

2011.03.24

经济增速全面回落下的确定性增长

——2011 年 2 季度宏观策略报告

	姜超	王虎	吕春杰	汪进
	021-38676430	021-38676011	021-38676051	021-38674624
	jiangchao6164@gtj	wanghu007633@gtj	lvchunjie@gtjas.com	wangjin008085@gtjas.
	S0880511010045	S0880210090022	S0880210090023	S0880110024648

本报告导读：

本报告主要对 11 年 2 季度中国经济、通胀、货币政策走势作出分析预测。同时，根据十二五规划，对未来的投资增长、相关行业成长空间，转型的方向做了测算和讨论。

摘要：

中国经济从去年三季度开始受到美国二次量化宽松政策影响结束下滑，被动增长。这一轮增长在供给方表现为企业受产品价格上涨刺激扩张生产，在需求方主要表现为企业存货投资的增长。据对各类经济指标的监测，中国经济趋势环比增速在 2010 年 11 月份开始持续回落，这意味着经济增长动能的衰减，在滞后 3 至 6 个月后将表现为经济同比增速的回落。

从季调后趋势环比增速看，工业增速持续下滑，消费增速大幅回落，投资增速已经见顶。地产调控政策也将大幅拖累地产投资与整体投资增长。此外，从新开工投资与计划开工投资额数据看，未来投资增速也将下滑，预示经济增速仍将下滑，而货币供应量 M1 增速的回落也印证了经济的放缓。综上所述，预测 11 年工业增速 12.4%，消费增长 16.7%，投资增速 20%，地产投资增长 15%，出口增长 20%，相应 GDP 增速将回落至 9.1%。

物价方面受食品价格、大宗商品价格及劳动力成本上涨等多重因素的影响下，上半年通胀仍将高企。预测 11 年全年 CPI 为 4.6%，PPI 为 6.7%，全年通胀的峰值或在 11 年 7 月、通胀全年或呈现前高后低走势。

由于经济在政策调控等因素影响下已经下行，未来政策紧缩力度将逐步减弱。准备金率或还有一次上调，二季度还有一次存款单边加息，而下半年紧缩政策将逐步淡出。

尽管 2011 年的投资增速将会出现一定程度的回落，但从“十二五”规划及政府制定的 2011 年经济与社会发展目标来看，未来水利、环境、电力热力等基建行业投资仍将维持高速增长，但受高基数效应及规划放缓的影响，占交运投资最大份额的道路投资可能放缓。此外，其它细分行业中也存在比较确定性的投资增长机会。

我们梳理了高通胀下的产业收益表现，中上游行业是主要的受益部门，韩国的经验也提供了相关证据；此外由于中国产业转型的成功，设备制造、电气机械行业也持续向好。

从中国出口部门产业升级的趋势看，运输设备，电力及电气设备，仪器仪表等行业未来成长空间巨大。同时，中国的东部丧失优势的出口产业也在向中西部转移，这将支撑中国的出口大国地位，也是观察产业转型的一个重要视角。

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

相关报告

《美国造通胀，中国被增长》

2010.12.07

《住行产业仍将推升经济增长》

2010.10.18

《增长引擎切换》

2010.06.21

《出口引领增长，前高未必后低》

2010.03.04

《两驾马车拉经济 调整节奏求均衡》

2009.12.04

目 录

第一部分：经济回落、通胀高企	5
一、工业环比趋势向下	5
1、工业下行趋势明显	5
2、生产生活全面回落	6
3、三大行业略有差异	6
4、地产汽车销量下滑	7
5、工业产品增速见顶	9
6、回落确定短期无忧	10
二、通胀挫伤消费信心	11
1、消费增速大幅下滑	11
2、必需品优于耐用品	11
3、物价上涨挫伤信心	12
三、投资或将持续下滑	13
1、投资环比趋势向下	13
2、工业回落拖累投资	14
3、加工投资复苏滞后	15
4、未来增速不容乐观	15
四、出口增速逐步放缓	16
1、出口增长低于预期	16
2、出口趋势环比回落	17
3、进口回落顺差收缩	17
五、通胀全年前高后低	18
1、2月 CPI 再超预期	18
2、食品价格继续上涨	19
3、生资价格环比见顶	22
4、未来物价涨幅预测	24

六、货币印证经济放缓	25
1、2月信贷低于预期	25
2、M1反映工业下滑	26
3、未来货币增速预测	27
七、政策紧缩力度趋弱	28
1、市场资金极度宽松	28
2、央票利率结束倒挂	28
3、公开市场回笼增加	29
4、未来紧缩空间有限	30
第二部分：转型提速、创造增长	32
一、中西规划促进投资	32
1、目标增速西高东低	32
2、中西投资继续高增	34
二、基建投资仍将支撑	36
1、基建投资仍将支撑	36
2、道路交通增速放缓	37
3、铁路投资增长有限	38
4、水利环境持续受益	39
5、电力燃气或将受益	39
三、商品保障支撑地产	40
1、地产销售增速放缓	40
2、保障住房建设加快	40
四、制造行业仍有亮点	41
1、非金属矿逐渐回升	41
2、设备电器持续增长	42
3、食品投资紧盯价格	42
五、全球通胀政策差异	43

1、七十年代全球通胀	43
2、韩国经历先喜后忧	44
3、日本经历先忧后喜	44
4、升值与减能耗并行	46
5、减少货币供应波动	47
六、通胀之下产业分化	49
1、韩国上游行业受益	49
2、日本转型行业受益	50
3、中国行业走势分化	51
七、升级转移扩张出口	53
1、出口产业升级持续	53
2、机电产业成长机会	55
3、出口产业持续内转	57
4、新兴市场促进平衡	60

中国经济从去年三季度开始受到美国二次量化宽松政策影响结束下滑，被动增长。这一轮增长在供给方表现为企业受产品价格上涨影响扩张生产，在需求方主要表现为企业存货投资的增长。根据我们对各类经济指标环比趋势的监测，这一轮增长在 2010 年 11 月份开始环比增速开始持续回落，这种回落将表现为经济增长动能的衰减，在滞后 3 至 6 个月后将表现为经济同比增速的回落。

在经济开始出现全面回落的背景下，我们首先需要回答经济回落的幅度会有多大，持续时间会有多长。其次，在经济经历危机和衰退后的复苏过程中，由于政策的扰动使得经济波动更加频繁以及周期短期化。我们通过研究中央和各地方十二五规划来寻找今年乃至未来几年增长比较确定的行业和经济部门，希冀廓清经济扰动产生的迷雾，看清中国经济未来的成长方向。

第一部分：经济回落、通胀高企

从当前工业走势、消费、投资及出口的环比趋势上看，工业增速持续下滑，消费增速大幅回落，投资增速已经见顶，地产调控政策也将大幅拖累地产投资与整体投资额。此外，从新开工投资与计划开工投资额数据看，未来投资增速也将下滑，预示未来经济增速将继续回落，而货币供应量 M1 增速的回落也印证了经济的放缓。

物价方面受食品价格、大宗商品价格及劳动力成本上涨等多重因素的影响下，上半年通胀仍将高企，但随着经济增速逐步回落，物价上涨压力将逐渐趋弱，2 季度之后 CPI 走势或出现转折。

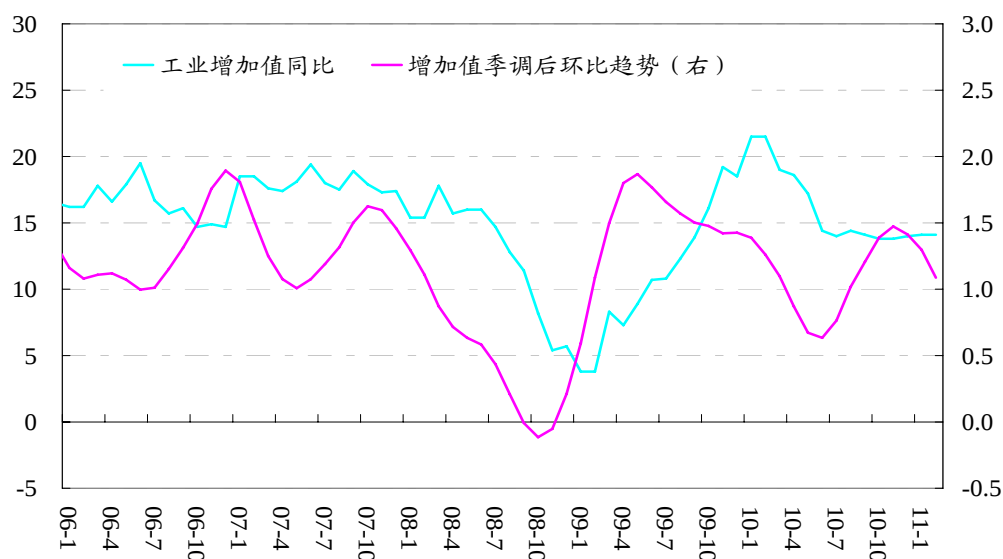
由于经济在政策调控等因素影响下已经下行，未来政策紧缩力度将逐步减弱。我们预计未来准备金率或还有一次上调，加息方面则存在一次存款单边加息的可能，准备金率和利率上调的时间窗口 4 月份概率最大，下半年紧缩政策将逐步淡出。

一、工业环比趋势向下

1、工业下行趋势明显

首先，经济增速的下滑反映在工业增速上。尽管 1、2 月的工业增加值同比增速为 14.1%，超出市场预期，但其中 0.5 个百分点的上涨是由于权重调整的影响。剔除权重影响后工业增速与 2010 年底基本持平，但从季调后环比趋势看，下行趋势已经十分明显。

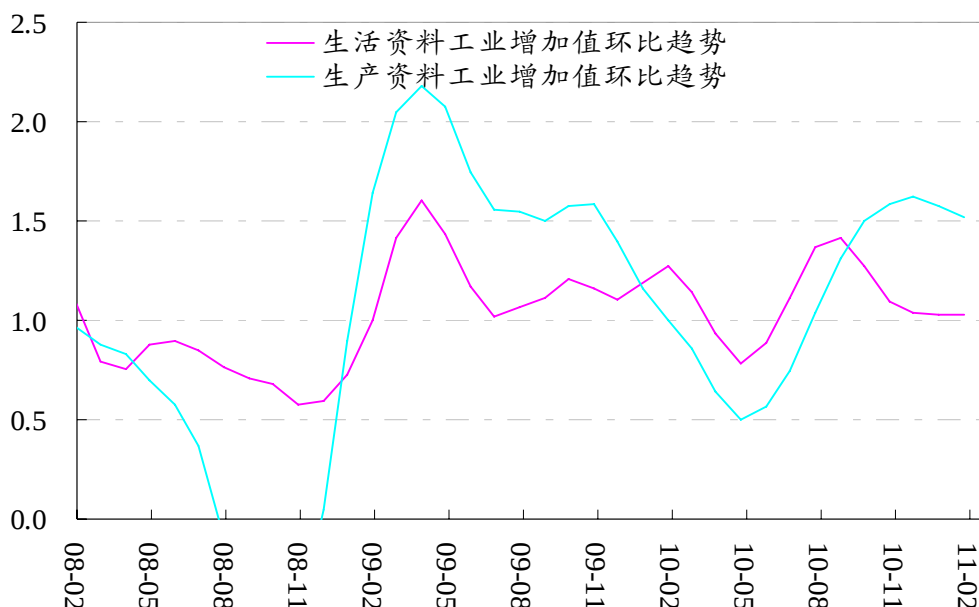
图 1:
工业增加值与季调后环比趋势
 (2006-2011)
 单位: %



2、生产生活全面回落

本轮工业回落为全方面的，从生活资料与生产资料分行业看，季调后环比趋势均有所放缓。其中生活资料行业工业增加值的回落与消费回落相一致。

图 2:
生活资料和生产资料工业增加值季调后环比趋势
 (2008-2011)
 单位: %



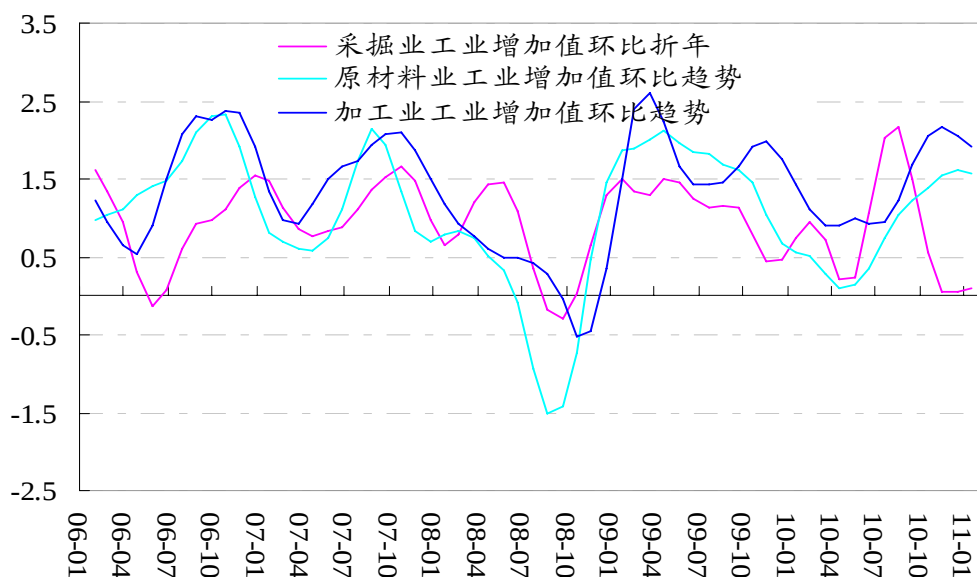
3、三大行业略有差异

从生产资料中采掘、原材料及加工业三大行业看，也出现全面回落的趋势，但回落速度略有差异。

图 3:
 采掘、原材料和加工工业
 增加值季调后环比趋势

(2006-2011)

单位: %



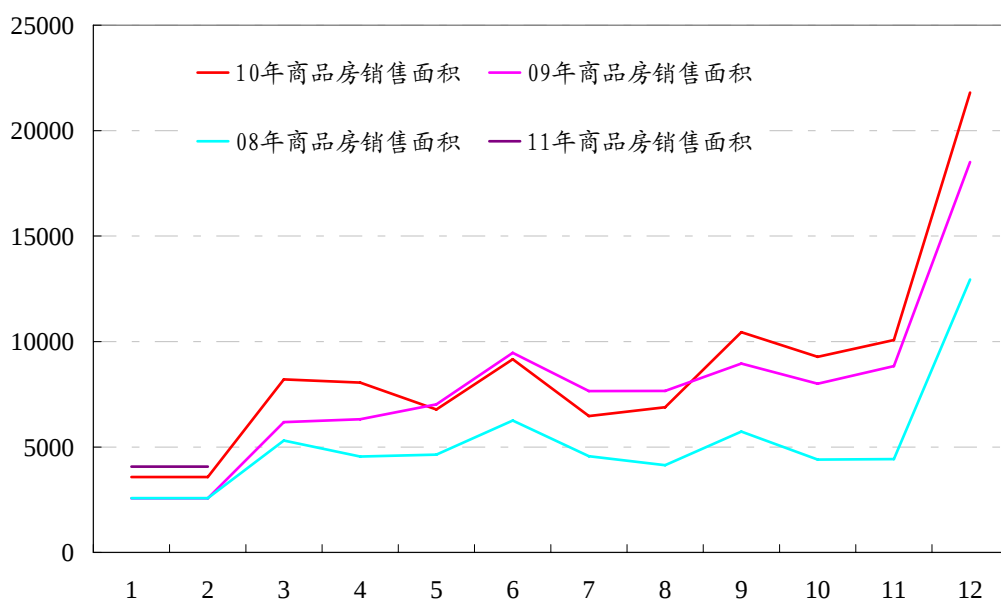
4、地产汽车销量下滑

下游行业我们主要关注地产和汽车销售。11 年前两月全国地产销售面积为 8143 万平米，比去年同期略有上升。

图 4:
 商品房销售面积

(2008-2011)

单位: 万平方米

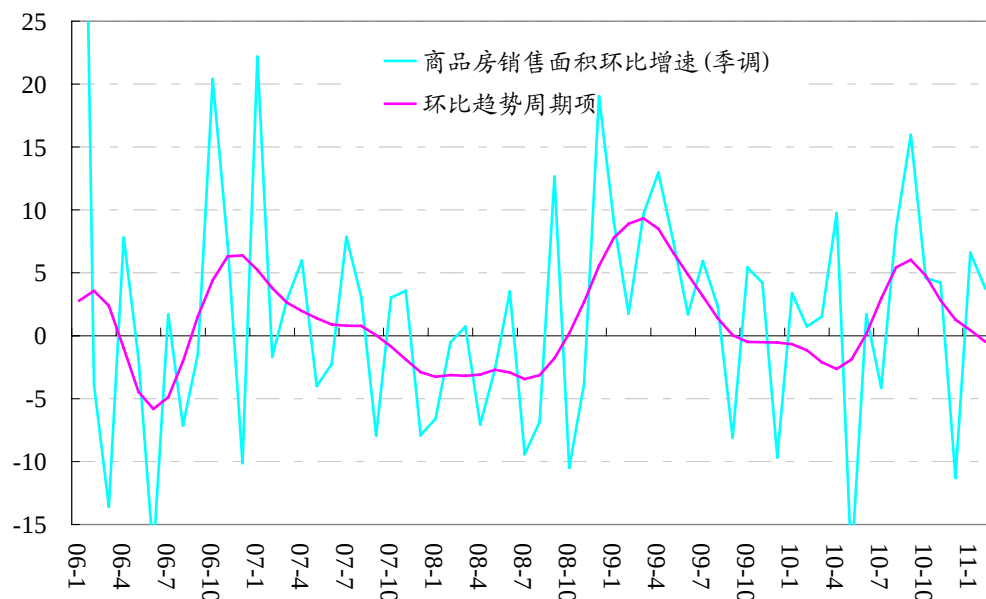


但从地产销售季调以后的环比趋势看，11 年 2 月已经进入负值区间，与 07 年 11 月的情况非常类似。

图 5:
 商品房销售面积环比增速
 和趋势周期项

(2006-2011)

