

宏观经济

署名人：邢微微

S0960209040251

010-63222923

xingweiwei@cjis.cn

明年经济指标预测

	%	2011 年
工业增加值		14
城镇固定资产投资		20
社会消费品零售		20
消费物价指数		4.6
PPI		3.4
出口增速		20
进口增速		21
贸易顺差(亿美元)		1711
贷款(万亿元)		7
贷款增速		14.6
M2 增速		16
1 年期存款利率		3
存款准备金率		19
人民币兑美元汇率		6.52

相关研究报告

邢微微：《短期内流动性宽裕，CPI 仍处高位-11 月宏观经济月报》，明年 11 月 1 日

邢微微：《政府投资进度或加快，但地产调控加码与通胀预期升温料将出现——中国宏观经济四季度报》 2010 年 9 月 29 日

中国宏观经济年报

经济陷入“滞胀”态势，政策前紧后稳

——2011 年中国经济展望

本报告认为明年二季度开始，国内经济陷入“滞胀”。并着重从技术、货币与途径三个层面分析此轮高通胀持续时间。

主要观点：

- 我们认为，明年二季度开始，中国经济将陷入“滞胀”。即 GDP 季调环比增速从一季度的 2.6% 放缓至二、三与四季度的 2.4%，2.2% 与 1.9%，全年 GDP 同比增速回落至 9.4%。而 CPI 在前三季度高达 5.2%、5.6% 与 4.5%，四季度略降至 3.6%。
- 我们预计，高通胀将持续到明年三季度末，年内高点在 6 月份，达到 6.3%。四季度 CPI 开始低于 4%。
 - 技术层面看，明年中期前，CPI 将是上扬走势。主要受通胀预期跳升，存款活期化率创新高与 CPI 环比趋势项再次上行等三大因素影响。
 - 货币层面看，预计明年 8 月份，M1 降至 16%，通胀压力出现缓解，四季度 CPI 趋于回落。这样的前提是明年信贷 7 万亿元，按照“3: 3: 2: 2”投放，并考虑二季度前加息两次，准备金上调 2-3 次。
 - 传导途径看，食品前高后低，且玉米将让位猪肉；而非食品价格平稳。一是，食品中重点考量玉米与猪肉：秋粮丰收与国际玉米价格将下行下，明年玉米价格放缓至 6-7%；在生猪供求基本平衡下，玉米大幅上涨对生猪价格滞后影响体现，上半年生猪涨 40-50%。二是，明年在原油价格回落、房价下行与劳动力成本高位企稳假设下，非食品价格上行压力减弱。
- 明年，信贷紧缩与地产成交量下滑将造成中国经济环比增速从二季度放缓。一是，信贷回落是投资下行的主要原因，但保障性住房与节能减排压力减小仍是投资积极因素。二是，消费结构升级与通胀预期带动消费增长 20%。三是，出口相对乐观，预计增长 20%。
- 货币政策“前紧后稳”，财政重民生。明年二季度前准备金率上调 2-3 次，对称加息两次，下半年准备金率或松动；预计明年财政赤字 9500 亿元，下降 10%。

风险提示：

- 货币政策滞后与保障性住房投资低于预期下导致经济“滞胀”局面恶化。

目 录

一、高通胀还将持续多久？	5
1、未来 6 个月内 CPI 继续上行，PPI 回升	6
2、明年二季度货币开始回落，四季度 CPI 降至 4% 以下	7
2.1 对冲外汇占款与加息成为货币政策最优选择	7
2.2 明年二季度货币开始回落，三季度 CPI 下行	8
3、传导途径：玉米让位猪肉上涨，非食品价格平稳	9
3.1 秋粮是否丰收与国际粮价共同决定玉米价格	10
3.1.1 明年玉米价格将下行	11
3.2 明年上半年猪肉价格存大幅上行风险	12
3.3 明年非食品价格上行压力小，下半年回落	13
二、经济增速回落，内需平稳增长	15
1、固定资产投资稳步回落至 20%	16
1.1 房地产业投资将温和回落	17
1.2 制造业投资将稳中回升	19
1.3 明年基础设施投资继续回落，降至 10%	20
2、收入分配改革深化，消费升级延续	21
3、明年出口仍相对强劲，进口放缓	23
三、货币政策前紧后稳，财政重结构调整	24
1、货币政策“前紧后稳”，人民币小幅升值	24
2、明年财政政策重结构调整与民生，保障性住房大增	26

图 表

图 1: 宽裕的货币环境造成明年中期前 CPI 仍上扬.....	5
图 2: 明年 CPI 高点在 6 月份, 达 6.3%.....	5
图 3: 今年二、三季度物价预期指数出现跳升.....	6
图 4: 存款活期化率创新高预示 CPI 将有明显上升.....	6
图 5: CPI 环比趋势项再次上行预示 CPI 上行态势.....	6
图 6: PPI 趋势项也出现大幅上行预示 PPI 的反弹.....	6
图 7: 09 与 10 年中国金融深化程度大幅提高.....	7
图 8: 08 与 09 年美日的货币存量大幅上升.....	7
图 9: 07 年后外汇占款与有价证券对货币影响增大.....	8
图 10: 2006 年以来, 外汇占款达到基础货币的 135%.....	8
图 11: 09 年初经济复苏带动货币乘数上升.....	8
图 12: M2 与 M1 增速都滞后于贷款增速.....	9
图 13: 明年初贷款增速将出现明显回落.....	9
图 14: CPI 回升以食品的快速上涨为特征.....	9
图 15: 此轮食品上涨以粮食率先上涨为特征.....	9
图 16: 粮食与肉禽价格成为影响 CPI 重要变量.....	10
图 17: 进口原油与居住价格对 CPI 有一定影响.....	10
图 18: 09 年玉米减产造成其价格快速上涨.....	11
图 19: 03 与 09 年国内玉米减产, 07 年产量微增.....	11
图 20: 05-08 年玉米价格与国际市场联动性强.....	11
图 21: 玉米与大豆生产的替代性并不高.....	11
图 22: 美国农业部的预测今年中国玉米增产 6.3%.....	12
图 23: 05 年以来国际玉米价格与美元联动性增强.....	12
图 24: 10 月份猪肉开始快速上涨, 猪粮比恢复性上升.....	13
图 25: 玉米价格变动对猪肉走势有显著影响.....	13
图 26: 前年的生猪存栏数影响当年肉价走势.....	13
图 27: 进口原油价格对 CPI 中车用燃料有直接影响.....	14
图 28: 国际原油价格与国内 PPI 走势相关性强.....	14
图 29: 房价领先于租房价格 3-6 个月.....	14
图 30: 服务项目价格的回升对 CPI 造成上行压力.....	14
图 31: 平均工资滞后于 GDP, 而且有较强刚性.....	15
图 32: CPI 与工资存在相互影响的关系.....	15
图 33: 明年二季度开始, 国内经济回升速度放缓.....	16
图 34: 贷款趋势项环比增速已连续 6 个月回升.....	16
图 35: 今年 7 月以来贷款回升将带动短期内投资回升.....	16
图 36: 政府主导投资持续回落, 而市场投资相对强劲.....	16
图 37: 今年房地产土地开发率仅 52%, 创历史新低.....	17
图 38: 今年房地产土地供应将增长一倍以上.....	17
图 39: 今年住宅成交量下滑对地产投资的影响减弱.....	18
图 40: 今年 3 月以来保障性住房投资高于商业地产.....	18
图 41: 今年 5 月以来商品房出现供求紧张局面.....	18
图 42: 开发商资金来源没有出现 08 年紧张局面.....	18

图 43: 去年底开始新开工高位增长.....	18
图 44: 商品房新开工领先竣工面积 18 个月.....	18
图 45: 产能过剩行业投资下行导致制造业投资疲软.....	20
图 46: 今年地产投资强劲增长, 而制造业减缓.....	20
图 47: 房地产对上下游行业的影响度.....	20
图 48: 今年出口复苏带动外需型制造业回升.....	20
图 49: 今年 3 月份开始, 政府投资大幅低于整体投资.....	21
图 50: 今年三大基础设施行业投资都出现明显回落.....	21
图 51: 明年国家预算内资金回落造成政府投资下行.....	21
图 52: 今年初以来新开工项目投资呈下行走势.....	21
图 53: 近三年国内消费增速出现明显提升.....	22
图 54: 城镇居民在交通、医疗、家庭设备支出上升.....	22
图 55: 农村在居住、交通、医疗与家庭设备支出上升.....	22
图 56: 今年食品、家电与服装消费提升, 而汽车回落.....	22
图 57: 今年房地产类的消费增长强劲.....	23
图 58: 今年 8 月以来, 汽车消费已经“见底回升”.....	23
图 59: 出口趋势项环比增速开始回落预示出口下行.....	23
图 60: 加工贸易进口高位回落预示出口将有所下降.....	23
图 61: 进口趋势项下行放缓.....	24
图 62: 投资疲软导致一般贸易进口下行.....	24
图 63: 预计 2011 年美国 GDP 3.0%.....	24
图 64: 2011 年美国经济增长快于欧元区.....	24
图 65: CPI 高企与工业企稳下存在收紧贷款可能.....	25
图 66: 贷款呈前高后低走势, 全年仅增长 14.6%.....	25
图 67: 贷款增长 15.7%, 高于 08 年最低水平.....	25
图 68: 近期人民币升值预期有所放缓.....	25
图 69: 大型金融机构存款准备金率达到 18.5%.....	26
图 70: 未来 3 个月内存款利率有升至 3%的可能.....	26
图 71: 明年财政赤字率下降至 2.2%.....	27
图 72: 今年 7、8 月份财政支出有所加快.....	27
图 73: 财政支出在科学技术与教育上支出提升.....	27
图 74: 今年前 10 月财政在社会保障和就业支出提升.....	27
 表格 1: 明年房地产销售及投资预测.....	 19
表格 2: 房地产土地开发政策.....	19
表格 3: 2010 年四季度及明年经济预测.....	28

我们认为，明年二季度前，国内经济延续回升态势，而 CPI 处于高位，货币政策将在量与价格上持续收紧。随着年初信贷收缩的影响体现与地产成交量萎缩，国内经济环比增速从二季度开始放缓，但滞后变量 CPI 继续攀高，经济将出现所谓的“滞胀”，而且政策反应滞后，仍以紧缩为主。

即我们估算，即 GDP 季调环比增速从一季度的 2.6% 放缓至二、三与四季度的 2.4%，2.2% 与 1.9%，。从同比来看，GDP 增速将前低后高，全年在 9.4%。此外，明年一二季度，CPI 分别高达 5.2% 与 5.6%，三、四季度放缓至 4.5% 与 3.6%。

一、高通胀还将持续多久？

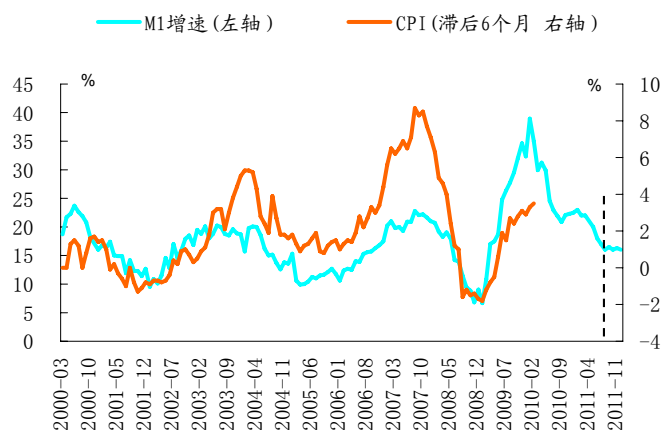
中国作为率先复苏的新兴经济体，将面对本国流动性宽裕与热钱流入双重压力导致的通胀攀升。09 年，中国金融深化程度（M2/GDP）达到 1.8 倍，创历史新高，而且今年 6 月份开始，在国内信贷再次松动下经济“见底回升”，加之外汇占款开始大幅增加，国内流动性再次泛滥，成为通胀攀升的根本原因。

从技术层面说，通胀预期跳升，存款活期化率创新高与 CPI 环比趋势项再次上行等因素将预示未来 6 个月内 CPI 仍将上扬。

从货币层面，预计明年 8 月份，M1 降至 16%，通胀压力出现缓解，四季度 CPI 趋于回落。

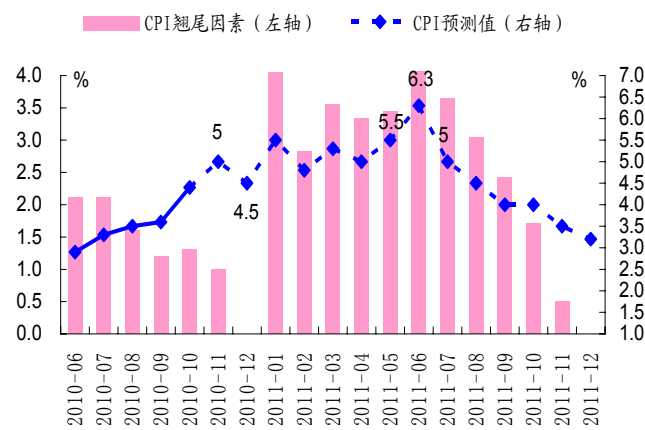
从传导途径来说，食品中玉米将让位于猪肉，而非食品价格上行压力减缓，估算上下半年 CPI 分别在 5.4% 与 4%。

