

日期: 2011 年 2 月 28 日



胡月晓
021-53519888-1917
huyuexiao@sigchina.com
执业证书编号: S0870510120021

舒廷飞
021-53519888-1972
henry.shu@126.com
执业证书编号: S0870110090001

报告编号:

相关报告:

经济回升喜讯略胜物价忧虑

——2010 年国民经济和社会发展统计公报点评

■ 主要观点:

经济运行平稳, 成功实现“软着陆”

经济增速主动适度回落, 经济运行平稳, 成功实现“软着陆”。工业增长由回落到企稳, 意味着经济内生增长动力强劲。

投资结构继续改善 房地产开发投资下降

中西部地区投资增速高于东部地区。农村水利设施投资为主的第一产业固定资产投资正成为热点。中央投资的重点转向战略新兴产业、保障房和高铁、公路和港口等基础设施。今年 1000 套保障房预计需要 1.4 万亿的配套资金, 保障房投资在房地产投资的比重有望上升。房地产投资的增速将高位回落, 与固定资产投资增速的差距将缩小。

消费保持稳定增长

去年汽车和家电下乡等政策推动了消费升级换代。农村现代流通网络初步建成刺激了农村消费。过去几年收入增长和饮食升级使食品消费支出占总消费支出比重下降。居住条件改善引起居住支出占比上升。从消费增长的内生动力看, 我国将逐步进入内需增长的时代。收入效应到替代效应的转化, 将从温饱到休闲、娱乐和保健等更高消费层次的过渡。

外贸正向基本平衡的方向发展

去年贸易顺差与进出口总值的比例降至 2010 年的 6.2%, 表明外贸正向基本平衡的方向发展, 主要原因是 OECD 领先指标稳步回升, 说明中国出口增长的基础牢固; 国内产业结构调整带来的生产需求增长拉动了进口需求。

货币供应量增速回升 新增信贷略超目标

去年 M1 均高于 M2, 表明实体经济保持活跃。M1-M2 剪刀差缩小的原因是货币政策转向趋紧。新增信贷投放增长较快是受中小企业、房地产、项目投资等贷款需求拉动和金融机构贷款投放意愿较强的影响。

本轮食品价格上涨的长期性将支撑 CPI 温和上涨

从粮食的供需分析, 不断上涨的农业生产要素成本和持续增长的消费需求造成粮价可能会出现长期上涨。粮价的上涨将进一步推动食品价格上涨, 进而支撑 CPI 维持高位。

2010 年国民经济主要指标数据

国家统计局 2 月 28 日公布 2010 年国民经济和社会发展统计公报：2010 年 GDP 同比增长 10.3%。

2010 年全部工业增加值 160030 亿元，比上年增长 12.1%。规模以上工业增加值增长 15.7%，增速比上年加快 4.7 个百分点。分季度看，一季度同比增长 19.6%，二季度增长 15.9%，三季度增长 13.5%，四季度增长 13.3%。

2010 年全社会固定资产投资 278140 亿元，比上年增长 23.8%，增速比上年回落 6.2 个百分点，扣除价格因素，实际增长 19.5%。

2010 年社会消费品零售总额 154554 亿元，比上年增长 18.4%；扣除价格因素，实际增长 14.8%。

2010 年居民消费价格 (CPI) 同比上涨 3.3%，其中食品上涨 7.2%。2010 年工业品出厂价格 (PPI) 同比上涨 5.5%。2010 年原材料、燃料、动力购进价格同比上涨 9.6%。

