

出水芙蓉渐开绽

2011 年宏观经济展望

核心观点

- 作为前景明朗的新兴经济体的典型代表,虽然我国身处发达经济体营造的宽松流动性环境中,面临着内部结构转型和外部流动性输入的双重压力,但我们仍对明年的宏观环境持乐观的态度。预计 11 年经济增速将从 10 年的 10.1%降至 9.6%,二三季度或为同比增速高点。
- 2011 年美国的经济将更多的反映私人部门的复苏状况,经济温和复苏的前景比较稳定。预计美元指数会呈现温和下跌、震荡盘整的局面。
- 全球宽松的货币环境、大宗商品价格上涨、内生的剪刀差修复、劳动力成本的上升,都意味着 2011 年我国将面临较为严峻的价格上涨压力。预计全年 CPI 增长 3.8%,PPI 增长 6.2%,三季度后 CPI 或将回落。
- 虽然房地产投资将有所下降,但在建项目的需求可以支撑较高的固定资产投资增速,预计 11 年投资增速为 23%。出口增速回落至 16%,其他发展中国家增加的需求一定程度上可以弥补人民币兑美元升值所带来的负面影响。消费刺激政策的边际拉动能力递减、温和通胀导致的实际购买力下降都制约消费超预期增长的可能,预计 2011 年社会消费品零售总额名义增速将达 18.4%。
- 2011 年财政政策的重点在于调结构,而货币政策的重点在于流动性管理。财政支出和税收政策都会面临变化,成为调结构和惠民生的重要工具。货币政策的重点在于“控流动性、进而控通胀”,意味着控量的政策工具将会相对更多地使用。综合考虑经济增长和物价走势,我们认为上半年面临的调控压力更大。
- 预计明年的新增信贷为 7.3 万亿,年内各季度与月度的信贷额度会面临更加严格的管理。预计到 2011 年底利率仍有 50-75bp 的上调空间,不排除非对称加息的可能性,人民币升值幅度预计在 3%左右。

主要经济数据预测

	2011F	2010F	2009
GDP	9.6	10.1	9.1
投资	23	25	30.5
消费	18.4	18.4	15.5
出口	16	29	-16
CPI	3.8	3.2	-0.7
M2	16	18.8	27.7
新增信贷 (万亿元)	7.3	7.8	9.58

相关报告

- 1.《国都证券-宏观经济研究-宏观政策点评-2010 年中央经济工作会议点评》
2010-12-13
- 2.《国都证券-宏观经济研究-宏观专题研究-美国新一轮量化宽松政策解读》
2010-12-10
- 3.《国都证券-宏观经济研究-宏观专题研究-货币孽债》
2010-10-29
- 4.《国都证券-宏观经济研究-宏观专题研究-当通货膨胀邂逅本币升值》
2010-08-30

研究员:许维鸿

电话: 010-84183203

Email: xuweihong@guodu.com

执业证书编号: S0940209110170

联系人:吴昊

电话: 010-84183146

Email: wuhao@guodu.com

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

正文目录

1 全球经济：此起彼伏，分化博弈	4
1.1 发达经济体：温和复苏，货币扩张	4
1.2 新兴经济体：增长、通胀，考验重重	7
1.3 斗智斗勇，艰难博弈	8
2 流动性：防混水摸鱼	9
2.1 外围：流动性输入	10
2.2 内部：货币创造	10
3 控通胀：何处安放	11
4 经济形势：出水芙蓉	13
4.1 投资：小幅回落	13
4.2 消费：稳定增长	14
4.3 出口：增速回落	15
5 政策展望：取水之道	16
5.1 货币政策：走向正常化	16
5.2 财政政策：转型的推力	18
5.3 资本管制力度加大，鼓励对外投资	18
5.4 不确定性	18
附 2011 年主要宏观经济指标判断	19

图表目录

图 1: 美国 GDP 波动	4
图 2: 美国经济增长和失业率	5
图 3: 美国 GDP 和 NFIB 小企业乐观指数	5
图 4: 美国就业和消费	5
图 5: 美国成屋销售	5
图 6: 美国货币乘数待提升	6
图 7: 美国信贷恢复中	6
图 8: 美日英西家庭贷款增长	6
图 9: 美日英西企业贷款增长	6
图 10: 美元指数	7
图 11: 金砖四国 GDP	8
图 12: 金砖四国 CPI	8
图 13: 全球主要基准利率	8
图 14: 艰难的博弈	9
图 15: 流动性相当充裕	9
图 16: 热钱闻风而来	10
图 17: 外汇占款推增基础货币	10
图 18: 外汇占款与离岸人民币 NDF	10
图 19: 外汇贷款与离岸人民币 NDF	10
图 20: 货币乘数与贷款增速	11
图 21: 货币乘数与 GDP 增速	11
图 22: 货币乘数已恢复到危机前水平	11
图 23: 货币供给对 CPI 的影响	11
图 24: 美元指数和大宗商品价格	11
图 25: 中国 20-59 岁人口占比	12
图 26: CBOT 和大连商品交易所黄豆期货价格	12
图 27: 中国通货膨胀组成: 食品、非食品	12
图 28: 三次通货紧缩和 GDP 增长	12
图 29: 各五年规划期间经济增长率的波动情况	13
图 30: 中国城镇固定资产投资和房地产开发投资	14
图 31: 消费的名义和实际增速	14
图 32: 居民收入稳定增长	15
图 33: 过去三年中国出口	15
图 34: 过去三年中国进口	15
图 35: 进出口增速	16
图 36: 出口与美国零售	16
图 37: 信贷总量也很难显著收紧	17
图 38: 利率仍会上调, 空间有限	17
图 39: 人民币仍将继续小幅渐进升值	17
图 40: 准备金率仍存在上调空间	17
表 1: 欧猪五国财政紧缩目标及措施	7
表 2: 主要经济体的财政和货币政策导向	9

不知不觉，金融危机后的第二年即将收官。全球经济体 09 年步伐一致的财政刺激和货币宽松在 2010 年出现了分化。一方面，发达经济体仍继续吃着补药，营造低利率的宽松货币环境，小心翼翼地蹒跚而行；另一方面，新兴经济体在增长大幅领先的背景下渐渐停药，有些补上火的还得消消火。站在 2010 年岁末，回首过去的一年，我们是为全球经济脱离了衰退的沼泽地而高兴呢？还是再次担心货币之水所孕育的风险？

水能载舟，亦能覆舟。作为前景明朗的新兴经济体的典型代表，虽然我国身处发达经济体宽松政策营造的宽松流动性环境中，面临着内部转型和外部输入的双重压力，但我们仍对明年的宏观环境持较为乐观的态度。我们认为，明年由于出口和投资的小幅放缓，明年全年经济增速小幅回落，但仍能保持在 9.6% 左右的水平，经济软着陆后形势良好，二三季度或为同比增速高点。

展望 2011 年，我国不得不疏堵并蓄，在滔滔货币之水中奋力扎根，借转型之养料，精心培育，守候出水芙蓉之层层绽开。

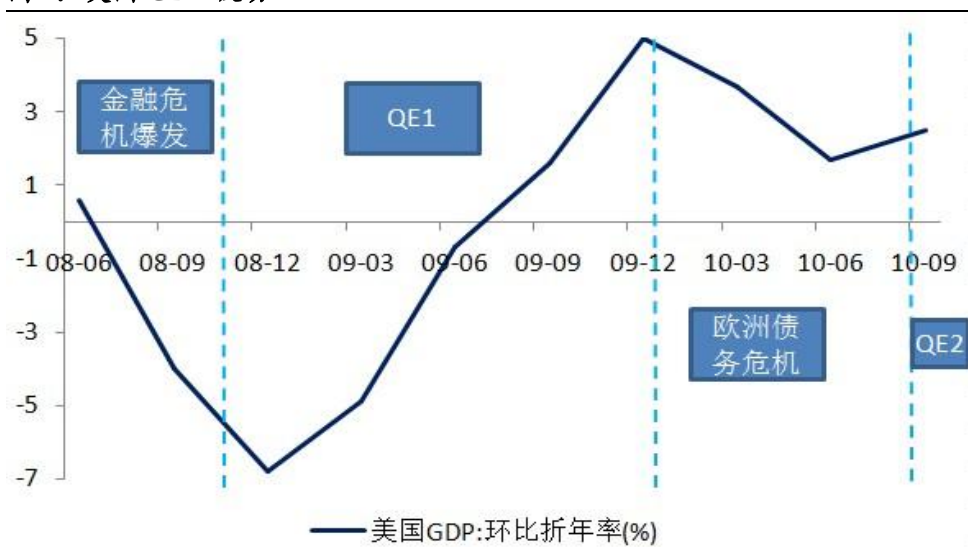
1 全球经济：此起彼伏，分化博弈

1.1 发达经济体：温和复苏，货币扩张

1.1.1 美国：私人部门去杠杆化

经历了过去两年应对金融危机的财政和货币政策的刺激以及欧洲债务危机的颠簸，美国的 GDP 产出已经恢复到金融危机前水平。如果我们解剖美国 GDP 增长的原因，就会发现主要是大企业得益于全球经济，特别是新兴市场经济的强劲复苏。

