

两手都要硬，再向虎山行¹

——11 月宏观数据及中央经济工作会议点评

高善文² 莫倩³

联系人：高伟栋⁴

2010 年 12 月 13 日

11 月的宏观经济数据给市场参与者和决策者都出了道难题。总的来看，经济增长不是很强，但通货膨胀却已经高到很难忍受的地步了。这种情况如果进一步恶化下去，我们短期内就会进入“滞胀”这种非常不利的局面。目前的问题是：这种情况还会持续多久？

一、经济增长

首先来看经济增长层面。11 月份工业增速较 10 月略有提高，但幅度仅为 0.2 个百分点，基本属于月度扰动范畴。从 7 月份以来的数据来看，工业增长目前稳定在一个较低的水平上。那么，工业增速的前景如何呢？

仔细的观察工业的细项数据，我们可以按照不同行业的表现将它们归为三类：受节能减排影响最大的，受节能减排影响不大的，以及在今年下半年逆节能减排的潮流而动、增速不降反升的。第一类行业被套上了节能减排的“紧箍咒”，供应收缩，在下半年增速大幅滑坡，拖累了整体经济增长，这些行业包括

¹ 本报告主要贡献者为宏观分析师高伟栋。

² 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450209100292

³ 高级宏观分析师，moqian@essence.com.cn，S1450210010312

⁴ 宏观分析师，gaowd@essence.com.cn，010-66581626，S1450109092625

电力、钢铁、有色等。第二类行业则是工业中的“中流砥柱”，增速在今年年初以来一直较高，这类行业包括装备制造、电气机械，仪器仪表办公机械，塑料，非金属等。第三类行业是经济中的积极力量，反映了经济的环比动量在 2 季度之后的恢复，它们抵消掉了电力密集行业的消极作用，使得经济的总体增速显得较为平稳，终结了 2 季度经济的快速下降；这类行业包括纺织服装、医药、金属制品等。

在这三类行业中，第一类行业的增速将随着“紧箍咒”的解除发生较大幅度的反弹，考虑到电力、有色和钢铁在工业部门中的合计占比约 20%，它们的增速提高 5 个百分点就可以将工业增速推回到 14% 这一分界线之上。后两类行业中的一部分很可能是经济中正在孕育的新周期的萌芽，它们的增长趋势经受住了 4 月份以来房地产调控、节能限产、信贷规模控制的多重考验，在新周期启动时可能会进一步加速。

这样看来，如果明年年初节能限产的效应消失，那么经济增长确实可能会出现一个较为明显的反弹，从而打破目前的僵局。

二、危中有机，日本经验

从需求角度考察经济增长，我们可以发现一些积极的迹象。11 月的消费仍在快速增长，尽管这其中有一些价格因素，但总体而言 2010 年的消费增速异常强劲，无论是实际增速还是名义增速均为近十年的最高值，看起来我们确实处于大众消费启动的起点上。以 2009 年数据来看，私人消费占 GDP 的比例，韩国是 54%，日本是 60%，美国是 70%；中国只有 35%。即使考虑到统计口径方

面的差异，中国这一比例也确实太低，需要向上的调整。

大众消费的兴起需要商业贸易部门的扩张。日本在 1970 年-1979 年经历了一轮消费扩张，居民消费占 GDP 的比例从 52%提升到 59%。在这一过程中“超额收益”最大的是批发零售行业，或称国内商贸行业。而商业贸易行业部门的扩张又需要交通运输、物流仓储、商业服务等部门的投资来配套。

因此，沿着大众消费的兴起这一线索去推测新周期的动力结构，可以猜测为商业贸易行业的盈利上升，带动商贸行业的投资上升，带动交运物流、商业服务等行业的投资上升，进而带动整个经济增速的上升。

表 1：日本 1971 年-1979 年上升较快的行业占比

单位：%	电气机械	批发零售	金融保险	房地产	社区与社会服务
1971	0.1	10.0	3.1	10.6	2.7
1972	0.4	10.7	4.0	10.4	2.8
1973	0.5	10.8	3.7	10.8	2.9
1974	0.7	11.0	3.2	11.5	3.2
1975	0.5	11.4	3.7	11.6	3.3
1976	0.6	11.9	3.7	11.8	3.5
1977	0.8	12.3	4.1	12.1	3.7
1978	0.9	12.7	4.6	12.2	3.4
1979	1.2	13.1	4.4	12.0	3.6

数据来源：CEIC，安信证券

沿着这一思路去看，11 月份单月固定资产投资增长从 10 月的 23.6%加速到 29.1%是预期之外，情理之中的。从已公布的细项数据进行推测，这一加速主要来自第三产业。

三、通货膨胀

尽管经济增长方面有一些积极因素正在显现，通货膨胀的前景可能不是特

别有利。11 月 CPI 达到 5.1%，PPI 达到 6.1%，均超出此前的预期。我们认为 CPI 角度的通货膨胀将是一个“双峰结构”，11 月份即为年内高点；12 月仍维持在 4.6%这一较高位置；并在明年 6-8 月可能再次上升到 5%以上。其他大部分时间 CPI 的下降可能也比较浅，很难低于 4%。较高的通货膨胀水平意味着偏紧的货币政策，不排除出现准备金率、基准利率和汇率“三率齐动”的情形。从现在到明年年中可能还会有 75 个基点，对应两到三次加息的空间。

四、“两手都要硬，再向虎山行”

在通货膨胀震荡攀高、经济增长位于较低水平的宏观背景中，中央经济工作会议将 2011 年的宏观经济政策基本取向定为“积极稳健，审慎灵活”，是非常恰当并具有预见性的；积极的财政政策和稳健的货币政策符合预期。

但在 2011 年宏观经济运行过程中，一些意外情况可能给具体政策的部署与执行带来困难，甚至与宏观政策交互作用，构成非常不利的局面。三个层面的冲击值得警惕：

一、通货膨胀在 2011 年下半年再度攀高。目前金融市场、学术界和政府机构的一致预期是通胀在 2011 年 1 季度之后会逐季下行，2011 年下半年的通货膨胀问题不大。但一致预期往往意味着意外的发生，2011 年下半年的通货膨胀实际上存在相当大的变数。

这些变数至少包括：美国经济将可能于 2011 年 1 季度结束复苏，转入新一轮经济周期的扩张阶段，带动全球经济的周期性上扬；原油价格在 2011 年很可能突破 100 美元/桶，并带动其他大宗商品价格上扬；中国经济自身可能在 2011

年下半年进入新一轮经济周期；劳动力价格上升越来越快，造成农产品、服装、居住类价格此起彼伏的轮番上涨。

这些情况如果发生，2011 年全年的通货膨胀可能就会发生反复，在宏观调控政策及经济自身力量的影响下出现几个月的回落，随后再度攀升到 5% 以上的水平。

二、经济增速可能出现大幅波动，2 季度可能出现“滞胀”。节能减排在 2010 年下半年客观上起到了收缩供应、抑制经济增长的作用；这一“紧箍咒”一旦在 2011 年初拿掉，经济增速可能会大幅反弹。但 2011 年 2 季度可能发生这样的情况：通货膨胀较高，宏观政策处于紧缩的高峰；从领先指标来看，2 季度的出口增速可能也在较快下降；在投资层面，房地产开发投资在 2 季度可能出现大幅下降，私人投资在宏观紧缩中处于低迷状态，财政投资也会受到较高的通货膨胀的牵制。因此明年 2、3 季度的经济增速有滑坡的风险，至少环比增长的力量不是太强。

三、警惕宏观政策叠加产生的风险。明年上半年通货膨胀是主要矛盾，此时需警惕“两会”之后产业政策集中出台带动的各地争抢资金和项目资源，以及积极财政政策的实施造成的通货膨胀压力的加剧；明年下半年的主要矛盾是恰当的提振经济增速，如果财政项目投放过快，稳健的货币政策又使得贷款规模在下半年较为紧张，那么私人投资可能就会被严重的挤出，使得新周期的启动被人为的滞后。

总的看来，控制通货膨胀，促进经济的适度增长需要“两手都要硬”，一是恰当的实施稳健的货币政策，二是将有限的财政资金用到刀刃上，坚持调结构

的方向不变，以财政项目投放的时点和方向调节，兼顾促进新经济结构的形成和宏观经济增长的稳定，在发展中解决问题，这样才能以少打多，以不变应万变，以质变带量变，从根本上避免或减少“滞胀”持续的时间。2011 年中国可能将第一次经历经济增速不高，但通货膨胀难以抑制的局面，这一情况比 2007-2008 年更为复杂，需要“两手都要硬”，才能“再向虎山行”。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司宏观研究团队撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司宏观研究团队所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券宏观研究团队，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司宏观研究团队对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	黄方禅	上海联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人		
010-59113590	pandl@essence.com.cn		