单位: %

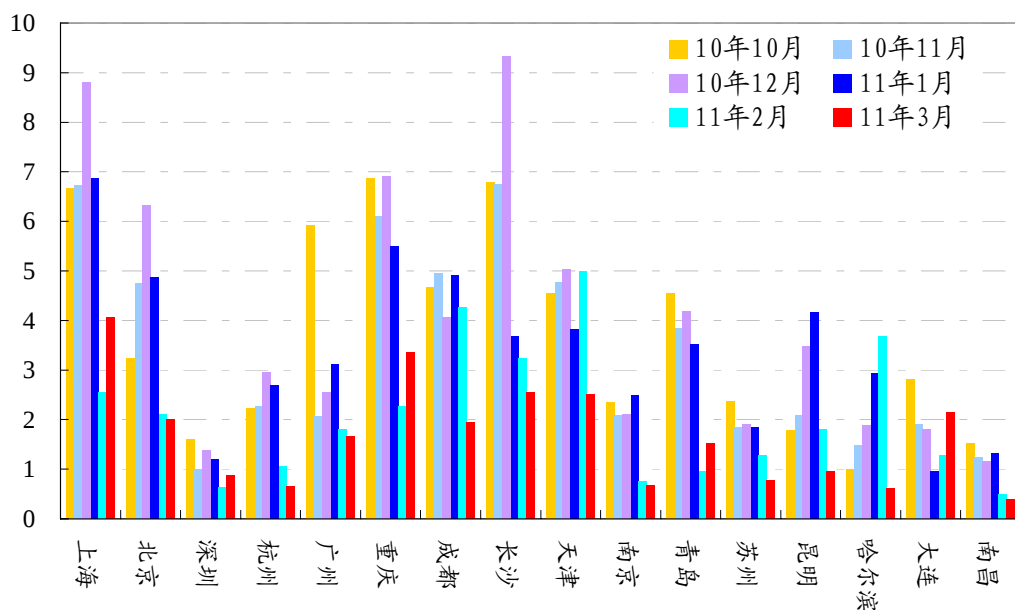


从3月最新的销售数据看,主要16个城市商品房成交面积较2月涨跌互现,其中上海、重庆等在2月出台严厉限购政策城市的成交略有反弹,而成都、杭州等新近出台限购政策城市的成交继续下降。

图 6:
 16个主要城市日均成交面积

(2010-2011)

单位: 万平方米



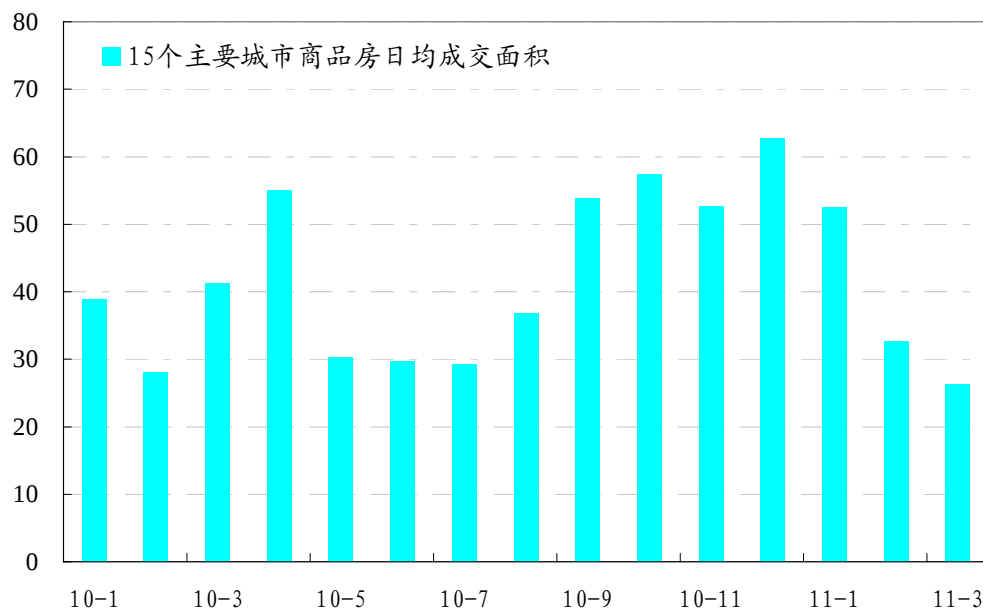
综合有可比数据的15个城市地产日均成交数据来看,地产销量的下滑趋势较为确定。

图 7:
 15 个主要城市日均成交面积

(2009-2011)

单位: 万平方米

注: 上述城市中除去南昌。

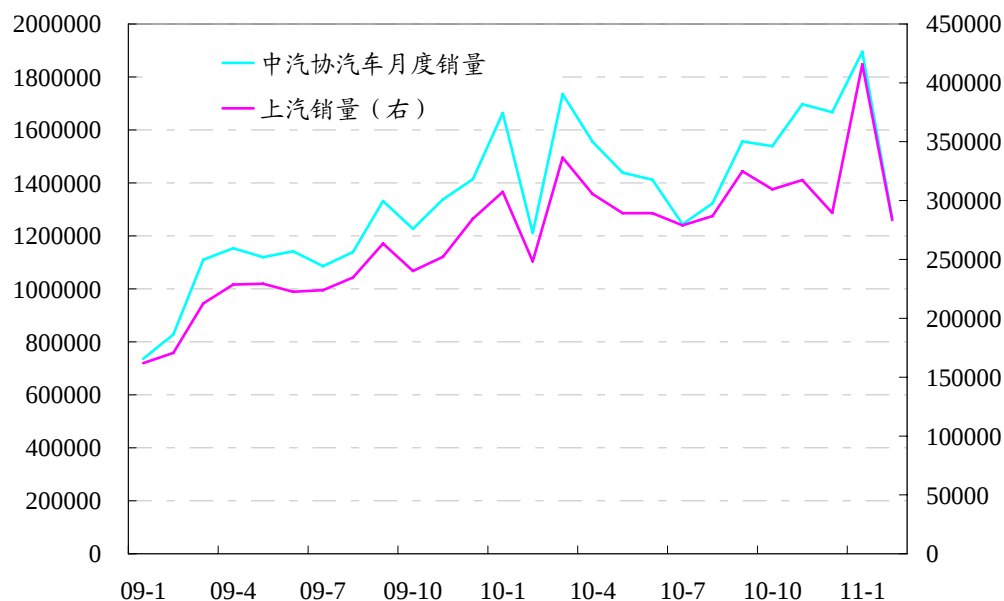


再看汽车行业。汽车销量在 2 月出现大幅回落, 全国汽车销量的环比降幅高达 33%。

图 8:
 中汽协汽车月度销量和上汽销量

(2006-2011)

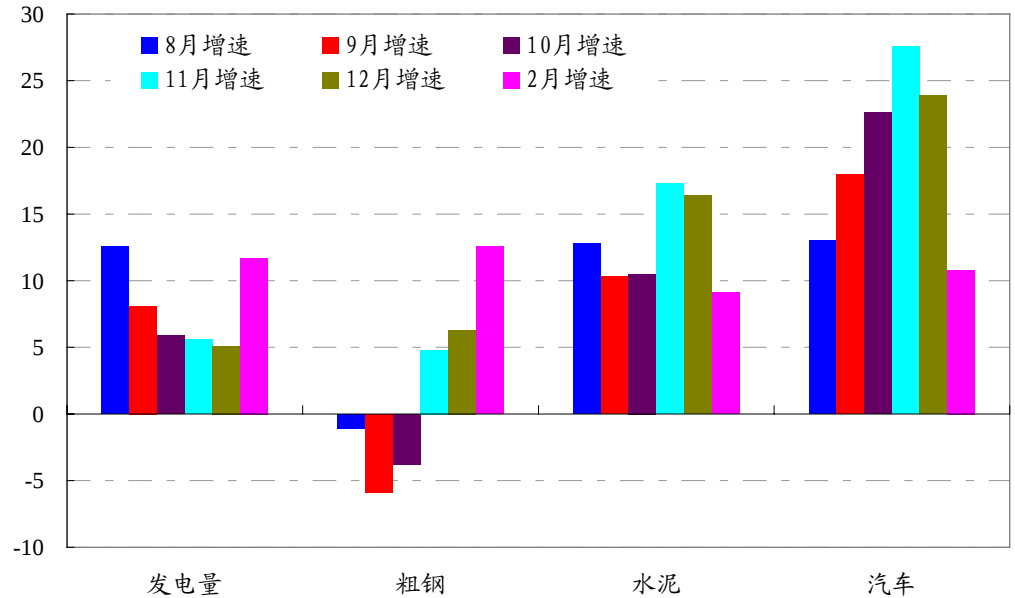
单位: 辆



5、工业产品增速见顶

从同比增速看, 汽车、水泥产量的 2 月增速已经出现明显回落, 而粗钢产量同比增速经过半年的回升之后, 见顶的可能性在增加。

图 9:
主要工业品产量增速
 (2011)
 单位: %

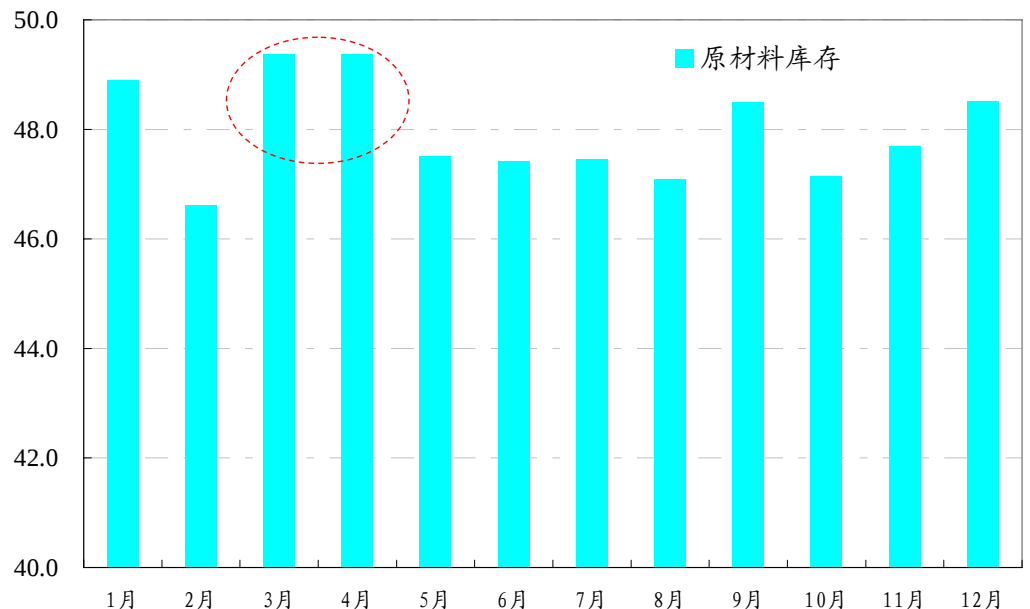


6、回落确定短期无忧

地产和汽车两大下游行业未来增长都趋于下降，2 月经济数据也出现了全面回落的态势。

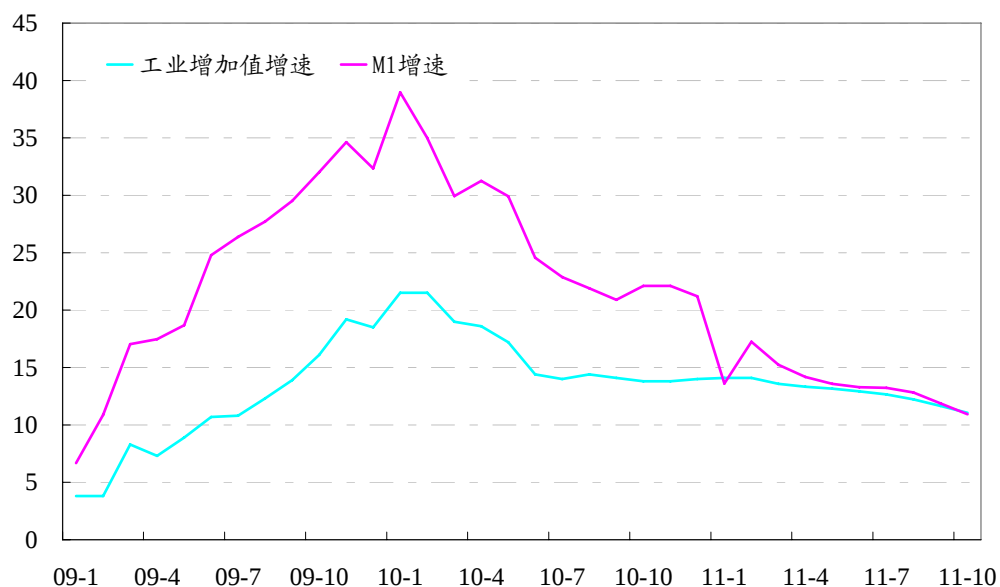
我们坚持 1 月提出的经济环比见顶观点不变，但由于 3 月春季开工较多、原材料库存一般较 2 月有明显的上升，因此短期内不会出现去库存、经济大幅滑坡的风险。

图 10:
PMI 原材料库存指数季节性波动
 (2005-2011)
 单位: %



综上所述，未来工业增速呈持续下滑的趋势，预测 11 年 3 月工业同比增速 13.6%，11 年全年工业增速为 12.4%。

图 11:
工业增加值与 M1 增速
 (2009-2011)
 单位: %

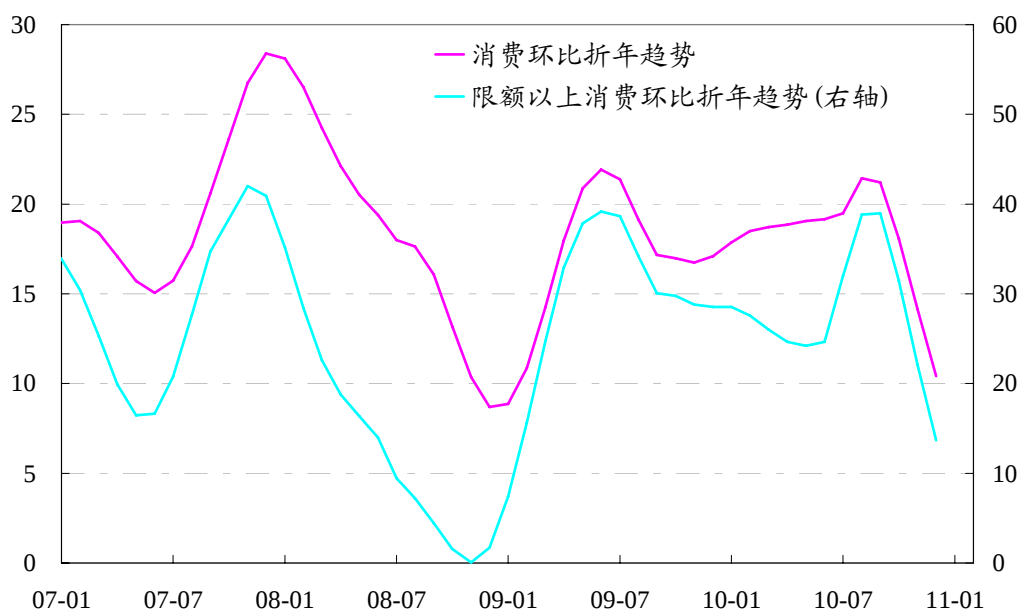


二、通胀挫伤消费信心

1、消费增速大幅下滑

其次，经济的下滑也反映在消费增速上。无论是社会消费品零售总额还是略微领先的限额以上消费，其季调后环比趋势都在下滑的过程中。

图 12:
消费与限额以上消费环比折年趋势
 (2007-2011)
 单位: %



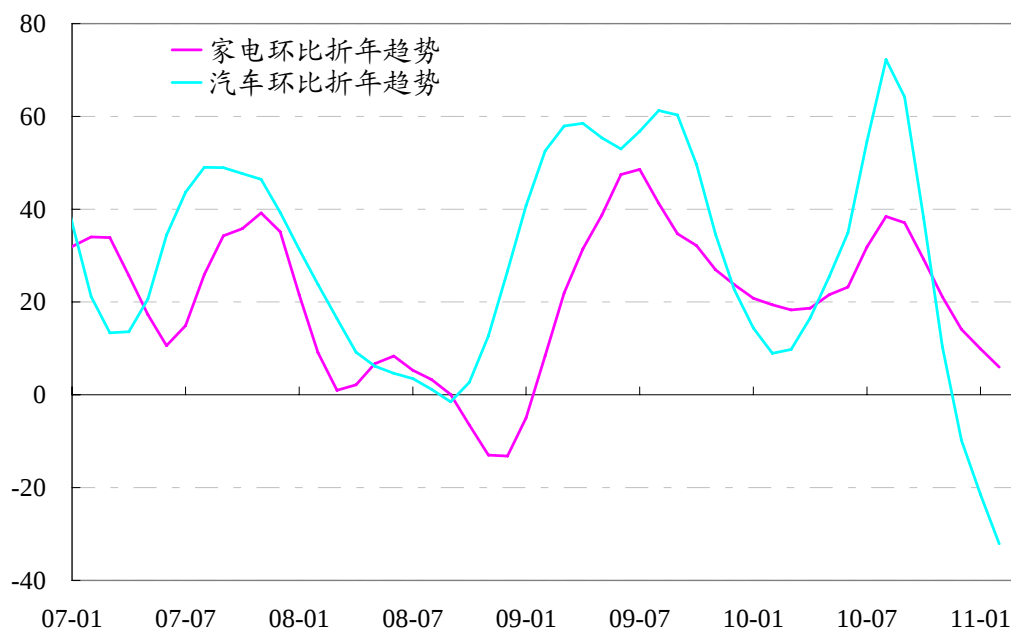
2、必需品优于耐用品

耐用消费品、尤其是汽车对消费的拖累最为关键。汽车同比增速从 10 年的 35% 下滑至 11 年前 2 月的 11%，环比趋势甚至为负值。预计 11 年耐用品消费增速较 10 年有明显下降。

