

流动性回收与新规划效应下的中国宏观经济

——中国宏观经济分析与预测（2010-2011）

中国人民大学经济研究所 东海证券研究所

宏观研究/专题研究

2010年11月19日 星期五

宏观经济研究组

报告要点

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

摘要

在“前期刺激性政策的惯性释放”、“外部环境恢复性改善”、“消费高位运行”以及“市场型需求上扬”等因素的作用下，中国宏观经济步入了稳定复苏的轨道之中，呈现出3大特点：**1）实体经济高位回落趋稳**，呈现“前高后低”，但各指标的回落幅度大大低于预期，宏观经济趋稳的力量全面显现，经济复苏的基础得到进一步夯实，**实体经济运行步入常态化区域**；**2）**在实体经济依然处于持续复苏、还没有步入高涨阶段时，“泡沫蔓延”所触发的物价水平持续攀升宣告了中国提前进入“防通货膨胀”的调控时期；**3）**中国经济增长的动力机制发生了巨大转换——市场性需求启动开始部分弥补刺激性政策的退出、出口和消费的高位运行弥补了投资下滑的缺口、中西部增速持续提升弥补了东部增长的疲软、房地产投资的持续高涨填补了制造业和基础建设投资的下滑，“增长动力机制转换”与“增长极多元化”局面开始全面显现。

2011年将是中国最为复杂，但总体运行却相对平稳的一年。其复杂性表现宏观经济下行力量和上行力量同时存在，相互交织：**1）**政府将高举“防通胀”的大旗，“流动性回收”将成为宏观经济调控的核心，并主导着中国宏观经济的下行力量。**2）**房地产政策的持续和进一步加码，将使房地产销售、房地产投资以及房地产价格出现实质性调整，房地产短期“软着陆”可能诱发中国宏观经济下行力量的强化。**3）**发达国家经济复苏动力进一步放缓、失业率高居不下、贸易不平衡持续等原因将使中国外部环境恶化，贸易冲突、汇率冲突以及货币冲突将上新台阶，进而加剧中国经济下行压力。**4）**但是，2011年是“十二五”的开局之年，新规划中所孕育的“战略性新兴产业振兴计划”、“区域发展规划”、“民生工程”、“收入倍增计划”与新的消费刺激政策等内容将带来强烈的宏观刺激效应，有效对冲各种下行压力。**5）**城市化的加速、“高铁时代”的带来、“收入-消费”台阶效应等中期力量的释放，将成为2010年宏观经济稳定的支撑力量。同时，这些力量的释放具有强烈的不确定性。

而2011年中国宏观经济的平稳性表现在：**1）**下行力量与上行力量抵消，使全年波幅不大；**2）**政策调整的空间依然较大，特别是财政调整的空间很大，可以有效控制经济下滑；**3）**内生增长机制已经形成，市场型需求已经启动，市场主体对于波动的预期和抵抗能力加强，自我调整可以有效缓冲各种外生冲击。

依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM模型，分年度预测2010年与2011年中国宏观经济形势，其主要预测如下：

1）2010年全年GDP增长达到10.1%，比2009年提高1个百分点，宏观经济较2009年出现明显的回升。2011年GDP增速将达到9.6%，呈现出平稳增长的态势。

2）2010年固定资产投资增速为23.1%，2011年为22.5%。

3）2010年全社会消费品零售名义增速达到18.3%，对于GDP增长的贡献率首次超过投资，达到55.4%。2011年名义增速将达到17.8%，实际增速与2010年相当，增长贡献率将再次超过投资，中国开始步入“消费拉动

的时代”。

4) 2010 年贸易总额增长 32.4%，其中进口增速为 36.1%，出口增速为 29.3%。贸易顺差总额为 1846 亿美元，比 2009 年减少了 5.9%，考虑价格因素，外需对于 GDP 增长的核算贡献为 0，改变 2009 年负贡献率的局面。2011 年中国贸易总额增速出现回落，仅为 22.4%，比 2010 年下滑了 10 个百分点。其中出口增速为 21.8%，进口增速为 25.6%，贸易顺差为 1811 亿美元，比 2010 年减少了 1.9%，中国贸易开始在常态化的基础上进入“外部再平衡调整时期”。

5) 由于信贷惯性的作用，2010 年全年信贷总额将突破 7.5 万亿，M1 增速为 19.3%，M2 增速为 18.1%，比计划调控的水平略高，流动性依然保持较为宽裕的状态。2011 年是“流动性回收年”，信贷投放将保持在 7-7.5 万亿，M1、M2 在 2011 年的增速将进一步回落，逐步实现常态化，预计为 16.9%和 17%。

6) 2010 年，在经济反弹、产能过剩、价格翘尾、流动性依然充裕、国际大宗商品价格的回升与个别农产品供求恶化等多重因素的作用下，全年物价水平较大的提升，全年 CPI 估计在 3.2%，GDP 平减指数为 3.7%，2011 年物价水平将出现小幅回落，CPI 为 3.0%，未来 3%左右的 CPI 增速很可能常态化、中期化。但是，中国并不存在“滞胀”的问题。

主要政策建议包括：

1) “控物价、启规划、稳复苏”是 2011 年宏观经济调控的核心。

2) 以“流动性回收”为主、辅之以“市场秩序的治理”、“多渠道进行供求平抑”、“价格适度释放”、“预期引导”等措施，对中国经济泡沫的蔓延和价格水平的持续上扬进行治理。2011 年货币政策应当从目前的适度宽松向中性定位，建议 M2 增速不宜超过 17%，新增信贷维持在 7-7.5 万亿。这需要中央银行进行 150-200 个基点左右的存款准备金率，同时进行适度加息。

3) 房地产调控还必须持续。短期以“控资金”为主、中期以“增加供给”和“制度建设”应当为核心。同时高度关注房地产商资金链的变异以及未来房地产市场全面调整的路径和深度；

4)、为配合“十二五计划”的启动，财政政策在货币政策进行总量收缩的同时，应当保持总量积极的原则。2011 年的财政赤字可以根据需要进行扩大，在扩大地方政府发债权利的基础上，重点用于地方国债的规模，建议规模在 4000 亿左右。未来改革应当减税与税制转型并行。

5) 消费政策应当更多从一次性刺激转向中长期制度性调整之上。一方面应当启动“收入倍增计划”，另一方面积极进行低收入人群消费启动的配套设施建设，通过关税和建立消费特区等手段，促进中国高端消费本土化。同时，加速城市交通基础设施的建设，以延缓汽车等产业在消费中所起到的主导性作用。

关键词：流动性回收、新规划效应、中国宏观经济

第一部分 总体判断与预测¹

2010 年，在“前期刺激性政策的惯性释放”、“外部环境恢复性改善”、“消费高位运行”以及“市场型需求上扬”等因素的作用下，中国宏观经济步入了稳定复苏的轨道之中，呈现出“GDP 增速高位回稳”、“泡沫蔓延与物价水平逐季提升”、“就业形势逆转”、“外需在回落中常态化”等超预期的局面。

1) 从动态趋势角度来看，虽然由于“刺激性政策的逐步退出”、“房产新政的持续加码”、“地方投融资平台的清理”、“结构性调整的力度加强”以及“中国存货周期与发达国家存货周期的同步高点回调”、“欧美发达经济体复苏动力减弱”以及“基数效应”等因素，2010 年中国宏观经济呈现“前高后低”，但各指标的回落幅度大大低于预期，宏观经济趋稳的力量全面显现，经济复苏的基础得到进一步夯实。

2) 在实体经济依然处于持续复苏、还没有步入高涨阶段时，“泡沫蔓延”所触发的物价水平持续攀升宣告了中国提前进入“防通货膨胀”的调控时期。

3) 货币政策虽然开始转向，但流动性过剩依然严峻，在房地产价格过快上涨还没有得到完全根治的同时，流动性转移与释放直接引发了农产品在“资金炒作”、“部分农产品供求恶化”、“国际粮食市场波动”等多元因素作用下的全面上扬，泡沫现象的蔓延给国民经济生活带来了巨大冲击。

4) 2010 年，中国经济增长的动力机制发生了巨大转换——市场性需求启动开始部分弥补刺激性政策的退出、出口和消费的高位运行弥补了投资下滑的缺口、中西部增速持续提升弥补了东部增长的疲软、房地产投资的持续高涨填补了制造业和基础建设投资的下滑，从而导致了中国经济 2011 年“增长动力机制转换”、“增长超预期回稳”、与“增长极多元化”的局面。

5) “农民工失业”快速向“民工荒”、“工人罢工事件的爆发”、“外资企业工资的快速上涨”的转变，说明中国劳动力市场出现结构性拐点变化。刘易斯拐点的出现不仅宣告了中国农民工工资形成机制从传统的“生存成本定价法”转向“市场性劳资谈判法”，更为重要的是它将宣告中国市场导向性的结构调整的全面开启。

2011 年一方面延续了 2010 年经济运行的逻辑，同时，也加入了货币政策全面转向、外部环境变异以及“十二五规划”启动等新的因素，这决定了 2011 年中国宏观经济将是“复杂但却平稳”的一年。

1) 政府将高举“防通胀”的大旗，“流动性回收”将成为宏观经济调控的核心。这将主导 2011 中国宏观经济下行力量。

2) 房地产政策的持续和进一步加码，将使房地产销售、房地产投资以及房地产价格出现实质性调整，房地产短期“软着陆”可能诱发中国宏观经济下行力量的强化。

3) 发达国家经济复苏动力进一步放缓、失业率高居不下、贸易不平衡持续等原因将使中国外部环境恶化，贸易冲突、汇率冲突以及货币冲突将上新台阶，进而加剧中国经济下行压力，出现“出口回落”、“汇率波动”、“资本大进大出”的局面。同时，贸易政策、汇率政策以及货币政策将面临新的挑战。在升值预期和国际资本异动的冲击下，中国货币政策与汇率政策再次出现严重冲突，发达国家的通货紧缩预期和宽松货币政策将大大制约中国宏观经济政策的调整空间。

4) 但是，2011 年是“十二五”的开局之年，新规划中所孕育的“战略性新兴产业振兴计划”、“区域发展规划”、“民生工程”、“收入倍增计划”与新的消费刺激政策等内容将带来强烈的宏观刺激效应，有效对冲上述下行压力。

5) 城市化的加速、“高铁时代”的带来、“收入-消费”台阶效应等中期力量的释放，将成为 2010 年宏观经济稳定的支撑力量。

本报告基于上述各种判断，设定以下主要外生参数：(1) 2011 年中央财政预算赤字为 4750 亿元；(2) 2011 年人民币与美元的平均兑换率为 6.40:1，依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，分年度预测 2010 年与 2011 年中国宏观经济形势，其主要指标预测结果如下：

1) 2010 年全年 GDP 增长达到 10.1%，比 2009 年提高 1 个百分点，宏观经济较 2009 年出现明显的回升。

¹ 本文数据无特殊说明来源于国际统计局、OECD 数据库和人大经济研究所数据库。

导致这种局面的核心力量在于第二产业和第三产业增速分别提高了 1.4 和 0.6 个百分点，其中第二产业占 GDP 比重比 2009 年同期提高了 1 个百分点，比 2003 年提高了 2.1 个百分点，中国经济增长重返危机前的重工业驱动模式。从动态变化来看，2010 年 GDP 增速逐季回落，第四季度增速较第一季度增速回落 2.9 个百分点，达到 9%。

这种回落趋势将延续到 2011 年第 2 季度，2011 年第 3 季度经济将出现回升，全年估计 GDP 增速将达到 9.6%，呈现出平稳增长的态势。

2) 2010 年固定资产投资增速为 23.1%，名义增速比 2009 年回落了 7 个百分点，剔除价格因素，实际增速回落 11 个百分点，对 GDP 增长的贡献率首次跌破 50%，仅为 44.6%。

2011 年在多重下行力量和上行力量的共同作用下，固定资产投资增速将进一步回落，全年增速仅为 22.5%。

3) 2010 年全社会消费品零售名义增速达到 18.3%，较 2009 年提高了 2.8 个百分点，扣除价格的因素，实际增速与 2009 年略有下降，但对于 GDP 增长的贡献率首次超过投资，达到 55.4%。

2011 年在各种刺激性政策、收入水平调整以及其他社会因素的作用下，消费将保持较高的增速，名义增速将达到 17.8%，实际增速与 2010 年相当，增长贡献率将再次超过投资，中国开始步入“消费拉动的时代”。

4) 2010 年贸易总额大幅度提升，较 2009 年增长了 32.4%，其中进口增速为 36.1%，出口增速为 29.3%。贸易顺差总额为 1846 亿美元，比 2009 年减少了 5.9%，考虑价格因素，外需对于 GDP 增长的核算贡献为 0，改变 2009 年负贡献率的局面。

由于发达国家经济复苏动力减缓、贸易冲突和汇率冲突的加剧等原因，2011 年中国贸易总额增速出现回落，仅为 22.4%，比 2010 年下滑了 10 个百分点。其中出口增速为 21.8%，进口增速为 25.6%，贸易顺差为 1811 亿美元，比 2010 年减少了 1.9%，中国贸易开始在常态化的基础上进入“外部再平衡调整时期”。

5) 由于信贷惯性的作用，2010 年全年信贷总额将突破 7.5 万亿，M1 增速为 19.3%，M2 增速为 18.1%，比计划调控的水平略高，流动性依然保持较为宽裕的状态。

2011 年是“流动性回收年”，信贷投放将保持在 7-7.5 万亿，M1、M2 在 2011 年的增速将进一步回落，逐步实现常态化，预计为 16.9%和 17%。

6) 2010 年，在经济反弹、产能过剩、价格翘尾、流动性依然充裕、国际大宗商品价格的回升与个别农产品供求恶化等多重因素的作用下，全年物价水平较大的提升，全年 CPI 估计在 3.2%，GDP 平减指数为 3.7%，比 2009 年分别提高了 3.9 个百分点和 6.1 个百分点。

2011 年由于货币政策的调控与宏观景气的回落，物价水平将出现小幅回落，CPI 为 3.0%，未来 3%左右的 CPI 增速很可能常态化、中期化。但是，中国并不存在“滞涨”的问题。产出缺口等指标表明，2010 年中国实际 GDP 增度及其绝对水平基本与其潜在产出水平相当，中国宏观经济依然处于总供给与总需求平衡的运行轨道之中。

表 1 2010 年与 2011 年中国宏观经济指标预测

预测指标	2010	2011
1. 国内生产总值实际增长率 (%)	10.1	9.6
其中：第一产业增加值	4.1	4.2
第二产业增加值	11.3	10.5
第三产业增加值	10.1	9.9
2. 全社会固定资产投资总额 (亿元)	276481	341441
(名义增长率)	(23.1%)	(22.5%)
社会消费品零售总额 (亿元)	156958	184897
(名义增长率)	(18.3%)	(17.8%)
3. 出口 (亿美元)	15537	18924
(名义增长率)	(29.3%)	(21.8%)
进口 (亿美元)	13691	17113
(名义增长率)	(36.1%)	(25.6%)
4. 狭义货币供应 (M1) 增长率 (%)	19.3	16.9
广义货币供应 (M2) 增长率 (%)	18.1	17.0
5. 居民消费价格指数上涨率 (%)	3.2	3.0
GDP 平减指数上涨率 (%)	3.7	3.5

预测日期：2010 年 11 月

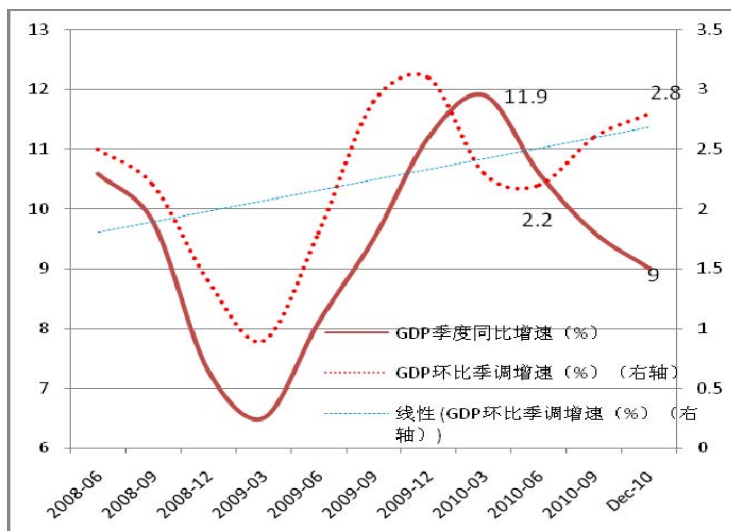
第二部分 2010 年宏观经济的基本表现

一、高位回稳与常态化的实体经济

2010 年中国宏观经济从有关实体经济的各类指标的同比增速来看，呈现出“高位回落”和“前高后低”的发展趋势，但降低幅度却大大小于预期，增速常态化日益显现；从各类环比数据和产出缺口数据来看，中国实体经济呈现出强烈趋稳的态势，回落力量在 4 季度逐步减弱，实体经济持续复苏的基础进一步得到强化。与危机前各类参数相比，中国实体经济已经弥补了本轮经济下滑带来的缺口，成功完成了恢复性增长阶段，开始步入常态化增长路径。

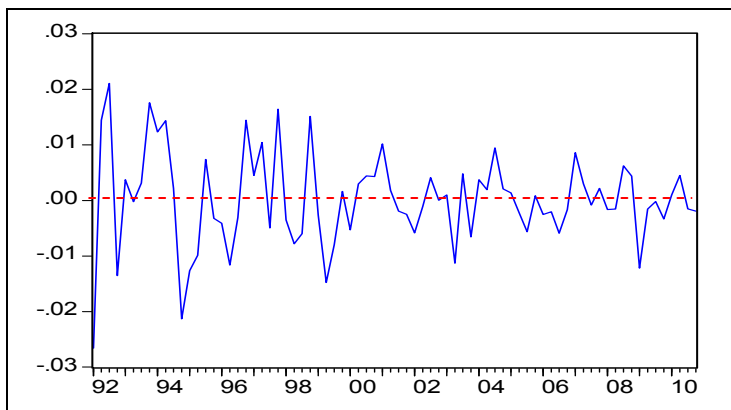
1、GDP 增速呈现同比“前高后低”、环比“V”调整的模式。2010 年 GDP 同比增速持续小幅下滑，从 1 季度的 11.9%，回落至 4 季度的 9%。但经过季度调整的环比速度表明，中国宏观经济在 2009 年持续回升之后出现下滑，至 3 季度出现超预期回调，4 季度小幅上升，呈现一个“V”型调整的模式，宏观经济呈现出趋稳的迹象。从环比趋势图来看，2008 年 4 季度至 2010 年 4 季度中国宏观经济依然保持在持续复苏的路径之中（参见图 1）。

图 1、同比下滑、环比“V”型调整的中国 GDP 增速



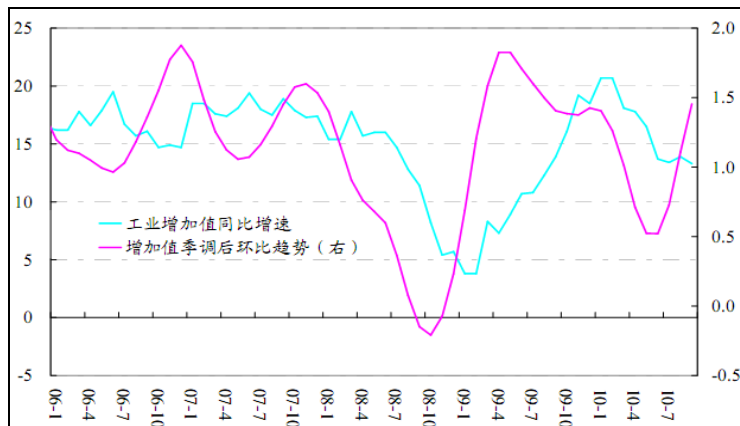
2、产出缺口收窄，总供给与总需求趋于平衡。从产出缺口来看，继 2009 年产出缺口快速收窄之后，2010 年产出水平与潜在产出水平基本处于相对平衡的状态，产能利用率开始进入常态区间。1 季度开始出现轻微的正向缺口（0.05%），2、3 季度有所回落，4 季度基本持平，这说明中国宏观经济处于总供给与总需求相对平衡的状态，摆脱了经济萧条，步入稳定复苏轨迹，但还没有步入稳定扩张的阶段（参见图 2）。

图 2 中国产出缺口步入基本平衡区间



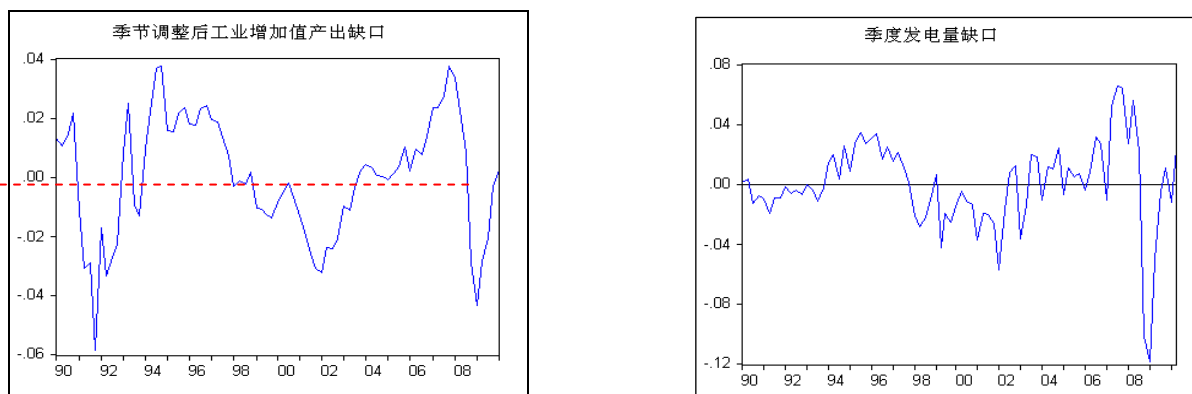
3、工业增加值与 GDP 同步变化。在刺激性政策退出、节能减排、存货周期调整等因素的作用下，全年工业增加值同比增速出现明显“前高后低”发展态势，当月同比增速跌幅达到 5 个百分点。但是，从环比增速来看，全年出现“V”型调整的模式，工业生产 2 季度、3 季度出现回落，于 4 季度在轻工业、三资企业和私营企业生产反弹的作用下出现触底反弹。这导致同比增速下滑速度有所收窄，并趋于常态化（参见图 3）。

图 3 工业增加值“前高后低”的同比增速和“V”型调整的环比增速



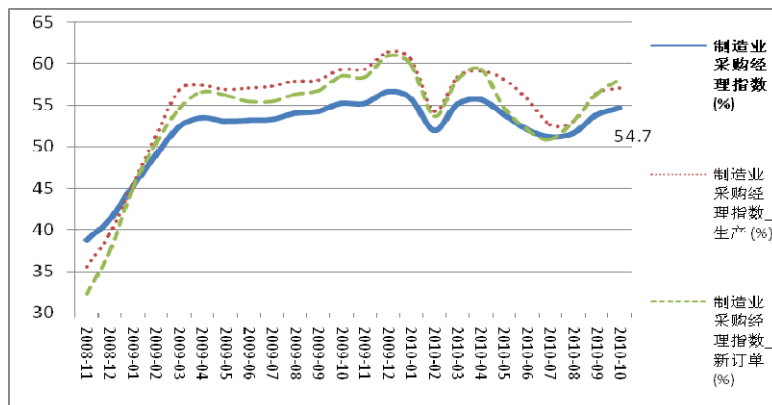
2010 年工业产值和发电量的产出缺口数据证实这个判断。2010 年工业产出缺口基本消失，趋于平衡。而发电量也在重工业增长波动中出现产出缺口在 0 区间波动的状况。这说明中国工业生产基本处于产能利用率正常运行区间（参见图 4）。

图 4、中国工业产出缺口与发电量产出缺口基本消失



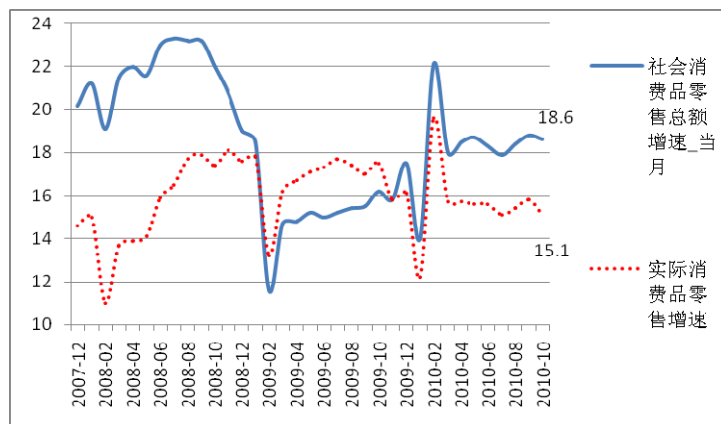
4、PMI 值持续高位，制造业向好。PMI 指数在生产指数和新订单指数的引领下，连续 20 个月超过 50% 的临界值，并于近几个月扭转二季度的颓势，增速有所提升。这表明制造业步入持续稳定增长的轨道之中。但由于我国 PMI 值与工业增加值、GDP 参数严重同步化，该值的向好并不具有前瞻性价值（参见图 5）。

