

2011 下半年中国经济将进入新增长周期

——对 2011 年中国经济形势前瞻



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2011 年 1 月 4 日 星期二

闫 伟

首席经济学家 S0860110110025
021-63325888-6105

黄国珍

执业证书编号: S0860110080007
021-63325888-6098

李立峰

执业证书编号: S0860110070052
021-63325888-6066

研究结论

➤ 2011 年美国“持续复苏”，欧洲经济风险犹存；美元指数仍将在低位徘徊，大宗商品价格有上升压力，并进一步助推中国“输入性通货膨胀”

美国方面，11 年经济增速约为 2.8%，季度环比呈现加速态势，分别为：2.4%，2.7%，3.0%和 3.2%。其中消费增长在 2011 年将持续，个人消费支出同比增幅达 3%，基本恢复至危机前的水平。工业复苏态势仍将持续，房地产市场 11 年仍难显“亮色”。预计月度平均贸易赤字为 480 亿美元，较 10 年有所扩大。信贷规模增加“助推” M1 和 M2 加速，同比分别为 10%和 5%，达到危机前水平。11 年失业率将从 10 年的 9.6%改善为 9.3%，“QE2”会按期实施，但 11 年进一步推行“QE3”的可能性不大；欧洲方面，11 年欧洲主要经济体经济增速将有所下滑，呈“前高后低”走势，“欧猪五国”仍受困于泥潭中，GDP 增速分别为，欧元区 1.37%、德国 2.37%、希腊-2%、爱尔兰 0%、西班牙 0.35%、葡萄牙 1.6%、意大利 1.1%。11 年美元指数将在“75-90”的低位区波动。

➤ 2011 年实体经济平稳增长，下半年将步入新的周期，全年增速 9.5%。

2011 年在“积极稳健、审慎灵活”财政政策调控下，经济增长呈现出前低后高的态势，全年实现增长 9.5%，其中投资、消费和净出口对 GDP 增长分别贡献 4.4、4.0、1.1 个百分点；消费升级导致汽车、石油及其制品类仍将维持较高景气度。虽然收入分配改革对消费的促进作用有限，但总体上消费增速稳中有升，预计全年增长 18.8%；作为十二五规划元年和政府换届前夕，许多投资项目蓄势待发，高铁建设将再掀高潮，新兴产业投资亮点纷呈，11 年投资增长将依然强劲，预计全年增长 24%，且结构更加优化；出口方面，海外经济的不确定性以及国内主动收紧出口政策将导致出口增速放缓，预计全年增长 17.5%，但出口产品结构持续优化，同时对东盟以及其他金砖国家的出口在出口总体中的比重进一步增加。

➤ 2011 年通胀形势严峻，全年 CPI 约在 3.9%；流动性仍面临过剩的格局，信贷规模在 7.5 万亿左右

10 年以来粮食价格上涨了 14.5%，高于 08 年那轮通胀中粮食价格的涨幅 9.5%，国内粮价保持小幅上涨成为常态；肉价截止 12 月底已上涨了 43%，远高于上一轮猪肉价上升周期涨幅 25.3%，预计肉价未来仍有 10%-15%的上升空间。目前物价上涨已成燎原之势，输入型通货膨胀的压力在加大，宽松的流动性为通胀的进一步走高提供了支撑，预计 2011 年全年 CPI 呈“前高后低”走势，上半年 CPI 在 5%-7%区间波动，全年 CPI 约在 3.9%；2011 年全年新增信贷规模在 7.5 万亿左右，一季度信贷有可能再冲击三万亿。11 年最关键的还是要控制住信贷规模，加大差别化政策的力度，具体来说，预计 11 年货币政策仍使用“组合拳”，存款准备金将上调 4-5 次，加息的空间有限。

➤ “稳增长、防通胀”成核心主题，“民生、公共服务项目、促消费和扶持新兴产业”成政府工作的重点

11 年积极财政政策将主要投向将侧重民生和公共服务项目，包括对保障房支出的扩大、对水利领域加大扶持力度、对节能减排投资、对促进消费便利化投资和对海洋经济领域投资的支持；11 年房价仍有继续上涨压力，预计国内第三次房地产调控将以“征房产税”为标志，或 11 年年初试点推出，且有望建设 1000 万套保障性住房，

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资额将达 1.4 万亿，“十二五”时期，我国城镇化率将超过 50%；加快收入分配改革，扩大“内需”，11 年上半年政府将制定出台“收入分配体制改革方案”；经济结构将进一步转型，产业升级成重点，预计对于“十二五”期间重点发展的新兴战略产业：信息技术、新能源、新材料、生物等，政府会大力支持。

表 1：国内主要宏观数据预测

单位：%

	2011E	2010E	4Q2010	3Q2010	2Q2010	1Q2010	2009	2008	2007
GDP	9.5	10.1	8.5	9.6	10.3	11.9	9.1	9.6	14.2
	2011E	2010E	2010-12E	2010-11	2010-10	2010-09	2010-08	2010-07	2010-06
CPI（当月同比）	3.90	3.30	4.6	5.1	4.4	3.6	3.5	3.3	2.9
PPI（当月同比）	6.00	5.50	5.8	6.1	5.0	4.3	4.3	4.8	6.4
PMI	54.3	53.8	53.9	55.2	54.7	53.8	51.7	51.2	52.1
工业增加值（当月同比）	14.7	15.70	13.2	13.3	13.1	13.3	13.9	13.4	13.7
城镇固定资产投资（累计同比）	24.0	24.70	25.0	24.9	24.4	24.5	24.8	24.9	25.5
社会消费品零售总额（当月同比）	18.8	18.60	18.8	18.7	18.6	18.8	18.4	17.9	18.3
新增人民币贷款（亿元）	75000	80128	5700	5640	5877	5955	5452	5328	6034
M1：同比	17.5	26.7	20.6	22.1	22.1	20.9	21.9	22.9	24.6
M2：同比	16.0	20.8	20.0	19.5	19.3	19.0	19.2	17.6	18.5
新增外汇占款	29000	30849	2200	3196	5302	2896	2430	1997	1171
进口（当月同比）	28.0	22.50	40.0	37.8	25.4	24.2	35.2	22.8	33.9
出口（当月同比）	17.5	27.50	25.5	34.9	22.9	25.1	34.3	38.0	43.9
贸易顺差（亿美元）	1000	1781.64	75	228.9	270.8	167.9	199.5	286.2	201.6

注：红字表示预测值

资料来源：中国人民银行，国家统计局，国家商务部，东方证券研究所

一、海外经济：美国经济将“持续复苏”，欧洲经济风险犹存

1. 美国：“宽松政策”为经济“持续复苏”护航

1.1. 11年美国经济增长速约为2.8%，季度环比呈现加速态势

预计2011年1-4季度，美国实际GDP增长率分别为2.4%，2.7%，3.0%和3.2%，对于全年2.8%的经济增长，个人消费对其贡献率约为2%，投资约为1.5%，政府支出约为0.3%，净出口约为-1%。

消费方面，预计消费增长在2011年将持续，个人消费支出同比增幅达3%，基本恢复至危机前的水平。受“QE2”作用影响，美国M1和M2同比增速加快，最新统计数据前者为8.6%，后者为3.3%；宽松的货币条件，在压低融资成本的同时也提高了市场“通胀预期”，并共同刺激信贷投放，其中9月和10月，消费者信贷一改2月份以来的“持续下降”态势，分别增加12亿美元和34亿美元；另一方面，在政策的“呵护”下，消费者信心“大振”，消费支出“提速”。伴随“QE2”的进一步落实，消费增长在2011年将持续，预计个人消费支出同比增幅将达到3%，基本恢复至危机前的水平。

工业复苏态势仍将持续。美国制造业“去库存”于2009年8月见底，随后进入“补库存”阶段（2009年3季度），制造业库存同比从2009年9月的-14.2%逐步调整至2010年10月的6.9%。伴随库存的“补充”，产能利用率也从2009年9月的70.5%增加至2010年11月的75.2%（预期为75%），工业产值指数也顺势而变，从2009年9月的88.4持续攀升至2010年11月的93.9，特别地，工业产值环比显示，11月该数值为0.4%（预期0.3%），这说明美国的工业复苏“仍将继续”。

表 2：美国经济增长变化及各项贡献率

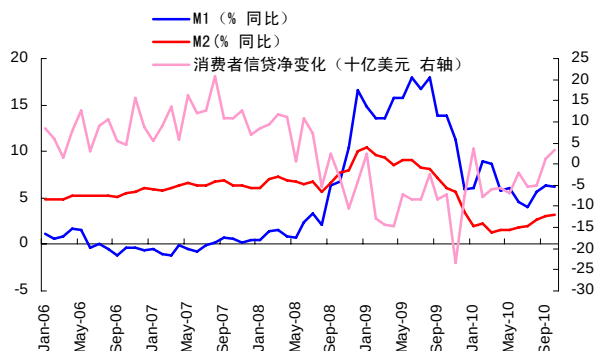
单位：%

指标	2009 年	2010 年				2011 年 E			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4E	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E
实际 GDP(年化环比 %)	5.0	3.7	1.7	2.5	2.2	2.4	2.7	3.0	3.2
	各分项贡献率 (%)					各分项贡献率 (%)			
国内需求	3.1	4.1	5.2	4.3	3.2	3.2	3.7	4.3	4.0
个人消费	0.7	1.3	1.5	2.0	1.7	2.0	2.1	1.9	2.0
耐用消费品	-0.1	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.8	0.7	0.5
非耐用消费品	0.5	0.7	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4
服务	0.3	0.0	0.8	1.2	1.0	1.1	1.0	0.9	1.1
国内私人投资	2.7	3.0	2.9	1.5	1.2	1.0	1.3	2.2	1.8
非住宅投资	-0.1	0.7	1.5	1.0	0.5	0.6	1.0	0.5	0.8
住宅投资	0.0	-0.3	0.6	-0.8	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1
库存变动	2.8	2.6	0.8	1.3	0.7	0.3	0.1	1.5	0.9
政府支出	-0.3	-0.3	0.8	0.8	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
净出口	1.9	-0.3	-3.5	-1.8	-1.0	-0.8	-1.0	-1.3	-0.8
出口	2.6	1.3	1.1	0.8	1.0	1.1	1.1	1.0	1.2
进口	-0.7	-1.6	-4.6	-2.5	-2.0	-1.9	-2.1	-2.3	-2.0

资料来源：bloomberg，东方证券研究所

图 1：美国 M1 和 M2 增速与消费信贷净变化

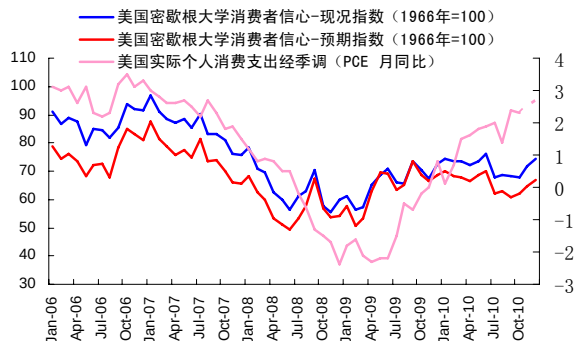
单位：%



资料来源：bloomberg 东方证券研究所

图 2：消费者信心指数及消费支出

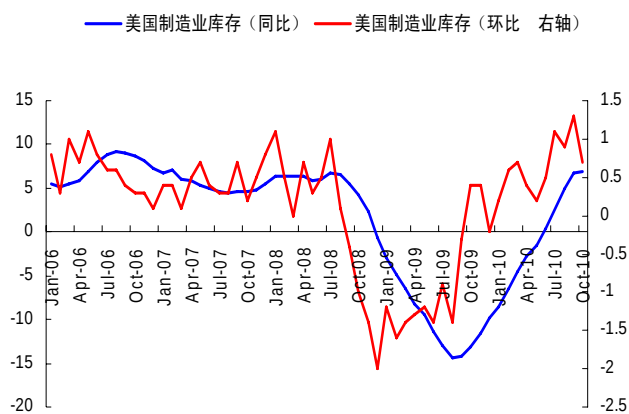
单位：%



资料来源：bloomberg, 东方证券研究所

图 3：美国制造业库存变化

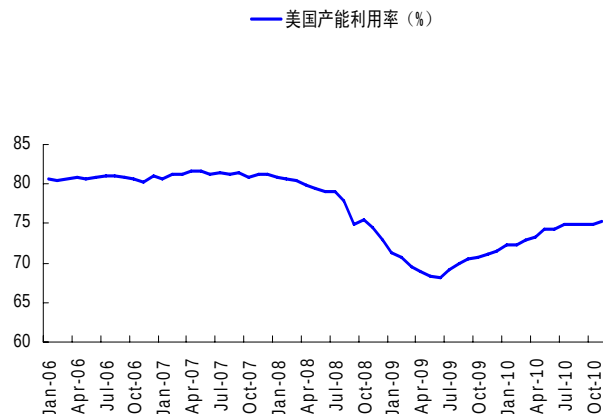
单位：%



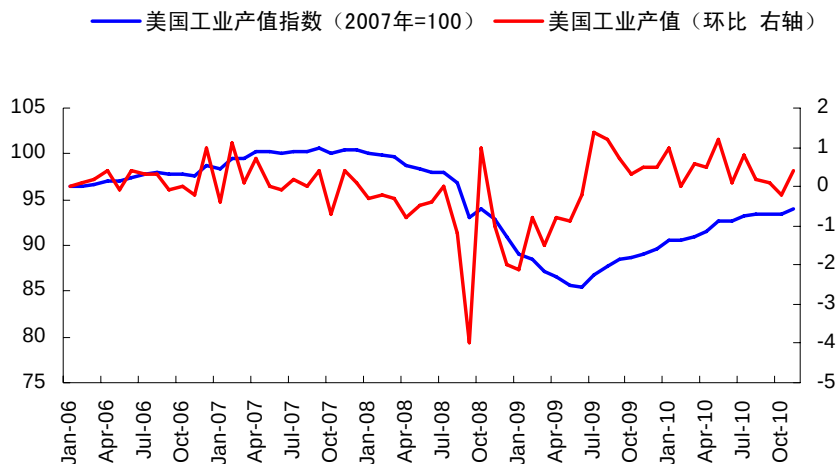
资料来源：bloomberg 东方证券研究所

图 4：美国产能利用率

单位：%

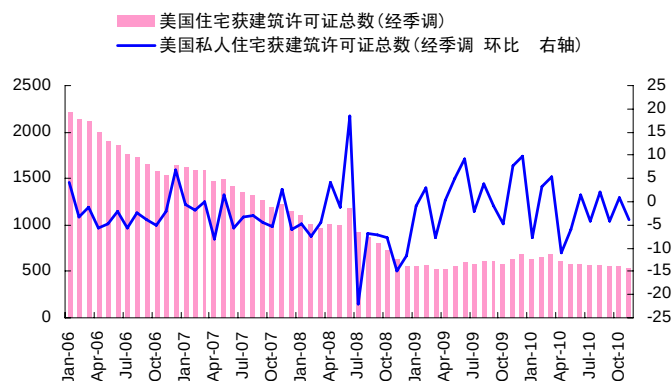
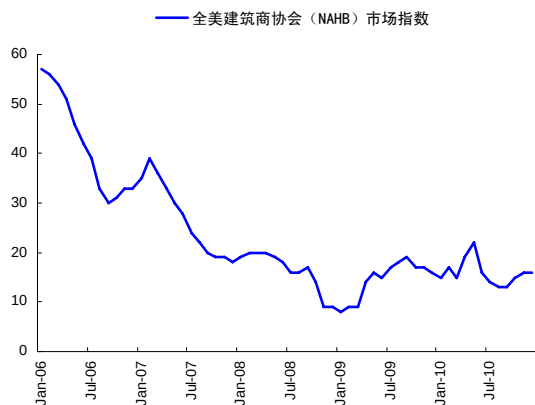


资料来源：bloomberg, 东方证券研究所

图 5：美国工业产值指数及变化
单位：%


资料来源：bloomberg，东方证券研究所

房地产市场“底部蓄势”，2011 年难显“亮色”。美国建筑商协会公布的市场指数、住宅建筑许可证总数和新建私人住宅开工总数显示，自 2009 年以来该指数一直在“底部徘徊”，无明显改善迹象；受失业率调整的长期性影响，预计 2011 年美国房地产市场改观不会很大。

图 6：NAHB 市场指数
图 7：美国建筑许可总数及变化
单位：千套


资料来源：bloomberg 东方证券研究所

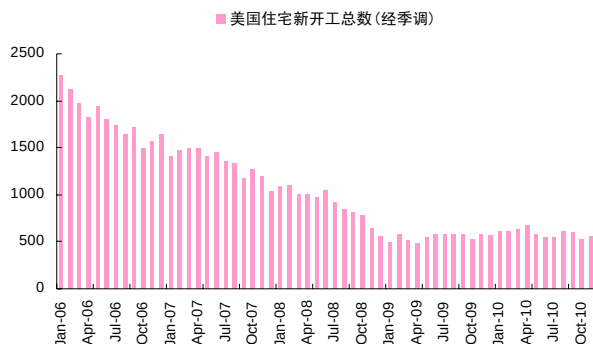
资料来源：bloomberg, 东方证券研究所

图 8：美国私人住宅新开工总数

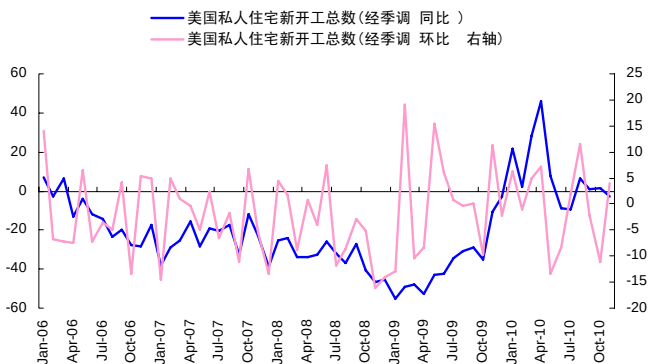
单位：千套

图 9：美国私人住宅新开工总数变化

单位：%

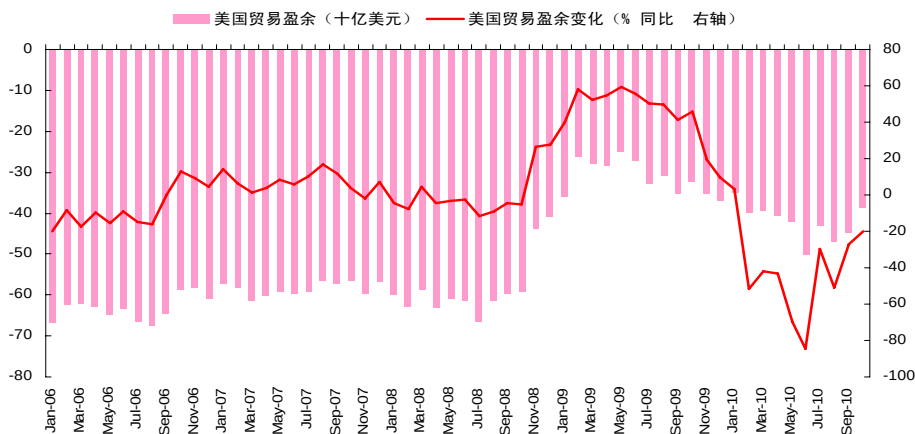


资料来源：bloomberg 东方证券研究所



资料来源：bloomberg, 东方证券研究所

贸易方面：预计 11 年商品贸易赤字会有所加剧，增加到月均 600 亿美元水平，贸易整体赤字水平为 480 亿美元。伴随 2009 年 3 季度以来美国经济的复苏，需求的增加，商品贸易逆差逐步“加剧”；由于受美国本身产业结构的影响（集中于高科技和服务业，而服务业很大程度不可贸易），美国贸易逆差不可能通过制造业产品的出口来解决，由此，我们预计伴随 2011 年经济的进一步复苏，其对国外商品的需求会进一步增加，商品贸易赤字势必加剧，2011 年月度平均商品贸易赤字为 600 亿美元，较 2010 年的 550 亿美元有所增加，而服务贸易顺差维持在月均 120 亿美元的水平，贸易整体赤字水平为 480 亿美元。

图 10：美国贸易盈余及变化


资料来源：bloomberg 东方证券研究所

1.2. 信贷规模“助推”M1 和 M2 加速，为经济复苏营造良好环境

自 2010 年 11 月 3 日“QE2”实施以来，美国 1 年期国债和 10 年期国债收益率差距拉大，这主要反应了市场对未来资产价格走强的预期；同时，伴随消费者信心的增加，消费的进一步复苏也将对 CPI 形成“拉力”，这些都为经济进一步复苏营造良好环境。

伴随经济的恢复，信用条件进一步改善，商业银行信贷规模将进一步增加，预计 2011 年将增加 3000 亿美元；

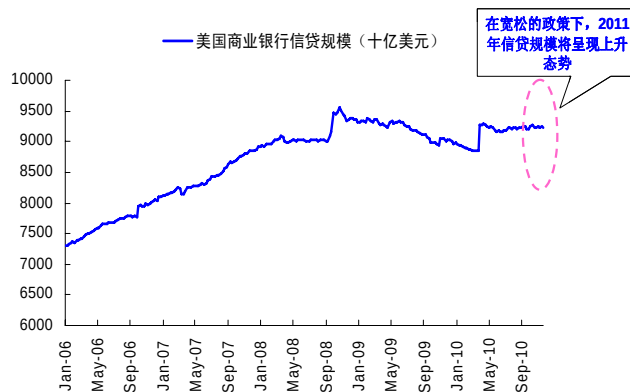
受信贷规模的扩张，M1 和 M2 的增速会进一步加速，预计分别达到 10%和 5%。

图 11：美国国债收益率利差



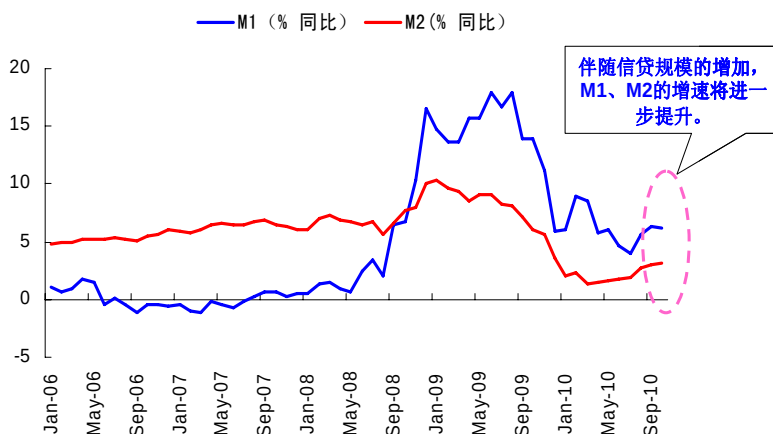
资料来源：bloomberg 东方证券研究所

图 12：美国商业银行信贷规模



资料来源：bloomberg, 东方证券研究所

图 13：美国 M1 和 M2 同比增速

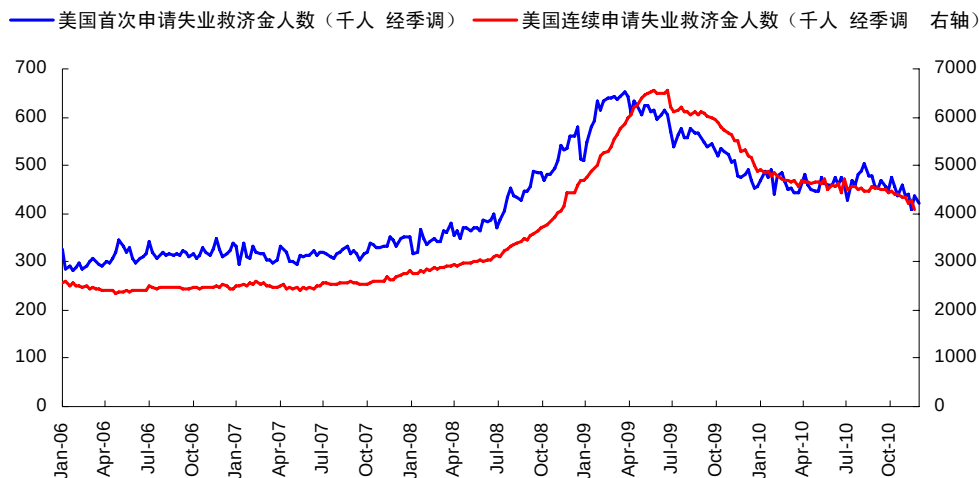


资料来源：bloomberg, 东方证券研究所

1.3. 2011 失业率改善至 9.3%；“QE2”会按期实施，11 年进一步推行定量宽松政策的可能性不高

尽管美国经济在差不多18个月前重新开始恢复，但此复苏过程“一波三折”，10年二季度还面临“二次探底”风险，这也使得失业率改善较为缓慢，目前美国失业率为9.8%，在宽松政策的“呵护”下，预计11年失业率改善至9.3%。

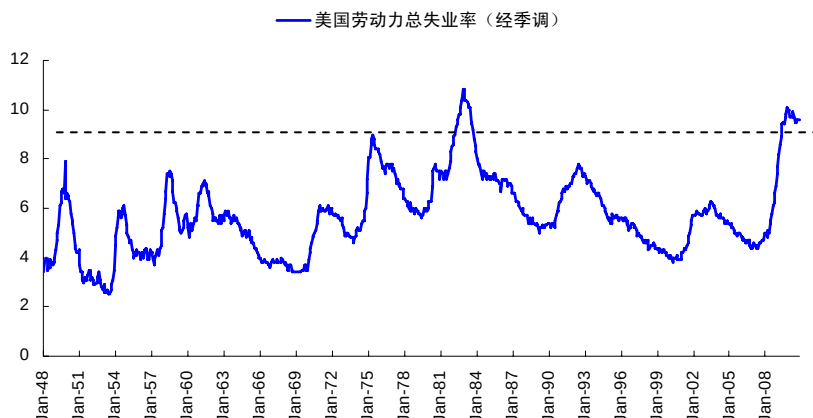
从高频数据（周数据）来看，美国就业在改善。劳工部公布的美国首次申请失业救济金人数和连续申请失业救济金人数自 2009 年 6 月以来，持续“双双下降”，显示就业市场在不断改善；但当前两指标与危机前 2006 年-2007 年平均水平（分别为：31.6 万人和 250.2 万人）相比较，仍然有较大的改善空间。

图 14：美国首次和持续申请失业救济金人数
单位：千人


资料来源：bloomberg，东方证券研究所

从历史来看，美国失业率逐步改善需要较长时间。历史地看，战后自1948年至今，美国失业率超过10%出现于两个时期：1），1982年9月-1983年6月（高点在82年11月，为10.8%）；2），2009年10月-2009年12月（高点在09年10月，为10.1%）。第一轮失业率调整过程显示，从10.8%调整到6%，经历了4年10个月，从10.1%调整到6%，经历了4年5个月，从10.1%调整到6.5%，经历了3年6个月；以10.1%为起点，对比两轮调整速度，本轮在经历1年1个月后，失业率从10.1%调整为9.8%，而第一轮在相同的时间内，失业率从10.1%调整为7.2%，说明到目前为止，本轮失业率调整速度比较缓慢，未来之路仍然漫长。另外，美国目前失业人数为1512万，考虑到经济结构的调整，扣除800万自然失业人口（危机前为600万），仍有712万人，以每年增加150万就业岗位计算，失业问题的解决仍然需要4年多的时间。综合上述分析，估计美国失业率调整到6.5%，仍然需要4年时间。

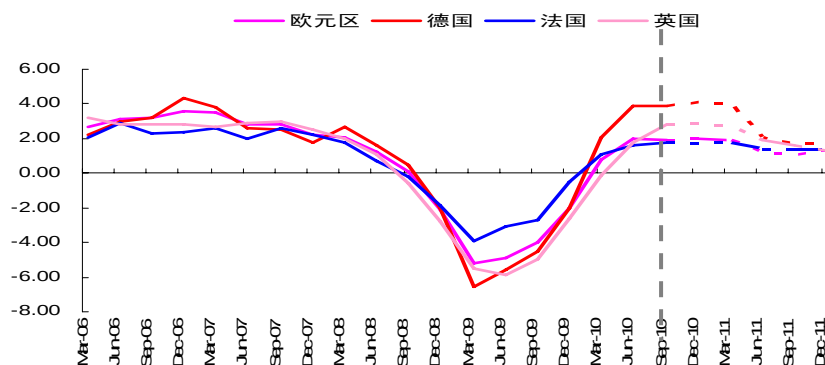
目前仍然较高的失业率使得宽松政策在2011年不会轻易改变，**预计“QE2”会按期实施，但是2011年进一步推行定量宽松政策的可能性不高。**因为：从“QE1”和“QE2”的推行看，前者于2010年3月结束，后者于2010年11月推出，相距7-8个月，而“QE2”于2011年6月结束，受外部强大的政治压力所牵制，美联储很难在2011年进一步实施“QE3”；与“QE1”相比，“QE2”推行时，美国经济基本面已有所改善，并且在“QE2”实施以来“改善”明显加快，这就使得“存量货币”发酵加速，这从M1和M2的增速可以看出，特别是11月份的数据，二者分别为8.6%和3.3%，为10年以来的高点，并且随“QE2”的实施和经济的改善（海外资金将回流）将进一步加速，这也降低了2011年推行“QE3”的概率。

图 15: 美国失业率
单位: %


资料来源: bloomberg, 东方证券研究所

2. 欧洲: 主要经济体有“增长放缓”压力, “猪国们”深陷泥潭

2011 年欧洲主要经济体经济增速将有所下滑, 呈“前高后低”走势。对于欧洲主要经济体, 2010 年前三个季度经济复苏“较为”良好, 其中德国前三个季度 GDP 同比增速分别达到: 2.1%, 3.9%和 3.9%, 受高基数效应影响, 预计主要经济体 2011 年的经济增速将有所下降, 并且呈现出“前高后低”的走势, 其中, 欧元区 GDP 同比增速为:1.9%, 1.2%, 1.1%, 1.3%,德国 GDP 同比增速为:4.05%, 2.05%, 1.81%, 1.6%。

图 16: 11 年欧洲主要经济体经济增速预测
单位: %


资料来源: bloomberg, 东方证券研究所

2011 年“欧猪五国”仍受困于泥潭中, 各国经济增速将有所分化。“沉重的债务负担→微观经济主体和政府压缩开支→经济增长有效需求不足→经济继续负增长或停止增长→加剧债务偿还风险, 危机重燃→进一步加剧经济衰退”, 这种恶性循环将使“欧猪五国”在灾难的泥潭里越陷越深, 难于自拔。预计 2011 年“欧猪五国”经济前景整体依旧黯淡, 但各国经济增速会有所分化, 预计希腊仍将保持负增长, 总体衰退水平为-2%, 爱尔兰经济表现“停止”, 西班牙的增长约为 0.35%, 葡萄牙的增长约为 1.6%, 意大利的增长约为 1.1%。

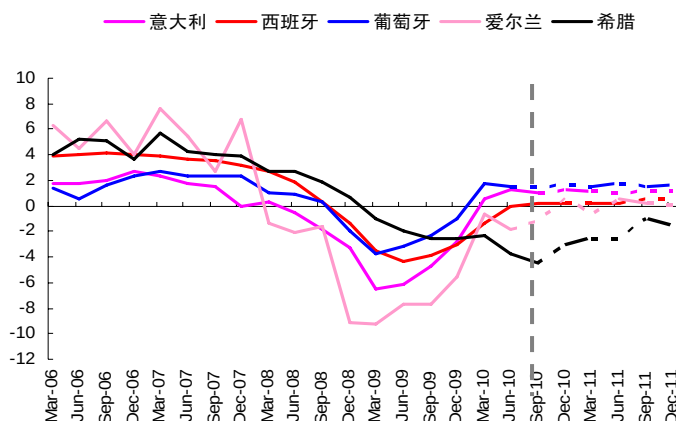
表 3：欧猪五国融资需求

	2011E	2012E	2013E	2014E	四年合计
欧猪五国融资需求（十亿欧元）	406	374	316	354	1450
融资需求占欧元区 GDP 比重（%）	4.3	3.9			
小猪四国融资需求（十亿欧元）	213	192	167	186	758
融资需求占欧元区 GDP 比重	2.3	2			

资料来源：bloomberg，东方证券研究所

图 17：欧猪五国经济增长预测

单位：%



资料来源：bloomberg 东方证券研究所

3. 2011 年美元指数仍将在低位徘徊，大宗商品价格有上升压力；中国“输入性通货膨胀”将成重压

自布雷顿森林体系崩溃至今，美元指数共经历了三个下降期，两个上升期，受持续低利率，“糟糕”的财政赤字、经常账户赤字，以及史无前例的“宽松货币”影响，2011 年美元指数仍然处于第三个下降期内。但是，受“欧债危机”重燃并加剧，区域性政治军事冲突影响，美元指数会出现“暂时性反弹”。预计 2011 年美元指数将在“75-90”低位区间波动。2011 年，伴随世界经济的进一步恢复，大宗商品需求将会增加，在“弱势美元”的货币条件下，大宗商品价格有上升的压力。

对于原材料进口依赖程度较高，并不断提升的中国，2011 年，“输入性通货膨胀”将成重压。以原油和铜为例来分析，原油价格已从 2010 年年初的 80 美元/桶上涨至当前（12 月 27 日）的 93 美元/桶，预计 2011 年 9 月将达到 120 美元/桶；铜期货价格年初为 7500 美元/吨，当前（12 月 27 日）为 9346 美元/吨，并且随着基本金属 ETF 的推出，铜的供需缺口将加剧，价格继续上升压力仍然存在。对于中国这个原油需求占全球 10%，原油进口居世界第二位，原油对外依存度达 55%的发展中国家；对于中国这个铜需求占全球 36%，居于世界第一位的国家（最新数据显示，中国 11 月份铜及铜材进口量环比和同比分别增加了 29%和 21%，至 351,597 吨，10 月份进口量为 273,511 吨，并且伴随经济的增长，进口需求将进一步扩大。）这些都将加大中国 2011 年“输入性通货膨胀”压力。

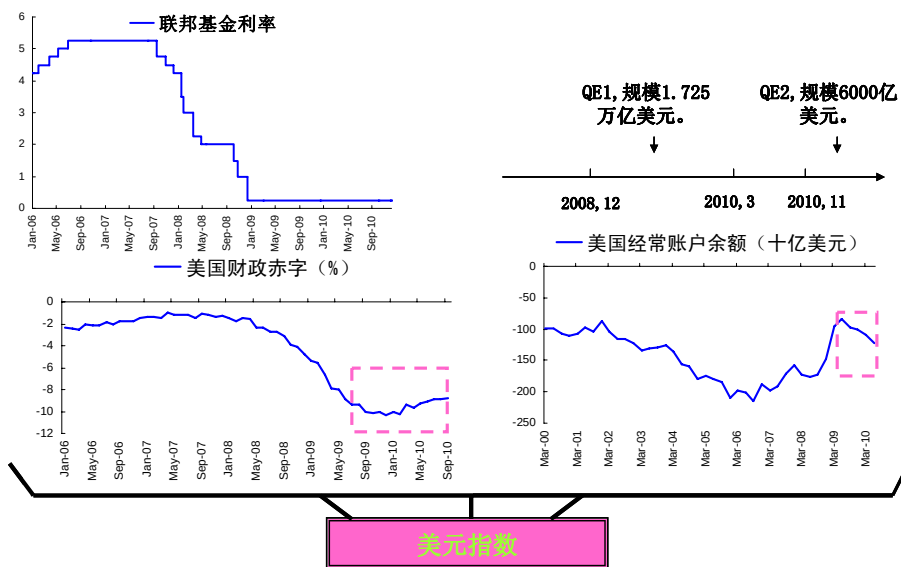
图 18: 美元指数变化历史



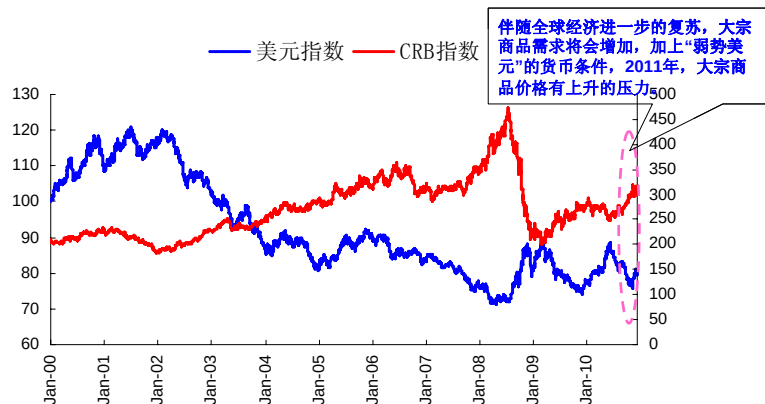
资料来源: bloomberg 东方证券研究所

图 19: 美元指数压力来源

单位: 十亿美元 %



资料来源: bloomberg 东方证券研究所

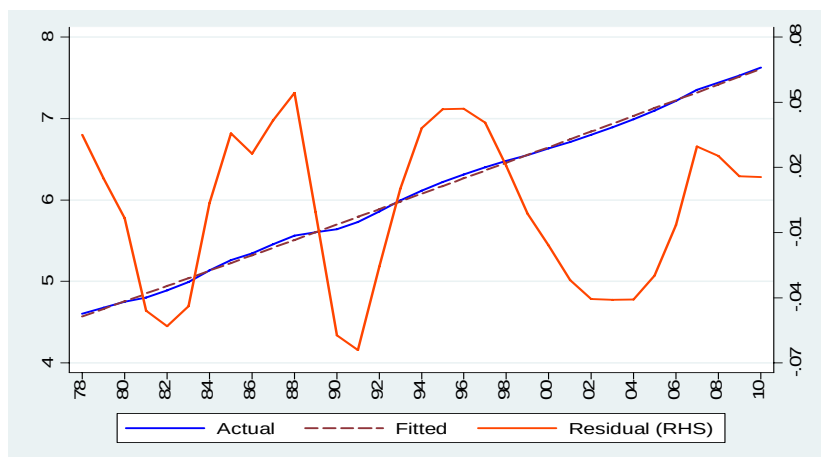
图 20：美元指数与大宗商品价格变化


资料来源：bloomberg 东方证券研究所

二、 实体经济：韬光养晦，蓄势待发

1. 经济平稳增长，下半年步入新周期

我国正处于第四轮经济周期的左半边，经济增长率由前些年两位数的“经济奇迹”开始步入“常规增长”时代，经济增速表现为“陡起平落”即经济软着陆进行时。虽然增速有所放缓，但由于宏观调控水平的提高与前瞻性增强，周期底部大幅上抬，经济大起大落的现象有所缓解。我们认为从 11 年下半年开始，中国将开始步入新的周期。

图 21：经济平稳增长，开始步入新的周期


注释：Actual: GDP 增长趋势；Fitted: GDP 增长趋势拟合值；Residual：中国的经济周期（GDP 残差）

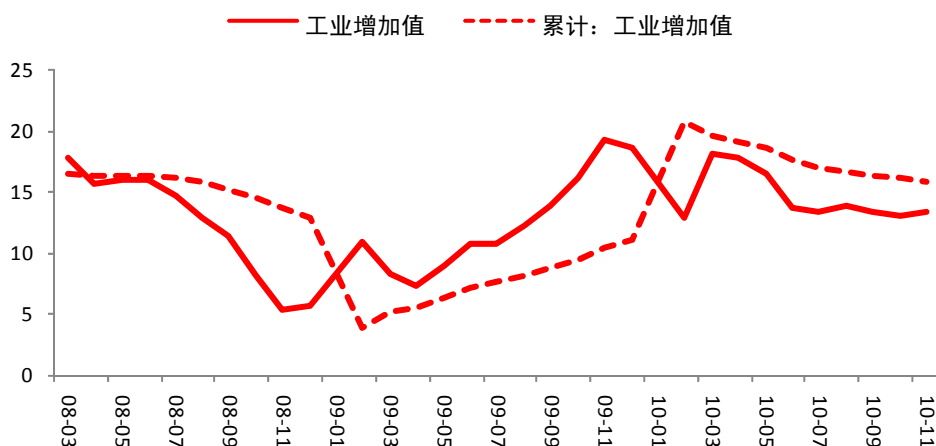
资料来源：东方证券研究所

1.1. 回顾 2010：“先抑后扬”，7 月是拐点

2010 年中国宏观经济呈现出先抑后扬的态势，经济从 1 季度开始持续下滑，并于 7 月触底后开始回升。从工业增加值增速来看，经济从年初的 18.1% 下滑至 7 月的 13.4%，并在 8 月反弹。汽车产量和柴油产量相对于其趋势在 7 月开始上升清晰的显示了经济回升的轨迹。然而无论是“抑”还是“扬”，其驱动因素均是政府投资政策松紧变化。10 年年初，由于发改委严控新开工项目，投资增速开始快速下滑，并进而带动总需求的走弱。5 月下旬开始由于对经济二次探底的担忧，投资政策开始松动，财政拨款速度加快，刺激投资增速开始回升。并进而带动宏观经济景气度的上升。

图 22：工业增加值同比增速

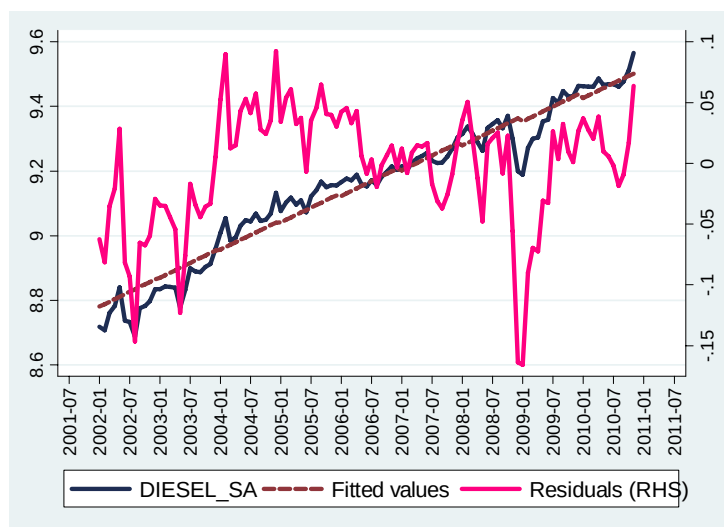
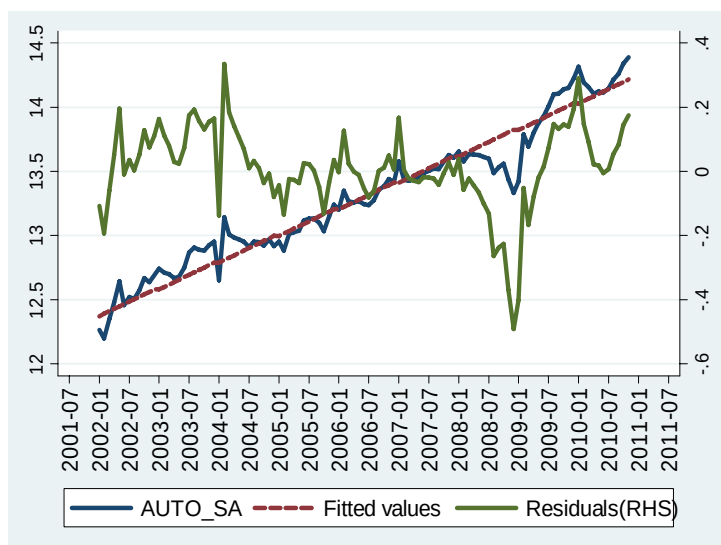
单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 23：汽车产量相对其趋势从 7 月开始上升

图 24：柴油产量相对其趋势从 7 月开始上升



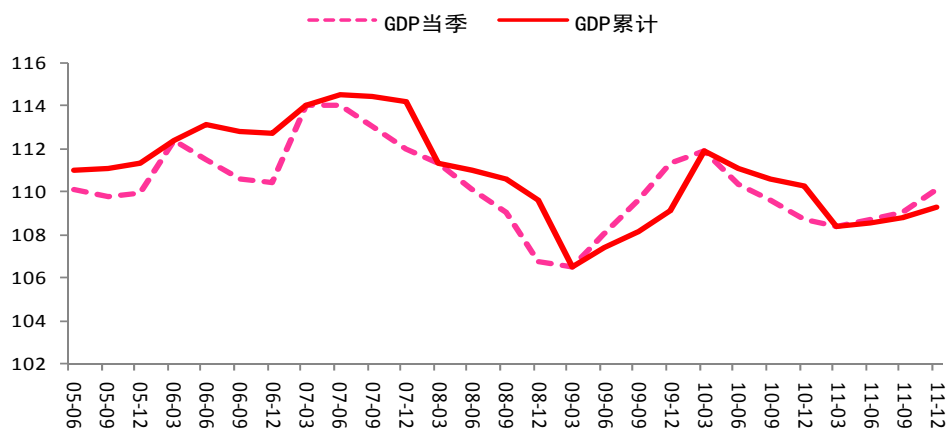
资料来源：东方证券研究所

资料来源：东方证券研究所

1.2. 展望 2011：经济平稳增长，下半年步入新周期

2011 年 GDP 全年增长 9.5%，上半年政策偏紧以及 10 年的基数形态导致经济增速较低，下半年由于通胀形势的缓解，政策相对较松，经济增速将走高。

图 25：2011 年 GDP 全年增长 9.3%

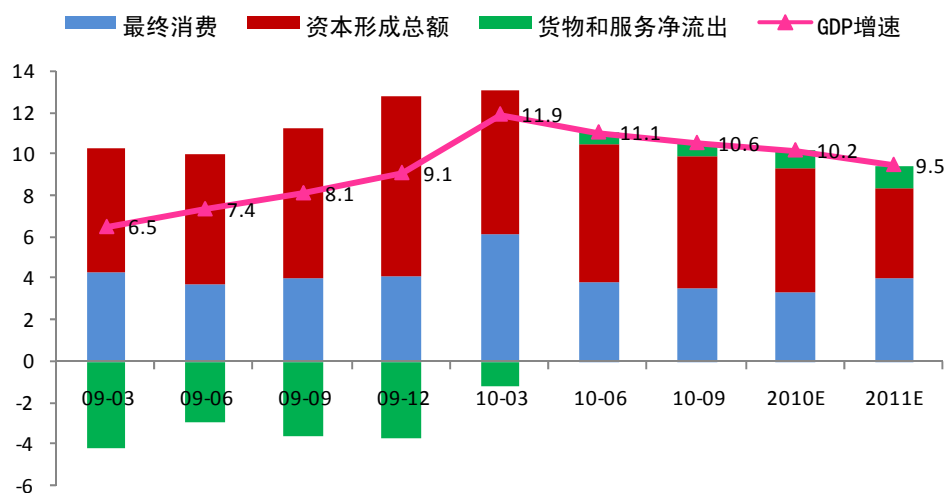


资料来源：CEIC，东方证券研究所

2011 年投资、消费，净出口对 GDP 增长的拉动分别为 4.4、4.0 和 1.1 个百分点，增长动力将更加均衡。

图 26：2011 年三大支出对 GDP 增长的贡献将更加均衡

单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

2. 2011 年总需求将平稳增长

2.1. 投资：增长依然强劲，结构更加优化

虽然经历了 2009 和 2010 两年的高速增长，2011 年投资增长将依然强劲。2011 年是新的五年规划元年，也是下届政府换届选举的倒数第二年。在新的五年规划期，许多项目蓄势待发，换届选举的激励也将使得投资这一政府应用最为纯熟，能够迅速拉动经济的手段被充分使用。

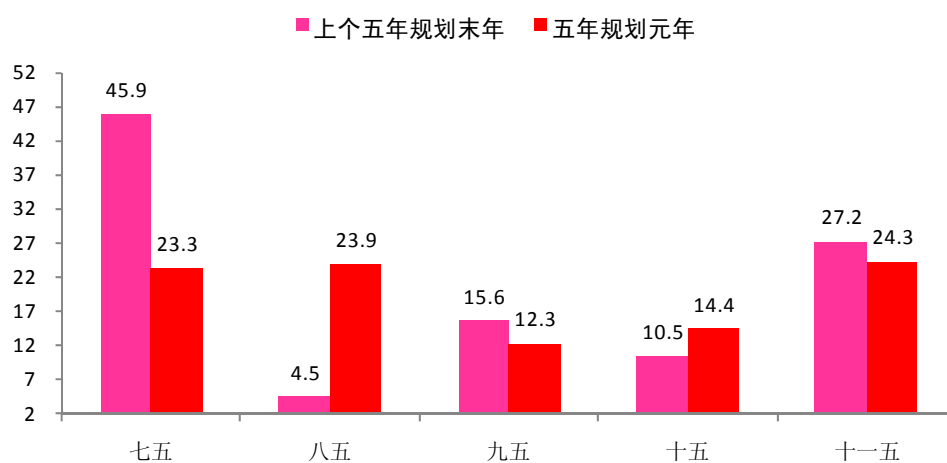
2.1.1 蓄势待发

2011 年是新的五年规划元年，国家提出了一系列宏伟的战略目标。为实现这些目标，需要以投资为基础的物质基础条件做支持。在十二五规划期间，我国城市化进程将加快，同时产业结构调整 and 战略性新兴产业的发展也将催生大量投资需求。

目前我国现有的城镇化水平仅为 46.6%，与发达国家 80% 以上的城市化率相比，城市化发展的空间很大。如果我们以城镇化水平每年推进 1 个百分点计算，每年城市新增固定资产投资接近 2 万亿，如果要实现 60% 以上的城镇化水平，未来我国固定资产投资空间将达到近 25 万亿。新兴产业来看，国务院最近颁发的《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》报告提出，到 2015 年，战略性新兴产业增加值占 GDP 比重要力争达到 8%，到 2020 年要达到 15%。这些都决定了 11 年仍将是我国固定资产投资高速增长的一年。

图 27：五年规划元年投资蓄势待发

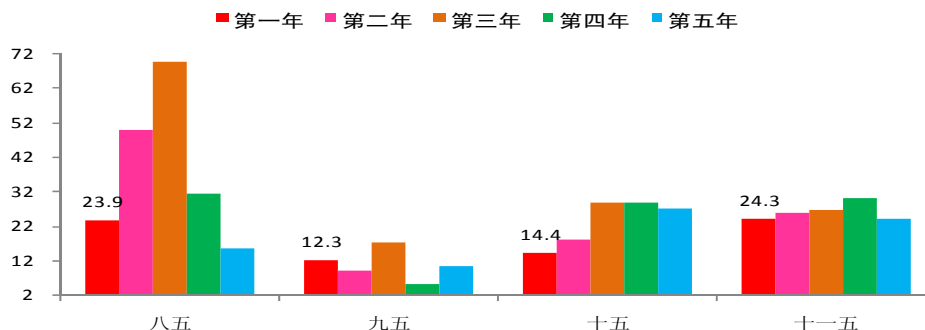
单位：%



资料来源：CEIC、东方证券研究所

图 28：“八五”至“十一五”期间，每个五年规划年度固定资产投资增速规律

单位：%



资料来源：CEIC、东方证券研究所

表 4：七大战略性新兴产业概览

战略性新兴产业	发展概要
节能环保	发改委编制的《节能环保产业发展规划》将节能环保产业集中在六大领域：高效节能技术和装备、高效节能产品、节能服务产业、先进环保技术和装备、环保产品与环保服务。截止 2009 年底，国内节能环保产业产值达 1.71 万亿元，注册节能服务公司 500 多家，城镇污水垃圾运营企业 1000 多家。预计 2010-2015 年，城镇污水垃圾、烟气脱硫建设设施投资 6000 多亿元，运营服务规模超过 6000 亿元。
新一代信息技术	包含六个方面：下一代通信网络、物联网、三网融合、新兴平板显示、高性能集成电路和以云计算为代表的高端软件。在下一代通信网络中，2011 年我国光纤宽带端口超过 8000 万，未来 3 年内光纤宽带网络建设投资超过 1500 亿元。其中中国电信已经率先新增 150 亿用户固网建设，2011 年是光通信网络建设的高峰。
生物医药	生物技术作为新的经济增长点，发达国家增速大致为 25%-30%，是整个经济增长平均数的 8-10 倍；中国过去 15 年大致增加 100 倍。“十二五”期间国家对重大创新药开发的资金扶持规模从“十一五”的 66 亿元扩大至 105 亿元。
高端装备制造	制造业的高端领域，表现为技术上高端、价值链高端和占据产业链核心部位，包含传统产业链和新兴产业的高端部分。
新能源	为实现非化石能源到 2020 年达到 15%的目标，重点发展三类非化石能源：核电、水电和非水能的其他非化石能源（风能、太阳能、生物质能）。核电规模达到 7500 万千瓦以上，水电装机规模达到 3 亿千瓦以上，其他生物质能利用达到 2.4 亿吨。
新材料	2010 年全球新材料市场规模将超过 8000 亿美元，国内市场规模将在 2012 年超过 1300 亿元。未来中国将继续借助产业化专项的实施，有力推进我国自主产权的新材料产业发展，相应的投资也必将增加。
新能源汽车	未来 10 年中央财政将拿出千亿元推广新能源汽车，预计 2010 年 100 亿元技改及新能源汽车、关键零部件补贴办法出台，2015 年中央财政投入 550 亿元用于新能源汽车示范推广和基础设施建设的进度，带动企业相关投资达 2000 亿元以上，其中长安汽车已决定投资 43.27 亿元用于乘用车项目，其中设备投资 18.44 亿元，建设工程投资 9 亿元，其他费用 14.85 亿元，项目预备费 9744 万元，预计 2012 年 6 月完工。

资料来源：东方证券研究所整理

2.1.2 基建：高潮迭起，结构优化

基建投资在固定资产投资中约占 30%的比重，是政府投资的主要方向。虽然经过多年的大力建设，我国基础设施条件有了较大改观，但仍存在较多的不足与欠缺。今后相当长的一段时间里，基建投资仍将是我国固定资产投资的主要领域。

水利补欠账，“十二五”期间投资将提速。2009 年全社会共落实水利固定资产投资 1702.7 亿元。包括预算内中央水利投资 657 亿元，省级地方水利投资 785 亿元，利用外资 3.5 亿元。2010 年全行业投入有望达到 2000 亿元，实现增速 40%，较去年提高近 34 个百分点，创近 8 年新高。水利投资已经写入 2011 年中央一号文件，加强水利投资，尤其是在农村饮用水建设、农田水利等方面的投资，保障农业生产及百姓生活需要将是“十二五”期间的重要投资议题。分投资来源看，2010 年水利中央投资金额超过 800 亿元，2009 年为 657.1 亿元，增长 22%。为了扭转水利发展的不利局面，预计未来 5 年，我国水利投资有望达到 8000-9000 亿元。

高铁再掀大规模建设高潮。2009 年是我国铁路历史上投资规模最大，投产最多的一年。全年完成铁路基本建设投资 6000 亿元以上，较上年增加 2650 亿元，增长 79%。2010 年铁路建设持续 2009 年的发展势头，截止 2010 年 10 月份，我国铁路实现固定资产投资 5790 亿元，其中基本建设投资 5104 亿元。预计全年铁路建设投资将达到 8235 亿元，较上年增长约 17%。2011 年，持续扩张的消费需求、相对低廉的生产成本以及中国铁路建设与世界发达国家之间的差距等客观原因将进一步推动中国铁路投资再提速。

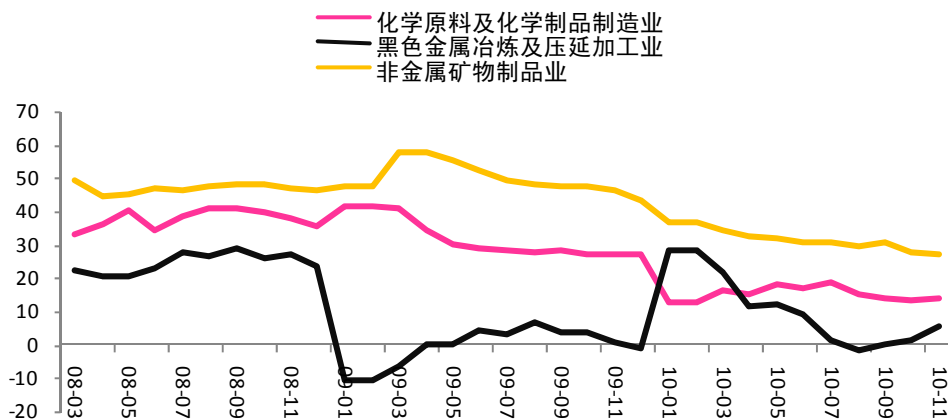
公路建设超前，投资增速将放缓。截至 2009 年底，我国公路里程已经达到 386.08 万公里，其中高速公路 6.51 万公里。与建国初期 300 公里的水泥道路相比，近年来我国公路建设取得了飞速发展。

2.1.3 制造业：调整与提高

制造业投资约占固定资产投资 30%的份额，是国民经济发展的重要物质基础。随着生产力水平的不断提高以及近些年来的大力发展，大部分传统制造业行业产能已经逐渐饱和，部分行业甚至出现了严重的产能过剩。同时，随着经济结构调整力度的加强以及绿色 GDP 理念的深入人心，国家对于高耗能、高污染和资源性的行业投资政策开始收紧，这部分行业固定资产投资将面临调整。但是，作为制造业核心竞争力的集中体现，高端装备制造业正逐渐成为我国产业发展中的一支新兴力量，国家又将大力提高这一部分相关行业的投资力度。

图 29：“两高一资行业”投资增速趋于下降

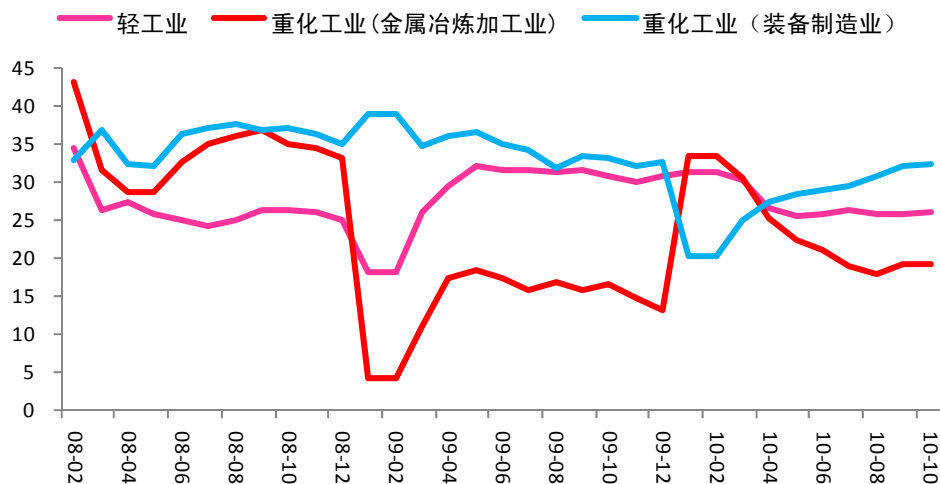
单位：%



资料来源：CEIC、东方证券研究所

图 30：装备制造业投资将快速增长

单位： %



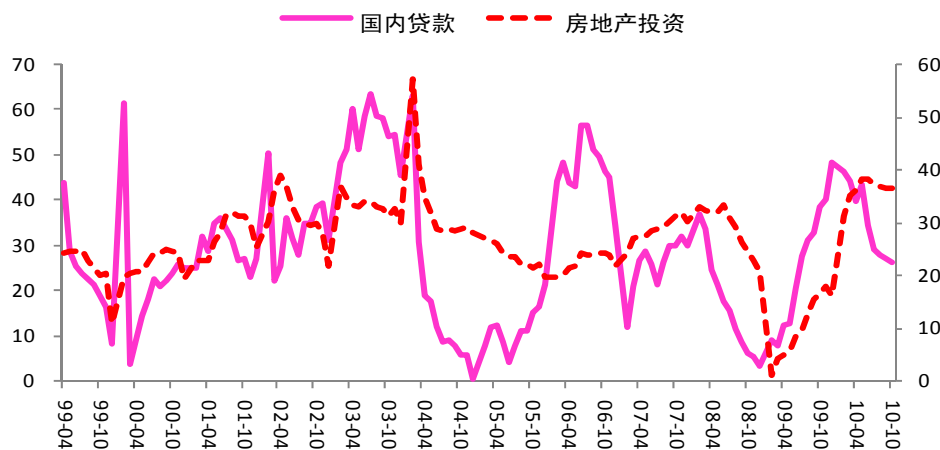
资料来源：CEIC、东方证券研究所

2.1.4 房地产：不确定性较大

2010 年前 11 个月，房地产投资同比增长 36.5%，维持高速增长。受制于 2011 年全国信贷收紧和通胀压力，货币政策将进一步从紧，房地产投资面临下行风险。同时，1000 万套保障房建设将部分缓和信贷紧缩导致的房地产投资下降的趋势，具体的投资总额与增速取决于 2011 年信贷量高低和市场的避险情绪。

图 31：信贷收紧将抑制房地产投资增长

单位： %



资料来源：CEIC、东方证券研究所

表 5：房地产开发投资资金来源占比

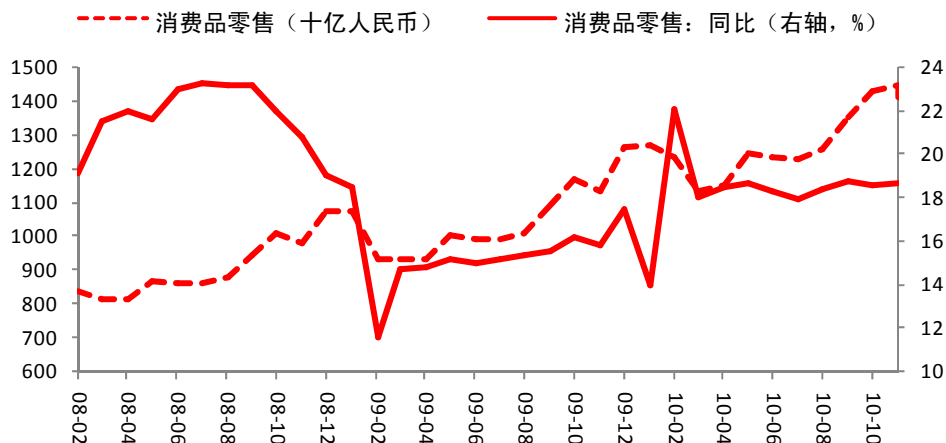
单位：%

资金来源	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
国内贷款	19.7	19.2	18.7	19.7	18.3	18.4	23.8	22.8	22.0
利用外资	0.8	1.8	1.7	1.5	1.2	1.3	1.3	1.6	1.8
利用外资:外商直接投资	0.7	1.6	1.3	1.1	0.8	0.8	0.9	1.3	1.4
自筹资金	31.1	38.6	31.4	31.7	32.7	30.3	28.6	28.1	28.4
其他资金来源	48.5	40.3	48.2	47.1	47.8	49.9	46.3	47.4	47.7

资料来源：CEIC，东方证券研究所

2.2. 消费：稳中有升，结构升级

与 2010 年相比，2011 年消费将实现稳中有升，预计全年增长 18.8%。随着人均国民收入的增加，消费结构将沿着：“吃、穿、住、行、玩”的路线逐渐升级。消费升级所带动的汽车、住房以及奢侈品消费将拉升上下游产业链的消费增长；以增加低收入群体收入、增加高收入群体税负为重点的收入分配改革方案将在长期对居民消费水平的增长有正向的刺激作用。但短期看其对消费的促进强度取决于政策执行力度。

图 32：消费将稳步增长


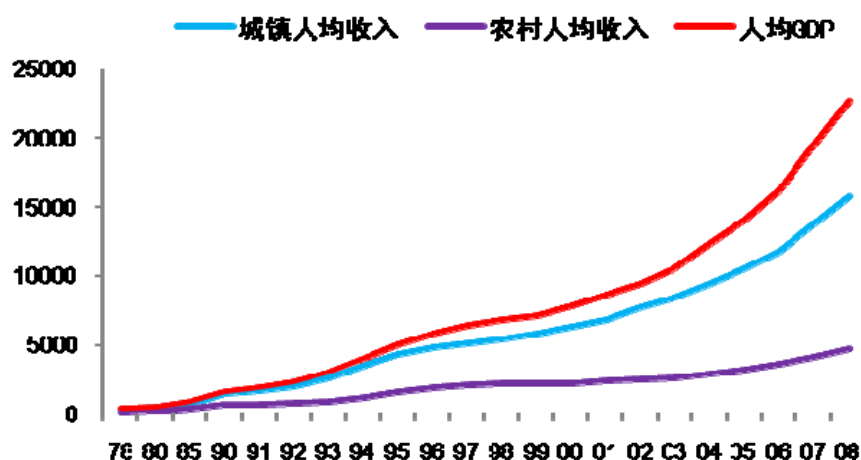
资料来源：CEIC，东方证券研究所

2.2.1 消费结构升级

根据国际经验分析，当人均 GDP 水平超过 3000 美元以后，居民消费水平将呈现快速增长。改革开放以来，我国人均 GDP 和人均收入水平持续增长，居民消费结构逐渐升级。人们对消费的追求已经从最初的“衣食”逐渐向“住行”转变，住房和汽车等大宗商品的消费在限额以上商品零售额比例开始大幅上升。作为大宗消费的汽车和房地产不仅对消费产生直接的贡献，同时通过其较长的上下游产业链条将对国民经济的总消费量产生极大的放大和拉升效应。

图 33：人均 GDP 和人均收入

单位：元

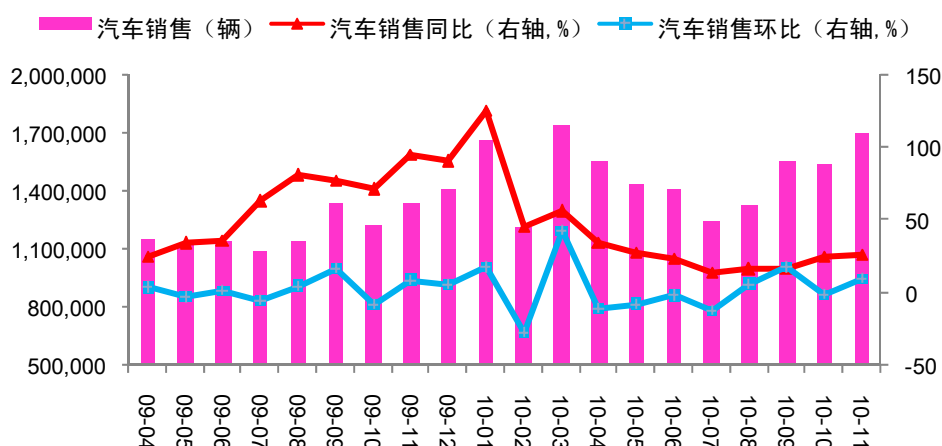


资料来源：CEIC，东方证券研究所

受居民收入水平增长影响，近年来我国城镇住房销售面积和销售总额都呈现快速增长。据国际统计数据显示：我国居民住房消费支出占总消费支出比例接近 50%，同时，这一比例在美国、欧洲和日本的对应水平分别为 20%、30%和 35%。住房消费已经成为居民消费结构中最重要的部分。由于房地产行业的上下游产业链较长，房产需求的增长将极大的拉升其它需求的增长。

汽车消费方兴未艾。消费内容向“行”的转化带动了我国汽车销售的快速增长。根据中汽协的统计数据，我国 2009 年生产汽车 1379.1 万辆，销售汽车 1364.48 万辆，分别同比增长 48.3%和 46.2%，成为世界汽车产销第一大国。截止 2010 年前 11 个月我国乘用车销量已超过 1200 万辆，预计 2011 年有望继续蝉联全球汽车产销第一的位置。

图 34：汽车消费持续景气

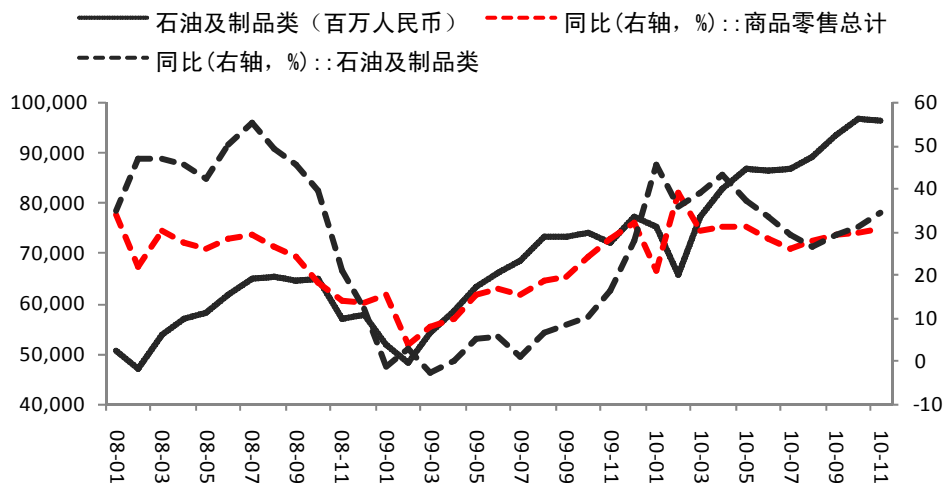


资料来源：CEIC，东方证券研究所

石油制品类消费快速增长。汽车销售的快速增长不仅对下游的消费信贷有极大的促进效应，而且对其上游的石油及其制品、基础化工、机电产品及金属材料消费也产生了明显的拉动作用。危机以后，从 2009 年 1 月开始，

我国石油及制品的消费快呈现出快速增长的趋势，近期石油及制品类消费将进一步增长。

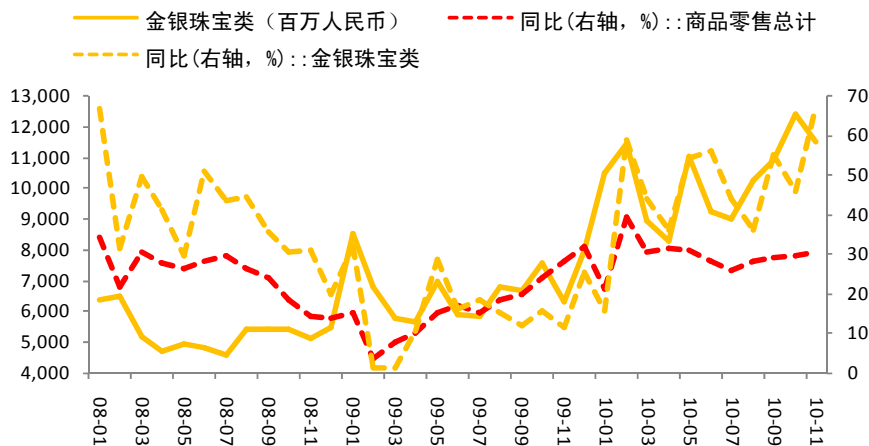
图 35：石油及制品类消费快速增长



资料来源：CEIC，东方证券研究所

奢侈消费受到追捧。国内消费水平的升级不仅仅表现为住房、汽车等“住行”消费的大幅增长，也表现为居民日常消费结构中对必需品和奢侈品消费比例出现转变。居民消费水平增长促使必需品消费在居民总消费中的占比下降而奢侈品消费占比上升。自 2008 年以来，我国金银珠宝等奢侈品消费在波动中呈现持续增长，截止 2010 年 11 月销售总量已经突破 120 亿元，同时，2010 年 11 月我国金银珠宝类消费同比增长 67.0%，高于同期社会消费品零售总额增速 48.3 个百分点。

图 36：奢侈消费将提速



资料来源：CEIC，东方证券研究所

2.2.2 收入分配改革对消费促进作用有限

与“十一五”相比，推进收入分配改革将成为“十二五”工作的重点。但收入分配改革由于触及敏感阶层的核心利益也一直是“雷声大，雨点小”，推进速度缓慢。根据《二十一世纪经济报道》的报告，原定于 10 年年内出台的收入分配改革总体方案仍将缓期。

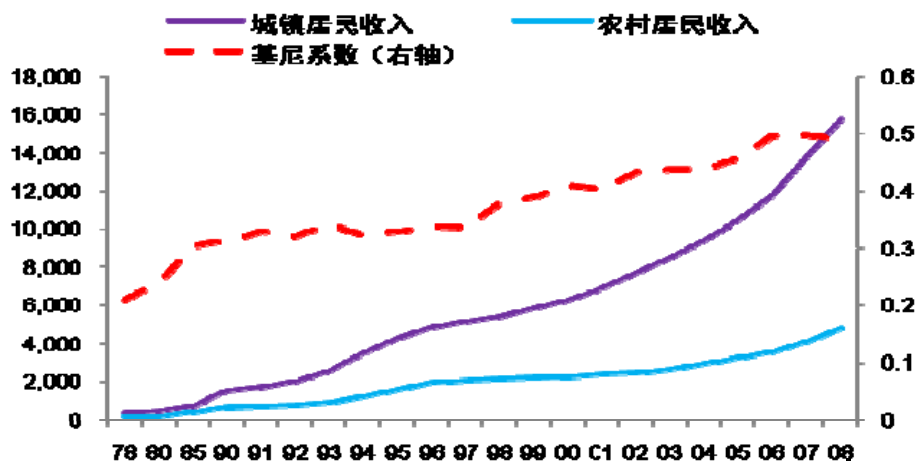
个税改革方案对消费促进作用有限。目前市场所热议的个税改革方案，虽然提高了个税起征点，但是大幅提升了第二档税率的征收比例。个税起征点的提升与“提低控高”政策具有一贯连续性。受制于 2011 年积极的财政政策影响，个税起征点提升对低收入水平税负减轻，必将转变为对高收入水平税负的加重。尽管低收入群体有更高的边际消费倾向，但是受制于高收入群体消费占比较高的基数效应，税负增加将降低高收入群体的消费支出，进而对全社会消费支出形成反向影响。另外，对于占社会财富比重较大的“存量收入”如不动产等缺少相应的税种，这也使得个税调整对于消费的促进作用受阻，“单肩难承重负”。

发改委收入分配改革 8 项措施旨在促进消费增长，但实质作用效果取决于政策的可执行性和执行力度。发改委收入分配改革 8 项措施，力求从增加居民收入、缩小收入差距、完善税收二次分配以及增加收入分配透明度等方面推动收入分配体制的改革，促进国内消费水平增长。以健全职工工资的正常增长和转移性收入为重点的收入倍增计划旨在解决“居民没钱消费”的问题；以促进公共服务均等化为重心的社会保障措施旨在解决“居民有钱不敢消费”的问题；以促进农民持续增收和完善垄断行业工资水平调控为重心的缩小收入差距方案旨在促进“居民有钱更多消费”的实现。由于收入分配改革触动了利益集团的核心利益，在制定和执行过程中必面临很大的阻力，改革对消费的促进效应还取决于政策的可执行性和执行的强度。即使发改委提出的 8 项改革措施也只是处在审批过程中，并未真正执行。

历史经验说明：收入分配改革对消费的促进作用有限。中国收入差距日渐拉大以及中国基尼系数持续增长已经是改革以来，中国社会面临的老问题。收入分配改革也并不是最近才出现的新措施，从 1978 年以来我国就一直在积极探索收入分配改革措施，特别是 2002 年以来，收入分配改革被提到了一个新的高度。十七大我国明确强调：提高居民收入在国民收入分配中的比重以及劳动报酬在初次分配中的比重。但是三年以来，我国的收入差距并没有缩小，相反还呈现出不断增长的趋势；

图 37：历年的收入分配改革并没有阻止基尼系数的逐年扩大

单位：元



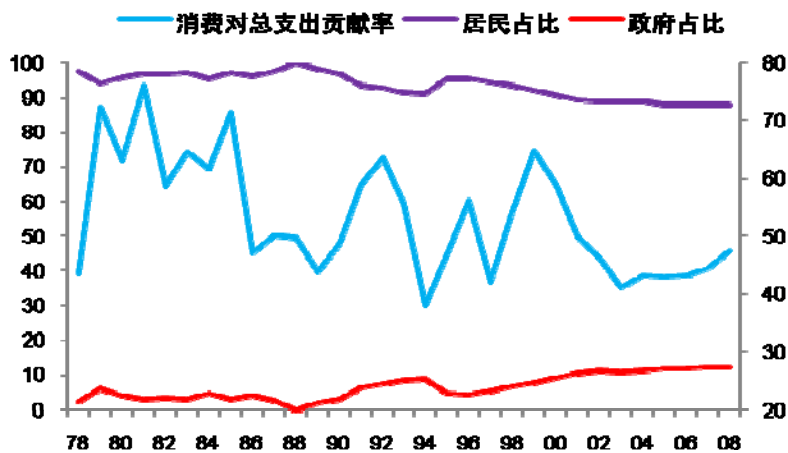
资料来源：CEIC，东方证券研究所

同时，国民消费在总支出的占比也并没有出现明显提升。过去政策的执行告诉我们：仅停留在讨论和制定阶段的收入分配改革方案并不会对消费产生实质性的促进作用。未来政策对消费的刺激作用仍然取决于政策的可执

行性和执行力度。

图 38：历年的收入分配改革也没能阻止消费比重的下降

单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

表 6：改革开放以来我国收入分配政策变动历程

时间	机构/会议	政策内容
2010.12.07	发改委	促进收入分配改革 8 项措施
2010.11.	“十二五”规划	收入分配调整重点“提低控高”，强化税收调节作用
2010.08.25	发改委	中国将逐步提高居民收入在国民收入分配中比重，提高劳动者报酬在初次分配中的比重
2010.02.04	中央省级干部研讨班，温家宝	要把蛋糕分好，逐步扭转收入差距扩大趋势
2010.01.08	中共中央政治局第十八次集体学习，胡锦涛	深化财税体制改革，加大收入分配调整力度
2009.12.07	统计局	收入分配制度改革应成为经济工作重要问题
2007	十七大	提高居民收入在国民收入分配中的比重以及劳动报酬在初次分配中的比重
2006	十六届六中全会	提高低收入者收入、扩大中等收入者比重、调节过高收入、取缔非法收入
2002	十六大	确立了劳动、资本、技术和管理等生产要素按贡献率参与分配原则
1997	十五大	按劳分配与按生产要素分配相结合
1993	十四届三中全会	收入分配制度十一项基本原则
1992	十四大	按劳分配为主体，其他分配方式补充，兼顾效率和公平
1987	十三大	按劳分配为主体的多种分配方式
1984	十二届三中全会	深化分配制度改革
1978	十一届三中全会	克服平均主义，“缴够国家的，留够集体的，剩下是自己的”

资料来源：东方证券研究所

2.3 出口：增速放缓，结构优化

2011 年受海外经济形势和国内宏观政策影响，我国出口将增速放缓。美国无就业的复苏导致经济增长缺乏持续动力，海外需求必将进一步萎缩；欧洲经济深陷泥潭，欧债危机仍未解除并将对 2011 年欧盟整体经济发展形成负面影响，欧盟进口必然下降；近来日益增多的贸易摩擦也暗示欧美进口在 2011 年将持续收紧。与向发达国家出口潜力有限相比，2011 年我国对俄罗斯和东盟地区的出口将呈现快速增长。国内来看，为了实现经济结构调整和缓解国内通胀压力，我国对部分出口行业也采取了主动收紧的政策，这些都导致我国 11 年出口增速将放缓，预计全年增长 17.5%。

2.3.1 出口地区结构多元化

与过去我国过度依赖欧美地区的出口结构相比，近年来我国对东盟和其他新兴经济体国家的出口快速增长，出口地区结构呈现出多元化的态势。导致这一转变的主要原因在于欧美发达国家的经济增速放缓，外需减少；新兴经济体国家经济快速增长，拉升外部需求。出口地区结构的多元化一方面有利于降低我国对欧美等发达国家的依赖性，增强出口的灵活性；另一方面，对新兴经济体市场的挖掘有利于增强未来我国出口的增长潜力。同时，由于欧美各国经济增长前景仍存在较大的不确定性，各国出于保护国内就业的目的，不断发起对我国出口产品的贸易制裁行动，增加了我国对欧美国家出口增长的阻力。

表 7：2000 年以来欧美对我国出口制裁显著增加

时间	美国		欧盟	
	制裁手段（频率）	具体产品	制裁手段（频率）	具体产品
2010	反倾销（10 起）	镁碳砖、机织电热毯、窄幅织带、油井管、钢绞线、 清洁能源 等	反倾销（3 起）	铜版纸、三聚氰胺， 无线数据卡
	反补贴（7 起）	镁碳砖、磷酸盐、钢绞线、油井管、清洁能源等	反补贴、保障措施（1 起）	
2009	反倾销（15 起）	厨房用搁板和网架、柠檬酸和柠檬酸盐、非封闭内置弹簧部件、空调用截止阀等	反倾销（8 起）	长丝玻璃纤维、熨衣板、集装箱检测设备、大型扫描仪、聚酯高强度纱
	反补贴（5 起）	环形焊接碳钢管线管、后拖式草地维护设备、厨房用搁板和网架等		
	特保（1 起）	乘用车和轻型卡车 轮胎		
2008	反倾销（17 起）	六偏磷酸钠、复合编织袋、亚硝酸钠、非公路用轮胎、电解二氧化锰、低克重热敏纸等	反倾销（6 起）	铝箔、盘条、蜡烛
	反补贴（7 起）	钢钉、薄壁矩形钢管、复合编织袋、亚硝酸钠等		
2007	反倾销（9 起）	聚酯纤维、活性炭	反倾销（6 起）	镀锌板、柠檬酸、味精
2006	反倾销（11 起）	文具纸、画布	反倾销（12 起）	空气压缩机、冷冻草莓等

2005	反倾销（16起）	皱纹纸、冷冻暖水虾、薄页纸、镁金属、木制卧室家具等	反倾销（8起）	皮鞋、冷冻草莓、劳保鞋等
2004	反倾销（8起）	金属台面烫衣板、聚乙烯零售包装袋、手推车、彩色电视机	反倾销（9起）	酒石酸、不锈钢紧固件等
2003	反倾销（7起）	铁钒合金、棕刚玉、聚乙烯醇等	反倾销（4起）	聚酯人造短纤维、罐头类
2002	反倾销（2起）	折叠礼品盒、折叠金属桌椅	反倾销（5起）	甜蜜素、袖珍打火机、钢铁产品
2001	反倾销（5起）	钢筋、铸造焦炭、蜂蜜	反倾销（1起）	对氨基苯磺酸
2000	反倾销（1起）	非冷冻浓缩苹果汁	反倾销（6起）	氧化锌、节能灯、钼铁、铝箔
合计	反倾销：101 反补贴：19 特保：1		反倾销：68 反补贴：1 保障措施：1	

资料来源：东方证券研究所整理而成。

表 8：中国向世界各国（地区）出口比重

各贸易伙伴国（地区）的比重（%）	2009	2008	2007	2006	2005	2004
出口：亚洲	47.3	46.4	46.5	47.0	48.1	49.8
出口：非洲	4.0	3.6	3.1	2.8	2.5	2.3
出口：欧洲	22.0	24.0	23.6	22.2	21.7	20.6
出口：拉丁美洲	4.8	5.0	4.2	3.7	3.1	3.1
出口：北美洲	19.9	19.2	20.7	22.6	22.9	22.5
出口：大洋洲及太平洋群岛	2.1	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
出口：亚洲：香港	13.8	13.3	15.1	16.0	16.3	17.0
出口：亚洲：印度尼西亚	1.2	1.2	1.0	1.0	1.1	1.1
出口：亚洲：日本	8.1	8.1	8.4	9.5	11.0	12.4
出口：亚洲：马来西亚	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
出口：亚洲：新加坡	2.5	2.3	2.4	2.4	2.2	2.1
出口：亚洲：韩国	4.5	5.2	4.6	4.6	4.6	4.7
出口：亚洲：泰国	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
出口：亚洲：台湾省	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2	2.3
出口：欧洲：英国	2.6	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5
出口：欧洲：德国	4.2	4.1	4.0	4.2	4.3	4.0
出口：欧洲：法国	1.8	1.6	1.7	1.4	1.5	1.7
出口：欧洲：意大利	1.7	1.9	1.7	1.6	1.5	1.6
出口：欧洲：荷兰	3.1	3.2	3.4	3.2	3.4	3.1
出口：欧洲：俄罗斯联邦	1.5	2.3	2.3	1.6	1.7	1.5

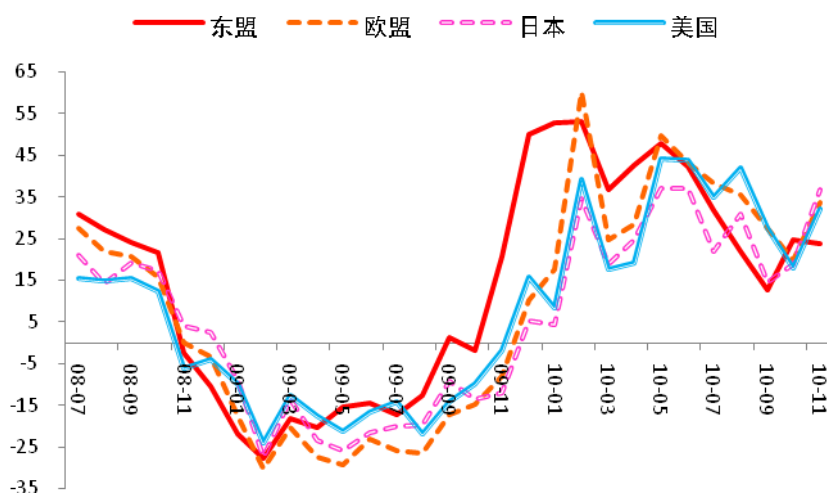
出口:北美洲:加拿大	1.5	1.5	1.6	1.6	1.5	1.4
出口:北美洲:美国	18.4	17.6	19.1	21.0	21.4	21.1
出口:大洋洲:澳大利亚	1.7	1.6	1.5	1.4	1.5	1.5

资料来源: CEIC, 东方证券研究所。

与对欧美国家出口下滑趋势相对应的是,我国对东盟和其他金砖国家的出口持续增长。预计未来,东盟和其它新兴经济体将成为中国最重要的贸易伙伴。

图 39: 我国对东盟出口增速明显快于欧美和日本地区

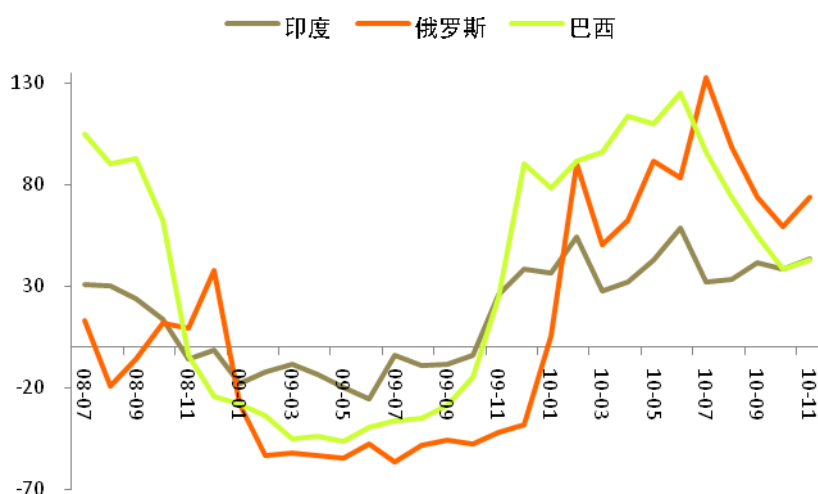
单位: %



资料来源: CEIC, 东方证券研究所

图 40: 向其他金砖国家出口增速

单位: %



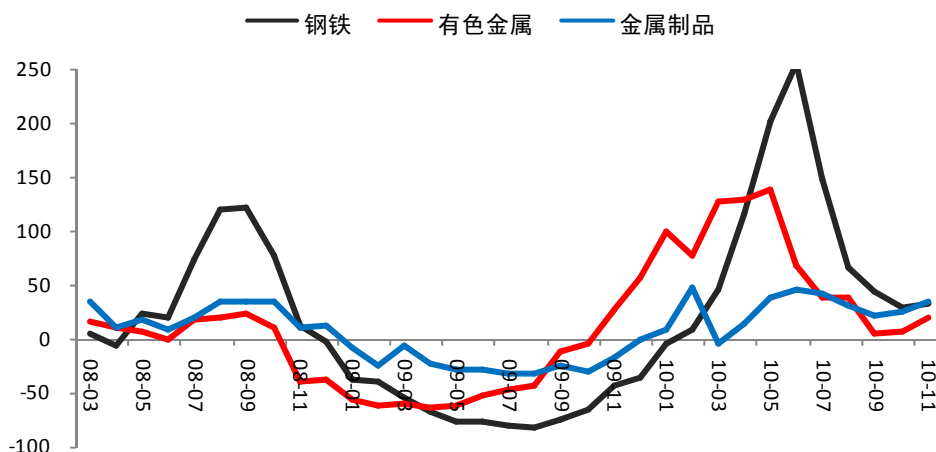
资料来源: CEIC, 东方证券研究所

2.3.2 出口产品结构持续优化

与过去单纯依赖劳动力密集型产品的出口结构相比，我国出口产品结构逐渐实现了从劳动力密集型向资本密集型的转变。在出口的产业分布上，2011 年我国“两高一资”行业在国家节能减排以及低碳环保等政策的影响下，出口将呈现出显著的下滑趋势；其中，钢铁、有色金属和金属制品的出口增速从 2010 年 9 月开始已经呈现下滑的趋势，预计 2011 年上半年将继续维持下滑趋势。

图 41：“两高一资”行业出口增速将下滑

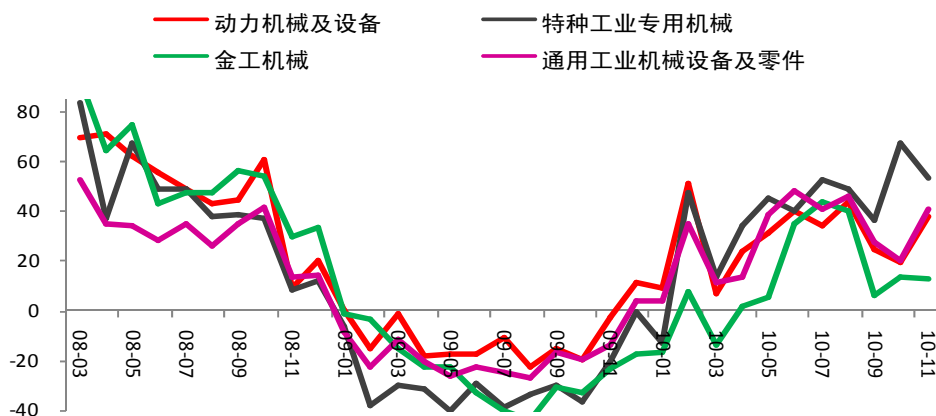
单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

与传统的两高一低产业相比，2011 年高新技术产业出口将呈现出快速的增长趋势。其中，以装备制造业为代表的动力机械、特种工业专用机械、金工机械和通用工业机械设备等从 2010 年 3 月开始出口增速逐步上行，在经历 9 月短期的下滑之后，继续呈现出走高的趋势。预计，2011 年，高新技术产业出口增速将继续走高。

图 42：高新技术行业出口增速稳步上行



资料来源：CEIC，东方证券研究所

2.3.3 出口政策主动收紧

经济结构调整导致退税政策进一步收紧。2010年7月以来，我国已经取消部分商品的出口退税，其中涉及406个税号。预计在2011年我国出口退税政策将进一步收紧，并直接导致部分出口行业由于无利可图而出口转内销，主动减少产品的出口销售。

表 9：近年来我国出口退税政策汇总

时间	部门	具体政策内容	备注
2010.07.15	财政部，国税总局	取消部分商品的出口退税，包括部分钢材、有色金属加工材、玉米淀粉、部分塑料及制品、部分橡胶、玻璃及制品，银粉、酒精、农药、医药、化工产品等。	涉及406个税号被取消产品之前享受5%-17%不等税率
2009.06.01	财政部，国税总局	提高部分机电和钢铁制品、玉米淀粉和酒精的出口退税率；将合金钢异性材等钢材、钢铁结构体等钢铁制品、剪刀等商品提高到9%，并将电视用发送设备、缝纫机等商品提高到17%。	
2009.04.01	财政部，商务部	将纺织品和服装的出口退税率提高至16%，合金镍条、型材，镍丝，部分橡胶以及金属家具制品等提高到13%	涉及3802个税号
2009.02.01	财政部	将纺织品、服装的出口退税率由14%提高至15%	涉及3325个税号。
2008.11.01	商务部	一是适当提高纺织品、服装、玩具等劳动密集型商品出口退税率，二是提高抗艾滋病药物等高技术含量、高附加值商品出口退税率。出口退税率分为5%、9%、11%、13%、14%和17%六档。	涉及3486项商品，约占海关总商总的25.8%
2008.08.01	财政部，国税总局	部分纺织品、服装的出口退税率由11%提高到13%；部分竹制品的出口退税率提高到11%。	
2007.07.01	财政部，商务部	出口退税率变成5%、9%、11%、13%和17%五档	涉及2831项商品，占海关总商品37%

资料来源：东方证券研究所

为缓解国内通胀压力主动减少出口。2011年我国仍将面临较高的通胀压力。为了缓解国内通胀形势，国家将主动减少部分紧缺商品的出口，增加国内供给。如财政部近期出台的对小麦等农产品和尿素等化肥实施关税配额管理就意在缓解国内通胀。

三、物价上涨再成燎原之势，11年通胀压力有增无减

1、星星之火可以燎原，物价已成燎原之势

1.1. 农产品价格未能如期回落

本轮通胀始于年初的农产品价格的上涨，特别是由于气候原因—西南干旱、南北方洪灾所导致的农产品短期供给不足而推高的物价，市场曾一度判断本轮通胀是由于对粮食作物2010年歉收的预期和猪粮比处于6:1警戒线之下，猪肉价格出现恢复性反弹而出现的通胀，当粮食供给得到明显改善和猪肉价格上升至6:1警戒线之上时，本轮通胀也就成强弩之末了，可事实真的如此吗？

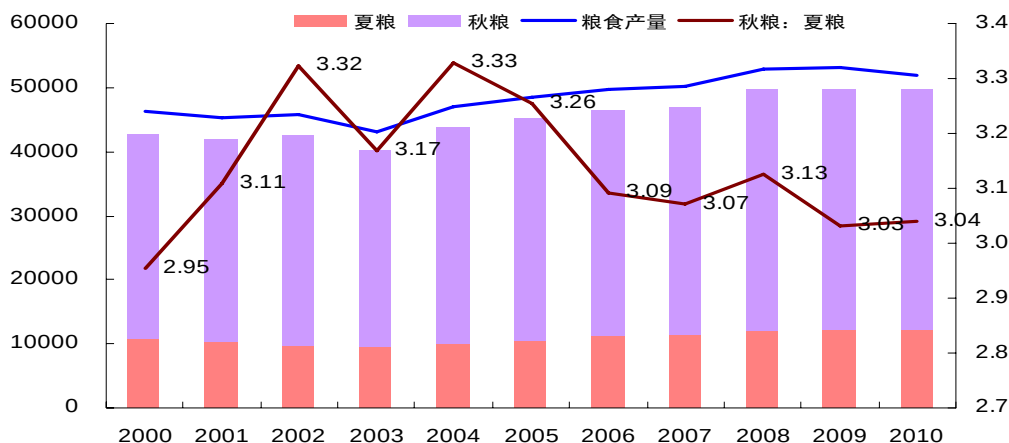
10年以来，粮食价格上涨了14.5%，较09年全年涨幅11.6%要高，且高于08年那轮通胀中粮食价格的涨幅9.5%。国家发改委在10年11月22日公布的一份报告中指出，当前社会总供给与总需求基本平衡，粮食持续增产，有望

再创历史新高，全国粮食库存占消费的比重超过 40%，远高于国际公认的 17%-18%的安全水平，完全可以保证国内市场供应，但目前来看，号称万价之基的粮食价格涨势依旧凶猛。

对长期我国粮价的走势，我们认为国内粮价整体上将持续保持小幅上涨趋势，外生变量中的投机性存货需求（惜售行为）以及人们对粮价的预期会加大粮食价格波动，但不足以改变整体粮价趋势。农民种粮的积极性是稳定国内粮食价格的根本所在。1999 年—2002 年粮食价格一直处于低迷下行状态，这极大的挫伤了农民种粮的积极性，粮食连年减产从而导致的我们库存消费比在 2003 年出现大幅的下滑，随即粮食价格出现大幅上涨；自 2003 年以后，我国粮食价格整体上是保持小幅上涨的趋势，其中一个很重要的原因是国家出于保护农民种粮积极性、稳定国内粮食生产，逐步开始采用行政手段提高粮食价格，从 2003 年—2010 年总体来看，我国粮食价格是维持在一个较平稳的上升通道上，粮食价格的连续小幅上涨有效的激发了农民种粮的积极性，农民生产粮食的积极性是促使我国自 04 年以来连续 6 年增产的最主要原因。目前我国粮食价格处于历史的最高点，农民生产积极性依旧高涨（2010 年上半年尽管我国遭受涝灾，但夏粮产量高于市场预期），我们认为伴随着 2010 年小麦和稻谷最低收购价政策将继续实施，并将高于 10 年的收购价格，我国粮食价格整体将保持上升趋势，但由于我国农民生产积极性得到充分激发，国内粮食连续 6 年增产，库存消费比维持较高水平，在未来一段时间内，我国粮食紧平衡将成为常态，国内粮价将呈现稳中小幅上涨态势。

图 43：2010 年粮食大丰收已成定局

单位：万吨



资料来源：国家农业部，东方证券研究所

至于目前市场大家普遍讨论的农民惜售行为以及人们对粮价上涨的预期对粮价的影响，这是属于外生变量对粮价的干扰，我们并未发现此类外生变量会对粮价产生趋势性的影响，而仅仅是短期内放大了粮价的波动幅度。通过翻阅文献资料显示 1998 年的特大洪水发生后以及当时夏粮出现减产，人们对当年粮食价格将出现大幅上涨预期强烈并出现了惜粮行为，但由于当时国家严厉打击屯粮事件和积极引导农民开始粮食自救大生产，在下半年没有出现极恶劣的天气前提下，我国 98 年粮食是获得大丰收，粮价也并没有出现市场之前所预期的上涨。

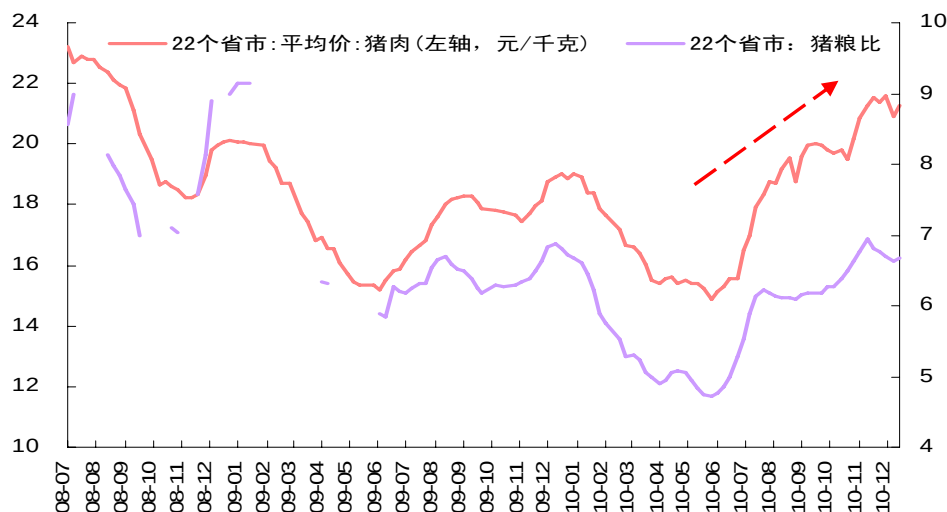
图 44：粮食价格小幅上涨将成为常态



资料来源：中华粮网，东方证券研究所

猪肉价格，自 6 月份出现回升以来，截止 12 月底已上涨了 43.27%，远高于上一轮猪肉价上升周期涨幅 25.3%。目前猪粮比价格已达 6.67，已超过盈亏警戒线 6:1，且离上一轮猪粮比高点 6.87 不远。预计 2011 年在粮价维持小幅上涨的背景下，猪肉价格未来仍有 10%-15% 的上升空间。

图 45：猪肉价格未来仍有 10%-15% 的上升空间



资料来源：东方证券研究所

从商务部在 12 月 27 号公布了新一周农产品价格数据项来看（12 月 20 号-12 月 26 号），蔬菜价格有所止跌，其他农产品价格继续维持较快速度的增长，猪肉类价格由上周下跌重新回到了上涨态势。

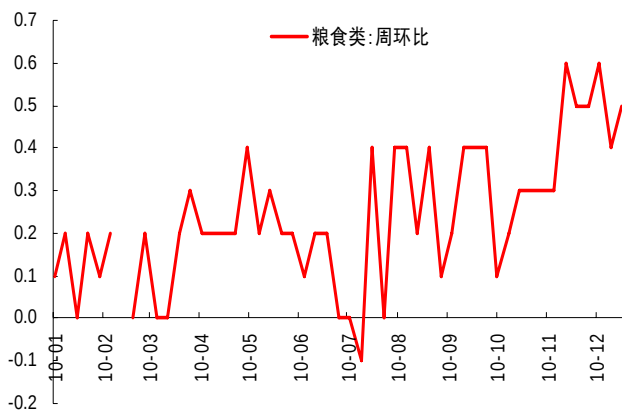
值得注意的是，在种类繁多的农产品中，粮价上涨对整个价格上涨所产生的影响是任何其他农产品价格远远不能比拟的，粮食价格的上涨会拉动肉类价格，进而传导至整个食品以及食品加工类价格，对 CPI 的拉动作用非常明显，这也就是国家历年来非常重视粮食生产的原因所在。

图 46: 粮食价格涨势依旧

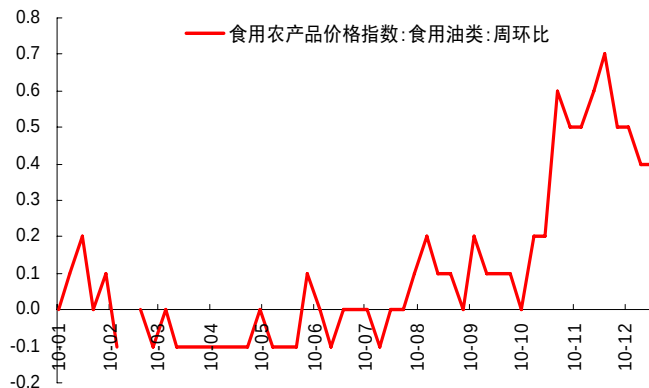
单位:%

图 47: 食用油类价格涨幅仍处于高位

单位:%



资料来源: 国家商务部, 东方证券研究所



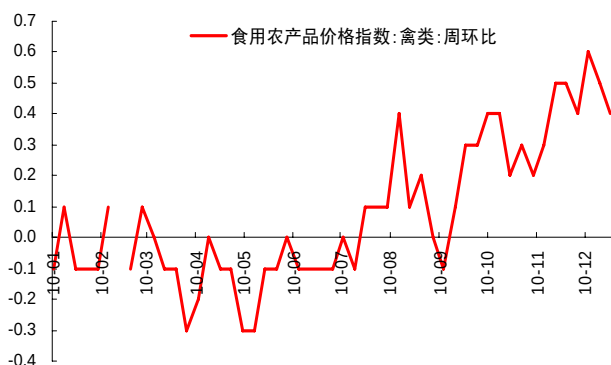
资料来源: 国家商务部, 东方证券研究所

图 48: 禽类价格涨幅仍处于高位

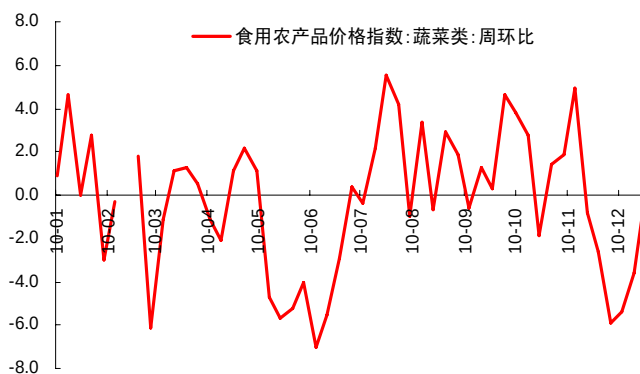
单位:%

图 49: 蔬菜类价格由前期下跌到逐步企稳

单位:%



资料来源: 中国人民银行, 东方证券研究所



资料来源: 中国人民银行, 东方证券研究所

1.2. 引发物价上涨的因素正在扩散

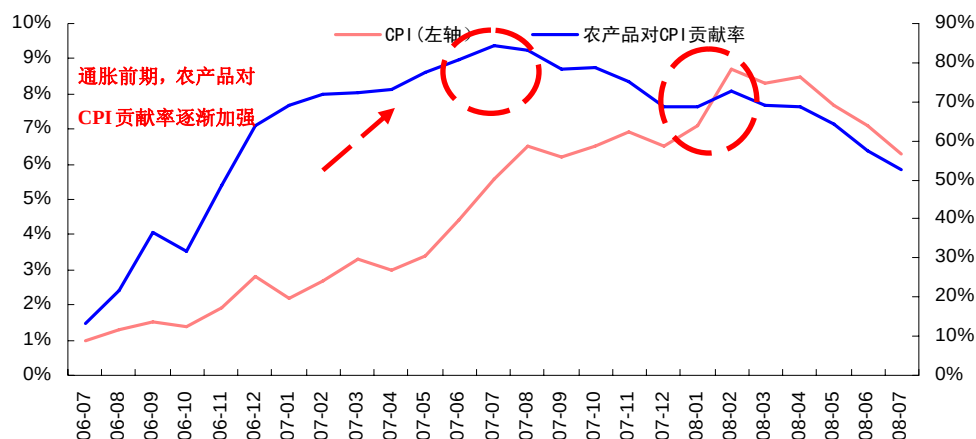
如果我们仔细观察一下近期有关产品价格的上涨情况, 就不难发现, 引发物价上涨的因素正在扩散, 不仅农产品价格持续上涨, 而且农产品价格的持续上涨, 已经开始引发食品制成品价格的上涨, 同时工业产品的价格(PPI)也呈加速上涨苗头, 这些信息汇总的结论是, 未来几个月我们所面临的物价形势将更加严峻。

从以往的经验看, 随着涨价因素从农产品向食品制成品和非食品的扩散, 以及 PPI 向 CPI 传导作用的加大, CPI 可能会再上一个更高的台阶。2007 年上半年, 通货膨胀主要是由农产品价格上涨推动的, 农产品价格上涨对 CPI 的贡献率非常高。从 2007 年年中开始, 农产品对 CPI 的贡献率在下降, 而随着面包、方便面、火腿肠等食品制成品价格快速上涨, CPI 在 2008 年 2 月达到了 8.7%。

从历史来看，农产品价格和食品价格波动较为一致的，初级农产品价格的上涨必然导致于终端产品。当我们回顾 06-08 年那轮通胀中，显示农产品价格的快速上涨对 CPI 的拉动逐步走高，之后食品加工类对 CPI 的拉动开始趋强。

图 50： 06-08 年通胀农产品对 CPI 作用

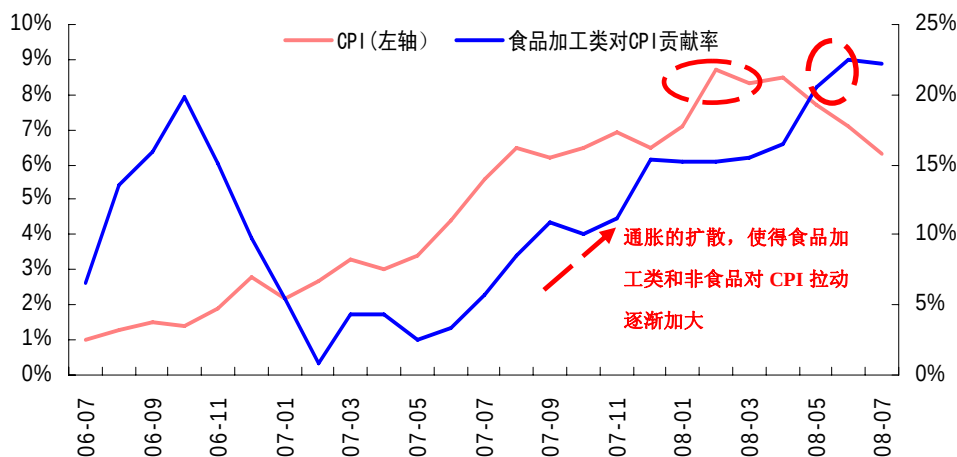
单位 %



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 51： 06-08 年通胀食品加工类对 CPI 作用

单位 %



资料来源：CEIC，东方证券研究所

我们再回过来看本轮通胀，近期出现了非常类似的情形，以粮食和肉禽为原料的食品制成品价格开始上涨，造成物价上涨因素已由最初的初端农产品逐步向食品加工产业链上下游传导，进而扩散到交通运输、服务领域。据相关报道显示，多款方便面在面饼重量缩水的同时价格上涨 10% 以上；馒头、包子等食品上涨 20%-30%；快递等服务业的价格也在快速上涨；上海部分轮渡的费用从以前的 0.5 元上涨到了 2 元。如果这一扩散过程持续，那么未来几个月 CPI 不但不会下降，可能会再创新高。

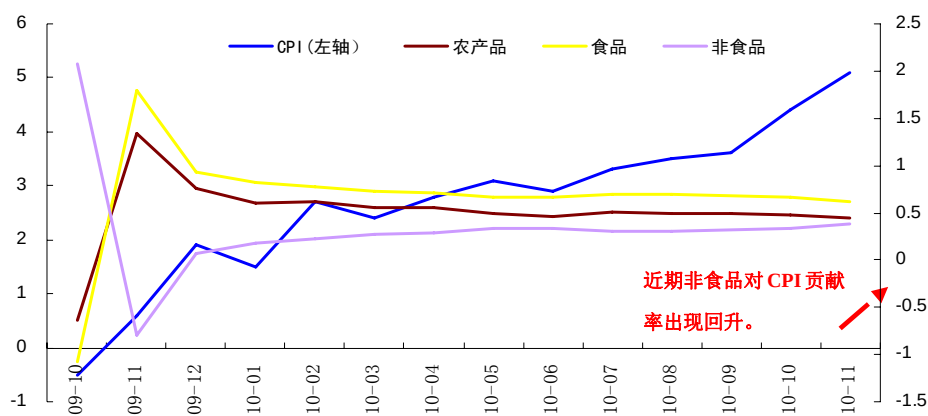
表 10：10 年农产品价格上涨引发其他产品价格上涨

类别	商品名称	开始价格	当前价格	涨幅
农产品	金龙鱼大豆油	40 元/5 升	58 元/5 升	45.00%
	食糖	3000 元/吨	7387 元/吨	146.23%
	面粉	2396 元/吨	2636 元/吨	10.02%
	特一级面粉	2600 元/吨	2800 元/吨	7.69%
	方便面棕榈油 33 度	6770 元/吨	8800 元/吨	29.99%
	棉花	18000 元/吨	30600 元/吨	70.00%
食品加工品	康师傅经典袋面	2 元/包	2.2 元/包	10.00%
	茅台	910 元/瓶	992.3 元/瓶	9.04%
	五粮液	700 元/瓶	732.4 元/瓶	4.63%
	国窖 1573	638 元/瓶	662.2 元/瓶	3.79%
	水井坊	600 元/瓶	621.9 元/瓶	3.65%
	200ml 蒙牛纯牛奶	20 元/18 袋	22 元/18 袋	10.00%
工业品	宜而爽棉毛衫裤	63 元/件	78 元/件	23.81%
	暖棉套装	70 元/件	94 元/件	34.29%
	棉纱	35000 元/吨	44000 元/吨	25.71%
	天然气	1.9 元/立方米	2.05 元/立方米	7.89%
	环渤海动力煤	716 元/吨	766 元/吨	6.98%
	橡胶	27000 元/吨	34150 元/吨	26.48%
	成品汽油	7090 元/吨	7410 元/吨	4.51%
	成品柴油	6360 元/吨	6680 元/吨	5.03%
服务	EMS 快递	10 元/件	12 元/件	20.00%
	家政服务	1000 元/月	1200 元/月	20.00%

资料来源：东方证券研究所

图 52：本轮通胀中食品加工类对 CPI 贡献率趋强

单位 %



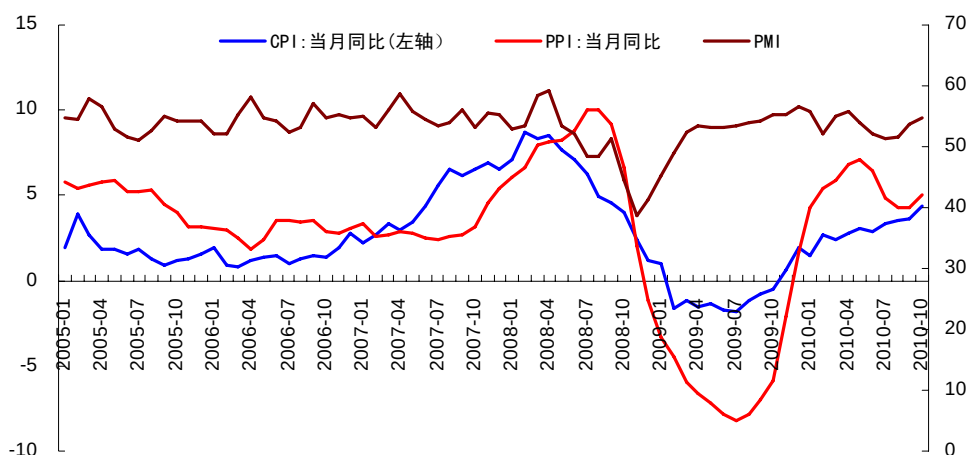
资料来源：CEIC，东方证券研究所

1.3. 输入型通货膨胀、PPI 传导 CPI 压力渐显

近期输入型通货膨胀的压力在加大，工业产品的价格(PPI)也出现了加速上涨的苗头。受美日等主要经济体进一步实行定量宽松货币政策和美元大幅下跌影响，10 年 8 月份以来，原油、黄金等大宗商品价格持续走高，这导致了 PPI 企稳回升。10 月份 PPI 同比上涨 5%，涨幅比 9 月份扩大 0.7 百分点，PPI 增幅回升将进一步推升 CPI。10 月 CPI 中，需要注意的是非食品类别已开始增长。尽管工业品传导至消费品领域需要一段时间，一般来说，PPI 上涨在 3-6 个月传导至 CPI，但可以预计，由输入型通胀、PPI 回升传导至 CPI 的压力在逐步加强。回顾上一轮通胀，我们发现自 2006 年 7 月份，在 PPI、PMI 还处于回落态势时，我国 CPI 便开始企稳回升。至 2007 年 6 月份，在原油、铁矿石价格等输入性通胀因素的推动下，我国上游产品价格从 2007 年三季度以来开始攀升，包括工业品出厂价、原材料燃料动力供应价格、农业生产资料价格上涨都有所扩大，生产领域价格上涨向消费领域传导的压力在显著加大。2008 年以来，我国工业品出厂价格指数(PPI)连创 3 年来新高。CPI 面临来自 PPI 传导的上涨压力会更大，CPI 在“叠加效应”下快速上涨，CPI 在 2008 年 2 月份达到峰值 8.7%。国家统计局在分析当时物价报告称：我国经济的对外依存度已超过 60%，因而，国外市场价格能够比较快地通过传导引起国内价格的变动。输入型通胀已成为我国物价高涨的重要“推手”。

图 53: PPI/PMI 的回升加剧未来通胀上升的压力

单位: %



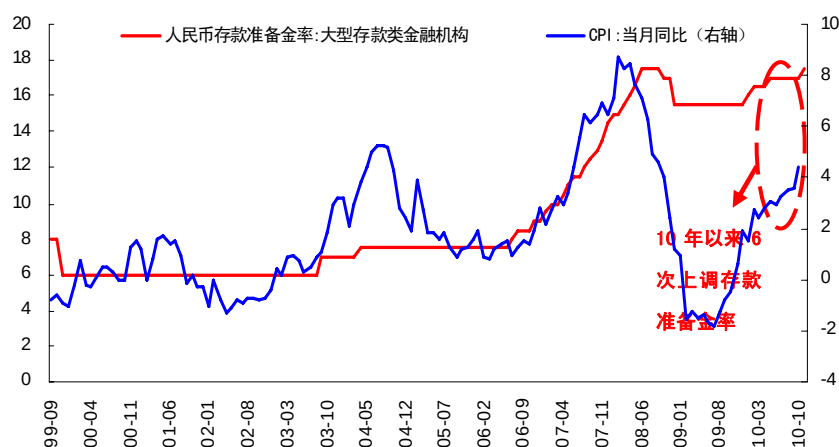
资料来源: CEIC, 东方证券研究所

2. 政府近期频繁使用“组合拳”表明对 11 年通胀和流动性的忧虑

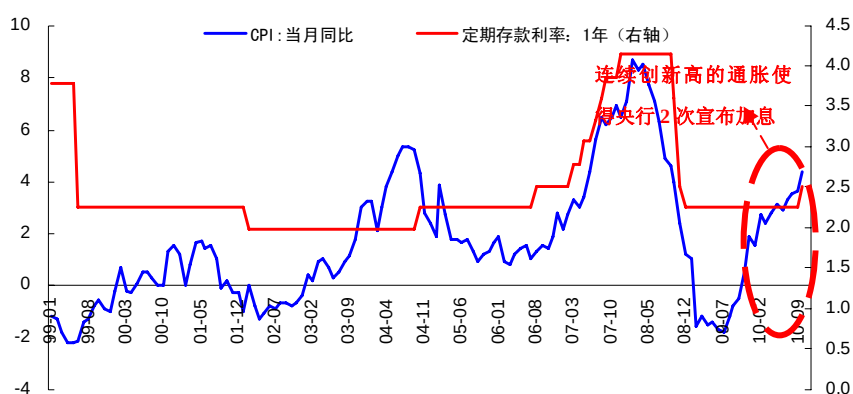
自 10 年 7 月以来，物价指数同比增幅已连续 5 个月超过 3%，11 月份 CPI 同比更是高达 5.1%，涨幅创 26 个月以来新高。物价的快速上涨，引起了社会各界强烈的反响和政府的高度关注。

针对物价的过快上涨和流动性严重过剩，从 10 月份开始，政府各部门频频出手、万箭齐发。央行三次上调金融机构存款准备金率，两次上调金融机构存贷款利率，此外还有一次上调差别存款准备金率，累计回收流动性近 1 万亿元。外管局也加大了对违规跨境资金即所谓热钱流动的打击和防范力度。

10 年 11 月 20 日，国“16 条”的出台标志着政府部门本轮反通胀的全面展开，发改委开始监督价格上涨，财政部、民政部着手研究对低收入家庭发放临时生活补助，农业部力争抓好冬季蔬菜等农产品的生产和供给，工商总局要严厉打击农产品市场中的囤积居奇哄抬价格，铁道部全力保障煤炭等关系国计民生的重点物资运输，各级地方政府也面临着要通过采取补贴、限价等各种措施解决好“米袋子”和“菜篮子”的艰巨任务。

图 54：连续上调存款准备金率反映了 11 年通胀的压力之大
单位：%


资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 55：通胀压力促使央行加息
单位：%


资料来源：中国人民银行，东方证券研究所

表 11：10 年以来政府部门采取控物价措施

时间	部门	事件内容
11 月 26 日	发改委	中国国家发改委 26 日发表了五论贯彻落实《国务院关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知》精神，提出稳定价格安定生活关键是要抓好落实。
11 月 26 日	国家工商总局	中国国家工商行政管理总局日前发出紧急通知，要求各地工商和市场监管部门，强化监管，立足服务，加强维权，维护市场秩序，努力稳定物价，保障民众基本生活。
11 月 26 日	发改委	发改委连续 5 天发文 要求石油、煤炭和粮食企业，要承担必要的社会责任，配合政府做好保障供应和稳定价格总水平的工作。

11月26日	国务院	11月底，国务院办公厅、发展改革委、农业部、工业和信息化部、监察部、商务部、民政部、工商总局将会同有关部门，组成六个国务院督查组，相继赴18个省区市督促检查工作。
11月23日	民政部、财政部	民政部、财政部召开进一步做好城乡困难群众基本生活保障工作视频会议。会议对当前基本生活必需品价格，上涨形势进行了分析，对贯彻落实《国务院关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知》精神进行了安排部署。
11月21日	国务院	国务院出台稳定消费价格“国16条”保障群众基本生活。
11月19日	农业部	农业部召开部常务会议，专门研究部署抓好冬季农业生产、保障农产品有效供给工作。
11月18日	国家粮食局	国家粮食局18日召开会议，派出秋粮收购工作检查组分赴黑龙江、吉林、江西、山东、河南、湖南等秋粮主产区，检查指导秋粮收购工作，重点做好粮食收购资格。
11月17日	国务院	国务院总理温家宝17日主持召开国务院常务会议，分析当前价格形势，研究部署稳定消费价格总水平、保障群众基本生活的政策措施。
11月17日	商务部	目前，商务部已制定了保障生活必需品市场供应方案，出台了做好蔬菜流通工作指导意见，采取了加强产销衔接和区域调节、对蔬菜价格实行每日监测、完善强化储备体系并及时进行储备投放等多项举措，以保障蔬菜市场供应。
11月15日	铁道部	铁道部要求各铁路局合理调配、均衡组织，全力以赴保障电煤、粮食、棉花、石油等重点物资运输。
5月28日	发改委、商务部、国家工商总局	国家发改委、商务部、国家工商总局联合发布《加强农产品市场监管、维护正常市场秩序的紧急通知》，要求地方各级人民政府立即开展农产品市场秩序专项整治工作。
5月28日	国务院	国务院常务会议26日部署加强地方政府融资平台公司管理和严厉打击囤积居奇、哄抬农产品价格等违法行为。

资料来源：东方证券研究所

我们认为政府近期频繁使用“组合拳”正是表明了政策部门对11年一季度通货膨胀和流动性压力的忧虑。

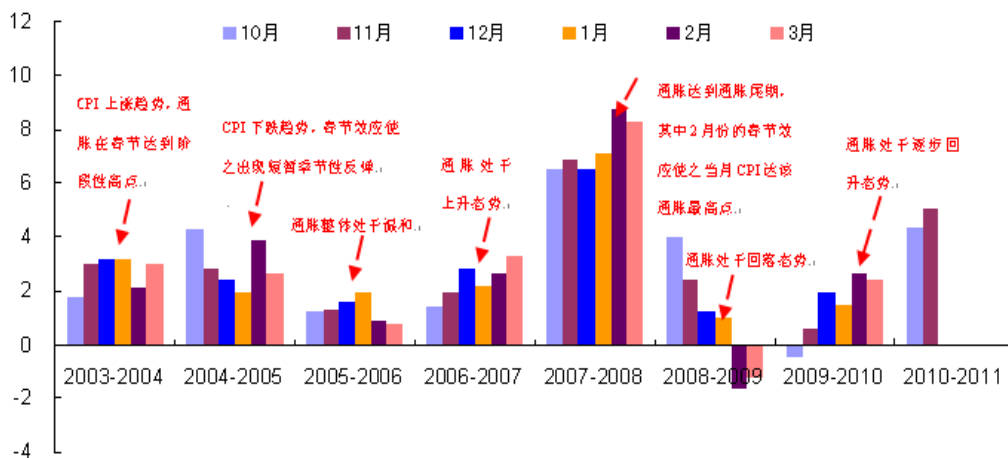
3、2011年物价形势严峻，顶点在11年5-6月份

10年12月份CPI由于翘尾因素，物价相比11月份将有所回落，但11年上半年由于季节性因素（春节因素）以及10年CPI低基数原因，预计CPI将重新回升。

从历年（03-10年）CPI的数据来看，春节效应对CPI拉升均有表现，特别是在CPI处于上升趋势间表现更为明显。春节由于前由于民众购物需求增加，恶劣天气影响商品运输等原因，会对CPI上升起促进作用。2004年1月份春节致使CPI达阶段性高点，05年2月份的春节使处于下跌态势的CPI出现季节性反弹，07、08、09、10年CPI均显示出明显的春节效应。我们预计春节期间CPI“破六”将成定局，如果冷雪天气持续时间较长或强度超往年（从历年统计来看，异常冷雨气候对CPI的拉动在1%左右），预计CPI甚至有可能“破七”。

图 56：历年来 CPI 受春节效应影响明显

单位：%

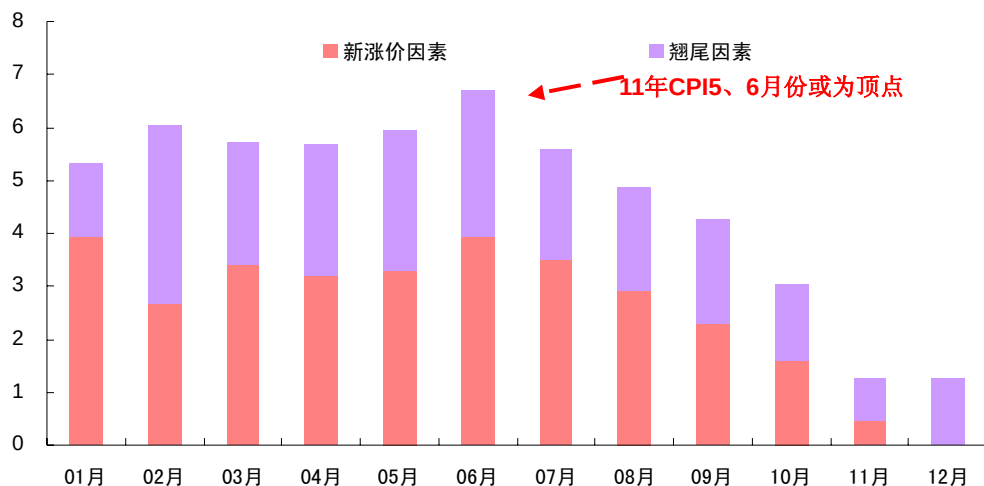


资料来源：CEIC 东方证券研究所 箭头所指表示当年春节月份

对于 11 年 CPI 的预判，我们认为新涨价因素仍是推升 CPI 的主要因素，在 2011 年上半年，CPI 在高翘尾因素和新涨价因素的共同作用下，CPI 将持续走高；在 2011 年下半年，由于翘尾因素的逐步减弱，预计 CPI 在 11 年下半年会逐步回落。由此，我们判断 11 年全年 CPI 呈现前高后低的走势。全年 CPI 的高点应在 11 年的 5-6 月份。2011 年上半年 CPI 当月同比或在 5%-7% 区间，下半年 CPI 同比会逐步下降，全年 CPI 在 3.9%。

图 57：2011 年 CPI 预判：前高后低

单位：%



资料来源：中国人民银行，东方证券研究所

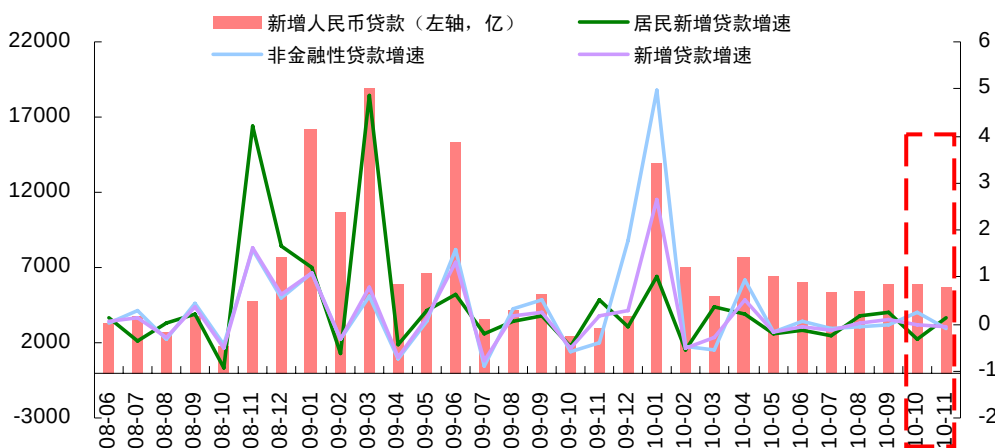
四、11 年流动性仍面临过剩的格局，货币政策将使用“组合拳”

4.1. 目前流动性仍显非常宽松

近期有关部门对投资审批有所松动，导致信贷屡超预期，11 月信贷延续 9 月，10 月高位运行，新增信贷 5640 亿。因实体经济需求旺盛，PPI 连创新高，企业新增贷款均超过往年同期 200%以上，并未在年末显著下降，而居民贷款也因房产市场回升环比增加 20%。1-11 月份新增信贷额已经达到 7.44 万亿，由此 10 年全年新增信贷超过年初的 7.5 万亿已成定局。另外，加上表外业务，全年实际信贷不低于去年。

图 58：四季度新增信贷连超市场预期

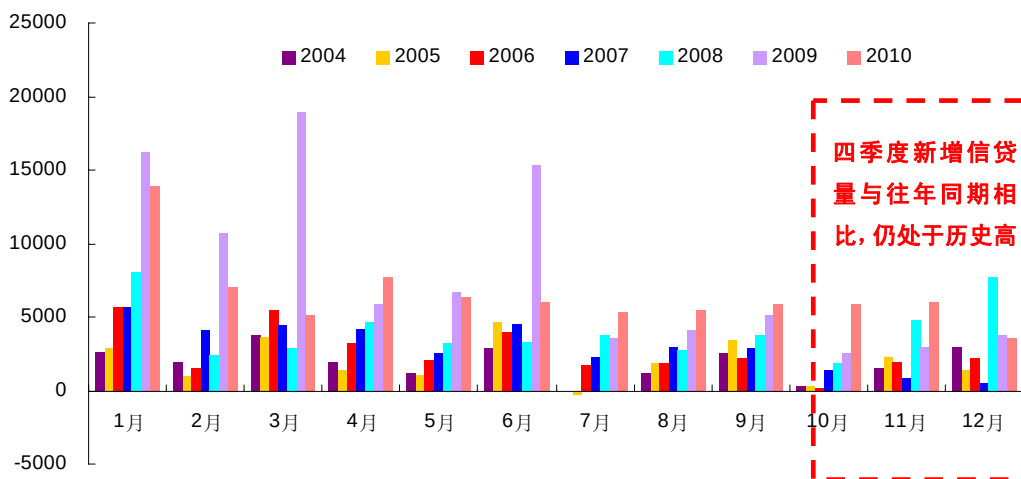
单位：%



资料来源：中国人民银行，东方证券研究所

图 59：历年新增信贷对比

单位：亿元

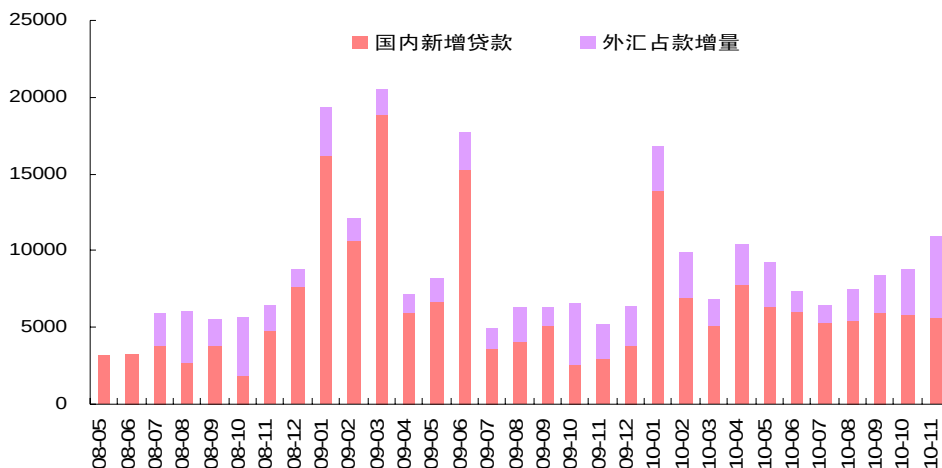


资料来源：中国人民银行，东方证券研究所

近期顺差在高位波动，而在美国实行宽松的货币政策的背景下加息和升值的预期导致热钱快速流入，外汇占款不断创新高，远高于去年，最新的数据显示，10、11 月份新增外汇占款分别达 5301 亿和 3500 亿，均超市场预期。

图 60：新增贷款+新增外汇占款：目前流动性仍显宽松

单位：亿元



资料来源：中国人民银行，东方证券研究所

4.2. 2011 年全年新增信贷规模应在 7.5 万亿左右

由于政府部门并没有给出 11 年的贷款规模，从目前的迹象看，政府内部对 11 年的信贷量似乎也未达成一致。目前市场只知道一个数，那就是 M2 的增速大约定的是 16%，如果按这个数字反推的话，11 年的信贷大致也有 7.5 万亿以上，按这个水平放贷 11 年的流动性会进一步增加。

另外，考虑到 11 年是十二五头年，高铁等纷纷上马使投资增速不低于 10 年，在此驱动下，预计年末时实际贷款也不会低。

表 12：03-11 年经济与货币信贷增速（含 10、11 年预测）

单位：%

	M1 增速	M2 增速	各项贷款 余额增速	新增贷款 增速	新增贷款 (万亿)	GDP 增速	CPI 增速	M2-GDP-CPI 增速
2003 年	18.70	19.60	21.10	53.89	2.77	10.00	1.20	8.40
2004 年	13.60	14.60	14.50	-18.41	2.26	10.10	3.90	0.60
2005 年	11.80	17.60	13.00	3.98	2.35	10.40	1.80	5.40
2006 年	17.50	16.90	15.10	35.32	3.18	11.60	1.50	3.80
2007 年	21.00	16.70	16.10	14.15	3.63	13.00	4.80	-1.10
2008 年	9.10	17.80	18.80	35.26	4.91	9.60	5.90	2.30
2009 年	32.35	27.68	31.74	95.32	9.59	9.10	-0.70	19.28
2010E	21.70	19.20	18.30	-21.79	7.80	10.10	3.30	5.60
03-08 年平均	15.30	17.20	16.40	20.70	3.20	10.70	3.20	3.23
03—10 年平均	18.18	18.72	18.58	24.71	4.52	10.49	2.70	5.50
2011E	14.50-16.50	16.00	15.00-17.00	0	7.50	9.30	4.00	2.7

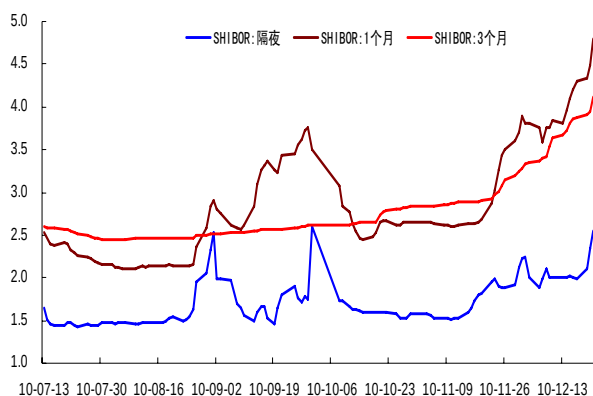
资料来源：中国人民银行，CEIC，东方证券研究所，注：2010、2011 年均为预测值

4.3. 11年一季度再次过度放贷的可能性在提高

尽管这几天市场的资金面比较紧张，但这并没有改变央行对流动性过剩的判断，反而还加剧了央行对商业银行 11 年一季度再次过度放贷的担忧。

图 61: SHIBOR 利率大幅上升

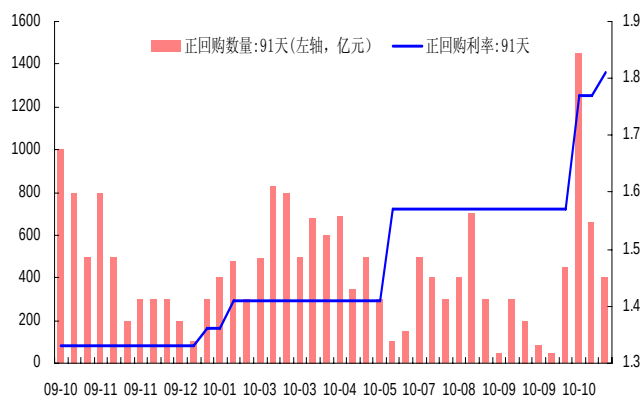
单位: %



资料来源: 中国人民银行 东方证券研究所

图 62: 91 天正回购利率持续走高

单位: %

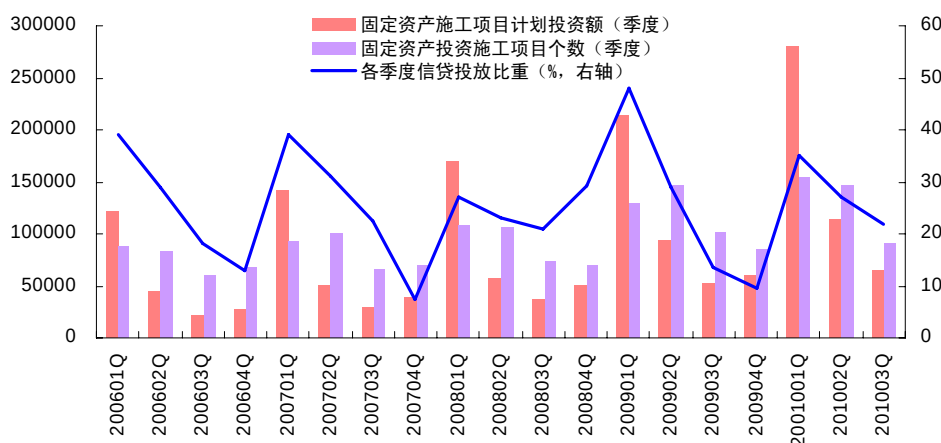


资料来源: 中国人民银行 东方证券研究所

2011 年一季度信贷有可能再冲击三万亿。从历年信贷投放的比重来看，在各年份中大多是上半年投放比重远大于下半年投放比重，且一季度信贷投放比重略大于二季度信贷投放比重。我们认为这一方面与信贷需求季节性因素有关：一年中新项目多在一、二季度开工，因此资金需求也常在这一时期出现较快增长有关；另一方面，基于宏观调控政策之忧、盈利及早体现、足量贷款需求和项目储备等因素，银行历来奉行早投放、快投放的信贷节奏。从既往的历史数据来看，上半年信贷投放比重占 70%（一季度信贷投放比重大约占 37%，二季度信贷投放比重大约占 33%），下半年信贷投放比重占 30%，如果 2011 年全年新增贷款 7.5 万亿元，那么一季度新增贷款将在 2.6-3 万亿元。

图 63: 固定资产投资额受季节性影响，从而影响信贷投放比重

单位: 亿元



资料来源: CEIC 东方证券研究所

表 13：历年信贷投放比重比较及预测

单位：%

年份	一季度	二季度	三季度	四季度	新增贷款(万亿)	新增贷款增速
2006	3.9	3.0	1.8	1.3	3.18	35.58
2007	3.9	3.1	2.3	0.7	3.63	14.15
2008	2.7	2.3	2.1	2.9	4.91	35.26
2009	4.8	2.9	1.4	1.0	9.59	95.32
2010E	3.5	2.7	2.2	1.6	7.80	-21.79

资料来源：CEIC，东方证券研究所（注：2010 年是假设全年信贷规模 7.5 万亿基础上预测）

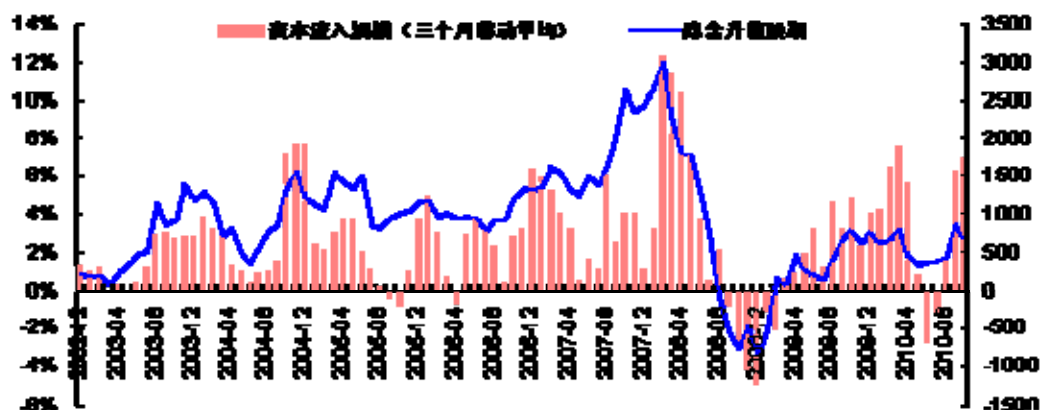
4.4. 预计 11 年存款准备金将上调 4-5 次，加息的空间极其有限

11 月 5 号我们发布了《存款准备金将先行，年内加息一次存可能》。事实上，10 年四季度央行连续三次上调准备金率，之后在年末选择了一次加息。目前看来，四季度央行实际上调存款准备金率的次数多于同期的加息次数。我们对四季度货币工具的判断是正确的。

对于 2011 年央行使用货币工具的判断，我们认为控本轮高通胀的背后实为宽松的流动性，历年来控流动性最有效的方法是控制好信贷规模，而使用存款准备金这一数量工具可以作用直接的达到这一效果，预计 2011 年动用数量型货币工具的次数将远大于价格型货币工具，存款准备金将上调 4-5 次，加息的空间极其有限。

图 64：热钱流入与人民币升值预期相关，与之同时加息对热钱有促进作用

单位：亿元



资料来源：CEIC，东方证券研究所

加息对抑制我国货币信贷的作用一直就不很明显，2011 年是“十二五”规划元年，大量的规划项目将出台，很难想象那些摩拳擦掌跃跃欲试的政府投资者或大企业会因为所加的一点儿区区的利息而让项目下马，倒是刚刚有点儿复苏苗头的制造业投资特别是中小企业投资可能会因为加息或加息的预期而被扼杀在摇篮中；另一方面，出于对热钱的担心，在 2007 年末中美利率出现倒挂后，决策层在使用加息时总是哆哆嗦嗦犹豫不决的。选择加息更多的是为了彰显决策层紧缩政策的决心，象征意义大于实际意义。近期美国实施了第二轮量化宽松政策，热钱流入我国的压力陡然增加。前期市场屡屡预期会加息而且幅度较大，而央行最终选择了在圣诞加息并且只加了 25 个 bp，也是为了把热钱的影响降到最低，这暴露央行对加息效果的信心不足。展望未来，在西方主要国家推行零利率、国际流动性相当充裕的情况下，我国进一步加息的空间很有限，持续加息会导致热钱的大量流入，与抑制流动性的初衷相违。我们可以设想一下，如果我国一年前的存款利率上调到 4%甚至 5%，与此同时如果政策部门策略不当使得人民币陷入爬行升值的陷阱中，使投资者也缠身人民币年升值 4%至 5%的预期，那么两者相加就是一个接近 10%的收益率，

这已足以吸引海外游资肆无忌惮的进入中国。

11 年最关键的还是要控制住信贷规模，加大差别化政策的力度。信贷政策的关键是要制定一个从紧的规模并严格实施规模管理。为配合信贷规模的实施，央行和银监会应该将 10 年所尝试过的一些差别化的政策进一步细化并且制度化，这样可以避免目前一些一刀切的政策致使商业银行争先冲规模的弊端。

五、“稳增长、防通胀”成核心主题，寻找新的投资机会

5.1. 政策上的“针对性、灵活性、有效性”

国内经济环境的复杂，这要求未来国内宏观调控政策必须保持“针对性、灵活性、有效性”。与过去两年强调宏观政策的“连续性和稳定性”不同，2011 年政策的总的原则在于，要增强宏观调控的“针对性、灵活性、有效性”。我们认为这是由国内经济环境复杂所决定，一方面，10 年四季度和 2011 年一季度经济增速仍有可能进一步放缓。由于基数原因，同时投资、出口增速可能放缓，海外经济前景也不明朗，国内经济向下走的趋势仍然存在；另一方面，通胀压力有增无减，当前主要农产品价格并没有出现趋势性回落，且引发物价上涨的因素正在扩散，从以往的经验看，随着涨价因素从农产品向食品制成品和非食品的扩散，以及 PPI 向 CPI 传导作用的加大，CPI 可能会再上一个更高的台阶。这就要求未来国内宏观调控政策必须保持有效性和前瞻性，以灵活应对复杂的经济局面。

5.2. 财政政策仍延续了“积极”财政政策，财政主要投向将侧重民生和公共服务项目

11 年实施积极财政政策，我们认为其原因有四个，一是实施“4 万亿”经济刺激计划期间开工的大量项目，由于周期比较长，许多项目需要后续建设资金；二是 11 年是“十二五”开局之年，许多基建需要财政配合，包括保障性住房等；三是国内经济基础不牢固，需要财政支持；四是这两年财政收入增长均在 10% 以上，有实施积极财政政策的基础。在财政投资支出方面，预计与 09 年、10 年主要集中基础设施投资有所不同，11 年将主要投向侧重民生和公共服务项目，包括对保障房支出的扩大；对水利领域加大扶持力度；对节能减排投资、对促进消费便利化投资和对海洋经济领域投资的支持。

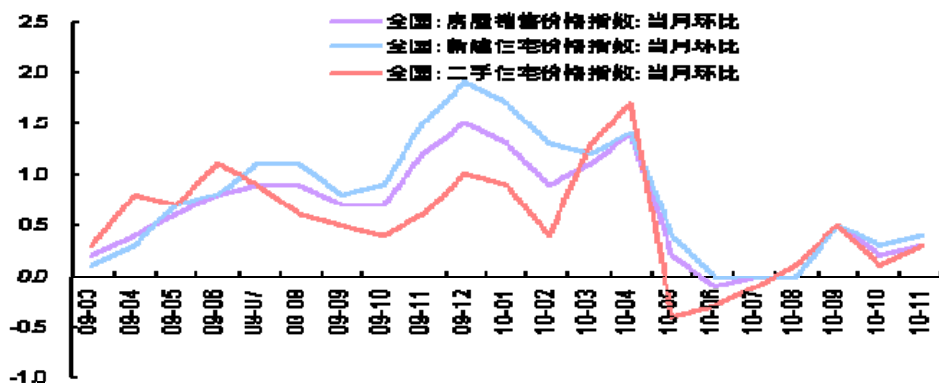
5.3. 数轮地产调控后房价依然坚挺，2011 年调控政策不可能放松

11 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 5.7%，涨幅比 10 月份扩大 1.8 个百分点；环比上涨 1.2%，涨幅比 10 月份扩大 0.5 个百分点。新建住宅销售价格同比上涨 6.2%，涨幅比 10 月份扩大 2.2 个百分点；环比上涨 1.5%，涨幅比 10 月份扩大 0.6 个百分点。二手住宅销售价格同比上涨 5.5%，涨幅比 10 月份扩大 0.9 个百分点；环比上涨 0.6%，涨幅比 10 月份扩大 0.2 个百分点。

目前，就实际调研的数据来看，大中城市楼盘价格并未出现明显调整，部分楼盘仍处于逐渐上涨的趋势中，在这种情况下，期待调控政策放松是不可能的事情，但若房价再次快速上涨的话，不排除更严厉的政策出台。尽管政策调控力度已史无前例，但高企的通胀和热钱的涌入，无疑加大了房价调控的复杂性，在供应不能明显增加的情况下，短期房价仍有继续上涨压力。预计国内第三次房地产调控将以“征房产税”为标志，或 11 年年初试点或推出，且有望建设 1000 万套保障性住房，投资额将达 1.4 万亿，“十二五”时期，我国城镇化率将超过 50%。

图 65：房价当月环比基本在正数以上，且有加速迹象

单位：%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

5.4. 加快收入分配改革，扩大“内需”

扩“内需”的关键在于收入分配体制改革，收入分配改革的关键在于税收体制的改革。在中央经济工作会议对 11 年各项改革的具体部署中，收入分配改革已经位列首位，同时也是中国“十二五”(2011-2015 年)规划的着重点。原本 10 年年内出台的收入分配改革方案将推后，我们预计 2011 年上半年政府将制定出台“收入分配体制改革方案”，建立健全有利于居民收入合理增长和缩小收入分配差距的体制机制，逐步提高居民收入在国民收入分配中的比重和劳动报酬在初次分配中的比重。

表 14：改革开放以来我国收入分配政策变动历程

时间	机构/会议	政策内容
2010. 12. 07	发改委	促进收入分配改革 8 项措施
2010. 11.	“十二五”规划	收入分配调整重点“提低控高”，强化税收调节作用
2010. 08. 25	发改委	中国将逐步提高居民收入在国民收入分配中比重，提高劳动者报酬在初次分配中的比重
2010. 02. 04	中央省级干部研讨班，温家宝	要把蛋糕分好，逐步扭转收入差距扩大趋势
2010. 01. 08	中共中央政治局第十八次集体学习，胡锦涛	深化财税体制改革，加大收入分配调整力度
2009. 12. 07	统计局	收入分配制度改革应成为经济工作重要问题
2007	十七大	提高居民收入在国民收入分配中的比重以及劳动报酬在初次分配中的比重
2006	十六届六中全会	提高低收入者收入、扩大中等收入者比重、调节过高收入、取缔非法收入
2002	十六大	确立了劳动、资本、技术和管理等生产要素按贡献率参与分配原则
1997	十五大	按劳分配与按生产要素分配相结合
1993	十四届三中全会	收入分配制度十一项基本原则
1992	十四大	按劳分配为主体，其他分配方式补充，兼顾效率和公平

1987	十三大	按劳分配为主体的多种分配方式
1984	十二届三中全会	深化分配制度改革
1978	十一届三中全会	克服平均主义，“缴够国家的，留够集体的，剩下是自己的”

资料来源：东方证券研究所

5.5. 经济结构进一步转型，产业升级成重点

在 10 年 12 月份召开的中央经济工作会议上，政府进一步强调，扎实发展战略性新兴产业。预计对于“十二五”期间重点发展的新兴战略产业：信息技术、新能源、新材料、生物等，政府会大力支持。

表 15：2011 年重点关注的新兴产业领域

	新能源领域
国务院	水电、核电、风力发电、太阳能发电、沼气发电、地热利用、煤的洁净利用、新能源汽车
发改委	核电重大专项
科技部	大型油气田和煤层气开发
	大型先进压水堆和高温气冷核电站
	新材料领域
国务院	微电子和光电子材料和器件、新型功能材料
	信息技术
国务院	传感网、物联网
发改委	集成电路、平板显示
科技部	核心电子器件、无线移动通信网、高端通用芯片
	生命科学领域
国务院	转基因育种、干细胞研究
发改委	生物医药、生物育种

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn