宏观研究/深度报告

2011“软着陆”：增速回稳 通胀回落 转型加速

—中国宏观经济年度预测报告

民生精品---宏观深度研究报告 2010 年 12 月 14 日

报告摘要：

- **2011年上半年“软着陆”**

  从订单、库存、汽车和商品房销售、新开工投资项目、M1 增速、经济景气指数等先行指标看，我国经济同比增速将继续回落，预计明年二季度实现“软着陆”。

- **上半年增长8.9%，下半年9.5%，全年9.2%**

  2011 年上半年将是刺激政策的最后消化期。受货币紧缩、四万亿投资退出、商品房和汽车销售减速等因素影响，预测 2011 年上半年 GDP 同比增速将回落到 8.9%附近企稳，下半年回升到 9.5%，全年 9.2%。

- **金融伸缩对经济增长影响偏负**

  预测 2011 年我国人民币新增信贷在 6.5-7.0 万亿元之间，信贷紧缩对经济增长的影响为负，房价趋于稳定，房地产市场对经济增长的影响中性，股市上涨，对经济增长的影响正面，综合来看，金融伸缩对 GDP 增速的影响总体偏负。

- **CPI两阶段回落**

  近期市场颇为关注的通胀压力将随着供给增加、经济减速、预期好转和宏观调控在明年春节后部分缓解，明年下半年有效缓解。预测 2011 年上半年 CPI 同比上涨 3.9%，下半年 3.0%，全年 3.5%。

- **转型加速，下半年步入新周期**

  2010 年房地产调控和节能减排开启加速转型新时期。2011 年劳动力、资源、土地等要素制约经济较快增长。我国成为全球再平衡的焦点，这将抑制出口增长。2011 年我国转型将加速，着力点是促进消费，促进中西部发展和大力发展战略性新兴产业。

2011 年主要经济指标预测

	2009A	2010E	2011H1E	2011H2E	2011E
GDP 增速（%）	9.1	10.2	8.9	9.5	9.2
CPI 同比涨幅（%）	-0.7	3.3	3.9	3.0	3.5
城镇固定资产投资增速（%）	30.5	25.0	20.0	24.5	22.5
社会消费品零售总额增速(%)	15.5	18.4	18.3	18.7	18.5
出口增速（%）	-16.0	31.2	14.0	12.0	13.0
规模以上工业增加值增速(%)	11.0	15.5	12.0	14.0	13.0

资料来源：民生证券研究所

民生证券研究所

滕 泰 首席经济学家
执业证号：S0130209051671
电话：(8610)85127628
邮箱：tengtai@mszq.com

郝大明 宏观分析师
执业证号：S0100210110001
电话：(8610)85127658
邮箱：haodaming@mszq.com

张 磊 宏观分析师
执业证号：S0100110110028
电话：(8610)85127662
邮箱：zhanglei_yj@mszq.com

钟正生 宏观分析师
电话：(8610)85127656
邮箱：zhongzhengsheng@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

相关研究

1.《2015：从贸易顺差到贸易逆差——“十二五”中国外贸形势评估报告》2010.11.11

2.《美元将触底反弹，人民币双向宽幅波动》2010.10.22

3.《站在历史的时间窗口——2010 年四季度宏观经济报告》2010.9.28

4.《四周期综合分析，二次探底无可能——2010 年下半年世界经济形势判断》2010.8.18

5.《下行压力部分缓解，政策转向或在年底——2010 年下半年中国宏观经济报告》2010.7.27

目 录

一、2011 上半年“软着陆” 3
（一）需求微升，库存劲升，生产高增长难以持续较长时间 3
（二）汽车和商品房销售增速明年将回落 4
（三）新开工投资项目同比下行预示未来投资增速回落 4
（四）M1 增速明年将现“Z 型”走势 5
（五）先行指数预示经济增速回落持续到明年二季度 5
二、增速上半年企稳，下半年步入新周期 6
（一）投资增速小幅回落 6
（二）消费平稳增长 8
（三）出口增速低于进口增速，贸易顺差减少 10
（四）预测 2011 年我国 GDP 增长 9.2%，下半年开始新周期 11
三、金融伸缩对经济增长的总体影响偏负 13
（一）2011 年信贷在 6.5－7.0 万亿之间 13
（二）信贷紧缩对经济增长的影响偏负 14
（三）股市上涨对经济增长的影响为正 15
（四）房地产市场对经济增长的影响为中性 15
四、通胀前高后低，两阶段回落 15
（一）实际 GDP 增速低于潜在 GDP 增速抑制 CPI 上涨 15
（二）大宗商品期货价格下跌有效抑制通胀预期 16
（三）居住价格同比涨幅将回落 18
（四）蔬菜、肉类和蛋类价格对 CPI 影响春节后将减弱 20
（五）预测 2011 年 CPI 同比上涨 3.5% 21
五、三大着力点推动转型加速，下半年步入新周期 22
（一）2010 年开启加速转型新时期 22
（二）2011 年国内资源和环境瓶颈促进加速转型 24
（三）2011 年国际再平衡环境促进加速转型 27
（四）三大着力点推动加速转型 28
（五）2011 年下半年转型加速，下半年步入新周期 30
插图目录 32
表格目录 33

我们对2011年中国宏观经济的基本看法是：增速回稳，通胀回落，转型加速。我国经济规模在最近二年已上新台阶，现有的资源和环境不支持2011年经济继续保持高增长、低通胀。2011年上半年，受货币紧缩、四万亿投资退出、商品房和汽车销售减速、出口增速回落等因素影响，GDP同比增速将回落到8.9%附近企稳，明年下半年转型加速，GDP增速将回升到9.5%。近期市场颇为关注的通胀压力将随着经济减速和宏观调控在明年春节后部分缓解，明年下半年有效缓解。在国内通胀压力高企和国际上成为全球再平衡的焦点的情况下，转型加速，着力点是促进消费，促进中西部发展和大力发展战略性新兴产业。2011年上半年将完成刺激政策的消化，下半年实现向新一轮经济增长周期的过渡。

一、2011 上半年“软着陆”

从订单、库存、汽车和商品房销售、新开工投资项目、M1增速、经济景气指数等先行指标看，今年四季度和明年1月将是一个补库存过程，明年2月到6月将是一个去库存过程，明年二季度完成过去两年刺激政策的消化，实现“软着陆”。

（一）需求微升，库存劲升，生产高增长难以持续较长时间

12月1日公布的最新PMI指数表明，新订单指数11月仅比10月微升0.1个百分点，但生产指数比10月上升1.4个百分点，产成品库存指数上升2.0个百分点，购进价格指数上升3.6个百分点，反映国内需求的进口指数下跌1.8个百分点，这表明，12月将是一个补库存过程，生产可能还会高增长，但难以持续较长时间，我们预测生产高增长持续到春节前。

图 1：PMI 生产指数与需求指数

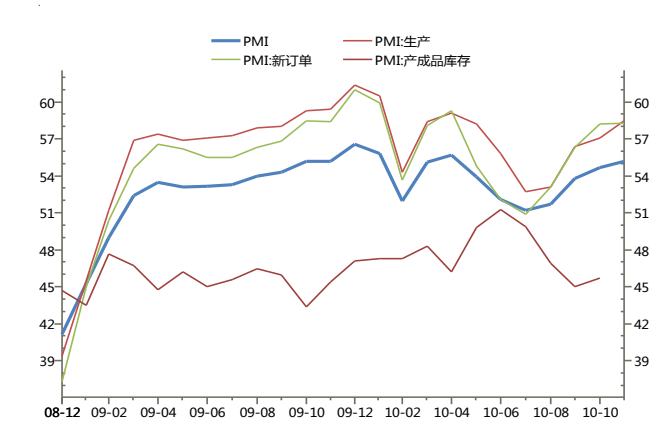
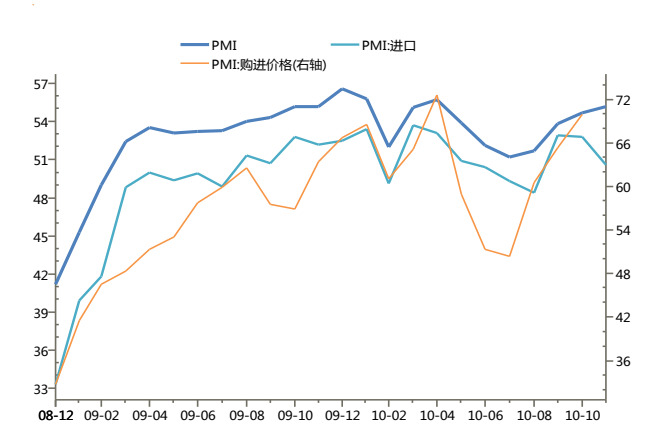


图 2：PMI 需求指数



资料来源：Wind，民生证券研究所

进口指数回落预示短期经济将回落。我国PMI进口指数今年3月到达阶段性高点53.7%，之后持续下行4个月，9月，进口指数再次达到阶段性高点52.9%，并在10月和11月连续下行2个月，这预示着，未来经济再次回落的可能性较大。

购进价格指数预示短期经济可能回落。今年4月，购进价格指数位于阶段性高点72.6%，受房地产调控，经济持续下行4个月。目前，购进价格指数位于阶段性高点73.5%，高于今年4月，并且，通胀压力高企，物价调控从10月已经开始，预计调控时间至少持续半年，这意味着从11月开始的半年经济将以回落为主。

（二）汽车和商品房销售增速明年将回落

首先，汽车销售增速在4-7月连续4个月回落，8-11月连续4个月出现反弹，其中，7月同比增速回落到14.6%，10月反弹到25.5%，11月26.9％。汽车销售元旦前面临优惠政策到期的影响，一月份还会受到春节刺激，增速得以保持；明年二月起，如果没有更强的政策刺激，汽车销售增速将明显回落。

其次，商品房销售增速在3-7月连续5个月增增速回落后连续3个月反弹，其中，7月增速回落到－15.4%，9月反弹到16.6%，10月回落到16.0%，11月尽管销售面积达到10113万平，但同比增速仍回落到14.5％。受今年四季度房地产调控政策再度加强影响，我们预测明年上半年商品房销售增速将继续回落。

图 3：汽车销售增速大幅回落后反弹

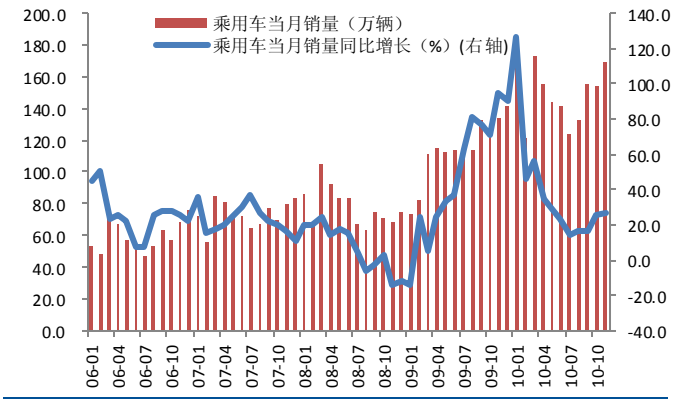
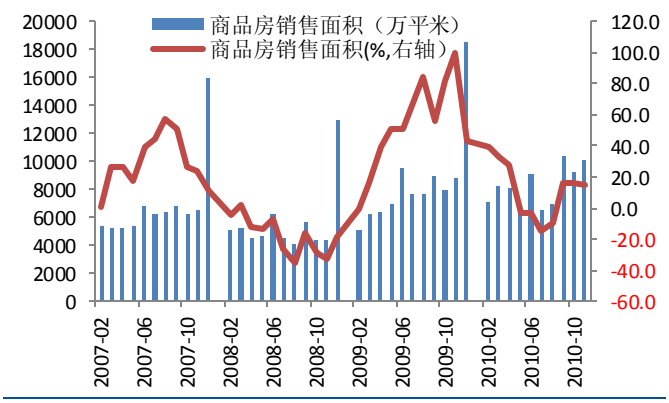


图 4：商品房销售增速大幅回落后反弹

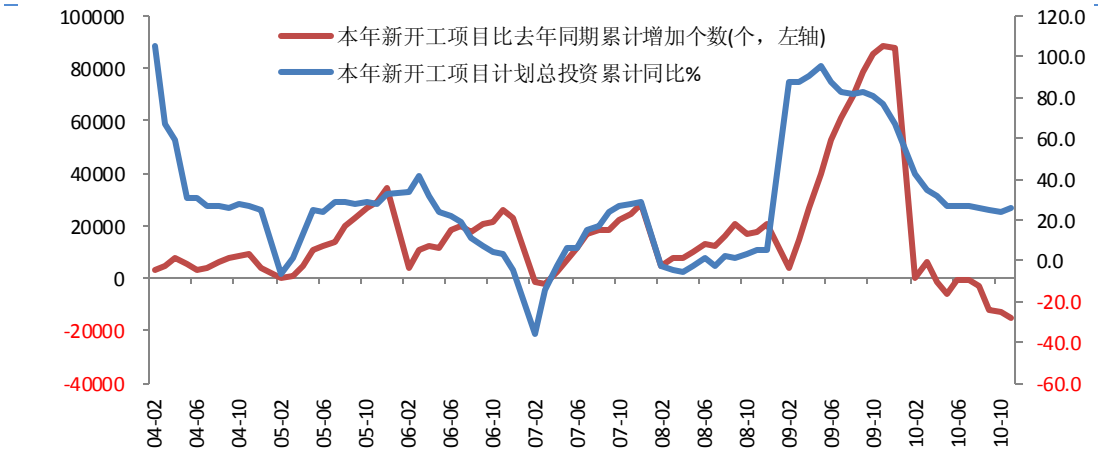


资料来源：Wind，民生证券研究所

（三）新开工投资项目同比下行预示未来投资增速回落

今年 1-10 月，城镇固定资产投资本年新开工项目个数 28.0 万个，比去年同期减少 13136 个，新开工项目累计计划总投资额 15.4 万亿元，同比增长 23.8%，比上年同期回落 57.3 个百分点。新开工项目个数和计划总投资是固定资产投资的先行指标，新开工项目个数同比大幅减少，计划总投资额大幅回落，预示着投资增速仍将回落。