图 5、PMI 指数连续 20 个月高于临界值



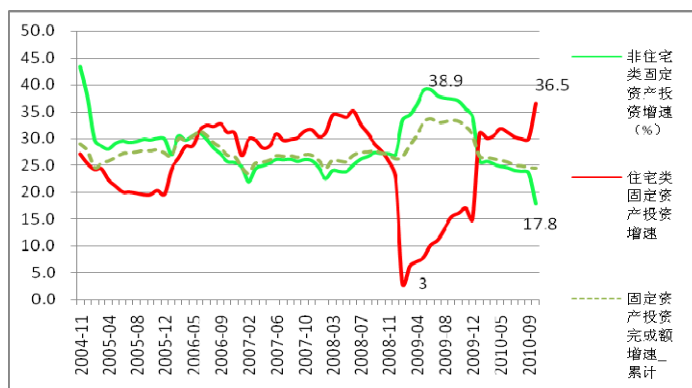
5、消费持续高位增长。在汽车销售、家具装修、金银珠宝类消费以及家电消费等因素的支持下，全年名义消费持续在 18%之上，而实际消费稳定在 15-16%之间，呈现高位稳定运行的状态。全年预计名义消费增速达到 18.3%，实际增速达到 15.3%，对于 GDP 的贡献达到 56%，成为中国宏观经济回落中趋稳的核心力量（参见图 6）。

图 6、名义消费和实际消费高位平稳运行



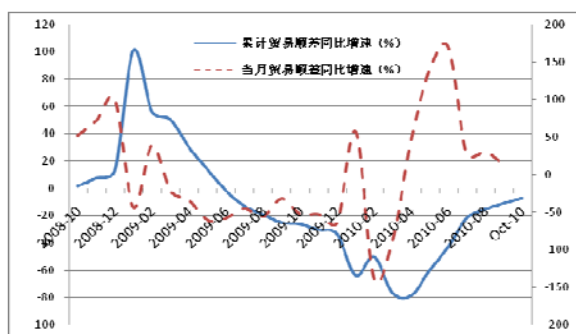
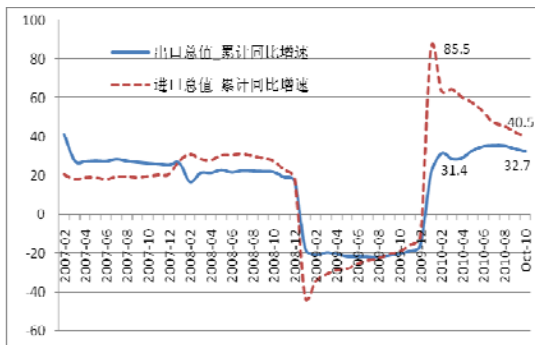
6、固定资产投资回落较大。在制造业投资和基础建设投资大幅度下滑的作用下，固定资产投资增速出现明显回落，回落幅度达到 7 个百分点。但是，由于房地产投资的高位运行，全年固定资产投资增速依然保持在正常区域，全年估计增速为 23.1%。不过剔除住宅类投资之后，包括制造业投资和基础建设投资在内的非住宅类投资增速却由 2009 年最高 38.9% 下降到年底的 17.8% 左右。这导致投资对于 GDP 的拉动作用下降了 2.3 个百分点，增长贡献率下降了 38.1 个百分点（参见图 7）。

图 7 房地产投资的高位运行支撑了投资在回落中步入常态区间



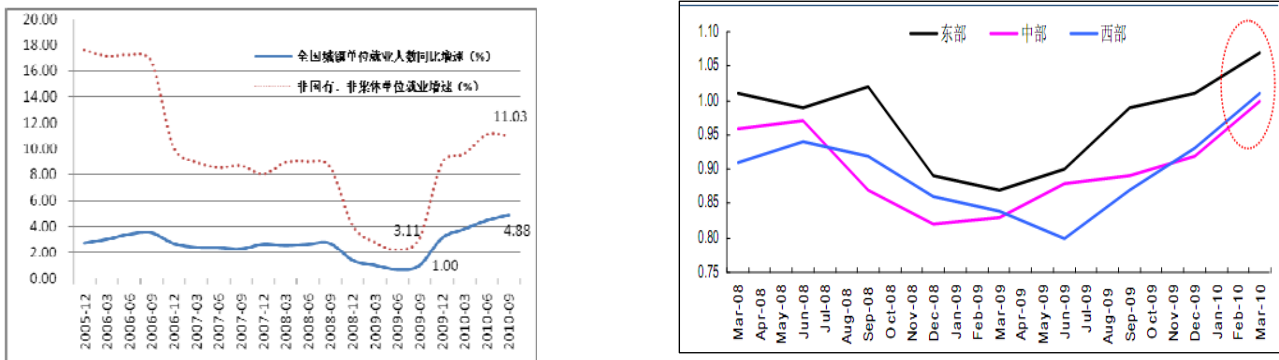
7、外贸高位回落、顺差增速改善。在全球同步复苏的作用下，中国外贸发生巨大变化，进出口在恢复性增长的基础上出现高位运行的状态，全年贸易总额估计增加 32.4%，其中进口增速达到 36.1，出口增速达到 29.3%，贸易顺差达到 1846 亿美元，同比仅负增长了 5.9% 增长，改变了 2009 年外需大幅度下滑的局面。这直接导致外需对 GDP 的拉动提高了 2.8 个百分点，贡献率提高了 34.3 个百分点（参见图 8）。

图 8、贸易顺差同比增速在进出口增速高位运行下大幅度改善



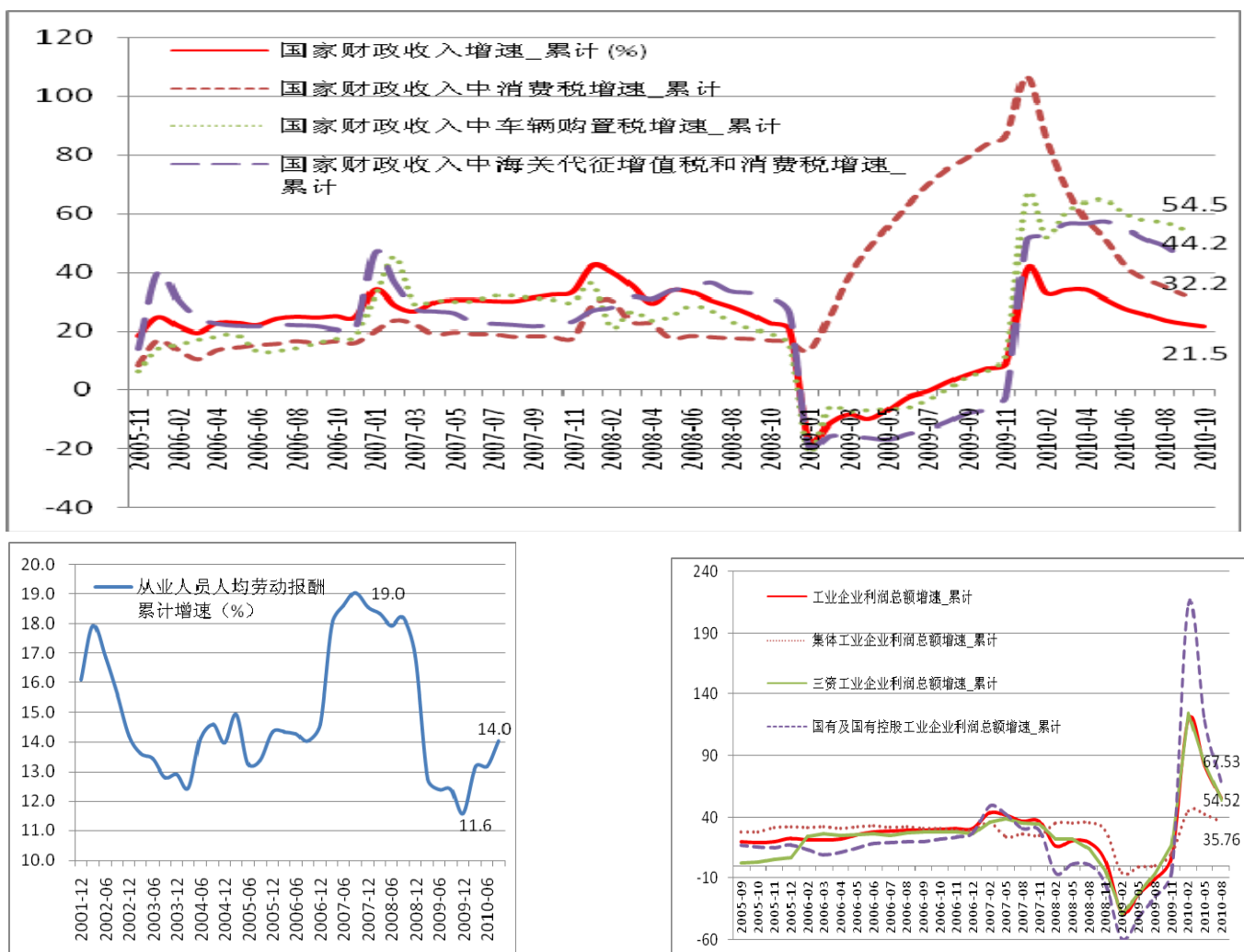
8、劳动力市场大幅度逆转，局部出现的“民工荒”。全部在岗职工人数前3个季度同比增长了4.4%，工业企业就业量前3增长了3.1%，。同时东中西部同时出现劳动力需求供求比大幅攀升的局面，分别达到106%、101%和98%，超过正常繁荣时期95%的平均水平。同时，沿海和内陆局部区域同时出现了“民工荒”（参见图9）。

图9 劳动力就业市场得到全面改善



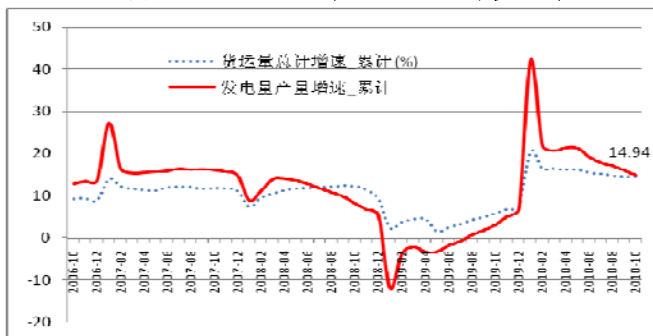
9、财政收入和企业绩效以及居民收入都得到大幅度改善，在恢复性增长的基础上开始步入传统的增长路径。其中财政在消费税、车辆购置税和海关关税等收入激增值得左右下，改变了2009年下滑的局面，全年增速达到20%，财政收入总额将达到8.2万亿，比预算超收8000亿左右；工业企业利润大幅度增长，1-9月已超过2008年和2009年全年水平，同比增速达到53.3%；而从业人员平均劳动报酬持续回升，从2009年的11.6%上升到目前的14%（参见图10）。

图10、政府财政、企业利润和劳动者收入都得到大幅度改善



10、发电量和货运量增长常态化。这进一步说明中国实体经济步入常态化增长轨迹。1-10月中国发电量累计同比增长14.94%，略高于历史同期水平；1-9月运输货运量和港口货运量同比累计增长14.6%，比危机前累计增长23%，年平均增速达到11.5%，增速回归到危机前的水平（参见图12）。

图 11、发电量与货运量增速说明中国实体经济步入常态化增长路径



11、与危机前各类指标相比，中国实体经济不仅弥补了本轮经济下滑带来的速度缺口，而且快速步入增长的常态化区间。

第一、从工业增加值来看，2010年较2008年增长了28%，使2008-2010年平均工业增加值增速达到14%左右，与危机前的平均水平相当。

第二、1-10月的财政收入超过了2008年与2009年的全年收入，使2008-2010年财政平均增速达到17%左右，接近正常增速水平。

第三、1-10月的贸易进出口总额超过2009年全年水平，全年总额将达到2.9万亿美元左右，比2008年全年增长了14%，成功弥补了2008-2009年深度下滑的缺口。

第四、从发电量来看，2010年1-10月较2008年、2009年同期分别增长了18.2%和14.9%，基本上弥补了2008-2009年发电量的缺口，开始步入常态化区域。

二、依然过多的流动性与逐季高涨的价格水平

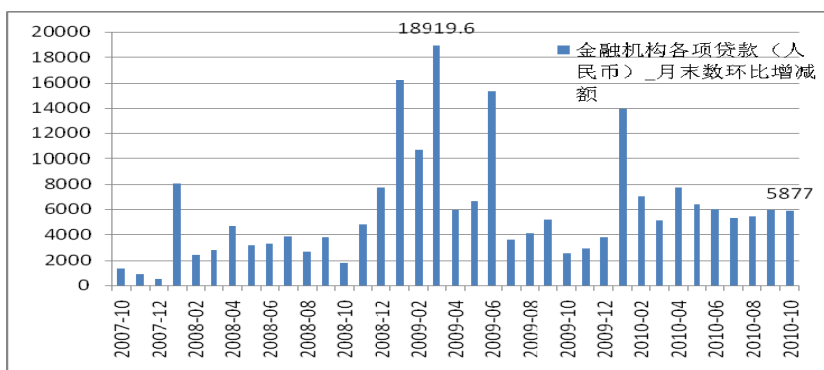
从上述分析可以看到，2010年中国实体经济在增速回落中趋稳，增长在超越恢复性增长阶段开始步入常态区间，总供给和总需求在同步回升中处于相对平衡状态，宏观经济并没有过热的迹象。

但是，2010年中国宏观经济超预期运行的是，在实体经济没有过热的情况下，资产价格高居不下，物价水平在食品类和居住类价格的推动下持续攀高，突破全年的目标值。导致这种现象的原因不仅与个别农产品供求关系恶化、国际粮食市场变异以及农业生产成本的提高等因素有关联，更为重要的是与2008年以来流动性投放的过多、转移与释放有关。

1、在2009年天量宽松的货币政策的基础上，2010年依然进行超计划的流动性投放，直接导致中国货币存量偏高。

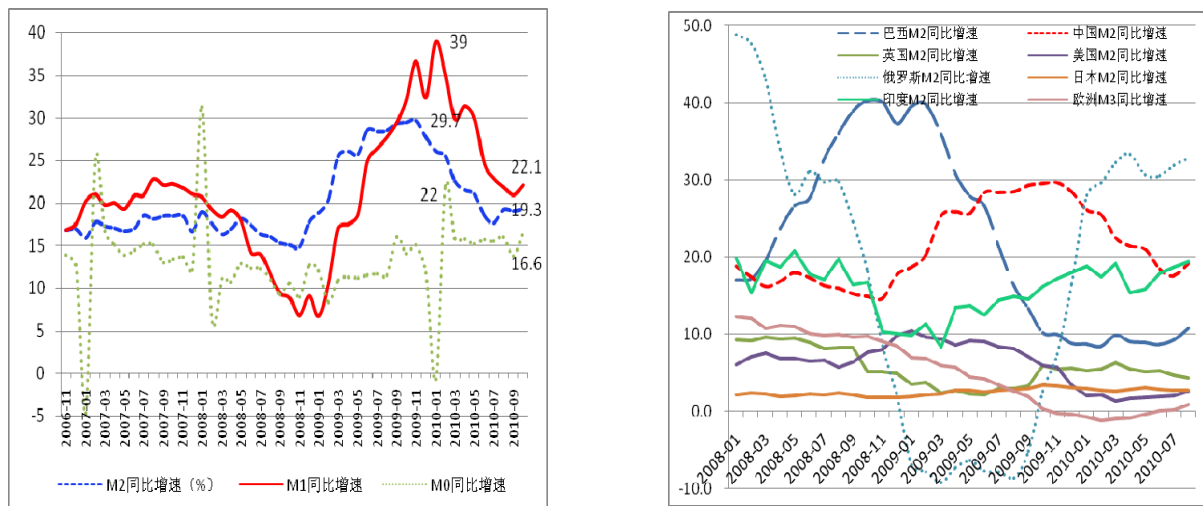
第一、由于信贷惯性的作用，2010年全年信贷总额将接近8万亿，超过计划投放6.7%，致使2009-2010年投放的信贷规模达到17.6万亿。其中7-10月超计划投放规模达到0.3万亿（参见图12）。

图 12、超预期的信贷投放



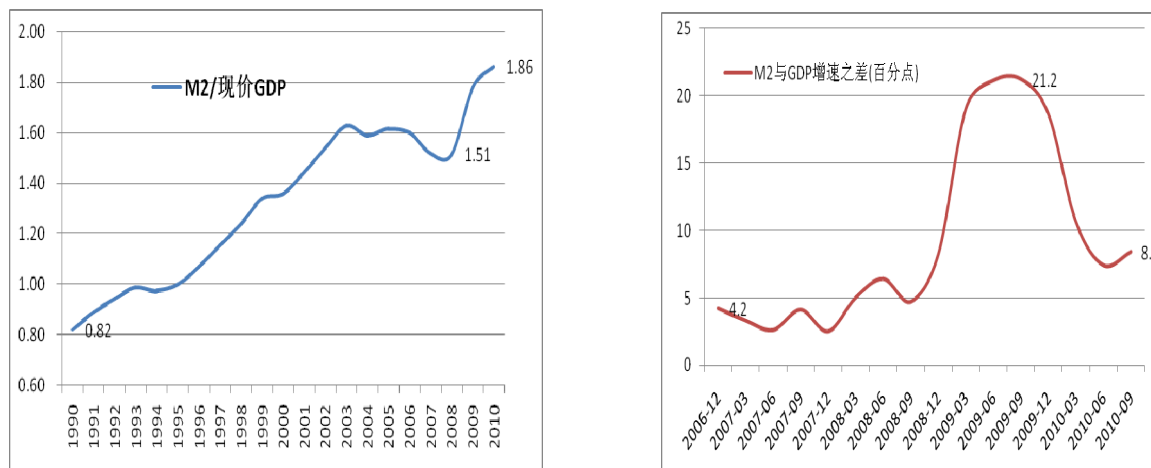
第二、货币供应增速虽然有所回落，但依然保持高位运行状态，突破了年初的政府目标值。2010 年，M1 增速从 2009 年的 32.4% 下降到 19.3%，M2 增速从 2009 年 27.7% 下降到 18.1%，比年初计划调控的水平分别高 1.3 个百分点和 0.6 个百分点，同时处于历史同期高位水平，流动性依然保持较为宽裕的状态。与金砖 4 国比较，中国目前的货币供应与仅低于已经出现通货膨胀的俄罗斯，与物价水平达到 9% 左右的引导相当（参见图 13）。

图 13、高速增长的货币供应量



第三、M2 与 GDP 的缺口加速性大幅度扩大，达到历史最高水平，同时也处于国际较高水平。即使考虑金融深化和货币流动速度变异等因素，货币冲击带来的价格上升的压力达到历史较高水平。到 2010 年底，M2 的规模将达到名义 GDP 的 1.86 倍，比 2002-2008 年高涨时期的平均水平高 16%，M2 与 GDP 增速之差虽然从 2009 年的 21.2 个百分点回落到 2010 年底的 8.4 个百分点，但依然高于 2002-2008 年平均水平高 75%。与金砖四国比较，中国与印度相当，高于巴西，低于俄罗斯（参见图 14）。

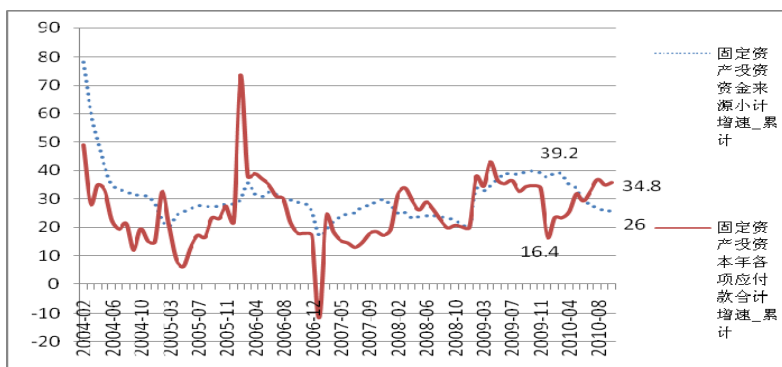
图 14、货币供应相对 GDP 偏高



2、在大量货币存量的同时，资金流向出现强烈的去实体化，流动性没有按照预期向实体经济渗透，出现强烈的虚拟化取向，资金大规模进入房地产市场、资本市场、金银贵重物品以及各种可以“资本化”的产品市场。

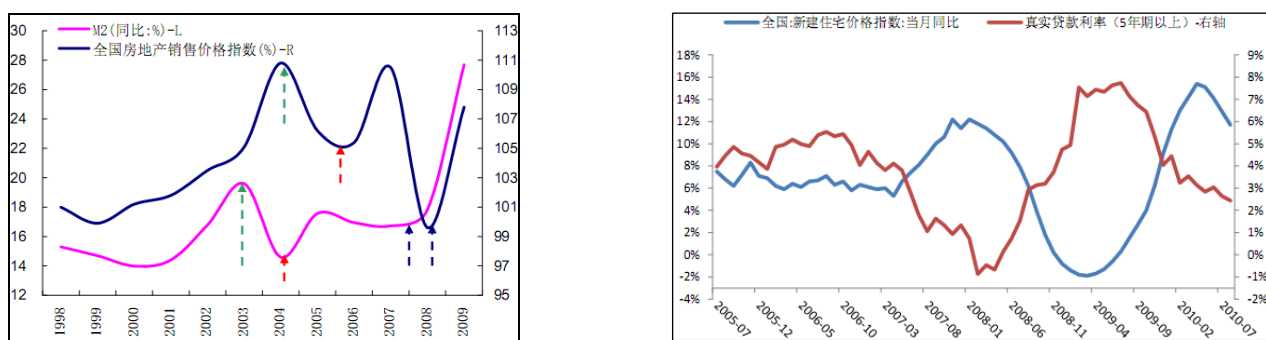
第一、投入到实体经济的资金逐步减少，特别是制造业领域的投资资金大量减少。从目前固定投资的资金来源来看，1-10 月增速从 39.2 下降到目前的 26%，如果扣除房地产投资的资金来源，发现进入到制造业和基础设施建设的资金同比仅增长了 16%。这与目前全社会货币增速不对称，说明资金对于实体经济的进入程度并不高（参见图 15）。

图 15、投入到实体领域的资金不多



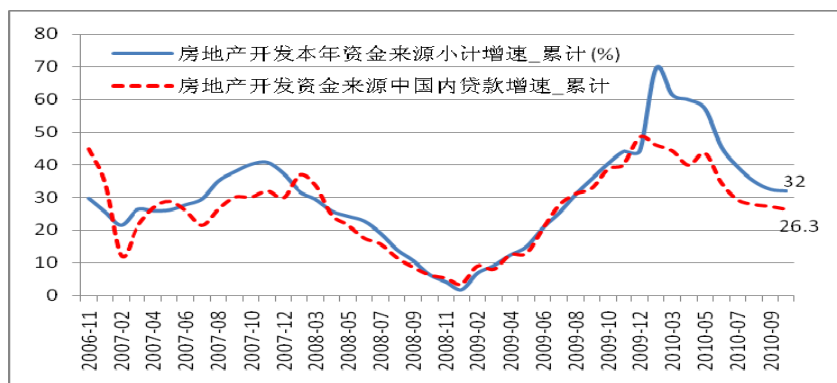
第二、货币供应的高速增长和负利率时代依然是房地产价格走高的基本原因。从 16 图可以看到，近 12 年来，中国货币供应量与房地产指数呈现强烈正向关系，与实际利率呈现强烈的负相关关系。

图 16、货币供应量偏高与低利率是房地产价格走高的基础原因



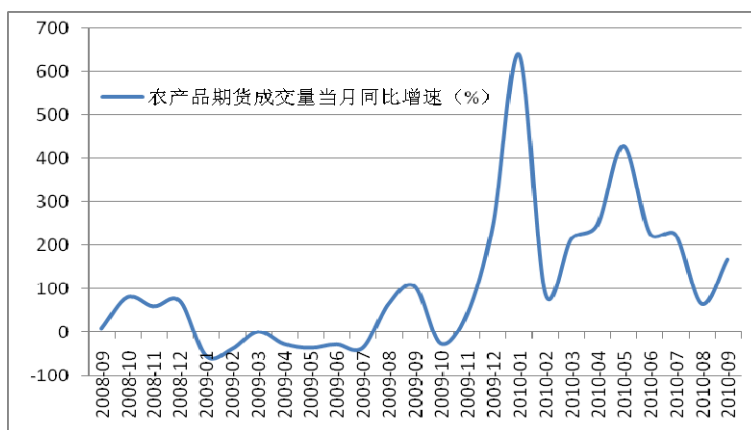
第三、虽然采取了各种调控措施，房地产资金来源一直十分充裕。2009 年房地产开发投资资金来源增速达到历史最高水平 70%，而 2010 年 1-10 月房地产开发增速达到 32%，规模达到 56923 亿（参见图 17）。

