



20 December 2010 | 34 pages

新周期嬗变与新经济再阐释

——2011 年中国宏观经济逻辑与展望

✍ 郭磊 执业证书编号 S1230110100020
 ☎ 021-64718888-2017
 ✉ guolei@stocke.com.cn

本报告导读： 2011年中国宏观经济逻辑与展望

投资要点：

- 我们是谁？我们正在哪里？我们将走向哪里？...关于宏观经济的定位和预测也无非是围绕这一线索。
- 在逻辑篇中，我们基于周期性、结构性、增长环境、增长模式等四个角度对中国经济的前景进行了解析。
 - ✓ 从周期性来看，2011 年将是新一轮周期的前夜；
 - ✓ 从结构性来看，去货币化将是新一轮周期的主线索；
 - ✓ 从增长环境来看，新周期可能将面临不再便宜的美元；
 - ✓ 从增长模式来看，提高 TFP 的贡献度将成为新周期中的一个必然选择；
 由此，我们的推论是一个低货币、轻资产、重技术为导向的中国经济转型。
- 在展望篇中，我们进一步解析了这种转型在 2011 年将如何开始：
 - ✓ 预计 2011 年固定资产投资将保持基本稳定；消费将面临结构转换；出口下滑为大概率事件；进口表现将好于出口；GDP 全年增速将略低于今年，但新周期上行趋势逐季稳固；
 - ✓ 预计 2011 年通胀压力整体偏大，走势将前高后低；
 - ✓ 货币政策的松与紧之间颇有空间，我们对政策逻辑做了详解，并对年度信贷、利率、汇率政策做出了判断；
 - ✓ 财政政策也大有看点，我们用数据解析了何为“积极”，并对政策方向做出了预判；
 - ✓ 我们将产业政策的核心总结为“新兴加转轨”，并对关键领域的政策导向做出了解读；
- 我们认为重新引入“新经济”概念将有助于对中国经济转型做出更深刻的理解。中国式“新经济”模式的尝试刚刚开始，报告中我们对它的内涵进行了再阐释。

相关报告

复苏的盛宴与通胀的酒杯

两条曲线隐现的拐点左右宏观面情况

货币政策的转向与“后危机时代”的到来

经济绿灯·通胀红灯·货币政策黄灯

弦外之音——中央经济工作会议简要解读

报告撰写人：郭磊

数据支持人：郭磊





正文目录

1.	逻辑篇.....	4
1.1	从周期性来看, 2011 年将是新一轮周期的前夜	4
1.2	从结构性来看: “去货币化” 将是新一轮周期的主线索.....	6
1.3	从增长环境来看, 新周期可能将面对不再便宜的美元.....	8
1.4	从增长模式来看: 提高 TFP 贡献度将成为新周期中一个必然选择.....	10
1.5	一个推论: 低货币、轻资产、重技术为导向的中国转型.....	13
2.	展望篇.....	15
2.1	外围经济环境分析: 欧美“弱复苏”和新兴经济体的防通胀.....	15
2.2	投资分析: 旧引擎退出, 新领域接棒	16
2.3	消费分析: 基本平稳, 结构变换	18
2.4	进出口分析: 基数效应下的出口和政策效应下的进口.....	20
2.5	通胀环境分析: 通胀压力整体偏大, CPI 将前高后低.....	21
2.6	货币政策展望: 松与紧之间的政策空间	23
2.7	财政政策展望: 总量积极, 方向引导.....	27
2.8	产业政策展望: 新兴加转轨下的产业调整	28
2.9	2011 年宏观经济指标预测.....	29
3.	结论篇: 新经济再阐释	30

图表目录

图 1	1953 年以来 GDP 的周期性情况	4
图 2	1953 年以来 GDP 的周期性情况: HP 滤波	4
图 3	1953 年以来政治经济周期情况	5
图 4	基钦周期的基本情况验证	5
表 1	四轮基钦周期的基本长度考察	5
图 5	中国经济增长的逻辑	6
图 6	韩国的去货币化过程	7
图 7	中国台湾的去货币化过程	7
图 10	从韩国人均 GDP 状况看中国的可比阶段.....	8
图 11	从韩国城镇化情况来看中国经济发展阶段.....	8
图 12	过去四十年美元指数重心的下移	9
图 13	当前美元指数构成	9
图 14	当前正在演绎美元微笑曲线?	9





图 15	美元指数与MSCI中国指数.....	9
图 16	11 月以来美国国债收益率出现比较明显的上扬趋势.....	10
图 17	亚洲金融危机即是在美元强周期.....	10
图 18	全要素生产率 (TFP) 增长率: 1980 至今.....	11
图 19	全要素生产率对GDP的贡献: 1980 至今.....	11
表 2:	全要素生产率对经济增长贡献的国际情形.....	11
图 20	中国的人口年龄结构状况.....	12
图 21	1988 年人口指标双降暗示 20 年后的劳动力拐点.....	12
表 3:	两个有趣的草根数据——劳动要素接近完全竞争的行业必然对人口规律反映更为敏感.....	12
图 22	中国超高的国民储蓄率在支撑资本形成.....	13
图 23	日本经验数据显示工业化过程中储蓄率先升后降.....	13
图 24	理论上提高TFP的基本手段.....	13
图 25	每个五年计划的第二年都会迎来TFP的明显提升.....	13
图 26	中国的经济转型.....	14
图 27	美国供应管理协会 (ISM) PMI指数.....	15
图 28	OECD领先指标显示美国经济的复苏状态.....	15
图 29	欧洲经济偏弱的势头更为明显.....	15
图 30	欧猪五国 (PIGS) 国债占GDP比例.....	15
图 31	新兴市场国家比较类似的经济走势.....	16
图 32	新兴市场国家比较类似的通胀走势.....	16
图 33	四万亿投资是 08-10 年前后投资高企和回落的根源.....	16
图 34	中央项目和地方政府投资项目情况.....	16
表 4	2010 年审批和待批的区域发展规划.....	17
图 35	近年固定资产投资波幅并不大.....	18
图 36	中央项目和地方政府投资项目情况.....	18
图 37	汽车消费在 2010 年表现超预期.....	19
图 38	近年来地产衍生领域的消费整体平稳.....	19
图 39	消费升级概念的消费保持快速增长.....	19
图 40	药品消费增速快速上升.....	19
图 41	2011 年出口将继续面临比较强的基数效应影响.....	20
图 42	加工贸易进口的下降趋势将预示未来的出口.....	20
图 43	OECD领先指数PMI出口订单指数已经走过了回升阶段.....	21
图 44	来自实际有效汇率的走势显示出出口压力较大.....	21
图 45	进口短期继续回升的趋势正在形成.....	21
图 46	顺差平台的月度分布.....	21
图 47	当前正处在 1990 年以来的第四轮通胀周期之中.....	22
图 48	进口短期继续回升的趋势正在形成.....	23
图 49	央票利率倒挂的情况已经历史罕见.....	25
图 50	央票发行量已经极低.....	25
图 51	实施积极财政的年份: 赤字/GDP比重在 2%以上.....	27
表 5	2011 年宏观经济指标预测.....	29
图 52	中国式“新经济”图解.....	31



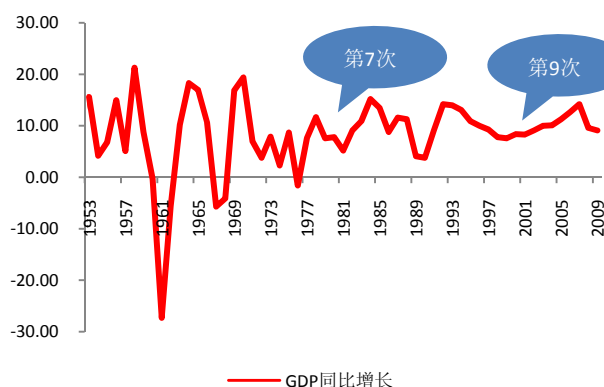


1. 逻辑篇

1.1 从周期性来看，2011 年将是新一轮周期的前夜

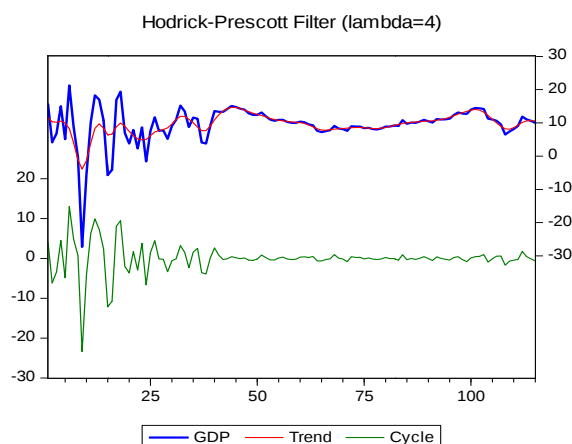
2011 年可能将是 1953 年以来 GDP 的第 10 次上升周期的前夜 从周期性上来看，2011 年可能是 1953 年以来第 10 次上升周期的前夜。

图 1 1953 年以来 GDP 的周期性情况



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 2 1953 年以来 GDP 的周期性情况：HP 滤波



资料来源：wind 浙商证券研究所

从周期波动性上来看，1953 年以来的 GDP 周期存在明显的波幅变窄、周期化变淡的特征。从周期走势来看，第 10 轮下降周期已经有见底趋势，2012 年前后将可能开启第 10 轮上升周期，而 2011 年将是新一轮周期的前夜。

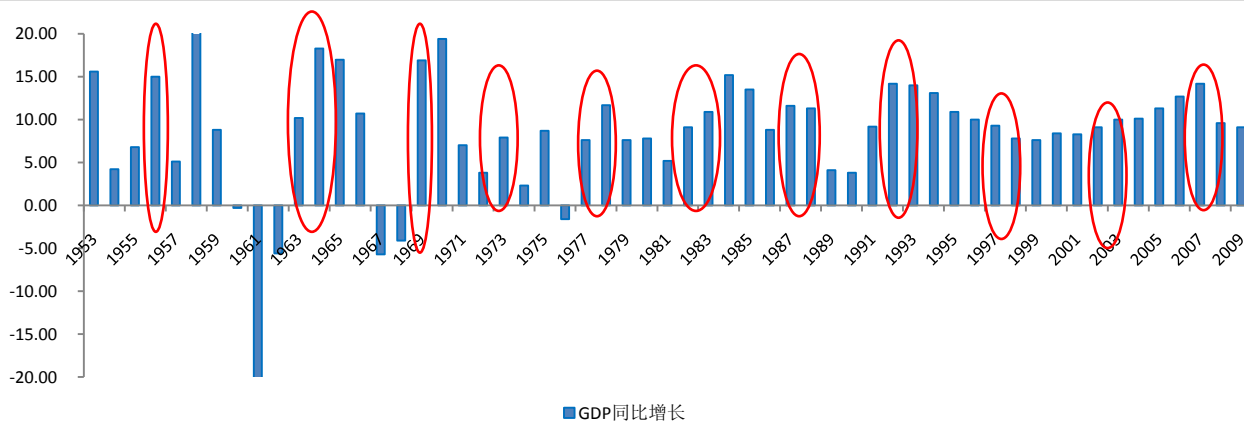
基于政治经济周期角度的再考察 下面我们将基于另外一个角度——政治经济周期的角度进行考察。在这里，我们并不是完全基于公共选择理论（Public Choice）而假设地方政府投资具有机会主义特征。即使从传统的宏观经济传导机制的角度，我们仍然可以对中国的政治经济周期现象做出理解：在每一届党代会召开当年，宏观经济发展的方向将更为清晰化，经济的驱动因素（货币、投资、出口、消费）都将受到影响；而在第二年（1978 年以前并不是第二年）是全国人大换届的时期，新的发展规划、新的政府投资计划和新的项目往往比较集中，从而会影响 GDP 的表现和经济景气程度。

经验数据显示，党代会和人大换届的前后两年往往是经济增速加快和作为峰值的两年，只有 1997 年前后例外，当期可能和亚洲金融危机的影响有关。





图3 1953年以来政治经济周期情况

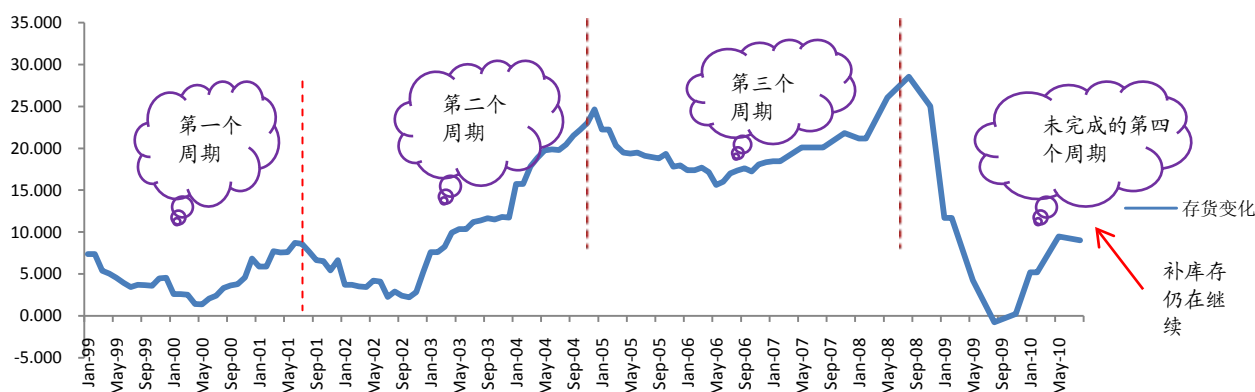


资料来源: wind 浙商证券研究所

依据这一经验规律, 2012 年(十八大)和 2013 年(十二届人大)将是新一轮经济周期的快速增长期和峰值期。这一结论和我们前面基于 GDP 波动周期的结论是吻合的。

周期的另一验证——基于基钦周期(实体经济库存周期)角度的考察 基钦周期又称“短波理论”, 于 1923 年由美国的约瑟夫·基钦总结。它的基本逻辑是: 追逐利润的投资冲动导致产能高速增长, 直至社会供给能力逐渐超过社会购买力, 导致存货积累、利润率下降, 最终引发萧条, 大量厂商收缩乃至破产, 只能靠去除多余的产能来恢复供需平衡; 随后经济平衡恢复, 企业逐渐进入补库存阶段。经验数据认为基钦周期(短周期)一般为 2-4 年, 3 个基钦周期构成一个朱格拉周期(中周期); 18 个基钦周期构成一个康德拉季耶夫周期(长周期)。

图4 基钦周期的基本情况验证



资料来源: CEIC 浙商证券研究所

数据显示基钦周期在中国的验证比较完美。只是在 2008 年 8 月以来的第四周期中, 由于政策的强势介入和前所未有的货币宽松和经济刺激政策, 去库存化的过程被缩短了半年左右的时间, 导致第四阶段情况稍有异常。如果我们以经验上补库存周期的长度判断, 则本轮周期的补库存还有 16 个月左右的时间。如果我们以经验上总周期的长度判断, 则本轮周期的补库存还有 20 个月左右的时间。本轮周期的波峰将在 2012 年 5 月-10 月前后形成, 这一结论与基于经济周期、基于政治经济周期的结论是基本一致的。