表 1 2010 年国民经济主要数据

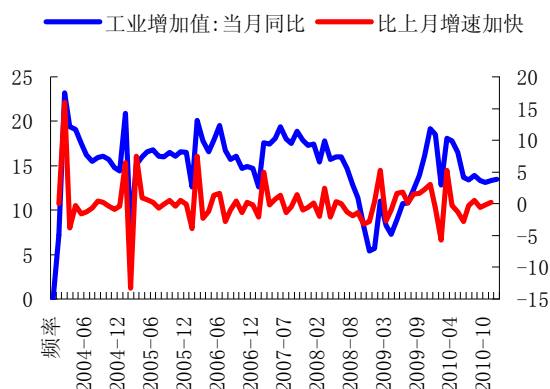
指标名称	11/01	10/12	10/11	10/10	10/09	10/08	10/07	10/06	10/05	10/04	10/03
GDP	-	9.8	-	-	9.60	-	-	10.30	-	-	11.90
工业增加值	-	13.50	13.30	13.10	13.30	13.90	13.40	13.70	16.50	17.80	18.10
社会消费品零售总额	-	19.1	18.70	18.64	18.84	18.40	17.90	18.30	18.66	18.50	18.00
城镇固定资产投资	-	24.50	24.90	24.40	24.50	24.80	24.90	25.50	25.90	26.10	26.40
房地产投资	-	33.20	36.50	36.50	36.40	36.70	37.20	38.10	38.20	36.20	35.10
CPI	4.90	4.60	5.10	4.40	3.60	3.50	3.30	2.90	3.10	2.80	2.40
PPI	6.64	5.90	6.06	5.04	4.33	4.32	4.84	6.41	7.13	6.81	5.91

数据来源：CEIC、上海证券研究所

一、工业增长由回落趋向企稳

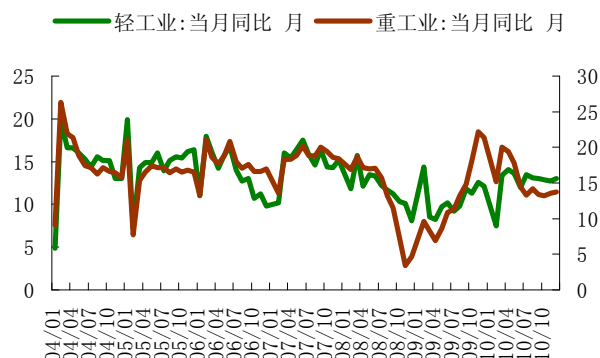
2010 年规模以上工业增加值比上年增长 15.7%，增速比上年加快 4.7 个百分点。分季度看，一季度同比增长 19.6%，二季度增长 15.9%，三季度增长 13.5%，四季度增长 13.3%。分轻重工业看，重工业增长 16.5%，轻工业增长 13.6%。分行业看，在 39 个大类行业中，38 个行业实现比上年增长。分地区看，东部地区增长 14.9%，中部地区增长 18.4%，西部地区增长 15.5%。2010 年规模以上工业企业产销率达到 97.9%，比上年提高 0.2 个百分点。1-11 月份，全国规模以上工业企业实现利润 38828 亿元，同比增长 49.4%，比上年同期加快 41.6 个百分点。在 39 个大类行业中，38 个行业利润同比增长。

图 1 工业增加值增速当月同比、环比继续回升



数据来源: CEIC、上海证券研究所

图 2 工业增加值: 轻工业和重工业的当月同比

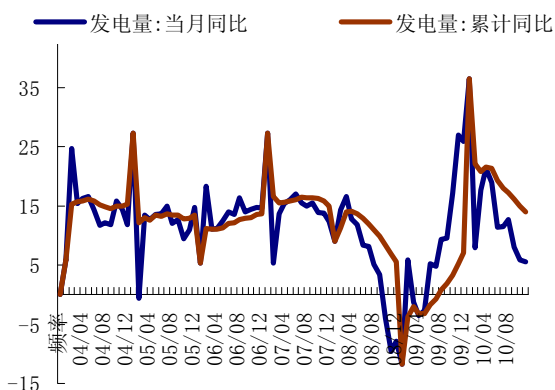


数据来源: Wind、上海证券研究所

我们分析工业增长数据认为, 短期内工业增长下滑的势头已经企稳, 并出现稳步回升。从 10-12 月的工业增加值出现逐月回升意味着工业增长的势头保持不变。重工业对工业增加值的贡献度较大, 是由目前我国制造业为主体的经济结构所决定的。结构调整和节能减排为重工业的升级提供了有利的外部条件, 而发电量数据从另一个方面验证的重工业的恢复过程。

