



西部证券股份有限公司

11 年我国经济增长或将低于预期

报告要点:

◆**制约消费快速增长的制度约束在 11 年依然存在。**随着经济进入稳定的增长期,刺激措施将逐步退出。而在危机期间消费的稳定快速增长从某种意义上说将会透支未来的消费增长潜力。消费快速增长的长效机制依然是居民收入的持续快速增长。按照 GDP 收入法核算,我国劳动报酬的增速在 GDP 各要素的增长比较中长期偏低(截止到 2007 年的数据)。在经济增长较好的 2010 年,我国城镇和农村居民收入增速依然低于 GDP 增速,这说明我国居民收入增长的长效机制依然没有建立起来。11 年的消费存在下滑的可能。

◆**11 年外需回落是大概率事件。**造成 11 年外需回落的主要原因是出口的回落。而出口的回落一方面是由于人民币汇率的升值对出口的制约,我们认为这个将是主要因素。另一方面是新兴经济体的经济增长经历了 10 年的快速复苏后,11 年经济增长将更大程度上取决于全球经济的状况。而以美国为首的发达经济体在 11 年依然不会出现快速增长的状况,全球经济整体上依然缓慢复苏。人民币有效汇率指数的上升对我国出口的制约作用很明显。而人民币有效汇率在 11 年出现较大的升值似乎不可避免。一方面美元在 11 年年中之前出现反转的可能性较大,而人民币对美元升值将是持续的过程。今天刚刚公布的 12 月份出口数据,我国对东盟经济体的出口同比增速下滑到 4% 左右或是个证明。

◆**终端需求趋弱制约制造业投资的增长。**十二五规划不是十一五规划的简单重复,11 年作为五年规划的第一年预计也不会出现过去的五年规划的第一年投资快速增长的状况。对 11 年投资的判断,我们认为终端需求趋弱制约制造业投资的增长。十二五是个转型的五年,从投资驱动型转向消费驱动型。而当前消费快速持续增长的长效机制尚未建立,因而消费增长驱动投资增长的现象在 11 年不会发生。从投资的三大块来分析,制造业投资受制于终端需求难以出现快速增长。房地产投资受制于房地产调控,商业地产投资必将受到影响,虽然保障性住房投资的力度在加大,但这充其量会部分弥补地产投资的下滑。这背后的内生性经济因素是中国人口红利拐点的到来。基础设施投资的增速出现下滑几乎是确定的,主要是 10 年的基期因素太大。

关键图表:

图: 劳动报酬增长明显偏低

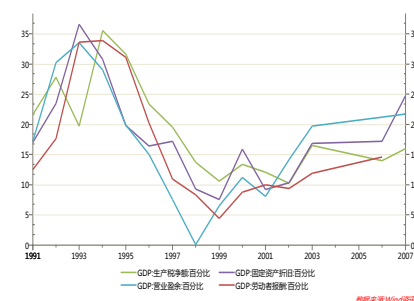
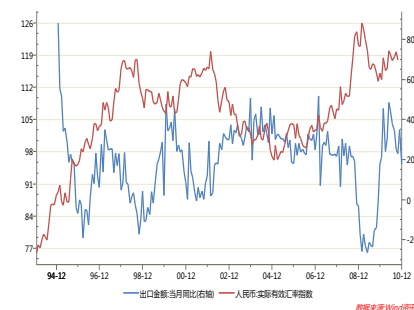


图: 11 年人民币升值制约出口



近期研究:

成本因素接替货币推动,通胀未来有限回落(12.20)

加息序幕刚刚开启(12.27)

PMI 回落,货币调控威力初显(1.4)

研究员: 刘彦召

执业证书编号: S0800210090001

021-68866210-815

liuyanzhao@xbmail.com.cn

研究员: 宋振平

执业证书编号: S0800110050101

021-68866210-883

songzhenping@xbmail.com.cn

11 年我国经济增长或将低于预期

基于对通胀的控制，11 年货币收紧现在几乎无可争议。考虑到 11 年我国经济增长状况，因为处于经济转型的过程中，11 年又是十二五规划的第一年，按照过去的经济增长规律，五年规划的第一年都会出现投资快速增长。但 11 年或将发生不同的现象，主要是因为真正的经济转型正在发生，终端的需求也在发生变化，也就是说，十二五 并不是十一五的简单重复，因此 11 年作为十二五规划的第一年，经济增长或将低于预期。

