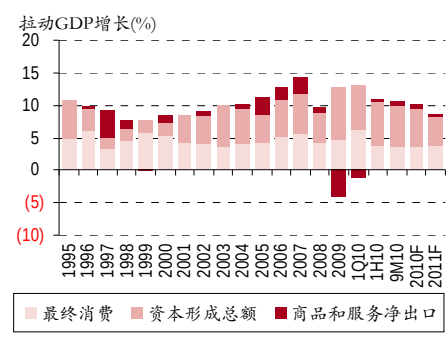
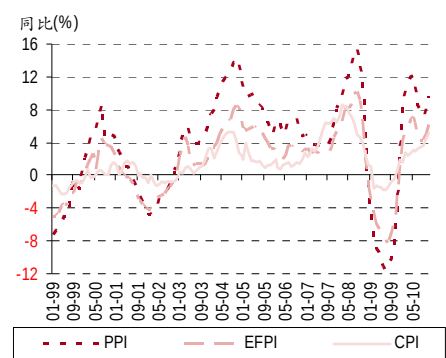


图表 1. 中国 GDP 增长构成


资料来源：国家统计局、中银国际研究

图表 2. 中国的通胀水平


资料来源：国家统计局、中银国际研究

宏观及策略

中国经济

2011 年经济形势复杂，中央政策更加审慎灵活

程漫江

mj.cheng@bocigroup.com
(8610) 6622 9128

叶丙南

bingnan.ye@bocigroup.com
(8610) 6622 9081

12 月 10-12 日，年度经济工作会议在京召开。此次会议上，政府表现出对经济形势和未来政策更加谨慎的态度。据官方消息，我们了解到，中央政府将采取更加审慎的方法管理通胀预期，避免直接提及实际通胀水平。政府决策者重申将更加积极稳妥的处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系。在会后发布的新闻通告中，我们注意到稳定物价已成为未来政府经济工作的重点之一。尽管尽量避免直接提及通胀，但政府已特别强调要增加农产品的供给。此外，中央政府将进一步加大农业补贴力度及农村水利工程投资，从而确保农产品供应稳定。

积极的财政政策和稳健的货币政策相结合。会议指出，2011 年政府将继续实施积极的财政政策，而货币政策和贷款政策将趋于稳健甚至相对收紧。会议重申，要严格监测并控制流动性。我们还注意到，中央政府再次表示，中国将持续推进汇率改革，人民币汇率将稳定在合理水平。与此同时，尽管仍将实施积极的财政政策，但政府表示要加强对地方融资平台的管理，避免在“十二五”开局出现盲目铺摊子、上项目的情况。我们注意到，会议强调要加强政策的稳健性和灵活性，这是以前从未有过的，也为明年的政策调整留下了较大的空间。

加快社会发展，改善民生。此次会议上，中央政府表示将采取更多措施加快社会事业的发展，改善民生。其中主要几点包括：加强教育重点领域建设、深化文化体制改革、采取更加积极的就业政策、加快建设覆盖城乡居民的社会保障体系、加快医疗卫生改革以及增加保障性住房供应等。中央政府表示，要严格控制财政的一般性行政支出，增加用于社会发展的财政支出。我们认为，这些措施将有助于中国转变经济增长模式并拉动消费。

制度改革带动经济增长方式转型。在会后的新闻通告中，政府表示要坚决推进各项制度改革，加快经济增长方式的转变。中央政府表示将制定收入分配制度改革方案，防止贫富差距进一步扩大。此外，财政及税收体系改革、金融及投资管理系统改革以及资源价格和环境保护领域的改革也将进一步加快。政府还表示，明年将推进资源税改革。为促进服务业的发展，政府将对一些生产相关服务行业展开用增值税替代营业税的试点计划。

工业发展“差异化”更加明显。在加快经济增长方式转变的政策指引下，我们预计，2011年不同工业领域的发展“差异化”将更为明显。此次会议上，政府再次强调要坚决控制产能过剩行业的扩张和新上项目。政府将采取更多措施推进制造业升级以及服务业和新兴战略行业的发展。中央政府还表示要加强节能减排工作，实现“低碳经济”。

图表 3. 历年国务院年度经济工作会议宏观政策组合和目标

会议召开时间	财政政策	货币政策	宏观政策目标
1994-11-28	增收节支	-	控制固定资产投资规模,坚决抑制通货膨胀
1995-12-05	适度从紧	适度从紧	控制社会需求, 增加有效供给, 促进经济总量平衡
1996-11-21	适度从紧	适度从紧	保持投资和消费的合理增长
1997-12-09	适度从紧	适度从紧	抑制通货膨胀
1998-12-07	积极	适当	扩大内需、刺激经济增长
1999-11-15	积极	进一步发挥作用	加强基础设施建设, 抓紧技术改造, 加快科技创新, 努力扩大消费。
2000-11-28	积极	稳健	巩固和发展经济增长的好形势, 推进经济结构的战略性调整
2001-11-27	积极	稳健	扩大内需
2002-12-09	积极	稳健	扩大内需
2003-11-27	积极	稳健	扩大内需
2004-12-03	稳健	稳健	控制固定资产投资规模的过快增长
2005-11-29	稳健	稳健	推进经济结构调整和经济增长方式转变
2006-12-05	稳健	稳健, 加强流动性管理	调整经济结构和转变增长方式
2007-12-03	稳健	从紧	双防: 防过热、防通胀
2008-12-08	积极	适度宽松	保增长、扩内需、调结构
2009-12-05	积极	适度宽松	提高政策的针对性和灵活性, 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
2010-12-10	积极	稳健	宏观经济政策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, 加快推进经济结构战略性调整, 把稳定价格总水平放在更加突出的位置

资料来源: 新华社、中银国际研究

图表 4. 中国的财政收支

(十亿元)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
财政收入	988	1,144	1,340	1,639	1,890	2,172	2,640	3,165	3,876	5,132	6,133	6,852	7,982	9,220
同比(%)	14.2	15.9	17.0	22.3	15.4	14.9	21.6	19.9	22.5	32.4	19.5	11.7	16.5	15.5
财政支出	1,080	1,319	1,589	1,890	2,205	2,465	2,849	3,393	4,042	4,978	6,259	7,630	8,965	10,568
同比(%)	16.9	22.1	20.5	19.0	16.7	11.8	15.6	19.1	19.1	23.2	25.7	21.9	17.5	16.0
财政盈余	(92)	(174)	(249)	(252)	(315)	(293)	(209)	(228)	(216)	51	(236)	(829)	(983)	(1348.0)
占 GDP 比(%)	(1.1)	(1.9)	(2.5)	(2.3)	(2.6)	(2.2)	(1.3)	(1.2)	(1.0)	0.2	(0.8)	(2.4)	(2.5)	(3.0)
国债发行	370.2	415.4	448.4	566.1	602.9	672.6	692.3	704.2	888.3	2,313.9	855.8	1,628	1,968	2,448
占 GDP 比(%)	4.4	4.6	4.5	5.2	5.0	5.0	4.3	3.8	4.1	8.7	2.7	4.8	5.0	5.4
国债余额	777	1,054	1,302	1,562	1,934	2,260	2,578	3,185	3,438	5,147	5,280	5,974	6,957	8,305
占 GDP 比(%)	9.2	11.8	13.1	14.2	16.1	16.6	16.1	17.2	15.9	19.4	16.8	17.5	17.7	18.5

资料来源: 财政部、中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371