

2010年12月14日

✍ 分析师：黄琳

☎ 联系电话：010-66290440

✉ 邮箱：huangl@gsjq.com.cn

执业证书编号：s0600200010037

✍ 分析师：强琪菁

☎ 联系电话：010-66290442

✉ 邮箱：qiangqj@gsjq.com.cn

执业证书编号：s0600110100006

✍ 联系人：李雅娜

☎ 联系电话：021-63122950

✉ 邮箱：liyn@gsjq.com.cn

相关研究报告：

《升值概率远大于加息，政策或将容忍房价小幅上涨--宏观经济月报》

《软着陆趋势逐渐确认，CPI已近年内峰值--宏观经济周报》

《调控微分化，经济软着陆，挖掘对冲的前瞻性信号--宏观经济周报》

《修复的尾声，震荡期的开始，风格将再次转换--宏观经济周报》

《外部周期与内部周期错位，收缩对经济运行影响尚且有限，明年或是风险雷区--宏观经济月报》

《调控基调已初露“收缩”端倪--中国宏观经济周报》

《二季度准备金率上调对加息并无暗示，A股短期或将继续承压--中国宏观经济周报》

《二季度经济增长存在“保八”隐忧，加息时点或延后--中国宏观经济月报》

《二季度“数量型”调控或向“价格型”调控切换--中国宏观经济速递》

《经济同比继续高速增长，环比或已放缓--中国宏观经济月报》

新提法展现新思路

——“稳”字当头，机会良多

事件：

中央经济工作会议12月10日至12日在北京举行。

点评：

- “稳”成为各方协调的出发点。
- 稳定物价是宏观经济政策的重点，货币政策转向稳健。
- 认识世界经济格局新变化，以进口促平衡。
- 建立促进消费长效机制，优化投资结构。
- 发展现代农业、关注水利建设带来的投资机会。
- 若干产业蕴含投资机会。
- 完善公共服务，加大保障性住房建设。
- 改革进入攻坚阶段。

评论:

- **“稳”成为各方协调的出发点。**会议揭示出明年经济工作中存在的一些突出矛盾：宏观经济平稳运行面临复杂形势，粮食稳定增产和农民持续增收基础不牢固，经济结构调整压力加大，资源环境约束强化，改善民生和维护社会稳定任务艰巨。一句话中出现三个“稳”字，表明在复杂的经济形势下，各方协调的出发点就在于维“稳”，经济运行要稳，粮食增产要稳，社会更要稳。因此，稳定物价、改善民生必然成为明年经济工作的着力点。
- **稳定物价是宏观经济政策的重点，货币政策转向稳健。**去年和今年的经济工作会议都提出“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”，但今年强调“把稳定价格总水平放在更加突出的位置”，政策重点有明显偏向。如果没有稳定的价格，就不可能完成稳健增长的任务，也难以以为调结构提供良好的环境，所以稳定物价就成为维稳的首要任务。2011 年，推动通胀的因素更加复杂，除了流动性过剩和农产品供给短缺之外，由收入分配体制改革导致劳动力成本上升带来的供给冲击将可能带来螺旋式通胀。预计 2011 年上半年通胀将仍然维持在较高水平，全年高点将出现在一季度，2011 年全年通胀将维持在 3.5% 左右。随着要素价格改革的深入，成本端推动的价格上升是长期中的必然事件，因此稳定物价将成为宏观政策长期关注的重点。虽然会议没有提出明年的经济增长目标，我们预计 2011 年经济增速将在 9.2%-9.5%，宏观政策将在稳增长、调结构和控通胀之间寻找平衡。

会议指出要实施积极的财政政策和稳健的货币政策，把好流动性这个总闸门。积极的财政政策能够在世界经济复苏放缓时保证经济稳定增长，并有利于经济结构调整，而稳健的货币政策有利于遏制流动性泛滥带来的通胀预期，松紧搭配的财货政策体现了在各种矛盾中寻找平衡的政策意图。货币政策转向“稳健”并不等于紧缩，其要求是“总体稳健、调节有度、结构优化”。由于会议提出投资上“要做好应对国际金融危机冲击一揽子计划与‘十二五’前期投资项目衔接工作”，我们认为信贷投放不可能大幅缩减，预计 2011 年新增信贷将在 6.5-7 万亿，M2 增长率或为 16%。信贷投放可能主要集中于前期投资的后续建设、保障性住房、基础设施建设和新兴产业。

但由于货币存量巨大，通胀预期高企，利率水平“常规化”和数量调控“常态化”是必然过程。基础货币投放主要源于外汇占款，并且息差扩大或吸引更多热钱，因此，2011 年数量型工具仍会占据主导地位，提高存款准备金率将成为货币政策主要手段。同时随着经济增速的恢复，利率水平“常规化”过程将开启。我们认为利率水平的常态回归需要两年的时间来完成，在当前要素成本推动潜在通胀上升的背景下，存款基准利率至少要上调 75 至 100 个基点才能完成这一目标。预计 2011 年央行上调利率的空间大约有 50 个基点，使利率接近 3.5% 的通胀水平，但并不能消除负利率，可能 2012 年中国的实际利率水平才有望转正。从加息的时点来看，预计将较为集中在上半年；此外，2011 年节能减排、拉闸限电等“主动调控”措施退出，可能将减缓正向产出缺口的收窄，这也为基准利率水平的常态回归提供了空间。

关于汇率政策，会议指出，进一步完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。由于出口超预期增长，2011 年人民币升值压力将进一步增大，预计人民币兑美元的波动幅度或将放宽，人民币将升值 5% 左右。

- **建立促进消费长效机制，优化投资结构。**去年和今年的经济工作会议都强调了要调整经济结构，提升消费。去年主要从危机后消费增长对冲投资下滑的角度来制定政策，因此立竿见影的短期政策成为去

年的重点，如家电下乡、家电汽车以旧换新等。而今年经济增长稳定，消费政策倾向于建立长效机制，“提升居民消费能力、改善居民消费条件、培育新的消费热点”等政策都着眼于长远。

会议提出，在投资上，以优化投资结构为重点，提高投资质量和效益；做好应对国际金融危机冲击一揽子计划与“十二五”前期投资项目衔接工作；严控投资产能过剩行业，防止新的低水平重复建设。这意味着经济结构的调整重点不在于降低投资增速，关键是提高投资质量。预计 2011 年城镇固定资产投资增长率约在 22% 左右。由于会议提出“做好应对国际金融危机冲击一揽子计划与‘十二五’前期投资项目衔接工作”，我们认为“4 万亿”的项目将纳入“十二五”统一规划，地方融资平台风险降低。

- **发展现代农业、关注水利建设带来的投资机会。**会议将农业部分从第三部分提前至第二部分论述，可见对农业问题的重视。会议除了强调要确保主要农产品供给安全和提高最低收购价格外，新强调了要落实“米袋子”省长负责制和“菜篮子”市长负责制，将农产品价格问题提到了新的高度，可见对物价的关注程度。会议提出了把水利作为农村基础设施建设的重点，多方筹集资金、切实增加投入。建议关注水利建设带来的投资机会。会议还提出了加快转变农业发展方式，用现代物质条件、科学技术、产业体系和经营形式提升农业，可关注农业机械类受益股。

- **若干产业蕴含投资机会。**会议提出改造提升传统制造业，全面提高服务业特别是现代服务业，扎实发展战略性新兴产业。会议第一次明确提出“环保产业”概念，还将文化产业提到了国民经济支柱产业的高度。预计 2015 年节能环保产业产值或达 4.5 万亿元；“十二五”期间文化产业或保持年均 20% 以上的增速，目前中国文化产业占同期 GDP 大概在 2.5%，在“十二五”期间文化产业增加值或将翻一番。建议关注相关产业带来的投资机会。

- **认识世界经济格局新变化，以进口促平衡。**会议提出世界经济格局正在发生深刻变化，对于变化的把握政府用“四期”来概括：世界经济结构进入调整期，世界经济治理机制进入变革期，创新和产业转型处于孕育期和新兴市场国家力量处于上升期，同时，会议提出了要提高应对复杂局面的能力，包括培育发展新优势，增强世界经济治理的参与能力，抢占未来发展战略制高点，努力发展壮大自己。

新表述展现了中国参与世界经济事务更加积极的姿态，显示我国基于劳动力成本优势的外向型经济将要转型，未来几年国家对外经济政策可能出现变化。对外经济交往中，中国将寻求质的提高，发展新兴战略性产业，培育廉价劳动力以外的新优势，同时增强在世界经济事务中的话语权。随着新兴市场力量的壮大和发达国家经济增速的放缓，中国将更多地探索与新兴市场的合作的路径。

具体到贸易上，在全球经济寻求再平衡的过程中，中国提出“优化进口结构，扩大进口规模，发挥进口对宏观经济平衡和经济结构调整的重要作用”。中国要快速的产业升级需要一次进口升级，而扩大进口减小贸易顺差的方式有利于各国经济。

- **完善公共服务，加大保障性住房建设。**会议对公共服务的论述由第六部分提前至第四部分，可见对民生问题的重视，民生问题本身也是“稳”字的题中之义。会议对完善基本公共服务进行了全面的描述，包括教育、就业、医疗、养老等方面。

会议提出要加快推进住房保障体系建设，大力发展公共租赁房，逐步形成符合国情的保障性住房体系和商品房体系。中国住建部此前向各地发出《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》，明确提出 2011 年计划建设保障性安居工程任务是 1000 万套，相比 2010 年的 580 万套，增长 72.4%，根

据估算 2011 年保障性安居工程投资或将达 1.4 万亿元人民币，是支撑投资增速平稳的重要因素。相关的机械和建材企业或从中受益。

- **改革进入攻坚阶段。**会议提出要进行收入分配改革，逐步完善个人所得税制度，加快建立和完善县级基本财力保障机制，推进在一些生产性服务业领域扩大增值税征收范围改革试点，进一步推进资源税改革。收入分配改革和个人所得税制度既是维稳的重要制度，也有利于提升消费，促进经济结构调整。收入分配改革很可能在明年起步，政府可能加大转移支出进一步推动社会最低工资水平上涨，并且在个人所得税方面可能做出结构性的“让利”，同时实施更加积极的就业政策，使得收入增长分享更多的劳动生产率的提高。

会议提出加快建立和完善县级基本财力保障机制，表明财税体制改革将进一步深化，财权和事权将更加合理分配。县级基本财力保障机制以县乡政府实现“保工资、保运转、保民生”为目标，保障基层政府实施公共管理、提供公共服务以及落实各项民生政策的基本财力需要，为维稳提供财力保障。要征收增值税的生产性服务业领域试点可能包括交通运输、建筑安装、物流等行业。改革内容始终没有涉及房产税，体现了对该政策的谨慎态度。

整体来看，2011 年中央经济工作会议以加快转变经济发展方式为主线，以控制物价为当务之急，“稳”字当头，机会良多。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所宏观部

北京市西城区金融大街 17 号

邮政编码：100140

传真：（010）66290653

公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>