表1 四轮基钦周期的基本长度考察

第一周期	第一周期	第二周期	第二周期	第三周期	第三周期	第四周期	第四周期中
------	------	------	------	------	------	------	-------





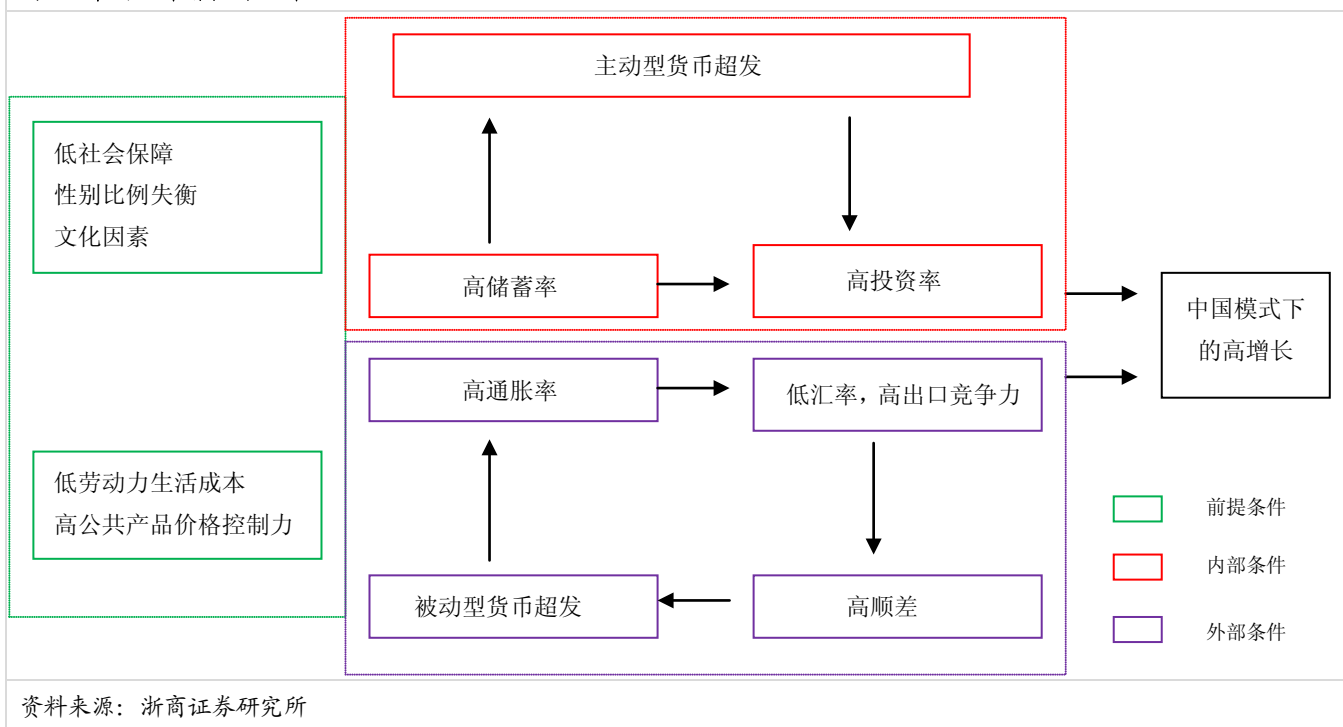
去库存	补库存	去库存	补库存	去库存	补库存	去库存	补库存
17 个月	13 个月	16 个月	26 个月	17 个月	26 个月	12 个月	10 个月+?

资料来源：CEIC 浙商证券研究所

1.2 从结构性来看：“去货币化”将是新一轮周期的主线索

中国经济增长的逻辑与其高货币依赖性 在现有的增长模式下，中国经济具有较高的货币依赖性。我们用下面这一图示来简要表示一下：

图 5 中国经济增长的逻辑



这一图示集中展示了中国增长的逻辑：一方面是宽松货币环境下的高储蓄，从而可以保持较高的投资率；另一方面是宽松货币环境下的高通胀率即货币贬值率，并由此压低了出口高速增长下的本币升值压力，从而保持出口的高竞争力。而两种作用力都将通过作为结果的货币超发再次强化宽松货币环境。

这一模式毫无疑问是高效的，在过去二十年，它带来了中国经济的高速增长和名义上并不高的整体通胀率。这一效果在过去五年得到了更加完整的展现，即使是 2008 年以来的金融危机也只是影响了周期性，而并未在结构性上破坏这一模式的有效。

然而，这一模式正在面临的严峻挑战来源于两个层面：其一是在前提条件上，“刘易斯拐点”效应正在破坏图中前提条件部分的巩固；其二是在副作用上，货币超发催生了资产价格尤其是楼市的上涨，引发民生问题，让政策越来越投鼠忌器。2007 年之后，这一模式所引发的问题日益尖锐。而要跳出这种增长模式，就必须从这种模式的源头上入手：“去货币化”成为了一个必然选择。

这不是“空对空”的思维实验，我们认为政策曾已经开始把目光转移到“去货币化”。2010 年 3 月 30 日在央行召开

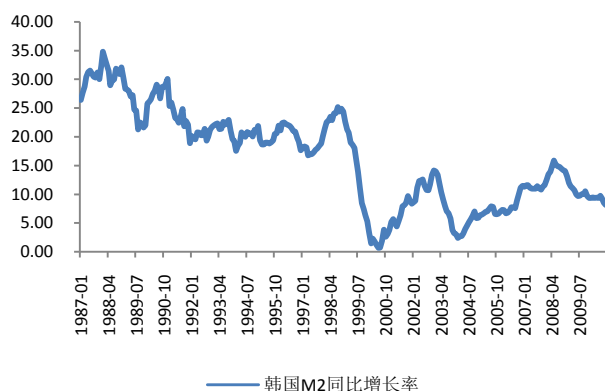




的 2010 年第一季度货币政策委员会会议增加了三位货币政策委员会委员（周其仁、夏斌、李稻葵）无一例外都是“控货币派”的，这是一个一直以来没有被市场充分重视的信号。

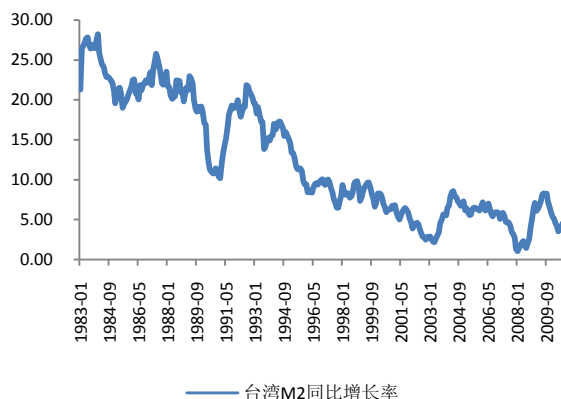
从亚洲经验数据来看“去货币化” 他山之石可以攻玉，亚洲模式在很大程度上具有相似性，我们可以从韩国、中国台湾、印度的数据来对去货币化进行考察。

图 6 韩国的去货币化过程



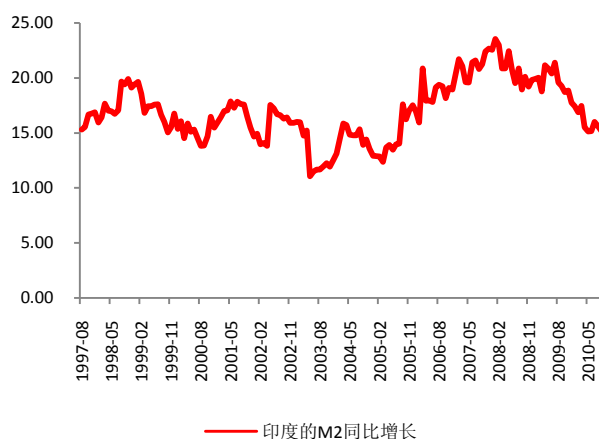
资料来源: wind 浙商证券研究所

图 7 中国台湾的去货币化过程



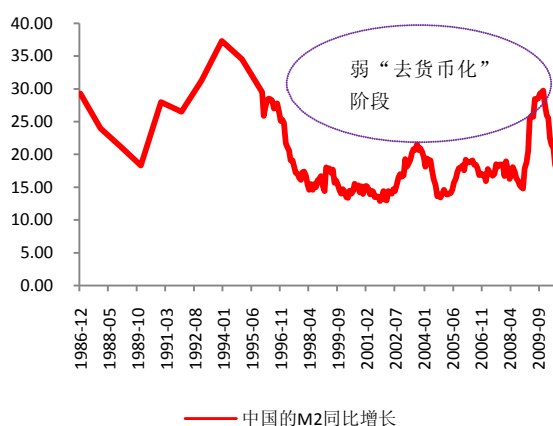
资料来源: wind 浙商证券研究所

图 8 印度尚未开始明显的去货币化



资料来源: wind 浙商证券研究所

图 9 中国曾有阶段性的去货币化趋势，但被 09 年打断



资料来源: wind 浙商证券研究所

经验数据显示，80 年代中期以来韩国、中国台湾都经历了一轮分阶段的“去货币化”进程，货币供给增速从 20%-30% 的高位回落到 10% 以下，其中向 15% 左右水平的回归是一个曲折的过程。与中国工业化和整体经济发展水平处于类似阶段的印度尚未经过明显的去货币化；中国自 90 年代以来已经开始一轮并不显著的去货币化，但 2008 年以来的经济危机打断了这一进程。

中国的工业化进程和经济发展程度大体相当于韩国哪个阶段？我们首先以人均 GDP 为指标，做一下简单对比。考虑到由于汇率问题，单纯的人均 GDP 可能会误判中国经济发展阶段，我们采用购买力平价（PPP）折算下的 GDP 数据。亚洲开发银行公布的《亚太地区 2010 年关键指标》显示，按照购买力平价（PPP）计算，2009 年中国大陆人均实际 GDP 为 6914 美元。按横向比较，大约相当于韩国 1992-1993 年左右的水平（图 5）。

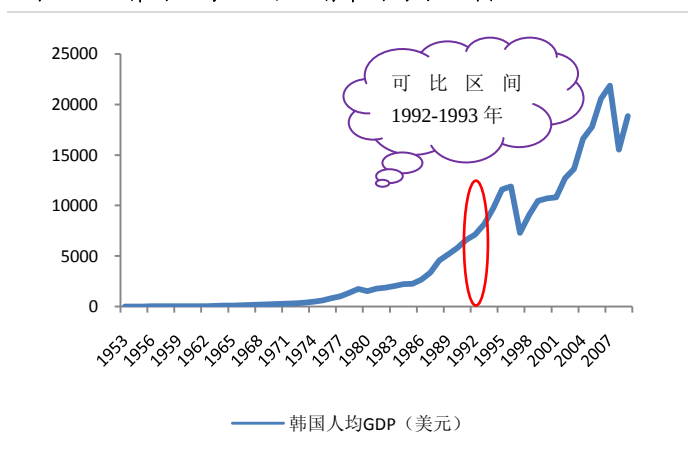
城镇化可以作为另一个衡量发展阶段的指标。但我们认为，中国的城镇化程度作为经济指标常被误用。按照人口比重





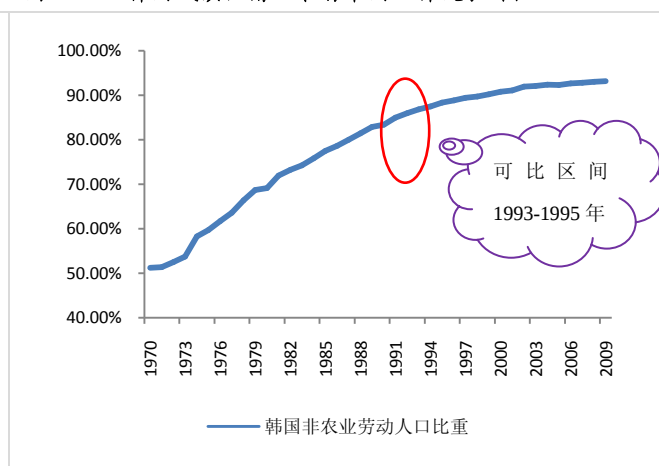
来看，2009 年中国农村人口比重为 53%，即城镇化比例近 47%，有些研究据此认为中国的城镇化仅仅相当于韩国或者四小龙 70 年代的水平。但需要考虑的一个特征事实是：中国一直有庞大的农村人口，而由于户籍制度限制，农村已经出现“空心化”，农民工在实质意义上已经相当于产业工人，现有的农村人口并不是真正从事农业劳动的人口比重。所以我们利用另一角度即“纯农村人口”来衡量城镇化。中央农村工作领导小组办公室主任陈锡文曾透露中国从事农业生产的劳动人口大约在 1.27 亿，我们加上可能未被估计的一些农业衍生行业人口，估计总额在 1.5-1.7 亿左右，这一比例约占全国总人口的 11.3%-12.8% 之间。水平比较，这一数值大约相当于韩国 1993-1995 年左右的水平，与基于购买力平价下人均 GDP 所得出的发展阶段在结论上比较吻合。

图 10 从韩国人均 GDP 状况看中国的可比阶段



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 11 从韩国城镇化情况来看中国经济发展阶段



资料来源：wind 浙商证券研究所

综上，中国“去货币化”的参考区间也应该在 1992-1995 年。回到图 1 不难发现，这一阶段正是韩国去货币化的前夜。1995 年之前的五年 M2 平均增速大约在 22% 左右，而之后五年这一增速下降到年均 14%，后 10 年的平均增速进一步下降到 10%。既然中国经济的参考区间是 1992-1995，中国未来五年即“十二五”期间应该将去货币化过渡到 14% 左右。

1.3 从增长环境来看，新周期可能将面对不再便宜的美元

美元汇率的重要性及我们的分析框架 美元汇率对全球经济影响显著。它一则影响全球主要经济体的外汇比价，从而进一步决定该国的出口环境和出口竞争力；二则影响全球大宗商品和资源品价格，从而影响全球通胀环境和产业景气链条；三则影响全球短期逐利资金的流向，从而影响主要经济体资产市场泡沫的情况。从历史经验来看，要判断中国的经济增长环境，美元是一个无法避免的因素。

基于购买力平价、利率平价、风险溢价因素对于汇率的影响，我们对美元汇率的分析也简化为经济基本面、利率基本面、风险基本面三个角度。

美元指数从长期看无疑是重心下移的 基于美国的相对政治经济地位、美国经济在世界经济中相对重要性的变化，美元指数在长期肯定是倾向于重心下移的，但这一过程比较缓慢。



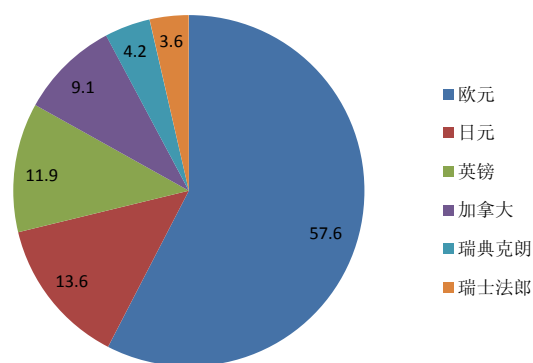


图 12 过去四十年美元指数重心的下移



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 13 当前美元指数构成



资料来源：wind 浙商证券研究所

美元指数的长周期考察：8-10 年左右 从长周期来看（见图），美元 1974 年以来经历了四轮长周期，分别是 1974-1984（强势）；1984-1992（弱势）；1992-2002（强势）；2002 至今（弱势），大约每个周期在 8-10 年左右的时间。若长周期经验规律有一定的借鉴意义，那么，本轮美元偏弱的时间段可能将结束于 2011-2013 年左右的时段。