图 5：投资新开工项目增速快速下滑

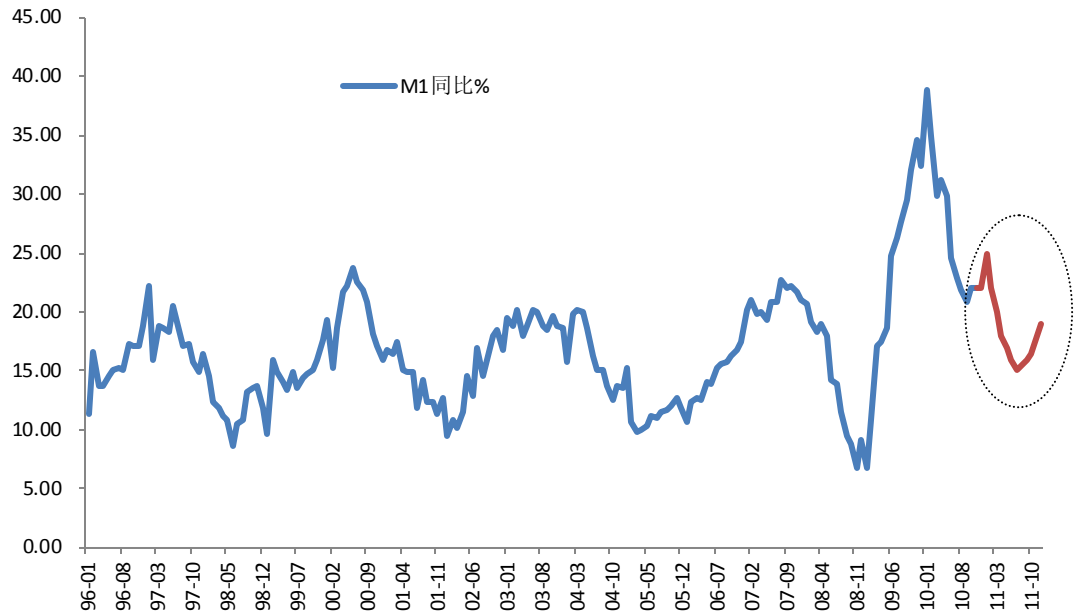


资料来源：Wind，民生证券研究所

（四）M1 增速明年将现“Z 型”走势

M1增速是反映经济活跃程度的先行指标。今年1月M1增速创下39.0%的高点后，持续下行，最低到9月的20.9%，10月反弹到22.1%。从历史来看，目前M1增速仍然较高，与2007年8月经济增长高峰期的22.8%非常接近，也与经济调整期的2000年6月的23.7%比较接近。这就意味着，目前M1增速虽经历持续回落，仍有较大的下行空间。预计明年一季度信贷增加，M1增速将上行，二季度，信贷和货币将趋于紧缩，M1增速将回落，下半年，M1增速将上升，全年M1走势呈现“Z型”。

图 6：2011 年 M1 增速或将先上后下再上，总体向下



资料来源：Wind，民生证券研究所

（五）先行指数预示经济增速回落持续到明年二季度

我国宏观经济景气先行指数领先一致指数约5个月。自今年3月起，先行指数持续下行，一直到8月101.6，9月和10月持平101.6，即使11月向上，一致指数最早明年4月才开始上行。

从先行指数的新开工投资项目、货币供应M2、房地产开发领先指数等指标分析，11月和12月物价调控，货币趋紧，先行指数将将下行，这种情况春节前改变的可能性较小，如果2月物价回落、调控有所松动，先行指数向上，那么5个月后，即进入三季度，经济将开始回升。

图 7：一致指数与先行指数

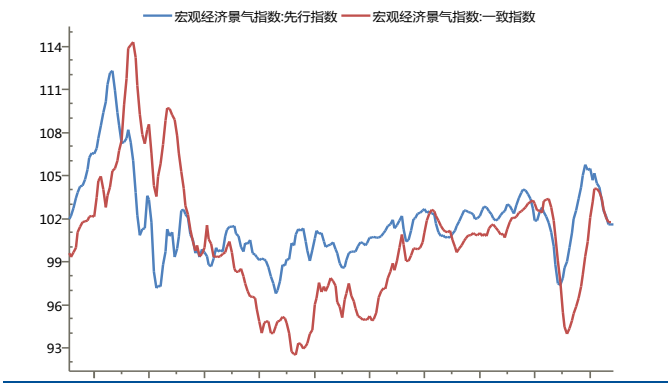
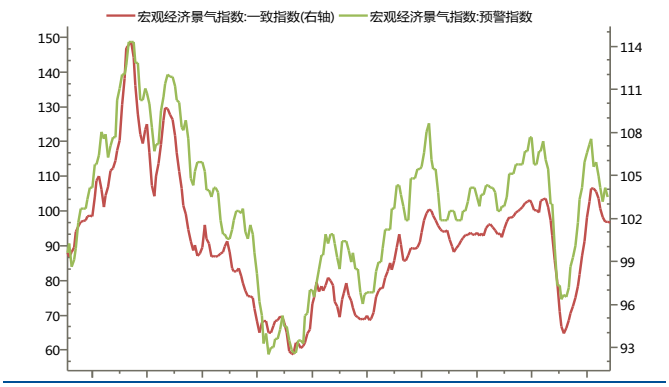


图 8：一致指数与预警指数



资料来源：Wind，民生证券研究所

综合判断，我国政府刺激经济增长由应对危机型向常规型回归，政策的刺激力度和效应都在减弱，节能减排、经济结构调整将对粗放式经济增长形成约束，汽车和商品房两大消费主力增势放缓。下半年我国经济企稳回升主要是刺激政策即将到期和季节性因素所致。明年上半年我国经济增速将继续放缓，二季度有望企稳。

二、增速上半年企稳，下半年步入新周期

短期通胀压力高企货币紧缩，中期投资和出口增速回落，长期土地、劳动力、资源、技术等增长遭遇瓶颈，2011年经济增长速度将低于2010年。预测2011年上半年GDP增长8.9%，实现政策刺激后的软着陆。下半年，通胀回落，政策适当放松，转型加速，经济回升，预测GDP增长9.5%，经济实现向新一轮经济增长周期上升期的转换。

（一）投资增速小幅回落

除新开工项目同比下行外，治理地方政府融资平台抑制地方项目投资，房地产调控抑制房地产投资，抑制通胀货币趋紧等因素都将抑制 2011 年投资增长，预测 2011 年投资增速将低于 2010 年。

1、治理地方政府融资平台抑制地方项目投资

为支持4万亿投资计划，2009年新增人民币贷款9.59万亿元，今年将新增约7.5万亿元。在贷给地方政府融资平台的7.7万亿元贷款中，约有23%面临违约风险。中央经济工作会议要求加强地方政府性债务管理，坚决防止借“十二五”开局盲目铺摊子、上项目。2011年，除保证4万亿经济刺激计划的在建和续建项目，银行将严格限制向地方政府融资平台下的新项目发放贷款。这就预示着，明年地方项目投资资金来源受到较大限制，地方项目投资增速受到较大限制。

图 9：地方项目投资增速仍有回落空间

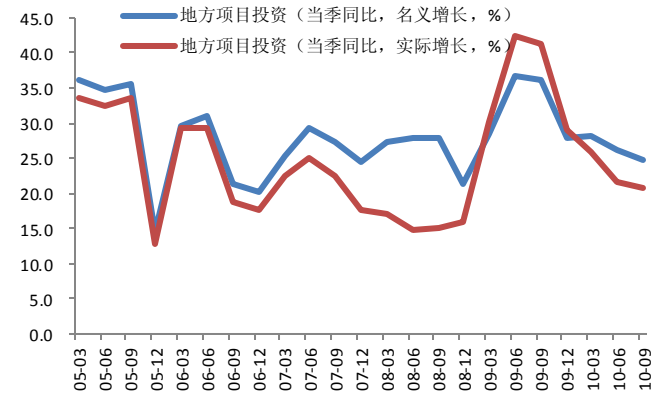


图 10：国内贷款增速快速回落到低位

资料来源：Wind，民生证券研究所

2、房地产投资增速将明显回落

在房地产调控“新政”作用下，今年三季度商品房销售已从年初的高增长迅速变为下降，三季度为－1.9%，其中住宅为－4.1%；而商品房新开工面积增速在连续三个季度高增长后，虽仍保持较高增长，三季度分别为54.1%和52.1%，但比二季度已回落了18.9和15.2个百分点。销售面积和房地产新开工面积增速的大幅下行，预示着明年房地产投资增速将会明显下滑。明年国家还会推出较大庞大的保障房建设计划，但其进度可能还是下半年较快。预测明年房地产投资施工高峰在下半年，二季度增速较低，下半年有所回升。综合来看，2011年房地产投资增速前低后高，增速将比今年回落。

图 11：地方项目投资增速仍有回落空间

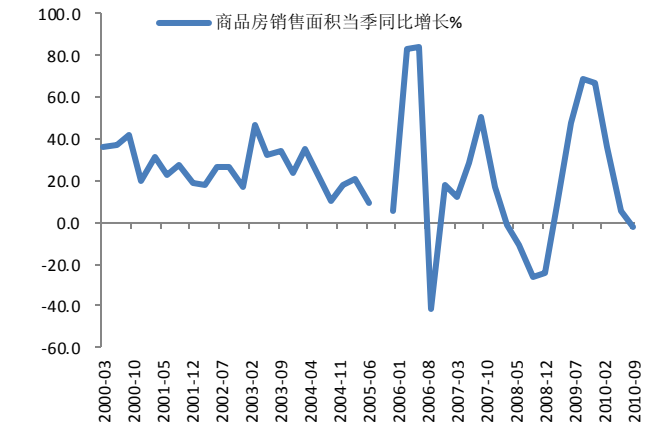
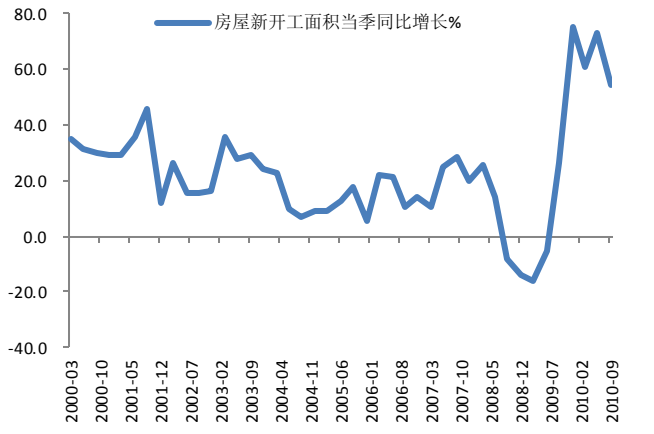


图 12：国内贷款增速快速回落到低位



资料来源：Wind，民生证券研究所

按照商业性商品房投资与施工面积的相关关系预测，2011 年商业性房地产施工面积增长 15%，投资增长 17%；保障房 2011 年预计新建 1000 万套，2010 年为 580 万套，增长 72.4%。综合判断，预测 2011 年房地产投资增长约 25.9%。

3、预计明年投资增长 22.5%

根据今年投资新开工项目大幅减少和明年信贷趋紧判断，明年我国投资增速将低于今年。今年前 10 月城镇投资中的非房地产投资增速已回落到 21.7%，明年四万亿投资计划

进入收尾阶段，预计非房地产投资增速将继续回落到 21%左右；综合房地产投资与非房地产投资，预计 2011 年城镇投资增长 22.0%。今年农村投资增速按照前三季度增速 20.5%，预测明年农村水利建设和粮食、蔬菜、经济作物生产投资都将加强，投资增速提高到 26.0%，预测 2011 年全社会投资增长 22.5%。

表 1：2011 年投资增速将回落到 22.5%左右

	2009 年(亿元)	2010 年(亿元)	增长(%)	2011 年(亿元)	增长(%)
全社会投资	224846	281139	25.0	344461	22.5
农村投资	30707	38000	23.8	47880	26.0
城镇投资	194139	243139	25.2	296581	22.0
非房地产投资	157907	194226	23.0	235013	21.0
房地产投资	36232	48913	35.0	61568	25.9
保障房投资		7833		13504	72.4
非保障房投资		41080		48064	17.0

资料来源：民生证券研究所

（二）消费平稳增长

1、汽车销售增速将明显回落

今年前 10 个月，我国汽车销量 1640 万辆（中汽协统计数据），已超过去年全年 275 万辆，同比增长 34.1%，但相比 2009 年增长 46.2%有明显回落。

最近两年我国汽车火爆的主要原因是政策刺激。2009 年政策刺激力度大，1.6 升以下排量汽车的购置税征收比例从 10%降到 5%，结果排量 1.0 升及以下汽车销量猛增 77.0%，1.0-1.6 升汽车销售猛增 69.8%；2010 年，1.6 升及以下排量汽车的购置税征收比例调升到 7.5%，尽管有汽车下乡等政策刺激，但排量 1.0 升及以下汽车销量增速回落到 51.8%，1.0-1.6 升汽车销售增速回落到 29.3%。

受新能源汽车优惠政策和刚性需求影响，排量 1.6-2.0 的汽车销量快速增长，前 10 个月达到 48.1%，同比提高 29.3 个百分点。

表 2：汽车销售受政策刺激影响大

	2010 年前 10 个月（万辆）	比重(%)	增长(%)	2009 年（万辆）	比重(%)	增长(%)
汽车销量	1467.8	100.0	35.0	1362.2	100.0	45.5
国内制造	1443.0	98.3	35.0	1338.4	98.3	45.1
乘用车	1110.1	75.6	35.8	1031.5	75.7	52.9
国内制造	1085.3	73.9	35.8	1007.8	74.0	52.4
1.0 升及以下	156.6	10.7	51.8	125.8	9.2	77.0
1.0-1.6 升	602.9	41.1	29.3	591.0	43.4	69.8
1.6-2.0 升	220.0	15.0	48.1	188.9	13.9	18.8
2.0-2.5 升	87.1	5.9	24.4	87.1	6.4	21.6
2.5-3.0 升	17.2	1.2	68.4	14.0	1.0	38.7

