

2010年7月19日

## 中国经济 修正 2010-11 年预测

**最新情况:** 2010年二季度, 中国 GDP 增长为 10.3%, 比一季度的 11.9% 有所放缓。国家统计局据修订了 2009 年 GDP 数据 (从 8.7% 上调至 9.1%) 及在 7 月 15 日公布二季度 GDP 数据的前一天公布了修订后的季度 GDP 数据。

**修正预测:** 我们将 2010 年 GDP 增长预测修正为 10% (此前为 11%), 2011 年 GDP 增长预测修正为 9.5% (此前为 9.0%)。此外, 我们还将 2010 年 CPI 增长修正为 2.8% (此前为 3.2%), 2011 年 CPI 增长修正为 3.0% (此前为 3.5%)。这些修正并不代表我们对经济前景的看法有了根本性的变化, 而是主要反映了 2010 年上半年的市场变化情况以及历史数据的修正。我们估计, 上述两个因素将分别从我们原先 11% 的增长预测中削去 60 个基点和 40 个基点。

**影响:** 鉴于增长速度的减缓以及通胀压力的缓解, 我们相信政策周期已经见底, 并将从四季度开始转为增长支持型。尤其需要指出的是, 以目前的环比增长形势来看, 经济正在“软着陆”。我们预期三季度 GDP 环比增长经季节性调整后的年化率为 8.0%。鉴于这些潜在的新变化, 我们维持我们的政策预测: 1) 2010 年下半年不会加息; 2) 2010 年三季度政策基调将明显温和化; 3) 2010 年四季度初, 新增贷款目标将会有所调高, 同时投资项目审批将会有所放松; 4) 人民币对美元将持续升值。

摩根士丹利亚洲有限公司

**Qing Wang** 王庆  
Qing.Wang@morganstanley.com  
+85228485220

**Steven Zhang** 章俊  
Steven.Zhang@morganstanley.com  
+862123260029

表 1  
2010—2011 年预测

	预测					
	10 年一 季度	10 年二 季度	10 年三 季度	10 年四 季度	2010 年	2011 年
	(除非另有说明, 以下数据均为同比增长%)					
GDP	11.9	10.4	9.1	9.1	10.0	9.5
环比(季节调整后的 年化增长%)	9.2	8.3	8.0	10.6		
CPI	2.2	2.9	3.3	2.7	2.8	3.0
工业增加值	19.6	15.9	14.0	13.6	15.5	14.0
固定资产投资	26.4	25.3	23.0	18.0	22.5	18.0
零售总额	17.8	18.5	17.81	16.7	17.5	16.5
出口	28.7	40.9	29.2	18.3	28.5	16.0
进口	64.7	44.1	28.8	25.3	38.0	18.5
贸易顺差 (单位: 10 亿美元)	15	41	52	52	160	151
利率	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
美元/人民币汇率 (期末)	6.83	6.83	6.70	6.60	6.60	6.20