美元指数的中短周期考察：借鉴“美元微笑曲线”定律 美元“微笑曲线”理论最初由 Stephen Jen 提出，他认为美元走势一般会经历三个阶段。第一阶段是美国经济或者全球经济的衰退或危机期，资金避险情绪会大大上升，从而无可选择地流向避险资产，而美元和美国国债是这一情形下的最佳选择，避险动机推动美元走强；第二阶段，衰退或危机出现好转，资金的风险偏好上升，资金重新流向风险资产和高收益资产，从而带来美元高位回落；在第三个阶段，随着美国经济复苏和美国预期通胀率的上升，资金重新回流美元，带来美元重新走强。从历史上看，美元微笑曲线理论的经验有效性颇强。

回顾这轮危机以来的美元走势，我们不难发现：2010 年 1 月-6 月美元的确在避险动机下出现反弹，阶段末大体处于微笑曲线左侧高位；而 7 月以来，随着风险资产再次被追逐，美元的确出现了一轮下跌；10 月底至 11 月，美元基本企稳后隐约出现了反弹之势，这是否意味着我们已经处在美元微笑曲线底部拐点右侧？目前尚无法排除这种可能性。

图 14 当前正在演绎美元微笑曲线？

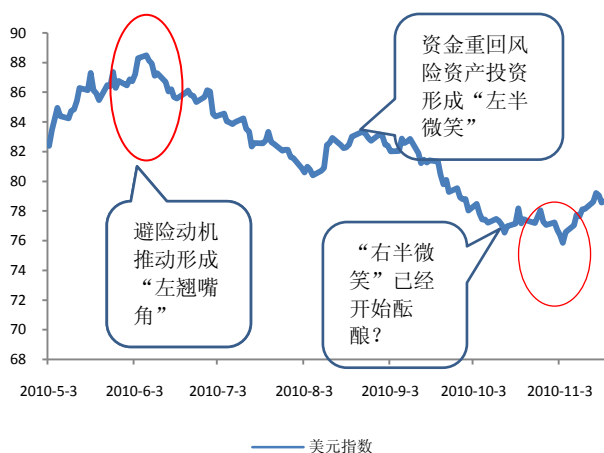
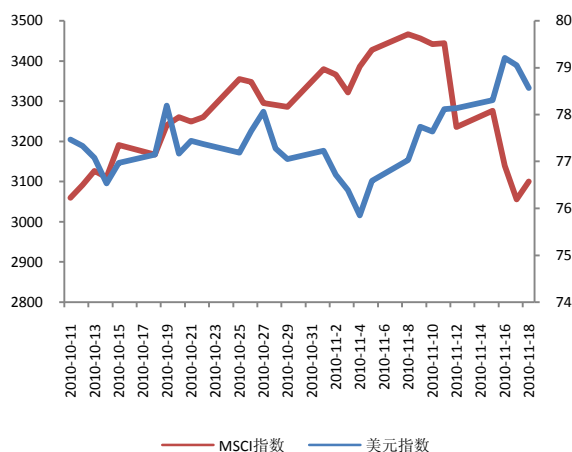


图 15 美元指数与 MSCI 中国指数



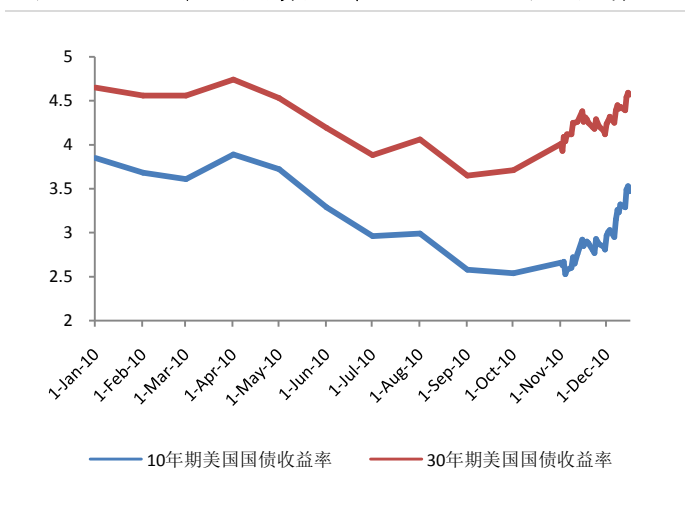


资料来源: wind 浙商证券研究所

资料来源: wind 浙商证券研究所

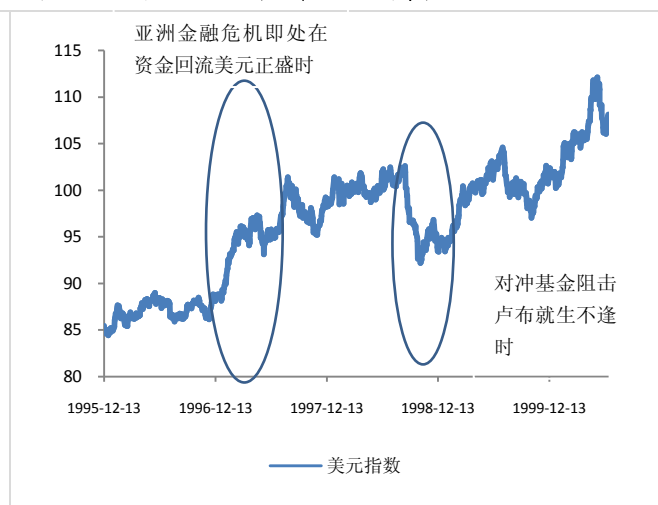
美元 10 年期国债收益率上扬: 一个信号 近来, 美国 10 年期国债收益率、30 年期国债收益率有重新上扬之势, 我们认为, 这是一个有利于美元的重要信号。

图 16 11 月以来美国国债收益率出现比较明显的上扬趋势



资料来源: Bloomberg 浙商证券研究所

图 17 亚洲金融危机即是在美元强周期



资料来源: wind 浙商证券研究所

综合判断, 新周期中我们有可能面对不再“便宜”的美元 无论是从美元长周期, 还是从中短周期来看, 新一轮经济周期中可能很有可能面对不再“便宜”的美元。

当美元走弱的时候, 大量资金从美元资产流出, 流向新兴市场国家, 从而增加了这些国家的流动性充裕; 而当美元重拾强势的时候, 资金将回流美元。1997 年亚洲金融危机就是一个极端的案例。我们当然无法设想那样一种极端情形, 但整体来说, 如果美元不再便宜, 中国市场的流动性环境将不会十分充裕。

1.4 从增长模式来看: 提高 TFP 的贡献度将成为新周期中一个必然选择

从经济增长驱动力分解来看中国经济 经济增长的驱动力是什么? 根据经济增长理论, 资本的投入、劳动的投入可以解释经济增长的部分结果; 不能解释的部分一般归结为全要素生产率主导的领域。

全要素生产率 (Total Factor Productivity) 又称为“索罗残差”, 最早是由美国经济学家罗伯特·索罗 (Robert M. Solow) 提出。全要素生产率的来源包括技术进步、组织创新、专业化和生产创新等, 因此全要素生产率的增长率常常被视为科技进步的指标。

全要素生产率 (TFP) 对经济增长贡献的大小是非常重要的。因为从本质上说, 资本的投入到一定阶段总会面临递减的效用, 而且它往往伴随着对自然资源和社会资源的破坏性使用; 而劳动的投入到一定阶段就会面临人口结构的变化, 来自老龄化和劳动力成本上升的趋势将大大限制劳动投入的潜力。而只有全要素生产率的增长才代表一个国家具有内涵意义的、基于学习效应和生产效率提高效应的、可持续的增长。

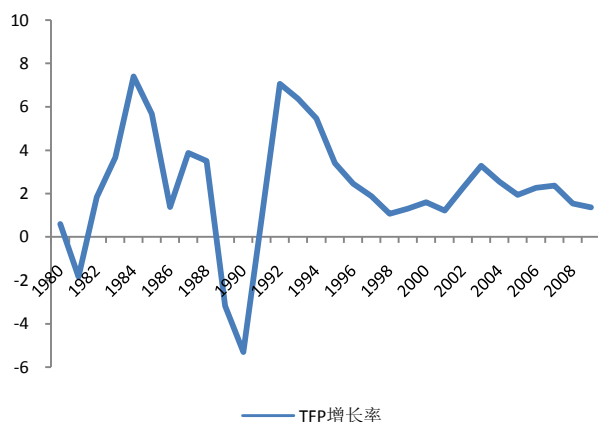
最近 30 年, 中国全要素生产率对经济增长的贡献并无趋势性提高 从经验数据来看 (排除极端年份), 1982-1988 年属于中国全要素生产率快速进步的第一个高峰期, 平均贡献率是 32%; 1992 年至 1997 年是全要素生产率进步的第二个高峰期, 平均贡献率是 35%; 2002-2004 年是第三个高峰期, 平均贡献率是 27%; 但整体而言, 2000 年之后





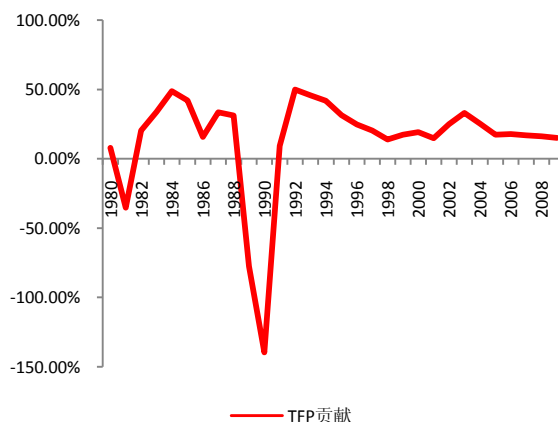
全要素生产率贡献率虽然企稳，但总平台较 90 年代明显下降，近年来更是有逐步降低的趋势，已经降至 15% 附近。而 1980 年以来的年均贡献率是 14.4%，剔除异常值（outlier）之后的年均也只有 19%。

图 18 全要素生产率（TFP）增长率：1980 至今



资料来源：浙商证券研究所

图 19 全要素生产率对 GDP 的贡献：1980 至今



资料来源：浙商证券研究所

经济增长中全要素生产率（TFP）贡献的国际比较

全要素生产率的跨国比较涉及到数据原则的统一性问题，因此我们在对数据进行选择时采取了谨慎性原则，选择置信度最高的一些数据。但无论如何，从国际经验情形来看，中国全要素生产率对经济增长的贡献度明显偏低。

表 2：全要素生产率对经济增长贡献的国际情形

年份	1961-1969	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2008
美国	40.2%	33.6%	38.7%	39.1%	20.5%
法国			48.1%	63.7%	
德国				52.4%	20.7%
年份		1971-1980	1981-1995		
新加坡		31.1%	48.4%		
韩国		26.2%	47.4%		

资料来源：浙商证券研究所

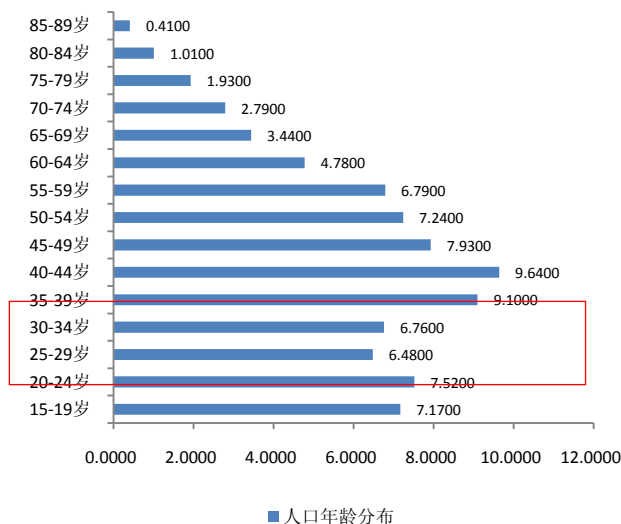
劳动要素的投入无法长期持续——劳动力供给增长正在趋缓

中国增长的驱动力是资本和劳动。我们先看劳动。人口红利一直是中国经济高速增长的主要背景之一，而经验证据显示，由于刘易斯拐点的到来，中国正在经历着一场劳动力增长趋缓的过程。



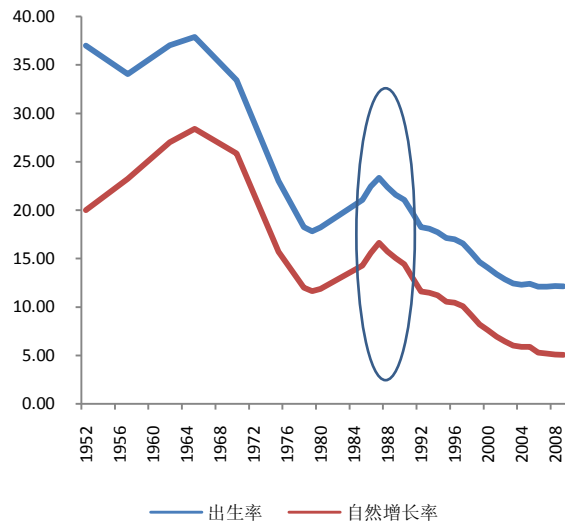


图 20 中国的人口年龄结构状况



资料来源: WIND 浙商证券研究所

图 21 1988 年人口指标双降暗示 20 年后的劳动力拐点



资料来源: 浙商证券研究所

表 3: 两个有趣的草根数据——劳动要素接近完全竞争的行业必然对人口规律反映更为敏感

人物	日均工资: 2005 年	日均工资: 2010 年
建筑工地工人	40-80 元	上工 (木匠、瓦匠、抹灰工): 180-260 元
		下工 (吊车工、钢筋工、力工): 60-150 元
快递行业工人	40 元-60 元	100-120 元

资料来源: 某一线城市草根调研

资本要素的投入无法长期持续——资本形成的速度也正在趋缓 资本是中国的另一武器。中国的高资本投入与中国的高储蓄率及高资本形成直接相关，从国际比较来看，中国的国民储蓄率已经处于绝对高位。