图 1：宽裕的货币环境造成明年中期前 CPI 仍上扬



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 2：明年 CPI 高点在 6 月份，达 6.3%



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

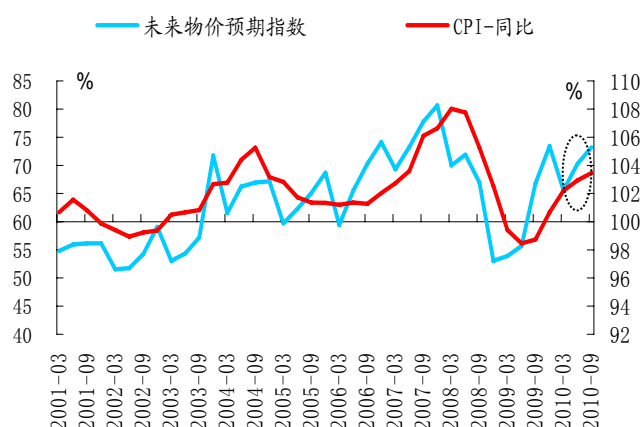
1、未来 6 个月内 CPI 继续上行，PPI 回升

一是，国内物价预期指数领先 CPI 有 3-6 个月。今年二、三季度物价预期指数快速跳升，与 06 年二、三季度类似，这导致 CPI 仍将上行。

二是，储蓄存款活期化率创新高预示了 CPI 将有个快速攀升的过程。今年 9、10 月份，储蓄存款活期化率（活期储蓄/定期储蓄）分别高达 66%与 65%。

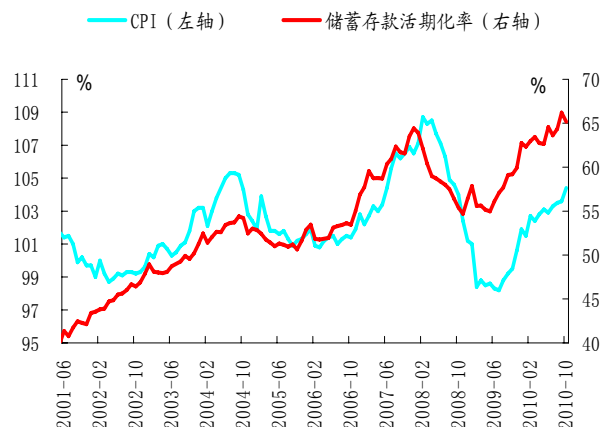
三是，CPI 环比趋势项领先 CPI 同比增速 6 个月，其上行放缓后再次攀升预示明上半年 CPI 上行态势。此外，PPI 环比趋势项的快速攀升也预示了 PPI“见底回升”。

图 3：今年二、三季度物价预期指数出现跳升



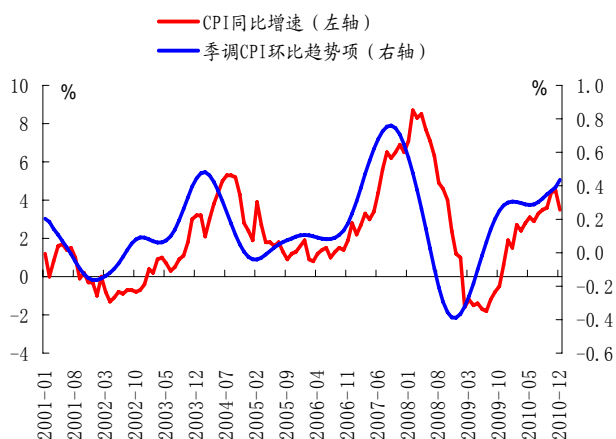
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 4：存款活期化率创新高预示 CPI 将有明显上升



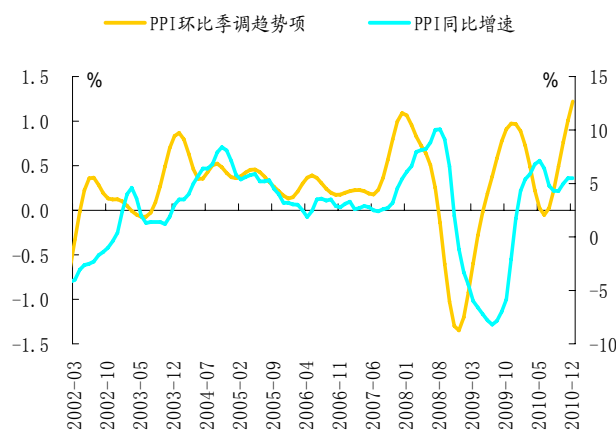
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 5：CPI 环比趋势项再次上行预示 CPI 上行态势



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 6：PPI 趋势项也出现大幅上行预示 PPI 的反弹



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

2、 明年二季度货币开始回落，四季度 CPI 降至 4% 以下

2008 年以来，金融危机的爆发导致全球货币存量（M2/GDP 或 M3/GDP）大幅上升。美国的 M2/GDP 在 08 与 09 年跳升至 57% 与 60%，而日本的 M3/GDP 达 208% 与 226%。中国作为率先复苏的新兴经济体之一，将面对本国流动性宽裕（M2/GDP 升至 180%）与热钱流入双重压力下导致的国内通胀攀升。因此，新兴经济体将首先面临回收流动性的压力，如果发达经济体复苏加快，其同样面临回收流动性压力。

我们预计，明年信贷 7 万亿元，按照“3: 3: 2: 2”投放，并考虑二季度前加息两次，准备金上调 2-3 次。在这种情况下，M1 增速在 4、5 月份开始回落，8 月份后降至 16% 左右，CPI 在四季度降至 4% 以下。

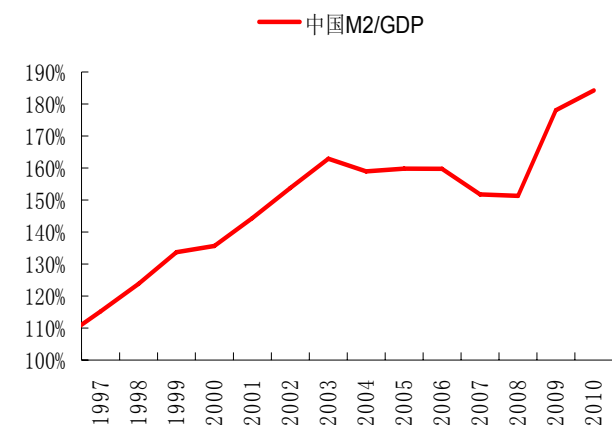
2.1 对冲外汇占款与加息成为货币政策最优选择

从银行的资产负债表来看，货币扩张主要依赖于贷款、有价证券及投资与外汇占款。其中，截至今年 10 月份，贷款占比下降至 66%，外汇占款与有价证券及投资占比出现明显提升，分别达 30% 与 14%。因此，如果央行要控制流动性，除了控制银行信贷投放外，对冲外汇占款与暂停“银信合作”也是主要手段。

从货币创造角度来看，06 年以来，我国外汇占款成为创造货币的“主水泵”。今年 9 月末，我国外汇占款余额比 2004 年增长 3 倍，而且外汇占款达到基础货币的 135% 以上。此外，经济复苏下货币乘数上升也影响货币创造。

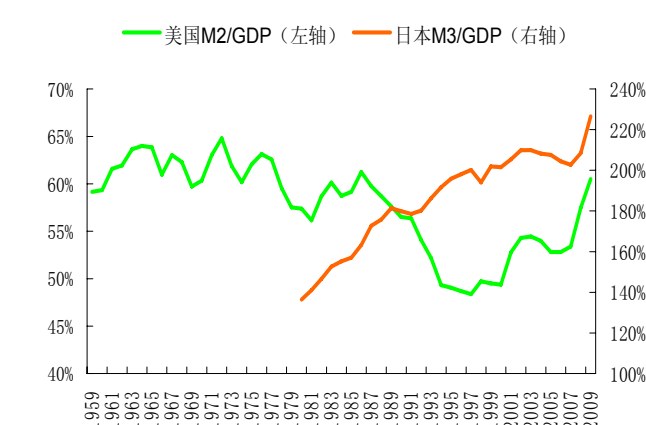
因此，在 CPI 仍将上扬背景下，如果央行要有效控制流动性，将依托于外汇占款对冲力度、加息主动为经济降温以降低货币乘数。而在行政手段上，主要是控制银行放贷节奏、规模与继续暂停“银信合作”。

图 7：09 与 10 年中国金融深化程度大幅提高



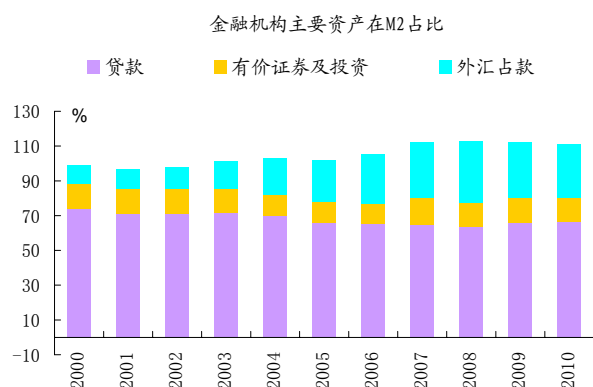
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 8：08 与 09 年美日的货币存量大幅上升



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

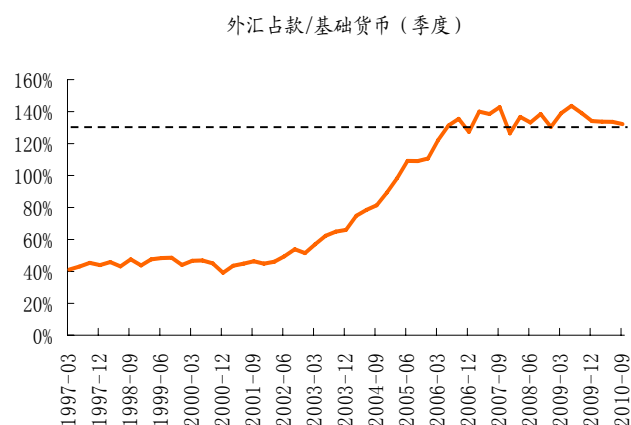
图 9：07 年后外汇占款与有价证券对货币影响增大



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

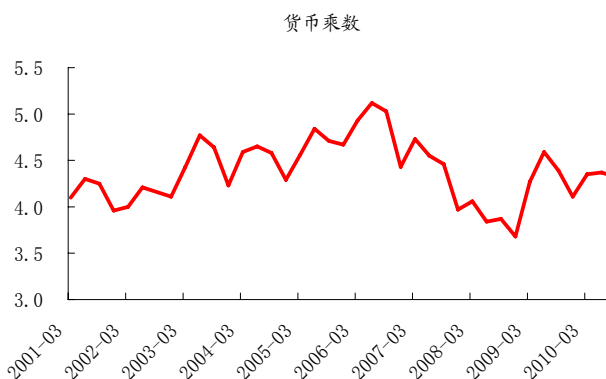
注：2010 年是前 10 月数据

图 10：2006 年以来，外汇占款达到基础货币的 135%



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 11：09 年初经济复苏带动货币乘数上升



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

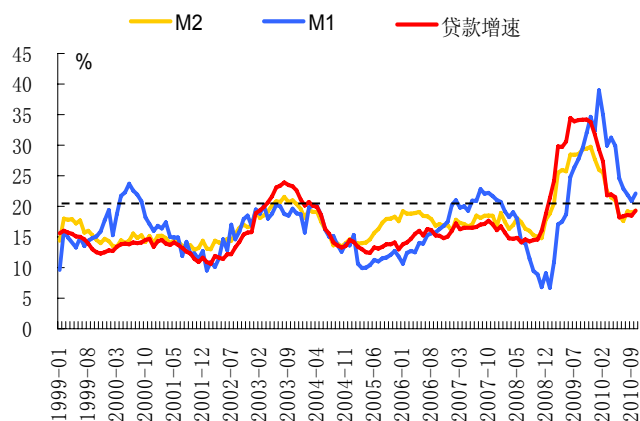
2.2 明年二季度货币开始回落，三季度 CPI 下行

从近期货币政策动向看，央行倾向数量与行政调控来抑制信贷过快回升，而加息政策却显温和。因此，短期内，通胀预期仍将攀升，而且储蓄存款活期化率抬升，这最终导致货币的回落速度将明显慢于信贷，从而导致高通胀持续更长时间。

我们预计，今年 12 月底，信贷增速将回升至 19.5%。如果明年信贷规模 7 万亿元，并严格按照“3: 3: 2: 2”节奏投放，明年初信贷将快速回落至 17% 左右，中期与年底分别在 16.3% 与 14.6%。

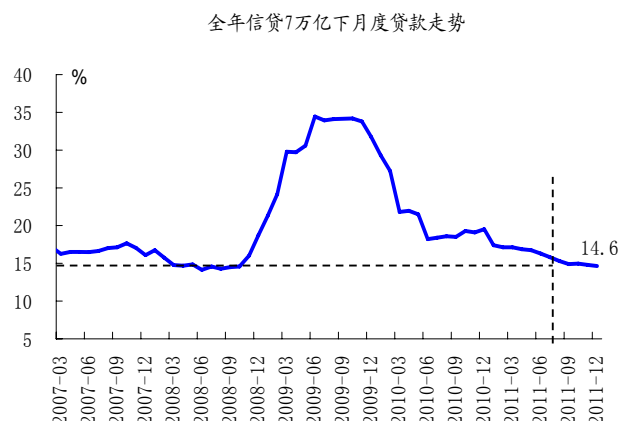
由于 M1 增速滞后信贷 3-4 个月，而其又领先 CPI 有 6 个月，因此，明年二季度 M1 才出现回落，三季度降至 16%，因此，通胀压力在三季度开始缓解，四季度 CPI 下行至 4% 以下。

图 12: M2 与 M1 增速都滞后于贷款增速



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 13: 明年初贷款增速将出现明显回落



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

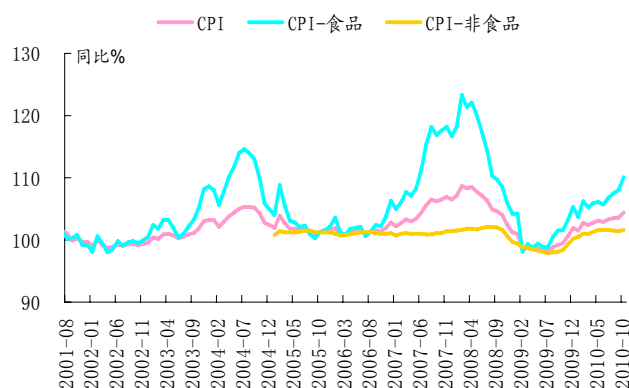
3、传导途径：玉米让位猪肉上涨，非食品价格平稳

食品通胀是中国历次通胀周期主要特征，这一方面与食品在 CPI 中权重高有关，另一方面，中国粮食，主要是玉米，易发生歉收与受国际市场影响，进而影响猪肉，造成食品价格的波动较大。年初开始的这轮通胀周期并无例外，以食品价格快速上涨为主要特征，而非食品价格 9、10 月份才开始上涨。

我们以估算食品与非食品价格变动来描述明年 CPI 运行水平，而重要变量有食品中玉米与猪肉、非食品中的交通和通信，居住，家庭设备及维修服务。

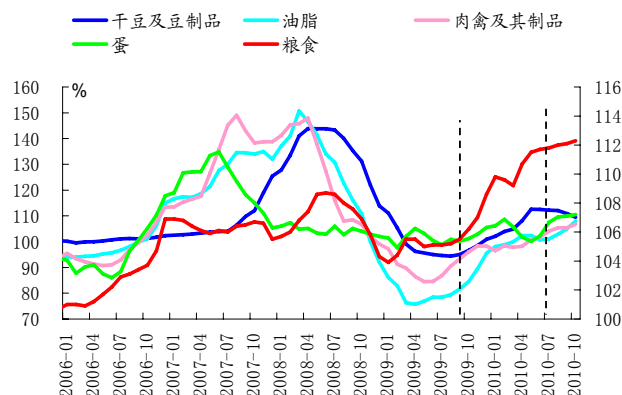
假设其他食品价格稳定的背景下，上半年，在玉米上涨 6-7%（粮食上涨 10%）与生猪上涨 40-50% 下，食品将上涨 10%；考虑非食品 1.8%，整体 CPI 增长 5.4%。下半年，在猪肉明显回落下，CPI 降至 4%。

图 14: CPI 回升以食品的快速上涨为特征



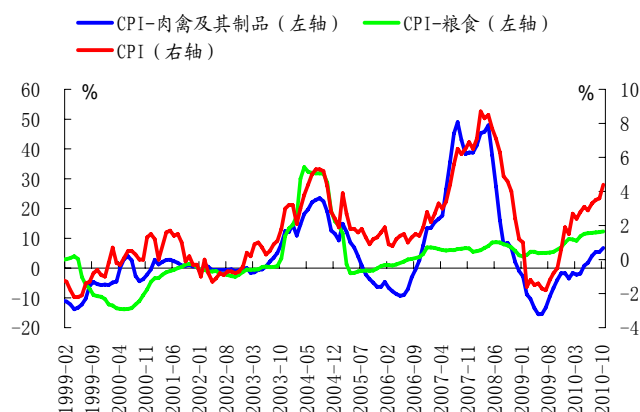
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 15: 此轮食品上涨以粮食率先上涨为特征



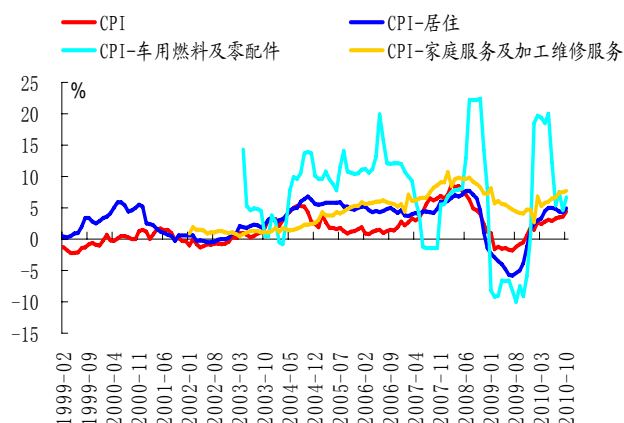
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 16: 粮食与肉禽价格成为影响 CPI 重要变量



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 17: 进口原油与居住价格对 CPI 有一定影响



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3.1 秋粮是否丰收与国际粮价共同决定玉米价格

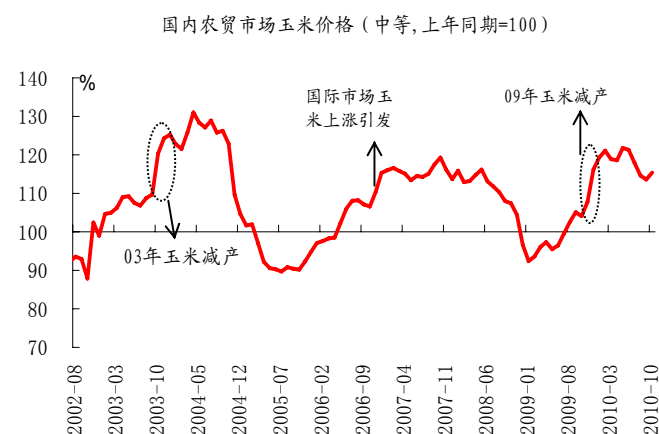
我们研究发现，影响国内玉米价格走势的主导因素是前一年 9、10 月份玉米丰收情况与国际市场玉米价格走势。

2002 年以来，中国发生三次玉米价格的上行周期。2003.10-2004.09 与 2009.10-2010.06 期间玉米价格快速上涨主要原因是 03 与 09 年的 9、10 月份玉米分别减产 4.5%与 1.2%造成。在 2006.01-2008.05 的玉米价格上行期间，首先由国际玉米价格上涨引发，而且 07 年国内秋粮产量大幅下滑导致其高位运行，国际市场影响减弱。

此外，我们发现大豆价格上涨对玉米影响较小。

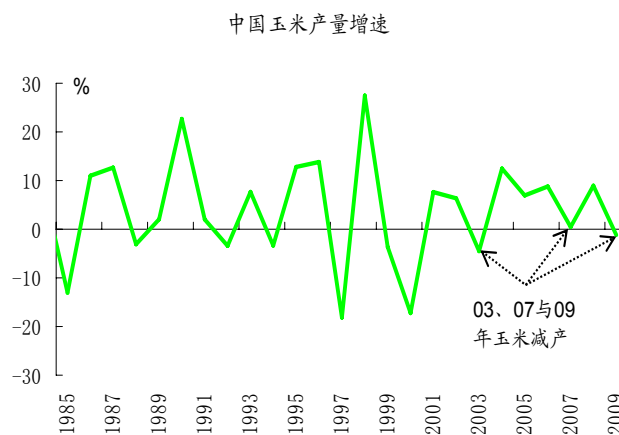
这样来看，去年 10 月份开始，受当年秋粮减产影响，国内玉米价格上行加快。随着今年秋粮丰收预期出现，7、8 月份玉米上涨速度有所放缓。但今年 10 月份，美国再次量化宽松下国际大宗商品上行加快，这导致国内玉米价格再次进入上升通道。

图 18: 09 年玉米减产造成其价格快速上涨



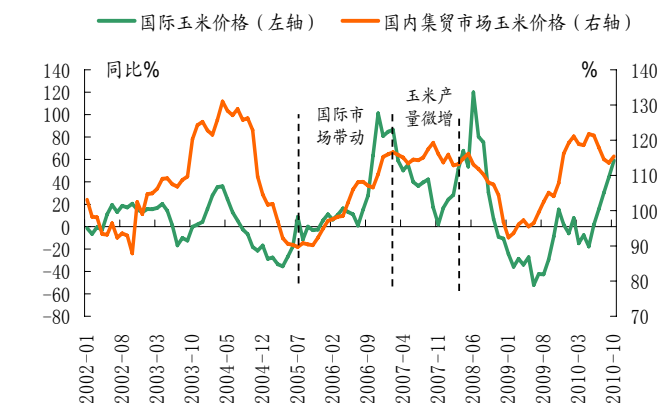
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 19: 03 与 09 年国内玉米减产, 07 年产量微增



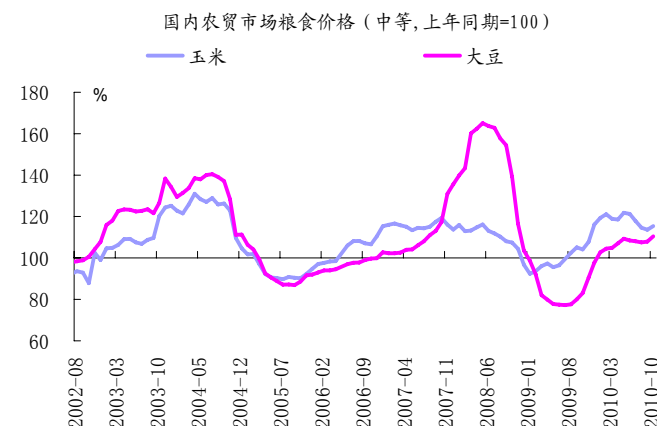
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 20: 05-08 年玉米价格与国际市场联动性强



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 21: 玉米与大豆生产的替代性并不高



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3.1.1 明年玉米价格将下行

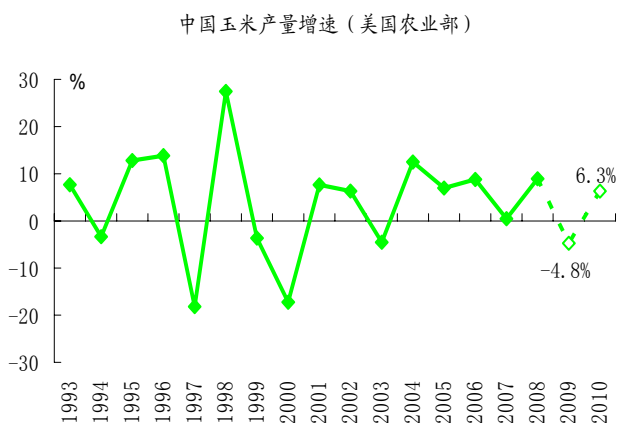
我们认为，明年玉米价格将出现下行，涨幅回落至 6-7%。

一是，2010 年国内玉米大幅增产。根据统计局公布的数据，2010 年中国秋粮（中稻、晚稻与玉米）总产量初步统计为 39199 万吨，比上年增加 1801 万吨，增产 4.8%。而且根据美国农业部预测，今年中国玉米增产 6.3%。因此，作为秋粮主要作物的玉米大幅增产成为大概率事件。