图 1：美国 GDP 波动

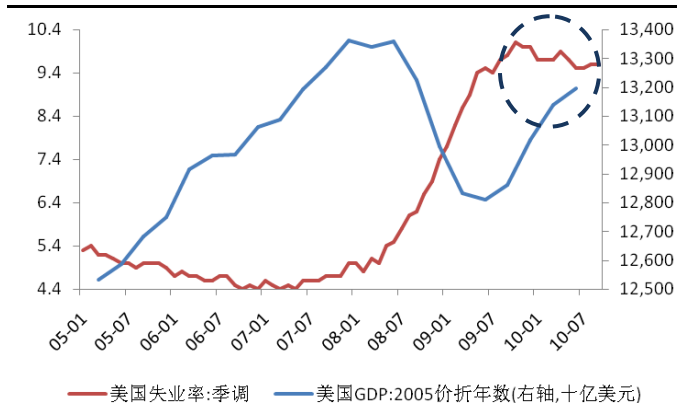


数据来源：wind, 国都证券

作为经济持续复苏的前提条件，美国的就业市场继续筑底。我们发现，依托本国内需的中小企业仍很艰难，而这些中小企业恰恰是就业复苏的关键。

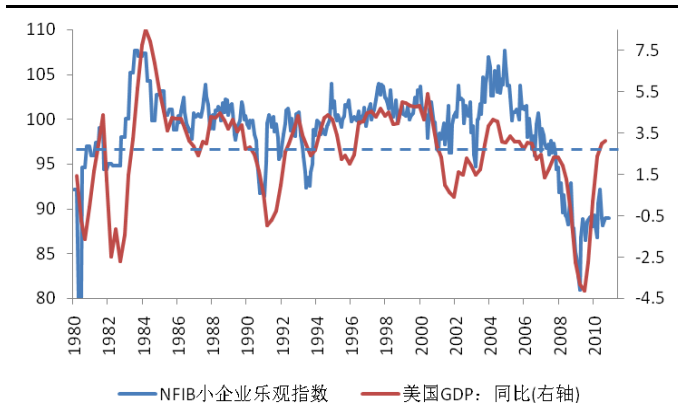
与此同时，美国的家庭债务负担仍然沉重，“去杠杆化”还有很长的路要走。2010年1-3季度，美国私人消费增速实现连续3个季度的加速扩张。但由于目前美国个人消费占GDP的比重在金融危机后回落到了历史较低水平，在这样一个大的背景下，消费将呈现温和恢复的态势，私人消费不会有爆发性增长。

图2：美国经济增长和失业率



资料来源：wind，国都证券

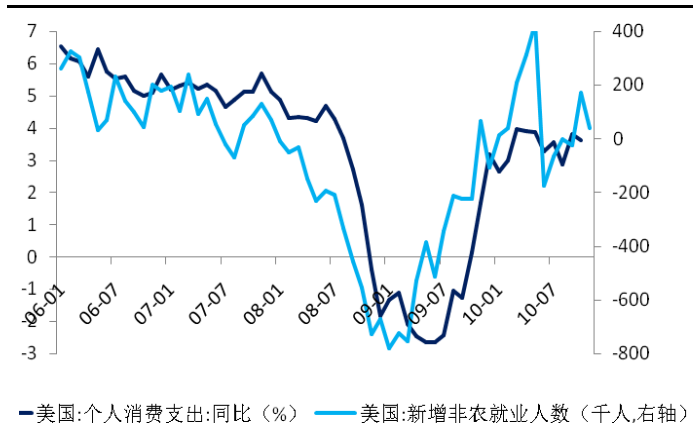
图3：美国GDP和NFIB小企业乐观指数



资料来源：bloomberg，国都证券

随着2010年4月底购房税收优惠到期，美国住房销售数据再次走弱。同时由于就业低迷，大量房屋库存有待消化，短期内房地产市场仍将继续筑底。就业市场疲弱是美国经济复苏动力不足的又一障碍，但在超低利率支持下，预计私人投资在2011年仍将保持一定的增速。

图4：美国就业和消费



资料来源：wind，国都证券

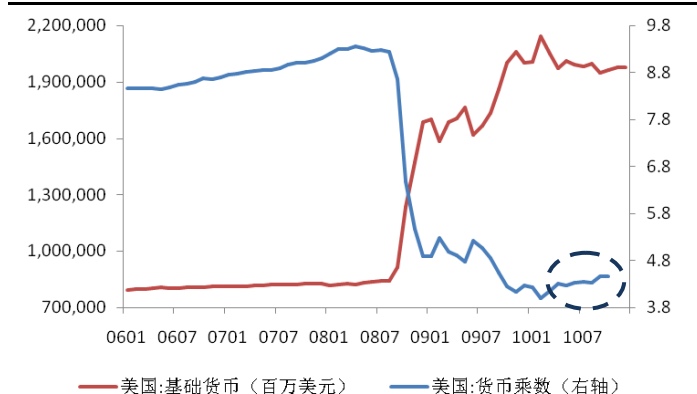
图5：美国成屋销售



资料来源：wind，国都证券

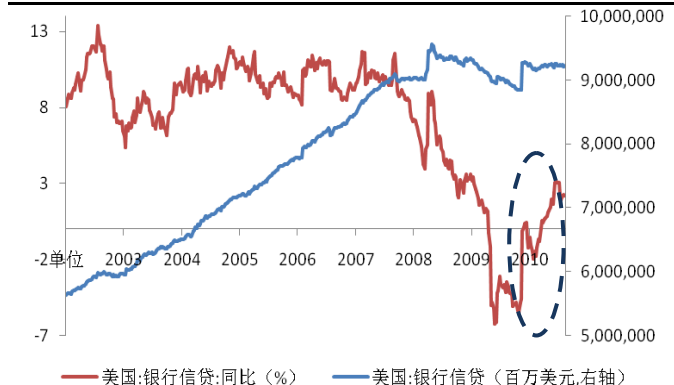
从货币数据来看，虽然金融危机后美国采取了一系列补充流动性的手段，但在基础货币供给跳跃式增加的情况下，货币乘数的恢复仍十分缓慢。但是，我们看到，银行信贷在恢复性增长，虽然没有回到危机前的水平，但修复的迹象和趋势已经十分明显。

