

宏观报告

经济走出回落阴霾，稳舵以对通胀洪波

——2011 年宏观经济报告

摘要：

I 全球经济 通胀与通缩 欧美与新兴市场的差异化进一步显现，政策对峙程度也日益明显。美国的 QEII 针对的通缩阴霾将随着美元贬值有所缓解。明年实体经济的情况将逐步好转，影响就业、房地产的负面因素慢慢消退。不过货币的肆意运用，这代价迟早要还的。欧元区的债务问题依旧树欲静而风不止，短期内我们对其稳定依然有信心，但伴随着财政紧缩的力度将的扩大和加强，美欧增长的格局将再度出现更替。新兴市场通胀和资本流入压力加剧。不少国家都采取了紧缩的调控政策并实施了一定的管制，而政策也将以主动紧缩为主。

I 中国经济 增长与通胀 明年是十二五开局的第一年，投资的增速将保持平稳，其不仅将保证经济稳定增长，也是十二五第一年的重要布局。出口将加快加工贸易的转型，沿用近 30 年的外企“超国民待遇”的时代正式终结。贸易顺差问题的优化，与其放在进口或对外投资，不如先做好出口结构本身的调整。消费在长期收入等因素的支持下，继续保持快于 04-07 年阶段的增长水平。不过，目前的通胀早已经远非温和的程度，其对消费的影响或将转而为抑制一般消费和刺激保值投机消费。

I 通胀 控水与建池 明年上半年通胀的压力依然突出此轮通胀主要由流动性推升没错，但是与市场普遍看法不太一样，流动性的控制远非那么收放自如，不说国内收缩存在时滞，资金流动国际化也远非单一国家能控制的行为。因此，治理通胀方面除了不放任流动性过于泛滥，还更应该发展经济体中的短板，构建出全方位、富弹性的池子。

I 积极财政+稳健货币 明年调控政策定调，稳健的货币政策将带来 1-2 次上调基准利率和 2 次上调存准金率的动作，汇率方面也将表现出更稳步的态度，全年升值幅度不会太大在 5% 左右。

报告日期： 2010 年 12 月 20 日

周欣瑜

SAC 执业证书编号：S0820209120025

电话 021-32229888*3508

邮箱 zhouxinyu@ajzq.com

相关报告

《经济复苏步调“走稳”，转变发展方式“加快”》

——2010 年二季度宏观经济

2010.3.22

《货币大赛 谁先退出》

——2010 年度宏观经济

2009.12.16

《稳步复苏中看消费》

——2009 年四季度宏观经济

2009.9.30

月度宏观数据点评报告 每月中旬

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

一、全球经济：通胀与通缩	4
1.1 美国 通缩的阴霾.....	4
1.2 欧洲 主权债务风不止.....	6
1.3 新兴市场 通胀的压力不减.....	7
二、中国经济 增长与通胀	9
2.1 投资 适度超前有保障.....	9
2.2 出口 超国民待遇时代终结.....	10
2.3 消费 通胀的效用逐步转负.....	11
三、通胀 控水与建池	12
四、积极的财政政策与稳健的货币政策	14

图表目录

图表 1：主要国家经济复苏情况-GDP 季同比	4
图表 2：新增就业小幅转好	4
图表 3：房地产价格环比走弱	5
图表 4：生产、消费景气度偏弱	5
图表 5：物价、尤其是核心物价持续下跌	5
图表 6：美元疲弱推升原材料价格.....	6
图表 7：欧美重要债务情况.....	6
图表 8：主要债务国赤字状况	6
图表 9：主要债务国 CDS 5Y	7
图表 10：美元对主要新兴市场国家货币	8
图表 11：新兴市场物价指数	8
图表 12：固定资产投资稳中有升	9
图表 13：新开工项目增速稳定	9
图表 14：PMI 显示工业生产持续环比回升	10
图表 15：重工业拖累整体工业生产水平	10
图表 16：一般贸易顺差和加工贸易顺差（亿美元）	10
图表 17：进出口情况（亿美元）	11
图表 18：出口额按企业类型 主要是外资创造的	11
图表 19：物价攀升的过程中各类零售没有明显的促进	12
图表 20：消费者信心指数连续下滑	12
图表 21：实际消费走低 但依旧高于 04-06 年阶段	12
图表 22：人民币 8 月加快升值	13
图表 23：国际资本流入对物价的牵引	13
图表 24：国际大宗价格上涨推升 PPI	13
图表 25：货币活性增强	13
图表 26：食品是 CPI 上涨的主要推力	14
图表 27：负利率抑制存款需求	14
图表 28：年度基础货币增速（%）	15
图表 29：年度新增信贷规模（万亿）	15

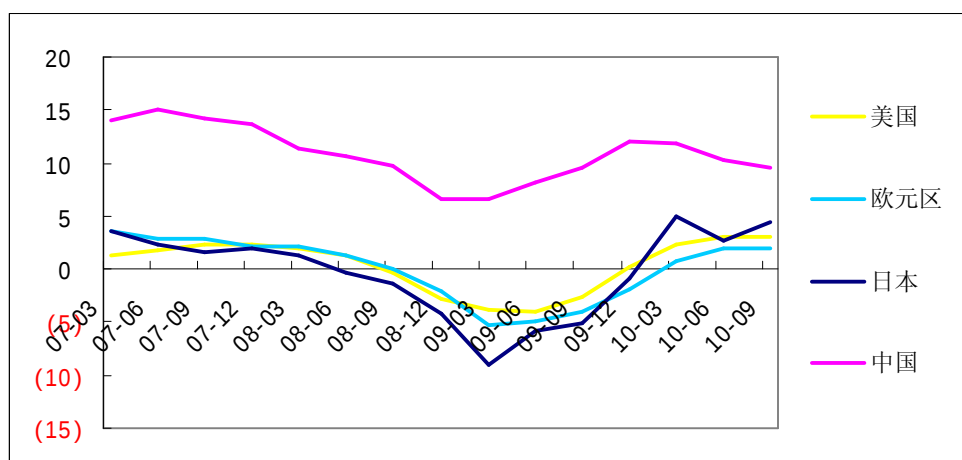
一、全球经济：通胀与通缩

2010 年全球经济经历着一段忐忑的复苏过程。欧美经济增长逐步转弱，房地产市场依然萧条，政府债务危机时显时隐，而新兴市场却截然不同，生产消费快速恢复，投资溢出，甚至通胀压力驱而不散。各国的差异化进一步显现，政策对峙程度也日益明显。

美国推出的 QEII 并不在之前的预期中。当然，如同国内四万亿政策一般，我们无法对 QEII 过多非议。即使作用相当有限，量化宽松直指的通缩阴霾将随着美元贬值有所缓解。明年实体经济的情况将逐步好转，影响就业、房地产的负面因素慢慢消退。预计明年经济增速将有小幅提高。不过货币的肆意运用，这代价将来迟早要还的。欧元区的债务问题依旧树欲静而风不止，短期内我们对欧元区的稳定依然有信心。财政紧缩的力度将有进一步的加强，德国的紧缩计划也将进入实施阶段，部分国家已经显现出拖累的效果。因此，美欧增长的格局将再度出现更替。

美元流动性的逸出，伴随着目前全球市场风险偏好的升温，使得新兴市场通胀压力加剧。不少国家都采取了紧缩的调控政策并实施了一定的资本管制，预计至少到明年年中都将持续对新兴市场产生资金流入压力，而新兴市场的政策也将以主动紧缩为主。

图表 1：主要国家经济复苏情况-GDP 季同比



数据来源：bloomberg 爱建证券

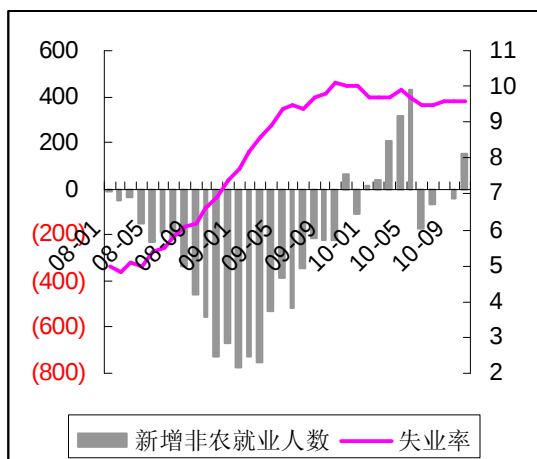
1.1 美国 通缩的阴霾

2010 年下半年以来，美国经济增长出现了比较明显的熄火，这是因为前一轮的反弹主要是由财政刺激和供给层面拉动的，终将面临需求疲软的压力。看一下目前最为困扰美国的两大问题，失业和房地产市场。由于服务业部门和中小企业在复苏过程中的步伐迟缓，导致了就业水平步履蹒跚，美国临时普查结束后，失业率再度回升。临时用工和持续失业状况始终不容乐观。同时下半年起，购房退税政策结束等因素造成房地产市场销量和价格双双回落至 40 及 7 年来的纪录低点。这给美国经济复苏带来了很大的压力。

不过消极因素的作用正在慢慢减退。ADP 就业数据显示，私营部门就业呈逐月小幅增加趋势，虽然说整个就业市场要有显著改观还需要至少 6-12 个月，不过，部分企业将于明年开始将临时用工转为正式用工，这将使就业的缓慢转好更为着实。消费在美国整体经济中的作用正在缓慢增长。零售销售在汽车消费的拉动下，已连续五个月增长，并在节日推动下销售创出 8 个月最高增幅，尤其

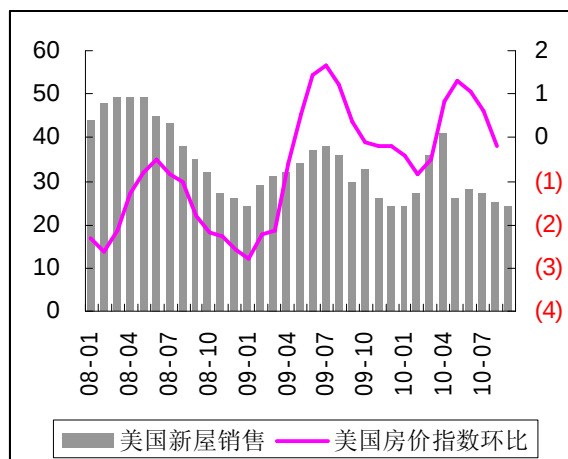
是新车销售的增幅也令人欣慰，预计这种良好局面将持续到明年一季度。

图表 2：新增就业小幅转好



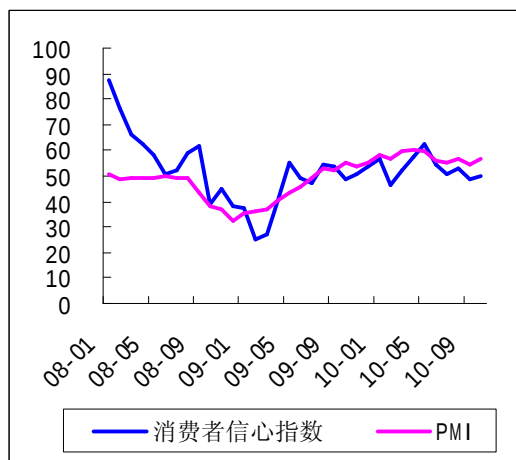
数据来源：wind 爱建证券

图表 3：房地产价格环比走弱



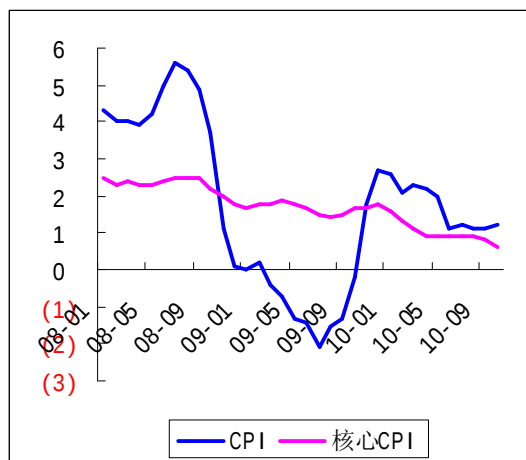
数据来源：wind 爱建证券

图表 4：生产、消费景气度偏弱



数据来源：wind 爱建证券

图表 5：物价、尤其是核心物价持续下跌



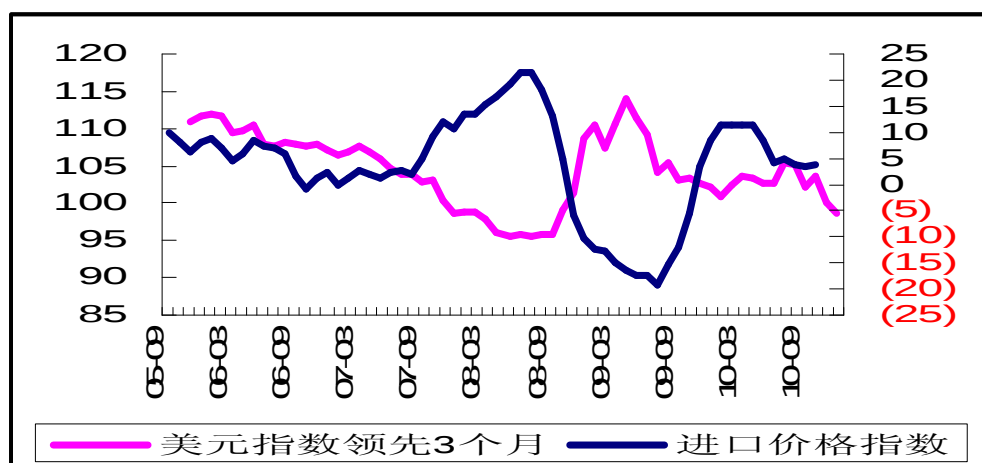
数据来源：wind 爱建证券

当然，从生产消费的先行指标消费者信心指数和 PMI 依然维持在略高于 50%的水平来看，复苏的脚步注定将使缓慢的。在这方面，新出台的 QEII 将不会有明显的积极效果。只有等待经济系统中内部的增长力量继续积聚。这期间，更值得关注的是美国的物价指数，其显示整个经济正处于通缩的边缘，尤其是核心 CPI 还在恶化的态势应当是 QEII 直接剑指的目标。通缩对经济的危害更为严重，通缩的状态基本上决定了萧条期的长短。由于物价水平的持续下降，人们预期悲观持币观望，消费和投资止步不前。另外物价的下降使实际利率上升，企业不敢借款投资，债务人的负担加重。然而，从美国货币政策治理经济的历史案例来看，货币政策对于防通缩的效果总是要差于抗通胀（这与中国正好相反）。因为从内部来看，银行顺周期的借贷行为将使得美联储的货币投放行为传导到实体经济中大打折扣。从国际市场来看，一方面，美联储的再度宽松并没有得到更多国家的支持。一方面，货币流出本土，转而投身到新兴市场国家中去，也将使得最终效果事倍功半。当然，在美元的贬值

以及预期的指导下，大宗商品尤其是原油的价格上涨，对美国的物价还是会有一定作用的，这将从供给角度支持物价脱离持续下跌的陷阱。

考虑到消费在小幅改善，最近的 GDP 修正数据显示，库存增长还存在空间，而贸易逆差在美元贬值的情况下对经济的拖累将进一步缓解，预计明年美国经济增速将有小幅提高，全年 GDP 增长 3-3.2%。作为全球经济中心以及这次金融危机中心的美国，要走出这轮周期，要么能寻找到新的经济增长点；要么就鼓吹起新一轮泡沫。美国试图在这里找到一条权宜之计，即短期内通过低利率、超发货币，激发一定程度的通胀来刺激经济走出衰退，并维持到经济寻找到新的增长点。不过从可以预期的因素来看，最终可能还是走到了格林斯潘的老路。

图表 6：美元疲弱推升原材料价格



数据来源：wind 爱建证券

1.2 欧洲 主权债务风不止

在整个欧元区中，德国经济的表现可谓是最为出色。贸易顺差和出口额依然保持强劲，并带动 GDP 显著增长。下半年以来固定资产投资受前者的带动也开始明显回升，整体经济景气程度远好于其它欧元区国家。这为欧元区的稳定提供了基础，当然也为德国执行财政紧缩预案增强了信心。从年初的财政预算来看，德国的年度赤字水平将扩大到 GDP 的 5% 以上，对照 3% 的目标，其紧缩的决心和规模不容小觑。同时观察到主权债务危机之后被迫实施财政紧缩方案的国家，经济状况和消费信心均出现一定程度的下滑。加之部分新兴市场国家出于调控通胀、产能等考虑，主动的收缩财政货币政策。将小幅抑制其进口需求方面（即发达国家的出口）。这些负面因素都将导致德国以及整个欧元区明年经济增长速度小幅放缓。

图表 7：欧美重要债务情况

	公共部门财政 债务/GDP	财政收支/GDP			年度 GDP (百万欧元)	GDP 占欧元区 比
		2009	2010	2011		
爱尔兰	64	-14.3	-11.73	-10.79	163543	1.82%
希腊	115.1	-15.4	-9.4	-7.6	237493.5	2.65%
英国	68.1	-11.29	-11.49	-10.32	405766.1	/
西班牙	53.2	-11.2	-9.44	-7.04	1051151	11.71%

葡萄牙	76.8	-9.4	-7.37	-5.62	163891.1	1.83%
法国	77.6	-7.5	-7.78	-6.9	1907145	21.24%
意大利	115.8	-5.3	-5.18	-5.01	1520870	16.94%
德国	73.2	-3.3	-5.38	-4.54	2409100	26.83%
美国	53.5	-11.04	-10.66	-8.91	1411900(百万美元)	/

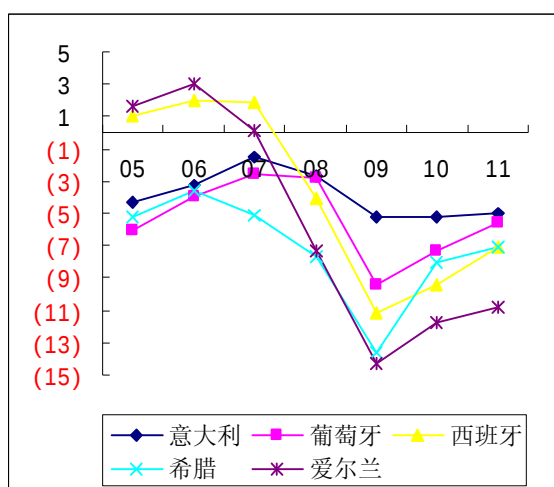
数据来源: wind 爱建证券

近期,主权债务问题再度燃起,爱尔兰向欧盟提出了救助,希腊也可能无法偿还前期的救助款,危机国与德国债券利差扩大,甚至导致德国的债券需求也相当疲软。而且未来两年是到期债务额度较大,部分国家可能会出现违约或继续寻求救助。不过我们依然坚持之前的判断,从经济层面来讲,欧元区的破裂对谁都更加难以承担。若有国家退出或被踢出欧元区,其货币将大幅贬值,资金急速撤离,银行将面对空前的挤兑压力;政府信用倒地而难以再筹措资金。同时欧洲国家相互持有资产头寸额度较大,容易形成不良的多米诺骨牌效应。

事实上危机国家也并不情愿接受救助,相比巨额的救助金,他们更需要的是信心。因为救助毕竟不是免费的午餐,苛刻的救助条件要求被救助国执行公开、严格的紧缩预案,并让渡部分国家财政主权(包括税收等权利)。这将使国家经济优势和国民福利遭受到非常大的约束,甚至带来政局的不稳。而信心的崩溃将使危机国举步维艰。无论说是为了规避风险还是国际资本很难轻易放过有缝的鸡蛋,利差扩大,融资成本抬升终将使流动性进入恶性循环,最终导致债务清偿压力超出可承担范围。

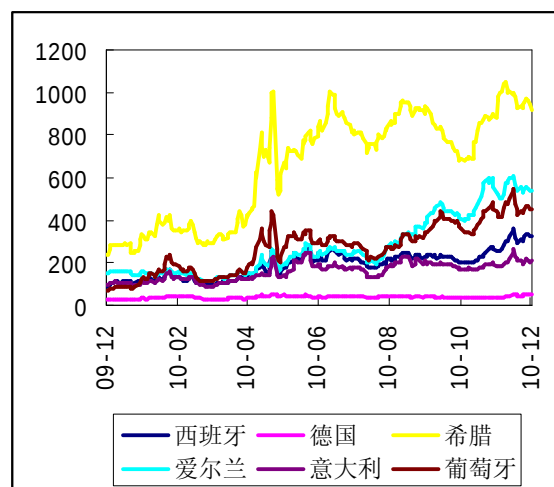
德国撇不开着趟浑水,拉 IMF 一同参与,也促使这些国家都不得不尽更大的努力来推进债务问题的解决。按照之前的安排,2010 年后这些国家的年度赤字水平平均将逐年下滑。当然,其公共部门的整体债务水平高企短期内是无法缓解的。因此,欧洲国家这种赤字和债务问题还是一个相当长期的问题。目前的措施治标不治本,最终只有通过提升经济体系活力、积极促进就业、优化区别的财政税收体系,才能够形成更健康良好的财政收入状况。

图表 8: 主要债务国赤字状况



数据来源: wind 爱建证券

图表 9: 主要债务国 CDS 5Y



数据来源: wind 爱建证券

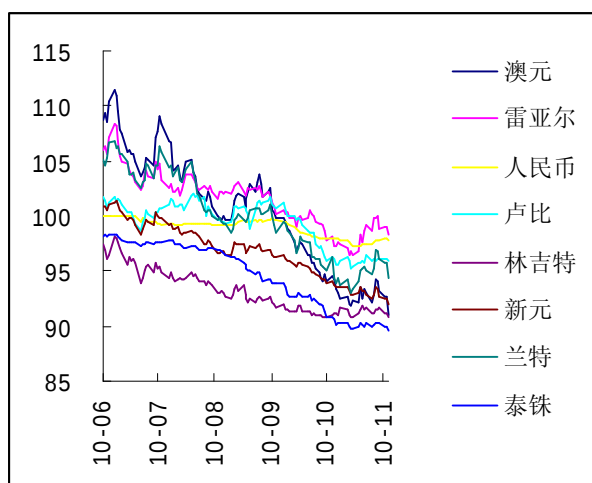
1.3 新兴市场 通胀的压力不减

与欧美市场形成比较强烈反差的是,新兴市场复苏态势非常明显。这吸引了原本就过于充裕的国

际资金的追逐。并且在美联储 QEII 之后，资本加快流入，物价压力显现。这使得之前还保持谨慎的政策开始有所转向，包括印度、澳洲、中国都加快了货币政策收紧的步伐。同时部分亚洲和拉美国家政府考虑施行资本管制，以降低资本流入的冲击。巴西 9 月后两度上调了对短期外资征收的金融交易税达 6%，同时又将外汇衍生品交易税率由 0.38% 上调至 6%。泰国对国债及国有企业债券的资本利得及利息收入征收 15% 的预扣税。印尼央行表示正考虑扩大管制范围，以减轻热钱突然波动可能造成的有害影响。韩国央行也提到要采取一系列措施遏制资本激增的可能。

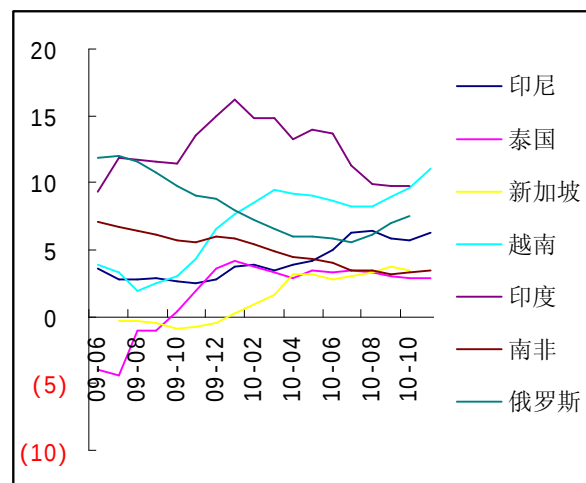
虽然说明年美国经济增长的态势应当会好于欧洲，但是基于美联储迫切希望使得美国能尽快走出通缩的边缘，物价进入温和增长的理想通道，其量化宽松政策可能很难缩减，甚至于考虑到银行惜贷而无法扩张，将通过向保险等更直接的机构购买债券来增加货币供应量。仅局部因素如欧债危机将使得美元短期走强，未来 6 个月内美元整体将保持偏弱震荡格局。因此，对于新兴市场国家，资本流入的压力也至少将持续 6 个月。同时，美元维持震荡对于大宗商品的价格仍然有一定的刺激，这对于处在增速较快的新兴市场国家也将带来包括成本输入型等价格压力。所以新兴市场，明年上半年的政策依然将维持在控制资本流入和减缓通胀压力为主。

图表 10：美元对主要新兴市场国家货币



数据来源：wind 爱建证券

图表 11：新兴市场物价指数



数据来源：wind 爱建证券

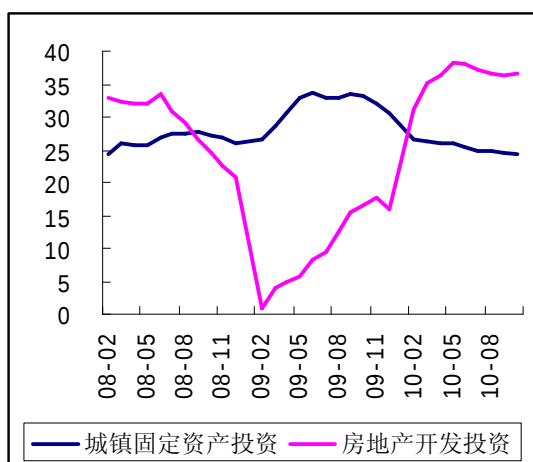
二、中国经济 增长与通胀

明年是十二五开局的第一年，投资的增速将保持平稳，其不仅将保证经济稳定增长，也是十二五第一年的重要布局。而短期尤其是上半年对中国来说，更突出的问题似乎是通货膨胀。目前的通胀早已经远非温和的程度，其对消费的影响或将转而抑制一般消费和刺激保值投机消费。此论通胀主要有流动性推升没错，但是与市场普遍看法不太一样，流动性的控制远非那么收放自如，不说国内收缩存在时滞，资金流动国际化也远非单一国家能控制的行为。因此，治理通胀方面除了不放任流动性过于泛滥，还更应该发展经济体中的短板，构建出全方位、富弹性的池子。另外，明年调控政策定调，稳健的货币政策将带来 1-2 次上调基准利率和 2 次上调存准金率的动作，汇率方面也将表现出更稳步的态度，全年升值幅度不会太大在 5% 左右。

2.1 投资 适度超前有保障

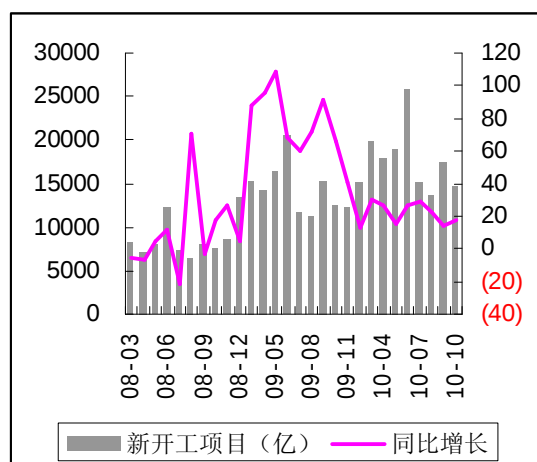
随着经济增长的侧重要逐步由投资、进出口向消费转变，未来投资在经济中的比重应当逐步下降，不过从中共十二五规划建议以及发改委的表态来看，四万亿刺激计划过后，可不必太过于担心其增速会出现明显的回落，以至于对经济产生拖累的状况。相反，投资不仅是不可或缺保增长的重要组成，也是十二五第一年的重要布局。尤其是对外贸易还存在较大的不确定性。从国家明年中央预算投资计划来看，重点领域包括：一加强保障性安居工程建设，住建部明确提出，2011 年计划建设保障性安居工程任务是 1000 万套，相比今年增长 72.4%，程投资将超过 1 万亿，要达到全国房地产投资规模的 20%。（将拉动固定资产投资增速新增 2 个百分点）二是加强“三农”建设和加快城镇化发展。三加强社会事业和公共服务体系建设，促进服务业加快发展，支持农村市场流通体系建设等。四促进区域协调发展。加快欠发达地区经济社会发展和中西部基础设施建设，尤其对新疆、西藏地区建设的支持力度会加大。五是加强节能减排和生态环境建设。六是加强自主创新能力建设和结构调整，推动产业结构优化升级。因此，区域房地产特别是保障房的开发投资，节能减排、基础建设设备投资以及十二五首年的布局投资都将对明年全年的固定资产投资提供支持，预计全年固定资产投资增幅将基本与今年持平。

图表 12：固定资产投资稳中有升



数据来源：wind 爱建证券

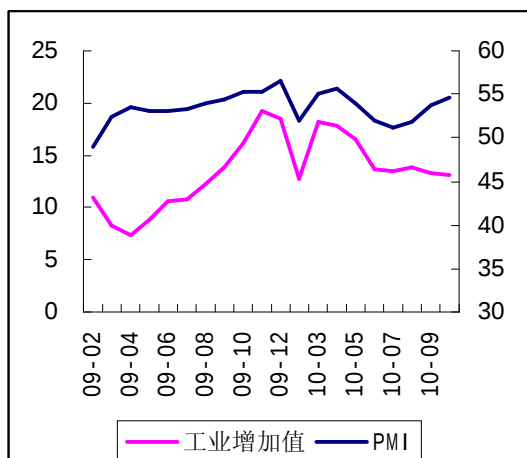
图表 13：新开工项目增速稳定



数据来源：wind 爱建证券

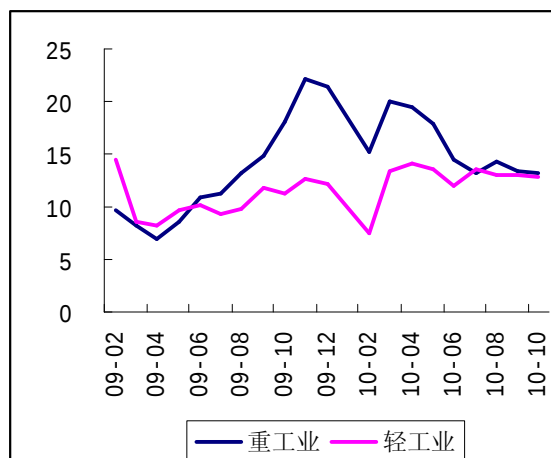
PMI 显示工业生产已于三季度进入环比回升阶段，但出于同比基数较高关系，明年一、二季度工业增加值才会整体见底回升。很显然这一次的工业生产回落，主要还是与整体经济结构调整有关，重工业的回落程度要显著大于轻工业，尤其是交运设备、钢铁和化工行业。年底完成节能减排目标也抑制了工业生产的回暖，不少地区非两高一限企业遭遇拉闸限电也时有发生。进入明年后，这部分短期内的强制性压力将有所减轻。同时配合前一轮去库存的顺利完成，都将支持工业生产逐月释放。

图表 14: PMI 显示工业生产持续环比回升



数据来源: wind 爱建证券

图表 15: 重工业拖累整体工业生产水平

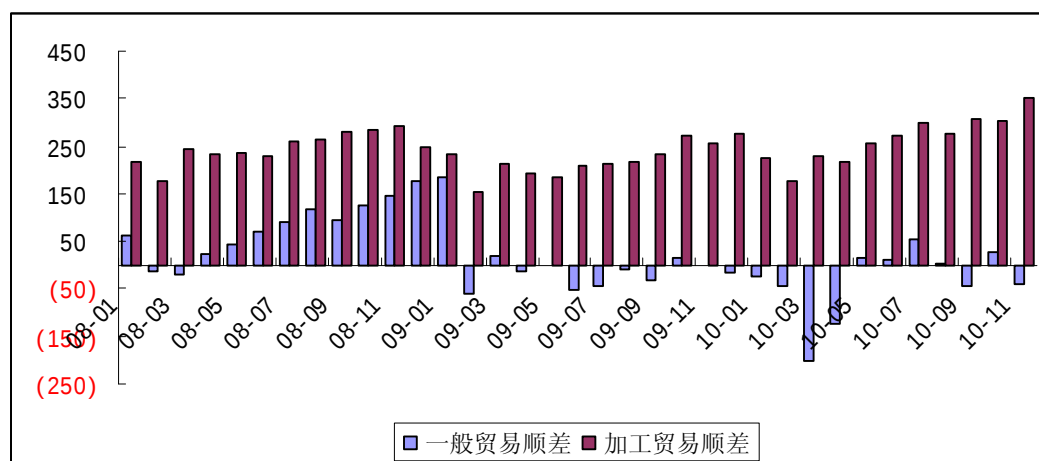


数据来源: wind 爱建证券

2.2 出口 超国民待遇时代终结

尽管面临了人民币升值、国际贸易纠纷升级等等的困境，下半年以来的进出口贸易还是如我们之前预期的一样相对乐观。当然这些问题明年还是一样，不会有大的改观。不过有一点值得注意的是，2011 年开始，沿用近 30 年市场换技术而给予外企“超国民待遇”的时代将正式终结。中国将对在华外商投资企业、外国企业及外籍个人征收城市维护建设税和教育费附加。而在本次中央经济工作会议也明确提出，要加快加工贸易转型。

图表 16: 一般贸易顺差和加工贸易顺差（亿美元）

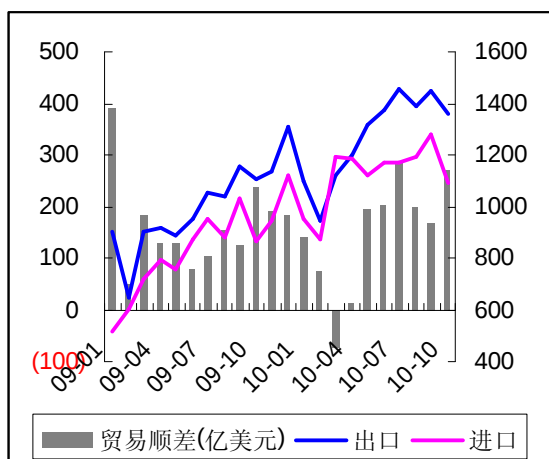


数据来源：FOST 爱建证券

确实，本次金融危机中，中国出口导向型经济模式在内外都备受指责。外围看来，巨额的贸易顺差使得中国面临的全球最多的贸易纠纷和冲突，贸易条件日趋恶化，相应的外汇储备也使得升值压力空前巨大。而内部看来，目前中国将近一半的贸易是加工贸易，其构成了国内顺差的主体。而大部分利润却由外资企业获得。加工企业为狭窄的利润空间，付出了资源、环境等相当沉重的外部成本为代价。因此，在调整结构的基调下，出口规模和结构的调整应该首当其冲。

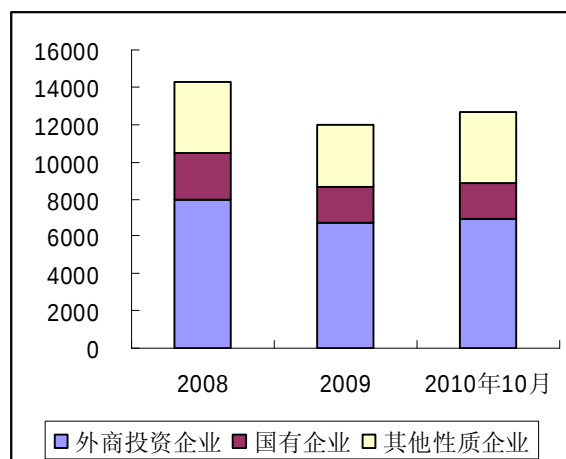
易纲曾表示：中国正在制定相关政策，计划用三到五年时间将贸易顺差占国内生产总值(GDP)的比例降至 4%。如何缩减顺差？在目前消费属于平稳增长阶段，与其期望扩大进口，为他人做嫁衣，或者目前举步艰难的走出去对外投资。不如重点放在调整出口结构：指导地方政府严格把关外商投资的技术和质量。适当拒绝、淘汰效率低下的外商投资。进一步改革推广资源税、环境保护税；减少或取消更多低端加工行业的出口退税率；逐步转变中国廉价劳动力市场的概念，提高最低劳动力工资标准，促使外商企业与国内加工企业、劳动者分享利润。当然要从廉价劳动力优势转变到集群、配套甚至技术优势是需要代价和时间的。在此基础上，我们不主张单纯通过人民币快速升值来调整达到的平衡。同时，我们下调明年全年的出口增速至 20%。

图表 17：进出口情况（亿美元）



数据来源：wind 爱建证券

图表 18：出口额按企业类型 主要是外资创造的



数据来源：wind 爱建证券

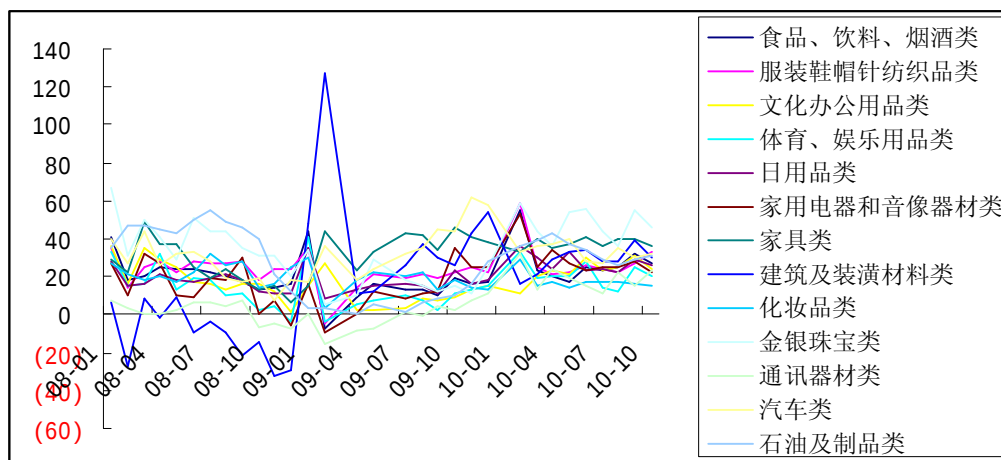
2.3 消费 通胀的效用逐步转负

在经济再度探底回升的过程中，消费的表现非常突出，成为拉动经济增长的重要因素。消费的向好，是长短期因素共同作用的结果。包括劳动力收入比较显著的增长；消费升级逐步加快；温和的通货膨胀加快货币活性促成消费意愿；以及国家政策对于消费的明显倾向和刺激。可以看到，全年住宅销售将突破 4 万亿，同比增长 10% 左右。汽车的消费也远好于之前的预期，全年将突破 1750 万辆，同比增长有望接近 30%，再度成为零售消费中的领跑力量。众多外贸出口企业也开始逐步转辗国内市场，并取得了比较明显的收益。不过我们依然考虑小幅下调明年零售消费的增速，因为短期的促进因素将有一定的变化。

房地产高压政策的持续或将使得明年的房地产销售面积增幅基本持平于今年，这将对房地产下游相关消费包括家具、建筑装潢、家电等带来压力。而汽车购置税减免可能于今年到期不再延续，预计明年汽车销量增速将放缓至 10%。家电等消费补贴的刺激效应逐步消失。另外一点值得关注的是，通货膨胀目前已经略高于比较温和的水平。我们观察到，消费者信心指数已

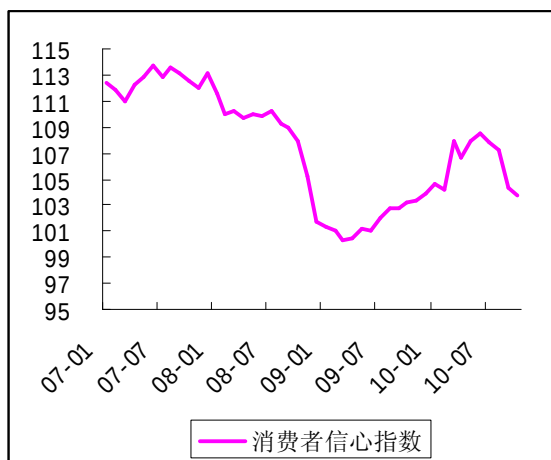
出现连续 5 个月的下滑；扣除价格的零售销售有所走缓以及 10 月份消费者在食品饮料烟酒类、房地产相关类的开支都有所缩减，同时，保值类消费品，如金银饰品的销售却出现反季节的旺盛。这些都让我们担心如果通胀持续高企，其对消费的效用可能已逐渐转变为抑制作用，即抑制一般消费和刺激保值投机消费。当然中长期包括收入增长等因素依然会为消费提供持续的支持，预计明年全年名义零售消费增速在 17.5-18%。

图表 19：物价攀升的过程中各类零售没有明显的促进



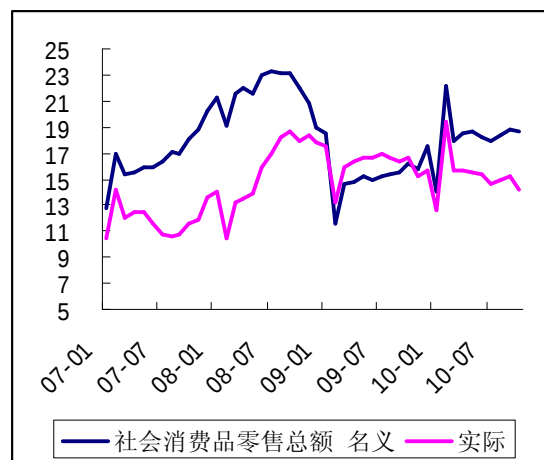
数据来源：wind 爱建证券

图表 20：消费者信心指数连续下滑



数据来源：wind 爱建证券

图表 21：实际消费走低 但依旧高于 04-07 年阶段



数据来源：wind 爱建证券

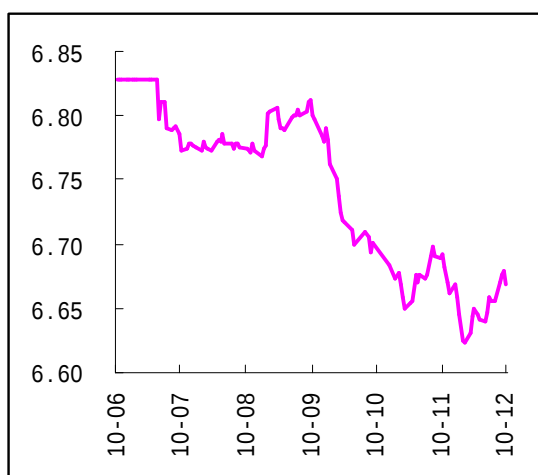
三、通胀 控水与建池

在我们中期报告中，对下半年的物价判断是：将有多数月份保持在 3%以上运行，三季度达到年内高点，四季度逐步回落。目前来看，整个流动性水平要高于我们之前的预期。其中主

要的变数来自于输入性压力和通胀预期加强导致的货币活性增加。

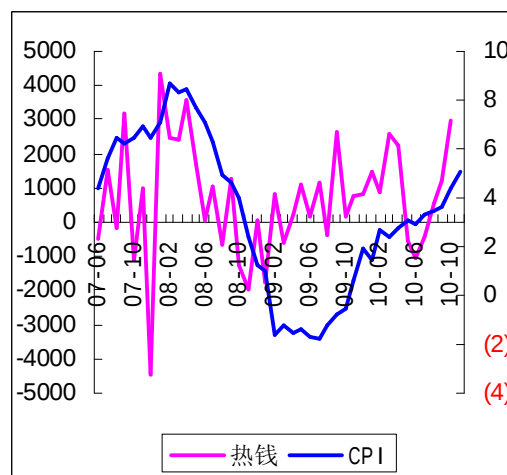
事实上，由于去年货币投放规模过大，基础货币增长过快，M1 增速曾在年初触及到将近 39% 历史新高，此时，货币政策已经开始有所转变。央行通过公开市场操作大幅收缩流动性，使得 M1、M2 快速回落至目标区间。因此，我们判断其对物价的牵引将于三季度达到顶点。尽管本轮基础货币扩张速度要远大于 07 年度，但考虑到主要是出于拉动投资的信贷投放，大多数为中长期贷款而有所沉淀。且二、三季度经济正处于调整回落阶段，因此整体流动性的压力相比 07 年要来的小。不过，年中人民币重启升值后，8 月升值幅度快速扩大，同期国际资本一改之前连续流出的状态，转为净流入，且规模逐月快速递增。我们知道国际资本相比国内信贷往往容易使得货币政策显得无效，其多为短期资金，流动性和增值偏好极强，对物价的压力更为明显。与此同时，在美元贬值的强烈预期之下，国际大宗产品的价格明显反弹。包括铜、铝、锌、橡胶、部分化工原料和农产品都出现了明显的价格上涨。PMI 购进价格也连续上涨 4 个月，PPI 见底回升快速反弹，这都加强了国内物价上涨的压力。并且头痛的是，这也是国内财政、货币政策比较无能为力的领域。

图表 22: 人民币 8 月加快升值



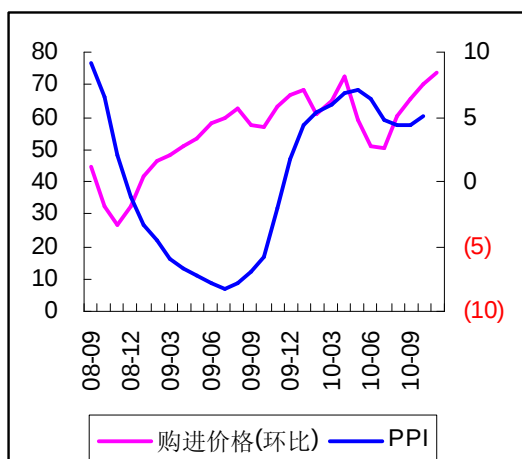
数据来源: wind 爱建证券

图表 23: 国际资本流入对物价的牵引

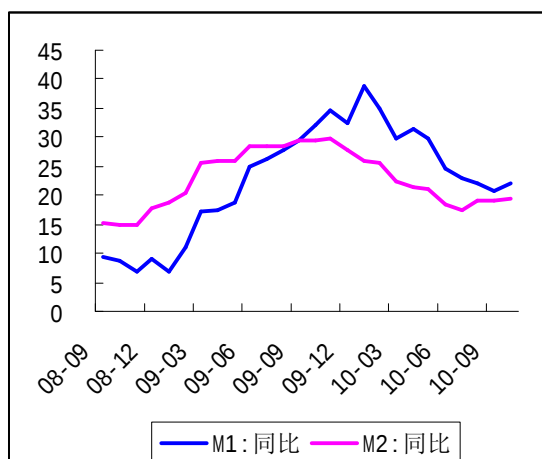


数据来源: wind 爱建证券

图表 24: 国际大宗价格上涨推升 PPI



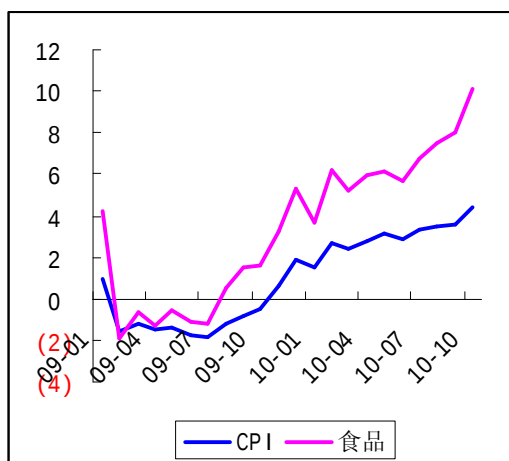
图表 25: 货币活性增强



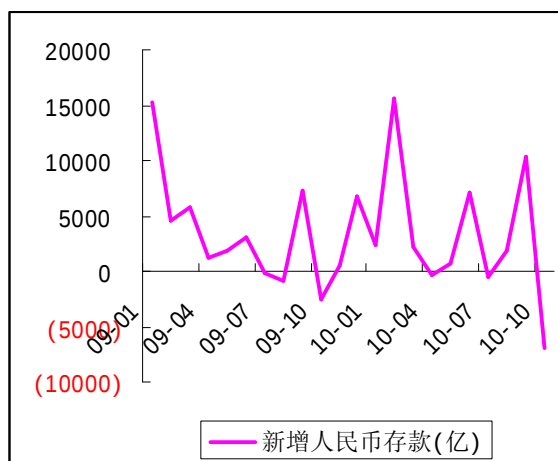
数据来源: wind 爱建证券

数据来源: wind 爱建证券

图表 26: 食品是 CPI 上涨的主要推力



图表 27: 负利率抑制存款需求



数据来源: wind 爱建证券

数据来源: wind 爱建证券

而到消费终端的价格上涨,则主要表现在食品、农产品领域,如同 07 年 08 年 CPI 上涨到 8.7%,主要的带领因素是猪肉一样。食品、农产品天然的短期供给刚性使之成为继资产投资品后的最好目标。当然,农产品类商品价格的上涨也存在着一些中长期影响因素,包括劳动力成本的上涨,以及因为农业作为非贸易部门生产率提升缓慢导致的相对价格上涨。这些因素的作用在目前工资上涨和货币升值过程中也相当突出。不过就此轮通胀而言,我们依然坚持短期货币面的因素的作用要远大于中长期因素。

在面临更汹涌的物价压力和通胀预期,央行原来仅用央票使 M2 稳步回落的作法不得不急忙加快脚步。数量价格工具双管齐下,一个半月内连续上调存准率和利率。同时强势实施供给疏导、投机打击和价格干预。明年的阶段性压力高峰在于 2 月春节需求和年中基数因素方面。全年 CPI 将达到 3.6-4.2%的水平,呈前高后低态势。

在经历了两轮比较明显的通胀周期后,我们需要对于通胀的治理总结一点经验。因为对经济处在快速增长中的中国,这可能是一个反复的考验。从本次的通胀过程来看,07、08 年那轮通胀的主导因素猪肉价格虽处于周期性上涨过程中,但没有出现大幅波动。房地产也是成为严格调控的领域,使得部分资金望而却步。不过仅仅关小下面两个水龙头,而不减少注水量恐怕还是头痛医头,脚痛医脚的办法。但是从一定程度上,目前资金流动国际化的背景下,我们已不能苛求流动性的管理能收放自如(理论上都难做到),尤其是还要面对来自外围经济体的冲击。于是当桶里的水满起来时,短板处必将首先溢出。短板不单是房地产,不单是猪肉、蔬菜、而是包含其的三大块领域:1) 投资保值渠道的匮乏导致流动性过分集中;2) 部分产业(农业)生产流通效率提升缓慢导致成本难以下降;3) 收入分配失衡导致部分人的收入增长与物价增长不匹配。流动性潮起潮落是短期或者周期性变化,在寻求及时准确的堵控措施的同时,更应当大力发展疏导流动性的渠道,构建出全方位、富弹性的池子,这样才能减小经济调整的代价,减缓通胀对经济和民生的损害。

四、积极的财政政策与稳健的货币政策

政治局定调明年政策组合是积极的财政政策和稳健的货币政策。这在目前经济小幅回升和

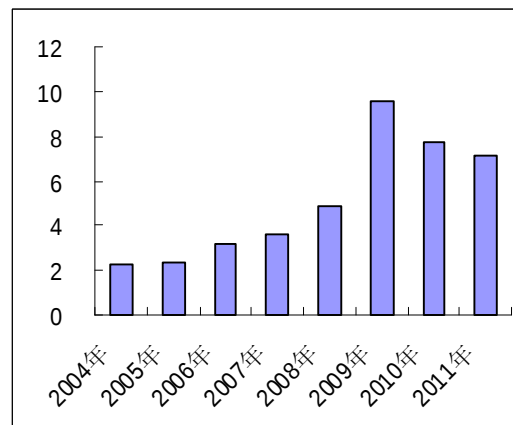
通胀压力并存的条件下看来是最适当的选择。可以预见，明年尤其是上半年，我们将继续面临经济增长的不确定以及通胀压力的双重考验。因此财政政策得到延续，而货币政策则由适度宽松转为稳健。今年全年新增信贷将小幅超出之前的目标，达到 7.7-7.8 万亿的水平。根据十二五建议，M2 保持在 13%~14% 左右，则明年货币政策应当确保 M2 回落至 15%-16% 的区间，全年新增信贷 6.8-7.2 万亿。基于明年上半年阶段性压力高峰和 CPI 走势，以及一季度信贷比较容易超标，因此一季度前后属于政策敏感窗口。我们预计将会有 1-2 次上调基准利率和 2 次上调存准金率的动作。

图表 28：年度基础货币增速（%）



数据来源：wind 爱建证券

图表 29：年度新增信贷规模（万亿）



数据来源：wind 爱建证券

不过一看到积极财政+稳健（可以说是紧缩）货币这样的组合，我们不得不想到那个真正意义上的挤出效应，被偏紧的货币政策所强化。会有吗？事实上，尽管说货币政策相对偏紧，但是对于经济增长的需求来说还是合适的，更重要的是，目前的通胀使得实际贷款利率走低，有利于促进投资。因此，相比资本成本的上升，企业更为担忧的反而是原材料和人力成本的上升。不过，国内政府投资、国有资本对于民间资本的挤出一贯以来都是存在的，在利率尚未市场化的条件下，更多的表现在融资难易程度以及一些隐性门槛上，在货币、信贷政策趋于偏紧的态势下，会对部分民间资本投资带来一定的影响及成本上升，包括目前票据贴现率已经有了显著的上升。因此在收紧货币政策，管理通胀预期的期间，为保持经济稳步复苏，尤其是不牺牲中小型企业，民间投资的活力，财政货币政策应配合实施更为宽泛的减税政策和信贷支持，以确保治理通胀期间维持有利的经济环境。

人民币汇率将继续保持相对稳步升值的态势。官方文章指出 11 月央行对 12 个省市的 2181 家外向型中小生产企业进行的问卷调查，调查样本所在省市的进出口总额占全国进出口总额的 90%。调查结果显示：(1)当前外向型中小企业生产经营总体良好，企业具有较强的抗汇率波动能力。(2)八成外向型中小企业能够接受当前汇率变动，企业关停并转情况总体正常，企业就业人数没有下降，有单不敢接的情况较少。(3)关于当前企业面临的主要问题，大多数企业表示一是原材料价格上涨，二是劳动力价格上升和招工难，汇率变动的影响排在第三位。(4)67.5%的企业表示能接受一年升值 3% 以下，26.5%的企业表示能接受升值 3%-5%，但企业在回答此类问题时通常会留有一定余地，所以实际能承受的人民币升值幅度可能更高。因此，3-5% 的升值幅度完全是在管理层以及绝大部分出口贸易企业可以承受的范围之内。吸取日本当年货币升值的经验，小幅稳步升值既有利于出口产业二次升级，也有利于将出口调整成本降至较低水平，符合目前我国实际需求。与此同时，人民币国际化的脚步也呈加快态势，以推动贸易结算、配合缓解升值压力。

尽管明年经济中两难的问题有所增多，但是对于增长的预期我们依然比较乐观，预计全年经济增长 9.4-9.7。不过在经历了这么多年的快速增长期之后，为了推进结构转型，适当主动放缓经济增速应当是必要的，这也可以缩小产能缺口，减小对资源和物价的压力。目前中国已经走入中等收入水平行列，是如同南美、东亚部分国家那般跌入“中等收入陷阱”，还是能够继续维持增长，取决于各个层面的结构调整和体制改革是否能顺利进行。明年作为十二五开端的第一年，主导政策规划在促进消费、收入分配、产业升级、城市化、有多大的转变和调整力度，将给未来的增长更多答案。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。