二是，国际大宗商品价格将下行。首先，爱尔兰主权债务危机爆发导致美元反转，这将持续到 12 月底，国际大宗商品“挤泡沫”。其次，我们认为，明年美国经济数据将持续好转，这造成市场紧缩预期出现，大宗商品也将下行。

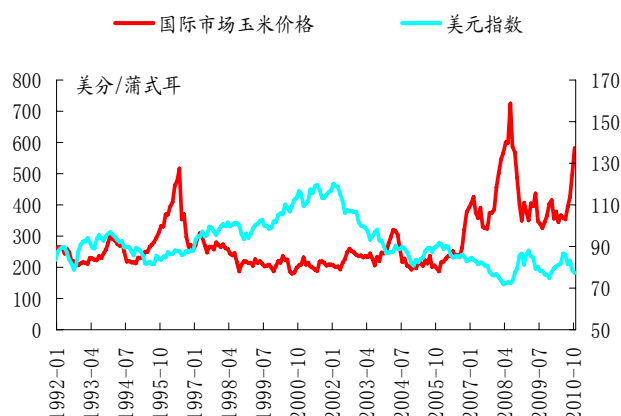
因此，由于国内玉米大幅增产与国际大宗商品将“去泡沫”，我们预计，明年国内玉米价格呈下行态势，实现上涨 6-7%。

图 22: 美国农业部的预测今年中国玉米增产 6.3%



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 23: 05 年以来国际玉米价格与美元联动性增强



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3.2 明年上半年猪肉价格存大幅上行风险

明年中期前, 我们面临猪肉价格大幅上行风险, 预计猪肉价格同比上涨 40-50%。

一是, 近期来看, 受季节因素与生产成本 (玉米) 推动的影响, 10 月份开始的猪肉价格快速上涨将持续到明年 2、3 月份。

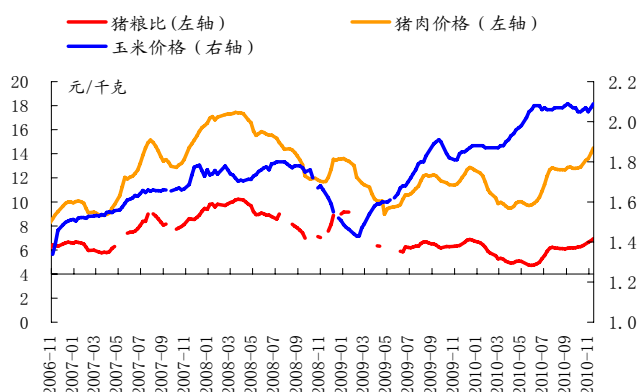
二是, 明年上半年, 前期玉米价格持续上涨对猪肉价格的影响将会体现。

我们从猪肉与玉米价格的运行周期来看, 2002 年以来, 历次猪肉价格波动幅度都高于玉米价格。但从 09 年 10 月份开始的这轮上行周期中, 玉米的最高涨幅达到 20%, 而猪肉价格回升较慢, 最高涨幅仅有 9%。这样看, 猪肉价格存在快速上涨并超出玉米涨幅可能。因此, 猪粮比有回升到 8: 1 以上能, 在玉米价格稳定的背景下, 猪肉仍有 10% 的上涨空间。

三是, 前一年的生猪存栏水平是影响当年猪肉价格波动的重要因素, 目前生猪供求基本平衡。由于 2009 年我国生猪存栏量创历史新高 (4.69 亿头), 这成为今年猪肉价格涨幅不高的重要原因。截至今年 10 月份, 我国生猪存栏量下降至 4.54 亿头, 低于 08 与 09 年水平, 但大幅高于 07 年。因此, 生猪供给过剩局面已经缓解, 处于供求基本均衡状态。

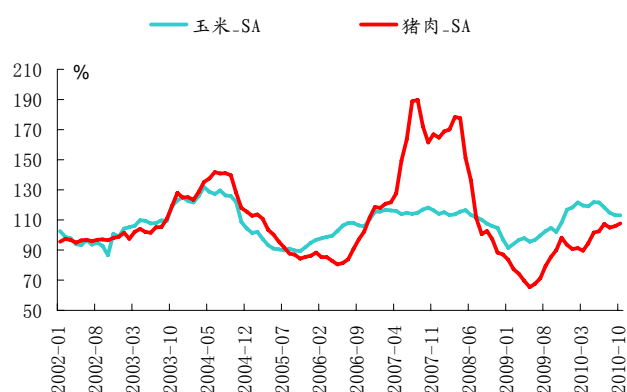
因此, 在供求基本平衡的情况下, 明年猪肉价格波动将主要受生产成本 (玉米价格) 影响。预计明年 6 月底, 猪肉价格将比今年 11 月底回升 10%, 22 个城市的平均生猪价格达到 16 元/公斤。明年上半年, 集贸市场猪肉价格同比上涨 40-50%。而下半年, 鉴于猪粮比回升至 8: 1 左右与生产成本影响减弱, 生猪价格将逐步回落。

图 24: 10 月份猪肉开始快速上涨, 猪粮比恢复性上升



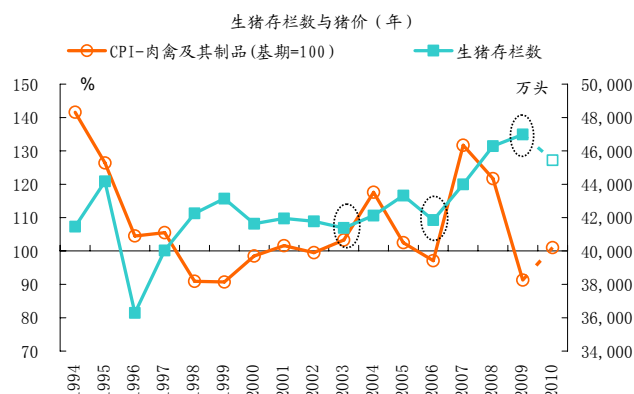
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 25: 玉米价格变动对猪肉走势有显著影响



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 26: 前年的生猪存栏数影响当年肉价走势



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

3.3 明年非食品价格上行压力小, 下半年回落

国际原油价格、房价与劳动力成本是影响非食品价格的重要因素。

国际原油价格不仅对 CPI 中车用燃料及零配件有直接影响, 而且传导到 PPI 进一步影响整体非食品价格走势。

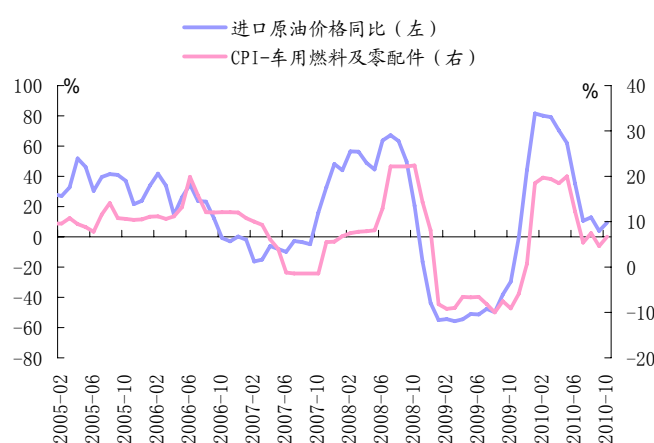
我们认为, 从今年 8 月份开始, 国际大宗商品的演变路径是: 量化宽松政策 (QE2) 造成大宗商品持续大幅上涨→爱尔兰危机引致美元升值, 大宗商品下跌。我们认为, 明年由于美国经济进入有就业复苏, 美联储将会提前终止 QE2, 市场对流动性预期逆转会造成大宗商品“去泡沫”。我们预计, 未来 6 个月内原油价格将跌至 75 美元。这样来看, 明年上半年国内进口原油价格与去年同期持平, 甚至出现负增长。因此, 明年一、二季度 PPI 回落至 4% 与 3.5%, 下半年回落至 3%。

房价领先于 CPI-租房有 3-6 个月, 房价回落将带动租房价格下行。今年 4 月份, 房价同比涨幅见顶, 房租在 9、10 月份攀升动力减弱, 出现高位企稳。我们预计, 明年在全国房价上涨 1-2% 下, CPI-租房实现上涨 3-4%。

经济与通胀是影响劳动力成本重要因素，年初以来 CPI 中服务价格与平均工资都出现快速上行。一是，工资滞后 GDP 6-9 个月，而且刚性较强。因此，今年二季度开始，尽管 GDP 回落，但工资却延续年初来快速上升态势。我们预计，年底工资将“见顶”。二是，通胀不仅能够推动工资上涨，而且增加工资粘性。由于我们预计明年四季度 CPI 才出现明显回落，因此，明年前三季度工资涨幅可能处于 17% 的高位，回落发生在四季度。同样的，CPI-服务项目价格也将今年底“见顶”，并维持在 2.7%，四季度回落至 2.3-2.5%。

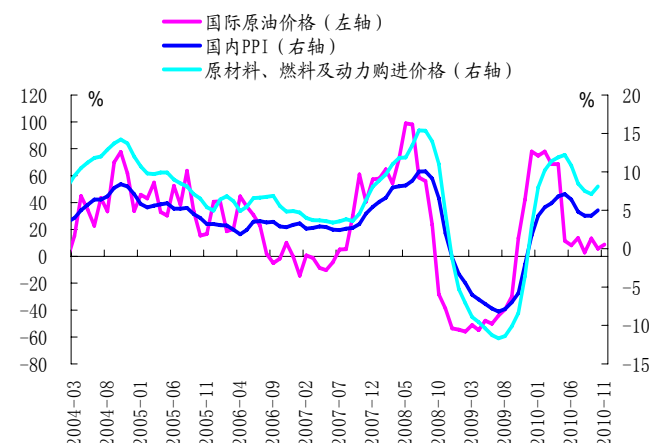
这样来看，明年，在原油价格回落、房价下降与劳动力成本高位企稳的情况下，非食品价格上行压力小，上半年上涨 1.8%，下半年在 1.6%。

图 27: 进口原油价格对 CPI 中车用燃料有直接影响



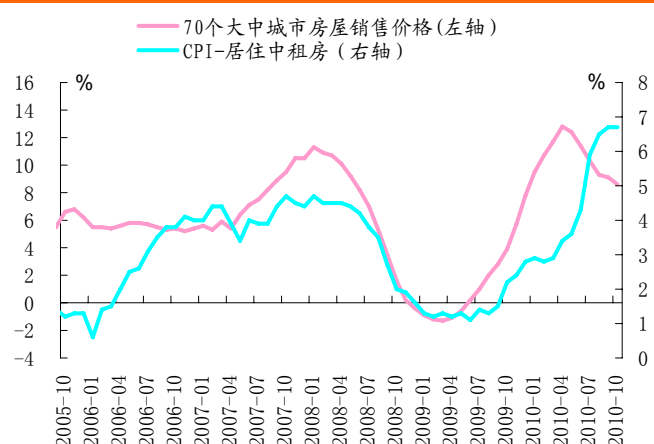
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 28: 国际原油价格与国内 PPI 走势相关性



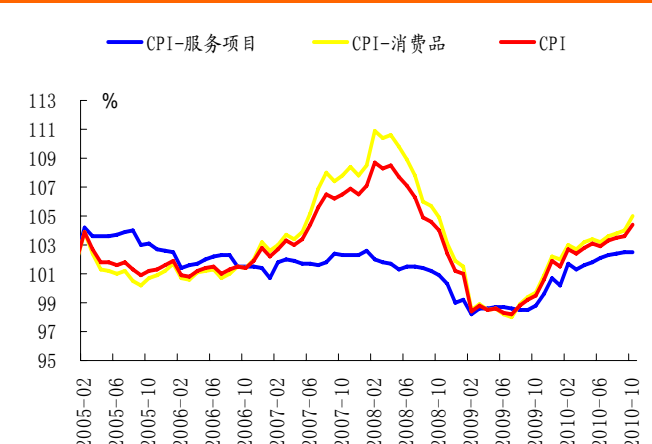
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 29: 房价领先于租房价格 3-6 个月



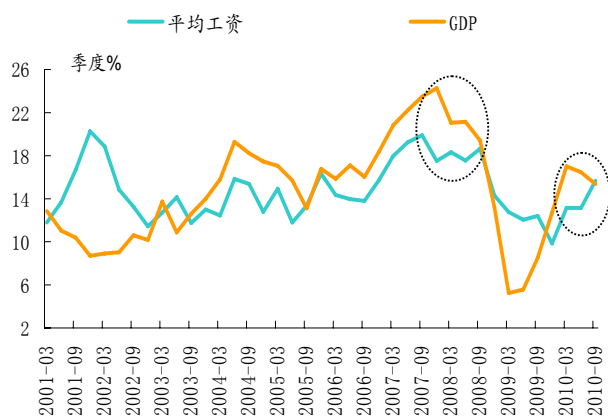
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 30: 服务项目价格的回升对 CPI 造成上行压力



