

宏观研究

报告原因：年度报告

2010 年 12 月 22 日

宏观策略组

分析师：伊磊

执业证书编号：S0760210080003

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfbz@i618.com.cn

联系人：孟军

电话：010-82190365

邮箱：mengjun@sxzq.com

中国主要宏观经济数据预测：

同比增速(%)	10 年 E	11 年 E
GDP	10.0	9.5
固定资产投资	25.0	23.0
社会零售总额	18.4	18.0
出口	33.0	15.0
进口	40.0	20.0
CPI	3.3	3.5
M2	19.0	16.0
贷款利率(一年)	5.56	5.66
新增贷款(万亿)	7.8	7.0
汇率(兑美元)	6.67	6.35

数据来源：山西证券研究所

相关研究：

《新增信贷和通胀再超预期，宏观审慎货币政策跟进》-----101213

《新增外汇占款创新高，紧货币和价格管制阻击热钱》-----101129

《国内经济处于软着陆后期，控通胀和防热钱为货币紧缩主要目标》-----101111

《二次量化宽松正式出台，国内货币政策审慎应对》-----101108

《国内流动性短期转紧，美联储或再宽松货币救市》-----100830

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

从“复杂”转为“明朗”，审慎灵活政策促平稳转型

——2011 年度宏观经济报告

宏观研究/年度报告

主要观点：

- 2010 年经济在主动调控下逐季回落。今年政府通过主动减缓投资项目，规范地方融资平台，使得投资和工业增加值增速明显下降，下半年节能大减排运动，造成重工业增速和发电量增速迅速下降。制造业在今年经历了一轮去库存和再库存化过程。
- 2011 年经济增长回归常态，增长方式或开始转变。明年单季 GDP 增速应该在 8%-9.5% 区间范围，属于回归常态增长。季度增速前低后高；投资贡献率维持首位，出口略有拖累，消费继续保持平稳。经济增长方式将逐步由出口和投资双组合变为消费主导，投资保障的模式。战略新兴产业占 GDP 比重将逐步开始提高，服务业获得较大支持，区域间以西部大开发为主，中西部经济增速有望继续加快。
- 2011 年投资增速回归正常，投资重点位保障房和基础设施建设。商品房开发增速可能迅速下降，有可能会拖累固定资产投资，保障性住房的大量开工，可以弥补商品房开发下滑的风险，拉动建设投资。根据各地和各行业的十二五规划，2011 年将是投资冲动较为强烈的一年，历次五年规划的开局之年，基础设施建设方面的投资增速均保持较快增长。制造业投资将有所恢复，各行业投资将呈现结构化差异。
- 2011 年出口增速回归均值，顺差回落人民币升值压力前低后高。欧洲债务危机持续恶化，各国压缩财政支出所导致需求的下滑，加之美国库存周期达到高点，外需在明年上半年有回落可能，而下半年受出口额较高的基数效应将导致出口增速明显下滑。内需稳步上升将推动进口增速保持高位。贸易顺差的回落，将减轻人民币升值的压力，呈现双向波动趋势，上半年热钱流入也预计有所放缓。
- 2011 年消费增速有望保持平稳，刺激消费政策或难以退出。消费预期存在隐忧，消费意愿和信心持续回落，通胀和收入预期不佳，我们预计对于消费的刺激政策在明年仍将得以延续，汽车和家电补贴政策维持不变，特别是农村消费方面，建材下乡、服务下乡等政策将逐步出台，消费升级方面则继续推进旅游消费、金融消费等措施。
- 2011 年宏观经济政策审慎灵活，积极财政和稳健货币双保险。宏观调控回归稳健，是保障经济稳定增长的主要思路，同时采取审慎灵活的策略思路，可以应对各种“意外”情况发生。维持信贷与投资的协调增长，通过上调存款准备金率等手段对冲过剩货币，预计全年流动性较为合理。明年财政赤字 9500 亿元，积极财政特别对于调整经济结构和调节收入分配发挥重要的作用。我们看好转型和升级类的区域振兴政策。看好七大战略新兴产业的整体发展机会。



目录

一、2011 年宏观经济运行回归常态	5
1.1 2010 年增速在主动调控下逐季回落	5
1.2 2011 年二季度开始经济逐步回升	6
二、2011 年通胀压力前高后低	7
2.1 货币和外部输入因素是本轮通胀的主要原因	7
2.2 翘尾是明年“前高”的主要因素	8
三、2011 年投资增速回归正常	10
3.1 保障房助推房地产开发增速平稳	10
3.2 制造业投资增速回归平稳	11
3.3 水利基建等基础投资或加速	13
四、2011 年出口增速回归均值	14
4.1 外需和基数效应导致出口增速回落	14
4.2 进口增速有望保持高位	15
4.3 顺差回落人民币升值压力前低后高	16
五、2011 年消费继续平稳增长	17
5.1 消费预期存在隐忧	17
5.2 刺激消费政策或难以退出	18
六、2011 年宏观经济政策审慎灵活	20
6.1 十二五开局之年需要政策维持稳定	20
6.2 货币政策：宽信贷紧货币	22
6.3 积极财政政策是经济软着陆的安全阀	23
6.4 区域刺激经济政策偏向中西部	24
6.5 战略新兴产业十二五规划是看点	25
七、2011 年世界经济走势展望	27
7.1 美国的“积极财政+宽松货币”有望助推经济复苏	27
7.2 欧洲债务危机成“不稳定的靴子”	28
7.3 美元指数走势分析	28



插图：

图 1: GDP与三大产业季度增速 (%)	5
图 2: 制造业景气度呈现“V”走势	5
图 3: 经历了再库存和去库存过程	5
图 4: 经济逐步恢复至平稳较快发展最佳区间	5
图 5: 三驾马车拉动GDP增长回归常态	6
图 6: GDP季度同比增速 (%)	6
图 7: 管理通胀预期最佳范围 (%)	6
图 8: 货币活化与通胀率关系 (%)	7
图 8: M1 货币因素推动CPI拐点不远 (%)	7
图 9: 输入型通胀成为PPI高企主要原因 (%)	7
图 10: 翘尾因素对CPI走势影响 (%)	8
图 11: CPI与PPI差值或逐步扩大	8
图 12: 食品和猪肉价格成主要因素 (%)	8
图 13: 36 个城市居民服务价格 (元)	8
图 14: 粮食产量和增速	9
图 15: 生猪存栏量和生猪平均价格	9
图 16: 房地产开发受补库存影响未回落	10
图 17: 新开工和施工面积增速逐步下滑 (%)	10
图 18: 信贷资金逐步收紧制约房地产开发	10
图 19: 房地产开发景气指数持续回落	10
图 20: 工业制造业占比较高导致增速恢复缓慢	11
图 21: 制造业主要行业投资增速 (%)	11
图 22: 新开工项目和新增额回落是主要原因	11
图 23: 外商直接投资依然强劲	11
图 24: 水利建设投资情况	13
图 25: 水利及公共设施建设进入新一轮增长期 (%)	13
图 26: 中国高铁四纵四横步入建设高峰期	13
图 27: OECD领先指标预示出口增速放缓	14
图 28: 欧元区财政支出缩减或影响中国出口	14
图 29: 欧元贬值或影响中国出口	14
图 30: 美国制造业库存量接近高峰	14
图 31: 进口增速与发电量增速呈现正相关 (%)	15
图 32: 高新技术进口占比有进一步提升的空间	15
图 33: 进口数量因素逐渐贡献增加	15
图 34: 投资增速反弹将助推进口增速维持高位	15
图 35: 贸易顺差或有所回落	15
图 36: 人民币汇率双向波动	16
图 37: 热钱估算 (%)	16
图 38: 居民收入信心降低和物价满意度达历史新低	16



图 39: 居民消费意愿降低.....	17
图 40: 消费者信心指数逐步回落.....	17
图 41: 实际消费增速下滑.....	17
图 42: 刺激汽车消费政策还难以退出	18
图 43: 家电下乡政策效果显著	18
图 44: 城镇化率提升率(%)	18
图 45: 耐用品消费持续增长力强.....	18
图 46: 十二五期间经济增长波动率下降.....	20
图 47: 每个五年计划政策整体取向	20
图 48: 三次主动性调控之后维持稳定增长	20
图 49: 房地产调控政策加码可能性不大.....	20
图 50: 新增贷款 7.5 万亿但增速有所回落.....	22
图 51: 公开市场操作空间较大	22
图 52: 通过提升存款准备金率对冲外汇占款.....	22
图 53: 加息主要针对负利率管理通胀预期	22
图 54: 财政挤入效应明显.....	23
图 55: 财政收入和支出累计同比(%)	23
图 56: 财政支出项目(%)	23
图 57: 各省份GDP和投资增速(%)	24
图 58: 美国GDP环比季度贡献率(%)	27
图 59: 储蓄率和失业率可能双降(%)	27
图 60: 美联储资产负债表再次扩张	27
图 61: 两次量化宽松均推高通胀预期	27
图 62: 欧元区GDP当季同环比.....	28
图 63: IFO商业气候指数.....	28
图 64: 美元指数走势.....	28

表格:

表 1: 主要行业十二五规划简要内容和目标.....	12
表 2: 中国宏观经济月度数据一览表	19
表 3: 中央经济工作会议下一年经济工作重点任务对比.....	21
表 4: 加快经济结构战略性调整, 增强经济发展协调性和竞争力的主要内容	21
表 5: 各省份十二五规划简要内容和目标	24
表 6: 战略新兴产业细分和政策支持	25
表 7: 国际货币基金组织对世界经济预测	29

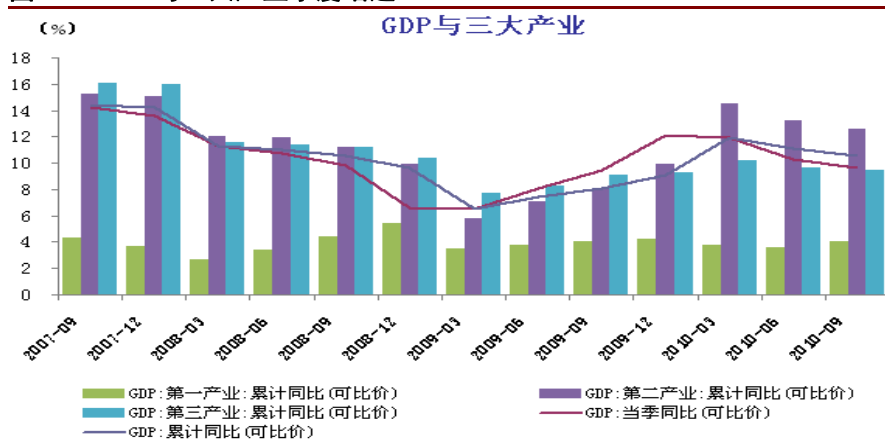
一. 2011 年宏观经济运行回归常态

2010 年已经过去，这一年宏观经济经受了内外部的考验，可以说是“复杂”的一年，内部主要为主动式的调整结构，经济增速逐季下降，外部主要为欧洲债务危机的恶化所导致外需下滑冲击，出口增速已经开始下滑。

1.1 2010 年增速在主动调控下逐季回落

“复杂”的经济形势过程中，“中美宏观政策较量”也体现的淋漓尽致，由于美国失业率高企、经济复苏缓慢，美联储也开启了二次量化宽松政策，美元由强势转换为弱势，大量热钱涌入国内，外汇占款和新增贷款频频超预期，央行不得不采取连续六次上调存款准备金率的紧缩政策，加之内部炒作和外部输入因素，国内粮食和生产资料价格等频创新高，CPI 增速已经超出管理通胀预期范围，央行被迫选择加息，政府开始行政干预物价。

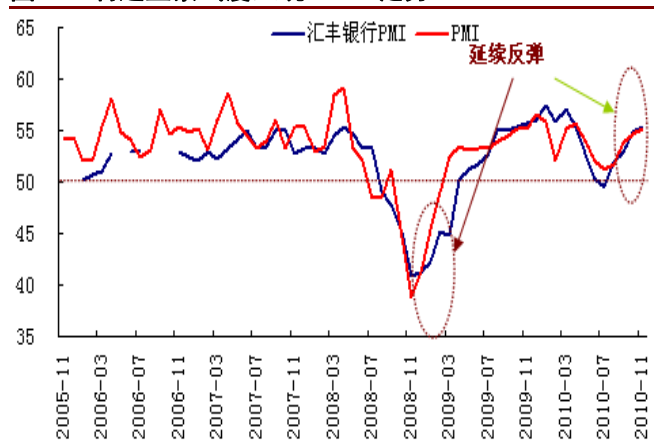
图 1: GDP 与三大产业季度增速 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

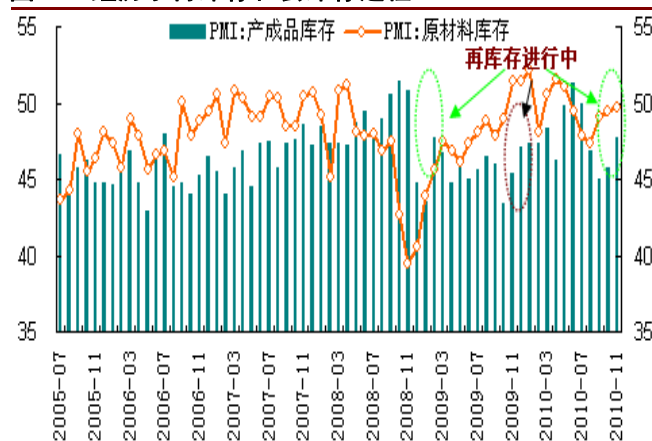
政府通过主动减缓投资项目，规范地方融资平台，使得投资和工业增加值增速明显下降，下半年节能大减排运动，造成重工业增速和发电量增速迅速下降。制造业在今年经历了一轮去库存和再库存化过程。