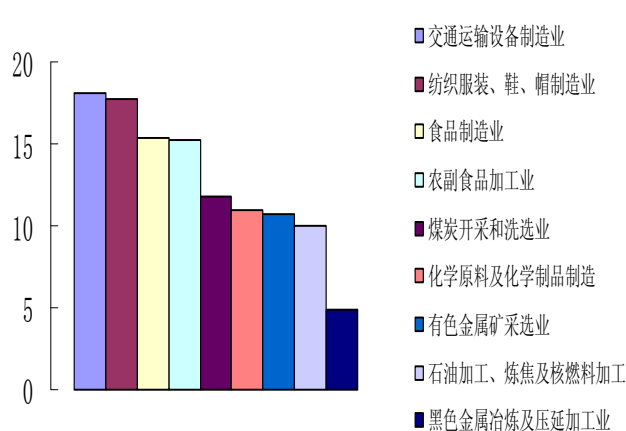
去年国民经济总体上较好处理了“调结构、控通胀和稳增长”的关系, 国民经济回升向好的基础上不断巩固, 经济运行由回落而趋于平稳。中西部工业增速超过东部, 我们认为这是产业区域间转移的必然结果。随着东部工业的升级, 未来中国产业区域转移的趋势将不可逆转。国家从财政、金融和土地等方面支持中西部地区成为东部产业转移的首选地, 这实质是把资本继续留在国内。产业的区域间转移将对我国工业增长带来新动力。

图 3 发电量同比出现反弹



数据来源: CEIC、上海证券研究所

图 4 工业增加值增速的行业比较

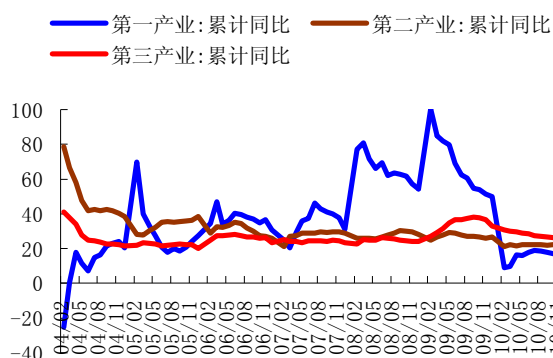


数据来源: CEIC、上海证券研究所

二、固定资产投资不断优化

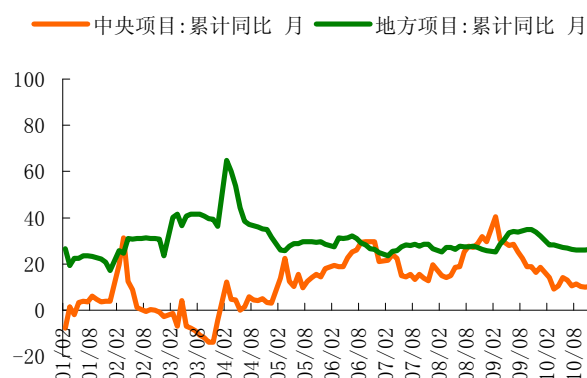
2010年全社会固定资产投资278140亿元，比上年增长23.8%，增速比上年回落6.2个百分点，扣除价格因素，实际增长19.5%。其中，城镇固定资产投资241415亿元，增长24.5%，回落5.9个百分点；农村固定资产投资36725亿元，增长19.7%，回落7.6个百分点。在城镇投资中，第一产业投资增长18.2%，第二产业投资增长23.2%，第三产业投资增长25.6%。分地区看，东部地区投资增长22.8%，中部地区增长26.9%，西部地区增长26.2%。2010年房地产开发投资48267亿元，增长33.2%。

图 5 农村水利设施投资拉动第一产业投资增长



数据来源: Wind、上海证券研究所

图 6 中央投资固定资产项目的金额增速下降



数据来源: Wind、上海证券研究所

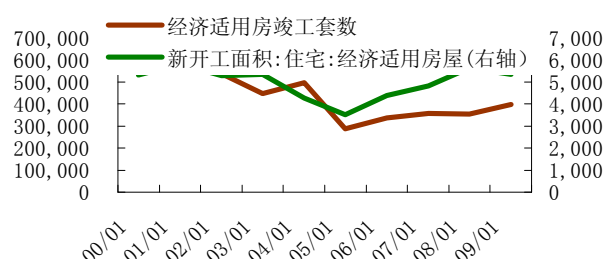
第一产业的投资在经历 2009 年的快速下滑后，逐步企稳回升。去年粮食产量实现连续第七年增产，但今后播种面积增加的空间不大和全球温室效应增加了农业增产的不确定性。因此今年中央农村工作会议提出要加大农村水利设施投资。在财政支出乘数的效应下，农村水利设施投资为主的第一产业固定资产投资有望为 2011 年社会固定资产投资提供有力支持。中央投资的比重逐步降低，将集中在战略新兴产业和保障房建设等领域。2010 年，我国铁路基本建设计划安排投资 7000 亿元，其中高铁和城际铁路将占投资较大的比重，另外发电设备、港口和高速公路也是固定资产投资的重点。

