

2011 年 3 月 9 日

✍ 分析师：黄琳

☎ 联系电话：010-66290440

✉ 邮箱：huangl@gsiq.com.cn

执业证书编号：s0600200010037

✍ 分析师：强琪菁

☎ 联系电话：010-66290442

✉ 邮箱：qiangqi@gsiq.com.cn

执业证书编号：s0600110100006

✍ 联系人：李雅娜

☎ 联系电话：021-63122950

✉ 邮箱：liyn@gsiq.com.cn

相关研究报告：

《PMI：“紧缩”正在起作用--中国宏观经济》

《QE2 给力美国经济》

《美国就业阶段性复苏趋势依旧》

《葡西意开年国债标售好于预期，预计欧洲央行四季度政策转向》

《能源价格推高美国 CPI，零售销售或将放缓》

《“胀”将延续，“滞”正显现--1 月宏观经济月报》

《各国央行：向左走？向右走？-1 月国际宏观经济月报》

《通胀惯性加强，紧缩政策难变-中国宏观经济》

《3 月或将继续上调存款准备金率》

《通胀压力未减，惯性加强》

《3 月或将继续上调存款准备金率》

《PMI：“紧缩”效应显现，警惕超调风险》

稳物价、保民生、调结构

——2011 年政府工作报告解读

事件：

3 月 5 日，温家宝代表国务院，向全国人民代表大会作政府工作报告。

点评：

■ 稳定物价成宏观调控首要任务，通胀或成政策指针

■ 强调民生，多管齐下

——增加就业，提高收入是改善民生的基础

——加强保障性住房建设，楼市供需变化或将显现

■ “十二五”主线——加快转变经济发展方式

——降低经济增速，为转型预留空间

——三大产业协调发展：加强农业基础地位，构建现代产业体系，加快发展服务业

——三驾马车齐头并进：建立促进消费长效机制，优化投资结构，提高对外开放水平

■ 积极的财政政策，稳健的货币政策

——财政政策服务于加快经济发展方式转变

——货币政策或前紧后松

评论:

- **稳定物价成宏观调控首要任务，通胀或成政策指针。**2010 年中央经济工作会议提出“把稳定价格总水平放在更加突出的位置”，而今年的政府工作报告更是提出“要把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”，把通胀问题提到了“涉及民生、关系全局、影响稳定”的高度，由此可见政府控制通胀的决心，通胀或成全年宏观调控节奏和力度的指针。在控制物价的措施中，首先就是“有效管理市场流动性，控制物价过快上涨的货币条件”，货币政策将承担调控物价的主要责任。

之所以将稳定物价作为全年调控的首要任务可能有以下两大原因：（1）输入性通胀因素增加通胀走势不确定性。中东局势复杂，市场担心危机扩散到石油生产大国，目前即使 OPEC 国家增加产量，油价也将维持高位。而如果危机朝蔓延的方向发展，在美国货币超发的背景下，油价可能超过前期高点 147 美元。我国原油对外依存度超 50%，据测算每桶 120 美元的油价可能会使中国 CPI 增加 1 个百分点。因此，在中东局势明朗之前，我国面临较大的输入性通胀压力。（2）由于劳动力成本上升、资源性产品价格改革推进等结构性因素，长期通胀中枢上移是大概率事件。如果不能治理好通胀，通胀预期强烈结合通胀中枢上移或加快通胀步伐，这是管理层不希望看到的。因此，稳定通胀更是为了稳定通胀预期。

- **强调民生，多管齐下。**报告提出“要以人为本，把保障和改善民生作为一切的出发点和落脚点”和“要坚持把改善人民生活作为正确处理改革、发展和稳定关系的集合点”，把“民生”提升到作为政府工作源头的高度。报告论述今年 10 项工作任务中，有超过四分之一的篇幅论述了“加强社会建设和保障改善民生”，从就业、收入分配、社保、地产调控、医疗、人口和社会管理七个方面进行了详细的阐述，要把改善民生落到实处，可见政府对民生问题高度重视程度。

增加就业，提高收入是改善民生的基础。报告提出“要把增加就业作为经济社会发展的优先目标”，“十二五”期间城镇新增就业 4500 万人，今年目标城镇新增就业 900 万人，与去年目标相同，并且具体提出中央财政拟投入 423 亿元用于扶助和促进就业。在提高收入方面，报告提出了提高最低收入、提高所得税费用扣除标准等措施，并计划“十二五”期间城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入年均实际增长超过 7%。“十二五”期间经济增长预期目标是 7%，居民收入增速目标超越经济增速目标，意味着政府希望人民更多地享受经济发展的成果，国民收入分配开始向居民部门倾斜，这是中国扩大内需、转变经济发展方式的必经之路。

加强保障性住房建设，楼市供需变化或将显现。“十二五”期间，全国城镇保障性住房覆盖面将达到 20% 左右，2011 年要再开工建设保障性住房 1000 万套，改造农村危房 150 万户。并采用问责制来保障政策的落实，“稳定房价和住房保障工作实行省级人民政府总负责、市县人民政府负直接责任”。从报告中看，政府对房地产市场的调控丝毫没有放松，一方面从税收、信贷等方面调控住房需求，另一方面，大力推进保障房建设，从税收、土地供给等方面给予支持，加大住房供给。1000 万套的保障房供给量不可小觑，商品房总供给一年不过近千万套，这将很大程度上改变市场供求关系，最重要的是会改变市场的预期。2009 年建设的近 500 万套保障房会在今年逐步入市，供需关系的变化或将提前显现。

- **“十二五”主线——加快转变经济发展方式。**作为“十二五”规划的主线，加快转变经济发展方式、调整经济结构内涵丰富。

降低经济增速，为转型预留空间。“十二五”期间年均经济增长目标为 7%，低于“十一五”期间经济增长目标。我们认为“十二五”期间经济增速维持在 8% 以上是大概率事件，政府调低经济增长目标主要是为转变经济发展方式预留空间，更加注重经济增长的质量。

三大产业协调发展：加强农业基础地位，构建现代产业体系，加快发展服务业。2011 年中央财政用于“三农”的投入拟安排 9884.5 亿元，比上年增加 1304.8 亿元。发展农业，保障“菜篮子”工程是稳物价的重要内容，随着国际粮食紧缺情况的逐步深化，保障农业发展将是政府工作的重中之重。农村大兴水利的政策可能蕴含投资机会。第二产业将坚持走中国特色新型工业化道路，推进制造业升级、发展战略性新兴产业。战略新兴产业包括节能环保、新能源、生物、高端装备制造、新材料、新能源汽车等，尤其是报告中较为详细地阐述了新一代信息技术产业，值得关注。“十二五”期间服务业增加值要在国内生产总值中的比重提高 4 个百分点，而“十一五”期间该比重提高了 2.5 个百分点（未完成预期目标），服务业的加速发展受到多方面政策的支持，如生产性服务业领域推行增值税改革试点，预计要征收增值税的生产性服务业领域试点可能包括交通运输、建筑安装、物流等行业。

三驾马车齐头并进——建立促进消费长效机制，优化投资结构，提高对外开放水平。报告中提出多项措施推进消费，包括增加居民收入，实行“家电下乡”等刺激需求的政策，也包括积极发展电子商务等新型服务业态，保护知识产权等提高供给质量的政策，着力于提升居民消费能力、改善居民消费条件、培育新的消费热点，建立促进消费的长效机制。优化投资结构强调两点：一是鼓励引导民间投资；二是发挥政府投资对结构调整的引导作用。反映了经济初步复苏后，增长动力从政府部门转向私人部门，经济增长更具内生性动力。

在转变外贸发展方式中，报告提出“无论是一般贸易还是加工贸易出口，都要继续发挥劳动力资源优势，都要减少能源资源消耗，都要向产业链高端延伸，都要提高质量、档次和附加值”，“坚持进口和出口并重，扩大先进技术设备、关键零部件和能源原材料进口，促进从最不发达国家和主要顺差来源国增加进口，逐步改善贸易不平衡状况，妥善处理贸易摩擦”。这一方面强调进出口的主要作用从拉动经济增长向提高经济质量转变，另一方面强调促进贸易平衡，营造良好国际环境对转变经济发展方式的重要性。预计政府将出台更多进口优惠政策，提升进口增长速度，进口相关行业或受益。

- **积极的财政政策，稳健的货币政策。**报告指出 2011 年拟安排财政赤字 9000 亿元，其中中央财政赤字 7000 亿元，继续代地方发债 2000 亿元并纳入地方预算，赤字规模比上年预算减少 1500 亿元，赤字率从去年的 2.8% 下降到 2% 左右。赤字规模虽然有所缩减，但与危机前水平相比，赤字规模仍旧高企，表明积极财政政策力度依然强劲。

财政政策服务于加快经济发展方式转变。积极财政政策倾向于“三农”、民生和生产性服务业，服务于加快经济发展方式转变。结构性减税，如提高所得税费用扣除标准，生产性服务业的增值税改革等，都致力于扩大消费，发展服务业。资源税改革体现了政府更加注重在资源利用、节能减排方面政策的引导作用，有利于改变经济粗放型增长的方式。

稳健货币政策或前紧后松。报告指出继续实施稳健的货币政策。保持合理的社会融资规模，广义货币增长目标为 16%。健全宏观审慎政策框架，综合运用价格和数量工具，提高货币政策有效性。与往年不同，今年开始货币政策中介目标可能采用社会融资总量，因此信贷规模目标并没有具体给出。但今年 M2 增长目标较去年低 1 个百分点，而去年新增贷款 7.95 万亿，2011 年新增贷款或在 7.5 万亿左右。

由于货币存量巨大，通胀预期高企，利率水平“常规化”和数量调控“常态化”是必然过程。基础货币投放主要源于外汇占款，并且息差扩大或吸引更多热钱，因此，2011 年数量型工具仍会占据主导地位，提高存款准备金率将成为货币政策主要手段。同时随着经济增速的恢复，利率水平“常规化”将逐步推进。预计 2011 年央行上调利率的空间大约有 50 个基点，使利率接近 3.5% 的通胀水平，但并不能消除负利率，可能 2012 年中国的实际利率水平才有望转正。从加息的时点来看，预计可能集中在上半年。从近期货币政策来看，由于新涨价因素不会明显减弱，翘尾因素在 3 月继续高企，通胀水平仍旧处于高位。并且 3 月公开市场到期资金规模巨大，3 月继续上调存款准备金率概率大，也不排除加息一次的可能性。但从 2 季度后，货币紧缩力度可能放松，原因如下：首先，翘尾因素在下半年快速下滑；其次，货币紧缩、汽车限购、地产调控加码政策累积效应逐步显现，经济增速可能出现一定程度的下滑；最后，在连调 7 次存款准备金率的情况下，货币乘数继续下降；基础货币投放呈现前“丰”后“贫”的态势，这使得 M2 增速向预期目标 16% 靠近。

以上货币政策的预测基于油价基本稳定的假设，如果油价连续飙升，央行可能动用汇率政策，人民币升值进程或加快，升值幅度将超过原先预计的 5%。关于汇率政策，政府报告仅指出“进一步完善人民币汇率形成机制”，预计人民币兑美元的波动幅度或将放宽。

整体来看，2011 年政府工作报告强调稳物价、保民生、以加快转变经济发展方式为主线，财政积极、货币稳健，为 2011 年经济平稳健康发展勾画了蓝图。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所宏观部

北京市西城区金融大街 17 号

邮政编码：100140

传真：（010）66290653

公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>