

国内篇 走进持续发展的新时代

核心观点:

- 2011 年中国经济将会延续稳定增长的态势。2011 年中国经济增长的动力将主要依赖内生性动力的恢复，内生性增长动力的强弱将决定全年增长的高度。我们预计 2011 年全年 GDP 同比增长 9.5%，增速收敛在最近三年的均值附近。四个季度的增速分别为 9.1%、9.7%、9.4% 和 9.8%。
- 消费增长有新的亮点。受居民消费升级、政府扩大消费政策驱动，在提高居民收入水平和推动国民收入分配改革等扩大消费的政策效应引领之下，国内消费有望步入快车道。预计 2011 年，社会消费品零售额将呈现稳中趋快的运行态势，全年增长 19.2%，消费率有望迎来上升拐点，最终消费对经济的贡献度有所提高。
- 投资增速稳定。固定资产投资增速总体上呈高位运行态势，但增速将会比 2010 年有所回落，预计全年增速为 23%。房地产投资和工业投资的增速将出现回落，基建投资有望保持稳定。投资的产业结构、地区结构和行业结构进一步优化。
- 2011 年外贸增长将从 2010 年高速的恢复性增长回归平稳增长态势。我们预计，出口增速为 16%，进口增速为 20%，进出口总值同比增长 17.9%，外贸顺差缩小至 1430 亿美元，进出口更趋平衡。中国出口的地区结构、贸易方式结构和商品结构更趋合理。
- 通胀的变数是 2011 年最需关注的不稳定因素之一。2011 年通胀形势非常复杂且变数较多，流动性仍然是关键因素。我们预期，明年 CPI 增长可能在 4% 左右。
- 2011 年财政政策仍将保持积极，财政赤字略低于 GDP3% 的水平。财政支出结构更多向经济转型、结构调整、产业转移和民生领域倾斜。货币政策将趋于正常化，预计 2011 年新增人民币贷款 6—7 万亿元，M2 增长 17%。为控制通胀，数量化工具和价格型工具会交替使用。我们分析，明年上半年存款准备金率和基准利率各有两次上调的可能性，人民币名义汇率全年可能升值 3%-5%。

分析师



左晓蕾

☎: (8610) 6656 8863

✉: zuoxiaolei@chinastock.com.cn



张新法

☎: (8610) 6656 8535

✉: zhangxinfa@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130200011530

相关研究

2010 年中期宏观政策报告: 政策短期“右行”，未来有待深化 2010.6.30

2010 年下半年宏观经济政策趋向研判 2010.4.26

目 录

一、2010 年回顾	1
(一) 中国经济增长态势稳定	1
(二) 经济形势观点回顾	3
二、2011 年经济增长展望	4
(一) 2011 年 GDP 增长 9.5%	4
(二) GDP 结构更平衡	5
(三) 2011 年各季度增长比较平稳	5
三、2011 年三大需求分析	6
(一) 2011 年消费需求增长态势预测	6
(二) 2011 年固定资产投资增速高位趋缓	12
(三) 2011 年进出口形势预测	18
(四) 通胀形势变数很多	21
四、宏观经济政策展望	24
(一) 财政政策保持积极	24
(二) 货币政策回归正常化	26
(三) 未来五年推动“包容性增长”	27
插图目录	30
表格目录	31

中国经济经历了大起大落的国内外大环境的震荡，成功完成了“十一五”规划的历史使命以后，即将走进“十二五”规划的全新的战略发展阶段。如果说中国经济前三十年是高速发展阶段，“十二五”规划将引导中国经济走进持续发展的新时代。2011 年将是这个新时代的开局之年元年。虽然世界经济充满变数，国际经济形势不稳，但是我们认为，中国持续发展的潜力很大，我们对中国经济未来充满信心，对明年“十二五”规划开局之年的中国经济的平稳增长充满期待。

一、2010 年回顾

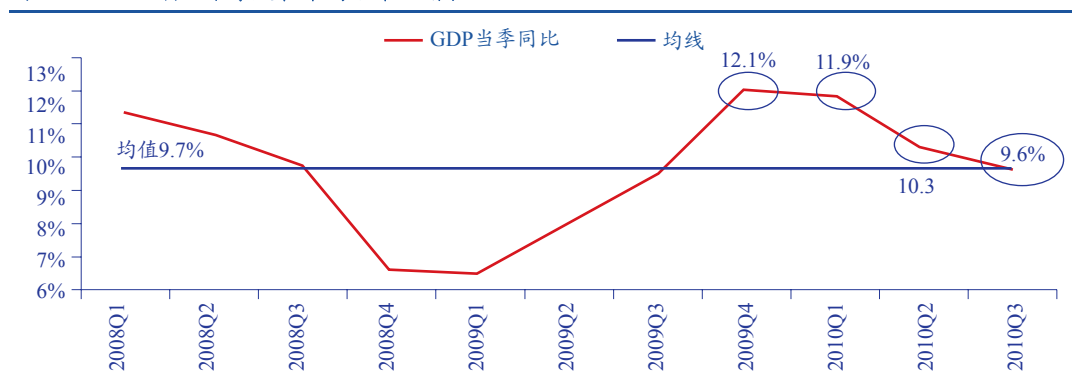
（一）中国经济增长态势稳定

主要经济指标显示，2009 年底中国经济实现 V 型反转，2010 年底恢复增长态势稳定被确认。

1、GDP 增长

统计局数据显示今年第三季度 GDP 增长 9.6%。根据发改委信息中心的计算，9.6%的增长处在现阶段经济增长的潜在增长水平，即长期均衡增长水平，略低于前三年的平均 9.7%的增长，与前十年 10.5%的平均经济增长水平相去不远。这个增长水平确认一个重要的结论，中国经济已经走出危机恢复稳定增长的态势。从去年第四季度调整后的 12.1%的增长，到今年一、二、三个季度分别增长 11.9%、10.3%和 9.6%，经济增长已经连续四个季度恢复到危机之前十年的平均水平上下运行。按照一般判断原则评估，中国经济已经走出危机，经济增长稳定态势已经确认（图 1）。

图 1：GDP 连续 4 个季度在平均水平上增长

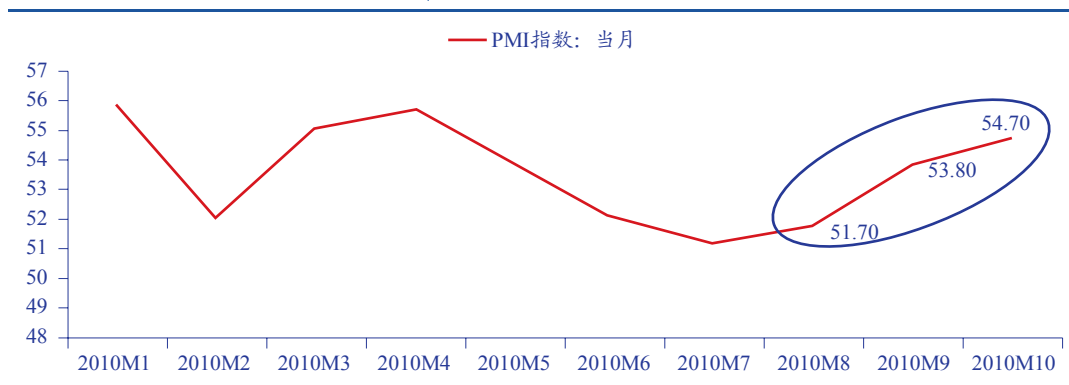


资料来源：Wind，中国银河证券研究部

2、PMI 指数

根据领先指标 PMI 综合指数 8 月份、9 月份和 10 月份分别上升 0.6%、2.1%和 0.9%（图 2）所发出的信号，特别是分类指标中，反映内需和生产活动的新订单指数和生产指数连续数月上升，10 月份分别再上涨 1.9%和 0.7%，说明消费投资呈现相对活跃状态；商务部数据显示，受圣诞节因素的影响，出口短期订单有所上升，出口顺差调整平稳；我们预期三大需求不会出现大幅变化，第四季度的经济增长将继续平稳增长态势。受去年同期基数的影响，四季度 GDP 增长可能在 9.2%左右的水平上，全年达到 10.2%的增长。

图 2: PMI 综合指数连续三个月上涨 (单位: %)

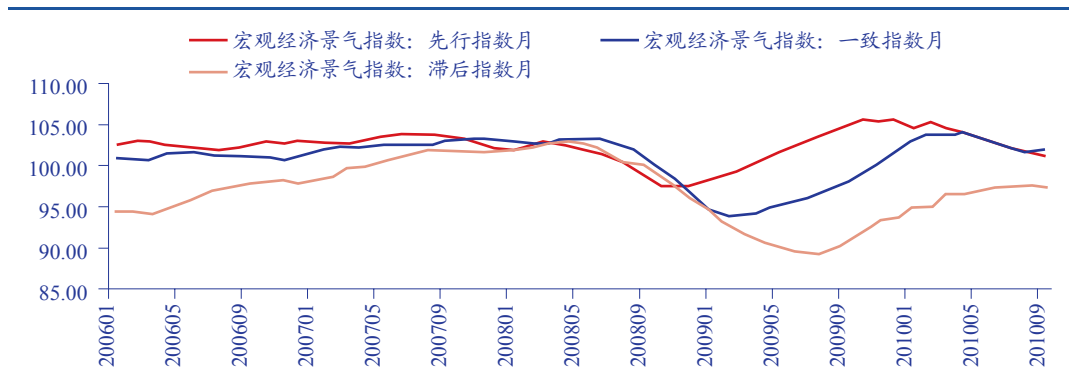


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

3、景气指数

观察三季度的宏观经济景气指数 (图 3), 领先指数第三季度趋稳态势明显, 第四季度平稳增长的预期进一步确认, 明年第一季度也应该延续平稳增长态势。

图 3: 宏观经济景气指数预示经济处于平稳状态

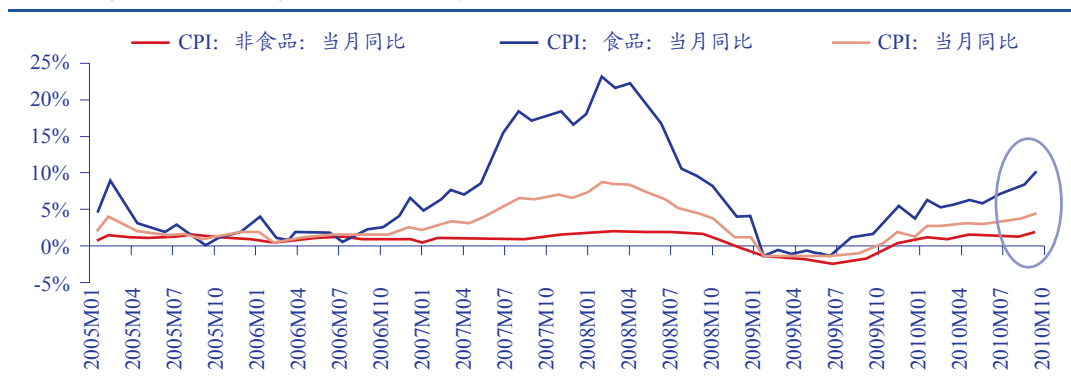


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

4、通货膨胀

10 月份 CPI 同比增长 4.4%, 达到年初以来的高点, 第四季度 CPI 可能较大幅度高于预期。近期政府出台十六大措施进行大规模的价格调控, 货币政策也在加大流动性控制的力度, 第四季度的 CPI 有望控制在 4.5% 的增长水平之内; 全年 CPI 增长可控制在可承受的 3.5%—4% 的水平上 (图 4)。

图 4：全年 CPI 可以控制在 3.5%-4% 的水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

综合上述指标的信息，我们判断：中国经济已经稳定但是没有过热，2011 年经济稳定增长的态势将会延续。通胀压力增大应该特别关注。

（二）经济形势观点回顾

2010 年经济形势和政策的变化，多次印证我们的许多研究和判断。具体如下：

第一，中国经济增长放缓态势趋稳。年中各方对中国经济是否大幅放缓甚至二次探底有很大的担心。我们在 7 月份的 PMI 简评报告《经济增长放缓态势趋稳》中首先判断“经济放缓的态势已经趋稳”。8 月、9 月和 10 月份的 PMI 恢复上涨，特别是第三季度的 9.6% 的增长充分印证我们的判断的前瞻性。央行在十月份加息发出货币政策转向稳健的信号，也进一步印证经济增长态势稳定的判断的正确性。

第二，宏观调控是经济放缓的主要原因。我们首先在多次公开报告活动中强调，下半年经济增长有所放缓主要是宏观调控的政策效应，特别是出口商品中与节能减排和产能过剩的行业相关的出口下降，技术含量高的机电设备出口增加等等分析，显示宏观调控政策在结构调整，通胀预期管理，房地产市场调控，经济增长趋平稳等方面的效果。

第三，较早提请关注输入性通胀的影响。我们对 8 月份购进价格指数大幅上升的分析以后，提醒关注原材料价格上涨，提升上游产品的成本，可能滞后产生对 PPI 的影响，成为国内通胀的新增压力。10 月份 PPI 结束三个月的下降开始上涨，滞后购进价格指数上涨 3 个月，与原材料库存期完全一致，属荣幸成本价格影响显现。