图 7 房地产投资逐步回落



数据来源: Wind、上海证券研究所

图 8 大规模建设保障房，住宅供应供给重回“双轨制”



数据来源: Wind、上海证券研究所

2010 年全国房地产开发投资额 48267 亿元，年增长 33%，新开工面积 16.38 亿平方米，年增长 42%。国房景气指数去年一季度开始出现回落，房地产投资出现见顶回落的迹象。

我们认为 2011 年的第三轮调控政策加重房市观望情绪，降低了改善型住房需求，催热了住宅租赁市场。房产税试点和新“国八条”为代表的新一轮调控新政对改善型购房者的预期和行为产生了实质影响。购房者和开发商以及二手房买卖双方都陷入群体性观望，春节后一二线城市商品房销量下降趋势开始显现。另外加大保障性住房建设力度是增加供给，实现住房供给多元化的重大政策。保障房建设从 2010 年 580 万套，到今年 1000 万套的建设目标，今后五年新建保障性住房 3600 万套。表明政府把大规模建设保障房作为重回住宅供应“双轨制”和控制商品房价的手段。今年 1000 套保障房预计需要 1.4 万亿的配套资金，保障房投资在房地产投资的比重有望上升。因此房地产投资的增速将高位回落，与固定资产投资增速的差距将缩小。

三、消费保持平稳增长，消费升级步伐加快

2010 年社会消费品零售总额保持较快增长的外部动力是：

一是，家电以旧换新、汽车和家电下乡等优惠政策扩大了消费群体，促进了城乡居民消费升级换代。

二是，农村现代流通网络初步建成刺激了农村消费。据商务部透露，截至 2010 年底，全国累计建设或改造连锁农村超市 52 万个，覆盖 80% 乡镇和 65% 的行政村，共有超过 2000 家零售企业与 1.1 万家农民专业合作社开展“农超对接”。

三是食品价格上涨和商品房销售季节性旺季带来的装潢需求拉动；另外年底消费旺季也推动了 12 月居民消费的释放。

图 9 社会消费品零售总额稳定增长

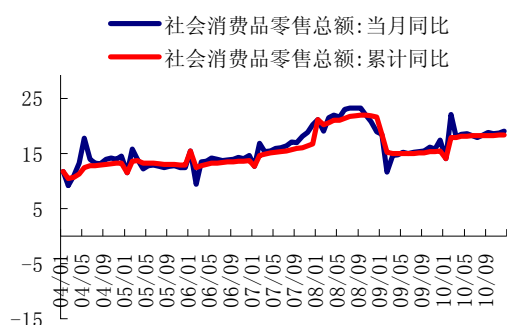
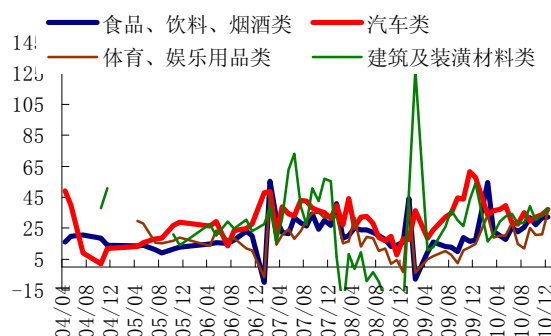


图 10 汽车 建筑及装潢和食品饮料增长较快



数据来源：Wind、上海证券研究所

数据来源：Wind、上海证券研究所

根据国内生产总值支出法，计算 1995-2009 年城乡居民各大类消费支出占总消费支出的比重变化，发现居民消费结构有以下特点：

第一，从 2009 年最新的数据看，食品和居住是城镇和农村居民最大的两项消费支出。城镇居民食品和居住支出的合计占比达到 47%，农村居民的这两项合计占比更高达 58%。吃和住仍然是居民消费支出的主体。

第二，城镇和农村居民食品消费支出占比下降显著。城镇居民食品消费占比从 1995 年的约 50%，下降至 2009 年的不足 30%；而同期农村居民的食品消费支出占比从 60%，下降至 40%。不过值得关注的是 2007 年以后，食品消费支出占比下降的趋势开始趋稳，并出现短暂反弹。估计食品价格的持续上涨和饮食结构升级是主要原因。

第三，城镇和农村居民的居住支出快速上涨。城镇居民居住支出占比从 1995 年的 10%，上涨至 2009 年的 17.5%。农村居民居住支出从 1998 年的 12.5%，上涨至 19.4%。

居民饮食结构和居住条件的升级预示我国城乡居民消费结构升级的步伐正在加快。从消费增长的内生动力看，中国将进入内需增长的时代，消费升级和对优质产品的追求，会增加对汽车和电器等可选消费品的需求。收入效应到替代效应的转化，将从温饱到休闲、娱乐和保健等更高消费层次的过渡。

图 11 居民食品消费支出占总消费支出比重下降

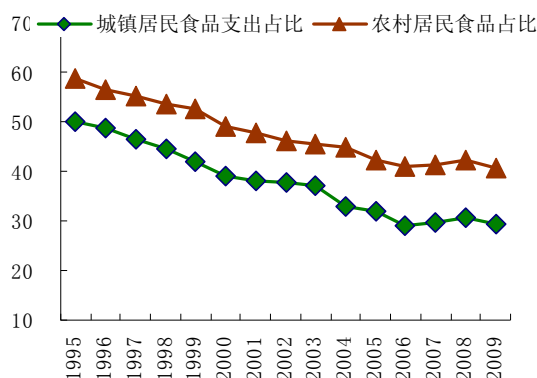
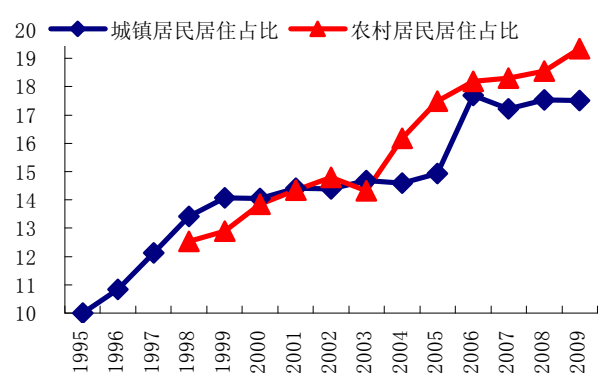


图 12 居住支出占总消费支出大幅上涨



数据来源：CEIC、上海证券研究所

数据来源：CEIC、上海证券研究所

四、外贸正向基本平衡的方向发展

2010 年我国货物进出口总额 29728 亿美元，比上年增长 34.7%。其中，货物出口 15779 亿美元，增长 31.3%；货物进口 13948 亿美元，增长 38.7%。进出口差额（出口减进口）1831 亿美元，比上年减少 126 亿美元。

去年我国外贸平衡不断改善的原因：一是贸易顺差与进出口总值的比例降至 2010 年的 6.2%，表明外贸正向基本平衡的方向发展；二是 OECD 领先指标稳步回升，依然表明中国出口增长的基础牢固。三是进口增长的动力来自国内产业结构调整带来的生产需求增长、部分进口大宗商品量保持价齐升和国内消费结构不断升级。

国内消费层次升级和调结构扩大进口需求。国内油脂压榨能力和需求逐年提高，国内对进口大豆存在刚性需求。中国已进入消费升级的时期，居民对汽车等耐用消费品的新增保有量在长期内将保持稳定增长。机电设备进口高于出口，显示出国内生产回暖和产业升级，对国外高技术含量机电产品的需求持续增长。

顺差缩小得益于进口鼓励政策。2010 年外贸政策致力于扩大与发达国家和新兴市场国家贸易实质合作。在主要经济体经历经济缓慢复苏的过程中，中国通过提高发达国家对我国高技术产品出口与相关国家共度难关。2011 年由于国际经济复苏动力增强，我国出口回升势头有望继续保持，但出口增长力度会小于进口。预计 2011 年进口的增速会高于去年，2011 年顺差规模将比去年略微增加，全年顺差约为 2000 亿美元左右。