制约消费快速增长的制度约束在 11 年依然存在

我国的消费在经济危机的过程中的表现还是相对稳定的。这一方面跟我国在危机期间所采取的一系列刺激措施是分不开的，而随着经济进入稳定的增长期，刺激措施将逐步退出。而在危机期间消费的稳定快速增长从某种意义上说将会透支未来的消费增长潜力。消费快速增长的长效机制依然是居民收入的持续快速增长。而从图 1 可以看出，按照 GDP 收入法核算，我国劳动报酬的增速在 GDP 各要素的增长比较中长期偏低（截止到 2007 年的数据）。从图 2 可以看出在经济增长较好的 10 年，我国城镇和农村居民收入增速依然低于 GDP 增速，这说明我国居民收入增长的长效机制依然没有建立起来。11 年的消费存在下滑的可能。

11 年外需回落是大概率事件

造成 11 年外需回落的主要原因是出口的回落。而出口的回落一方面是由于人民币汇率的升值对出口的制约，我们认为这个将是主要因素。另一方面是新兴经济体的经济增长经历了 10 年的快速复苏后，11 年经济增长将更大程度上取决于全球经济的状况。而以美国为首的发达经济体在 11 年依然不会出现快速增长的状况，全球经济整体上依然缓慢复苏。从图 5 可以看出，人民币有效汇率指数的上升对我国出口的制约作用很明显。而人民币有效汇率在 11 年出现较大的升值似乎不可避免。一方面美元在 11 年年中之前出现反转的可能性较大，而人民币对美元升值将是持续的过程。另一方面中国对新兴经济体的出口在 11 年或将由于新兴经济增长动力趋弱而减弱。今天刚刚公布的 12 月份出口数据，我国对东盟经济体的出口同比增速下滑到 4% 左右或是个证明。

终端需求趋弱制约制造业投资的增长

十二五规划不是十一五规划的简单重复，11 年作为五年规划的第一年预计也不会出现过去的五年规划的第一年投资快速增长的状况。对 11 年投资的判断，我们认为终端需求趋弱制约制造业投资的增长。十二五是个转型的五年，从投资驱动型转向消费驱动型。而当前消费快速持续增长的长效机制尚未建立，因而消费增

长驱动投资增长的现象在 11 年不会发生。从投资的三大块来分析，制造业投资受制于终端需求难以出现快速增长。房地产投资受制于房地产调控，商业性地产投资必将受到影响，虽然保障性住房投资的力度在加大，但这充其量会部分弥补地产投资的下滑。这背后的内生性经济因素是中国人口红利拐点的到来。基础设施投资的增速出现下滑几乎是确定的，主要是 10 年的基期因素太大。

