

2011 年宏观经济年度报告

宏观经济报告

坎坷复苏路

基本结论

- **中国经济在 2011 年有望延续内生性复苏。**2010 年，国内经济正在经历内生性增长恢复，同时刺激政策退出的阶段。虽然投资、消费和出口这三驾马车都面临某些负面冲击，但仍能维持稳健增长的态势，显示出中国经济内生性增长动力强劲。
- **短期经济硬着陆风险减弱，通胀担忧加剧。**年中市场关注的焦点集中在对经济增长的担忧，主要原因是滞胀初始阶段经济环比下滑较快。目前，经济增长已经开始环比回升，但随着通胀的持续上行，市场焦点逐步转移至 2011 年通胀会否持续攀升。我们判断，中国经济正处于滞胀阶段末期，但整体仍表现为供给过剩的特性，“滞胀倾向”不具有持续性。
- **未来需求有望平稳释放，经济增长持续恢复至潜在增长率以上。**2011 年为应对金融危机而生的刺激政策已经基本退出，整体需求将更加反映经济本身的属性。在经济复苏、产业结构调整初期，我们判断需求面将处于较为温和的状态，经济增长则有望持续恢复至潜在增长水平以上。我们判断，2011 年 GDP 同比增速将逐季反弹，全年增速为 9.5% 左右。
- **通胀压力有望持续缓解。**我们从产出缺口、货币缺口和大宗商品价格三个角度判断，2011 年 CPI 增速或位于 3.6% 左右，2010 年四季度将是本轮通胀的高峰，同时也是 CPI 同比增速上涨最快的时期。2011 年，CPI 的走势有望呈现逐季下降的态势。
 - 我们判断当前的通胀压力主要来自于输入性因素，但国内流动性宽松、供给短期受压制等原因又使输入性通胀的传导较为顺畅。现阶段出现的经济“假过热”只是特殊背景下的短暂现象。
 - 在节能减排压力减轻之后，产能可能会迅速得到释放，并降低输入性通胀压力，但我们也应当注意到未来中游行业在短期可能要消化大部分的成本上涨压力，其盈利情况会受到一定的损害。
- **短期通胀和流动性波动不改中长期趋势。**明年中国经济仍可能会面临阶段性的输入性通胀和货币政策紧缩的挑战，但是，我们认为短期的波动不会改变中长期复苏的步伐。

付雷 分析师 SAC 执业编号：S1130210080005
 (8621)61038324
ful@gjzq.com.cn

李治平 联系人
 (8621)61038205
lizhip@gjzq.com.cn

曹阳 联系人
 (8621)61038299
caoyang@gjzq.com.cn

刘刚 分析师 SAC 执业编号：S1130209030282

内容目录

后“刺激时代”的内生性复苏	4
2011 年需求平稳释放，经济增长持续恢复	6
2011 年固定资产投资增长稳定	6
2011 年消费及出口有望平稳较快增长	8
2011 年通胀压力逐季缓解	9
内外因素共同推高短期通胀水平	9
经济并未过热，通胀上行不持续	12
2011 年 CPI 前瞻：温和通胀，逐季回落	14
结论：坎坷复苏路	16

图表目录

图表 1：2010 年，中国经济正在经历刺激政策的快速退出	4
图表 2：财政投资回落，民间投资需求仍然旺盛	5
图表 3：2010 年社会消费品零售总额较快增长	5
图表 4：2010 年进出口在金融危机后的大幅波动正逐步回归平稳增长	5
图表 5：预计 2011 年 GDP 增速逐季上升	6
图表 6：保守估计 2011 年房地产投资同比增长 20%	7
图表 7：中国工业部门扩张最快的时期已经过去	7
图表 8：政治周期中的地方政府投资往往对经济增长带来显著波动	7
图表 9：预计 2011 年社会消费品零售总额维持较快、稳定增长	8
图表 10：预计 2011 年进、出口增速略有下滑，贸易盈余 1600 亿美元左右	8
图表 11：2011 年下半年 CPI 上涨持续超季节规律	9
图表 12：工业品价格有上升趋势	10
图表 13：中国进口商品中，能源、原材料占比接近 50%	10
图表 14：能源、原材料进口价格近期波动剧烈	10
图表 15：投资品进口价格相对稳定	11
图表 16：国际大宗商品价格由商品进口传导至国内 PPI	11
图表 17：国际大宗农产品价格大幅上升拉动产业链下游价格水平	11
图表 18：衣着类 CPI 间接受到国际大宗商品价格波动的冲击	12
图表 19：经济过热会引发需求拉动型通胀	13
图表 20：2010 年国内金属冶炼业产量增长迅速回落	13
图表 21：2010 年国内主要能源产量增速快速回落	13
图表 22：产能利用率下滑往往带来价格涨幅的回落	14
图表 23：2011 年货币投放增速回落	15
图表 24：农业及畜牧业收入法增加值构成	15

图表 25: 农业及畜牧业完全消耗构成	15
图表 26: 预计 2011 年 CPI 逐季回落, CPI 月均增长 3.6 左右	16

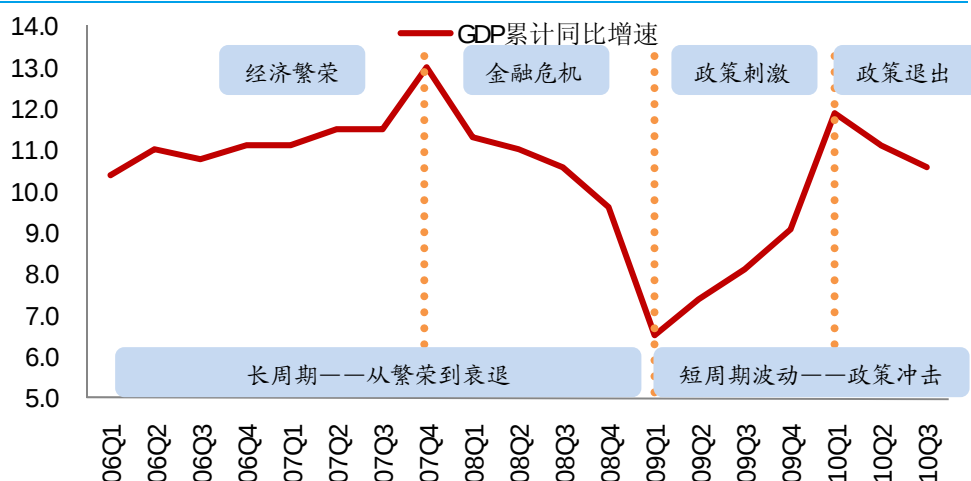
后“刺激时代”的内生性复苏

中国即将渡过政策冲击带来的短周期波动。回顾 5 年来的周期波动，2008 年开始，中国随世界进入了长周期繁荣后的衰退调整阶段。为了降低世界经济衰退带来的影响，中国政府推出了规模庞大的刺激计划，但，同时也带来了为期两年的短周期波动。2010 年，国内经济正在经历内生性增长恢复、刺激政策退出的阶段。

内生性增长动力强。在政策快速退出的同时，我们惊喜地看到较强的内生性增长动力。国内，以房地产和制造业为代表的民间投资在严厉的房地产调控影响下仍维持较快的增长速度；社会消费品零售总额全年都维持了较快、稳定的增长态势。外需方面，下半年出口增速虽然在基数的原因下略有回落，但是在海外复苏缓慢和年中欧债危机的影响下，出口能获得如此稳定的增长速度，证明 2008 年金融危机带来的冲击已经基本结束。

