

稳增长，防通胀，保民生

—2010 年中央经济工作会议点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期

2010 年 12 月 14 日

闫 伟

S0860110110025

黄国珍

S0860110080007

李立峰

S0860110070052

冯玉明

S0860200010045

事件：

一年一度的中央经济工作会议于 2010 年 12 月 10 日至 12 日在北京召开。会议提出，2011 年的宏观经济政策取向要“积极稳健、审慎灵活”。

点评：

以“积极稳健，审慎灵活”政策方针来应对复杂的国内经济环境。与过去两年强调宏观政策的“连续性和稳定性”不同，此次会议提出，宏观政策的基本取向要“积极稳健，审慎灵活”。我们认为这是由国内经济环境复杂所决定，一方面，今年四季度和明年一季度经济增速仍有可能进一步放缓。由于基数原因，同时投资、出口增速可能放缓，海外经济前景也不明朗，国内经济向下走的趋势仍然存在；另一方面，通胀压力有增无减，当前主要农产品价格并没有出现趋势性回落，且引发物价上涨的因素正在扩散，从以往的经验看，随着涨价因素从农产品向食品制成品和非食品的扩散，以及 PPI 向 CPI 传导作用的加大，CPI 可能会再上一个更高的台阶。这就要求未来国内宏观调控政策必须保持有效性和前瞻性，以灵活应对复杂的经济局面。

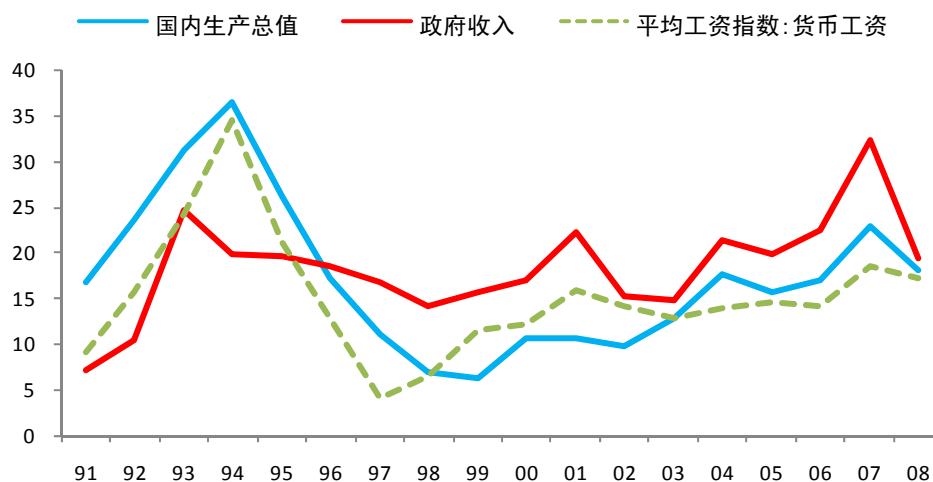
执行“稳健”的货币政策，控制流动性闸门预防物价过快上涨。以往实体经济过热推高通胀所不同，今年超乎预期的是在实体经济没有过热的情况下，资产价格居高不下，食品和居住类价格推动物价水平攀升，高物价背后的原因是流动性泛滥，今年年初央行定的 M2 目标为 17% 左右，但是前 10 月 M2 增速达到 19.3%，考虑到 11 月新增信贷约在 5100 亿，全年新增信贷略超 7.5 万亿，全年 M2 回落到 17% 的目标几无可能，今年四季度新增外汇占款也远超市场预期，10 月份新增外汇占款高达 5190.47 亿。由此，央行 2011 年不宜继续实施适度宽松货币政策，调控流动性成为当务之急。

“宽财政”政策延续，支出结构将向民生倾斜。会议提出明年实施积极财政政策，我们认为其原因有四个，一是实施“4 万亿”经济刺激计划期间开工的大量项目，由于周期比较长，许多项目需要后续建设资金；二是明年是“十二五”开局之年，许多基建需要财政配合，包括保障性住房等；三是国内经济基础不牢固，需要财政支持；四是这两年财政收入增长均在 10% 以上，有实施积极财政政策的基础。在财政支出结构方面，虽然近年来我国财政方面涉及民生的支出增速有所提高，但在政府财政支出中的比重依然偏低，在中央的“十二五规划”建议中也提出，“要增加政府支出用于改善民生和社会事业的比重”。