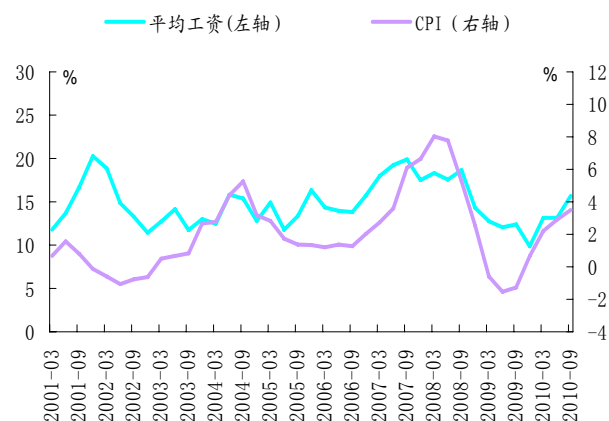
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 31: 平均工资滞后于 GDP, 而且有较强刚性



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 32: CPI 与工资存在相互影响的关系



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

二、经济增速回落，内需平稳增长

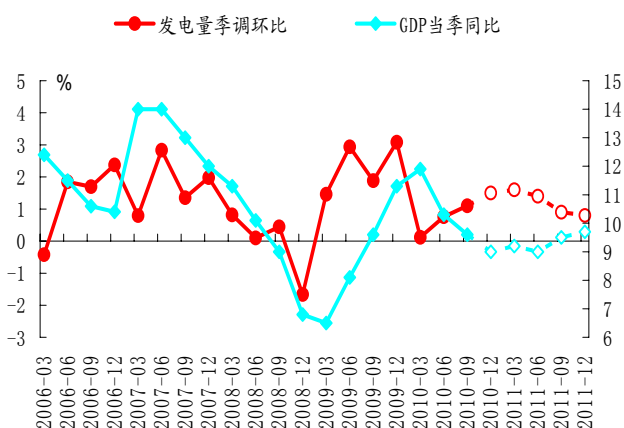
我们预计，今年底贷款将回升至 19.4%，这预示，国内经济环比回升态势将至少延续到明年一季度。随着明年初紧信贷开始，二季度开始，国内 GDP 环比增速将放缓。从同比来看，GDP 增速将前低后高，全年 9.4%。

我们预计，明年固定资产投资放缓至 20%。其中，房地产投资增长（含保障性住房）22%，制造业投资增长 28%，政府主导型投资 10%。

明年，居民消费结构升级延续与收入分配制度改革将促进消费稳中趋升，预计社会消费品零售总额增长 20%。

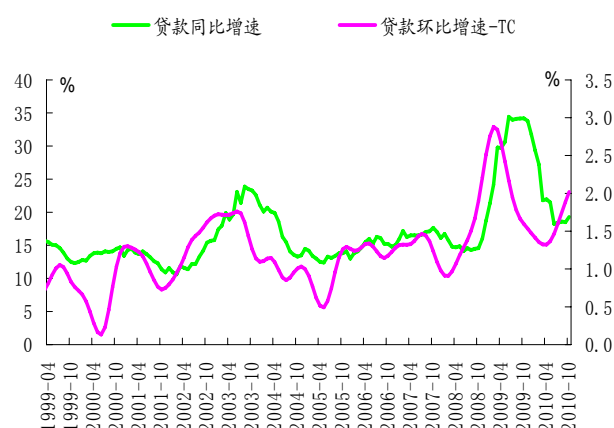
我们对明年出口相对乐观，预计增长 20%。明年，世界经济都将处于恢复性增长期，预计美国 GDP 增长 3%，欧洲增长 1.5%。

图 33: 明年二季度开始, 国内经济回升速度放缓



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 34: 贷款趋势项环比增速已连续 6 个月回升



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

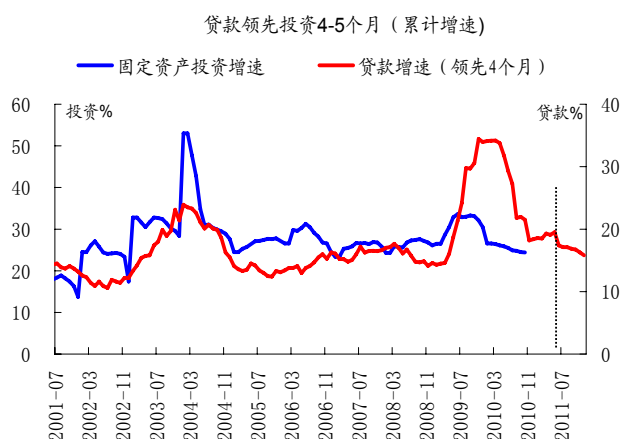
1、固定资产投资稳步回落至 20%

明年, 国内固定资产投资将呈前高后低走势, 在贷款增长 14-15% 的背景下, 固定资产投资增速降至 20%。

由于贷款领先固定资产投资增速 4-5 个月, 而今年底贷款回升至 19.5%, 明年初开始明显回落。因此, 在明年 5 月份之前, 固定资产投资将是回升态势; 而其下行将主要是在明年 5、6 月份之后。

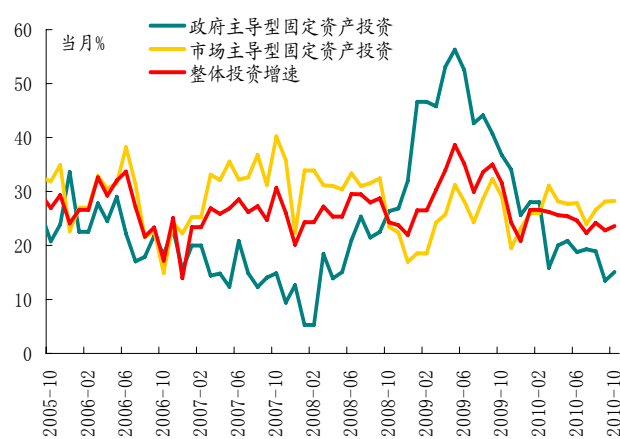
从三大行业来看, 在开发商土地开发压力较大、库存压力恢复性上升与保障性住房投资大幅增长背景下, 房地产投资增长 22%; 明年财政赤字预计缩减 10%, 基建类投资仅增长 10%; 节能减排压力缓解造成制造业投资升至 28%。

图 35: 今年 7 月以来贷款回升将带动短期内投资回升



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 36: 政府主导投资持续回落, 而市场投资相对强劲



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

1.1 房地产业投资将温和回落

今年房地产投资增长强劲，预计全年增速将达 35%。截至 10 月份，商业性地产投资累计增长 36.5%，保障性住房投资增长 43.5%。商品房销售面积同比增速下滑至 9.1%，其中，5-8 月份出现大幅下滑，9、10 月份再次出现反弹。

整体来看，今年住宅成交量下滑对地产投资的影响并不显著。5 月份，房地产开发投资“见顶”后回落较慢，这可能与住宅成交量下滑较慢，而且投资滞后成交量 6 个月有关，但更重要的因素是在土地开发政策更加严厉下，开发商加快土地开发，新开工面积高位运行。

明年，房地产投资将是前高后低走势。在开发商土地开发压力较大、库存压力恢复性上升与保障性住房投资大幅增长的背景下，明年房地产投资将有 22% 的增速。

一是，在开发商有大量未开发土地下，若土地开发政策维持严厉，开发商仍将维持一定投资增速。今年，开发商土地开发率仅 52%（截至 10 月底），创历史新低，大幅低于 2006-2009 年 72% 的开发率水平。同样，政府土地供应加快，今年房地产土地供应预计达 20 万公顷以上，而 09 年仅 10.3 万公顷，土地供应将增长一倍以上。

二是，受供求紧张与资金相对充裕的影响，明年上半年商业性地产投资仍将有 15% 的增速（累计）。由于商品房新开工面积领先竣工面积 18 个月，去年底开始的新开工高位运行将导致明年中期后住宅供应量将大幅上升，房价下跌可能加快，年底商业性地产投资可能降至 10%。

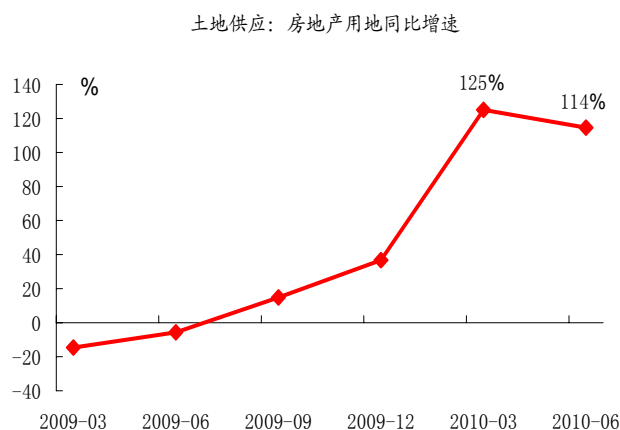
三是，如果明年保障性住房建设 1000 万套，新增投资将在 14-1.5 万亿元。

图 37：今年房地产土地开发率仅 52%，创历史新低



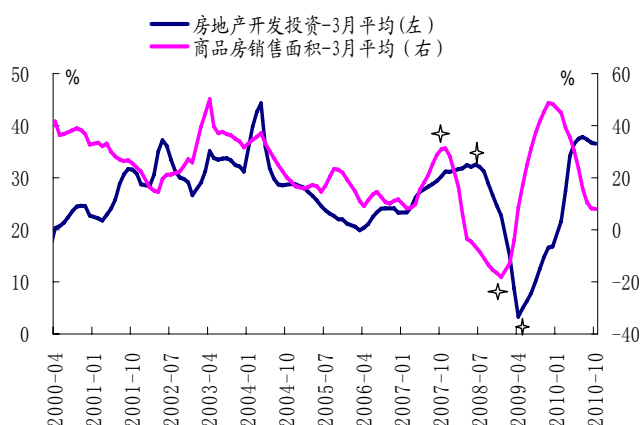
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 38：今年房地产土地供应将增长一倍以上



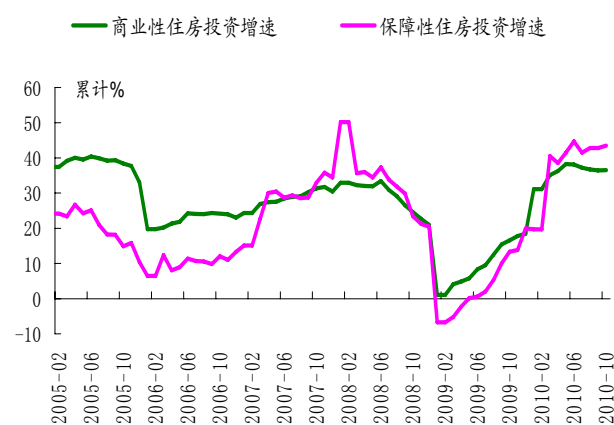
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 39: 今年住宅成交量下滑对地产投资的影响减弱



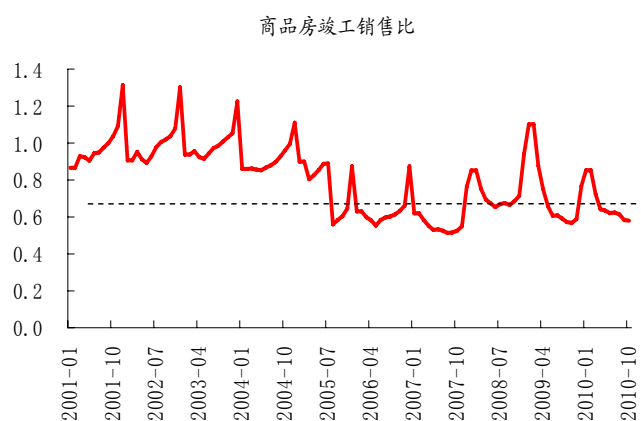
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 40: 今年3月以来保障性住房投资高于商业地产



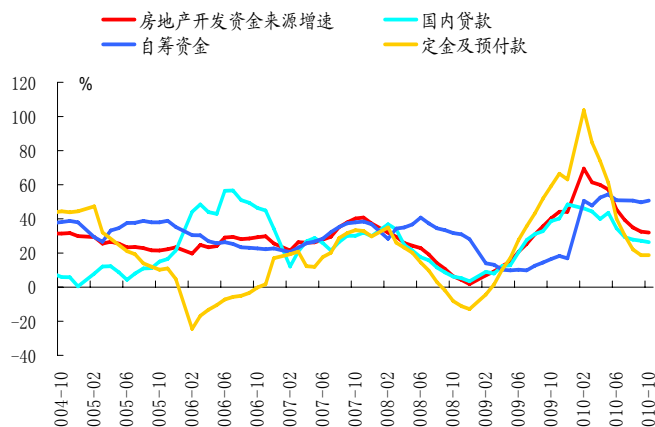
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 41: 今年5月以来商品房出现供求紧张局面