图 2: 制造业景气度呈现“V”走势



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 3: 经历了再库存和去库存过程

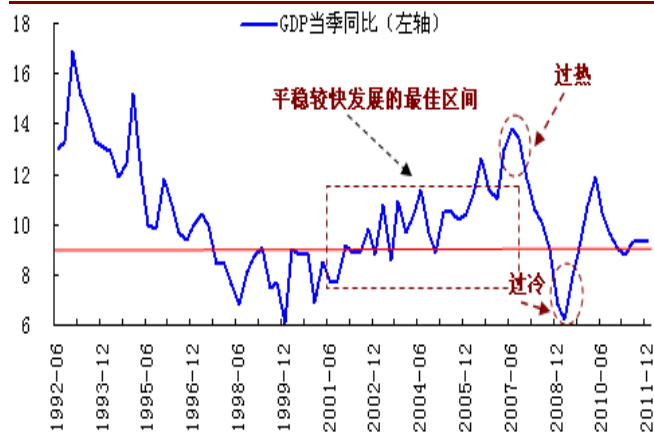


数据来源: WIND 山西证券研究所

1.2 2011 年二季度开始经济逐步回升

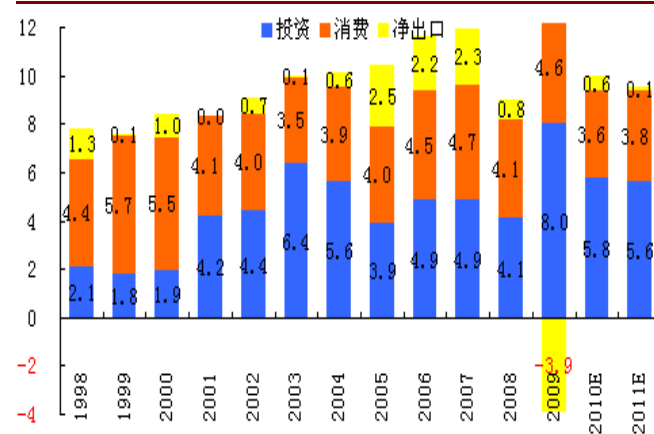
依照历史经验，按照 GDP 的季度增速，8%-11%为经济增长平稳较快发展的最佳区间，在这个范围外均为过冷或过热，根据目前的经济走势来看，2011 年季度 GDP 增速应该在 8%-9.5%区间范围，属于回归常态增长。

图 4：经济逐步恢复至平稳较快发展最佳区间



数据来源：WIND 山西证券研究所

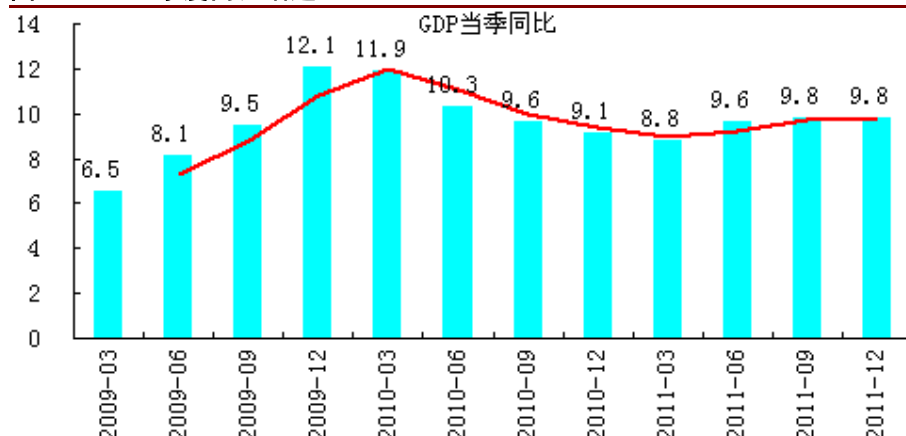
图 5：三驾马车拉动 GDP 增长回归常态



数据来源：WIND 山西证券研究所

我们预计 2011 年 GDP 全年增速 9.5%，季度增速前低后高；投资贡献率维持首位，出口略有拖累，消费继续保持平稳；预计固定资产投资增速维持 23%，出口增速 15%，消费增速 18%；CPI 3.5%，工业增加值 13%。经济增长方式将逐步由出口和投资双组合变为消费主导，投资保障的模式。战略新兴产业占 GDP 比重将逐步开始提高，服务业获得较大支持，区域间以西部大开发为主，中西部经济增速有望继续加快，协调区域之间的发展差异。

图 6：GDP 季度同比增速 (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

从季度增速来看，由于受到基数效应影响，2011 年一季度单季 GDP 增速可能跌破 9%，环比增速见底回升，由于制造业 PMI 领先指数仍处于景气度之上，而且逐月反弹，预计二季度 GDP 增速将有明显回升的趋势，三季度和四季度达到 9.8%的增长水平，全年呈现“V”型向上的走势。经济向上的主要动力在于库存回补和投资周期的恢复。

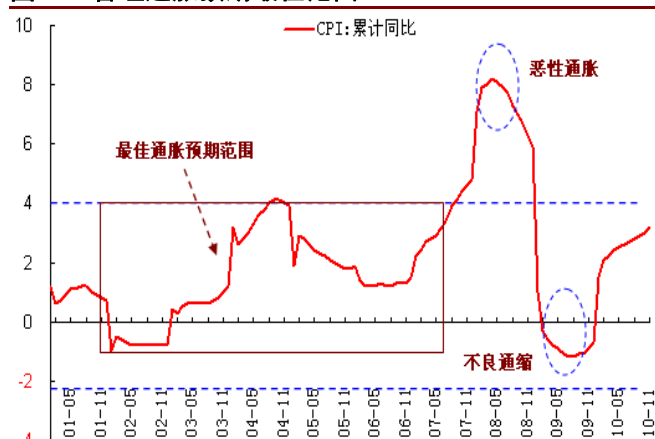
二. 2011 年通胀压力前高后低

2010 年通胀走势基本符合我们之前的判断，全年预计 3.2% 略微超出年初 3% 的管理通胀预期，今年的通胀表面因素是食品价格推动，背后的主要原因在于货币的推动，特别是 2009 年大量货币投放造成流动性泛滥。

2.1 货币和外部输入因素是本轮通胀的主要原因

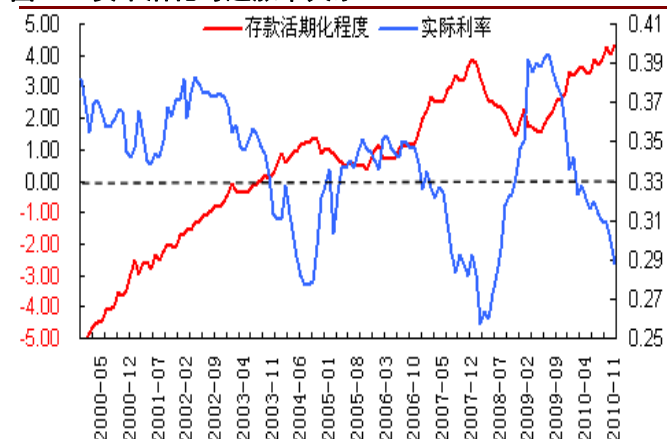
依照历史经验，通胀率位于 4% 以下，通缩率不超过 -1%，均属于最佳通胀预期范围，在这个范围内，央行加息压力不大，整个经济运行平稳。我们认为本轮通胀的主要因素还是货币因素，根据 M1 与 CPI 的关系，本轮通胀的高点将出现在明年的 3 月份左右，而产出缺口也印证剔除了食品和能源后的核心 CPI 并不高，未来产出缺口将维持低位，不会出现 2007 年之后的那种恶性的通货膨胀。

图 7：管理通胀预期最佳范围（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

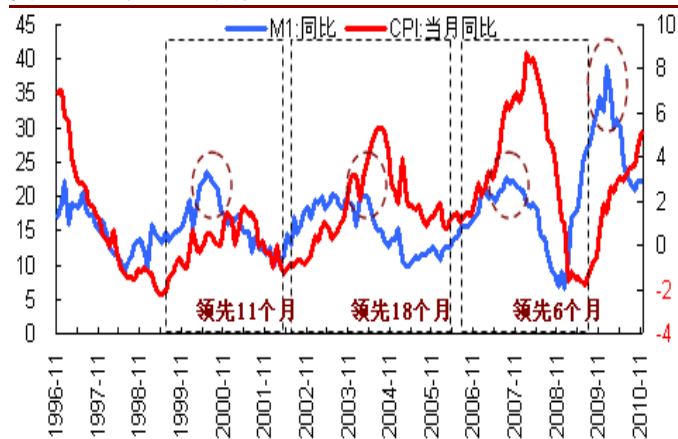
图 8：货币活化与通胀率关系（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

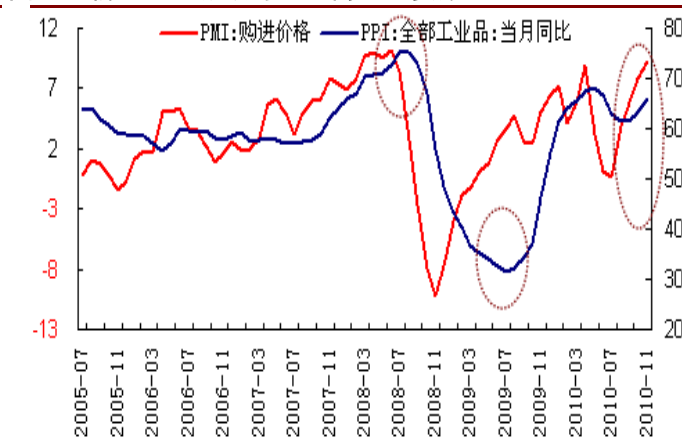
我们认为一旦实际利率为负，定期存款存在贬值压力，存款的活期化程度就会有所提高，反过来大量的储蓄资金会投向实体和虚拟经济，进一步促使投机炒作因素增加。输入型通胀是造成 PPI 高企的主要原因。

图 8：M1 货币因素推动 CPI 拐点不远（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 9：输入型通胀成为 PPI 高企主要原因（%）

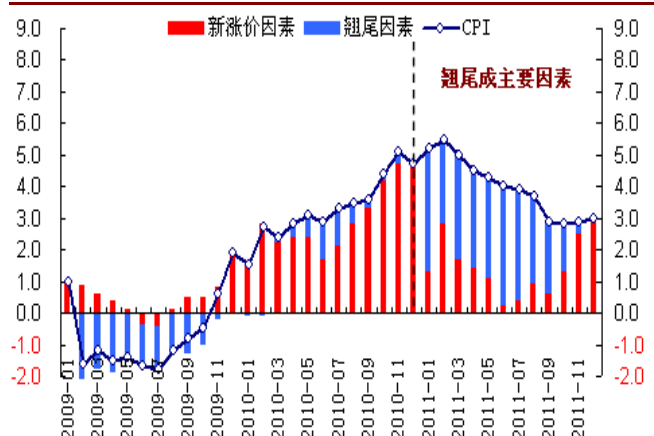


数据来源：WIND 山西证券研究所

2.2 翘尾是明年“前高”的主要因素

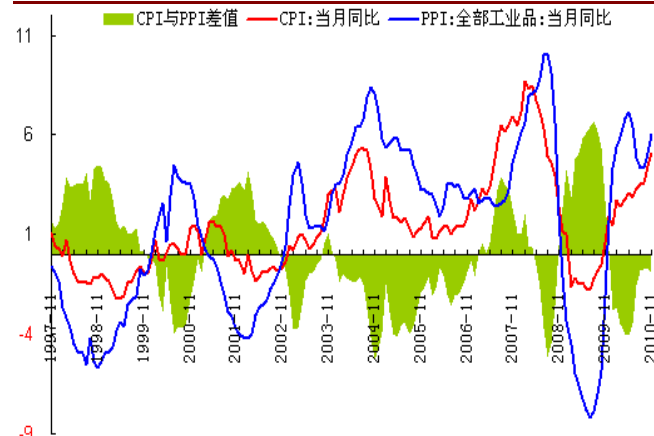
我们预计 2011 年 CPI 在 3.5% 左右，将会出现先扬后抑的走势，上半年主要是翘尾因素推动，下半年新涨价因素将逐步回落。由于加息主要针对通胀，考虑到现在仍然是负利率，我们预计最多还有 100BP 的加息空间。

图 10：翘尾因素对 CPI 走势影响 (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 11：CPI 与 PPI 差值或逐步扩大



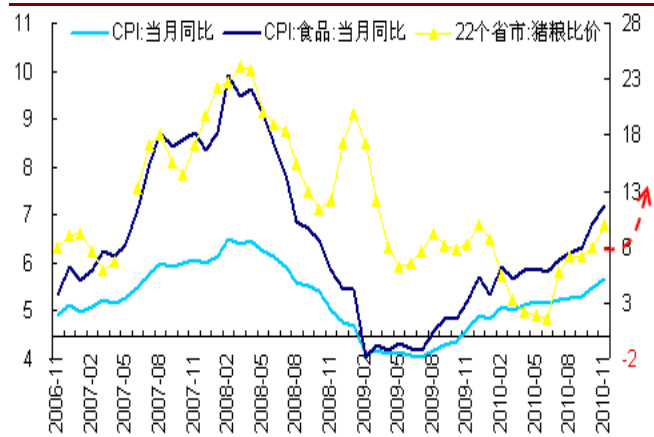
数据来源：WIND 山西证券研究所

2011 年第一季度翘尾因素达到 3% 左右水平，按照平均 1-2% 的新涨价因素计算，一季度单月 CPI 有可能维持在 5% 之上水平，随着翘尾因素的逐月减弱 CPI 呈现前高后低的走势。对于 PPI 来讲，我们认为主要取决于国际大宗商品价格的波动，而大宗商品价格又与美元指数成负相关关系，因此我们预计，2011 年 PPI 整体呈现前低后高走势，PPI 传导 CPI 情况将有可能在上半年体现，CPI 和 PPI 之差逐步扩大，中游行业盈利状况或有所缓解。

2.3 稳定粮食价格和要素价格改革成关键

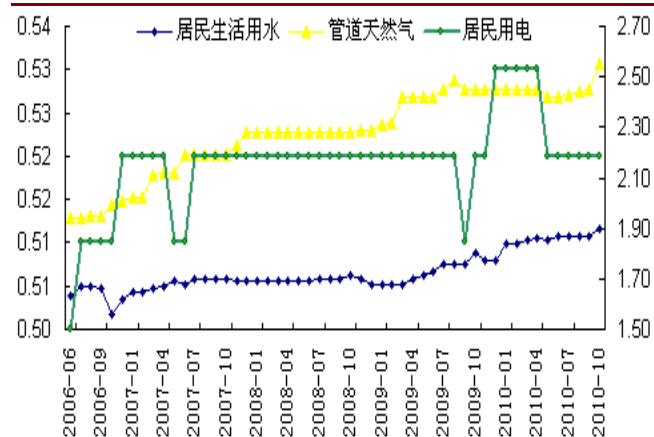
明年食品价格或仍然维持高位，但随着国家临时性价格管控措施的出台增速将有所回落，根据 2004 年和 2008 年上半年同类措施效果来看，一般在 4-6 个月后价格将有明显的下滑，最近一个月粮食价格已经出现回落。

图 12：食品和猪肉价格成主要因素 (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

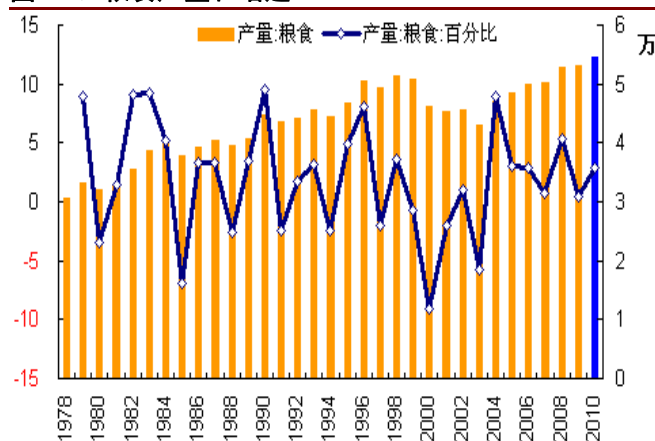
图 13：36 个城市居民服务价格 (元)



数据来源：WIND 山西证券研究所

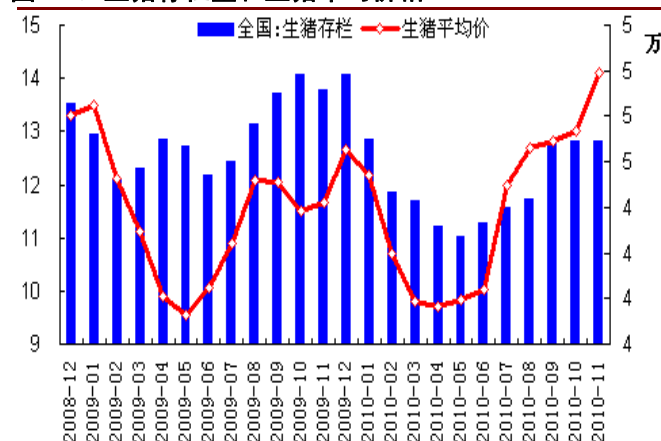
对于生产要素价格，我们认为这将是国家行政控制物价的主要手段，在 CPI 没有出现明显下降的预期之前，以水电燃气价格为代表的居民服务价格不会出现明显上升。但是如果以汽油为代表的市场化商品价格不断上升将增加生产要素价格上涨的压力。

图 14：粮食产量和增速



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 15：生猪存栏量和生猪平均价格



数据来源：WIND 山西证券研究所

2011 年控制粮食价格的主要政策手段就是一方面增加粮食供给，另一方面打击粮价炒作。我们认为由于 2010 年粮食产量已经创历史新高，连续 7 年增产，2011 年在不出现重大全国性灾害天气的情况下，粮食供应将有所保障。2008 年 CPI 大幅度上涨的另一因素就是猪肉价格，当年由于生猪存栏创新低，造成猪肉供需产生缺口，根据生猪存栏情况，我们预计 2011 年上半年猪肉供给充裕不会造成猪肉价格进一步上升。

三. 2011 年投资增速回归正常

2010 年固定资产投资逐月下滑，从去年的 30% 增速降到 25% 左右水平，计划开工和施工项目均大幅度下降，中央通过缩减或推迟 4 万亿投资项目，主动将投资稳定在历史平均水平，防止投资过热。

3.1 保障房助推房地产开发增速平稳

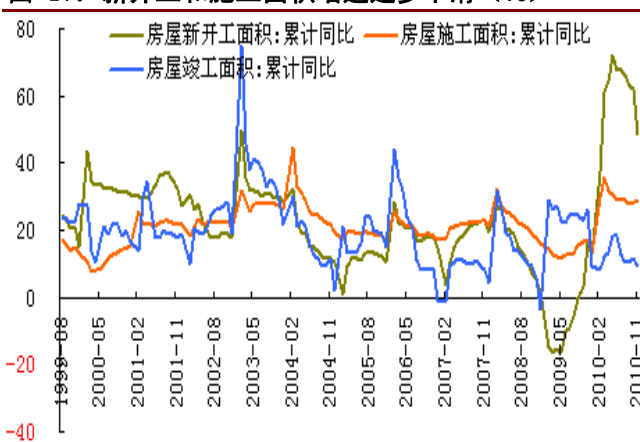
这期间房地产投资保持较高水平，主要在于补库存因素，随着房地产销售的迅猛下滑，明年商品房开发增速可能迅速下降，有可能会拖累固定资产投资，中央计划在 2011 年新开工 1000 万套保障性住房，比 2010 年的 580 万套大幅度增加，可以弥补商品房开发下滑的风险，拉动建筑投资增速。

图 16：房地产开发受补库存影响未回落



数据来源：WIND 山西证券研究所

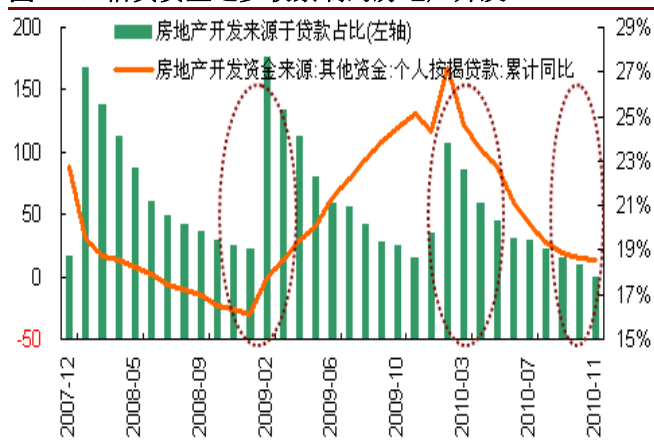
图 17：新开工和施工面积增速逐步下滑（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

受到房地产新政影响，2010 年房屋销量呈现快速下滑趋势，而由于房地产补库存因素的存在，使得房地产开发投资增速呈现逐步反弹的趋势，但是目前房地产开发景气指数已经开始持续回落，国家对于房地产开发贷款进行了限制和强化管理，房地产开发企业资金压力快速上升。我们预计 2011 年政府出面的保障房开工建设将推动新开工增速的反弹。

图 18：信贷资金逐步收紧制约房地产开发



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 19：房地产开发景气指数持续回落

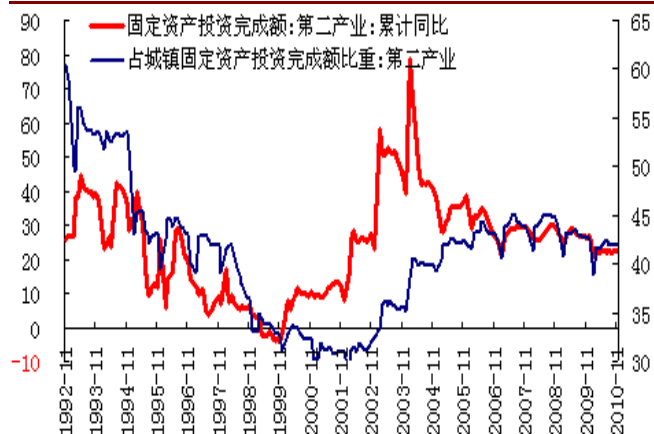


数据来源：WIND 山西证券研究所

3.2 制造业投资增速回归平稳

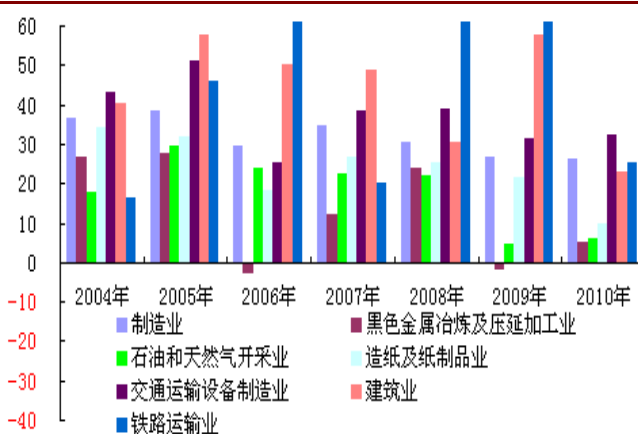
2010 年工业投资增速有明显回落，是拖累整个投资的重要因素，其中主要制造业行业投资增速均明显下滑，第二产业占固定资产投资比重也出现明显下降，新开工项目和新增额回落是制造业投资下滑的主要原因。

图 20：工业制造业占比较高导致增速恢复缓慢



数据来源：WIND 山西证券研究所

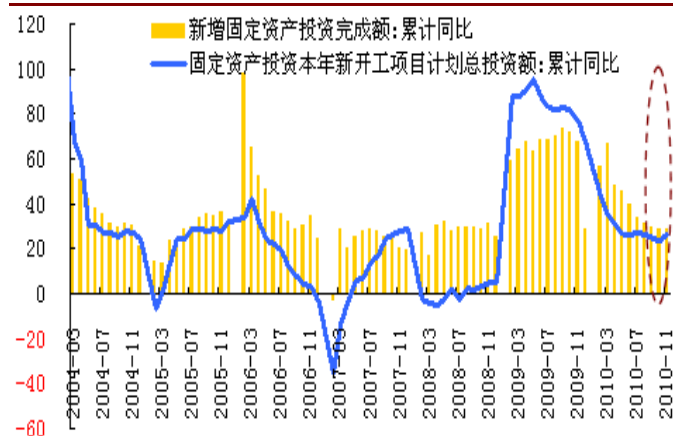
图 21：制造业主要行业投资增速（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

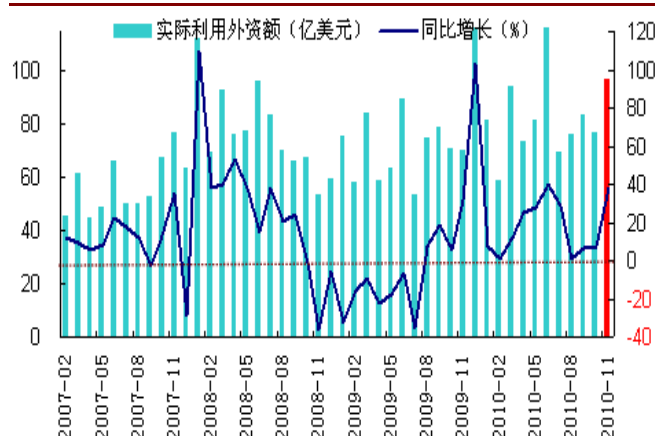
2010 年外商直接投资依然强劲，分行业来看，高端装备制造业、战略新兴产业和基础设施投资均有所增加。我们预计 2011 年制造业投资将有所恢复，各行业投资将呈现结构化差异，那些受到政策支持的行业如铁路、交运设备、建筑业投资将继续快速增长，而造纸、钢铁等受到节能减排调控目标影响，将继续缩减投资。根据主要工业行业出台的十二五规划来看，钢铁、水泥、有色等行业产能扩张将受到明显抑制，严控新上项目，而对于机械、新材料等行业投资将会继续增加。

图 22：新开工项目和新增额回落是主要原因



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 23：外商直接投资依然强劲



数据来源：WIND 山西证券研究所

表 1：主要行业十二五规划简要内容和目标

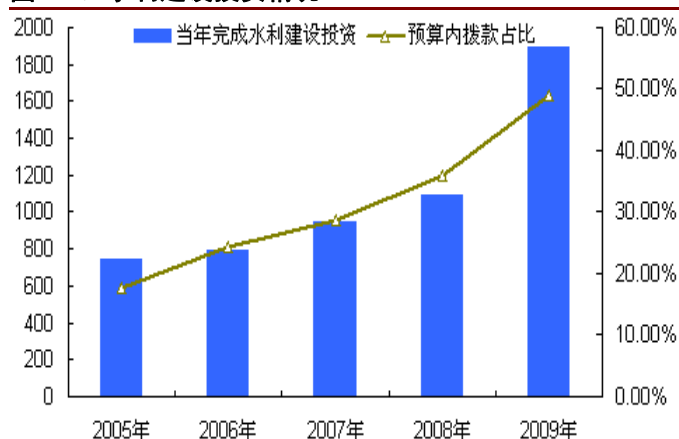
主要行业	十二五规划主要内容和目标
煤炭	“十二五”期间将优先建设大型现代化露天煤矿，到 2015 年，5000 万吨以上的特大型煤矿产量要占 65%以上，形成 20 个 1000-4000 万吨的大型企业集团。
钢铁	全国粗钢产量以满足内需为主，低速增长，不能保落后或低水平产能的市场；关键钢材品种自给率达到 95%以上；沿海沿江钢铁产能占全国比重达到 40%以上；具有先进水平的装备占主体装备的比例达到 70%以上；可控制的海外权益矿规模达到国内年进口矿总量的 40%。
水泥	“十二五”期间，水泥工业的发展方向将不再是以新增生产能力为主导，而将转向深层次的产业结构调整和产业优化升级。
有色	对铜、铝、铅、锌等十种有色金属产量进行总量控制，预期表观消费量会超过 4300 万吨，而国内总产能控制在 4100 万吨以内
电力	预计到“十二五”期末，我国电力装机容量将超过 14 亿千瓦。预计 2015 年之前，我国“以煤为主”的电力消费结构仍然很难改变
机械	攻克一批先进制造基础共性技术，形成较强的创新能力；形成以机床为代表的基础制造装备、大型自控及精密测量仪器的自主开发能力；形成汽车车身、发动机、关键零部件的自主开发能力，满足节能、环保、安全要求；基本解决农业现代化装备短缺的矛盾，主要田间作业设备基本立足国内；基本形成具有持续创新能力的科技、标准、质量支撑及服务体系，科技成果转化推广服务体系，整体科技水平显著提升，部分领域进入国际先进行列；形成适应市场需求的标准化管理体系，以一批重大技术装备为标志的数字化、网络化、智能化的产品标准体系，主要行业的相关国际标准采标率超过 90%；主要产品质量、可靠性基本达到发达国家水平，国产设备市场满足率达 90%，主要产品 90%以上按国际标准或国外先进标准组织生产，重点产品整体水平显著提高。力争用 10 年时间，机械工业产业整体步入世界产业强国之列，产品国际市场占有率位居世界前三位，在国际竞争中处于优势地位；战略性新兴产业装备成为新的增长点；关键基础件发展滞后于主机的被动局面明显改观；掌握主导产品的核心技术，拥有一批具有自主知识产权的关键产品和知名品牌，高端装备产量的占比提高到 15%以上，基本保障国民经济和国防建设的需要。
汽车	十二五末，中国汽车年产量将达到 3000 万辆，国内销售 2500 万辆，出口 500 万辆。2015 年，中国自主品牌汽车市场比例将进一步扩大，自主品牌乘用车国内市场份额超过 50%，其中自主品牌轿车国内份额超过 40%。2015 年，大型汽车企业应具备接近世界先进水平的自主产品平台开发能力。
建材	“十二五”末，我国建材加工制品业占全行业的比重将从目前的 20%-30%提升至 50%以上。以试点的形式推进建材供应业、建筑业和房地产开发业的“三业合一”，逐步实现建筑产业的部品化，将房屋建设由现场建造向工厂化制造转变，建筑施工作业将以现场施工作业为主转化为现场安装为主。
旅游	到 2015 年，国内旅游人数将达 33 亿人次，年均增长 10%；旅游业总收入年均增长 12%以上，旅游业增加值占全国 GDP 的比重提高到 4.5%，占服务业增加值的比重达到 12%。
石化	到 2015 年，我国化工新材料及配套的助剂、加工机械和模具制造等将形成 2600 亿产值的体系，届时化工新材料满足率争取达 65%。“十二五规划”期间，工程塑料、可降解类产品、有机硅、有机氟、高分子材料和特种碳纤维以及聚氨酯将得到发展。