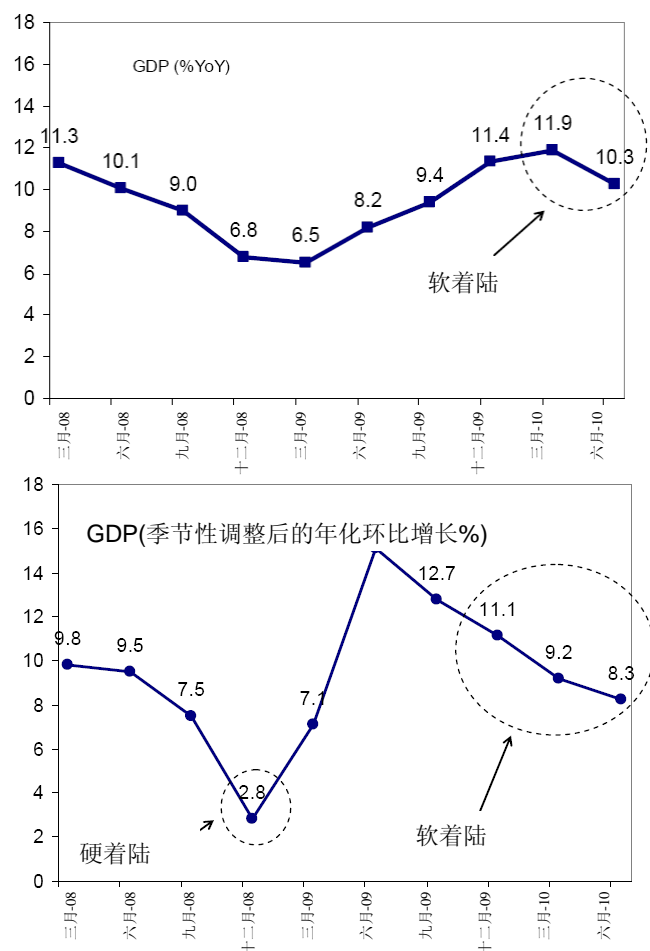
来源: 国家统计局、CEIC、摩根士丹利研究部

## 修正2010-11年预测

### 回顾二季度/6月份数据：经济正在“软着陆”

2010年二季度的经济形势显示，尽管经济增长减速快于我们的预测，但目前仍属于我们预测的“不温不火情形”：强劲的经济增长、温和的通货膨胀（参见“中国经济：经济增长减速快于预期，但目前仍属于‘不温不火’，7月15日）

表2  
**GDP 增长：经济正在“软着陆”**



来源：CEIC,国家统计局,摩根士丹利研究部

2010年二季度名义GDP增长依然强劲，达到10.3%，尽管与一季度的11.9%相比已经明显放缓。上半年平均增长达到11.1%。值得注意的是，第二产业GDP增长的减速（从一季度的14.5%降至二季度截止目前的

13.2%），较之第一产业（从一季度的3.8%降至二季度截止目前的3.6%），和第三产业（从一季度的10.2%降至二季度截止目前的9.6%）更为明显。

国家统计局修订了2009年GDP数据（从8.7%上调至9.1%）以及在7月15日公布二季度GDP数据的前一天公布了季度的GDP数据。根据修正后的历史数据，我们估计在进行了季节性调整之后，各季度的年化GDP环比增长为：2009年四季度：11.1%；2010年一季度：9.2%；2010年二季度：8.3%（表2）。

2010年二季度的名义CPI增长较为温和，为2.9%，其部分原因是6月份的CPI增长出乎意料地从5月份的3.1%下降至2.9%。名义CPI增长减速早于预期的主要原因是在最近蔬菜批发价格的大幅下跌（5月份以来跌幅超过30%）之后，变化滞后的零售价格终于也开始下跌了。虽然我们认为蔬菜价格的下跌不会持续太久，但是这一情况与我们的预测是一致的：通胀压力已经开始缓解。

根据这一组数据得到了一个看似不一致的重要观察：一方面，工业增加值的增速明显减缓；另一方面，固定资产投资、零售额、出口等需求指标依然十分强劲。尤其需要指出的是，虽然6月份工业增加值从5月份的16.5%下降至13.7%，但是固定资产投资（6月份同比增长24.7%，5月份同比增长25.4%）、零售额（6月份同比增长18.3%，5月份同比增长18.7%）和出口（6月份同比增长43.9%，5月份同比增长48.4%）的降幅要小得多。