第四，关于第三季度不会加息的判断。因为第三季度数据显示第四季度的通胀增加了诸多新的压力和因素。特别是在做出经济增长趋稳，通胀压力增加的判断后，货币政策可能从恢复经济增长的目标转变为通胀控制为主的目标，实施更有针对性的政策工具。我们在 8 月份把下半年不会加息的判断改变为第三季度不会加息。十月份央行上调了利率，印证我们之前对政策的判断是合理的。

最后，关于汇率我们也比较清晰的分析，并做出名义汇率在上半年稳定，4 月份美国不会把中国放进汇率操纵国，变化可能在下半年的判断。

二、2011 年经济增长展望

2011 年是十二五规划的开局之年，宏观经济政策的目标在保持经济平稳发展的前提下，将突出“调结构、促转型、改善民生”，强调绿色经济、人、资源与环境的和谐发展，实现包容性增长。这就意味着要改变以前那种过分依赖要素和资源投入来带动经济增长的模式。在这一转型的过程中，总需求可能出现一定程度的放缓，中国经济未来的潜在水平将逐步下移。

（一）2011 年 GDP 增长 9.5%

2011 年经济增长更平稳，我们预测全年 GDP 增长 9.5%（表 1）。

表 1：基本经济指标预测

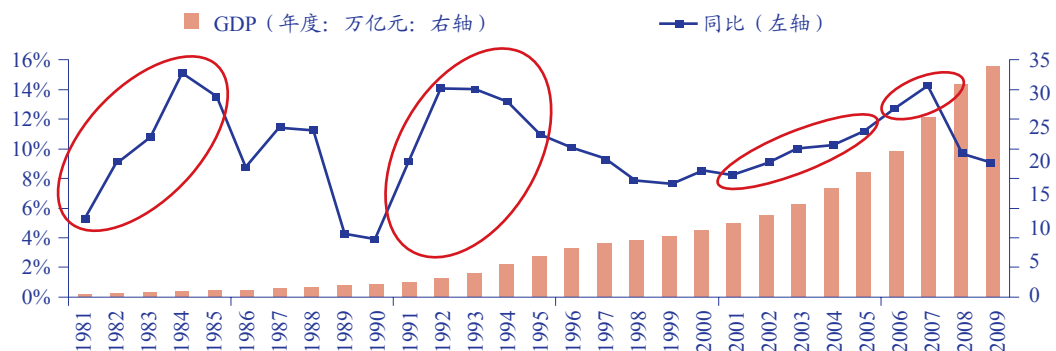
	2008 年	2009 年	2010(F)	2011(F)
GDP 增速 (%)	9.60	9.10	10.20	9.50
城镇固定资产投资增速 (%)	26.10	30.50	24.70	23.00
社会消费品零售总额增速 (%)	21.60	15.50	18.20	19.20
出口增速 (%)	17.20	-16.00	28.00	16.00
进口增速 (%)	18.50	-11.20	36.00	20.00
贸易顺差规模 (亿美元)	2955.00	1961.00	1704.00	1430.00
CPI (%)	5.90	-0.70	3.20	4.00
PPI 同比 (%)	6.90	-5.40	5.60	6.00
M2 增速 (%)	17.80	27.70	18.70	17.00
M1 增速 (%)	9.10	32.40	25.60	21.50
人民币贷款余额增速 (%)	17.90	33.00	18.50	15.00
规模以上工业增加值增速 (%)	12.90	11.00	15.80	15.00

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

我们分析认为，首先是“顺势因素”。前述分析指出，连续四个月 PMI 的上涨，第三季度经济增长已经平稳，第四季度的平稳态势也非常明显，我们认为 2011 年可以延续第四季度平稳增长态势。

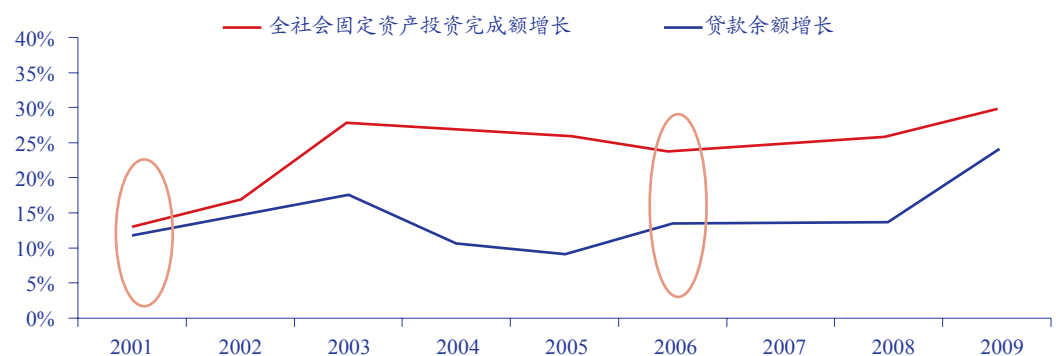
其次是“规律因素”。明年十二五规划第一年，我们注意到在正常时期（没有国际和地区性危机的时期）每个五年规划第一年的增长都比较平稳，几乎是五年中增长最低的年份（图 5）。第一年的固定资产投资和信贷增长也是较平稳的（图 6）。第一年通常是“蓄势待发”，较高增长通常在第三年或者第四年，第一年的平稳判断来自这种“规律因素”。

图 5：常态下五年计划第一年增长平稳



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 6：五年规划第一年的投资增长和信贷增长较平稳



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

第三是“政策因素”。十二五规划的《建议》提出“平稳较快”的经济增长目标，平稳放在较快的前面，强调发展方式转型结构调整和不刻意推动更高增长的新理念，政策引导平稳增长。

最近三年 GDP 平均增长水平是 9.7%，并且是潜在增长水平上，近年的增长应该在潜在增长率附近具有一定的稳定性。

（二）GDP 结构更平衡

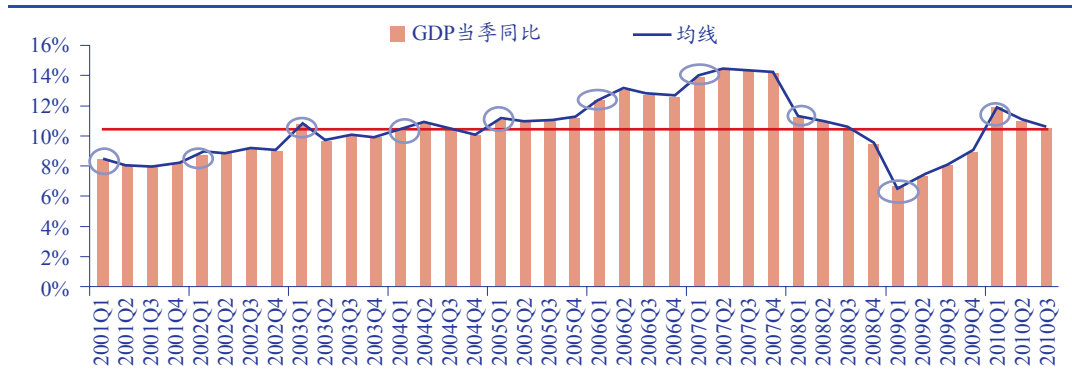
十二五规划转型是主线，扩大内需是经济增长方式转型的主线。“消费，投资，进出口调增长”，将从十二五规划第一年开始实质性的进展，我们估计，2011 年消费投资和进出口顺差增长对 GDP 增长的贡献可能出现一些结构性的改变，在 9.5% 的增长中，消费，投资和进出口增长可能出现 4.4%、4.7% 和 0.4% 的分布，消费增长贡献增加，投资和与进出口增长的贡献有所下降。GDP 增长结构将更平衡更趋合理。

（三）2011 年各季度增长比较平稳

主要是“基数”因素。2010 年季度增长前高后低与 2009 年前低后高有关。从基数影响出发判断，2011 年各季度增长会相对比较平稳。在正常的情况下季度增长也呈现平稳状态，一般第一季度较低，与春节生产活动较长时间间歇的季节性因素有关，第二季度第三季度增长

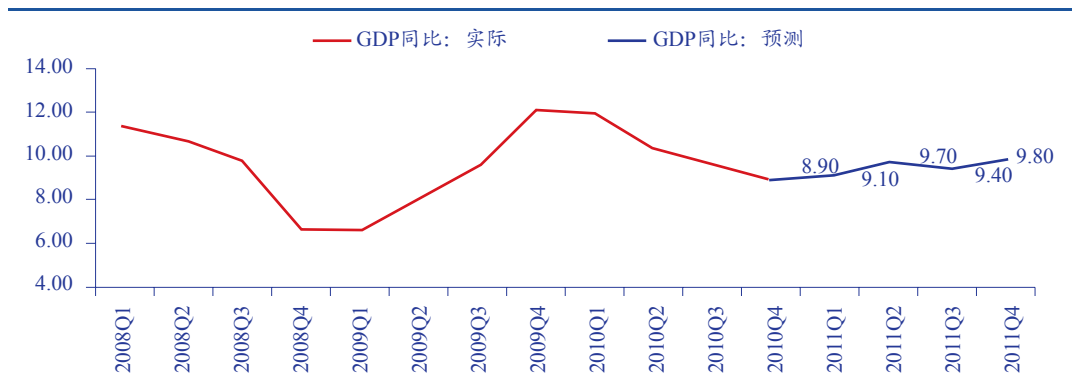
较快，第四季度与银行信贷大幅减少有关，一般增长会稍有效缓（图 7），2011 年各季度预测分别增长 9.1%、9.7%、9.4%、9.8%（图 8）。

图 7：各季度经济增长平稳



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 8：2011 年全年及季度 GDP 增长率（单位：%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

三、2011 年三大需求分析

（一）2011 年消费需求增长态势预测

1、政策效应有望引领消费步入增长快车道

“十二五”时期是我国转变发展方式、调整经济结构的关键时期，而扩大消费需求、提升消费对经济增长的作用，正是其核心内容之一。2011 年作为“十二五”规划的开局之年，政府扩大消费的政策力度将进一步加大，除了 2009 年已制定实施的“家电下乡”、“汽车（摩托车）下乡”、“以旧换新”等政策措施外，还有望出台更全面系统的政策措施，巨大的政策效应有望引领消费步入增长快车道。具体来看，有如下几点：

首先，政府将把“提高消费率和劳动者报酬比例”的目标写入“十二五”规划。目前国家已提出提高消费率和改革收入分配的战略设想，参照国际上人均 GDP3000 美元和工业化中期发展阶段的水平，考虑我国实际情况，中央政府很可能将“到 2015 年我国消费率达到 50% 以上、劳动者报酬占比提高到 48% 左右”这一目标写入“十二五”规划，并作为国家调整经

济结构和考核地方政府业绩的约束性指标。这将从根本上改变以前过于依赖投资和出口拉动经济增长的惯性思维，树立通过扩大内需尤其是刺激居民消费需求来拉动经济增长的理念，消费增长有望进入快车道。

其次，破除城乡二元经济结构进程加快，农村消费有望得到全方位提升。进一步扩大消费的关键在于破除二元经济结构，全方位提升农村消费。2011 年，政府将采取下列具体措施提升农村消费：一是努力遏制城乡收入差距扩大的趋势。国家将通过提高农民工工资、增加财政转移支付和务农补贴，使农村居民人均纯收入增速持平或适度高于城镇居民人均可支配收入增速，提高转移性收入占农民纯收入的比重，建立对农村低收入阶层补贴的长效保障机制，把补贴制度长期化、规范化，切实缩小城乡收入差距。二是通过社保制度完善释放进城农民的消费需求。逐步落实农民工市民化待遇，有序将农民工纳入城镇就业、医疗、社保、住房和子女教育等基本保障制度，逐步实现农民工与城市居民的基本保障权利无差别，让农民工真正融入城市消费的群体。

再次，加快第三产业发展，增加服务消费的供给保障。第三产业增速慢、比重低，致使服务消费长期以来成为消费增长的短板。展望 2011 年，中央政府发展第三产业、扩大服务消费的政策会更加明确，具体的政策措施可能包括：通过税收优惠和产业扶持积极发展第三产业，充分发挥第三产业作为社会就业主渠道的作用，通过发展第三产业缓解就业压力，增加居民收入。二是大力发展金融保险、科技研发、物流配送、文化创意和节能环保等生产性服务业，提高经济活力和企业效率，解决服务消费有效供给不足的问题，激活中高收入群体消费潜力。三是建立生活性服务业发展专项财政资金支持体系，逐步实现服务质量和收费标准规范化，提高其在居民家庭生活中的融入程度。