图 1：劳动者报酬增长速度明显偏低（截止到 07 年以前的数据）

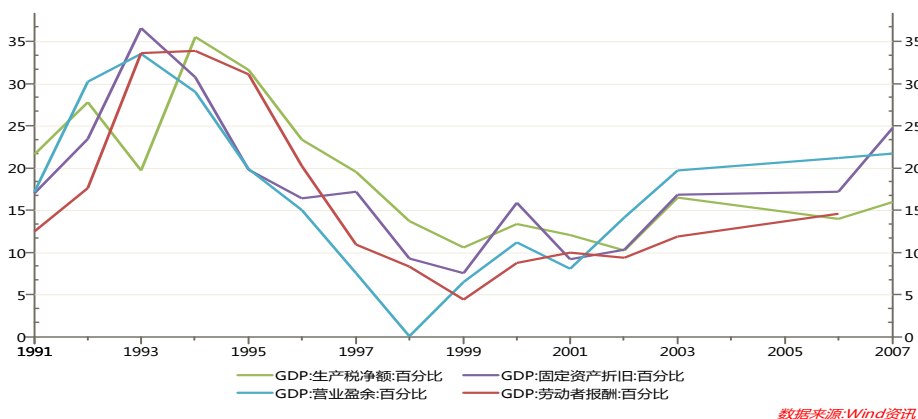


图 2：城镇和农村居民收入增速均低于 GDP 增速不利于消费增长

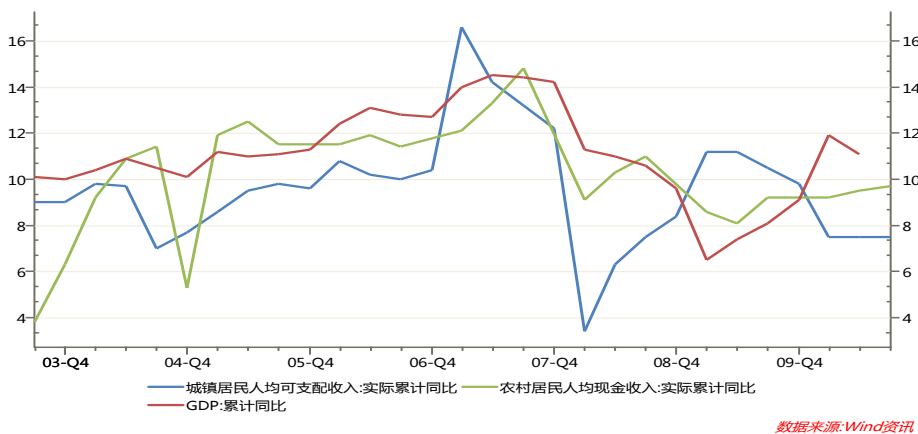


图 3：11 年消费增速存在下滑的可能



图 4: 人民币有效汇率在 11 年持续升值确定性大