数据来源：各行业协会 山西证券研究所整理

3.3 水利基建等基础投资或加速

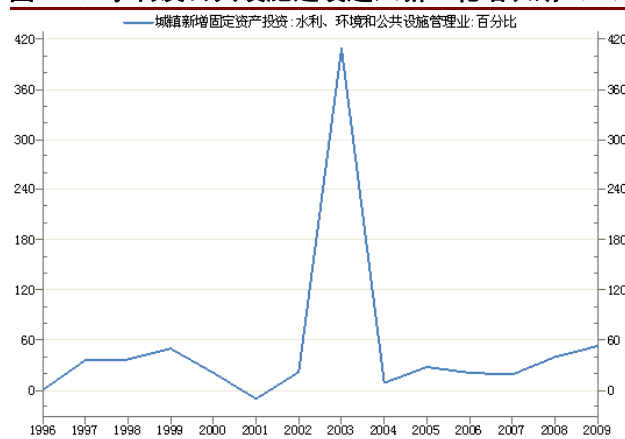
此外，根据各地和各行业的十二五规划，2011 年将是投资冲动较为强烈的一年，历次五年规划的开局之年，基础设施建设方面的投资增速均保持较快增长。因此，我们预计 2011 年固定资产投资增速将达到 23% 左右，对 GDP 增速拉动贡献 5.6 个百分点。

图 24：水利建设投资情况



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 25：水利及公共设施建设进入新一轮增长期（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

水利等公共设施建设投资在 2001 年时候进入了一个快速增长期，而近几年增速明显回落，根据水利建设的投资周期，加上十二五期间将加大相关投资力度，我们预计 2011 年水利建设将进入一个快速增长的阶段。根据高铁的投资规划，十二五期间四纵四横将进入高峰投资阶段，各地地铁、城铁建设也将进入一个密集开工期，基础设施投资建设将不逊于 2009 年。

图 26：中国高铁四纵四横步入建设高峰期



数据来源：WIND 山西证券研究所

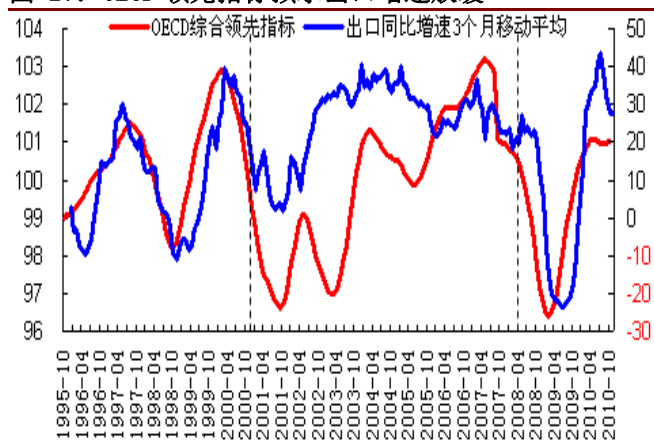
四. 2011 年出口增速回归均值

2010 年出口增速大大超出我们年初 15% 的判断达到 30% 水平, 主要原因在于去年基数较低和外部需求特别是库存回补和投资周期恢复较快所致, 特别是下半年单月出口额连创历史新高。

4.1 外需和基数效应导致出口增速回落

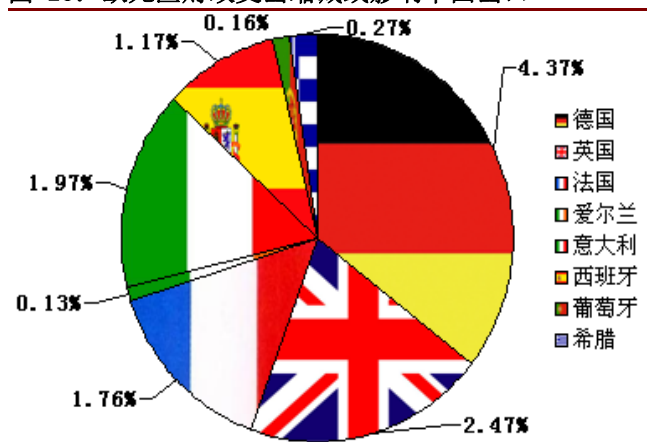
然而我们认为这种高增长难以延续, 很多领先指标已经出现了拐点, 如 OECD 综合领先指标已经开始连续下滑, 广交会秋季订单已经出现下滑, 那么 2011 年出口额将有可能明显下降。我们预计明年出口增速回落到 15%。

图 27: OECD 领先指标预示出口增速放缓



数据来源: WIND 山西证券研究所

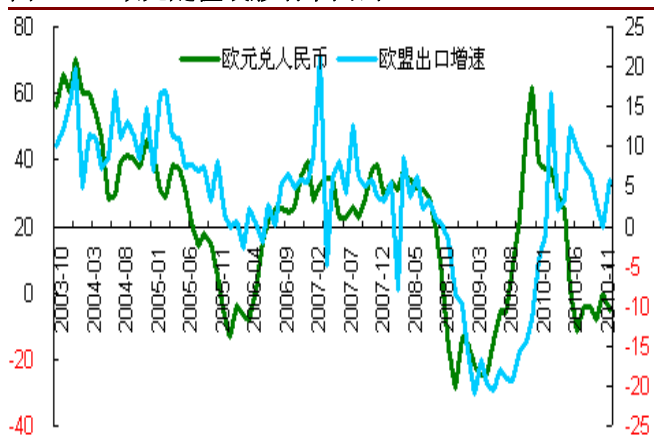
图 28: 欧元区财政支出缩减或影响中国出口



数据来源: WIND 山西证券研究所

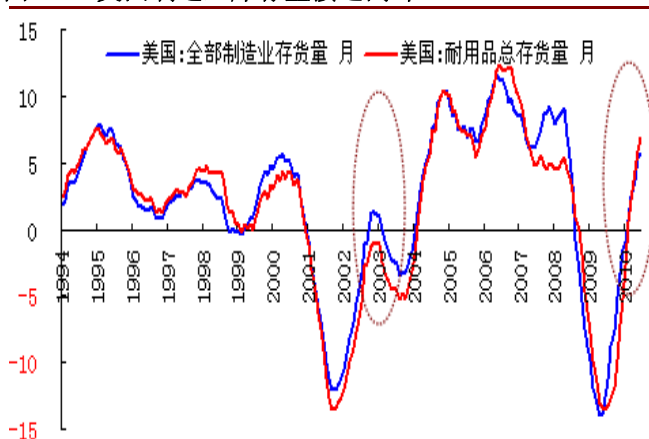
明年上半年出口下降的主要原因还在于欧洲债务危机持续恶化, 各国压缩财政支出所导致需求的下滑, 而下半年我们预期美国经济增速还有放缓的可能, QE3 有可能出台从而导致美元指数下滑, 人民币升值压力加重, 加之 2010 年下半年出口额较高基数效应将导致出口增速明显下滑。影响中国出口增速的另一重要原因是美国制造业投资和库存量基本上已经达到了本轮复苏周期以来的新高, 2011 年下滑将影响中国机电等重要商品出口。

图 29: 欧元贬值或影响中国出口



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 30: 美国制造业库存量接近高峰

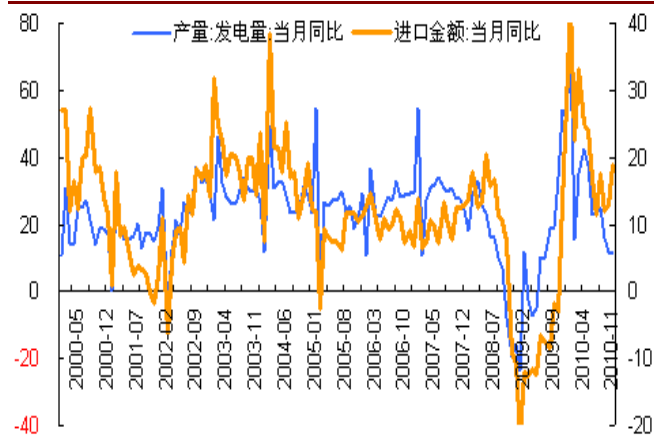


数据来源: WIND 山西证券研究所

4.2 进口增速有望保持高位

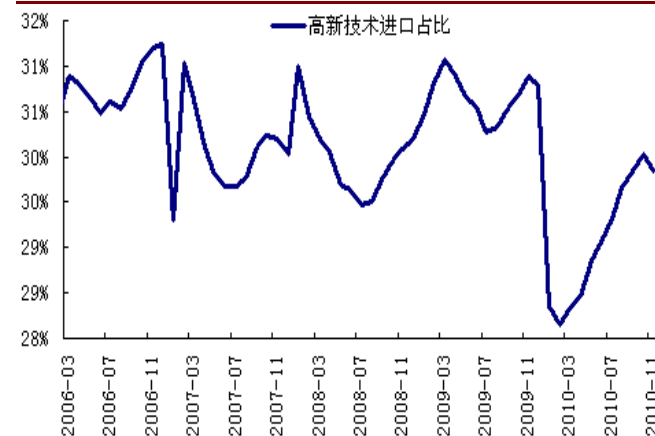
2010 年进口增速基本符合我们的预期，内需稳步上升是主要原因，但进口价格上涨因素影响较大，购进价格指数已经创出历史新高。明年进口增速预计在 20% 左右，随着经济增长环比逐季上升，内需因素将逐步成主导。

图 31：进口增速与发电量增速呈现正相关（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

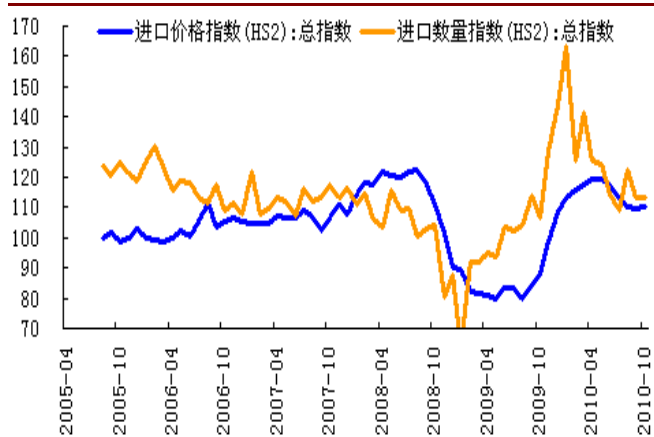
图 32：高新技术进口占比有进一步提升的空间



数据来源：WIND 山西证券研究所

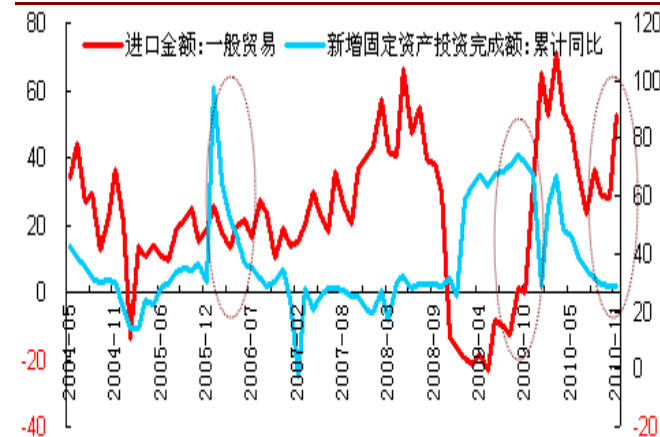
进口金额增速与工业增加值和发电量增速呈显著正相关关系，根据我们之前对于明年工业增长情况判断，进口增速将维持高位，其中原材料和高新技术进口将继续反弹，随着新增固定资产投资增速的恢复，进口数量因素贡献将逐渐增加。

图 33：进口数量因素逐渐贡献增加



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 34：投资增速反弹将助推进口增速维持高位

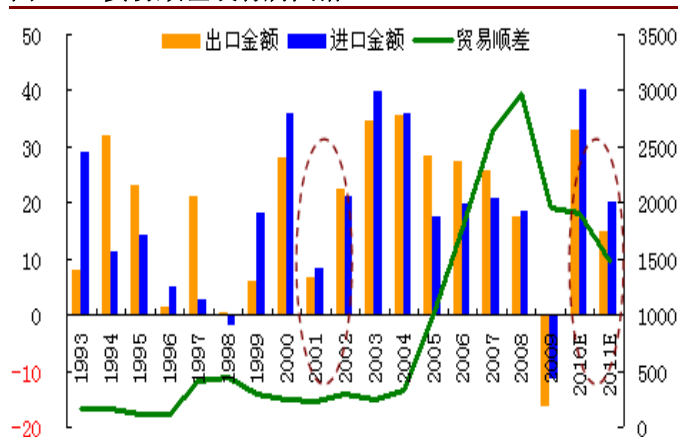


数据来源：WIND 山西证券研究所

4.3 顺差回落人民币升值压力前低后高

2010 年贸易顺差保持平稳，贸易平衡出现好转，我们预计 2011 年贸易顺差将逐步回落，净出口将逐步成为拖累 GDP 增速的因素，预计对 GDP 增速贡献为 0.1 个百分点。

图 35：贸易顺差或有所回落



数据来源：WIND 山西证券研究所

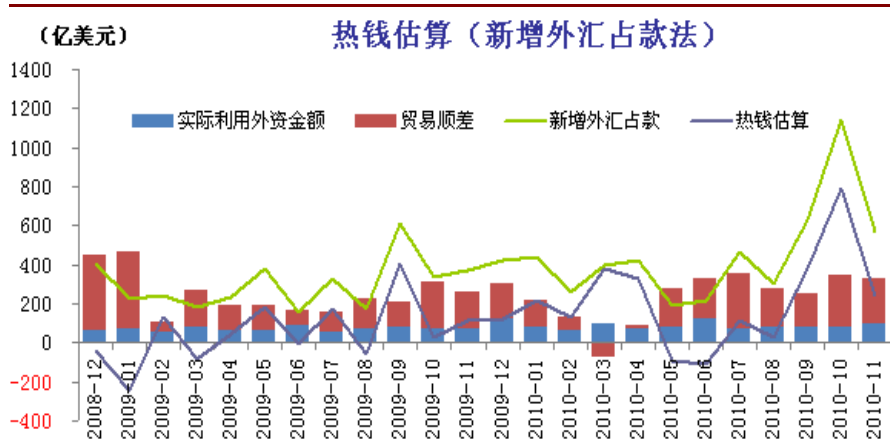
图 36：人民币汇率双向波动



数据来源：WIND 山西证券研究所

贸易顺差的回落，将减轻人民币升值的压力，从实际有效汇率来看人民币升值步伐已经有所开始放缓，人民币兑美元汇率也呈现双向波动的趋势，考虑到明年上半年顺差下降幅度较大，加之美元的走强，预计人民币升值幅度将明显得以放缓，热钱流入也预计有所放缓。