图 6: 美国货币乘数待提升



资料来源: wind, 国都证券

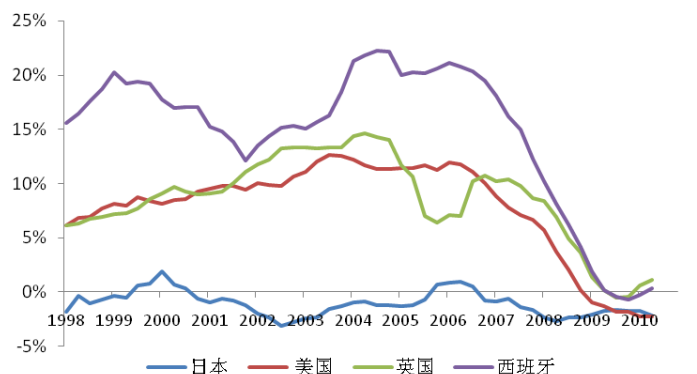
图 7: 美国信贷恢复中



资料来源: wind, 国都证券

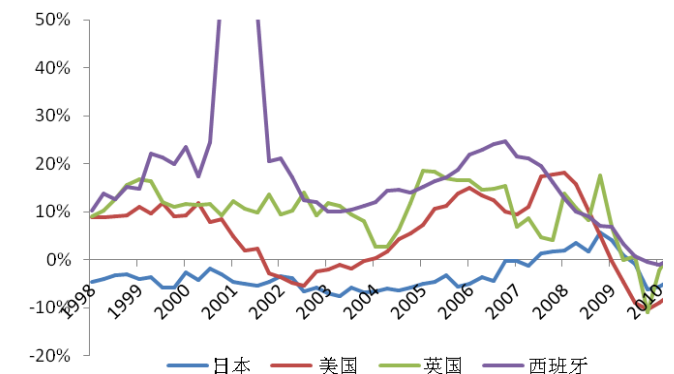
回顾本轮金融危机的爆发原因，那就是在 2007 年下半年达到顶峰的，整个金融体系、社会企业、家庭消费的过度杠杆化和高负债率，远远超出了全球的实体经济产出和被抵押的资产价格承受能力。尤其是美国，房贷市场的次级抵押债券和基于次级抵押债券的衍生品 CDS、CDO 等，直接成为金融危机的导火索，其后进入了长期的“去杠杆化”的痛苦历程。这种“去杠杆化”现象在其他发达国家也是存在的，以英国和西班牙最为显著。

图 8: 美日英西家庭贷款增长



资料来源: datastream, 国都证券

图 9: 美日英西企业贷款增长

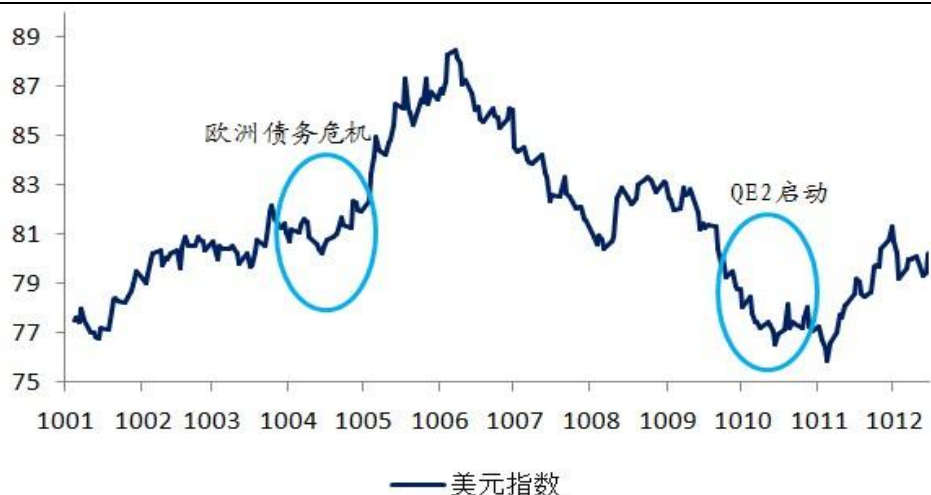


资料来源: datastream, 国都证券

我们认为，2011 年美国的经济将会更多的反映私人部门的真实复苏，经济继续温和和复苏的前景比较稳定。虽然在就业市场的恢复需要时间，经济复苏的基础依旧脆弱，但下行风险已经基本得到控制，并且有望开始逐步回暖。私人消费受到高失业率、低收入增速和家庭开支“去杠杆化”的限制而温和增长；私人投资将继续受楼市拖累，但在超低利率支持下有望保持一定增速；对外贸易在美元贬值和振兴出口计划推动下有望成为新增长点。

对于和大宗商品价格密切相关的美元指数，我们认为则会呈现温和下跌、震荡盘整的局面。一方面，美元兑新兴市场货币、尤其是资源出口型国家货币将会贬值；另一方面，美元兑欧元、英镑等发达经济体货币则未必弱势；因此，整个美元指数会温和下跌。

图 10: 美元指数



数据来源: wind, 国都证券

1.1.2 欧洲：政府部门去杠杆化

我们认为，欧洲债务问题演化为系统性风险的可能性很小，尤其是在欧元区中心国家德国和法国的经济形势相对向好的背景下。“欧猪五国”的债务问题可能不会带来系统性风险，不过债务问题始终是个隐患，欧元区财政政策的主题是政府部门去杠杆化，财政扩张的空间相对有限，而货币政策则按通货膨胀目标来制定。

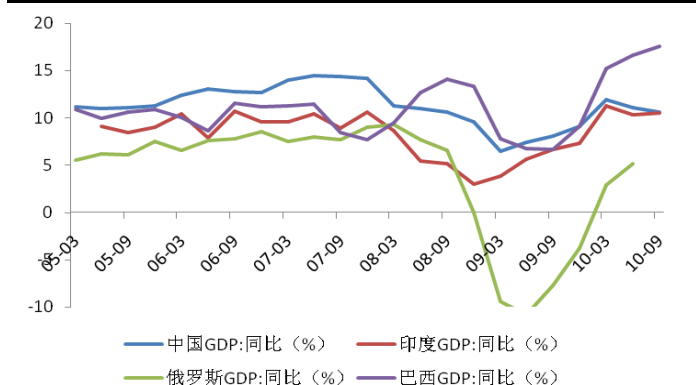
表 1: 欧猪五国财政紧缩目标及措施

	2010 年赤字(E)	赤字目标	措施
葡萄牙	-8.5%	2013 年减至 2.8%	2011 年削减赤字 20 亿欧元
意大利	-5.3%	2012 年减至 2.7%	3 年内削减开支 250 亿欧元
爱尔兰	-32.3%	2014 年减至 3%	4 年内削减赤字 150 亿欧元
希腊	-9.3%	2014 年减至 3%	3 年内削减开支 300 亿欧元
西班牙	-9.8%	2011 年减至 6%	2 年内削减开支 150 亿欧元

1.2 新兴经济体：增长、通胀，考验重重

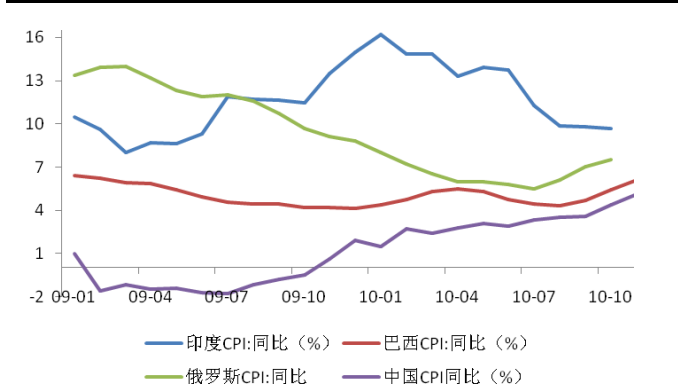
新兴经济体增长前景良好。主要新兴经济体中国、印度、俄罗斯和巴西在出口保持强势的同时，内需也始终旺盛。不过，伴随高增长而来的是高通胀和国际热钱的涌入。由于经济周期与发达经济体的错配，在美、日、欧强化宽松货币的同时，新兴经济体不仅需要连续加息应对不断攀升的 CPI，还同时面临本币升值的考验。

图 11: 金砖四国 GDP



资料来源: datastream, 国都证券

图 12: 金砖四国 CPI

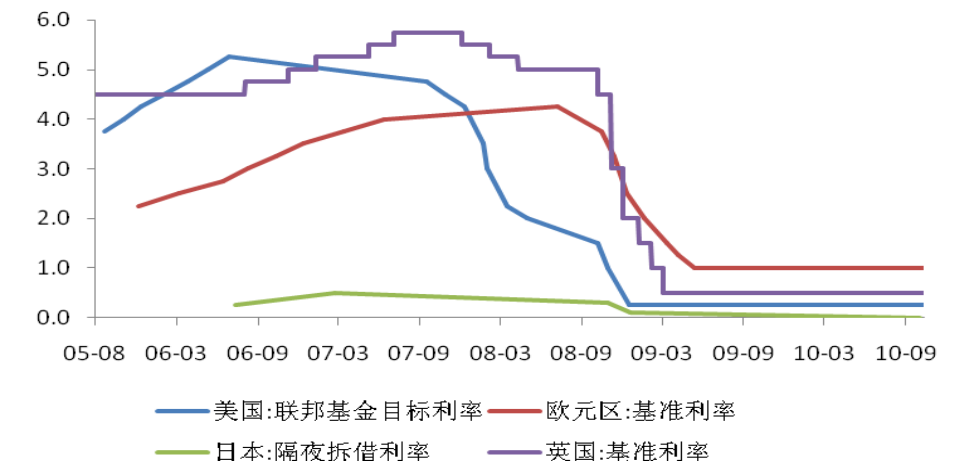


资料来源: datastream, 国都证券

1.3 斗智斗勇，艰难博弈

在消费增长温和、企业投资渐弱的趋势下，发达经济体比以往更加注重向外寻求经济增长点和就业的机会。而短期内迅速扩大净出口的捷径，莫过于推动本币贬值。一方面，可以借助新兴经济体强劲的需求来带动本国经济和就业的增长；另一方面，新兴经济体的高通胀所带来的加息预期也恰好为发达经济体提供了推动本币贬值的契机。因此，发达经济体所会继续维持宽松货币政策。

图 13: 全球主要基准利率



数据来源: wind, 国都证券

而新兴经济体面临“两难”境地。一方面，尽管 2010 年新兴经济体经济复苏强劲，但基础并不牢固，其中对外需的依赖依然严重。在发达经济体外需增长趋弱的形势下，本币的升值必然引发出出口下滑，进而导致经济增速的放缓。另一方面，如果选择不升值，全球流动性过剩所催发的输入性通胀又很可能会伤害经济复苏的健康。因此，多数新兴经济体采取的政策组合是先在本地经济所能承受的弹性范围之内选择升值和加息，同时采取干预汇率和资本管制措施来阻止本币的过高过快升值和热钱流入。但就效果而言，资本管制其实很难真正堵住国际热钱的流入。

图 14: 艰难的博弈



数据来源：国都证券

表 2: 主要经济体的财政和货币政策导向

	基准利率	货币政策导向	财政政策导向
美国	0-0.25%	二次宽松	扩大财政刺激
欧元区	1%	宽松	大幅紧缩
日本	0-0.1%	二次宽松	扩大财政刺激
巴西	10.75%	紧缩	紧缩
印度	6.25	紧缩	紧缩
中国	2.5%	偏紧	积极

2 流动性：防混水摸鱼

经历了金融危机以来的刺激政策导致货币供给大幅增长，在 2010 年货币政策回归正常的背景下，货币增速较 09 年有大幅的回落。然而，在外围流动性泛滥和内部货币创造意愿的双重推动下，货币增速又出现回升的迹象。

图 15: 流动性相当充裕



数据来源：wind, 国都证券

2.1 外围：流动性输入

美元流动性的对内输入可能会成为国内的主要压力。受经济增速差、利差和人民币升值的三重吸引，外部流动性通过经常项目、资本项目、“地下钱庄”等方式流入国内，增加了外汇占款从而推进基础货币，加大央行冲销的难度。

图 16：热钱闻风而来

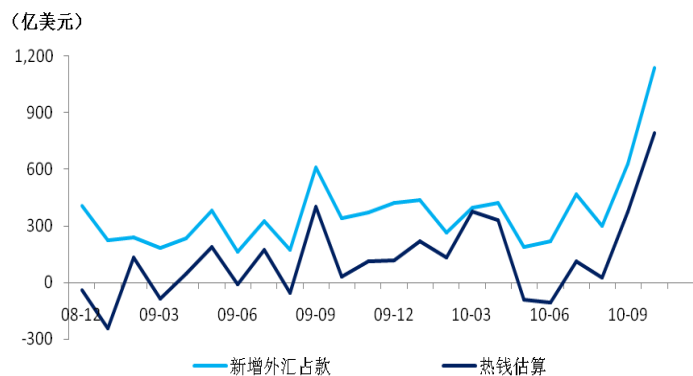
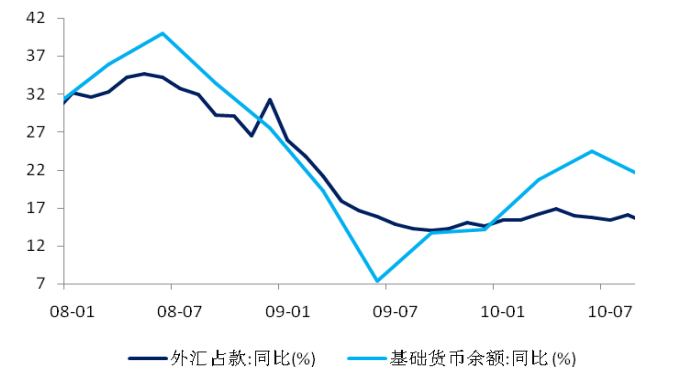


图 17：外汇占款推增基础货币



值得注意的是，自从央行6月21日重启人民币汇率改革，外汇占款和外汇贷款都伴随人民币升值预期有明显的增加，我们认为不排除其中有投机资本和套息交易的参与，需要警惕热钱孕育的风险。

图 18：外汇占款与离岸人民币 NDF



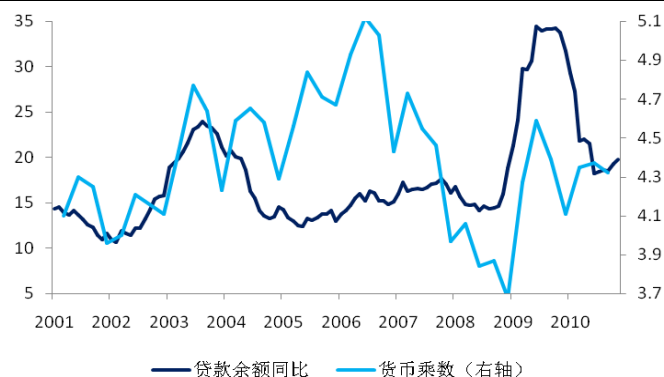
图 19：外汇贷款与离岸人民币 NDF



2.2 内部：货币创造

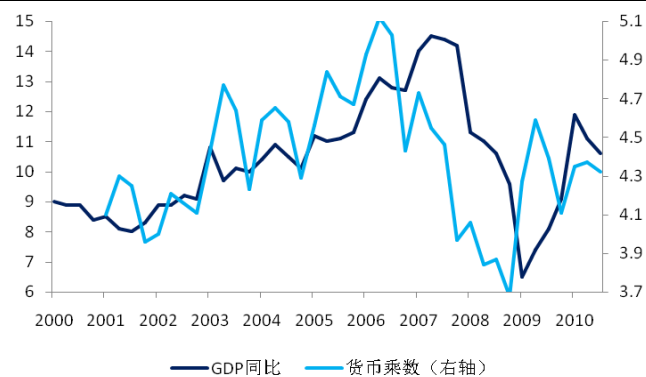
金融危机时期，货币乘数出现了大幅的回落，随后在四万亿政府投资，经济转暖，信贷也迅速膨胀，货币创造得到了很好的恢复。从近几个月的数据来看，贷款需求仍居高位，银行的放贷热情自然是难以控制，货币乘数已经恢复到危机前水平。货币乘数会进一步放大基础货币增加的效应，导致 M2 回升。

图 20: 货币乘数与贷款增速



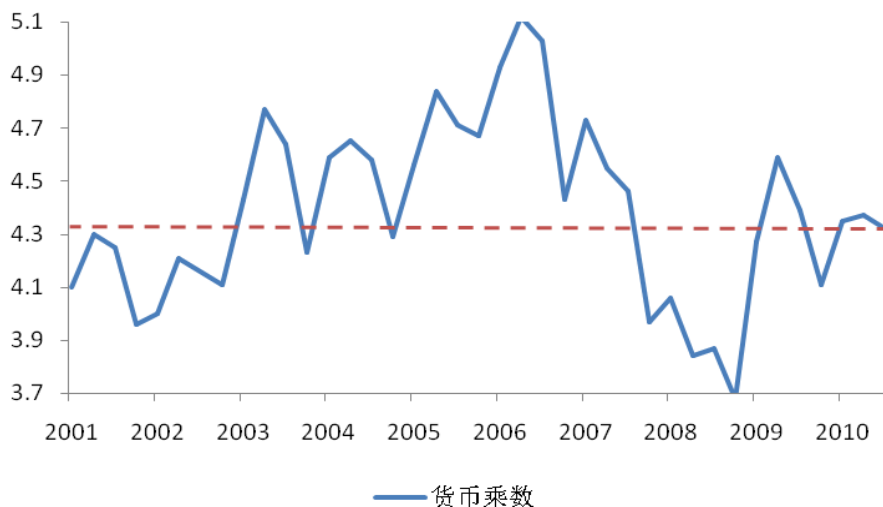
资料来源: wind, 国都证券

图 21: 货币乘数与 GDP 增速



资料来源: wind, 国都证券

图 22: 货币乘数已恢复到危机前水平

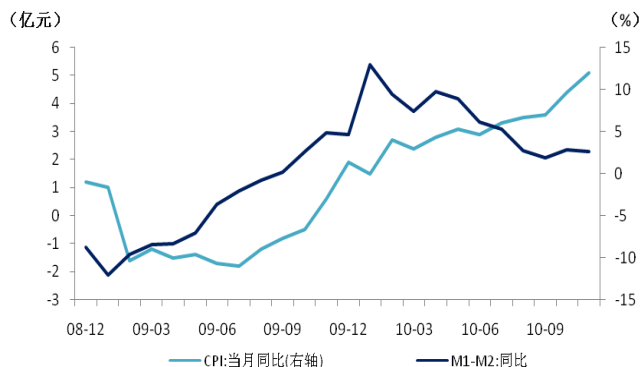


数据来源: wind, 国都证券

3 控通胀: 何处安放

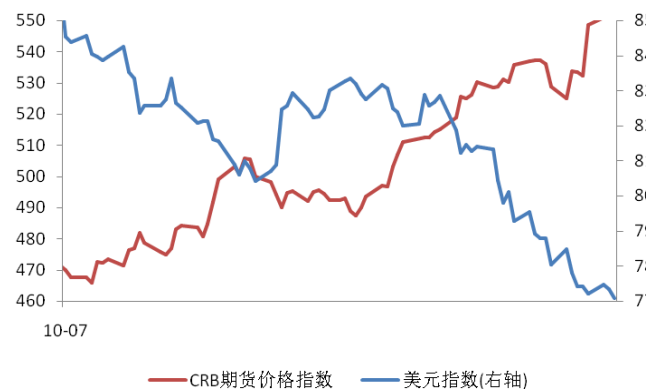
无论是全球宽松的货币环境、大宗商品价格上涨的带来的输入性压力, 还是内生的剪刀差修复、劳动力成本的上升, 都意味着 2011 年将面临较为严峻的价格上涨压力。

图 23: 货币供给对 CPI 的影响



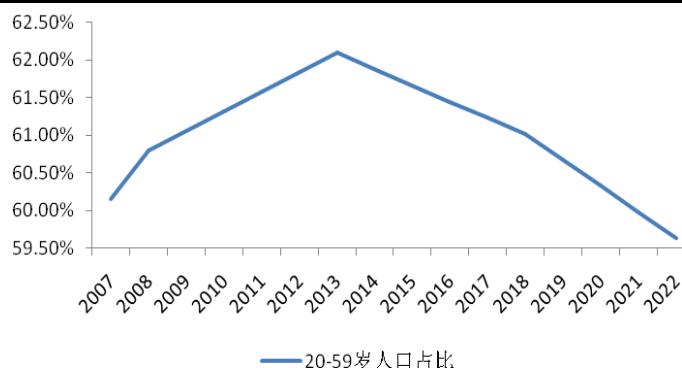
资料来源: wind, 国都证券

图 24: 美元指数和大宗商品价格



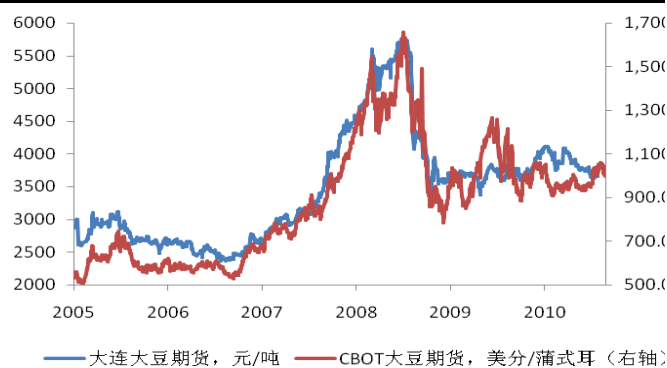
资料来源: wind, 国都证券

图 25: 中国 20-59 岁人口占比



资料来源: wind, 国都证券

图 26: CBOT 和大连商品交易所黄豆期货价格



资料来源: wind, 国都证券

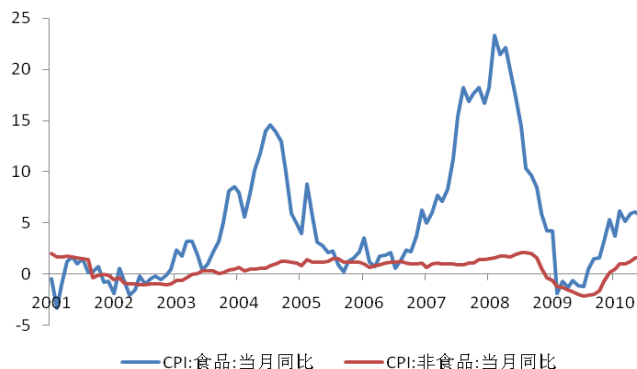
我国城乡二元价格结构对农村土地价格和农民工劳务价格上涨有内生性要求。但是,对于二元价格结构的改革是一个“痛苦”的过程,整个社会、特别是城市中低收入阶层要为通货膨胀买单。

值得注意的是,由于明年面临着 CPI 权重的调整,食品类的比重可能降低,同时政府会重点监控权重较大的主要产品价格,因此 CPI 不能充分反映严峻的价格形势。中央经济工作会议中提出“落实‘米袋子’省长负责制和‘菜篮子’市长负责制,认真搞好市场流通体系建设”,我们不排除对价格进行行政管制调控的可能,在行政性干预几个月后物价水平和通胀预期将得到缓解。

好在我国的工业品价格面临全球产能过剩剩下的通货紧缩压力——过去十几年间,我国经历了三次“输入型通货紧缩”,包括 1997 年亚洲金融危机、2001 年美国 911 恐怖袭击、2008 年美国次债危机。

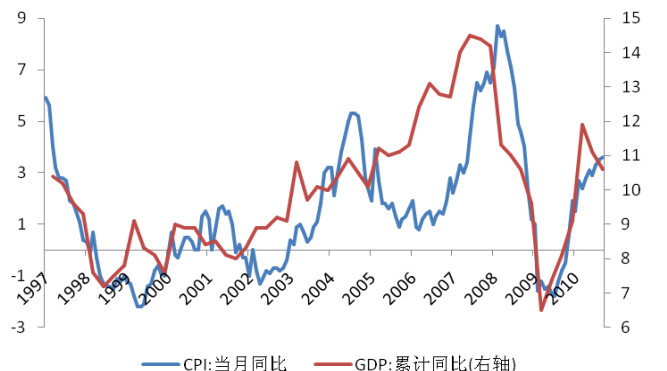
我们判断,2011 年全球经济温和复苏,因此中国没有通货紧缩的风险。政府对二元价格结构的改革会采取渐进式原则,“控通胀率、增容忍度”是中国 2011 年宏观政策的首要目标。当然,“增容忍度”的具体方向还有待观察,如果真如十二五规划提出的,增加对“GDP 增速降低”的容忍度,那么“连续加息、控流动性、进而压低通胀”就是 2011 年宏观政策的主基调。

图 27: 中国通货膨胀组成: 食品、非食品



资料来源: wind, 国都证券

图 28: 三次通货紧缩和 GDP 增长



资料来源: wind, 国都证券

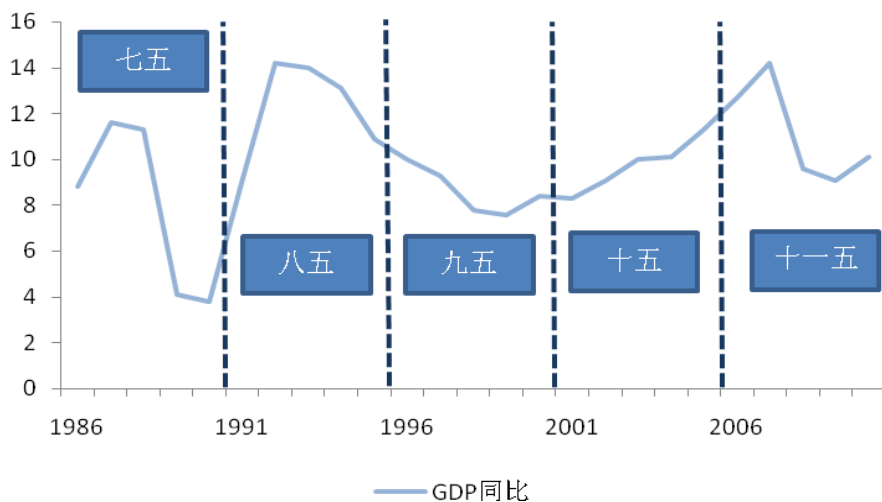
从翘尾因素来看，2011 年 CPI 的翘尾因素将影响较大，特别是上半年，CPI 的翘尾因素在 2.4-3.7%之间，因此上半年的调控压力更大。我们预计全年 CPI 增长 3.8%，PPI 则受到大宗商品价格的影响增长 6.2%。

4 经济形势：出水芙蓉

我国宏观经济目前已现企稳迹象，有望在明年 1 季度软着陆后同比见底回升。总体来看，由于出口和投资的小幅放缓，明年全年经济增速小幅回落，但仍能保持在 9.6%左右的水平。

明年是十二五规划的第一年，我们认为，明年大部分项目还处于布局规划的时期，实际投资不会立竿见影的增长，加上政治周期的叠加影响，政府大马上项目的动力有限，主要还是以维持稳定为主，因此明年的经济增长不会大幅增加。纵观历史上各个五年计划，第一年的增速都相对不高，而第二年有一个加速的过程。因此我们不应对十二五开局之年增速抱过高的期望，但其布局的重点领域值得我们关注。

图 29：各五年规划期间经济增长率的波动情况



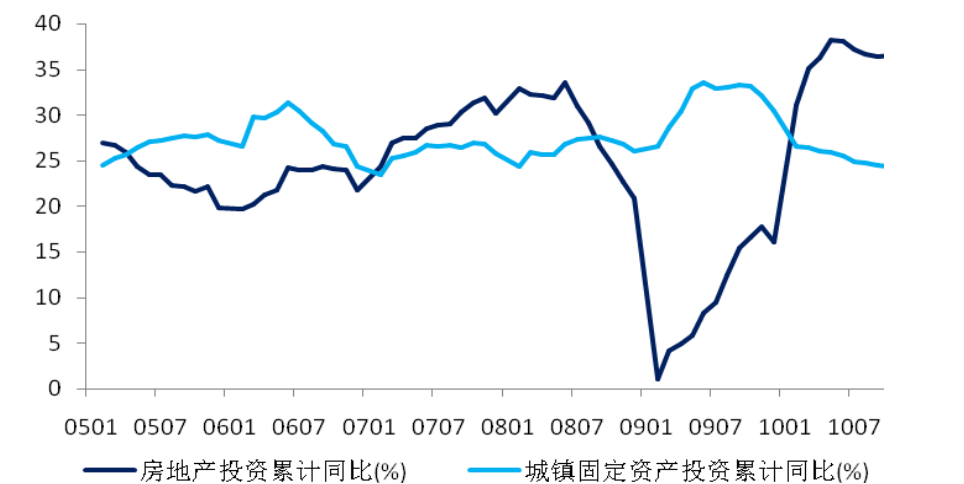
数据来源：wind, 国都证券

4.1 投资：小幅回落

投资方面，积极的财政政策还会延续，虽然新项目审批可能受到控制，但在建项目的需求足可以支撑较高的固定资产投资增速。

虽然房地产投资将有所下降，但中央拥有灵活的调控余地。正是由于基础设施的建设、保障性住房的建设以及十二五开局之年对重点产业的支持，我们对 2011 年的投资增速保持乐观的态度，预计 2011 年城镇固定资产投资增速可达 23%。

图 30: 中国城镇固定资产投资和房地产开发投资

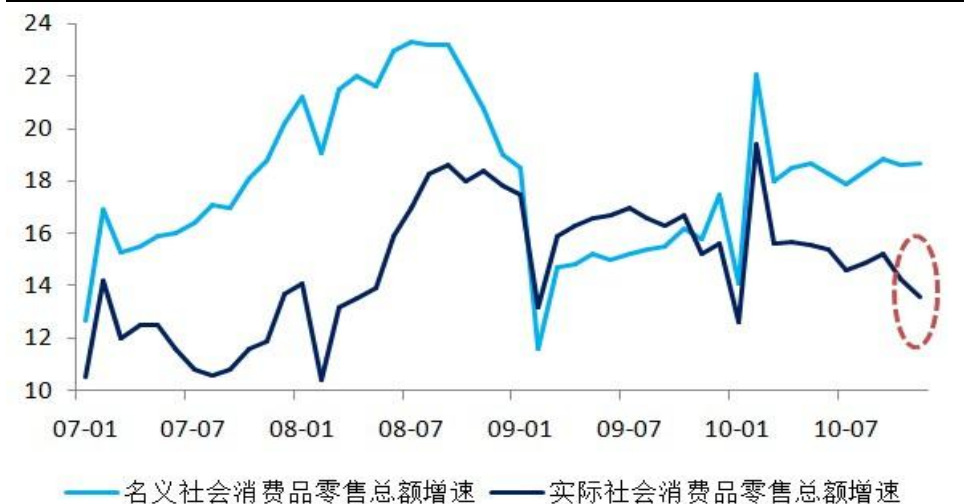


数据来源: wind, 国都证券

4.2 消费：稳定增长

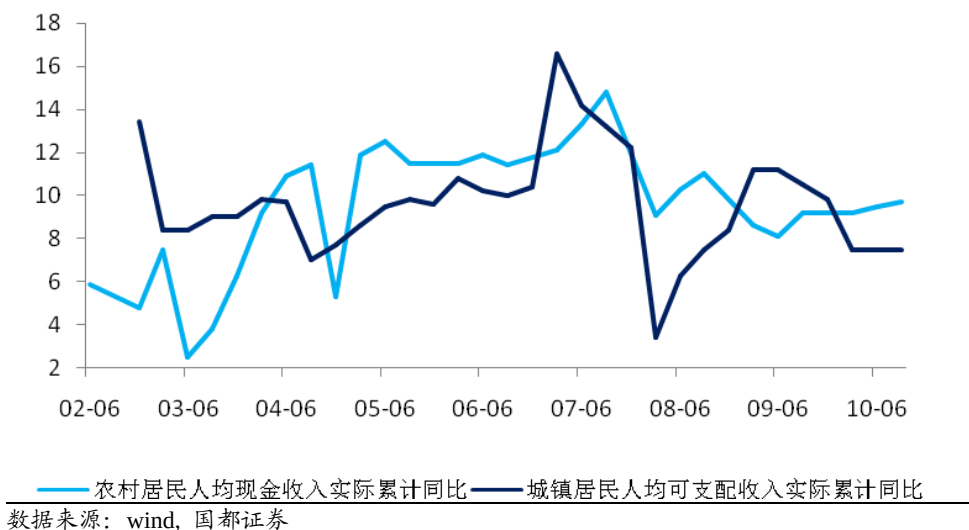
今年推出的各项优惠及刺激政策推动了消费名义增速的稳步上升,但考虑到通胀上升的影响,实际增速略有下滑。然而,消费刺激政策的边际拉动能力递减、居民收入增长缓慢、资源价格调整和温和通胀导致的实际购买力下降都制约消费超预期的可能。我们预测实际消费增速将在 10 年 4 季以后企稳,而名义增速仍将继续伴随通胀走高。预计 2011 年社会消费品零售总额名义增速将达 18.4%。

图 31: 消费的名义和实际增速



数据来源: wind, 国都证券

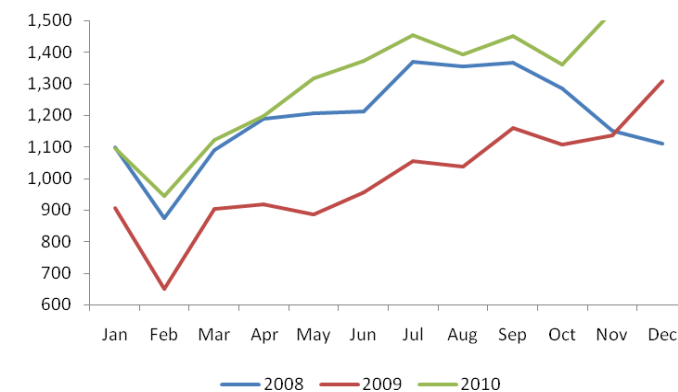
图 32: 居民收入稳定增长



4.3 出口: 增速回落

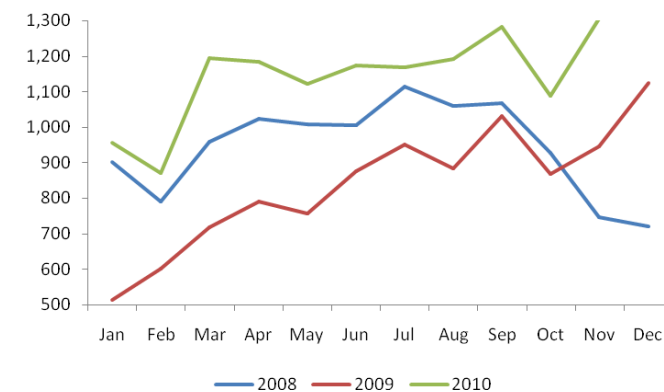
出口温和增长, 顺差难以大幅增长。人民币对美元汇率稳步提升, 但是对其他发展中国家货币不会大幅升值, 因此出口竞争力未受升值的显著影响。在全球需求相对平稳的情况下, 出口本身就面临着增速较前几年明显放缓的压力, 再加上基数的影响, 难以再现今年的亮丽表现。由于出口复苏的加速期已过而且进口旺盛, 顺差难有大幅增长。

图 33: 过去三年中国出口



资料来源: wind, 国都证券

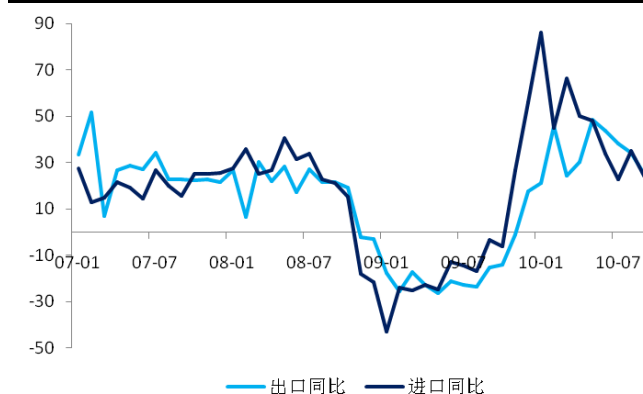
图 34: 过去三年中国进口



资料来源: wind, 国都证券

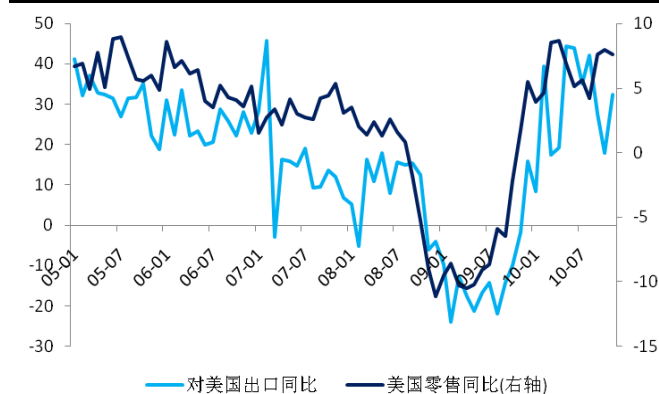
分季度来看, 美国经济有可能在 2011 年 1 季度前后筑底后缓慢爬升, 同时今年 2 季度基数较高, 因此出口有望在 2、3 季度见底回升。预计 2011 年出口将同比增长 16%, 进口同比增长 18%, 贸易顺差 1683 亿美元。

图 35: 进出口增速



资料来源: wind, 国都证券

图 36: 出口与美国零售



资料来源: wind, 国都证券

5 政策展望：驭水之道

金融危机之后，我国经济政策目标根据经济形势变化进行了灵活调整，09 年上半年保增长，09 年 7 月至 2010 年 9 月调结构，而当前政策的主要目标是防通胀，从根本上扭转通胀预期。

按照中央经济工作会议传达的信息，政策基调定为积极的财政政策和稳健的货币政策和预期是一致的。而与 2009 年“保持经济平稳较快发展”的提法不同，今年的经济工作会议提出“保持经济平稳健康运行”，显示出对“GDP 增速降低”的容忍度在增加，这也与近期政府在各种场合的表态一致。那么，2011 年的重点将在财政政策的调节作用和货币政策的流动性管理作用。

财政支出和税收政策都会面临变化，成为调结构和惠民生的重要工具。货币政策的重点在于“控流动性、进而控通胀”，意味着控货币量的政策工具将会相对更多地使用。

5.1 货币政策：迈向稳健

信贷：由于中央经济工作会议明确货币政策从适度宽松转向稳健，预计明年的信贷增速不会高于 2010 年。但中央经济工作会议强调 2011 年要做好应对国际金融危机冲击一揽子计划与“十二五”前期投资项目衔接工作，考虑到后续基础设施建设的融资需求，信贷投放目标不会大幅压缩。同时，2011 年处于政治周期的转折点，投资仍然是实现增长、保证就业最方便快捷的路径；投资增长在很大程度上依赖于信贷的支持，因此信贷总量也很难显著收紧。预计明年的新增信贷为 7.3 万亿，对年内各季度与季度的信贷额度会有更加严格的管理。

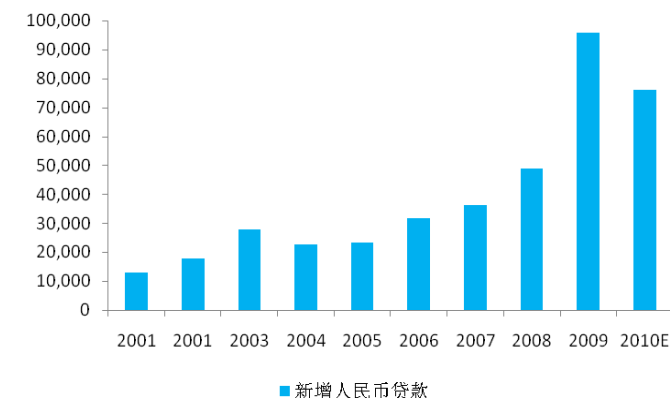
货币政策工具：为了加强流动性管理，控制通胀预期，“数量+价格”工具将组合出击，同时更强调“针对性、灵活性、有效性”。

准备金方面，作为对实体经济影响较小且较为灵活的工具，虽然准备金率已处于历史高位，但仍存在上调空间。在利率工具受到内外利差限制的情况下，准备金率是央行对冲流动性的无奈之举。只是准备金率的对冲幅度有限，难以对流动性产生较大的影响。

利率方面，既然政府在不同场合显现出对经济增速容忍度的增加，那么，为了控制流动性和价格的传导，利率调整在所难免。考虑到物价在前两季度仍有较大压力，并且

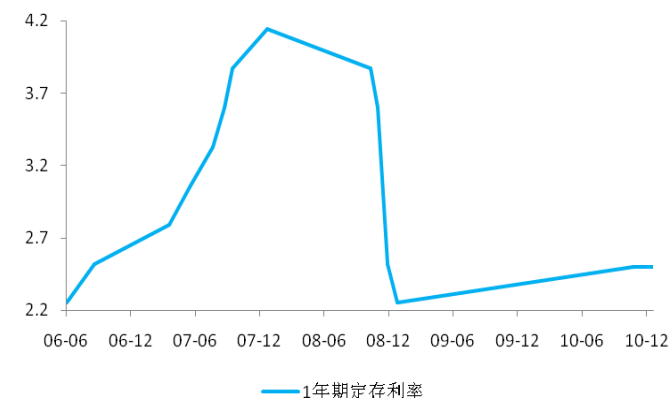
一季度银行信贷投放通常较为迅速，因此今年 12 月和明年一、二季度是紧缩政策出台的敏感期。我们预计，到 2011 年底利率仍有 50-75bp 的上调空间，不排除非对称加息的可能性。

图 37: 信贷总量也很难显著收紧



资料来源: wind, 国都证券

图 38: 利率仍会上调，空间有限

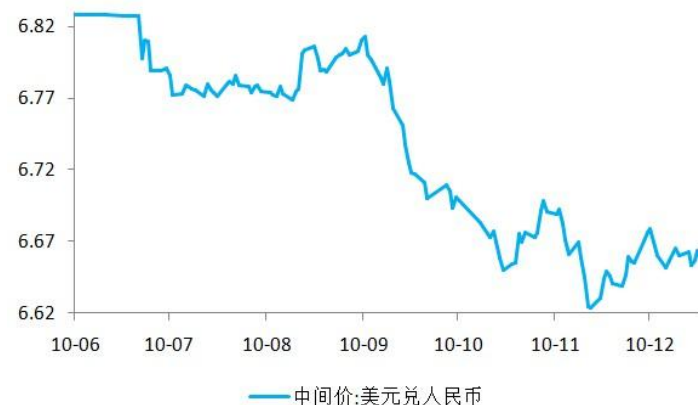


资料来源: wind, 国都证券

汇率方面，中央经济工作会议中将人民币汇率问题放于明年重点工作任务的第一部分中，提出“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”，这点值得关注。我们认为人民币仍将继续小幅渐进升值，同时汇率波动的幅度会进一步扩大。预计 2011 年人民币升值幅度为 3%-5%，并且汇率的调整更多的是参考贸易情况，以有效汇率为参考的调整。从经济周期看，我国社会还将保持高储蓄率、进而保持贸易顺差；国内生产要素资本继续积累、进而国内生产效率增长速度快于国际水平；市场化改革继续，更多开放的行业继续吸引国外投资。因此，人民币将保持兑国际主要货币总体升值态势。

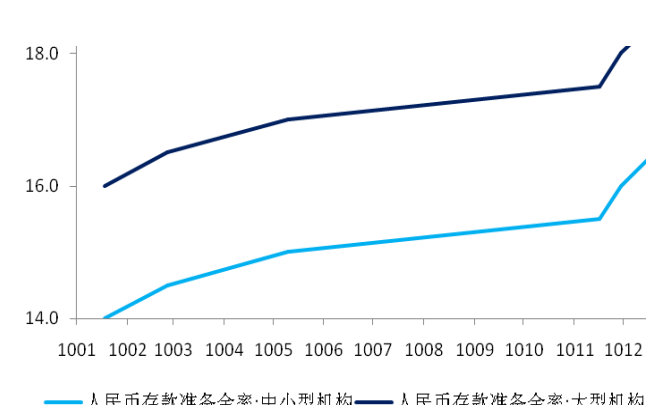
货币供应量：预计明年预设的货币供应量增速目标保持在 17%，公开市场操作力度将加大。

图 39: 人民币仍将继续小幅渐进升值



资料来源: wind, 国都证券

图 40: 准备金率仍存在上调空间



资料来源: wind, 国都证券

5.2 财政政策：转型推力

由于货币政策受制于海外流动性的冲击，所以明年的财政政策将发挥更大的作用。财政支出和税收政策都会面临变化，将成为调结构的重要工具。

在调结构上，正如中央经济工作会议里所提出的，一方面，对农田水利建设、文化产业、战略性新兴产业等重点领域会加大投资和支持的力度，同时推进资源税、生产型服务业增值税等一些税费改革；另一方面，严控产能过剩行业、提高产业集中度，这些都显示出节能减排将进一步加强，产能过剩行业的投资控制仍会继续。

此外，受短期政治周期影响，2011年的转型不会“立竿见影”。明年是本届政府任期最后一年，也是“十二五”规划开局之年，从以往情况看，在这样的年份经济运行保持平稳，重大改革措施往往在下届政府就任后推行。

5.3 资本管制力度加大，鼓励对外投资

在主要经济体量化宽松的时代，利差处于高位、人民币升值预期以及本国经济向好这三方面因素共同作用下，为了缓解持续的资本净流入压力，同时不对出口竞争力造成过重的负担，加强资本管制是不可避免的。同时，为了缓解内部流动性过于充裕的局面，对外投资的鼓励力度会加大。

5.4 不确定性

总体来看，我们对明年的经济环境持乐观态度。我们认为，2011年我国的经济虽然在世界在货币之水中将渐行渐稳，宛如刚出水的芙蓉，只待层层绽开。在十二五的开局之年，借转型之力，悄然布局，经济增速虽有所回落，但呈稳定增长之势。但我们提示，仍需专注两方面因素带来的不确定性：

第一，宏观调控带来的不确定性。一旦经济强势增长，而通胀仍具有较大压力，也许会面临较为严厉的调控。如果加息力度过大，可能会增加后续增长的不确定性，从而使经济运行不稳定，同时也会增加地方政府融资平台坏账的风险；如果对地产的调控政策过于严厉，也会损害到经济的发展。

第二，升值带来的不确定性。在发达国家强化宽松货币和我国通胀压力加大的背景下，明年继续面临着本币升值的考验。如果升值幅度超过企业承受能力，可能会对出口和就业带来的损害，增加系统性风险。

附 2011 年主要宏观经济指标判断

	2007	2008	2009	2010F	2011F
GDP(%)	14.2	9.6	9.1	10	9.6
工业增加值(%)	18.5	12.9	11.0	15.5	14.2
固定资产投资(%)	25.8	26.1	30.5	25.0	23.0
社会消费品零售(%)	16.8	21.6	15.5	18.4	18.4
进口总值 (%)	20.8	18.5	-11.2	35.0	19.0
出口总值(%)	25.8	17.4	-16.0	29.0	16.0
贸易顺差 (亿美元)	2622	2955	196	1925	1825
CPI(%)	4.8	5.9	-0.7	3.2	3.8
PPI(%)	3.1	6.9	-5.4	5.1	6.2
M2(%)	16.7	17.8	27.7	18.8	16
新增信贷 (万亿元)	3.63	4.9	9.58	7.8	7.3
一年期定存利率	4.14	2.25	2.25	2.50	3.25
人民币兑美元汇率	7.31	6.83	6.83	6.60	6.30

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com