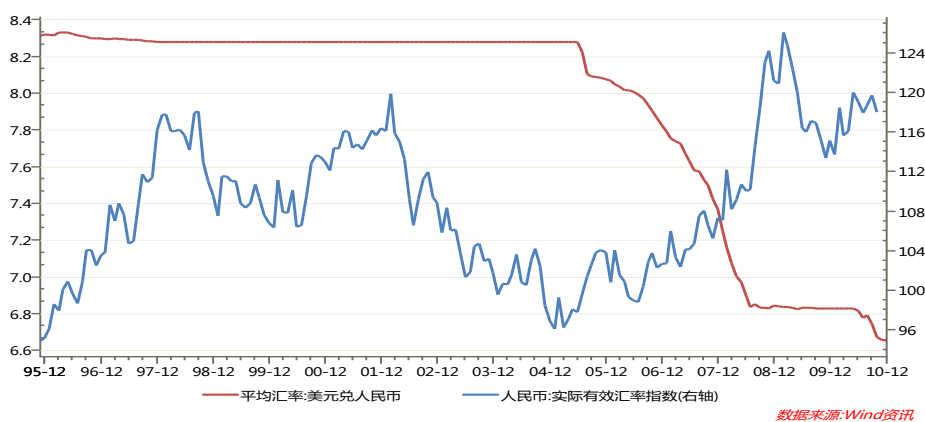


图 5: 人民币升值将制约 11 年我国的出口增长

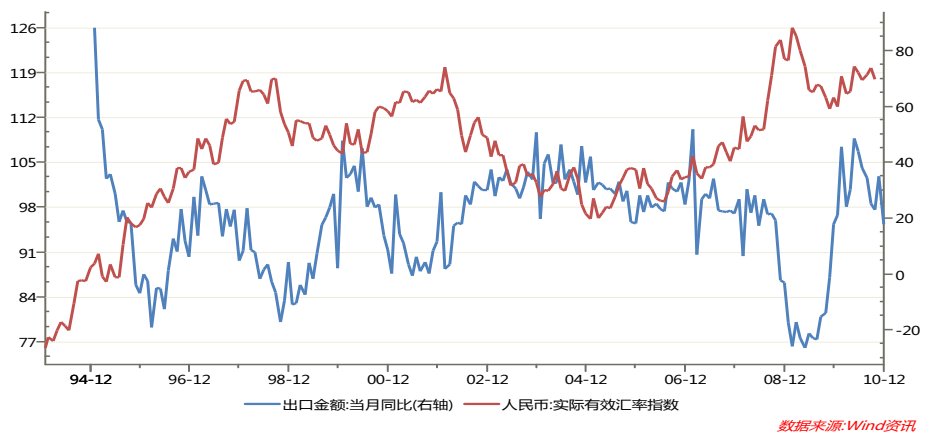
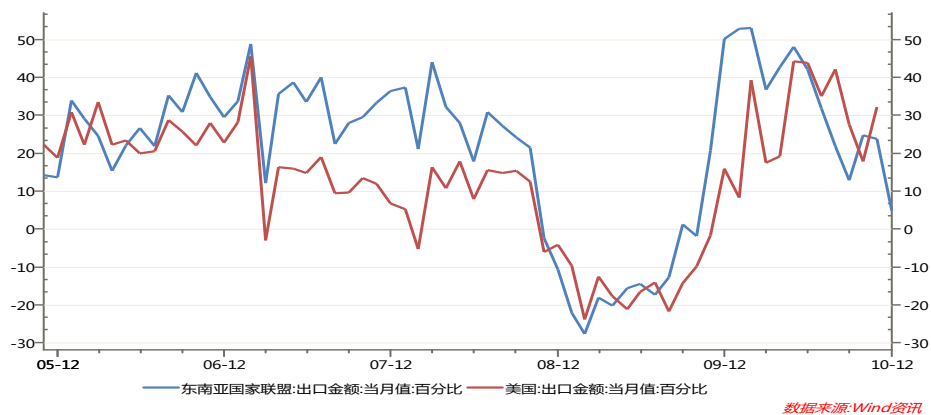
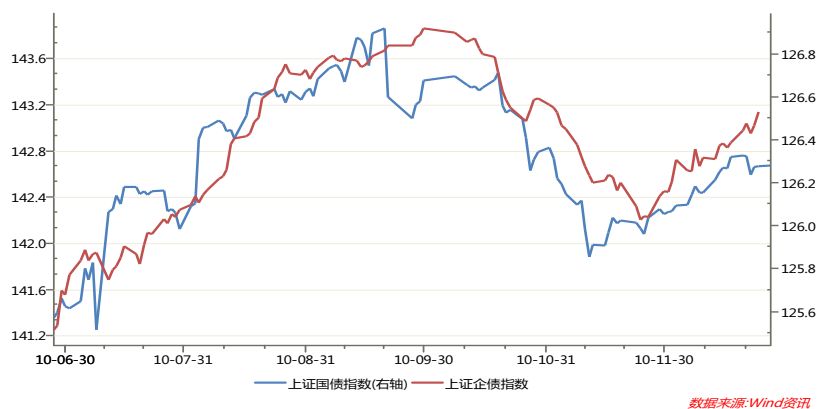


图 6：新兴经济体增长短期内面临瓶颈，我国对东盟出口快速下滑



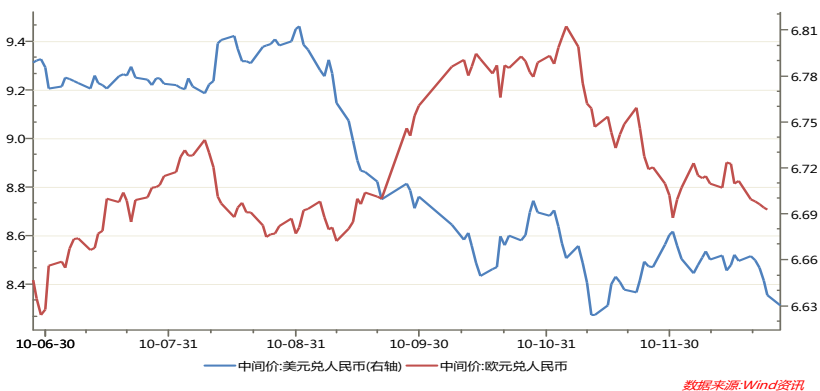
本周宏观数据跟踪

债券市场



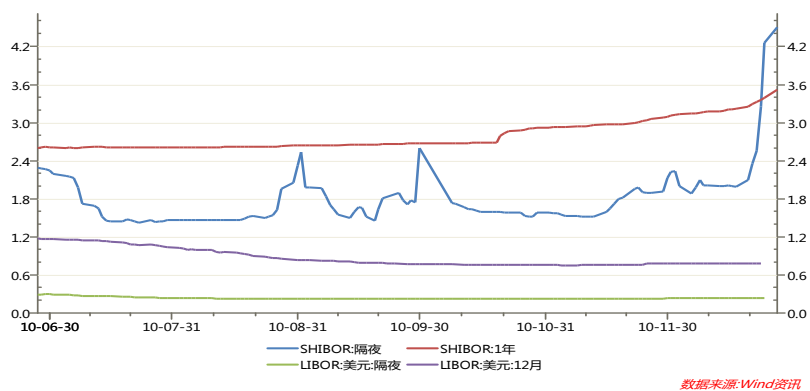
国债指数回升、企债指数回升

外汇市场



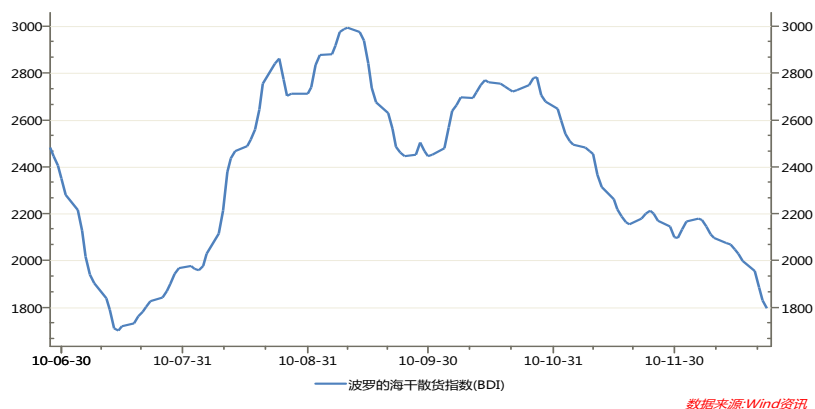
人民币对美元升值, 对欧元快速升值

利率市场



人民币利率快速走高

航运市场



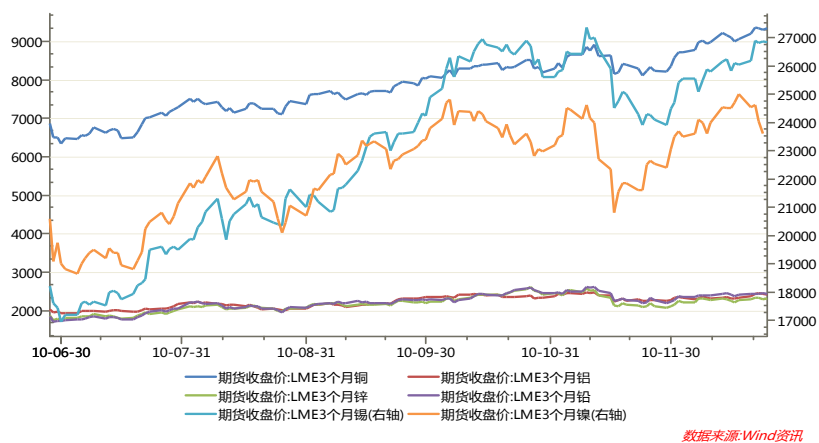
本周航运市场价格回落

原油期货



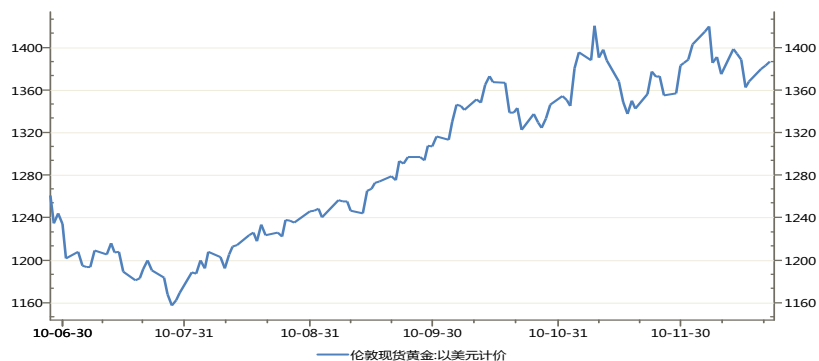
原油期货价格持续上升

有色金属



有色金属价格上升

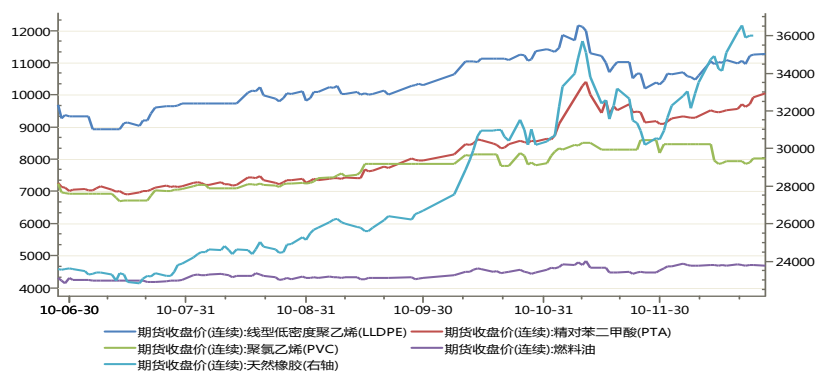
黄金价格



数据来源:Wind资讯

黄金价格小幅回落

化工品期货



数据来源:Wind资讯

化工品期货价格上升

西部证券投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
看 淡: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对大盘涨幅大于 10%
谨 慎 推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5%~5%之间
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

西部证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为西部证券研发中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。