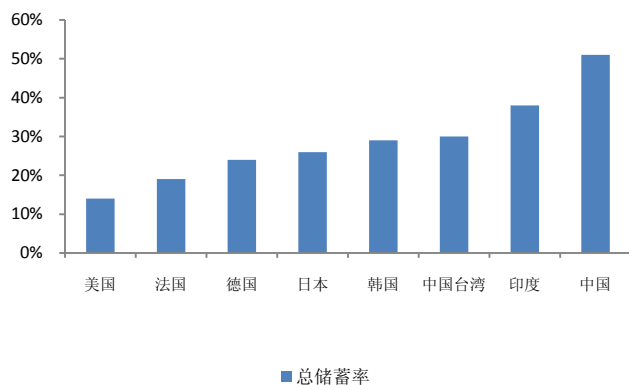
而日本经验数据显示，新兴市场国家的国民储蓄率很可能经历一个先高后低的过程。在 70 年代初期日本工业化完成之后，日本储蓄率进入第一轮短暂的下降期；此后，随着日本经济进入资产剧烈上涨期，日本储蓄率再次回升；80 年代末-90 年代初，随着资产泡沫的破裂，日本储蓄率开始进入真正的下降阶段。

对比一下中国。中国的工业化进程已经阶段性完成，同时出现了比较明显的资产价格上升和泡沫化，再考虑到其他一些指标的类似性，我们有理由相信中国已经处于图中的第二区间。从日本的经验情形来看，中国储蓄率掉头向下的阶段可能还没有到来。但可以肯定的是，由于中国的储蓄率已经处于高位，很难再有进一步的快速上升，因此趋势上将迎来储蓄率和资本形成在增长率上的趋缓。在这一情况下，依靠高资本投入的经济增长是无法持续的。



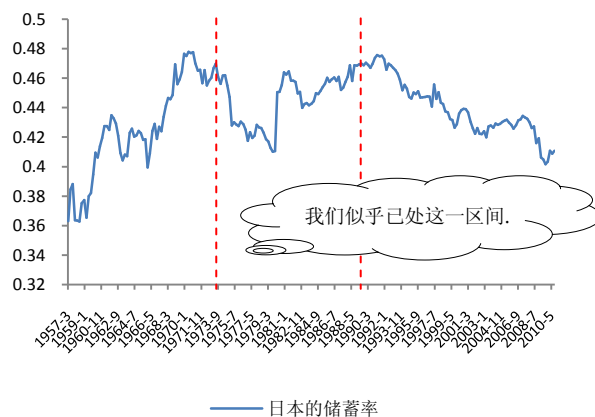


图 22 中国超高的国民储蓄率在支撑资本形成



资料来源: wind 浙商证券研究所

图 23 日本经验数据显示工业化过程中储蓄率先升后降



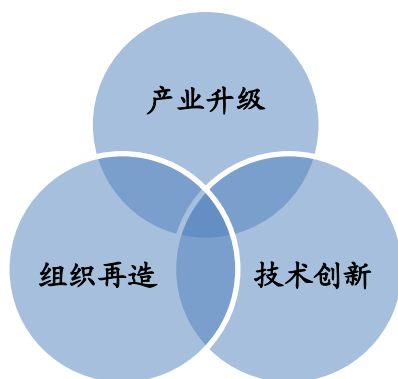
资料来源: CEIC 浙商证券研究所

全要素生产率 (TFP) 的提高成为了一个必然的选择

在劳动力投入驱动、资本投入驱动无法持续的时候, 全要素生产率引擎的启动成为了新周期中一个必然的选择。而理论上提高全要素生产率的手段 (产业升级、组织再造、技术创新) 成为了必然选择。

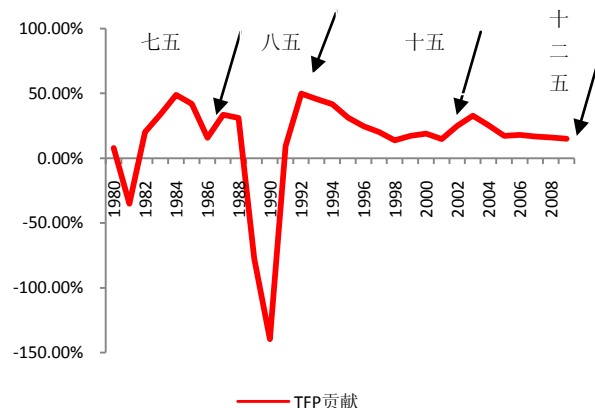
从经验规律来看, 每个五年计划的第二年也确实都是全要素生产率 (TFP) 显著提高的阶段, 只有九五 (亚洲金融危机) 稍有例外。在十二五关于“转型”的气氛之下, 我们认为新周期中同样很快就可以看到这一引擎的力量。

图 24 理论上提高 TFP 的基本手段



资料来源: wind 浙商证券研究所

图 25 每个五年计划的第二年都会迎来 TFP 的明显提升



资料来源: CEIC 浙商证券研究所

1.5 一个推论: 低货币、轻资产、重技术为导向的中国转型

中国经济将降低货币依赖, 逐步走向“低货币”

如前所述, 中国经济已经到了去货币化的历史阶段, 降低宏观经济、经济支柱产业、以及经济政策对货币的依赖性将是“十二五”期间的必然趋势; 同时, 新周期中美元汇率像如今这样偏低的状态可能并不持久, 外部的流动性输入将减缓。中国经济将逐渐从货币泛滥状态逐步过渡到低货币。

中国经济将适度摆脱高资本投入、高资源投入的低端重工业, 呈现“轻资产”倾向

由于去货币化带来资金成本的上升, 同时由于旧的增长模式下高资本投入、高资源投入使中国经济面临越来越强的资本约束与资源约束, 中国经济被

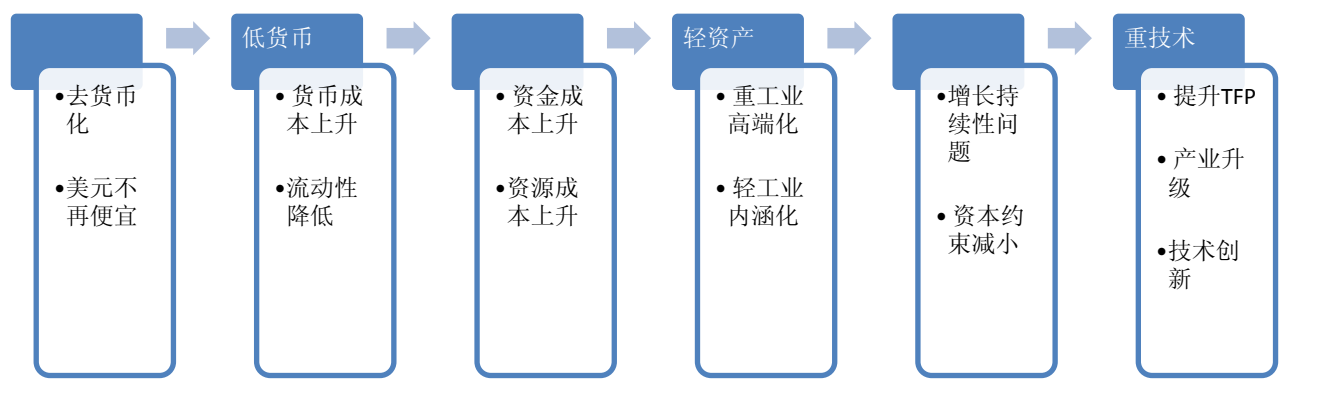




迫开始注重“节能减排”，且这一过程还将持续。在此导向下，中国经济将逐渐呈现轻资产倾向。

中国经济将以提高 TFP 为导向，呈现“重技术”倾向 由于在中国经济增长模式中劳动力投入和资本投入带来大部分贡献，而二者投入的增长将是不可持续的，中国经济必须重新考虑以提高全要素生产率（TFP）为导向，即推动技术进步、推动产业升级；而轻资产下资本约束的减小也为这种转型提供了可能。

图 26 中国的经济转型



资料来源：浙商证券研究所





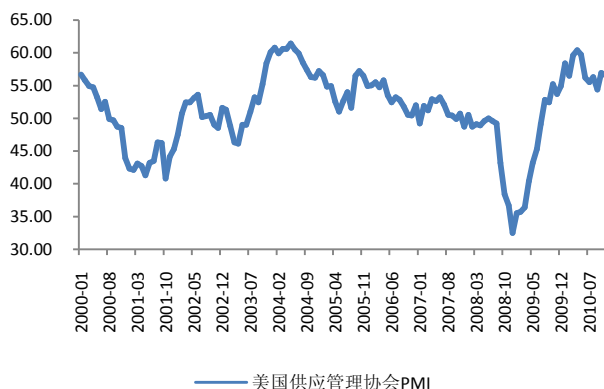
2. 展望篇

2.1 外围经济环境分析：欧美“弱复苏”和新兴经济体防通胀

美国经济：明确地继续弱复苏

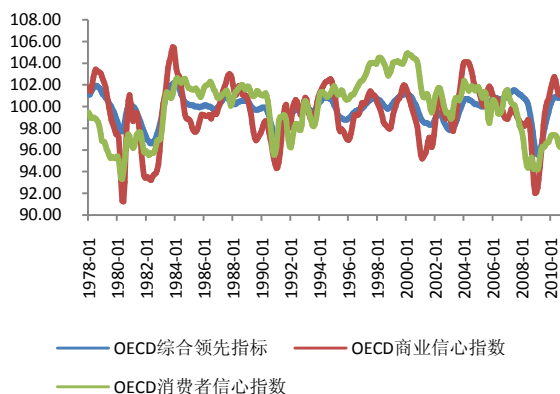
一系列经济数据显示美国经济已经进入复苏周期，只是复苏状态尚不稳固。对于消费导向的美国经济来说，就业将成为经济增长转强的最大束缚，2011年这种束缚仍继续存在。但美国相对比较明朗的经济结构决定了美国经济逐季提升、复苏动能增强的趋势可能显现。

图 27 美国供应管理协会（ISM）PMI 指数



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 28 OECD 领先指标显示美国经济的复苏状态

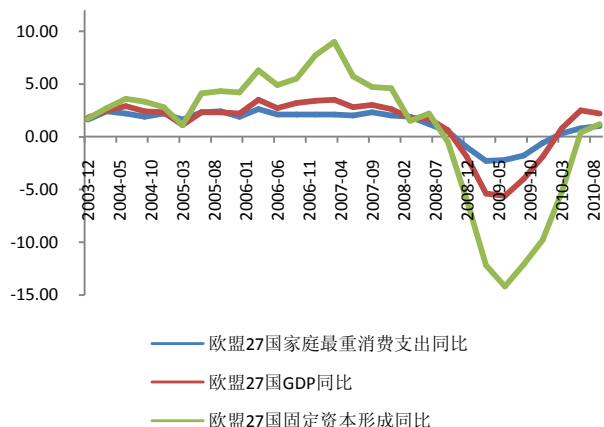


资料来源：CEIC 浙商证券研究所

欧洲经济：周期下的弱复苏趋势与债务重组的不可测风险

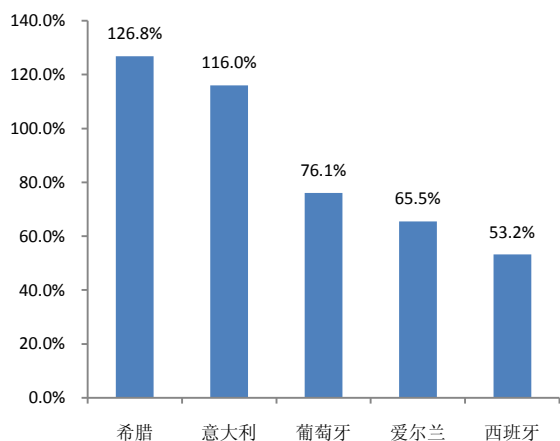
欧洲经济在周期上也处于复苏状态，只是这种复苏更为虚弱。欧洲内部经济发展不均衡是一个顽疾，预计在 2011 年，欧猪五国的问题导致欧洲债务重组的风险仍会萦绕不去。

图 29 欧洲经济偏弱的势头更为明显



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 30 欧猪五国（PIGS）国债占 GDP 比例



资料来源：CEIC 浙商证券研究所

新兴经济体：类似的增长和通胀节奏

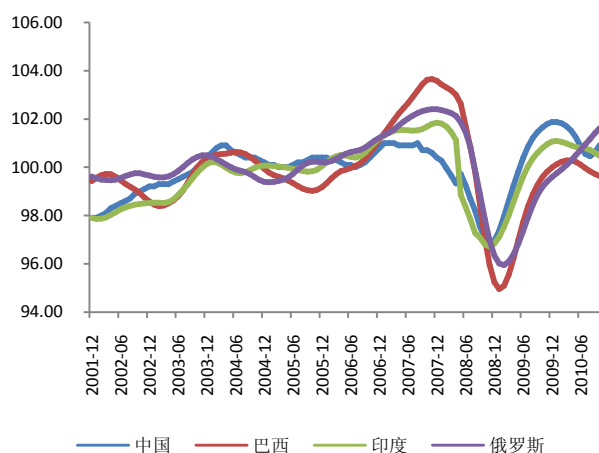
新兴市场国家的走势具有一定同步性。2010 年，金砖四国在经历了金融危





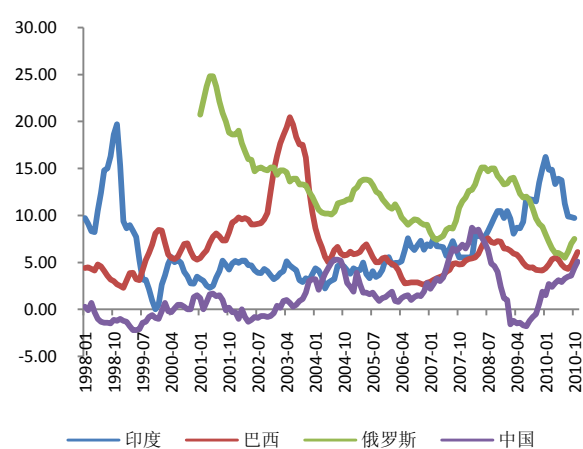
机以来的经济触底回升之后，多数出现了一轮经济小周期放缓；同时，由于 2010 年美元环境的变化和后危机时代的效应，主要经济体通胀率出现抬头。预计 2011 年上半年防通胀的任务将继续存在于主要新兴经济体。

图 31 新兴市场国家比较类似的经济走势



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 32 新兴市场国家比较类似的通胀走势



资料来源：CEIC 浙商证券研究所

2.2 投资分析：旧引擎退出，新领域接棒

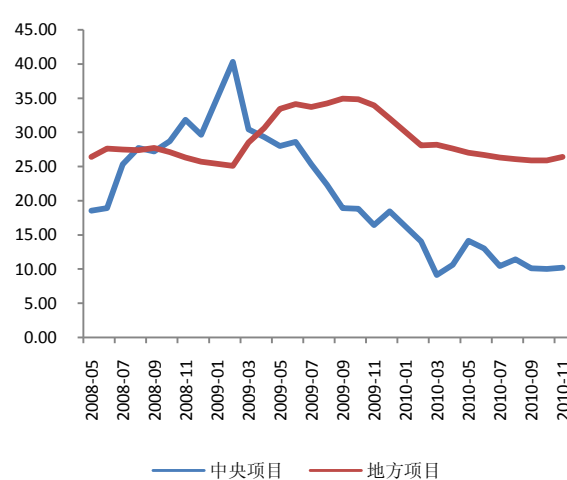
“四万亿”将进一步退出 2008 年 11 月 5 日，国务院常务会议宣布实施“四万亿”投资计划，其中中央新增投资 1.18 万亿。2008 年四季度下发第一批 1040 亿元中央投资；2009 年共计划分批投入 5885 亿；2010 年继续投入，至第三季度，中央资金绝大部分已经下发完毕。