图 37：热钱估算（%）



数据来源：WIND 山西证券研究所

2010 年热钱流入呈现逐步加快的趋势，贸易顺差加大和外商投资加速是外汇占款增加的主要原因，但其中不可解释的热钱因素是推动外汇占款增加的另一重要原因，央行行长周小川也认同热钱可以获得无风险收益，这是获得投资和外汇储备的一定代价，但通过“池子”需要发挥维持经济稳定的作用，使整个外汇占款投放在总量上不会对经济产生负面影响。我们认为，明年将继续通过监管手段控制热钱流入和流出，以紧缩对冲泛滥。

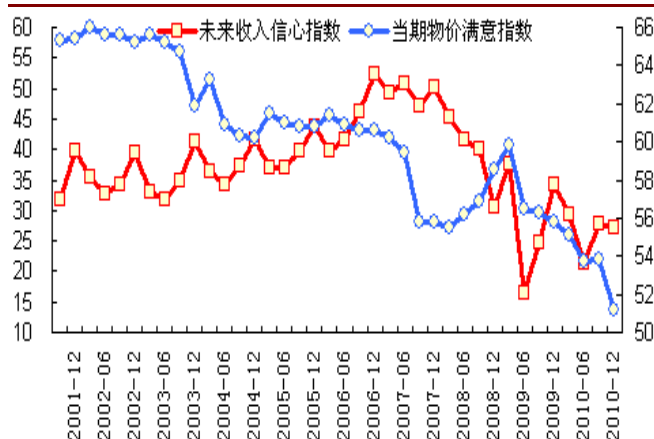
五. 2011 年消费继续平稳增长

2010 年消费增速保持平稳上升的趋势，基本达到我们年初 19%左右增速的判断，但随着通胀压力的增加，实际消费增速已经出现回落，我们认为今年消费高增长的主要原因在于政策的持续支持，家电下乡和汽车补贴政策带来了很好的刺激作用，销售量和销售额均逐步创新高。

5.1 消费预期存在隐忧

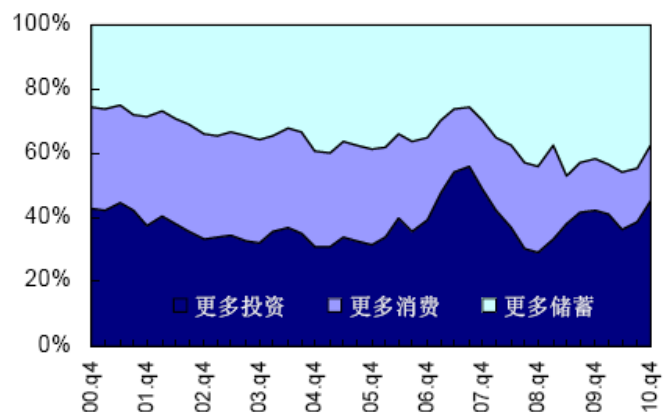
但根据央行居民根据央行储户问卷调查，四季度居民当期物价满意度、未来收入信心指数、就业感受指数和消费意愿均出现下降，这将不利于明年消费的增长。同时中央工作会议要求政府开支厉行节约，缩减一般性开支，政府公共消费部分可能在明年会受到限制。

图 38：居民收入信心降低和物价满意度达历史新低



数据来源：WIND 山西证券研究所

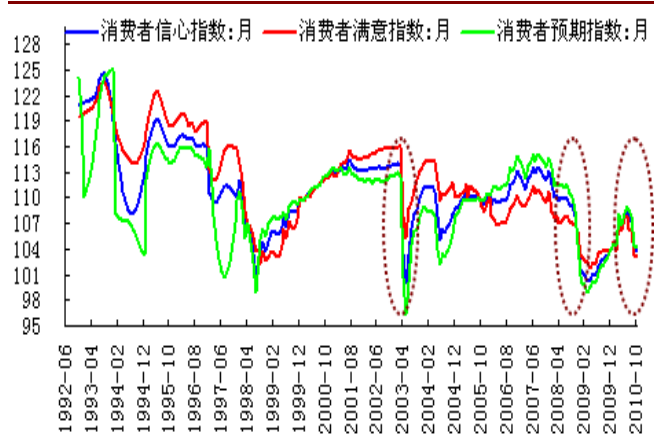
图 39：居民消费意愿降低



数据来源：WIND 山西证券研究所

由于通胀压力逐步增加，居民对于物价满意度也创历史新低，加之收入信心指数回落，居民消费意愿迅速下降，更多居民选择投资。消费者信心指数三季度以来也逐月下跌，尽管社会消费品零售总额名义增速仍在逐步增加，但剔除物价因素，实际消费增速已经开始连续下滑，这种背离情况在 2004 年和 2007 年下半年出现过，预示消费趋势不容乐观。

图 40：消费者信心指数逐步回落



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 41：实际消费增速下滑

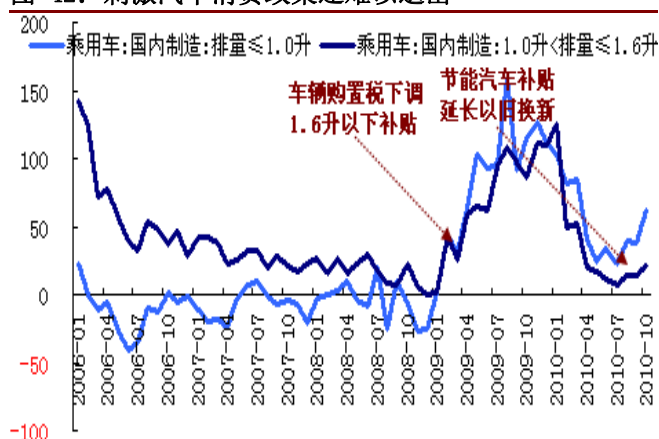


数据来源：WIND 山西证券研究所

5.2 刺激消费政策或难以退出

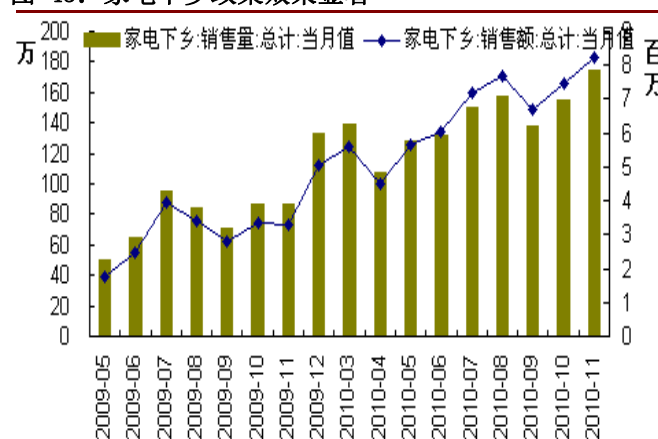
我们预计对于消费的刺激政策在明年仍将得以延续,特别是农村消费方面,建材下乡、服务下乡等政策将逐步出台,消费升级方面则继续推进旅游消费、金融消费等措施。我们预计明年消费增速 18%左右,消费对于 GDP 增长贡献或达到 3.8 个百分点。

图 42: 刺激汽车消费政策还难以退出



数据来源: WIND 山西证券研究所

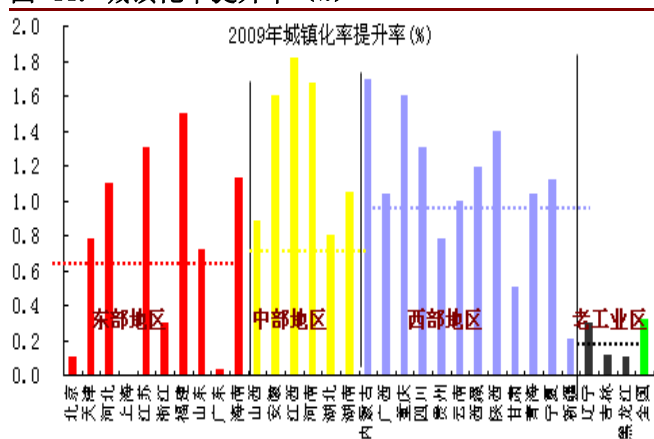
图 43: 家电下乡政策效果显著



数据来源: WIND 山西证券研究所

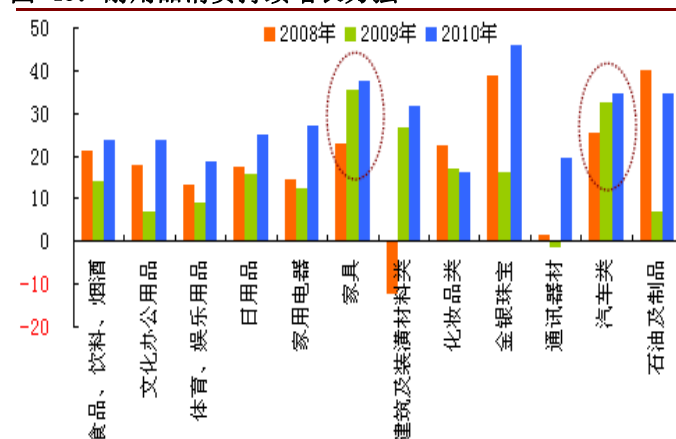
考虑到目前消费存在下滑的趋势,我们认为以汽车、家电为代表的耐用消费品消费刺激政策在 2011 年还难以退出,两个行业涉及的相关上下游影响仅次于房地产,预计汽车消费增速仍然能够保持 15%左右,家电销售增速保持在 30%以上,城镇化的不断提升是推动农村消费的重要因素,从 2009 年各省城镇化率提升水平来看,中西部地区特别是西部地区提升幅度最大,相应这些地区消费增速也最快。分产品来看,连续三年保持消费正增长的仅有家具和汽车类耐用品,说明消费升级已经在进行,而以金银珠宝和食品饮料类可选消费品增速表现好于去年,这类商品具有抗通胀属性。我们预计 2011 年以旅游、传媒为代表的时尚消费将进一步加快,以消费信贷和保险为代表的金融消费也将得以快速发展。

图 44: 城镇化率提升率 (%)



数据来源: WIND 山西证券研究所

图 45: 耐用品消费持续增长力强



数据来源: WIND 山西证券研究所

表 2：中国宏观经济月度数据一览表

日期	09-11	09-12	10-01	10-02	10-03	10-04	10-05	10-06	10-07	10-08	10-09	10-10	10-11
工业生产													
工业增加值	19.2	18.5		12.8	18.1	17.8	16.5	13.7	13.4	13.9	13.3	13.1	13.3
重工业增加值	22.2	21.4		7.5	20.0	19.4	17.8	14.5	13.3	14.2	13.4	13.2	13.6
轻工业增加值	12.6	9.7		15.2	13.4	14.1	13.6	12.0	13.5	13.1	13.0	12.9	12.7
PMI													
CFLP-PMI	55.2	56.6	55.8	52.0	55.1	55.7	53.9	52.1	51.2	51.7	53.8	54.7	55.2
汇丰银行 PMI	55.7	56.1	57.4	55.8	57.0	55.2	52.7	50.4	49.4	51.9	52.9	54.8	55.3
消费													
社会消费品零售总额	15.8	17.5		22.1	18.0	18.5	18.7	18.3	17.9	18.4	18.8	18.6	18.7
城镇	16.5	18.6		23.1	18.5	18.9	18.9	18.7	18.2	18.8	19.1	18.9	19.0
投资													
城镇固定资产投资	32.1	30.5		26.6	26.4	26.1	25.9	25.5	24.9	24.8	24.5	24.4	24.9
房地产开发投资	17.8	16.1		31.1	35.1	36.2	38.2	38.1	37.2	36.7	36.4	36.5	36.5
外商直接投资													
实际利用金额(亿美元)	70.23	121.4	81.29	58.96	94.18	73.46	81.3	125	69.24	76.02	83.84	76.3	97.04
同比增长率	31.97	103.1	7.79	1.08	12.08	24.69	27.4	39.6	29.2	1.38	6.14	7.86	38.17
外贸													
出口	-1.2	17.7	21.0	45.7	24.3	30.5	48.5	39.2	38.8	34.4	25.1	22.9	34.9
进口	26.7	55.9	85.5	44.7	66.0	49.7	48.3	34.1	22.7	35.2	24.1	25.3	44.5
贸易盈余(亿美元)	190.3	184.3	141.6	76.1	-72.4	16.8	195.33	200.3	287.3	200.36	168.74	271.48	228.9
物价指数													
居民消费价格指数	0.6	1.9	1.5	2.7	2.4	2.8	3.1	2.9	3.3	3.5	3.6	4.4	5.1
工业品出厂价格指数	-2.1	1.7	4.3	5.4	5.9	6.8	7.1	6.4	4.8	4.3	4.3	5.0	6.1
财政													
财政收入	32.6	55.8	41.2	20.4	36.8	34.4	34.4	27.6	25.7	23.6	22.4	21.5	16.1
财政支出	20.9	17.1	-13.2	29.66	18.3	9.8	9.8	17.0	16.9	19.2	20.6	22.3	27.3
货币供应													
M0	14.99	11.77	-0.79	21.98	15.81	15.76	15.20	15.7	15.5	16.0	13.8	16.6	16.3
M1	34.63	32.35	38.96	34.99	29.94	31.25	29.90	24.6	22.9	21.9	20.9	22.1	22.1
M2	29.74	27.68	25.98	25.52	22.50	21.48	21.00	18.5	17.6	19.2	19.0	19.3	19.5
金融机构存款	28.19	28.21	27.26	24.97	22.11	21.95	21.95	19.0	18.5	19.6	20.0	19.8	19.6
金融机构贷款	33.79	31.74	29.31	27.23	21.81	21.96	21.00	18.2	18.4	18.6	18.5	19.3	19.8
1 年期存款利率	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.50	2.50	2.50
1 年期贷款利率	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.56	5.56	5.56
美元兑人民币	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.79	6.77	6.81	6.70	6.65	6.67

数据来源：Wind 山西证券研究所

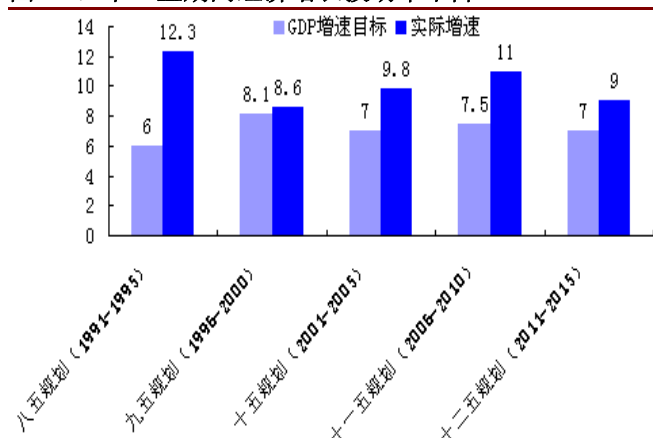
六. 2011 年宏观经济政策审慎灵活

中央经济工作会议对于明年宏观政策的基调是“转方式调结构保民生，采取积极稳健审慎的宏观政策”。调整经济结构和转变经济发展方式仍然是明年经济工作的重要任务，政策取向上仍然偏重积极财政政策，由于存在物价调控压力，货币政策转为稳健，但考虑到明年较为复杂的国际宏观形势，整个政策将更具有审慎灵活性。周小川行长也表态，适时适度的调整货币政策，采取宏观审慎的政策从系统性角度防范金融风险，我们理解为央行在紧缩货币的时候会考虑全局的经济风险，而不是如同 08 年一味地为控制通胀而忽视经济下滑和国际金融危机风险。

6.1 十二五开局之年需要政策维持稳定

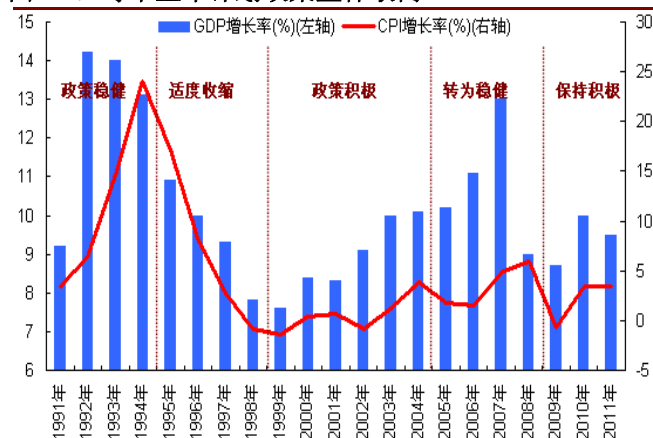
十二五期间经济增长波动将有所收窄，稳定增长将是主基调，在这个背景下和前几个五年计划相比，采取稳健的政策更为合适。

图 46：十二五期间经济增长波动率下降



数据来源：WIND 山西证券研究所

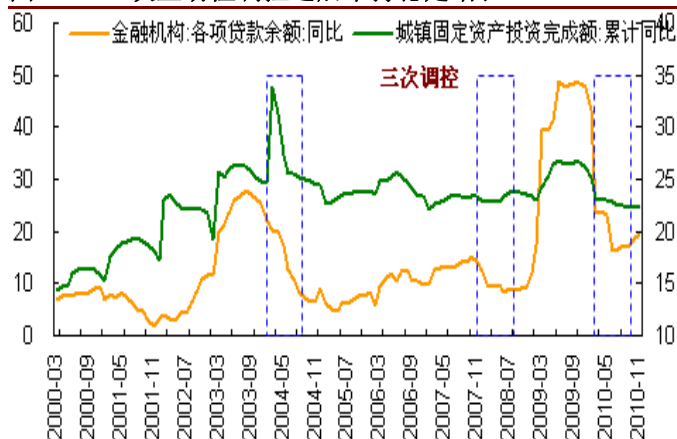
图 47：每个五年计划政策整体取向



数据来源：WIND 山西证券研究所

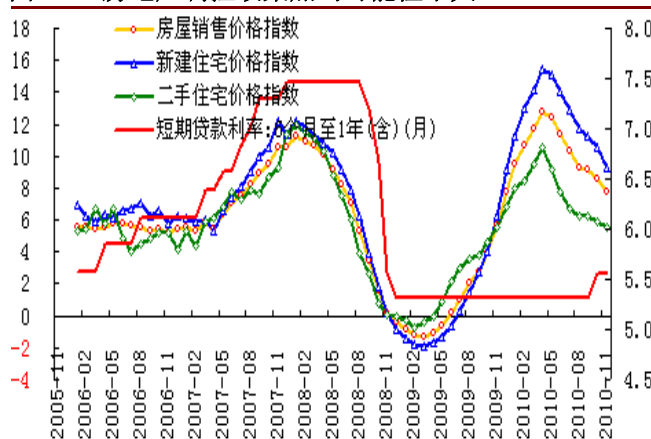
经过本轮主动性调控之后，投资增速和信贷增速已经明显回落至历史平均水平，以房地产行业为代表的过热产业也再次经历了史上最严格的调控，在这个背景下，房屋价格已经出现回落，调控继续加码的空间已经不大。

图 48：三次主动性调控之后维持稳定增长



数据来源：Goldman 山西证券研究所

图 49：房地产调控政策加码可能性不大



数据来源：WIND 山西证券研究所

2011 年宏观调控回归稳健，是保障经济稳定增长的主要思路，同时采取审慎灵活的策略思路，可以应对各种“意外”情况发生。我们认为“稳健审慎”有可能是整个“十二五”期间的政策导向，只要不再发生全球性的金融危机，调整结构、加快转型将是主要政策思路，而积极的财政政策是实现的重要手段，稳健而审慎灵活货币政策与之相配合。

表 3：中央经济工作会议下一年经济工作重点任务对比

2008 年	2009 年	2010 年
一、加强和改善宏观调控，实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。	一、提高宏观调控水平，保持经济平稳较快发展。	一、加强和改善宏观调控，保持经济平稳健康运行。
二、巩固和发展农业农村经济好形势，保障农产品有效供给、促进农民持续增收。	二、加大经济结构调整力度，提高经济发展质量和效益。	二、推进发展现代农业，确保农产品有效供给。
三、加快发展方式转变，推进经济结构战略性调整。	三、夯实“三农”发展基础，扩大内需增长空间。	三、加快经济结构战略性调整，增强经济发展协调性和竞争力。
四、深化改革开放，完善有利于科学发展的体制机制。	四、深化经济体制改革，增强经济发展动力和活力。	四、完善基本公共服务，创新社会管理机制。
五、着力解决涉及群众利益的难点热点问题，切实维护社会稳定。	五、推动出口稳定增长，促进国际收支平衡。	五、加大改革攻坚力度，推动经济发展方式转变。
	六、着力保障和改善民生，全力维护社会稳定。	六、坚持互利共赢的开放战略，拓展国际经济合作空间。

数据来源：新华社 山西证券研究所

表 4：加快经济结构战略性调整，增强经济发展协调性和竞争力的主要内容

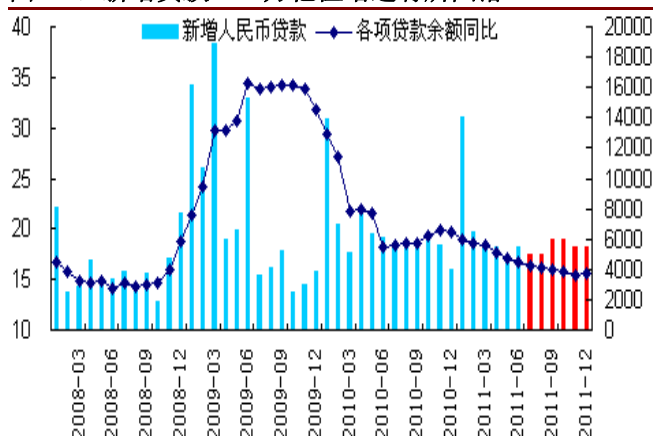
调结构主要内容	我们的观点
要调整优化需求结构，增强消费拉动力，重点提升居民消费能力、改善居民消费条件、培育新的消费热点；以优化投资结构为重点，提高投资质量效益； 做好应对国际金融危机冲击一揽子计划与“十二五”前期投资项目衔接工作；严控投资产能过剩行业，防止新的低水平重复建设。	消费仍将为政策支持的重点。 投资结构调整，以十二五投资 为备选应对外部危机冲击。
要调整优化产业结构，提升产业核心竞争力；加快改造提升传统制造业，培育一批适应市场需要、拥有核心技术、重视创新、机制灵活的优势企业和产业，提高产业集中度；加快壮大服务业规模，全面提高服务业特别是现代服务业发展水平；切实强化企业在技术创新中的主体地位，推进产学研紧密结合，扎实发展战略性新兴产业。	产业结构优化升级，特别是传统制造业升级，提高产业集中度，技术创新为主导，发展战略新兴产业。
要强化节能减排和应对气候变化，大力发展绿色经济，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，健全激励和约束机制，增强企业和全社会节能减排内生动力；加强重点节能工程建设，大力发展循环经济和环保产业，加快低碳技术研发应用；加强重点流域、区域、行业污染治理，加快建立生态补偿机制；落实控制温室气体排放行动目标，积极开展应对全球气候变化国际合作。	节能减排任务不松懈，促进新能源和低碳经济发展，环保方面以市场和政府调控为主，或通过资源税等方式补偿生态，节能环保行业继续受到支持。
要统筹国土空间开发利用，增强区域发展协调性，坚持把深入实施西部大开发战略放在区域发展总体战略优先位置，全面振兴东北地区等老工业基地，大力促进中部地区崛起，积极支持东部地区率先发展，加大对革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区扶持力度；加快制定法律法规、配套政策、考核体系，确保国家主体功能区规划落到实处。要积极稳妥推进城镇化，合理确定大中小城市和小城镇的功能定位、产业布局、开发边界，形成基本公共服务和基础设施一体化、网络化发展的城镇化新格局。	西部大开发将成为 2011 年发展的重点优先战略，特别是边疆地区。同时协调中东部和东北地区发展。以提升公共服务和基础设置一体化、网络化促进城镇化发展。

数据来源：新华社 山西证券研究所

6.2 货币政策：宽信贷紧货币

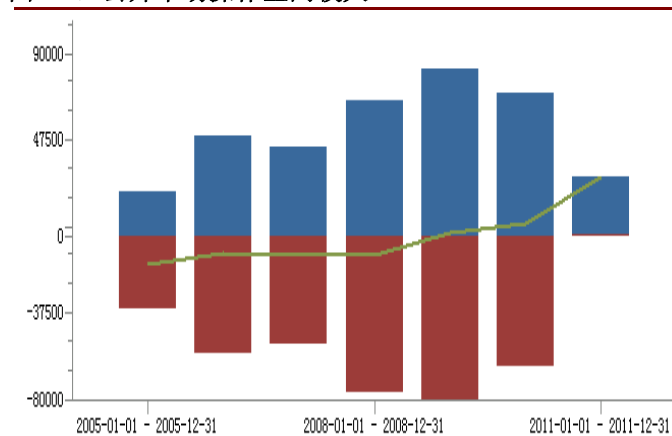
2010 年新增信贷预计达到 7.8 万亿，已经超过年初 7.5 万亿的目标，我们预计 2011 年新增信贷 7 万亿，考虑到投资的持续增加和积极的财政政策，预计最终新增信贷要超过 7 万亿，在节奏方面仍然遵循 3：3：2：2 的季度投放安排，但全年信贷余额同比增速或回落到 14% 左右水平。

图 50：新增贷款 7.5 万亿但增速有所回落



数据来源：WIND 山西证券研究所

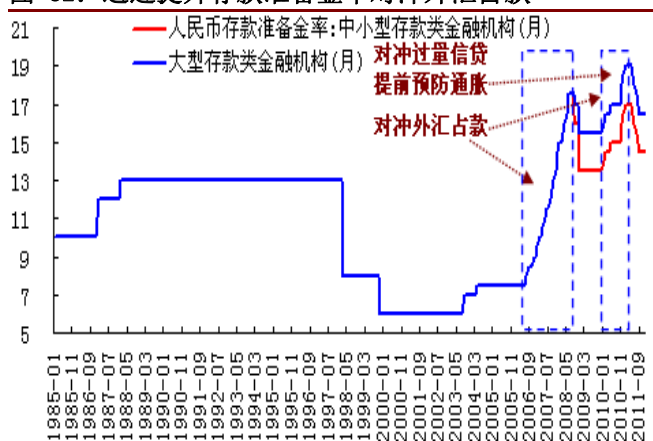
图 51：公开市场操作空间较大



数据来源：WIND 山西证券研究所

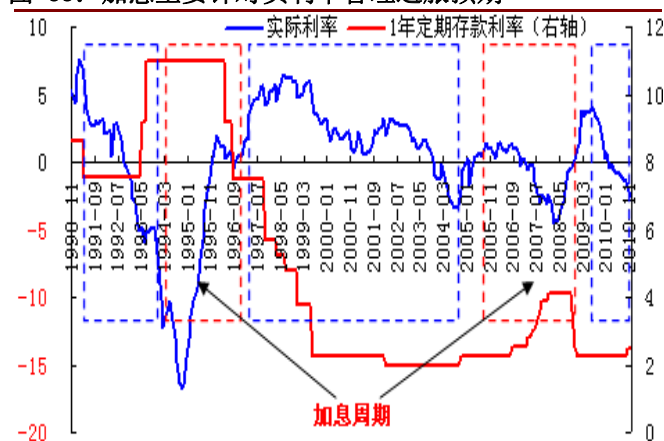
今年广义货币供应增速 M2 呈现逐月下滑的趋势，但最低值也为 19% 左右，仍然高出历年的平均值，由于影响 M2 的主要因素为新增信贷和外汇占款以及央票投放，我们预计明年新增外汇占款 3 万亿，央票到期 2.6 万亿，货币供应较为充裕，为提高存款准备金率提升带来了较大的空间。从节奏上来看，M2 增速将回落到 16% 左右，全年呈现先抑后扬的走势，流动性前紧后松，整体仍较为充裕。

图 52：通过提升存款准备金率对冲外汇占款



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 53：加息主要针对负利率管理通胀预期



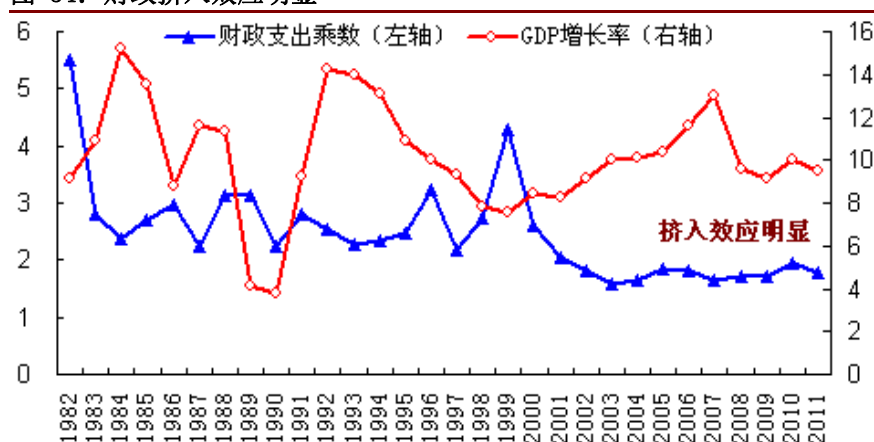
数据来源：WIND 山西证券研究所

2010 年六次上调存款准备金率和一次加息，我们认为前者主要是为了对冲过量信贷和外汇占款，后者主要是为了应对超预期的通胀压力。由于目前央票利率倒挂，2011 年提高存款准备金率仍将是主要收紧货币的手段，由于明年预期通胀前高后低，因此加息频率不会很多，预计最高提升 100bp。

6.3 积极财政政策是经济软着陆的安全阀

从 2009 年起，以财政赤字率来计算的财政政策扩张度就一直保持积极的水平，即赤字占 GDP 的水平在 2% 以上，在 1999 年到 2003 年期间财政政策均保持积极，随后五年保持稳健，当经济预期增速在 9% 左右时，财政政策往往积极，而当经济逐步偏热时往往保持稳健甚至适度紧缩

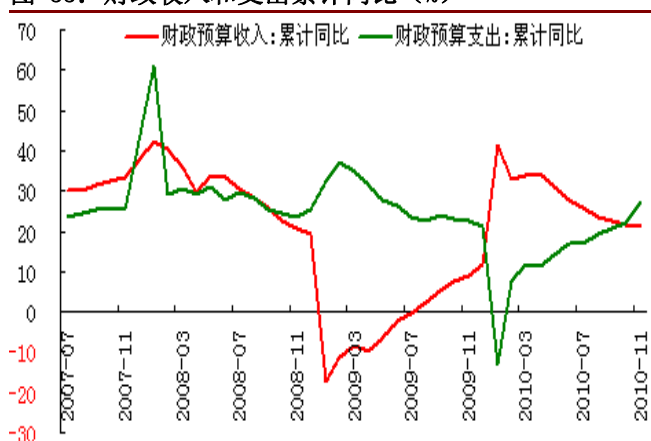
图 54：财政挤入效应明显



数据来源：WIND 山西证券研究所

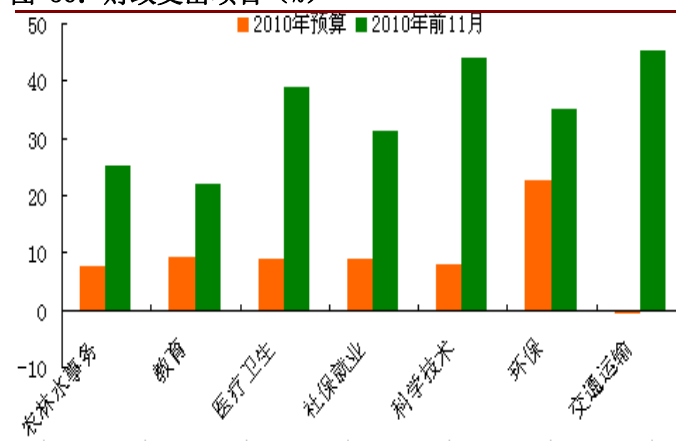
我们预计 2011 年财政赤字 9500 亿元，与 2010 年不同的是财政政策则强化积极财政的重要作用，特别是对于调整经济结构和调节收入分配发挥重要的作用。一方面保持财政收入稳定增长，我们预计将加强税收体制改革，资源税、房产税等逐步推广，增值税改革（取消营业税等）；另一方面，优化财政支出结构，压缩一般性支出，在政府“消费”方面厉行节约，防止过度盲目投资。从财政支出的导向上来看，我们认为将重点加强农村基础设施建设，特别是把水利建设作为重点。

图 55：财政收入和支出累计同比 (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 56：财政支出项目 (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

从财政收入和支出增速来看，2011 年支出将超越收入增速，类似 2009 年的积极财政期间，从支出项目来看仍然以农林水事务、教育医疗、科技投入以及环保为主。

6.4 区域刺激经济政策偏向中西部

2010 年区域振兴多以综合配套改革实验区的形式出台，目前有《山西国家资源型经济转型综合配套改革试验区》和《成渝经济区区域规划》货币，政策逐步倾向中西部区域，今年前三季度 GDP 和固定资产投资增速双双保持前列的均为中西部省份，这些省份的十二五规划也基本上以投资和承接产业转移升级为主，我们看好转型和升级类的区域如山西和安徽。

图 57：各省份 GDP 和投资增速（%）

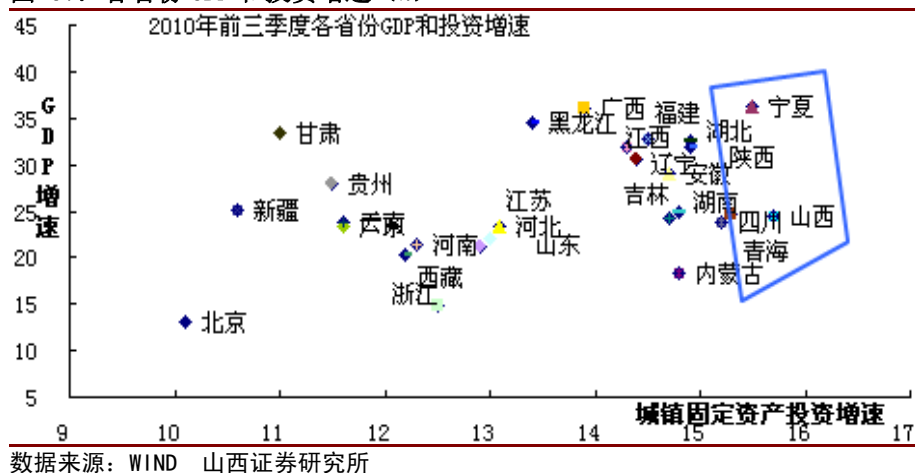


表 5：各省份十二五规划简要内容和目标

省份	十二五规划主要内容
山西	GDP 年均增长 13%，GDP 总量力争达到 17000 亿元，努力实现翻番，财政收入年均增长 15%，财政总收入达到 3400 亿元，一般预算收入达到 1800 亿元，实现翻番，全社会固定资产投资年均增长 20%，投资总量力争超过 5 万亿元，年均投资达到 1 万亿元，工业增长年均增长 15%，城乡居民收入实现翻番，城镇居民收入超过 9000 元。
内蒙古	综合经济实力大幅提升，预计地区生产总值由 2005 年的 3905 亿元增加到 2010 年的 11600 亿元，地方财政总收入由 335 亿元增加到 1680 亿元，固定资产投资五年累计完成近 3 万亿元。经济结构调整取得重大进展，三次产业结构由 2005 年的 15.1：45.5：39.4 演进为 2009 年的 9.6：52.4：38，总体上完成了由农牧业主导型向工业主导型的转变。
安徽	将充分发挥皖江城市带承接产业转移示范区的龙头作用，同时继续实施工业强省、东向发展、大力促进自主创新和技术进步、加快中心城市和城市群发展、实施城乡统筹发展、坚持可持续发展六大战略，使经济建设、生态建设、社会建设、文化建设迈向更高水平。安徽省 2009 年 GDP 已经突破了一万亿元，在此基础上，安徽省将“十二五”的总量目标定位为“在 2009 年的基础上再增加一万亿元”。
新疆	“十二五”期间新疆 GDP 年均增幅不低于 12%。大力实施全方位开放战略，进一步加大改革开放力度，大力推进新型工业化、农牧业现代化和新型城镇化，“全方位开放”的着力点主要是“向西”。
湖北	一是继续全面实施“两圈一带”战略，建设中部地区乃至全国性的重要先进制造业基地、高新技术产业基地、自主创新示范基地、优质农产品加工基地、现代物流基地和综合交通运输枢纽；二是实现经济平稳较快发展，经济增长速度预期目标 10%，确保到 2020 年实现人均生产总值翻两番；三是推进经济结构调整，明显增加服务业和高技术产业在 GDP 中的比重。
湖南	优化提升环长株潭（3+5）城市群、加速崛起湘南、扶持发展大湘西的要求，推进区域经济发展，建立健全区域协调发展机制，发挥区域比较优势，实现区域优势互补、共同发展。
上海	根据国家对上海的战略定位和要求，到二〇二〇年上海要基本建成与我国经济实力和国际地位相适应、具有全球资源配置能力的国际经济、金融、贸易、航运中心，基本建成经济繁荣、社会和谐、环境优美的社会主义现代化国际大都市，为建设具有较强国际竞争力的长三角世界级城市群作出贡献。
河北	一圈，即加快建设环首都经济圈。一带，即加快建设沿海经济隆起带。一区，即加快发展冀中南经济区。一批，即加快培育一批千亿元级工业聚集区和大型企业集团。
四川	预计生产总值年均增长 12%左右，2015 年人均生产总值达到 3.6 万元左右，进入中等收入地区，与全国的差距进一步缩小。财政收入稳步增长，经济增长的质量和效益不断提高。投资持续增长，消费逐步提高，预计全社会固定资产投资 5 年累计达到 8 万亿元以上，社会消费品零售总额累计达到 5 万亿元以上，形成投资消费协调拉动经济增长的格局。

数据来源：各省发改委 山西证券研究所整理

6.5 战略新兴产业十二五规划是看点

国务院提出到 2015 年战略性新兴产业增加值占国内生产总值（GDP）的比重力争达到 8%左右，2020 年达到 15%，目前占比不到 2%，也就是说未来几年将会有 10 万亿左右的产值规模增长空间。这七大战略新兴产业，重点不单单在于“新兴”上，关键在于“战略”之上，我们认为这几大行业事关中国经济转型的方向和未来综合竞争力，以高端装备制造中的高铁技术为例，经过几年的快速发展，已经完成了进口替代任务，甚至开始输出国外。因此，国家政策势必加强这方面的支持和投入。

对于 2011 年，我们更看好节能环保产业的发展，根据相关规划，十二五节能减排任务依然较重，各“三高”行业均面临减排节能压力，不能如同十一五期间，将减排未完成的任务放置到最后时期，导致拉闸限电等非市场化的行政干预。

表 6：战略新兴产业细分和政策支持

七大战略新兴产业	细分主要行业	相关政策支持及十二五规划
节能环保	居民生活照明、家电	《节能环保产业规划》分为节能产业，环保产业和资源的循环利用三个方面。在节能产业方面，主要方向是发展高效节能技术和装备，包括锅炉窑炉、电机及拖动设备、余热余压利用装备、节能监测技术和装备，重点示范稀土永磁无铁芯电机、基于吸收式换热的新型热电联产集中供热技术等。同时，《规划》中亦关注高效节能产品及推动节能服务产业的发展。《规划》将推动节能服务公司为用能单位提供节能诊断、设计、融资、改造、运行等一揽子服务，并以节能效益分享方式回收投资的市场化节能服务模式。而在环保产业方面，《规划》提出发展先进环保技术和装备，包括污水、垃圾处理，脱硫脱硝，高浓度有机废水治理等。
	余热利用、合同能源管理	
	煤炭清洁利用	
	建筑材料	
	污水处理、设备	
	垃圾焚烧发电、处理	
	环保检测设备、脱硫脱硝	
	资源回收利用、循环经济	
	海水淡化	《国家环境保护“十二五”规划》：拟定化学需氧量、二氧化硫、氨氮和氮氧化物四项约束性指标的总量控制目标分别相比 2010 年降低 8%、8%、10%和 10%。把结构减排放在首位，强化工程减排和管理减排，坚持全防全控、重点攻坚、高效治理。进一步提高造纸、纺织、皮革、化工等行业的主要污染物排放标准，全面启动县建设污水处理厂工程，开展农业源污染减排工程建设；继续加强燃煤电厂脱硫，切实加强电厂脱硝，严格控制机动车尾气排放。
新一代信息技术	智能终端、触摸屏、LED	“十二五”规划，物联网重点投资智能交通、智能物流等十大领域。目前智能交通每年以超过 1000 亿元的市场规模在增长。专家透露，“十二五”规划，预计到 2015 年交通运输管理将达 400 亿元。三网融合启动的相关产业市场规模巨大，将超过 6000 亿元人民币，其中包括电信宽带升级、广电双向网络改造、机顶盒产业发展，以及基于音视频内容的信息服务系统建设的有效投资，估算达 2490 亿元；可激发和释放社会的信息服务与终端消费近 4390 亿元；数字内容开发制作、机顶盒生产与安装等将新增就业岗位达 20 万个。
	物联网	
	三网融合	
	移动互联网、移动支付	
	云计算	
	数字城市	
	基础设施智能化改造	
生物技术	生物育种	《促进生物产业加快发展的若干政策》：实施税收优惠政策。生物企业为开发新技术、新工艺、新产品发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按照规定据实扣除的基础上，再按照研发费用的 50%加计扣除；形成无形资产的，按照无形资产成本的 150%摊销。对被认定为高新技术企业的生物企业，按照税法规定减按 15%的税率征收企业所得税。对国家需要重点扶持和鼓励发展的生物农业、生物医药、生物能源、生物基材料等生产企业，进一步完善相关税收政策。建立财政性资金优先采购自主创新生物产品制度。加大对生物技术研发与产业化的投入。
	生物农业	
	生物能源	
	生物制造	
	生物环保	
	海洋生物	
	生物医药	

高端装备制造	航空航天	高端装备“十二五”规划主要分为五个部分：航空、航天、高速铁路、海洋工程、智能装备。围绕新兴战略产业发展目标，在高端装备业方面加强创新、提升产业集中度，打造、培育行业的龙头企业，并加强产业集聚地的建设。到2020年，我国高端装备制造业销售产值将占装备制造业销售产值的30%以上，国内市场满足率超过25%。到2020年，我国高端装备制造业销售产值将占装备制造业销售产值的30%以上，国内市场满足率超过25%。预计在我国铁路建设在2010到2012年，总投资将至少维持在8000亿元的水平。未来5年内海洋工程装备将迎来建设和发展的高潮，预计到“十二五”末，我国海洋工程装备业产值有望到达千亿以上规模。
	煤矿机械	
	城市轨道交通、高铁	
	智能制造装备	
	海洋工程装备	
新能源	核能核电	十二五规划，在2011年和2020年，各项新能源的阶段性发展指标分别为，太阳能发电装机规模将分别达200万千瓦和2000万千瓦，核电产业分别为1200万千瓦和8600万千瓦，风电分别为3500万千瓦、1.5亿千瓦。，“十二五”能源规划的制订，将重点围绕“加快新能源、电动汽车、智能电网等低碳技术的开发利用展开，占领国际技术制高点并实现对国际低碳技术市场的控制权。”“十二五”期间智能电网的总投资预计达2万亿元，居十大领域之首，预计到2015年将形成核心技术的产业规模2000亿元。预计智能电网到2015年建成50个面向物联网应用的示范工程，5到10个示范城市，形成核心技术的产业规模2000亿元，其中传感器100亿元，系统和检验检测700亿元，芯片、中间件和集成模块及设备产业的产业规模600亿元，工程实施、服务开发系统和运维600亿元。
	智能电网	
	太阳能光伏	
	风电	
	生物质能发电	
新材料	稀土功能材料	新材料“十二五”规划将于明年下半年发布，新材料前沿技术包括高效能源材料、先进超导材料、纳米材料与器件、功能与智能材料、微电子材料、光电子材料等。战略性新兴产业包括半导体照明材料、新型显示材料、高性能电池材料、稀土功能材料、高性能纤维及其复合材料、军民两用材料。新材料“十二五”规划草案提出，到2015年，我国化工新材料及助剂、加工机械和模具制造等将形成2600亿产值的体系，届时化工新材料满足率将达65%。对于战略性新兴产业的中的6类新材料，半导体照明预计到2015年将节约用电1000亿度，节约标准煤4000万吨，减少排放1亿吨，产业规模达到5000亿元；新型显示材料将重点发展OLED、EPD、3D等新型材料，预计这些材料在5-10年后将逐渐成熟。
	高性能膜材料	
	特种玻璃	
	功能陶瓷	
	高品质特殊钢	
	半导体照明材料	
	新型合金材料	
	高性能纤维	
	新型平板显示材料	
	OLED 高纯试剂	
	纳米、超导等	
新能源汽车	动力电池	《节能与新能源汽车产业发展规划(2011~2020年)》。指导思想：以纯电动汽车为主要战略取向，近期以混合动力汽车为重点，大力推广普及节能汽车加强自主创新，掌握节能与新能源汽车关键核心技术。总体目标：2020年，新能源累计产销量达到500万辆，中/重度混合动力乘用车占乘用车年产销量的50%以上。产业布局：到2020年，培育形成1-2家新能源产销规模超过100万辆的汽车企业集团，3-5家新能源汽车产销规模超过50万辆的汽车企业集团。保障措施：修订《汽车产业发展政策》；实施国家节能与新能源汽车研发和产业化专项；加大财政补贴力度；加大税收政策支持；建立基于燃料消耗量标准的财税奖罚机制等。
	驱动电机	
	燃料电池	
	纯电动车	
	混合动力车	

数据来源：各省发改委 山西证券研究所整理

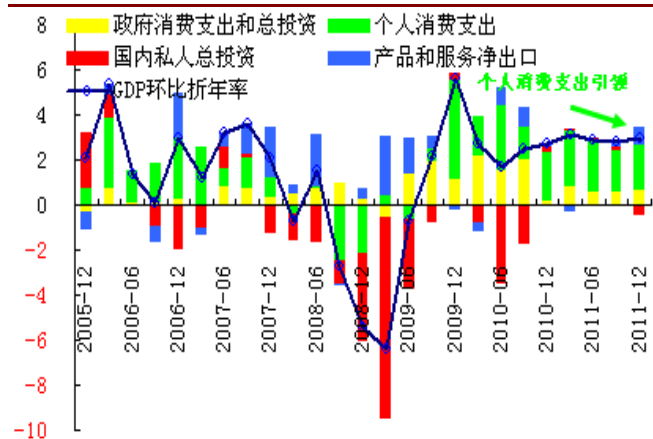
七. 2011 年世界经济走势展望

2010 年美国对欧日呈现先弱后强的走势，本轮美国经济表现为无就业式复苏，即是依靠库存回补和投资周期所带动，失业率保持高位。

7.1 美国的“积极财政+宽松货币”有望助推经济复苏

进入今年二季度以来，美国积极采取宽松的货币政策和财政政策，二次量化宽松和减税等重磅政策出台，美国消费者信心和制造业景气指数开始回升，消费支出拉动 GDP 回升。我们预计 2011 年美国储蓄率在达到阶段性高点之后，随着金融系统的稳定和刺激经济政策推出，会逐步回落，居民消费意愿提升，加之宽松的货币政策或推动美国经济步入“有就业”式复苏，明年美国季度 GDP 环比将呈现平稳回升的趋势。

图 58：美国 GDP 环比季度贡献率 (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

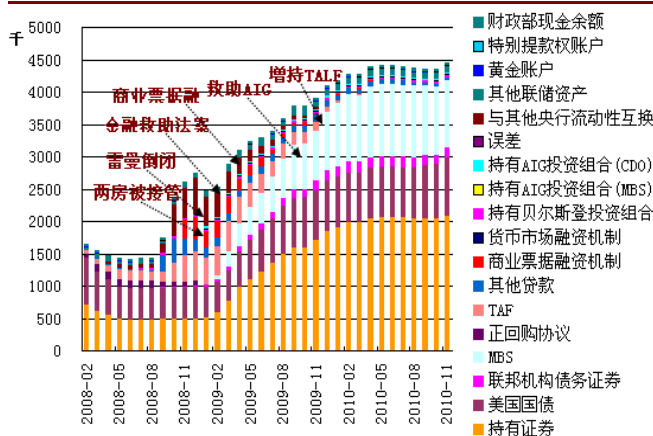
图 59：储蓄率和失业率可能双降 (%)



数据来源：WIND 山西证券研究所

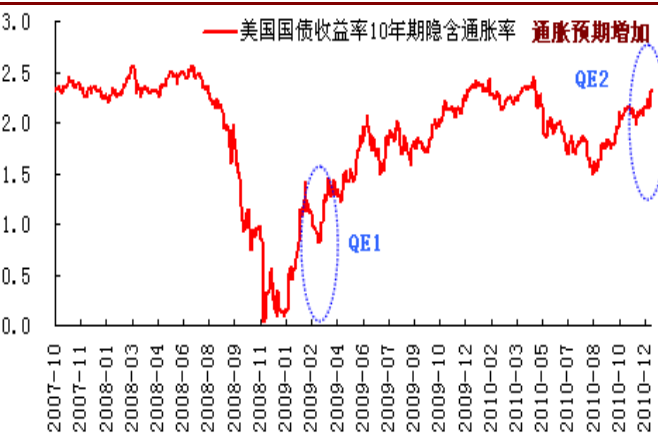
美联储在 6 月份前将会大量购买国债，资产量将会再升一个台阶，助推通胀预期的增加。但目前通胀率水平维持在管理目标之内，通缩风险尚未完全消除，如果在三季度失业率未出现明显下降，经济增长依然缓慢，不排除推出三次量化宽松政策预期。

图 60：美联储资产负债表再次扩张



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 61：两次量化宽松均推高通胀预期

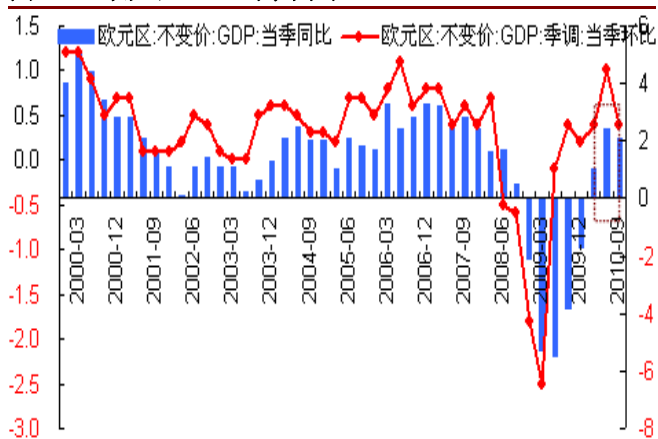


数据来源：WIND 山西证券研究所

7.2 欧洲债务危机成“不稳定的靴子”

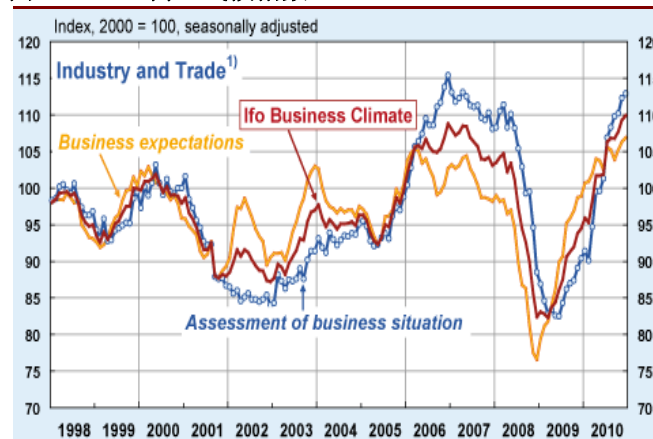
欧洲方面，由于德国等工业国家出口表现强劲，推动欧洲经济在上半年快速复苏，然而由于严重的债务压力从希腊到爱尔兰，再到最近的葡萄牙和匈牙利，2011 年欧洲五国的国债到期量均非常大，而这些国家财政赤字占 GDP 比重早已经超出警戒线，他们在短期内唯有依靠欧洲央行和 IMF 的资金救助，但这种救助的前提就是继续压缩财政开支，这又将阻碍这些国家经济的复苏和政治稳定。

图 62：欧元区 GDP 当季同环比



数据来源：WIND 山西证券研究所

图 63：IFO 商业气候指数



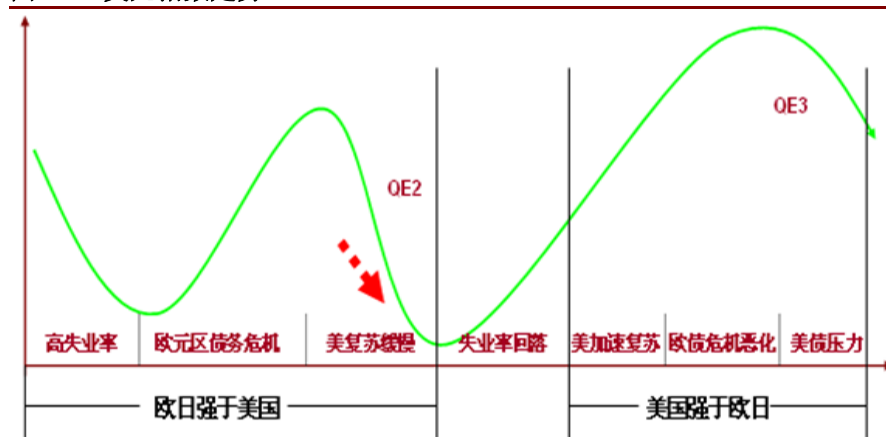
数据来源：IFO 山西证券研究所

因此我们对于 2011 年欧债问题较为悲观，或将直接影响金融市场稳定，当然如果欧洲央行也采取类似美联储的量化宽松政策，如直接购买债券则金融风险将会有所降低，但将助推美元的上涨，和加重优质国家的负担。

7.3 美元指数走势分析

美元指数将随着两个区域的 QE 政策和经济基本面之间抗衡逐步震荡波动。目前美元处于 QE2 预期实现后，美国经济相对欧日好转，逐步震荡走强的阶段，在 2011 年的一季度美国失业率回落，二季度经济加速复苏和欧债危机的恶化，美元将明显走强，但至四季度美债的压力或造成美元走软。

图 64：美元指数走势



数据来源：WIND 山西证券研究所

表 7：国际货币基金组织对世界经济预测

区域	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E
世界	5.2	3.0	-0.6	4.8	4.2
发达国家	2.7	0.5	-3.2	2.7	2.2
美国	2.0	0.4	-2.4	3.3	2.9
欧元区	2.6	0.6	-3.9	1.0	1.3
德国	2.5	0.8	-4.9	1.4	1.6
法国	2.2	0.8	-2.5	1.4	1.6
英国	3.0	0.5	-4.9	1.2	2.1
日本	2.1	-1.2	-5.2	2.4	1.8
亚洲新兴工业国家	5.6	1.8	-0.9	6.7	4.7
新兴及发展中国家	8.3	6.1	2.5	7.1	6.4
俄罗斯	8.1	5.6	-7.9	4.3	4.1
中国	13.0	9.6	9.1	10.5	9.6
印度	9.3	7.3	5.7	9.4	8.4
巴西	5.7	5.1	-0.2	7.1	4.2
进口					
发达国家	4.5	0.5	-12.9	7.2	4.6
新兴及发展中国家	14.5	8.6	-8.3	12.5	9.3
出口					
发达国家	5.9	1.8	-12.6	8.2	5.0
新兴及发展中国家	9.6	4.5	-8.5	10.5	9.0
油价	10.7	36.4	-36.3	21.8	3.0
CPI					
发达国家	2.1	3.4	0.1	1.4	1.3
新兴及发展中国家	6.4	9.3	5.2	6.3	5.0

数据来源：IMF 山西证券研究所

2011 年的中国经济将从“复杂”转向“明朗”，但稳定的背后仍然存在一些不确定的因素，比如房价持续高企是否会导致调控政策的持续收紧？我们认为国家已经基本上采取了较为严厉的措施，只要房价不进一步过快上涨，稳步推行的保障房建设和加息等货币的收紧，房地产市场也会逐步回归到常态；另一不确定因素则是热钱，我们认为央行在 2011 年仍将会采取人民币汇率双向波动的策略，降低热钱套利预期，加之贸易顺差的逐步回落，贸易摩擦和升值压力或有所缓和，热钱流入的速度或阶段性有所减慢，但人民币未来三年保持 3-5% 的年度升值趋势基本确定，热钱总体仍将保持流入的态势；最后的不确定因素就是外部环境，欧债危机、美国量化政策、甚至中国周边地缘政治局势，均将影响中国经济和政策环境的稳定，但政府已经做好了应对措施，如增加投资项目储备，灵活的货币工具等。总之，2011 年是十二五规划的开局之年，是建党 90 周年，也是政府换届的前一年，从政治角度考虑，经济保持平稳、政策转为稳健、促进民生保障、宏观审慎灵活将是经济和政策运行的主要特点。

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

	总部	北京部
地址：	中国 太原 030002 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层	中国 北京 100081 北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 8 层 808
电话：	(0351)8686986	(010)82190395
传真：	(0351)8686992	(010)82190379
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	