表 1 2010 年各月外贸数据比较

指标名称	10/12	10/11	10/10	10/09	10/08	10/07	10/06	10/05	10/04	10/03	10/02	10/01
出金额	1541.5	1533.3	1359.6	1449.5	1392.5	1454.4	1373.4	1316.7	1198.5	1120.7	944.8	1095.0
出口当月同比	17.9	34.9	22.9	25.1	34.3	38.0	43.9	48.5	30.4	24.2	45.7	21.0
进口额	1410.7	1304.4	1088.8	1281.7	1193.0	1168.2	1171.9	1121.9	1184.3	1194.6	870.5	955.1
进口当月同比	25.6	37.8	25.4	24.2	35.2	22.8	33.9	48.3	49.9	66.3	45.0	85.9
贸易顺差	130.8	228.9	270.8	167.9	199.5	286.2	201.6	194.8	14.3	-73.9	74.2	139.8
顺差当月同比	-28.9	20.7	13.8	32.5	29.4	179.5	153.6	49.5	-89.0	-140.2	54.4	-64.3

数据来源：海关总署、上海证券研究所

五、货币供应量增速回升，新增信贷略超目标

2010 年 M2 余额为 72.6 万亿元，比上年末增长 19.7%；狭义货币供应量（M1）余额为 26.7 万亿元，增长 21.2%；流通中现金（M0）余额为 4.5 万亿元，增长 16.7%。

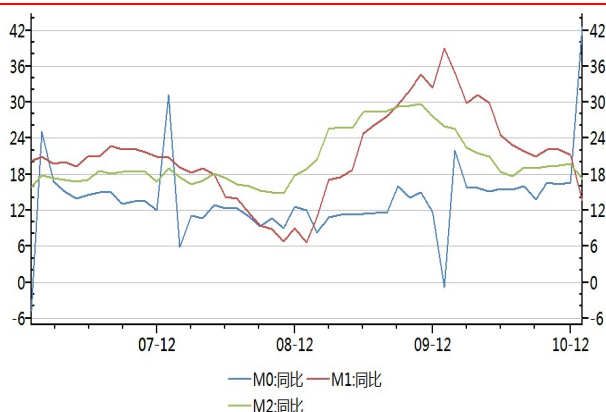
年末全部金融机构本外币各项存款余额 73.3 万亿元，比年初增加 12.1 万亿元。其中人民币各项存款余额 71.8 万亿元，增加 12.0 万亿元。全部金融机构本外币各项贷款余额 50.9 万亿元，增加 8.4 万亿元。其中人民币各项贷款余额 47.9 万亿元，增加 7.9 万亿元。

M2 增速高于年初制定的 17% 的目标，新增人民币贷款 7.9 万亿高于年初制定的 7.5 万亿的目标。

M1 全年高于 M2, 表明实体经济活跃度较高, 而 M1-M2 的剪刀差出现缩小的主要原因是央行为发挥流动性闸门功能, 货币政策出现趋紧。另外 M1 翘尾因素造成上半年 M1 同比增幅较快。

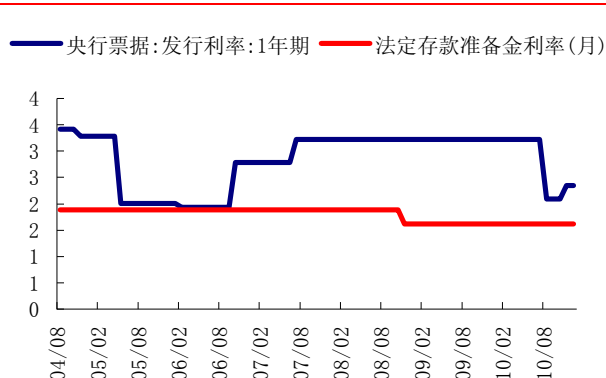
新增信贷投放出现较快增长的原因: 一方面受中小企业、房地产、项目投资等贷款需求较强的影响; 另一方面是部分银行在存贷比、资本充足率等监管指标逐步达标后, 信贷加快投放情况突出。金融机构贷款投放意愿增强。