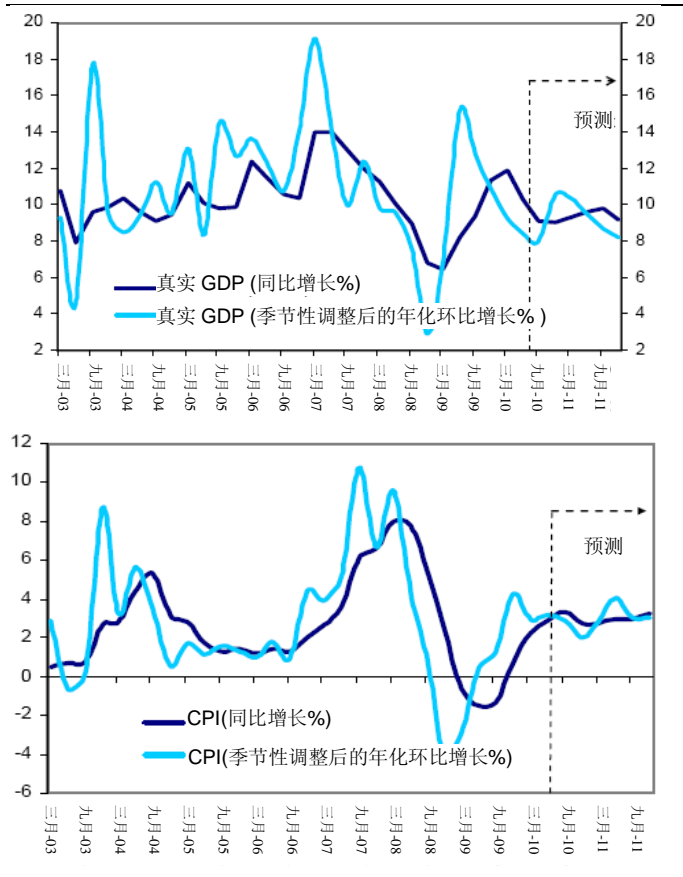
我们认为，出现这个不一致的原因主要是中国政府为了在年底之前实现其雄心勃勃的节能减排目标而关闭了大量高能耗工业企业。这些供应面的调整可能直接导致一些重要指标（如工业生产、用电量等）的走弱，但是我们认为这并不表示经济基本面的急剧恶化。

### 修正2010-11年预测

我们将2010年和2011年的GDP增长预测分别修正为

10%（此前为 11%）和 9.5%（此前为 9.0%）（表 1、表 5）。这些修正并不代表我们对经济前景的看法有了根本性的变化，而是主要反映了 2010 年上半年的市场变化情况以及历史数据的修正。我们估计，上述两个因素将分别从我们原先 11% 的增长预测中削去 60 个基点和 40 个基点。

表 3  
2010-11 年预测：季度增长和通胀



来源：CEIC, 摩根士丹利研究部

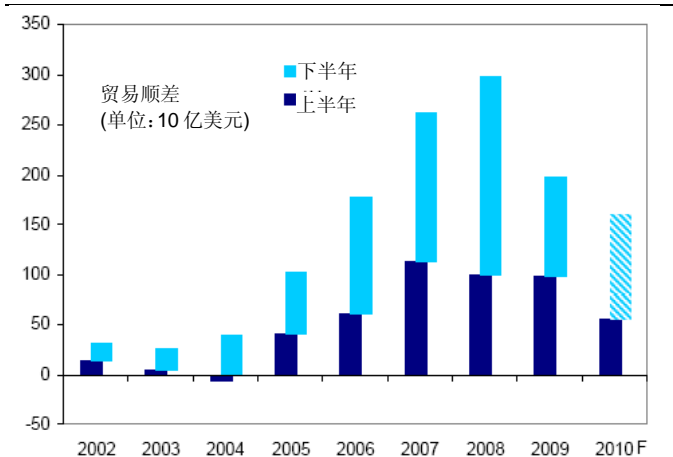
我们预期 2010 年下半年，由于基数原因以及增长动力的减弱（表 1），一些重要指标（如 GDP、固定资产投资、零售额、外贸、工业增长值等）的增速将继续放慢。季节性调整后的年化环比增长将在 2010 年三季度降至 8.0% 并见底反弹；四季度随着政策环境的改善（见下文），环比增长将达到 10.6%，且这一势头有望保持到 2011 年上半年（表 3）。这样，三、四季度的 GDP 增长均将达到 9.1%，而 2011 年的 GDP 增长则将达到 9.5%。

我们还将 2010 年和 2011 年的 CPI 增长预测分别修正为 2.8%（此前为 3.3%）和 3.0%（此前为 3.5%）。我们预计 CPI 环比增长将于 2011 年一季度接近底部，并从二季度开始温和加速（表 3）。近期，我们预计 CPI 增长将于 7、8 月份达到 3.4% 后见顶回落，并于年底前降至 3% 以下。食品价格可能出现的持续上涨以及水、电、气价格管制的放松，今年下半年名义 CPI 增速的下降不会太大。