图 17、房地产市场的资金依然充裕



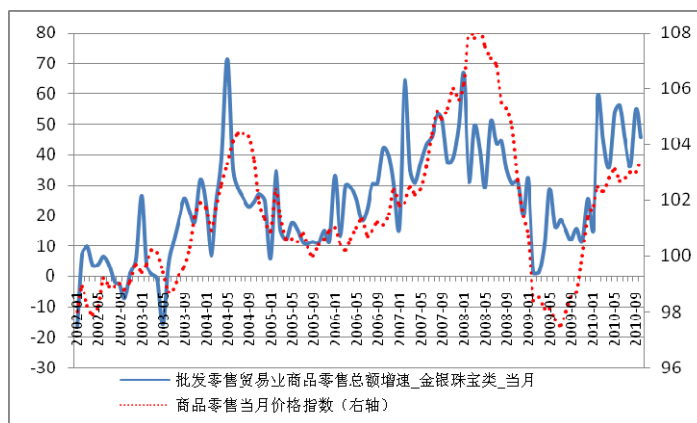
第四、流动性在传统资本市场和房地产市场政策调控的打压下出现转移，并在农产品市场得到释放。其中最为突出的表现就是，中国农产品期货市场的自 2009 年年底到 2010 年 10 月开始大幅度放量，平均每月的交易量比 2008-2009 年同期 2.54 倍，单月交易额接近 5 万亿水平（参见图 18）。

图 18、进入农产品期货市场的资金大幅度增加



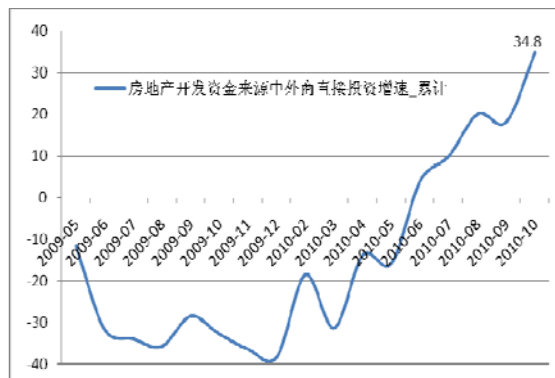
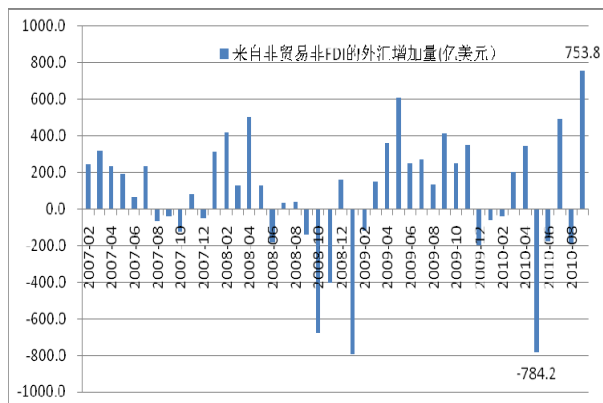
第五、流动性过剩与通货膨胀预期同时也导致居民进行避险性投资（消费），金银珠宝销售激增。1-10 月金银珠宝销售增速达到历史平均水平 29 个百分点，超过历史平均水平 15 个百分点（参见图 19）。

图 19、避险性投资和消费大幅度增加



第六、在本国流动性高居不下的同时，热钱的涌入起到了推波助澜的作用，加速了现有资金向资本市场、房地产市场以及农产品市场的涌入。自 3 季度以来，非贸易非 FDI 项下的外汇储备出现激增，规模达到 1100 亿美元左右，处于历史最高水平，说明热钱涌入的趋势在加剧。同时，外资不顾目前房地产新政的频频出台，逆市进入房地产市场，1-10 月房地产开发投资资金来源中外商投资的增速达到 34.8%，完全逆转了 2009 年全面退出的格局。这也说明热钱定向进入这些泡沫性投资行业的取向十分明显（参见图 20）。

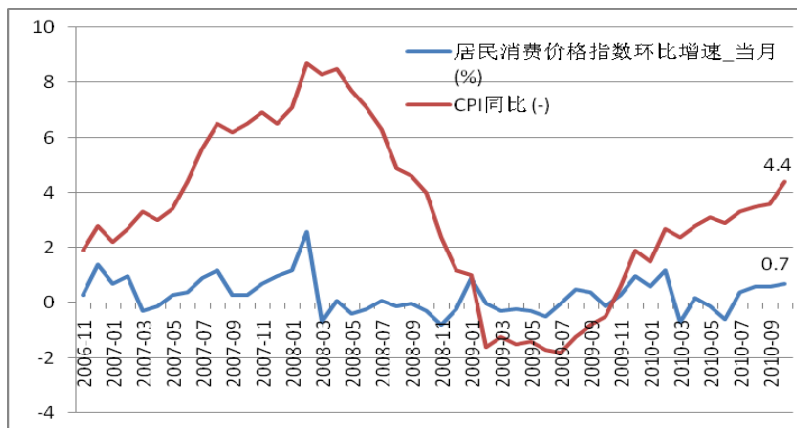
图 20、热钱自 3 季度开始大规模涌动



3、在流动性过剩和资金流向虚拟化的作用下，中国出现“房地产价格高居不下”与“物价水平持续高涨”并存的局面，经济泡沫开始从房地产向其他类投资品市场，特别是紧平衡的农产品市场传递。

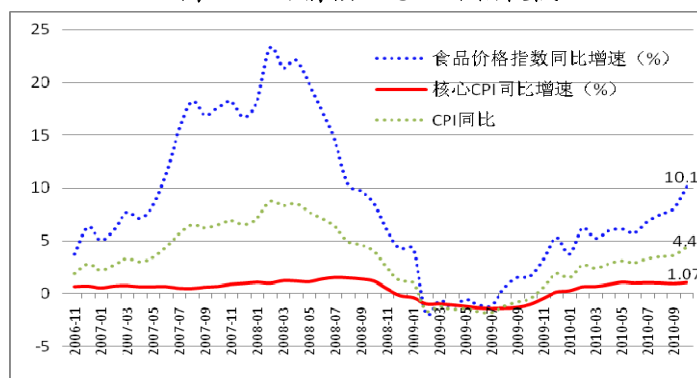
第一、价格水平走高，超过政府目标值。在经济反弹、价格翘尾、流动性依然充裕、国际大宗商品价格的回升与个别农产品供求恶化等多重因素的作用下，全年消费者物价水平有较大的提升，全年CPI估计在3.2%，GDP平减指数为3.7%，比2009年分别提高了3.9个百分点和6.1个百分点。其中，消费者价格指数超过年前政府所公布的3%的目标值（参见图21）。

图 21、消费者物价指数持续上涨



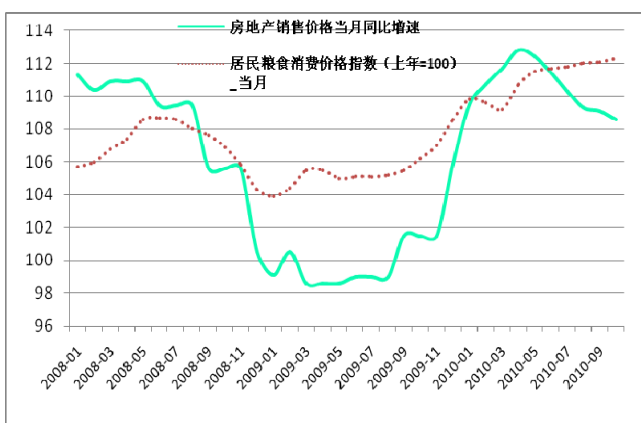
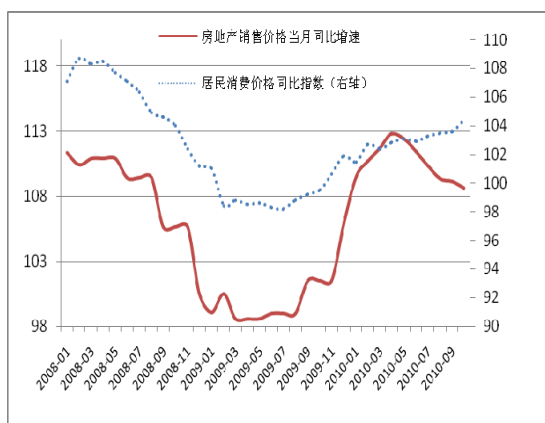
第二、食品价格上涨是目前CPI上扬的核心。剔除食品价格和燃油价格之后的核心CPI增速目前依然维持在1-1.5%的正常区间，表明目前价格水平的上扬不是来自实体经济出现了全面性的供不应求。10月份，食品价格上涨10.1%。非食品价格上涨1.6%，而核心CPI仅上涨1.07%（参见图22）。

图 22、目前核心CPI涨幅较低



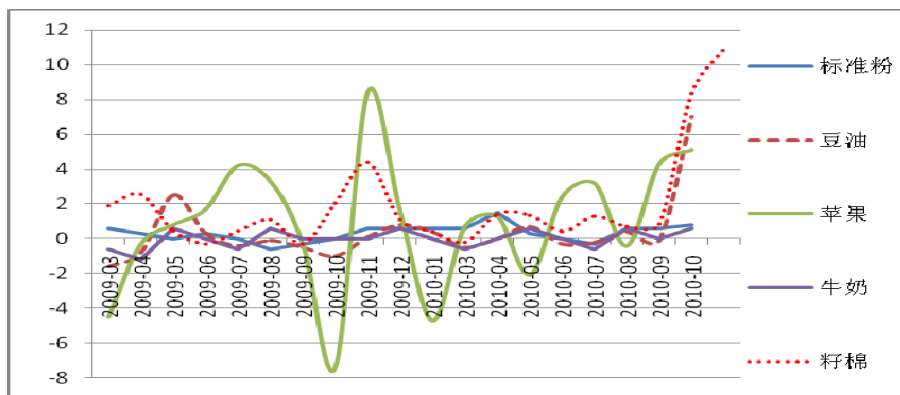
第三、房地产价格虽然在政策的调控下改变了2009年3-4季度快速上涨的趋势，但无论从环比和同比数据来看，目前房地产价格都处于高位运转的态势。2010年4月房产新政出台使70个大中城市房地产销售价格同比增速从12.8%下降到10月的8.6%，到9-10月月度环比依然保持增长（参见图23）。

图 23、房地产价格高位运行时CPI和食品价格指数上扬



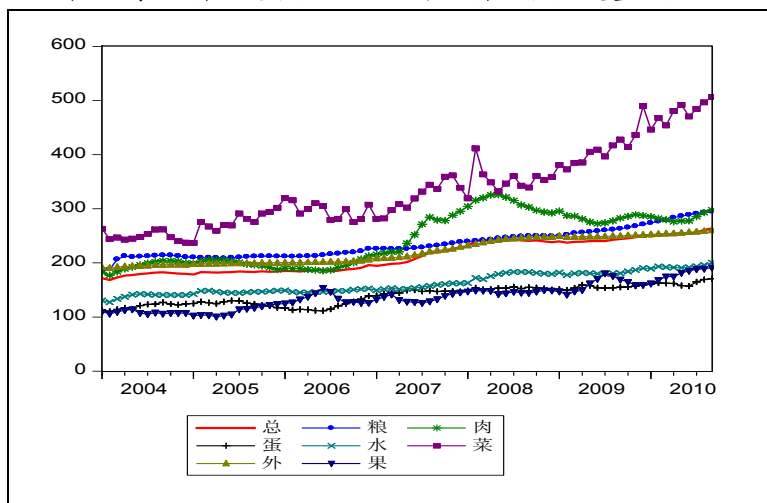
第四、在房地产新政持续和加码的作用下，大量的资金开始向其他投资品市场转移和释放，直接导致贵金属、收藏品、个别农产品价格出现轮番急剧上涨，导致经济泡沫的蔓延。其中最为凸显的就是农产品价格沿着“大蒜→生姜→大豆→苹果→籽棉...”路径进行击鼓传花式的蔓延（参见图 24）。

图 24、部分农产品价格出现暴涨



第五、在粮食价格的引领下，蔬菜等其他食品价格产生强烈的传染效应，出现价格上涨蔓延趋势。从食品类价格定基比来看，自 2004 年以来，食品价格总水平基本处于持续上升的状态，如果以 1993 年 1 月的价格水平为 100，2010 年 9 月的食品价格总水平已达到 263.8。从分项指标来看，增长最快的鲜菜价格，从 2004 年以来其在年内随季节性因素出现小幅波动，但总体上呈现快速上升的特征，如果以 1993 年 1 月的价格水平为 100，2010 年 9 月鲜菜的价格水平已高达 506.7，即 1993 年鲜菜价格的 5 倍之多；此外，粮食价格和肉禽及其制品价格也处于较高的水平，2010 年 9 月份别达到 295 和 298，接近 1993 年水平的 3 倍；蛋类价格总体水平虽然相对不高，但是其增长速度相对较快；水产品价格、在外用膳食品价格和鲜果价格相对处于低位增长阶段（参见图 25）。

图 25 食品价格总指数及七类分项价格指数定基比数据²



三、动力机制的平衡化与结构的转换

2010 年中国宏观经济核心要点不仅反映在前面两个部分所阐述的内容：1) 实体经济高位回落趋稳，步入常态化区域；2) 在实体经济没有过热的前提下，流动性的过剩、转移和释放导致资产价格高居不下、经济泡沫蔓延，引发物价水平持续上扬，而且还反映在，3) 中国宏观经济增长动力机制的平衡化和总体结构开始发生根本性变化，从而引发未来宏观经济运行机制发生变化。

1、从三大需求对 GDP 增长贡献的角度，消费拉动成为主力军，政策退出的去投资化较为迅速，持续的消费增长可能开启中国“消费驱动型经济增长”模式。从表 2 的国民核算可以看到，2010 年消费对于 GDP 增长的贡献

² 1993 年 1 月=100

持续攀升，而投资的贡献率持续下降，全年消费对于 GDP 拉动达到 5.6 个百分点，比投资的拉动率高 1.2 个百分点，贡献率达到 55.4%，比投资的贡献率高 10.8 个百分点，从本世纪以来消费第一次超过投资成为增长的第一源泉。

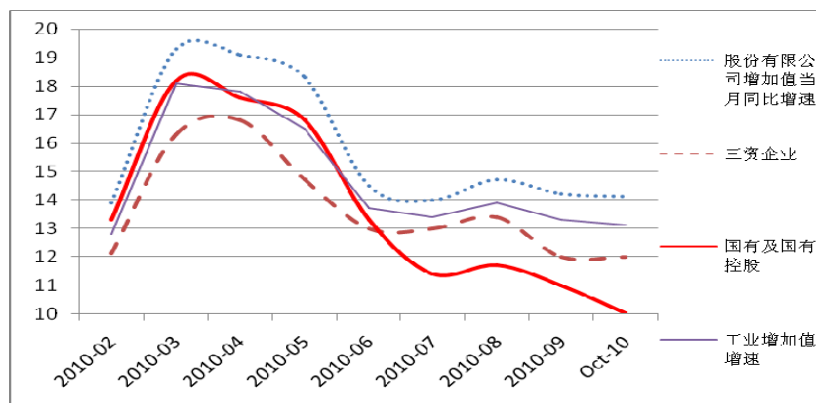
表 2、消费第一次超过投资成为增长的第一拉动力

	2009 1-4	2010 1	2010 1-2	2010 1-3	2010 1-4
消费拉动率	4.1	6.2	5.7	5.8	5.6
贡献率	47.9	52.1	51.4	54.7	55.4
投资拉动率	7.4	6.9	5.9	5.1	4.5
贡献率	86.4	57.9	53.2	48.1	44.6
净出口拉动率	-2.8	-1.2	-0.5	-0.3	0
贡献率	-34.3	-9.9	-4.5	-2.8	0.0
GDP 实际增速	8.7	11.9	11.1	10.6	10.1

2、刺激性政策的退出导致增速回落，但市场性需求的快速回升支撑了中国宏观经济的趋稳，经济增长的动力机制由政府主导快速向市场主导转变，由外生刺激主导向内生主导转变，虽然市场性需求和投资还需要进一步稳固。

第一、在国有及国有控股企业生产下滑的同时，股份有限公司和三资企业等市场型企业的生产恢复较快，部分弥补了国有企业因刺激政策退出带来的缺口。

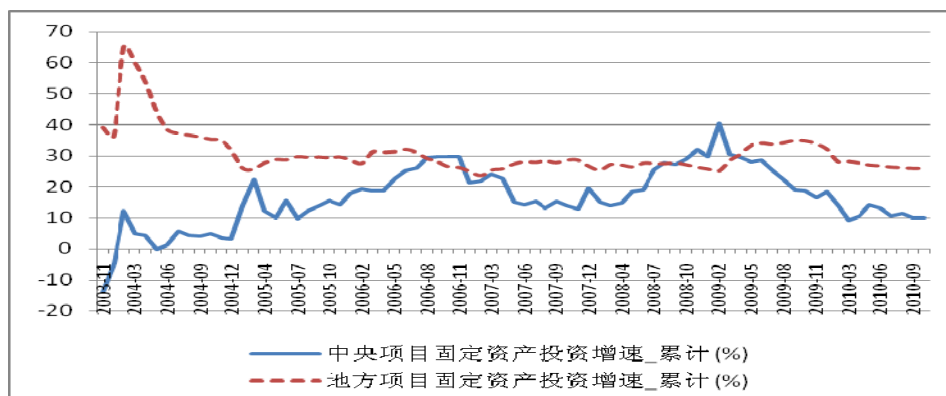
图 26、股份有限公司和三资企业生产企稳部分弥补了国企回落的缺口



第二、政策性投资快速下滑，但市场型投资的回升部分弥补了下滑的缺口。这集中体现在三个方面：

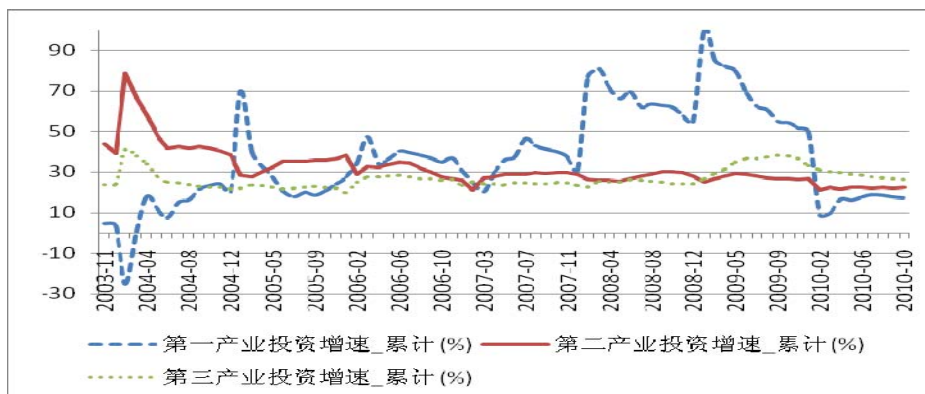
1) 中央项目大幅度收缩，但地方项目依然保持高位运行。目前中央项目增速从 2009 年的 18.4% 下滑到 2010 年的 10% 左右。而地方项目依然保持在 26% 以上的增速（参见图 27）。

图 27、中央项目投资增速下滑而地方投资增速高位运行



2) 政策性主导的第一产业的投资增速大幅度下降,但以市场主导为主的第三产业的投资增速高位趋稳。第一产业投资增速从2009年的49.9%下降到2010年底21%左右。而第三产业增速依然保持在28%以上(参见图28)。

图 28、政策性主导的第一产业投资下滑较大



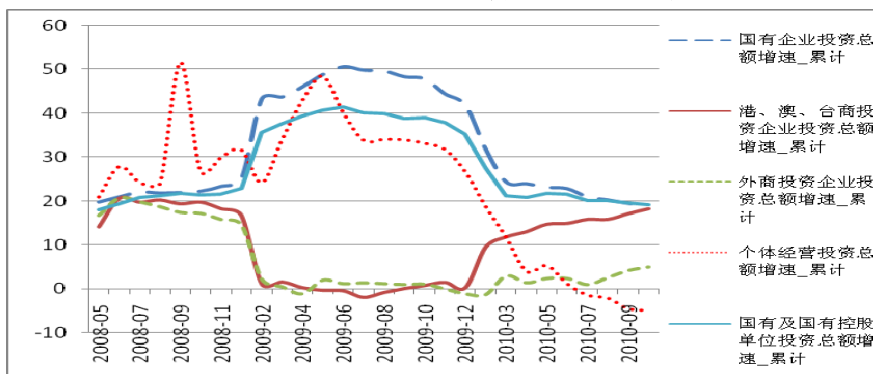
3) 在出口持续回升和增速常态化的作用下,外向型企业的投资开始出现稳步回升,说明市场性投资需求有较大幅度的回升,但值得注意的是:

(1) 外向型企业增速依然远远低于危机前的水平,大部分企业并没有为迎接下一轮经济增长进行大规模投资,

(2) 大规模投资时期并没有到来且总量难以弥补政府投资和国有企业投资退出产生的缺口,市场型投资还难以在短期保证未来投资增速的稳定。

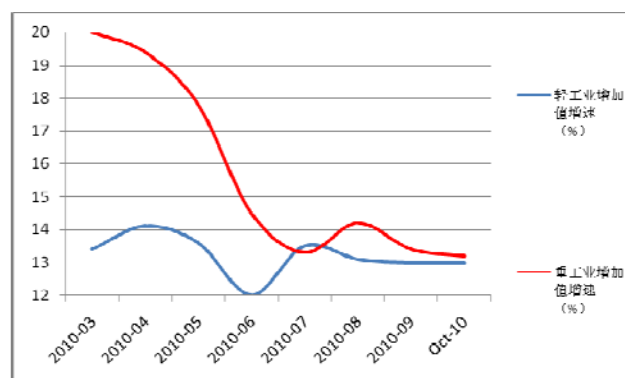
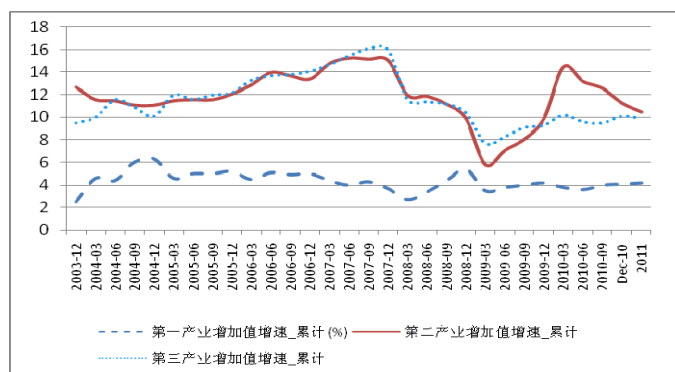
(3) 标志市场投资环境状况的个体经营增速依然持续向下回落,1-10月累计增速为-5%,说明中国经济还没有步入投资繁荣期,经济增长点的缺乏和投资领域的限制导致私营企业投资观望的情绪依然十分严重(参见图29)。

图 29、港澳台商投资增速强劲回升



3、经济波动的工业主导型和工业波动的重工业主导型模式并没有改变,服务业加速并没有出现。2010年中国GDP季度增速回落2.9个百分点,其核心原因在于第二产业增速下滑了8个百分点左右。第一保持稳定,第三产业有轻微回落。而第二产业回落的核心原因在于重工业出现了大幅度回落,1-10月增速降幅达到6.8个百分点(参见图30)。

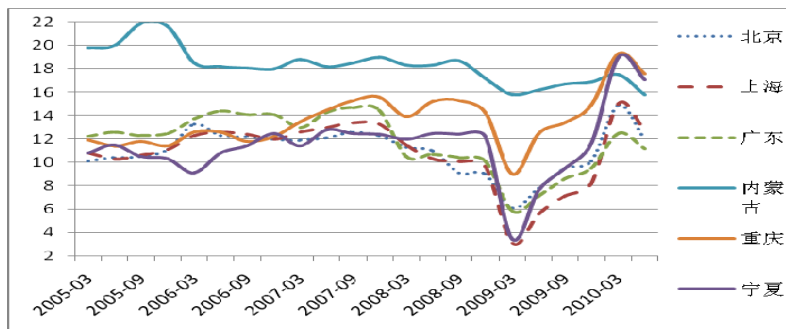
图 30、重工业主导型模式没有改变



4、在区域规划和产业加速梯度转移的作用下，中西部持续的高速增长弥补了东部经济乏力的缺口，中国经济的重心开始向中西部转移，“经济增长极的多元化时代”已经到来。

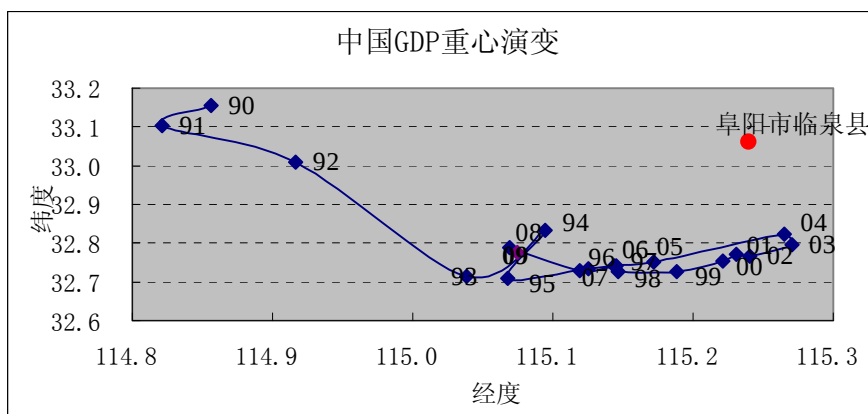
第一、从增长速度差异来看，部分中西部省份在东部增长速度大幅度下滑的同时一致保持高速的增长，例如内蒙古一直维持了16%以上的增速，而东部增速不仅在2009-2010年出现深度下滑，而且复苏后的速度明显低于中西部平均水平（参见图31）。