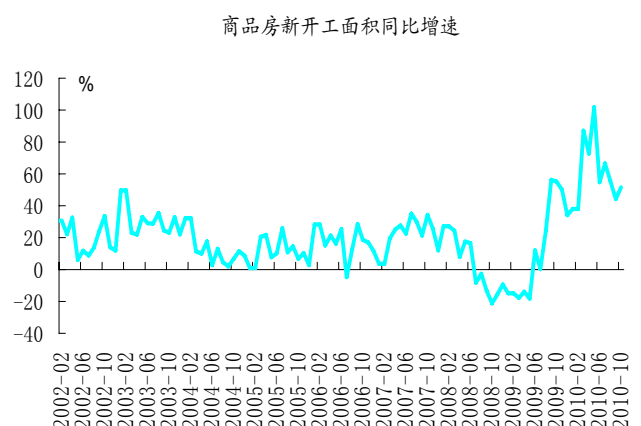
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 42: 开发商资金来源并没有出现08年紧张局面



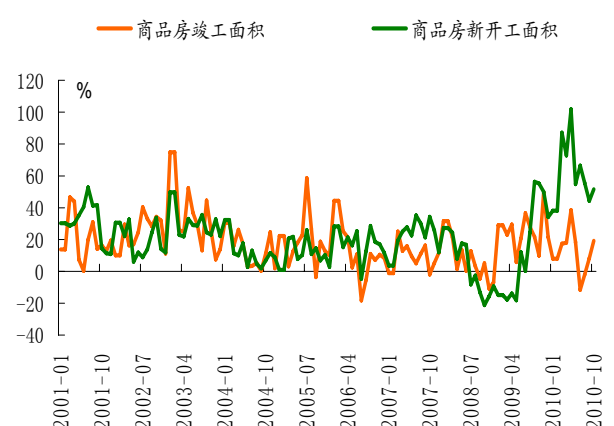
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 43: 去年底开始新开工高位增长



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 44: 商品房新开工领先竣工面积18个月



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

表格 1: 明年房地产销售及投资预测

时间	商品房销售		房地产投资		
	面积 (亿平方米)	增速 (%)	商业性地产 (万亿元)	保障性住房 (万亿元)	房地产投资增速 (%)
2006	6.18	11.5	1.6	0.32	22.1
2007	7.73	25.0	2.1	0.43	30.21
2008	6.59	-14.7	2.6	0.52	23.4
2009	9.37	43.6	3.0	0.62	16.1
2010E	10.3	10	4.1	0.79	35
2011E	9.3	-10	4.51	1.5	22

资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

表格 2: 房地产土地开发政策

时间	土地政策
2010.09.	对房地产开发企业土地闲置、改变土地用途和性质、拖延开竣工时间、捂盘惜售等违法违规行为,要继续加大曝光和处罚力度。对有上述违法违规记录的房地产开发企业,要暂停其发行股票、公司债券和新购置土地,各商业银行停止对其发放新开发项目贷款和贷款展期。

1.2 制造业投资将稳中回升

今年以来,制造业投资增长疲软,前 10 个月增长 25.7%,分别比 08 与 09 年回落 4.9 与 1.1 个百分点。这主要是受今年 4 月份以来国家“节能减排”政策影响。其中,产能过剩行业投资大幅下滑,从 3 月份近 30%的增速快速回落至 10 月份的 18%。

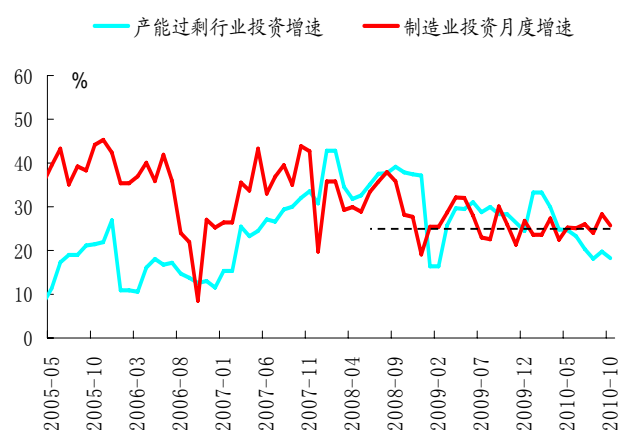
明年,制造业投资有望出现“稳中回升”态势,预计在 28%。

一是,明年作为“十二五规划”(单位 GDP 能耗将下降 17.3%)的元年,单位 GDP 能耗没有像 2010 年达到“十一五”要求的硬约束,因此,今年节能减排压力将明显下降,产能过剩行业投资有望出现回升。

二是,明年 22%的房地产投资增速对制造业投资仍有一定的带动作用。在节能减排压力减缓下,考虑房地产业投资对制造业有较高的影响度(0.75),保障性住房投资的大增将抵销商业性地产投资下滑的影响。

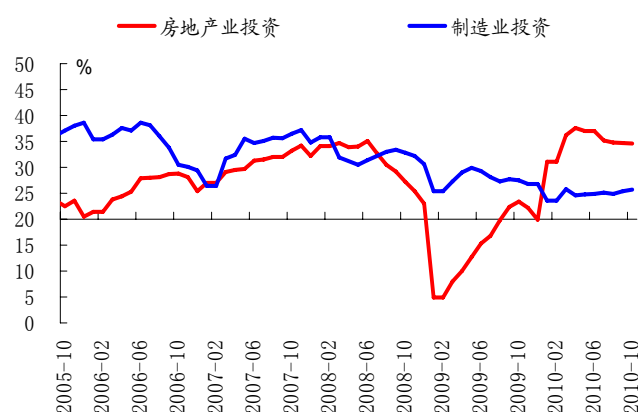
三是,出口复苏将进一步带动外需型制造业投资回升。

图 45: 产能过剩行业投资下行导致制造业投资疲软



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 46: 今年地产投资强劲增长, 而制造业减缓



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

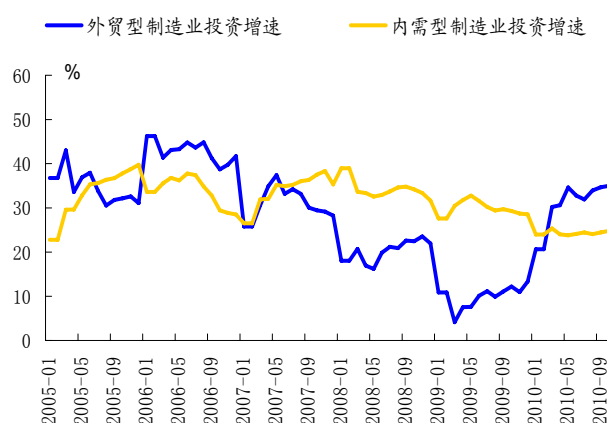
图 47: 房地产对上下游行业的影响度

		相关系数 (r)
上游行业	制造业	0.75
	黑色金属冶炼及压延加工业	2.65
	化学原料及化学制品制造业	1.23
	非金属矿物制品业	1.13
	电气机械及器材制造业	1.05
	专用设备制造业	0.8
下游行业	建筑及装潢材料类	0.7
	家用电器和音像器材类	0.16 (滞后4期)
	家具类	不显著

数据来源: CEIC 中投证券研究所

资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 48: 今年出口复苏带动外需型制造业回升



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

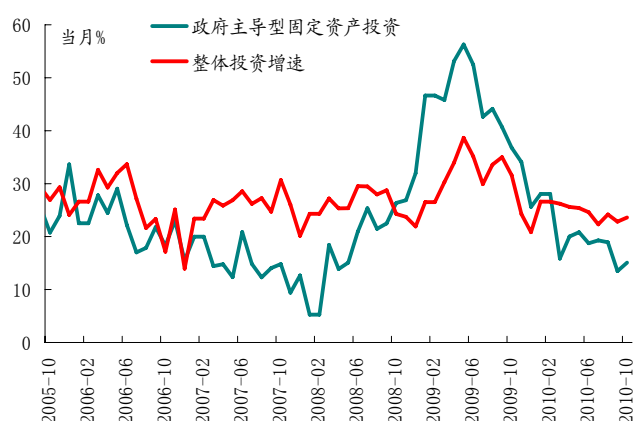
1.3 明年基础设施投资继续回落, 降至 10%

受今年政府投资预算下滑与年初暂停政府类“新开工项目”投资政策的影响, 前 10 月份的政府主导型投资仅增长 18.4%。今年中央政府公共投资预算是 9927 亿元, 比去年仅增长 7.4%, 而 2009 年却达 50%以上。

今年 3 月份开始, 国内政府主导型投资 (不包括保障性住房) 持续大幅低于整体固定资产投资。截至今年 10 月份, 政府主导型投资仅增长 18%, 低于整体投资 6 个百分点。其中, 水利、环境和公共设施管理业, 电力、燃气及水的生产和供应业与交通运输、仓储和邮政业的投资都出现明显下滑。

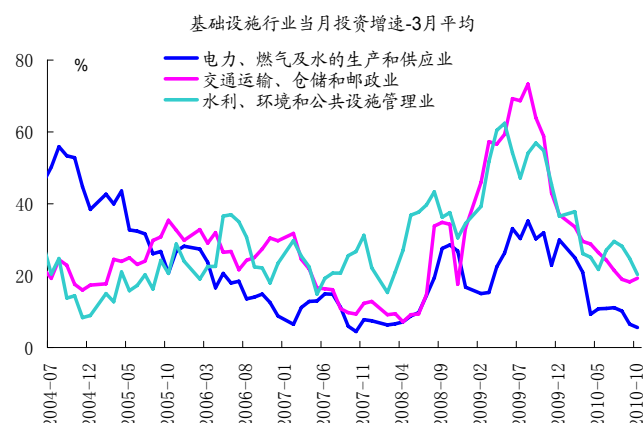
明年, 政府主导型投资 (不含保障性住房) 将低位运行, 预计在 10%。一是, 我们预计, 明年政府财政赤字 9500 亿元, 比今年下滑 10%, 相应的, 预计明年中央政府公共投资增长 5%, 这将造成政府主导型投资降至 10%左右。二是, 明年较高的通胀压力与紧缩的信贷也是制约因素。

图 49: 今年 3 月份开始, 政府投资大幅低于整体投资



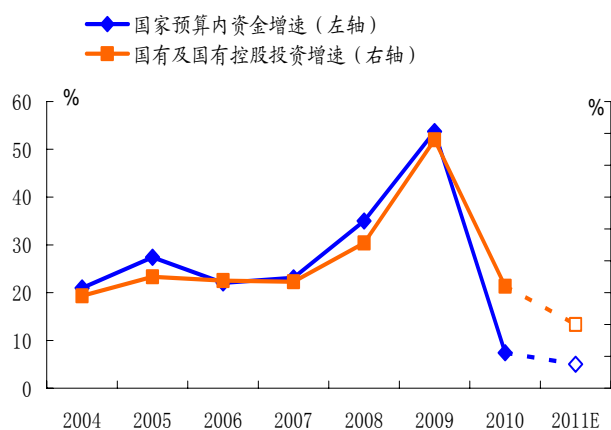
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 50: 今年三大基础设施行业投资都出现明显回落



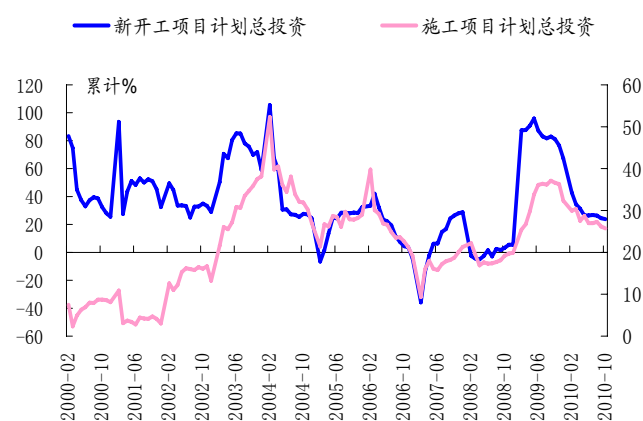
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 51: 明年国家预算内资金回落造成政府投资下行