“还富于民”，解除经济结构调整进度缓慢的制度制约。中国经济结构调整喊了很多年，然而却迟迟不见效果。究其根本，除了转型的物质条件基础培育需要时间外，GDP 蛋糕在政府、企业和居民户之间分配的失衡是深层次的制度因素。政府收入增长长期高于 GDP 和工资增长，使得资源更多的向政府部门集中，而居民收入则落后于经济增长更落后于政府收入的增长。与此同时，居民收入增长缓慢是制约消费的最重要因素之一。

图 1：政府收入增长长期高于经济增速和居民工资增长

单位：%

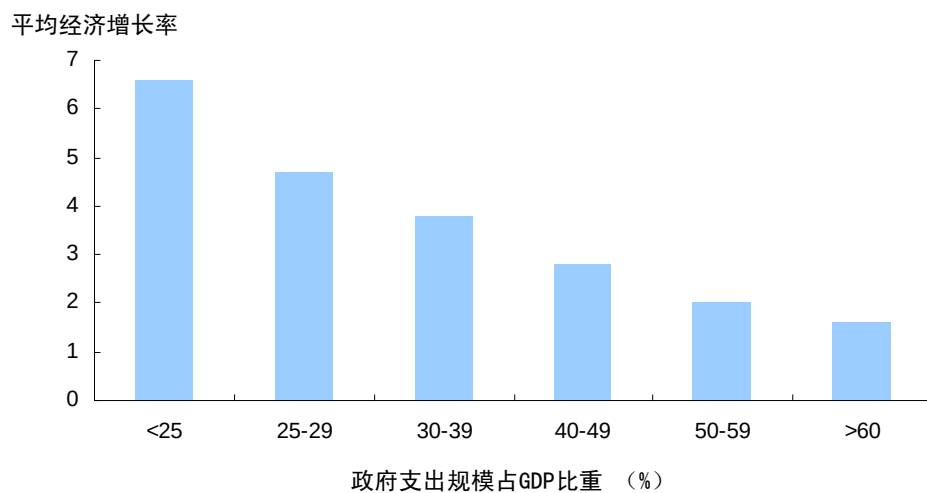


资料来源：CEIC、东方证券研究所

政府转型，打破预算分配的“政府自肥”模式，解除增长桎梏。今年前 11 个月，政府财政收入 7.67 万亿元，增长 21.1%，约为同期 GDP 增速的 2 倍。”十一五”期间，伴随着”保民生”基调的强化，财政收入也以平均约 GDP2 倍的收入保持高速增长，而政府收费以及土地出让金收入等则以更高的速度增长。政府收入的持续高速增长导致目前，中国政府收入在 GDP 中的比重已经超过 30%。政府收入在国民经济中的比重过高将对经济增长和就业产生负面影响。实证研究对 OECD 国家在 1960—1996 年三十六年的数据分析表明，更高的政府支出，将导致较低的经济增长。

另外，虽然政府收入高速增长，但对于真正民生需要的支出却始终维持着“低比重”的格局：以社会保障和就业、教育以及医疗卫生领域支出为例，截至今年 11 月，上述三项支出在政府支出结构中所占比重仅分别为 9.2%、5.5%和 13.1%。而美国医疗卫生支出在政府财政支出中比重超过 20%。

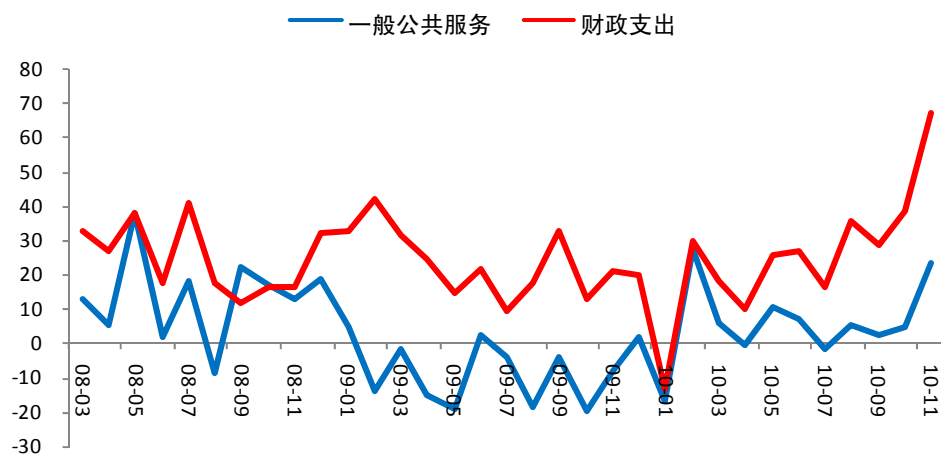
图 2：1960—1996 年间 OECD 国家经济增长与政府支出占比之间的关系



