

美国 1585Broadway NewYork,NY10036-8293 UnitedStates Tel:+1(1)2127614000	欧洲 20BankStreet,CanaryWharf LondonE144AD UnitedKingdom Tel:+44(0)2074258000	日本 4-20-3Ebisu,Shibuya-ku Tokyo150-6008 Japan Tel:+81(0)354245000	亚太地区 ThreeExchangeSquare Central HongKong Tel:+85228485200
---	---	---	--