四万亿投资是 2008 年以来固定资产投资数据强劲回升，并在 2010 年逐步回落的一个根源（2009 年和 2010 年亦面临一个强大的基数效应）。而随着“四万亿”成为一个历史名词，2011 年整体投资将面临后续性的压力。

图 33 四万亿投资是 08-10 年前后投资高企和回落的根源



图 34 中央项目和地方政府投资项目情况





资料来源: wind 浙商证券研究所

资料来源: CEIC 浙商证券研究所

上升中的利率和收紧中的信贷政策亦会带来一定资金来源压力,但政策留下了新的窗口 2010 年第四季度,中国正式进入加息周期,随着资金成本的上升和信贷总量的控制,投资约束增大。

同时,2011 年地方融资平台的大量信贷将会到期,预计政策可能对平台后续贷款进行更为严格的控制;加上年度信贷环境整体偏紧,地方投资项目的后续投资将面临一定影响。

但东方不亮西方亮,政策也打开了新的窗口。11 月 20 日,发改委下发《进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》,为 2011 年城投债领域铺平了道路。《通知》在很多环节上都作了比较宽松的规定,并且指出“投融资平台公司发行企业债券所募集资金,应主要用于对经济社会发展和改善人民群众生活所具备的基础设施和市政公用事业”,其意味不言而喻。

区域发展规划、战略产业规划、保障房将接棒成为新的三大投资引擎 继 2009 年一系列区域规划成形之后,2010 年又有一批区域规划获批或提上日程(见表 4)。其中大部分规划在 2011 年都面临付诸实施的问题,预计其投资拉动效果将会显现。以海南国际旅游岛建设为例,2010 年启动的琼州海峡跨海大桥总投资就高达 1400 亿;2010 年第三季度海南赴港招商,32 个重点推荐项目的投资计划高达 570 亿;海南同时计划“十二五”期间建设 1 万公里的农村公路,诸如此类项目在各色区域发展规划中林林总总,将成为 2011 年“十二五”开局年的特色之一。

表 4 2010 年审批和待批的区域发展规划

区域	规划正式文本	获批时间
海南岛国际旅游岛	《国务院发布推进海南国际旅游岛建设发展若干意见》	2010 年 1 月 4 日
皖江城市带	《皖江城市带承接产业转移示范区规划》	2010 年 1 月 22 日
柴达木地区	《柴达木循环经济试验区总体规划》	2010 年 3 月 15 日
沈阳经济区	《沈阳经济区国家新型工业化综合配套改革试验区》	2010 年 4 月 6 日
重庆两江新区	《重庆“两江新区”总体规划方案》	2010 年 5 月 7 日
长江三角洲地区	《长江三角洲地区区域规划》	2010 年 5 月 12 日
新疆地区	《新疆区域经济发展规划》	待批
西藏地区	《西藏区域经济发展规划》	待批
成渝地区	《成渝经济区区域规划》	待批
京津冀都市圈	《京津冀都市圈区域规划》	待批
大小兴安岭林区	《大小兴安岭林区生态保护与经济转型规划》	待批

资料来源: wind 浙商证券研究所

被称为“下一个四万亿”的七大战略产业规划是另一引擎。2010 年 9 月 8 日,国务院审议并原则通过《国务院关于加快培育和战略性新兴产业的决定》,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等七个产业被定位中国的战略性新兴产业,将在今后政策指引下加快发展。该规划将在 2011 年 3 月报请全国人大批准。

当前的官方版预计目标是到 2015 年战略性新兴产业增加值占 GDP 的比重达到 8%左右,到 2020 年力争占 GDP 比重达到 15%左右;目前这些产业占 GDP 比重不到 2%。我们假设“十二五”期间的 GDP 年均增长率为 9%，“十二五”至 2020 年的 GDP 年均增长率为 7%，则根据我们的估算,新兴战略产业在“十二五”期间的年均复合增长率必须为 52%，而在至 2020 年的接下来的五年的年均复合增长率须为 37%。





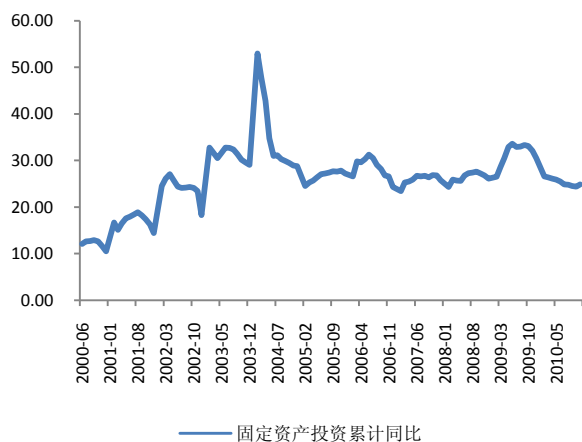
要实现这个增长速度就意味着必须要投资，据报道中国在考虑未来五年在七大战略新兴行业投资 1.5 万亿美元。虽然消息未经证实，但可以预计政策将会通过中央投资引导地方投资的方式，将七大新兴战略产业变为吸引地方投资资金的一个引擎。预计这一领域可能带来中央加地方年度 1-1.5 万亿左右的投资。

保障房是第三个新的引擎。中央经济工作会议提出“要加快推进住房保障体系建设，强化政府责任，调动社会各方面力量，加大保障性安居工程建设力度，加快棚户区和农村危房改造，大力发展公共租赁住房，缓解群众在居住方面遇到的困难，逐步形成符合国情的保障性住房体系和商品房体系”——这一提法耐人寻味，似乎意味着调控导向在发生微妙变化，即从需求调控转向了供给调控为主。根据最新消息，2011 年保障房建设的套数将达 1000 万套。据住建部统计，1-9 月份全国保障性安居工程完成投资 4700 亿元，占全年计划的 60%。以此计算全年 580 万套保障性安居工程计划投资应超过 7800 亿元。以这一标准粗略估计，1000 万套保障性安居工程需要 1.35 万亿的投资，这一数值高达今年 1-11 月房地产开发投资的 32%。

除政府投资外，民营投资呈现趋稳回升的状态 我们亦考察了一下合计占固定资产投资 20%左右的非国有企业固定资产投资，数据显示，民营投资已经处于明显的触底回升状态。

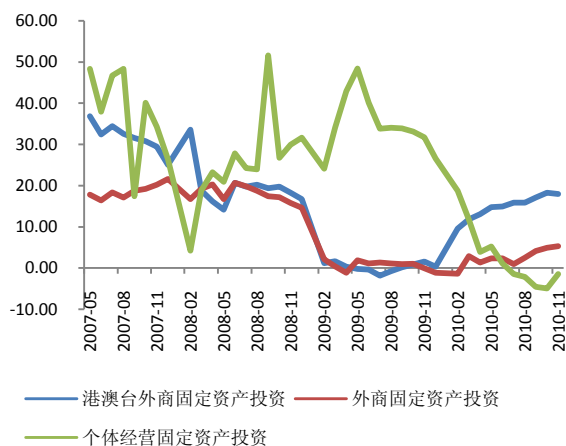
整体而言，固定资产投资环节将会基本保持稳定 基于对以上三项大型投资整体规模的估算（尽管无法准确量化），基于明年信贷环境及当前已经形成的固定资产投资周期内趋势（如图），基于我们在第一部分关于政治经济周期的分析，我们预计 2011 年固定资产投资将保持基本稳定，在 20%-24%之间。

图 35 近年固定资产投资波幅并不大



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 36 中央项目和地方政府投资项目情况



资料来源：WIND 浙商证券研究所

2.3 消费分析：基本平稳，结构变换

汽车、住房链条下的消费将会适度放缓 历史经验证明，对汽车销售的预测是非常难的，来自需求、供给和政策面的变数很大。但我们认为 2011 年汽车消费的适度下滑将是大概率事件。首先，购置税减征、汽车下乡等促消费政策在 2011 年可能不再延续；其次，2011 年可能面临燃油价格的上涨；再次，基数效应也将对 2011 年的同比增幅产生影响。汽车消费对整体消费的带动作用可能弱于 2010 年。

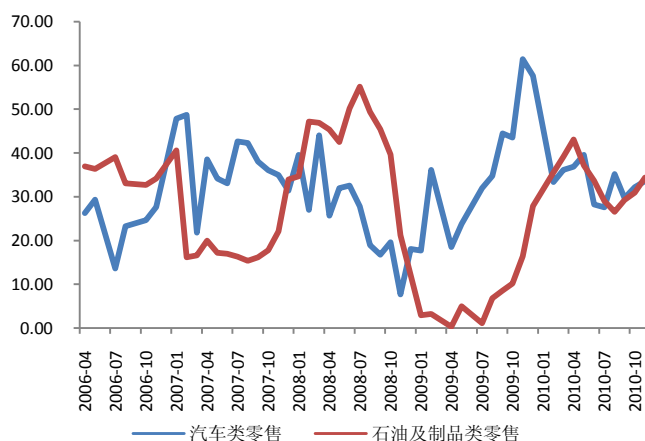
关于房地产衍生的消费包括建筑及装潢材料类零售、家具类零售、家电及音像器材类零售等，考虑到信贷的并不





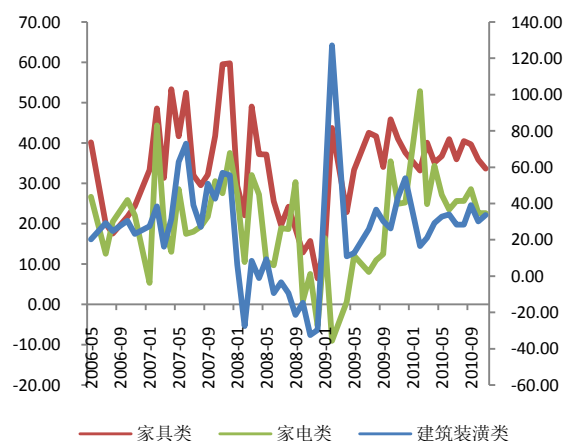
宽松和房价走势尚存的不确定性，我们亦给予较为谨慎的预期，但近年这些领域的消费已整体偏向于平稳。

图 37 汽车消费在 2010 年表现超预期



资料来源: wind 浙商证券研究所

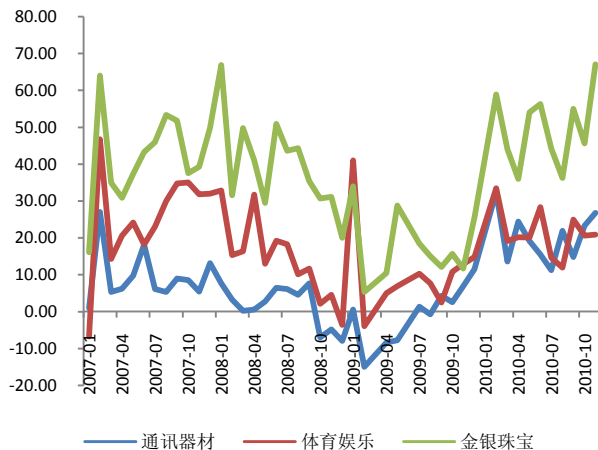
图 38 近年来地产衍生领域的消费整体平稳



资料来源: WIND 浙商证券研究所

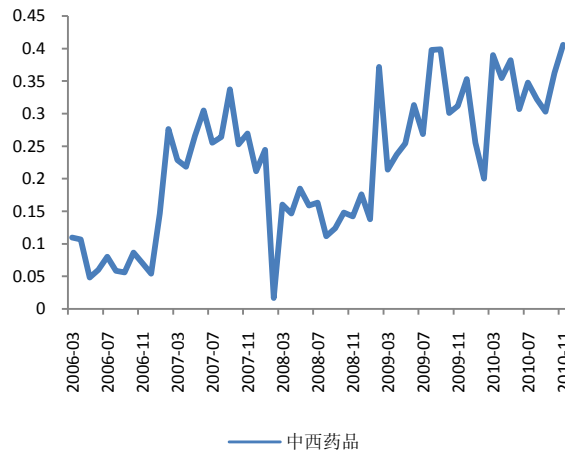
消费升级概念的一些消费品类将会继续上升 消费升级概念的消费如通讯器材、体育娱乐将保持快速增长；基于消费升级和通胀预期的影响，金银珠宝消费将保持更为快速的增长。不过这三个领域占消费总的比重相对较小，整体约为 10% 左右。此外，受益于医改和消费升级，占消费比重 5% 的中西药品也是快速增长的一个领域。

图 39 消费升级概念的消费保持快速增长



资料来源: wind 浙商证券研究所

图 40 药品消费增速快速上升



资料来源: WIND 浙商证券研究所

预期可能出台部分的收入分配改革举措将刺激消费 中央经济工作会议对收入分配改革的定位是“要研究制定收入分配改革方案，努力扭转收入差距扩大趋势，积极推进财税、金融、投资体制和资源环境等领域改革”，客观来说，这一定位相当低调，关于“研究制定”的提法意味着收入分配改革的进度可能弱于预期。这可能和目前正在逐渐上升的通胀压力有关，“工资-通胀”螺旋将导致政策投鼠忌器。

但即便如此，我们认为一部分行之有效的政策举措仍有出台可能，比如个人所得税税制的调整等和工资制度改革的推进、最低工资标准的提高等。

整体而言，我们预期消费增速将基本平稳

整体而言，考虑到 2011 年整个消费环境的进一步回升、占消费 55%





的汽车、家居类消费领域的预期变化，及一些新兴领域的快速增长，我们预期消费增速将基本平稳，在 18.5% 左右。

2.4 进出口分析：基数效应下的出口和政策效应下的进口

2011 年出口增速下滑将为大概率事件 我们认为 2011 年出口的增速下滑将成为大概率事件，预测的基本理由如下：

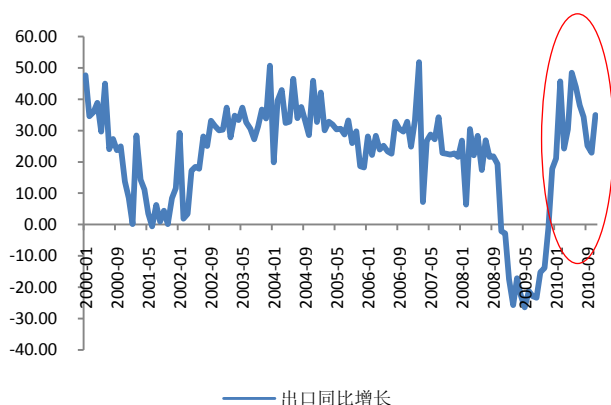
首先，在 2010 年出口高速增长的基础上，2011 年面临较强的基数效应；

其次，加工贸易进口在 2010 年已经形成的下滑趋势预示着 2011 年加工贸易出口增长将面临着下滑压力；

第三，中国 PMI 的出口新订单指数已经走过了快速回升的阶段；作为中国出口先导指标的 OECD 领先指标也已度过了快速恢复期，明年海外需求可能相对疲弱。

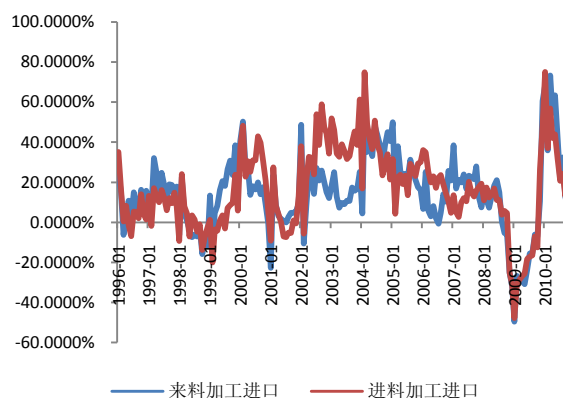
第四，人民币将继续升值并产生累积效应。实际有效汇率指数（REER）和出口之间的相关性比较完美，趋势显示如果人民币升值继续，未来出口将面临较大压力。

图 41 2011 年出口将继续面临比较强的基数效应影响



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 42 加工贸易进口的下降趋势将预示未来的出口

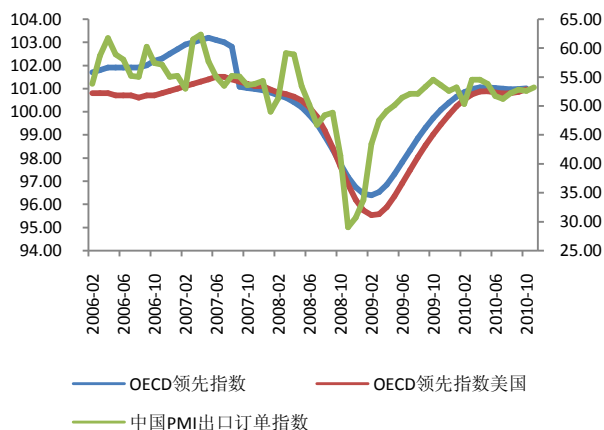


资料来源：WIND 浙商证券研究所



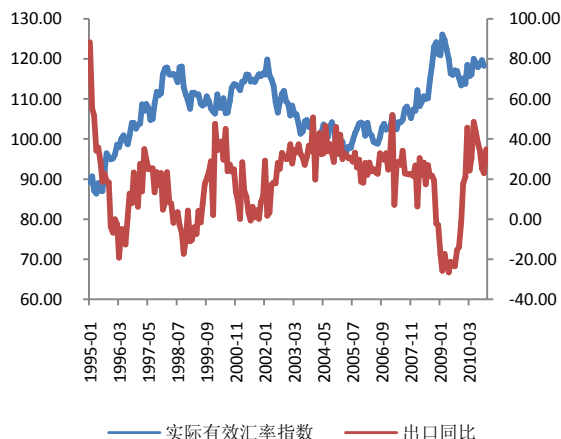


图 43 OECD 领先指数 PMI 出口订单指数已经走过了回升阶段



资料来源: wind 浙商证券研究所

图 44 来自实际有效汇率的走势显示出出口压力较大

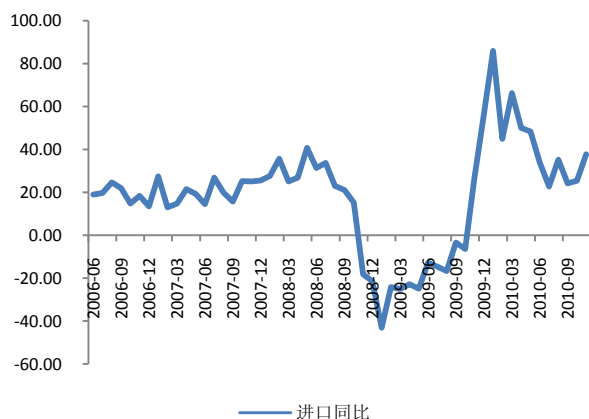


资料来源: WIND 浙商证券研究所

在政策鼓励下, 预计进口表现好于出口

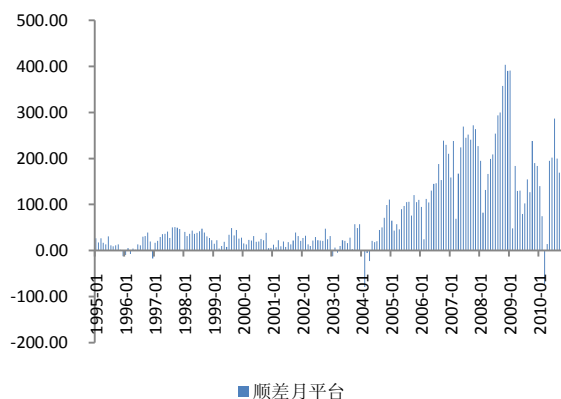
2010 年以来, 政策表现出十分明显的鼓励进口的倾向, 以藉此在不影响出口的情况下减小顺差和汇率压力。中央经济工作会议更是进一步指出“要增创外贸竞争新优势, 继续稳定和拓展外需, 加快加工贸易转型升级, 优化进口结构, 扩大进口规模, 发挥进口对宏观经济平衡和经济结构调整的重要作用”。在政策效应的作用下, 预计进口表现将好于出口。

图 45 进口短期继续回升的趋势正在形成



资料来源: wind 浙商证券研究所

图 46 顺差平台的月度分布



资料来源: WIND 浙商证券研究所

顺差平台重心将会下移

在出口增速出现明显下滑, 而进口逐渐趋势性增加的情况下, 顺差规模将会逐步缩小。在出口同比增长 17% 和进口增长 20% 的假设下, 顺差将缩小到 1600 亿左右, 月均为 130 亿左右。

2.5 通胀环境分析: 通胀压力整体偏大, CPI 将前高后低**通货膨胀的结构性考察: 2011 年将面临来自四种因素的通货膨胀压力**

2010 年下半年以来, 四种因素助推着通胀压力的加大。其一是货币超发的滞后效应; 其二是全球热钱对新兴市场经济体的冲击; 其三是部分大宗商品价格自身周期的影响; 其四是一些“中国因素”, 比如正在上升的劳动力成本、一直被压低的粮食和公共产品价





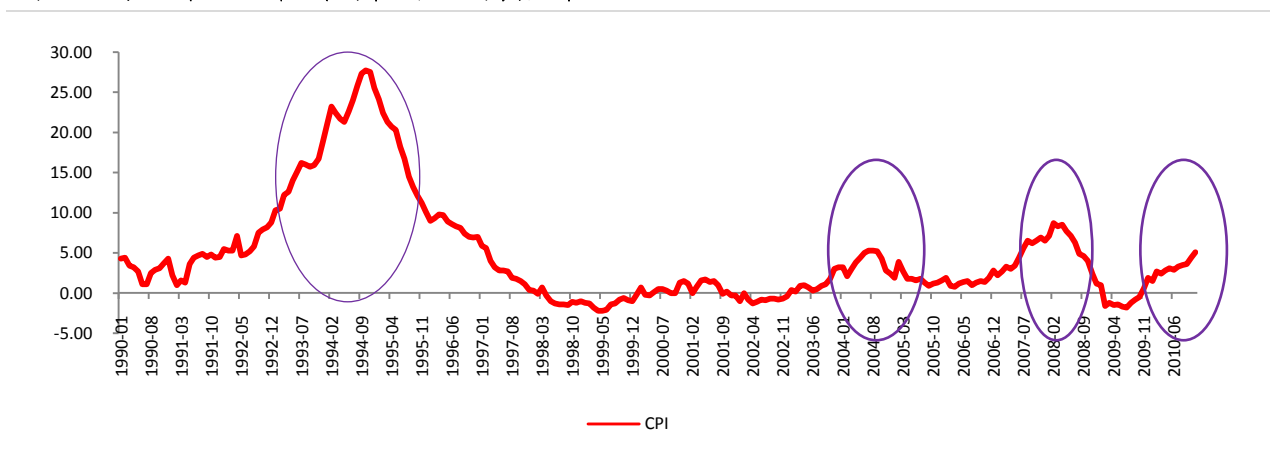
格所带来的的上涨压力。——这四项因素增加了通胀的复杂性和长期性。可以确定的是 2011 年通货膨胀压力整体偏大。

通货膨胀的周期性考察：“9+3 规律” 从长周期来看，本轮通胀处在 1990 年以来的第四轮通胀周期之中，而此次周期已经走完前半段，至少 2010 年年末和 2011 年第一季度将继续筑顶。如果我们以前两轮（90 年代的通胀长达两年，其中因素比较复杂，并不完全反应周期性，暂不讨论）通胀周期的经验情形来看，通胀大体符合“9+3”规律。

所谓“9+3”规律，是指从通胀在起步之后（从经验数字来看，我们可以以 CPI 超过 3%为标志），到通胀到达高点，一般需要 9 个月左右的时间到达峰值，同时还会有三个月左右的时间在高点附近徘徊。2003 年-2004 年的通胀经历了 8 个月的时间到达了峰值，之后经历了三个月的高点才开始明显下降；2007 年-2008 年的通胀经历了 10 个月到达峰值，之后经历三个月之后的高点附近值。

由于反周期政策因素的介入和退出，以及国外商品市场的剧烈变化，本轮通胀稍微复杂一些。如果我们以 2010 年 2 月 CPI 的突然变化作为本轮通胀周期的开始（CPI 从 1.5%跃升至 2.7%），那么，11 月应该是一个高点，2011 年 2 月应该是徘徊期的结束；如果我们考虑到 2 月的基数效应，即 2009 年 2 月的通缩过于严重导致 2010 年 2 月通胀数值过高，将 3.1%的 5 月作为这轮通胀的开始，则 2011 年 5 月才是高点徘徊的终结。无论如何，本轮周期的基本特征是十分明晰的。

图 47 当前正处在 1990 年以来的第四轮通胀周期之中



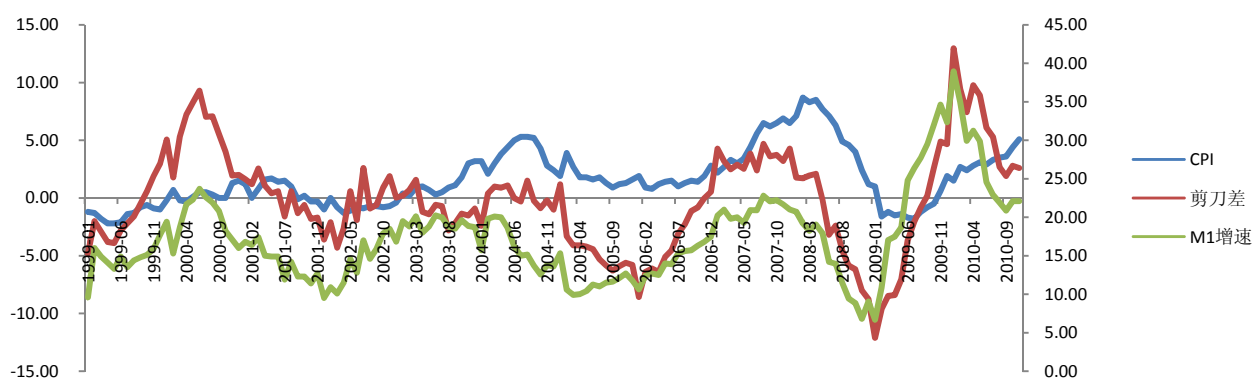
资料来源：wind 浙商证券研究所

M1 及剪刀差的周期先导性也预示着未来 CPI 的走势 M1 及 M1-M2 剪刀差都对 CPI 具有良好的先导性（见我们的报告《来自货币的先兆：通胀、剪刀差与资产价格》）。从本轮周期来看，M1 和剪刀差都是 2010 年 4 月出现拐点的，而 CPI 的拐点还未出现，根据经验规律，CPI 的高点应该在年底附近出现，而明年一季度应该进入高点徘徊期。





图 48 M1、货币剪刀差与 CPI



资料来源: wind 浙商证券研究所

通胀将如何实现：我们关于 2011 年通胀走势的推断 规律只是作为结果的经验规律，而关于它所预示的走势将如何实现，我们有如下逻辑上的推断：当前的通胀驱动因素在 2011 年初还将惯性延续，而春节购物因素进一步加大了 CPI 上涨压力，同时存在由于较强的翘尾因素，CPI 仍在较高的位置徘徊。第二季度之后行政手段控制食品价格的作用显现，同时由于货币紧缩的预期效应，CPI 开始回落，但仍受到人力成本上升、公共资源产品价格体制改革所带来的上行压力制约；以及受到经济上升周期的推动，整体仍是略微偏高的。

关于行政手段的作用，根据我们对 2008 年同类行政措施的考察，行政手段对食品价格控制有一定作用。从 2008 年情况来看，蔬菜在调控第二个月即出现回落；而肉类和粮食一般要 5-6 个月才会明显显现效果。这进一步佐证了我们前面的判断。

2.6 货币政策展望：松与紧之间的政策空间

2.5.1 关于信贷，我们的政策解读

中央经济工作会议带来了市场“宽松于预期”的印象 政策的理解和解读极为重要。在本部分，我们将把解读政策作为一个核心思路。中央经济工作会议指出，“要实施稳健的货币政策，按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求，把好流动性这个总闸门，把信贷资金更多投向实体经济特别是三农和中小企业，更好服务于保持经济平稳较快发展”——并没有过于严厉之词，强调总体稳健，中央经济工作会议关于信贷的表述整体带来了一些“宽松于预期”的印象。

根据中央经济工作会议口径判断，2011 年信贷额度应该在 7 万亿左右规模，符合我们之前预期（《新货币政策辅导期进行时》）。

松与紧之间的政策空间：庞大的“表外业务” 然而，同样是稳健，偏松与偏紧之间是存在着很大的政策空间的，其中最主要的一个领域就是表外业务。

在信贷额度紧张的时候，银行将信贷打包成理财和信托产品向投资者出售，而这部分资产证券化业务并不计入表内。据惠誉（Fitch Ratings）估计，截止 2010 年 11 月底，中国约有高达 2.5 万亿实质上的贷款业务作为表外业务而存在。





如果政策从宽执行，对表外业务的限制和执行并不严格，信贷实质上的偏宽松仍将继续存在；而如果政策从严执行，在 7 万亿（即使更高些，7.5 万亿）的同时，要求表外业务必须全部限期内转入表内，那么信贷额度其实是相当紧张的，2011 年的 7 万亿只能当作 2010 年的 6 万亿来理解。即便是两年或三年限期并表，也会对信贷额度产生比较大的实质影响。

“稳健”本身就意味着政策进入从紧观察期，“审慎、灵活”对应可紧可松 政策是什么姿态？我们希望首先介绍一下我们对于 12 月 3 日中央经济局会议的解读。在我们看来，这次会议标志着反周期政策的退出和“后危机时代”的到来。在此后的一段时期内，宏观政策将具备三大特征：