图 13:
 限额以上家电和汽车消费
 环比折年趋势

(2007-2011)

单位: %

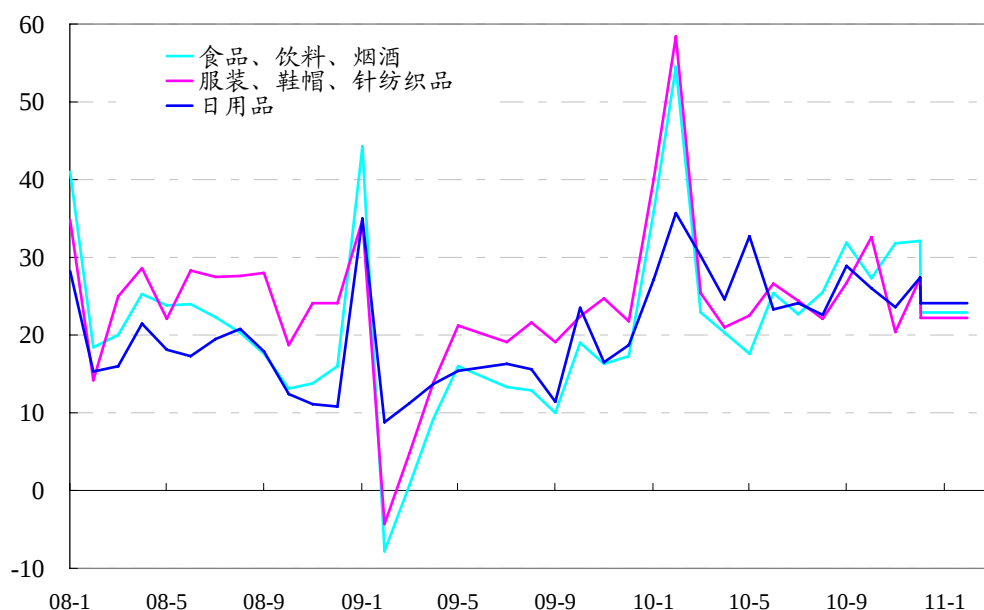


非耐用品消费弹性较小, 11 年前 2 月吃、穿和日用品消费同比增速较 10 年全年仅仅有 2 个百分点左右的下降。但从环比看, 必需消费品中的食品类消费增速也在不断回落, 因此消费增速的下降是全方位的。

图 14:
 限额以上吃、穿和日用品
 同比增速

(2008-2011)

单位: %

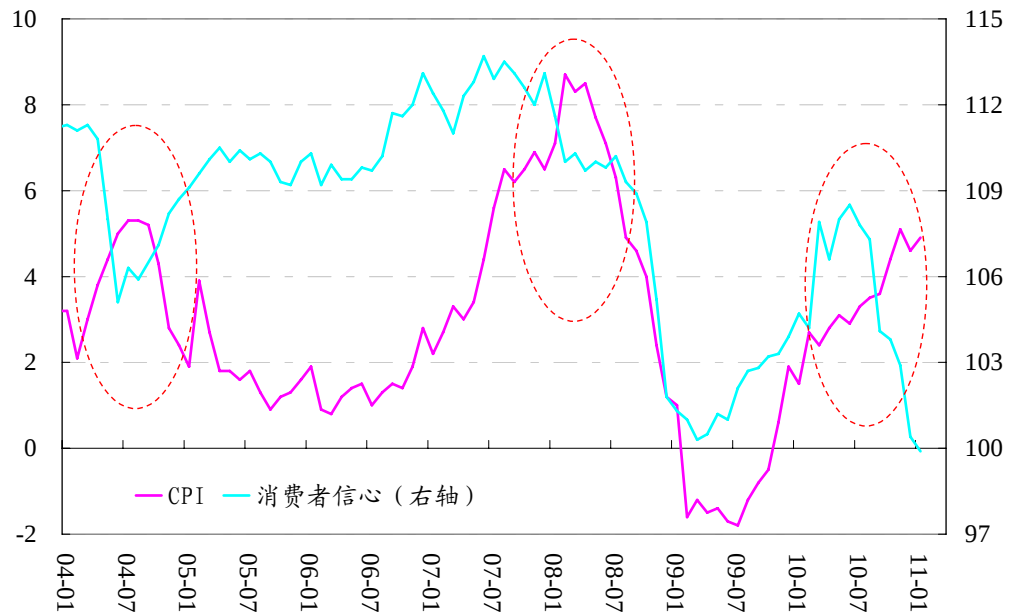


3、物价上涨挫伤信心

物价上涨通常会推高消费名义增速。但由于目前蔬菜和非食品价格上涨更快, 因此 CPI 持续高于 RPI(商品价格指数)。通胀高企不但对消费名义增速推动不及预期, 反而挫伤了消费者信心。

图 15:
CPI 和消费者信心指数
(2004-2011)

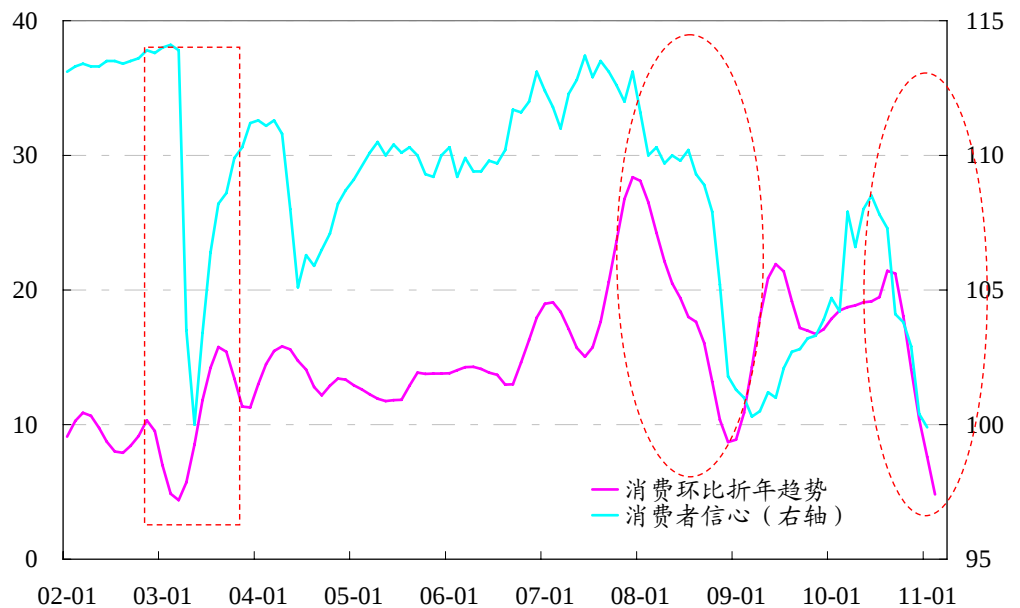
单位: %



2011 年 1 月, 消费者信心指数仅为 99.9%, 甚至低于非典和 08 年金融危机时期。从历史上看, 消费者信心持续大幅回落都伴随着消费环比趋势的下降。我们下调 11 年全年消费预测从 19.8%至 16.7%, 并且更看好必需消费品的增长。

图 16:
消费者信心指数和消费环比折年趋势
(2002-2011)

单位: %

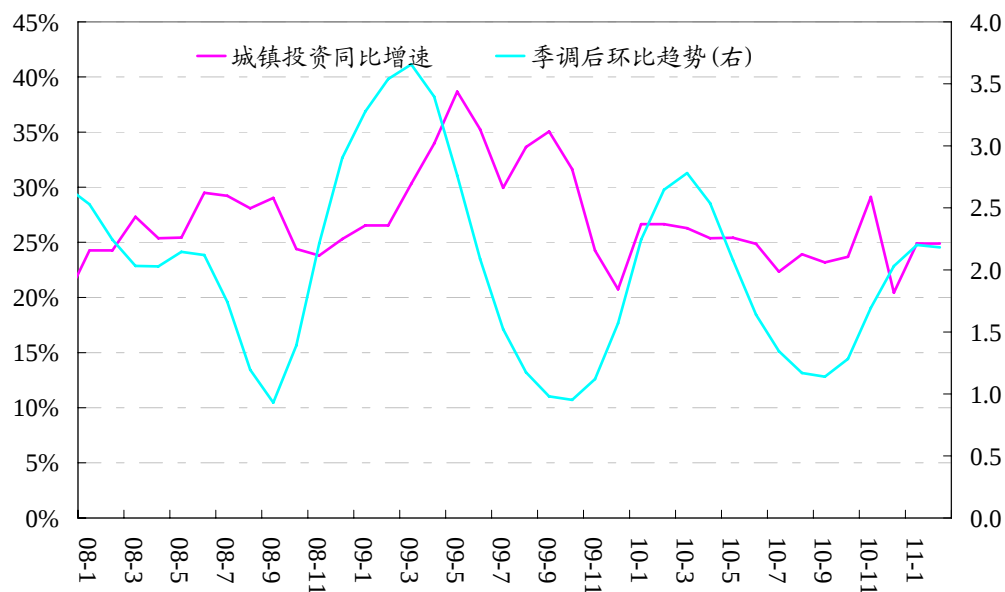


三、投资或将持续下滑

1、投资环比趋势向下

再次, 经济增速的下滑反映在投资增速上。2 月的固定资产投资增速为 24.9%, 从季调后环比趋势看, 也出现见顶的迹象。

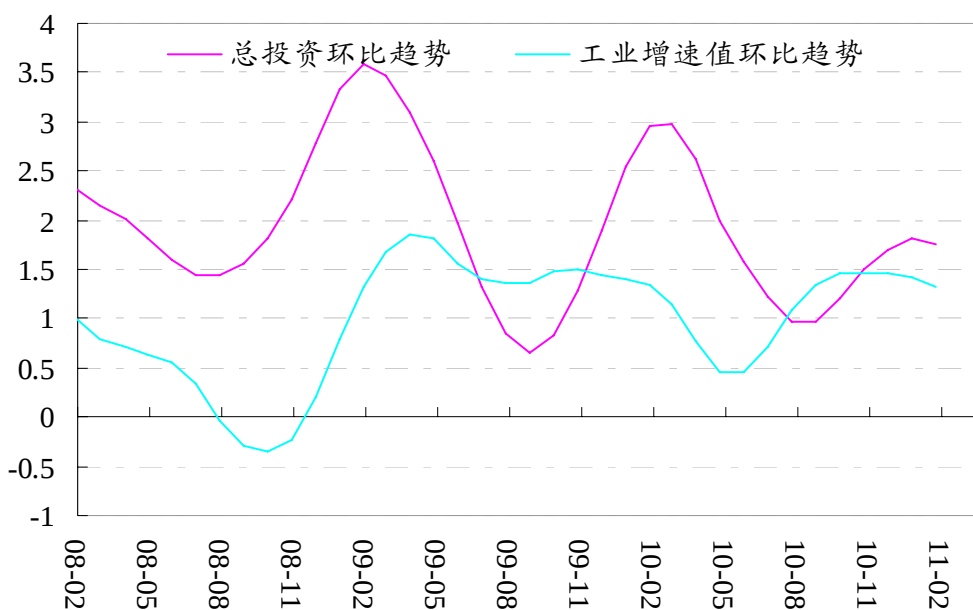
图 17:
 城镇固定资产投资同比增速与季调后环比趋势
 (2008-2011)
 单位: %



2、工业回落拖累投资

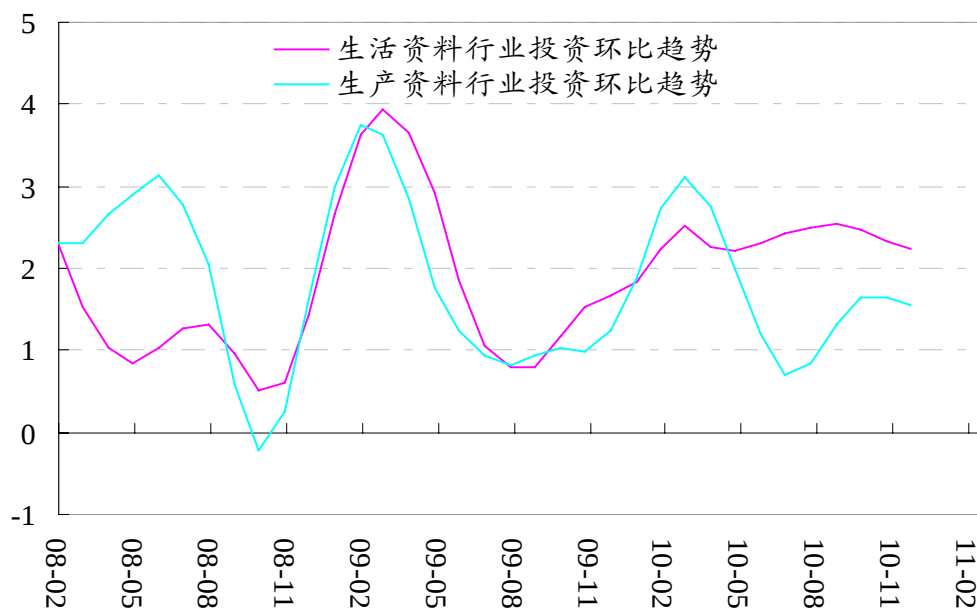
工业增速季调后环比趋势在 11 月之后持续回落,是导致投资增速见顶的主要原因。

图 18:
 总投资和工业增加值季调后环比趋势
 (2008-2011)
 单位: %



在工业投资中,生活资料行业投资从高位缓慢回落。而生产资料行业投资增长在经历了 2010 年下半年的快速回升后,增速见顶回落。

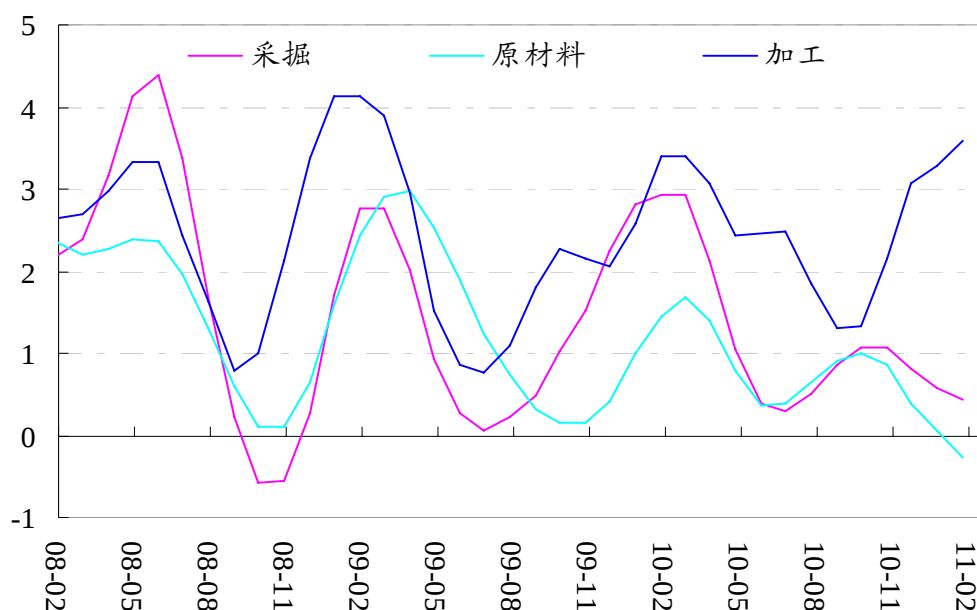
图 19:
 生活资料投资和生产资料
 投资季调后环比趋势
 (2008-2011)
 单位: %



3、加工投资复苏滞后

细分生产资料行业，在价格上涨推动下，在去年下半年，采掘、原材料行业投资率先恢复，目前已经持续三个月下滑。与我们年度策略报道判断一致，下游加工业投资恢复滞后，但其投资增速也已进入顶部区域。

图 20:
 采掘、原材料和加工投资
 季调后环比趋势
 (2008-2011)
 单位: %



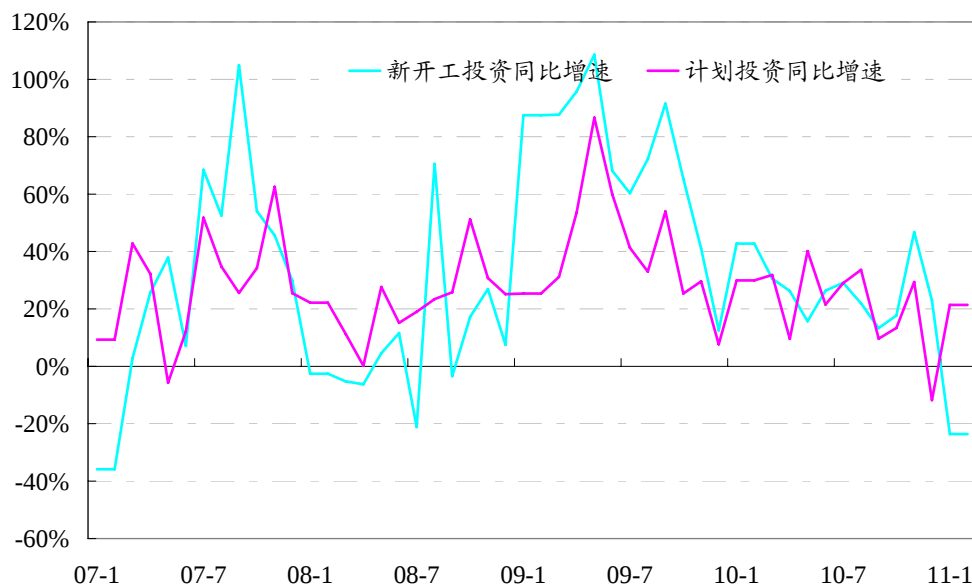
4、未来增速不容乐观

11 年前两月，新开工投资陷入负增长，而前一次的负增长还是在 08 年金融危机时期出现过。计划投资与新开工投资的下滑均意味着未来投资增速的回落。

图 21:
新开工投资和计划投资同
比增速

(2007-2011)

单位: %

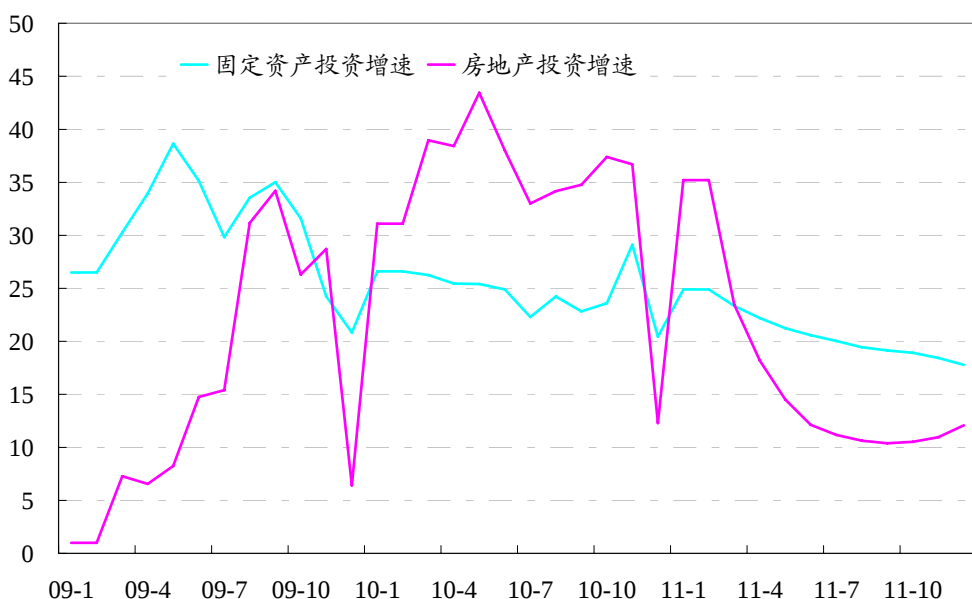


预计 3 月投资增速为 23.3%，地产投资增速为 23.5%，均比 2 月有所下滑。预计未来投资增速将持续下滑，全年投资增速为 20%，地产投资增速为 15%。

图 22:
固定资产投资增速和房地
产投资增速走势及预测

(2009-2011)

单位: %

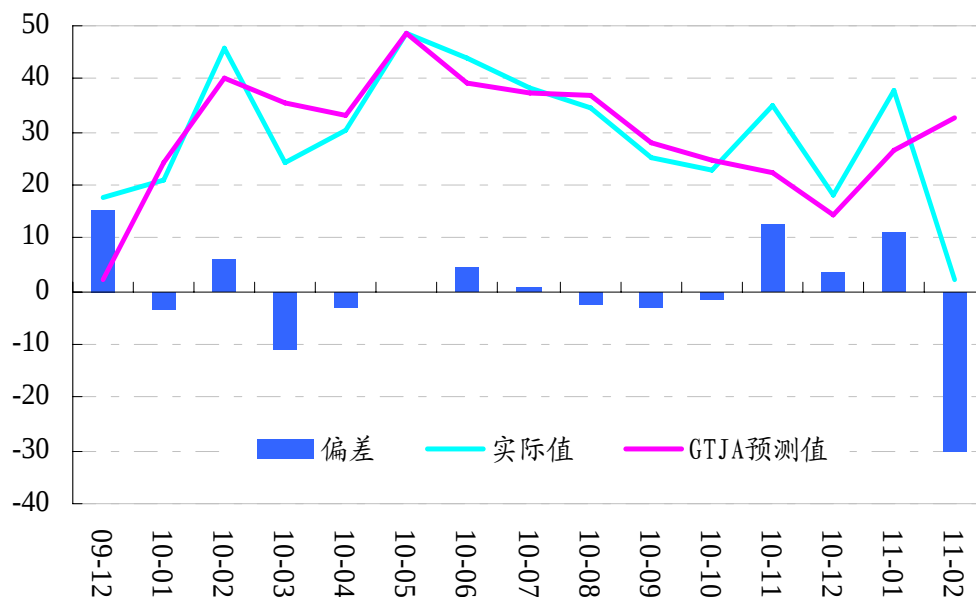


四、出口增速逐步放缓

1、出口增长低于预期

最后，经济增速下滑反映在出口增速上。2 月份的进出口增长及贸易余额均大幅低于市场预期，从 1、2 月累计增长来看，出口和进口增长仍处于较高区间，但随着海外新兴市场经济体政策收紧以及日本地震影响，出口增速将逐步放缓。

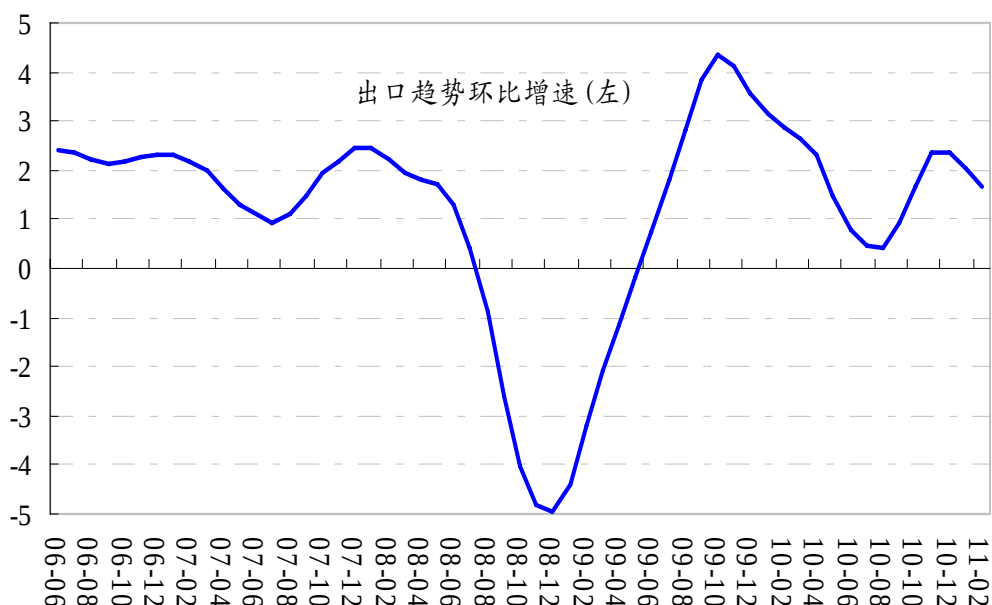
图 23:
出口增速预测值、实际值和偏差
(2009-2011)
单位: %



2、出口趋势环比回落

虽然 1、2 月份出口整体增速仍然较高，但出口趋势的环比增速已开始从高位回落，反应出口增长的动能在减弱。

图 24:
出口趋势环比增速
(2006-2011)
单位: %



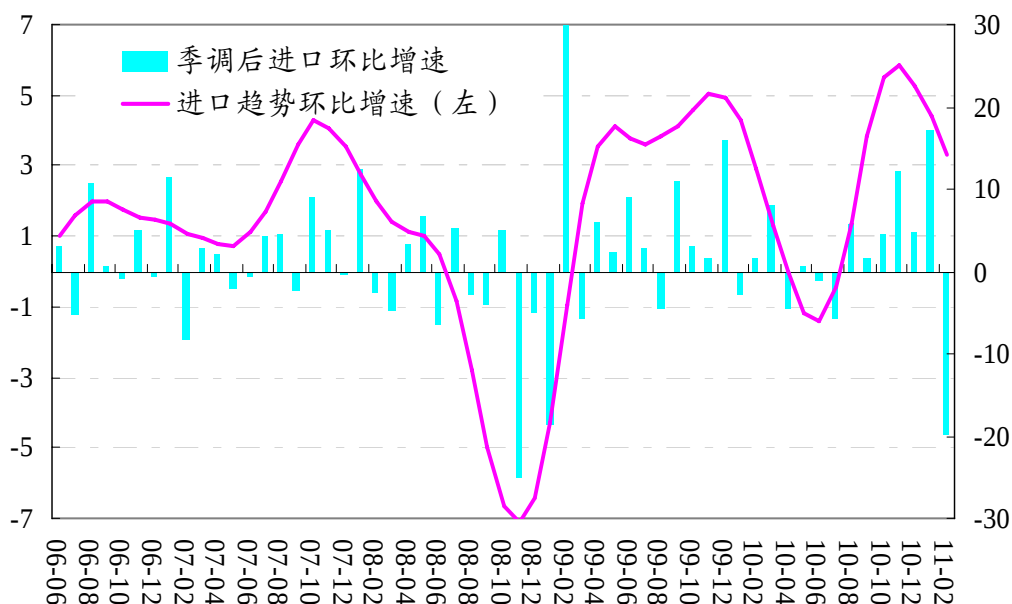
3、进口回落顺差收缩

自 11 月份进口趋势项环比增速见顶回落，2 月份延续了回落趋势，并且回落速度加快，反映国内经济增长动能正迅速减弱。

图 25:
进口季调后环比增速及趋势项

(2006-2011)

单位: %



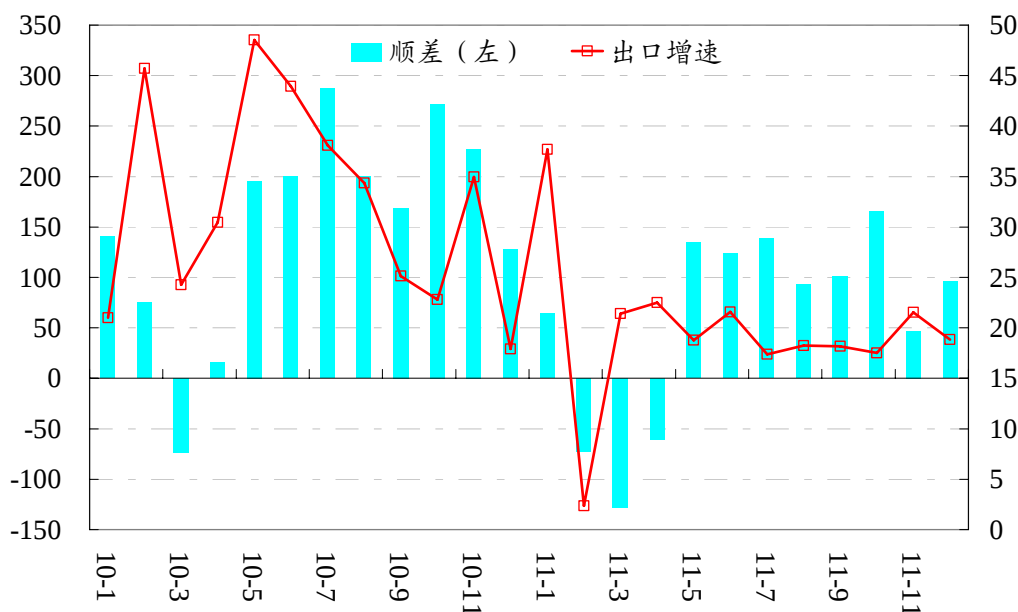
近期虽然美国经济出现了明显的复苏，但新兴市场国家的紧缩性调控开始抑制经济的增长，对新兴市场经济体的出口订单开始下降，我们仍维持年初出口增长 20% 的预判。我们在上个月判断贸易余额将在 2 月和 3 月因为季节因素显著下降，2 月贸易余额的下降超出了我们的预期，我们预计 3 月份贸易逆差将进一步扩大至 -128.8 亿美元，全年贸易顺差将比 2010 年大幅收缩。

图 26:
出口增速及顺差

(2009-2011)

左轴单位: 亿美元

右轴单位: %

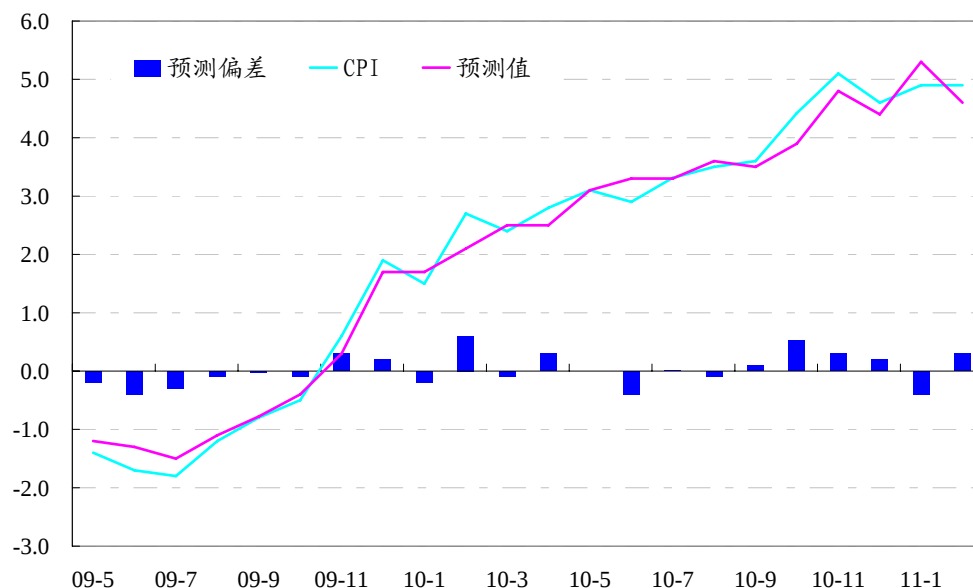


五、通胀全年前高后低

1、2 月 CPI 再超预期

11 年 2 月 CPI 为 4.9%，与 1 月持平，略高于我们 4.6% 的预测。

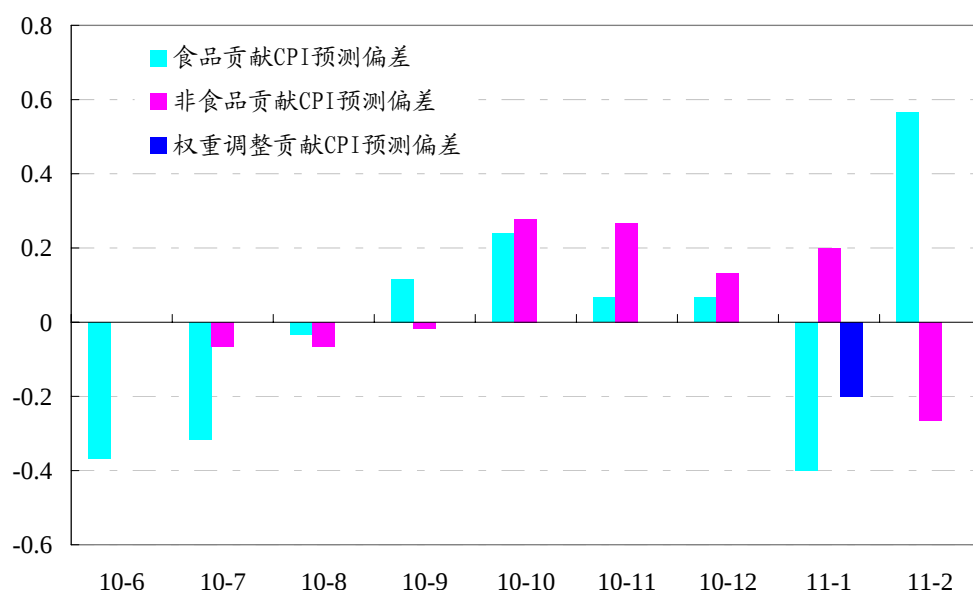
图 27:
CPI 实际值、预测值、预
测偏差
 (2009-2011)
 单位: %



与 1 月份权重调整导致超预期不同, 2 月 CPI 高于我们预测主要由于食品价格的高涨。

分项来看, 食品同比涨幅为 11%, 高于我们预测的 9.3%, 贡献了 0.6% 的偏差; 非食品同比涨幅为 2.3%, 低于我们预测的 2.7%, 贡献了 -0.3% 的预测偏差。

图 28:
食品、非食品、权重调整
贡献 CPI 预测偏差
 (2010-2011)
 单位: %



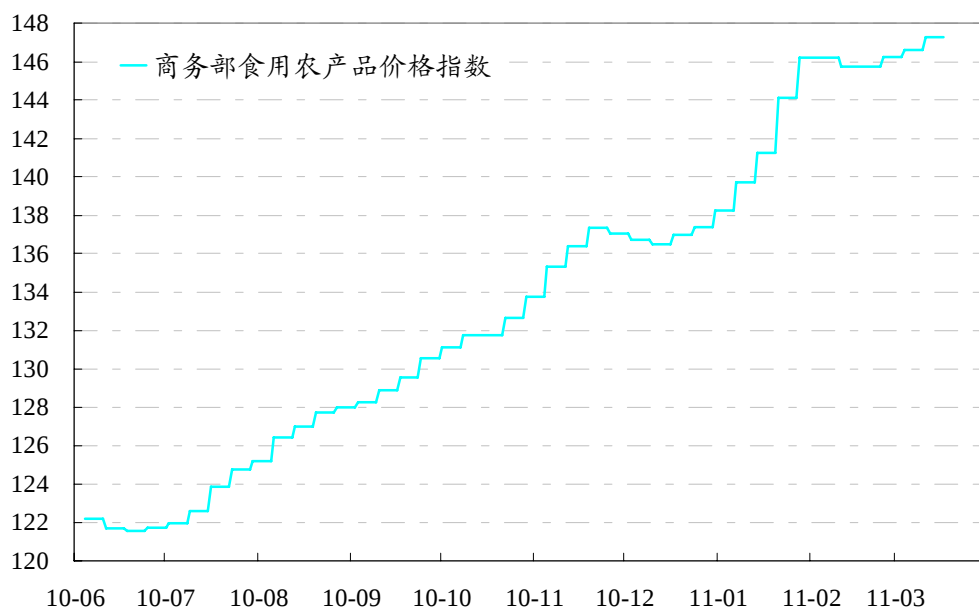
2、食品价格继续上涨

商务部食用农产品价格指数 3 月仍在环比上涨, 而 07 年以来 3 月价格指数都环比下跌。

图 29:
商务部食用农产品价格指数

(2010-2011)

单位: %

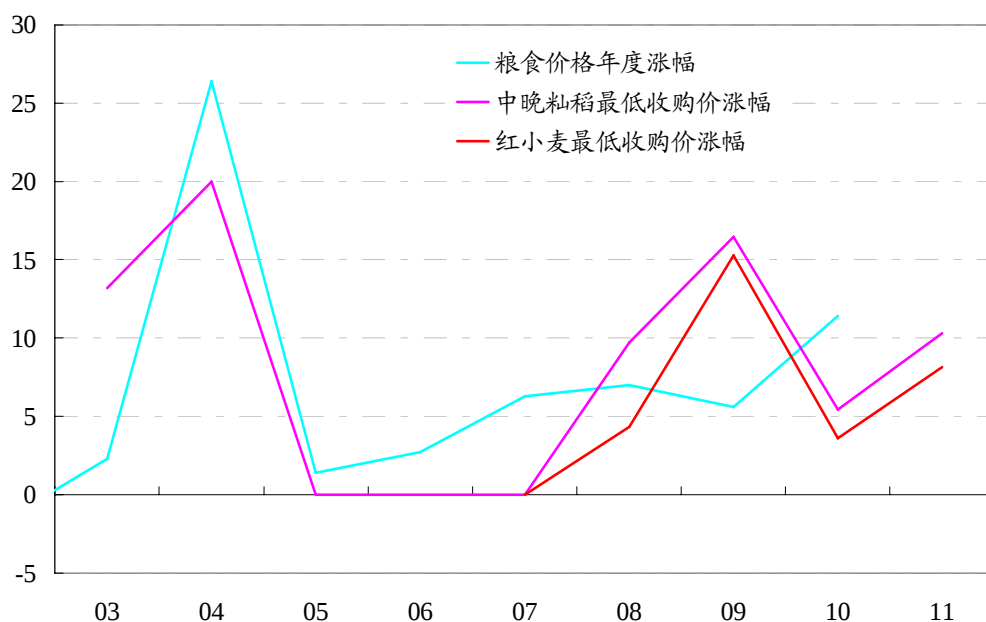


2011 年 2 月 9 日，国家发改委大幅上调了 11 年稻米收购价，其中早籼稻、中晚籼稻、粳稻上调幅度分别为 9.7%、10.3%、21.9%，加上红小麦 8.1% 的上调幅度，2011 年主要农产品最低收购价的上调幅度都在 10% 左右，这意味着全年粮食价格涨幅很难低于 10%。

图 30:
粮食价格年度涨幅与收购价格涨幅

(2003-2011)

单位: %

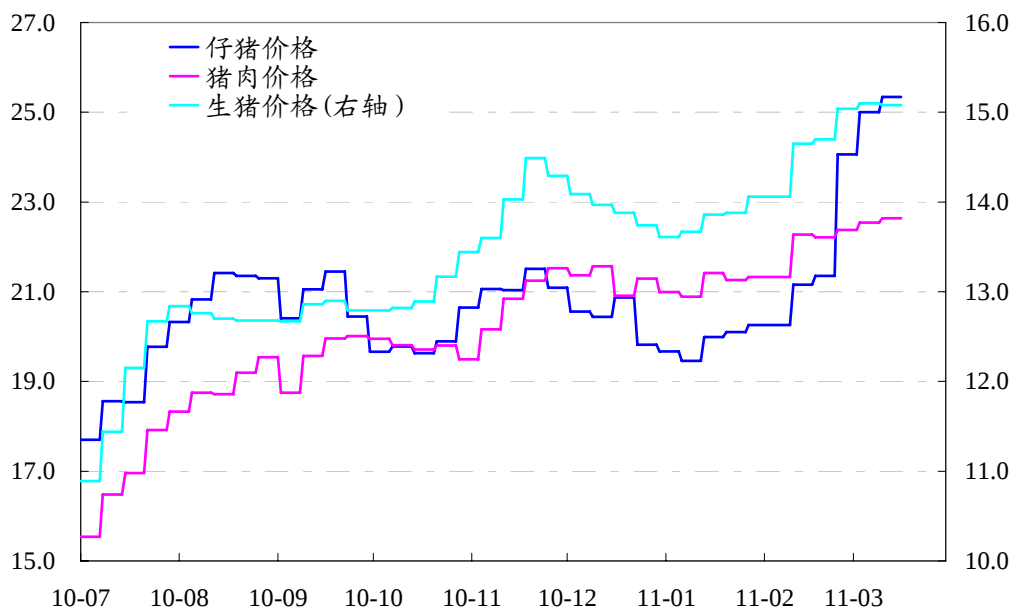


春节后猪肉价格再次上涨，目前生猪价格已经突破 15 元/千克。

图 31:
农业部猪肉、仔猪和生猪
价格

(2010-2011)

左右轴单位: 元/千克

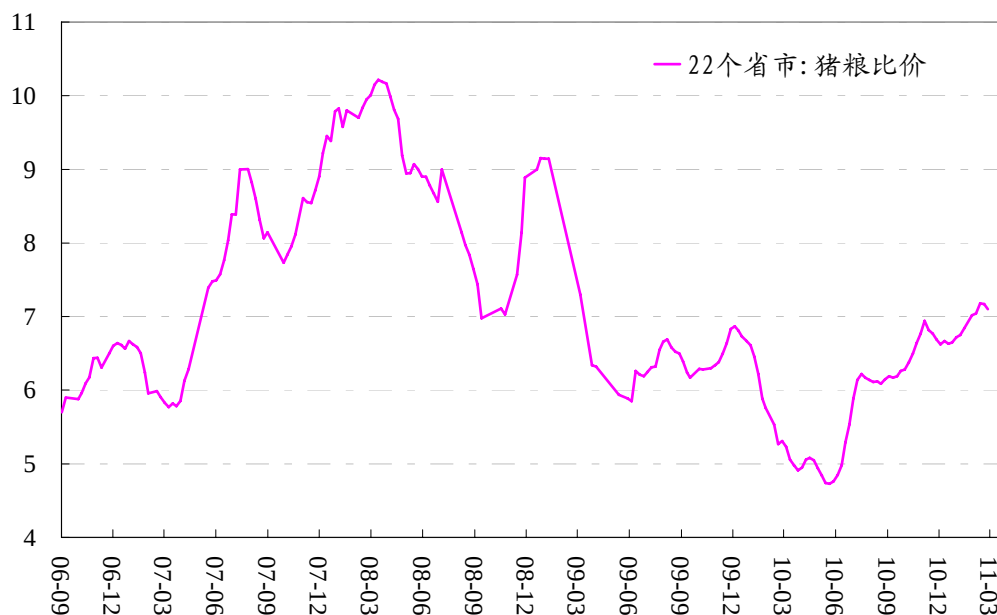


猪粮比近期稳定在 7 左右, 符合我们前期判断, 考虑 10% 的粮食涨幅和 15% 的猪粮比上升贡献, 预计 11 年猪价平均升幅在 25% 左右。预计今年上半年猪肉价格仍将会持续涨势。

图 32:
22 个省市猪粮比

(2006-2011)

单位: 1

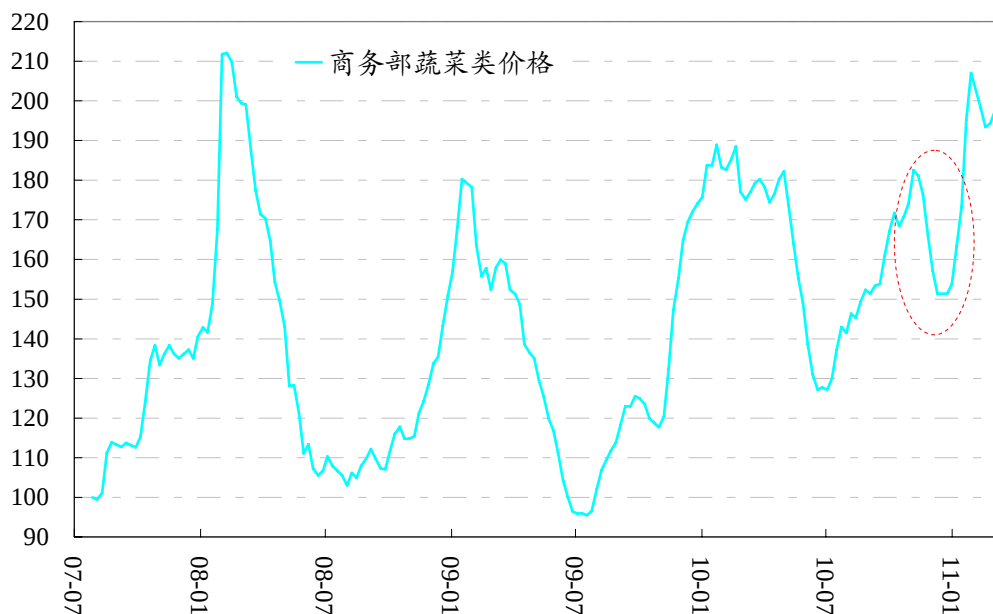


蔬菜价格一般在 7 月至第二年春节价格上涨, 春节后至 7 月价格环比下跌。但由于 10 年 12 月蔬菜价格受管制、价格跌幅较大, 因此 3 月蔬菜价格仍在反季节性上涨。

图 33:
商务部蔬菜价格指数

(2007-2011)

单位: %

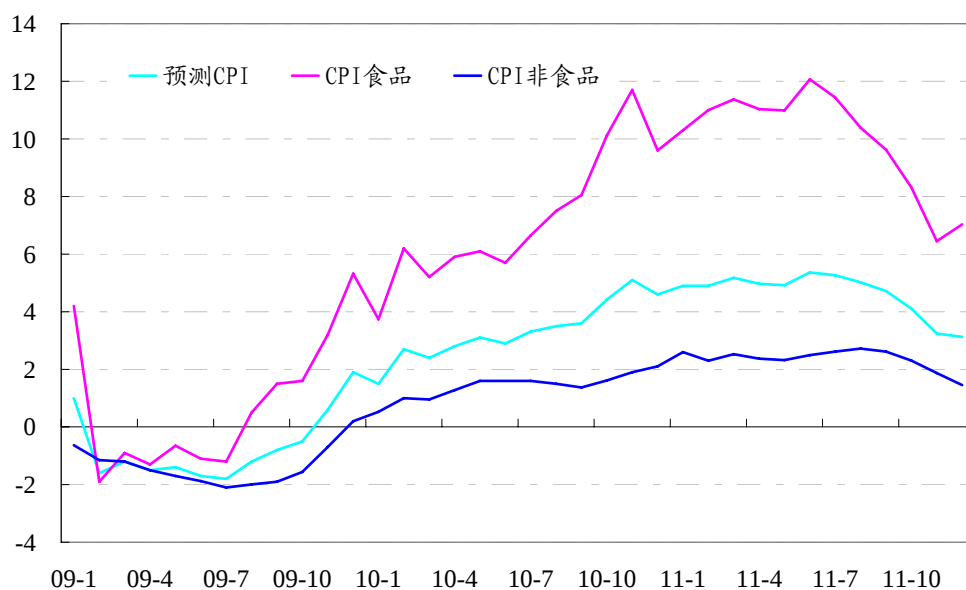


预测 3 月食品同比上涨 11.4%，非食品价格涨幅为 2.5%，CPI 为 5.2%。维持全年 CPI4.6% 的预测不变。

图 34:
CPI 与 PPI 走势及预测

(2010-2011)

单位: %

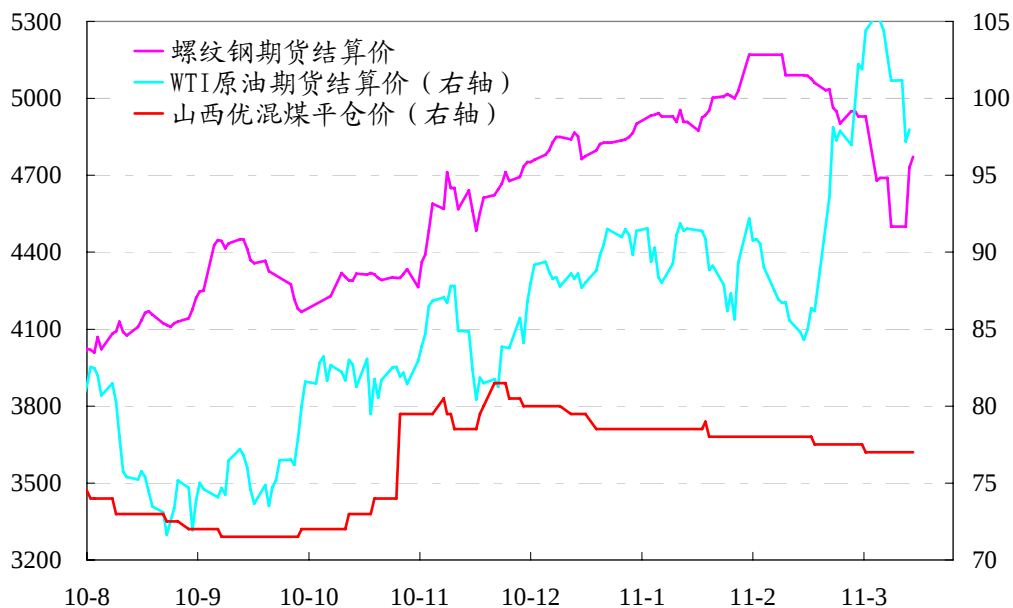


3、生资价格环比见顶

煤、油、钢价为预测 PPI 走势的主要参考因素。3 月初 Brent 原油期货出现大幅回落，山西优混煤价格稳中略跌，只有螺纹钢价格在大跌之后出现一定反弹。

图 35:
螺纹钢、WTI 原油期货价
格以及山西优混煤平仓价
 (2010-2011)

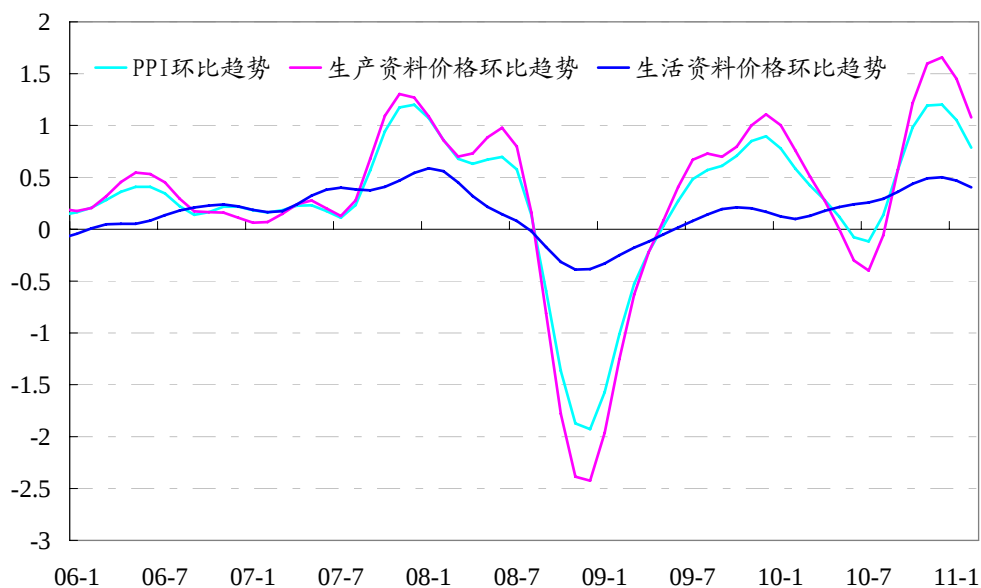
左轴单位: 元/吨
 右轴原油单位: 美元/桶
 右轴煤炭单位: 十元/吨



从季调环比趋势看, PPI 以及生产资料价格、生活资料价格均见顶回落。

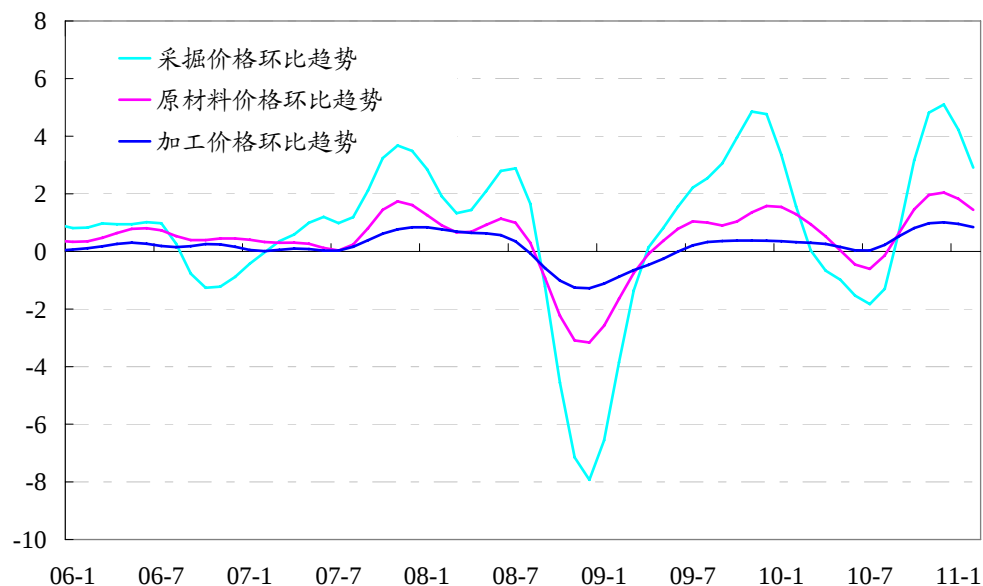
图 36:
PPI、生产资料、生活资料
季调后环比趋势
 (2006-2011)

单位: %



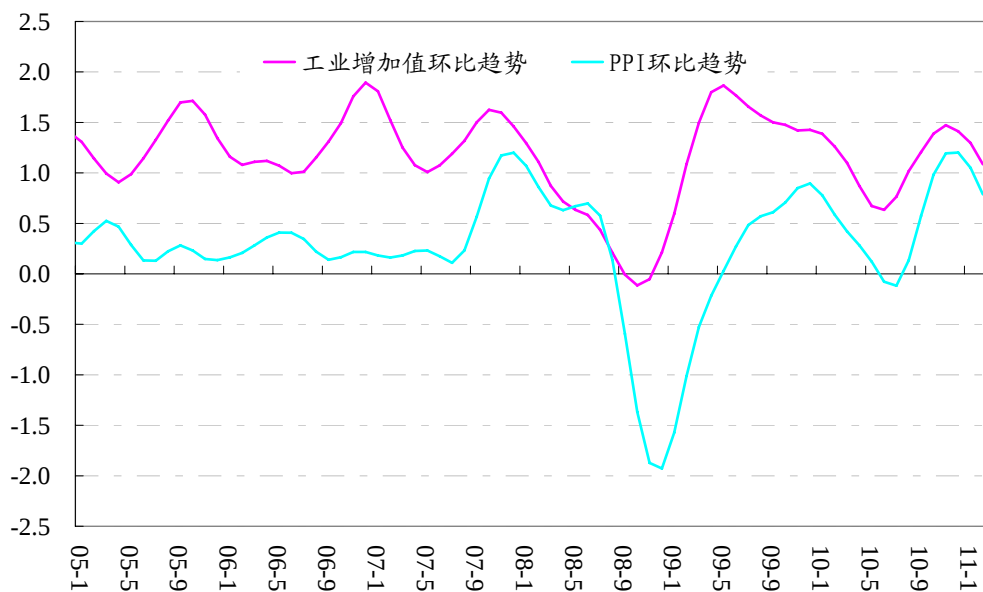
在生产资料价格中, 采掘、原材料、加工价格环比全面回落。

图 37:
采掘、原材料、加工价格
季调后环比趋势
(2006-2011)
单位: %



而 PPI 季调环比趋势的回落也与工业增加值增速的回落相呼应, 印证了经济生产环比的下降。

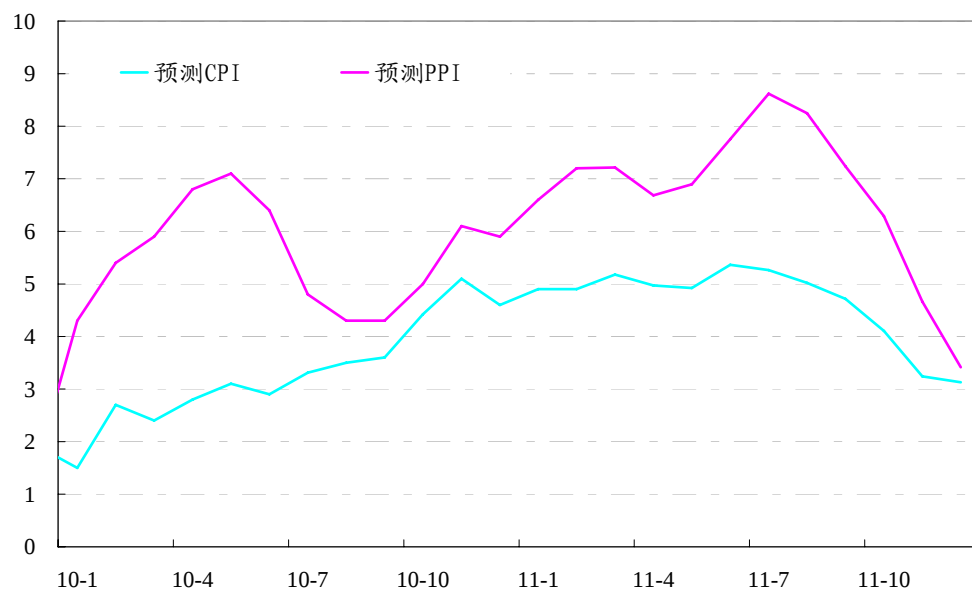
图 38:
工业增加值季调后环比趋势、PPI 季调后环比趋势
(2005-2011)
单位: %



4、未来物价涨幅预测

综合而言, 预测 11 年 3 月 CPI 为 5.2%, PPI 为 7.2%, 11 年 CPI 为 4.6%, 全年 PPI 为 6.7%, 全年通胀的峰值或在 11 年 7 月、通胀全年或呈现前高后低走势。

图 39:
CPI 与 PPI 走势及预测
 (2010-2011)
 单位: %

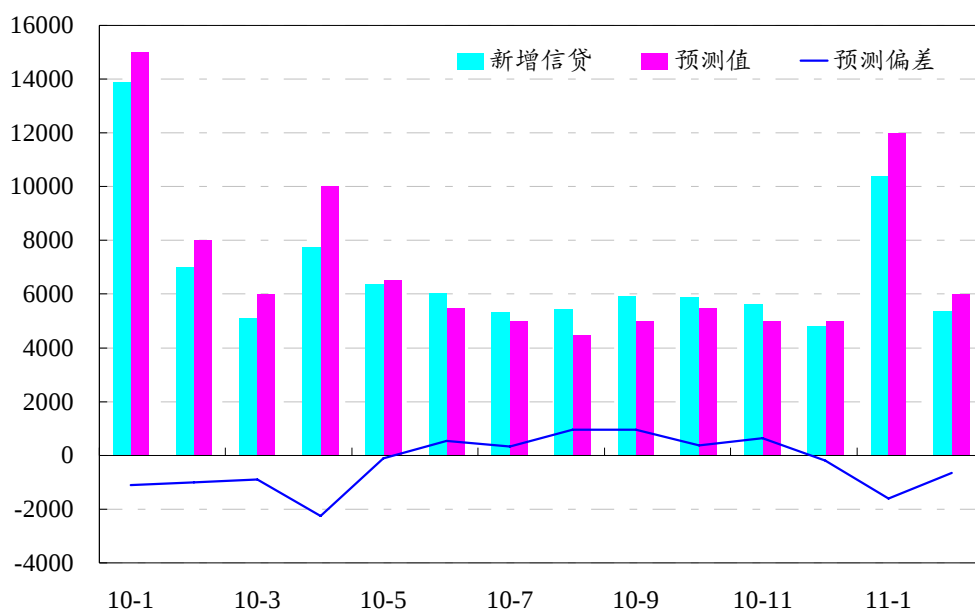


六、货币印证经济放缓

1、2 月信贷低于预期

2 月新增信贷 5356 亿，低于我们预测的 6000 亿，连续 2 个月低于预期。信贷低于预期是导致 M2 低于预期的原因之一。

图 40:
新增信贷预测值、实际值和偏差
 (2010-2011)
 单位: 亿元

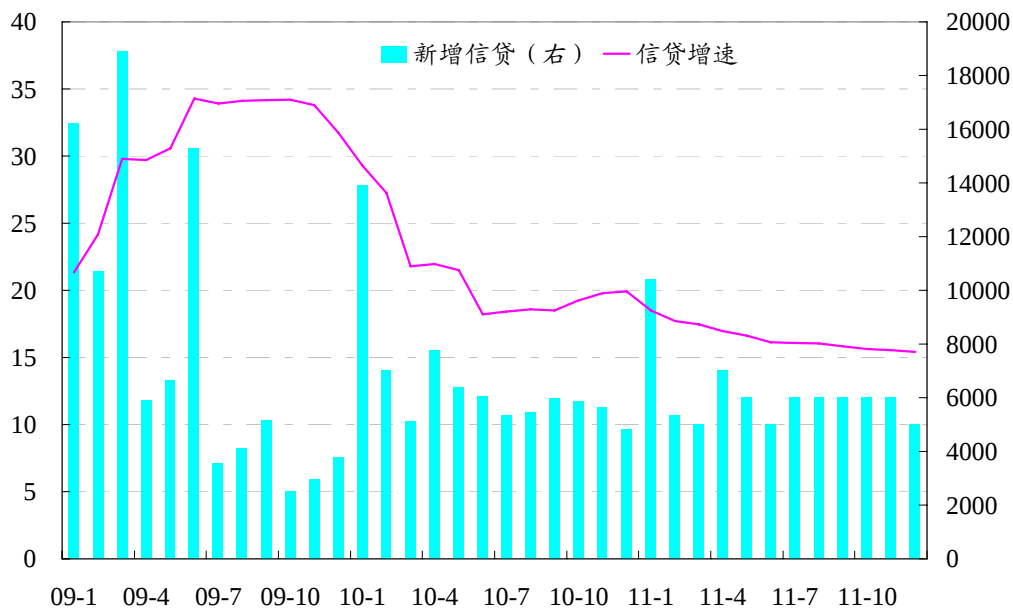


预计 3 月新增贷款 5000 亿，对应信贷增速 17.5%，维持全年新增信贷 7.5 万亿的预测值，信贷增速或将面临持续下滑。

图 41:
新增信贷和信贷增速预测
 (2009-2011)

左轴单位: %

右轴单位: 亿元

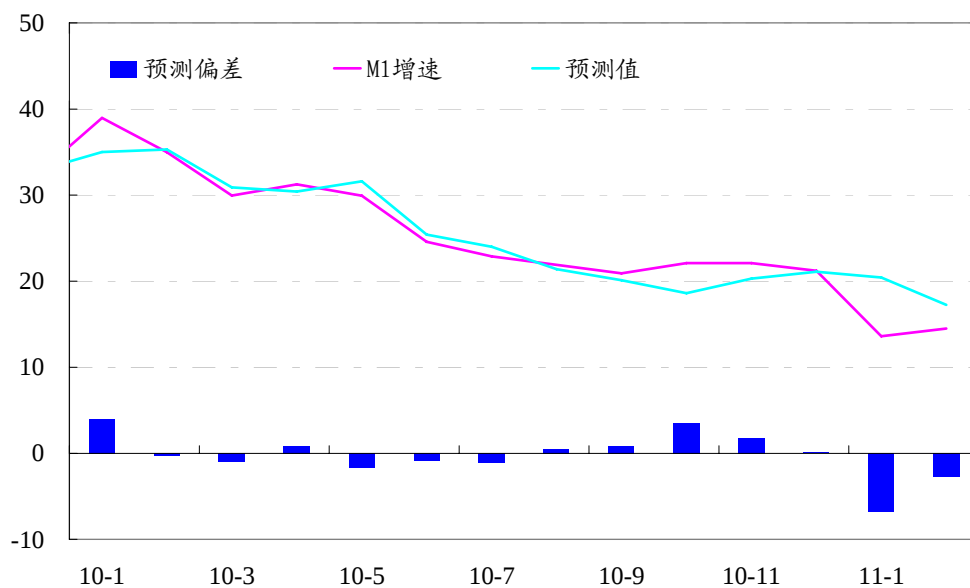


2、M1 反映工业下滑

2月M1增速为14.5%，远低于我们17.2%的预测。即便考虑基数调整的影响，2月M1增速实为15.5%，但仍远低于预期。

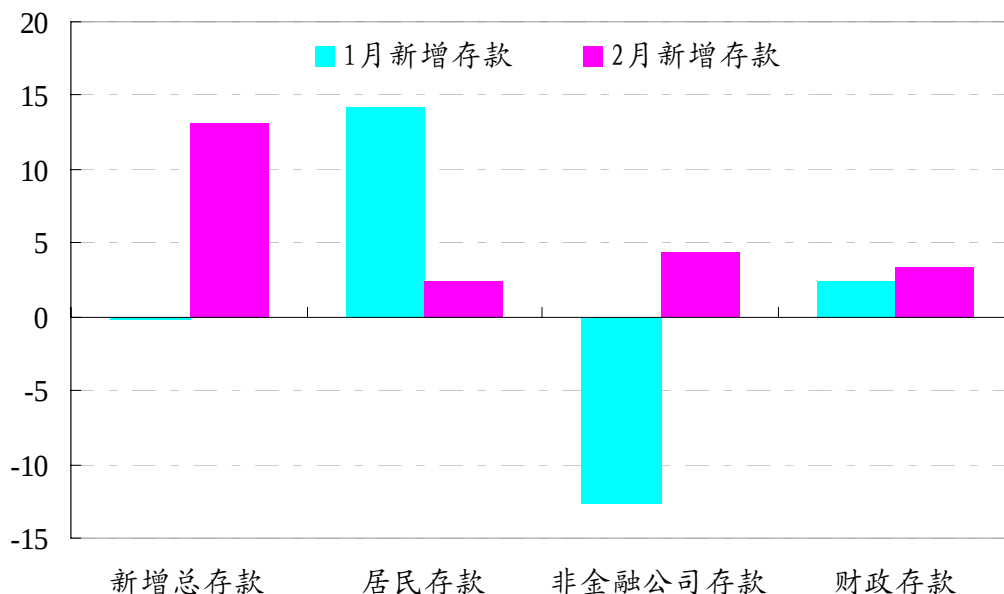
图 42:
M1 增速实际值、预测值、
预测偏差
 (2010-2011)

单位: %



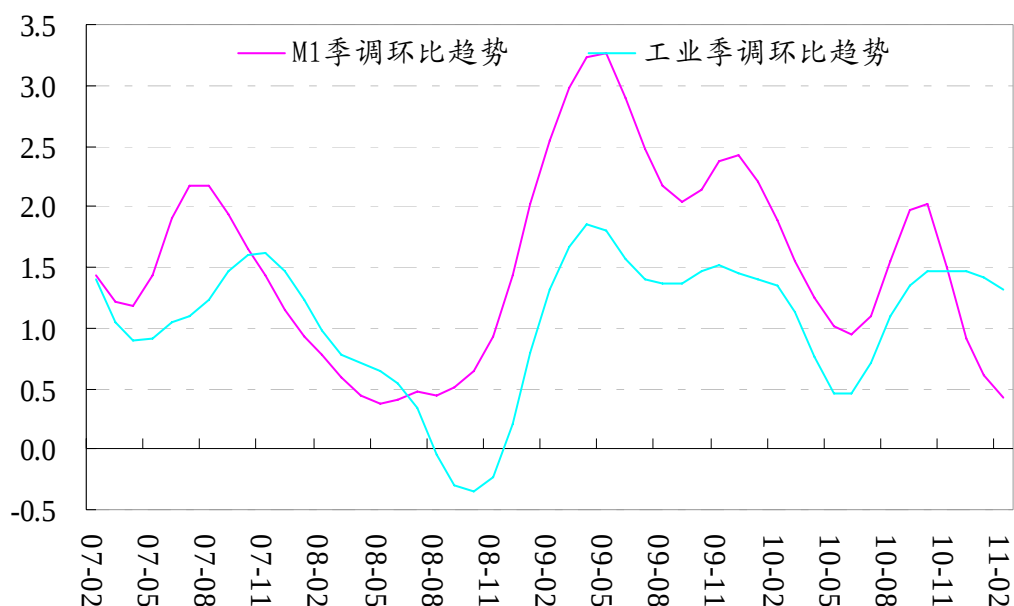
导致 M1 低预期的主要原因是企业存款的增幅有限。1 月份由于春节因素，企业存款大幅减少 12700 亿，而 2 月企业存款仅增长 4400 亿，两个月累计减少 8300 亿，同比少增 10300 亿。

图 43:
 2011 年 1、2 月新增总存款、
 居民存款、非金融公司存款、
 财政存款
 单位: 亿元



由于 M1 代表了企业流动性, 其与工业生产走势高度一致。目前 M1 环比趋势已经连续 4 月下滑, 与工业季调后环比趋势持续下滑相一致。由于我们预计未来工业增速仍将下滑, M1 增速也将下滑。

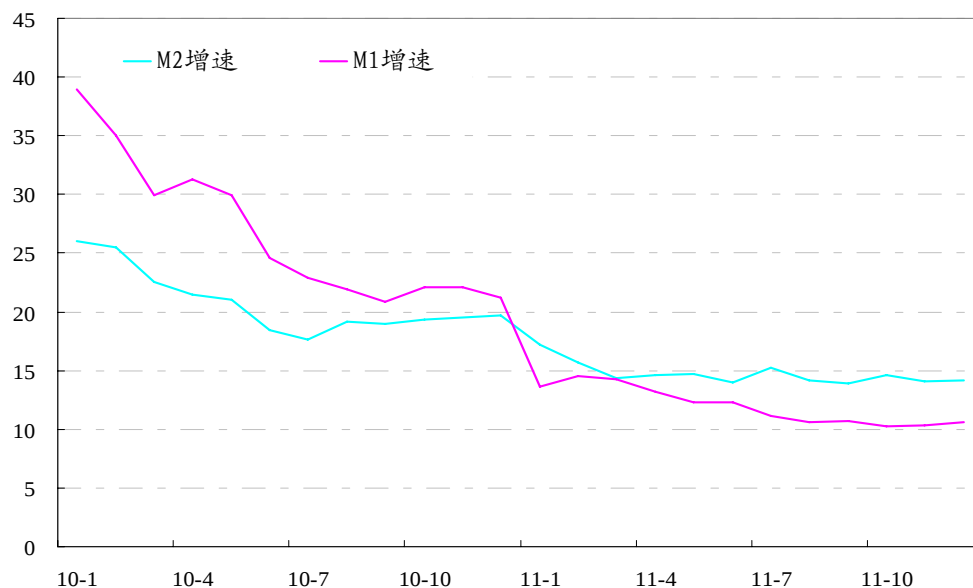
图 44:
 M1 季调后环比趋势、工业
 增速季调后环比趋势
 (2007-2011)
 单位: %



3、未来货币增速预测

预计 3 月 M1 增速为 14.2%, M2 增速为 14.4%。其中 M1、M2 增速均趋于回落。尽管今年的 M2 增速目标为 16%, 但考虑到信贷控制的原因, 这一目标可能难以完成, 我们维持全年 M1 增速为 11%, M2 增速为 14.2% 的预测。

图 45:
M2、M1 增速实际值、预
测值
 (2010-2011)
 单位: %

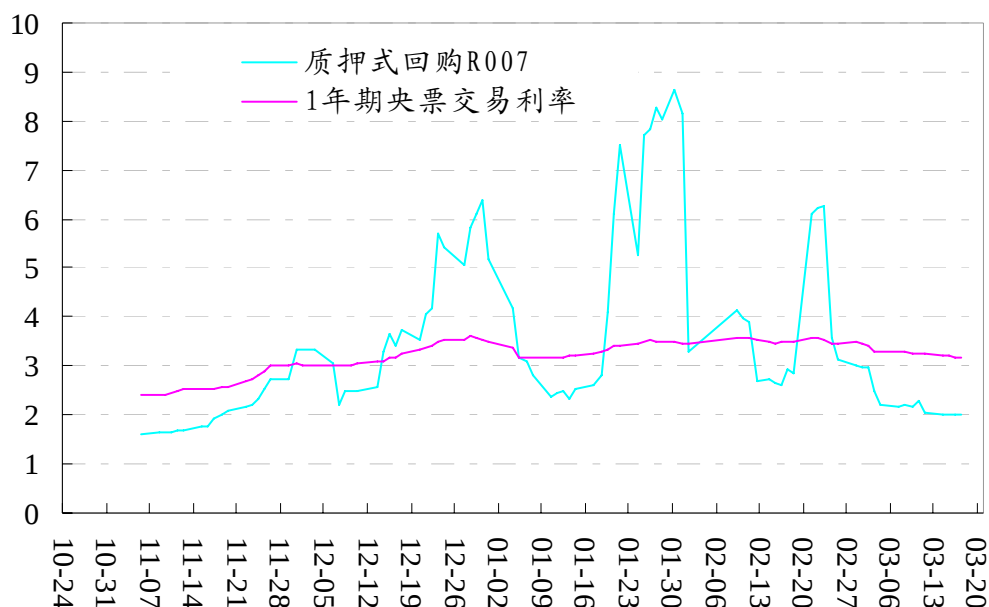


七、政策紧缩力度趋弱

1、市场资金极度宽松

上周市场利率维持在低位，反映市场资金状况的质押式回购（R007）利率已下降到 2.0% 附近，创近 4 个月以来的新低。利率的下降表明现在银行间资金面极度宽松。

图 46:
一年期央票交易利率及 7
天质押式回购利率
 (2010-2011)
 单位: %



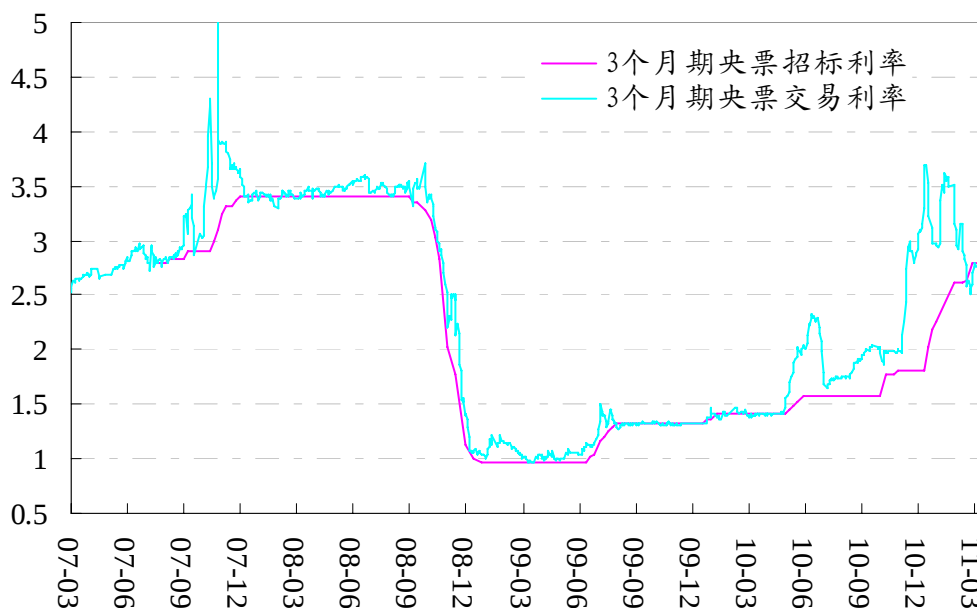
2、央票利率结束倒挂

银行间资金面的持续宽松导致央票二级市场交易利率维持在低位。目前 3 个月期央票交易利率维持在 2.75% 左右，而 3 个月期央票发行利率已上升至 2.79%，利率倒挂的结束使得公开市场回笼资金的能力逐步恢复。此外，一年期央票利率倒挂也同样结束。

图 47:
3 个月期央票招标和交易
利率

(2007-2011)

单位: %

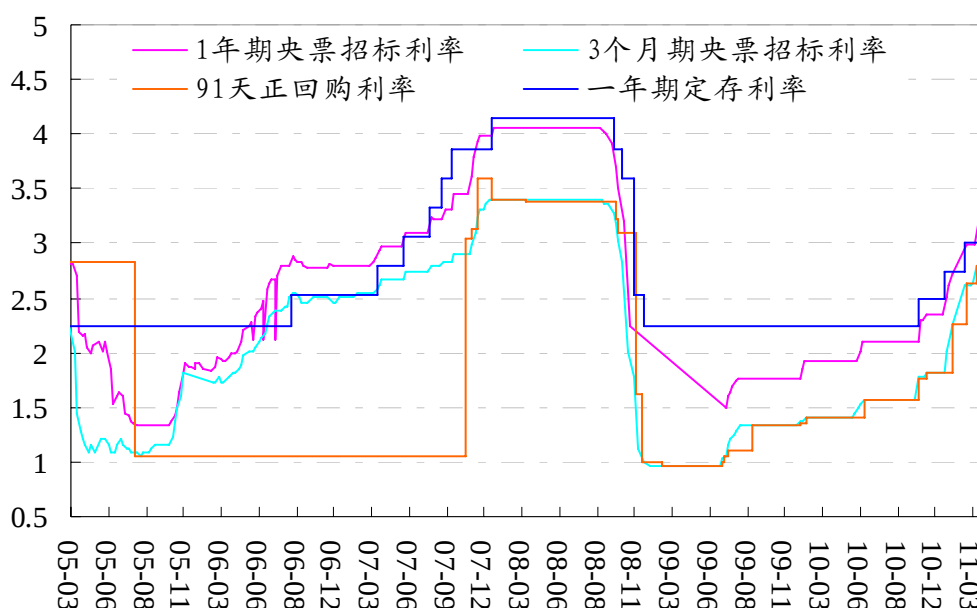


为提高回购操作回笼货币的能力，央行再次提高回购利率，3月10日发行的91天正回购利率已升至2.8%的高位。央票发行利率和回购利率的上升意味着加息的可能性在上升。

图 48:
央票招标利率、正回购利率与定存利率

(2005-2011)

单位: %



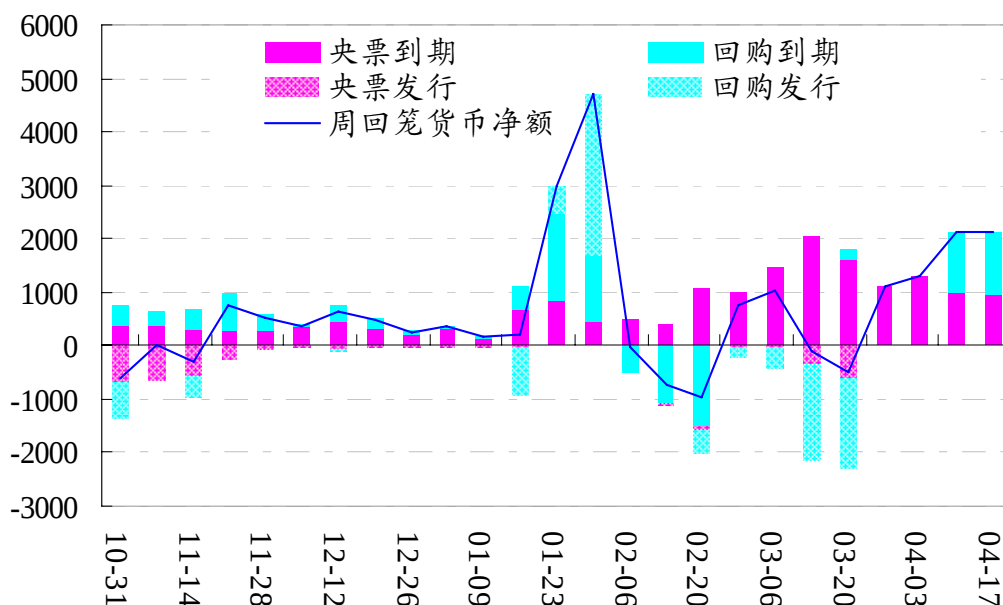
3、公开市场回笼增加

受央票一、二级市场利率倒挂结束及回购利率上升的影响，央行公开市场回笼资金的能力大幅提高。上周央行共发行600亿央票与1700亿正回购，累计回笼资金2300亿，高于1810亿元的公开市场到期量，净回笼资金490亿，近两周持续净回笼资金。

图 49:
 公开市场操作量、到期量
 和回笼货币净额

(2010-2011)

单位: 亿元

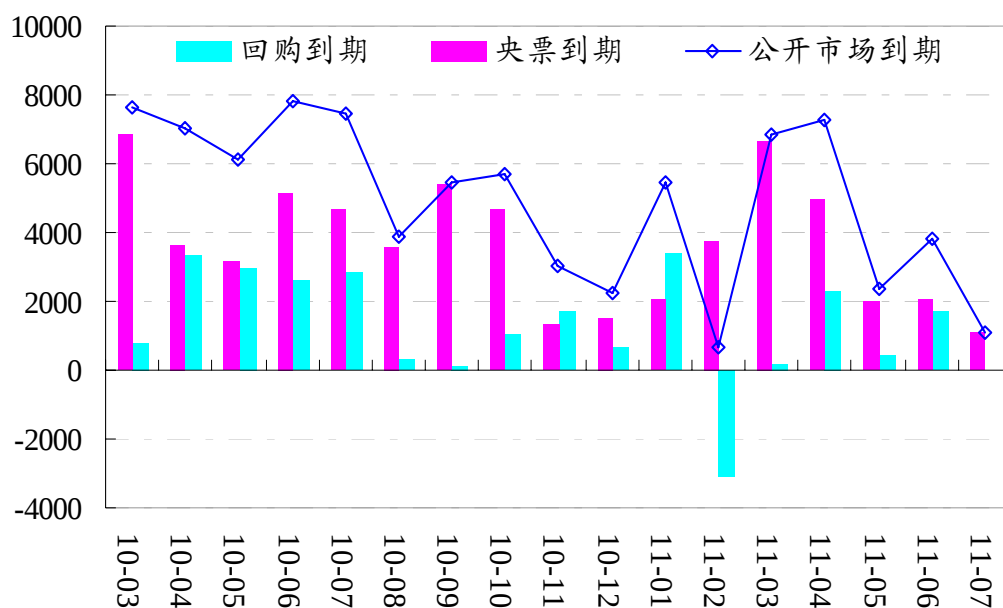


展望 2011 年 3 至 5 月, 公开市场到期资金分别为 6870 亿、7260 亿及 2390 亿, 到期资金量依然巨大。

图 50:
 回购到期、央票到期及公
 开市场到期总量

(2010-2011)

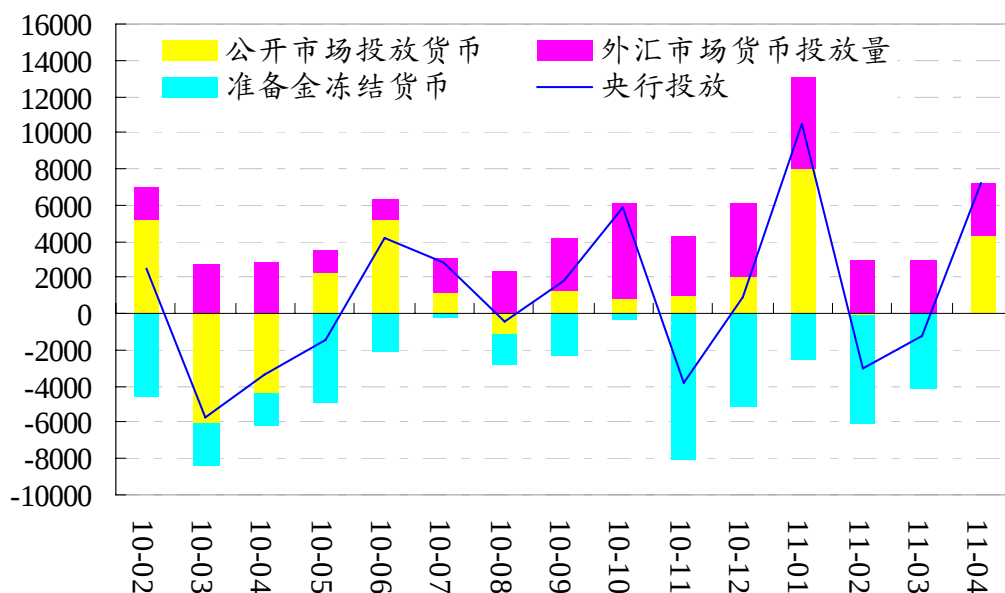
单位: 亿元



4、未来紧缩空间有限

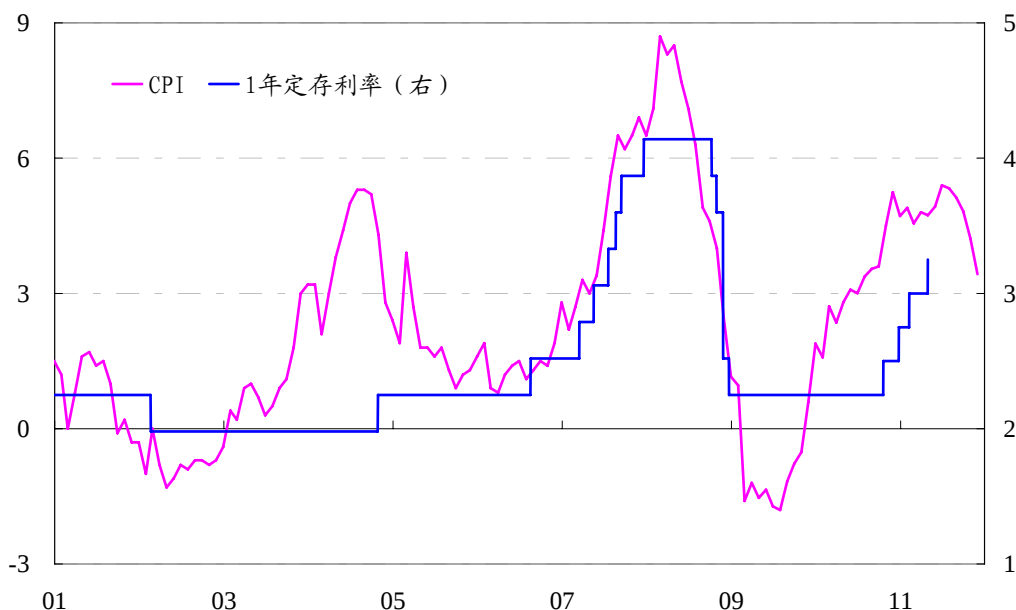
由于未来公开市场到期资金巨大, 外汇占款仍将持续增长, 3 月准备金率上调仍在预期之内。考虑到公开市场大规模回笼货币能力的恢复, 准备金率或还有一次上调。