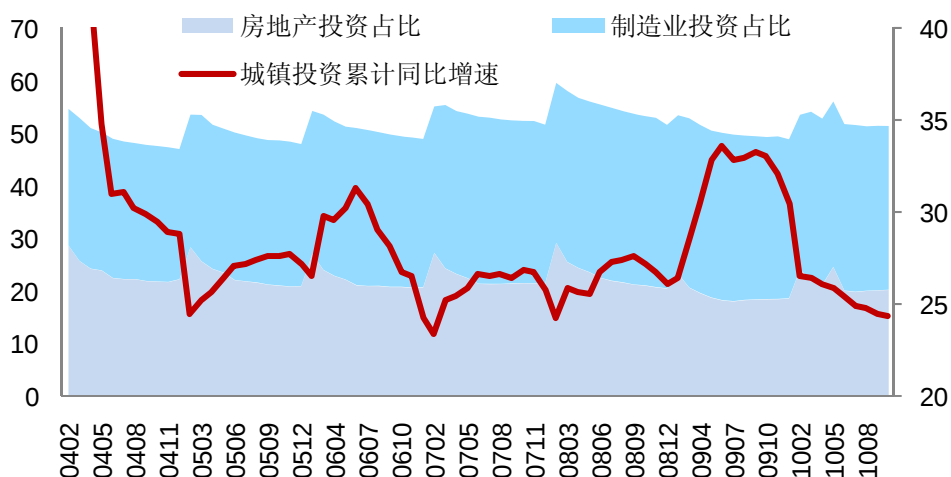
短期经济硬着陆风险减弱，通胀担忧加剧。我们在《2010 年中期宏观经济报告》中的核心观点指出：中国经济在下半年将出现“滞胀倾向”，但经济不会硬着陆。年中市场关注的焦点集中在对经济增长的担忧，主要原因是滞胀初始阶段经济环比下滑较快。目前，经济增长环比已经开始回升，但随着通胀的持续上行，市场焦点逐步转移至 2011 年的通胀会否持续攀升。我们判断，中国经济正处于滞胀阶段末期，根据整体供给仍表现为过剩的特性，“滞胀倾向”不会具有持续性。2011 年随着经济开始内生性复苏，通胀压力有望逐步缓解。

图表1：2010 年，中国经济正在经历刺激政策的快速退出



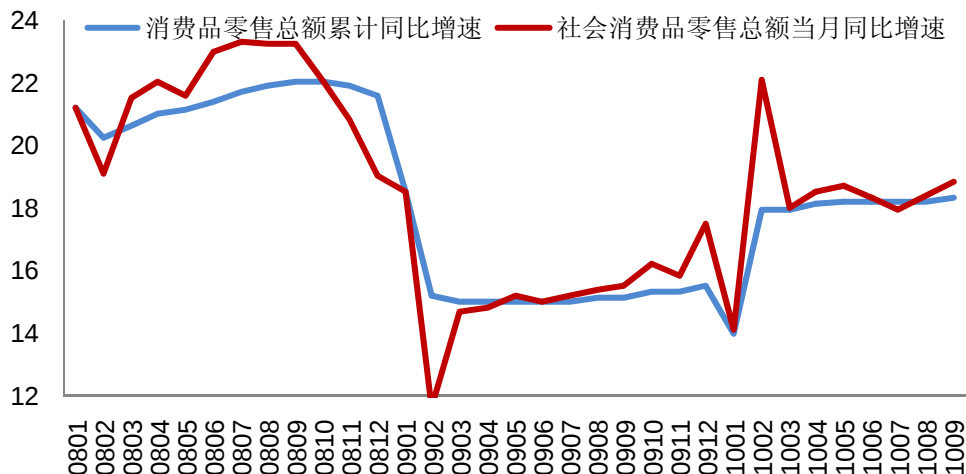
来源：国金证券研究所

图表2: 财政投资回落, 民间投资需求仍然旺盛



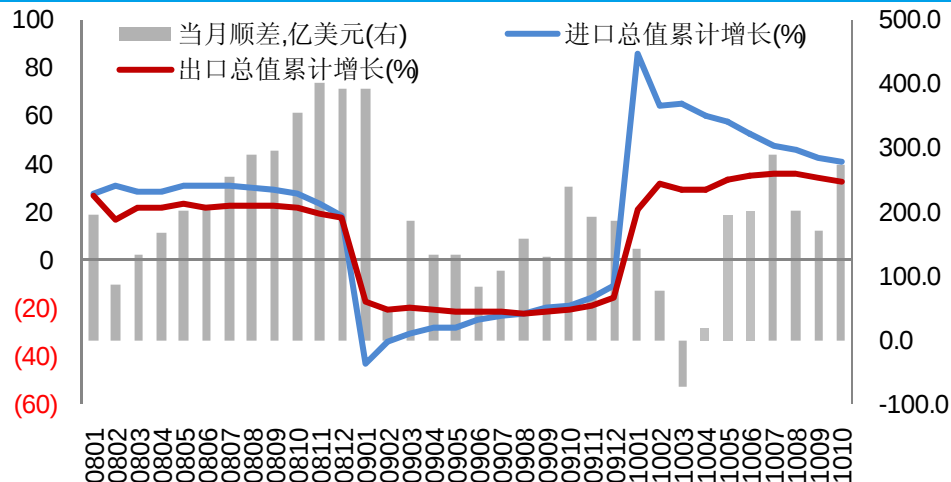
来源: 国金证券研究所

图表3: 2010 年社会消费品零售总额较快增长



来源: 国金证券研究所

图表4: 2010 年进出口在金融危机后的大幅波动正逐步回归平稳增长



来源: 国金证券研究所

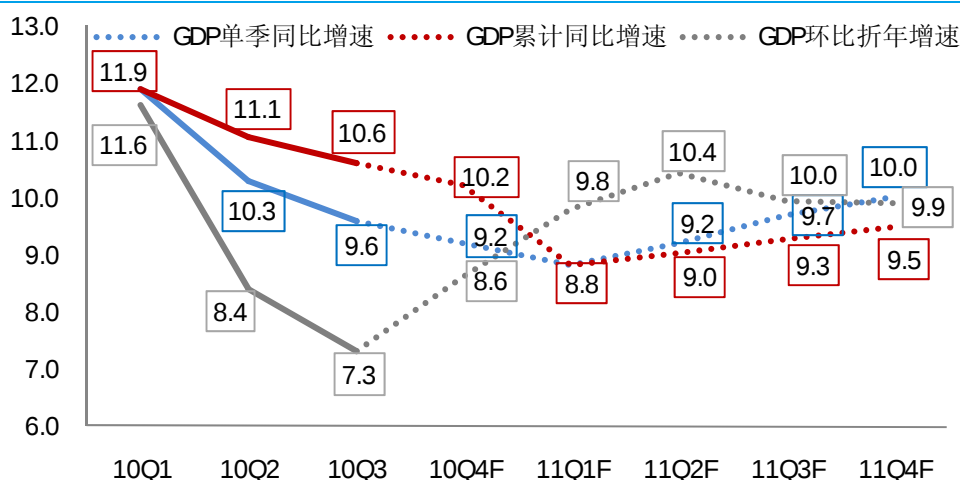
2011 年需求平稳释放，经济增长持续恢复

金融危机以来，从 2008 年的外需急剧下滑，到 2009 年规模巨大的财政投资计划和货币投放，再到 2010 年外需复苏、刺激政策退出，中国经济的最终需求以及需求结构经历了剧烈的波动，并对经济增长带来了数次冲击，经济周期呈现短期化趋势。

对于判断 2011 年的经济增长，需求面的预测至关重要。我们认为，2011 年的需求波动总体可以概括为多一些市场，少一些政府。为应对金融危机而生的刺激政策已经基本退出，整体需求将更加反映经济本身的属性。在经济复苏、产业结构调整初期，我们判断，需求面有望处于偏温和且稳定释放的水平。