第一，保持警惕，用政策弹性来应对不确定性。“稳健的货币政策”这一来源于 97 年金融危机之后的词汇再次被启用就是一个证明，经济形势仍未完全明朗决定了政策也将瞻前顾后。所谓“稳健”，在某种意义上意味着进入观察期，可能根据经济形势随时保持微调。

第二，打扫战场，用“去货币化”应对反周期政策的后遗症。反周期的政策为中国经济走出本轮危机做出了贡献，但也留下了通胀抬头、资产价格高位、地方融资平台风险加大等一系列严重问题，解决这些遗留问题将成为政策主要任务之一，“去货币化”将成为主要手段。

第三，实现再平衡，用结构调整新一轮的增长建立引擎。与其将结构调整和产业升级视为一种经济战略，不如将其视为一种经济再平衡的手段。预计再平衡政策将成为一个经济主线索，直到新一轮周期形成。

中央经济工作会议增加的“审慎”和“灵活”为“稳健”提供了绝佳的注解。所谓审慎，就是“执行从紧”；所谓灵活，就是“执行从松”。当然，这里的松不是指宽松，而是针对稳健货币政策执行的严格程度而言的。

松与紧之间的一线准绳仍在于 CPI 和 GDP 前面的逻辑已经理清了松与紧的含义，那么从执行层面上来看，政策执行是逐渐倾向于从松还是从紧呢？我们认为，这之间的准绳还在于 CPI 和 GDP 的走势。

如果经济过热和通胀高企，严厉的信贷政策将会不折不扣地执行；而如果通胀走低而实体经济出现了再次走低，则信贷将会明紧实松。

这一逻辑之下的 2011 年信贷 根据我们第一部分逻辑篇的分析，2011 年宏观经济整体处于补库存的上升周期，经济的扩张性比较明显，所以信贷盘子过小将带来硬着陆的问题，盘子过大将助长经济过热；所以我们认为 7 万亿的目标（偏松）伴随着在执行中严格（偏紧）的信贷控制可能会成为 2011 年的主基调。同时，根据我们对通货膨胀走势的分析，信贷可能会在节奏上出现前紧后松的特征，或者两头紧、中间松。

M2 是去货币化的另外一个关键指标。基于 9% 的 GDP 增长率+3%-4% 的通胀率+3% 的货币深化率，我们预计 M2 将会在 15-16% 左右。这一数字也符合第一部分我们关于“去货币化”阶段的分析。

值得注意的一个倾向：“宏观审慎政策框架”下监管可能量化 央行关于调控思路屡屡释放出“加强研究宏观审慎政策框架”的信号，我们曾对相关含义做出过详细解读（《新货币政策辅导期进行时》）。

我们认为，当前的信贷监控往往是一个事后追责的过程，典型地不符合宏观审慎政策框架。央行有可能将这一过程逐步市场化、定量化。比如以资本充足率计算出差别准备金，以此来动态调控信贷。倘若方向如此，一则信贷调控将更为确定，二则也将带来银行业内的分化。

值得注意的另一倾向：引导信贷资金流向实体经济 中央工作会议中关于“把信贷资金更多投向实体经济特别





是三农和中小企业，更好服务于保持经济平稳较快发展”的提法亦值得重视。

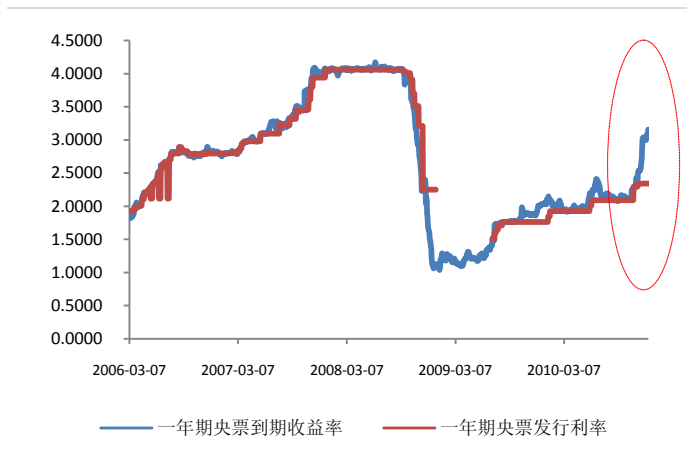
预计 2011 年央行和银监会将会有相关的措施出台，措施可能包括控制信贷资金流向股市、增加房地产行业的贷款门槛、引导大企业通过债券融资而将信贷更多向中小企业倾斜、对于战略新兴产业的相关项目进行贷款绿灯等。

2.6.1 关于利率，我们的政策预期

加息存在必要性：二级市场利率已经让流动性管理处境尴尬 关于加息的必要性，最本质的一点是利率一定要反映资金成本、反映市场预期。我们从央票利率就能看出市场上升的资金成本和关于加息的强烈预期。目前央票一二级市场利率倒挂的程度已经历史罕见，达到了 80 个基点。利率的倒挂让一级市场毫无热情，央票发行量已经接近“地板量”，央票这一工具已经丧失了流动性管理的能力。

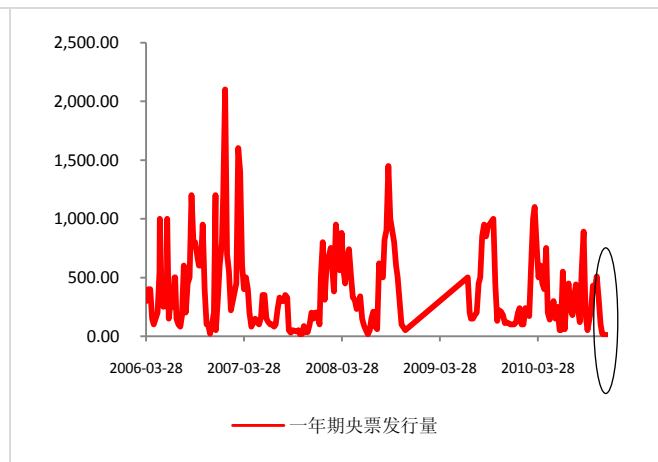
流动性管理已处境尴尬。如果政策坚持不加息，那么只能借助正回购、存款准备金这样的手段；而这些手段并非长久之计。

图 49 央票利率倒挂的情况已经历史罕见



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 50 央票发行量已经极低



资料来源：WIND 浙商证券研究所

政策慎用加息的主要顾虑 我们认为，政策目前慎用加息主要有几个顾虑。其一，近期新兴市场国家食品价格也普遍走高，显示出国内通胀具备一定外部输入的意味，央行担心加息缺乏针对性；其二，加息将加大内外利差，加剧热钱流入；其三，政策担心加息会加大地方融资平台的债务负担；其四，加息将会加大实体经济尤其是制造业成本，在人民币升值压力和外部需求端并未完全明朗的情况下，处于产能过剩状态的中国制造业的盈利空间依旧脆弱，11 月的 MSCBCI 指数下滑亦提供了警示。

我们认为，食品只是目前通胀的牵头方之一，就 11 月数据来看，非食品通胀也大幅跃升，并且已经接近 2000 年以来的历史高位了；这一趋势将逐步否定政策的第一点顾虑；随着明年地方融资平台后续信贷规模的逐步明朗化和城投债的重启，第三点顾虑将会减弱；随着补库存周期的进一步上行和经济指标的进一步强劲，第四点顾虑也会减弱。唯一例外的是第二点顾虑，即热钱原因。关于这点充满争议。但我们认为，“加息预期”或许比加息本身更能吸引热钱流入。除非用极为剧烈的打消预期的手段，比如通过政策信号释放在本轮通胀周期中绝不加息的计划，否则，政策去规避短期逐利资金的预期是很难的。用热钱去否定加息必要性似是而非。

我们对加息的主要判断

我们维持之前判断，即央行需要在 2011 年年底之前加息 75 到 100 个基点。考虑到





第一和第二季度是通胀压力上升的主要时段，并且年初的政策动作有很强的信号作用，央行有必要在一季度结束进行一次加息。

存款准备金率仍有上行空间，但已受限 12月10日央行再次上调存款准备金率之后，存款准备金率已达18.5%的高位，实行差别准备金率的银行则更高。理论上说，存款准备金率仍有上调空间，经验数据也显示新兴市场国家往往倾向于对存款准备金率的使用，印度一度将存款准备金率提升至25%；巴西在本月也将存款准备金率提升至20%。

但我们认为，存款准备金率的使用也是有天花板的，超过20%的存款准备率将带来一系列问题。存款准备金率过高，银行可贷资金过少，导致存贷比失衡，银行利润链条受到的冲击将会超出常态；进而也可能产生金融脱媒现象。

存款利率上浮的改革亦可能出现 尽管央行一直把利率市场化改革作为中长期政策目标之一，甚至在2010年三个季度的货币政策执行报告中均谈到了“稳步推进利率市场化改革”，我们相信这一改革牵涉面广，因此必将推进缓慢，非一朝一夕之功。但是，阶段性的改革步骤还是可以实现的，比如存款利率的上浮。当前利率整体水平较低，并且加息滞后于市场预期，理论上是推出存款利率上浮改革的较好时机。

2.6.2 关于汇率，我们的政策判断

关于汇率，从麦当劳“巨无霸”谈起 汇率理论的基础是购买力平价(Purchasing Power Parity, 简称PPP)，它的基本思想是：在开放经济的前提下，同样的一篮子商品和服务应该耗费同样价值的货币，即使这些货币分属不同的经济区间。

有一个基于购买力平价的拇指法则，叫做“巨无霸指数”(Big Mac index)，它指如果汇率合理，麦当劳“巨无霸”汉堡的价格在各个国家之间应该是等价的。如果某国巨无霸价格偏离巨无霸指数的结果，则意味着该国汇率存在着高估和低估。

我们可以借此计算一下人民币理论上存在多少低估。有趣的是，2010年11月，麦当劳表示由于成本上升，中国内地巨无霸的价格上调1元至14元。我们就以这个数据做一下估算。以人民币近日对美元中间价6.66计算，则14元人民币相当于2.10美元。巨无霸在美国本土的价格大约在3.40美元左右，这意味着人民币仍存在低估38.3%。

人民币汇率的基本逻辑 既然人民币确实存在这种低估，那么升值是不可避免的。根据蒙代尔“不可能三角”(Impossible triangle theory)理论，一个国家不可能同时实现资本自由流动、货币政策的独立性和汇率的稳定性。如果守住汇率，就会经受更大的资本流通冲击和通胀压力。

但我们并不认为人民币如果存在38%的低估，就需要存在一个38%的升值计划。实际上，前面麦当劳“巨无霸”的案例也告诉我们，如果一国通胀率较高，那么货币贬值的压力将会部分抵消本来存在的升值压力。一直以来，中国高M2/GDP比例显示货币超发现象比较明显，这已经显著压低、并且将继续压低人民币升值的压力。根据我们第一部分逻辑篇中的分析，这里面也有一定的汇率战略的意味。中国的货币超发和适度通胀在过去十年有效地降低了人民币升值压力，从而在压低汇率的状态下保持了出口的竞争力。

预计2011年人民币将继续以同等幅度升值 中央经济工作会议指出，“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”。我们认为，这种“基本稳定”不是不升，而是不过快或者过慢地升值，即升值幅度保持稳定。预计人民币在 2011 年的升值幅度预计将类似于 2010 年。当然，如果以美元中间价估计，未来可能面临美元波动所带来的衡量问题。而若以实际有效汇率（REER）衡量，我们预计人民币实际有效汇率的升值将处于过去一年（4.5%）和过去五年平均幅度（3%）之间，即在 4% 左右。

2.7 财政政策展望：总量积极，方向引导

积极财政政策的必要性 在我们看来，2011 年继续实行积极的财政政策其实是一个必然。

首先，四万亿投资的项目中有不少是周期较长的，如果一下子紧缩财政，很容易导致项目形成“烂尾楼”。这是中国经济政策一贯的大忌。

其次，如我们在第一部分逻辑篇中所指出的，2011 年是新一轮周期和新一轮政治经济周期的前夜，是“十二五”的开局之年。如果积极财政政策不维持，将形成地方政府“没有弹药”的连锁反应，经济就会冷下来。

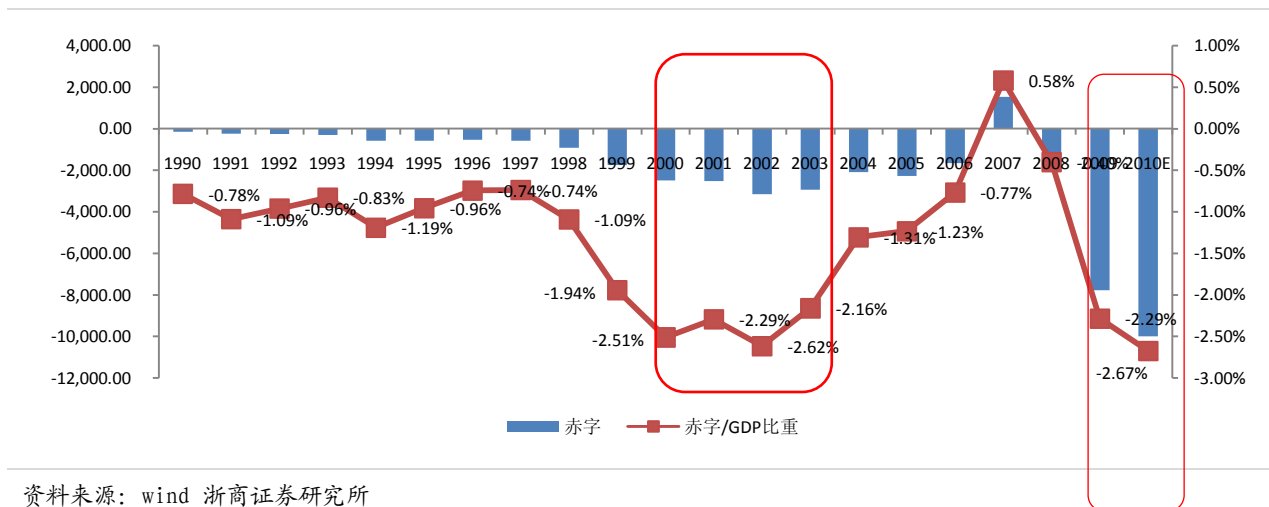
第三，我们在第一部分已经着重分析了转型。这种经济转型如何转？在中国经济增长模式下，必须有中央政策做出引导，而这种引导的基础必须是宽松的财政。

什么是积极：从赤字占 GDP 比重来看 所谓积极的财政政策，本质上就是扩张性的财政政策，即凯恩斯主义精神下的“赤字财政”。赤字/GDP 比重是一个很好的衡量指标。从历史上看，2000-2003 是实行积极财政政策的一个区间；2009-2010 是实行积极财政政策的另一区间。

经验数据亦给我们提供另外一点指向：相对于 2009 年之前的均值，2009-2010 的赤字/GDP 比例略高，属于经验比例的高点，所以在积极财政政策的范围内（大于 2%）适度降低将会是政策倾向。

整体而言，我们预计 2011 年赤字/GDP 比重可能在 2.5% 左右。如果我们以 GDP 增长在 8.5% 估算，那么财政支出仍达 1 万亿。

图 51 实施积极财政的年份：赤字/GDP 比重在 2% 以上



资料来源：wind 浙商证券研究所

财政政策的上下协调：关于地方财政的改革方向 目前财政体系的最大问题就是地方政府的财权和事权不匹配，这样导致地方政府只能严重依赖于银行贷款和卖地收入，而这两个领域都正在出现问题。





目前解决燃眉之急的手段是城投债的重新开启。2011 年 11 月 20 日，发改委下发《进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》，为 2011 年的城投债铺平道路。预计 2011 年地方债的规模将大幅扩大。

中期将要尝试的手段是相关税制的改革。中央有意让房产税、资源税逐步成为地方收入的主要来源，而这一改革也将是“十二五”期间财税体制改革的重大事件。但值得注意的是，2011 年中央经济工作会议只提到了资源税，未提房产税，显示出政策在这一领域异常谨慎。

财政政策还将起到引导经济转型的重要任务 2011 年的财政政策还将起到引导经济结构调整和转型的重要任务。我们预计财政政策的作为将可能包括以下几个方面：

第一，建设 1000 万套保障房。关于这一计划涉及到的投资规模，我们在前面对投资的分析部分已有估计；

第二，减税。通过增值税扩大范围替代营业税，减轻服务业的税收负担；对部分中小企业、高科技企业进行针对性减税；通过调节起征点或者改变适用税级的方式降低个人所得税，鼓励消费；

第三，推进新医改。在医改推行过程中，医改配套资金的到位程度成为了影响医改进度的一个重要条件。预计 2011 年将加速推进医改；

第四，发展现代农业。“现代农业”是中央经济工作会议重点强调的一个内容。2008 年的“四万亿”投资中，就有 3700 亿资金投向了“农村水电路气房等民生工程和基础设施”，2011 年中央经济工作会议强调“把水利作为农村基础设施建设的重点”，预计财政将进一步有资金投入相关领域；

第五，新兴战略产业的优惠和补贴政策。政策可能包括建立研发专项资金、研发环节补贴、整体税收减免、部分产品如节能和新能源产品的消费补贴等；

第六，区域经济发展的优惠政策，和明年付诸实施的一些区域发展规划配套，财政上会有一些的支持政策。

2.8 产业政策展望：新兴加转轨下的产业调整

房地产调控：“双轨制”的开启 关于房地产，中央经济工作会议提出“要加快推进住房保障体系建设，强化政府责任，调动社会各方面力量，加大保障性安居工程建设力度，加快棚户区和农村危房改造，大力发展公共租赁住房，缓解群众在居住方面遇到的困难，逐步形成符合国情的保障性住房体系和商品房体系”——这一耐人寻味的提法意味着调控导向正在发生微妙变化。

变化之一是调控从需求调控转向了供给调控为主。

变化之二是“双轨制”的开启，即“保障归政府，商品归市场”，逐步形成商品房和保障性住房并存，两套体系功能分开的类新加坡、类香港的住房体系。

节能减排：进一步的制度化和市场化 关于节能减排，中央经济工作会议提出“完善政府节能减排目标责任考核评价体系”“进一步发挥市场作用”——这两种定位基本上确定了节能减排的发展路径。节能减排将长期持续，并且会出现两种导向：一则是行政化，将节能减排与地方政府政绩考核结合起来；二是市场化，通过市场机制来保证节能减排的效率。





关于后者，碳排放税的征收是一个比较明确的方向。但对于其实施节奏，我们持保守态度。2011 年处于高位的通胀压力将成为碳税试点的最大约束，预计相关税收试点仍会推后。

传统制造业：严控产能过剩、提高产业集中度 对于产能过剩产业，即 2009 年国务院批转发改委的《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》中所提到的六大三小行业，中央经济工作会议提出“严控投资产能过剩产业”；对于传统制造业，会议提出“加快改造提升传统制造业...提高产业集中度”。

政策姿态非常明确，即 2011 年将继续严控产能过剩产业，以时间换空间，等待产能的逐步消解；对正常的传统制造业则是两种导向，一是改造升级，即把小舢板培育成渔船；二是并购重组，把渔船捆绑成航母。

外贸领域：推动加工贸易转型升级 加工贸易是中国模式的软肋，出口附加值不高却让中国背负较大的顺差之名，对加工贸易的改造是外贸领域比较明确的一个方向。这种升级改造一则可以靠行政手段的推动，比如“加工贸易限制类商品目录”这样的针对性限制和深圳“对外来料加工特准营业证”这样的企业准入限制；二则可以靠税收手段推动，比如出口退税领域的一些政策变动。但基于中央经济工作会议关于明年经济“平稳较快发展”的定位，相关改革不会步伐太快。

新兴战略产业：技术探索、产业模式探索、市场模式探索仍将继续 毫无疑问，新兴战略产业的发展将是中国产业升级的核心所在。在本文第一部分逻辑篇中我们也详细解析了这种升级对于中国增长模式的意义所在。具体到短期，我们认为七大行业技术探索、产业模式探索、市场模式探索仍将继续。中央经济工作会议对 2011 年的定位“切实强化企业在技术创新中的主体地位，推进产学研紧密结合，扎实发展战略性新兴产业”非常到位。

2011 年将是新兴战略产业的规划年。“十二五”规划纲要草案将在明年两会期间提交全国人大审议，然后有关方将根据该规划的定稿指导作为子规划的战略新兴产业发展规划的制定。行业规划的制定将为新兴战略行业这一中国未来起飞的龙头指明更为清晰的方向。

2.9 2011 年宏观经济指标预测

表 5 2011 年宏观经济指标预测

数据名称	2008	2009	2010F	2011F
GDP	9.6%	9.1%	10.1%	9.0%
工业增加值	12.9%	11.0%	15.6%	13.7%
固定资产投资	26.1%	30.5%	24.0%	22.0%
社会消费品零售总额	21.6%	15.5%	18.3%	18.5%
出口	17.4%	-16.0%	30.0%	17.0%
进口	18.5%	-11.2%	38.0%	20.0%
贸易顺差	2954 亿	1960 亿	1750 亿	1600 亿
CPI	5.9%	-0.7%	3.3%	4.0%
PPI	6.9%	-5.4%	5.4%	4.5%
新增人民币贷款	4.9 万亿	9.6 万亿	7.9 万亿	7 万亿
M2	17.8%	27.7%	19.0%	15-16%





一年期存款利率	2.25%	2.25%	2.25%	3.25%
---------	-------	-------	-------	-------

资料来源：浙商证券研究所

3. 结论篇：新经济再阐释

基于逻辑篇和展望篇的论述，我们有必要再次引入“新经济”概念。前面我们已经通过“逻辑篇”比较系统地分析了影响未来中国经济的主要因素，以及它们的演变逻辑；通过“展望篇”系统分析了 2011 年经济增长主要驱动要素的走势，及 2011 年的经济增长图景。

周期和结构因素的嬗变是整个问题的核心。

在这里，我们有必要再次引入“新经济”的概念。尽管理论界还很少有人谈及，但我们相信这一概念有助于我们对中国经济正在发生的转型做更深入、更清晰的理解。

“新经济”是什么？ 最早谈论“新经济”的学者是《商业周刊》的主编斯蒂芬·谢波德。他于 1997 年 11 月提出了“新经济”概念，指出“新经济”具有六个特征：实际 GDP 大幅度增长，公司运营利润上涨，失业率低，通货膨胀率低，进出口之和占 GDP 的比例上升，GDP 增长中高科技的贡献度比重上升。

注意，“新经济”从最初提出就是一个具有广泛内涵的概念，而并不是我们单纯理解的信息网络经济（尽管在 2000 年之前这一词汇有被滥用的嫌疑）。新经济是对影响经济周期、经济结构、企业盈利、产业结构的一种驱动因素的集中概括。

“新经济”的本质是什么：两种经济增长模式的转化 既然这一理论容易被误读，那么，新经济的本质究竟是什么？我们认为，它最本质的含义是经济增长从“新古典增长模式”（neoclassical growth model）向“新增长模式”（new growth model）的转化。

新古典增长理论一直一来是人们理解经济增长的典型思路。根据新古典增长理论模型，经济增长率由资本和劳动增长率及其边际生产力决定。在这一模型下，人们可以通过调节生产要素投入的边际生产力，即调整资本和劳动的配合比例，来调节资本-产出比率，以实现理想的均衡增长。总而言之，新古典增长理论将经济增长的驱动力概括为资本和劳动，尽管在后来的修正模型加入了技术因素，但其技术因素仍然是外生的，并不改变模型本身的核心精神。

新增长理论是上世纪 80 年代之后由罗默、卢卡斯等经济学家创立，它最重要的突破是将技术进步、知识外溢、人力资本等内生技术变化因素引入经济增长模型中，其结果是资本收益率可以不变或增长，人均产出可以无限增长，从而改变了资本、劳动为主导的经济增长模型所面临的“增长极限”问题。

新经济的本质就是从前者向后者的转化。它跳开传统的“劳动+资本”拉动经济的框架，将技术变革因素、知识因素、人力资本因素作为经济发展的第一驱动力，从而可以展望在这一新的驱动之下商业模式、产业结构、经济周期等因素所可能发生的一系列变化。

中国正在尝试一次“新经济”革命 我们认为，中国正在发生的或者说宏观政策正在试图掀起的，不是别的，





正是一次新经济革命。

首先，中国传统的增长模式是典型的“资本+劳动”模式。如本文第一部分逻辑篇中所阐述的，中国一直以来享受人口红利时期的低劳动力成本，享受高储蓄率之下的低资本成本，从而造就了过去二十年经济的快速增长。

其次，中国“资本+劳动”的新古典模式正在走向极限。这一点在第一部分我们亦有详细论述。随着刘易斯拐点的临近，中国的劳动力成本在上升；而随着储蓄率拐点的临近，中国的资金供给在渐渐成为约束。

再次，中国想要形成的就是技术革新和产业升级驱动的“新增长模式”，就是“新经济”。在前文中我们通过对全要素生产率（TFP）的分析，显示了中国经济增长中，技术要素的贡献偏低而且有逐渐降低的趋势。如果这一趋势延续下去，中国很可能在不久的将来进入“中等收入陷阱”。而中国目前想要改变的，就是再次推动技术革命，推动 TFP 的提升，推动中国经济增长模型向新经济、新增长模式转化。

中国式“新经济”再阐释 既然如此，我们就继续沿着这一逻辑，对中国“新经济”进行概念上的再阐释。中国的“新经济”是一种在本质和内涵上符合“新增长模式”，在外延上具有新兴市场国家特征、亚洲特征、中国特征、及中国新一轮周期特征的新概念。

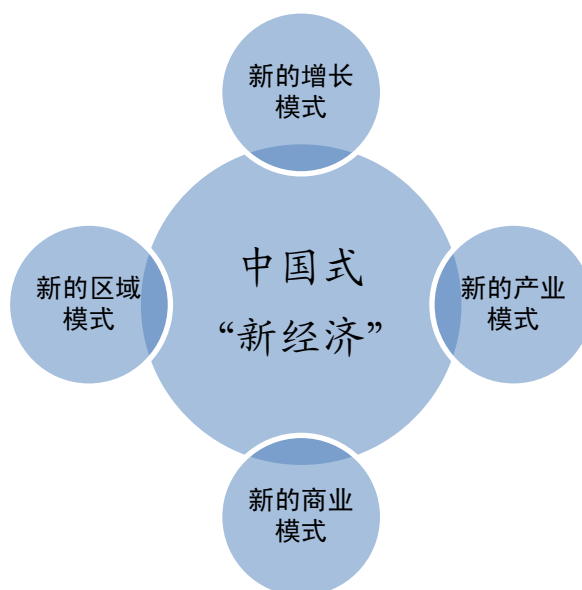
第一，新的增长模式；中国新的增长模式将以提高技术进步因素对经济增长的贡献度、提高 TFP、提高经济增长的可持续性为特征，改变高货币依赖、高资源依赖、高劳动和资本投入依赖的状态。

第二，新的产业模式；中国新的产业模式将以“新兴战略产业”为引导，以产业升级和产业技术化为方向，改变当前产业结构和在国际分工中的地位。

第三，新的商业模式；中国新的商业模式将以服务为导向，以人为本，改变传统商业模式重产品、重物质、轻服务、轻人文的状态。

第四，新的区域模式；中国新的区域模式将以东部升级、西部替代；城市升级、城镇替代为特征，以协调发展为标准，以条块化的“区域发展规划”拉动经济全面发展。

图 52 中国式“新经济”图解



资料来源：wind 浙商证券研究所





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

客户服务
楼小飞
+86 21 64716569
louxiaofei@stocke.com.cn

服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品
+86 21 6471 8888-1701
信息技术
张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

金融工程与基金
陆靖昶
+86 21 6471 8888-1254
lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券
鲍翔
+86 21 6471 8888-1105
baoxiang@stocke.com.cn

信息技术
李思明
+86 21 6474 6780
lisiming@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家
闻岳春
+86 21 6471 6089
wenyuechun@stocke.com.cn

宏观
郭磊
+86 21 6471 8888-2017
guolei@stocke.com.cn

行业比较
李瑞
+86 21 6471 8888-1211
lirui@stocke.com.cn

策略研究
王伟俊
+86 21 6471 8888-1277
wangweijun@stocke.com.cn

策略研究
张延兵
+86 21 6431 8952
zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业
戴方
+86 21 6471 8888-1219
daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业
黄薇
+86 21 6471 8888-1813
huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业
金嫣
+86 21 6471 8888-1241
jinyan@stocke.com.cn

电力设备行业
史海昇
+86 21 6471 8888-1737
shihaisheng@stocke.com.cn

农林牧渔行业
张俊宇
+86 21 6471 8888-1801
zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业
葛越
+86 21 6471 8888-1281
geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业
刘迟到
+86 21 6471 8888-1225
Liuchidao@stocke.com.cn

化工行业
代鹏举
+86 21 6471 8888-1206
daipengju@stocke.com.cn

汽车行业
马春霞
+86 21 6471 8888-1270
machunxia@stocke.com.cn

机械行业
许光兵
+86 21 6471 8888-1805
xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业
田加伟
+86 21 6471 8888-1117
tianjiawei@stocke.com.cn

商贸行业
程艳华
+86 21 6471 8888-1212
chengyanhua@stocke.com.cn

有色行业
林建
+86 21 6471 8888-1286
linjian@stocke.com.cn

钢铁行业
范飞
+86 21 6471 8888-1119
fanfei@stocke.com.cn

建筑建材行业
李冬
+86 21 6471 8888-1807
lidong@stocke.com.cn

旅游行业
王禾
+86 21 6471 8888-1740
wanghe@stocke.com.cn

通信行业
徐昊
+86 21 6471 8888-1702
xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业
袁佳平
+86 21 6471 8888-1814
yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031





电话 : (8621)64718888

传真 : (8621)64713795

浙商证券研究所 : <http://research.stocke.com.cn>