图31、中西部一直保持高速增长



第二、GDP重心开始向中西部漂移。1991-2003年，国家经济重心向东南方向“漂移”，2004年之后西部大开发、中部崛起、东北振兴的效果开始显现，国家经济重心开始向西大幅“返移”。与此相对应，中西部地区所占的GDP份额不断提高，2009年提高到46.16%，2010年估计达到47.1%（参见图32）。

图32 中国的经济重心自2004年向中西部转移



第二、消费重心向北移动。增长速度的变迁必然导致消费支出重心的演变。1990-2003年我国消费重心总体向东南方向漂移，2003-2005年向西南漂移特征显现，通过四大板块的分析，这主要是由于东部地区内部消费份额的变动所致。2006-2009年消费的重心向北漂移，这主要是中西部和东北地区的消费份额增加所致，到2009年中西部和东北地区的最终消费份额提高到48.6%；2009年居民消费份额也“回升”到48.68%（参见图33和34图）。

图33 最终消费的重心演变（1990-2009）

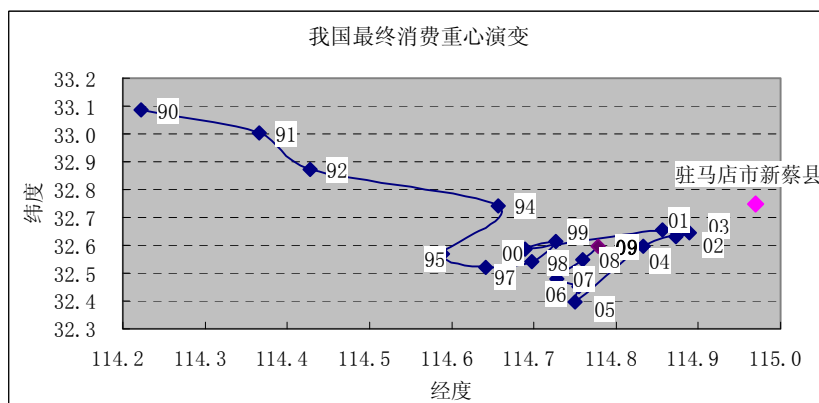
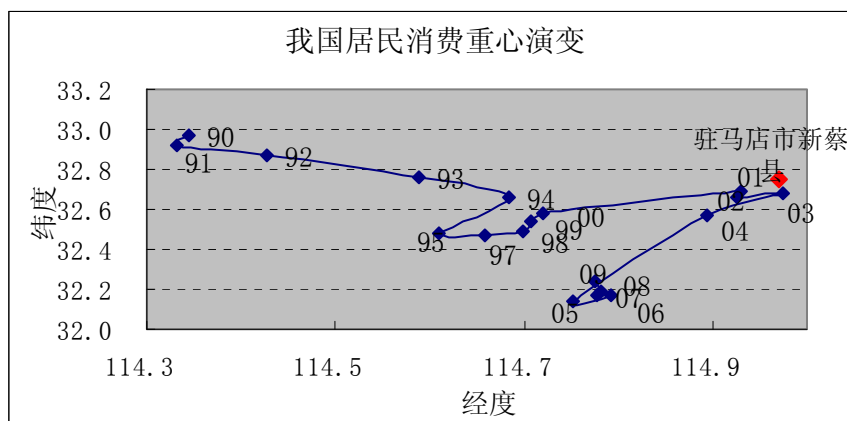
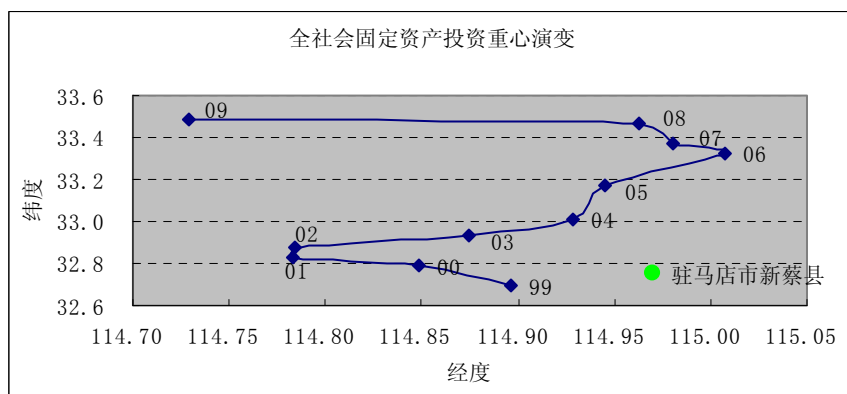


图 34 居民消费的重心演变 (1990-2009)



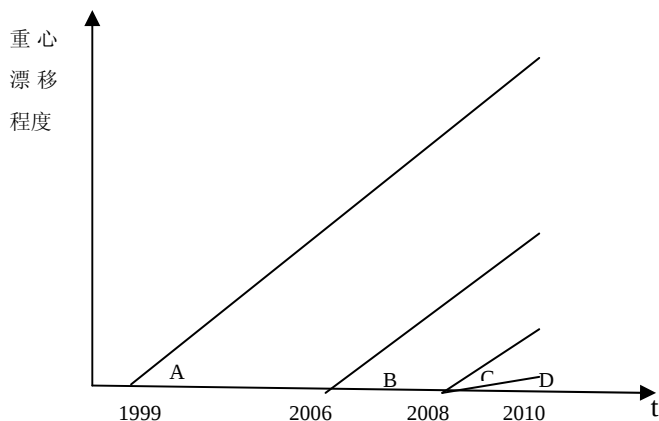
第三、投资重心大幅度向西漂移。1999-2009 年，我国全社会固定资产投资重心呈“Z”形变化。随着西部大开发的实施，1999-2002 年固定资产投资的重心向西北方向漂移；但随着东北振兴和中部崛起等战略的实施，2003-2006 年持续向东北方向漂移；尤其是在应对金融危机的背景下，投资重心加速向西漂移（参见图 35）。

图 35 全社会固定资产投资的重心演变 (1990-2009)



由上述分析可见，中国经济中由传统的“珠三角”、“长三角”向内地区域进行扩散和纵深，并在演进次序与强度上呈现“雁阵”特征（参见图 36）。早在 1999 年投资重心就开始向中西部地区漂移；2004 年 GDP 重心出现向中西部地区漂移的趋势，2006 年 GDP 重心开始向中西部漂移；紧接着，消费（最终消费和居民消费）重心出现向中西部地区漂移的趋势，2008 年消费重心开始向中西部漂移；2008 年之后进出口重心也出现向中西部漂移的态势，但力度尚不显著。

图 36 区域重心的“雁阵”形态



注：A 代表投资；B 代表 GDP；C 代表消费；D 代表进出口。

第三部分 经济前景与风险

正如第二部分分析所言，2010 年中国宏观经济的 3 大特点：

- 1) 实体经济高位回落趋稳，季度回落幅度比预期要小，实体经济运行步入常态化区域。
- 2) 在实体经济没有过热的前提下，流动性的过剩、转移和释放导致资产价格高居不下、经济泡沫蔓延，引发物价水平持续上扬。
- 3) 中国宏观经济已经出现经济增长动力机制的平衡化和增长极多元化：中国宏观经济增长动力机制出现明显的“消费驱动型”特点；市场型内生增长力量开始部分填补政策刺激力量退出的缺口，经济复苏的基础进一步夯实；在区域政策和产业加速梯度转移的作用下，中国宏观经济的重心开始全面向中西部漂移。这 3 结构性特征将意味着未来宏观经济运行机制将发生变化。

这 3 大特点同时孕育了大量的宏观风险和问题：

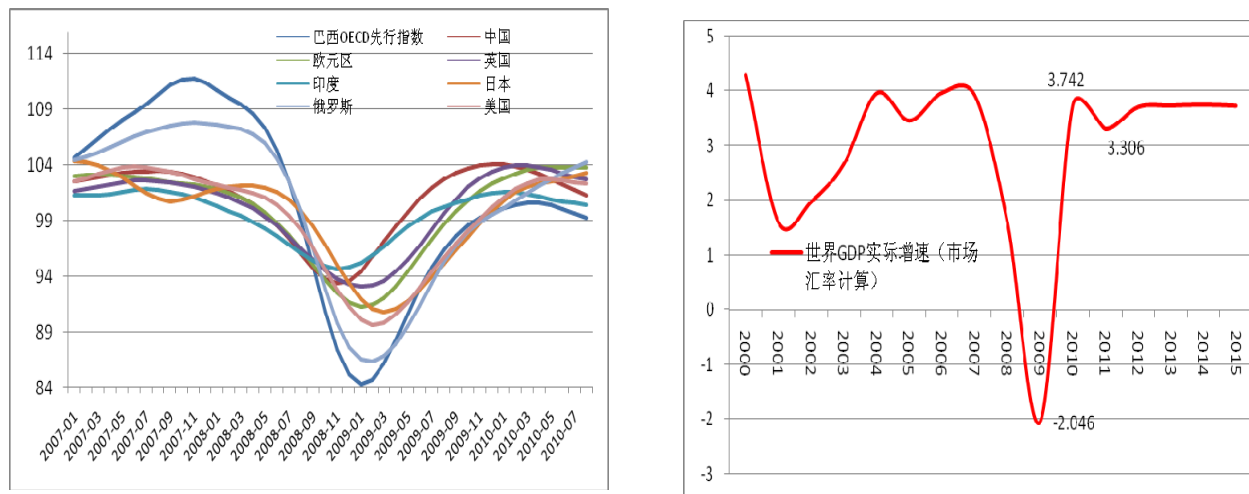
- 1) 外部环境是否逆转，中国市场型复苏的基础是否可以得到进一步夯实？
- 1) 过剩的流动性是否可以轻易回收，经济泡沫是否会持续蔓延，价格上涨是否会进一步攀升？
- 3) 良性的结构调整是否得到持续，“十二五规划”是调整效应大、还是刺激效应大？

一、放缓、分化、冲突与高度不确定性的外部环境

2011 年，中国宏观经济面临的最大的不确定性是外部环境的变异。这种变异在于：1) 发达国家经济复苏的动力减弱带来的全球增长放缓；2) 世界各国复苏状态的分化所带来的各国宏观经济政策的冲突；3) 汇率重构带来的资本流动的变异和大宗商品价格的变异。这些变异将使 2011 年世界汇率冲突、货币冲突和贸易冲突达到历史新高。

1、世界各国先行指数纷纷于 2010 年 1-2 季度见顶，预示着全球经济复苏的动力开始在 2010 年 3-4 季度开始放缓，这意味着 2011 年全球经济复苏将处于下行区间。同时按照 IMF 的预测，2011 年世界经济增速将从 2010 年的 3.742% 回落到 3.306%；而按照世界银行的预测世界经济增速将从 2010 年的 3.6% 下降到 2011 年的 3.0%（参见图 37）。

图 37、世界经济出现放缓迹象



2、发达国家由于金融危机深层次问题没有得到解决，投资低迷、失业率高居不下、消费疲软、出口竞争力提升乏力、政府债务率高居不下等因素直接导致这些国家经济复苏步伐放缓，经济增长的动力减弱，并可能向世

界其他国家迹象蔓延。这集中体现在以下几个方面：

第一、欧美金融危机的深层次问题没有得到根本解决，直接导致发达国家将在 2011 年依然将面对信用收缩、流动性偏紧以及金融动荡等问题，从而严重制约实体经济的复苏。这主要体现在两个方面：

一是美国房地产市场自 2011 年 4 月以来出现“二次探底”的趋向，使美国次贷危机在“去杠杆化”和消除有毒资产的进程中雪上加霜。到 2010 年 10 月为止，美国住房价格和交易量都出现下滑，违约率和断供率进一步攀升到 4% 以上，在银行进行拍卖的住房达到 200 万套，还款违约高达 300 多万户（参见图 38、39）；

二是欧洲主权债务危机国家的债务率还将持续攀升，使欧元区债务危机重现的风险依然存在。欧洲债务危机国的信用掉期利差和国债收益率虽然在 5 月欧洲稳定救助基金出台之后出现下滑，但 3 季度以来却再创新高。11 月，爱尔兰 10 年期国债收益率猛增至 8.929%，创 1999 年欧元设立以来的最高水平，同时葡萄牙国债收益率也创新高（参见图 39、40、41）。

图 38 美国房地产市场进一步下滑和疲软、贷款拖欠率和断供率高居不下

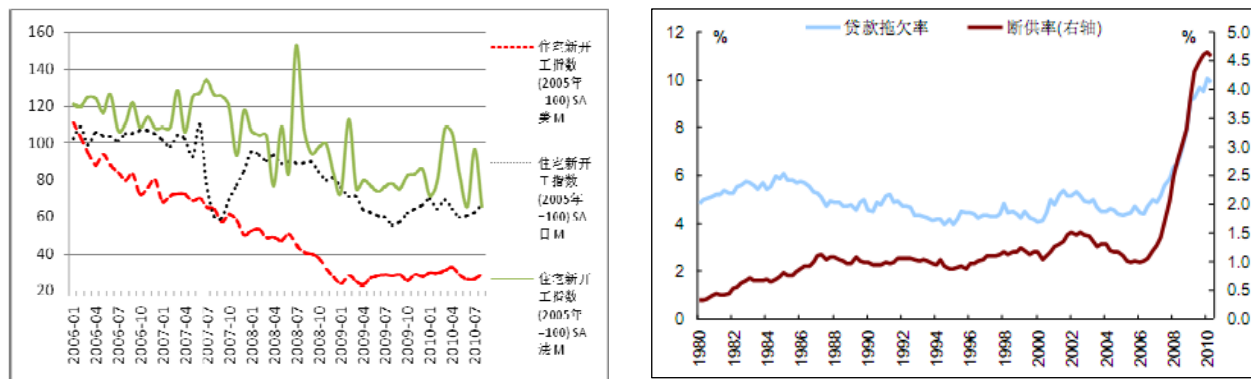


图 39 消费信贷和企业贷款增速低迷

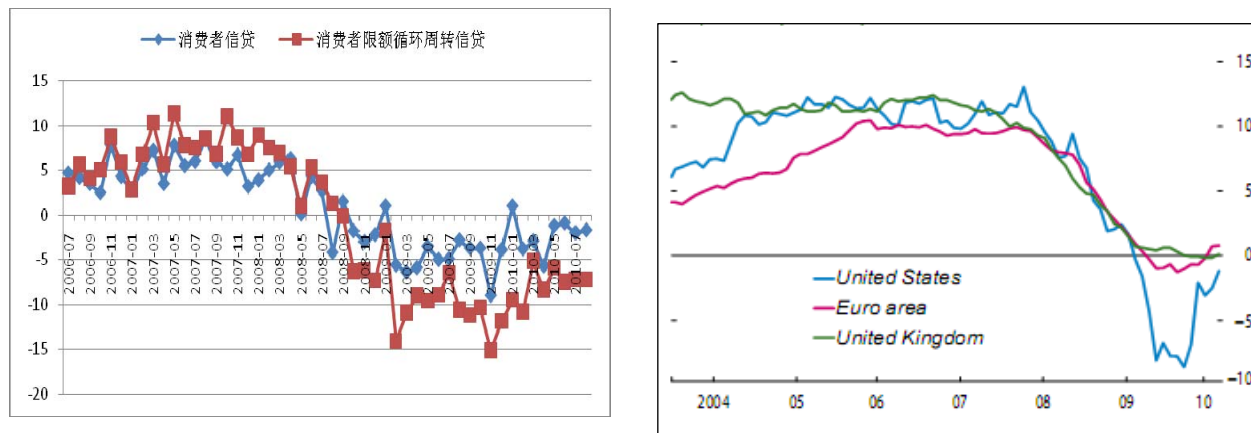
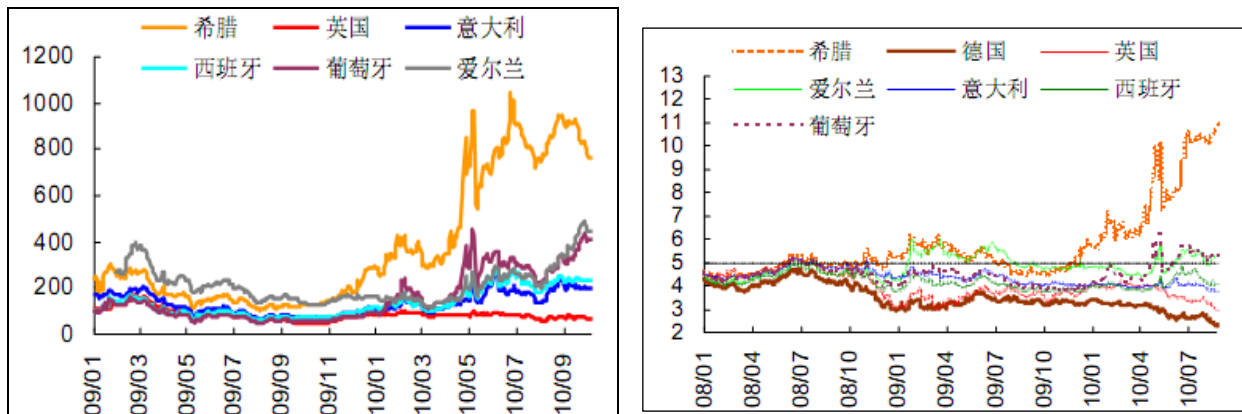


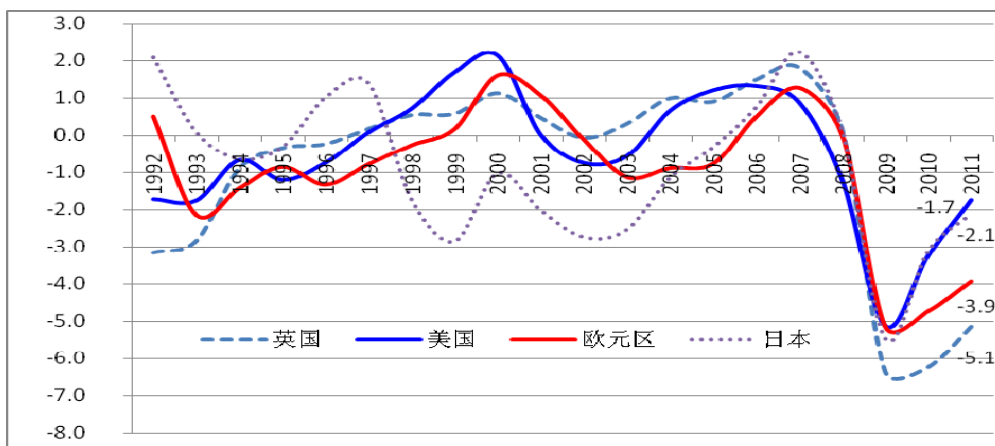
图 40 债务危机国的信用掉期再创新高

图 41 债务危机国的国债收益率再次上扬



第二、2011 年美国、欧元区、日本以及英国等发达国家的产出缺口依然为负。其值分别达到-1.7%、-3.9%、-2.1%和-5.1%，整个 OECD 的产出缺口为-2.6%，比 2010 收窄了 1.2 个百分点，而 2010 年 OECD 国家产出缺口收窄了 1.3 个百分点。这表明发达国家宏观经济虽然依然处于复苏路径之中，但复苏的力量在减缓（参见图 42）。

图 42、发达国家产出缺口依然为负



第三、发达国家的产能利用率依然较正常水平差距较大，部分国家出现回落的趋向。同时，PMI 值自 2010 年 6 月以来开始出现回落的趋势，这直接导致美国、日本、欧元区 GDP 增速自 2 季度以来出现回落（参见图 43-45）。

图 43、美日欧 PMI 指数开始回落

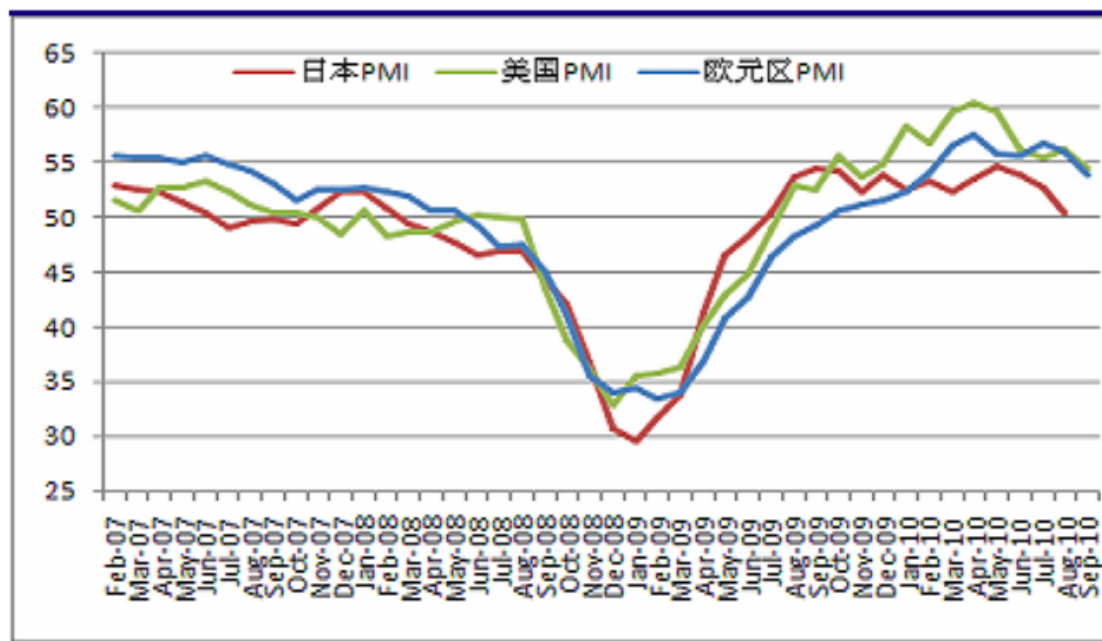


图 44、发达国家产能利用率依然偏低

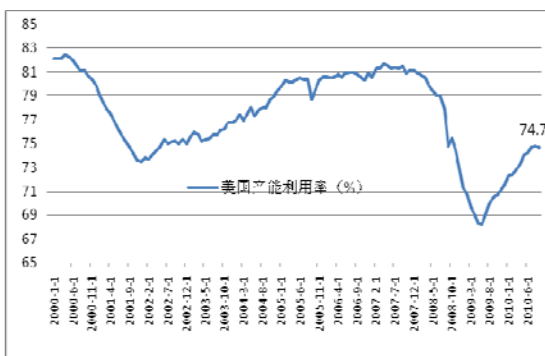
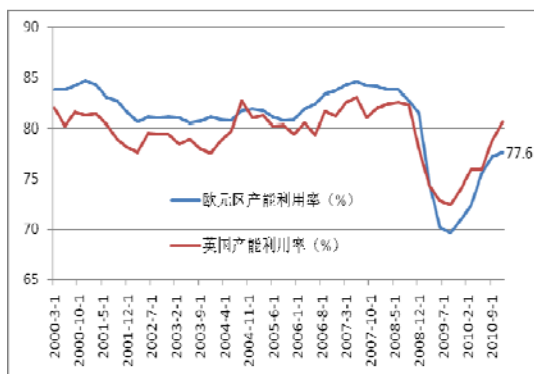
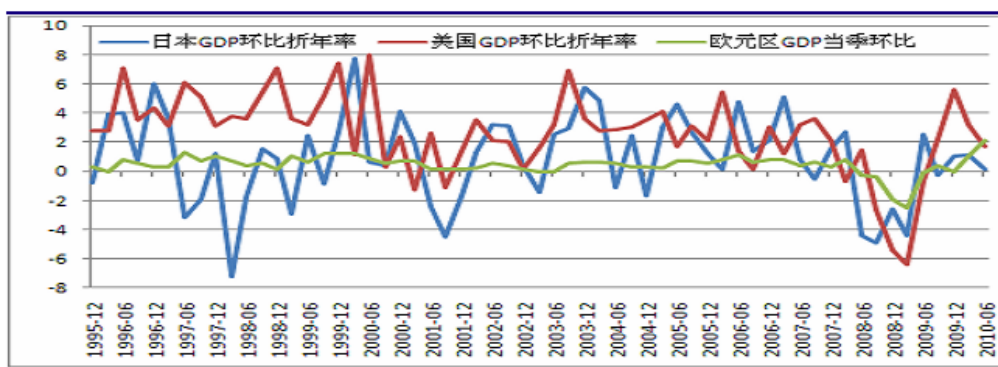


图 45、发达国家二季度 GDP 增速开始放缓



第四、在失业率高居不下、居民负债率偏高、消费信贷疲软等因素的作用下，发达国家的消费信心指数出现回落，消费增速自 2010 年 2 季度以来开始回落。例如美国 2 季度失业率依然保持在 9.5%，消费信贷-2.1%增长，消费增速从 1 季度的 5.6%下降到 2 季度的 4%左右（参见图 46-47）。