在需求稳定的情形下，经济增长有望持续恢复至潜在增长水平以上。我们判断，2011 年 GDP 同比增速将逐季反弹，全年增速为 9.5% 左右。

图表5：预计 2011 年 GDP 增速逐季上升



来源：国金证券研究所

2011 年固定资产投资增长稳定

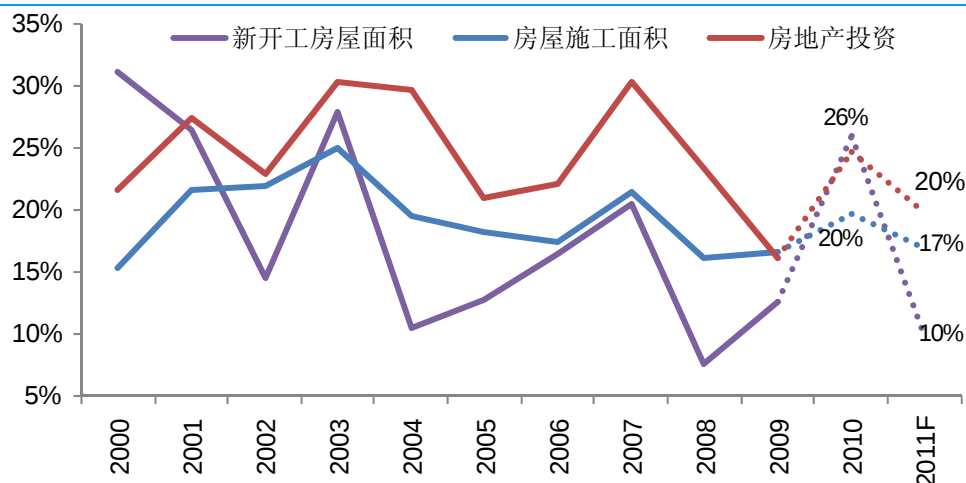
对于固定资产投资增速的判断，我们认为可以从房地产、制造业以及地方政府投资这三个关键指标来分析。结论是 2011 年固定资产投资有望取得超过 20% 的增长。

房地产投资保守估计有 20% 的增速。在 2010 年房地产销售额维持快速增长，以及政府“保供给”的政策方针下，保守估计 2011 年新开工面积增长 10%，施工面积增长 17%，结合 4% 的固定资产投资价格指数判断，2011 年房地产投资增速达到 20% 以上是大概率事件（如图表 6）。可能的高估风险在于开发商在已开工的情况下由于资金和政策的关系无法继续施工。但是无论在基本面还是政策面，这种风险不大。

制造业投资在需求的支撑下中期软着陆。中国工业在经济中的比重已经持续下滑 3 年，结合日、韩经验，未来中国工业的相对规模面临长期回落的趋势（如图表 7）。但就 2011 年来讲，制造业下游的投资消费和出口等方面的需求仍然维持较为旺盛的趋势。因此，制造业投资在需求的支撑下有望表现为软着陆的态势，我们可以大致判断 2011 年制造业投资同比增速位于 20%-25% 之间。

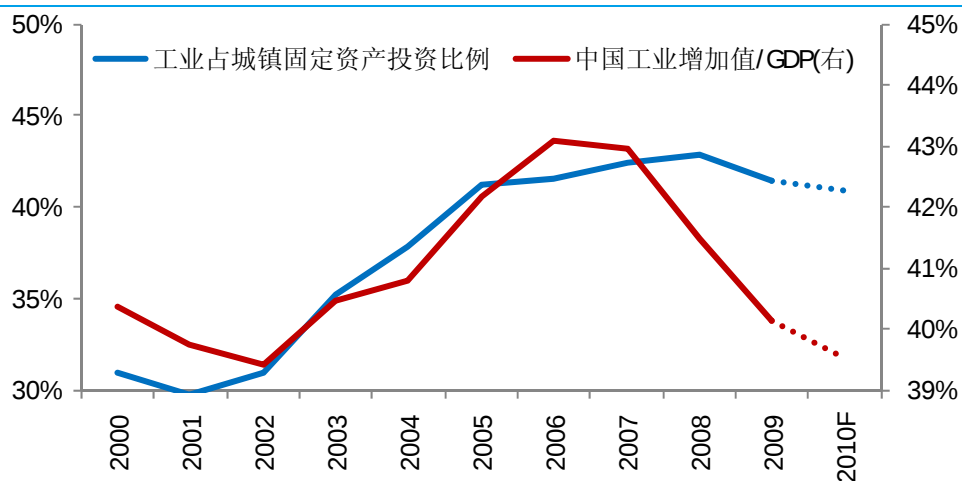
地方政府投资有望比 2010 年更快增长。首先，困扰 2010 年地方政府投资的主要因素——融资平台的清理有望于 2011 年初得到基本解决；其次，目前存在大量延后的地方项目，地方官员出于业绩竞争的缘故也存在强烈的动力推动地方经济发展；再次，城镇化进程方兴未艾，这将在中长期对地方基础建设提出需求。

图表6: 保守估计 2011 年房地产投资同比增长 20%



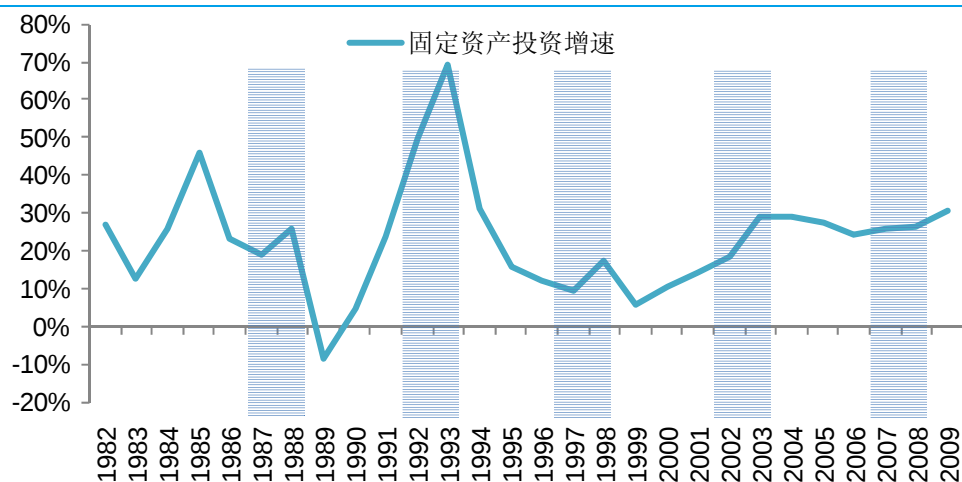
来源: 国金证券研究所

图表7: 中国工业部门扩张最快的时期已经过去



来源: 国金证券研究所

图表8: 政治周期中的地方政府投资往往对经济增长带来显著波动



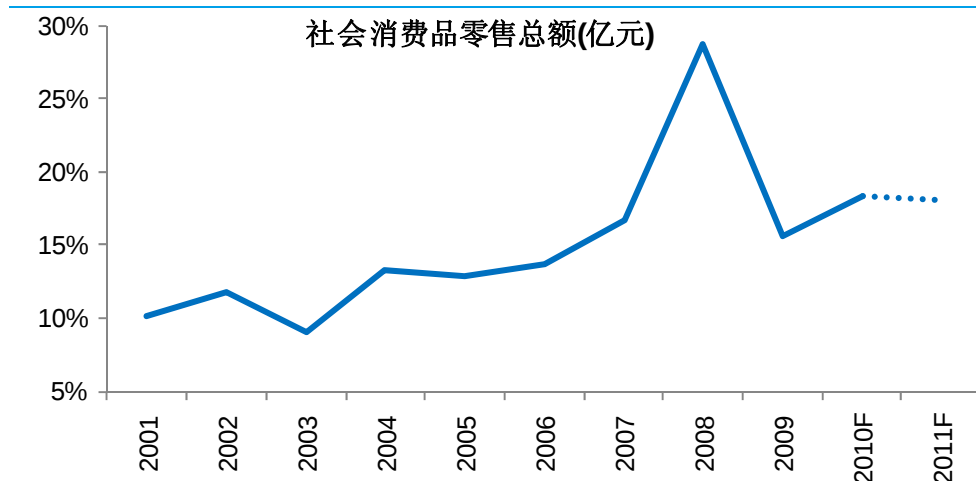
来源: 国金证券研究所

2011 年消费及出口有望平稳较快增长

消费较快增长的态势将持续。影响 2011 年内需消费的长期因素相对于今年并没有出现显著的改变，即，人口总量和结构的变化推动工资水平较快上涨、经济发展阶段促进消费升级、政策支持内需消费等。但是，在短期我们也看不到消费会爆发式增长的可能。首先，2008 年以来居民收入并没有出现加速上升的迹象；其次，短期物价的上行已经使消费结构出现压缩可选消费，增加必须消费的现象，这意味着居民消费能力和消费意愿的增加并不强劲。因此，我们判断 2011 年国内消费的增长或维持目前较快、稳定的态势。

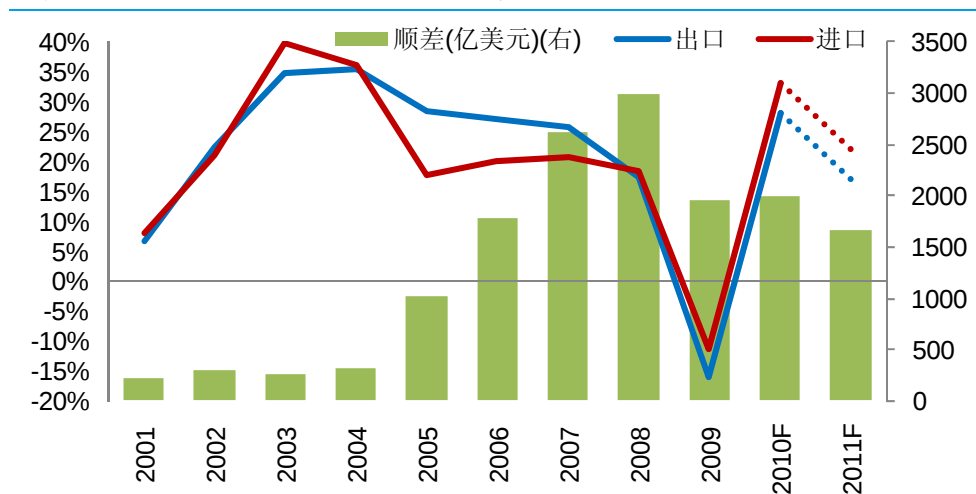
出口增长有望更加稳定。我们判断 2011 年世界经济整体将表现为缓慢复苏的态势，这将为中国带来更为稳定的出口环境。其中，发达经济体在生产持续恢复的情况下，失业率或出现下降并带动消费的复苏。发展中经济体将表现为和中国类似的情况，即逐步实现内生性复苏。这种格局将在一定程度上改变当前中国出口需求的结构，即投资品需求减弱，消费品需求增强。我们判断，在基数原因的影响下，2011 年的进出口增速或较今年略有回落，贸易顺差为 1600 亿美元左右。

图表9：预计 2011 年社会消费品零售总额维持较快、稳定增长



来源：国金证券研究所

图表10：预计 2011 年进、出口增速略有下滑，贸易盈余 1600 亿美元左右



来源：国金证券研究所

2011 年通胀压力逐季缓解

2010 年下半年，在经济回落的情形下，CPI 却逐季攀升，通胀形势和通胀预期在四季度所有加剧。我们认为，当前的通胀主要是受输入性因素主导，并在国内推行节能减排的影响下加剧。但是，我们并不认为这种阶段性的“滞胀”具有持续性，从周期的角度看，现在可能已经是下半年开始的“滞胀倾向”的末期，我们判断 2011 年的通胀形势有望逐步缓解。

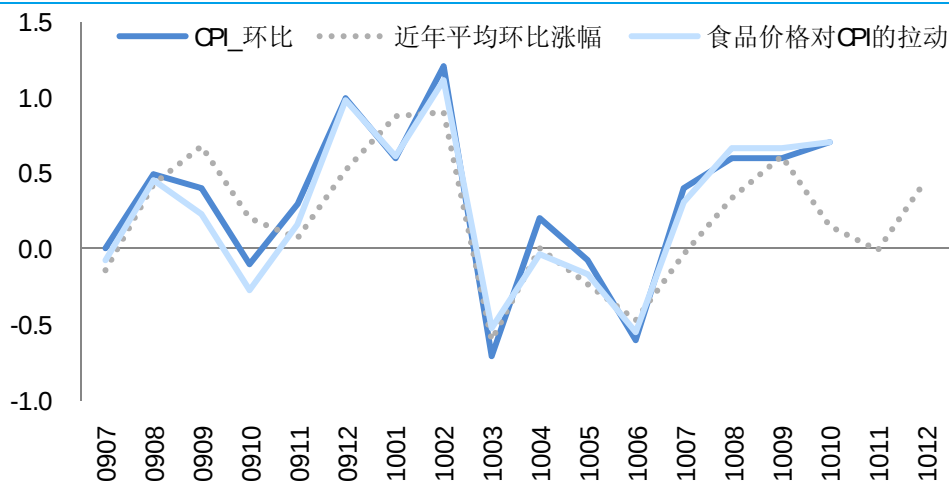
内外因素共同推高短期通胀水平

国内外因素共同作用，短期推高通胀水平。CPI 指数在 7、8、10 月出现了显著的超季节规律的环比上涨（如图表 11），PPI 也在工业增加值回落的情况下持续上涨（如图表 12），国内通胀压力增大，通胀预期强烈。通过对价格变化特征的分析，我们判断当前的通胀压力主要来自于输入性因素，但国内流动性宽松、供给短期受压制等原因又使输入性通胀的传导较为顺畅。

进口产品结构偏能源、原材料加剧价格波动。按照金额计算，2010 年中国进口产品中，能源、原材料的占比达到了 49.5%（如图表 13）。下半年，国际大宗商品价格出现了新一轮的快速上涨。虽然原油价格上涨并不剧烈，但有色金属、大宗农产品等上涨幅度较大。

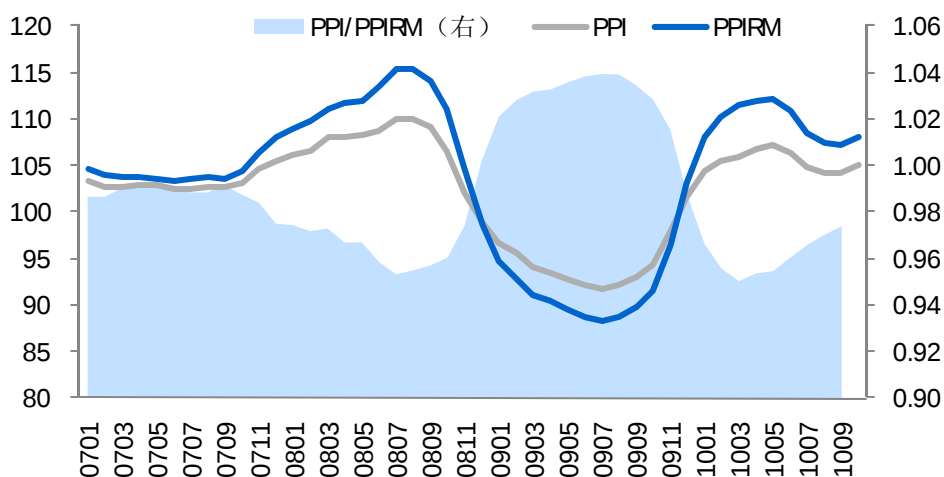
价格传导路径清晰。海外大宗商品向国内价格的传导一方面通过进口商品价格的波动，另一方面也通过国内商品期货市场来反映。从整体价格看，如图表 16 所示，CRB 指数和中国进口商品价格指数以及 PPI 的拟合度较高，且存在 2 个月左右的领先性；从产业链看（如图表 17、图表 18），近期相关大宗商品对 CPI 中权重较高的食品、衣着也存在着较为显著的从上游到下游的传导。

图表11：2011 年下半年 CPI 上涨持续超季节规律



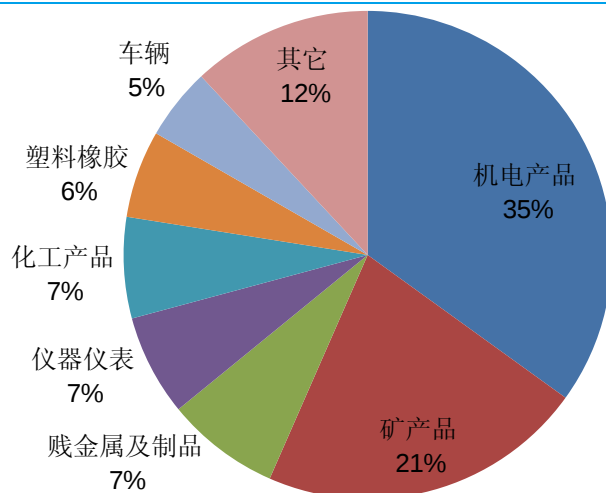
来源：国金证券研究所

图表12：工业品价格有上升趋势



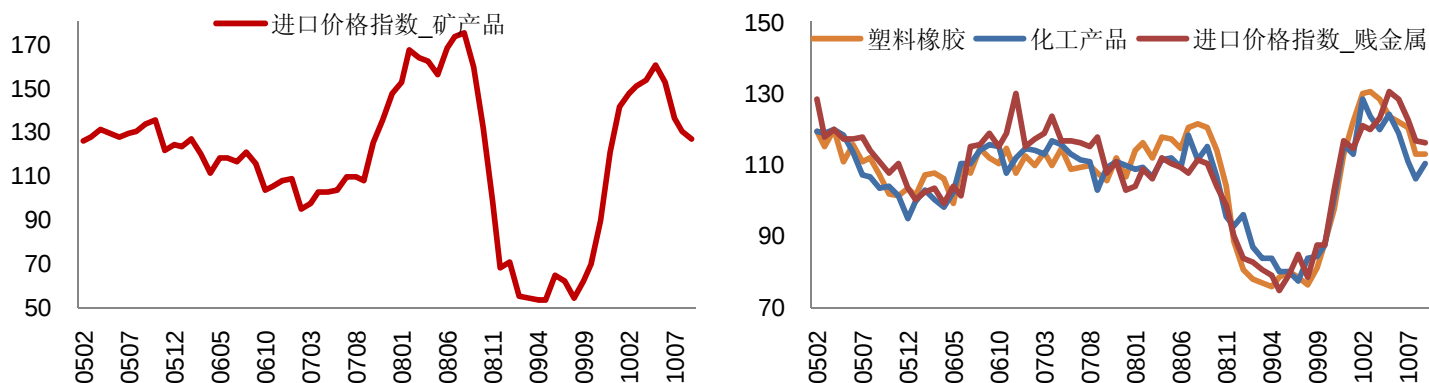
来源：国金证券研究所

图表13：中国进口商品中，能源、原材料占比接近50%



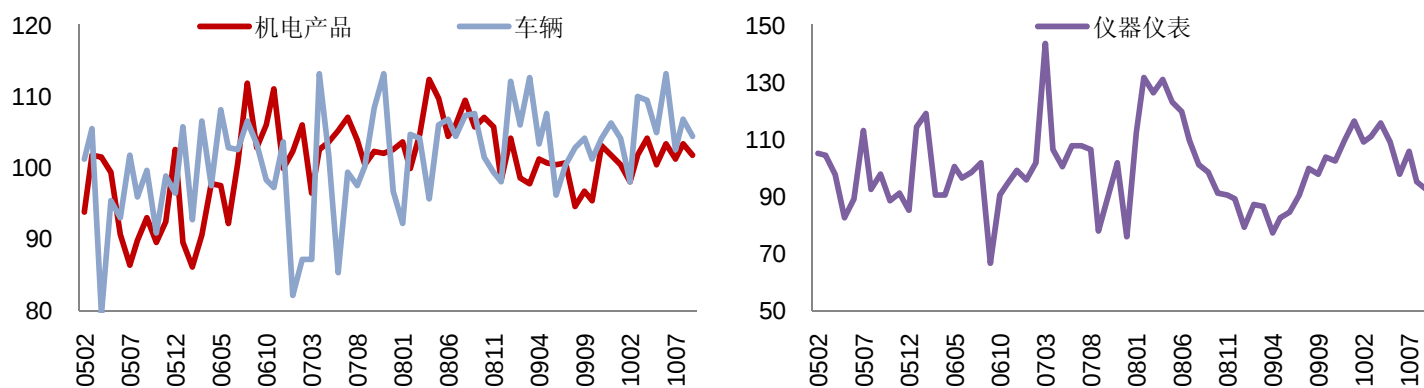
来源：国金证券研究所

图表14：能源、原材料进口价格近期波动剧烈



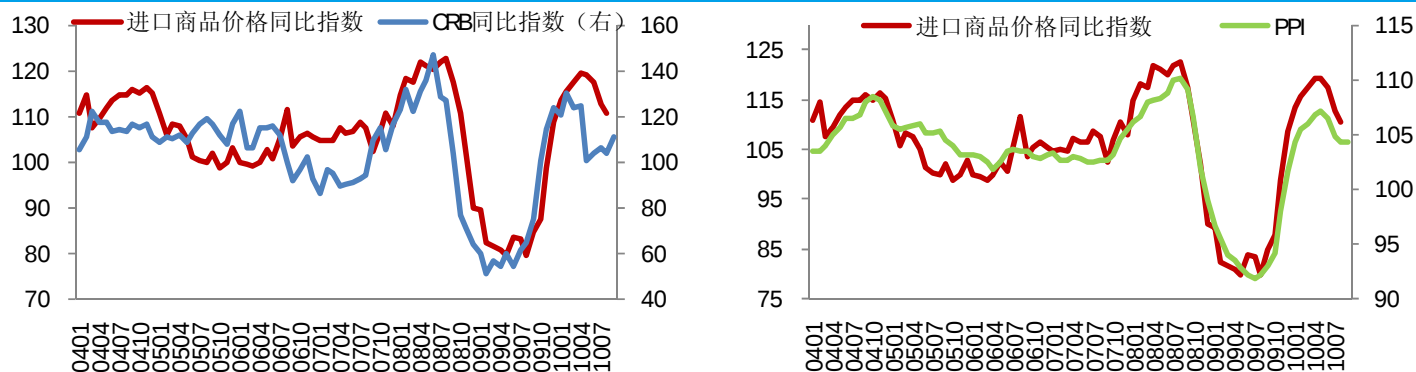
来源：国金证券研究所

图表15：投资品进口价格相对稳定



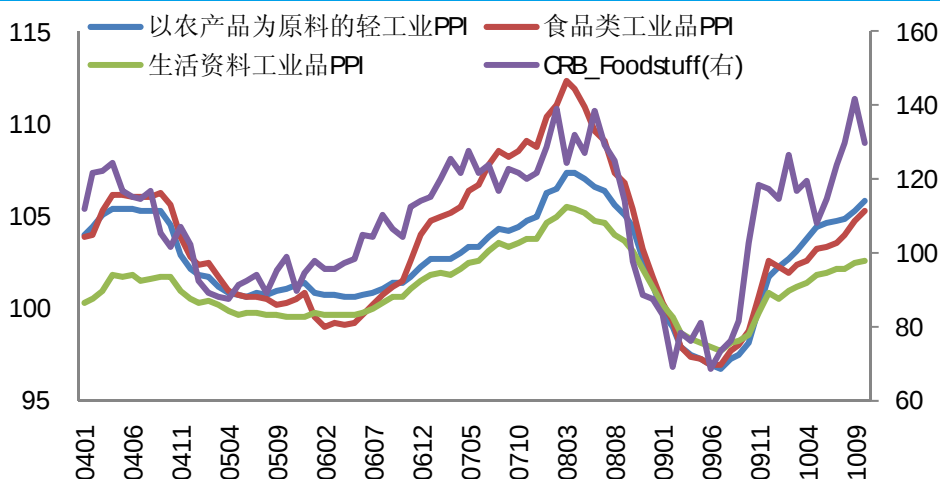
来源：国金证券研究所

图表16：国际大宗商品价格由商品进口传导至国内 PPI



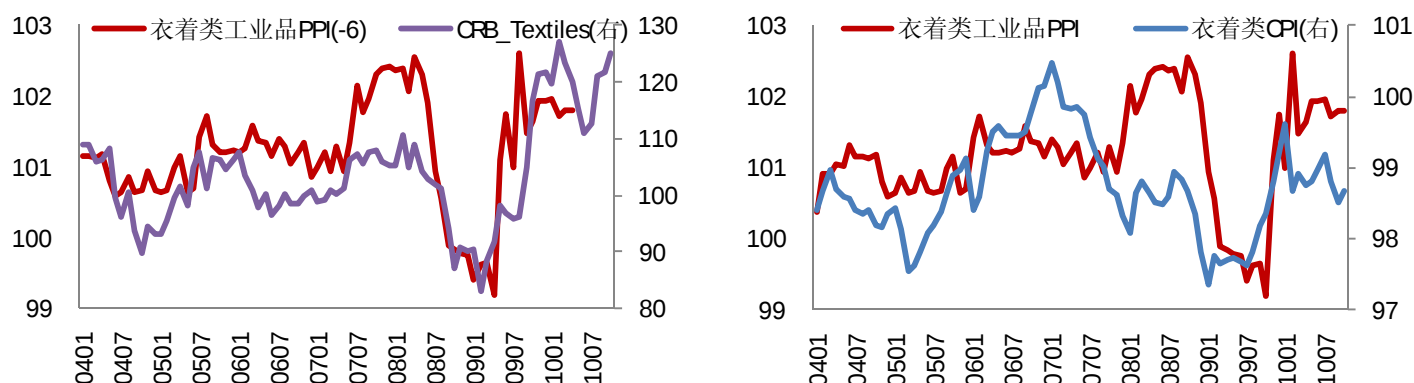
来源：国金证券研究所

图表17：国际大宗农产品价格大幅上升拉动产业链链下游价格水平



来源：国金证券研究所

图表18：衣着类 CPI 间接受到国际大宗商品价格波动的冲击



来源：国金证券研究所

经济并未过热，通胀上行不持续

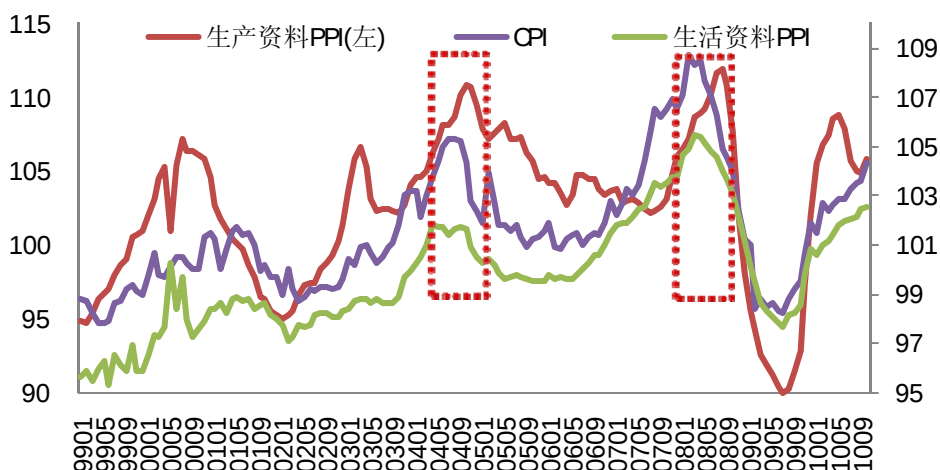
虽然通胀的直接原因来自于输入性因素，但是通胀的顺利传导往往需要较显著的产出缺口，即总需求大于总产出。

通胀的顺利传导由于经济“假过热”。在经济过热时期，如 2004、2007 年，通胀往往表现出由下游拉动上游的态势。但是目前国内经济增长速度无论同比还是环比都仅为 9% 左右，相对于上半年 10%-11% 的增长明显已经处于偏冷状态。在不到一年的时期内，我们无法得出中国的潜在经济增长率已经快速下滑的结论。因此，短期出现的中间环节供给紧张不能反映供给面的真实水平。应该讲，现在的经济是“假过热”。

节能减排短期加剧通胀压力。我们认为，供给面阶段性的紧张一方面来自于自然灾害减少了产出、通胀预期高所带来的惜售等，但短期更重要的影响可能来自于“节能减排”政策导致的产能闲置。我们发现，涉及到中间环节的煤、电、油等重要原材料的产量增长在下半年快速回落（如图表 20、图表 21），而 9 月份集中关停高耗能企业的举措，在短时间内压制了大量的原材料行业的产能（大部分原材料行业都有高耗能、高污染的属性）。

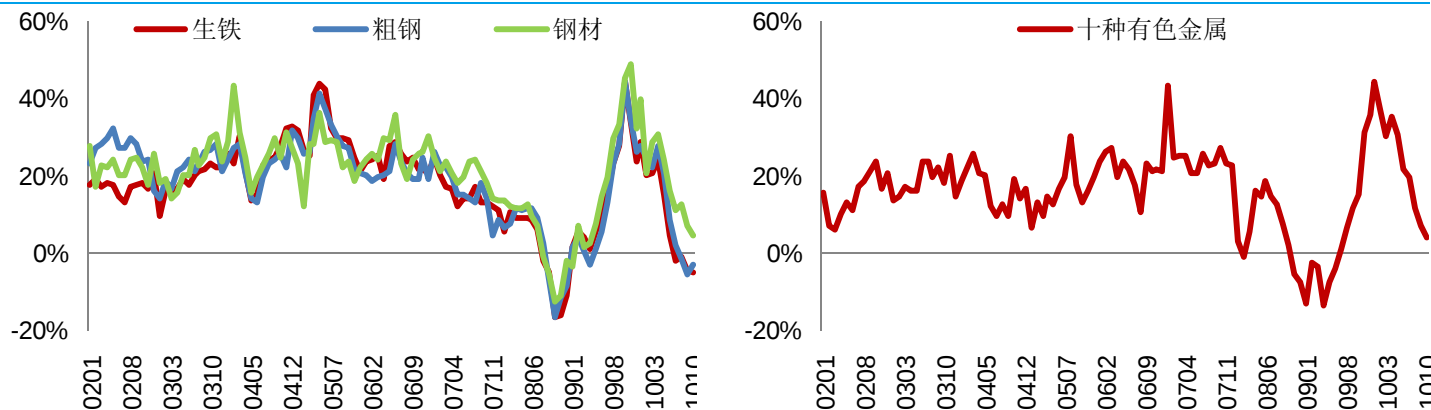
输入性通胀难以持续攀升。我们知道，在产能显著过剩的经济体，价格很难出现自上游向下游的持续传导。现阶段出现的经济“假过热”只是特殊背景下的短暂现象。在“十一五”规划中节能减排约束性指标达标之后，产能可能会迅速得到释放，“假过热”问题有望得到一定程度的解决。因此当前的输入性通胀趋势并不持续，但我们也应当注意到中游行业未来可能要消化大部分的成本上涨压力，其盈利情况短期会受到一定的损害。