因此，尽管各地政府上调最低工资标准成为近来媒体密集报道的新闻，我们认为这些变化（反映了早在 2004 年就已经开始的劳动力市场的正常化）并不能完全反映未来 6-12 个月的通胀及公司盈利情况（参见“中国经济：是否应当担心最低工资标准的大幅上调？6 月 6 日”）

我们预期由于基数原因下半年出口增长和进口增长速度将有所放缓。尽管贸易总量增速有所减缓，但我们预期下半年贸易顺差将进一步扩大至平均每月 170-180 亿美元（表 1、表 4）。

表 4  
贸易顺差居高不下



来源：CEIC, 摩根士丹利研究部

### 2010 年四季度政策可能转向增长支持型

鉴于增长速度的减缓以及通胀压力的缓解，我们相信政策周期已经见底，并将从四季度开始转为增长支持型。尤其需要指出的是，以目前的环比增长形势来看，经济

正在“软着陆”。我们预期三季度 GDP 环比增长经季节性调整后的年化率为 8.0%。鉴于这些潜在的新变化，我们维持我们的政策预测：1) 2010 年下半年不会加息；2) 2010 年三季度政策基调将明显温和化；3) 2010 年四季度初，新增贷款目标将会有所调高，同时投资项目审批将会有所放松；4) 人民币对美元将持续升值。

表5  
 中国：宏观经济预测

	2005	2006	2007	2008	2009	2010(F)	2011(F)
<b>GDP (名义, 单位: 10 亿人民币)</b>	18,713	22,224	26,583	31,490	34,152	39,175	44,702
<b>真实 GDP 增长 (%)</b>	11.3	12.7	14.2	9.6	9.1	10.0	9.5
消费	8.1	9.9	11.1	8.6	9.5	9.8	10.0
资本形成总额	10.6	13.5	14.6	11.0	19.4	11.9	9.8
<b>增长贡献 (百分点)</b>							
消费	4.3	5.1	5.6	4.2	4.6	4.8	4.8
资本形成总额	4.4	5.6	6.1	4.6	8.2	5.5	4.6
净出口	2.6	2.0	2.5	0.8	-3.8	-0.3	0.0
<b>名义 GDP 增长 (%)</b>							
GDP	16.4	18.8	19.6	18.5	8.5	14.7	14.1
消费	13.1	13.7	16.8	15.8	9.0	12.9	13.7
资本形成总额	12.6	19.4	19.4	24.7	17.3	18.8	15.5
<b>增长贡献 (百分点)</b>							
GDP	16.4	18.8	19.6	18.5	8.5	14.7	14.1
消费	7.2	7.3	8.5	7.8	4.4	6.3	6.6
资本形成总额	5.4	8.1	8.1	10.3	7.6	8.9	7.6
净出口	3.8	3.4	3.0	0.3	-3.5	-0.5	-0.1
<b>经济结构 (%)</b>							
GDP	100	100	100	100	100	100	100
消费	52.9	50.7	49.5	48.4	48.6	47.9	47.7
资本形成总额	41.6	41.8	41.7	43.9	47.5	49.2	49.8
净出口	5.5	7.5	8.8	7.7	3.8	2.9	2.5
<b>经常账户盈余占 GDP 比率 (%)</b>	7.0	9.1	10.6	9.6	5.9	3.8	3.0
<b>重要价格指标 (同比, %)</b>							
CPI	1.8	1.5	4.8	5.9	-0.7	2.8	3.0
PPI	4.9	3.0	3.1	6.9	-5.4	5.0	4.0
GDP 紧缩指数	4.6	5.4	4.7	8.1	-0.6	4.3	4.2
<b>重要经济活动指标 (%)</b>							
工业产值	16.4	16.6	18.0	12.6	11.6	15.5	14.0
固定资产投资	28.1	24.5	25.6	26.2	31.0	22.5	18.0
零售额	12.9	13.7	16.8	21.6	15.5	17.5	16.5
出口	28.4	27.2	25.7	17.3	-15.9	28.5	16.0
进口	17.7	19.9	20.8	18.4	-11.3	38.0	18.5
贸易顺差 (单位: 10 亿美元)	102	178	262	297	198	160	151
<b>重要政策变量 (%)</b>							
政策利率	5.58	6.12	7.47	5.31	5.31	5.31	5.31
美元/人民币汇率 (期末)	8.19	7.97	7.60	6.95	6.83	6.60	6.20
财政赤字占 GDP 比率	-1.2	-1.0	0.2	-0.8	-2.8	-3.0	-3.0

来源: 摩根士丹利研究部

## 近期研究报告

- 经济增长减速快于预期，但目前仍属于“理想情形”，2010年7月15日
- 航图：名义数据掩盖了真实弹性，2010年6月27日
- 人民币退出“盯住美元”，回归危机前的汇率制度，2010年6月20日
- 经济适用房项目能否推动经济软着陆？2010年6月17日
- 是否应当担心最低工资标准的大幅上调？2010年6月6日
- 最近打击房地产投机的系列政策是否会引起硬着陆？2010年5月23日
- 欧元和欧元区经济走弱的潜在影响，2010年5月19日
- 存款准备金率再次上调，2010年5月3日
- 出台政策遏制房价快速增长，2010年4月18日
- 2010年一季度的发展显示理想情形进入轨道，2010年4月15日
- 人民币盯住美元：会否退出？为何退出？何时退出？如何退出？2010年4月4日
- 无须担心中国的高债务问题
- 航图：增长动力的再平衡，2010年3月21日
- 对温总理新闻发布会的解读，2010年3月14日
- 胃口好≠过胖：如何看待中国的“过度投资”，2010年3月5日
- 一个国家，三个经济体：城市化将成为经济增长的主要动力，2010年3月2日
- 似曾相识：解析与日俱增的不确定性，2010年2月8日
- 央行数据显示外汇储备积累和热钱流入有所减缓，2008年2月7日
- 外部经济看好，调高2010年预测，2010年2月3日
- 航图：中国经济复苏动力增强，2010年1月25日
- 再平衡，未过热，2010年1月21日
- 存款准备金率上升周期早于预期开始，2010年1月11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7日
- 政策重点转向刺激私人消费，2009年11月7日
- 2010年的理想情形，2009年11月22日
- 中国经济：关于人民币的对话，2009年11月11日
- 从供应的角度看2010年的通胀预期，2009年11月1日
- 航图：经济复苏及其之后，2009年10月26日
- 复苏走上轨道，但并未过热，2009年10月22日
- 担心通货膨胀？先搞清楚货币供应量，2009年10月19日
- 从供应的角度看2010年的通胀预期，2009年11月1日
- 航图：经济复苏及其之后，2009年10月26日

## 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：MorganStanleyAsiaLimited,和/或 MorganStanleyAsia(Singapore)Pte.（注册号码199206298Z，由新加坡货币管理局监管，和/或 MorganStanleyAsia(Singapore)SecuritiesPteLtd（注册号码200008434H，由新加坡货币管理局监管），和/或 MorganStanleyTaiwanLimited 和/或 MorganStanley&CoInternationalplc, 汉城分支，和/或 MorganStanleyAustraliaLimited(A.B.N.67003734576, 澳洲金融服务牌照号码233742持牌交易商)，和/或 MorganStanleyIndiaCompanyPrivateLimited 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/conflictolicies](http://www.morganstanley.com/institutional/research/conflictolicies)

### 重要信息披露

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未涉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，并鼓励投资者寻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 MorganStanleyTaiwanLimited(“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 MorganStanleyAsiaLimited 或以其名义在香港发布的并可以被视为系其所为，属于其受香港监管业务的一部分。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 MorganStanleyJapanSecuritiesCo.,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 MorganStanleyBankAG 发行；在西班牙由 MorganStanley,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 MorganStanley&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 MorganStanley&Co.Internationalplc 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 MorganStanley&Co.Internationalplc 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。RMBMorganStanley(Proprietary)Limited 是 JSELimited 的成员，并且受南非金融服务局监管。RMBMorganStanley(Proprietary)Limited 是 MorganStanleyInternationalHoldingsInc.和 FirstRandInvestmentHoldingsLimited 共同拥有的合资公司，FirstRandInvestmentHoldingsLimited 则由 FirstRandLimited 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 MorganStanley&Co.Internationalplc(DIFCBranch)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 MorganStanley&Co.Internationalplc(QFCBranch)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。

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