图 46、美国失业率高居不下与消费低迷

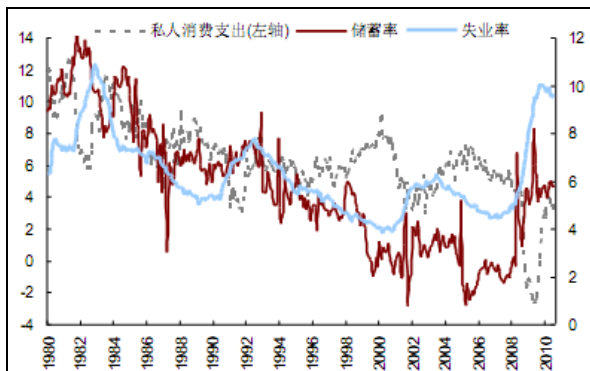
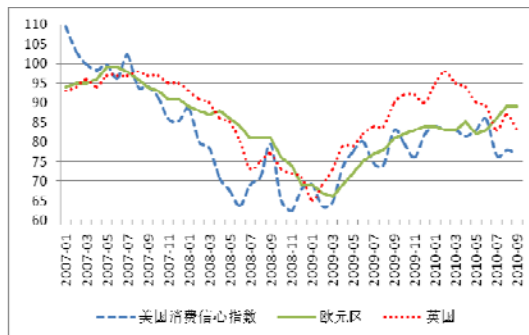


图 47、发达国家消费信心依然不景气



第五、发达国家财政赤字和债务率已达到历史最高水平，财政的可持续性要求未来世界各国进行大幅度削减财政赤字，由此带来的财政同步退出的叠加效应将对发达国家经济复苏和短期经济增长带来冲击。2009 年全球赤字率高达 7.2%，而发达国家高达 8.8%，如果要保持财政的可持续性，全球财政赤字率将在未来 3 年缩减的总额将分别达到当期全球 GDP 的 0.7%、1.3%、1.5%。这种削减将对世界各国经济的复苏产生影响，特别是各国同步削减将带来更为强烈的同步叠加效应。例如世界银行利用 G-cubed 模型模拟得到模拟财政调整对增长的影响在 3 年内分别达到 0.4%、0.9%和 1.4%（参见表 3）。

表 3 债务削减对 GDP 增速的影响 (%)

	2009	2010	2011	2012
	(GDP 相对于基准值的百分比变动)			
世界	0.0	-0.4	-0.9	-1.4
高收入国家	0.0	-0.4	-1.0	-1.5
高收入国家 (除欧盟五国)	0.0	-0.4	-0.9	-1.4
发展中国家	0.0	-0.3	-0.8	-1.3
中等收入国家	0.0	-0.3	-0.8	-1.3
低收入国家	0.0	-0.4	-1.0	-1.6
东亚和太平洋国家	0.0	-0.4	-1.0	-1.5
欧洲和中亚国家	0.0	-0.2	-0.6	-0.8
拉丁美洲和加勒比国家	0.0	-0.4	-1.0	-1.6
中东和北非国家	0.0	-0.3	-0.6	-0.9
南亚国家	0.0	-0.4	-0.8	-1.1
撒哈拉以南非洲国家	0.0	-0.2	-0.5	-0.7

数据来源：2010 年 6 月 WEO 和 IMF 人员估算

3、发达国家与新兴市场经济体之间的经济复苏的进一步分化以及带来政策调控模式的冲突将进一步加剧国际经济协调的困难程度，并将使货币政策冲突、汇率冲突、贸易冲突达到历史新的高度。

第一、全球复苏在发达国家和新兴市场经济国家出现强烈的分化。以“金砖四国”为首的新兴市场经济国家的平均经济增长速度达到 6.7%，而发达国家的平均增速仅为 2.1%；发达国家的失业率达到 8.5%，而新兴市场经济从 2009 年 4.25%下降到目前的 3.2%；发达国家的通货膨胀率一直保持在 1%水平，而新兴市场经济体平均水平已经达到 5%左右，其中俄罗斯、巴西和印度都超过了 5%，接近两位数的区间。这种分化导致各国在宏观经济政策调控方向发生分化和冲突（参见图 48-49）。

图 48 各国各工业生产恢复出现分化

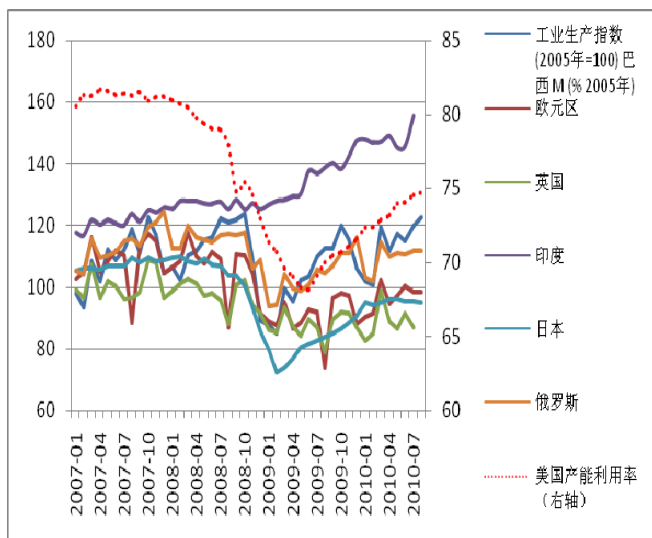
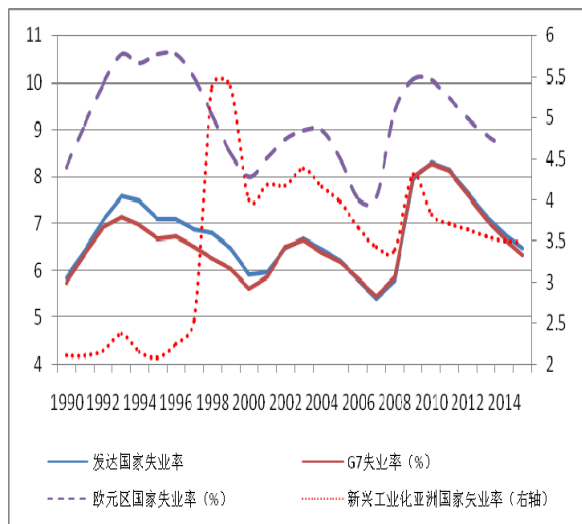
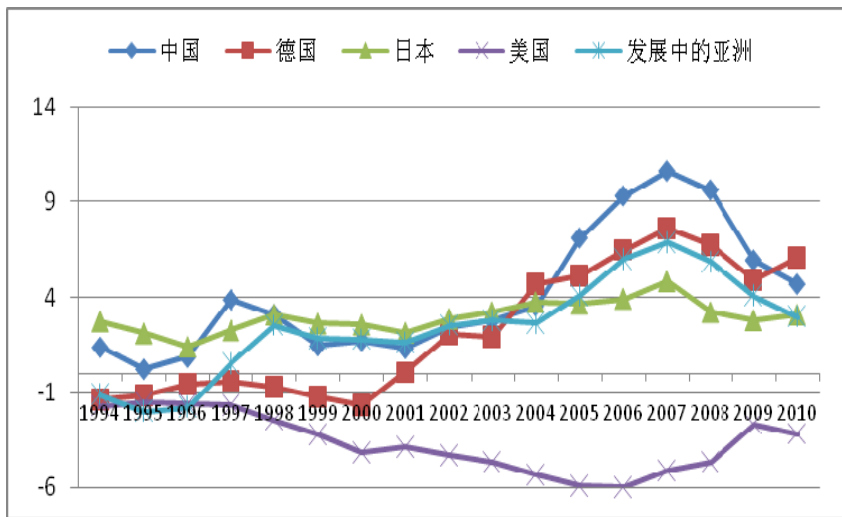


图 49 各国失业率出现分化



第二、危机后的贸易不平衡问题创新抬头。以美国为首的贸易赤字国的贸易赤字自 2010 年 2 季度以来开始恶化，而中国、德国和日本为首的顺差国的顺差开始大规模增长，基本重返危机前的水平。这直接导致美国贸易政策发生重大变化（参见图 50）。

图 50 各国贸易赤字率和顺差率开始扩大



第三、发达国家通货紧缩的预期与新兴市场国家的通货膨胀的预期产生直接的冲突，从而引发两个团体在货币政策上出现背道而驰的调整。以美国、日本为首的发达国家开始启动第二轮量化宽松政策以克服这些国家流动性偏紧的问题。而以中国、印度和俄罗斯为首的国家开始进行货币政策紧缩，以大幅度回收流动性，防止通货膨胀持续攀升（参见图 51）。

图 51 通货膨胀分化严重

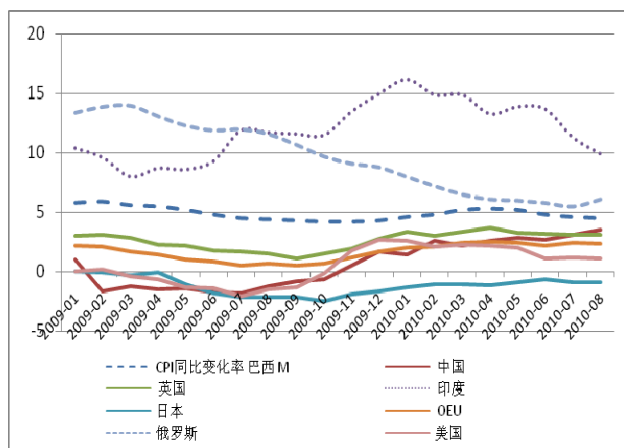
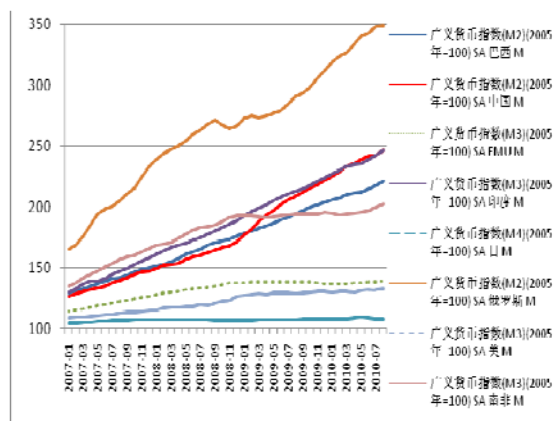


图 52 各国货币条件指数发生分化



第四、由美国贸易政策和货币政策的调整所引发的美元贬值问题、人民币升值问题、国际收支不平衡量化界定问题并没有在包括 G20 和 APEC 等多边体系中得到解决，这必定带来汇率摩擦、贸易摩擦达到历史新的高度。

4、由于美元指数的波动、汇率关系的重构、各国投资收益差距的拉大直接导致国际资本市场出现短期资本流动加剧，大宗商品资本化趋势有所抬头，在实体经济需求和个别农产品供求关系恶化的作用下，石油和国际大宗商品价格可能步入双向异动的不确定时期，虽然持续攀升的概率较大。

第一、资本向中国、东亚以及其他增长较快的新兴市场经济体流动的规模快速回升，同时向大宗商品期货市场流动的趋势加强。1-3 季度国际资本向新兴市场国家流动的资金增长了 1 倍多。其中流向中国和新型工业化国家的资本尤为突出（参见图 52-53）。

图 52 世界主要货币的名义有效汇率波动剧烈

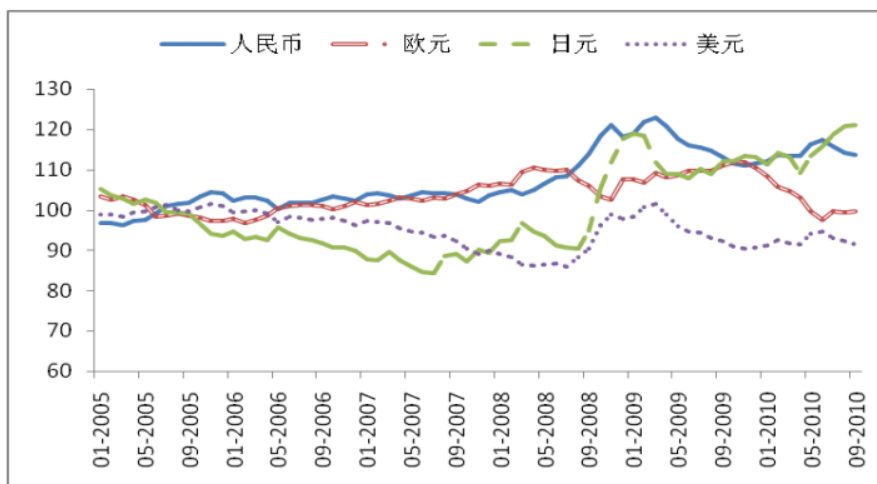
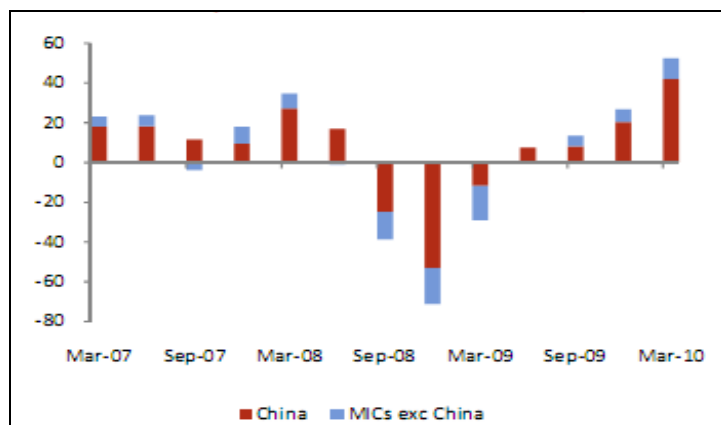


图 53 流向中国和新型亚洲国家的资金猛增（10 亿美元）



第二、受美元指数波动的影响，未来大宗商品价格双向波动的风险加剧。一方面，2010 年大宗商品价格在全球需求上涨、个别品种供求恶化以及美元指数走高等多种因素的作用下出现持续回升，其中石油接近 90 美元/桶，小麦上涨近 30%。未来大宗商品价格持续攀升的概率很大，从而给全球经济复苏带来强烈的成绩。按照石油输出国组织研究结果表明，2010 年石油需求增长 132 万桶/日，涨幅约 1.6%，达到 8578 万桶，2011 年石油需求将进一步上涨，全球每日需求将达到 8695 万桶，2011 年石油价格将达到 100 美元/桶。但是，根据 IMF 的研究成果表明，2011 年将是大宗商品价格增速回落的一年，例如其预测 2011 年石油价格仅上涨 3%，非石油原材料回落 2%，金属价格和食品类价格与 2010 年持平。这些预测强烈依赖于对于全球经济复苏和美元指数的预测。而对于第二轮“量化宽松”货币政策和第二轮经济刺激计划之后的美国经济是否出现超预期反弹，却存在强烈不确定性。因此，2011 年大宗商品价格的变化具有强烈的上行风险和下行风险（参见图 54-56）。

图 54 美元指数于大宗商品走势

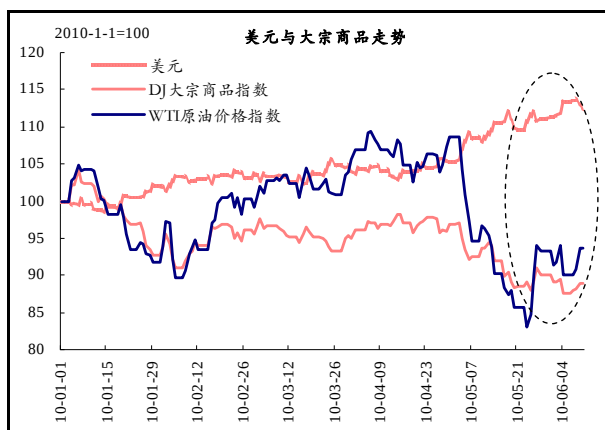


图 55 IMF 预测 2011 年大宗商品价格指数

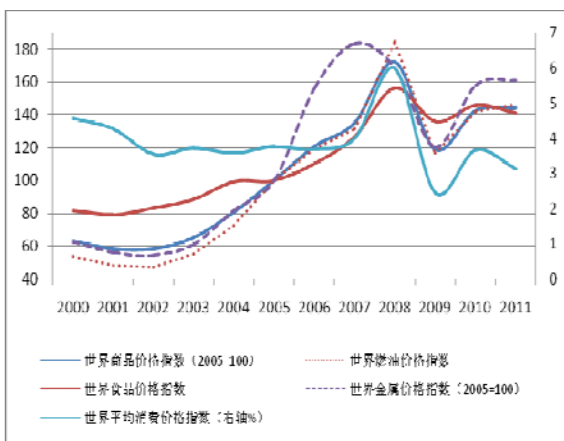
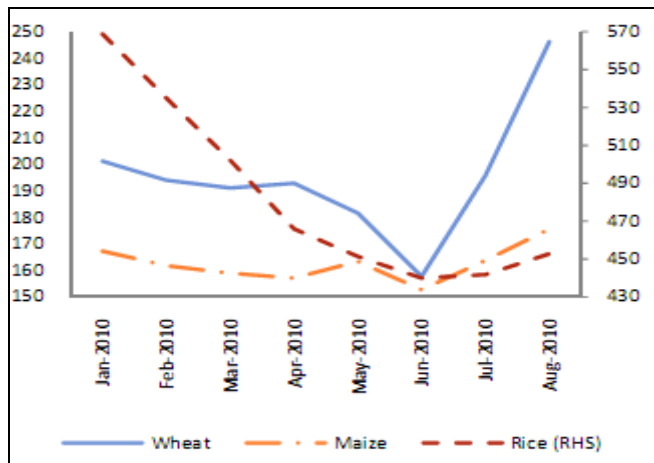


图 56 目前国际大宗农产品价格上涨迅猛（美元/吨）



外部环境的上述风险和不确定直接导致中国宏观经济在 2011 年可能面临以下几个问题：

- 1) 由于世界经济复苏整体性的放缓，从而导致中国外需大幅度放缓，从而使 2010 年中国经济趋稳两大基础——外需的全面复苏收到冲击。
- 2) 由于发达国家持续的扩张性货币政策和国际资本的异动，从而导致中国货币政策转向的难度加大和操作的空間减小，热钱的大规模不仅会对冲货币政策回调的效果，更可能导致经济泡沫的蔓延。
- 3) 汇率冲突、贸易冲突将进一步加剧，导致人民币汇率升值压力以及商务外交形式恶化，进一步加剧中国贸易状况的回落。
- 4) 国际大宗商品价格持续走高将加大中国通货膨胀的治理的难度。

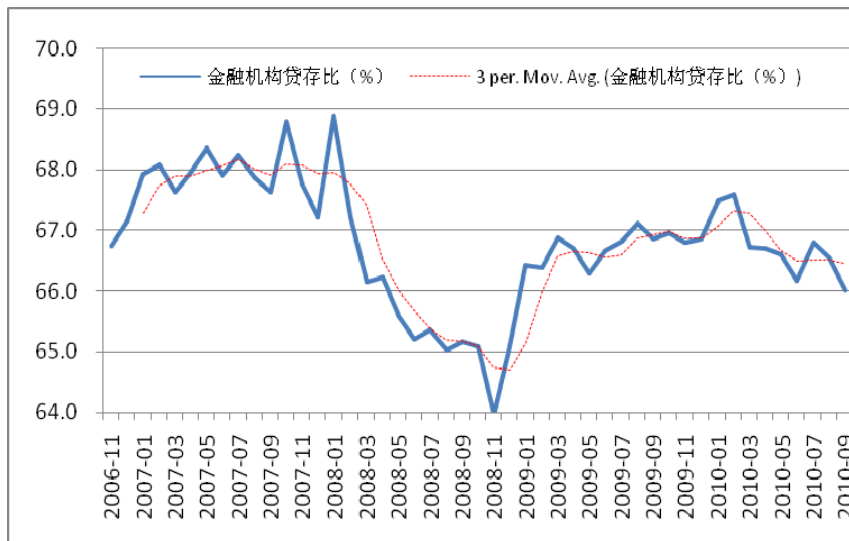
二、流动性回收、泡沫蔓延与通货膨胀治理中的不确定性

流动性回收、泡沫蔓延于通货膨胀治理是 2011 年中国宏观经济调控最为艰难的任务。其艰难性在于：1) 流动性是否能够按照货币当局的意愿进行大规模回收；2) 房地产市场的调控具有强烈的双向风险，政府是否能够很好地平衡资产价格回调与经济回落之间的冲突；3) 经济泡沫的击鼓传花效应是否会持续；4) 单一的宏观经济政策工具是否能够应对多诱因多元的通货膨胀，中国通货膨胀的核心成因是什么，最优的通货膨胀目标是什么？

1、在商业银行信贷投放压力较大、信贷投放惯性较强、外汇占款规模上升以及历史存量较高等因素，使中国未来流动性进行大规模回收的难度较大。

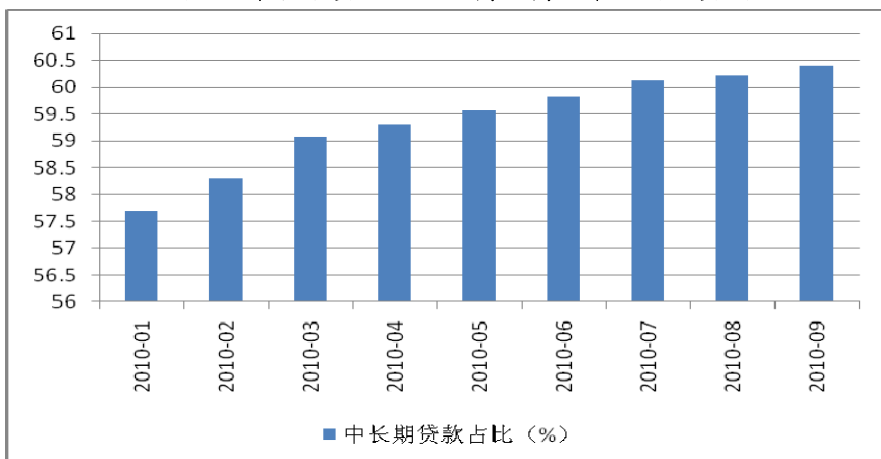
第一、银行贷存比回落，加大了商业银行的房款的压力。同时，由于经济开始全面复苏，各行业绩得到全面改善，银行房款的冲动依然较大。这在 2010 年 7-12 月的信贷投放状况可以集中体现出来。这种信贷投放超计划的现象在 2011 年会更加凸显（参见图 57）。

图 57 回升的贷存比加大了银行房款的压力



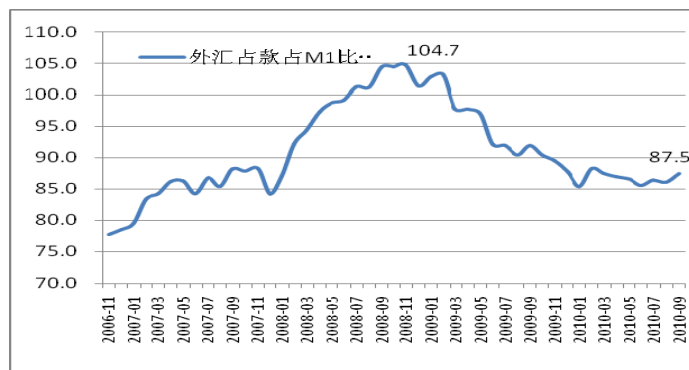
第二、2009-2010 年的信贷投放以中长期项目贷款为主，这样导致信贷投放的速度和规模被项目投资的进度和规模所绑架。事实上，前一轮大规模投资的周期较长，同时在建计划投资规模很大，这直接导致中国信贷的惯性冲力达到较高的水平（参见图 58）。

图 58 中长期贷款占比较高提高了中国的信贷惯性



第三、热钱的流入、外汇储备增速的回归以及外汇占款比重的回升使未来流动性投放的速度依然处于较高的水平。自 2010 年 3 季度以来，中国贸易顺差、FDI 以及热钱流动的规模都达到危机前的水平，从而导致外汇占款比重回升。这将使中国货币政策直接面临 2004-2007 年时所面临的困境——货币政策与汇率政策相冲突，导致紧缩性的货币政策被大量流入的热钱所抵消。

图 59 中国外汇占款比重较高且出现回升

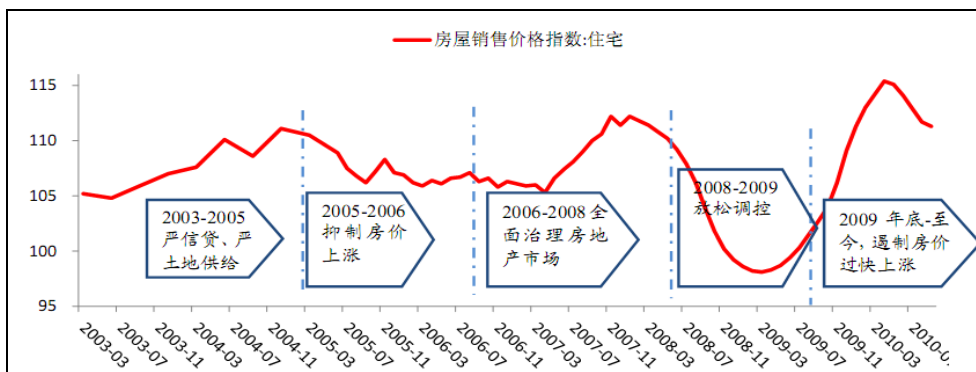


第四、货币存量较大，简单进行存款准备金率上调以及公开市场业务操作对于银行放贷行为影响不大。例如 0.5% 的存款准备金上调带来的资金冻结 3500 亿，但由于信贷存量达到 70 万亿，银行依然有放贷的空间。

2、房地产市场的调控依然面临多重冲突，未来房地产市场的治理将面临双向风险——简单放松管制的报复性上涨与持续加码带来的宏观经济过度下滑。

第一、从周期调整来看，中国房地产市场依然处于扩张期，城市化进程、人口结构、中国居民财富结构的革命性调整以及中国住房需求的特殊模式等周期扩张的中期力量依然存在，供求的不平衡再加上通货膨胀预期、流动性的泛滥以及政策调整的扭曲等短期因素决定了周期扩张阶段的房地产价格偏离其均衡价格，因此，如果房地产供给没有大幅度提升，从成本上改变目前房地产供求不平衡的局面，行政性的价格调控虽具有短期合理性，但难以起到在中期改变周期波动的效果，中期周期性力量必定在行政管制结束后出现爆发性的释放，从而有可能引发周期上行波幅的加剧³。因此，简单推行目前房地产调控措施，很难从根本上改变目前房地产价格上涨的预期和压力。资产泡沫问题也必将延续（参见图 60）。

图 60 行政性调控对于中国房地产市场的影响较小



第二、如果进行更为严厉的措施，导致房地产业资金链断裂、投资下滑、房地产价格大幅度下跌，这必将带来整体宏观经济的下滑。例如按照人民大学的测算，房地产价格下跌 30%，必将导致房地产投资增速回落 25 个百分点，全社会投资增速回落 6 个百分点左右，GDP 回落达到 2.5 个百分点左右，地方财政增速下降 15 个百分点左右。

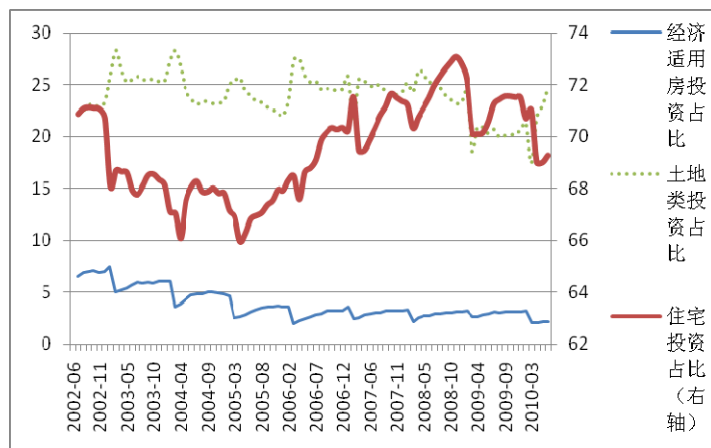
表 4、房地产的中国地位

涉及的增加值占 GDP 比重	6-7%
投资总额占全社会投资	19-20%
涉及的信贷占全社会信贷	23%左右
涉及的税收和土地出让金占地方财政收入	40%多
销售额占 GDP 比重	13.1%左右
占居民财富总额	70%

³ 本部分分析可以参见本研究所 2010 年中期宏观经济报告。

第三、中央政府和地方政府在土地市场、保障房建设等方面的博弈，难以从根本上解决目前住宅类土地供给偏紧和保障性住房建设“雷声大雨点小”的困境。如果房地产市场中的商品房住房和保障性住房不能够大幅度放量，房地产价格偏高不可能得到真正的解决。

图 61 经济适用房投资占比持续下降



3、2011 年不仅存在流动性过剩下经济泡沫蔓延的风险、国际输入性通货膨胀加剧的风险以及成本推动和改革带来的价格释放的风险，也存在通货膨胀恐慌带来的风险、治理简单化的风险和过度调控的风险。通货膨胀成因的多元化及其对其认识的分歧考验政府治理的能力。

第一、通货膨胀与经济泡沫存在蔓延的趋势。其核心原因依然在于流动性偏高、实体流动性吸收流动性的能力弱化、流动性释放的正常金融渠道较少以及流动性回收依然具有难度等方面。只要流动性没有常态化，未来的成本因素、国际因素和其他供求变异的因素都会成为流动性释放的渠道。同时，由于大宗商品资本化的发展趋势较猛，直接导致个别商品价格上涨具有强烈的杠杆效应、新闻效应、传染效应和阈值效应。一旦流动性寻找到突破口，就将具有强烈的价格上涨冲击效应。

第二、由于对通货膨胀的多元成因认识不清楚，可能导致治理方式的简单化。特别是目前货币当局过度信赖货币主义信条，导致治理方式过分偏重于货币政策，而没有在市场治理、供给管理以及价格疏导等方面展开，从而难以多渠道、有针对性、协同进行治理。目前对于通货膨胀的成因众说纷纭，难以达成共识。特别是对于目前是需求拉动型、成本推动型、国际输入型、预期推动型还是资产泡沫传染型，不同部门和专家都难以取得共识。同时对于目前是否存在通货膨胀，中国合意的价格上涨区间是多少以及目前 CPI 如何看待等理论性问题都存在巨大分歧。而这种分歧是治理通货膨胀中面临的一个重要的问题，因为不同的认识决定了不同的治理。

第三、由于通货膨胀目标过低，简单坚守 3% 的价格水平目标可能带来宏观调整过猛的风险。

第四、目前社会各界对于 10 月份 CPI 高达 4.4% 存在着普遍的恐慌心理，并且这种恐慌有蔓延的风险。从货币当局来看，过度宣扬 3% 物价水平目标值的重要性，过分强调未来通货膨胀的严峻性；而一般民众在面对新型的农产品价格形成机制和过快上涨时，夸大了这些价格上涨对于日常生活的冲击程度；与此同时在现代媒体的宣扬下，新闻效应起到价格上涨预期蔓延的催化剂。事实上，恐慌心理不仅是通货膨胀预期形成的核心，也是大量资金进入紧平衡产品市场进行炒作前的惯用手法，同时也促推了经济泡沫的蔓延。

三、新规划刺激效应与下行力量的对冲

2011 年中国宏观经济面临大量经济下行的压力。1) 货币政策逆转带来的紧缩性效应；2) 外部环境变化带来的外需下滑；3) 房地产新政持续和加码带来房地产交易和投资的下滑；4) 节能减排与产能过剩治理的加码带来的重工业收缩。但是，制约这些下行力量最为核心的力量就是 2011 年是“十二五规划”的开局之年，新规划将带来较为强劲的刺激效应。这集中体现在：

1、作为“十二五规划”中最具有刺激效应的是 2011 年出台的新兴战略性新兴产业规划细则和实施方案。因为，该方案在本质上是对 2008 年底出台的 4 万亿刺激计划的全面调整，具有“中国第二次刺激方案”的性质。2010 年 10 月

18 日出台的《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》已经将该规划放到一个战略的高度,其目标是“到 2015 年,战略性新兴产业形成健康发展、协调推进的基本格局,对产业结构升级的推动作用显著增强,增加值占国内生产总值的比重力争达到 8%左右。到 2020 年,战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 15%左右,吸纳、带动就业能力显著提高。节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业,新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的先导产业;创新能力大幅提升,掌握一批关键核心技术,在局部领域达到世界领先水平;形成一批具有国际影响力的大企业和一批创新活力旺盛的中小企业;建成一批产业链完善、创新能力强、特色鲜明的战略性新兴产业集聚区。”要达到该目标就决定了政府和企业在这些领域的投资将大幅度增长。例如新能源规划的投资规模可能高达 2-3 万亿;高端装备制造业在打飞机项目订单高达 2000 亿左右、卫星产业也高达 3000-4000 亿、高端轨道交通方面接近 10000 亿。

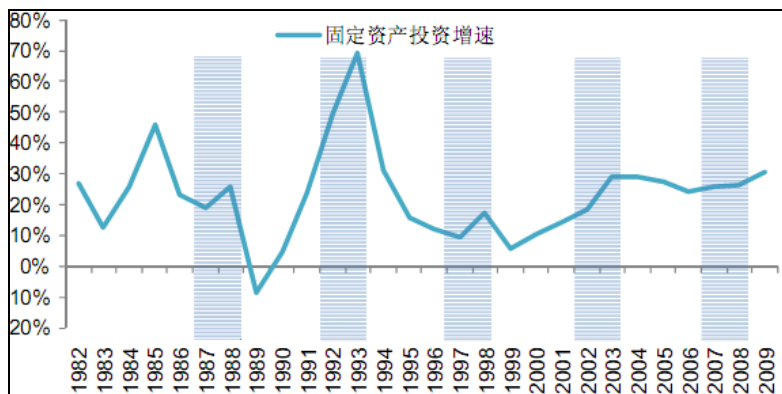
2、继“十一五计划”推出 7 个“综合配套改革试验区”和 15 个“国家战略层面区域规划”,十二五将进一步推出新的区域规划,例如“西部开发第二轮细则”、“中部崛起第二轮规划”、“环渤海区域规划”、“加速产业梯度转移细则”以及若干“综合配套实验区”,以全面推动中国经济增长极的多元化。从“十一五”实施的效果来看,这些规划通过“政策先行先试点”和“资金支持”等手段,起到了强烈的刺激效应。

3、围绕经济发展模式的转变,宏观经济政策将在消费刺激和消费促进上大做文章,进而有利于消费保持较高的增速。这些措施主要体现在:1)家电下乡的扩展,如电脑下乡;2)高端消费的本国货;3)促进工资形成机制改革,推动居民收入增长加速;4)再分配领域的改革,调整国家、企业与个体的分配比例。

4、“十二五”规划的另一个核心是社会改革和社会建设,因此,民生工程将会加速。这将体现在以下几个方面:1)保障性住房建设的加速,从而部分弥补商品房投资的下滑;2)公共服务提供的加强,从而有利于居民其他消费性支出扩大;3)围绕社会福利建设,财政的转移支付将加大,从而有利于财政转移支出效应的扩大。

当然,“十二五”规划从内容来看还有大量调整产业结构,弱化经济增长目标的内容。但是考虑到目前的分权体系、财政体制、利益格局和地方政府换届的效应,“十二五”开局之年更多地引发地方政府和各级部分扩张的积极性,而非转型的积极性。

图 62 以往地方政府换届带来投资效应比较明显



第四部分 复杂但却平稳的 2011 年宏观经济

2011 年将是中国最为复杂，但总体运行却相对平稳的一年。其复杂性表现在以下几个方面：

1、宏观经济下行力量和上行力量同时存在，相互交织。1) 政府将高举“防通胀”的大旗，“流动性回收”将成为宏观经济调控的核心，并主导着中国宏观经济的下行力量。2) 房地产政策的持续和进一步加码，将使房地产销售、房地产投资以及房地产价格出现实质性调整，房地产短期“软着陆”可能诱发中国宏观经济下行力量的强化。3) 发达国家经济复苏动力进一步放缓、失业率高居不下、贸易不平衡持续等原因将使中国外部环境恶化，贸易冲突、汇率冲突以及货币冲突将上新台阶，进而加剧中国经济下行压力。4) 但是，2011 年是“十二五”的开局之年，新规划中所孕育的“战略性新兴产业振兴计划”、“区域发展规划”、“民生工程”、“收入倍增计划”与新的消费刺激政策等内容将带来强烈的宏观刺激效应，有效对冲各种下行压力。5) 城市化的加速、“高铁时代”的带来、“收入-消费”台阶效应等中期力量的释放，将成为 2010 年宏观经济稳定的支撑力量。

2、各种下行力量和上行力量都存在严重的不确定性。1) 由于多种因素，流动性回收难度较大，难以达到预期目标的风险存在，从而使货币政策出现“名义紧缩，但实质宽松”的局面；2) 房地产市场调整存在双向风险——调控失败导致房价暴涨与调控过度导致房地产投资、交易和价格急剧下滑的局面同时存在，政府当局难以在多方博弈中寻找找到房价调整与宏观经济稳定的平衡点；3) 美国经济有持续下滑的风险，但也存在在第二轮刺激计划推动下，美国经济出现超预期反弹的可能，导致美元贬值逆转、石油价格增速回落、资本回流、发达国家物价回升以及大宗商品价格平稳恢复性上涨的可能；4) “十二五”规划的刺激效应对宏观经济有刺激作用，但转型效应在短期却有紧缩作用，同时，新规划的刺激效应可能存在严重的滞后效应。

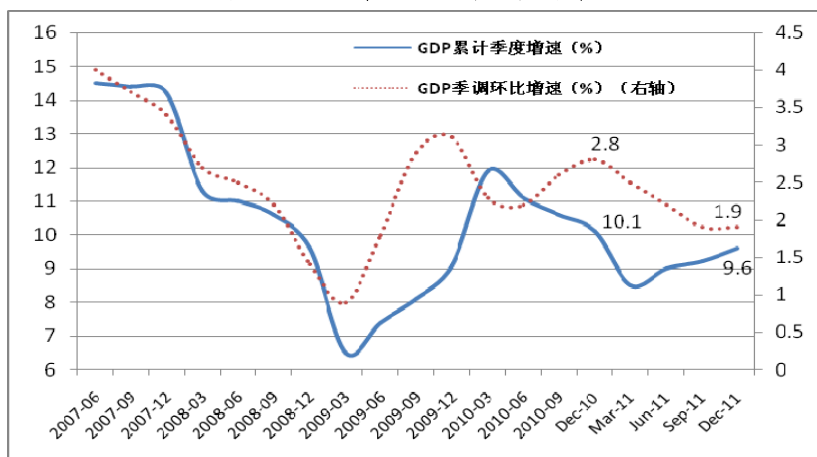
而中国宏观经济的平稳性表现在：

- 1、下行力量与上行力量抵消，使全年波幅不大；
- 2、政策调整的空间依然较大，特别是财政调整的空间很大，可以有效控制经济下滑；
- 3、内生增长机制已经形成，市场型需求已经启动，市场主体对于波动的预期和抵抗能力加强，自我调整可以有效缓冲各种外生冲击。

2011 年，复杂但却平稳的宏观经济具体表现如下：

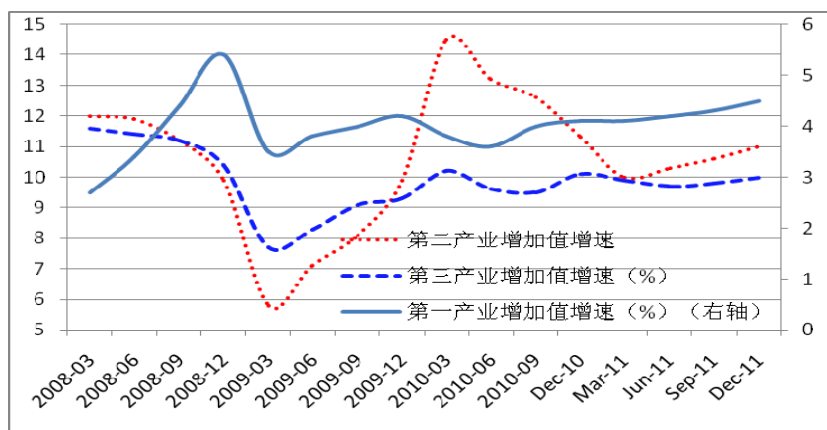
一、2011 年整体经济在增速常态化基础上呈现出现小幅回落的趋势，GDP 同比增速呈现“前低后高”，而环比增速呈现逐季小幅回落趋势，全年经济增长估计达到 9.6%，季度波幅在 2 个百分点以内。

图 63 2011 年 GDP 增速相对平稳



二、从产业来看，由于加强农业投入，第一产业在 2011 年出现明显上升的趋势；由于出口放缓以及节能减排等原因，第二产业在 2011 年第一季度出现明显回落，二季度开始回升，全年呈现“V”型调整；第三产业全年运行较为平稳。

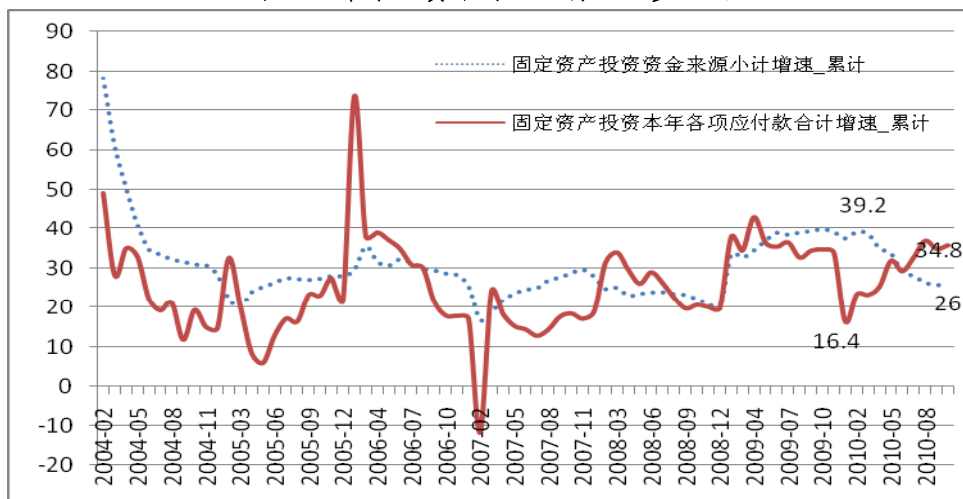
图 64 三次产业增速预测



三、在 2010 年投资下滑的惯性、房地产投资增速回落、制造业投资持续不景气、信贷政策趋紧等多重因素的作用下，2011 年全年投资增速出现进一步回落，但由于“十二规划”的出台、地方投融资平台清理工作的基本完成等因素的作用下，投资回落得到有效遏制，全年投资较 2010 年回落 0.6 个百分点。

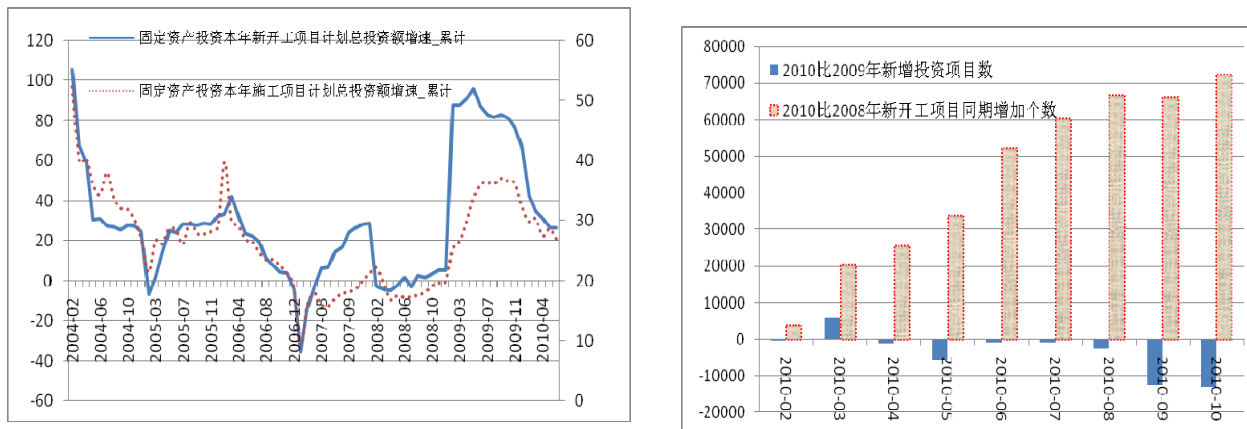
从资金来源来看，2010 年年末中国固定资产的投资资金来源出现下滑，从年初的 39.2% 下滑到目前的 25%，而投资应付款项却快速上涨，从 2009 年底的 16.4% 上升到目前的 34.8%。因此，在未来货币政策转向、信贷收紧、利率提高等因素作用下，进一步投资的资金紧张局面将加剧，因此，2011 年 1 季度将出现投资下滑较大的局面。

图 65、未来投资下滑压力将进一步加剧



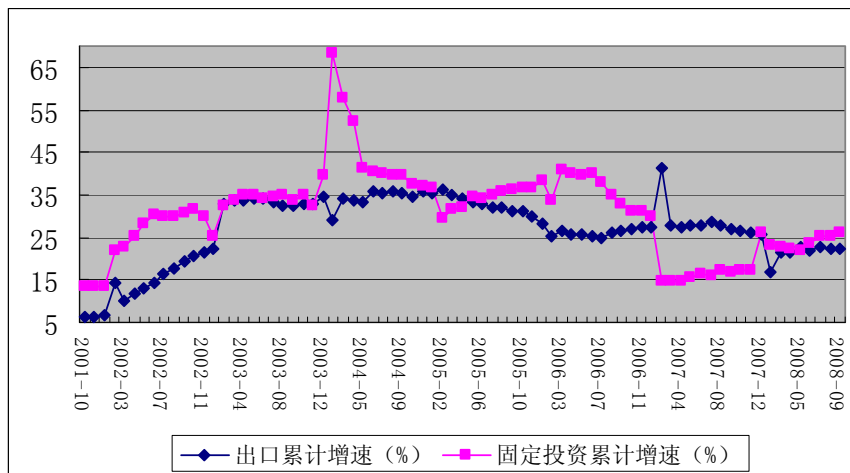
同时，从投资项目数量和新开工项目计划投资规模的时间外推结果来看，2011 年上半年在建项目投资金额将比 2010 年同期下滑较大。

图 66、先行数据表明未来投资将下滑



2011 年由于出口回落，通过“出口-投资联动机制”的作用，中国出口导向型企业的投资和制造业投资将出现持续不景气的局面。

表 67、出口-投资增速关系图

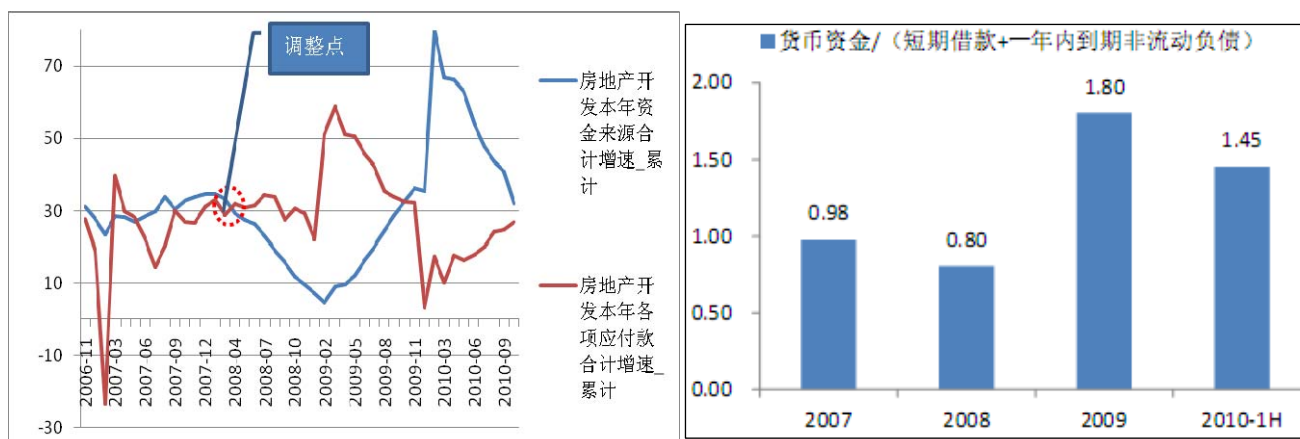


当然，引发投资出现较大幅度下滑的核心依然在于房地产市场的逆转，特别是房地产企业资金链出现断裂时，房地产企业进行经营模式调整，必将在 2011 年 1-2 季度出现投资调整。致使投资规模回落。

四、在房地产新政持续的基础上，货币政策的调整以及房产调控的加码，2011 年上半年房地产行业资金链出现严重问题，从而引发房地产市场全面调整时期到来，房地产投资增速将出现大幅度下滑，同时在部分房地产企业抛售的压力下，房地产价格将出现接近 20% 的下滑，但不会出现房地产市场的“硬着陆”。

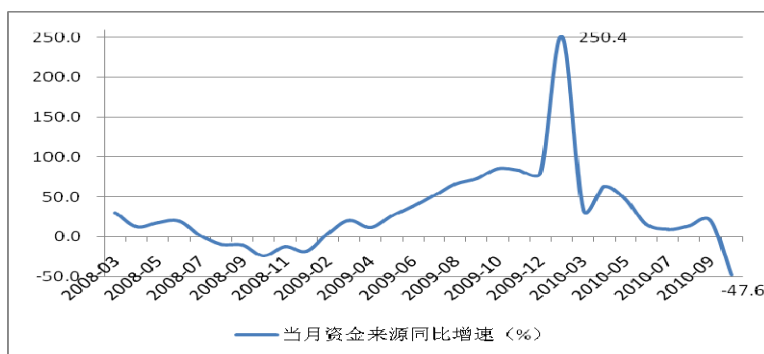
从整体来看，中国房地产市场还没有步入真正的调整期，因为目前整个房地产市场的资金依然充足，房地产企业依然可以依赖于前期获得的资金储备拒绝进行降价销售。1-10 月资金来源增速达到 32%，处于历史高位，而应付款累计增速仅为 26.9%，还低于 2006-2008 年的平均水平。同时，从企业流动性来看，目前资金流动性指标——货币资金/(短期借款+年内到期非流动性负债)为 1.4 左右，虽然较 2009 年有所恶化，但依然远远高于 2008 年房地产降价销售时的 0.8。

图 68 房地产资金依然充裕，目前还没有接近调整点



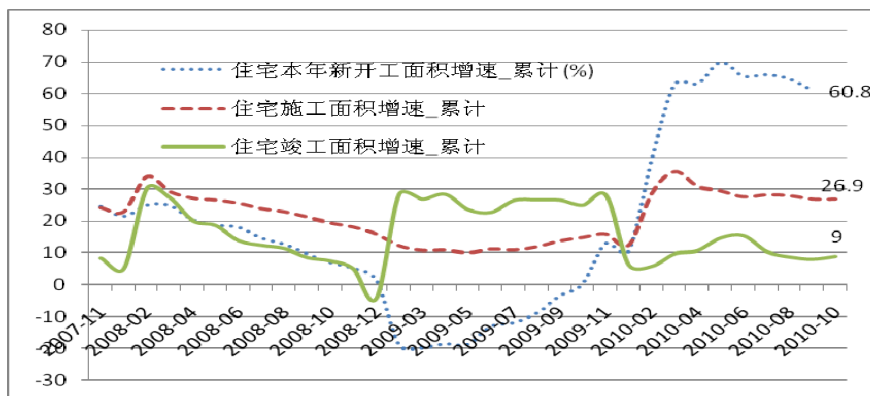
但是这种局面将在 2011 年 2 季度全面逆转。第一、从 2010 年 12 月起，房地产企业进入还款高峰，应付款累计增速将超过 30%；第二、资金来源进一步由于销售的下滑、贷款条件的提高、上市公司增发和票据融资难度加大等因素，将出现快速恶化，预计到 2011 年 1 季度资金来源将出现大幅度负增长。第三、由于首付比率、房地产抵押贷款等条件的变化，房地产企业的各类杠杆率都出现了下降。按照推算，到 2011 年 1 季度资金流动性指标——货币资金/(短期借款+年内到期非流动性负债)可能下降到 0.9 左右。

图 69、未来资金来源可能进一步加剧



与此相应的是，在政府加强土地和房产开发进度、整顿市场秩序的作用下，房地产开发投资和新上马项目大量增加，这直接导致未来资金需求压力加大，同时导致市场供给放量。2010 年 1 月，中国住宅建设恢复性增长刚刚完成，2010 年 3 月，住宅新开发面积和施工面积增速开始明显回升，进入加速投资时期，1-10 月住宅新开工面积累计同比增长 60.8%，比 2008 年、2009 年同期高出 53.9 个百分点和 60.4 个百分点，而施工面积同比增长 26.9%，比比 2008 年、2009 年同期高出 7.4 个百分点和 11.9 个百分点，按照建设周期 1 年左右进行测算，2011 年房地产竣工面积 3 月份左右住宅供给将大幅度放量，从而改变目前房地产供给偏紧的局面。而这个时点与房地产业资金全面紧张和经营模式调整点相一致。因此，正常预测，2011 年 3-4 月是房地产市场进行全面调整的时点。

图 70、房住宅供给未来将放量



但需要提醒的是，目前房地产市场并没有崩盘的可能，出现超过 30% 以上的价格下降幅度不大，房地产市场能够实现软着陆。其核心原因在于：第一、开发投资的杠杆率不高，目前只有 5 倍多，比发达国家平均水平要低 30%，因此资金紧张难以引发金融危机性的调整；第二、消费杠杆率也不高，从 2009 年的 1.74 倍下滑到目前的 1.3，从而难以引发一般居民进行全面性抛售；第三、企业资产负债依然处于健康状态，到 3 季度为止，房地产整个行业资产负债为 67% 左右，比年初提高了 3 个百分点。所以不会出现整体性资产负债恶化带来的全局性大调整。因此，2011 年房地产市场调整是流动性压迫式的调整，与 2008 年二季度的模式有相似。

图 71、房地产杠杆率总体不高

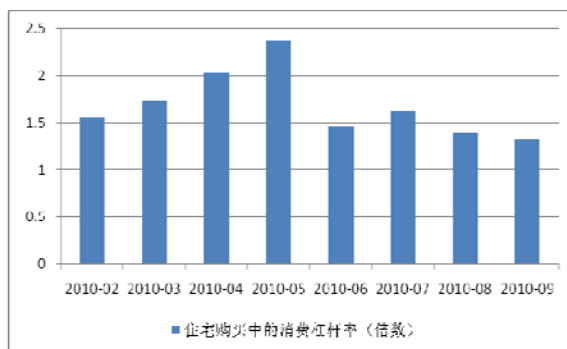
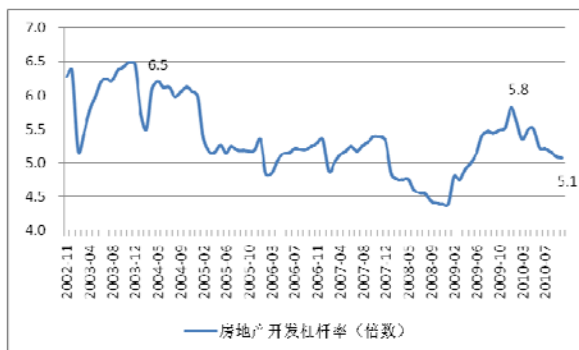
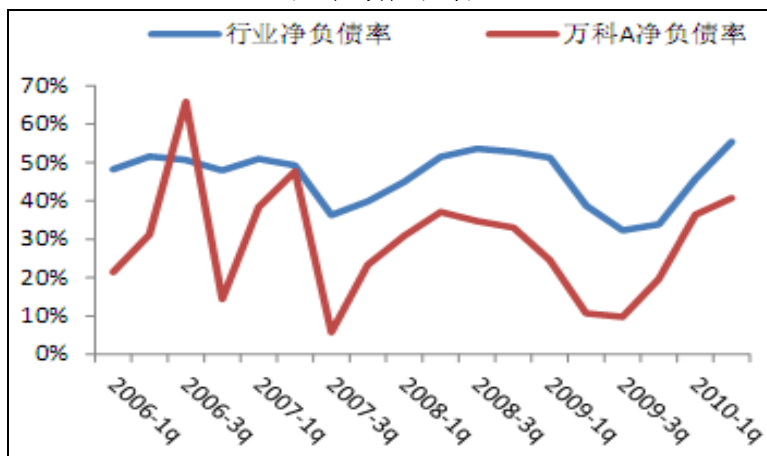
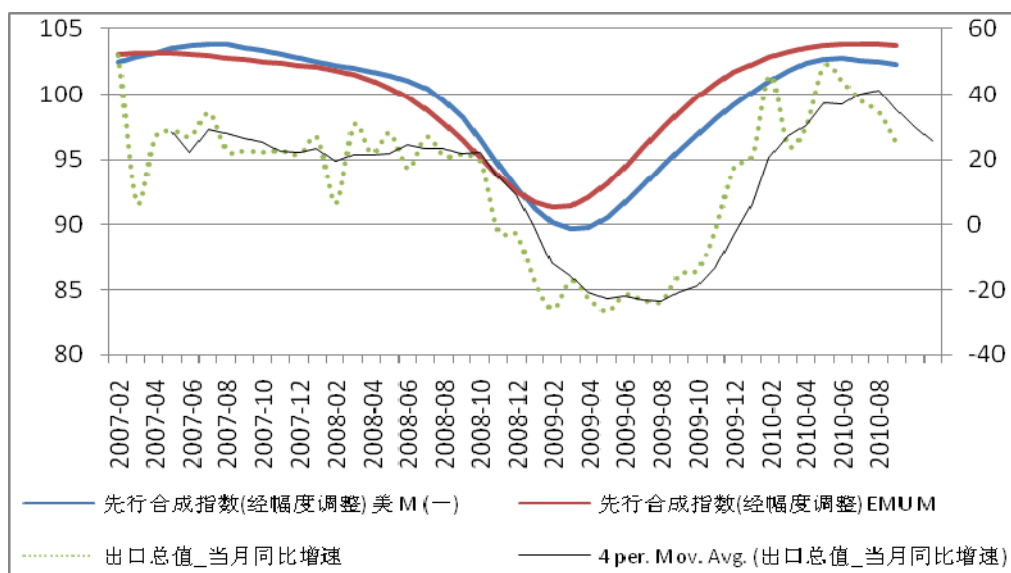


图 72 房地产资产负债状况良好



五、在世界经济放缓、主要发达国家存货周期逆转、贸易冲突和汇率冲突的加剧、人民币升值以及内部成本上涨等多重因素作用下，2011 年中国出口将出现回落，贸易顺差小幅降低，但由于发达国家二次刺激计划的对冲、中国贸易竞争力的加强等原因，出口回落幅度比一般市场预期要小，中国贸易开始在常态化的基础上进入“外部再平衡调整时期”。

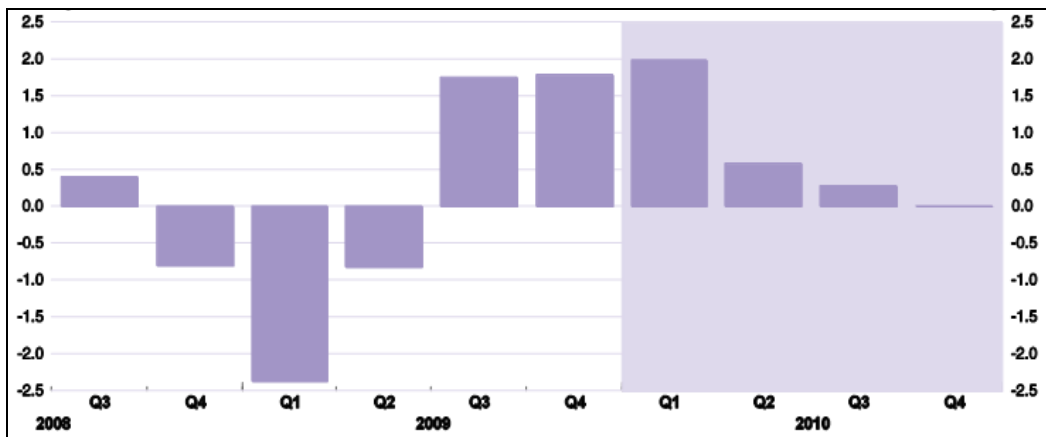
图 73 美国和欧元区先行指数预示中国出口增速回落



1、欧美综合领先指数的见顶预示中国出口在 4 季度面临下滑的压力。OECD 综合领先指数是中国出口增长很好的先行指标，前者正常领先后者 4 个月左右，目前 OECD 综合领先指数虽然依然持续攀升，但上涨速度已经度过其高点（参见图 37）。同时由于欧洲主权债务危机的影响，欧洲的流动性、消费指数、就业指数出现逆转。因此，欧元区和美元宏观经济景气在 5 月和 6 月份别见顶，由此可以推断的是，中国出口自 10 月份以后下滑趋势将十分明显。

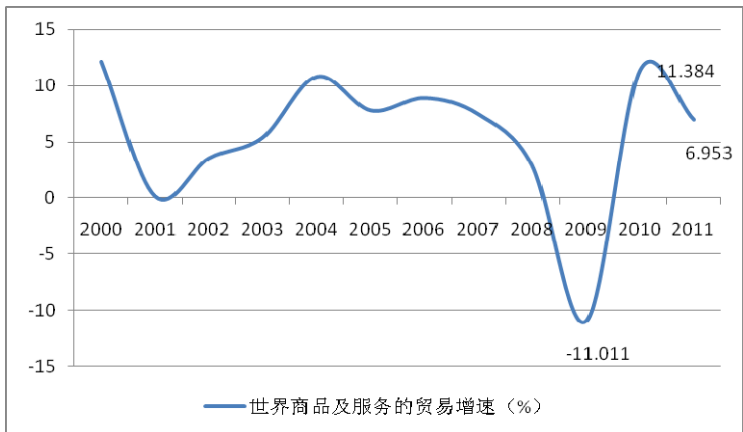
3、发达国家存货投资的见顶预示着中国出口增长的在四季度中旬出现明显变化。另外，正如前面论述所言，中国、德国以及整个东亚区域之所以在 2010 年 1-6 月出现出口增速同步大幅度提高，其核心原因在于整个世界特别是发达国家都处在存货周期的库存回补阶段。而目前库存回补集中体现在制成品和原材料。这直接导致对于制成品出口大国的出口需求大幅度提升。一般而言，美国库存出调整领先中国出口 4 个月，美国库存回补在 2009 年第四季度达到高点，而 OECD 国家在 2010 年第一季度达到高点。这意味着在今年第二、三季度发达国家库存回补将出现明显回落。这直接决定中国出口应当在第四季度中旬可能出现明显回落。这从 39 图的数据可以得到证实。2010 年 2 季度 OECD 存货投资对于 GDP 德贡献率将下降 1.4 个百分点。

图 74: OECD 国家存货投资对于 GDP 的贡献率



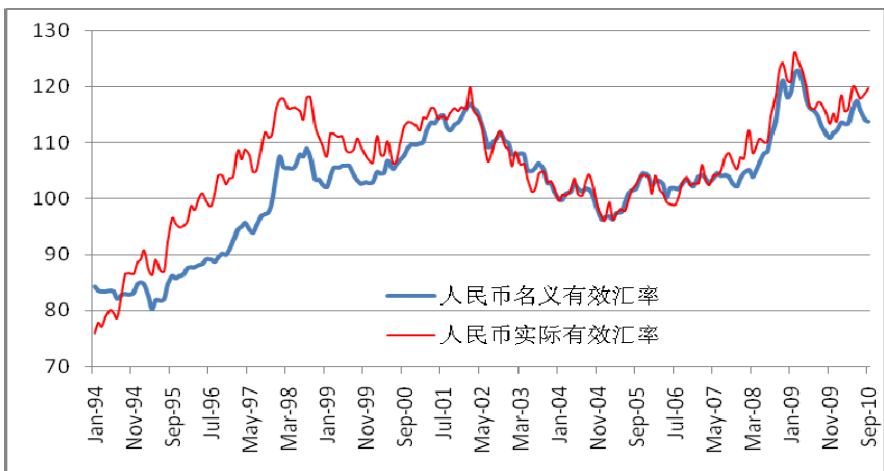
8、在世界经济放缓、汇率冲突和贸易冲突加剧等多重因素的作用下，世界贸易增速将大幅度放缓，从而直接导致中国贸易增速的减缓。2009 年世界贸易总额下降了 11.6%，而 2010 年预计增长 11.4%，而 2011 年预计增速为 6.9%，增速回落 4.5 个点。这直接意味着中国外需将出现明显回落。

图 75 全球贸易增速将出现强劲回落



4、中国汇率的“被升值”和中国重返“汇改轨道”，将使人民币出现实质性升值，并在 4-6 个月左右对中国出口产生冲击。

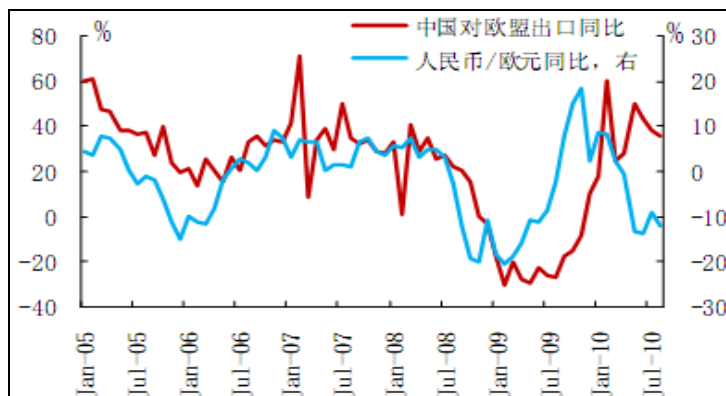
图 76 人民币有效汇率指数 (%)



如图 40 和 41 所示，自 2009 年 1 季度到 2010 年 11 月初以来，由于美元的升值和欧元的贬值等多重因素，人民币实际有效汇率和名义有效汇率分别升值了 7.1% 和 6.7%，直接导致“被升值”。自 2010 年 6 月下旬以来，人

人民币汇率制度重启改革，导致人民币开始盯住一揽子汇率，并进行 0.5% 范围内的波动。这导致人民币在年内可能会出现 3% 左右的升值。根据人民大学的测算，这些升值将在 4-6 月对于出口带来 6-7% 的冲击。

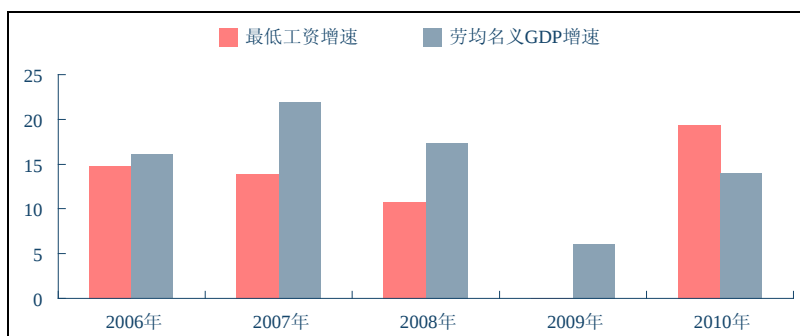
图 77 汇率与出口的关系表明对欧盟的出口将进一步下滑



5、中国刺激性贸易政策的逐步退出也将影响中国未来的出口。这集中体现在 6 月份取消退税的 406 个税号，虽然这次调整主要以“结构调整”为名，以“两高行业”为落脚点，其占海关税号总数的 3% 左右，占 2009 年出口总额的 1% 左右，但其信号意义较为强烈。

6、外向型企业的工资水平的上调，也将对出口产生相应的影响。特别是在“富士康事件”之后，低端劳动力市场供求关系的逆转，劳资摩擦加剧，使许多外资企业加薪，地方政府大幅度提高最低工资标准，直接对中国劳动力密集型出口产业产生冲击。虽然这种冲击在目前生产效率增速依然较高的条件下不会马上显现。

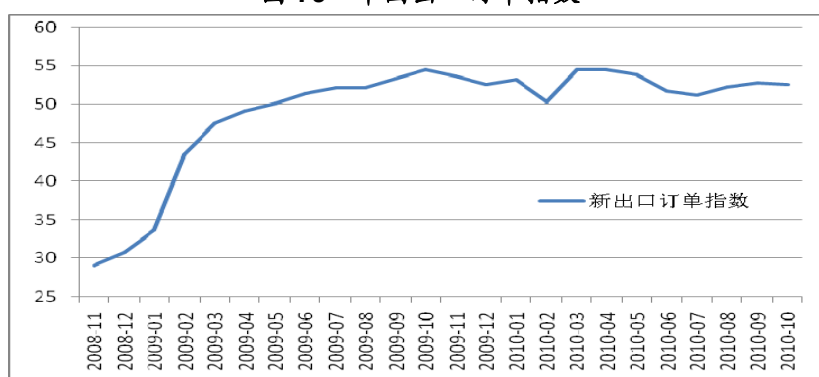
图 78 最低工资水平增长较快



但是值得注意的是，2011 年出口回落幅度可能比预期要小，出口回落存在着一些不确定性因素。

1、中国出口订单指数下半年出现趋稳的态势，而广交会订单增幅低于预期，说明未来出口下滑存在不确定性。自 2009 年 1 月开始，中国出口订单指数强劲反弹，于 2009 年 4 季度进入高涨。但是这种局面在 2010 年 3 月开始出现回调，3-6 月出口订单指数下滑了 2.8 个点（参见图）。这种下滑的趋势与 2010 年几次广交会订单签订的情况基本是一致的。108 期广交会比 106 期出口成交微增 4%，且订单多以短订单为主。

图 79 中国出口订单指数



2、美国、日本以及欧洲各发达国家对于未来经济下滑采取了对冲性政策，特别是美国、日本和英国先后采取了第二次量化宽松的货币政策和相应的财政刺激政策。这些政策可能对发达国家的经济下滑带来超预期的反弹。例如日本第3季度GDP增速到达超预期的3.6%，美国10月份的消费出现持续上涨，欧洲物价水平在食品价格和宽松货币政策的作用下开始出现提速。

3、世界经济复苏的分化以及中国出口结构的多元化也部分回避了欧美发达经济体系下滑带来的冲击，中国与新兴市场国家以及其他发展中国家的贸易规模保持较高的增速较大。

4、中国生产效率的提高有效对冲了本币升值、劳动力成本上涨带来的负面冲击。中国国际竞争力自危机后的进一步提升也为中国贸易的稳定打下了基础。从下图可以看到，中国制造业劳动成本虽然在上升，但生产效率上升速度更快，直接导致目前单位劳动力成本依然处于下降区间。而2008年以来中国占世界的贸易份额持续上涨接近10%，在美国的市场份额进一步提升。这进一步说明目前中国竞争力。

图 80 中国的单位劳动成本及组成

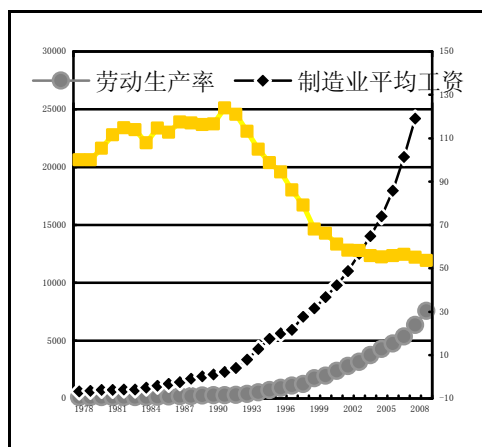


图 81 美国从中国进口消费品在进口消费中的比重

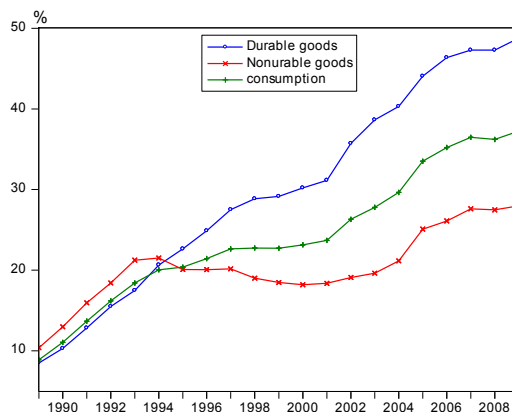
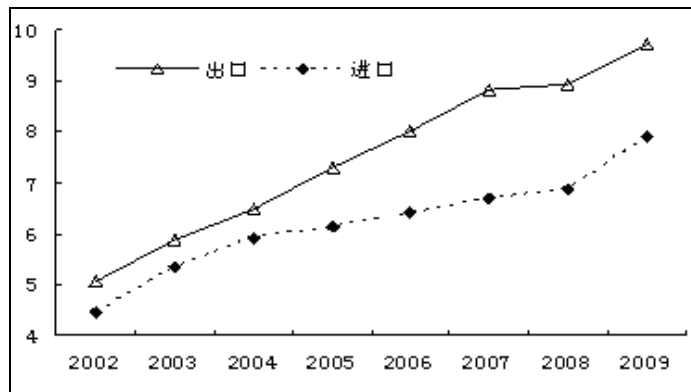


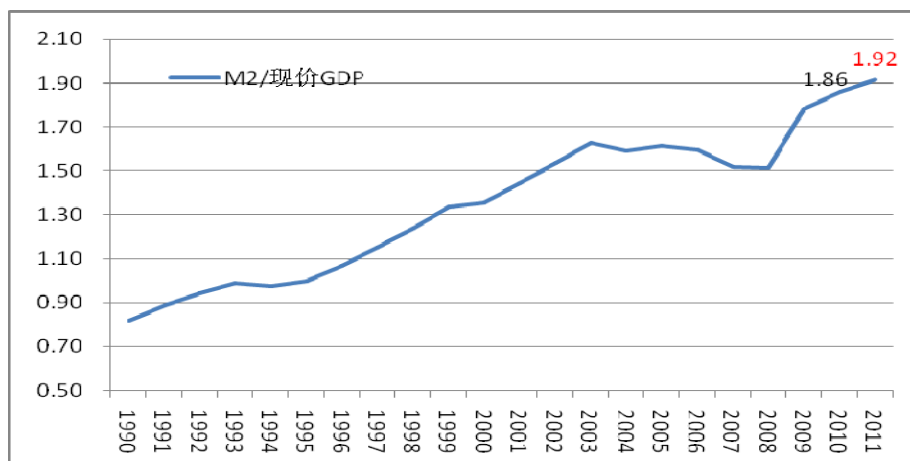
图 82 中国对外贸易占世界比重（%）



六、在货币政策的转向、流动性的回收、蔬菜价格的回落、预期适度回调等因素作用下，2011年将有效遏制价格上涨蔓延和经济泡沫蔓延的趋势，但由于流动性短期难以调整到位、房地产市场的流动性的外溢、各类成本上升以及国际大宗商品价格持续走高等因素，2011年价格压力依然存在，全年增速为3.0%。未来3%左右的CPI增速可能会常态化、中期化。

1、即使考虑2011年M2增速在17%，信贷投放在7万亿美元的相对中性的定位上，未来流动性的存量依然庞大。一是存款总量将超过82万亿，M2/GDP和M2与GDP增速之差等指标依然偏高。其中M2/现价GDP将达到1.92，依然处于历史高位。如果按照2010年的M2/现价GDP进行倒推，2011年M2增速必须降到14%。这种可能性基本没有。因此，流动性问题难以在短期内得到有效解决。