资料来源：美国国会 <http://www.house.gov/jec/growth/function/function.htm>、东方证券研究所

图 3：公共服务等公益性支出增速持续低于财政支出增速

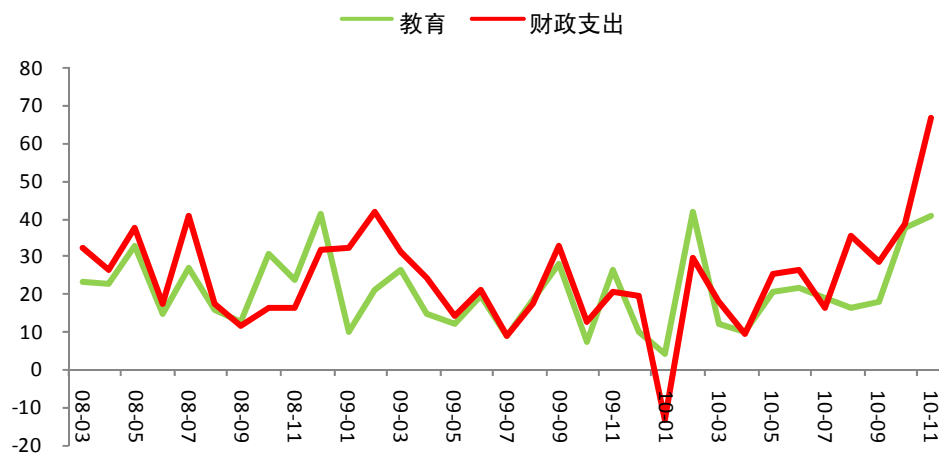
单位：当月同比，%



资料来源：CEIC、东方证券研究所

图 4：教育支出增速低于财政支出总体增速

单位：当月同比，%



资料来源：CEIC、东方证券研究所

表 1：政府财政支出中涉及“民生”项目比重较低

单位：%

支出类别	10-11	10-10	10-09	10-08	10-07	10-06	10-05
财政支出：一般公共服务	9.0	9.1	9.9	10.0	10.9	9.6	10.6
财政支出：公共安全	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财政支出：教育	13.1	14.2	13.6	11.3	14.1	12.9	13.7
财政支出：科学技术	2.4	4.7	4.1	3.4	3.1	6.1	4.8
财政支出：文化体育与传媒	0.0	1.5	1.6	1.6	1.8	1.4	2.0
财政支出：社会保障和就业	9.2	9.2	8.4	10.6	9.4	10.1	12.0
财政支出：医疗卫生	5.5	5.3	5.6	5.5	4.9	4.7	5.6
财政支出：环境保护	0.0	3.7	3.3	2.5	2.3	2.5	1.5
财政支出：城乡社区事务	7.4	6.1	6.7	5.8	6.0	7.8	7.3
财政支出：农林水事务	9.8	8.7	8.4	7.5	7.9	8.6	8.4
财政支出：交通运输	5.5	4.8	7.9	10.1	6.6	6.7	6.1
财政支出：资源勘探电力信息等事务	4.0	2.9	3.7	3.1	4.8	3.5	3.9
财政支出：粮油物资储备等管理事务	0.0	0.6	0.8	0.9	1.1	2.0	1.0
财政支出：金融监管	0.0	3.4	0.4	0.3	1.2	0.4	0.2
财政支出：工业商业金融等事务	0.0	6.9	4.9	4.2	7.0	5.9	5.1

资料来源：CEIC、东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn