民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究/深度报告

2011 定调“稳健”：变奏曲还是协奏曲？

——民生证券年度宏观政策展望

民生精品---宏观深度研究报告　　2010 年 12 月 21 日

报告摘要：

- **2011年货币政策定调“稳健”，先紧后松**

  预计 2011 年新增人民币贷款 7-7.5 万亿，广义货币供应量 M2 同比增长 16%。明年上半年，物价仍处相对较高水平，略微收紧的货币政策旨在促使物价水平平稳回落；明年下半年，通货膨胀压力逐渐释放，略微放松的货币政策旨在为实体经济注入活力。

- **2011年上半年上调存款准备金率1-2次，加息1次，下半年政策方向逆转**

  根据加息的“五因素模型”，预计 2011 年上半年加息 1 次；根据流动性冲销模型，预计 2011 年上半年上调存款准备金率 1-2 次。最可能的调整时机是通胀压力仍然很高的 2011 年 1 季度。在上调存款准备金率和加息的权衡中，央行优先选择上调存款准备金率而非加息。

- **2011年财政政策的基调将延续积极**

  2011 年财政收入 9.1 万亿，赤字规模 9500 亿，财政支出结构继续优化，重点倾向于保证对 4 万亿投资计划的后续跟进、发展战略新兴产业以及“促销费，惠民生”。

- **2011年经济体制改革政策着眼“再平衡”和“促转型”**

  加快投融资体制改革，促进民间投资的增长；积极稳妥推进城镇化进程，保持经济可持续增长；加快收入分配体制和社会保障体制的改革，构建消费主导型经济增长模式；推动能源和资源性产品价格形成机制改革，加快实现经济增长方式转换。

2011 年我国主要经济指标预测

	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
新增人民币贷款（万亿元）	9.6	7.8	—	—	7.5
M2 增速（%）	28	19	—	—	16
财政收入（万亿）	6.9	8.1	—	—	9.1
中央债（亿元）	9500	8500	—	—	7500

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

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

张　磊　宏观分析师
电话：(8610)85127662
邮箱：zhanglei_yj@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.《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》2010.12.13

2.《美元欧元危机交替出现，人民币升值至 1:6.16——2011 年汇率预测报告》2010.12.21

3.《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

4.《美元将触底反弹，人民币双向宽幅波动》2010.10.22

5.《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

引言

2010 年的中国经济在一片乐观预期中起步，结果却经历了历史上少有的复杂局面：先是年初房价意外飙升，中央政府被迫出手调控；然后是欧洲债务危机、美国量化宽松政策加剧了西方经济二次探底之忧；在信贷、房地产、股市全面收缩的背景下，二季度开始中国经济增速明显下滑；当在中央政府加大了西部开发等投资力度、增速下滑趋势放缓时，通胀率又开始连创新高……

在这种复杂背景下，中国的货币政策虽冠之以“适度宽松”之名，但是实际执行起来却成了一首“变奏曲”，结果更像“紧缩”：除了用公开市场操作回收流动性之外，还不断地上调存款准备金率，动用了加息措施，并对信贷投放进行了类似于前些年额度控制的所谓“窗口管理”。

2011 年的货币政策为什么已然定调“稳健”？实际执行中会不会像 2010 年那样复杂多变呢？这还要取决于 2011 年中国经济形势的运行状况。

2011 年中国所面临的外部环境虽然同去年并无多少好转，但是其不确定性却大大减少！全球对欧洲和美国经济复苏的预期已经降到低点，实际表现很可能远远高于国际货币基金组织等机构的预测，美国 GDP 增速可能达到 2.9%，欧洲经济在德国的带动下，也可能达到 1.8%左右的水平。（见《美元欧元危机交替出现，人民币升值至 1:6.16——2011 年汇率预测报告》）

中国经济将在 2011 年实现“软着陆”——增速回稳、通胀回落、转型加速。预计上半年 GDP 增速回落到 8.9%，下半年回升到 9.5%，全年经济增速在 9.2%左右；通胀率不但不会向食品意外的更多商品扩散，还将在明年 2 月份、明年 7 月份分两阶段回落，全年 CPI 将维持在 3.5%左右的水平。（见《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》）

显然，在这样的经济运行背景下，定调“稳健”是十分符合明年经济运行特点的。2011 年的货币政策，既要控制物价，又要避免经济大起大落。具体执行起来，更像一首由两条主旋律组成的“协奏曲”。当然，“稳健”本身的含义也是很丰富的，比如：不松不紧、针对性、灵活性等等。

与 2010 年“适度宽松”的“变奏曲”相比，2011 年稳健的“协奏曲”对资本市场的影响可能会有两种取向：对那些相信今年政策真是“适度宽松”的投资者而言，从“适度宽松”到“稳健”，就意味着更紧缩；对那些不认为加存款准备金率、加息等政策是“适度宽松”的投资者而言，从“超预期的紧缩”到“稳健”就有完全不同的含义——“预期”落差的正或负，作用到资本市场上就是涨或跌！

目 录

一、货币政策预测：稳中偏紧 4
（一）预计 2011 年新增信贷 7.5 万亿元，M2 增速 16% 4
（二）2011 年货币流动性仍然较为宽松 11
（三）2011 货币政策相机调整，前紧后松 13
（四）2011 年上半年上调存款准备金率 1-2 次，或加息 1 次 14
（五）2011 年未进入新一轮加息周期 21
（六）2011 年人民币兑美元汇率升至 1：6.16 25
二、2011 年财政政策延续“积极” 26
（一）2011 年财政收入 9.1 万亿 26
（二）2011 年赤字规模 9500 亿元 26
（三）2011 年财政支出重点在公共投资 27
三、加速经济再平衡和经济体制改革政策预测 29
（一）加快投融资体制改革，促进民间投资的增长 29
（二）积极稳妥推进城镇化进程，保持可持续的经济增长 30
（三）加快收入分配体制和社会保障体制的改革，构建消费主导型经济增长模式 31
（四）推动能源和资源性产品价格形成机制改革，加快经济增长方式转换 31
插图目录 34
表格目录 35

一、货币政策预测：稳中偏紧

2011 年货币政策的基调是“稳健”，即在整体收紧新增信贷规模和货币供应量的总体框架下，根据实体经济和物价水平的走势灵活地、适时地调整货币政策，逐步引导货币信贷向常态水平回归。货币政策上半年“略微收紧”，重点在于“抑通胀”；下半年“略微放松”，重点在于“保增长”。货币政策在保持稳定性和持续性的同时，会加强灵活性和针对性，更加注重“微调“和”预调“，在”保增长“和”抑通胀“之间谋求平衡。

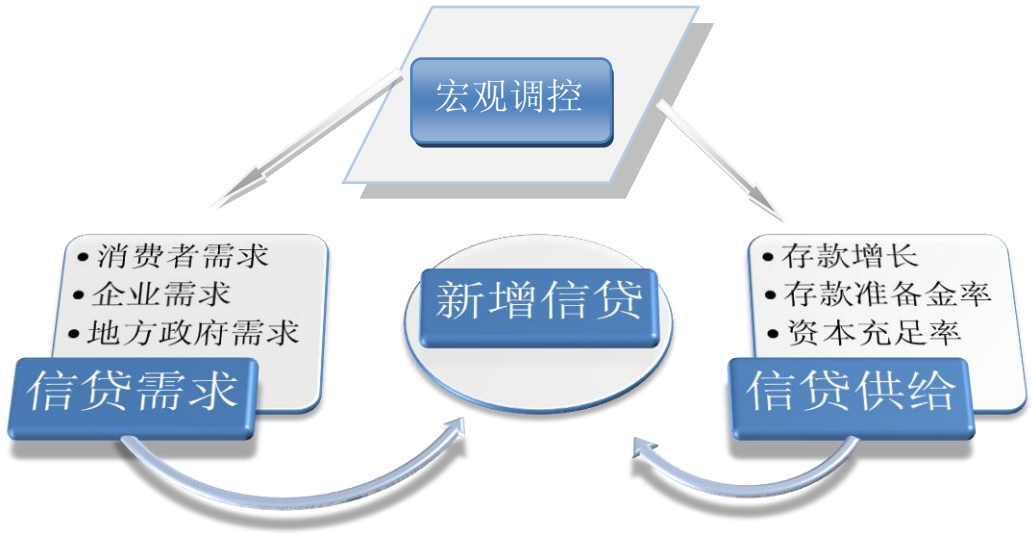
（一）预计 2011 年新增信贷 7.5 万亿元，M2 增速 16%

自2008年下半年以来，我国通过加大信贷投放力度向实体经济大量输血，刺激微观经济主体的投资和消费，这是我国在本轮经济金融危机冲击下经济仍能维持持续较快增长的重要原因。但大量持续的货币投放，在为实体经济保驾护航的同时，也带来了助推资产价格上涨，加剧通货膨胀，强化通胀预期的潜在风险。从中长期来看，货币政策在满足经济增长的正常需求的同时，应逐渐有序回收经济体中的流动性，使货币信贷状况回归常态。但从短期来看，货币政策收得过快，紧得过猛，又会损害尚不稳固和均衡的实体经济。

1、预计 2011 年新增人民币贷款 7.5 万亿

在决定新增信贷时，需要考虑三方面因素：商业银行的放贷能力和意愿，实体经济的信贷需求，以及政府的宏观调控政策。具体来说，商业银行的吸纳存款能力、存款准备金率高低和资本金状况决定商业银行的信贷供给；消费者、企业和地方政府的融资需求之和构成总的信贷需求。为调控经济增长和物价水平，政府通过调整存款准备金率、资本充足率以及窗口指导和道义劝告等调节商业银行的信贷供给，通过促进居民收入实质增长、构建战略新兴产业规划、清理地方政府融资平台等调节消费者、企业和地方政府的信贷需求。

图 1： 预测新增信贷的供求模型

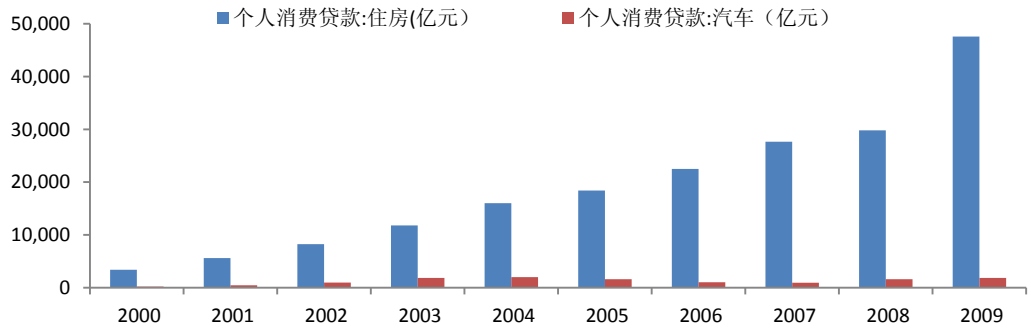


资料来源：民生证券研究所

（1）消费韧性仍在，消费者融资需求旺盛

在本轮经济金融危机影响最深时期，我国消费增长仍非常平稳。2011 年是十二五开局之年，财政支出会继续向“促消费、惠民生”方向倾斜，收入分配体制和社会保障体制的改革也将提速，消费信贷需求提升空间巨大。

图 2： 住房消费贷款迅速增加，汽车消费贷款提升空间巨大

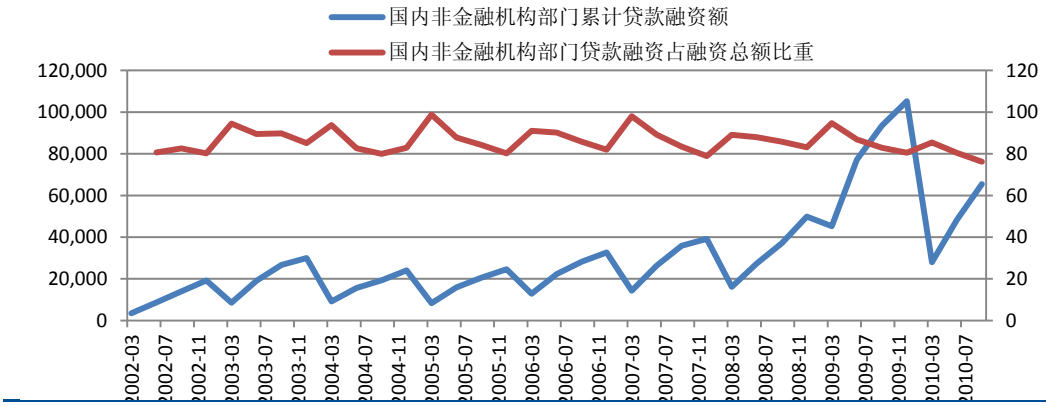


资料来源：民生证券研究所

（2）谋求布局战略新兴产业，企业融资需求旺盛

由于资本市场不够发达，我国非金融机构部门贷款融资占融资总额的比率平均高达86%。近年来，非金融企业贷款融资规模一直平稳增长。2009年，在“四万亿”投资和十大产业振兴规划的共同拉动下，我国非金融机构部门贷款融资额同比增长111%。今年前3个季度，受刺激政策边际效应递减和今年银行新增信贷规模减少的影响，非金融机构部门贷款融资额同比下降30%。在国家出台七大战略性新兴产业规划之后，明年大型企业可能要在新兴产业布局中抢占先机，银行融资需求仍然非常旺盛，而在政府投资逐渐退出，民间投资急需跟进的情况下，对中小企业的贷款支持力度也会有所增加。

图 3：非金融企业贷款融资规模稳步扩大



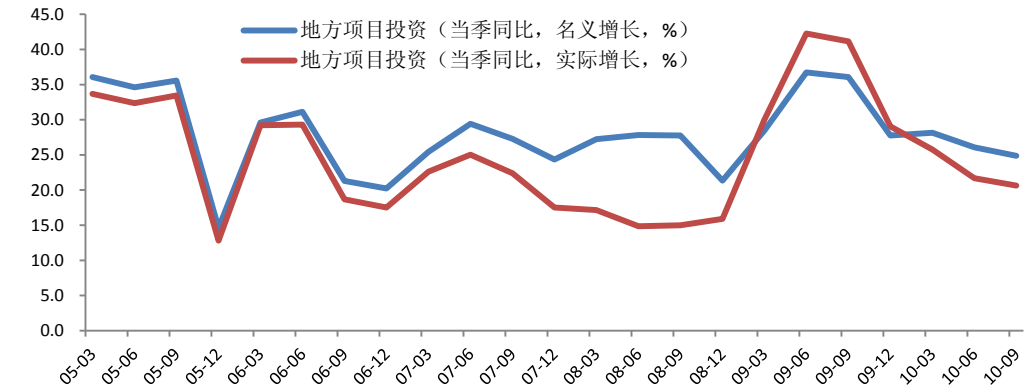
资料来源：民生证券研究所

（3）投资冲动不减，地方政府融资需求旺盛

在对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，明年

银行向地方政府融资平台的新项目发放贷款将受到严格限制。但已开工项目的续建、投产和收尾任务很重，所需后续投资不会明显削减。加之明年是“十二五”规划的开局之年，从目前各地上报的 2011 年经济增长指标来看，没有一个省份低于 9%，地方政府的投资冲动和融资需求仍然非常旺盛。

图 4：地方项目投资增速回落，但融资需求仍非常旺盛

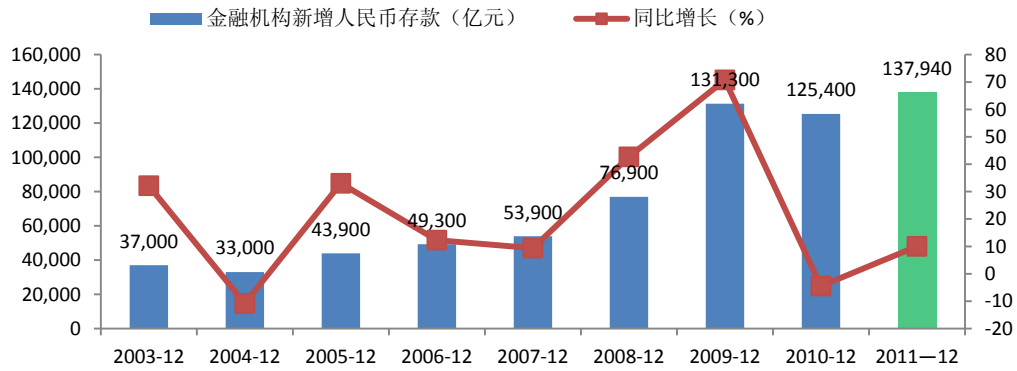


资料来源：民生证券研究所

（4）预计2011年金融机构新增人民币存款14万亿

2008 年和 2009 年，由于股市低迷存款回流，金融机构新增人民币存款分别大幅增长 43%和 71%。2010 年，随着股市开始重拾动能“存款搬家”，预计金融机构新增人民币存款 12.5 万亿元，同比下降 4%。按比较正常年份（2006 年和 2007 年）的平均增速来算，2011 年金融机构新增人民币存款约为 14 万亿元。目前，为防止商业银行过度放贷，银监会规定商业银行存贷比不超过 75%。按此监管红线计算，金融机构允许的新增人民币贷款上限超过 10 万亿。在稳定的存贷款息差下，多放贷，多受益，早放贷，早受益的意愿仍然十分强烈。

图 5：预计 2011 年金融机构新增人民币存款约 14 万亿



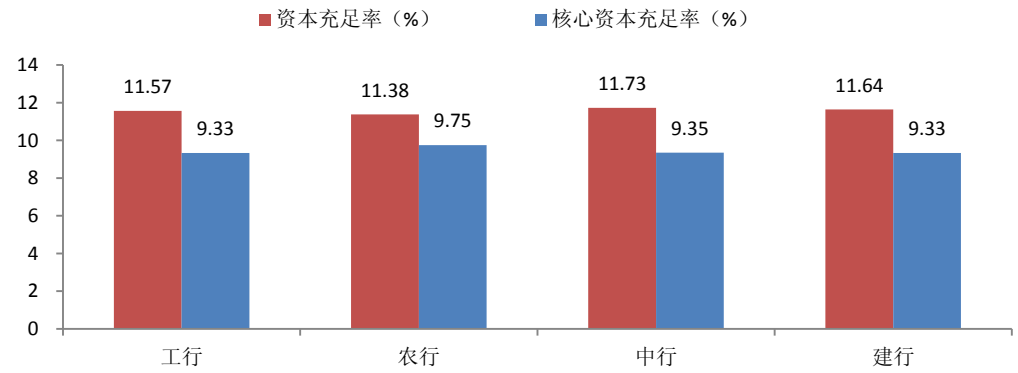
资料来源：Wind，民生证券研究所

（5）主要金融机构资本充足率超过11%

长期以来，中国银行业利润增长主要依靠信贷资产的扩张。为避免本轮经济金融危机的冲击，政府鼓励商业银行向实体经济中大量输血。信贷规模的急速扩张使多家银行的资

本充足率逼近监管红线。今年以来，通过股权和债务等渠道的融资，主要银行资本金紧张状况已大为缓和。上市银行三季报显示，截至 9 月 30 日，四大商业银行工、农、中、建的资本充足率均高于银监会对大型银行资本充足率 11.5%的要求。商业银行资金充裕，没有意愿主动削减信贷规模。

图 6：主要金融机构资本金状况改善

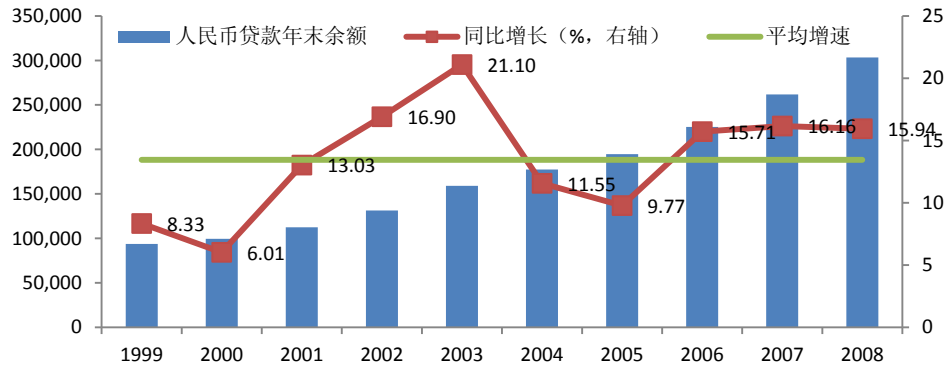


资料来源：民生证券研究所

（6）货币信贷条件回归正常化，要求年末人民币贷款余额增长14%左右

剔除投放天量信贷向实体经济“输血”的 2009 和 2010 年，考察 1999-2008 年这个完整的经济周期。1999-2008 年，年末人民币贷款余额从 9.4 万亿元增加到 30.3 万亿元，信贷余额年度增速在 6.0%和 21.1%之间波动，平均增速为 13.5%。2011 年货币政策定调“稳健”，人民银行将继续引导货币信贷条件回归常态。今年前 11 个月，新增信贷已达 7.44 万亿，全年超过年初 7.5 万亿的目标已成定论。如果 2010 年全年新增信贷 7.8 万亿，2010 年年末人民币贷款余额 47.79 万亿。按年末人民币贷款余额增长 14%来计算，2011 年的新增信贷应在 7.5 万亿左右。

图 7：1999-2008 年年末人民币贷款余额平均增速 13.5%



资料来源：民生证券研究所

（7）预计2011年新增信贷7.5万亿

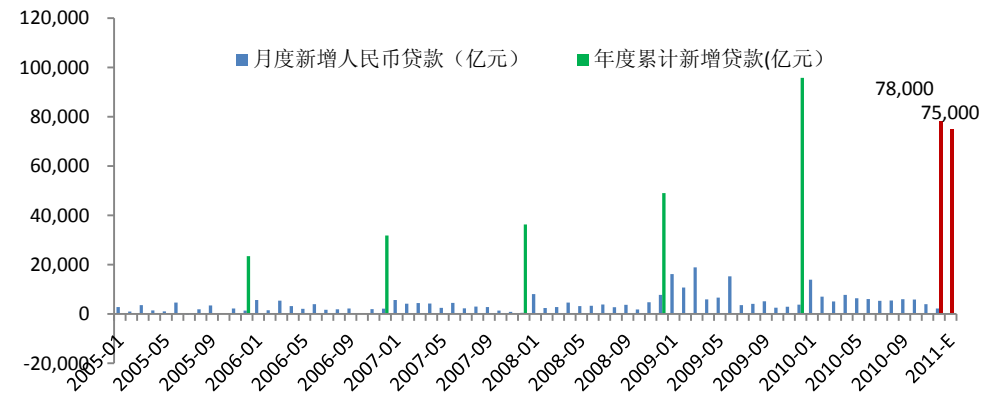
一方面，2011 年新增信贷规模不会过度收紧。2011 年，在地方政府投资冲动、企业谋求布局战略新兴产业和大力提振消费的共同作用下，信贷需求仍然非常旺盛；而商业银

行粮草充足，满足监管标准无碍，不会主动削减信贷供给。

另一方面，2011 年新增信贷规模不宜过于宽松。2008 年下半年以来大量持续的货币投放在为实体经济保驾护航的同时，也带来了助推资产价格上涨，加剧通货膨胀，强化通胀预期的潜在风险。从中长期来看，在满足经济增长的正常需求的同时，应逐渐促使货币信贷状况回归常态。

预计 2011 年新增信贷 7.5 万亿。这大致符合货币信贷条件正常化下年末人民币贷款余额增长 14%的要求。今年表内新增信贷 7.5 万亿的目标肯定被超过，加上表外 1.5-2 万亿的信贷增量，全年实际新增信贷约为 9-10 万亿。按照银监会和人民银行的规定，2011 年约有将近 5000 亿的商业银行表外资产向表内资产转换。考虑到信贷资产从表外向表内的回流，2011 年实际信贷增量将只有 7 万亿，整体流动性状况有所收紧，但仍处于历史高位。

图 8：2011 年新增人民币贷款 7.5 万亿元



资料来源：Wind，民生证券研究所

2、预计 2011 年 M2 增长 16%

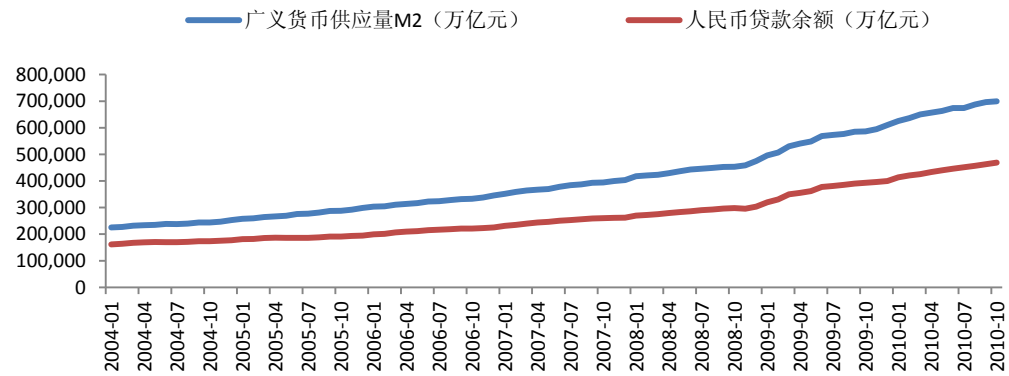
（1） M2增长取决于人民币贷款余额增长

广义货币供应量 M2 主要取决于人民币贷款余额,其他像财政存款、央行公开市场操作等因素对 M2 的影响不大。将 M2 作为被解释变量，将人民币贷款余额作为解释变量，利用中国 2004 年 1 月-2010 年 10 月的 M2 和人民币贷款余额的数据进行普通最小二乘回顾，得到中国 M2 的决定方程为:

M2 余额=-15176.42+1.558489 × 人民币贷款余额

回归结果显示，人民币贷款余额与 M2 余额显著正相关，人民币贷款余额对 M2 余额具有倍增的影响。上述方程整体和系数均非常显著，可以据此来解释和预测未来 M2 的变化趋势。

图 9：M2 与人民币贷款余额显著正相关



资料来源：民生证券研究所

（2）按线性回归法预计2011年M2增速16%左右

今年前 11 个月，新增人民币贷款 7.44 万亿元，全年新增人民币贷款超过年初 7.5 万亿的目标已成定局。我们预计 2010 年全年新增人民币贷款 7.8 万亿，**2010 年底人民币贷款余额 47.79 万亿元**。代入上面的回归方程，可以得到

2010 年底 M2 余额=-15176.42+1.270837 × 477900

= 729626 万亿元

由此可得 **2010 年 M2 增速为 19.6%**，高于年初 17%的目标。

如果 2011 年新增人民币贷款 7.5 万亿元，则 **2011 年底人民币贷款余额 55.29 万亿元**。代入上面的回归方程，可以得到

2011 年底 M2 余额=-15176.42+1.270837 × 552900

= 846513 万亿元

由此可得 **2011 年 M2 增速为 16.0%**，显著低于 2010 年 19.6%的增速。

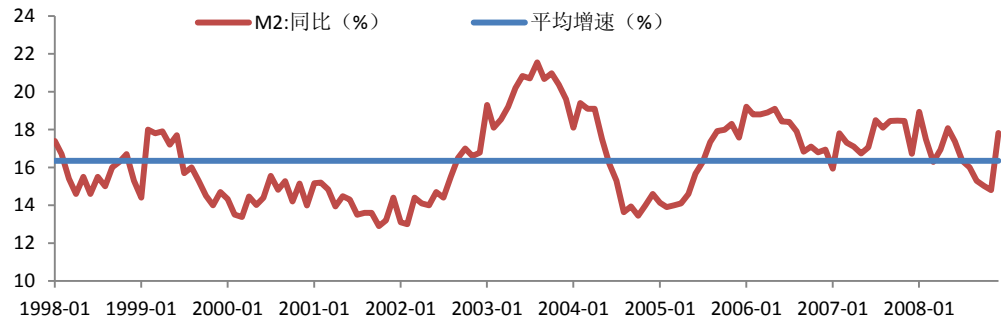
（3）按弹性法预计2011年M2增速16%左右

2006-2009 年间，我国人民币贷款对广义货币供应量 M2 的**弹性系数为 1.52**，即 1 元新增人民币贷款带来 1.52 元新增 M2。按弹性法计算，如果 2010 年全年新增信贷为 7.8 万亿元，则全年 M2 新增 11.86 万亿元，年末 M2 余额 72.88 万亿元，**2010 年 M2 增速为 19%。**

如果 2011 年新增信贷 7.5 万亿，则全年 M2 新增 11.4 万亿，年末 M2 余额 84.28 万亿元，**2011 年 M2 增速为 16%。**

1999-2008 年，M2 月度增速在 12.9%-21.6%之间波动，平均增速为 16.4%。因此，2011 年 M2 增速 16.0%处于货币信贷条件正常化的区间内。

图 10： 1998-2008 年 M2 平均增速 16.4%

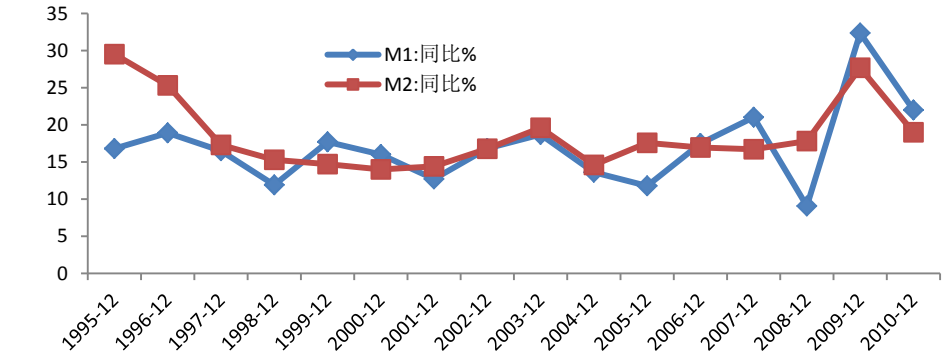


资料来源：民生证券研究所

（4）预计2011年M1增速20%

从今年前 10 个月来看，M1 同比增速比 M2 同比增速平均快 7 个百分点左右。2011 年经济增速回稳，经济结构调整加速，经济活动活跃程度可能有所降低，M1 增速和 M2 增速的差距有所收窄。预计全年狭义货币供应量 M1 增速约为 20%。

图 11：今年前 10 个月 M1 增速比 M2 增速快 7 个百分点

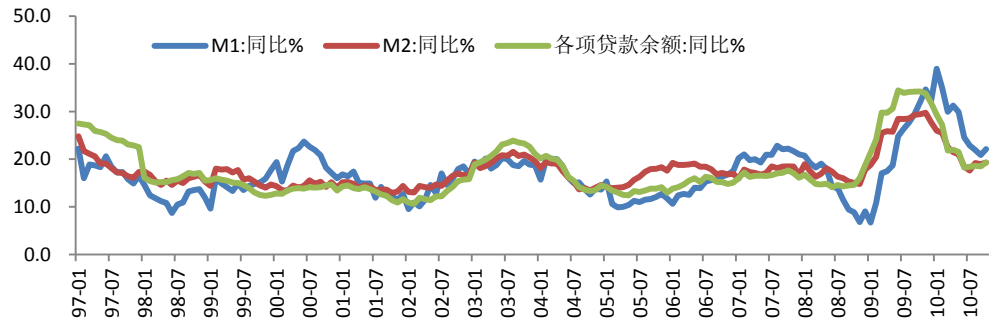


资料来源：Wind，民生证券研究所

（5）M1和M2走势受信贷投放节奏影响较大

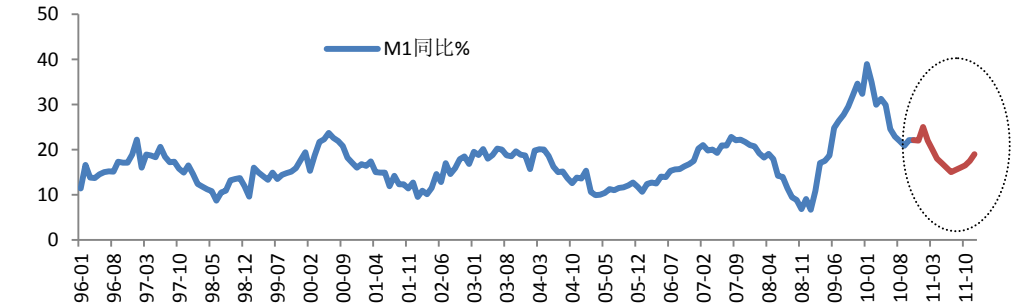
从历史数据来看，M1、M2 与信贷相关性较强，具有同向同步波动关系。因此，2011 年的信贷投放节奏对 M1 和 M2 的走势具有较大影响。由于 2011 年上半年通货膨胀压力仍然较高，因此央行会采取措施促使商业银行更加均衡地放贷。但在新增信贷额度确定下来之后，信贷投放的节奏基本由商业银行自己掌握，信贷在上半年，特别是 1 季度集中投放的局面难有根本改变。预计 M1 增速可能在明年 1 季度达到年内高位，2 季度信贷和货币将趋于紧缩，M1 增速回落；下半年，M1 增速将上升。全年 M1 走势呈现“Z 型”。

图 12：M1、M2 与信贷相关性强



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 13：2011 年 M1 增速将现“Z 型”走势



资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）2011 年货币流动性仍然较为宽松

随着货币政策定调“稳健”，明年货币供应量增长目标和新增信贷目标均有所调低。但在信贷投放大致稳定的背景下，2011 年的流动性仍会较为宽松。

1、新增信贷大量流出实体经济

2008 年金融危机之后，为规避外部冲击，提振国内经济，我国向实体经济持续注入巨额流动性；明年为夯实尚不稳固的经济复苏，新增信贷投放也大致稳定。在经济增长的内生机制尚未完全形成的情况下，这些新增流动性为实体经济完全吸收仍需加以时日，部分流动性甚至会从实体经济中流出。

表 1：近两年新增资金大量流出实体经济（亿元）

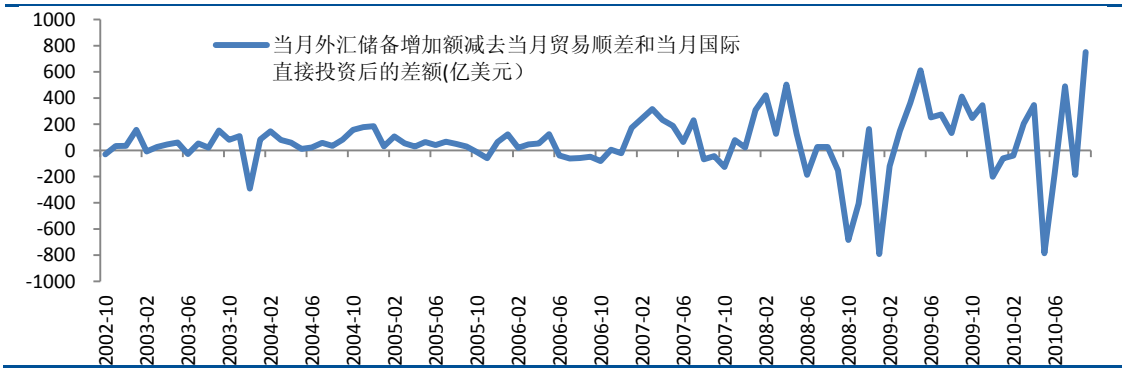
	新增广义货币供给	债券发行	外汇和金银占款增加	存贷差	股票融资	商品房销售	实体经济
2009Q1	51281	10771	4199	10255	357	5059	20640
2009Q2	33807	24083	5617	15778	697	10741	-23109
2009Q3	21872	28481	7460	4737	2461	11732	-33000
2009Q4	29111	23671	7738	4477	3342	16463	-26579
2010Q1	28877	23518	7478	14249	1868	7977	-26213
2010Q2	24658	25612	5350	15747	2206	11843	-36100
2010Q3	27844	28631	7323	10150	2139	12097	-32496

资料来源：民生证券研究所

2、外汇占款和热钱流入稳步增加

继今年 1 季度外贸顺差大幅下滑之后，我国外贸顺差开始稳步回升，因外汇占款而被迫释放的流动性稳步增加。今年 6 月 29 日重启人民币汇改以来，人民币兑美元汇率逐步升值，未来人民币兑美元汇率可能呈现宽幅震荡的格局，但中长期升值的趋势和是存在的，人民币升值预期会加剧外国资本的流入。

图 14：汇改重启后热钱迅猛流入

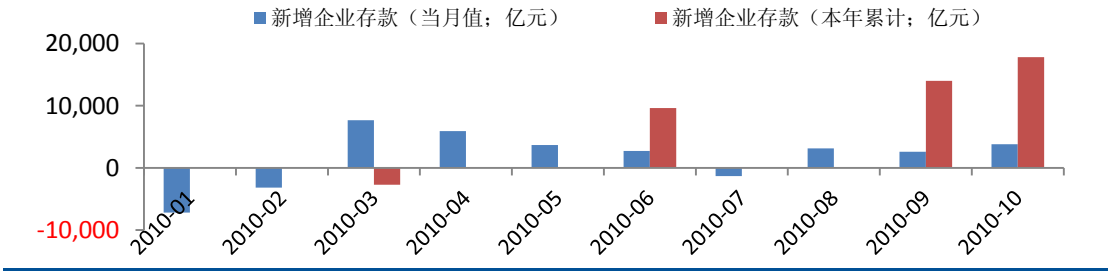


资料来源：Wind，民生证券研究所

3、信贷投放部分沉淀，银行间资金面依然宽松

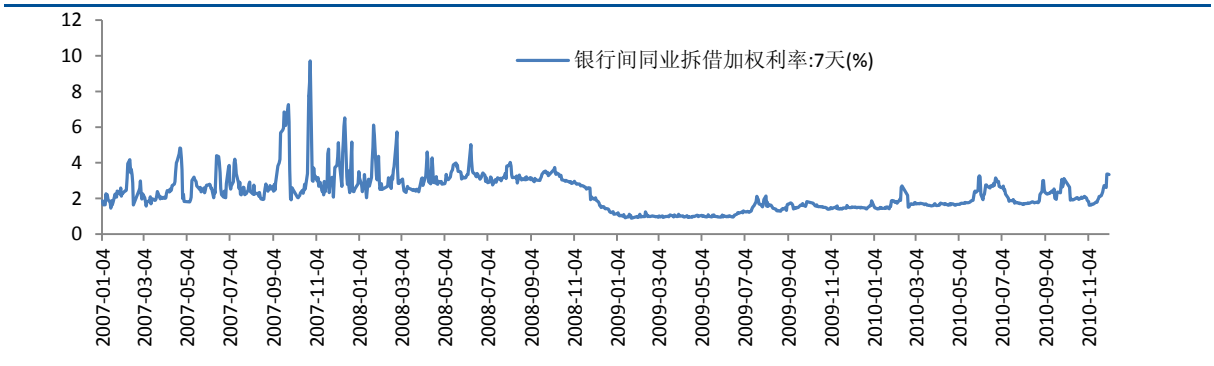
今年信贷投放可能有一定比率转化为企业存款，2011 年才会真正投入实体经济之中。受今年 10 月 20 日央行意外加息，以及临近年末银行资金头寸趋紧的影响下，近期银行间同业拆借利率上行，但银行间资金面总体宽松格局并无明显改变，银行放贷冲动仍然很强。

图 15：企业存款大幅增加预示部分新增信贷被沉淀



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 16：银行间资金面整体宽松格局并未明显改变



资料来源：Wind，民生证券研究所

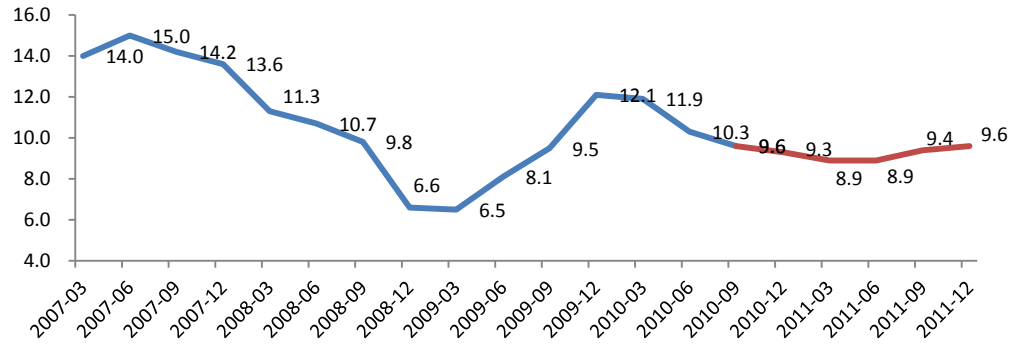
在流动性仍然较为充裕的背景下，央行通过货币政策工具组合逐步吸纳流动性的压力仍然较大。由于金融创新步伐加快和商业银行微观行为难以控制，信贷规模控制的有效性受到诸多质疑。但在利率市场化不可一蹴而就，货币市场与资本市场之间的联动机制尚不健全的条件下，信贷规模控制仍是货币政策调控的一个重要抓手。央行会加强对新增信贷额度和投放节奏的控制，从源头上确保货币供应增长与经济增长步伐契合，不致“超发”。

（三）2011 货币政策相机调整，前紧后松

1、2011 年 GDP 同比增长 9.2%

我们预测 2011 年全年 GDP 同比增长 9.2%。上半年，受平抑物价一揽子措施、四万亿投资逐渐退出、商品房和汽车销售减速、国际收支再平衡压力增加等因素影响，GDP 同比上涨 8.9%；下半年结构新一轮经济增长周期启动，GDP 增速回升到 9.5%。

图 17：2011 年经济增速前低后高

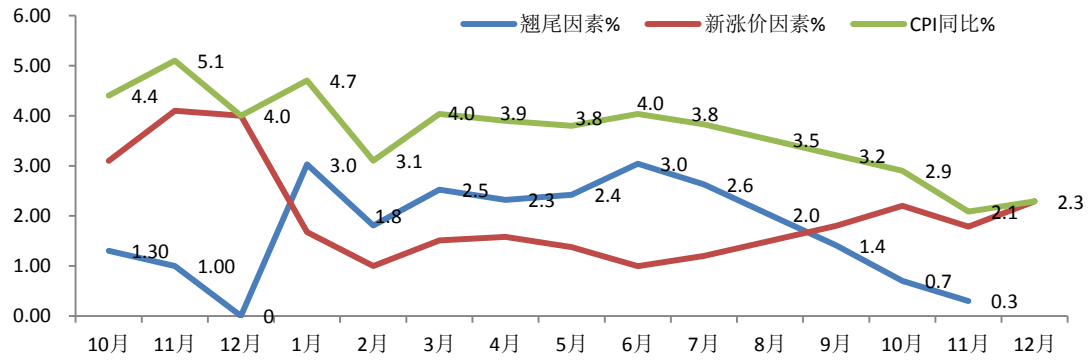


资料来源：Wind，民生证券研究所

2、2011 年 CPI 同比上涨 3.5%

我们预测 2011 年全年 CPI 同比上涨 3.5%。上半年通货膨胀压力仍然较大，CPI 同比上涨 3.9%；下半年通胀压力明显缓解，CPI 同比上涨 3.0%。2011 年上半年，有两个月份物价涨幅较高：一个是受春节因素影响的 1 月份（2011 年 2 月 3 日是春节），CPI 同比上涨 4.7%，一个是受今年基数较低影响的 6 月份，CPI 同比上涨 4.0%左右。

图 18：2011 年通货膨胀前高后低



资料来源：民生证券研究所

3、2011 年货币政策前紧后松

根据对 2011 年经济增长“前低后高”，而通货膨胀“前高后低”，明年货币政策在保持“稳健”基调的同时，**上半年会“略微收紧”，重点在于“抑通胀”；下半年会“略微放松”，重点在于“保增长”。**具体来说，明年上半年，物价水平从高点稳步回落，但仍处于相对较高的水平，略微收紧的货币政策旨在促使物价水平平稳回落；明年下半年，随着通货膨胀压力逐渐释放，此时货币政策关注焦点应是，如何在经济止跌企稳之际，重拾经济增长的动能，略微放松的货币政策能为实体经济注入活力。

从明年宏观经济走势来看，“保增长”和“抑通胀”的目标是相互矛盾的。为谋求“保增长”和“抑通胀”的平衡，走在曲线之前，平抑而不是加剧宏观经济波动，要求央行更加注重政策的“微调”和“预调”，避免政策“误调”和“超调”。

4、2011 年上半年央行优先选择先调存款准备金率，后加息

央行会优先选择调存款准备金率而不是加息。这是因为，第一，在美联储仍然维持低利率政策的情况下，加息会进一步强化人民币升值预期，加速国外资本的流入，增加央行流动性冲销的难度；第二，四万亿政府投资逐渐退出，需要民间投资及时补位，上调贷款利率会给实体经济带来较大负面影响，也会增加地方政府融资平台贷款的风险。与之相比，提高存款准备金率能够相对更好地在“抑通胀”的同时做到“保增长”：提高存款准备金率能够直接冻结留存于银行体系中的部分流动性，从资金供给上缓解物价上涨压力；由于银行间市场资金面整体宽裕，金融支持经济增长的力度也不会陡然下降。

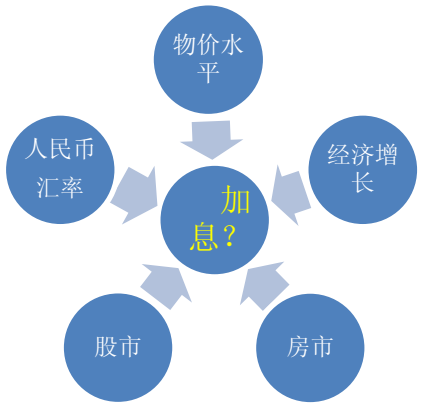
这从最近一段时期央行货币政策操作中可以一窥端倪。今年 10 月份以来，为应对愈演愈烈的通胀压力，央行先于 10 月 11 日差别上调工、农、中、建、招商、民生六家银行存款准备金率 0.5 个百分点，10 月 20 日意外上调金融机构存贷款基准利率（其中一年期存贷款基准利率均上调 0.25 个百分点），后于 11 月 19 日宣布，从 2010 年 11 月 29 日起，再次上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。就在市场普遍预期央行加息的时候，中国人民银行却于 12 月 11 日宣布，从 2010 年 12 月 20 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。央行优先选择调整存款准备金率，且小幅渐进地调整，意在避免政策“超调”，并留足未来政策空间。

（四）2011 年上半年上调存款准备金率 1-2 次，或加息 1 次

1、预计 2011 年上半年加息 1 次

央行调整存贷款利率的方向和幅度，主要取决于对实体经济和物价水平走势的判断。在当前房地产调控政策不断加码，股市期待新一轮刺激和升势的关头，利率调整还不得不顾及对资产价格和资本市场的影响。而在有管理的浮动汇率体制下，利率调整还需考虑利率和汇率之间的联动机制，避免给人民币汇率改革制造障碍。

图 19： 五要素模型决定央行是否加息

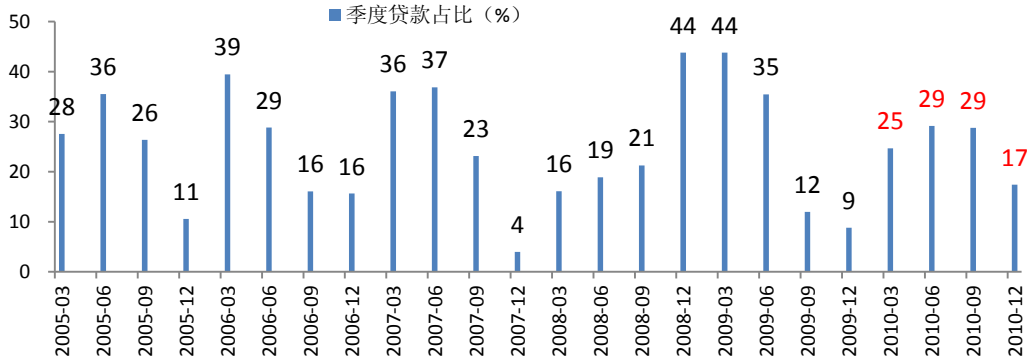


资料来源：Wind，民生证券研究所

（1）2011年1季度经济增速平稳回落，通胀压力不减

2011 年经济增速平稳回落，而不是显著下降，因此央行是否加息主要取决于物价水平的高低。2011 年上半年通货膨胀压力部分缓解，下半年通货膨胀压力显著缓解。明年 1 季度我国通胀压力仍然很大，主要原因在于：一是受春节因素影响，蔬菜、肉蛋类价格可能继续上涨；二是商业银行年初大举放贷的局面不会有根本改变，年初集中投放信贷促使会 M1 和 M2 的走势上扬，从而直接推动 CPI 上涨。

图 20： 贷款上半年集中投放格局未根本改变（假设 2010 年新增贷款 7.8 万亿元）

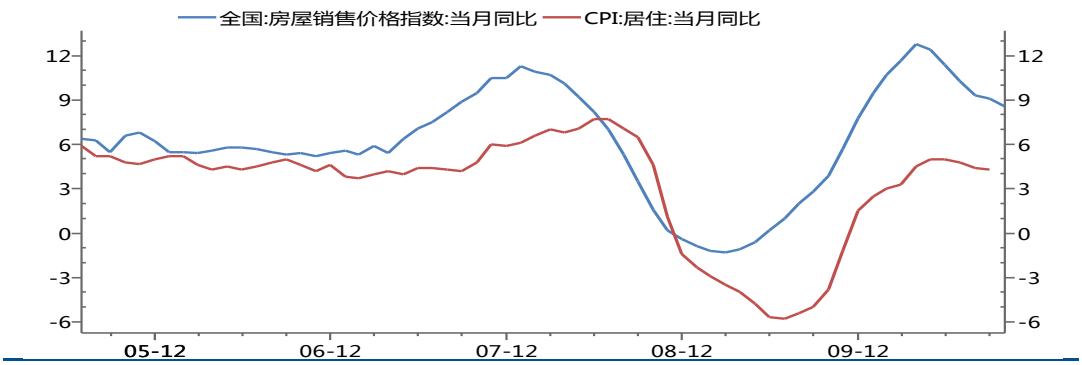


资料来源：Wind，民生证券研究所

（2）未来半年房价同比涨幅继续回落

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。我们预计，在持续和严厉的房地产调控政策下，未来半年房价环比涨幅可能为零，甚至为负。这样，受去年四季度和今年一季度房价大幅上涨影响，未来半年房价同比涨幅也将继续回落，这将直接促使 CPI 回落。房价不再环比上涨，作为抑制房价过快上涨，促进房地产市场健康发展的政策组合拳中至关重要的一种，央行加息的必要性有所降低。

图 21：房价涨跌与 CPI 的相关性较高

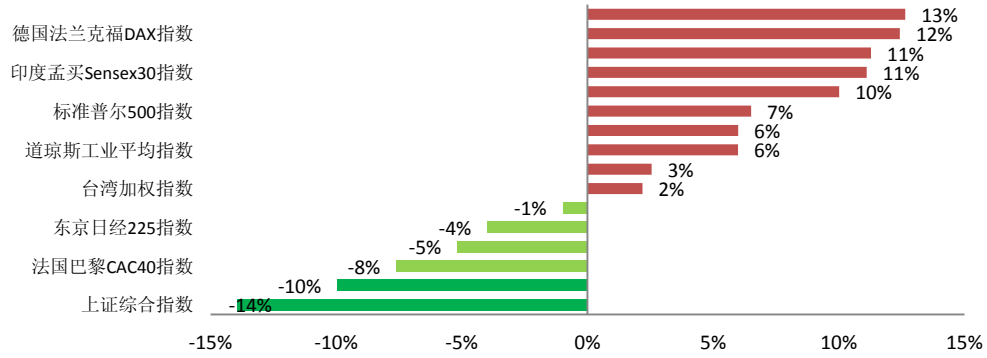


资料来源：Wind，民生证券研究所

（3）A股市场期待新一轮刺激和升势

今年前十个月，全球大多数国家的股票市场都实现了小幅上涨，新兴市场韩国领涨13%，德国、美国三大指数、英国、俄罗斯涨幅都在 2%以上，即使表现最差的法国和澳大利亚股票市场跌幅也仅为 8%和 4%。A 股市场上证综指和深成指则以 14%和 10%的跌幅领跌全球主要市场。2011 年，在经济增速回稳，通胀水平回落的情况下，A 股市场期待新一轮的刺激和升势，货币政策的超调和误调，特别是过快过度地加息，以及由此造成的预期紊乱，都会极大地冲击 A 股市场。

图 22：今年以来 A 股市场领跌全球

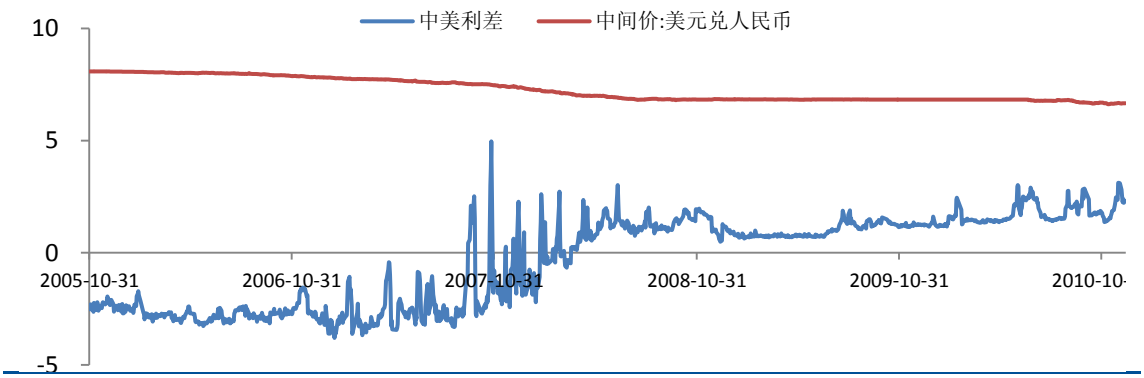


资料来源：Wind，民生证券研究所。

（4）中美利差扩大加剧人民币升值压力

2007 年底和 2008 年初，中美利差（用中国银行间同业拆借利率（7 天）与美国联邦基金目标利率之差来度量）逐渐由负转正。美国在次贷危机的泥潭中越陷越深，美联储连续调低联邦基金目标利率。到 2008 年 12 月 16 日，联邦基金目标利率已降至 0.25%。与此同时，中美利差也逐渐扩大，目前大约为两个百分点。今年 6 月 21 日重启汇改之后，由于美联储受制于国内经济的低迷仍然维持低利率政策，中美利差的扩大无疑增加了人民币升值压力。

图 23：中美利差扩大加剧人民币升值压力



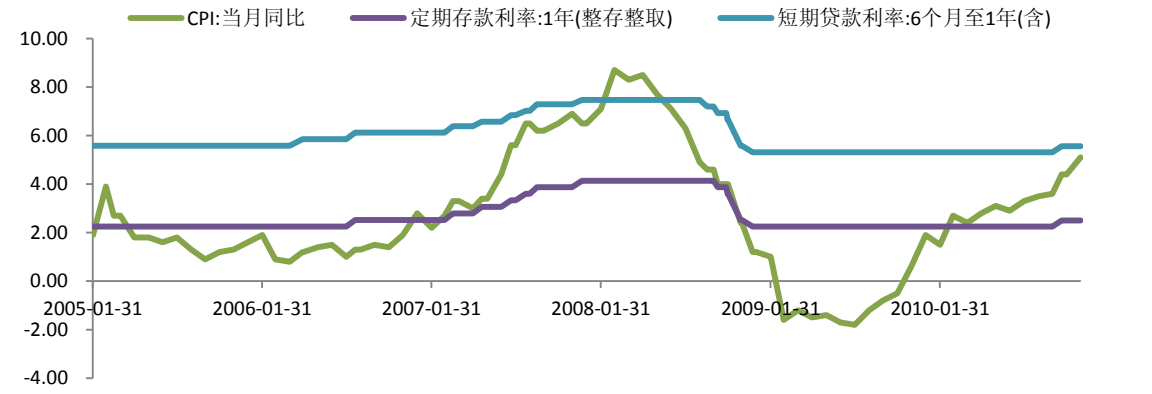
资料来源：Wind，民生证券研究所。中美利差用中国银行间同业拆借利率（7 天）与美国联邦基金利率之差来度量。

（5）上一轮连续加息旨在遏制物价急剧上涨

2006 年 8 月 19 日到 2007 年 12 月 21 日，央行连续 7 次上调存贷款基准利率：一年期存款基准利率从 2.52%提高到 4.14%，一年期贷款基准利率从 6.12%提高到 7.47%。这一时期，GDP 同比增速由 2006 年第 3 季度的 12.2%上升到 2007 年第 4 季度的 13.60%，CPI 同比涨幅则从 2006 年 8 月的 1.30%上升到 2007 年 12 月的 6.5%。

在经济增速没有大起大落的情况下，央行连续加息显然旨在遏制来势汹汹的物价上涨。但在物价继续飙升时（2008 年 2 月 CPI 同比涨幅达到 8.7%的高点），央行不再继续加息，转而大幅提高存款准备金率。2008 年下半年，在国际金融危机影响下，我国经济增速开始走低，央行被迫大幅下调存贷款基准利率。央行在重拳出击抑制通胀的同时，没有留足政策空间，导致在经济形势急转直下时政策被迫仓促逆转。

图 24：近几年存贷款基准利率调整情况



资料来源：民生证券研究所

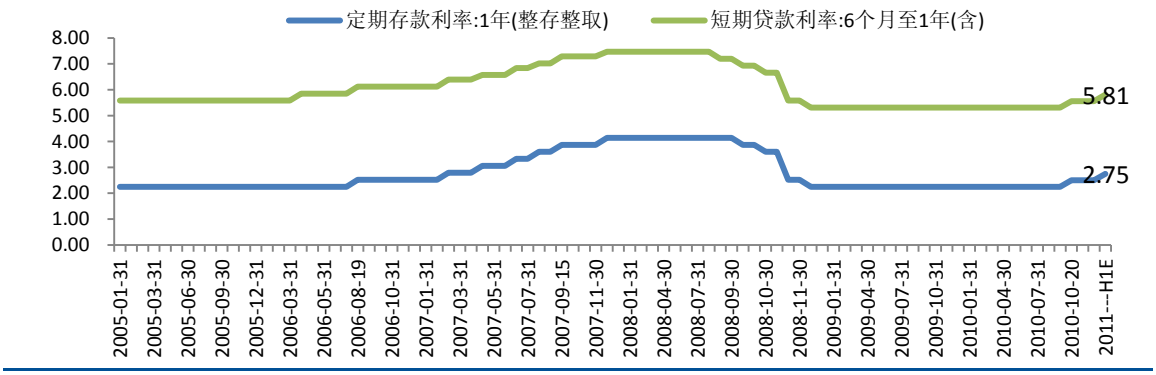
（6）预计2011年1季度央行加息1次

考虑到明年上半年经济增速平稳回落，1 季度通胀压力很高的情况，同时考虑到人民币升值幅度需要可控、房地产市场需要平稳发展、股票市场需要重拾升势，我们预计，2011 年 1 季度央行会加息 1 次。**最可能的加息时机有两个：**一个是今年底到 2011 年春节（2011 年 2 月 3 日）前（受春节因素影响 2011 年 1 月物价水平高企），一个是在 2011 年 2 季度前期（受上年同期基数较低影响 2011 年 6 月份物价会再度攀升）。前一个时机重在调控通

胀和通胀预期，后一个时机重在防患于未然。

最可能的加息幅度是调高一年期存贷款基准利率 0.25 个百分点。利率的小幅渐进调整，能够增强货币政策的稳定性和持续性，有效抑制通胀膨胀和通胀预期，同时又不至于过度影响房地产市场和股票市场，人民币升值的压力也不会增加太多，政策超调和误调的风险也会降低。

图 25：2011 年上半年加息 1 次



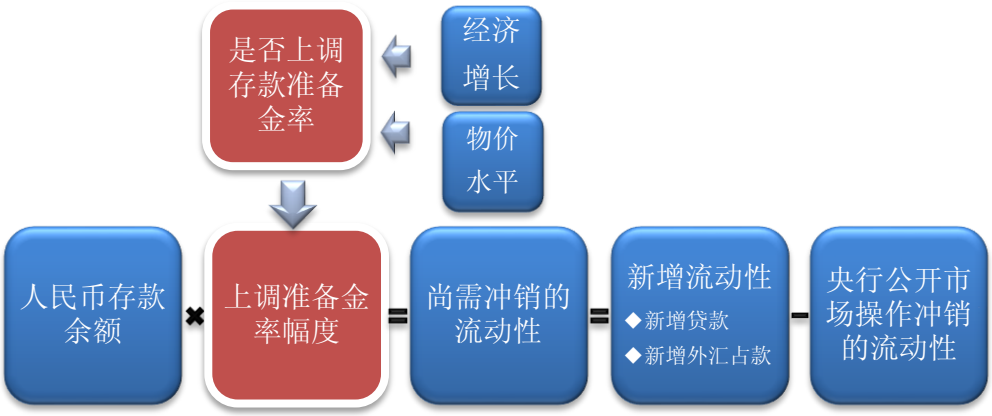
资料来源：Wind，民生证券研究所

4、预计 2011 年上半年上调存款准备金率 1-2 次

央行调整存款准备金率的方向和幅度，主要取决于实体经济和物价水平的走势。当前我国货币流动性整体上较为宽裕，上调存款准备金率能够直接冻结银行体系中的部分流动性，因而成为促使货币条件回归常态，降低资金层面通胀压力的重要手段。

央行是否上调，上调多少存款准备金率，主要受如下因素影响：经济增长，通货膨胀，新增流动性的多少、通过公开市场操作进行冲销的力度、对资产价格和资金流向的影响等。央行根据经济增长和物价水平走势，决定是否上调存款准备金率。如果央行决定上调存款准备金率，它会根据由于经济体中新增流动性的多少（包括新增贷款增加的流动性和新增外汇占款被迫释放的流动性），通过公开市场操作和上调存款准备金率进行冲销。央行根据人民币存款余额就可以计算出应上调多少存款准备金率，才能冲销被迫释放的流动性。再通过严格控制新增信贷规模，就可以大致实现年末广义货币供应量 M2 的增速目标。下调存款准备金率的决策是类似的，只不过是释放而不是吸纳流动性。

图 26： 存款准备金率调整的“流动性冲销“模型

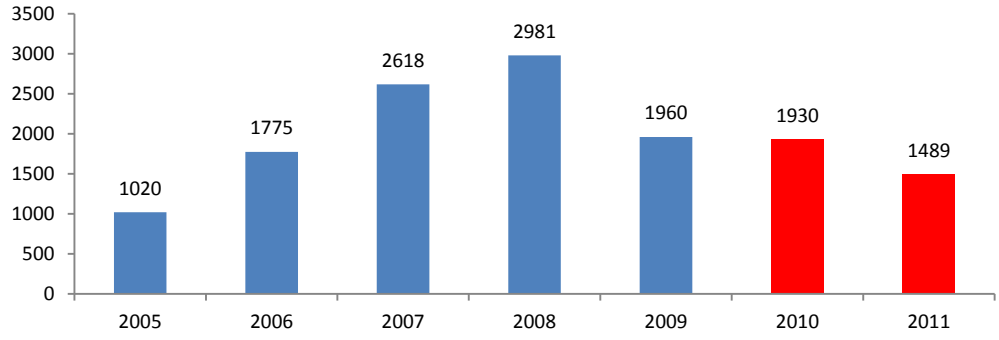


资料来源：Wind，民生证券研究所

（1）2011年我国因外汇占款新增流动性约9600亿人民币

预计 2010 年我国贸易顺差为 1930 亿美元，同比下降 9.3%。2011 年受金融危机后发达经济体经济复苏缓慢和中国成为全球再平衡焦点的影响，我国出口增速可能显著低于进口增速。预计 2011 年我国贸易顺差 1489 亿美元，同比下降 22.8%。自 2005 年之后，我国由资本项目逆差转为资本项目顺差，但资本项目顺差规模不大，每年不超过 60 亿美元。因此，按预计的 2011 年贸易顺差规模，就可大致估算出 2011 年我国因外汇占款而新增流动性的规模。假定 2011 年人民币对美元汇率升值到 1：6.2，且每月升值幅度大致相同，那么年中人民币对美元汇率为 1：6.425。按年中汇率折算，2011 年我国应外汇占款而新增流动性的规模约为 9567 亿人民币

图 27：2011 年我国贸易顺差同比下降（单位：亿美元）



资料来源：Wind，民生证券研究所

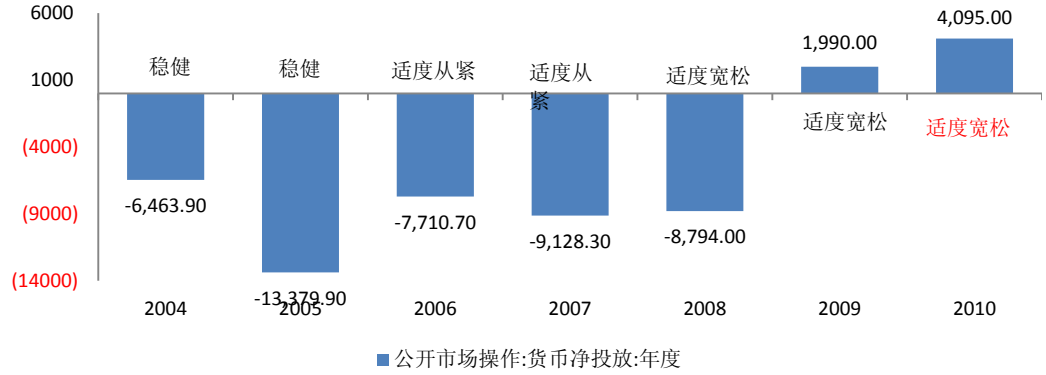
（2）预计2011年央行资金净回笼5000-6000亿人民币

2004—2008 年央行公开市场操作货币净回笼始终保持在 6000 亿元以上。其中，2004—2005 年货币政策保持稳健，2006—2007 年货币政策适度从紧，受国际金融危机影响，2008 年下半年货币政策从适度从紧转为适度宽松。2009 年实行适度宽松的货币政策，公开市场操作首次恢复净投放，2010 年净投放规模显著增加。我们预计恢复稳健的货币政策后，央行将继续采用资金净回笼的数量化政策，逐渐吸纳经济体中过剩的流动性。撤去

由于发行巨量央票资金净回笼规模超过 1 万亿的 2005 年，实行稳健或适度宽松货币政策年份资金净回笼的平均规模约为 8000 亿。

今年 12 月 13 日，3 年期央票停发，央票这种长期锁定流动性的工具失灵。央票一、二级市场的利率倒挂是一个重要原因。另一个更重要的原因是，3 年期央票对货币市场冲击太大，而且不像存款准备金率调整来得方便。因此本次暂停三年期央票后，中期内央行或弃用这种深度回笼的数量工具。虽然央行还可通过公开市场正回购方式来短期锁定流动性，但这种操作主要还是用来调剂短期的流动性。前期发行央票的逐渐到期，央票冲销成本的上升决定了，2011 年资金净回笼的规模不会太大。预计 2011 年资金净回笼规模为 5000-6000 亿美元。

图 28：2011 年央行公开市场操作将回归资金净回笼的数量化政策

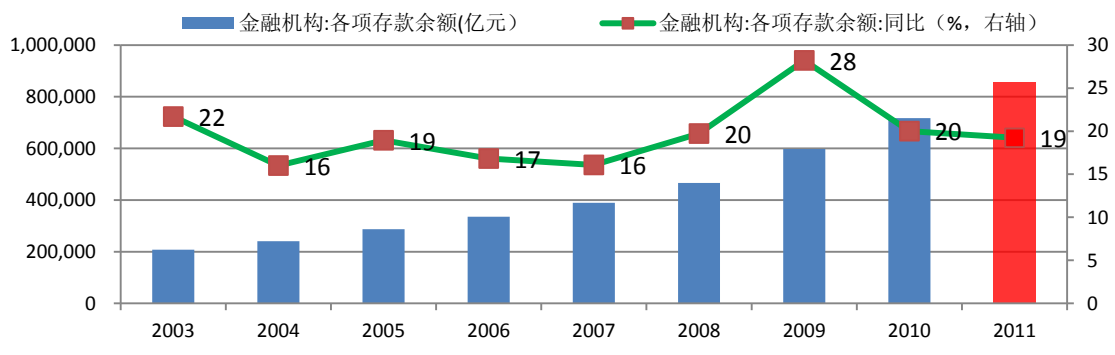


资料来源：Wind，中国人民银行货币政策执行报告，民生证券研究所

（3）2011年金融机构存款余额86万亿

预计 2010 年金融机构新增人民币存款 125400 亿元，年末各项存款余额约为 72 万亿。2008 年和 2009 年，由于股市低迷存款回流，金融机构新增人民币存款分别大幅增长 43%和 71%。2010 年，随着股市开始重拾动能“存款搬家”，新增人民币存款小幅下降。按比较正常年份（2006 年和 2007 年）的平均增速来算，2011 年金融机构新增人民币存款约为 14 万亿元，则年末各项存款余额为 86 万亿。由此可以估算，**上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.25 个百分点，大致可以冻结银行体系中的流动性 1800 亿-2150 亿元。**

图 29：预计 2011 年金融机构人民币存款余额 86 万亿

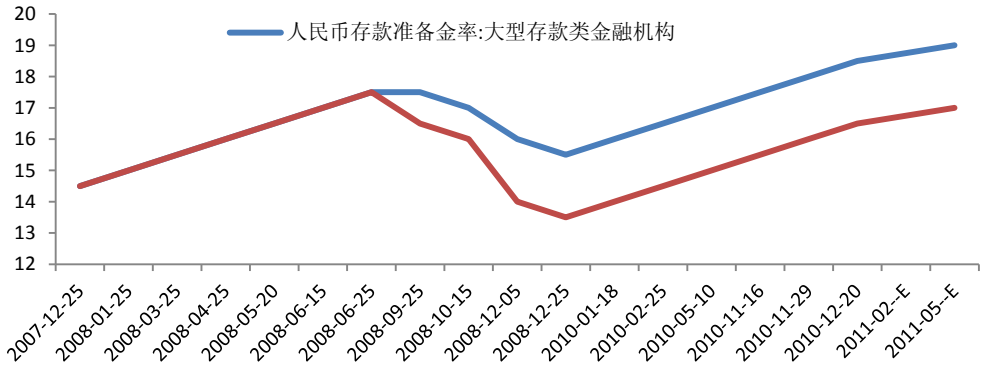


资料来源：民生证券研究所

（4）预计2011年存款准备金率上调1-2次

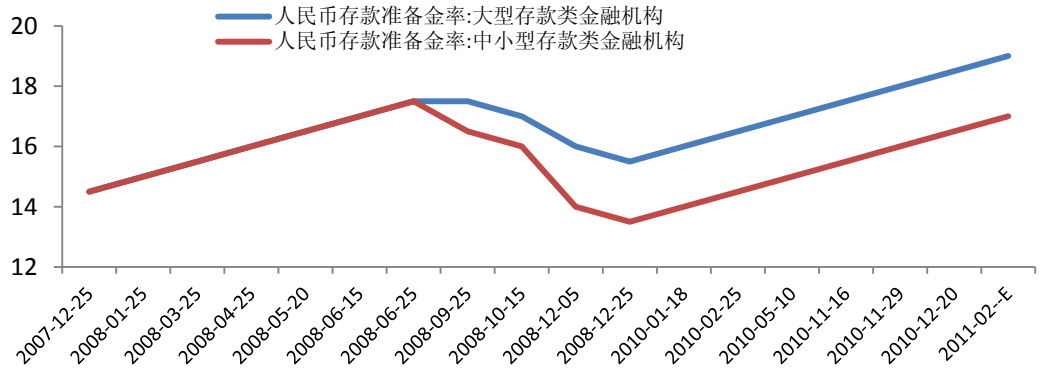
根据 2011 年我国通货膨胀前高后低，而经济增长前低后高的趋势，我们预计央行会在 2011 年上半年上调存款准备金率 1-2 次。最有可能的是，在 2011 年 1 季度和 2 季度各上调一次存款类金融机构人民币存款准备金率，每次上调 0.25 个百分点，这符合货币政策微调和预调的思路；还有一种可能就是，2011 年 1 季度通胀压力短期内难以化解，央行被迫一次性上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.50 个百分点。究竟哪种情形会出现视通胀压力缓解快慢而定。

图 30：情形Ⅰ--2011 年 1 季度和 2 季度存款准备金率各上调一次，每次上调 0.25 个百分点



资料来源：民生证券研究所

图 31：情形Ⅱ--2011 年 1 季度存款准备金率一次上调 0.5 个百分点



资料来源：民生证券研究所

在两种情形下，存款准备金率的上调大约可以冻结银行体系中的流动性 3600-4300 亿元人民币，加上央行通过公开市场操作冲销 5000-6000 亿的流动性，2011 年因外汇占款而被迫释放的 9600 亿元左右的流动性基本就被冲销掉了。这样，经济体中新增流动性主要就来自新增人民币贷款。若 2011 年新增人民币贷款 7.5 万亿，则广义货币供应量 M2 增速约为 14%，大致处于货币信贷条件正常化下货币供应量 M2 的增长区间。

（五）2011 年未进入新一轮加息周期

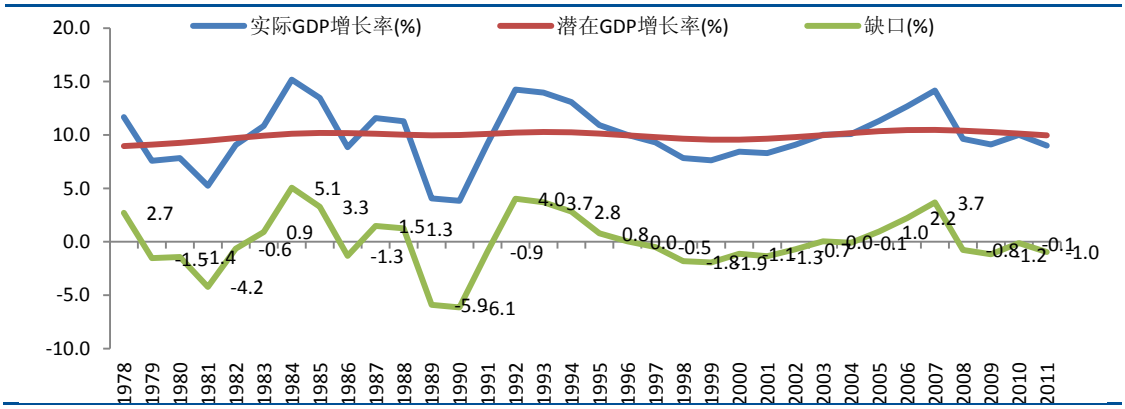
从历史经验来看，进入加息周期必须满足如下基本条件：经济基本面过热，物价在较长时期内持续走高，加息与国内外政策环境不相背离以及经济开始步入周期上行阶段。但

我国尚不稳固和平衡的经济基本面，本轮通胀的结构性根源，全球货币政策的协同，以及转型和再平衡进程加速等因素，决定了 2011 年我国不会步入新一轮加息周期。

1、实际增长率低于潜在增长率

我们预计，2011 年实际 GDP 增长率为 9.2%，低于潜在 GDP 增长率 0.8 个百分点；而且自 2008 年后，我国实际 GDP 增速就一直在低于潜在 GDP 增长率的区间运行，产出缺口也一直为负。增长率的差距和负的产出缺口表明，我国经济增长的基础还不够稳固，经济过热局面不会出现。

图 32：2011 年实际经济增长率低于潜在经济增长率

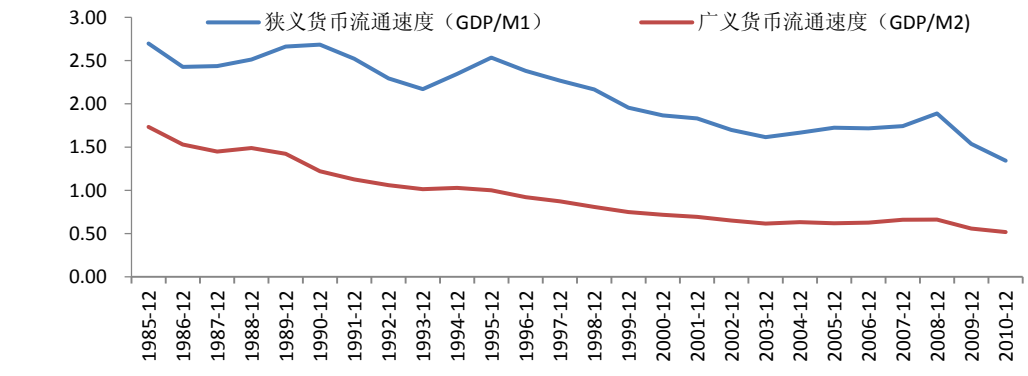


资料来源：Wind，民生证券研究所

2、明年下半年通货膨胀压力显著缓解

按照货币学派的观点，超额增发的货币最终必然体现在一般物价水平的上涨上。为应对国际金融危机的冲击，我国于 2008 年底推出了 4 万亿投资计划和一系列旨在扩大内需的刺激措施，巨额流动性被注入实体经济，但我国物价水平的飙升却是新近发生的事情。所以，巨额流动性会带来中长期物价上涨的压力，但却并非造成本轮通货膨胀的根源。由于目前我国尚处于经济转型时期，经济货币化程度较低，居民金融资产配置渠道有限，社会保障制度也不够完善，货币流通速度内生地具有下降趋势，部分抵消了央行超额投放的流动性。所以，巨额流动性带来的通胀压力可能在某种程度上被高估了。

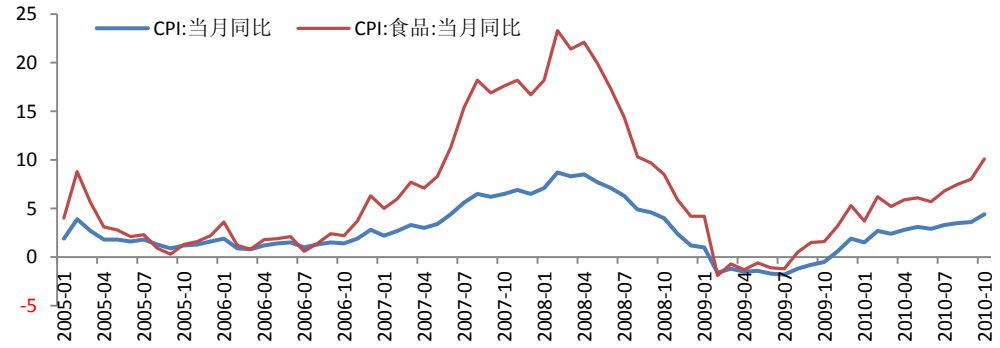
图 33：货币流通速度下降沉淀了部分流动性



资料来源：Wind，民生证券研究所

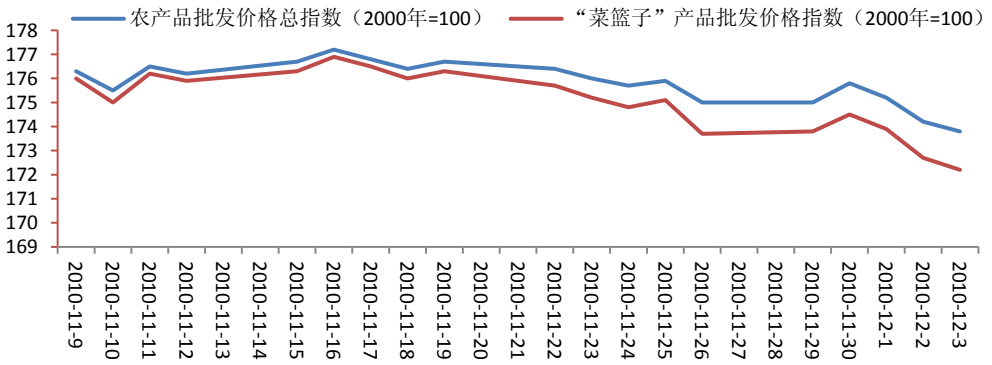
我们认为，粮食价格，特别是粮食和蔬菜价格的上涨才是近期物价快速上涨的主要原因。从我国各粮食主产区粮食产量来看，2010 年全国粮食产量再创历史新高，产量连续四年保持在 1 万亿斤以上。因此，国内大宗粮食价格不具大幅持续上涨条件。随着农产品供给的周期性增加以及国家平抑物价一揽子措施的出台，农产品价格快速上涨的局面将得到有效遏制，现实的通胀压力也会逐渐释放。

图 34：粮食价格快速是造成本轮通胀的主要原因



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 35：在平抑物价一揽子措施调控下，近期全国农产品批发价格指数平稳回落



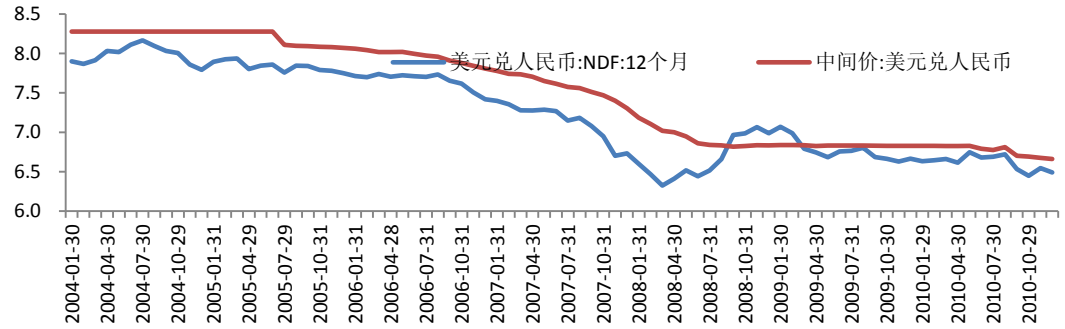
资料来源：农业部，民生证券研究所

3、持续加息会加剧人民币升值压力

今年 6 月 27 日人民币汇改重启，人民币汇率不进行一次性重估调整，而是坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节。从实际操作层面来看，应该是逐步扩大人民币汇率的波动范围，充分发挥市场机制的价格发现功能，渐进确定人民币均衡汇率的合理区间。

按绝对购买力平价计算，人民币兑美元汇率有较大的升值空间；十二五期间，人民币汇率成为国际收支再平衡的焦点；新近美国推出的二轮量化宽松政策，以及较长时期内维持的低利率政策，更是加剧了人民币升值预期。在人民币汇率不会一次重估到位的情况下，持续加息无疑会加速国外资本流入，增加央行调控通胀的难度。

图 36：汇改重启后人民币升值预期增强



资料来源：Wind，民生证券研究所

4、十二五开局年需要保持对经济增长的适度刺激

从历史上来看，利率的持续上调或下浮取决于经济周期。2011 年是十二五规划的第一年，我国既面临迫使人民币升值的外部压力，又存在加速经济结构调整和经济发展方式转变的内在意愿。在经济增长的内源机制尚未完全成型时，转型和再平衡不可避免地会带来经济增长的放缓。这既需要整个社会提高对“适度降低的经济增长率”的容忍度，避免因追求不可持续的短期高增长而一再延缓迫在眉睫的增长模式的根本改变，也需要货币和财政政策的适度刺激，尽量减轻转型和再平衡带来的阵痛。

表 2：十一五时期我国转型缓慢，期待十二五时期加速转型

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	经济增长仍然主要依靠第二产业拉动
	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	居民收入增速落后于经济增速
	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

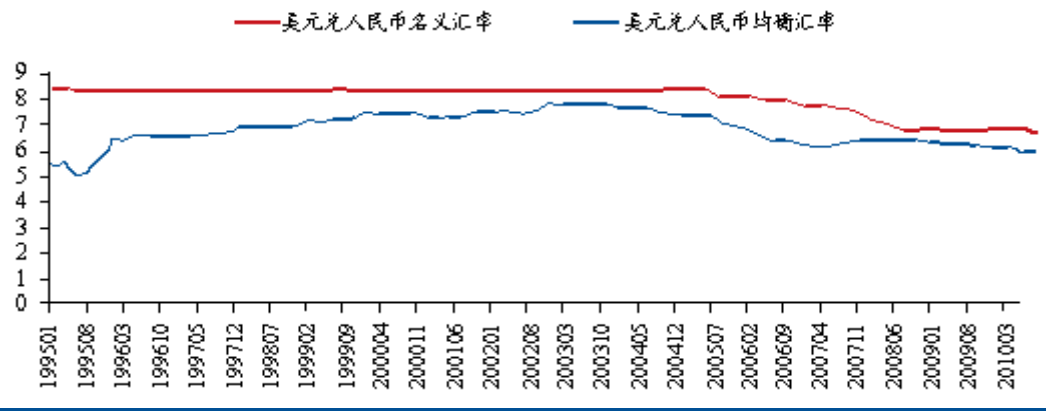
资料来源：民生证券研究所。

（六）2011 年人民币兑美元汇率升至 1：6.16

1、扩展购买力平价测算结果显示人民币仍低估 12.9 %

对人民币升值幅度进行判断，需合理确定人民币兑美元的均衡汇率水平。考虑到中国工业化过程中廉价劳动力从农村土地向城市工业转移带来的影响，我们运用扩展购买力平价方法，并考虑了巴拉萨-萨缪尔森效应测算人民币均衡实际汇率水平，将通胀水平、经济结构调整因素、经济开放程度等构成人民币均衡实际汇率的重要影响因素综合考虑。根据我们的测算，自 1986 年以来，人民币兑美元处于低估状态。按照目前通胀水平及中美经济增长状况，当前的美元兑人民币均衡汇率应在 5.8 左右，当前人民币美元中间价 6.6605 计算，人民币兑美元汇率偏离均衡实际汇率约 12.9%，仍表现为低估。

图 37：美元兑人民币均衡汇率显示人民币仍低估 12.9%



资料来源：民生证券研究所

2、2011 年人民币兑美元升值至 1：6.16 左右

2005 年 7 月到 2008 年 7 月，人民币累计升值 21%；2002-2007 年，中国 GDP 累计增长 84.0%，美国累计增长 16.6%，相当于两国劳动生产率提高幅度相差 67.4 个百分点。据此推算，人民币升值弹性为，劳动生产率每差 3.21 个百分点，人民币升值 1%。

2009 年下半年至今，中国经济率先复苏，人民币升值压力越来越大。如果按照中美两国经济 2010 年分别增长 10.0%和 3.0%、2011 年分别增长 9.2%和 2.9%计算，2009-2011 年，中美两国劳动生产率提高幅度之差会达到 25.1 个百分点。按照 3.21%的升值弹性，人民币应升值 7.8%左右。

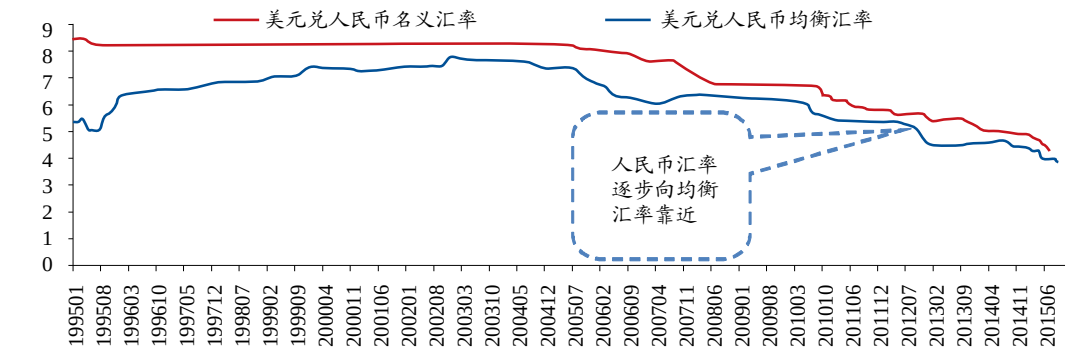
考虑到目前人民币兑美元汇率的日最大波动幅度在 0.5%左右，随着升值容忍度的扩大，人民币波幅将逐步增大。但汇率的适度稳定必将是货币当局关注的重点，人民币难以出现短期大幅单向升值。以当前不超过 0.5%的日最大波幅衡量，按当前人民币牌价 6.6605 计，人民币升值 7.8%左右，我们预计，2011 年人民币兑美元升值将 1：6.16 左右。

3、人民币汇率继续宽幅波动

双向宽幅波动将是人民币汇率未来走势的重要特征。随着人民币国际化程度的不断推进，增强人民币汇率弹性，使汇率波动为实体经济转型和增长服务是中国的必然选择。人民币汇率波幅的放宽需要有一个渐进的过程。在当前汇率制度下，人民币汇率升值幅度将

取决于人民币汇率形成机制及货币当局对升值压力的容忍度，人民币汇率形成机制的市场化程度和篮子货币的构成是人民币升值的幅度的重要决定因素。

图 38：美元兑人民币汇率走势预测



资料来源：CEIC，民生证券研究所

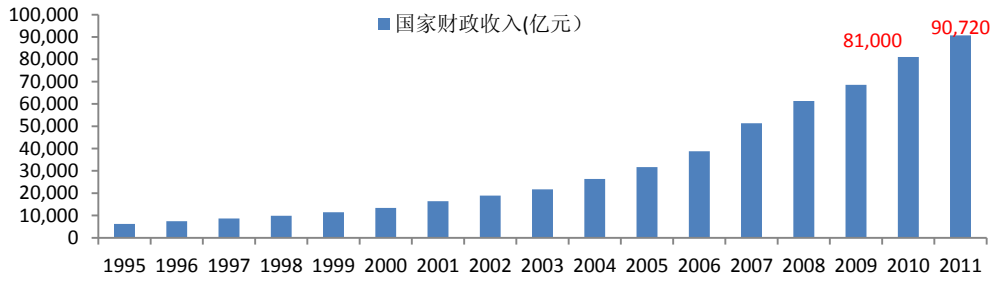
二、2011 年财政政策延续“积极”

2008 年以来，积极的财政政策是我国应对国际金融危机冲击、进行逆周期宏观经济调控、确保经济稳定增长势头的重要推手。积极财政政策和稳健货币政策是刺激政策退出的最优路径，同时增速回稳，转型加速，需要的财政刺激力度不能陡然下降。2011 年，积极的财政政策不会改变。

（一）2011 年财政收入 9.1 万亿

我们预计 2010 年全年财政收入 8.1 万亿元，比去年增长 18.2%，比预算超收 7070 亿元。财政收入增长与经济增长之间存在比较稳定的关系。我们测算，十一五期间，我国财政收入年均增速为 20.24%，GDP 年均增速为 15.67%，财政收入增长对经济增长的弹性约为 1.29。按 2011 年我国 GDP 同比增长 9.2%，CPI 同比上涨 3.2%推算，2011 年我国财政收入同比增速约为 12%，全年财政收入有望达到 9.1 万亿。

图 39：2011 年财政收入稳步增长



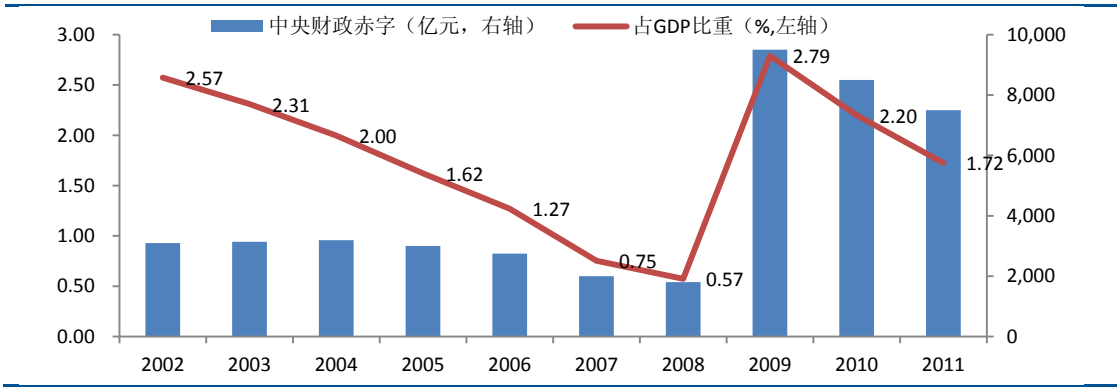
资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）2011 年赤字规模 9500 亿元

我们预计 2010 年全年财政支出 91600 亿元，考虑今年调入 100 亿元预算稳定调节基

金，全年财政赤字 10500 亿元，约占 GDP 的 2.7%。按财政部的初步规划，2011 年安排国债发行量 7500 亿元，比 2010 年 8500 亿的总额少 1000 亿元，同时地方政府债的发行规模仍维持 2000 亿元不变。全年赤字规模为 9500 亿元，约占 GDP 的 2.2%。

图 40：2011 年中央财政赤字 9500 亿元



资料来源：Wind，民生证券研究所

（三）2011 年财政支出重点在公共投资

2011 年是十二五规划的第一年，也是加速经济结构调整和经济发展方式转变的关键一年。在经济增长的内生机制尚未完全成型的情况下，保持公共投资的足够规模和适度刺激是减少转型和再平衡带来的阵痛所必须的。但要真正实现从外需向内需、从高碳向低碳、从强国到富民的增长模式转型，一再地、过度地依赖政府投资不仅不可持续，而且成本高昂。只有最终消费需求被真正拉动起来，民间投资被真正激发出来，我国经济的增长才会有坚实的基础。

1、保证对 4 万亿投资计划的后续跟进，充分发挥财政刺激政策的边际效应

2011 年，在构建积极财政政策新着力点的同时，需要保证对原有重点投资项目的后续跟进。这样才能充分发挥财政刺激政策的边际效应，为加快经济结构调整和经济发展方式转变创造更多空间。4 万亿投资计划即将收尾，政府需要制订政策预案，做好资金安排，防止由于资金供给突然中断造成已规划项目不能按时开工，已开工项目不能按时完成；需要做好十大产业调整振兴规划与战略性新兴产业投资规划的衔接和过渡，避免投资规模的大起大落和投资方向的随意改变，最大程度地降低大规模投资导致的宏观经济波动风险。

2011 年，需要处理好继续扩大公共投资规模与清理整顿地方融资平台之间的关系。从实际操作层面来看，4 万亿投资计划中的很大部分是通过地方融资平台来实施的。从银监会的排查结果看，目前地方融资平台贷款中有 25%是资不抵债的不良贷款，数额大概为 2 万亿；有 50%的贷款属于第一还款来源不稳定、但具有第二还款来源；只有 25%为优良贷款，所以风险管理的压力较大。正是基于地方政府融资平台存在风险隐患，今年下半年以来，国务院和多部委先后发文加强地方政府融资平台清理。但公共投资，特别是需要地方政府配套的投资，仍会有较高比例必须通过地方政府融资平台来运作。所以，处理好继续扩大公共投资规模与清理整顿地方融资平台之间的关系，不仅能够充分发挥已有投资的刺激效应，也能为新投资提供可资借鉴的运作模式。

2、加大对战略新兴产业的投资，积极培育新的经济增长点

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。今年 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、生物技术、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 3：战略性新兴产业布局

新兴产业领域	重点方向
国民经济支柱产业	
节能环保	高效节能、先进环保、循环利用
新一代信息技术	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
生物技术	生物医药、生物农业、生物制造；
国民经济先导产业	
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

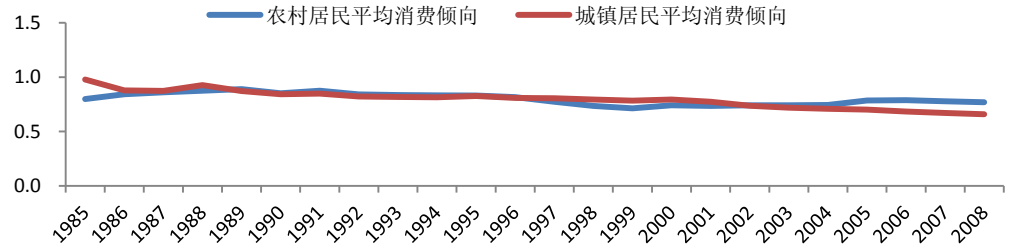
资料来源：民生证券研究所

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。

3、建立和健全基本公共服务体系，真正做到“促消费，惠民生”

由于收入分配体制和社会保障体制不够健全，我国居民的消费意愿不强，消费能力受到很大限制。2011 年，“惠民“财政政策需要切实提高城镇居民的可支配收入，真正消除他们消费的“后顾之忧”：继续实施汽车、摩托车下乡政策和家电以旧换新政策； 继续提高粮食最低收购价格，增加对种粮农民的农资综合直补、良种补贴、农机具补贴；支持逐步提高并落实企业最低工资标准，建立企业职工工资正常增长和支付保障机制；加强对国有企业特别是垄断行业的收入分配监管，降低行业间的收入分配差距；加大对中西部地区转移支付的力度，缩小地区间收入分配差距；保障企业退休人员、城乡低保对象等低收入群众基本生活，加大资助困难学生、优抚救济、住房保障等方面的补助力度；提高企业退休人员基本养老金水平，推动城镇企业职工基本养老保险省级统筹；加大保障房建设力度，促进房地产市场平稳健康发展，保障城镇居民基本的居住权利等。

图 41：居民平均消费倾向持续降低



资料来源：根据《中国统计年鉴 2010》整理，民生证券研究所

三、加速经济再平衡和经济体制改革政策预测

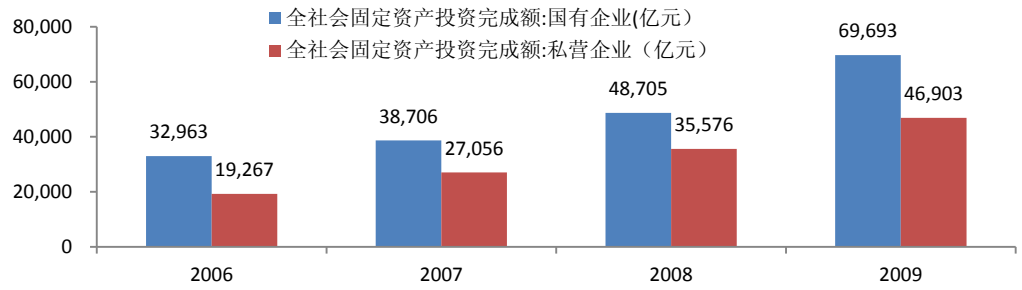
从长期来看，要实现经济发展方式的转型，即从“库兹涅兹式增长”转换到“熊彼特式增长”， 关键在于通过加快经济体制改革，充分释放经济体的活力，形成经济增长的内源机制。

（一）加快投融资体制改革，促进民间投资的增长

通过政府投资驱动经济增长的模式不仅不可持续，而且成本高昂，这已经成为一种共识。本轮经济金融危机爆发后，为解危机冲击的燃眉之急，政府出台了大规模的财政刺激计划，在投资领域一度出现“国进民退”的迹象。问题在于，一旦政府投资退出，作为经济体中最有活力的部分，民间投资能否及时跟进和补位。2010 年 5 月 13 日，国务院出台了《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》，向民间投资开放领域之广，对民间资本支持态度之坚决，前所未有。但加快投融资体制改革，促进民间投资增长的关键在还于真正落实《若干意见》的精神，扩大民营资本的市场准入范围，推进民营资本的投资自由化。同时，必须大力改善民营企业融资的制度环境和市场环境，从根本上增强民营企业的投资能力。

利用政府投融资平台的资金集聚和风险分散机制，广泛引进民间资本参与建设基础设施和提供公共服务，成为促进民间投资增长的有效渠道。我国目前处于流动性较为宽裕时期，大量资金找不到收益稳定、风险可控的投资渠道，而政府投融资平台业务的稳定收益正好迎合了它们的要求。因此，可以通过政府投融资平台这一载体，进一步完善和落实鼓励民间资本投资的政策措施，引导和促进国有资本与民间资本的有效结合和有序流动。在基础设施和公共服务领域市场化改革的趋势下，未来政府直接出资的领域应该逐渐减少，甚至退出。未来准公益性的基础设施领域，也可以通过建立城市基础设价格形成机制和投资补偿机制，运用投资补助、贴息、价格、利率、税收等各种手段，引导民间资本进入这些领域。投融资重点逐步转向保护和改善生态环境、推进高新技术产业化、完善公共服务等领域，在促进民间投资蓬勃发展的同时，加速经济结构的转型。

图 42：民间投资尚需跟进

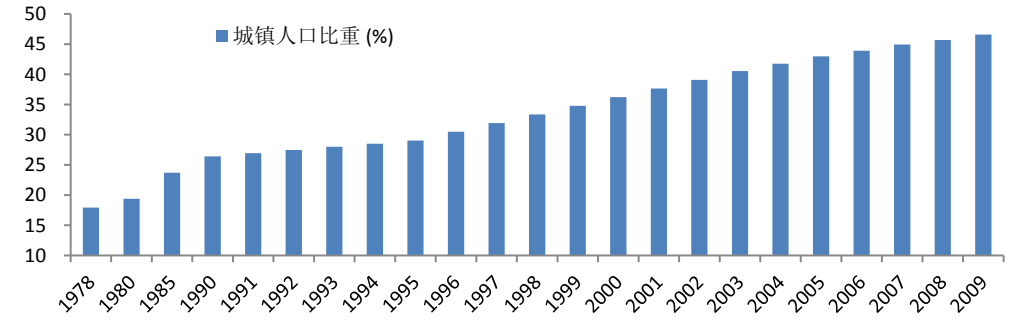


资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）积极稳妥推进城镇化进程，保持可持续的经济增长

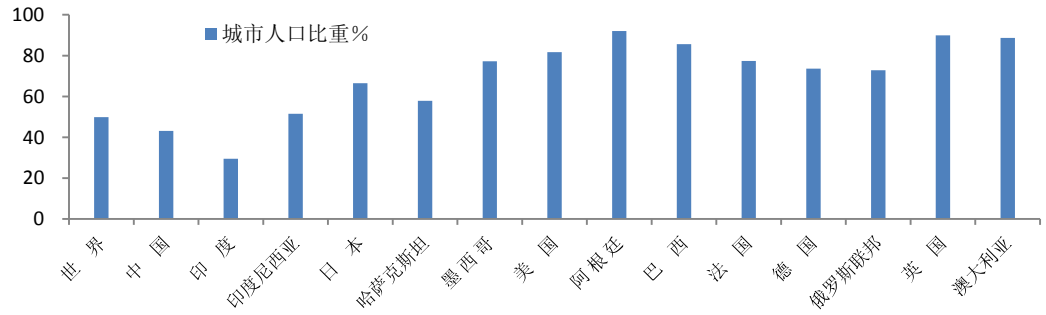
2009 年我国城市化率只有 46.6%，相对于国民经济发展总体水平，我国城镇化发展程度明显滞后。与较发达经济体平均约 70％、发达国家平均约 85％的城市化水平相比，我国城镇化还有较大提升空间。“十二五”是我国城镇化发展的关键时期，城镇化水平将达到并超过 50%。2011 年，积极稳妥推进城镇化能为转变经济增长方式和优化结构提供新的增长空间。相关政策应围绕放宽中小城市户籍限制，破除城乡二元分割，稳步提高城镇化率，促进居民消费增长。重点任务包括：把符合落户条件的农业转移人口转为城镇居民；完善城市化布局和形态；逐步形成辐射作用大的城市群；着力提高城市发展质量，以可持续的城市化助推可持续的经济增长。

图 43：改革开放以来我国城镇化水平稳步提高



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 44：我国城镇化提升空间仍然很大

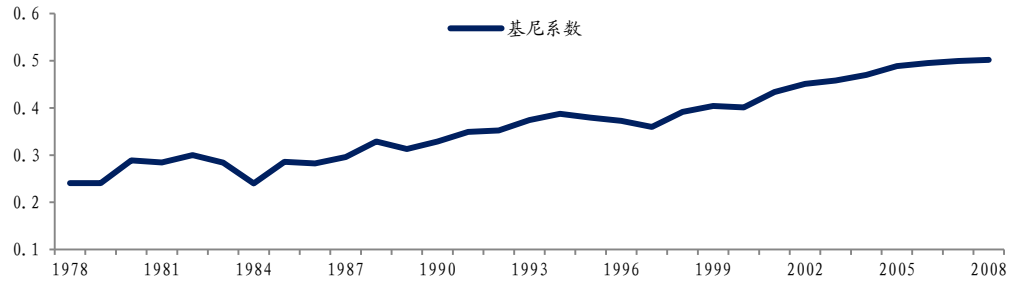


资料来源：《国际统计年鉴 2009》，民生证券研究所

（三）加快收入分配体制和社会保障体制的改革，构建消费主导型经济增长模式

从宏观上来看，国民收入中资本所得持续提高是我国近年投资率高企的重要原因，而劳动收入占比持续下降则是消费率持续走低的主要原因。从微观上来看，居民收入差距的持续拉大，降低了平均消费倾向，而二次分配的逆向调节更是恶化了低收入者的处境。收入分配格局不合理，社会保障制度不健全，决定了提振消费不可一蹴而就，一定程度上固化了我国更多依赖投资和出口的经济增长模式，使经济发展方式的转变步履维艰。因此，进一步改革和完善收入分配制度和社会保障制度，是加快转变经济发展方式的迫切需要。

图 45：改革开放以来我国收入差距持续扩大



资料来源：根据《中国统计年鉴 2010》整理，民生证券研究所

收入分配制度和社会保障制度改革重点在于：要在不损害市场效率和更加注重公平的原则下提高劳动报酬在初次分配中的比重；增加政府货币转移性支出，有效提高低收入人群的可支配收入；有效增加居民财产性收入，特别是通过土地制度改革和规范流转增加农民财产性收入；加强对国有企业特别是垄断行业的收入分配监管，降低行业间的收入分配差距。同时，要扩大新型农村社会养老制度实施范围，适当提高保障水平；落实医药卫生体制改革方案，逐步完善大病保障制度；探索实施多种保障性住房的供给形式，完善基本住房保障制度；逐步提高社保的统筹层次，建立完善的社会保障体系。

表 4：新兴农村合作医疗支出水平低

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

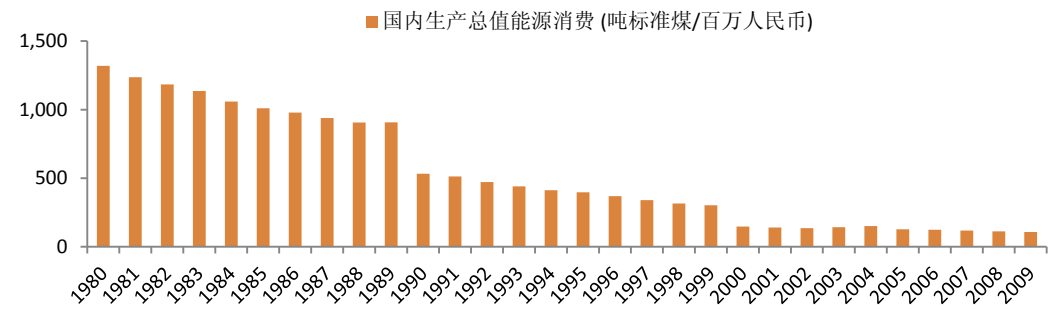
资料来源：《中国统计年鉴 2009》，民生证券研究所

（四）推动能源和资源性产品价格形成机制改革，加快经济增长方式转换

进一步理顺能源和资源性产品价格关系，对于优化能源资源配置效率，加快经济增长方式转变具有重要意义。经济增长方式仍旧粗放，能源资源利用效率较低，以及产业结构

调整进程缓慢，应当淘汰的落伍生产能力不能退出市场，是造成这种状况的根源所在。十二五期间，随着世界能源价格的攀升、我国能源进口依存度的提高、自然环境状况的恶化，高污染、高耗能、低效益的粗放型增长模式难以为继。坚持市场化原则，建立能够充分反映市场供求关系、资源稀缺程度、环境损害成本的资源要素价格形成机制，是政府推进能源和资源性产品价格改革的方向和目标。

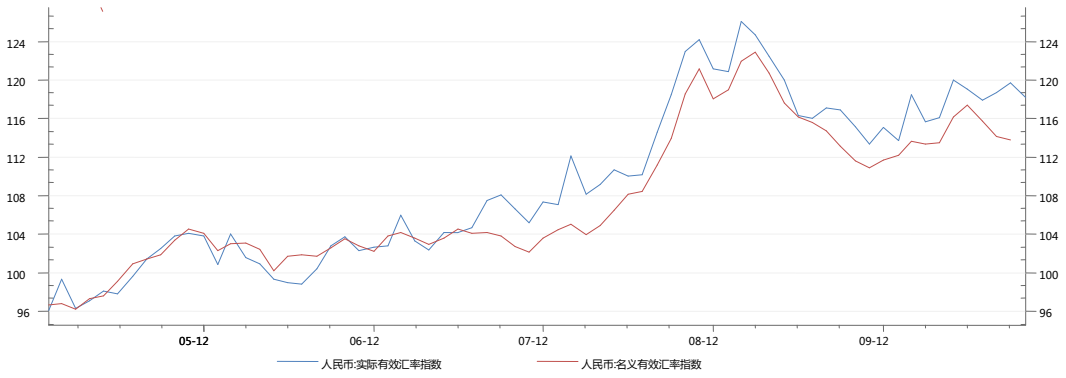
图 46：我国能源使用效率低下



资料来源：根据《中国统计年鉴 2010》整理，民生证券研究所

十二五期间，在人民币汇率成为全球再平衡焦点的背景下，积极推进能源和资源性产品的价格改革具有特殊意义。能源和资源性产品的价格改革能使我国产品价格，特别是出口产品价格更真实地反映生产产品的资源和环境成本。在人民币名义汇率不变的情况下，能源和资源性产品价格的普遍上调也会导致人民币的实际升值。这样既能有效缓解要求人民币汇率大幅快速升值的外部压力，为人民币汇率改革赢得更多时间和空间，也能逐步改善我国在国际产品分工体系中的低端地位，减少对越来越稀缺的资源性产品的无序开发和过度透支。

图 47：能源和资源性产品价格改革有利于缓解人民币升值压力



资料来源：根据《中国统计年鉴 2010》整理，民生证券研究所

能源和资源性产品价格改革措施包括包括如下几个方面：一是推进电力、天然气、成品油等能源价格改革，简化销售电价分类结构，推行居民用电阶梯价格制度，逐步理顺天然气与可替代能源的比价关系，继续完善成品油价格形成机制。二是稳步推进水价改革，

在有条件的地方实行居民用水阶梯价格制度，推进农业节水与农业水价综合改革，完善水资源费征收管理体制。三是全面推行城市污水、垃圾及医疗废物等处理收费制度，研究建立危险废物处理保证金制度，继续推进排污权交易试点，完善排污费征收使用管理制度等。四是进一步完善我国资源税费制度，提高税费标准，并参照国际经验，改进资源税费在不同利益主体之间的分配关系。

插图目录

图 1: 预测新增信贷的供求模型 4
图 2: 住房消费贷款迅速增加，汽车消费贷款提升空间巨大 5
图 3: 非金融企业贷款融资规模稳步扩大 5
图 4: 地方项目投资增速回落，但融资需求仍非常旺盛 6
图 5: 预计 2011 年金融机构新增人民币存款约 14 万亿 6
图 6: 主要金融机构资本金状况改善 7
图 7: 1999-2008 年年末人民币贷款余额平均增速 13.5% 7
图 8: 2011 年新增人民币贷款 7.5 万亿元 8
图 9: M2 与人民币贷款余额显著正相关 9
图 10: 1998-2008 年 M2 平均增速 16.4% 10
图 11: 今年前 10 个月 M1 增速比 M2 增速快 7 个百分点 10
图 12: M1、M2 与信贷相关性强 11
图 13: 2011 年 M1 增速将现“Z 型”走势 11
图 14: 汇改重启后热钱迅猛流入 12
图 15: 企业存款大幅增加预示部分新增信贷被沉淀 12
图 16: 银行间资金面整体宽松格局并未明显改变 12
图 17: 2011 年经济增速前低后高 13
图 18: 2011 年通货膨胀前高后低 13
图 19: 五要素模型决定央行是否加息 15
图 20: 贷款上半年集中投放格局未根本改变（假设 2010 年新增贷款 7.8 万亿元） 15
图 21: 房价涨跌与 CPI 的相关性较高 16
图 22: 今年以来 A 股市场领跌全球 16
图 23: 中美利差扩大加剧人民币升值压力 17
图 24: 近几年存贷款基准利率调整情况 17
图 25: 2011 年上半年加息 1 次 18
图 26: 存款准备金率调整的“流动性冲销“模型 19
图 27: 2011 年我国贸易顺差同比下降（单位：亿美元） 19
图 28: 2011 年央行公开市场操作将回归资金净回笼的数量化政策 20
图 29: 预计 2011 年金融机构人民币存款余额 86 万亿 20
图 30: 情形 I --2011 年 1 季度和 2 季度存款准备金率各上调一次，每次上调 0.25 个百分点 21
图 31: 情形 II --2011 年 1 季度存款准备金率一次上调 0.5 个百分点 21
图 32: 2011 年实际经济增长率低于潜在经济增长率 22
图 33: 货币流通速度下降沉淀了部分流动性 22
图 34: 粮食价格快速是造成本轮通胀的主要原因 23
图 35: 在平抑物价一揽子措施调控下，近期全国农产品批发价格指数平稳回落 23
图 36: 汇改重启后人民币升值预期增强 24
图 37: 美元兑人民币均衡汇率显示人民币仍低估 12.9% 25
图 38: 美元兑人民币汇率走势预测 26
图 39: 2011 年财政收入稳步增长 26
图 40: 2011 年中央财政赤字 9500 亿元 27
图 41: 居民平均消费倾向持续降低 29
图 42: 民间投资尚需跟进 30
图 43: 改革开放以来我国城镇化水平稳步提高 30
图 44: 我国城镇化提升空间仍然很大 30
图 45: 改革开放以来我国收入差距持续扩大 31
图 46: 我国能源使用效率低下 32

图 47： 能源和资源性产品价格改革有利于缓解人民币升值压力 32

表格目录

表 1：近两年新增资金大量流出实体经济（亿元） 11
表 2：十一五时期我国转型缓慢，期待十二五时期加速转型 24
表 3：战略性新兴产业布局 28
表 4：新兴农村合作医疗支出水平低 31

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，人民大学、中央财经大学兼职教授，现任民生证券副总裁、首席经济学家，中国证券业协会分析师委员会副主任委员。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》、《投资银行》等。

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。

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。

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	18601357268	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	Libeiduo@mszq.com

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。