图 83 2011 年流动按照中性方案依然偏高



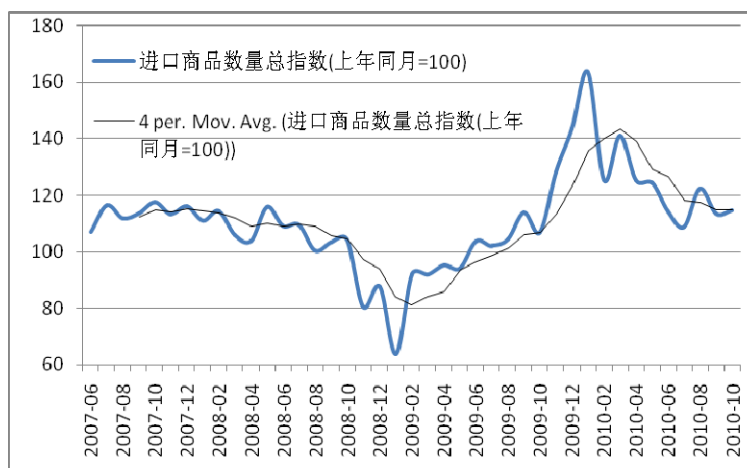
2、食品价格依然会处于高位运行状态，同比增幅依然会达到 6-8%的水平。这主要决定于农业生产成本的上涨，特别是农民工工资水平的上涨对于农业生产的机会成本上涨冲击较大。同时，考虑目前食品类价格上涨的核心原因在于粮食和蔬菜，按照测算，粮食上涨的惯性系数在 0.68，冲击持续的时间和范围较大，但蔬菜价格在 2 个月之内可以逐步消化，因此，在未来 3-4 个月 CPI 将会落在 3%左右。

表 5 中国食品类价格上涨惯性系数

价格上涨惯性系数（基于环比增长年率计算）	
粮食	0.68
肉类	0.64
蛋类	0.28
水产	0.28
鲜菜	0.00
鲜果	0.21

3、输入性价格上涨因素依然较大，因为国际大宗商品和石油价格持续攀升的概率很大，虽然也存在美元走强、资本回流、中国需求因素下降等逆转因素。从目前进口商品价格指数变化来看，虽然增速在高位回落，但速度依然超过了 10%，因此，输入性因素需要一段时期才能得到消化吸收。

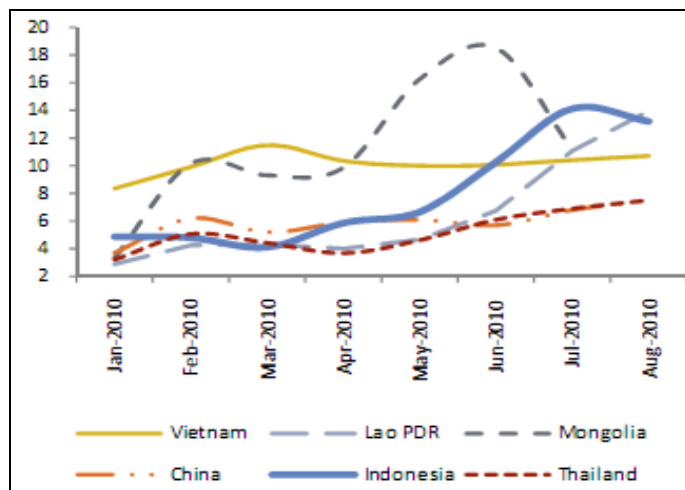
图 84 进口价格增速放缓，但依然处于高位



当然，对于 2011 年价格上涨压力还必须更为理性、更为全面的看待，不能简单看到引起价格恐慌的上涨因素，还不行看到以下几个方面的运行特点：

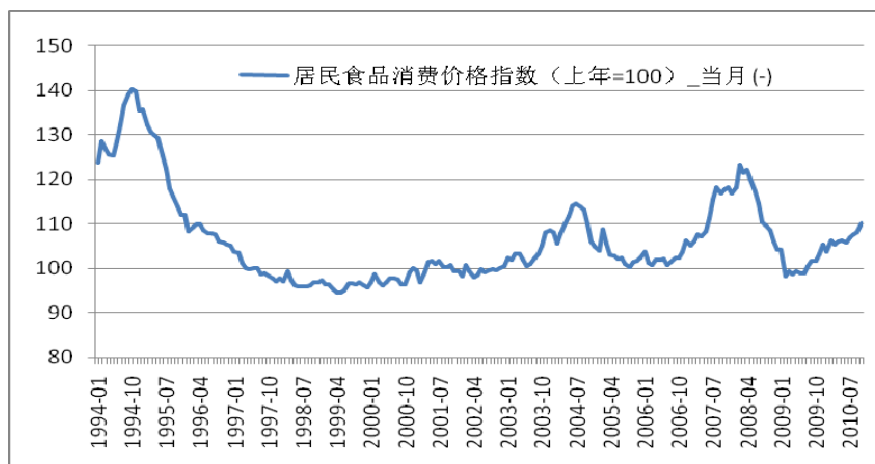
1) 目前食品价格上涨以及由此带来的 CPI 上涨并非中国独有，新兴市场国家以及亚洲各国都普遍面临该问题。同时，从 M2 水平、CPI 和食品价格上涨幅度来看，中国依然处于中间区域。

图 85 亚洲各国的食品价格上涨迅猛



2) 目前的物价水平与 80 年代中后期、90 年代初中期以及 2004-2007 年的价格上涨具有本质的区别。一是上涨幅度依然较上述区间要小，二是价格形成机制具有新特点，出现了变异，特别是农产品资本化的基础上，个别农产品供求关系的恶化产生了强烈的杠杆效应、新闻效应和阈值效应，从而改变了农产品传统的价格形成机制和 M2 与 CPI 之间的传导关系。三是目前全社会供求基本平衡，不像以往价格上扬是在短缺条件下的上涨。

图 86 农产品价格 90 年代增速更高



3) 目前依然存在价格下行的力量，特别是工业品价格总体依然处于恢复性阶段，产能过剩问题将抑制工业品价格的快速上扬。

表 6、2010 年 9 月价格水平恢复情况

种类	恢复同等价格水平的时期
工业品	2008.2
加工工业	2008.10
重工业产品	2008.12
采掘业	2009.1
进口商品	2009.1
原材料	2009.1

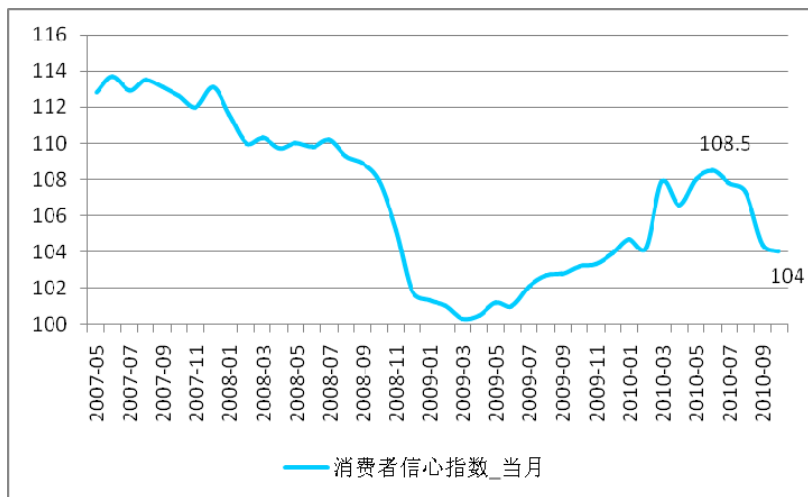
- 4) 目前 CPI 价格上扬的核心是食品类的粮食和蔬菜类，而蔬菜价格上扬的惯性很小，不会持续很长时间；
- 5) 农产品价格炒作主要以现货炒作为主，因此难以持续。
- 6) 实体经济还没有过热，煤电油运等瓶颈性产业还没有出现短缺和过热的现象。
- 7) 部分成本推动、改革释放的价格上涨具有合理性，货币当局应当适度调高价格水平的调控目标。
- 8) 目前整体世界的通货膨胀压力不大，国际大宗商品价格变化趋势还存在着不确定性。

六、虽然未来将面临消费信心有所回落、消费刺激政策的效应递减、房地产类消费下滑、汽车消费的基础设施支持不足等不利因素，但由于收入持续上涨、消费性政策的进一步出台以及其他社会改革的全面推进，2011 年消费依然保持高位运行的状态，全社会消费品零售名义增速将 17.8%，但剔除价格因素之后，消费的实际增速与 2010 年相当。

消费回落的力量包括以下 3 个方面：

1、受经济景气回落的影响，目前消费者信心指数有所回落，从 6 月的 108.5 下滑到目前的 104。离繁荣时期的状态有较大的差异。

图 87 消费者信心指数下滑



2、未来受房地产市场销售下滑的影响，到 2011 年 1 季度末，与房地产相关的装修、家具消费可能会出现明显回落。

图 88 与房地产相关的消费增长较好

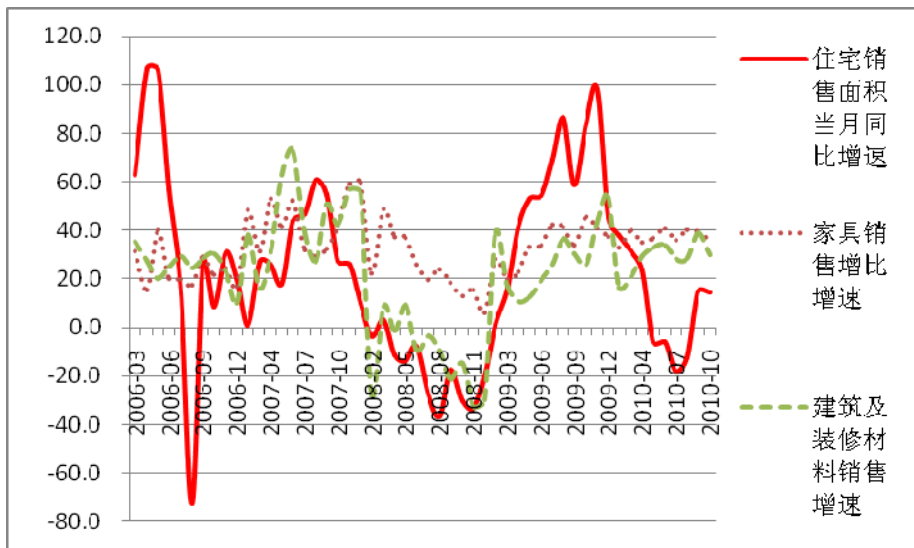
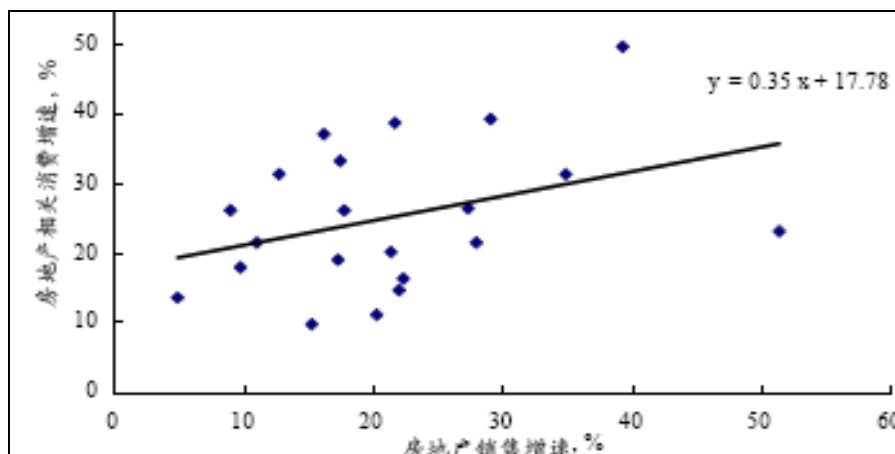
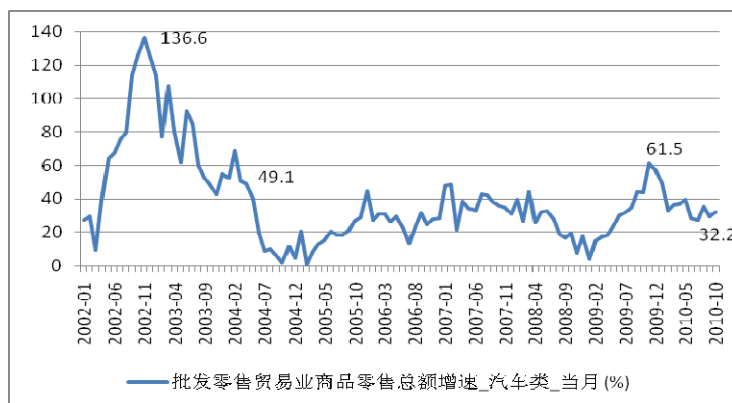


图 89 房地产销售对下游消费有较强的促进作用



3、受基数较高、城市交通拥堵激增以及消费费用急增等因素的影响，汽车消费增速将难以长期高位运转，2011 年增速回落到 20-25%的区间较为正常。

图 90 汽车销售增速高位回落



消费上行的力量包括以下几个方面：

1、刺激政策的延续和扩大保证政策性消费不会下滑太多。

2011 年，很多消费刺激政策、收入刺激政策将会延续，同时很多政策将进一步扩大，为保证政策性刺激效应的延续提供了基础。这些政策包括家电下乡政策的扩大、高端消费回流工程的启动、电子产品下乡的启动等

2、中国各阶层收入水平的持续上涨将进一步启动“收入-消费台阶效应”，使市场型消费进一步提升。

2011 年，考虑价格水平和人民币升值的因素，全国人均 GDP 超过 4000 美金，意味着消费结构将全面进入工业化消费时代，消费升级将快速展开；从农村来看，家庭人均现金收入超过 1000 美元，刚好处于跨越国际温饱线，向工业化消费迈进的临界点；从城市来看，2008 年城市家庭人均收入达到 2500 美元，2009 年向 3000 美元逼近，2010 年达到 3200 美元，处于工业化消费升级的变异点；从国家发达区域来看，而京沪两地的人均 GDP2011 超过 12000 美元，人均家庭实际收入超过 5000 美金，标志着这些处于开始步入国际高收入阶段，处于向后工业消费模式转变的时点。

表 7：中国各阶层可能分别同时处于“收入-消费台阶效应”的临界点

	2008	2009	2010
农村家庭人均现金收入（美元）	840	930	1088
城市家庭人均实际收入（美元）	2500	2800	3276
京沪城市家庭人均实际收入（美元）	4200	4700	5499
全国人均 GDP（美元）	3323	3602	4214
京沪人均 GDP（美元）	9967	10864	12711

3、“十二五计划”的出台将带来各项民生工程建设的加速、收入分配改革的提速、社会福利和公共服务体系改革的全面推进，这些因素都将对消费的启动产生持续而又强烈的效应。

第五部分 政策建议

从上面几个部分的分析我们可以看到，2010 是一个回落趋稳、增长步入常态化区间的一年，中国宏观经济增长的内生动力机制已在持续复苏的路径上得到启动和巩固。但是，由于 4 万亿刺激计划所带来的流动性过剩、部分农产品供求恶化以及国际大宗商品上涨导致中国宏观经济在经济没有过热的情况下出现泡沫蔓延、价格持续攀升、低收入阶层生活受到冲击等问题。

而 2011 年是在在多种下行力量和上行力量交织作用下复杂但却平稳的一年，一方面，由于“十二五规划”的启动、消费的稳定增长以及城市化的加速等因素，宏观经济具有进一步向上的推力；另一方面，由于货币政策的逆转、房地产市场的变异、全球经济的放缓、节能减排以及产能过剩治理的强化等因素，将使宏观经济面临下行的压力。与此同时，价格上涨压力的持续存在以及各种力量的变异都使 2011 年宏观经济的复杂性进一步提升。因此，2011 年也是考验政府宏观经济调控艺术的一年。

第一、2011 年多空交织，但宏观经济复苏的基础较为扎实、内生性经济增长动力得到稳固，因此，即使经济增长速度较 2010 年有所回落，我们也应当适度调低经济增长目标，以有利于价格水平上涨的控制以及“十二五计划”的开启。“控物价、启规划、稳复苏”是 2011 年宏观经济调控的核心。

第二、以“流动性回收”为主、辅之以“市场秩序的治理”、“多渠道进行供求平抑”、“价格适度释放”、“预期引导”等措施，对中国经济泡沫的蔓延和价格水平的持续上扬进行治理。

1) 2011 年货币政策应当从目前的适度宽松向中性定位，建议 M2 增速不宜超过 17%，新增信贷维持在 7-7.5 万亿。这需要中央银行进行 150-200 个基点左右的存款准备金率，同时进行适度加息。

2) 考虑目 2011 年人民币升值压力加大、美国第二轮数量宽松货币政策的冲击以及国际资本异动等因素，为了避免价格型货币政策工具与汇率政策之间的冲突，加息不宜频繁使用，且幅度不宜过高。央行应当更多依赖于存款准备金率、公开市场业务以及加强宏观审慎监管力度和标准等方式来回收流动性。

3) 高度重视热钱流进流出的冲击，应当从贸易、投资以及金融汇兑等多渠道加强对热钱的监管。同时考虑资本与金融账户管制方式的改革，使短期资本流动阳光化，并加以适度引导。热钱规模的不确定性给中国宏观经济调控带来的负担可能高过单纯的热钱冲击。

4) 货币当局一方面应当高度重视价格上涨问题，但同时不宜过度夸大通货膨胀对宏观经济的冲击，造成通货膨胀恐慌症，从而进一步促推经济泡沫的蔓延。国家应当进一步提高主要商品物质的供求信息的透明度，建立商品供求通告制度，以破除民众对目前食品供给的恐慌。

5) 在短期内，必须对于重要物质的囤积、炒作行为进行打击，以整顿市场秩序。高度重视在现代大宗商品资本化的时代，农产品价格形成机制的变异，高度关注个别产品在供求关系变化之后所引发的“杠杆效应”、“新闻效应”以及“阈值效应”，及时利用储备以及国外市场来平抑供求的短期变化，防止个别价格上涨带来的传染效应。

6) 鉴于目前农产品价格上涨的多元化因素，在中长期加强农业生产，以适应目前加速城市化和进一步工业化的需求显得尤为为主要。一是强化农业基础设施建设，提高农业生产方式的转变；二是进一步大幅度地提高农业生产补贴，以对冲农业生产成本的提高，同时改革农业补贴发放的方式；三是进一步加强农业流通体制的改革。

7) 鉴于中国核心 CPI 并不高，CPI 上涨带来的宏观总量问题并不十分严重，严重的是低收入人群的福利恶化问题，因此，我们要防止将通货膨胀的民生问题宏观化，应当通过社会体系的建设（如低收入补贴通货膨胀指数化、最低工资通货膨胀指数化）以加强低收入人群低于通货膨胀冲击的抵御能力，将货币政策从民生问题和生活问题解放出来。

8) 鉴于中国宏观经济正处于劳动力结构、产业结构、需求结构重大变化的阶段，结构调整、深层次改革带来的价格上涨具有合理性和必然性，中国货币政策目标应当适度调高通货膨胀的目标值，而不是简单照搬过去和发达国家的目标值，建议值为 4%。

9) 货币政策不仅要高度重视流动性回收中的困难，而且要关注大量留存于房地产和其他资本市场上的流动性

的变。货币政策在进行总量收缩的同时，必须强调结构性的调控。

10) 适度利用汇率政策和贸易政策来对冲未来通货膨胀的压力。

第三、鉴于目前房地产行业资金依然相对充裕，还没有到达资金链紧张的“调整点”，因此，房地产调控还必须持续。考虑货币政策转向，对于房地产行业资金的进一步收紧依然具有必要性。但从中期来看房地产行业“供小于求”的局面没有改变、深层次的制度问题没有得到解决，房地产市场全面调整后，以行政性手段为主的本次新政快速退出依然可能带来报复性的房价暴涨，因此，房产新政必须在持续稳定实施的基础上，从根本上改变房地产供不应求的局面，并缓慢出台制度性政策以达到“稳需求、扩供给、挤泡沫、纠扭曲”的目标，因此，政府不仅需要落实廉租房的建设、同时还必须加大土地投放和开放投资的力度，房地产交易税等制度改革宜渐进推动。具体来讲：

1) 房地产调控的目标应当进行转变，不宜多元化，短期以“控资金”为主、中期以“增加供给”和“制度建设”应当为核心。

2) 高度重视房地产商资金链的变异，关注房地产市场全面调整的路径和深度；

4) 保障性住房建设必须进行结构性大调整，应当坚持廉租房和公租房建设为主体，积极倡导各地在进行保障型住房建设中的创新，进一步大幅度提高中央财政对于廉租房和公租房建设；

5) 政府财税体制改革虽然是房地产价格形成机制合理化的关键，但不能由此放松了对市场供求关系的调整。政府一方面要改变在土地市场上的“胡作为”，同时也要改变在保障性住房上的“不作为”，房产税的出台是大方向，但考虑房地产投资的深度下滑会带来全局性的总量失衡，出台的时间可以延后。

第四、为配合“十二五计划”的启动，财政政策在货币政策进行总量收缩的同时，应当保持总量积极的原则。

1) 2010 年财政超收较大，应当考虑部分纳入平准基金，部分可以用来进行支持“十二五规划”中大力开展的各项社会改革，不宜进行简单的基础设施建设和其他项目投资。

2) 2011 年的财政赤字可以根据需要进行扩大，在扩大地方政府发债权利的基础上，重点用于地方国债的规模，建议规模在 4000 亿左右。

3) 加强对地方融资平台清理的同时，要对政府财税制度进行重点试点性改革，例如允许地方政府发行市政债券，探索税制转型的试点。

4) 减税与税制体制转型应当并行。在收入结构上，一是完善企业所得税和个人所得税征收制度，提高这两个税种在政府收入中所占比重，使得自动稳定器能更有效地预防经济波动，并为治理波动提高宏观调控工具；二是将部分含碳产品的税率提高到 30%，其他产品税率降低为 9% 的方式重构增值税税率，在降低增值税所占比重的时候，降低二氧化碳这样的全球污染物和二氧化硫这样的地区污染物；三是必须建立遗产税和赠与税。

5) 为了在新时期的多重目标之间进行平衡，我们还需要对支出结构进行相应调整。作为自动稳定器的重要内容，失业保险必须有较大程度的提高。失业保险支出占 GDP 比重需要从十一五期间的 0.07% 提高到“十二五”期间的 0.5%。失业保险制度的完善在稳定经济的同时，也有利于改善收入分配改善。除此之外，为了改善收入分配，还必须较大幅度地提高城乡低保为主的社会救助支出占财政支出中所占比重。

6) 中央政府应减少转移支付规模，从政策制定者向公共服务提供者转变。为了平衡上述四个目标，“十二五”期间，中央与地方之间的财政关系还需要进行重大调整。要使自动稳定器更好地起作用，税收、支出等成为有效的宏观调控的工具，企业所得税，个人所得税，失业保险等必须由中央政府负责。建立一个全国统一的，由中央政府负责的医疗保险、失业保险、社会救助制度是必要的。中央政府的职能也需要从政策制定者向公共服务提供者转变。为了实现这个转变，中央对地方的转移支付也应该相应地减少。

第五、中国消费加速不能依赖于一次性的行政刺激，消费政策应当更多从一次性刺激转向中长期制度性调整之上。

1) 如何启动“收入倍增计划”对消费启动具有战略性意义。

2) 一方面，要正视工资上涨的积极意义，而要避免“转型急躁症”，防止行政主导型加薪所带来的负面效应，

强化市场驱动带来的工资形成机制的改革。

3) 积极探索低收入人群消费启动的配套设施的建设,例如家电下乡中的内网改造,电子产品下乡的通讯设施改造等。

4) 积极出台高端消费本土化的改革,通过关税和建立消费特区等手段,防止中国大量高端消费的外流。

5) 加速城市交通基础设施的建设,以延缓汽车等产业在消费中所起到的主导性作用。

第六、周期交替的过渡期往往具有“无创新的复苏”、“经济增长动力源泉多元化”、“新兴产业不确定”等特点,政府不宜过度采取行政措施,在短期内行政性地找寻到下一个周期的增长源泉,人为推广那些没有技术基础和市场基础的产业。而应当在市场机制改革和创新体系改革上做文章,同时加强人力资本的投入,以为市场自动寻找新增长点和产业方向打下基础。“十二五计划”在实施新产业振兴和科技创新扶持上应当更多采取市场化的方式。

第七、从新世纪以来的各种行政性产业结构调整措施的失败证明了,任何不顾世界分工体系变迁规律、中期产业调整逻辑的结构性调整都注定会失败的。中国刘易斯拐点的到来开启了中国低端劳动力市场工资形成机制的市场化,从而开启了中国市场化结构性调整。政府应当高度重视这种拐点性变化的重要性,结构性改革的措施应当以促使这种拐点机制的启动而服务,因此强化低端劳动力人群的社会保障体系建设,全面落实《劳动法》,加快城镇化建设的配套改革应当成为当前改革的重点。

第八、由于未来经济下滑的力量不来源于总需求的周期性收缩,而且来源于上一轮周期投资膨胀和衰退时强烈刺激所带来的供给方量,因此,宏观经济政策不仅要启动常规性的需求政策,以防止总需求过度下滑,另一方面应当启动供给管理政策,应当将落后产能的淘汰和过剩产能的治理上升到供给管理的层面加以推动,以回避经济上升期进行产能治理带来的各种利益冲突。

附注:**一、行业评级**

推荐—Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性—In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避—Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入—Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 ≥ 20

增持—Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10-20

中性—Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10-+10

减持—Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 > 10

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122