图表19: 经济过热会引发需求拉动型通胀



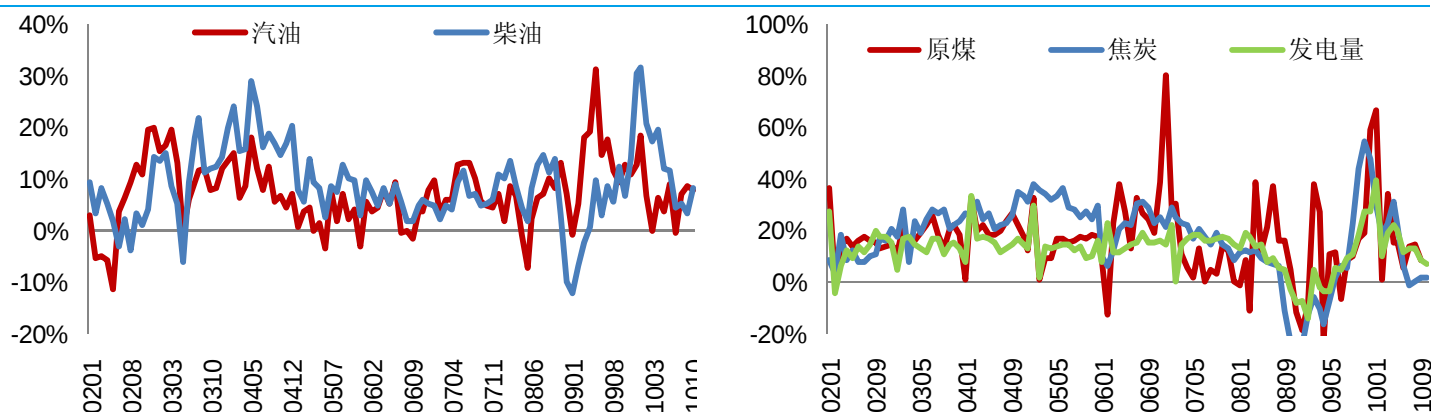
来源: 国金证券研究所

图表20: 2010 年国内金属冶炼业产量增长迅速回落



来源: 国金证券研究所

图表21: 2010 年国内主要能源产量增速快速回落



来源: 国金证券研究所

2011 年 CPI 前瞻：温和通胀，逐季回落

在 10 月中旬发表的讨论 2011 年通胀形势的专题报告中，我们提出应该从产出缺口、货币缺口和大宗商品等三个角度来对明年的 CPI 判断进行交叉检验。虽然短期 CPI 的上漲幅度可能超出之前的预期，但是我们认为以这三种角度判断中期通胀形势的体系并没有出现大的问题。

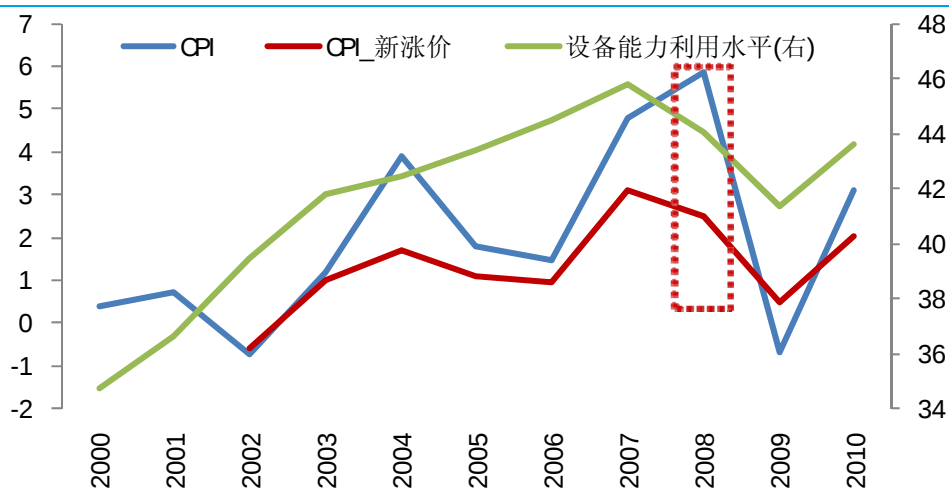
产出缺口预示明年的 CPI 涨幅将趋弱。通过比较年度及季度数据中的“滞胀”情景，我们发现通胀的高点往往滞后于经济高点 1-2 个季度，而中国作为过剩经济体，滞胀持续时间较短。结合我们对 2011 年经济增长 9.5% 的判断，在产能扩张不放缓的情况下，产能利用率将下滑并引导通胀下行（如图表 22），（但由于基数原因的影响，2011 年 CPI 同比增速将高于 2010 年，这类似于 2007-2008 年的情形，2007 年底新涨价因素的快速攀升，大幅抬高了 2008 年的 CPI 同比基数。实际上，2008 年的新涨价幅度弱于 2007 年。）

货币缺口不会对 2011 年 CPI 上涨形成新的冲击。最近的政策动向已经显示，2011 年将施行稳健的货币政策。因此，我们能以此判断中、短期内的 M2 增速将逐步回落，从流动性的宽裕程度看，CPI 不存在持续上行的动力（如图表 23）。

2011 年大宗农产品价格上涨空间不大。我们认为，供给量和成本冲击是影响农产品价格的关键因素。在播种面积有保证的情况下，农产品的供给量总体维持稳定增长。农业中间投入的价格变化能够在短期带来粮价的波动，通过投入产出分析，中间投入的主要源头是石油（图表 24、图表 25），而我们认为 2011 年国际油价没有持续大幅上升的基础。因此，我们判断大宗农产品在明年不存在成本推动型高通胀的风险。

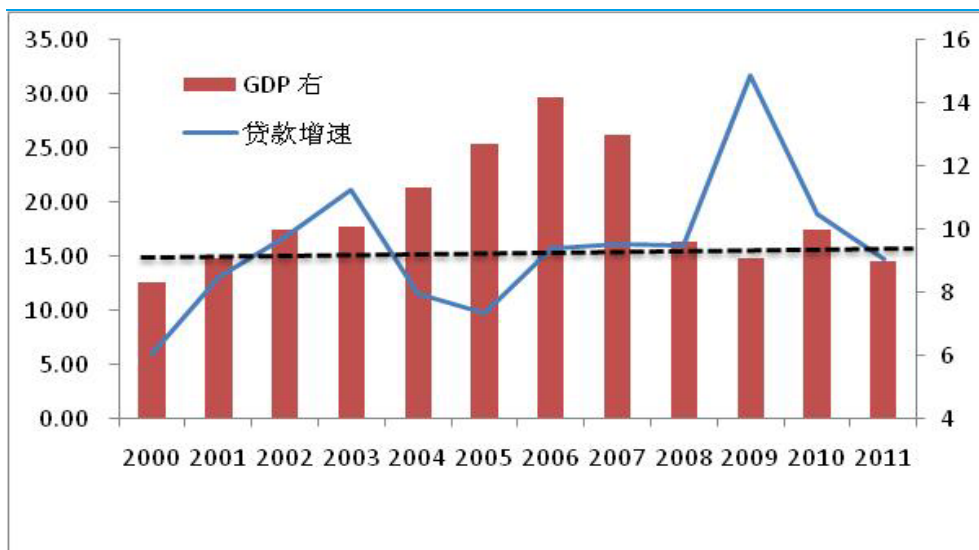
2011 年 CPI 前高后低。综合以上三方面的逻辑判断，我们认为 2011 年 CPI 位于 3.6 左右，从形态上看，今年四季度就是本轮通胀的高峰，同时也是 CPI 同比增速上涨最快的时间。2011 年，CPI 走势有望逐季下降。

图表22：产能利用率下滑往往带来价格涨幅的回落



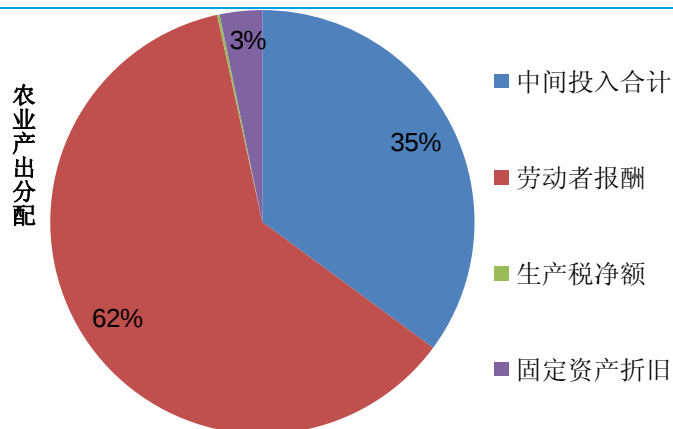
来源：国金证券研究所

图表23：2011 年货币投放增速回落

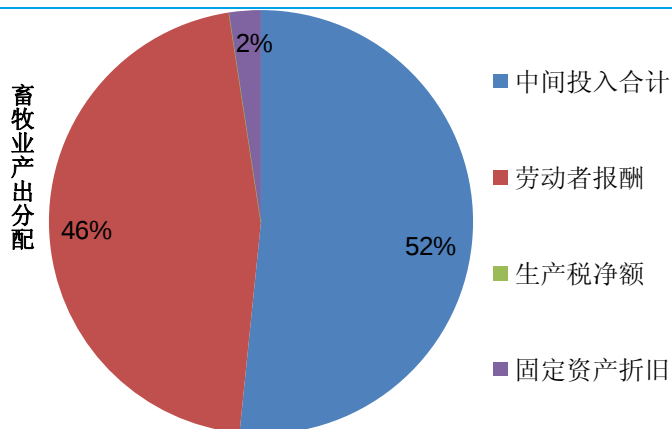


来源：国金证券研究所

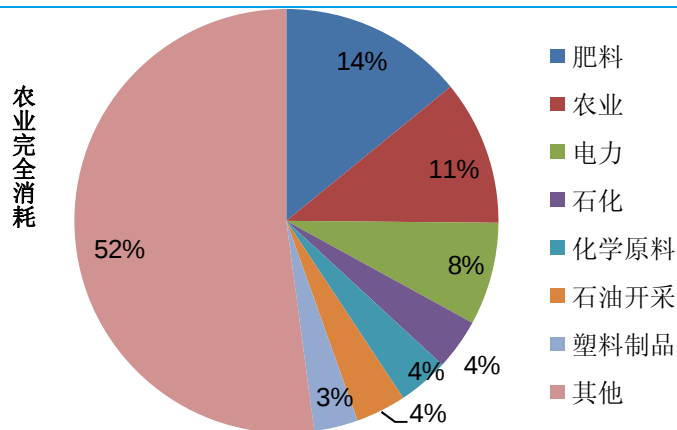
图表24：农业及畜牧业收入法增加值构成



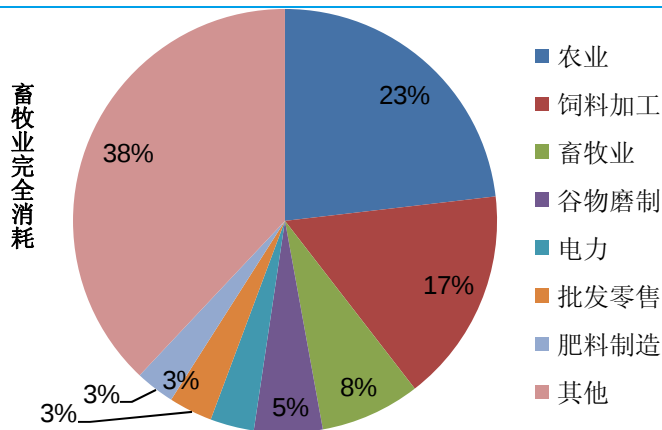
来源：国金证券研究所



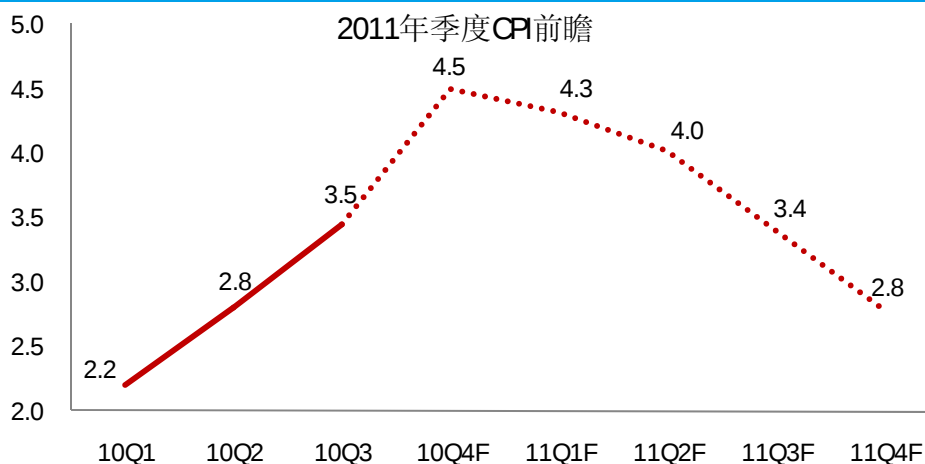
图表25：农业及畜牧业完全消耗构成



来源：国金证券研究所



图表26: 预计 2011 年 CPI 逐季回落, CPI 月均增长 3.6 左右



来源: Wind, 国金证券研究所

结论: 坎坷复苏路

- 在“后刺激时代”的中国经济有望延续内生性复苏步伐。我们判断 2011 年中国经济整体将表现为稳健增长、温和通胀的态势。
 - 在目前财政、货币政策持续收缩的背景下, 三驾马车仍能维持快速增长的态势, 这让我们看到了强劲的内生性增长动力。
 - 2011 年国内外需求有望得到平稳释放, 这将有助于中国经济增长逐步恢复至潜在增长率以上的水平。
 - 短期通胀的超季节规律上涨并不意味着经济已经过热, 而是主要来自于输入性因素、通胀预期的攀升, 以及节能减排的影响, 并不能以此判断潜在经济增长率已经显著回落。在 2011 年经济、政策环境转变的影响下, 形成通胀的因素有望得到缓解。
- 经济复苏的道路并不平坦, 明年中国经济仍可能面临阶段性的输入性通胀和货币政策紧缩的挑战, 但是, 我们认为短期的波动不会改变中长期复苏的步伐。
 - 输入性通胀压力: 虽然我们判断 2011 年 CPI 有望逐季回落, 但不能排除经济再次受到阶段性的输入通胀冲击, 以及其对需求面和企业盈利造成的负面影响。
 - 需求波动: 在抑制通胀、房地产调控, 和应对人民币升值的考虑下, 货币环境或出现阶段性的紧张, 并对投资需求造成较显著的冲击。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室