资料来源：民生证券研究所

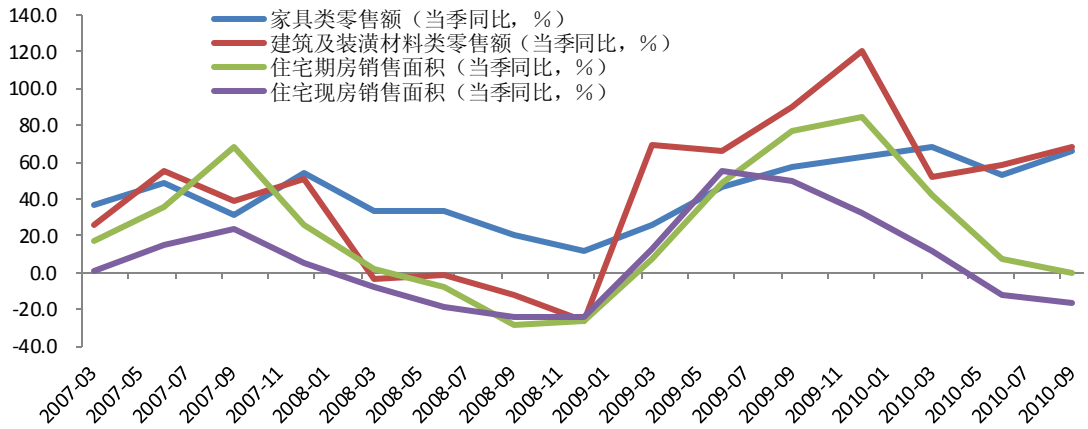
目前，2011 年汽车销售优惠政策会不会延续还不明朗，但今年的销量已相当程度上透支了 2011 年。如果 2011 年刺激政策力度减弱或仅仅继续维持今年的力度，2011 年汽

车销售增速都将会明显回落，特别是销售量比重达到 40%以上的排量在 1.0-1.6 升的汽车销量增速回落幅度更大。预测小排量汽车销量 2011 年增长 20%，排量 1.6-2.0 汽车销量增长 25%，增速将有明显回落。

2、房产相关消费增速将明显回落

我国房产相关消费增速与住宅现房销售增速同步，比期房销售增速滞后 2－3 个季度。今年二三季度，住宅现房销售增长分别是－12.4%和－16.9%，住宅期房销售增长 7.3%和－0.2%，但家具和建筑装潢材料零售增速仍然保持高增长，主要原因是去年 2 季度到今年前一季度住宅期房销售量高速增长，分别达到 48.2%、77.5%、84.2%和 42.2%，特别是 2009 年四季度，住宅期房销售 21895 万平米，将在今年下半年形成房产相关消费增长的高峰。明年一季度起，受今年下半年商品房销售增速急剧回落影响，房产相关消费将明显回落。

图 13：房产相关消费增速与住宅现房销售增速同步，比期房销售增速滞后 2 个季度



资料来源：Wind，民生证券研究所

3、2011 年消费仍将保持较快增长

按照罗斯托的经济成长阶段划分，我国已渡过起飞阶段和成熟阶段，正在步入高额群众消费阶段，相当部分的城镇居民家庭已拥有汽车，步入追求生活质量阶段。2011 年在收入增长、温和通胀推动下，我国城乡居民食品、衣着、普通耐用品等日常消费将保持稳定增长，实际增速与 2010 年基本持平，服务性消费较快增长，增速将比 2010 年有所提高，即期汽车消费增速有所回落，保修消费支出继续保持较快增长，居住支出受居住面积增加和能源价格提高，居住相关消费支出增长加快。综合判断，2011 年我国消费增长速度将比 2010 年有所提高，达到 18.5%，稍高于 2010 年。

表 3：预测 2011 年消费增长稍高于 2010 年

	2009 年		2010 年			2011 年		
	总量亿元）	比重 %	分项增速 %	合计增速 %	比重 %	分项增速 %	合计增速 %	比重 %
最终消费支出	165527	100.0		18.3	100.0		18.5	100.0
居民消费	121130	73.2	16.9	14.3	73.9	20.2	14.8	74.9
农村居民	28834	17.4	17.8	3.4	17.6	21.1	3.5	17.8
食品衣着家庭设备	14868	9.0	16.0	1.4	8.8	19.0	1.7	8.8
居住类支出	4917	3.0	16.0	0.5	2.9	17.0	0.5	2.9
医疗保健类支出	2356	1.4	18.0	0.3	1.4	20.0	0.3	1.4
交通和通信类支出	2889	1.7	40.0	0.7	2.1	20.0	0.4	2.1
文教娱乐用品及服务	2443	1.5	24.0	0.4	1.5	26.0	0.4	1.6
其他	1362	0.8	20.0	0.2	0.8	25.0	0.2	0.9
城镇居民	92296	55.8	16.5	10.9	56.3	0.0	11.3	57.1
食品衣着家庭设备	39709	24.0	16.5	4.0	23.6	17.0	4.0	23.3
居住类支出	16166	9.8	18.0	1.8	9.7	20.0	1.9	9.9
医疗保健类支出	8867	5.4	20.0	1.1	5.4	20.0	1.1	5.5
交通和通信类支出	10336	6.2	28.0	1.7	6.8	22.0	1.5	7.0
文教娱乐用品及服务	9047	5.5	25.0	1.4	5.8	27.0	1.6	6.2
其他	8172	4.9	20.0	1.0	5.0	25.0	1.3	5.3
政府消费	44397	26.8	15.0	4.0	26.1	14.0	3.7	25.1

资料来源：民生证券研究所

（三）出口增速低于进口增速，贸易顺差减少

1、出口增速回落

我国出口受世界经济增长的影响很大。据测算，世界经济增长 1%，我国出口（货物和服务出口）将增长 4.57%，美国经济增长 1%，我国出口将增长 4.145%，欧元区经济增长 1%，我国出口将增长 4.86%。我们预测 2011 年世界经济增长 4.6%，美国经济增长 3%，欧元区经济增长 2%，以此预测，我国出口分别增长 21%、12%和 10%。

西方国家在世界贸易中所占的比重较大。美国、欧元区和日本进口所占的比重 1970 年代以来一直占世界总进口的 50％以上，2003 年高达 62％，受金融危机影响，2009 年仍高达 54.7%。

表 4：三大经济体进口占世界的比重高

	1963 年	1973 年	1983 年	1993 年	2003 年	2009 年
世界进口（10 亿美元）	164	594	1882	3786	7689	12421
三大经济体比重和(%)	41.0	55.9	52.4	57.6	62.1	54.7
美国	11.4	12.3	14.3	15.9	16.9	12.9
欧元区	25.5	37.1	31.4	35.3	40.2	37.4
日本	4.1	6.5	6.7	6.4	5.0	4.4

资料来源：WTO，民生证券研究所

而对世界经济增长的预测中包含我国经济增长 9%，如果扣除中国经济增长，世界经济增长速度将大打折扣，因此，2011 年出口应该低于 21%而高于 10%，将以上三个出口

增长预测算术平均，预测 2011 年我国出口增长 14.3%。

但影响出口的并不仅仅是经济增长，还有各国政治形势、政策倾向、金融环境、贸易格局等多个方面。金融危机后发达经济体经济复苏缓慢，投资和消费增长乏力，各国不惜以邻为壑、纷纷将内部矛盾外部化，通过各种方式增加出口以促进经济增长。目前在外汇储备、贸易差额、劳动力市场、房地产市场和经济增长这五个方面，我国与主要发达国家都存在鲜明的对比，在这一大背景下，中国成为全球再平衡的焦点，人民币升值压力增加，贸易摩擦增多，这将会拉低出口增速。因此，2011 年我国出口增速将低于 14.3%，很可能在 13%左右。

表 5：预测 2011 年出口增速和顺差均低于 2010 年

	2009 年	增长(%)	2010 年	增长(%)	2011 年	增长(%)
出口	12016	-16.0	15771	31.2	17821	13.0
进口	10059	-11.2	13840	37.6	16332	18.0
顺差	1957	-34.4	1930	-1.3	1489	-22.8

资料来源：民生证券研究所

2、贸易顺差减少

我国成为全球再平衡的焦点的严重后果还有，开放更多的市场，增加进口。近年来我国每年新增进口规模均接近千亿美元，进口贸易在世界进口贸易中所占份额也由过去的 1%左右上升到 2009 年的 8%。虽然目前我国的市场开放程度已经较高，但是在全球经济复苏乏力下发达国家将会提出更多的要求。

另外，我国经济增长速度高于世界平均增长速度，居民收入增长和人民币升值增强我国购买力，这会使进口增长超过正常经济增长需求。

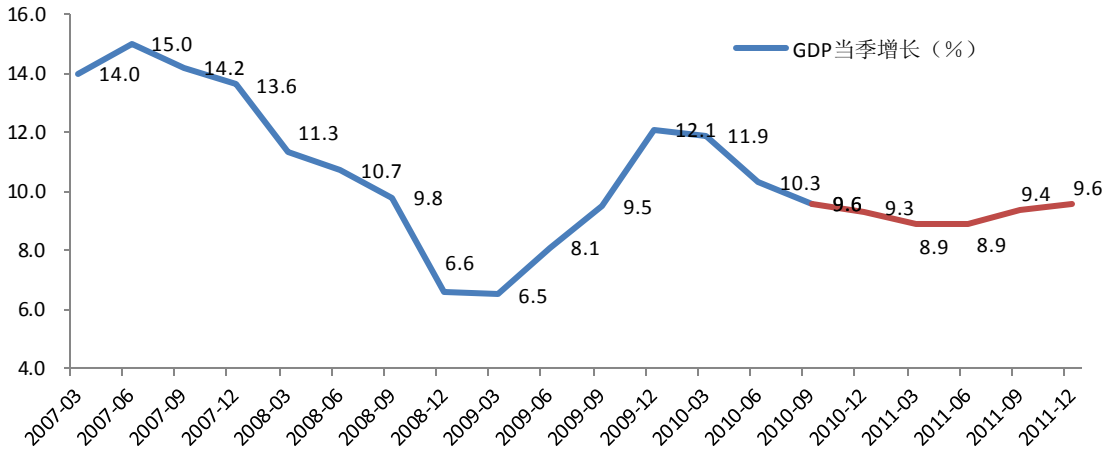
一方面出口增长低于世界经济增长需求，另一方面，进口增长超过国内正常经济增长需求，这势必会挤压贸易顺差，造成贸易顺差的减少。预测 2011 年我国顺差 1500 亿美元左右，比 2010 下降 23%。

（四）预测 2011 年我国 GDP 增长 9.2%，下半年开始新周期

1、2011 年分季 GDP 增速预测

2011 年一季度 GDP 增速将低于今年四季度。这与 2008 年一季度情况相似。我们判断今年四季度 GDP 增速回落到 9.3%，明年一季度回落到 8.9%。虽有回落，但回落幅度非常小，只有 0.4 个百分点。

图 14：2010 年下半年我国经济回稳



资料来源：Wind，民生证券研究所

明年二季度 GDP 增速仍然较低。主要原因在于，CPI 仍然较高，货币收紧，由于 2010 年二季度基数回落，预测 2011 年二季度 GDP 增速仍然维持 8.9%。

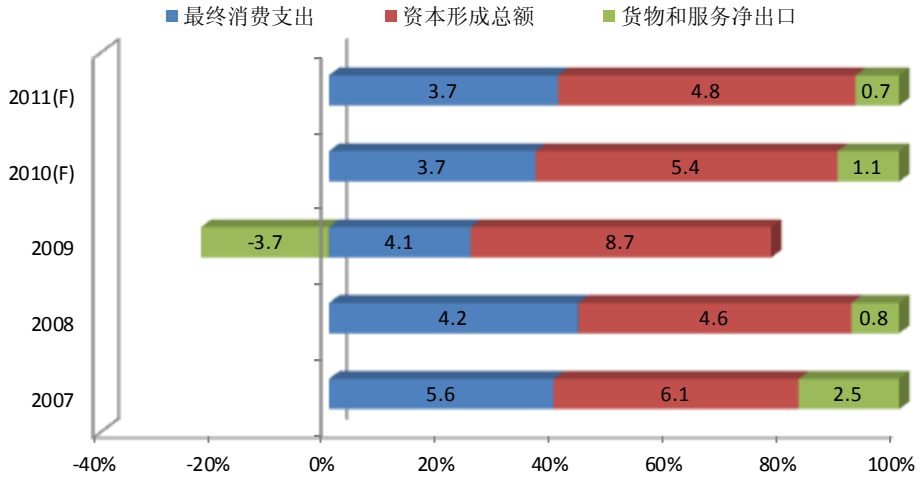
明年下半年，通胀回落，货币政策倾向放松，经济回升。受 2010 年下半年经济回升幅度较大导致通胀影响，政策仍比较谨慎，不会大幅放松。三季度受“金九银十”和保障房以及新兴产业投资等转型加速的影响，经济增速回升到 9.4%，四季度，继续回升到 9.6%。下半年增长 9.5%，全年 9.2%。

2、三大需求对 GDP 增长的拉动

从三大需求对 GDP 增长的拉动看，预测 2011 年消费对 GDP 增长的拉动为 3.7 个百分点，投资为 4.8 个百分点，净出口为 0.7 个百分点。

相比 2010 年，消费、投资和净出口对经济增长的拉动分别为 3.7、5.4 和 1.1 个百分点，2011 年投资和出口拉动有所减弱，消费拉动持平。

图 15：2011 年消费对 GDP 增长的拉动较强



资料来源：Wind，民生证券研究所

表 6：2011 年我国主要经济指标预测

指标	2009A	2010E	2011H1E	2011H2E	2011E
GDP 增速（%）	9.1	10.2	8.9	9.5	9.2
CPI 同比涨幅（%）	-0.7	3.3	3.9	3.0	3.5
城镇固定资产投资增速（%）	30.5	25.0	20.0	24.5	22.5
社会消费品零售总额增速（%）	15.5	18.4	18.3	18.7	18.5
出口增速（%）	-16.0	31.2	14.0	12.0	13.0
进口增速（%）	-11.2	37.6	20.0	16.0	18.0
顺差（亿美元）	1957	1930	238	1251	1489
规模以上工业增加值增速（%）	11.0	15.5	12.0	14.0	13.0
人民币新增贷款（万亿元）	9.6	7.5	3.5	3.4	6.9
M1 余额同比（%）	32.4	22.0	20.0	19.0	19.0
M2 余额同比（%）	27.7	19.0	17.0	16.0	16.0

资料来源：民生证券研究所

3、下半年步入新周期

今年三季度经济回升并不稳固。尽管今年 8 月和 9 月经济出现连续下行三个月后企稳回升，但我们认为当前经济回升基础并不牢固，还没有实现“软着陆”。以汽车税费减免和汽车下乡为主的消费刺激政策、以四万亿投资计划为主的金融危机刺激政策目前处于收尾阶段，政策退出后经济还有待于进一步消化，这个过程预计至少需要半年时间。因此，我们预测 2011 年下半年而不是今年下半年经济步入新的增长周期。步入新的增长周期的显著标志是 GDP 同比增速稳定上行，通胀温和。

三、金融伸缩对经济增长的总体影响偏负

短期经济波动取决于信贷的收缩与扩张。2011 年上半年通胀压力高企，信贷是最直接的调控手段。信贷紧缩对 2011 年经济增长的总体影响偏负。股市波动区间在 2700－4300 点，明显高于 2010 年，对经济增长的影响为正。房地产市场受调控影响，房价趋于稳定，成交比较低迷，对经济增长为中性。总体而言，金融伸缩对 2011 年经济增长的总体影响偏负。

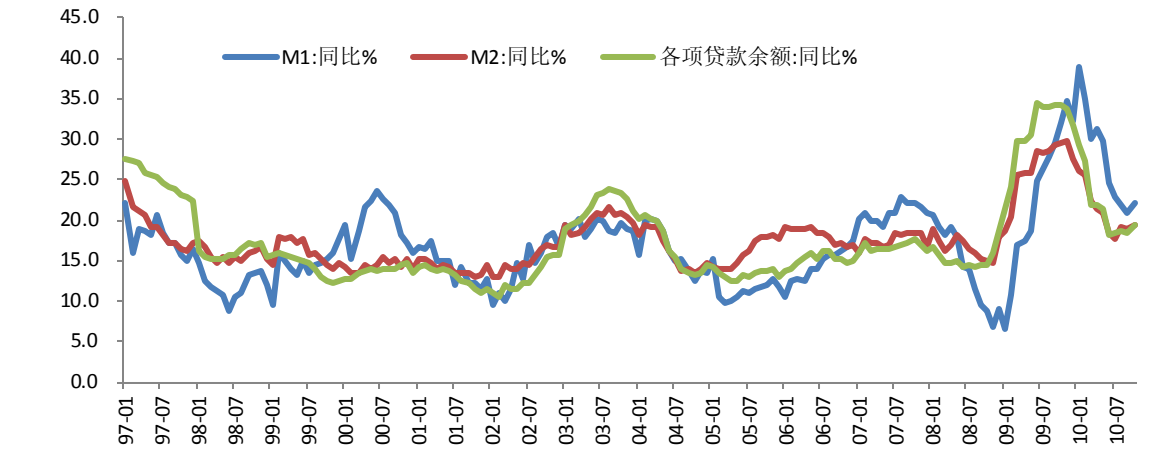
（一）2011 年信贷在 6.5－7.0 万亿之间

2011 年我国货币政策将回归稳健。以 2005-2008 年贷款余额平均增速 15.13%计算，明年新增贷款约 7.2 万亿，以 1998-2002 年贷款余额平均增速 14.00%计算，明年新增贷款约 6.65 万亿。两者平均约 6.9 万亿，低于今年的 7.5 万亿。

以 2005-2008 年贷款余额平均增速 15.13%预测 M2 同比增速为 16.3%，以 1998-2002 年贷款余额平均增速 14.0%预测 M2 同比增速为 15.7%。两者平均约在 16%左右，低于今年 10 月的 19.3%。

M1、M2 与信贷相关性强，具有同向同步波动关系，如果明年新增人民币贷款 7 万亿，贷款余额增速 14.7%，低于今年 18.8%，那么，M1、M2 增速都将有所回落。

图 16：M1、M2 与信贷相关性强



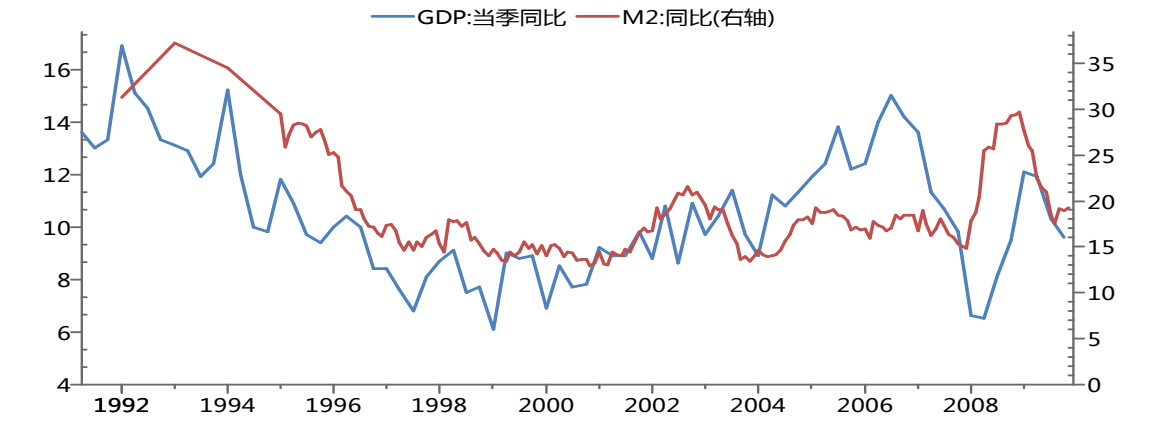
资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）信贷紧缩对经济增长的影响偏负

短期经济波动取决于信贷的收缩与扩张。最善于把握宏观周期的投机家乔治·索罗斯一针见血的指出：信贷是全球经济不稳定的源泉。哈耶克的经济周期理论认为，信贷扩张给出的错误信号造成经济活动参与者的生产和消费计划的失调。

从我国经济的历史表现来看，经济的扩张与收缩，和货币的扩张与收缩过程在短期内呈现出一致变化的格局。

图 17：M2 增速领先于经济增速



资料来源：Wind，民生证券研究所

1992 年以来的经验表明，如果 M2 增速较长时间持续低于 15%，如 1999－2001 年期间，GDP 增速将会低于 8%，而 M2 增速高于 25%以上较长时间，如 1992－1994 年，2009 年，容易引发通货膨胀。

如果 2011 年贷款余额增速和 M2 增速双双回落到 16%，GDP 增速将回落 9.5%以下。2008 年 M2 余额增速为 17.8%，前 10 个月贷款余额增速回落到 14.6%，年底上升到 18.9%。

（三）股市上涨对经济增长的影响为正

股市通过三个渠道影响经济。一是资本通过托宾 Q 优化配置，二是财富效应，三是金融加速机制。一是资本通过托宾 Q 优化配置。根据托宾的研究，当企业的市场价值高于重置成本时，逐利性会驱使股东抛售股票，资金将从金融市场流向产业市场。当企业的重置成本高于企业的市场价值时，资本将更愿意投资金融产品。在全流通的假设前提下，当 Q 值过高时，托宾理论将指引投资者抛售、减持手上的股票或者发行更多的股票。当 Q 值过低时，投资者这时将会继续持有股票，甚至进行股权兼并活动。

二是财富效应。财富效应的传递机制，是通过股票价格的波动获得资本利得，或通过上市公司分红获得现金红利，居民财富收入增加，从而消费开支也会随之增加。格林斯潘认为，股价抬升时间越长，消费者越容易将资本收益看作自己资产的永久增值，因而这笔钱是可以消费的。

2011 年我国股市价值中枢将有明显上移，核心波动区间在 2800－4300 之间。线性回归结果表明，上证综合指数月同比上涨 1 个百分点，社会消费品零售总额增长速度提高 0.013 个百分点。以此推算，如果 2011 年股市上涨 13%左右，拉动 GDP 增长 0.05 个百分点。

（四）房地产市场对经济增长的影响为中性

房地产投资是影响钢铁、建材等上游行业的关键所在。房地产调控也会影响到下游家电行业的预期。房地产景气度下降还直接影响到与之相关联的银行资产的质量，影响到地方政府融资平台的资金周转，银行为控制风险、紧缩信贷又会加剧对房地产融资的担忧，形成恶性循环。

2011 年在宏观调控下，商品房价格将趋于稳定，房地产市场作为金融市场的财富效应将明显减弱；而房地产投资受保障房投资影响，仍然保持较高增速。因此，房地产市场 2011 年对经济增长的影响为中性。

综上所述，2011 年房地产市场对经济增长影响为中性，经济增长受信贷紧缩影响要超过股市上涨对经济增长的有利影响，金融伸缩对经济增长的总体影响偏负。

四、通胀前高后低，两阶段回落

国庆后通胀恶化，是 8 月和 9 月连续二个月需求旺盛、货币超发、节能减排等因素受美日新一轮量化宽松政策刺激的共振爆发，其特点是涨得快回落也快。我们认为，今年最后两个月宏观调控力度较大，明年春节后物价将有一轮明显回落，但上半年 CPI 涨幅仍然较高；明年下半年，物价将有明显回落。

（一）实际 GDP 增速低于潜在 GDP 增速抑制 CPI 上涨

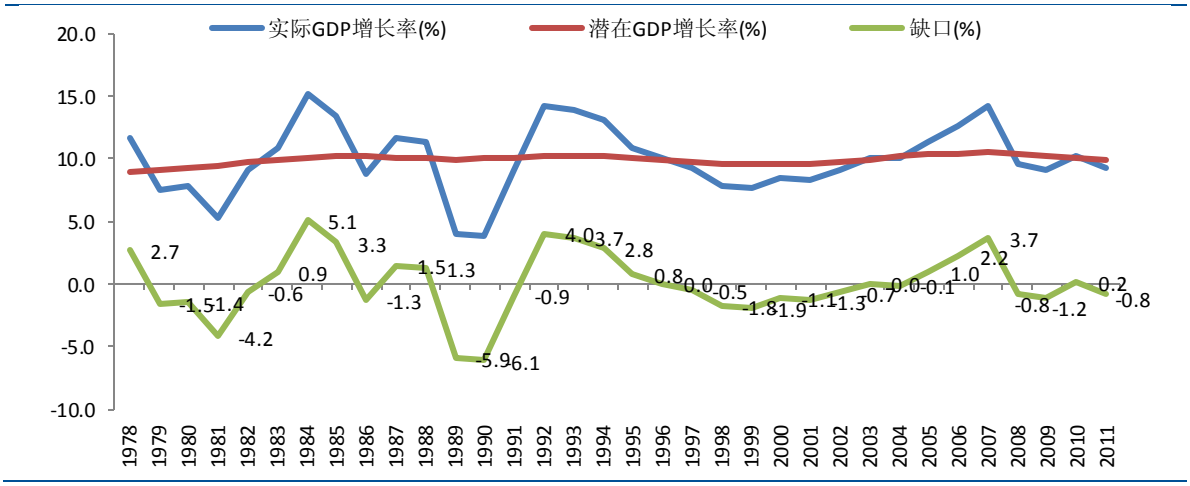
对物价变化进行比较准确的分析，首先要对经济增长态势进行分析。从动态角度来看，只有当实际经济增长率持续高于潜在经济增长率一段时间后，实际总产出才会高于潜在总

产出，对价格形成较强的拉动力量；相反，当实际经济增长率低于潜在经济增长率一段时间后，总产出才会低于潜在总产出，由于生产潜力没有充分发挥，价格缺乏上涨的动力甚至出现价格水平下降的情形。

我国 CPI7 月后止跌回升，与一季度和二季度连续二个季度 GDP 增速高于潜在 GDP 增长率有关，而四季度 CPI 上涨加速，又与 9－11 月需求快速上升有很大关系。

2011 年我国潜在 GDP 增长率约为 10%，如果实际 GDP 增长率为 9.2%，将低于潜在 GDP 增长率 0.8 个百分点，因此，2011 年从总需求角度看，CPI 不会大幅上涨。

图 18：2011 年实际经济增长率低于潜在经济增长率



资料来源：Wind，民生证券研究所

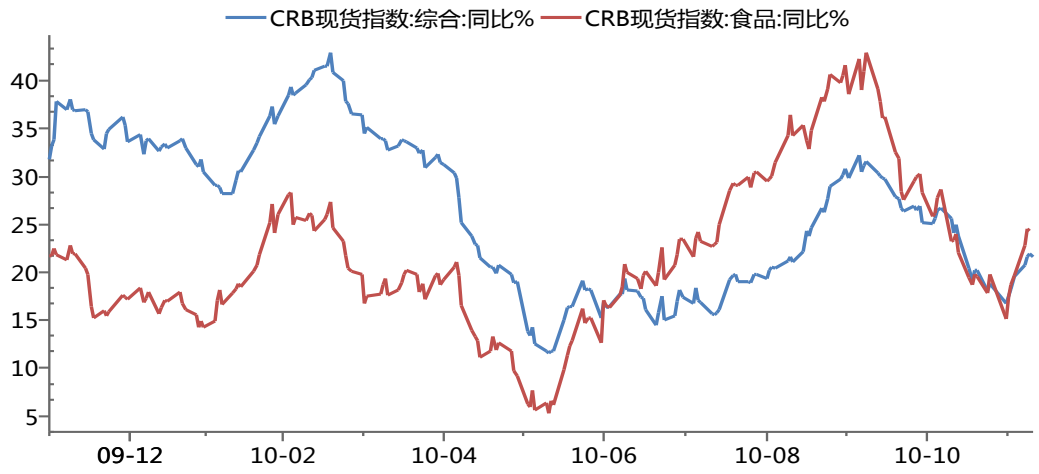
（二）大宗商品期货价格下跌有效抑制通胀预期

10 月后我国通胀恶化首先归源于国庆期间美日第二轮量化宽松政策预期的刺激。11 月 3 日，美联储正式推出的第二轮量化宽松政策力度低于预期， 11 月 5 日起美元超跌反弹，国际大宗商品价格大幅下挫，对国内大宗商品价格的压力明显减轻，通胀预期受到明显抑制。

1、国际大宗商品价格同比涨幅明显回落

到 12 月上旬，尽管大宗商品价格在回落后再创新高，但 11 月国际大宗商品价格同比涨幅已明显低于 10 月，特别食品和粮食价格回落的幅度更大。

图 19：11 月国际大宗商品价格同比涨幅低于 10 月



资料来源：Wind，民生证券研究所

2、国内经济作物期货价格近期大幅下跌

受美元反弹和国际大宗商品价格下跌影响，国内大宗商品价格 11 月中旬下跌明显。其中，下半年上涨较快的棉花期货价格下跌非常快，11 月 10 日到 19 日短短 8 个交易日，郑棉 1101 和郑棉 1103 均下跌 19.6%，郑棉 1105 同期下跌 19.4%，郑棉 1107 下跌 19.5%，郑棉 1109 下跌 19.3%，郑棉 1111 下跌 27.2%。

其次是白糖。11 月 10 日到 11 月 17 日短短 6 个交易日，白糖 1101 下跌 15.9%，白糖 1103 下跌 16.0%，白糖 1105 下跌 16.7%，白糖 1107 下跌 16.8%，白糖 1109 下跌 16.4%，白糖 1111 下跌 17.1%，白糖 1201 下跌 17.4%。

菜油、豆类和豆粕期货也出现了类似趋势，不过跌幅稍小。

大宗商品期货价格大跌，遏制了炒作农产品价格势头，有效抑制了通胀预期。

图 20：11 月 10 日以来棉花期货大幅下跌

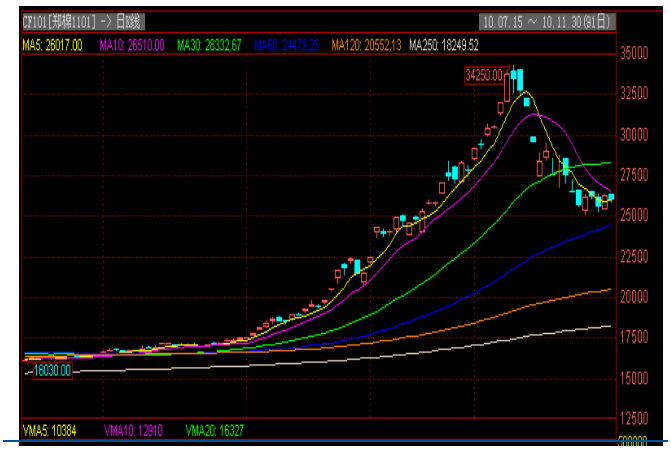


图 21：11 月 10 日以来白糖期货价格大幅下跌

资料来源：Wind，民生证券研究所

3、下半年国内粮食价格涨幅明显低于国际

今年下半年以来，受全球天气异常夏粮减产、俄罗斯干旱减产暂停粮食出口等因素影响，国际市场粮食价格暴涨。6 月 10 日到 8 月 5 日，CBOT 小麦期货上涨 97.6%；7 月 1 日到 10 月 27 日，CBOT 稻谷期货上涨 57.2%；6 月 30 日到 11 月 8 日，CBOT 玉米期货上涨 79.8%。

但同期国内主要粮食价格基本保持稳定。从期货价格看，早籼稻国庆前一直稳定，国庆后才有明显上涨，10 月 8 日到 11 月 19 日，早籼稻 1101 累计上涨 13.8%，早籼稻 1109 累计上涨 16.4%；硬麦和强麦 7 月初到 10 月下旬保持上涨态势，最大涨幅只有 10%左右，11 月份价格保持稳定。玉米期货下半年保持持续上涨，7 月 1 日到 10 月底，最大涨幅 16.4%，11 月以来则保持稳定。

从现货价格看，郑州粮油市场粮油综合指数下半年保持稳定，7 月 16 日为 176.8，11 月 19 日为 179.1；从同比涨幅看，7 月连续四周超过 10%，最大同比涨幅为 7 月第二周 10.87%，11 月第三周，再次超过 10%，达到 10.19%。

4、未来国内粮油价格将趋于稳定

首先，国内粮食连续 7 年丰收。综合各粮食主产区粮食产量，2010 年全国粮食产量有望再创历史新高，产量连续四年保持在 1 万亿斤以上，实现改革开放以来首次“七连增”。因此，国内大宗粮食价格不具大幅上涨条件。

其次，国家大规模抛储有效抑制粮油价格上涨。11 月 22 日至今的两周时间内，国家总计向市场投放政策性储备粮油 1713 万吨，市场供应明显改善。成品粮价格稳中有降，面粉价格每市斤下降了 2 至 3 分钱。在 9、10 月份食用油涨价后，近期价格已趋稳。11 月 29 日—12 月 3 日，在拍卖大豆 30 万吨时，由于前期进口大豆较多，市场供应充足，没有成交量，这就为后期食用植物油价格的基本稳定奠定了基础。

（三）居住价格同比涨幅将回落

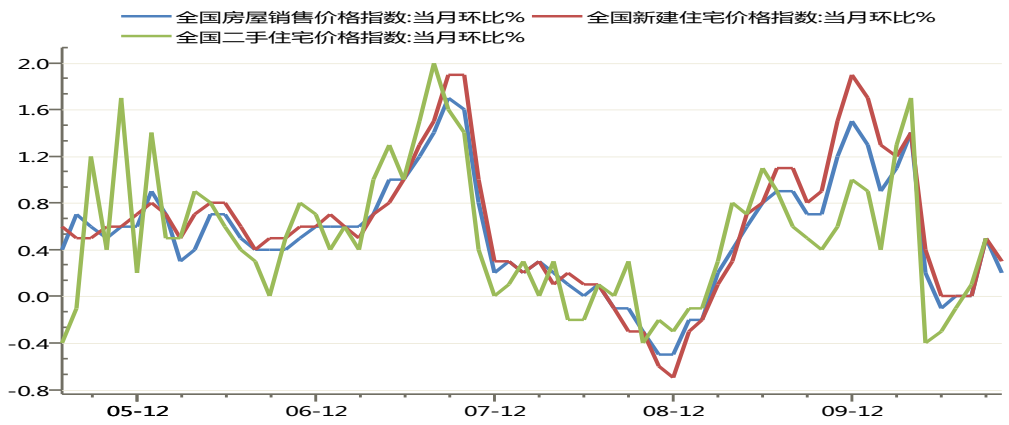
9 月和 10 月，70 个大中城市房价出现反弹，但同比涨幅回落。在宏观调控作用下，房价即使环比略有上涨，同比涨幅继续回落的可能性也较大。这就意味着，CPI 的居住价格同比涨幅回落的可能性很大。

1、10 月房价环比涨幅明显小于 9 月

从 4 月推出房地产调控新政以来，全国 70 个大中城市房屋销售价格指数 6-8 月连续三个月滞涨，9 月出现较大幅度反弹，新建住房销售价格指数和二手房销售价格指数均环比上涨 0.5%。但 10 月涨幅已有明显缩小，分别为 0.3%和 0.1%。

从目前的调控力度不断增加来看，房价稳定在目前水平的可能性较大。

图 22：9 月和 10 月 70 个大中城市房价环比上涨

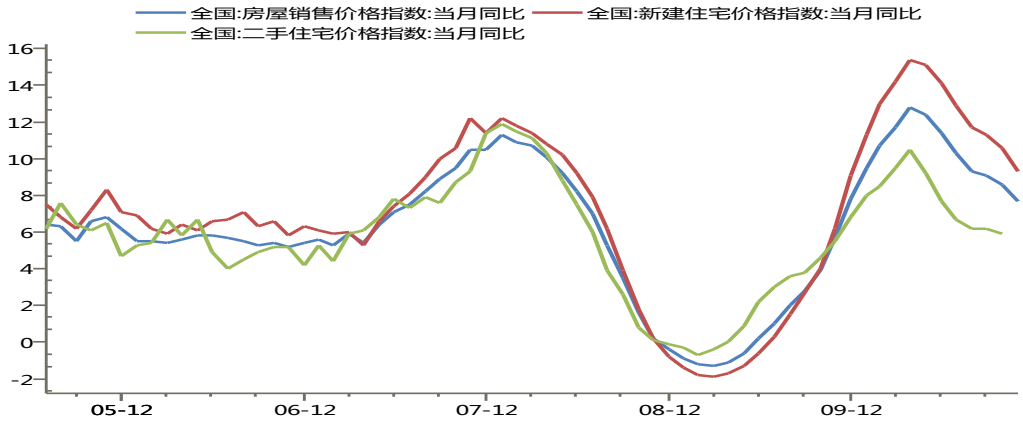


资料来源：Wind，民生证券研究所

2、房价同比涨幅回落趋势形成

今年 4 月房地产调控新政“新国十条”出台以来，房价同比涨幅逐月回落，即使 9 月和 10 月环比涨幅回升时，房价同比涨幅回落趋势也未发生改变。今年 4 月，70 个大中城市房价同比涨幅为 12.8%，到 11 月已回落到 7.7%；其中，新建房屋价格同比涨幅 4 月为 15.4%，11 月回落到 9.3%；二手房价格同比涨幅 4 月为 10.5%，11 月为 5.6%。房价同比涨幅回落趋势形成。

图 23：70 个大中城市房价同比涨幅回落趋势形成



资料来源：Wind，民生证券研究所

3、未来房价同比涨幅将继续回落

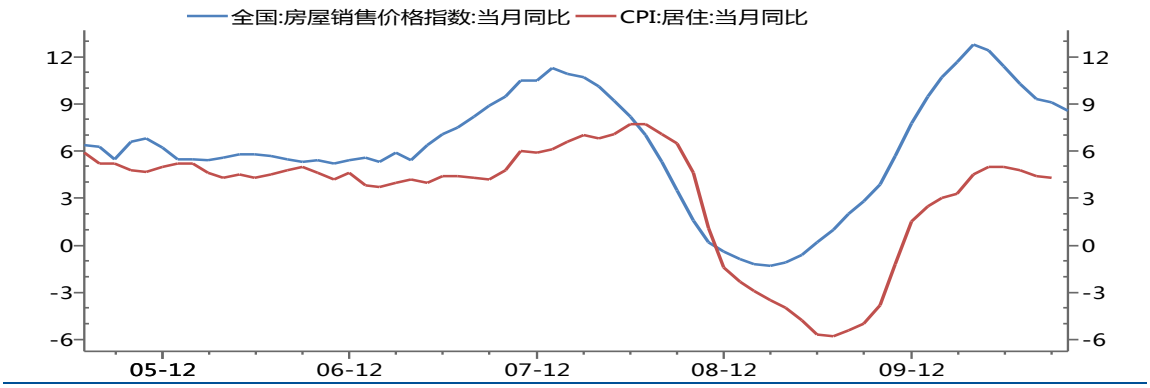
受严厉的房地产调控政策影响，即使在未来半年时间里，房价环比涨幅为零，受去年四季度和今年一季度房价大幅上涨影响，房价同比涨幅也将继续回落。

2009 年 10 月到 2010 年 4 月，70 个大中城市房价累计上涨 8.4%，这样，即使现在到 2011 年 4 月房价环比不再上涨，到 2011 年 4 月，70 个大中城市房价同比涨幅将有 8%左右的下降（负增长），而今年 10 月房价同比涨幅为 8.6%，这就意味着，房价同比涨幅在未来半年内，可能有 16 个百分点的回落。

4、未来房价同比涨幅回落对 CPI 影响较大

2009 年居住类价格在我国 CPI 中的权数为 14.69%，居住价格波动对 CPI 影响较大。如果在未来 6 个月中，房价同比涨幅回落 16 个百分点，将使 CPI 回落 2.35 个百分点。

图 24：房价涨跌与 CPI 的相关性较高



资料来源：Wind，民生证券研究所

（四）蔬菜、肉类和蛋类价格对 CPI 影响春节后将减弱

蔬菜价格大幅上涨是今年 CPI 上涨主要原因之一。另外，近期肉类和蛋类价格也是食品价格上涨的重要原因。春节前，肉价、菜价和蛋价可能还会继续缓涨，春节后涨幅回落的可能性大。

1、蔬菜价格对 CPI 影响较为明显

据测算，在其他价格不变情况下，食品价格指数每变化 1%，CPI 变化 0.849%；在其他价格不变情况下，蔬菜价格每变化 1%，食品价格变化 0.186%；因此可以测算出，蔬菜价格每波动 1%，CPI 波动 0.158%。今年 10 月，蔬菜价格同比上涨 31%，测算出 CPI 同比涨幅为 4.9%，略高于 4.4%CPI 实际涨幅。

表 7：我国食品价格指数函数

	非标准化系数		标准化回归系数	T 检验值	显著性水平 Sig.
	回归系数	标准差	Beta		
(Constant)	19.167	3.178		6.032	0.000
粮食	0.061	0.018	0.094	3.336	0.001
肉禽及其制品	0.327	0.010	0.836	31.846	0.000
蛋	-0.018	0.017	-0.037	-1.083	0.283
水产品	0.267	0.027	0.257	10.049	0.000
鲜菜	0.083	0.009	0.186	9.310	0.000
鲜果	0.088	0.012	0.162	7.230	0.000

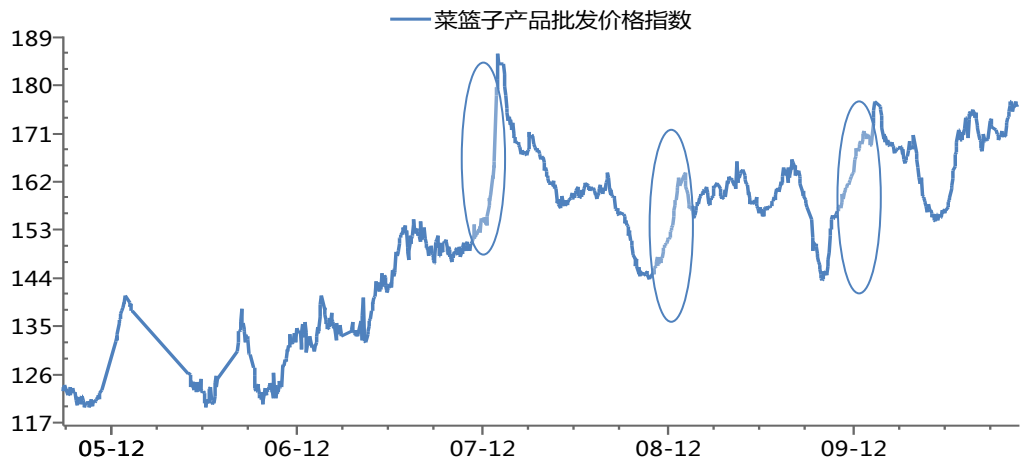
资料来源：民生证券研究所

2、春节前蔬菜价格同比回落的可能性大

每年春节前，蔬菜价格都会明显上涨。最突出的是 2008 年。2008 年 2 月 7 日是春节，2 月 1 日，农业部菜篮子批发价格指数涨至 185.9，而 1 月 10 日时仅为 153.8，20 天上涨

了 20.9%。目前并不排除蔬菜价格上涨到春节前的可能。

图 25：每年春节前蔬菜价格均有一波上涨



资料来源：Wind，民生证券研究所

春节前菜价同比涨幅回落的可能性较大。2009 年 12 月菜篮子批发价格指数为 160.3，2010 年 1 月为 169.3，因此，如果今年 12 月菜价同比涨幅要维持今年 10 月 15.16%，菜篮子批发价格指数必须上涨到 184.6，2011 年 1 月必须上涨到 194.96%，而 11 月 22 日这一指数值为 175.7，春节前上涨到 195 附近的可能性较小。

3、春节前肉类和蛋类价格以涨为主，春节后回落

从猪肉价格来看，仔猪价格较 10 月上半月略有回升，与 8 月和 9 月价格基本持平；玉米价格 6 月以来一直稳定在 2.00-2.10 元/千克的水平上，豆粕价格自 9 月中旬到 10 月中旬快速上涨，至今维持高位，猪肉价格 11 月以来持续创出年内新高，猪粮比接近去年 12 月的高点。因为玉米价格并未大幅上涨，最近豆粕期货价格明显下跌，目前猪肉价格对养猪户来说有利可图，因此供给有保障，春节前猪肉价格继续缓涨的可能性较大。

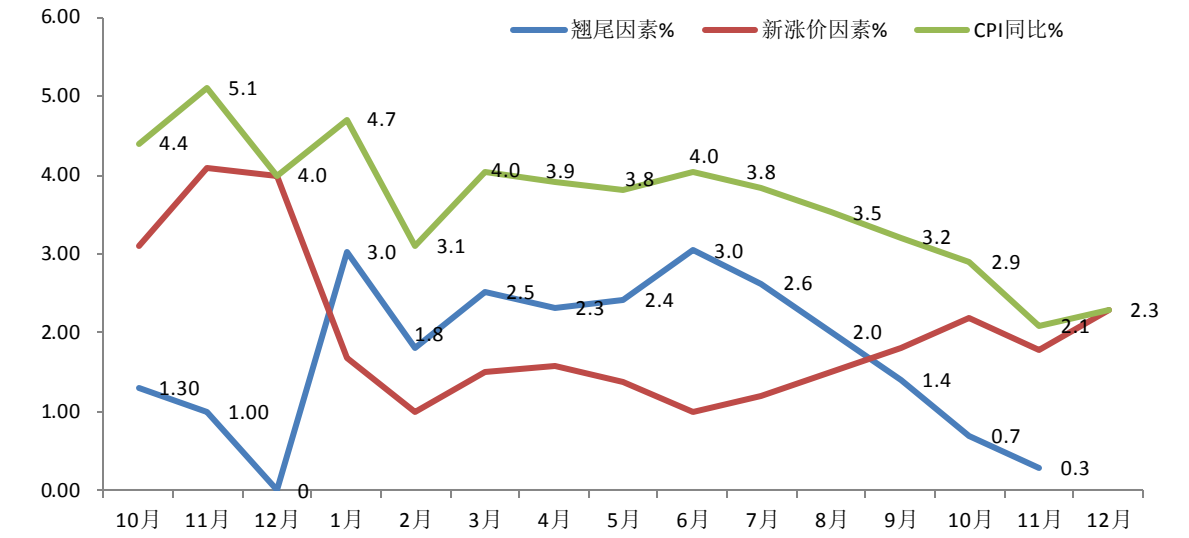
从蛋类价格看，11 月上半月环比上涨，11 月底趋于稳定。同比涨幅 11 月 23 日达到阶段性高点，目前有所回落，但仍较高。目前鸡蛋价格主要受天气、前期部分农产品价格上涨与通胀预期影响，春节前持续缓慢上涨的可能性较大。

春节后，受需求趋弱和天气转暖、供给增加等因素影响，蔬菜、肉类和蛋类价格以下跌为主。

（五）预测 2011 年 CPI 同比上涨 3.5%

2011 年一季度 CPI 回落。2011 年 2 月 3 日是春节，我们判断 1 月是物价涨幅较高月份，以 2010 年 2 月（春节月份）CPI 环比上涨 1.2%计算，CPI 同比涨幅将会达到 4.7%。春节后 2 月，CPI 将回落到 3.1%左右，3 月重新回到 4.0%左右。预测明年一季度 CPI 同比涨幅在 3.9%。

图 26：2011 年 CPI 走势预测



资料来源：民生证券研究所

2011 年二季度 CPI 高位运行。明年二季度随着天气转暖，蛋类和蔬菜价格明显下跌，物价将低于 3 月，但 6 月受今年基数较低影响，同比涨幅会比较高。预测 2011 年二季度 CPI 同比涨幅为 3.9%。

2011 年下半年，CPI 同比涨幅将有明显回落，通胀压力明显缓解。预测三季度 CPI 同比涨幅为 3.5%，四季度为 2.4%，下半年为 3.0%，全年为 3.5%。

五、三大着力点推动转型加速，下半年步入新周期

“十一五”时期我国转型缓慢，2010 年房地产调控和节能减排“十一五”收官决战开启加速转型新时期。2011 年国内外环境促使转型进一步加速，促进消费、促进中西部发展和发展战略性新兴产业将在明年经济增长中发挥更大作用。

（一）2010 年开启加速转型新时期

1、“十一五”转型缓慢

2007 年十七大报告提出经济发展方式转变的三个标准：一是促进经济增长由主要依靠投资、出口拉动向依靠消费、投资、出口协调拉动；二是促进经济增长主要依靠第二产业带动向依靠第一、第二、第三产业协同带动转变；三是促进经济增长由主要依靠增加物质资源消耗向主要依靠科技进步、劳动者素质提高和管理创新转变。

表 8：“十一五”时期我国转型缓慢

比较项目	指标	2005－2009 年均增长(%)	比重(%)			2010 年前三季度增速(%)	结论
			2005 年	2009 年	变化		
三次产业	GDP 增长率	11.4				10.6	第三产业增速有所提高，主要依靠第二产业拉动没变
	第一产业	4.6	12.1	10.3	-1.8	4.0	
	第二产业	12.0	47.4	46.3	-1.1	12.6	
	第三产业	12.4	40.5	43.4	2.8	9.5	
三大需求	GDP 增长率当年价)	16.5					经济增长仍然主要依靠投资拉动
	消费	13.7	52.9	48.0	-4.9		
	资本形成	20.6	41.6	47.7	6.1		
	出口	13.1	5.5	4.3	-1.2		
居民收入	城镇居民	10.2				7.5	居民收入增速均落后于 GDP 增速
	农民	8.3				9.7	
区域 GDP	东部		55.6	53.8	-1.8		中部和西部比重有所提高
	中部		18.8	19.3	0.5		
	西部		16.9	18.3	1.4		
	东北		8.7	8.6	-0.1		
城市化水平	城市化率		43.0	46.6	3.6		城市化水平提高
节能减排	单位 GDP 能耗	受益金融危机冲击，2009 年底完成 15.61%，2010 年还要完成 5.2%，但 2010 年一季度大幅反弹，部分省份比较吃力。					

资料来源：民生证券研究所。

以此判断，“十一五”时期，我国经济转型缓慢，主要表现是，经济增长仍主要依靠投资和第二产业拉动，农民收入增长缓慢，能耗较大。

表 9：“十一五”规划和“十二五”规划关于存在问题的陈述基本相同

“十一五”规划建议提出的存在问题	“十二五”规划建议提出的存在问题
经济结构不够合理	投资和消费关系失衡，产业结构不合理
自主创新能力不强	科技创新能力不强
经济社会发展与资源环境的矛盾日益突出	经济增长的资源环境约束强化，社会矛盾明显增多
解决三农问题的任务相当艰巨	农业基础仍然薄弱
就业压力依然较大	就业总量压力和结构性矛盾并存
城乡区域发展不平衡	城乡区域发展不协调
收入分配中的矛盾较多	收入分配差距较大
影响发展的体制机制问题亟待解决，处理好社会利益关系的难度加大	制约科学发展的体制机制障碍依然较多

资料来源：民生证券研究所。

转型缓慢的主要原因，国内看，我国 2000 年后处于重化工业发展高峰阶段，地方政府重视 GDP 增速，倾向发展重化工业，地方财政依赖房地产业发展；国际看，发达国家大力向发展中国转移“二高一资”产业和劳动密集型产业，地方政府重视 GDP 增速积极引进加工贸易企业。

2、2010 年“强制”转型开启加速转型新时期

2010 年“强制”转型的二大举措，一是 4 月 17 日实行的房地产调控新政，9 月 29 日再度加强；二是节能减排，2006 年“两会”通过的“十一五”规划纲要，提出 2006－

2010 年期间单位 GDP 能耗降低 20%左右，在哥本哈根会议之前，政府再次明确承诺这一目标。2009 年底，这一目标完成了 15.61%，2010 年还要完成 5%左右。

“强制”转型效果二季度与三季度明显不同。二季度，“强制”转型使一季度经济过热程度快速降温，经济增长率明显下滑，通胀压力明显缓解。但是三季度，商品房和汽车销售在“金九”快速回升，节能减排导致部分重化工业产品供不应求，反倒增加了通胀压力。

进入四季度以来，“强制”转型力度有增无减，通胀压力变为现实，接下来的紧缩将进一步增加转型压力；如果明年二季度经济增长还无起色，进入下半年，以紧缩为主的转型将会淡出，代之以新兴产业投资、区域发展、刺激消费等转型措施，这将会使转型加速。

（二）2011 年国内资源和环境瓶颈促进加速转型

1978 年后，我国经济发展经历了长时期的“库兹涅茨增长”。由于其高投入的增长模式，对资本、劳动、资源、土地等资源的消耗十分严重，资源约束无法继续支撑我国经济持续快速增长。因此，从“库兹涅茨增长”向依靠创新而非资源消耗的“熊彼特增长”成为我国未来经济发展的必然之路。

1、劳动力增长高峰已过

亚洲开发银行在其发布的《2008 年亚洲发展展望》中警示，中国在劳动力方面面临三大挑战：人口老龄化带来的“人口红利”消失，熟练和半熟练工人短缺制约了企业制造水平，以及结构调整等问题带来的一系列问题。

我国劳动年龄人口每年还在增加，但增加数量越来越少，理论预测 2015 年前后是我国“人口红利”拐点。2005 年我国经济活动人口占总人口的比重达到 59.559%，2006 年和 2007 年连续两年下降，分别为 59.525%和 59.521%，2008 年回升到 59.670%，2009 年继续回升到 59.796%。2000 年后，我国年新增劳动力快速减少，2000-2004 年平均在 700 万人以上，2005-2007 年在 600 万人以上，2008 年只有 490 万人，2009 年只有 515 万人。

图 27：就业人口比重提升的空间小

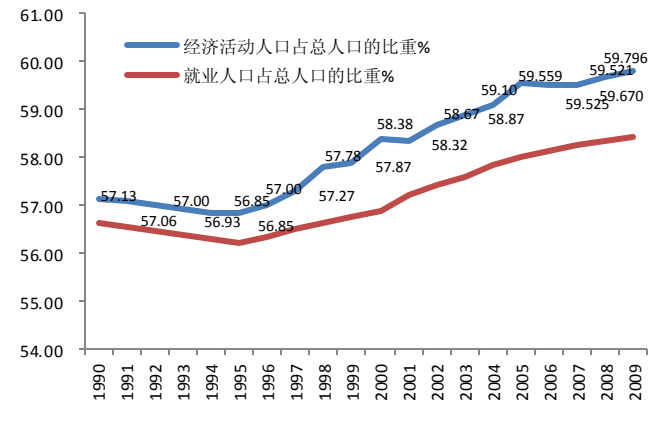
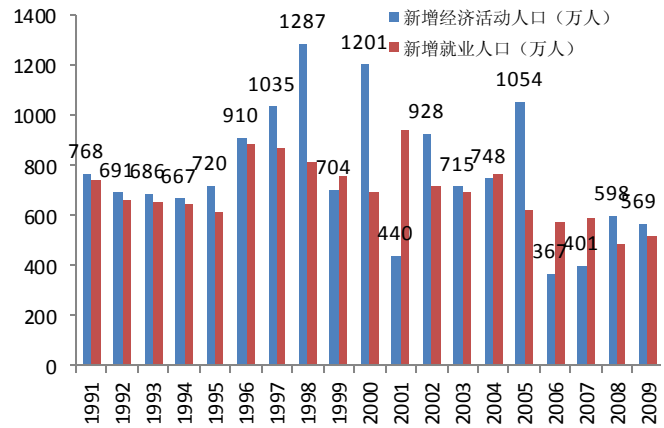


图 28：年新增就业人口逐渐减少



资料来源：根据《中国统计年鉴 2010》整理，民生证券研究所

此外，我国农村剩余劳动力的转移速度也呈明显下降趋势。国务院发展研究中心 2007 年在全国 2749 个行政村完成的一项调查显示，74.3%的村庄认为本村能够外出打工的青壮年劳动力都已经出去，只有 1/4 的村认为本村还有青壮年劳动力可转移。这个比例在东部、中部和西部地区分别为 71.6%、76%和 76.4%。早在中国社科院发布的《2007 年人口与劳动绿皮书》就指出，近年来，青壮年劳动力短缺现象正由沿海向内地蔓延，农村青壮年劳动力正逐步向供不应求转变。进入 2010 年以来，珠三角、长三角甚至湖南、安徽、四川等传统人力资源大省大量缺工，意味着劳动力开始从“无限供给”转而成为稀缺资源。

2、资源约束日渐增强

经济发展离不开资源投入。我国经济规模快速扩大，资源需求大幅增加。原来认为煤炭、铁矿石、铅、锌等少部分矿物资源可以保证我国经济发展的需求，但现在来看，即使我国资源量丰富的煤炭，如果经济增长较快，也难以满足国内需求，2009 年我国进口煤炭 12583 万吨，今年前 10 个月进口 13393 万吨，进口进一步增加。

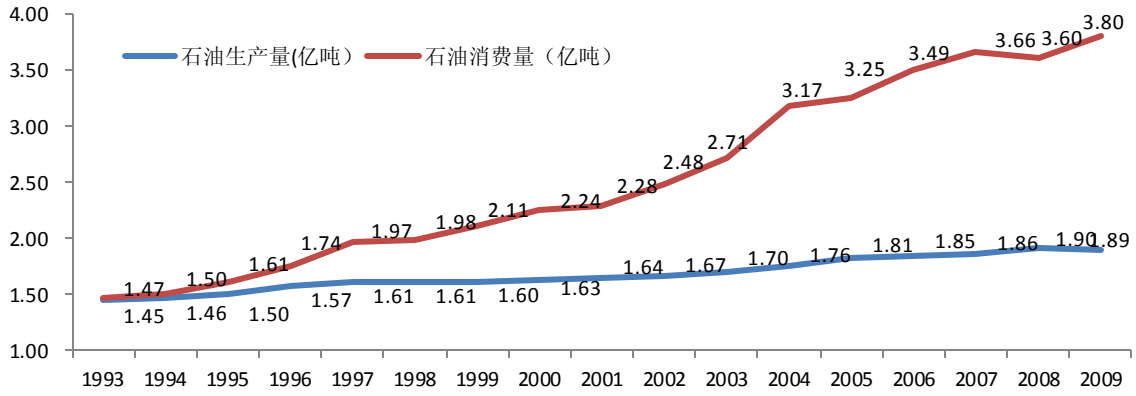
表 10：2009 年我国主要矿产品进口量

矿产品	进口量（万吨）	矿产品	进口量（万吨）
煤炭	12583	铜矿砂及精矿	614
原油	20379	铝矿砂及精矿	1980
铁矿砂及精矿	62778	镍矿砂及精矿	1657
锰矿砂及精矿	961	硫磺	1217
铬矿砂及精矿	676	氯化钾	207

资料来源：中国国土资源部

而对比煤炭资源，我国的石油资源缺口更加显著。受储量约束，我国的原油产量多年来未有明显上升，但是与此形成鲜明对比的是原油消费量的大幅增长。2007 年底，我国民用汽车拥有量 4358 万辆，2009 年底，增加到 6281 万辆，今年底预计可达 8000 万辆，比 2007 年底增长约 84%。2008 年油价曾上涨到 147 美元，如果明年油价再涨到 100 美元以上，净燃油支出就会大幅增加。

图 29：我国石油供需缺口不断扩大



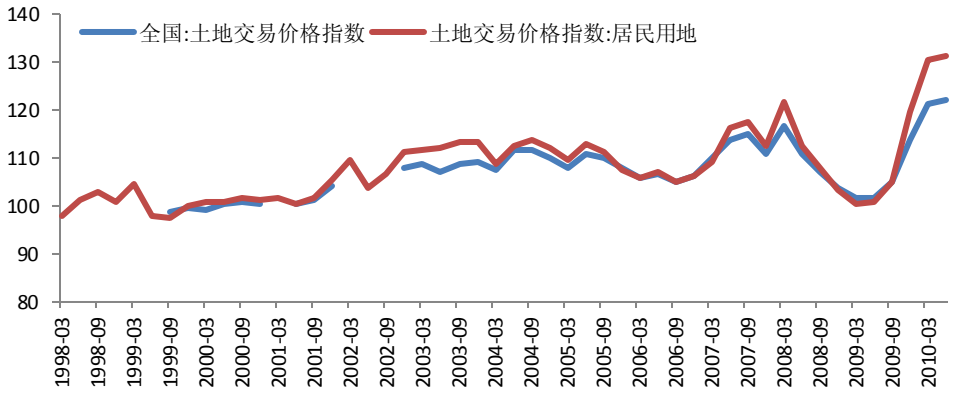
资料来源：Wind，民生证券研究所

13 亿人口进入工业化中后期，在人类历史上是前所未有的，即使资源利用效率达到先进水平，资源消耗在数量规模上仍然会远超过历史上任何一个工业化国家，何况我们的资源利用效率在不少领域并不高，在一些方面浪费严重。所有这些因素将使我国在相当长的一个时期内不得不面临更大的资源约束压力。

3、土地“非农化”速度放缓

中国经济近 20 年来的高增长是靠高速的工业化和快速的城市化两个引擎在拉动，土地更是成为这两个引擎的发动机。一方面表现在地方政府通过低价征用农村土地来推进高速工业化。另一方面，随着出口导向战略的实施，珠三角和长三角形成世界工厂，正是得益于将近一半的集体存量建设用地进入市场。

图 30：我国土地交易价格不断攀升



资料来源：Wind，民生证券研究所

但是，近年来地方政府为发展经济而占用耕地的行为使得我国耕地面积日趋紧张，从 2005 年开始，耕地面积的减少速度已明显下降。政府已明确表示必须坚持保护 18 亿亩耕地“红线”，牢牢守住子孙后代生存发展的根基。在保证农业用地的同时，新增建设用地计划指标，还要优先用于安排公路、铁路、机场等基础设施和民生用地。严格的建设用地规模控制和基本农田保护制度，以及土地招、拍、挂等供应方式的改革等，使得土地资源不再无限制地低成本供给，土地交易价格迅速攀升。

4、节能减排压力不减

“十二五”节能目标为，单位 GDP 能耗下降幅度不高于 20%，但不低于 15%。这样就意味着到 2015 年，我国单位 GDP 能耗将比 2005 年下降 35％左右。

我们以 2005 年全国单位 GDP 能耗 1.276 吨标煤/万元计算，到 2015 年，按照单位 GDP 能耗下降 15%计算，要下降到 0.829 吨标煤/万元；我国 2015 年 GDP 相当于 2005 年的 2.557 倍，以此推算的 2015 年能源消费达到 39.2 亿吨，比 2009 年增长 27.9%，平均每年增长 4.19%。而在 2005－2009 年，我国能源消费平均每年增长 6.77％，比 2009－2015 年间高 2.58 个百分点。而在节能减排力度非常严厉的 2010 年，能源消费总量只要比 2009 年增长低于 4.23％就可完成节能减排任务。这表明，要实现“十二五”节能减排目标是非常艰巨

的。

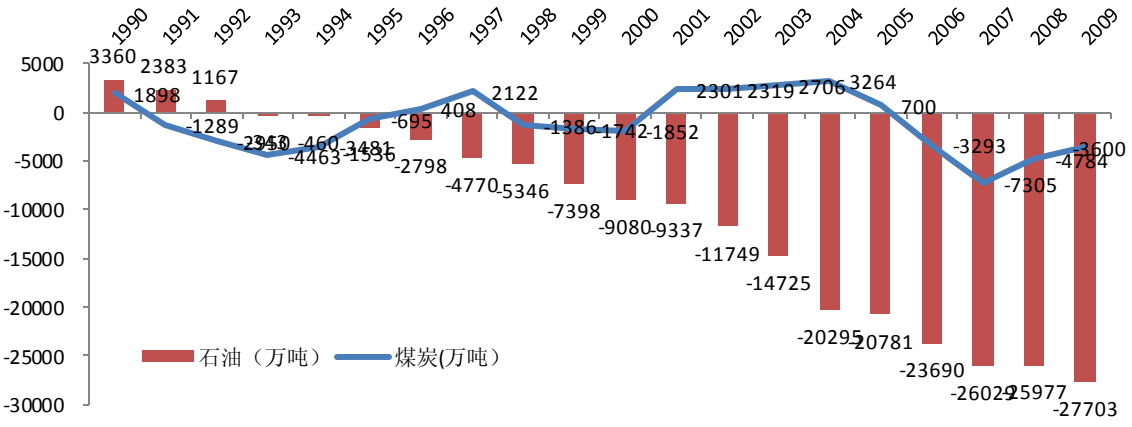
表 11：2015 年我国单位 GDP 能耗预测

	能源消费总量（万吨标煤）	GDP(亿元，2005 年价格）	万元 GDP 能耗（吨标煤/万元）
2005 年	235997	184937	1.276
2009 年	306647	284547	1.078
2010 年	319611	313001	1.021
2015 年	392211	472885	0.829

资料来源：Wind，民生证券研究所。

依靠传统能源几乎不可能完成十二五节能减排目标。我国自 1993 年国内石油供应出现缺口（消费量与生产量之差）以来，缺口越来越大，2009 年达到 27703 万吨，进口石油达到 20379 万吨；自 2006 年以来，我国煤炭供应出现缺口 3293 万吨以来，连续 4 年消费量高于生产量，2009 年进口煤炭高达 12583 万吨。

图 31：我国煤炭和石油供应缺口不断扩大



资料来源：Wind，民生证券研究所

实现“十二五”节能减排目标必须依靠新能源的大发展。新能源在未来几十年将占有极为重要的地位，今后我国将重点发展三类新能源：第一是核电，第二是水电，第三是风能、太阳能和生物质能等。目前风力发电的每千瓦时成本为 0.3—0.5 元，已接近煤炭发电成本；太阳能光伏发电成本为 1—2 元，仍然较高。因此，从近期来看，我国应重点发展风力发电，这样新能源可得以快速推广并见到成效；但从长远来看，应重点发展太阳能发电，因为太阳能无处不在，具有更好的发展前景。

（三）2011 年国际再平衡环境促进加速转型

2011 年世界经济增长放缓将抑制全球贸易扩张，五大鲜明对比使中国成为全球再平衡的焦点，人民币仍存在较大的升值压力，这都将抑制我国出口增长。出口增速放缓增加了我国转型的压力。

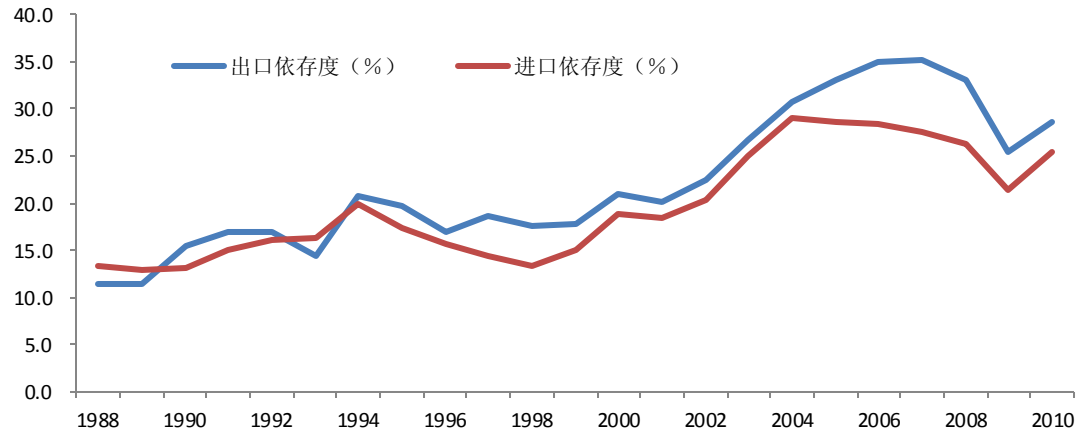
2011 年世界经济增长将放缓。经合组织预测，由于政府退出经济刺激措施，同时投资复苏的步伐放缓，2011 年将成为全球经济较为疲弱的一年，世界经济增长率将在 2011

年降至 4.2%。目前世界经济增长还面临诸如金融市场脆弱、主权债务危机、家庭消费动力不足和外汇市场矛盾突出等可能挫伤经济发展的因素，而且这些风险大多相互关联。

我国成为全球再平衡的焦点抑制出口扩张。金融危机后，中国商品房销售旺盛，经济恢复快速增长，“用工荒”再度出现，贸易顺差快速回升，外汇储备创历史新高，而西方三大经济体经济复苏缓慢，失业率居高不下，美国房地产市场仍然低迷，贸易逆差迅速扩大，鲜明对比之下，中国成为全球再平衡的焦点。在这种情况下，贸易摩擦增多，出口增长受到抑制。

人民币升值趋势不改。与西方经济增长相比，我国经济增长率仍然较高，绝对购买力平价支持人民币升值。另外，贸易顺差和巨额外汇储备也支持人民币升值。尽管人民币升值对出口的长期影响不显著，但升值较快也会抑制短期出口增长。