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 52: 今年初以来新开工项目投资呈下行走势



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

2、收入分配改革深化, 消费升级延续

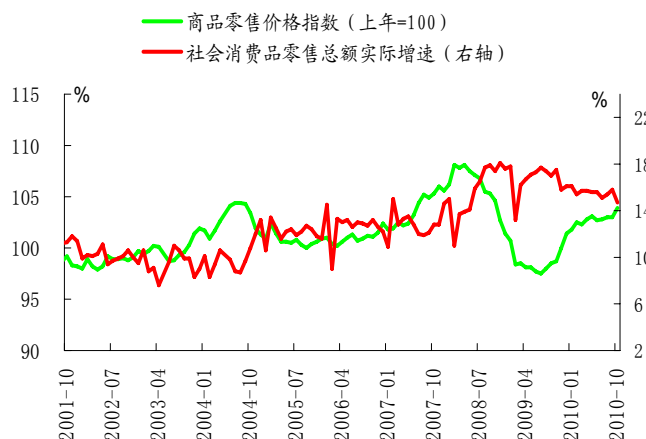
2005 年以来, 中国社会消费品零售实际增速不断攀升, 从 05 年的 12.1% 提高至 09 的 16.7%, 但在今年预计降至 15.5%。今年, 从消费细项来看, 房地产类消费 (家具、家用电器及音响器材与建筑及装潢材料), 食品、饮料及烟酒类与服装鞋帽针纺织品类等增长强劲; 前期持续回落的汽车消费从 8 月份开始“见底回升”。

“十二五”期间, 中国收入分配改革深化与经济结构转型将带动消费率提升, 促进中国消费升级的延续。2000 年以来, 中国发生了明显的消费结构升级。城镇居民在汽车、医疗保健与家庭设备更新换代上支出不断提高; 而农村居民在居住、交通通信、医疗保健与家庭设备更新换代上支出不断上升。

明年, 汽车消费再次步入强劲增长, 家庭设备更新换代延续, 通胀预期引发的食品类消费提升, 医疗保健与旅游等服务型消费业升级等将带动消费强劲增长, 预计全年增速在 20%。

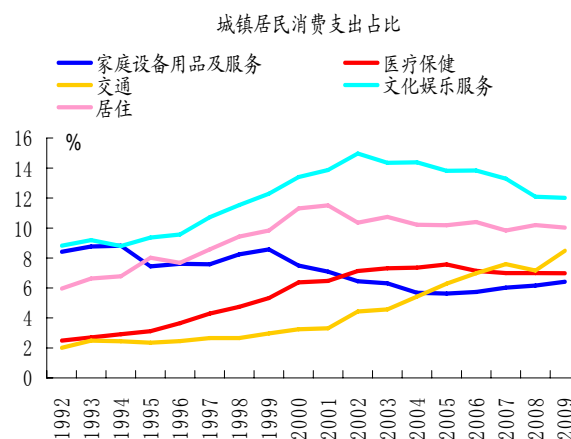
我们预计，明年涉及收入分配的相关政策有：年初推出收入分配改革指导意见，个人所得税综合征收改革与提高个人所得税起征，财政对农业、农村、民生领域支出继续提高。

图 53：近三年国内消费增速出现明显提升



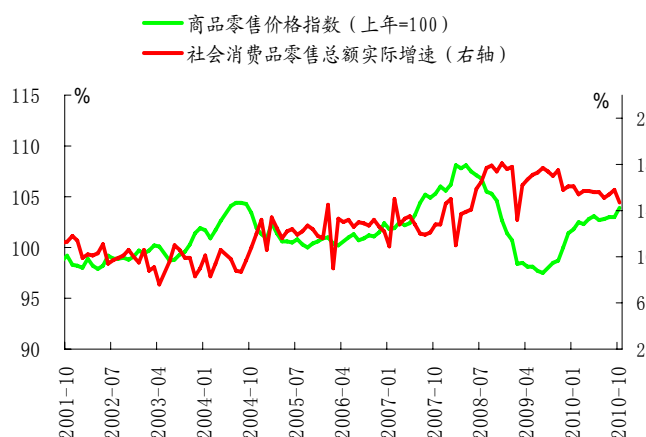
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 54：城镇居民在交通、医疗、家庭设备支出上升



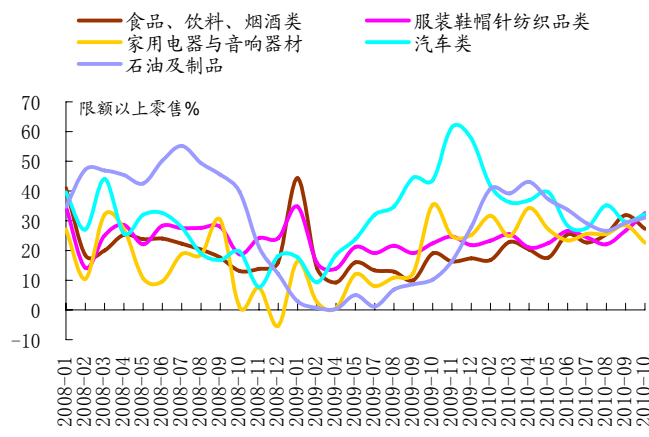
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 55：农村在居住、交通、医疗与家庭设备支出上升



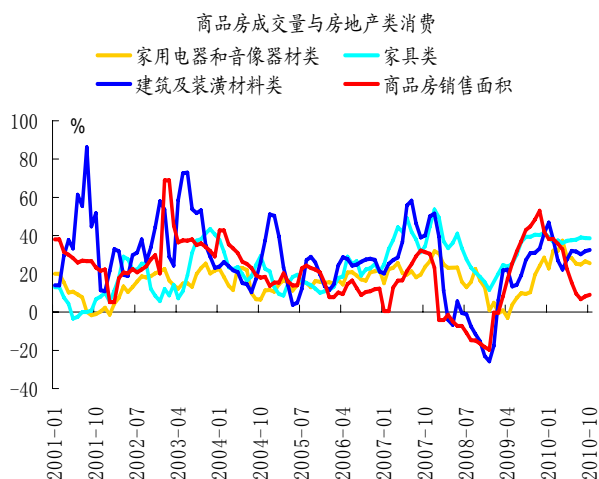
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 56：今年食品、家电与服装消费提升，而汽车回落



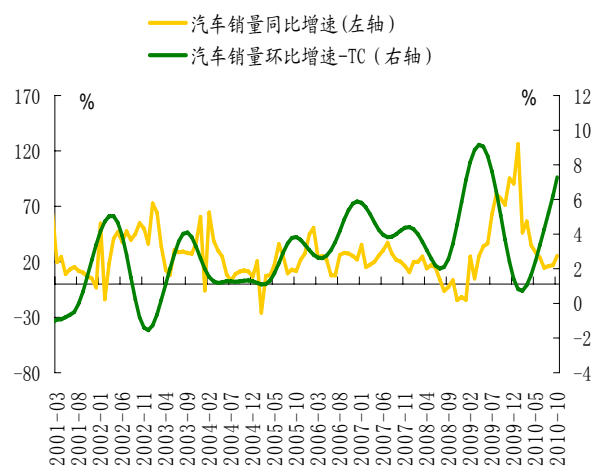
资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 57: 今年房地产类的消费增长强劲



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 58: 今年 8 月以来, 汽车消费已经“见底回升”



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

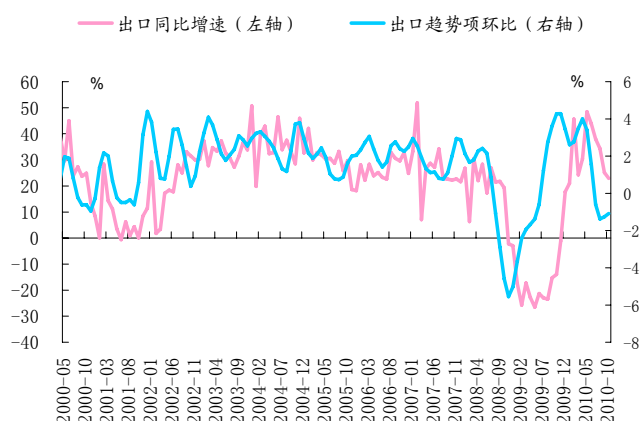
3、明年出口仍相对强劲，进口放缓

未来 5 个月内，由于加工贸易进口高位回落与出口趋势项环比下行，我们预计出口将高位回落，平均增速在 20%。

长期来看，我们对出口仍相对乐观。全球经济经过大幅衰退挤泡沫过程后，明年将处于恢复性增长期，预计美国经济明年增长 3%，欧洲增长 1.5%。因此，我们预计，明年中国的出口增速在 20%。

明年固定资产投资增速放缓将抑制进口的增长，预计进口放缓至 21%。

图 59: 出口趋势项环比增速开始回落预示出口下行



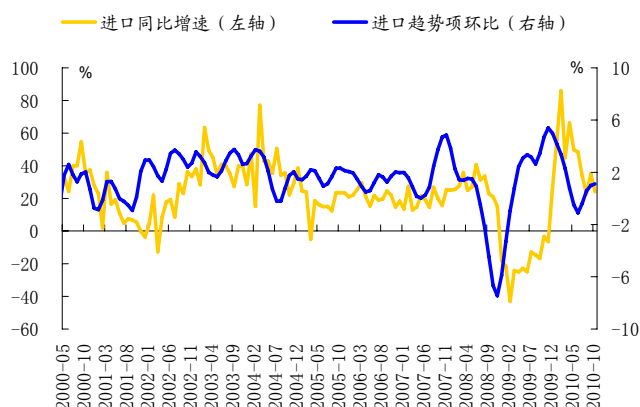
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 60: 加工贸易进口高位回落预示出口将有所下降



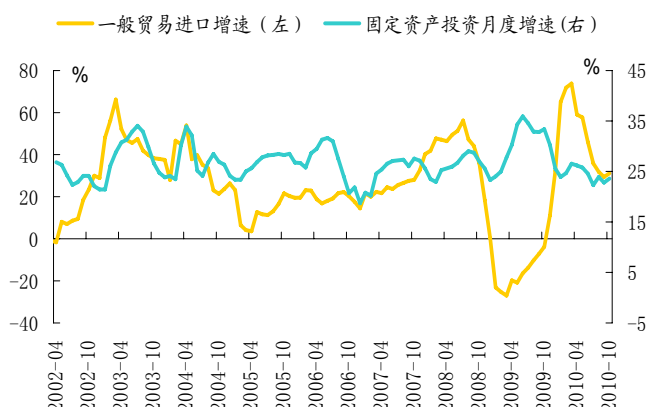
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 61: 进口趋势项下行放缓



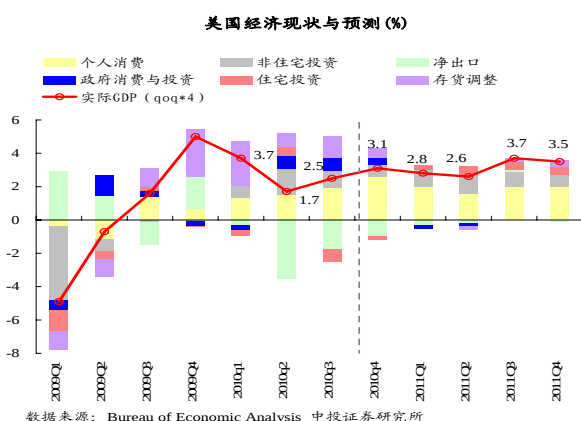
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 62: 投资疲软导致一般贸易进口下行



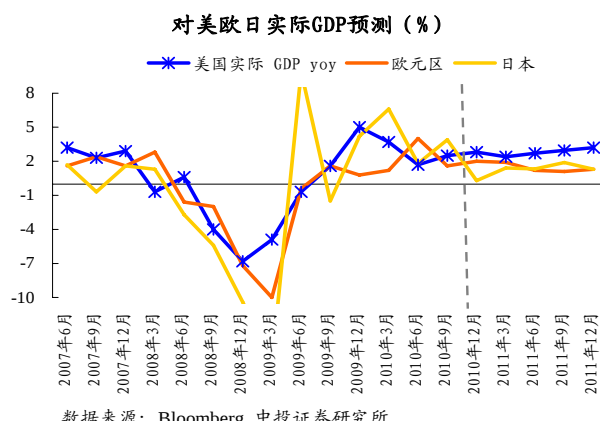
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 63: 预计 2011 年美国 GDP 3.0%



数据来源: Bureau of Economic Analysis 中投证券研究所

图 64: 2011 年美国经济增长快于欧元区



数据来源: Bloomberg 中投证券研究所

三、货币政策前紧后稳，财政重结构调整

我们预计，明年货币政策走势是“前紧后稳”，上半年从量与价格上持续收紧，下半年政策将进入“真空期”，但准备金率可能下调 1-2 次。我们预计，明年二季度前，存 2 次对称加息共 50 个基点可能；准备金率上调 2-3 次；明年信贷规模在 7 万亿元，信贷增长 14.6%，M2 与 M1 皆回落至 16%。

