



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济简评

2009 年 12 月 8 日

中国经济

研究部

联系人

哈继铭

hajiming@cicc.com.cn

邢自强

xingzq@cicc.com.cn

徐 剑

xujian2@cicc.com.cn

中央经济工作会议有利于消费和房地产

要点:

中央经济工作会议于 12 月 7 日结束。

- 我们将会议精神总结为：“保增长总基调不变，调结构重要性上升”，调结构的重点是“增加居民消费，促进区域协调，推动城镇化，加强节能减排”。
- 会议只字未提资产价格泡沫，仅一次提到通胀预期。无货币政策总量调整的说法。流动性将依然较为宽松。
- 会议多次提到转变增长方式和保持平稳较快增长，而转变增长方式的重点是拉动消费。鼓励住房需求释放是推动消费的主要内容之一。
- 会议对城镇化的强调不是留于口号，而是有新的具体措施（放宽户籍限制）。这将拉动的不仅是普通消费，更重要的是房地产。
- 会议对市场的影响较为正面，特别是有利于消费和房地产。这一政策主调以及最近我们报告中多次提到的短期和长期消费契机，使我们仿佛听到一句熟悉而又陌生的震撼语句：中国消费站起来了！

保增长总体基调不变：会议提出的主要任务第一条是“保持经济平稳较快发展”，我们的理解是：

- “较快”显示政府依然认为“当前我国经济回升的基础还不牢固，……从外部环境看，世界经济复苏基础并不稳固，国际金融危机影响仍然存在”，因此要保持一定增长速度，防止经济大起大落；
- “平稳”显示政府希望经济增长在区域间更加协调，特别是促进中西部经济；在投资、消费和出口三驾马车间更加平衡，特别是拉动居民消费。

为实现这一目标，会议政策基调依然是“保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。这符合我们此前的判断，即海外爆发迪拜债务危机显示全球金融环境依然脆弱，中国的政策制定者可能会在中央经济工作会议中的基调保持宽松立场。

会议对货币政策的表述不变，只字未提资产价格泡沫，通胀也着墨甚少，预计明年流动性仍将保持充裕，抑制价格主要靠供给措施：会议没有提到通胀风险，只提到一次“处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系”，在货币政策语调方面，也没有对货币供应和贷款总量提出要求，只是“增强针对性和灵活性”。这表明总体流动性将依然宽松，市场只是需要观察流动性在不同行业间的变化。今年的货币扩张是主动而为，明年则是被动扩张：一方面，由于基建项目的后续融资需求，我们预计明年贷款仍将达到7~8万亿，而且企业有大量今年尚未用的贷款，届时可以起到缓冲作用，可用资金不低于今年；另一方面，货币扩张一直是国内贷款和外汇流入两条腿走路，今年是国内贷款这条腿发挥主力作用，而明年伴随出口好转和热钱流入，外汇占款增长将发挥更重要作用，因此总体流动性将依然相对充裕。至于管理通胀预期的方法，会议只提及增加商品房供给、提高农业综合生产能力，这表明政府将主要依仗供给政策，抑制资产价格和农产品过快上涨。这在长期是有效的，但短期内价格仍有望上涨。

调结构重要性上升：在保增长目标之外，会议延续了27日政治局会议的5个“更加注重”，体现了结构调整的重要性显著上升，我们认为主要从以下四个方面发力：

一：增加居民消费，其中房地产有“纲举目张”作用：关于如何实现促消费，会议提出四条举措：

1. **收入支持政策：**加大国民收入分配调整力度，增加涉农补贴规模，提高粮食最低收购价格，促进农民增收，做好新型农村社会养老保险试点。
2. **刺激政策：**进一步做好家电、汽车摩托车下乡工作，继续实施家电和汽车以旧换新政策。以上这两条的重点对象都是农民，农民的边际消费倾向高，收入的上升将极大拉动其消费。
3. **释放房地产需求：**增加普通商品住房供给，支持居民自住和改善性购房需求。这表明政府将鼓励住房需求释放作为推动消费的主要内容之一。房地产对于相关消费（汽车、家电、家具、装潢）具有明显的推动作用（我们过去的研究已表明这一点，见图表1），房地产相当于纲，纲举目张。因此我们认为政府对房地产行业难以有大力度的打压措施，重心是增加供给而非打压需求。
4. **降低预防性储蓄：**完善社会保障体系，提高社会保障水平，提高城乡低保标准，加快落实医药卫生体制改革近期重点实施方案。
5. **加速城镇化：**城镇的人均消费是农村的三倍以上，一旦农民成为市民，对于消费的拉动是巨大的。而且这将拉动的不仅是普通消费，更重要的是房地产，用扩大供给的方式实现房地产行业的健康发展。

在外需低迷之际，很多行业出现严重产能过剩，如果用简单的减法——即关闭落后产能——来消化过剩局面，会造成失业问题。目前来看，政府希望通过拉动消费来有效消化产能，房地产尤为为重要。在通货膨胀预期和城市化加快的预期下，房地产行业短期更加受益。此外，汽车消费相关的刺激政策仍将持续，而且中西部汽车刚刚进入爆发性增长期（参见我们11月18日的报告《谁说中国不消费》），有助于明年汽车消费保持较快的增长。

二：促区域协调，“中西部追赶东部”效应将得到政府政策的支撑：会议强调“把重点放在加强中小城市和小城镇发展上，推进基本公共服务均等化和引导产业有序转移，促进区域协调发展”。“继续实施西部大开发、东北地区等老工业基地振兴、中部地区崛起的区域发展总体战略，积极扶持革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区加快发展”。国务院日前正式批复《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》，我国今年推出的区域经济发展规划中多数是在经济不

发达地区：关中-天水经济区、辽宁、中部地区崛起规划、图们江区域开发规划，以及黄河三角洲，这表明区域经济已经是新一轮经济发展的重要导向；后续来看，出于社会稳定的考虑，一些边疆地区将成为明年政策重点倾斜对象。我们早在今年7月22日的半年度报告中提出的“中西部追赶东部”效应将得到政府政策的支撑。

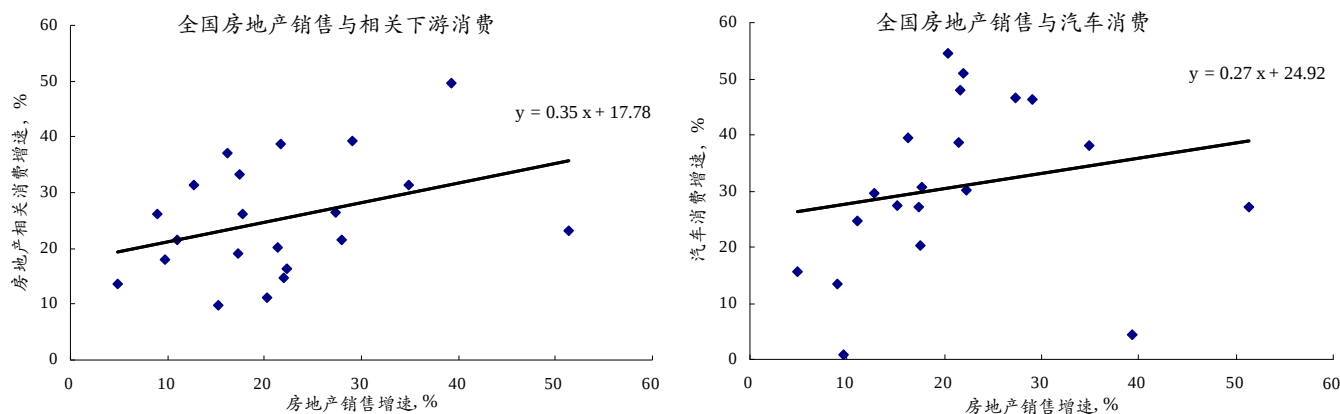
三：会议对城镇化的强调不是留于口号，而是有新的具体措施：放宽户籍限制，这将有利于房地产和农产品市场。

我们历来主张户籍制度的改革是我国把城市化做深做透的必要条件，而且有利于防止未来出现“去城市化”现象。日本等国经验都显示，一国的城市化进程与其人口结构息息相关（图表2），人口结构年轻时是城市化的黄金时期，一旦人口开始老化，城市化就将停滞，如果户籍制度不改革甚至会出现去城市化（已经老了的农民工无法在城市工作，纷纷回到农村）。因此政府在本次经济工作会议特意将推进城镇化作为明年的重要任务，提出放宽中小城市和城镇户籍限制，符合我们的一贯建议。这将更加有利于二三线城市未来居住性房地产需求的增长（这些城市原本房价可承受能力就好于一线城市，月供收入比只有30%左右）。当然，看到了这一前景，眼前投资性房地产需求也可能大幅上扬。此外，户籍制度放宽后更多农民进城转变为市民，他们从过去的农产品自给自足，变为需要从市场上购买，有利于农产品商品化程度提高，从而推高其价格。从各地区目前城市化率来看（图表3），中西部地区城市化空间巨大，因此放松户籍政策对于加速内地城市化的作用更为明显，对当地房地产和消费的推动也将更显著，进一步支撑我们提出的“中西部追赶东部”效应。

四：加强节能减排，发展低碳经济：具体措施方面，会议提出“强化节能减排目标责任制，开展低碳经济试点，努力控制温室气体排放”。近期政府明确提出碳减排目标，同时中国领导人将参加哥本哈根会议，这都显示新能源、节能减排等行业将得到战略性的支持。中国目前单位GDP二氧化碳排放量是美国的5.5倍，日本的11倍，韩国的4.3倍，有很大减排空间（图表4）。历史上看，美国、日本、韩国等国都是在人均GDP（PPP衡量）达到5000美元之后开始大幅加大对碳减排的投入，中国目前也已达到这一阶段（图表5），低碳经济将是未来一段时期的亮点。

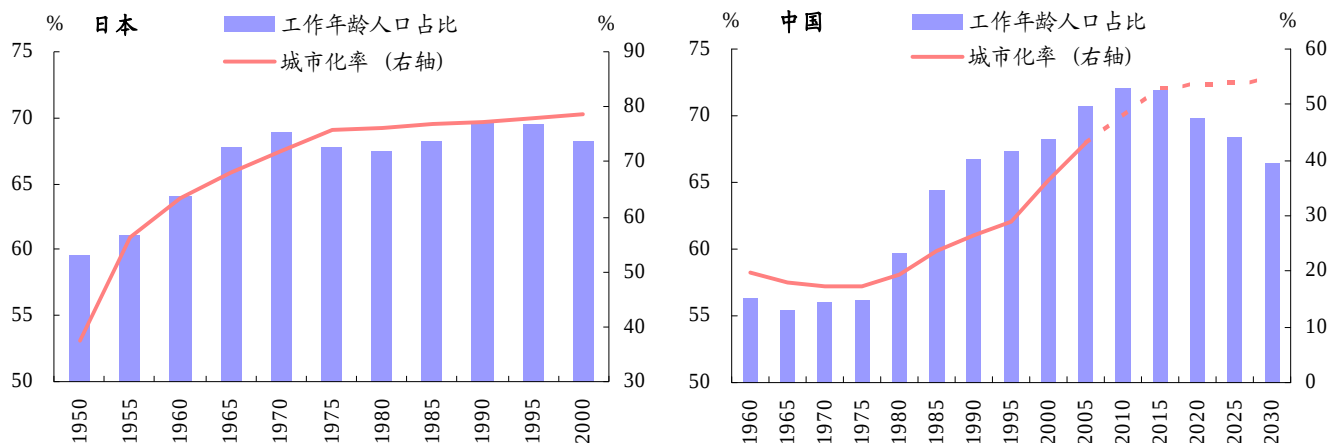
总体来看，会议对市场的影响较为正面，特别是有利于消费和房地产。这一政策主调以及最近我们报告中多次提到的短期和长期消费契机，使我们仿佛听到一句熟悉而又陌生的震撼语句：**中国消费站起来了！**

图表1：房地产带动相关消费



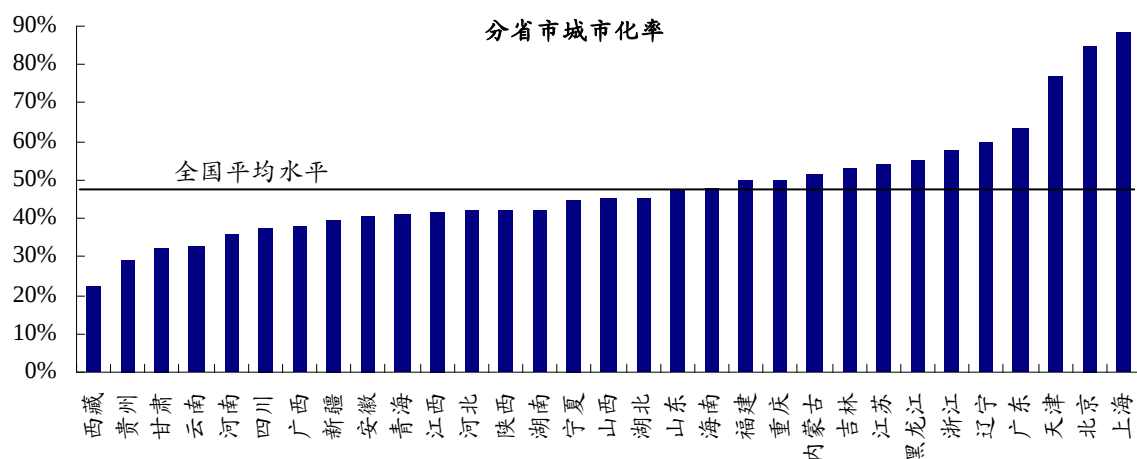
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表2：一国城镇化过程与人口结构密切相关



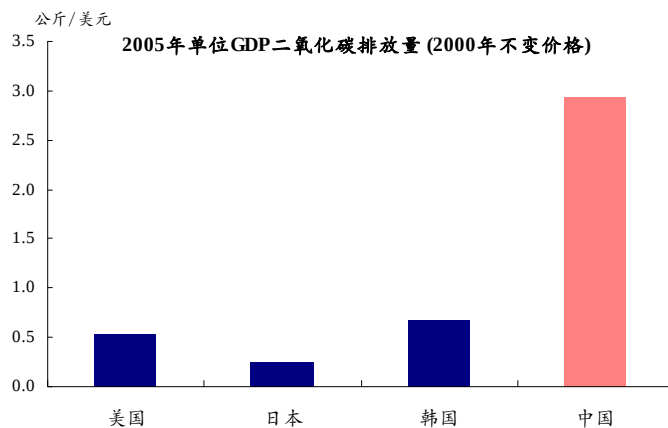
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表3：户籍限制放松后，中西部地区城镇化空间巨大



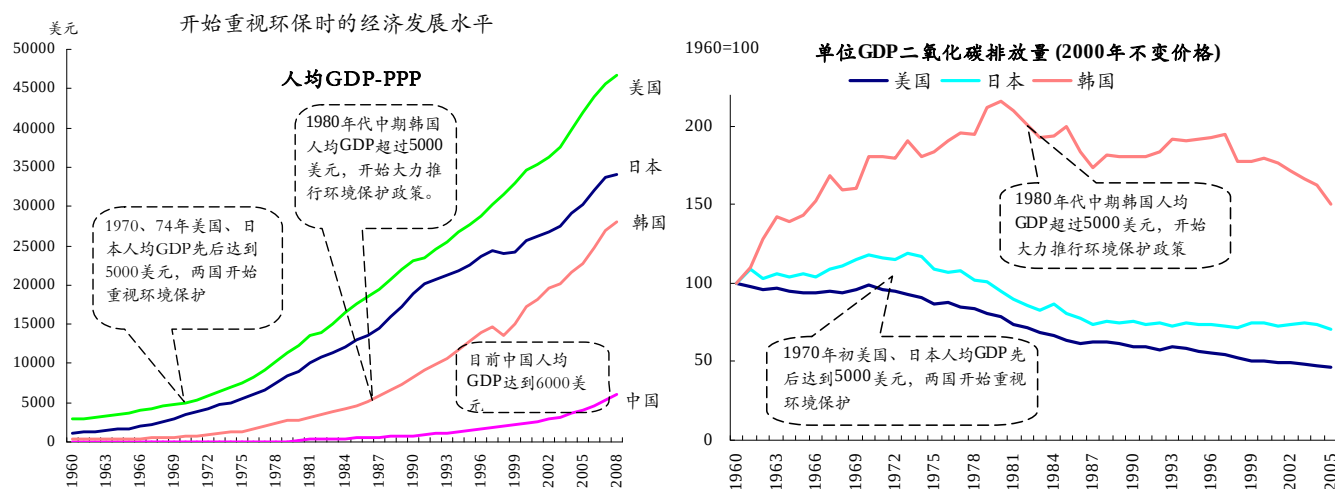
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表4：中国碳减排空间巨大



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 5: 美日韩都是在人均 GDP (PPP) 达 5000 美元之后开始重视环保, 目前中国已达到这一水平



资料来源: Globalinsight, CEIC、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。