

稳健而非“从紧”，清扫悲观预期

事件

- 2010 年 12 月经济工作会议指出：明年宏观经济政策的基本取向要**积极稳健、审慎灵活**，重点是更加积极稳妥地处理好保持**经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期**的关系……把**稳定价格总水平放在更加突出的位置**……要实施**稳健的货币政策**，按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求，**把好流动性这个总闸门**，把信贷资金更多投向实体经济特。

基本结论

- 1、政策转折力度弱于市场预期，符合我们预期

2010 年经济工作会议基调释放，从全文措辞来看，紧缩力度弱于市场预期。我们认为无论从：（1）基调措辞的灵活性与保留性；（2）以控制流动性总闸门实施稳健的货币政策；（3）多维管理通胀预期的内在联系来看，2011 年的宏观调控并未从紧，应该消除此前的悲观预期。

- 2、从对农业、消费、货币多维给力“价格管控”

经济工作会突出物价稳定基调，**不仅直接针对通胀，而且从产业扶持、经济拉动、宏观调控等多方面间接抑制通胀预期**。具体看：（1）农业的措辞非常具体而坚定，出现了“米袋子”“菜篮子”“确保群众吃上放心食品”“耕地红线”等微观用词，体现了政策的执行力度将显著加大、保障农产品供给的方向坚定。（2）**消费“刺激”基本退出视野**。09 年经济工作会议强调提高居民收入、大力促进农民消费、稳定发展住房消费与汽车消费。而本次会议对消费的措辞为泛基调性质，一方面商品房的去支柱化方向使然；另一方面，汽车消费刺激对油价拉动、城市载荷也起到负面，而正常需求已经相当旺盛；考虑到信贷额度对内需的约束，消费“刺激”政策实质已经退出。（3）**以控制流动性总闸门实施稳健的货币政策**。“总体稳健、调节有度”的货币政策与从紧区别相差甚远；控制流动性阀门、信贷资金更多投向实体经济的措辞直指调控物价，而非抑制过热的需求。（4）**物价管控措辞突出并严厉**。经济工作会议不仅基调中将“稳定价格水平放在更加突出的位置”，措辞严厉的指出“以经济和法律手段为主，辅之以必要的行政手段，全面加强价格调控监管工作，保持物价总水平基本稳定”。

- 3、应积极的看待 2011 年宏观调控目标

2010 年经济工作会议基调与我们年报预测基本一致。对于宏观调控目标：预计 2011 年依然以 8%（而非 7.5%）为 GDP 目标，以 4%（而非 3%）为通胀目标，以 16%（而非 15%）为 M2 目标，以 7-7.5 万亿（而非 6-6.5）为信贷目标。信贷目标有可能由我们预测的 7 万亿（已经高于市场预期）调高至 7.5 万亿，略低于 16% 增速。

- 4、政策与经济协调性显著加强而非迟疑

12 月 10 提高存款准备金（而非利率）表明调控的“针锋相对”而非“迟疑”；12 月 10-11 公布的海关、央行、统计数据中，外贸（可能包含热钱因素）、投资、信贷数据均超市场预期。

二者共同印证了我们前期的对 4 季度总需求稳健向上的判断、应证了我们对宏观调整整体基调的把握。维持 2011 年年报增长稳健、物价可控的判断。

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

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

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

刘茜华 联系人
(8621)61356502
liuqh@gjzq.com.cn

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