明年财政政策也将有所收紧，预计财政赤字 9500 亿元，下降 10%。

1、货币政策“前紧后稳”，人民币小幅升值

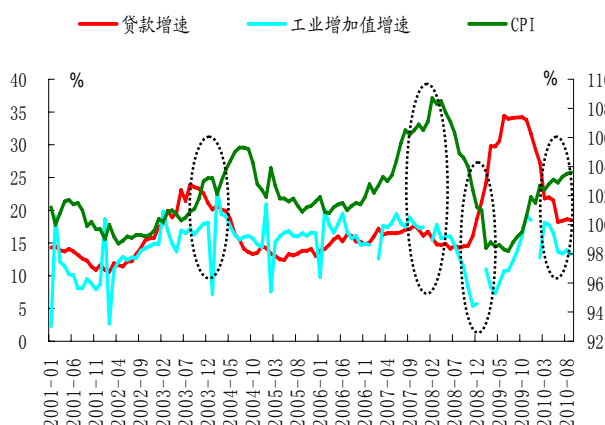
目前，中国经济处于工业生产企稳回升与通胀上行阶段，明年初信贷收缩成为大概率事件。

我们考虑明年信贷在 7 与 7.5 万亿元两种情形。一是，如果明年信贷 7 万亿

元，并严格按照“3: 3: 2: 2”节奏投放，明年初信贷增速快速降至 17% 左右，中期与年底分别在 16.3% 与 14.6%，接近 08 年中期水平。二是，如果明年信贷 7.5 万亿元，年底增速在 15.7%，明显高于 08 年时最低水平。因此，在考虑通胀压力较大的背景下，我们倾向于 7 万亿元的规模。

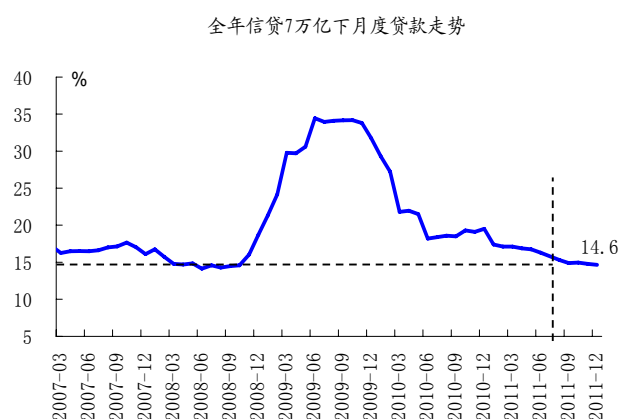
我们认为美元走势与政治因素是影响人民币汇率的关键因素。首先，明年，欧债危机的风险将进一步下降，但考虑美国经济复苏快于欧盟，美元可能继续走强。其次，紧信贷下国内经济稳步回落。因此，在美元走强与国内经济回落下，人民币升值速度将会明显放缓，预计全年升值 1-2%。

图 65: CPI 高企与工业企稳下存在收紧贷款可能



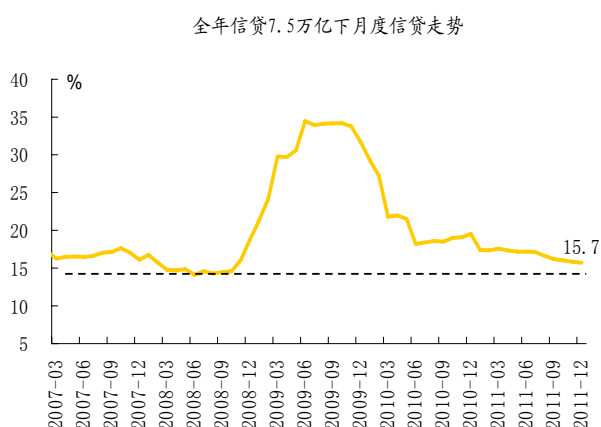
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 66: 贷款呈前高后低走势，全年仅增长 14.6%



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 67: 贷款增长 15.7%，高于 08 年最低水平



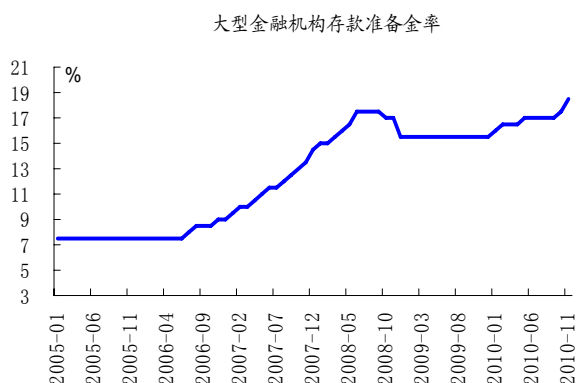
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 68: 近期人民币升值预期有所放缓



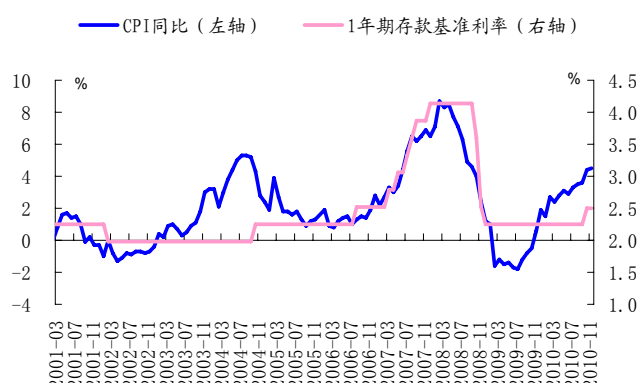
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 69: 大型金融机构存款准备金率达到 18.5%



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 70: 未来 3 个月内存款利率有升至 3% 的可能



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

2、明年财政政策重结构调整与民生，保障性住房大增

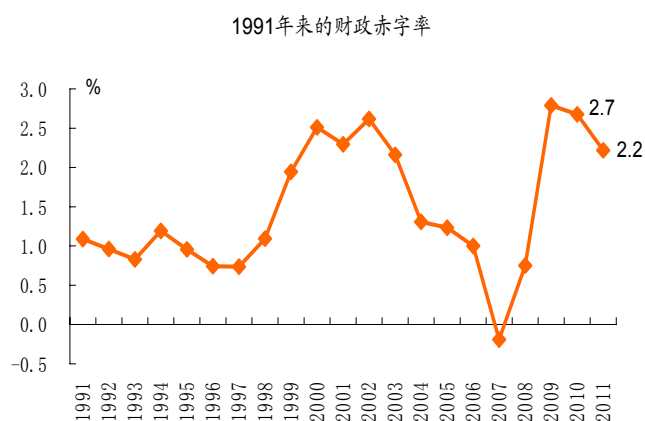
明年将继续实施积极的财政政策，但实际情况比今年收紧，主要体现为财政赤字预计将削减为 9500 亿元，比今年下降 10%，赤字率 2.2%，比今年下降 0.5 个百分点。

从近几年财政支出的变化来看，财政向经济结构调整与民生倾斜。其中，科学技术支出占比从 08 年的 3.4% 持续升至今年的 4.04%（前 10 个月）；环境保护支出在 09 年升至 2.5%，今年降至 2.2%；今年前 10 个月，社会保障与就业占比由去年的 10% 升至 10.9%；医疗卫生占比在 09 年升至 5.2%，今年略降至 4.9%。

我们预计，明年财政政策的重点仍然围绕经济结构调整与民生展开。一是，财政支出将重点用于保障性住房建设、教育医疗卫生等社会事业发展，农业和水利等基础设施建设，促进节能减排、环境保护、战略性新兴产业发展，支持中西部区域发展等。二是，实行结构性减税政策。研究实施服务业差额征税实施办法，生产型服务业领域推进增值税扩大改革，进一步降低中小型企业税负，降低中低收入者税负。

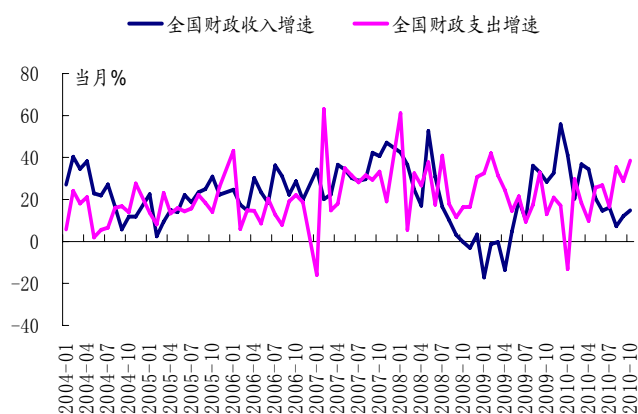
此外，我们预计，明年新增保障性住房将有 1000 万套，总投资 1.4-1.5 万亿元，以对冲商业性地产投资下滑的影响。前期财政部《保障性安居工程资金使用管理的通知》为保障房建设资金来源提供了制度保障，通过中央、地方财政贴息引导社会从商业银行融资发展公租房，租金收入用于偿还公租房贷款等。

图 71: 明年财政赤字率下降至 2.2%



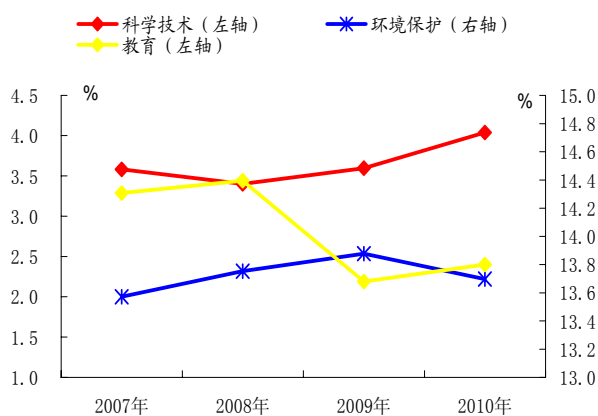
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 72: 今年 7、8 月份财政支出有所加快



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

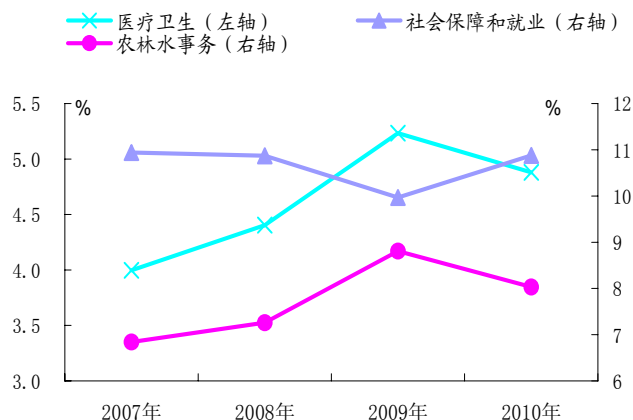
图 73: 财政支出在科学技术与教育上支出提升



资料来源: CEIC 中投证券研究所

注: 2010 年为前 10 月数据

图 74: 今年前 10 月财政在社会保障和就业支出提升



资料来源: CEIC 中投证券研究所

注: 2010 年为前 10 月数据

表格 3: 2010 年四季度及明年经济预测

	2010 年				2011 年					
%	Q1	Q2	Q3F	Q4F	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F	2010F	2011F
实际 GDP	11.9	10.3	9.3	9	9.2	9	9.5	9.7	10.1	9.4
工业增加值	19.6	16	13.6	13.2	14	14.5	15	15	15	14.4
社会消费品零售	18	18.5	18.3	18	20	21	19	18.5	18.2	20
城镇固定资产投资*	26.4	25.5	24	25	27	24	23	20	25	20
出口	30.3	41	32	20	20	18	23	25	30	20
进口	65.4	44	25	17	15	18	25	27	37	21
CPI	2.2	2.9	3.4	4.6	5.2	5.6	4.5	3.6	3.3	4.6
PPI	5.2	6.8	4.5	5.5	4	3.5	3	3	5.5	3.4
M2*	22.5	18.5	18.8	19	20	18	17	16	19	16
人民币贷款增速*	21.8	18.2	18.4	19.5	17	16.3	14.9	14.6	19.5	14.6
1 年期存款利率*	2.25	2.25	2.25	2.75	3	3	3	3	2.75	3
1 年期贷款利率*	5.31	5.31	5.31	5.81	6.06	6.06	6.06	6.06	5.56	6.06
存款准备金率*	16.5	17	17	19	20	20	19.5	19	19	19
人民币对美元汇率*	6.83	6.79	6.70	6.66	6.61	6.60	6.55	6.52	6.66	6.52

注: *表示期末值, 存款准备金率为大型金融机构

资料来源: CEIC 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

邢微微，中投证券宏观经济分析师，中国人民大学金融学硕士，5 年证券业从业经验。负责宏观经济研究，领域主要覆盖国内经济走势与财政货币政策等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 12 层北翼 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434