图 32：我国进出口依存度均有下降趋势



资料来源：Wind，民生证券研究所

2011 年出口依存度将趋于下降。我国改革开放以来最大的比较优势就是低劳动力成本，2010 年我国低端劳动力工资上升较快，低劳动力成本优势将发生改变，另外，人民币升值也会在相当程度上改变我国出口的比较优势。

（四）三大着力点推动加速转型

战略性新兴产业发展、中西部发展和改善收入分配刺激消费，将成为 2011 年促进经济增长企稳回升的三大着力点。

1、发展战略性新兴产业

大力发展战略性新兴产业已成为经济结构调整和发展方式转变、提高经济发展核心竞争力的主要举措。9 月 8 日国务院常务会议决定，选择节能环保、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七个产业作为加快培育和发展的战略性新兴产业。

表 12：新兴产业方向

新兴产业领域	重点方向
节能环保	高效节能、先进环保、循环利用
新兴信息产业	通信网络、物联网、三网融合、新型平板显示、高性能集成电路、高端软件
生物产业	生物医药、生物农业、生物制造；
新能源	核能、太阳能、风能、生物质能
新能源汽车	插电式混合动力汽车、纯电动汽车
高端装备制造业	航空航天、海洋工程装备、高端智能装备；
新材料	特种功能材料、高性能复合材料

资料来源：民生证券研究所

国家发改委副主任彭森 11 月 18 日在高交会“战略性新兴产业发展论坛”上表示，2011 年上半年有关战略性新兴产业规划可能出台，未来战略性新兴产业将分“三步走”。第一阶段，到 2015 年，战略性新兴产业形成健康发展、协调推进的基本格局，对产业升级的作用显著增强，增加值占国内生产总值的比重达到 8%左右；第二阶段，到 2020 年，战略性新兴产业的增加值占国内生产总值的比重达到 15%左右；第三阶段，到 2030 年，战略性新兴产业的整体创新能力和产业发展水平达到世界先进水平，为经济社会可持续发展提供强有力的支撑。国家发改委高新技术司副司长孟宪堂透露，我国圈定的七大战略性新兴产业中，节能环保、新一代信息产业、生物、高端制造业将率先成为支柱性产业。

以能源为例。经济发展离不开能源供应。7 月 20 日，在上半年全国能源经济形势发布会上，国家能源局规划司司长江冰透露，新兴能源产业规划已形成成熟稿件，正准备上报国务院。该规划提出，从 2011 年至 2020 年，将累计增加投资 5 万亿元，每年将可增加产值 1.5 万亿。据测算，新兴能源产业投资间接拉动全社会投资的规模将会超过 9 万亿元。

2、大力发展中西部区域经济

7 月 5 日至 6 日，西部大开发工作会议提出大力发展农牧业、现代工业和服务业，加快构建现代产业体系，使西部地区资源优势转变为经济优势。中央投资项目将重点投向西部地区民生工程、基础设施等领域。为深入实施西部大开发战略，国家发改委 7 月 5 日公布，计划 2010 年西部大开发新开工 23 项重点工程，投资总规模为 6822 亿元。

5 月 17 日至 19 日，中央新疆工作座谈会决定在新疆率先进行资源税费改革，将原油、天然气资源税由从量计征改为从价计征；对新疆困难地区符合条件的企业给予企业所得税“两免三减半”优惠；中央投资继续向新疆自治区和兵团倾斜，“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多等政策举措。

在政策促进下，西部地区今年发展加快，主要经济指标好于全国。1-10 月西部地区实现城镇固定资产投资 45399 亿元，同比增长 26.2%，高于各地区加总 2.0 个百分点。消费市场保持繁荣稳定，多数省区市社会消费品零售总额同比增速高于全国水平（18.3%）。1-10 月，西部地区实现进出口总额 1009 亿美元，同比增长 44.0%，增速高于全国 7.7 个百分点。其中，进口总额 446 亿美元，同比增长 44.5%，增速高于全国 3.9 个百分点；出口总额 563 亿美元，同比增长 43.6%，增速高于全国 10.9 个百分点。

3、缩小收入分配差距促进消费

消费增长不仅取决于收入增长，还取决于收入分配的均等程度与社会保障的完善程度。改革开放以来，特别是近十年来，城乡居民收入分配差距不断扩大，贫富差距不断扩大，成为影响居民消费增长的重要因素。2009 年，城镇居民人均可支配收入与农民人均纯收入的差距 12022 元，创历史新高。2009 年城镇居民人均收入是农村的 3.333 倍，也创历史新高。1999 年我国基尼系数首超突破 0.4 的国际警戒线，达到 0.4043，之后持续上升，2008 年更达到 0.502，远超 0.4 的国际警戒线。

图 33：2008 年城乡人均收入差距过万元

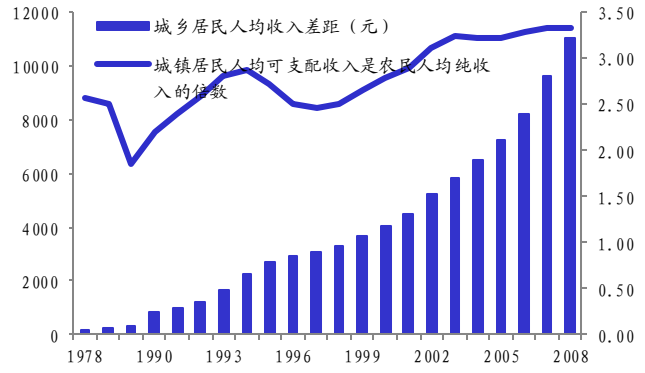
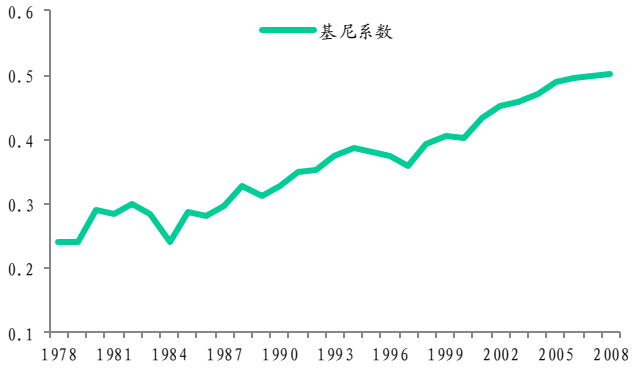


图 34：改革开放以来我国贫富差距持续扩大



资料来源：根据《中国统计年鉴 2010》整理，民生证券研究所

另外，我国居民消费增长还受到社会保障制度滞后的制约。近几年来，城市化发展很快，大量农村人口进入城市，但农民工社会保障明显不足；农村合作医疗迅速普及，参合率已经达到 91.5%，但平均每人次补偿支出只有 113 元，仍处于较低的保障水平。

表 13：新型农村合作医疗迅速普及但平均支出水平低

年份	开展新农合县（市、区）（个）	参加新农合人数（亿人）	参合率(%)	当年基金支出（亿元）	补偿支出受益人次（亿人次）	每人次补偿支出（元）
2004	333	0.8	75.2	26.37	0.76	34.7
2005	678	1.79	75.66	61.75	1.22	50.6
2006	1451	4.1	80.66	155.81	2.72	57.3
2007	2451	7.26	86.2	346.63	4.53	76.5
2008	2729	8.15	91.53	662.31	5.85	113.2

资料来源：《中国统计年鉴 2009》，民生证券研究所

此外，城乡居民消费还受到税负较高、物价和房价上涨过快的困扰。对于房价过快上涨影响民生问题，2010 年国家将建设 580 万套保障房，2011 年将建设约 1000 万套，解决中低收入居民住房保障问题。

（五）2011 年下半年转型加速，下半年步入新周期

1、2011 年下半年转型加速

从经验来看，每年“两会”后和一季度数据出炉后的 4 月和 5 月往往是宏观经济政策

密集出台时期，而具体落实在下半年。如今年房地产调控新政在 4 月 17 日出台，住房城乡建设部 5 月 19 日与各省、自治区、直辖市人民政府以及新疆生产建设兵团签订 2010 年住房保障工作目标责任书；节能减排会议 5 月 5 日召开；中央新疆工作座谈会 5 月 17 日召开；《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（新 36 条）5 月 13 日公布，7 月 26 日，国务院发布了《鼓励和引导民间投资健康发展重点工作分工的通知》。

2011 年，加速转型将在下半年。一是上半年通胀压力较大，货币政策趋紧，加速转型政策措施难以落实到位；二是 2011 年保障房建设任务“两会”后才能逐步下达，下半年形成施工高峰；三是有关战略性新兴产业规划和成渝经济区规划、内蒙古区域振兴规划等区域发展规划可能明年上半年出台，下半年形成得到落实；四是如果明年上半年货币紧缩，经济下行比较快，不排除下半年政策放松，转型政策快速落实。

2、2011 年下半年步入新一轮经济周期

明年下半年经济将实现新一轮经济增长周期的转换。一是克服金融危机冲击的一揽子经济刺激效应衰竭后，依靠自身增长动力实现的经济增长，具有内生性，二是这种增长是在继续保持房地产调控的情况下发生的，本身低于内生增长速度，如果没有特别重大的外部冲击，经济增长速度不会继续下行。我们判断 2011-2012 年经济都将保持 9.0%以上、10%以下的较低增长速度，经济将积累较充分的内生增长动力，2013 年起，步入新一轮经济周期的加速上升期，因此，明年上半年完成上一轮经济周期衰退期刺激政策的消化，下半年将实现新一轮经济周期增长期开始的转换。

图 35：2011 年下半年开始新一轮经济周期的上升期

资料来源：Wind，民生证券研究所

插图目录

图 1: PMI 生产指数与需求指数 3
图 2: PMI 需求指数 3
图 3: 汽车销售增速大幅回落后反弹 4
图 4: 商品房销售增速大幅回落后反弹 4
图 5: 投资新开工项目增速快速下滑 4
图 6: 2011 年 M1 增速或将先上后下再上，总体向下 5
图 7: 一致指数与先行指数 6
图 8: 一致指数与预警指数 6
图 9: 地方项目投资增速仍有回落空间 7
图 10: 国内贷款增速快速回落到低位 7
图 11: 地方项目投资增速仍有回落空间 7
图 12: 国内贷款增速快速回落到低位 7
图 13: 房产相关消费增速与住宅现房销售增速同步，比期房销售增速滞后 2 个季度 9
图 14: 2010 年下半年我国经济回稳 12
图 15: 2011 年消费对 GDP 增长的拉动较强 12
图 16: M1、M2 与信贷相关性强 14
图 17: M2 增速领先于经济增速 14
图 18: 2011 年实际经济增长率低于潜在经济增长率 16
图 19: 11 月国际大宗商品价格同比涨幅低于 10 月 17
图 20: 11 月 10 日以来棉花期货大幅下跌 17
图 21: 11 月 10 日以来白糖期货价格大幅下跌 17
图 22: 9 月和 10 月 70 个大中城市房价环比上涨 19
图 23: 70 个大中城市房价同比涨幅回落趋势形成 19
图 24: 房价涨跌与 CPI 的相关性较高 20
图 25: 每年春节前蔬菜价格均有一波上涨 21
图 26: 2011 年 CPI 走势预测 22
图 27: 就业人口比重提升的空间小 24
图 28: 年新增就业人口逐渐减少 24
图 29: 我国石油供需缺口不断扩大 25
图 30: 我国土地交易价格不断攀升 26
图 31: 我国煤炭和石油供应缺口不断扩大 27
图 32: 我国进出口依存度均有下降趋势 28
图 33: 2008 年城乡人均收入差距过万元 30
图 34: 改革开放以来我国贫富差距持续扩大 30
图 35: 2011 年下半年开始新一轮经济周期的上升期 31

表格目录

2011 年主要经济指标预测 1
表 1: 2011 年投资增速将回落到 22.5%左右 8
表 2: 汽车销售受政策刺激影响大 8
表 3: 预测 2011 年消费增长稍高于 2010 年 10
表 4: 三大经济体进口占世界的比重高 10
表 5: 预测 2011 年出口增速和顺差均低于 2010 年 11
表 6: 2011 年我国主要经济指标预测 13
表 7: 我国食品价格指数函数 20
表 8: “十一五”时期我国转型缓慢 23
表 9: “十一五”规划和“十二五”规划关于存在问题的陈述基本相同 23
表 10: 2009 年我国主要矿产品进口量 25
表 11: 2015 年我国单位 GDP 能耗预测 27
表 12: 新兴产业方向 29
表 13: 新型农村合作医疗迅速普及但平均支出水平低 30

分析师简介

滕泰，经济学博士，先后毕业于复旦大学和上海社会科学院。曾在美国沃顿商学院做访问学者，中国证券业协会分析师委员会副主任委员，人民大学、中央财经大学兼职教授。主要研究领域为宏观经济、国际经济和财富战略等，代表著作有《财富的觉醒》,《新财富论》等。

郝大明，宏观经济分析师。本科毕业于厦门大学统计学专业，硕士毕业于山东大学财政学专业，博士毕业于首都经济贸易大学劳动经济学专业。先在政府统计机构工作9年，有丰富的工业统计和GDP核算工作经验，后从事宏观经济研究预测工作3年。精于数据分析，擅长实证研究。2010年加盟民生证券，主要从事经济增长和物价等主要宏观经济指标的跟踪预测，对宏观经济主要运行趋势有比较准确的把握。

张磊，宏观经济分析师，毕业于暨南大学金融学专业，经济学博士，对外经济贸易大学金融学博士后。2010年加入民生证券，对宏观经济、金融运行规律有深入的理解和把握，注重宏观经济基本面分析，通过发掘经济变量波动的内在逻辑判断宏观经济走势，专于海外经济研究。

钟正生，宏观经济分析师，专注宏观政策研究。经济学博士，毕业于中国人民大学，师从中国人民大学经济学院院长杨瑞龙教授。2007年7月-2010年10月在中国人民银行从事宏观经济和货币政策研究工作，对宏观经济形势有较好把握，对货币政策运行有较深理解。2010年10月加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹瑭	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	13401098997	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于5%～15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%～5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%～5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。