图 13 货币供应量增速回升



数据来源: CEIC、上海证券研究所

图 14 数量化工具成为紧缩流动性的常用手段



数据来源: CEIC、上海证券研究所

六、本轮食品价格上涨的长期性将支撑 CPI 温和上涨

2010 年居民消费价格同比上涨 3.3%, 其中食品上涨 7.2%。CPI 涨幅超出全年 3% 的目标。2011 年对 CPI 的容忍度提高到 4%, 表明 CPI 上涨的动力依然不容忽视, 主要原因是: 本轮食品价格上涨带有长期性, 食品仍占到 CPI 中约 31% 的最高权重。

我国居民食品消费支出主要包括粮、油、肉、蛋、水产、鲜菜、鲜果等产品。以粮食价格为例, 因为粮食进出口较少, 粮价 (稻、麦、玉米等谷物价格) 主要由国内因素影响。从粮食供给的角度看, 极端自然天气和干旱对去年粮食生产造成较大的损失, 今年夏粮的生产也面临较大的不确定性。种子、化肥、土地和人工等价格继续稳步上涨。目前国内粮价并未完全反映生产成本, 加之国际粮价上涨有可能倒逼国内粮价。我国“刘易斯第一转折点”已经到来, 今后将向第一产业与第二产业工人收入趋同的“刘易斯第二转折点”迈进。预计国内粮价保持稳步上涨的可能性较大。

在供给偏紧的情况下, 粮食消费因饮食结构升级存在刚性需求, 人们逐步由“吃饱、吃好”转向“营养、健康”的饮食结构。食品消费升级带来肉禽蛋奶消费量增加, 进而拉动饲料产业的增长。饲料产业的增长又直接拉动玉米等粮食需求的增加。

从粮食的供需分析看出, 尽管农业生产效率会不断提高, 但面临不断上涨的农业生产成本和持续增长的消费需求, 粮价可能会在长期保持

上涨态势。拉丽娜和厄尔尼诺等恶劣气候还将在短期加大粮食供给的困难。粮价的上涨将进一步推动食品价格上涨，进而支撑 CPI 维持高位。

图 15 食品类 CPI 同比保持较快增长

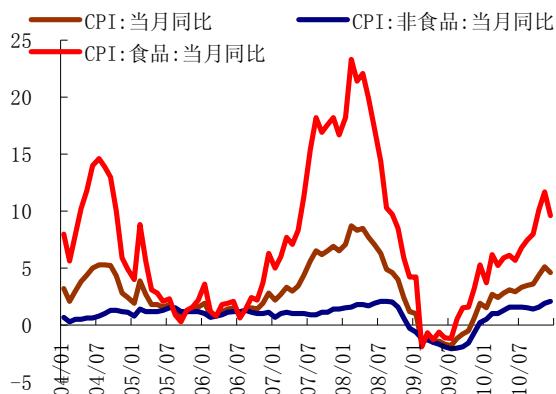
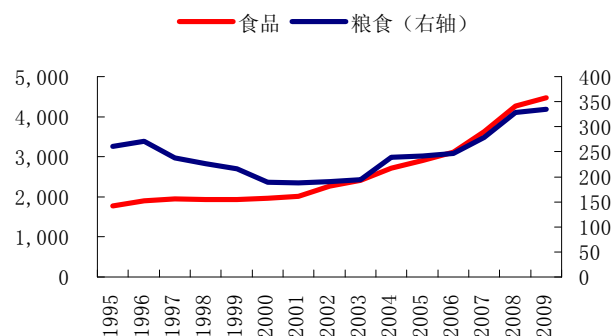


图 16 城镇居民人均年度消费支出：粮食和食品 单位：元



数据来源：Wind、上海证券研究所

数据来源：CEIC、上海证券研究所

图 17 粮食作物 CFTC 非商业多头净持仓显示上涨压力较大

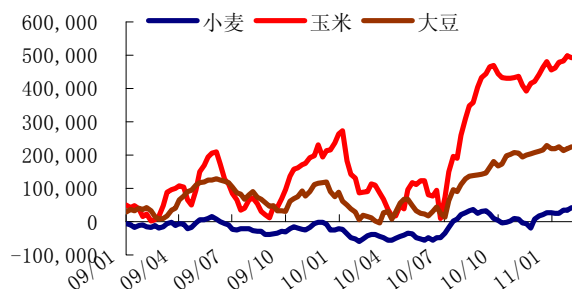
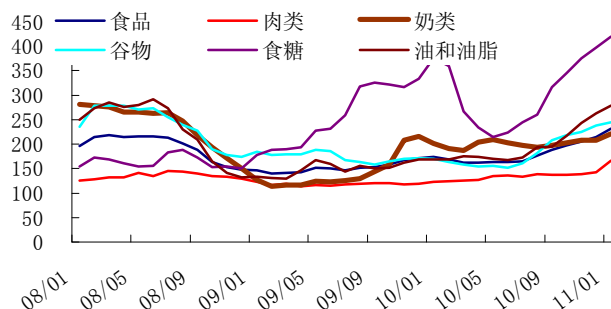


图 18 联合国粮农组织主要农产品价格指数继续上涨



数据来源：CEIC、上海证券研究所

数据来源：CEIC、上海证券研究所

七、PPI 上涨动力减弱

2010 年工业品出厂价格同比上涨 5.5%，原材料、燃料、动力购进价格同比上涨 9.6%。

去年 PPI 上涨的动力主要来自美国 QE2 引起的美元贬值，造成以美元计价的大宗商品价格出现上涨，引起原材料、燃料等价格上涨。在流动性宽裕的推动下，投机资金纷纷涌向铜、银和橡胶等大宗商品。以去年铜的 CFTC 非商业持仓净多头的变化为例，以非商业目的的投资性买盘引发了铜价飙升，加之澳洲等地遭受洪灾，影响了铜出口进一步推高了铜价。我们认为 PPI 上涨的动力将减弱的逻辑是：中国正在加快经济结构转型，货币政策和新增信贷正逐步转向稳健，这有可能降低对世界大宗商品的需求。

图 19 全年工业品出厂价格同比上涨 5.5%

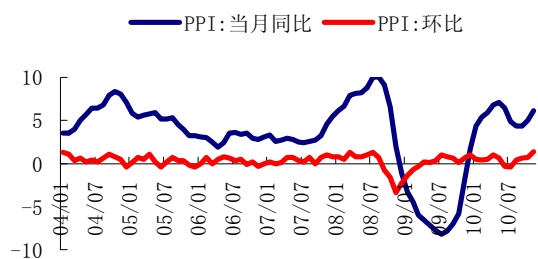
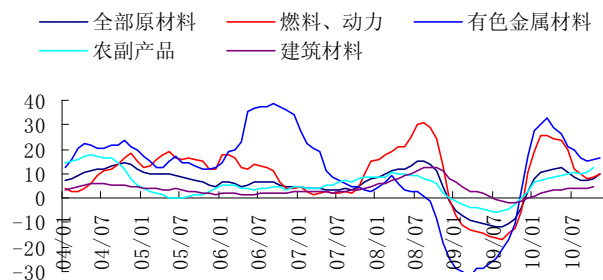


图 20 全年 PPIRM 同比上涨 9.6%



数据来源: Wind、上海证券研究所

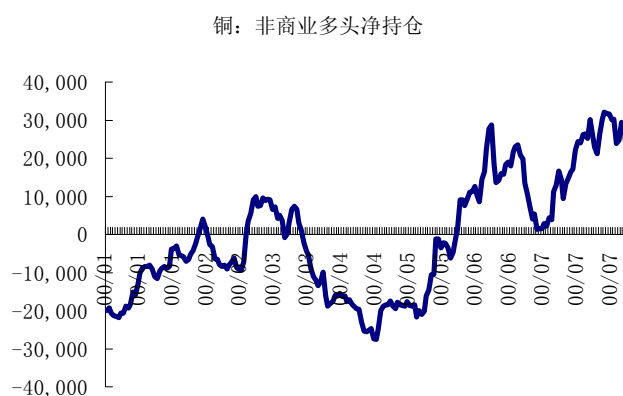
图 21 CRB现货指数



数据来源: Wind、上海证券研究所

数据来源: Wind、上海证券研究所

图 22 铜的CFTC非商业持仓净多头下降



数据来源: Wind、上海证券研究所

分析师承诺

分析师 胡月晓 舒廷飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。