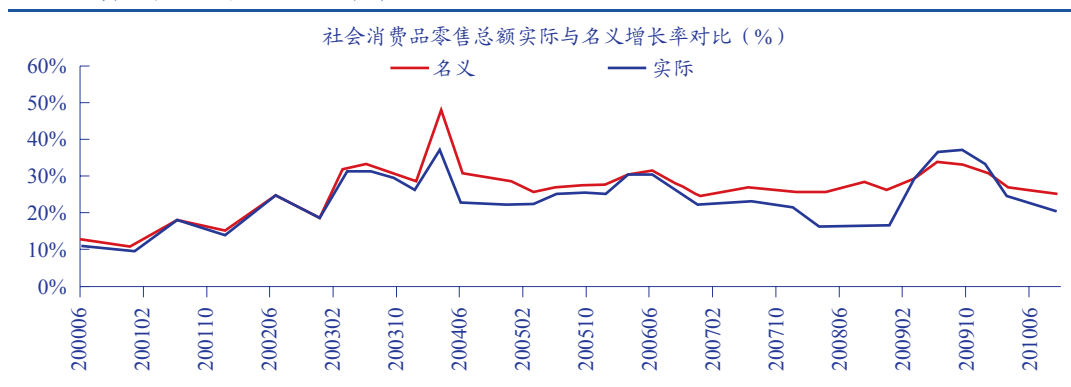
最后，提高公共服务支出占政府支出的比重，提高居民消费意愿。政府通过增加公共服务支出，改善民生，健全保障，提高居民即期消费意愿，对最终实现扩大居民消费，具有直接影响。根据世界 26 个主要国家的历史数据，政府公共服务支出占政府总支出的比重每提高 1 个百分点，居民消费占 GDP 比重将增加 0.2 个百分点。2011 年，积极的财政政策将加大政府公共支出，改善民生，提高居民消费，主要措施可能包括：逐步提高各级财政支出中用于公共服务的比重，不断提高社会福利水平；加强政府转移支付，实现公共服务均等化，让不同地区的群众享受到同等的公共服务，等等。

2、社会消费品零售额增长 19.2%

受居民消费升级、政府扩大消费政策驱动，在提高居民收入水平和推动国民收入分配改革的预期之下，2011 年，国内消费品市场有望持续活跃，社会消费品零售额将呈现稳中趋快的运行态势，居民消费结构将进一步优化。

步入“十一五”以来，我国商品消费保持强劲增长。2006-2009 年消费品零售额年均名义增长 18.1%，扣除物价因素，实际增长 14.2%，比“九五”和“十五”增速分别提高 3.5 和 3.1 个百分点。尽管受金融危机的影响，近两年经济增速有所放慢，但是消费实际增速持续攀升，显示出旺盛的增长动力。2010 年 1-10 月份，社会消费品零售总额 125313 亿元，同比增长 18.3%。目前，消费品零售额仍处于扩张周期，始于 2004 年的本轮消费周期，至 2010 年已连续 7 年处于消费扩张期，但尚无进入收缩期的迹象，有望成为我国历次消费周期中扩张期最长的一次（图 9）。

图 9：消费零售仍处于扩张和上升周期



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

从趋势上看，消费品零售额实际增速连年提高，并创出 20 余年以来的新高。我们判断，商品消费强势增长的势头在未来仍将延续，消费品零售额的扩张期有望达到 10 年左右，成为改革开放以来消费快速增长延续年份最长的一次。

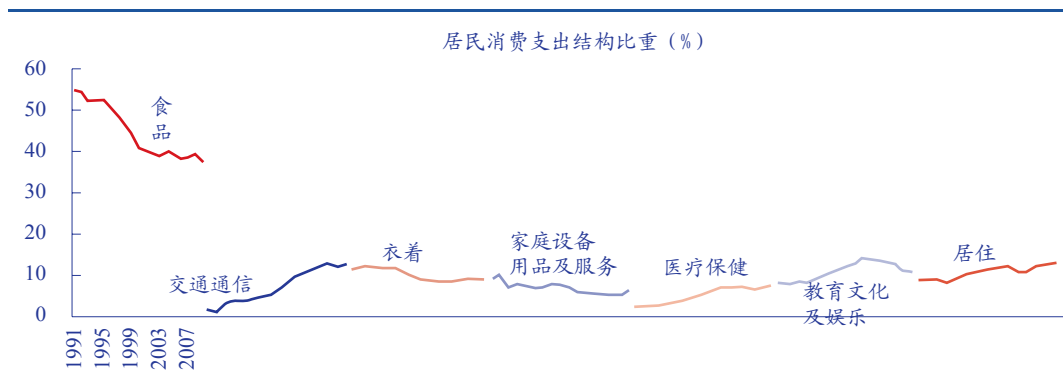
考虑到 2011 年城市居民汽车、住房和高档商品消费仍有较大增长潜力，将带动相关商品消费快速增长，农民消费在国家政策扶持下，住房、家用电器和衣着等商品消费也将快速增长。

我们判断，2010 年消费品零售额名义增速将达到 18.2%，实际增速为 15%（零售价格涨幅为 2.8%）。以此为基础，我们假设 2011 年消费品零售实际增速保持 15% 不变，零售价格涨幅为 3.6，由此测算出 2011 年消费品零售额名义增速将为 19.2%。

3、2011 年消费结构将进一步优化

伴随城镇化进程的加速推进和居民生活水平的提高，2011 年居民消费结构将进一步优化，并呈现以下三大趋势（图 10）：

图 10：1991—2009 年居民消费支出结构变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

第一，食品消费增速减缓，恩格尔系数降至 34.5%。随着生活改善和收入水平提高，居民用于食品消费的支出相对减少，除物价高上涨年份，食品消费增速一般保持在 10%以内。食品消费支出在总消费支出中的比重（恩格尔系数）呈下降趋势，1990 年恩格尔系数为 54.3%，2000 年降低为 39.4%，2009 年进一步降低为 36.5%，鉴于食品价格涨幅将明显大于其他商品，因而恩格尔系数不会大幅下降，我们预计 2011 年降为 36.3%。

第二，医疗和教育等消费支出的比重将略有下降。“十一五”时期国家出台了一系列改善民生的举措，政府缺失的公共服务职能不断恢复，居民用于医疗保健和教育文化支出的比重有所下降。医疗保健支出占总消费支出的比重由 2005 年的 7.35%降低到 2009 年的 6.99%，2010 年上半年进一步降低为 6.5%。教育文化消费支出占比由 2005 年的 13.8%降低为 2009 年的 10%。2011 年国家将进一步加大改善民生投入，居民个人医疗和教育等消费支出比重有望继续呈现稳中趋降的走势。

第三，作为消费结构升级标志的交通通信、家庭设备和衣着等商品消费增速有望保持高位，其总消费比重继续上升。尤其是步入“十五”以来，以汽车和住房为主的第三次消费结构升级迅速展开，对居民生活改善和产业重心调整产生了巨大影响。由于汽车和住房消费持续时间长，而且对相关商品消费的带动力强，因而掀起了商品消费的新高潮。最近几年，八大类消费支出中，交通通信、家庭设备和衣着等商品消费占总消费支出的比重迅速提高，反映了商品消费快速增长的特征。交通和通信消费支出占消费性支出的比重由 2005 年 12.5%提高为 2009 年的 13.7%，2010 年上半年进一步提高为 15.1%。得益于交通工具消费快速增加，预计未来五年交通和通信支出占消费性支出的比重将提高到 17%左右。家庭设备用品消费支出占总消费支出的比重由 2005 年 5.6%提高为 2009 年的 6.4%，2010 年上半年进一步提高为 6.9%，预计 2011 年将提高到 7%以上。衣着消费支出占消费性支出的比重由 2005 年 10.1%提高为 2009 年的 10.5%，2010 年上半年进一步提高为 11.6%，预计 2011 年将提高到 11.8%。

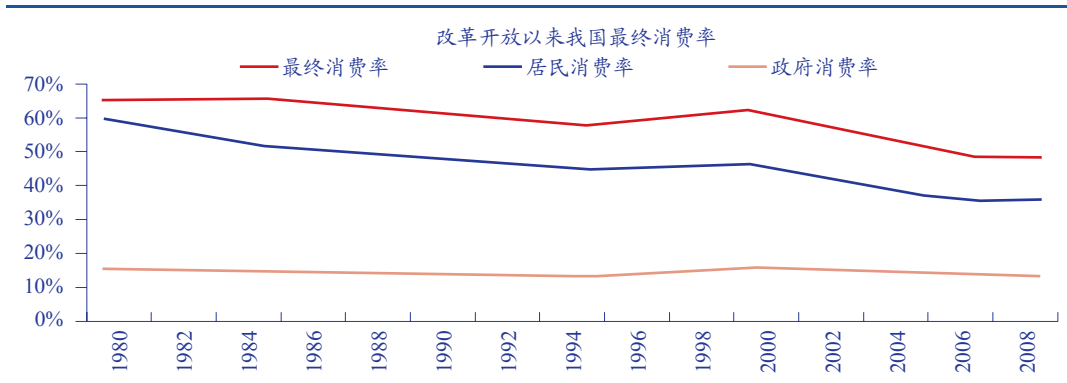
4、消费率有望迎来上升拐点

（1）最终消费增长缓慢，消费率降至历史最低水平

数据显示，2006-2009 年中国支出法 GDP 年均名义增长 16.2%，资本形成额年均增长 20.2%，最终消费年均增长 13.8%，最终消费增速慢于经济增长 2.4 个百分点，慢于投资增速 6.4 个百分点。“十一五”时期最终消费增速与 GDP、投资差距明显虽然大于“八五”和“九五”时期略，但仍低于“十五”期间水平。经济快速增长呈现出有利于资本、不利于劳动者和消费的畸形格局。

最终消费增长缓慢，直接导致消费率持续下降。1978-1999 年我国消费率表现为螺旋式下降，2000-2009 年则出现直线下降。2006-2009 年消费率为 49.3%，比“九五”和“十五”分别降低 10.9 和 7.7 个百分点，2009 年更是降至 48.6%的历史最低水平（图 11），国民经济内需失衡的问题进一步加剧。

图 11: 改革开放以来中国消费率一路下降



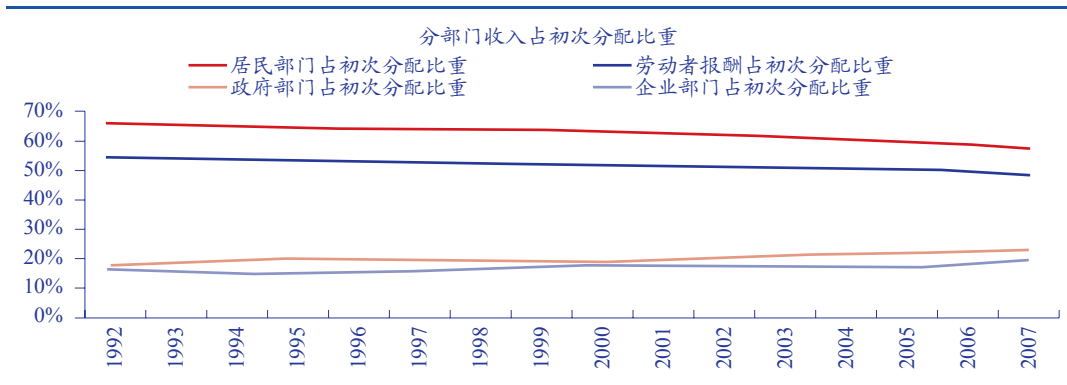
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

(2) 收入分配不合理导致消费能力受制约和消费率下降

收入是决定消费水平最直接、最主要的因素。2006-2009 年 GDP 年均增长 11.4%，我国城乡居民收入年均实际增长分别为 10.2% 和 8.4%，比“九五”和“十五”有所加快，但明显慢于经济增长。

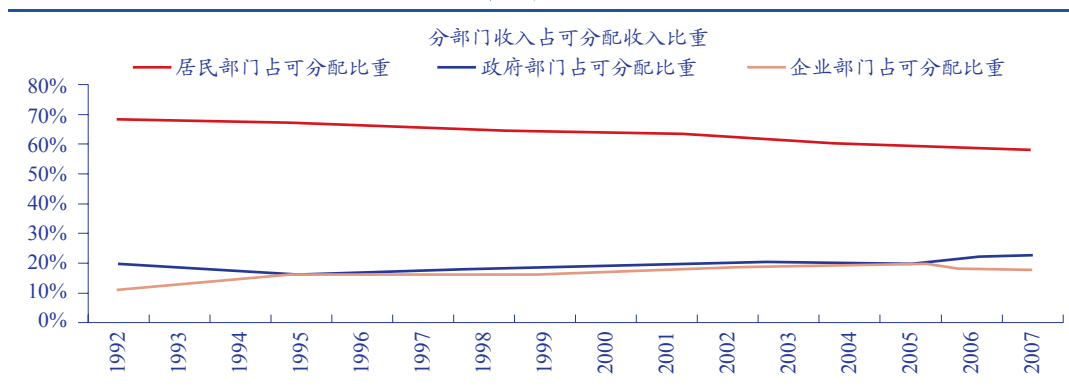
从国民收入分配看，居民所得占比趋于减少。一是我国劳动者报酬占国民收入初次分配的比重快速下降。1998 年该比重为 53.1%，2007 年降为 39.7%，年均下降 1.34 个百分点，大大低于发达国家同等发展阶段的水平（图 12）。二是居民可支配收入占国民收入的比重持续下降，1998 年该比重为 68.1%，2007 年下降为 57.5%，年均下降 1.06 个百分点（图 13）。

图 12: 劳动者报酬占国民收入初次分配的比重不断下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 13: 居民可支配收入占国民收入的比重不断下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

居民收入在初次分配环节和再分配环节占国民收入的比重均呈现下降趋势,充分说明,广大居民没有分享经济快速发展的成果,“双下降”叠加在一起导致居民消费能力减弱、最终消费率一路走低。

(3) 2011 年消费率有望迎来上升拐点

2011 年,是十二五规划的第一年,发展方式转变和全面实现小康社会目标将加快推进,广大居民有望分享更多地经济成果和提高消费水平,在国家实施扩大消费战略的驱动下,最终消费率有望结束下降态势,步入上升拐点。

我们根据经济增长率、消费弹性系数对消费率进行测算:

首先,将 2011 年 GDP 实际增长率设定为 9.5%;接下来是预估并确定 2011 年的消费弹性系数。

从历史走势看,消费与国内生产总值存在明确的弹性关系。消费弹性系数(国内生产总值每增长 1 个百分点,消费相应增长的百分点)按照支出法 GDP 计算: $\text{消费弹性系数} = \frac{\text{最终消费增长速度}}{\text{支出法国内生产总值增长速度}}$ 。

从历史数值来看,我国消费弹性系数呈现波动走势。1978-2009 年的均值为 0.94,1978-1999 年消费弹性系数较高,大多年份保持在 1 以上,2000 年以后消费弹性系数有所下降,2003 年降低为 0.61,但 2009 年提高至 1.07。

根据近期趋势,我们认为,2011 年消费需求延续强势的可能性较大,而且伴随着经济发展战略的转变,扩大消费、改善民生和增加居民收入有望取得初步成效,消费弹性系数可能会相对较高,但出于谨慎考虑,我们预估 2011 年消费弹性系数提高 1.05。

这样,仍按照 1.04 的消费弹性系数和名义 GDP 增长 12.5%计算,2011 年最终消费增长 13%,2011 年消费率为 48.8%,比 2009 年 48.6%的水平提高 0.2 个百分点。

(二) 2011 年固定资产投资增速高位趋缓

1、影响固定资产投资增长的因素分析

2011 年，支撑和抑制投资增长的因素并存。鉴于宏观政策目标在保持经济平稳较快发展的同时，更加突出“调结构、促转型、保民生”，经济的潜在经济增速将有所降低，我们判断，固定资产投资增速总体上呈高位运行态势，但增速将会比 2010 年有所回落。

(1) 支撑投资增速高位运行的因素分析

从中长期来看，工业化过程的深化和城市化的加快推进，决定了中国固定资产投资的高速增长是可持续的，中国现在乃至未来更长的时间，维持一个较高的投资率都是必要的。从人均资本存量来看，中国的资本/劳动力比率远远低于美国和日本，在资本深化的道路上中国还有很长的道路要走。

中国目前处于工业化进程的中后期，未来的工业化将由以提高工业生产比重为主转向以提高工业化的质量为主，工业化的支撑动力由资源能源为主转向更多地依靠科技进步和自主创新。西方发达国家工业化进程的经验表明，工业化率达到 50%-60% 往往见顶，工业化过程宣告结束。2005 年至 2009 年，中国的年均工业化率为 42.3%（表 2），这表明工业化进程尚未完成，未来 10 年至 15 年是中国最终完成工业化的时期，这就为投资高位运行提供了较强的支撑。

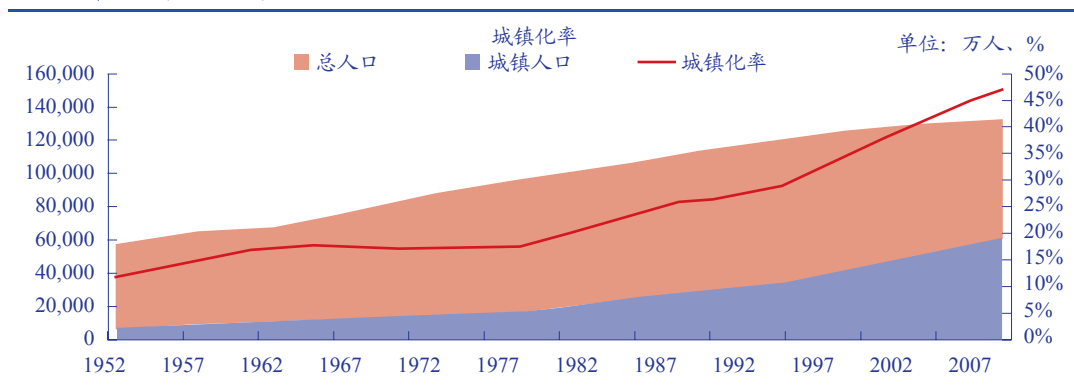
表 2：2005 年——2009 年中国工业化率

指标名称	GDP: 单位: 亿元	GDP: 工业: 单位: 亿元	GDP: 同比: 单位: %	GDP: 工业: 同比: 单位: %	工业化率: 单位: %
频率	年	年	年	年	年
2005	182, 321. 00	76, 190. 00	9. 90	11. 40	41. 80
2006	209, 406. 80	90, 351. 00	10. 70	12. 50	43. 10
2007	246, 619. 00	107, 367. 00	11. 40	13. 50	43. 50
2008	300, 670. 00	129, 112. 00	9. 00	9. 50	42. 90
2009	335, 352. 94	134, 625. 00	8. 70	8. 30	40. 10

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

就城市化进程来看，中国正处于城镇化发展的加速阶段。随着改革的深入，长期城乡隔离的二元结构将会改变，现行的户籍制度逐步松动，影响城市化进程的重要因素将逐步消除，城市化潜能将得到释放。根据发达国家经验，城市化的发展从起步开始大体上可以划分为早期、中期和成熟期三个阶段，中期阶段是加速发展的时期。2009 年中国城市化水平为 46.6%，十二期末要达到 52.5%，未来一个时期是中国城市化的加速发展期（图 14）。可以预见，城市化需求的释放不仅能够源源不断地带来旺盛投资需求，而且会成为影响全球经济格局的重要事件之一，它的影响将不仅仅限于工业原料和大宗商品，这个过程将包括大量的基础设施建设和与住房相关的投资（电力、水利、废物处理系统、以及居民住宅）。

图 14: 中国城镇化进程在加速推进



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

从短期来看, 2011 年支持投资高位运行的因素有: 在政府公共投资逐步减少的同时, 民间有望成为主力; 作为十二五规划的第一年, 新开工项目将陆续启动; 另外, 区域经济振兴、新兴战略产业发展、保障性住房建设加快推进, 都将成为支撑投资高位运行的有利因素。

(2) 制约投资高速增长的因素

从中长期来看, 投资增长要受到资源环境约束和经济发展方式转型的制约。我国政府承诺, 到 2020 年全国单位国内生产总值二氧化碳排放量比 2005 年下降 40%-45%, 并将之作为约束性指标纳入“十二五”及其后的国民经济和社会发展中长期规划, 制定相应的国内统计、监测、考核办法加以落实。这就给未来的资源节约和环境保护工作提出了更高的要求。可以预计, 在步入十二五之后, 落实节能减排目标、加快经济发展方式转变的力度会进一步加大, 走绿色低碳化发展道路、切实建立并不断完善资源节约集约利用和生态环境保护的体制机制, 势在必行。这将在一定程度上制约重化工业的投资增长。

短期来看, 以下因素将抑制 2011 年固定资产投资过快增长。第一, 经济周期决定投资周期。目前经济在复苏的基础尚不稳固, 2011 年传统产业去库存过程将会延续, 产能过剩局面不会逆转, 在新兴战略性新兴产业没有取得重大突破的情况下, 大规模产业化应用的新兴产业设备投资机会还没有出现, 不大可能迎来企业新一轮固定设备更新的投资高潮。第二, 在上一轮信息技术革命对经济增长的刺激“红利”退潮之后, 新一轮科技革命还没有取得重大突破, 拉动经济增长新的主导产业尚难形成。第三, 房地产仍处于调整期。房地产从 1999 年房改后已经经历了连续 11 年的建筑周期上升期, 明年甚至在未来几年可能仍然需要调整。

2、2011 年投资运行将突出结构调整

投资结构调整是实现经济结构调整、发展方式转型的重要途径。2011 年作为转型元年, 投资运行的主要特征必将表现为投资结构调整。这具体体现在如下几个方面。

(1) 三次产业投资结构将进一步优化

一个时期以来, 我国固定资产投资在三次产业间的比例一直保持相对稳定的基本格局, 2006-2009 年的三次产业投资平均结构为 1.4: 43.0: 55.6 (表 3)。但最近来看, 二次产业在保持相对稳定的情况下, 一、三次产业的投资增速有所加快, 尤其是第三次产业的增速持续高于第二产业。2010 年 1-10 月份, 第一产业投资增长 17.2%, 第二产业投资增长 22.3%, 第三产

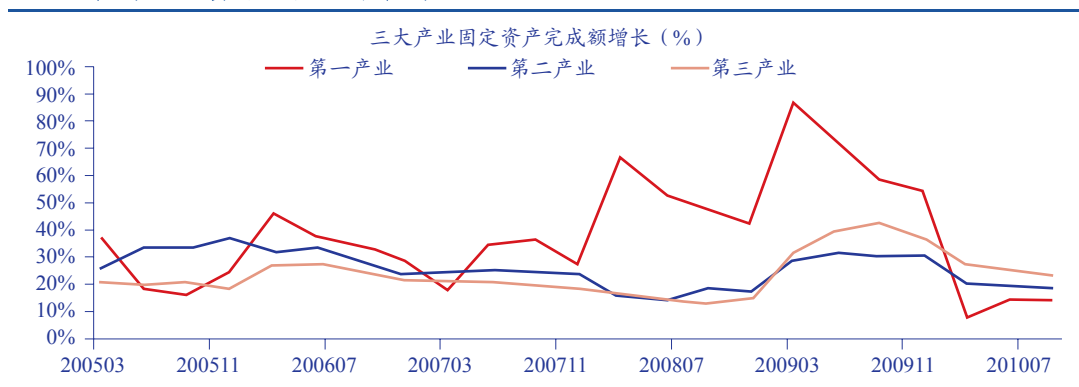
业投资增长 26.4% (图 15)。预计在 2011 年, 第一产业投资增速将稳步提高; 二次产业在工业化转型和节能减排目标的严格约束下, 其投资增速将因高载能行业投资减少而不断下降; 第三产业在加快服务业发展的一系列规划和政策的支持下, 其投资增速将迎来一个快速发展时期。三次产业间的投资结构将进一步优化。

表 3: 2001 年以来三次产业占城镇固定资产投资的比重 (单位: %)

时间	第一产业占比	第二产业占比	第三产业占比
2001-12	3.20	31.00	65.80
2002-12	3.40	32.50	64.10
2003-12	2.70	35.20	62.10
2004-12	1.10	39.20	59.70
2005-12	1.10	42.10	56.80
2006-12	1.20	42.50	56.30
2007-12	1.20	43.30	55.50
2008-12	1.50	43.90	54.60
2009-12	1.70	42.40	55.90
2010-10	1.70	42.00	56.40

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 15: 第三产业投资增速持续快于第二产业



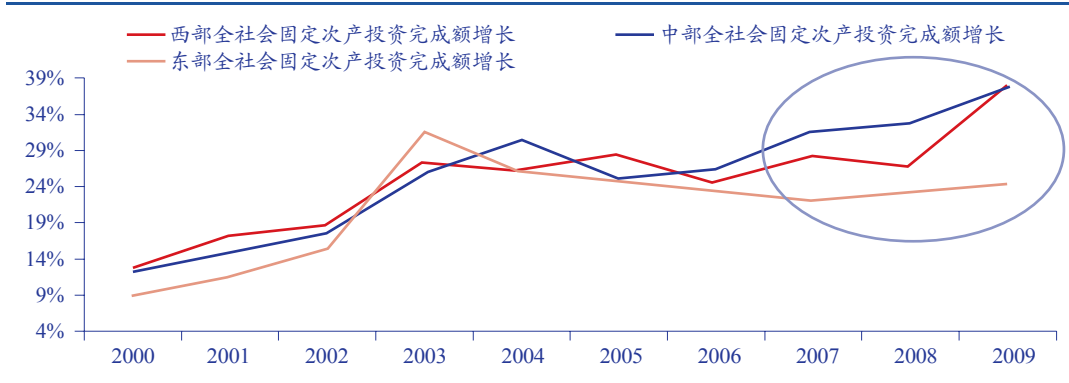
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

(2) 中西部地区投资将加快发展

我国区域经济发展不平衡程度较高, 从投资分布看, 2006-2009 年东中西三大板块投资平均占比为 49.3: 26.2: 22.1。在中央一系列促进区域均衡发展的政策下, 近年来东部地区投资占比有所下降, 中部和西部地区有所提高。最近一个阶段的数据也显示, 中西部地区投资增速持续快于东部地区 (图 16)。2010 年前三季度, 东部地区投资增长 21.5%, 中部地区增长 27.1%, 西部地区增长 26.5%。预计在 2011 年, 这种趋势仍将延续。理由如下: 一是目前东部地区城镇化平均水平已经超过 60%, 而中西部地区城镇化水平仅为 40% 和 45%, 这就决定了中西部地区房地产、基础设施等投资将增长更快, 投资的快速增长推动城镇化加速明显 (图 17); 二是产业转移为中西部地区发展带来巨大的投资空间。2010 年 9 月国务院出台了《关于中西部地区承接产业转移的指导意见》, 提出了东部产业向中西部转移的总体布局, 涉及行业包括劳动密集型产业、能源矿产开发和加工业、农产品加工业、装备制造业、现代服务业、高技术产

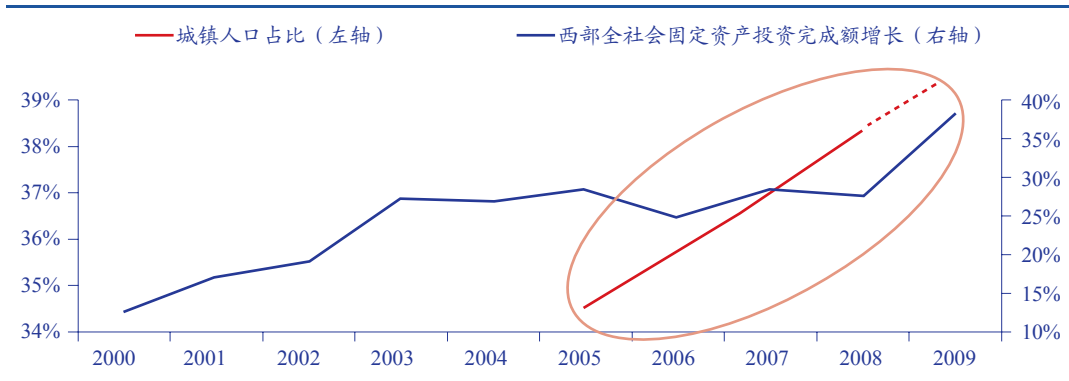
业、加工贸易等七个方面，这将大大带动中西部地区相关领域的投资。另外，2011 年也是国家西部大开发战略后十年的第一年，西部地区的基础设施和优势产业也将迎来新一轮高速增长期。如，国家在十二五期间将对新疆新增加投资 5 万亿元。

图 16: 西部投资增长高于东部投资增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 17: 西部投资快速增长加速城镇化进程

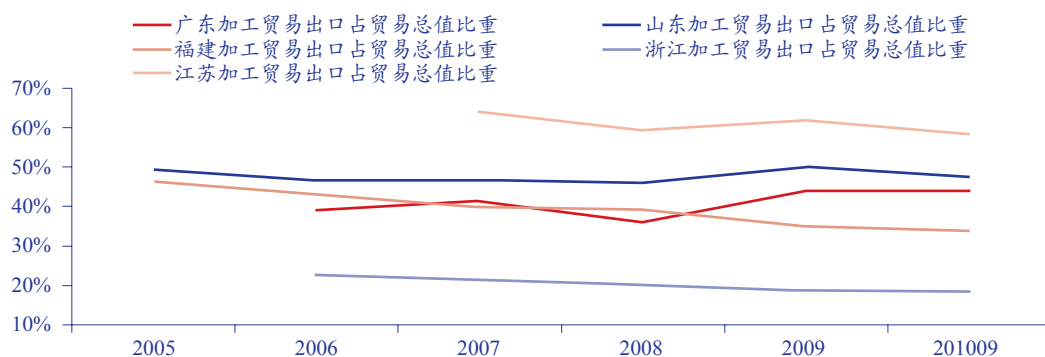


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

(3) 东部和沿海转型亮点

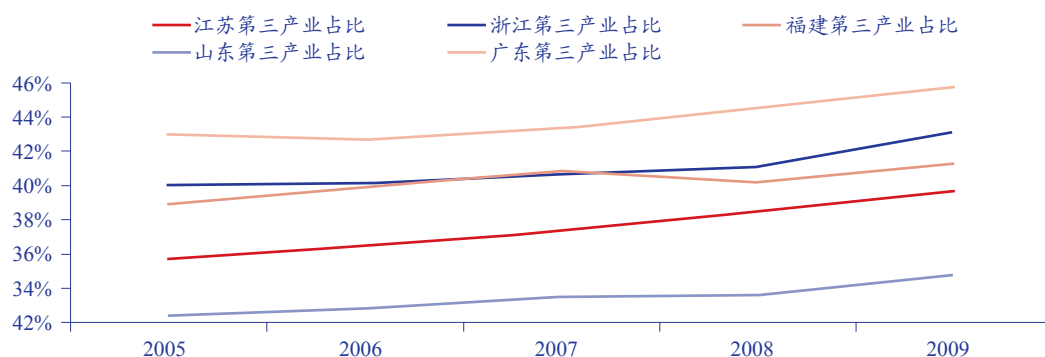
东部和沿海服务业成增长点。东部和沿海地区，改革开放的先头部队也是中国制造的主力军，率先走向国门走向世界，也率先得到了发展。随着加工贸易业规模的不断扩大，东部和沿海也遭遇发展瓶颈，特别是经济危机，推动东部和沿海再次启航，“转型”发展方式和产业结构战略，加工贸易业逐渐腾笼换鸟，加工贸易占 GDP 的比重下降（图 18），服务业逐渐上升（图 19），最近江苏政府专门出台《关于服务业发展的规划》，广东省。十二五期间东部和沿海地区的服务业可能在 GDP 中占到举足轻重的比例。

图 18: 东部沿海地区加工贸易在 GDP 中占比明显下降



资料来源: 广东分署, 青岛海关, 福州海关, 杭州海关, 南京海关, 中国银河证券研究部

图 19: 东部沿海地区服务业发展加速



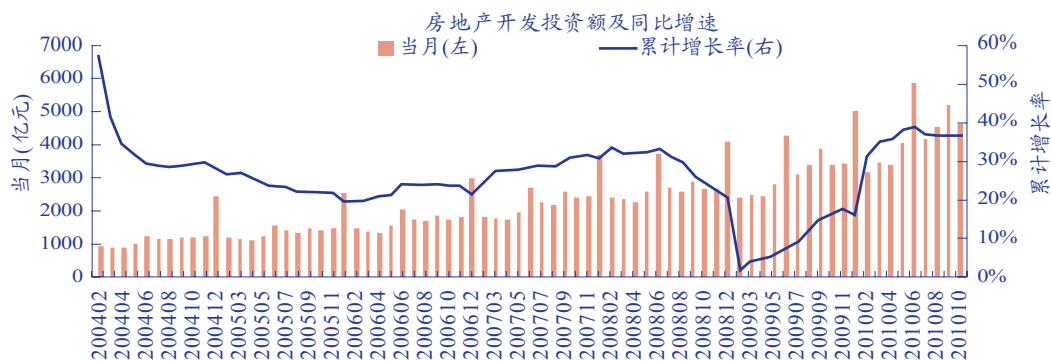
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

(4) 房地产开发投资有望平稳较快增长

十一五期间, 房地产开发投资保持在高位运行, 其中 2006-2009 年平均增速为 22.3%。2010 年以来, 房地产投资增速更是持续高于 30% (图 20)。尽管 4 月中旬, 为遏制房价过快上涨, 中央政府果断出台了调控措施, 以抑制不合理需求, 但目前来看, 房地产开发投资增速并没有因此出现大幅下滑。与此同时, 鉴于房价与居民收入相比仍然过高、保障性住房的供给规模与居民需求之间的缺口仍然较大这一事实, 中央政府明显加大了保障性住房的供应力度, 并明确要求, 在 2010 年 9 月底之前, 全国 500 万套保障性住房必须全部开工。

我们预计, 在 2011 年, 房地产调控政策仍将坚持, 这可能在一定程度上对房地产投资增长形成阻力, 但考虑到我国城镇化正处于加速阶段, 房地产需求仍然旺盛, 同时, 保障性住房建设力度不断加大也将部分弥补商品住房投资增长的缺口。根据规划, 在 2010 年新开工建设 500 万套保障性住房的基础上, 2011 年和 2012 年两年内, 全国保障性住房建成量将达到 1300 万套, 平均每年 650 万套 (表 4)。据此判断, 2011 年房地产开发投资增速将达到 20% 左右。由于在城镇固定资产投资中, 房地产贡献率较大 (约为 22%), 其平稳增长有利于带动整体投资增速保持稳定。

图 20: 2010 年以来房地产开发投资保持在高位运行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

表 4: 全国保障性住房建设执行与计划情况

时间	新建、改扩建保障性住房(万套)	棚户区改造(万户)	农村危房改造(万户)
2009	200	130	76.9
2010.01-08	410『占计划 580 万套(户)的 70%』		68(占计划 120 万户的 56%)
2010.01-09	520『占计划 580 万套(户)的 90%』		
2011—2012 年 两年计划开工建设 1300 万套保障性住房			

资料来源: 中国银河证券研究部根据公开资料整理

(5) 战略性新兴产业和民生领域投资将成为投资增长的新亮点

在民生领域, 长期以来, 多方面原因决定了我国投资以重工业为主的格局, 在基本公共服务等民生领域欠账较多。2011 年是十二五规划开局之年, 在全面建设小康社会、构建和谐社会的关键时期, 根据国际经验, 在这一时期经济社会发展的导向将从数量和效率更加兼顾质量和公平, 与民生有关的社会发展薄弱环节, 在投资上国家将重点倾斜, 医疗、卫生、教育、科学文化、就业、扶贫、产业转移等领域将得到快速发展。

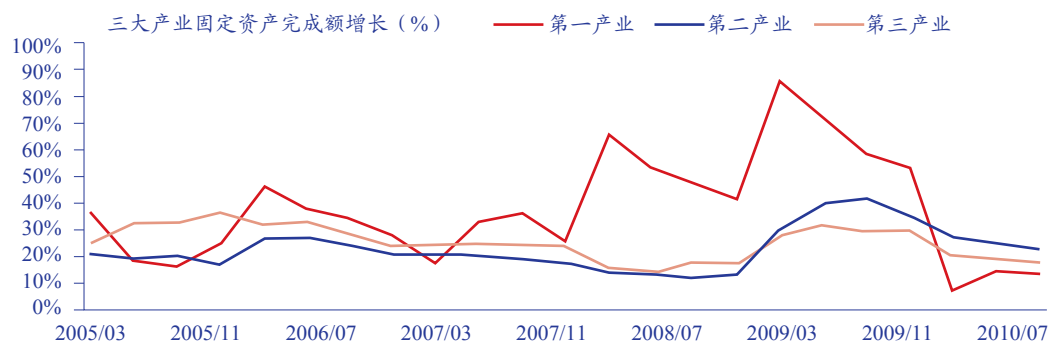
在战略性新兴产业领域, 2010 年 9 月国务院通过了《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》, 并提出针对节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车等七个产业为重点的相关扶持政策。战略性新兴产业是全球气候变化条件下实现产业升级的战略选择, 是后危机时期世界各国在新的起点上展开角逐的战略高地, 是未来新一轮科技革命可能取得突破的重要领域, 也是带动我国投资乃至经济进入新一轮增长的关键产业。因此, 大力发展战略性新兴产业将成为 2011 年甚至今后更长时期投资增长的一大亮点。数据显示, 目前这七大产业在 GDP 中的比重只有 3%, 国家已经提出, 到十二五末期将这一比重提高至 8%, 平均每年上升 1 个百分点。

3、预计 2011 年固定资产投资增速为 23%

固定资产投资主要包括房地产、基础设施和工业这三大大部分, 但其增速的变化, 主要受房地产开发投资和工业投资的影响较大。为此, 在预测 2011 年固定资产投资增速, 我们建立如下假设的基础之上:

2010 年城镇固定资产投资同比增长 24.7% (前 10 月同比增长 24.4%, 图 21);

图 21：2005 年以来固定资产投资名义增速与实际增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

预计 2010 年末房地产开发投资同比增长 36%（前 10 月为 36.5%），占城镇固定资产投资的份额为 20%；2011 年房地产开发投资同比增长 23%（如前述）；

工业投资近似地用第二产业投资（建筑业的影响不大）来代替，2010 年第二产业投资增速为 21.8%（前 10 月为 22.3%），其比重为 42%；2011 年第二产比重保持不变，增速为 21%；

2011 年基础设施投资的份额和速度与 2010 年持平；

2010 年全年固定资产投资价格涨幅为 3%，2011 年涨幅为 4%。

由此我们测算出，2011 年房地产开发投资带动城镇固定资产投资下滑 2.6 个百分点，工业投资拉动城镇固定资产投资下降 0.3 个百分点，再考虑固定资产投资价格涨幅的变化，计算出 2011 年城镇固定资产投资增速为 23%。

当然，2011 年固定资产投资增长还存在一些不确定因素与风险，主要包括房地产市场调整的情况、民间投资能否顺利接棒以及地方地方政府投资热情与中央加快发展方式转变之间存在矛盾，等等。上述因素如果有一个出现超预期的情况，都可能会使我们的预测值出现一定程度的偏差。

（三）2011 年进出口形势预测

1、进出口增速下降 贸易顺差减少

2010 年，在国际市场需求回升、国内经济平稳较快发展和各项外贸政策基本稳定等因素的共同作用下，我国对外贸易延续自去年年底以来的快速恢复态势。1 至 10 月，我国进出口总值 23934.1 亿美元，比去年同期（下同）增长 36.3%，进出口规模已经超过去年全年水平。其中出口和进口规模也分别超过去年全年水平，出口 12705.9 亿美元，增长 32.7%；进口 11228.2 亿美元，增长 40.5%；贸易顺差为 1477.7 亿美元，减少 6.7%。我们预计，2010 年全年进出口总额 29056 亿美元，同比增长 31.6%。其中出口总额 15380 亿美元，同比增长 28%，进口总额 13676 亿美元，同比增长 36%（图 22），贸易顺差 1704 亿美元。

图 22: 2010 年出口进口出现高速恢复性增长



资料来源: 中国海关 中国银河证券研究部

在 2011 年, 世界经济有望继续缓慢复苏, 国内经济将继续保持较快增长, 这为我国外贸增长创造了有利的内外环境。根据世贸组织 (WTO) 的预测, 2010 年全球贸易增长 13.5%, 2011 年将放缓至 10.5%。

综合考虑世界经济形势、主要经济体需求变化、汇率波动和国内投资消费形势、人民币汇率波动等情况, 我们预计, 2011 年外贸增长将从 2010 年高速的恢复性增长回归平稳增长态势, 出口增速为 16%, 进口增速为 20%, 全年进出口总值为 34252 亿美元, 同比增长 17.9%, 各指标增速收敛于最近三年的均值附近。进口增速快于出口, 外贸顺差将有所缩小, 约为 1430 亿美元 (表 5), 出口与进口更趋平衡。

表 5: 2011 年进出口指标预测 (单位: 亿美元 %)

年份	进出口总值	增速	出口总值	增速	进口总值	增速	贸易差额
2008	25616.3	17.8	14285.5	17.2	11330.8	18.5	2954.7
2009	22072.7	-13.8	12016.7	-16	10056	-11.2	1960.7
2010F	29056	31.6	15380	28	13676	36	1704
2011F	34252	17.9	17841	16	16411	20	1430

资料来源: 中国海关, 中国银河证券研究部

2、进出口结构更趋合理

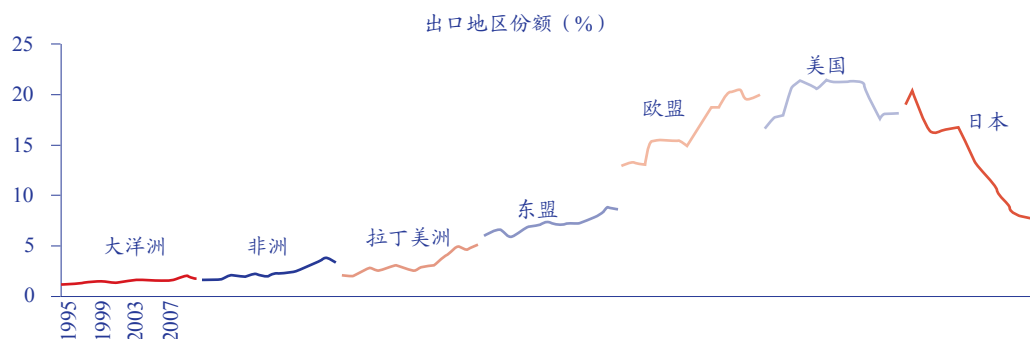
(1) 对发达经济体出口依赖程度将有所降低

目前, 全球经济复苏呈现出明显的不均衡性, 即发达国家由于内需没有完全恢复而步履蹒跚, 而亚洲、拉美和非洲的发展中国家经济已经先行复苏。这表明发展中国家内需创造出的增长动力, 足以弥补发达国家消费下降后出现的需求缺口。预计未来一个时期, 随着“金砖四国”等新兴经济体实力的增强, 全球经济格局将发生从发达经济体向发展中经济体的持续转移。

根据 IMF 的预测, 2011-2015 年发达经济体的 GDP 年均增长率为 2.4%, 而发展中国家的 GDP 年均增长率为 6.6%, 这意味着发展中国家将会成为更重要的出口市场。中国对发达经济体出口的依赖程度将有所降低。我们预计: 2011 年, 对第一大出口伙伴欧盟的出口比重将从 2009 年的 19.7 下降到 19.5%; 对第二大出口伙伴美国的出口占我国总出口的比重将从 2009 年的 18.4% 下降到 18%; 对第三大出口伙伴日本的出口份额从 2009 年的 8.2% 下降至 7.6%。相

应的，对东盟等除日本外的亚洲国家的出口占比会明显上升，对非洲、拉美的出口比重也将大大提高（图 23）。

图 23：1995—2010 年前 10 月中国主要出口地区份额变化（%）



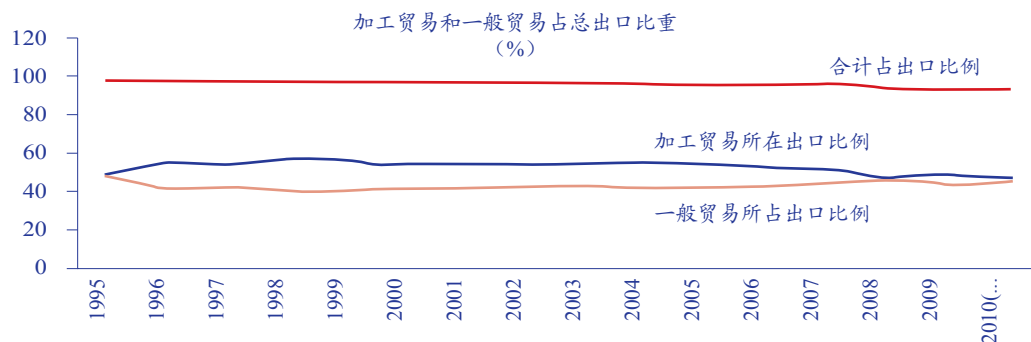
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

（2）贸易方式更趋优化

长期以来，加工贸易在我国外贸中占比过高、一般贸易发展缓慢，是中国贸易结构的一大特点。加工贸易尽管在促进进出口、拉动就业和引进外资等方面发挥了积极作用，但也存在一些问题，如附加值低，长期处于产业链的低端，呈现出劳动密集度高、技术含量较低的特点，从而导致中国的劳动力价格优势和产业优势被用来巩固外资品牌优势，而国内企业却无法在国际市场上打响自有品牌，无力开发具有自主知识产权的核心技术，影响了产业升级。

随着经济结构和产业结构的调整，中国将稳步推动加工贸易转型升级，大力发展一般贸易，提高对外贸易的质量和效益，从而进一步强化产业的国际竞争力。预计 2011 年，我国加工贸易占出口的比重将有所下降，从 2009 年的 48.9% 降至 47%，而一般贸易比重将从 2009 年的 44.1% 上升到 46%（图 24）。

图 24：1995—2010 年前 10 月中国加工贸易和一般贸易出口占比变化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

（3）进出口产品结构进一步优化

2011 年，在国内外诸多因素的影响下，我国进出口产品结构将有所变化。在进口方面，粮食等农产品、资源类原材料产品的进口仍会有所增加，而部分高耗能产品出口将会受到限制，

机电、高新技术等产品的出口有望进一步发展。

尽管我国农业生产连续多年丰收，已基本能实现粮食自给，但总体来看，粮食供求仍处于微平衡状态，再加上农业基础建设仍较薄弱，非农用地挤占农业用地的势头有所增强，土地资源较为紧张，因此，通过进口增加粮食供给，仍十分必要。2011 年我国粮食产品进口规模将有所提高。

同样，在我国资源能源瓶颈约束增强的背景下，2011 年，以石油、铁矿石为代表的资源、能源类产品，以及以钢铁、煤炭为代表的能耗高、资源含量高的高载能产品进口比重仍会逐步提高。

2011 年，在国家大力调整产业结构，加快战略性新兴产业发展的背景下，我国出口产品结构将进一步优化。主要出口产品中，机电产品和高技术产品出口有望继续保持增长势头（图 25、图 26），纺织、服装等劳动密集型产品出口增速有望放缓，资源能源类产品及高载能产品（如钢材等）出口增速将明显下降。

图 25：机电产品出口额不断提高

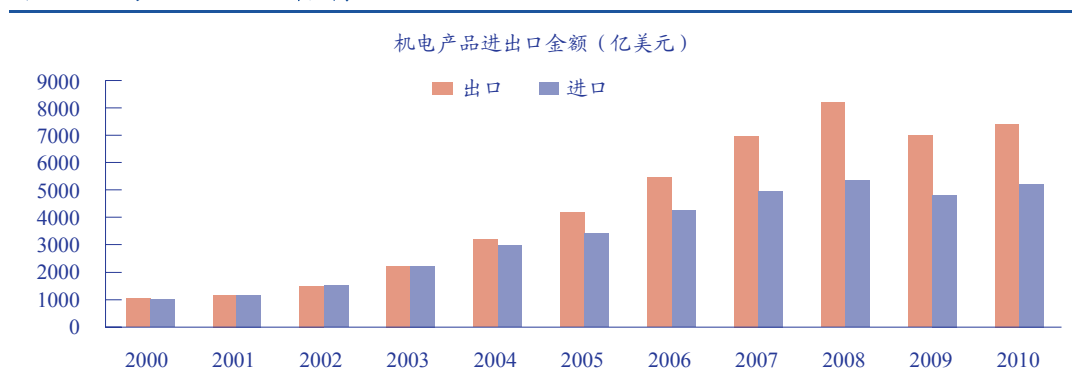
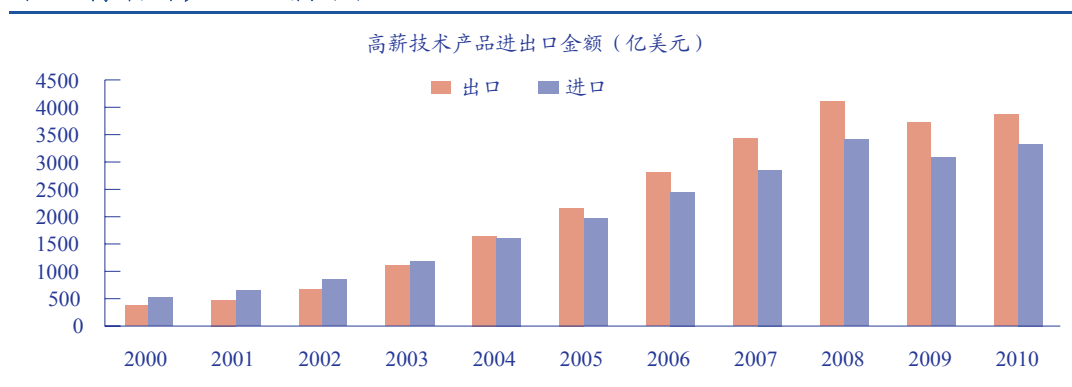


图 26：高新技术产品出口增长较快



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

（四）通胀形势变数很多

通胀压力上升近期政策平稳通胀预期，我们预期 2011 年全年 CPI 平均增长水平在 4% 左右。国内外通胀因素明显增加。

1、国内通胀因素影响

首先是非食品价格因素增长。工资上涨较大，虽然工资上涨未与通胀挂钩，但收入提升通过增加消费增长影响价格，推动价格水平上涨。十二五规划开局第一年，收入分配机制进入实质性改革阶段，要素价格机制改革，电价，水价，资源税改革，都会不同程度推动非食品价格产生上涨。十月份非食品价格上涨 1.6%，较 9 月份上涨 0.4%。预期随着要素价格机制的改革的推进，非食品价格会进一步上涨，明年全年上涨超过 2%。

近期食品价格加速上涨较快，10 月份食品价格上涨 10.1%，较 9 月份高出 2.1 个百分点。不过与 7、8 月份的食品价格上涨的原因不一样，不完全是供求短缺引起价格上涨，投机性因素比较明显。

投机性行为增长流动性是关键因素。按照实证研究的结果，货币发行与通货膨胀的滞后时间是 2-3 年左右。2009 年超常规货币发行形成的流动性充裕的货币环境到 2011 年已经有三年时间。特别是中国经济 2009 年就已经实现 V 型反转 2010 年恢复态势稳定确认，这样的形势下流动性过剩将成为直接推动通胀的因素。

2、输入性通胀影响

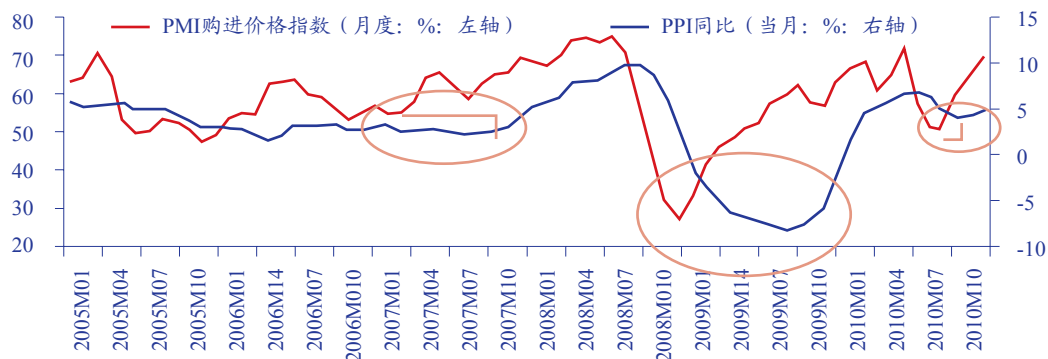
输入性通胀可能替代逐渐趋零的翘尾影响增大通胀的压力。在美国第二次数量宽松的货币政策，导致美元持续贬值，国际大宗商品价格节节攀升和人民币升值的背景下，输入性通胀影响变化很快。输入性通胀从两个方面产生叠加效应。

一方面，套利人民币升值活动导致资本的流入规模增大，加大国内流动性的压力，制造通货膨胀的货币环境。9 月新增外汇占款创下年内新高。900 亿的资本净流入显示被动增加的流动性的压力较大。

另一方面，美元贬值国际原材料价格上涨影响，推动购进价格指数继 8、9 两个月分别上涨 10 个百分点和 4.8 个百分点以后，再涨 4.6%，达到 69.9% 的水平。购进价格指数上涨可能滞后影响第四季度的生产者价格指数 PPI，进而对消费者价格指数 CPI 产生最终传导效应，加大成本型通货膨胀的压力。10 月份 PPI 增长 5%，连续下降三个月后重拾升势，滞后购进价格指数 8 月份开始上涨两个月，短于原材料一个季度的库存期，PPI 上涨可能显现购进价格上涨的滞后影响。

值得注意的是，与过去的购进价格向 PPI 的传导时间相比，滞后期大幅缩短（图 27）。近期有两次购进价格指数趋势性上涨后 PPI 上涨的情况。2007 年 3 月购进价格指数开始上涨，PPI 在 9 月开始明显上涨，滞后期 2 个季度。2008 年 11 月购进价格指数开始恢复性上涨，2009 年 8 月 PPI 开始上涨，滞后三个季度。这次购进价格指数 8 月开始上涨，PPI 10 月开始上涨，滞后期实际是两个月。

图 27: 购进价格指数对 PPI 的滞后传导时间明显缩短



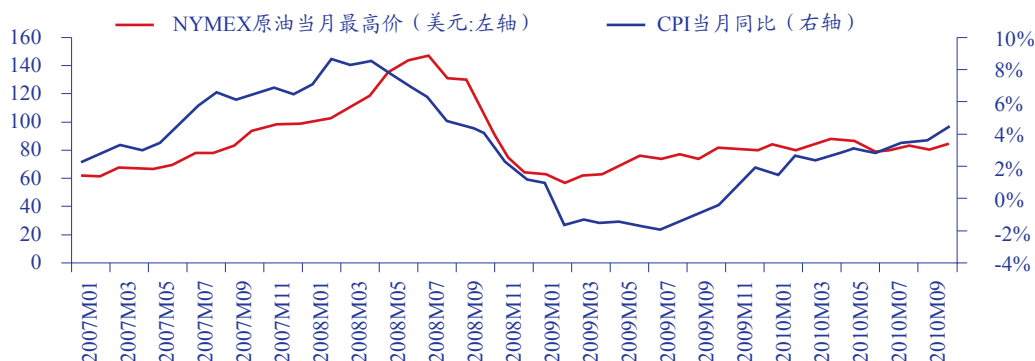
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

滞后影响时间较长的原因。我们分析, 第一, 与中国经济的形势有关。2008 年 11 月, 中国经济受国际经济危机的冲击影响正处在大幅放缓的时期, 投资和生产活动不旺盛, 总需求不足, PPI 不但不会上涨, 更可能下跌。在大规模经济刺激计划的推动下, 三个季度后, 经济开始复苏, 购进价格指数上涨开始影响 PPI。第二, 2007 年一些大宗商品价格, 比如石油价格并未与国际油价完全联动, 因为担心通胀, 要素价格机制的改革也后延。所以虽然全球大宗产品包括石油价格大幅上涨, 国内价格可能并没有很快受到直接或者太大的影响。直到购进价格指数大幅上涨两个季度后, 对 PPI 的影响才开始显现。第三, 国内市场在 2007 年对国际价格与国内价格的关联性的关注不够, 心理层面上的影响不是太大。所以前两次购进价格上涨, 对 PPI 的传导影响分别滞后了 2 个季度和三个季度。

滞后时间明显缩短。在经历了 2007 年-2008 年的油价大起大落以后, 特别是经历了一场百年不遇的危机的冲击影响以后, 国际市场的一举一动首先从心理层面的影响明显增大。要素价格机制的改革陆续启动, 主要大宗商品的价格开始与国际价格联动, 比如石油价格实施根据国际油价变化调整的机制。特别是现在经济复苏增长稳定, 内需比较强劲, 市场和投资比较活跃, 虽然购进价格指数上涨但原材料需求仍然上升, 库存周转加快, PPI 当然就会较快受到购进价格上升的传导了。而购进价格与 CPI 的关系, 近期数据显示两者高度相关的关系 (图 28), 这只能解释为心理层面的影响较大。

输入性成本拉动型通胀的影响替代已经逐渐趋零的翘尾影响, 成为第四季度主要通胀因素之一。我们分析购进价格的滞后影响将继续显现, 11 月, 12 月 PPI 可能都在 5% 的增长水平以上。

图 28: 购进价格指数与 CPI 相关性明显



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

近期因为爱尔兰债务风险引发欧洲债务新的变数，美元贬值态势有所改变，国际大宗商品价格有所回落。由于滞后效应，我们判断明年第一季度由国际原材料价格传导的成本型通胀压力将有所缓解。但美国高失业率与经济复苏疲弱，弱势美元态势可能持续，国际大宗商品价格明年中期重拾升势，输入型通胀影响卷土重来的风险很大。

近期货币政策从物价和流动性不同的方面多管齐下，全面调控，CPI大幅上升的预期有所下降。我们判断明年CPI平均增长水平可能在4%左右。食品价格仍然是主导因素，估计仍然在6%以上，非食品价格可能高于今年下半年平均增长1.5%的水平，达到2%的水平。翘尾影响已经趋零，输入型通胀上涨可能替代翘尾影响，成为2011年通胀的主导因素之一。流动性仍然是关键因素。如果流动性保持在合理的水平，食品价格和非食品价格上涨可以被解读为结构性通胀。如果流动性过剩，结构性通胀元素就会成为导火线，结构性通胀就会转化为全面通胀。

四、宏观经济政策展望

（一）财政政策保持积极

财政政策仍然保持积极和宽松。2010年财政收入可能突破8万亿，极大地增强了政府的财政实力，对于实施积极的财政政策提供了可靠的保障。我们认为2011年财政预算仍然会保持3%的赤字水平。在经济增长态势已经稳定的形势下，在十二五规划《建议》强调“转型”发展方式的主线下，在消费，投资和出口协调发展的战略调整过程中，财政支出结构会发生变化，会更多向经济转型，结构调整，民生社保倾斜。财政部长谢旭人最近在《求是》杂志上撰文，阐述了十二五规划期间财税改革和财政支出的主要观点，奠定了2011年基本财政政策的取向。

财政支出更多支持居民消费增长。政府将通过国民收入分配机制的调整，比如，增加涉农补贴，提高粮食收购价格，增加农民收入增长；家电和汽车摩托下乡，以旧换新的补贴政策可能会延续，（最近家电下乡企业还在重新招标）。增加保障性住房，降低城镇低收入群体的居住支出，等于增加可支配性收入。财政政策会从多个角度进行国民收入分配机制的调整，推动居民消费增长，逐渐实现投资增长为主向消费增长为主的经济增长结构的转型。根据谢旭人部长近期观点，十二五期间要实施个人所得税改革，逐步建立健全综合和分类相结合的个人所得税制度。个人所得税的改革，无疑增加低收入群体的可支配收入，对推动一般消费持续增长是有非常积极的意义的。

财政支出将加强社会保障体系建设。根据谢旭人部长最近的观点，未来要适当提高社会保障统筹级次的要求，健全社会保障筹资机制。政府将进一步提高社会保障水平，降低审慎预防性的储蓄，完善低水平高覆盖的社会保障体系，让更多的人，特别是农村和低收入群体受惠。我们估计，财政支出在社保，就业医疗方面的投入，会从根据2009年的1.16万亿以及15.2%的增长率匡算出来的2011年可能从2010年的1.33万亿增加到1.53万亿，占2010年预期的8万亿财政收入的19%（表6）。

表 6: 社会保障就业医疗卫生与财政收支

	财政支出:社会保障和就业 与医疗卫生 (万亿元)	社会保障和就业与医疗 卫生增长	社会保障和就业与医疗 卫生占 GDP 比重	社会保障和就业与医疗 卫生占收入比重	社会保障和就业与医疗 卫生占支出比重
2005	0.50	18.70%	2.68%	15.66%	14.61%
2006	0.61	22.78%	2.81%	15.70%	15.05%
2007	0.74	22.22%	2.80%	14.49%	14.94%
2008	0.96	28.56%	3.04%	15.59%	15.28%
2009	1.16	21.33%	3.41%	16.93%	15.20%
201009	0.87		3.23%	13.76%	15.92%

资料来源: CEIC, 中国银河证券研究部

地方财政将有较大的增长空间。明年开始财政政策可能还有一个重大的改变。十二五规划的《建议》中, 强调改革开放时把财税改革放在最前面。最近财政部长谢旭人撰文明确指出, 在统一税政的前提下, 赋予省级政府适当税政管理权限, 培育地方支柱税源; 对一般地方税种允许省级政府制定具体实施办法。地方财政得到改善, 现在的地方政府的“土地财政”现象将有所改变, 地方政府参与房地产市场的调控的顾虑会相对较小, 地方政府融资平台的风险也会逐渐降低。

财政政策会支持城镇化加速。我们根据城乡社会消费品零售总额匡算, 城乡消费相差 6.38 倍。去除大城市的消费以后, 应该至少有 3-4 倍的差异。这意味着农民变成居民后的消费将有数倍增加。财政政策不论从支持转型, 还是从推动消费增长, 改善民生实现包容性增长的角度, 都会大力推动城镇化的加速。增加保障性住房是城镇化的重要环节。城镇化是保障性住房的最大需求。相关部门十二五规划中, 明确明后两年将提供 1300 万套保障性住房的计划。在 4 万亿次机计划结束以后, 2011 年政府投资将回归正常增长, 投资结构也会明显变化, 对保障性住房的投资可能会有明显增长。根据重庆作为城乡统筹发展的试点城市的安排来看, 城镇化可能加速的地区重点是城镇化率较低的中部和西部。虽然近年来中西部城镇化水平在不断提升, 截至 2009 年中西部平均城镇化水平仍然存在 11.8% 的差距 (表 7), 中西部达到东部和沿海的水平有十几个百分点的发展空间。财政政策支持中西部承接沿海产业创造就业, 支持基础设施建设和完善拉动沿线旅游产业发展, 支持地区发展规划推动地区比较优势的产业比如资源开发等等, 也直接配套城镇化的发展。

表 7: 东部中部西部城镇化程度比较

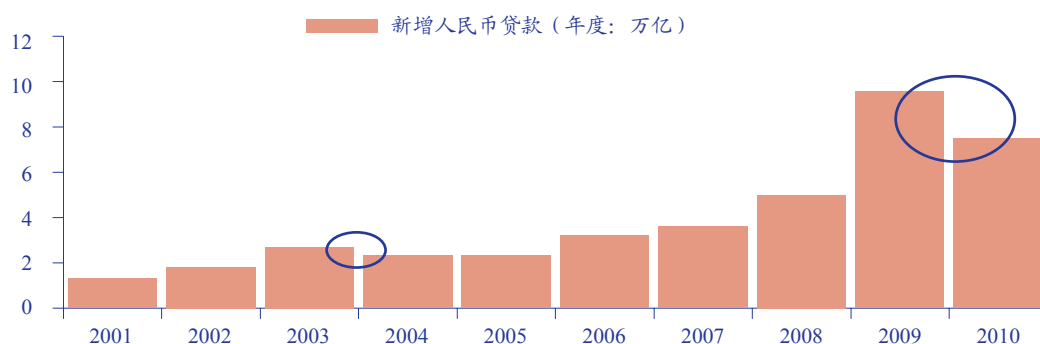
	西部城镇化率	中部城镇化率	东部城镇化率
2005	34.5%	38.6%	47.0%
2006	35.7%	40.0%	48.1%
2007	37.0%	41.2%	49.2%
2008	38.3%	42.7%	50.3%
2009	39.4%	43.9%	51.2%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

（二）货币政策回归正常化

货币政策转向稳健控制通胀是第一目标流动性管理是重点取向。我们估计 2011 年银行新增信贷额度可能 6.5—7 万亿之间，不会大幅下降。因为在过去十年中，有两次相邻两年的银行新增贷款额度下降的情况，第一次是 2003 和 2004，第二次是 2009 和 2010 年（图 29）。第一次幅度非常小，第二次，因为 2009 年是非常态增长，虽然 2010 年新增贷款额度的绝对数下调 2 万亿，但是 7.5 万亿的新增贷款额度超过过去十年正常的新增贷款额度的两倍以上。我们估计，央行不会在相邻两年之间大幅减少新增贷款额度，货币政策恢复稳健是以保证经济正常平稳运行为前提，而不是在货币供应量增长上大幅调整为指标。

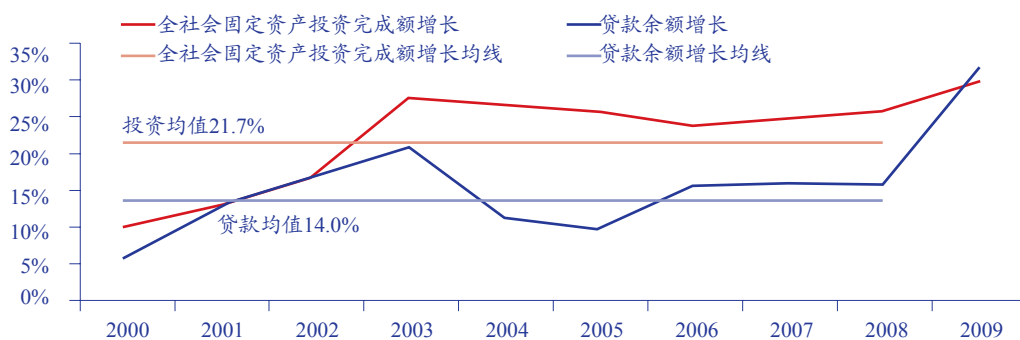
图 29：相邻两年银行新增贷款不会大幅减少



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

按照我们的估算，过去十年（2009 年除外）每年新增贷款平均增长 14%左右，支持每年平均 22%左右的固定资产投资增长，新增贷款增长可以支持超过 8%左右的固定资产投资的增长。如果 2011 年新增贷款增长 7 万亿，同比增长大约 15%，基本可以支持 23%的固定资产投资增长和 9.5%的经济增长（图 30）。

图 30：信贷余额增长支持高于其增长率的投资增长



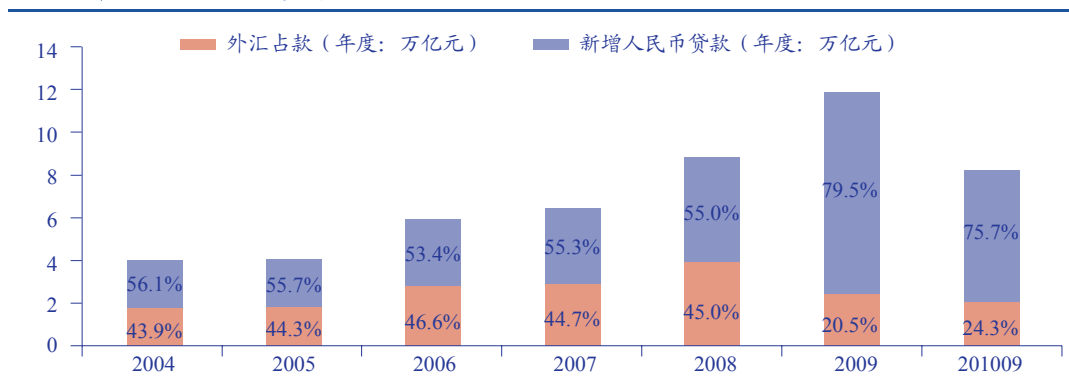
资料来源：Wind，中国人民银行，中国银河证券研究部

M2 增长目标可能仍然设置在 17%的水平。M2 增长 17%这是一个高出预期 9.5%经济增长水平加预期 4%通胀水平 3.5 个百分点的增长水平。也就是货币供应量的增长高出保证预期经济增长和预期通胀水平的货币需求增长之和的 3.5 个百分点。17%的货币供应量的增长不是紧缩的货币政策，是保证合理流动性水平和保证平稳增长的概念。信贷的结构应该更多增加新兴

产业的信贷比重，过剩产能的产业信贷比重会相应减少。

货币供应量增长还要注意外汇占款规模的变化。外汇占款一直是与新增贷款并驾齐驱的货币供应量扩张的来源（图 31）。2005 年-2007 年，每年流动性的增量中，外汇占款占比几乎与银行信贷占比一样。2009 年因为刺激经济的政策，流动性增长主要是来自银行信贷。经过危机的波动以后，2010 年资本流入加快明显，特别是 9 月份的外汇占款达到年内新高。根据对弱势美元态势和美国经济的判断，新兴市场国家仍然面对资本流入的压力。不过根据央行行长周小川的“水池子”思路，央行可能会通过比较严格的资本管理措施减少资本流入，同时会在总量上对冲加速流入的资本，保持外汇占款不会对国内流动性产生大幅增长的压力，有利于控制通胀预期。

图 31：外汇占款与银行信贷增长共同构成流动性



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

数量工具和价格工具会交叉使用。10 月 20 日央行提升基础利率 25 个基点，开始货币政策走向稳健的转变。面对明年通胀可能的多变形势，货币政策需要提前调整产生累计影响，数量化工具和价格工具可能交叉使用。流动性的管理数量化的工具更有效，资金成本的控制价格工具更有作用。公开市场操作一般是进行边际上的调整，使数量化工具或者价格工具使用达到既定的目标和效果。我们估计，明年上半年可能会有两次存款准备金率的上调，两次利率水平的调整。不排除 12 月份央行会再次上调 0.25 个基点的基础利率或者再提 0.5 个百分点的存款准备金率。货币政策会随形势变化适时调整，我们将会密切跟踪。

名义汇率不会大幅升值。我们认为 2011 年人民币对美元即所谓名义汇率可能升值 3%-5%。2010 年 6 月 19 日重启汇改以后人民币对美元升值 2.5%，年底可能升值接近 3%。因为出口顺差调整的必然性，缓解大宗商品价格上涨带来输入性通胀影响，以及中国经济结构调整的需要，包括可能的国际社会一些双边关系协调，明年人民币会有 3%-5% 的升值的幅度，但是不会大幅升值。中长期，人民币汇率机制的全面改革，包括顺差调整，完全可兑换，有效汇率和人民币国际化等等的改革将被全面推进。

（三）未来五年推动“包容性增长”

十七届五中全会通过的《十二五规划关于国民经济发展的建议》（《建议》），中国将开始可持续发展的全面尝试，摸索可持续发展的全新模式。经济发展方式的转型的战略，经济结构调整的重大改革，将推动中国经济再有三十年的平稳增长。《建议》关于经济增长有五大目标。

一是经济平稳较快增长。《建议》提出十二五期间推动平稳较快增长。首次把“平稳”放在“较快”之前的表述，“规划”了十二五期间不会刻意追求过高增长的新的增长理念。不刻意推动过高 GDP 增长的新增长理念是可持续发展的基础。中国经济经历 30 年高增长的奇迹发展到世界第二大经济体，发展仍然是硬道理，但硬道理需要有新的内涵。简单追求增长速度和粗放性增长已经不适应新的发展阶段，可持续增长成为最值得关注的问题。在“平稳”主导下的相对较快增长，实际伴随着一场新增长观新发展观的革命。《建议》并未设置未来五年经济增长的量化指标。我们认为，未来五年的政府引导性增长指标可能不会从 8% 修正到更低的水准，实际增长水平可以被预期保持在现阶段潜在增长水平 9.5%—10% 之间。

二是经济结构战略性调整取得“重大”进展。《建议》的第二个经济目标是实现经济结构调整的“重大”进展。十二五规划的可持续发展战略以经济发展方式转型为主线，经济结构调整是转型的途径也是转型的结果，经济结构调整的突破性进展将形成可持续发展的新的增长模式。根据结构调整的“重大”进展的要求，我们可以预期，新经济结构中进出口占 GDP 超过 60% 的比重可能下降，内需与外需的结构重大调整；占 GDP 不到 50% 的消费比重将逐渐提高，消费与投资更协调；服务业在 GDP 比重将不断提高，促进三次产业比重更合理；振兴包括文化产业在内的新兴产业，并成为未来五年新的经济增长点，产业结构也将逐渐改变；技术密集产业占比不断增长劳动密集产业占比逐渐下降；十二五规划的新的经济结构的“重大”进展，将形成中国经济未来十年二十年可持续增长的新的方式。

三是实现城乡居民收入增长普遍较快增长。《建议》的第三个经济目标强调城乡居民收入。这是在新的经济结构下可持续发展的基本要素。《建议》强调未来五年收入增长实现与经济发展同步。我们预期，城乡居民能够一起分享经济增长，居民生活水平有普遍提升，收入分配机制的改革，有利于从投资为主向消费增长为主的转变，有利于经济更和谐更可持续的发展。同时《建议》也提出城乡居民收入增长与劳动生产率的增长同步，按照劳动生产率的提高决定收入增长水平，不会增加企业的劳动成本，基本可以控制未来通货膨胀水平在可承受的水平上，从投资增长的角度保证经济增长的平稳和可持续性。

四是社会建设明显加强。《建议》提出的第四个经济目标是加强以社会保障，医疗卫生，文化教育为核心的社会建设，这是经济可持续发展的重要的社会基础。上世纪 70 年代，日本政府增加社会保障的投入，储蓄下降消费增长都超过投入的增长，对经济增长作用风场显著。台湾建立从婴儿到坟墓的医疗保障性机制后，储蓄下降 14 个百分点，对台湾经济增长有很大的推动作用。未来五年，随着财政收入的逐年增加，以及十二五加强社会建设的规划，预期财政在民生社保的支出会明显增加，进一步改善低水平全覆盖的社会保障体系，可持续经济发展将与社会建设同步。

五是改革开放不断深化。《建议》的第五个经济目标是强调改革开放不断深化。改革开放是过去三十年经济快速增长的动力，也是经济持续发展的动力。未来五年财税，金融，要素价格机制，以及政府职能，等等方面的改革，市场经济的程度不断深化，将为持续发展创造新的活力和增长动力。

六是中国将参与未来五年全球经济新格局的全面重新布局。2008 年以来的全球经济危机使中国的发展处于一个极端恶劣的国际环境之中。但是后危机时代的大变革，将给中国经济发展带来巨大机遇。特别是全球经济的再平衡过程，可能带来经济版图的全面重性划分。未来五年是国际经济秩序，国际货币体系和国际经济格局变革的重要时期，中国将充分利用多边合作平

台，推动全球经济秩序的改善和建设，更主动地推动新一轮的全球化的进程中。

我们预期，未来五年中国经济将在国际国内推动更有包容性的增长。

插图目录

图 1: GDP 连续 4 个季度在平均水平上增长	1
图 2: PMI 综合指数连续三个月上涨 (单位: %)	2
图 3: 宏观经济景气指数预示经济处于平稳状态	2
图 4: 全年 CPI 可以控制在 3.5%-4% 的水平	3
图 5: 常态下五年计划第一年增长平稳	5
图 6: 五年规划第一年的投资增长和信贷增长较平稳	5
图 7: 各季度经济增长平稳	6
图 8: 2011 年全年及季度 GDP 增长率 (单位: %)	6
图 9: 消费零售仍处于扩张和上升周期	8
图 10: 1991—2009 年居民消费支出结构变化	8
图 11: 改革开放以来中国消费率一路下降	10
图 12: 劳动者报酬占国民收入初次分配的比重不断下降	10
图 13: 居民可支配收入占国民收入的比重不断下降	11
图 14: 中国城镇化进程在加速推进	13
图 15: 第三产业投资增速持续快于第二产业	14
图 16: 西部投资增长高于东部投资增长	15
图 17: 西部投资快速增长加速城镇化进程	15
图 18: 东部沿海地区加工贸易在 GDP 中占比明显下降	16
图 19: 东部沿海地区服务业发展加速	16
图 20: 2010 年以来房地产开发投资保持在高位运行	17
图 21: 2005 年以来固定资产投资名义增速与实际增速	18
图 22: 2010 年出口进口出现高速恢复性增长	19
图 23: 1995—2010 年前 10 月中国主要出口地区份额变化 (%)	20
图 24: 1995—2010 年前 10 月中国加工贸易和一般贸易出口占比变化 (%)	20
图 25: 机电产品出口额不断提高	21
图 26: 高新技术产品出口增长较快	21
图 27: 购进价格指数对 PPI 的滞后传导时间明显缩短	23
图 28: 购进价格指数与 CPI 相关性明显	23
图 29: 相临两年银行新增贷款不会大幅减少	26
图 30: 信贷余额增长支持高于其增长率的投资增长	26
图 31: 外汇占款与银行信贷增长共同构成流动性	27

表格目录

表 1: 基本经济指标预测	4
表 2: 2005 年——2009 年中国工业化率	12
表 3: 2001 年以来三次产业占城镇固定资产投资的比重（单位：%）	14
表 4: 全国保障性住房建设执行与计划情况	17
表 5: 2011 年进出口指标预测（单位：亿美元 %）	19
表 6: 社会保障就业医疗卫生与财政收支	25
表 7: 东部中部西部城镇化程度比较	25

此页特意留白

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908