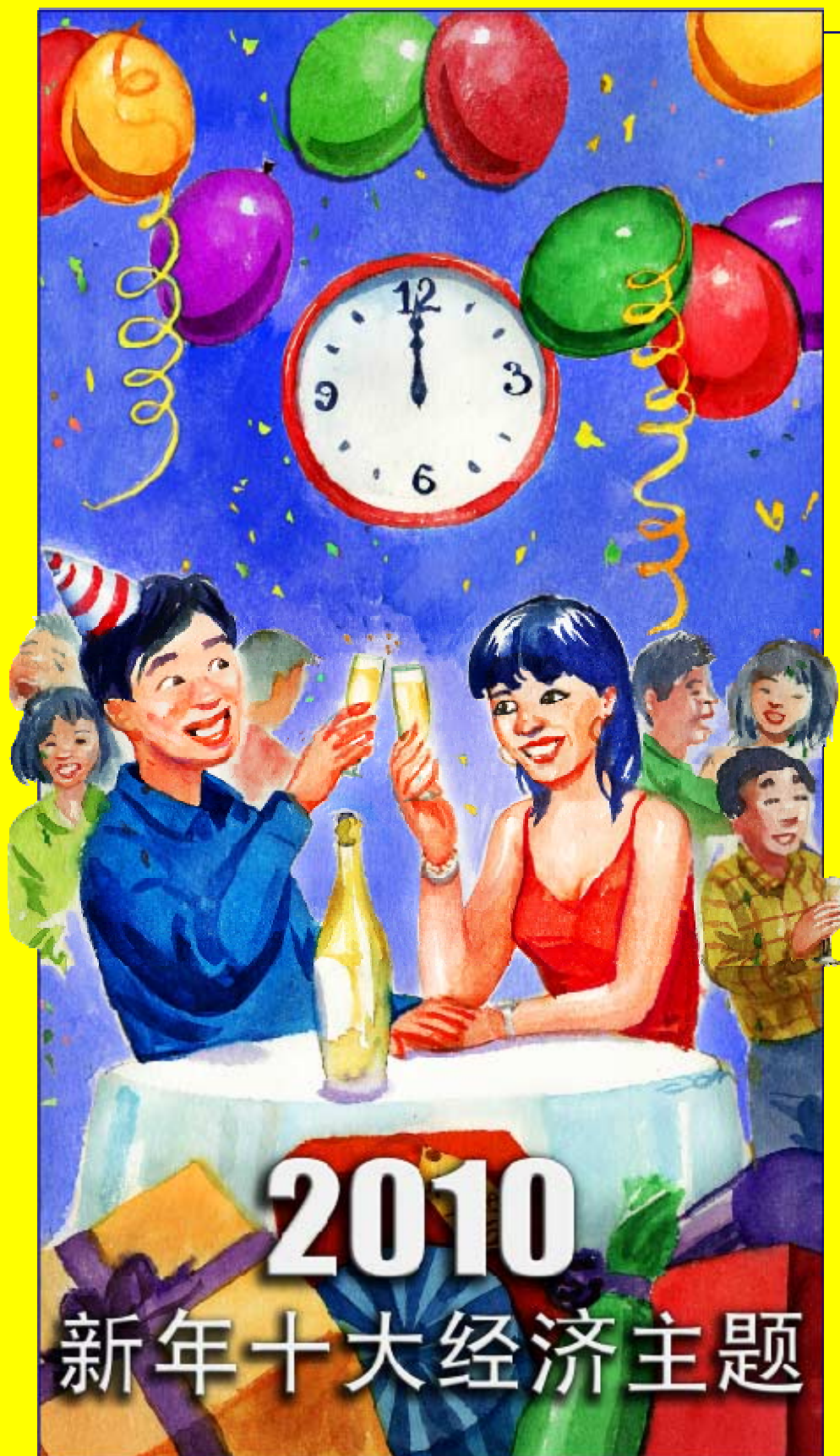


2010 年 1 月



## 目录

观点：2010 新年十大经济主题 .....	1
环球视点.....	23
中国内地：向消费拉动转型 .....	27
香港：2010 与 2011 共荣 .....	31
台湾：本地经济企稳.....	35

摘译自 2009 年 12 月英文报告《Eye on Asian Economies》(2010 年第一季度)

《观点》、《环球视点》、《中国内地：向消费拉动转型》的作者为 Eric Fishwick

《香港：2010 与 2011 共荣》的作者为 Anthony Nafte

《台湾：本地经济企稳》的作者为 Sharmila Whelan

2010 年 1 月

# 2010

## 新年十大经济主题

### 我们为 2010 年确定 十大主题

### 以中国为中心

### 2010 年将是亚洲需求 推动亚洲生产的第一年

### 未来十年将由中国消费者决定

### 欧盟的消费疲软将被 汇率效应抵消

每个新年的第一期《亚洲经济聚焦》都为我们提供了从全球范围内对未来两年进行展望的机会。今年,《**2010 新年十大经济主题**》将畅谈 2010 年推动亚洲市场和经济的十大主题,紧随其后的国别预测则以此为核心并将视野延伸至 2011 年。

三四年前我们的大部分“主题”都与亚洲无关。时过境迁,今年的十大主题中有四个直接关系到中国。另外有三个更是以中国和中国的政策为核心。这并非源于中国是一个大国的事实。从生产角度来看,中国的增长正成为环太平洋地区日益重要的补充。正是这种地位使得本报告和亚洲本身如此以中国为中心。在十大主题中,惟有我们对美国增长的预期可以真正称得上是一个“外部主题”。而即使对于这个主题,失去中国这一最后融资人的前景(参见 2009 年第四季度《亚洲经济聚焦》)也是我们分析中一个不可或缺的元素。

2010 年将是亚洲需求真正可被称为亚洲经济体推动力的第一年。这并非因为亚洲各国突然不再那么仰仗出口了,相反,大多数亚洲经济体对出口的依存度丝毫不会降低;而是因为,跳出这个规则的国家将首次成为足够有力的消费品买家,抵消美国需求疲软的任何影响。

核心正是中国消费者。他们将超越其他一切经济主体,决定未来十年的世界经济形势。中国对耐用品的需求正以前所未有的水平增长。实际收入的快速增长和依旧较低的耐用消费品普及率大幅推升了中国需求的增长速度。它不仅在振兴中国自身的轻工业部门,同时透过进口的快速增长,还在振兴亚洲其他地区。未来数月中国消费主题将被我们反复提及。同时它也是我们 2010 年所有主题中列居首位、最为重要的一个主题。

### 1. 中国消费支出

乍看上去这似乎有些苛求。即使起步有些无力,2009 年美国消费支出也仍高达 10 万亿美元。而我们估计 2009 年中国消费支出大约在 1.75 万亿美元。再考虑到来自欧元区消费者的 8 万亿美元支出(以及英国消费者的 1.7 万亿美元支出),中国的消费支出似乎微不足道。它真的能够填补西方支出乏力的缺口吗?

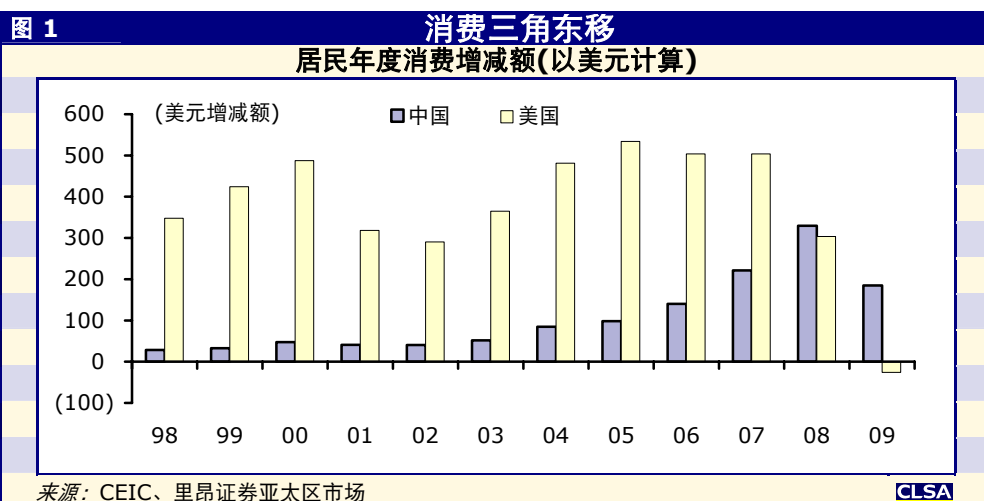
首先需要指出的是中国消费者没必要去填补整个缺口。以欧元计算的欧洲消费支出确实会疲软,但正如我们将在第五大主题中所指出的,欧元升值将使欧元区的负增长对亚洲变得无关紧要。中国不得不填补的实际上只有美国消费者留下的缺口。而她已经开始证明自己能够担此重任。

以**增加额**重新计算历史比较数据,中国的贡献看上去愈加令人印象深刻。图 1 显示了中美两国以美元计算的私人消费支出增加额。2009 年显然情况特殊,但即使在最近一个周期,美国消费支出快速增长时,中国消费支出已经开始迅速赶上。

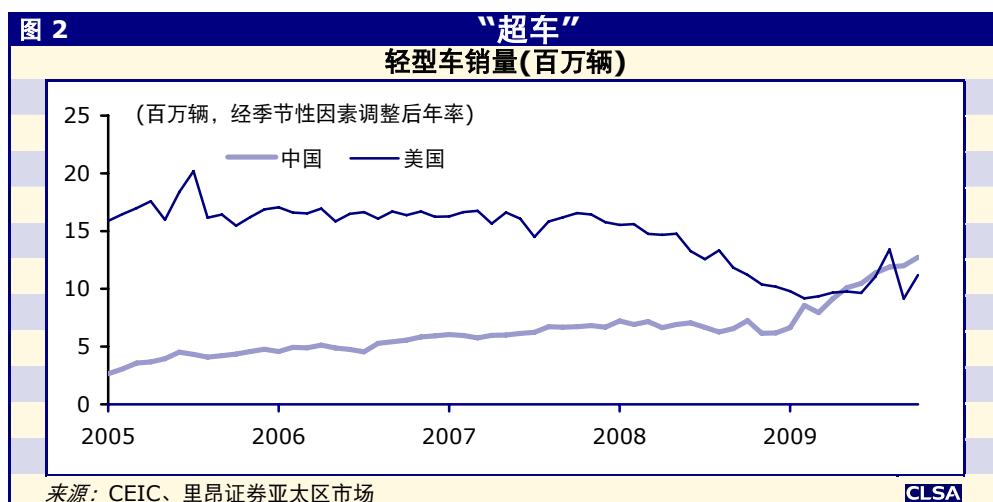
中国消费已经取代美国  
成为世界增长之源

在耐用消费品上中国已与  
美国匹敌

在液晶电视发货量上  
迎头赶上



即使是图 1, 也低估了中国消费支出将对亚洲贸易产生的重要影响。如图 2 所示, 2009 年中国取代美国成为全球最大汽车市场。



当然, 中国方面的数据存在一定误差。很多汽车的买主是企业, 不应被计作“消费支出”。图 3 也许更加可靠, 它显示了经里昂证券整理的 DisplaySearch 季度液晶电视发货量数据。占据 820 万台发货量的中国已经超越西欧, 正在迅速赶上美国。

**图 3 突飞猛进**  
按地区划分的全球液晶电视发货量(百万台)

(百万台)	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
北美	8.0	8.7	7.3	9.1	9.6
西欧	6.4	10.1	6.8	6.6	7.8
东欧	2.5	3.2	2.0	1.6	2.3
日本	2.1	2.8	2.3	2.5	3.1
<b>中国</b>	<b>3.7</b>	<b>4.5</b>	<b>5.0</b>	<b>5.5</b>	<b>8.2</b>
亚太	1.9	2.0	1.8	2.3	3.0
拉美	1.6	1.8	1.2	1.7	2.1
中东/非洲	0.8	0.8	0.7	1.0	1.5
<b>合计</b>	<b>27.1</b>	<b>33.9</b>	<b>27.1</b>	<b>30.3</b>	<b>37.5</b>

(Q: 季度) 来源: DisplaySearch



## 突飞猛进，后继有力

## 产品降价就会有人购买

## 耐用品补贴政策非凡

我们预计明年工资将  
有力上涨

## 消费者信心回升

这预示着强劲的零售额增长  
和异常强劲的耐用品需求

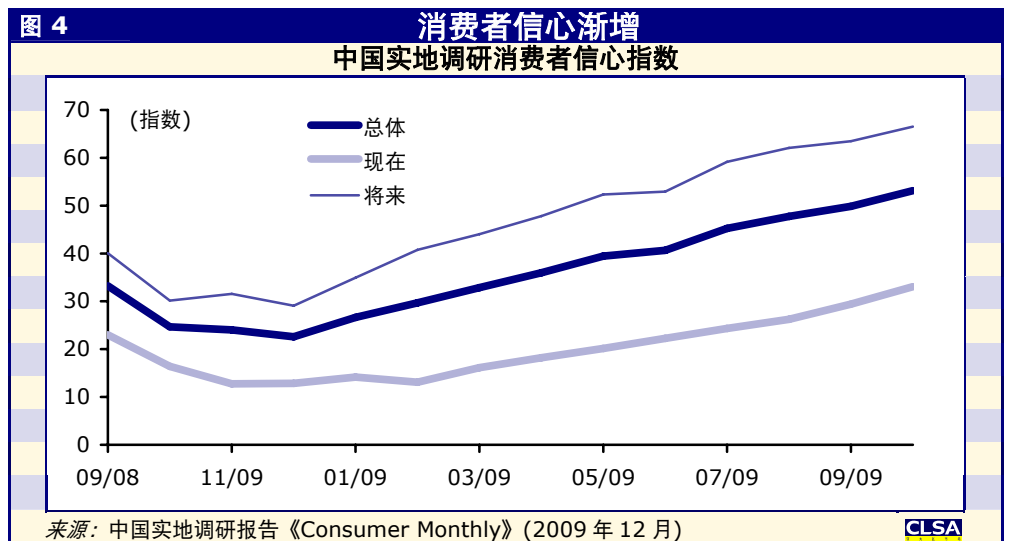
图 3 透露了第二个关键点。除非相当大胆，否则没有哪个经济学家会预料到 DisplaySearch 数据所展现的事实：2009 年第三季度中国市场的液晶电视销量环比增长率竟然高达 48%。在专门学习过时间序列数据分析的人看来，这组数据的不连续性简直是不可能预测的。我们关于中国足以填补美国消费疲软缺口的乐观看法，正是基于对这种不连续性后继有力的预期。2010 和 2011 年中国收入分配推动耐用消费品(以及收入弹性大的服务)需求增长的过程中，这种不连续性将在不同产品、不同节点反复出现。

价格在这里至关重要。大部分产品的价格相对替代品价格下降时，需求都会增加。经济学家称之为替代效应。但在居民消费需求强烈却受到收入限制的情况下，价格下降对提高购买力的影响也很重要：这被称之为收入效应。需求的收入弹性可能非常之大。

这就是为何中国的耐用品补贴政策如此非凡。通过提高购买力，此举推升了自有率。但并不只有补贴在发挥效力；摩尔定律(Moore's law)也在往相同方向作用。黄金周期间液晶电视大打折扣。而同样重要的是，随着时间的推移，这些产品的价格也在有序下降。液晶电视就是一个极端的例子，过去 12 个月液晶电视的单价累计跌去了 15% 左右。事实上所有消费电子产品和家用电器的售价均呈现出类似走势。

在补贴政策实施前，经济首先需要依托积极的基建和国企投资实现企稳。该项政策的成功从消费者信心的反弹中可见一斑(见图 4)。

中国实地调研数据显示当前和未来的商业环境、收入及就业预期均大幅改善。对于就业市场现状的评估已经开始好转，从中国实地调研报告《SME Quarterly》来看，私人部门的招聘活动已经开始重返。沿海地区甚至出现了熟练工短缺和人才招聘难的蛛丝马迹。这些问题更适合用“矛盾”而非短缺来描述，并将通过工资的上涨得到解决。我们预计工资上涨将在 2010 年加速并延续至 2011 年。



第 29 页“中国内地数据”中的零售数据集中反映了这种影响。我们预计 2010 和 2011 年名义零售额同比将分别增长 24% 和 22%。中央经济工作会议已经暗示，政府将继续致力于推动经济向消费拉动型增长方式转变。中国国家主席胡锦涛和国务院总理温家宝在中央经济工作会议上发表的闭幕讲话也表明，中国政府将进一步鼓励家电和汽车向农村地区普及，并继续推动城镇化建设。鉴于此，零售额的增长将延续 2009 年的态势，继续向耐用消费品支出倾斜。

## 耐用消费品产量增长

## 没有用于出口

## 亚洲其他地区供应 电子元件

## 消费品产量快速增长

## SITC 776

支出拉动生产。工业增加值的产品明细未将“耐用消费品”单列出来。图 5 是从工业增加值 400 多类产品明细中逐一选出可以算作耐用消费品的产品汇总而成。结果显示，截至 2009 年 10 月的三个月耐用消费品产量同比实现了增长：对所筛选出的 31 类产品进行简单平均，得出的同比增长率为 24.2%。

同期，工业增加值总体同比增长了 11.7%，而出口额同比下降 17.5%。除了重工业，其他领域尚无证据显示供大于求导致库存堆积。相反，采购经理人指数(PMI)显示中国的库存控制一直较紧。这种产量增长反映出需求的增长，因为中国消费品市场的日趋成熟促使产品售价更为低廉。

图 5 所显示的耐用消费品产量增长主要通过零部件及原材料发货量的增长对亚洲其他地区产生利好。如图 6 所示，即使对于亚洲经济体中出口构成最广、出口品牌实力最强的韩国，出口反弹最显著之处也体现在狭义贸易上：标准国际贸易分类(SITC) 776 - 电子元件。韩国 1-9 月份出口增长了 61%，其中近 20 个百分点(或三分之一)来自 SITC 776。接下来我们将在第二大主题中对此详加分析。

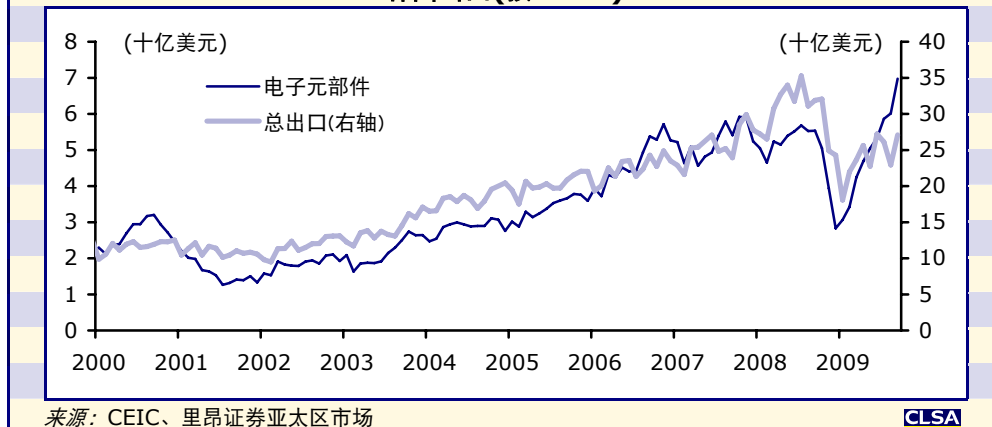
**图 5 耐用消费品产量大增**  
耐用消费品产量增长率(截至 10 月份三个月同比增长率)

	% 同比		% 同比
汽车：多用途车	146.0	金属家具	7.1
液晶电视机	104.4	软体家具	6.9
汽车：轿车(排量>1 升、≤1.6 升)	100.4	汽车：轿车(排量>2.5 升、≤3.0 升)	6.8
汽车：运动型多功能车	89.0	摩托车	4.5
汽车：轿车(排量≤1 升)	81.0	微波炉	2.7
汽车：轿车(排量>1.6 升、≤2.0 升)	70.5	数码相机	2.6
空调	39.1	手机	1.3
个人电脑	32.9	CD/VCD 数码播放器	0.3
冰柜	31.2	电视机顶盒	(5.4)
家用冰箱	27.5	自行车	(6.6)
家用洗衣机	22.0	手表	(7.7)
家用热水器	20.8	高保真音响	(10.5)
电脑显示器	19.9	时钟	(13.4)
室内健身器材	19.7	等离子电视机	(30.6)
电饭锅	16.6	彩色电视机	(37.7)
电动自行车	9.5	<b>31 类耐用消费品平均</b>	<b>24.2</b>

来源：CEIC、里昂证券亚太区市场

CLSA

**图 6 电子元件引领反弹**  
韩国出口(按 SITC)



CLSA

亚洲的出口驱动型增长模式并未衰落，何来修复？

出口足以解释韩国经济的复苏

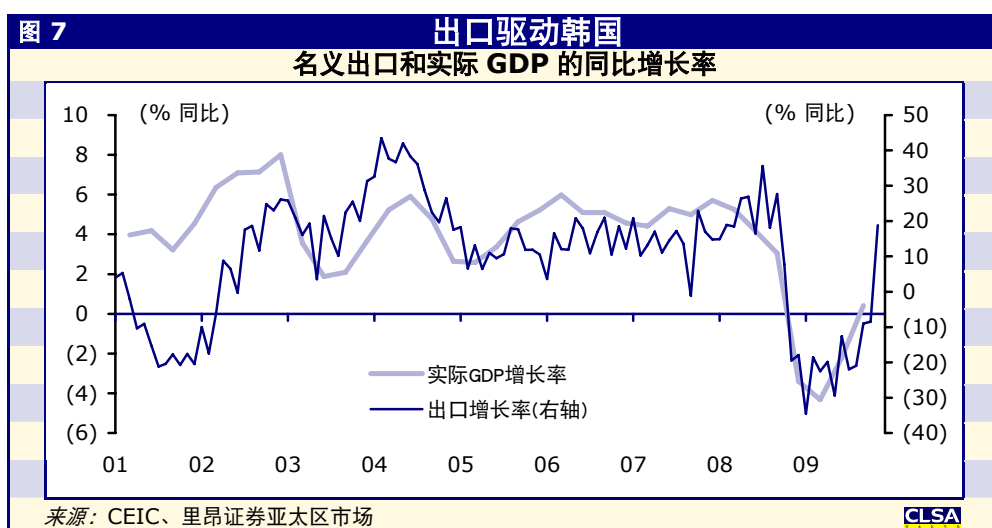
对华出口引领出口增长

国内市场之大凸显品牌建设的合理性

## 2. 中国品牌及其对亚洲的影响

2009 年在有关政策推动下，中国经济已经向内部导向转变。但从对中国的出口增长推动亚洲其他地区增长复苏来看，2010 和 2011 年重商主义在环太平洋地区不仅不会衰落，反而将继续盛行。亚洲金融危机后增长模式仍在奏效，其原因在于，其他亚洲国家在中国找到了新的“最后进口人”。

图 7 举例演示了亚洲增长复苏在多大程度上是对出口趋势的反映。它显示了韩国以美元计算的出口同比增长率及实际国内生产总值(GDP)增长率。2009 年韩国政府确实采取了积极措施以刺激经济，但两条趋势线紧密且持续的关联表明，经济复苏在很大程度上得益于出口的复苏。



韩国的情况几乎可以代表所有的新兴亚洲经济体，惟有印度和印尼(以及中国自身)例外。如图 8 所示，出口复苏最集中体现在对中国的发货量增长上。

**图 8 以中国为中心的出口复苏**  
出口变化(%，以美元计算)

	总出口		对华出口		较低谷的变化 (经季节因素调整后年率)	
	低谷	较低谷的增长率 (%)	低谷	较低谷的增长率 (%)	总出口 (%)	对华出口 (%)
印度	2008 年 11 月	21.6	2008 年 11 月	121.0	23.8	228.5
印尼	2009 年 1 月	49.7	2009 年 2 月	82.8	71.2	181.3
韩国	2009 年 1 月	41.8	2008 年 12 月	59.7	52.0	75.3
马来西亚	2009 年 1 月	12.8	2009 年 1 月	89.8	48.3	135.0
菲律宾	2009 年 1 月	26.2	2009 年 9 月	5.1	38.0	81.9
新加坡	2009 年 1 月	32.5	2009 年 1 月	71.9	45.5	105.9
台湾	2009 年 1 月	40.9	2009 年 1 月	127.4	66.2	168.0
泰国	2009 年 3 月	20.9	2008 年 12 月	70.7	38.4	90.0

来源：CEIC、里昂证券亚太区市场

亚洲对中国出口的反弹由电子元件引领，这主要归因于中资品牌的雄厚实力。图 9 亦摘自里昂证券关于液晶电视机的报告，它显示在几乎所有市场都占据领先地位的国际品牌唯独未能征服中国，该市场由中资品牌主导。

主导其他市场的国际品牌  
在中国不见身影

里昂证券中国品牌指数

品牌获得低廉资本

可获得低廉资本的企业将  
更快速增长

亚洲其他地区成为中国品牌的  
零部件供应商

图 9 中国市场由中资品牌主导

在各大市场排名前列的液晶电视机品牌						
排名	北美	欧洲	日本	亚太	拉美及其他地区	中国
1	三星	三星	夏普	三星	三星	创维
2	船井	LG电子	东芝	LG电子	LG电子	TCL
3	Vizio	飞利浦	松下	索尼	索尼	海信
4	索尼	索尼	索尼	松下	松下	康佳
5	LG电子	东芝	船井	夏普	飞利浦	长虹
6	东芝	松下	三洋	东芝	TCL	海尔
7	其他	其他	其他	其他	其他	其他

(国际品牌中英对照: 三星 - Samsung, 夏普 - Sharp, 船井 - Funai, LG 电子 - LGE, 东芝 - Toshiba, 飞利浦 - Philips, 松下 - Panasonic, 索尼 - Sony, 三洋 - Sanyo)  
来源: DisplaySearch

液晶电视机的例子也许比较极端, 但拥有重大品牌权益的中国企业的凸显从根本上反映出中国消费市场的规模足以使品牌投资成为一种有效的商业实践。里昂证券特别报告《The China Brands Index》(2009 年 9 月)列出了中国的 100 强品牌。如图 10 所示, 由其中 30 只股票构成的投资组合大幅跑赢了 MSCI 中国指数。

图 10 品牌获得低廉资本  
里昂证券中国品牌指数相对 MSCI 中国指数



图 10 说明, 在中国, 凭借品牌知名度可降低资本成本。随着时间的推移这些企业将有望较平均水平更快增长, 进一步强化其品牌实力。有一种担忧总是挥之不去, 那就是环太平洋地区日益依赖中国作为其贴牌生产(OEM)的出口市场, 而有一天他们会突然发现中国已经以国内制造取代了进口。中国品牌指数跑赢大盘的表现反驳了这种看法。它证实拥有品牌(而非制造能力)才是增值所在, 而股市已经确认了这个事实。

风险并不在于中国国内形成零部件及原材料产业取代了进口, 而在于中国将成为新兴亚洲地区唯一一个大举投资消费品牌的经济体。而环太平洋地区将继续提供贴牌生产。

### 3. 中国资本性支出性质转变

中国中小企业在 2008 年底的出口暴跌中受到沉重打击。开工率下滑, 工人失业, 工资缩水。投资计划被纷纷搁置。这种情况一直持续到 2009 年第一季度。但到了第二季度, 形势开始好转, 国内订单重返正增长。第三季度, 中国实地调研报告《SME Quarterly》显示这种复苏得到延续。如图 11 所示, 总销售自 2008 年第三季度以来首次实现同比增长。

在订单增长的背后, 是开工率的回升。图 12 显示了中小企业的平均开工率趋势。虽然仍低于周期峰值, 但开工率正在迅速回升。2009 年第三季度平均开工率首次突破一年前的水平, 达到 84.5%。



这将推动工资增长和第二轮需求扩张

轻工业中小企业订单重返

开工率回升

与上年相比的投资计划

由于加班的重要性，制造业工资和开工率走势一致。《SME Quarterly》证实了工资的持续复苏，非熟练工的工资同比首次上涨。这意味着居民消费的进一步增加将再度大幅推动耐用品支出。这反过来又会推动对轻工业产品的需求。中国促进消费的美妙之处在于，与基建或重工业相比，它是远更合适的出口替代品。促进消费将使中国调整经济结构的速度快于我们在 2009 年初的想象。

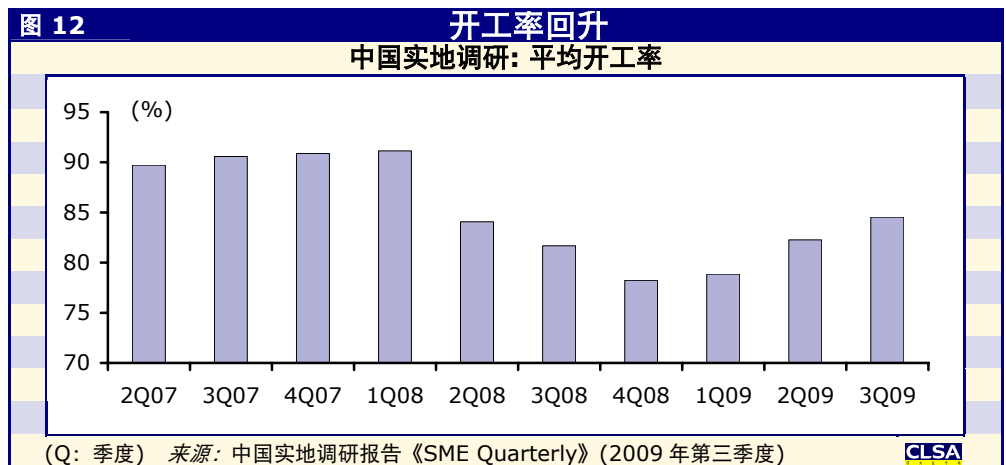
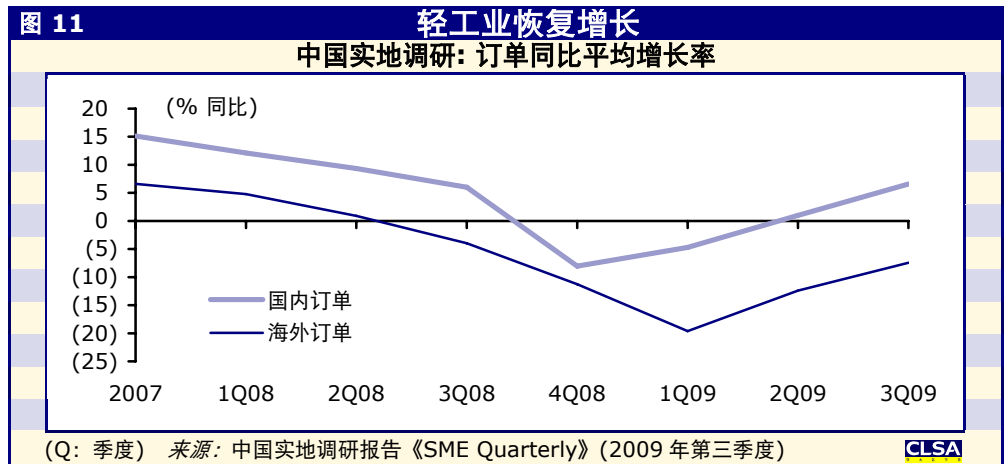
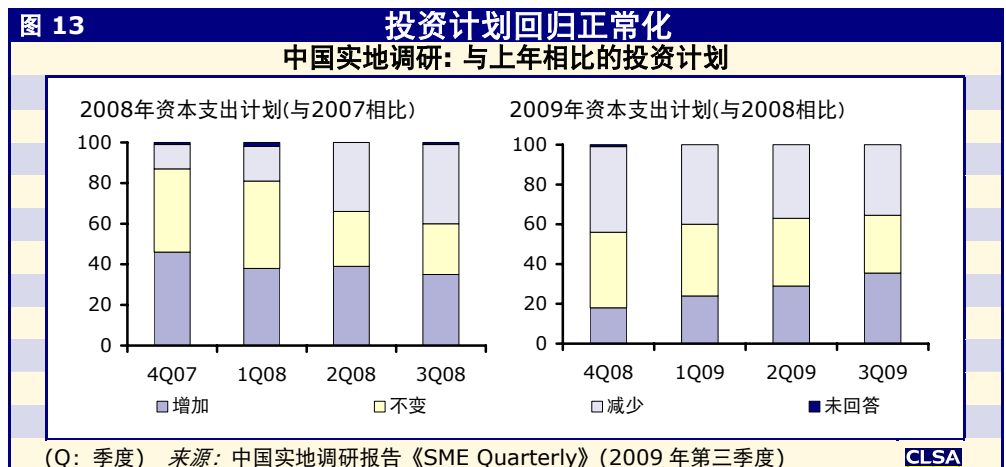


图 13 显示了中小企业的资本性支出计划。虽然与开工率一样，投资增速也尚未重返周期峰值水平，但中国私人部门制造商的投资计划正在迅速回归正常化。



## 投资启动时开工率并不高

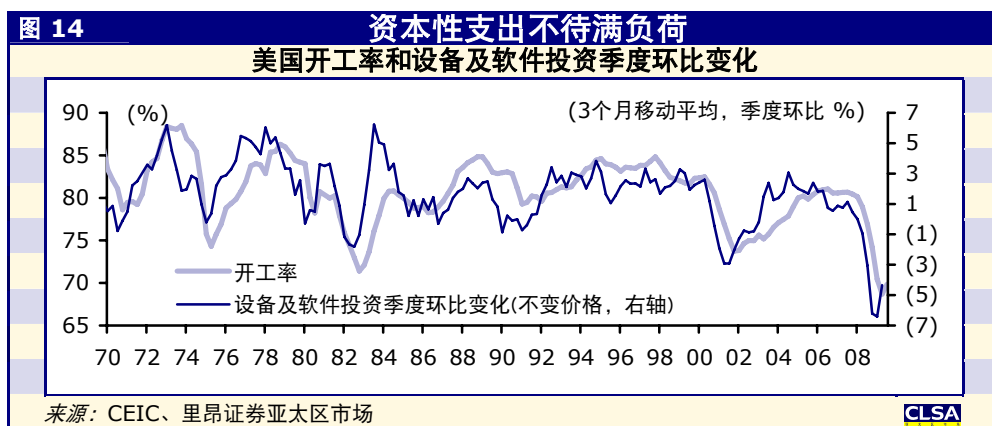
## 中小企业投资是正常的资本主义投资周期

## 私人部门资本性支出未被用作提振经济的工具

## 价格下跌意味着“减产”，但是……

## 出厂价已经企稳

一个普遍存在的误解是投资重启需要开工率达到 100%。这种看法是不正确的。私人部门投资周期总是始于开工率尚不足平均水平时。图 14 以美国为例对此进行了说明。



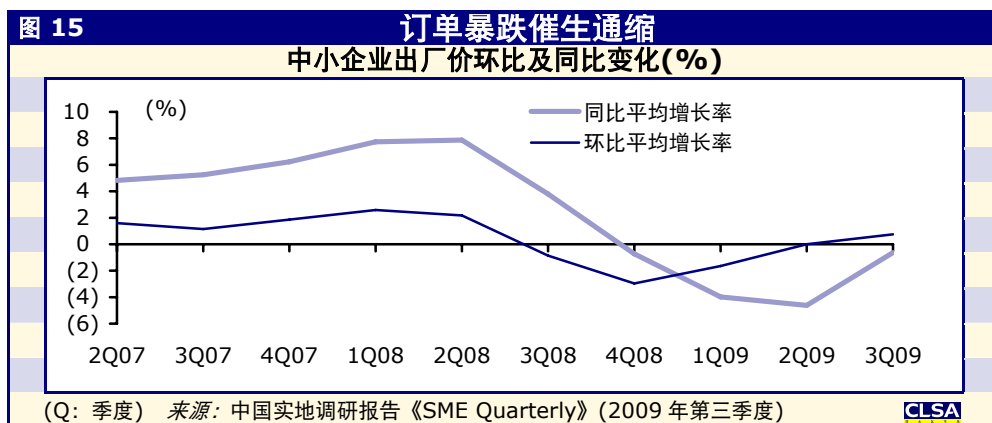
在这方面图 13 所显示的投资计划提升是正常的。我们预计在 2010 年订单的持续增长将进一步加快资本性支出，从而推动轻工业取代重工业和基建的作用。对此，我们预计 2010 和 2011 年中国的投资周期将会重回 2006 和 2007 年的正常水平。在 2006 和 2007 年，固定资产投资由私人部门轻工业制造企业和私人部门建筑商推动。

关于中国，一个最常被提到的担忧是投资飙升将导致产能过剩进而摧毁盈利能力。随着资本性支出的增长向中小企业/轻工业倾斜，这种担忧的理由变得不再充分。

中国的低成本资本环境意味着即使对于私人企业也不能忽视过度投资的风险。但是，私人企业毕竟以经营者而非政府的利益为中心。在中国，银行对中小企业最不“感冒”，因此中小企业的投资资金一般都来自未分配利润而非贷款。中小企业在周期性衰退中并未增加产能，显然也未被当作政策工具。

接受中小企业以市场为导向的事实意味着我们应该相信市场会决定投资饱和的时间。而现在在市场的表态是：中国轻工业供需面的紧张程度足以支持投资重启。

市场通过产品价格下跌传递产能过剩和须减少供应的信号。2008 年第四季度和 2009 年第一季度需求的迅速萎缩导致制成品价格在一段时期内急速下滑。如图 15，这一点在中国实地调研报告《SME Quarterly》中清晰可见。



## 出口价格也开始企稳

产品涨价所催生的投资不是过度投资

兄弟，你能施舍一文钱吗？

2009 年第一至第三季度  
固定资产投资为 GDP 贡献  
了 16 个百分点

零售额又贡献了 6 个百分点

我们预计 2010 年亦如此：  
内需强劲增长

下图则显示了中国对美国的出口价格：

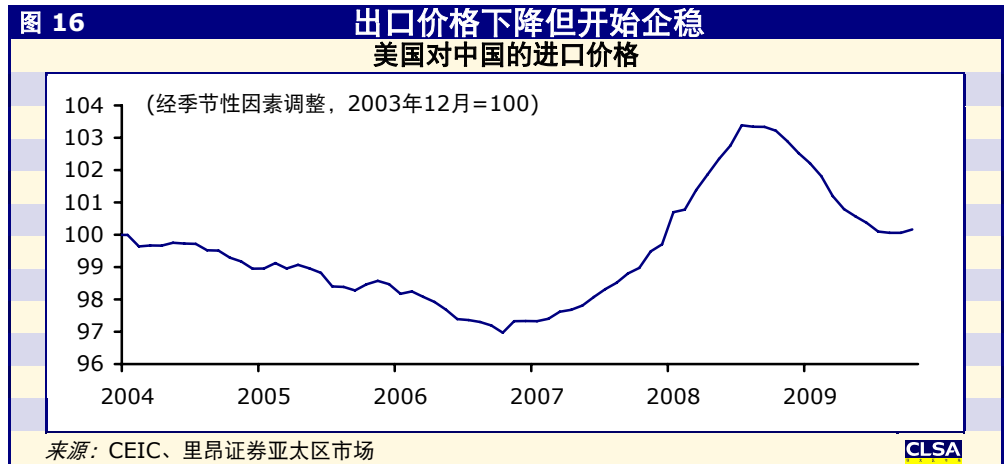


图 15 和 16 显示制成品价格已经企稳并开始回升。我们预计 2010 年制成品价格会小幅上涨，因为市场信号显示，中小企业制造商需要再度扩大产能。产品涨价所催生的投资不会破坏价值。对于中国的产能过剩担忧确实适用于某些行业，但绝不适用于将在 2010 年推动投资的领域。

#### 4. 中国转向经常项目赤字

我们在 2009 年第四季度的《亚洲经济聚焦：兄弟，你能施舍一文钱吗？》中提出了中国正在转向经常项目赤字看法，现在，我们对 2010 和 2011 年的预测仍保留这一看法。这种经常项目赤字产生的背景是：在闲置产能充斥其他地区时，中国的内需在快速增长。

内需的高速增长在 2009 年的统计数据中已经彰显。中国目前并不发布 GDP 的不变价格支出明细，因此我们无从得知具体数据，但一些粗略估算足以说明问题。

2009 年前九个月城镇固定资产投资总额为人民币 13.317 万亿元，远高于 2009 年前九个月的人民币 9.987 万亿元。从算术上来看，同比增加的人民币 3.33 万亿元为 2009 年第一至第三季度的 GDP 同比增长率贡献了 16 个百分点。城镇固定资产投资并不完全等同于国民账户中的固定资本形成，但从投资增加额对增长的大幅提振来看确实相当接近。

对零售额进行类似分析可得出的结论是，零售额对名义 GDP 增长贡献了大约 6 个百分点。我们没有政府消费的月度数据，但仅消费加上投资即使 GDP(=消费+投资+政府购买+净出口)增加超过 20 点足以说明，完全是由于去库存化和进口增长超过出口，GDP 增长率才未能突破个位数。

总的来说这就是我们对 2010 年的预期。投资增速将放缓，但消费支出增速将加快(其进口成分也将增加)。总体上我们 10% 的 GDP 增长预测假设内需扩大 16% 左右(以实际值计算并经合理平减)。换言之，拖累增长的是净贸易状况的不断恶化。

正如我们在《亚洲经济聚焦：兄弟，你能施舍一文钱吗？》中所指出的，经常项目盈余的消失对中国来说影响不大。相反，这是向一个更合意的内需拉动型增长模式转变的结果。然而，它意味着全球储蓄供应的趋紧。在 2008 和 2007 年，中国占到全球经常项目盈余的三分之一左右，也即支持了全球大约三分之一的经常项目赤字(见图 17)。2010 和 2011 年中国将不再提供这种支持。

占全球三分之一的盈余意味着中国支持着全球三分之一的赤字

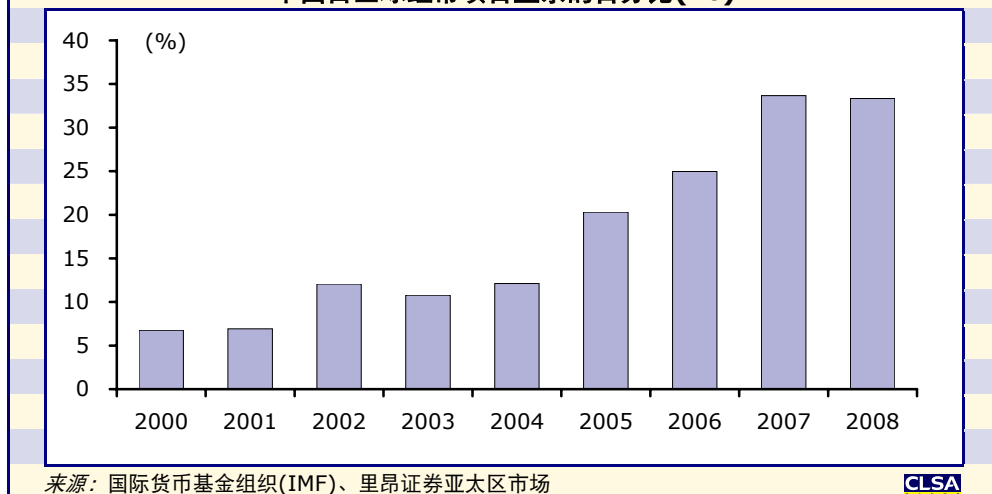
中国将收紧全球储蓄供应

美国经济受储蓄所限

到 2010 年底美国国债收益率将达到 5%

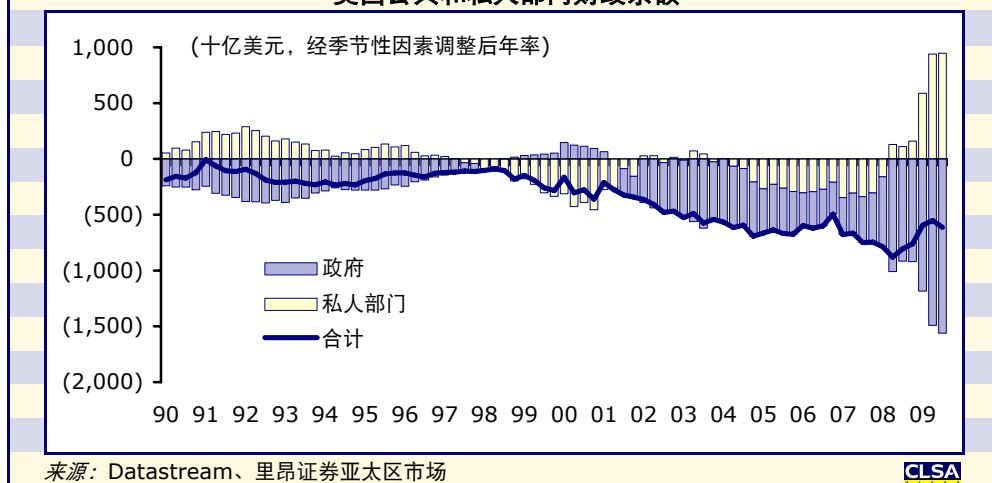
美国资产需要贬值以吸引外国资本

**图 17 支持全球三分之一的赤字**  
中国占全球经常项目盈余的百分比(%)



储蓄供应的这种趋紧意味着资本成本(即实际利率)将会走高。这将扩大债权国相对债务国的优势。处境明显最糟的将是美国。图 18 显示了美国公共和私人部门的财政状况。私人部门盈利大幅增加以覆盖政府经常项目赤字的爆炸式增长。(美国政府会自我辩护道，政府净支出大幅增长是为了限制私人部门净支出暴跌的通缩影响。)

**图 18 私人部门节俭 公共部门铺张**  
美国公共和私人部门财政余额



无论如何解读图 18，美国经济的复苏最初都将受到储蓄不足的限制。获得债权国盈余的限制越大，国内储蓄不足的问题就会愈显严重。中国盈余终结的最明显后果将是美国利率走高。尽管美国央行尽最大努力维持短期利率不变，但我们仍预计到 2010 年底 10 年期美国国债收益率将达到 5%。正如我们将在第十大主题中所讨论的，无风险利率高企是美国经济复苏将晚于市场预期的原因之一(即使复苏最终启动后它们不再成为问题)。

## 5. 美元走软 欧元走强

美国的融资需要也影响着我们的汇率预测。随着储蓄匮乏的美国经济开始复苏，从其他地区吸引资本的现实将要求资产贬值。而这一点将通过美元贬值来实现。我们预计 2010 年美元将持续疲软。

## 美联储将保持低利率

## 多条路径，同一结论： 美元贬值

## 欧元升值将提振亚洲对欧洲的出口

## 我们预计到 2010 年中期 1.60 美元兑 1 欧元

## 欧洲以美元计算的增长较 以欧元计算的增长更重要

## 对欧出口的最糟时期 已经过去

从更务实的角度来看，尽可能压低融资成本以及使银行能够购买美国国债以进行资本重组的需要，意味着美联储(Fed)会尽量长久地维持低利率。我们预计联邦基金目标利率只有到 2010 年底或 2011 年初才会走高。2011 年加息速度会很快，但到那时通胀压力将已形成。

央行超长期维持低利率对汇率绝非好事。它要求汇率贬值以维持出口竞争力，而这会增大通胀风险。充足的流动性将提供大量卖空美元的机会。不论你是否认同汇率将由吸引外国储蓄的需要驱动，长期相对价格走势或 2010 年上半年的货币市场利率形势均预示美元进一步贬值。图 19 显示了对汇率的预测。

我们对欧元持续走强的预期对亚洲出口商至关重要。欧元走强会挤压出口，拖累欧元区的增长(见第 23 页)。但只要欧元升值，欧元区本土的增长对亚洲就无关紧要。汇率效应远更重要。

**图 19 2010 年上半年美元疲软**  
主要汇率预测

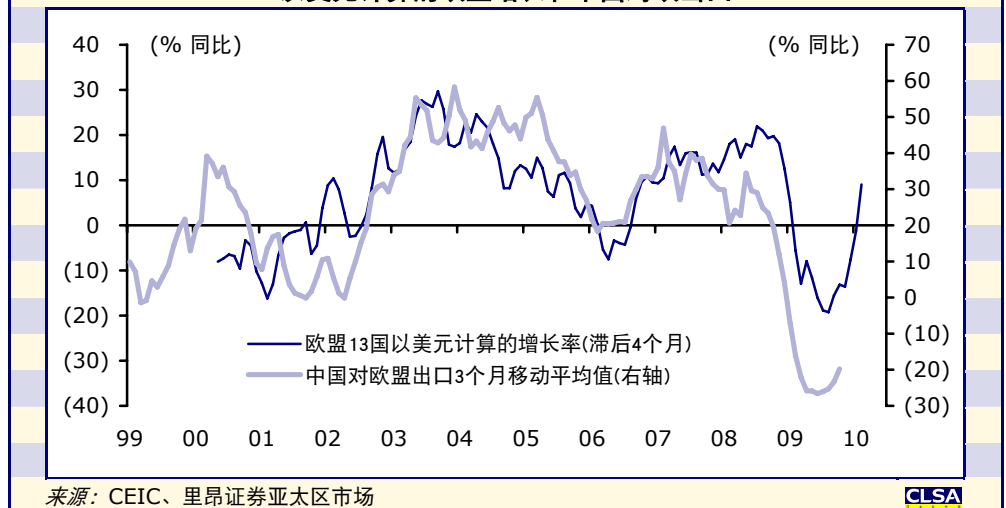
	2009clsa	2010clsa	2011clsa	1Q10clsa	2Q10clsa	3Q10clsa	4Q10clsa
美元/欧元	1.48	1.60	1.55	1.55	1.60	1.60	1.60
日元/美元	95.0	105.0	110.0	100.0	100.0	102.5	105.0
美元/英镑	1.64	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65
澳元/美元	0.93	0.98	0.94	0.97	1.00	0.99	0.98
人民币/美元	6.83	6.57	6.20	6.83	6.74	6.66	6.57
印尼盾/美元	47.00	43.00	39.00	46.00	45.00	44.00	43.00
卢比/美元	9,500	8,960	8,700	9,300	9,150	9,050	8,960
韩元/美元	1,150	950	925	1,050	1,000	970	950
新台币/美元	32.20	31.25	30.25	32.00	31.75	31.50	31.25

(clsa: 里昂证券预期; Q: 季度) 来源: 里昂证券亚太区市场

CLSA

如图 20 的举例说明，中国对欧出口与欧元区 GDP 增长率(以美元计算)之间的关系将明显包含汇率效应。以美元计算的欧元区增长率领先中国对欧出口增长率大约 4 个月。实践上这意味着即使汇率自现在企稳，2010 年上半年对欧出口的增长也应该相当可观。我们对上半年欧元走强的预期则将这个时间延续到了 2010 年底。我们在亚洲其他地区也发现了类似的关系，以及类似的结论：即使欧洲经济疲软，亚洲对欧洲的出口增长依然良好。

**图 20 欧元走强引致亚洲出口增长**  
以美元计算的欧盟增长和中国对欧出口



CLSA



中小企业资本性支出周期重启后，人民币对美元才会升值

我们预计到 2010 年底人民币将较现汇升值 4%

从经济上来看这仍是盯住美元汇率制

利好环太平洋地区流动性

房价将上涨但我们更看好其他一些资产

政府努力维持楼市购买力

但流动性威力很大

图 20 解释了欧元走强是如何推动亚洲出口增长的，原因是亚洲普遍采取非正式的盯住美元汇率制。我们的核心情境是(从实践来看)这种盯住美元汇率制将在 2010 年全年延续下去。

这主要受我们对人民币的预期影响。中国继续表示将致力于增强汇率弹性。但我们预计只有当出口明确反弹、耐用品内需的增长重新激活轻工业投资周期后，中国政府才会这么做。

如前所述，这一切正在以快于我们预期的速度发生，我们已经将人民币对美元开始升值的预期时间提前到 2010 年第二季度。但这之后的进展将比较缓慢。首先，美元进一步直线贬值的空间将受限于欧元区经济受其挤压的程度。我们对 2010 年底欧元对美元汇率的预测是仅较现汇升值 7%(低于 2009 年 3-12 月份 18% 的升值幅度)，原因是到 2010 年下半年欧元区经济的落后表现将变得太过明显。由于人民币升值以及人民币对美元汇率必须从贸易加权汇率的角度考虑，欧元更缓慢的升值将限制中国允许人民币升值的速度。其次是我们的经常项目赤字预期。这并不排除人民币的升值，资本流入可能将总国际收支保持在盈余状态。但它确实表明国际收支盈余将小于 2009 年，因此将其货币化的努力会更为可控。

我们预计，相对目前的人民币 6.57 元兑 1 美元，到 2010 年底人民币对美元会升值 4%(从 2010 年第二季度折合成成年率升值 5%)。

从经济上来看这是一种渐进式升值，因此我们断言在实践上亚洲将继续采取非正式的盯住美元汇率制。在某一点上，管理汇率的积极性将变得更强。由于受到制成品更可承受、贴牌生产商供应的驱动，中国对环太平洋出口商而言是比美国价格敏感性更高的市场。有关政府已经表示本币升值不受欢迎。我们预计这将在 2010 年持续(见第六大主题)。从亚洲对欧洲的出口来看，这意味着图 20 所展示的历史贸易关系将维系下去。

## 6. 亚洲流动性对比可承受住房

美元走软与中国需求增长的结合利好环太平洋地区的流动性。对于环太平洋地区而言，中国是一个快速增长的市场。中国的总国际收支盈余将会下降，但环太平洋地区 2010 年的经常项目盈余将较 2009 年扩大。这将要求加强对汇率的抑制(即使不包括资本流入)。从历史记录来看，亚洲在一定程度上成功地冲销了用于维持低汇率的干预措施。居民消费价格指数(CPI)通胀得到控制。但冲销不可能彻底，特别是在控制储备增长对资产价格的影响方面。

这其中便包括住宅房地产。2010 年住宅房地产价格可能持续承受上行压力。但是，虽然以绝对值计算的房价可能上涨，我们更看好其他一些资产。这种观点与政策面密切相关。

亚洲各国政府已经开始进行口头干预，设法抑制住宅房地产价格的上涨。一些政府还采取了进一步的行动。韩国已经恢复在信贷危机期间撤销的贷款成数上限政策。中国也已迅速采取行动，抑制部分地区涨势过猛的房价。政府还敦促商业银行停止向高风险借款人放贷，鼓励它们在贷款成数上采取保守策略。中国正在加大大众市场供应量，新加坡和台湾也暗示将在十年来首次启动公共房屋的兴建。美国泡沫破裂之声尚在回荡，这时候没有哪家央行愿意眼巴巴地目睹泡沫在本国楼市形成；过度负债的购买行为不会受到鼓励。

然而，流动性威力很大。香港的实例表明，在资产负债表利用率不足的情况下，银行业很难积极提高抵押贷款的定价。如图 21 所示，这个问题在亚洲相当普遍。

很难说服银行不去放贷

但政府可动用的手段很多

从基本原理判断，增长周期  
类股表现将更出色

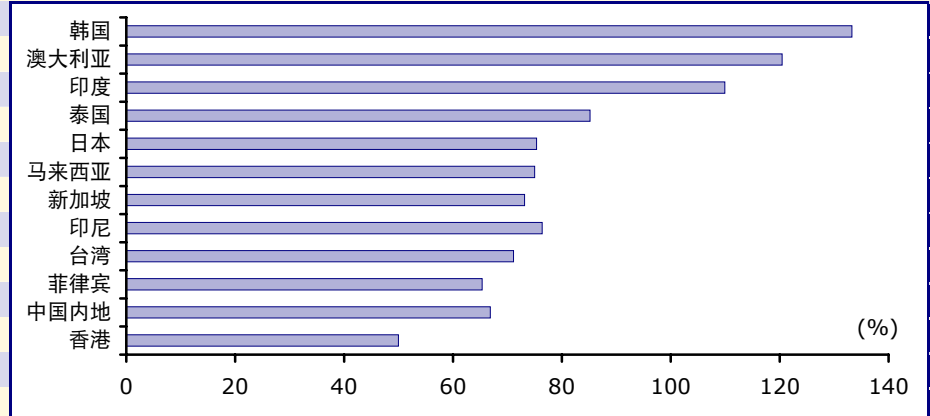
出口企业最接近流动性

利率走高影响较低

自由市场信心受挫

图 21

### 可贷资金 银行贷款存比率



注：泰国数据经过调整，剔除了对央行的贷款

来源：里昂证券亚太区市场

CLSA

然而我们也不应低估政府对房地产市场的影响力。他们甚至可以动用法律手段。房地产市场已经受到相当全面的管制，外资持股比例往往被严格限制。与控制流动性对金融资产的影响相比，政府试图控制流动性对住宅房地产价格的影响在社会上和政治上更为人所接受。

我们一般避免就股票价格直接置评。但从经济原理来看，可以预计出口相关企业的股价将位于表现最强之列。这主要是“中国”主题，因此我们可以更具体来看：所选择的企业应以中国为目标市场，其产品(或产品零部件)具有收入弹性和经营杠杆以便盈利从需求增长中获得最大提振。

在更“宏观”的架构下，我们预计接近流动性源泉的资产表现会最强劲。该“流动性”是被货币化的经常及资本项目资金流入的产物。在这种情况下出口企业的现金流将受到最直接的提振。

相比房地产我们更看好金融资产，利率因素可帮助强化这种立场。与一个季度前相比，我们上调了亚洲通胀预测，因为我们原本预计会在 2010 年上半年持续的制成品通缩已经开始消退(如第三大主题所述)。亚洲失业率已经开始下滑，表明产出缺口开始收合。现在谈论需求拉升通胀还为时过早，但也无需再等六个月之久。与此同时，随着美元走软，大宗商品价格开始上涨。

要控制低汇率政策对实体经济的影响，将需要提高利率(见第九大主题)。经历过 1997 年的金融危机后，亚洲企业普遍对负债保持警惕。目前企业负债水平较低，多数投资的资金均来自未分配利润。因此，利率上调对企业资本成本的影响较低。不过，虽然相对西方而言，亚洲购房行为的负债较低，但其中仍涉及抵押贷款。从亚洲标准来看住宅房地产市场仍是杠杆化的。因此，当利率走高时，房地产市场受到的冲击要大于制造业。

## 7. 政府干预和控制

自由市场信心受挫，经济管理大行其道。政府管理经济的使命感较过去十年间的任何时候都更强烈。从亚洲投资者的角度来看，两个领域最为重要：资本控制和贸易保护主义。

台湾央行总裁彭淮南 10 月曾表示，新台币存款账户中的外资已经达到该行认为可接受规模的五倍。11 月份台湾金融监管部门下令禁止海外投资者将资金转为定期存款，以防汇率投机。印度、印尼和韩国也纷纷表达了对于投机性资金流入影响的担忧。

## 重商主义政府不希望 本币升值

## 韩国自亚洲金融危机以来 一直进行货币化和冲销

## 台湾同样如此

## 很多亚洲经济体当前的资金 流入与过去相比均不算高

资金流入被视为可能推动本币升值的不良因素的事实凸显了我们在第五大主题中提出的看法：大部分亚洲当局仍是重商主义者。允许货币升值将在不提高本币价格的情况下使亚洲资产变得更加昂贵。起初，货币升值会吸引资金流入，但这只是暂时现象。汇率走强最终将促使国际收支向均衡水平靠拢。

然而，如果排除货币升值，还有两个选择可供采用。第一个选择就是简单地维持现状。1998 年以来亚洲央行已经有系统地货币化国际收支以维持低汇率。图 22 和 23 分别显示了韩国和台湾自 1998 年以来的累计经常项目盈余和外汇储备变化。

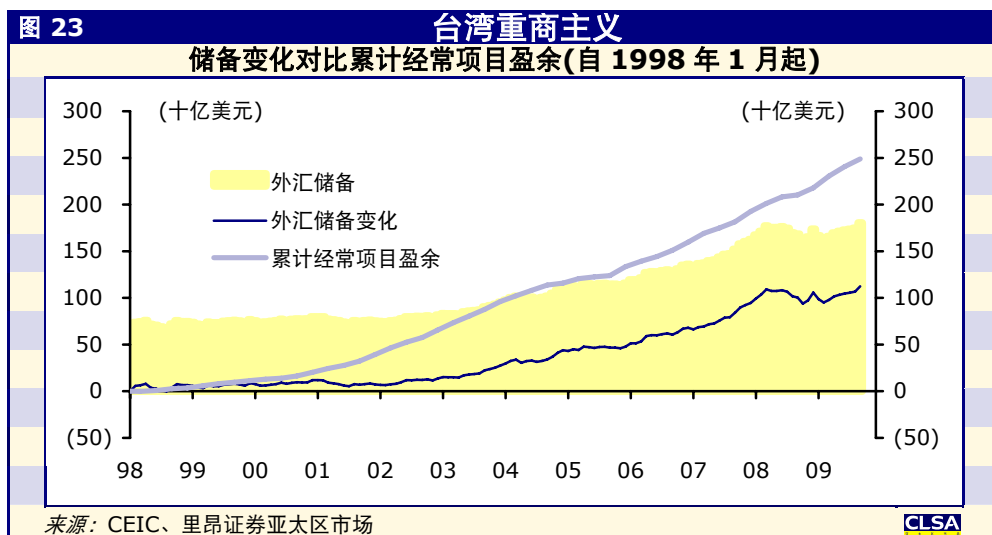
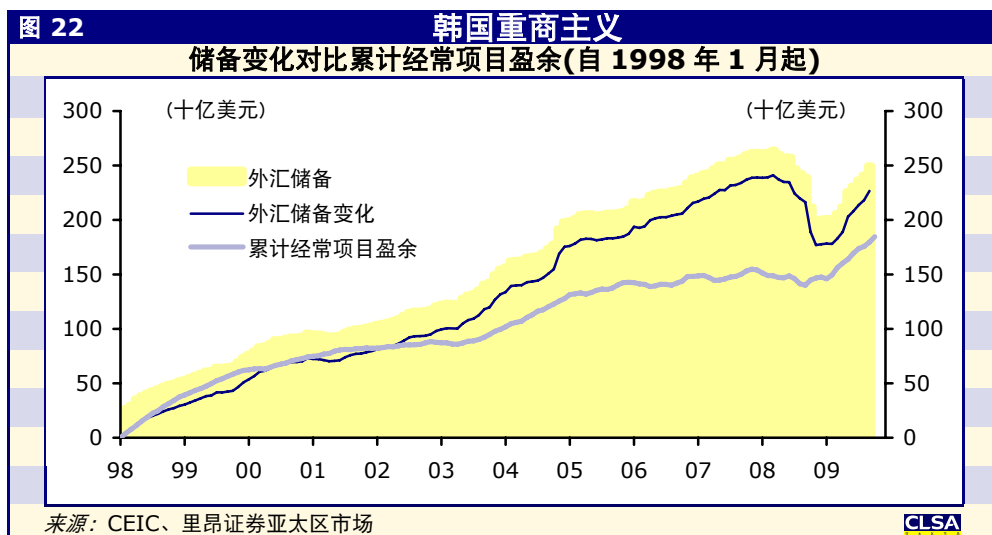


图 23 显示台湾外汇储备当前的增速在亚洲金融危机后并不算突出。在此基础上纵观整个亚洲(全套图表请参见[www.clsa.com](http://www.clsa.com)网站“Economics”页面中的“ChartRoom”), 可以发现外汇储备尤其是资金流入当前的增速普遍都不算高, 只有香港(联系汇率制妨碍了政策干预)、印度、韩国和泰国例外。包括台湾在内的其他经济体目前在控制汇率上所需付出的努力均低于以往。

不用说, 几乎所有亚洲经济体的储备增长都得到了冲销。从 CPI 通胀率来看, 大多数时候冲销工作都很有成效。如图 24 所示, 多数亚洲经济体自 1998 年以来的 CPI 通胀率均处在可接受的水平。

对储备增长的冲销颇有成效

台湾仍欢迎外资投资股市

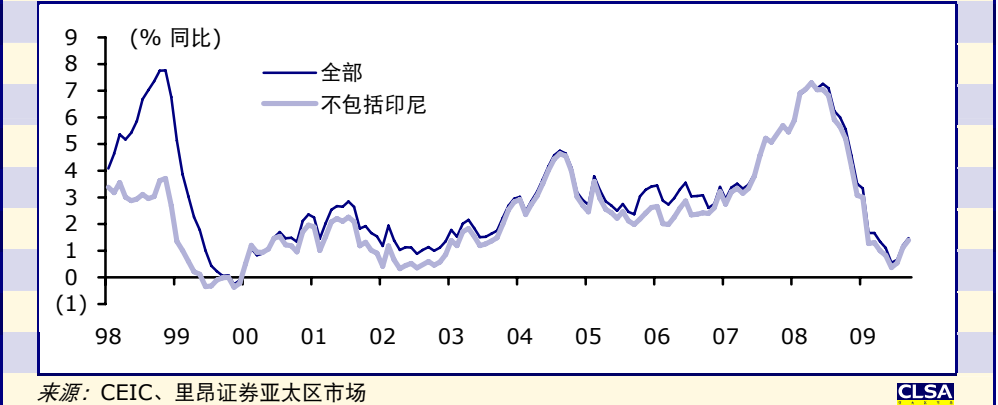
涌向韩国的流动性可能减弱

贸易摩擦可能在所难免

但我们认为这不足以推倒增长

制成品价格回升

图 24 平均通胀不成问题  
CPI 通胀(GDP 加权)



台湾已经采取行动限制资金流动的事实说明, 这些“从历史上来看正常”的水平并不意味着 2010 年不会出台资本控制措施, 但它确实提出了这种可能性。此外, 台湾对于资金流入的反对立场到底有多坚决也是一个问题。台湾确实已经限制外资流入其银行系统, 但台湾央行副总裁周阿定对此解释道: “外资申报用途是投资股市, 而央行的禁令旨在确保外资按申报用途行事”。这表明台湾仍欢迎外资投资本地股市。

韩国则是储备增长意味着在经常项目盈余之外资金流入大量货币化的例子。该国的例子也说明了这样一个事实: 虽然修正被低估的汇率最终将导致经常及资本项目盈余减少, 但汇率升值的过程将促使资金流入增加。相对历史正常水平, 韩元仍被低估, 但已经日益接近公允价值。与 2009 年相比, 2010 年韩国可能需要放松抑制本币汇率的努力。我们预计 2010 年冲销干预仍是监管部门的优先选择, 股市的资金流入也不会受到限制。应对通胀压力仍将采用传统手段: 上调利率(见第八和第九大主题)。

第二个问题则显得更为紧迫, 即西方的保护主义政策。2010 年失业率将成为摆在各国政府面前的一个亟待解决的政治问题。各国政府已经推出了尽可能积极的财政政策。“保护就业”只会为政治家赢得选票, 我们担心贸易紧张关系的恶化将在所难免, 因为在经济疲软的背景下西方政客们会竭尽全力拉拢选票。

就像不欢迎资本限制一样, 经济学家和投资者也都不会欢迎贸易限制。不过, 国际贸易限制对亚洲增长的破坏力应该较以往有所下降。亚洲贸易正日益以区内为中心。西方市场的重要性开始减弱。

中国的规模意味着它难免将成为大多数国际贸易纠纷的“目标”, 因此这一判断适用于中国自身显得相当重要。中国的轻工业正在由中国消费者而非出口的复苏拉动。政府干涉经济在任何时候都是不受欢迎的, 但不管怎样, 2010 年亚洲将实现快速增长。

## 8. 通胀与通缩并存

中国轻工业开工率恢复到制成品和出口价格企稳的水平仅用了 12 个月时间(见图 15 和 16)。亚洲其他地区有所落后, 但总体上制成品价格已经迅速企稳。

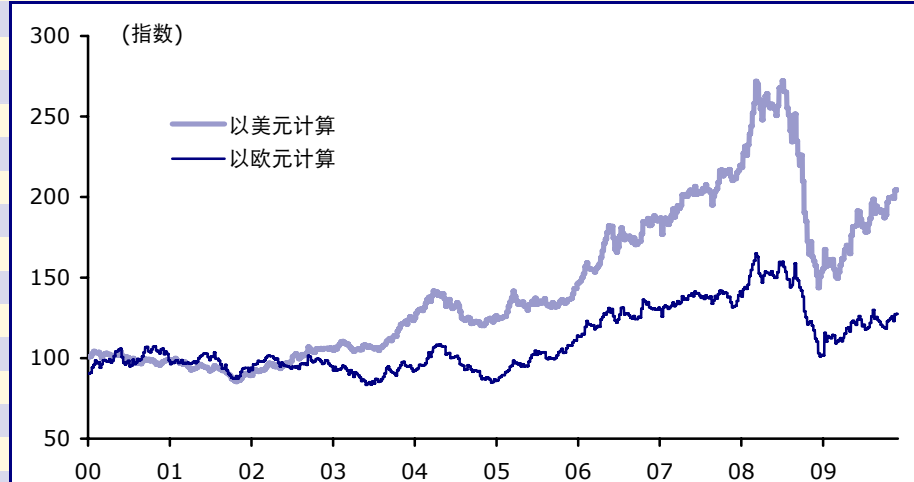
此外, 年初以来大宗商品价格不断回升。图 25 显示了过去 12 个月分别以欧元和美元计算的《经济学人》(The Economist)所有工业大宗商品价格指数走势。尽管新兴市场需求一直是大宗商品价格的推动力, 但以欧元和美元计算的两条趋势线之间的背离表明汇率效应也发挥着作用; 先是市场、而后是美联储创造了太多的美元。大宗商品成为对冲美元通胀的工具。

## 大宗商品价格走高

## 但这些还不足以催生通胀

## 季度环比变化引领同比

**图 25 大宗商品价格上涨**  
《经济学人》工业大宗商品价格指数(以美元和欧元计算)

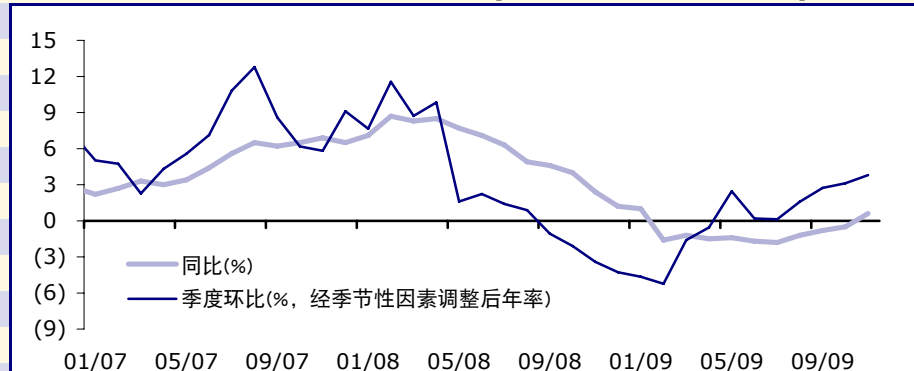


来源: Datastream、里昂证券亚太区市场

CLSA

要催生通胀, 仅仅大宗商品甚或制成品价格的上涨还不够。工资也至关重要。我们预计随着开工率(及生产率)的提升、产出缺口填平, 工资通胀将重返亚洲。实际上物价趋势已经开始恶化, 只不过被同比数据掩盖了: 以 2008 年第四季度(当时大宗商品价格仍在下跌)为基础来看同比形势依然不错。图 26 显示的中国 CPI 同比升幅及三个月环比变化则避免了这种历史失真。截至 11 月份的三个月 CPI 升幅经季节性因素调整后的年率为 3.8%。

**图 26 物价回升**  
中国 CPI 同比及季度环比变化(经季节性因素调整后年率)



来源: CEIC、里昂证券亚太区市场

CLSA

在增长加速、初级产品价格攀升和超宽松货币政策的综合作用下, 通胀快速重返毫不令人意外。除了国内采取超宽松货币政策外, 中国的汇率还盯住疲软的美元。虽然中国是一个极端的例子, 但成本攀升(透过盯住汇率制转化为本币价格)、增长快速反弹、超宽松货币政策这三大条件目前在亚洲地区普遍存在。因此, 图 26 所显示的物价趋势在亚洲具有普遍性。图 27 列出了亚洲各主要经济体 CPI 的同比变化以及最近三个月环比折合成年率的变化。结果显示除印尼、韩国(允许本币升值)和台湾(内需疲软)外, CPI 普遍攀升。



只有韩国、印尼和台湾目前  
物价走势为良性

食品和燃料价格对西方的  
收入构成挤压

美联储应该紧缩

但这种做的可能性不大, 因此  
可自由支配收入将受到挤压

有效刺激的问题……

……在于必须退出

亚洲利率将普遍上调

图 27 普遍问题

CPI 同比及季度环比变化(经季节性因素调整后年率)			
	% 同比	% 环比(经季节性因素调整后年率)	最后读数日期
中国内地	0.6	3.8	2009 年 11 月
香港	2.2	4.9	2009 年 10 月
印度(批发物价指数)	1.3	7.9	2009 年 10 月
印尼	2.4	4.1	2009 年 11 月
韩国	2.4	2.7	2009 年 11 月
马来西亚	(1.5)	3.1	2009 年 10 月
菲律宾	2.8	10.3	2009 年 11 月
新加坡	(0.8)	1.9	2009 年 10 月
台湾	(1.6)	(4.8)	2009 年 11 月
泰国	1.9	7.0	2009 年 10 月

来源: CEIC、里昂证券亚太区市场

CLSA

图 27 显示, 如果亚洲希望保持低汇率, 则必须保持警惕并提早加息。而加息在我们的大部分亚洲预测中都起到重要作用(见第九大主题)。不过, 西方的通胀风险情况则截然不同。在西方, 就业市场的现状依然疲软, 2010 年大部分时间都不会出现工资通胀。在这种情况下, 大宗商品和燃料价格通胀会对收入和非必需支出产生不受欢迎的挤压。由于这些产品是 CPI 指数的构成部分, 因此将在数字上对 CPI 产生影响, 但不会催生真正的通胀, 除非靠工资为生的人们能够通过工资的上涨来保护自己的实际收入。

我们认为在大多数情况下, 反映贸易损失的通胀应该都不会促使美联储采取政策行动。但这种看法只在大宗商品价格属外因时有效。图 25 中以美元和欧元计算所产生的差异表明, 美国的情况并非如此。美联储提早收紧政策可以抑制大宗商品价格通胀。

然而, 这种情况不太可能发生(见第九大主题), 2010 年大宗商品和燃料价格将继续上涨。如果将价格弹性低的必需品(食品、燃料、住所、医疗和教育等)支出从美国居民收入中剔除, 则过去六个月用于购买奢侈品(或偿还负债)的“可自由支配收入”并无增长。2010 年上半年它将继续承受压力, 并成为担心美国消费需求的一个理由。

## 9. 退出策略

2009 年财政政策、尤其是货币政策取得了非凡成就。通过实施超宽松政策, 各国政府阻止了经济的崩溃。但现在必须取消这些政策。2010 年将由政府 and 央行的退出策略所主导。

退出行动已经在澳大利亚展开; 澳大利亚央行在 10 月、11 月和 12 月接连加息。亚洲各大央行在这个问题上显得更加沉默。但在汇率持续低廉的背景下, 随着增长复苏、物价通胀重返和流动性大量涌入, 2010 年亚洲央行将不得不迅速上调利率。图 28 显示了我们未来 12 个月亚洲各主要经济体的货币政策预测。

图 28 亚洲利率预测

% 每年	政策/基准利率	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	4Q11
澳大利亚	现金目标利率	3.75	4.00	4.50	4.75	5.00	5.50
中国内地	1年期贷款利率	5.31	5.31	5.85	6.12	6.39	6.93
香港	3个月期香港银行同业拆息(Hibor)	0.10	0.10	0.20	0.30	0.70	2.50
印度	再回购利率	3.25	3.50	3.75	4.25	4.75	6.00
印尼	政策利率	6.50	6.50	6.75	7.00	7.25	8.00
韩国	隔夜拆款利率	2.00	2.00	2.25	2.50	3.00	4.75
马来西亚	隔夜政策利率	2.00	2.00	2.00	2.25	2.75	4.25
菲律宾	隔夜回购利率	4.00	4.25	4.50	4.75	5.25	6.75
新加坡	3个月期新加坡银行同业拆息(Sibor)	0.68	0.70	0.70	0.75	0.80	2.50
台湾	重贴现率	1.25	1.25	1.25	1.25	1.50	2.50
泰国	1天期回购利率	1.25	1.25	2.00	2.50	2.75	4.25

(Q: 季度) 来源: 里昂证券亚太区市场

CLSA

## 中国已经开始控制投资增长

## 2009 年第三季度固定资产投资占 GDP 的比重下降

## 我们对中国的通胀率预测上调至 3-4%

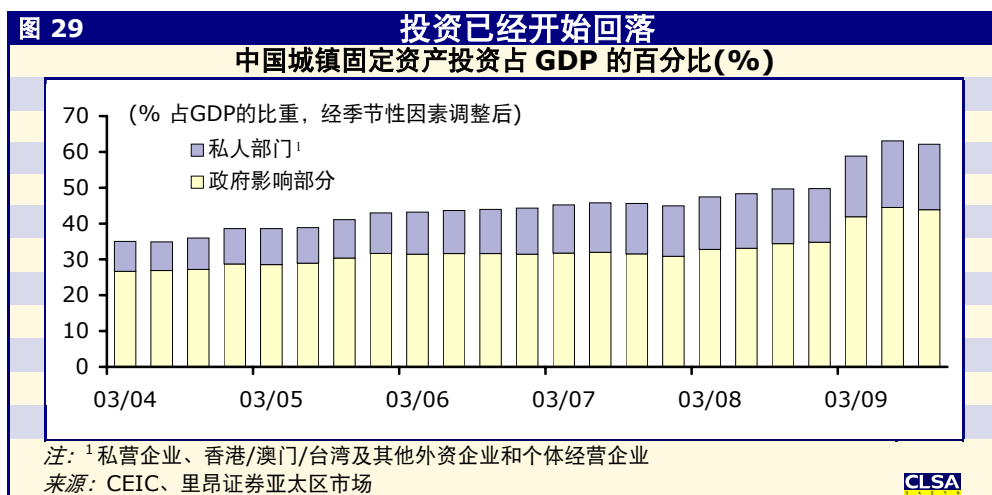
## 这足以支持加息

## 美国“假战争”

## 美联储资产负债表将收缩，但这是收紧吗？

亚洲的财政政策也将收紧。但最重要的还是中国。我们预计并希望中国会继续减少直接投资刺激，否则，如果我们对于中小企业投资加速的预期成为现实，中国经济将走向过热。令人鼓舞的是，中国控制投资增长在当前的数据中已经得到体现。图 29 显示了中国城镇固定资产投资占 GDP 的比重。该比重已经开始下滑，特别是国家主导的部分。月度数据显示第四季度这种趋势仍在继续。

我们并不认为总固定资产投资占 GDP 的比重会继续下滑，因为私人部门资本性支出(首先是住宅建设，随后是轻工业)将加速增长。但 2010 年总固定资产投资增长率将大大低于 2009 年。我们在 10% 的 GDP 增长预测中假设实际固定资产投资将增长 16%。



即使假设“投资增长率降低”，我们对中国 10% 的 GDP 增长预测也已经包含了净贸易的大幅拖累。此外，与 2009 年一样，进口的快速增长不仅会拖低实际 GDP 增长率，也会通过限制制成品价格的上涨而对通胀产生抑制作用。非贸易部门的通胀压力将继续积蓄。中国实地调研报告《Wet Market Report》显示基本食品价格不断上涨，12 月份的《Consumer Monthly》也显示居民对通胀的预期大幅增强。在贸易食品价格下降时我们预计这种“食品价差”将使中国 2010 年的通胀率保持在 2% 以下。但现在，随着制成品价格企稳(见图 15 和 16)，我们将该预测上调至 3-4%。

该预测数据包含了货币适度紧缩的影响。中国紧缩的实质一如既往将是定量性的。我们预计 2010 年贷款配额为人民币 6-8 万亿元，相当于同比增长约 15-19%。但利率也将上调。我们预计 2010 年贷款利率将调高 108 个基点，存款利率上调 54 个基点。从绝对值来看，这种货币政策对于一个名义 GDP 增长率达 11% 的经济体而言并不算“紧”，但问题在于市场能否认识到这一点。由于 2009 年的超宽松政策，任何反方向的转变都会被视为从紧。

市场认知与现实之间的差距在美国显得更重要，起初的增长乏力与去杠杆化意味着美国将出现一场“假战争”(phony war)：在美联储实际采取行动前，市场早已开始担心美联储收紧政策。

如前所述，我们预计美联储只会 2010 年底或 2011 年初开始加息。但在此之前美联储将收缩其资产负债表。本质上美联储仍是以利率为目标的央行。美联储并不将其资产负债表(或超额准备金)的规模视作可自行左右的目标变量。因此，它计划开始通过收紧(短期)货币市场操作降低银行超额准备金，同时维持长期债券头寸。市场会否继续对此感到安心则是另一回事。大多数市场参与者均将美联储资产负债表的规模视为“定量宽松”的关键变量。

我们对 2010 年美国经济增长持悲观态度

只有金融企业收入增长

我们希望看到非金融企业盈利复苏，但即便如此投资也将滞后

盈利周期与投资周期之间一般间隔 3-5 个季度

信心和利率至关重要

## 10. 美国复苏：更晚但会更快

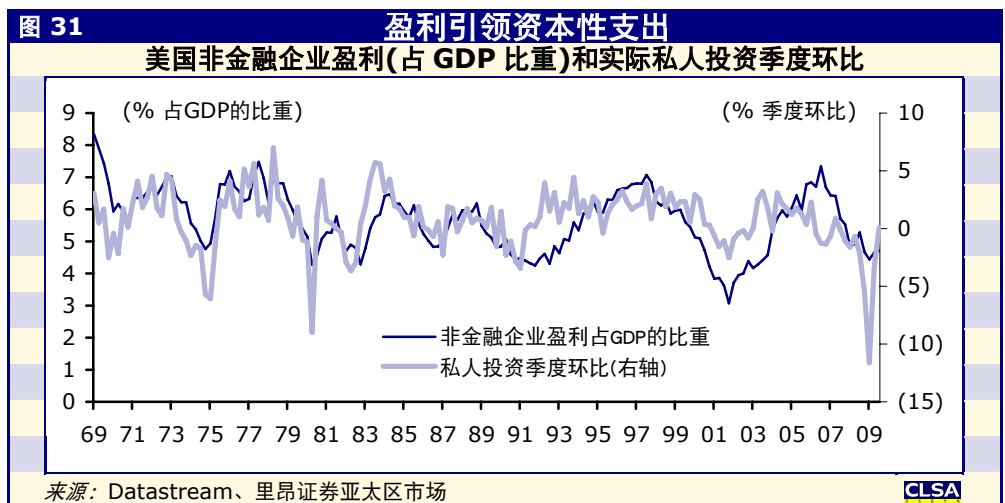
我们对 2010 年美国经济增长表示警惕。短期前景是去杠杆化持续、收入增长疲软以及个人消费支出乏力。如图 30 所示，事实上第三季度所有国民收入增长均来自企业部门。这是促使盈利增长以支持下一轮投资上行周期的必要过程，但显然会导致消费支出的疲软。

图 30 增长来自(金融)企业 美国国民收入及构成占比变化								
(十亿美元)	经季节性因素 调整后年率				对国民收入季度环比增长率的贡献 (%)			
	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09
<b>GDP</b>	<b>14,347</b>	<b>14,178</b>	<b>14,151</b>	<b>14,266</b>	不适用	不适用	不适用	不适用
加：来自国外的要素收入	714	580	571	581	不适用	不适用	不适用	不适用
减：对国外的要素支付	607	480	479	454	不适用	不适用	不适用	不适用
<b>等于：国民生产总值(GNP)</b>	<b>14,454</b>	<b>14,278</b>	<b>14,244</b>	<b>14,394</b>	不适用	不适用	不适用	不适用
减：固定资本消耗	1,881	1,884	1,864	1,852	不适用	不适用	不适用	不适用
减：统计误差	139	185	162	191	不适用	不适用	不适用	不适用
<b>等于：国民收入</b>	<b>12,434</b>	<b>12,209</b>	<b>12,218</b>	<b>12,352</b>	<b>(2.7)</b>	<b>(1.8)</b>	<b>0.1</b>	<b>1.1</b>
劳务报酬	8,030	7,826	7,816	7,838	(0.3)	(1.6)	(0.1)	0.2
业主收入(经存货估价和资本消耗调整)	1,084	1,038	1,028	1,039	(0.2)	(0.4)	(0.1)	0.1
个人租金收入(经资本消耗调整)	237	246	262	279	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>企业利润(经存货估价和资本消耗调整)</b>	<b>1,127</b>	<b>1,183</b>	<b>1,227</b>	<b>1,357</b>	<b>(2.6)</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>1.1</b>
国内金融企业	122	238	266	363	(1.3)	0.9	0.2	0.8
国内非金融企业	669	629	659	672	(0.8)	(0.3)	0.2	0.1
净利息及杂项支付	855	826	784	764	0.4	(0.2)	(0.3)	(0.2)
生产及进口税减去补贴	982	963	965	957	(0.2)	(0.2)	0.0	(0.1)
企业经常项目转移支付(净额)	132	138	145	125	0.1	0.0	0.1	(0.2)
公营企业经常项目盈余	(8.9)	(10.7)	(8.8)	(6.3)	0.0	0.0	0.0	0.0

(Q: 季度) 来源: www.bea.gov、里昂证券亚太区市场

CLSA

图 30 所显示的盈利增长令人鼓舞，但其贡献却非如此。企业盈利超过四分之三的增长来自金融部门。货币传导机制已经损坏。利率下调利好银行但对其他领域几乎毫无作用。只要当非金融企业盈利开始更大幅增长时，我们才会对投资复苏更抱信心。图 31 显示了非金融企业盈利(占 GDP 的比重)以及实际投资增长率。二者的相关性不言自明，但投资增长虽已触底，要可持续转正仍需一定时间。



盈利复苏需要多久才能带动投资复苏取决于企业信心和利率。大型企业的信心已经回升，但如图 32 所示，非上市企业的信心仍较脆弱。从机构调查(非农就业数据)和家庭调查(民间就业数据)所描述的就业市场形势的日益背离来看，小企业似乎也是不断攀升的失业来源。从美联储最新资金流动数据来看，非法人企业继续削减负债，法人企业则非如此。

美国小型企业仍相当低沉

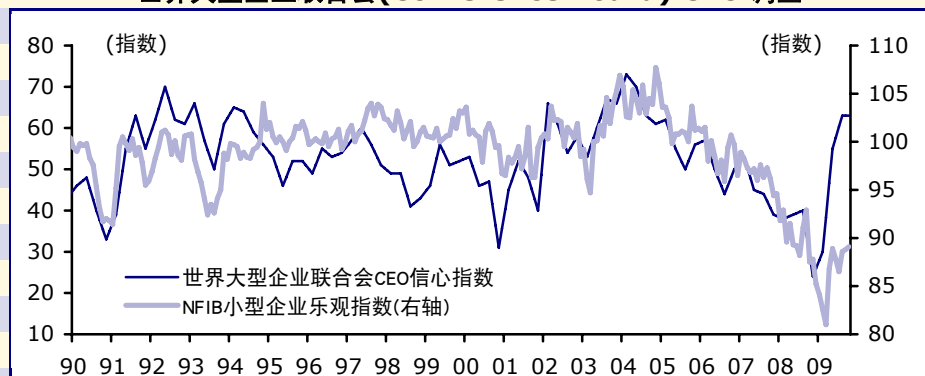
我们预计 2010 年上半年  
美国经济增长不如人意

但复苏到来时将相当有力

均值回归意味着资本性支出  
将快速增长

图 32 小型企业与大型企业背道而驰

美国独立企业联合会(NFIB)小型企业信心调查对比  
世界大型企业联合会(Conference Board) CEO 调查



来源: Datastream、里昂证券亚太区市场

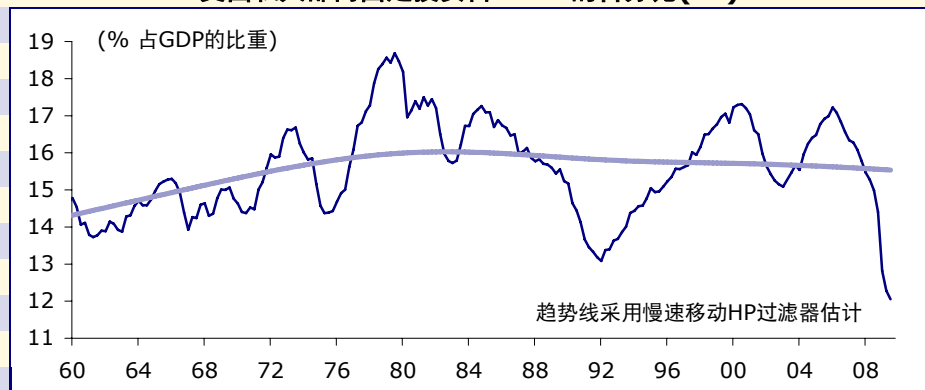
CLSA

到某个时候企业信心终将恢复，小型企业也不例外。利率将成为更棘手的问题。如图 18 所示，美国的复苏将发生在储蓄不足的状态下。美国私人部门净储蓄的任何下降都将与利率上调遭遇。这将推迟复苏。我们的核心情境是 2010 年上半年美国的增长不如人意，下半年才会有强劲数据出现。

然而，当复苏确实到来时将会相当有力。图 33 显示了私人部门投资对 GDP 的占比。2009 年第三季度该比率降至 12.6%。随着美国投资率向“正常”水平回升，增长也将快速扩张；而且由于支持这种投资的是未分配利润，即使信贷增长缺失也无大碍。届时美国储蓄不足的问题也会减轻：瞄准美国股市的投资组合资金流入将足以填补任何缺口。

图 33 投资率极度受压……

美国私人部门固定投资占 GDP 的百分比(%)



来源: Datastream、里昂证券亚太区市场

CLSA

耐用消费品的情形与之类似。图 34 显示了个人耐用品消费支出占 GDP 以及个人可支配收入的百分比。尽管不如投资明显，但均值回归仍表明：一旦商业周期触底、家庭收入增长开始复苏，耐用品消费支出也将快速增长。

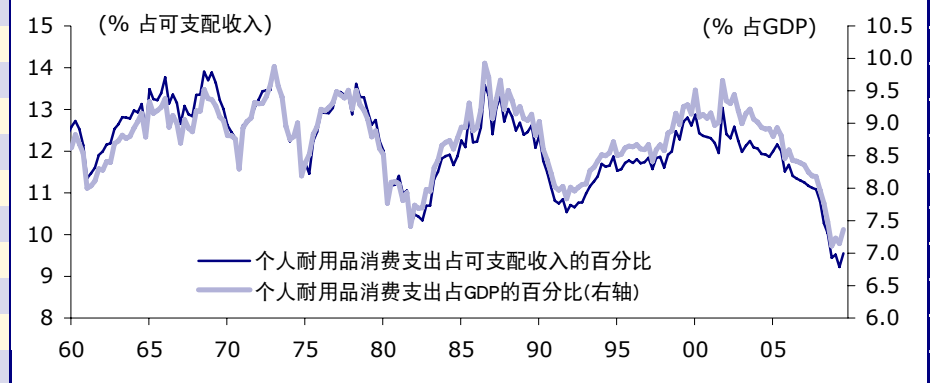
耐用品需求也将反弹

我们预计 2011 年美国  
GDP 将增长 4.1%

图 34

……耐用品消费亦如此

美国个人耐用品消费支出占 GDP 和可支配收入的百分比(%)



来源: Datastream、里昂证券亚太区市场

CLSA

这在实践上意味着, 虽然我们对美国 2010 年全年的增长预测相当之低, 只有 1.8%, 但我们对 2011 年持乐观态度。国际货币基金组织尚未公布对 2011 年的预测, 但经济合作与发展组织(OECD)11 月份的预测认为 2011 年美国经济增长有望增长 2.8%(高于 2010 年的 2.5%)。这一预测数据可能太过保守。我们对 2011 年美国 GDP 增长率的预测为 4.1%。



评注

## 环球视点

美国	里昂证券预测					市场普遍预测	
	2007	2008	2009 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>	2011 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>	2011 <sup>1</sup>
实际GDP增长率	2.0	1.1	(2.5)	1.8	4.1	2.7	2.8
消费价格(平均)	2.8	3.8	(0.4)	1.6	3.8	2.3	1.3
联邦基金利率(年底)	4.25	0 - 0.25	0 - 0.25	0.25	2.00	0.50	1.75
3个月期伦敦银行同业拆息(年底)	5.00	1.42	0.30	0.70	2.50	1.36	2.66
10年期美国国债(年底)	3.50	2.21	3.75	5.00	5.50	3.85	4.12
<sup>1</sup> 里昂证券预期、市场普遍预测和期货市场引申/远期利率(截至 2009 年 12 月 7 日)						CLSA	
来源: 经济合作与发展组织《世界经济展望》(OECD World Economic Outlook)、Datastream、里昂证券亚太区市场							

### GDP 增长率


- 尽管 11 月就业数据促使我们上调消费者支出短期预测, 但我们仍然认为直到下半年美国才会出现持续优于趋势的环比增长。复苏全面启动时将极为强劲。正如我们在 19-21 页所言, 投资与耐用品消费支出受到严重抑制, 均值回归预示着强劲反弹。我们预测 2011 年经济增长 4.1%。

### 通货膨胀

- 我们上调通胀预测, 因为制成品价格的企稳早于我们的预测。但工资通胀极小, 而这正是价格上涨趋势变得根深蒂固的必需因素(即便是在货币政策极度宽松的环境下)。居民消费价格指数通胀将在 2010 年受到抑制, 随后在 2011 年加速。

### 利率

- 市场目前预测美国将在 2010 年下半年加息, 我们预测直到岁末年初才会加息, 但美联储资产负债表的缩小将以“退出策略”为中心(见 17-18 页)。2011 年加息的步伐将较为迅速, 因为美联储试图再度引领趋势。融资成本提高及美联储巨额赤字意味着债券收益率将上升。我们预测到 2010 年年底 10 年期美国国债收益率将达到 5%, 并将在 2011 年进一步扩大。

欧元区	里昂证券预测					市场普遍预测	
	2007	2008	2009 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>	2011 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>	2011 <sup>1</sup>
实际GDP增长率	2.6	0.6	(4.1)	0.5	2.5	1.2	1.7
消费价格(平均)	2.1	3.3	(0.2)	1.0	2.8	1.1	0.7
7天期回购利率(年底)	4.00	2.50	1.00	1.75	2.50	1.75	2.50
3个月期欧元区银行同业拆息(年底)	5.00	2.89	0.75	2.00	2.90	1.88	2.73
10年期欧元债券(年底)	4.20	2.95	3.25	4.00	4.25	3.62	3.92
<sup>1</sup> 里昂证券预期、市场普遍预测和期货市场引申/远期利率(截至 2009 年 12 月 7 日)							
来源: 经济合作与发展组织《世界经济展望》、Datastream、里昂证券亚太区市场							

### GDP 增长率

- 我们将 2010 年欧元区经济增长率预测从 0%上调至 0.5%, 但欧元区仍将滞后。当 2011 年美国上行期令欧元区相形见绌时, 这种情况将愈加明显。我们预测欧元区 2011 年经济增速为 2.5%。2011 年年底之前失业率变化不大。

### 通货膨胀

- 作为本币对美元升值 18%的经济体, 欧元区的通胀表现并无可圈可点之处。调和 CPI 在 2009 年上半年环比微降后于第三季度企稳。欧元升值的滞后效应(且不论巨大的产出缺口)将在 2010 年大部分时间内抑制通胀: 我们预测 2010 年通胀率为 1%, 但此效应将在 2011 年迅速减退, 届时通胀率或将达到 2.8%。

### 利率

- 欧洲央行(ECB)透露了越来越多关于退出策略的细节。首先取消欧洲央行在市场需要流动性时引入的非常规举措(长期回购)。此类举措将于第一季度末撤销, 为欧洲央行在下半年初期的下一个步骤加息创造条件。我们预测 2010 年年底前利率的上调幅度为 75 个基点, 2011 年将进一步上调。

日本	里昂证券预测					市场普遍预测	
	2007	2008	2009 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>	2011 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>	2011 <sup>1</sup>
实际GDP增长率	2.3	(0.7)	(5.2)	1.8	1.5	1.4	2.0
消费价格(平均)	0.1	1.5	(1.2)	(0.9)	(0.2)	(0.9)	(0.4)
隔夜拆款利率(年底)	0.50	0.10	0.10	0.10	0.50	0.10	0.10
3个月期伦敦银行同业拆息(年底)	0.90	0.83	0.48	0.60	0.80	0.36	0.47
10年期政府债券(年底)	1.60	1.20	1.30	1.60	2.00	1.51	1.75
<sup>1</sup> 里昂证券预期、市场普遍预测和期货市场引申/远期利率(截至 2009 年 12 月 7 日)						CLSA	
来源: 经济合作与发展组织《世界经济展望》、Datastream、里昂证券亚太区市场							

## GDP 增长率

- 当前指标良好，我们小幅上调 2010 年增长预测。预计 GDP 同比增长 1.8%，消费(归因于日本民主党(DPJ)促进消费的政策)与出口(主要受惠于中国对零部件、原材料和投资商品的强劲需求)成为主导。我们预测 2011 年增长将放缓至 1.5%，相对落后于美国甚至欧元区。

## 通货膨胀

- 以上预测意味着日本经济增长将优于趋势。但我们预测在 2011 年年初之前产出缺口仍无法填补，因此通缩仍将持续。我们预测核心 CPI 在 2010 年下降 0.9%，2011 年进一步下降 0.2%。

## 利率

- 日本似乎想要反驳利率降至零时唯一可行的政治举措是收紧这个真理。日本央行(BoJ)在讨论如何进一步放宽政策。我们预测在 2011 年之前政策利率将维持在目前 0.1% 的水平。2010 年债券收益率首先会下降，其后艰难的财政状况则预示着曲线将会更陡。我们预测 2010 年年底 10 年期日本国债收益率为 1.6%，2011 年将更高。

中国	里昂证券预测					市场普遍预测	
	2007	2008	2009 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>	2011 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>	2011 <sup>1</sup>
实际GDP增长率	13.0	9.0	9.0	10.0	10.0	9.6	9.3
消费价格(平均)	4.8	5.9	(0.8)	3.5	4.0	2.6	不适用
1年期存款利率(年底)	4.1	2.3	2.3	2.8	3.3	更高	不适用
1年期贷款利率(年底)	7.5	5.3	5.3	6.4	6.9	更高	不适用
人民币兑美元汇率(年底)	7.32	6.83	6.83	6.57	6.20	6.63	6.33
<sup>1</sup> 里昂证券预期、市场普遍预测和期货市场引申/远期利率(截至 2009 年 12 月 7 日)						CLSA	
来源: 经济合作与发展组织《世界经济展望》、Datastream、里昂证券亚太区市场							

## GDP 增长率

- 中国将持续高速增长，消费与投资的扩张双双超过 GDP 增速。这突显出净贸易对增长的“拖累”，而净贸易正是中国拉动其他亚洲经济体共同增长的动力。我们维持 2010 年中国 GDP 增长 10% 的预测，国内支出增长 16%。2011 年 GDP 增速也接近 10%，不同的是内需增长放缓而出口走强。

## 通货膨胀

- 制成品价格的企稳速度快于我们的预测，生产要素市场和食品市场或已经趋紧或可能在 2010 年迅速趋紧令我们上调通胀预测。目前我们预测 2010 年 CPI 通胀率为 3-4%，2011 年通胀将很难放缓。

## 汇率与利率

- 我们调整了汇率预测。中国重振轻工业的速度意味着对出口依赖的减轻。有鉴于此，走强的人民币可被作为政治工具(缓解美国贸易压力)以及经济工具(开始抑制通胀)。我们预测人民币从 2010 年第二季度开始升值。此外还存在加息的可能，预计 2010 年贷款和存款利率分别上调 108 个基点和 54 个基点。

贸易与大宗商品	里昂证券预测					市场普遍预测	
	2007	2008	2009 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>	2011 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>	2011 <sup>1</sup>
油价(布兰特原油平均价格)	72.6	98.5	60.1	75.0	80.0	82.4	87.8
油价(布兰特原油年底价格)	93.8	45.6	78.0	80.0	80.0	85.2	88.9
商品研究局指数(年底)	358.7	229.5	290.0	310.0	330.0	280.0	不适用
金价(年底)	836.7	882.1	1,100	1,350	1,500	1,177	1,233
全球贸易量	7.3	3.0	(11.9)	2.0	10.0	不适用	不适用
<sup>1</sup> 里昂证券预期、市场普遍预测和期货市场引申/远期利率(截至 2009 年 12 月 7 日)						CLSA	
来源: 经济合作与发展组织《世界经济展望》、Datastream、里昂证券亚太区市场							

## 油价

- 自 2 月以来, 油价以欧元计算已经翻倍, 以美元计算也已上涨 130%。展望未来, 我们预计需求增长良好, 2010 年中国和新兴亚洲国家及地区将引领增长趋势, 2011 年美国也将实现快速增长。但油价已经反映了大部分增长, 短期内存在回调风险。我们预测 2010 年布兰特原油价格的均值在每桶 75 美元, 2011 年适度上涨。

## 工业

- 我们预测工业大宗商品也将出现类似趋势。2010 年亚洲的强劲增长及我们预料的 2011 年美国快速复苏将推动实体市场向好。但美元走软已经令 2009 年提前录得大部分收益。短期内我们预测价格在上涨(按美元和欧元计算)之前将出现回调。

## 全球贸易

- 在中国需求的拉动下, 亚洲贸易复苏极为迅速。2010 年这种状况将会持续, 因为随着中国耐用消费品需求的提升, 亚洲贸易将越来越以本地区为中心。2011 年将出现下一轮加速, 中国耐用消费品需求无理由放缓, 同时美国消费者终将再显实力。

汇率	里昂证券预测					远期	
	2007	2008	2009 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>	2011 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>	2011 <sup>1</sup>
美元兑欧元汇率(年底)	1.50	1.39	1.48	1.60	1.55	1.49	1.48
日元兑美元汇率(年底)	110.0	90.6	95.0	105.0	110.0	89.4	87.8
美元兑英镑汇率(年底)	2.00	1.45	1.64	1.65	1.65	1.64	1.64
日元兑欧元汇率(年底)	165.0	125.9	140.6	168.0	170.5	133.2	129.9
英镑兑欧元汇率(年底)	0.75	0.95	0.90	0.97	0.94	0.91	0.90
<sup>1</sup> 里昂证券预期、市场普遍预测和期货市场引申/远期利率(截至 2009 年 12 月 7 日)						CLSA	
来源: 经济合作与发展组织《世界经济展望》、Datastream、里昂证券亚太区市场							

## 欧元

- 美元已经走强, 2009 年结束时非常接近我们之前的预测(1.45 美元兑 1 欧元)。尽管 11 月的就业数据令美国采取收紧政策变得可信, 我们仍然认为欧洲将率先加息。除短期息差之外还有其他原因支持卖出美元: 美国储蓄不足并且需要吸引海外资本。我们建议在年中汇率达到 1.60 美元兑 1 欧元时做多欧元。预计欧元升值幅度不会超过该水平, 因为 2011 年美国经济的远强于欧洲经济。

## 日元

- 日元显然面临威胁, 它是做空头寸无任何政策风险的唯一主要货币。日本央行眼下的担忧是当美联储(比较遥远)和欧洲央行(更加迫近)都计划采取退出策略时, 能在多大程度上放宽政策。建议做空日元对美元及日元对欧元。

## 英镑

- 英镑汇率一直稳定在 1.65 美元兑 1 英镑左右, 我们预测这种状况将持续, 这意味着 2010 年上半年英镑的表现不及欧元。

评注



## Eric Fishwick

eric.fishwick@cls.com  
(852) 26008033

## 向消费拉动转型

- ☞ 中国政府已经开始减慢投资，否则 2010 年中国经济会过热。
- ☞ 中国出台的家电补贴政策令人振奋，使亚洲其他地区也受到提振。
- ☞ 2010 年政策面将会从紧。但如果美国经济复苏，2010 年中国经济将很难放慢增长步伐。

## 内生动力

中国第三季度 GDP 增长率略低于我们的预期，因此我们将 2009 年全年预期下调至 9%。但这应该无碍于自 2008 年第四季度疲软后显著反弹的中国经济。首先，加速增长仍会持续。两大制造业采购经理人指数均表明，第四季度月环比增速将快于第三季度。其次，由于实际贸易盈余向赤字移动，广义 GDP 数据低估了国内经济的增长速度。月度城镇固定资产投资和零售额数据表明，2009 年第一至第三季度消费和投资的增长对这三个季度的 GDP 增长足以贡献超过 20 个百分点！这是惊人的扩张。事实上它已经开始拉高通胀。

## 不为增长而增长

认为中国政府不会为了增长而增长的判断看来是正确的。第三季度同比 8.9% 的增长率从季度环比来看意味着放缓(从第二季度的环比增长 3.9% 放缓至第三季度的环比增长 2.5%)。这在一定程度上在所难免，因为第一季度比较基数低。然而，随着经济的加速，中国政府已经开始迅速收回刺激措施。正如我们在第 18 页提到的，2009 年上半年投资的大幅增长开始在第三季度消退。信贷增长也从夏季开始减速。

## 向消费拉动转型

投资的大幅增长在支持经济活动和信心方面发挥了关键作用。若非如此其他政策恐怕均难以奏效。但现在随着任务的完成和经济的企稳，基建和国企投资已经不再是增长的主要推动力。现在，中国消费者担起了这个重任。

## 历史数据与预测摘要

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009cls	2010cls	2011cls
实际 GDP 增长率	10.0	10.1	10.4	11.6	13.0	9.0	9.0	10.0	10.0
内需增长率	9.4	6.5	4.9	6.4	7.4	4.3	15.4	15.9	11.5
名义 GDP 增长率	12.9	17.7	14.6	15.7	21.4	16.9	7.8	11.1	14.4
消费价格(年底)	3.2	2.4	1.6	2.8	6.5	1.2	0.6	4.0	4.0
1 年期存款利率(% 年底)	2.0	2.3	2.3	2.5	4.1	2.3	2.3	2.8	3.3
人民币兑美元汇率(年底)	8.28	8.28	8.08	7.82	7.32	6.83	6.83	6.57	6.20
狭义货币供应量 M1(年底)	18.7	13.6	11.8	17.5	21.0	9.1	35.0	25.0	22.0
经常账差额(十亿美元)	45.9	68.7	160.8	253.2	371.8	426.1	256.4	(16.9)	(138.8)
- 占名义 GDP 比重(%)	2.8	3.6	7.2	9.5	11.0	9.8	5.4	(0.3)	(2.2)
公共部门赤字(% 占 GDP 比重)	2.2	1.3	1.2	0.8	(0.6)	0.4	5.0	7.0	3.0

(cls: 里昂证券预期) 注: 除特别说明外, %均为年度同比

来源: 国际货币基金组织(IMF)、世界银行(The World Bank)、中国经济新闻(China Economic News)、CEIC

CLSA

在本期《观点：**2010 新年十大经济主题**》中我们详细阐述了“中国消费支出”并将之列为十大主题之首(最重要的主题)。简单来说，中国对耐用消费品的需求正显示出惊人的收入和价格弹性。这一点从家电、消费电子、汽车等产品销售的大幅增长中可见一斑。这种需求在六个月内稳定住了中国轻工业出厂价格(参见中国实地调研团队的中小企业季度调研报告《**SME Quarterly**》)。中国对亚洲其他地区的产品需求(包括零部件及原材料需求)正在令全球受益。

中国政府为家电和汽车购置提供补贴的决定起到推动作用。此项决策令人振奋，彰显出中国正处在收入甜蜜点的事实：居民拥有可支配收入但很多产品的自有率还很低。位于此甜蜜点，又得到收入趋稳、信心大振、价格下降等因素的配合，耐用品需求大幅增长。对于整个亚洲而言，这是中国政府出台的最重要的一项政策，原因很简单，中国消费者所需要的正是亚洲其他地区所能供给的。

## 投资减少 消费增多

我们预计国家直接投资将继续收缰，2010 年私人建设和中小企业资本性支出的增长将强于 2009 年。我们估计，以实际值计算，总体固定资产投资增速将从 2009 年的 33%放缓至 16%的更正常水平。消费将加速增长。中央经济工作会议已经暗示，政府仍致力于推动经济向消费拉动型增长模式转变。国家主席胡锦涛和国务院总理温家宝在闭幕讲话中指出，政府将进一步做好家电、汽车下乡工作，并将继续实施在城镇推行的一系列政策。

这些政策实施的时间越长，其必要性就会越低。中国的中小企业已经重启招聘活动，据观察用工紧张迹象再度显现。虽然这属于劳动力矛盾而非匮乏，但鉴于劳动力需求走强，加之居民预期物价上涨，我们预计 2010 年工资将强劲增长。构成整个等式的最后一个要素是中小企业的开工率。如同 2006 和 2007 年，就业人口人均产出的增加将使工资增长成为可能。

### GDP 增长预测

#### 政府预测

更新：12 月  
2010：8.0

#### 市场普遍预测

更新：12 月  
2010：9.6

#### 里昂证券预测

2010：10.0

CLSA

### 里昂证券差异

#### GDP 增长

□ 我们的预测略高于市场普遍预测，但对内需的看法差异较大。

#### 通货膨胀

□ 因此，我们对通胀的预测高于市场普遍预测。

#### 利率与汇率

□ 在 11 月非农就业数据公布后，我们的升值预期超出不可交割远期市场隐含的人民币升值空间。

CLSA

中国内地数据					
	2007	2008	2009clsa	2010clsa	2011clsa
<b>实际 GDP 细目</b>					
私人消费 <sup>1</sup>	11.5	9.9	17.0	20.5	18.0
公共消费	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
固定资本形成总值 <sup>2</sup>	11.3	12.1	33.0	15.9	10.6
内需	7.4	4.3	15.4	15.9	11.5
出口、商品和服务 <sup>3</sup>	23.1	14.4	(9.9)	9.4	22.8
进口、商品和服务 <sup>3</sup>	15.9	8.2	1.9	29.0	29.2
<b>实际 GDP 增长率</b>	<b>13.0</b>	<b>9.0</b>	<b>9.0</b>	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>
<b>价格</b>					
消费价格(年底)	6.5	1.2	0.6	4.0	4.0
消费价格(平均)	4.8	5.9	(0.8)	3.5	4.0
出厂价格(年底)	5.4	(1.1)	(5.5)	2.5	3.5
<b>汇率及利率</b>					
人民币兑美元(年底)	7.32	6.83	6.83	6.57	6.20
人民币兑美元(平均)	7.60	6.95	6.83	6.70	6.39
1 年期存款利率(% 年底)	4.1	2.3	2.3	2.8	3.3
1 年期贷款利率(% 年底)	7.5	5.3	5.3	6.4	6.9
<b>对外部门</b>					
出口(美元, % 同比)	25.8	17.6	(17.5)	10.0	25.0
进口(美元, % 同比)	20.3	18.7	(10.0)	35.0	28.0
贸易差额(十亿美元)	315.4	360.7	217.0	(2.9)	(42.8)
经常账差额(十亿美元)	371.8	426.1	256.4	(16.9)	(138.8)
- 占名义 GDP 比重(%)	11.0	9.8	5.4	(0.3)	(2.2)
外商直接投资(十亿美元)	121.4	94.3	29.2	36.5	47.5
调整后的资源差距(% 占 GDP 比重)	14.6	12.0	6.0	0.4	(1.4)
外债(总量, 十亿美元)	373.6	374.7	不适用	不适用	不适用
外债偿还率(% 占出口比重)	2.0	1.8	不适用	不适用	不适用
国际储备(十亿美元, 年底) <sup>1</sup>	1,528.2	1,946.0	2,400.0	2,569.6	2,628.3
<b>货币供应</b>					
狭义货币供应量 M1(年底)	21.0	9.1	35.0	25.0	22.0
广义货币供应量 M2(年底)	16.7	17.8	30.0	20.0	15.0
金融机构贷款(年底)	16.1	18.8	35.0	19.2	16.0
金融机构贷款(% 占 GDP 比重)	101.7	103.4	129.5	138.9	140.8
<b>政府部门</b>					
公共部门赤字(% 占 GDP 比重)	(0.6)	0.4	5.0	7.0	3.0
<b>名义 GDP</b>					
名义 GDP(十亿美元)	3,385.5	4,326.2	4,744.4	5,373.3	6,450.3
人均名义 GDP(美元)	2,562	3,258	3,555	4,006	4,785
名义 GDP(人民币十亿元)	25,730	30,067	32,404	36,001	41,185
名义 GDP(人民币, % 同比)	21.4	16.9	7.8	11.1	14.4
<b>其他数据</b>					
工业生产	18.5	12.9	12.0	16.0	20.0
零售销售	16.8	21.6	16.0	24.0	22.0
失业率(% 年底)	4.0	4.2	不适用	不适用	不适用
人口(百万)	1,321	1,328	1,335	1,341	1,348
(clsa: 里昂证券预期) 注: 除特别说明外, %均为年度同比 <sup>1</sup> 经 CPI 平减; <sup>2</sup> 经 GDP 平减指数平减; <sup>3</sup> 经估计商品和服务平减指数平减; <sup>4</sup> 中国央行外汇余额 来源: 国际货币基金组织、世界银行、中国经济新闻、CEIC					

消费支出推动明年经济增长。

放缓经济增长, 固定资产投资首当其冲。

出口加速, 净出口小幅拖累增长。但由于中国的产出缺口被完全填平, 2011 年仍会构成拖累。

持续通胀表明 2011 年中国将竭力给经济降温……

……尽管利率和汇率走高。

我们预计仍是赤字。2011 年赤字增加折射出以实际值计算净贸易对增长的拖累。

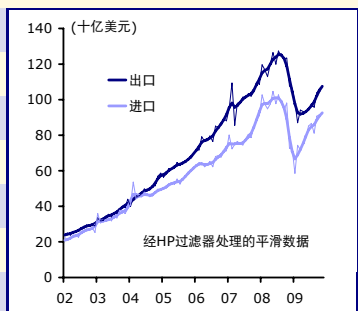
人民币缓慢升值支持资本流入。尽管如此, 在经常账盈余之下, 外汇储备增速大大放缓。

贷款利率升速将快于存款利率。

财政政策尽快收紧。

2011 年出口辅助内需。

出口与进口



CLSA

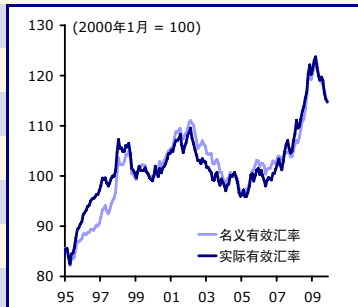
## 利率与汇率双双走高

生产力的增长意味着工资上涨不会成为成本通胀的一个来源，但它会收紧供需环境。这将令进口保持快速增长，但在国际贸易不活跃的领域通胀压力将会攀升。即使有进口增加的“安全阀”，我们仍将 2010 年的通胀率预期调高至 3-4%，原因在于制成品价格的企稳早于我们原先的估计。

这足以支持利率的上调。我们预计政策利率将从第二季度开始调高，到 2010 年底贷款利率累计收紧 108 个基点。存款在 2009 年增速较快，我们预计存款利率的升幅会小些，到 2010 年底累计升高 54 个基点。

此外，相对上一期《亚洲经济聚焦》，现在我们对汇率的看法有所调整。上一阶段促使人民币升值的因素有三个：美元疲软、中国需要给经济降温以及通胀。我们预计 2010 年类似因素将会再现。我们预计，人民币对美元将从 2010 年第二季度开始升值。但升值速度将相当缓慢。到 2010 年底我们预计人民币兑美元汇率将较目前的现汇水平走强 4% (折合成年率的升值幅度略高于 5%)。与此同时，人民币对欧元仍将贬值 (参见第 10-12 页)。

人民币名义有效汇率和实际有效汇率

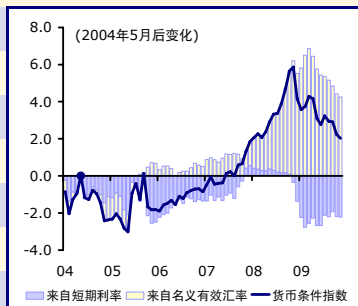


CLSA

## 2011 年类似但不雷同

这些政策将适度放缓中国经济的增速。但我们预计 2011 年美国经济增长率将超过 4%，这将透过国际贸易推动中国经济增长。由于没有产出缺口，2011 年净贸易仍将对中国的增长构成拖累，但这种拖累作用会大大小于 2010 或 2009 年。我们预计 2011 年中国经济的增速将保持在 10% 左右，出口表现的改善将抵消固定资产投资的进一步放缓；同时，预计 2011 年通胀率将保持在 4% 左右。

货币政策条件指数



CLSA

汇率预测

期末	每年				未来一年(按季度)			
	2008	2009clsa	2010clsa	2011clsa	1Q10clsa	2Q10clsa	3Q10clsa	4Q10clsa
人民币兑美元	6.83	6.83	6.57	6.20	6.83	6.74	6.66	6.57
人民币兑 100 日元	7.54	7.19	6.26	5.64	6.83	6.74	6.50	6.26
人民币兑英镑	9.97	11.20	10.84	10.23	11.27	11.12	10.99	10.84
人民币兑欧元	9.49	10.11	10.51	9.61	10.59	10.78	10.66	10.51
备忘录: 美元兑欧元	1.39	1.48	1.60	1.55	1.55	1.60	1.60	1.60
备忘录: 日元兑美元	90.6	95.0	105.0	110.0	100.0	100.0	102.5	105.0

(Q: 季度; clsa: 里昂证券预期)

## Anthony Nafte

tony.nafte@clsa.com  
(852) 26008320

## 2010 与 2011 共荣

- ☞ 服务业收入的增长将刺激投资增长，劳动力市场的巩固将促进消费。
- ☞ 因信贷需求疲软，迅速扩张的流动性未被传导至实体经济。
- ☞ 由于内需得到巩固，信贷增长将反弹，但通胀也将快速攀升。

## 资本性支出及消费前景光明

零售销售、贸易流和服务业收入在 2009 年底齐增。这将提高 2010 年的增长平台。中国内地持续的贸易投资和旅游客流将提振香港的投资和消费增长，我们随之将 2010 年的实际 GDP 增长预测调高至 5.2% (较 2009 年第四季度《亚洲经济聚焦》和市场预测分别高出两个和一个百分点)。我们预计美国经济的复苏将在 2011 年全面展开，这将意味着香港贸易和投资流的持续上升。我们预计 2011 年的实际 GDP 将延续强劲势头，增长 5.4%。

服务业收入的反弹提振了商业信心，并将刺激投资的进一步增长。经历两年的萎缩后，我们预计 2010 和 2011 年的实际投资将分别增长 9% 和 9.4%。商业收入在 2009 年第一季度大幅下滑，而后反弹两个季度，但在 2009 年 9 月仍然处于同比下降趋势 (不过 2009 年第四季度透露进一步锐增迹象)。香港采购经理人指数在 8 月份突破 50 点分水岭 (反映出服务业的扩张)，并持续攀升直至在 11 月创下两年新高。

2009 年底零售销售的有力升势反映出个人消费稳定增长。消费信心得到重振。尽管对财富效应的估计不尽相同，但资产价格上涨这一利好因素不容忽视，它刺激了居民消费的增长。股市自 3 月底起已上涨逾 50%，截至 2009 年底，住宅房地产价格大幅超过十年均值 45%。

劳动力市场的巩固从基本面支撑了稳固的消费前景。失业率在 2009 年第三季度触顶于 5.4%，有迹象显示招聘信心得到改善。Manpower Professional 公司 2009 年 12 月的一份调查显示，17% 的企业在 2009 年第一季度有新的招聘计划 (高于 9 月调查的 11%)，其中大部分属于新增而非顶替职位。

## 历史数据与预测摘要

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009clsa	2010clsa	2011clsa
实际 GDP 增长率	3.0	8.5	7.0	7.0	6.3	2.4	(3.0)	5.2	5.4
本地最终销售	(0.5)	5.2	2.6	5.6	6.8	1.1	(0.7)	5.8	5.7
名义 GDP 增长率	(3.3)	4.6	7.0	6.7	9.5	3.8	(2.3)	9.8	13.0
消费价格(年底)	(1.2)	0.6	1.3	1.9	3.4	4.7	0.9	5.9	5.5
3 个月期香港银行同业拆息(% 年底)	0.1	0.3	4.2	3.8	3.3	0.9	0.1	0.4	1.2
港元兑美元汇率(年底)	7.74	7.77	7.77	7.77	7.80	7.75	7.75	7.75	7.75
狭义货币供应量 M1(年底)	39.8	17.2	(10.3)	13.1	25.4	4.7	50.0	37.0	27.0
经常账差额(十亿美元)	16.5	15.7	20.2	22.9	25.5	30.7	21.8	24.2	27.7
- 占名义 GDP 比重(%)	10.4	9.5	11.4	12.1	12.3	14.2	10.3	10.4	10.5
公共部门赤字(% 占 GDP 比重) <sup>1</sup>	3.2	(1.6)	(1.1)	(3.9)	(7.5)	(0.1)	2.8	2.1	0.7

(clsa: 里昂证券预期) 注: 除特别说明外, %均为年度同比; <sup>1</sup> 财政年度从 4 月份开始

来源: CEIC、里昂证券预期、香港政府

CLSA



随着全球贸易的反弹，香港转口贸易 2009 年底的季环比增速折合成成年率加快至 26%。我们预计随着全球库存周期的减弱和持续疲软的美国消费需求，贸易流将在 2010 年上半年趋缓。而来自中国内地的持续需求将支撑包括香港转口贸易在内的区域贸易流。中国内地对香港的影响远超出贸易范畴，旅游业和投资都从中获得显著提振。内地对港直接投资份额增长至约 40%。眼下更为明显的影响将是持续从内地涌入香港的“热钱”。

## 流动性扩张但信贷萎缩

货币基础自 2008 年 10 月起大幅扩大，期间间歇(但临时)性地受香港金管局的干预而停顿。2009 年 11 月 25 至 12 月 8 日的总余额达 41 亿港元，该数据用于衡量香港银行间市场流通量(即货币基础中的现金部分)。这表明 2009 年底有持续大量的流动性进入香港。

这引发了对香港通胀飙升和资产泡沫的担忧。迄今为止，储备货币增长向实体经济的缓慢转移缓解了这种风险。这一点从受抑制的信贷增长(抵押贷款除外)和下滑的货币乘数中可见一斑。银行信贷在 2009 年 10 月按季环比萎缩 8%(折合成成年率)，拖累港元贷存比率从 2008 年 8 月 84% 的峰值下滑至 70% 以下。货币乘数(广义货币供应量 M3 占货币基础的比率)从 2008 年中期的 18 大幅下降至 7.5。

如何解释扩张的流动性与受抑制的信贷增长之间的明显脱钩？原因在于银行信贷并非受到储备货币可得性的限制，而是贷款意愿或合适借款人的缺乏。然而，随着企业和居民信心的改善以及收入与就业前景趋于稳定，2010 和 2011 年的信贷需求将增长。这巩固了我们强劲的投资和消费预测，但也给未来两年通胀的加速攀升敲响了警钟。

## GDP 增长预测

### 政府预测

更新：  
2010: 不适用

### 市场普遍预测

更新: 12 月  
2010: 4.2

### 里昂证券预测

2010: 5.2

CLSA

## 里昂证券差异

### GDP 增长

□ 我们的预测高于市场预期，预计投资和消费增长将强劲反弹。

### 通货膨胀

□ 基于我们强劲的内需预测，我们预计通胀会更急剧攀升。

### 利率与汇率

□ 香港银行同业拆息将紧跟美联储设定的货币政策路线。

CLSA

香港数据					
	2007	2008	2009clsa	2010clsa	2011clsa
<b>实际 GDP 细目</b>					
私人消费	8.5	1.5	(0.6)	5.0	5.2
公共消费	3.0	1.7	2.8	3.6	1.0
固定资本形成总值	3.4	(0.5)	(2.6)	9.0	9.4
本地最终消费	6.8	1.1	(0.7)	5.8	5.7
出口、商品和服务	8.3	2.7	(10.5)	14.7	21.8
进口、商品和服务	9.2	2.0	(9.6)	13.9	20.5
<b>实际 GDP 增长率</b>	6.3	2.4	(3.0)	5.2	5.4
<b>价格</b>					
消费价格(年底)	3.4	4.7	0.9	5.9	5.5
消费价格(平均)	1.3	5.6	1.1	4.0	5.8
<b>汇率与利率</b>					
港元兑美元(年底)	7.80	7.75	7.75	7.75	7.75
港元兑美元(平均)	7.80	7.78	7.75	7.75	7.75
3 个月期香港银行同业拆息(% 年底)	3.3	0.9	0.1	0.7	2.5
最优惠利率(% 年底)	6.8	5.0	5.0	5.3	6.8
<b>对外部门</b>					
本地出口(美元, % 同比)	(15.5)	(13.2)	(26.8)	4.1	17.0
转口(美元, % 同比)	10.9	6.2	(11.9)	16.5	21.9
出口(美元, % 同比)	9.4	5.4	(12.5)	16.1	21.8
进口(美元, % 同比)	10.7	6.0	(11.2)	15.6	20.6
贸易差额(十亿美元)	(19.7)	(23.2)	(25.3)	(27.8)	(29.1)
经常账差额(十亿美元)	25.5	30.7	21.8	24.2	27.7
- 占名义 GDP 的比重(%)	12.3	14.2	10.3	10.4	10.5
外商直接投资(十亿美元)	(6.7)	3.1	0.9	(0.8)	(0.9)
调整后的资源差距(% 占 GDP 比重)	9.1	15.6	10.8	10.1	10.2
国际储备(十亿美元, 年底)	152.7	182.5	258.0	318.0	363.0
<b>货币供应</b>					
狭义货币供应量 M1(年底)	25.4	4.7	50.0	37.0	27.0
广义货币供应量 M2(年底)	20.8	2.7	12.0	13.0	15.7
港元银行贷款(年底)	13.9	7.8	(1.1)	10.4	15.0
港元银行贷款(% 占 GDP 比重)	135.2	140.4	142.2	143.0	145.5
<b>政府部门</b>					
公营部门赤字(% 占 GDP 比重) <sup>1</sup>	(7.5)	(0.1)	2.8	2.1	0.7
财政储备(十亿港元) <sup>1</sup>	492.9	494.4	445.5	403.3	387.1
最低允许储备(十亿港元) <sup>12</sup>	229.4	234.8	315.1	325.6	336.2
<b>名义 GDP</b>					
名义 GDP(十亿美元)	207.2	215.7	211.3	232.0	262.2
人均名义 GDP(美元)	29,854	30,883	30,046	32,528	36,254
名义 GDP(十亿港元)	1,615	1,677	1,638	1,798	2,032
名义 GDP(港元, % 同比)	9.5	3.8	(2.3)	9.8	13.0
<b>其他数据</b>					
工业生产	(1.5)	(6.7)	不适用	不适用	不适用
零售销售	13.1	10.4	(0.8)	11.8	15.3
失业率(% 年底)	3.4	4.1	5.1	4.4	3.8
人口(百万)	6.9	7.0	7.0	7.1	7.2
(clsa: 里昂证券预期) 注: 除特别说明外, %均为年度同比 <sup>1</sup> 财政年度从 4 月份开始					
<sup>2</sup> 相当于 1 年的政府开支 来源: CEIC、里昂证券预期、香港政府					

劳动力市场的巩固将带动消费反弹。

服务业收入增长将促进投资。

在美国消费复苏之前, 中国将支撑出口的增长。

内需稳定后, 2010 年通胀将加速攀升。

香港银行同业拆息将紧跟美联储设定的货币政策路线。

美国经济的复苏将在 2011 年重振全球贸易流。

信贷增长受需求的限制, 因此当内需稳定后信贷将反弹。

财政刺激政策仅会在 2010/2011 财年受到控制。

失业率在 2009 年第三季度见顶于 5.4%, 并将在未来两年走低。

出口与进口



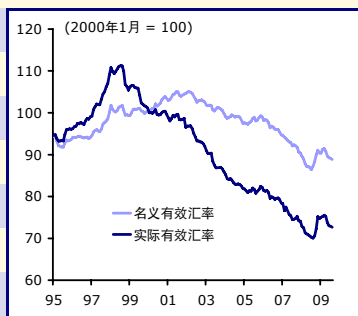
CLSA

## 通胀短期呈下降趋势

2009 年 10 月的年通胀率(剔除失真后的甲类 CPI)为负。然而, 相同系列数据显示通胀趋势已经攀升, 剔除失真后的指数在截至 10 月的三个月内上升了 4%(经季节因素调整后年率)。由于内需稳定、香港产出缺口开始合拢, 通胀将持续加速攀升。我们预计截至 2010 年底, 通胀率将上升五个百分点至 5.9%, 到 2011 年底将逐渐放缓至 5.5%。

我们对通胀急剧攀升的预测与我们强劲的资本性支出及消费预测相符。预计通胀将在 2010 而非 2011 年见顶的理由有二: 其一, 我们预计中国内地将相对收紧货币政策, 这将限制资金流从内地涌向香港资产; 其二, 我们预计美联储将在 2010 年底开始加息, 这将导致香港银行同业拆息在 2011 年上升。

港元名义有效汇率和实际有效汇率

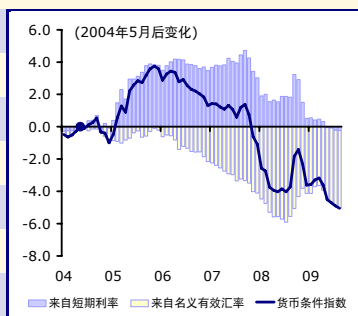


CLSA

## 人民币业务比港元与人民币挂钩更紧要

中国内地的货币紧缩政策将包括人民币升值。而港元与人民币挂钩的理由仍不充分。限制因素仍然是人民币无法全面自由兑换。此外, 人民币的升值将是渐进的(我们预计在 2010 和 2011 年分别升值 4%和 6%)。对香港而言, 更为重要的是扩大人民币业务, 尤其是跨境贸易的人民币结算和人民币项目融资, 以及香港银行业所希望的获得中央政府批准在中国内地进行人民币融资。

货币政策条件指数



CLSA

汇率预测

期末	每年							
	未来一年(按季度)							
	2008	2009clsa	2010clsa	2011clsa	1Q10clsa	2Q10clsa	3Q10clsa	4Q10clsa
港元兑美元	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75
港元兑 100 日元	8.55	8.16	7.38	7.05	7.75	7.75	7.56	7.38
港元兑英镑	11.32	12.71	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79	12.79
港元兑欧元	10.77	11.47	12.40	12.01	12.01	12.40	12.40	12.40
备忘录: 美元兑欧元	1.39	1.48	1.60	1.55	1.55	1.60	1.60	1.60
备忘录: 日元兑美元	90.6	95.0	105.0	110.0	100.0	100.0	102.5	105.0

(Q: 季度; clsa: 里昂证券预期)

## 2010 年第一季度

## Sharmila Whelan

sharmila.whelan@clsa.com  
(852) 26008352

## 本地经济企稳

- 强劲出口及本地经济企稳的迹象促使我们上调 2010 和 2011 年预测。
- 我们预测台湾 2010 和 2011 年的经济分别增长 6.8% 和 7.3%。
- 物价压力小，但表明台湾将成为最晚实现利率正常化的亚洲经济体。

## 2009 年第三季度 GDP 增长虽不及韩国但有不俗表现

2009 年第三季度台湾 GDP 增长虽低于韩国 2.9% 的环比增幅，但仍有不俗表现，超出我们的乐观预测，实际 GDP 继第二季度环比增长 4.4% 之后环比增长 2%。

第三季度 GDP 数据包含两个要点，这在高频月度宏观经济数据中已经获得证实。首先，出口状况优于竞争国。第三季度 GDP 数据显示出口量增速出现意料中的放缓，但出口额继第二季度环比增长 12% 之后再度环比增长 7.7%。相比之下，韩国出口额的环比增速则从第二季度的 11% 放缓至第三季度的 4.4%。自那时起月度数据显示台湾名义出口额仍稳步处于上行通道，如 11 月出口额环比大增 8.4%，而韩国仅环比微升 0.8%。

第二个要点是本地经济企稳。第二季度消费环比增长 0.7%，第三季度加速至 0.9%。受公营企业投资及政府基建支出提振，第二季度投资支出环比大增 33%，第三季度又实现 4.8% 的环比增幅。我们曾担忧投资支出在第二季度飙升之后将于第三季度出现回落。但内需成为第三季度推动 GDP 增长的新引擎，即便是在持续去库存(连续第三个季度)压低内需 1.4 个百分点的背景之下，内需仍为 GDP 2% 的增幅贡献 1.3 个百分点。

## 为 2010 和 2011 年增长做好准备

鉴于本地经济凭自身实力出现复苏、出口前景更加乐观，台湾已经为 2010 和 2011 年的增长做好充分准备。在今年下滑 3.1% 之后，我们预测台湾经济将在 2010 和 2011 年分别录得 6.8% 和 7.3% 的增幅。

## 历史数据与预测摘要

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009clsa	2010clsa	2011clsa
实际 GDP 增长率	3.7	6.2	4.7	5.4	6.0	0.7	(3.1)	6.8	7.3
本地最终销售	1.6	6.5	2.5	0.9	1.7	(2.9)	(2.8)	2.6	3.6
名义 GDP 增长率	2.7	6.3	3.3	4.3	5.4	(1.6)	(4.5)	4.0	8.0
消费价格(年底)	(0.1)	1.6	2.2	0.7	3.3	1.3	(0.9)	1.8	3.0
再贴现率(% 年底)	1.4	1.8	2.3	2.8	3.4	2.0	1.3	1.5	2.5
新台币兑美元汇率(年底)	33.98	31.92	32.85	32.60	32.44	32.86	32.20	31.25	30.25
狭义货币供应量 M1b(年底)	18.1	14.4	6.6	5.4	1.1	(2.2)	26.1	28.5	27.1
经常账差额(十亿美元)	30.5	19.7	17.6	26.3	33.0	25.1	38.7	42.1	44.5
- 占名义 GDP 比重(%)	9.5	5.6	4.7	6.8	8.1	6.0	10.1	10.2	9.7
公共部门赤字(% 占 GDP 比重)	2.7	2.8	0.5	0.6	0.2	0.8	5.9	4.5	2.2
(clsa: 里昂证券预期) 注: 除特别说明外, %均为年度同比 来源: CEIC、里昂证券预期、台湾央行、台湾行政院主计处									

虽然工业生产及出口订单增速已从 2009 年第二季度不可持续的峰值放缓，但值得关注的是：首先，二者均以非常健康的速度增长，10 月工业产出环比增长 29%，出口订单环比增长 30%。第二，我们预测出口订单和实际发货量将于 2010 年年初开始提速，因为中国的消费和私人投资支出将加速从其他亚洲经济体吸收商品。同时我们还预测台湾与其他亚洲经济体一样继续受益于欧元走强，这将促进对欧出口，尽管欧洲的增长前景仍相当黯淡。随着全球经济复苏的展开，2011 年台湾出口增长之势有望进一步加强。我们预测 2010 和 2011 年的出口量增幅分别为 19%和接近 22%。实际净出口促使我们将 2010 年增长预测上调 3.5 个百分点，若非我们对台湾去库存化将于 2010 年年底结束(支持出口需求)的假设，这个数据本应该更大(库存水平企稳促使我们将增长预测上调 1.1 个百分点，台湾数据表中的本地最终销售促使我们将增长预测上调 2.2 个百分点)。

固定投资支出前景向好。产能利用率持续改善，库存与发货量比率稳步下降。投资支出已开始复苏，我们预测此势头在 2010 年更加强劲，2011 年尤为突出，我们预测届时“资本连结”(Capital Links)主题将全面展开，提振酒店、商业及住宅房地产投资。

台湾消费支出疲软曾经是我们过去多次提及的一个忧虑。但变化已经来临。对消费而言意义重大的就业状况正缓慢开始改善，近 3-4 个月内家庭再次开始贷款。在 9 月创下 6.1%的纪录后，失业率已经企稳。9-10 月共新增工作岗位 42000 个。工资在一段极为低迷的时期之后再度开始上升，9 月环比增长 3.9%，因为营业收入改善的企业放宽了成本控制。因此消费者信心迅速改善，11 月的 6 个月经济前景预期指数达到 62.5，而 8 月仅为 53。家庭也开始支出，9 月和 10 月的零售销售分别环比增长 11%和 13%。我们预测劳动力市场前景改善、消费者信心提升加上持续的低通胀低利率环境将在预测期内推动消费支出加速。

## GDP 增长预测

### 政府预测

更新: 11 月  
2010: 4.4

### 市场普遍预测

更新: 12 月  
2010: 4.2

### 里昂证券预测

2010: 6.8

CLSA

## 里昂证券差异

### GDP 增长

- 考虑到本地经济企稳和强劲的出口，我们做出高于市场预测的 2010 年 GDP 增长预测。

### 通货膨胀

- 通缩犹存，尽管明年通胀将从极低的水平开始攀升。

### 利率与汇率

- 我们预测直到 2010 年接近尾声时台湾才会加息。

CLSA



台湾数据					
	2007	2008	2009clsa	2010clsa	2011clsa
<b>实际 GDP 细目</b>					
私人消费	2.1	(0.6)	0.6	2.7	4.1
公共消费	2.1	0.7	3.5	1.1	(3.5)
固定资本形成总值	0.6	(11.2)	(16.7)	3.5	6.9
本地最终销售	1.7	(2.9)	(2.8)	2.6	3.6
出口、商品和服务	9.6	0.6	(10.0)	19.1	21.8
进口、商品和服务	3.0	(3.1)	(14.9)	17.7	20.8
<b>实际 GDP 增长率</b>	<b>6.0</b>	<b>0.7</b>	<b>(3.1)</b>	<b>6.8</b>	<b>7.3</b>
<b>价格</b>					
消费价格(年底)	3.3	1.3	(0.9)	1.8	3.0
消费价格(平均)	1.8	3.5	(1.0)	0.2	2.6
出厂价格(年底)	8.6	(9.7)	(9.2)	0.0	1.9
<b>汇率与利率</b>					
新台币兑美元(年底)	32.44	32.86	32.20	31.25	30.25
新台币兑美元(平均)	32.71	31.44	32.78	31.63	30.63
再贴现率(% 年底)	3.4	2.0	1.3	1.5	2.5
基础贷款利率(% 年底)	4.3	4.2	2.6	2.9	3.9
<b>对外部门</b>					
出口(美元, % 同比)	10.1	3.4	(22.7)	23.0	30.3
进口(美元, % 同比)	8.2	9.4	(29.8)	25.5	34.6
贸易差额(十亿美元)	30.4	18.5	31.2	34.1	35.5
经常账差额(十亿美元)	33.0	25.1	38.7	42.1	44.5
- 占名义 GDP 的比重(%)	8.1	6.0	10.1	10.2	9.7
外商直接投资(十亿美元)	(3.3)	(4.9)	(2.8)	(3.0)	(7.0)
调整后的资源差距(% 占 GDP 比重)	7.5	5.0	9.7	9.8	8.4
外债(总量, 十亿美元)	94.5	90.4	75.0	70.0	70.0
外债偿还率(% 占出口比重)	2.7	4.0	3.8	4.0	4.5
国际储备(十亿美元, 年底)	270.3	291.7	350.0	400.0	454.0
<b>货币供应</b>					
狭义货币供应量 M1b(年底)	1.1	(2.2)	26.1	28.5	27.1
广义货币供应量 M2(年底)	1.4	6.4	7.9	9.8	13.1
私营部门信贷(年底)	4.2	2.5	(1.7)	3.0	6.1
私营部门信贷(% 占 GDP 比重)	116.1	121.0	124.6	123.4	121.3
<b>政府部门</b>					
公共部门赤字(% 占 GDP 比重)	0.2	0.8	5.9	4.5	2.2
公共部门债务(% 占 GDP 比重, 年底)	33.3	34.5	42.0	44.9	43.7
<b>名义 GDP</b>					
名义 GDP(十亿美元)	394.7	403.9	369.9	398.8	444.8
人均名义 GDP(美元)	17,260	17,606	16,070	17,268	19,197
名义 GDP(新台币十亿元)	12,911	12,699	12,127	12,612	13,621
名义 GDP(新台币, % 同比)	5.4	(1.6)	(4.5)	4.0	8.0
<b>其他数据</b>					
工业生产	7.8	(1.8)	(12.2)	10.4	12.2
零售销售	1.9	(4.3)	(0.4)	2.5	7.0
失业率(% 年底)	3.8	5.0	6.0	5.5	4.8
人口(百万)	22.9	22.9	23.0	23.1	23.2
(clsa: 里昂证券预期) 注: 除特别说明外, %均为年度同比 来源: CEIC、里昂证券预期、台湾央行、台湾行政院主计处					

工资和信心再度提升, 支撑消费前景改善。

出口与消费增强, 投资支出将紧随其后。

出口和本地经济复苏支持我们的乐观预测。

预计新台币在预测期走强, 因为资本流入将持续。

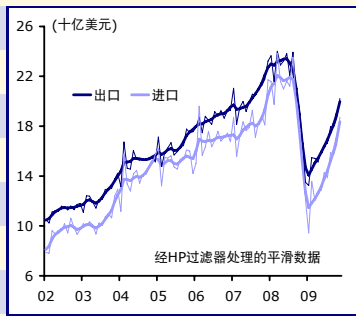
预计台湾是最后一个加息的亚洲经济体。

贸易条件虽然恶化, 经常账仍将保持健康盈余。

预计明年开始财政整合。

预计制造业复苏越来越强。

出口与进口



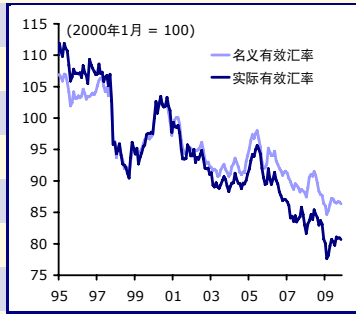
CLSA

## 通胀与利率

台湾短期内不会加息，通缩仍是目前的主题。已连续下降 8 个月的广义消费价格指数 10 月同比下降 1.25%，当月核心通胀也同比下降 0.41%。我们预测通胀率会转为正值，但前景依旧黯淡。我们预测到 2010 年年底广义消费价格同比增长 1.8%。

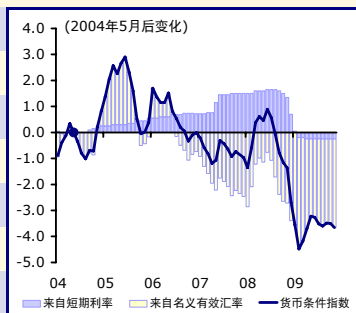
在新台币面临上行压力的环境下，低通胀可能令台湾央行比亚洲其他央行更晚加息。有鉴于此，我们预测直到 2010 年接近尾声时加息才会逐步展开，总幅度为 25 个基点。随着经济活动日渐活跃，需求拉动和成本推动的价格压力双双增大，2011 年加息步伐将会加快，累计加息 100 个基点。

新台币名义有效汇率和实际有效汇率



CLSA

货币政策条件指数



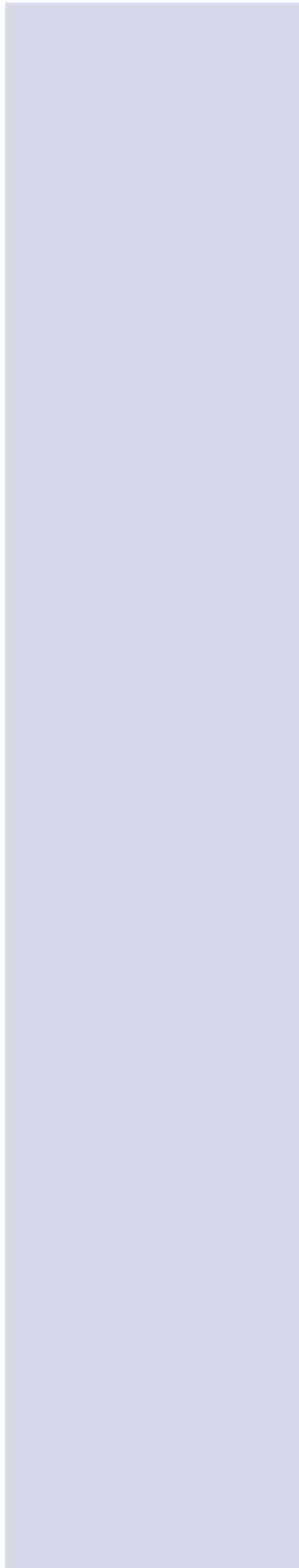
CLSA

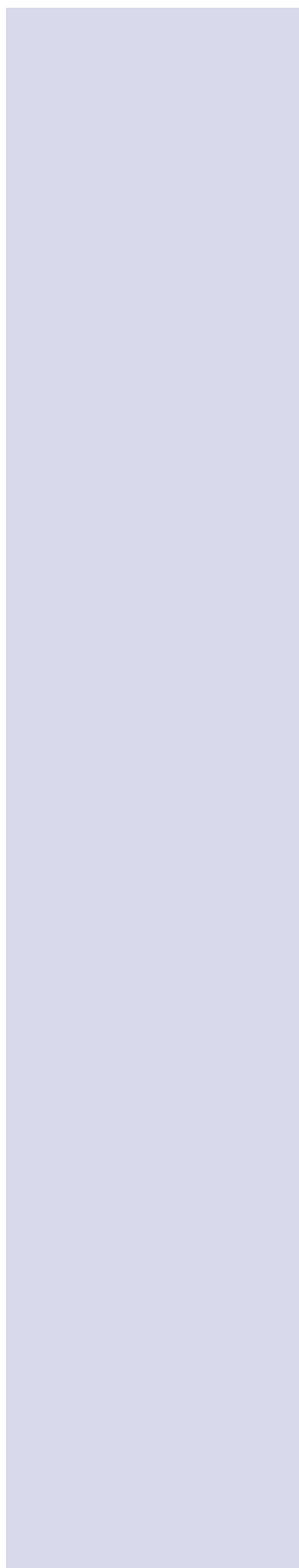
汇率预测

期末	每年				未来一年(按季度)			
	2008	2009clsa	2010clsa	2011clsa	1Q10clsa	2Q10clsa	3Q10clsa	4Q10clsa
新台币兑美元	32.86	32.20	31.25	30.25	32.00	31.75	31.50	31.25
新台币兑 100 日元	36.27	33.89	29.76	27.50	32.00	31.75	30.73	29.76
新台币兑英镑	47.98	52.81	51.56	49.91	52.80	52.39	51.98	51.56
新台币兑欧元	45.68	47.66	50.00	46.89	49.60	50.80	50.40	50.00
备忘录: 美元兑欧元	1.39	1.48	1.60	1.55	1.55	1.60	1.60	1.60
备忘录: 日元兑美元	90.6	95.0	105.0	110.0	100.0	100.0	102.5	105.0

(Q: 季度; clsa: 里昂证券预期)

评注





评注

## © 2010 里昂证券亚太区市场("里昂证券").

本报告/信息受 [www.clsa.com](http://www.clsa.com) 网站上公布的条款所约束。任何出版物/信息或其中的部分内容未经里昂证券的书面同意，不得印刷、出售或再发行。

里昂证券制作本报告/信息仅供专业和机构性客户传阅。其中的信息、意见和预估并非被指定或有意向以下任何个人、机构或实体发行或供其使用：使用本报告/信息中的信息、意见和预估将违背法律或规定，或导致里昂证券受任何额外注册或执照要求的约束。其中的信息和统计数据均来源于我们认为可靠的信息渠道，但未经独立核实，因此我们对其准确性、完整性以及正确性不做任何陈述或保证。其中的任何意见或预估仅反映里昂证券在报告/信息发出当日所做的判断。它们可能随时变化而我们对此不作任何通知。若其中包含的任何信息、意见或预估是出自销售人员或非分析师的观点和意见，这些观点和意见未必与里昂证券研究团队公开发表的观点一致。本报告/信息并非买入或卖出的招揽或要约。本报告/信息仅提供信息，并非意图提供专业、投资或其他类型的意见或建议，对个别人士或机构的特殊投资目的、财务情况或个别需求也不予考虑。在就本报告/信息进行任何行动之前，您应当考虑它是否适合您的自身情况。如适当，您应寻求专业意见，包括税务建议。里昂证券对任何个人使用或依据本报告/信息中的信息或意见不承担任何责任，也不能被追究责任。在适用的证券法律或规定允许范围内，里昂证券在任何情况下都不承担任何因使用本报告/信息或其内容造成的直接或间接损失。

汇编本报告/信息的分析师特此声明及证实：报告/信息的内容真实反映他/她/他们对相关主题的观点和意见，分析师在汇编报告/信息的过程中，未受到任何人士施加的任何不适当影响或压力。

在任何时间内受到任何适用的法律和规定的约束，里昂证券及其关联方或与里昂证券有关的公司或个人可能在本报告/信息出版之前使用其中

的信息，可能持仓，可能不时买卖本报告/信息或与本报告/信息提及的证券或与相关证券存在重大利益，或可能现正或在将来与其产生业务上或财务上的联系，或可能向本报告/信息中提及的实体、顾问及/或任何关联方提供或已经提供投资银行业务、资本市场及/或其他服务。因此，投资者需意识到里昂证券及/或上述人士可能有一种或多种利益冲突，并因此影响本报告的客观性。

根据香港证监会要求，里昂证券披露研究报告中涉及的公司及香港交易所上市股票的某些关系和利益，详情可在网站 [http://www.clsa.com/member/research\\_disclosures/](http://www.clsa.com/member/research_disclosures/) 上查询。披露信息仅代表里昂证券之立场，与 Calyon 及/或其关联方无关。若投资者无法进入此网站，请写电子邮件至 [webadmin@clsa.com](mailto:webadmin@clsa.com) 或致电 (852) 2600 8111。欲了解过往信息披露，请写电子邮件至 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

本报告/信息经由下列公司代表里昂证券有限公司(就非美国市场的研究)及/或 Calyon Securities (USA) Inc.(就美国市场研究)发行：由里昂证券有限公司向澳大利亚境内发行；由里昂证券投资研究有限公司向香港境内发行；由 CLSA India Ltd. 向印度境内发行；由 PT CLSA Indonesia 向印尼境内发行；由 Calyon Securities Japan 向日本境内发行，该公司是日本证券业协会会员，获许可在日本使用“CLSA”商标；由 CLSA Securities Korea Ltd.向韩国境内发行；由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 向马来西亚境内发行；由 CLSA Philippines Inc. 向菲律宾境内发行；由 CLSA Securities (Thailand) Ltd. 向泰国境内发行；由里昂证券有限公司台北分公司向台湾境内发行。

**有关美国、英国及新加坡等地的免责声明，请参阅英文报告上的免责声明。**

MSCI 的相关信息是 Morgan Stanley Capital International Inc.的独家资产。未经该公司书面许可，不得复制、传播或使用该信息和公司任何其它知识产权，制作任何金融产品，包括任何指数。本报告援引信息时未经改动。使用者承担据此产生的所有风险。MSCI、其关联公司和任何参与或涉及计算、汇编这些信息的第三方不保证任何信息的原创性、准确性、完整性、可销售性或是否适合特定用途。在不限制任何以上提及的情况下，MSCI、其关联公司和任何参与或涉及计算、汇编这些信息的第三方在任何情况下，均不对由此造成的任何损失负有责任。MSCI、Morgan Stanley Capital International 和 MSCI 指数是 MSCI 及其关联公司的服务商标。全球行业分类标准(GICS)由 Morgan Stanley Capital International 和标准普尔(Standard & Poor's)开发并是它们的专有资产。GICS 是 MSCI 和 Standard & Poor's 的服务商标，并已授权里昂证券亚太区市场使用。



## Australia

CLSA Australia  
Suite 2302, Level 23  
400 George Street  
Sydney NSW 2000  
Australia  
Tel : (61) 2 8571 4200  
Fax : (61) 2 9221 1188

## China - Beijing

CLSA Beijing  
Unit 10-12, Level 25  
China World Trade Centre Tower 2  
1 Jian Guo Men Wai Ave  
Beijing 100004  
Tel : (86) 10 5965 2188  
Fax : (86) 10 6505 2209

## China - Shanghai

CLSA Shanghai  
3/F, Suites 305-310  
One Corporate Avenue  
No.222 Hubin Road  
Luwan District, Shanghai 200021  
Tel : (86) 21 2306 6000  
Fax : (86) 21 6340 6640

## China - Shenzhen

CLSA Shenzhen  
Room 3111, Shun Hing Square  
Di Wang Commercial Centre  
5002 Shennan Road East  
Shenzhen 518008  
Tel : (86) 755 8246 1755  
Fax : (86) 755 8246 1754

## Dubai

Calyon Gulf  
Dubai World Trade Centre  
Level 32  
PO Box 9256 Dubai  
United Arab Emirates  
Tel : (9714) 331 4211  
Fax : (9714) 331 3201

## Hong Kong

CLSA Hong Kong  
18/F, One Pacific Place  
88 Queensway  
Hong Kong  
Tel : (852) 2600 8888  
Fax : (852) 2868 0189

## India

CLSA India  
8/F, Dalamal House  
Nariman Point  
Mumbai 400021  
Tel : (91) 22 6650 5050  
Fax : (91) 22 2284 0271

## Indonesia

CLSA Indonesia  
WISMA GKBI Suite 901  
JI Jendral Sudirman No.28  
Jakarta 10210  
Tel : (62) 21 2554 8888  
Fax : (62) 21 574 6920

## Japan

Calyon Securities Japan  
15/F, Shiodome Sumitomo Building  
1-9-2, Higashi-Shimbashi  
Minato-ku, Tokyo 105-0021  
Tel : (81) 3 4580 5533 (General)  
(81) 3 4580 5171 (Trading)  
Fax : (81) 3 4580 5896

## Korea

CLSA Korea  
15/F, Sean Building  
116, 1-Ka, Shinmun-Ro  
Chongro-Ku  
Seoul, 110-061  
Tel : (82) 2 397 8400  
Fax : (82) 2 771 8583

## Malaysia

CLSA Malaysia  
Suite 20-01, Level 20  
Menara Dion  
27 Jalan Sultan Ismail  
50250 Kuala Lumpur  
Tel : (60) 3 2056 7888  
Fax : (60) 3 2056 7988

## Philippines

CLSA Philippines  
19/F, Tower Two  
The Enterprise Center  
6766 Ayala corner Paseo de Roxas  
Makati City  
Tel : (63) 2 860 4000  
Fax : (63) 2 860 4051

## Singapore

CLSA Singapore  
9 Raffles Place, No.19-20/21  
Republic Plaza II  
Singapore 048619  
Tel : (65) 6416 7888  
Fax : (65) 6533 8922

## Taiwan

CLSA Taiwan  
27/F  
95, Tun Hwa South Road  
Section 2, Taipei  
Tel : (886) 2 2326 8188  
Fax : (886) 2 2326 8166

## Thailand

CLSA Thailand  
16/F, M Thai Tower  
All Seasons Place  
87 Wireless Road, Lumpini  
Pathumwan, Bangkok 10330  
Tel : (66) 2 257 4600  
Fax : (66) 2 253 0532

## United Kingdom

CLSA (UK)  
12/F, Moor House  
120 London Wall  
London EC2Y 5ET  
Tel : (44) 207 614 7000  
Fax : (44) 207 614 7070

## USA - New York

Calyon Securities (USA)  
Calyon Building  
1301 Avenue of The Americas  
New York 10019  
Tel : (1) 212 408 5888  
Fax : (1) 212 261 2502

## USA - San Francisco

Calyon Securities (USA) Inc.  
9/F  
388 Market Street  
San Francisco, CA 94111  
Tel : (1) 415 392 3500  
Fax : (1) 415 392 3558

## CLSA Sales Trading Team

Australia : (61) 2 8571 4201  
China (Shanghai) : (86) 21 2306 6022  
Hong Kong : (852) 2600 7003  
India : (91) 22 6622 5000  
Indonesia : (62) 21 573 9460  
Japan : (81) 3 4580 5169  
Korea : (82) 2 397 8512

Malaysia : (60) 3 2056 7852  
Philippines : (63) 2 860 4030  
Singapore : (65) 6416 7878  
Taiwan : (886) 2 2326 8124  
Thailand : (66) 2 257 4611  
UK : (44) 207 614 7260  
US : (1) 212 408 5800



CLSA is certified ISO14001:2004



At CLSA we support sustainable development. We print on paper sourced from environmentally conservative factories that only use fibres from plantation forests. Please recycle.