图 51:
公开市场、外汇市场货币
投放量和准备金冻结货
币、央行操作总量
(2010-2011)
单位: 亿元



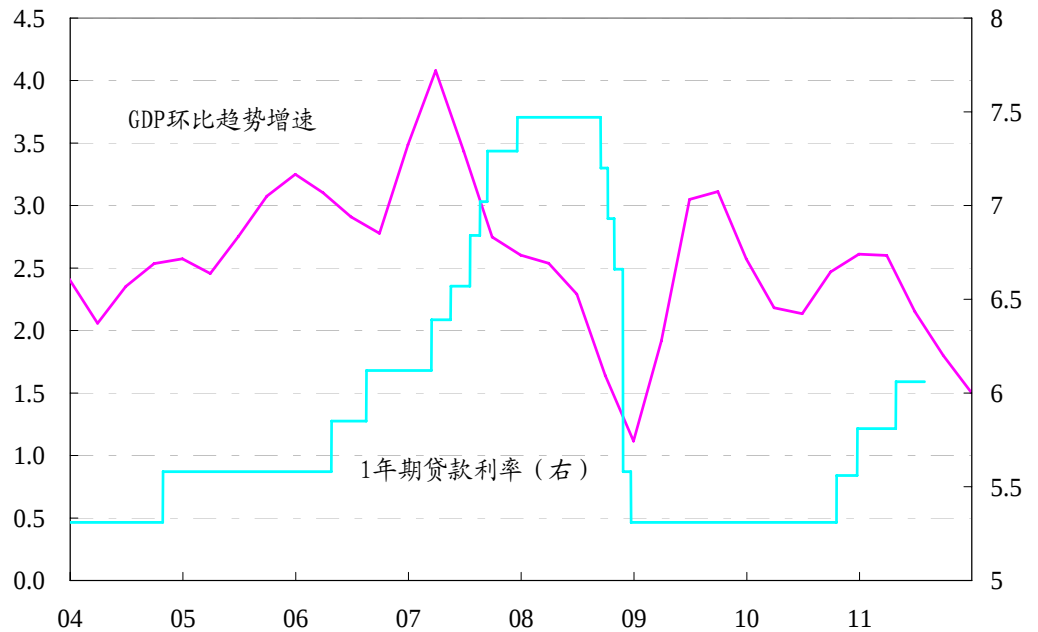
由于未来通胀压力仍在，存款利率在上半年仍有上调可能。预计 11 年中之前还会针对通胀加一次息，但未来加息空间有限。

图 52:
CPI 与 1 年定存利率
(2001-2011)
单位: %



考虑到经济环比增速的回落，基于经济过热而对贷款利率加息的必要性在减低。因此，我们认为在此次对称加息后，二季度还有一次存款单边加息，而下半年紧缩政策将逐步淡出。

图 53:
GDP 季调后环比趋势与 1
年期贷款利率
(2004-2011)
单位: %



第二部分：转型提速、创造增长

尽管 2011 年的投资增速将会出现一定程度的回落，但从“十二五”规划及政府制定的 2011 年经济社会发展目标来看，未来水利、环境、电力热力等基建行业投资仍将维持高速增长，但受高基数效应及规划放缓的影响，占交运投资最大份额的道路投资可能放缓。此外，其它细分行业中也存在比较确定性的投资增长机会。

我们梳理了高通胀下的产业收益表现，中上游行业是主要的受益部门，韩国的经验也提供了相关证据；此外由于中国产业转型的成功，设备制造、电气机械行业也持续向好。

中国的出口在经历了劳动密集型、资本密集型产业之后，现在正在向资本和技术密集型升级，主要表现为相关产业净出口额的历史变化。同时，中国的东部丧失优势的出口产业也在向中西部转移，这将支撑中国的出口大国地位，也是观察产业转型的一个重要视角。

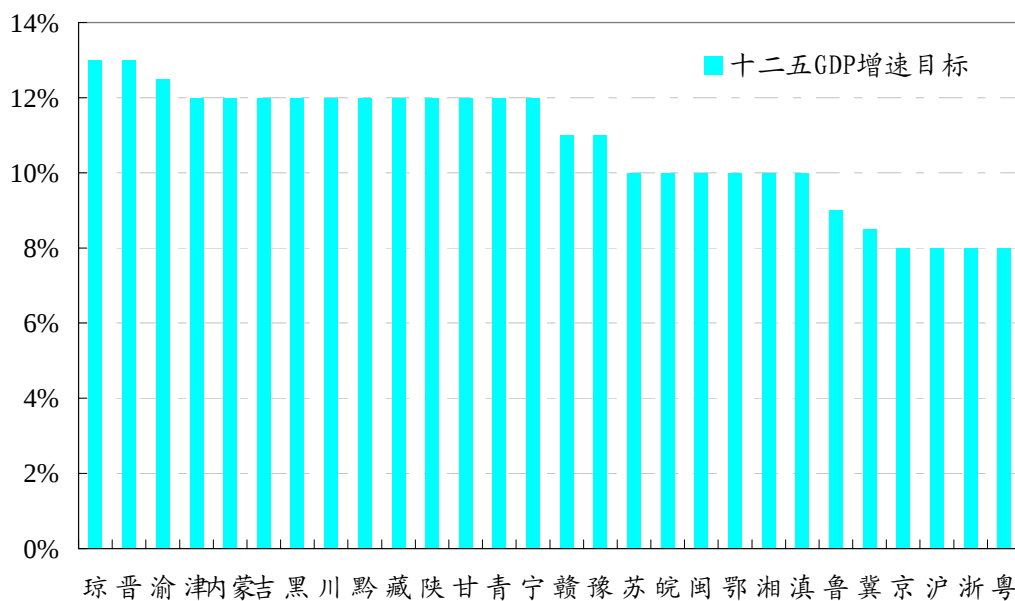
一、中西规划促进投资

1、目标增速西高东低

在经济增速整体下滑的背景下，我们需要寻找经济中确定性的增长因素，首先关注区域增长的机会。我们汇总了各省的“十二五”规划中的 GDP 增速与投资增速目标。根据最新的各省十二五规划，大部分省份未来五年 GDP 增长目标在 10% 以上，其中海南、山西和重庆目标超过 12%。

图 54:
各省“十二五”规划 GDP
增速目标

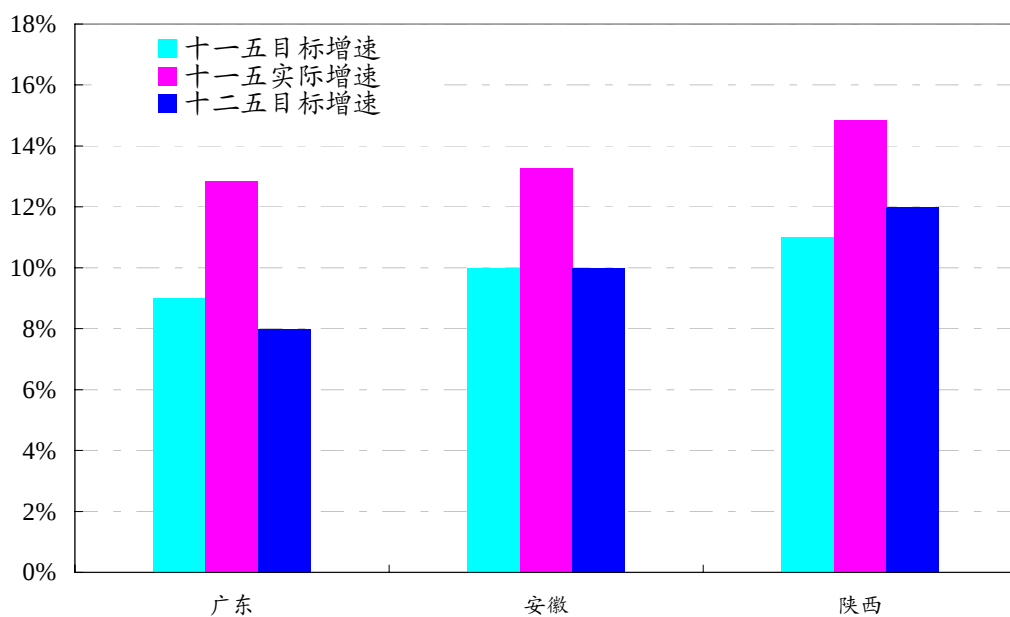
单位: %



我们选取东、中和西部各一个省份作为对比, 可以看到目标增速基本反映了该省的经济发展状况、最终的实际增速一般与目标增速成正比, 并且会超过目标增速 3 个百分点以上。

图 55:
GDP “十一五” 目标增速、
“十一五” 实际增速、“十二
五” 目标增速

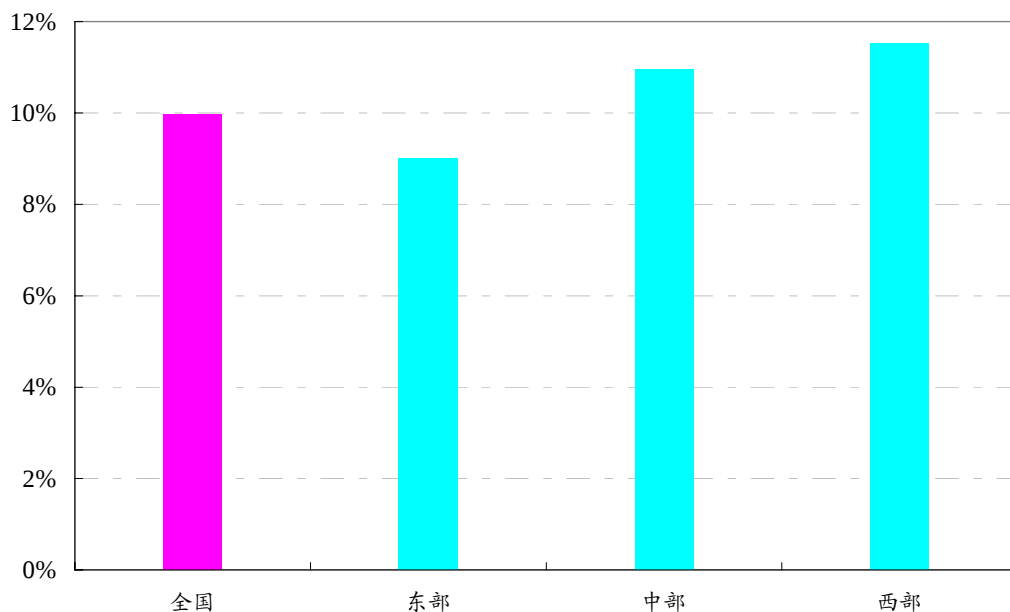
单位: %



从各省“十二五”规划中 GDP 目标增速来看, 未来各省 GDP 呈现明显的“西高东低”的态势, 全国加总后的目标增速接近年均 10%。

图 56:
 东、中、西部 GDP “十二
 五” 目标增速及加总全国
 增速

单位: %

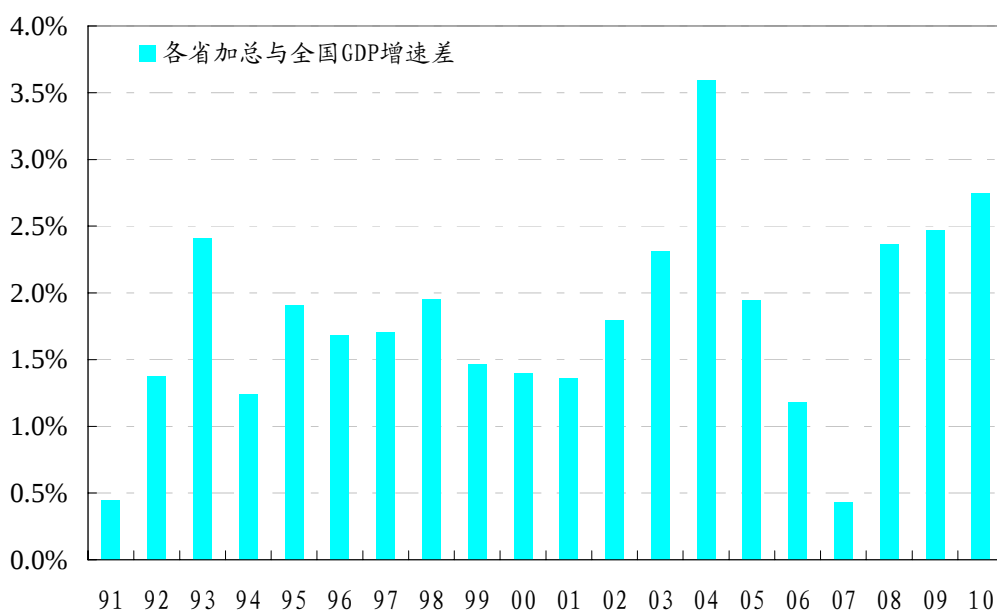


由于重复统计等原因, 各省加总 GDP 会高于全国 GDP 增速 2-3 个百分点。考虑到一般各省实际五年计划增速会高于目标 3 个百分点左右, 因此按照规划未来 GDP 增速仍将较快, 其中中西部经济的高增更为确定。

图 57:
 各省加总与全国 GDP 增速
 差

(1991-2010)

单位: %



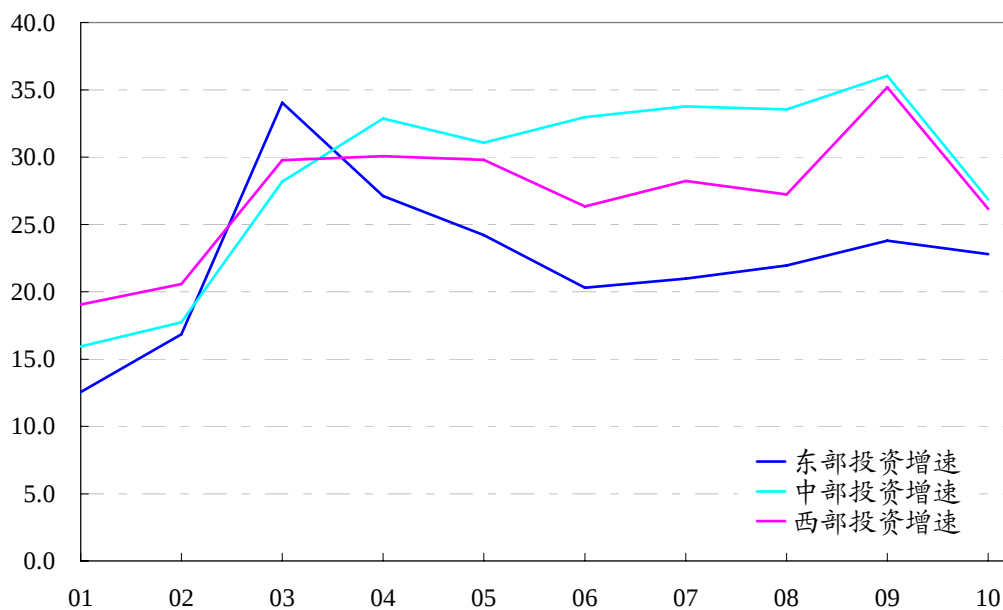
2、中西投资继续高增

中西部经济增速较快是由于前期发展较慢, 而投资拉动是其未来高速增长的主要模式。03 年以来, 中西部投资增速就持续快于东部。

图 58:
东部、中部、西部投资增速

(2001-2010)

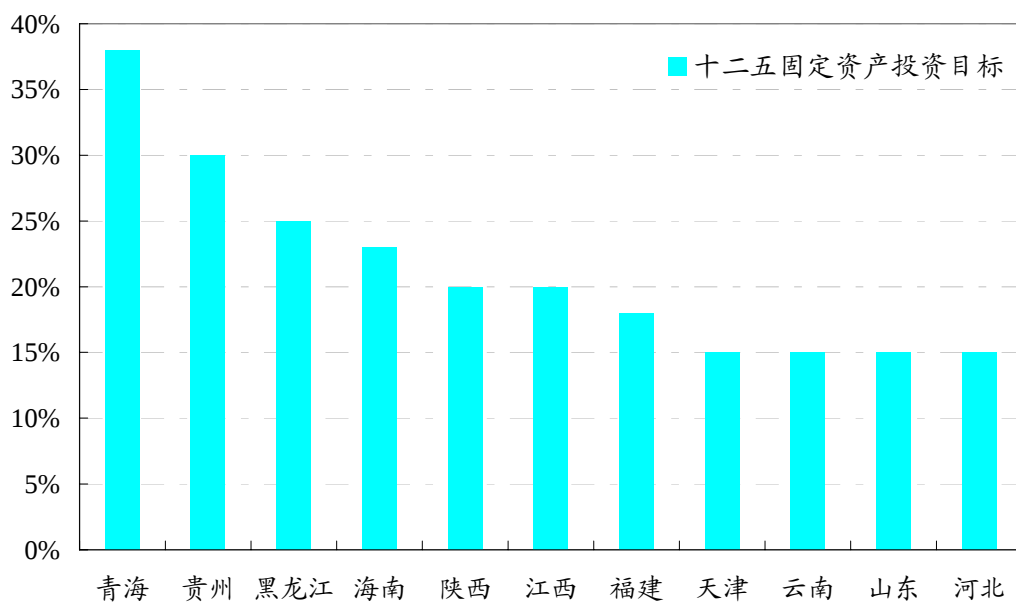
单位: %



我们摘录了对投资有较明确目标的省份,基本上其与 GDP 增速目标相符,中西部省份一般目标更高。

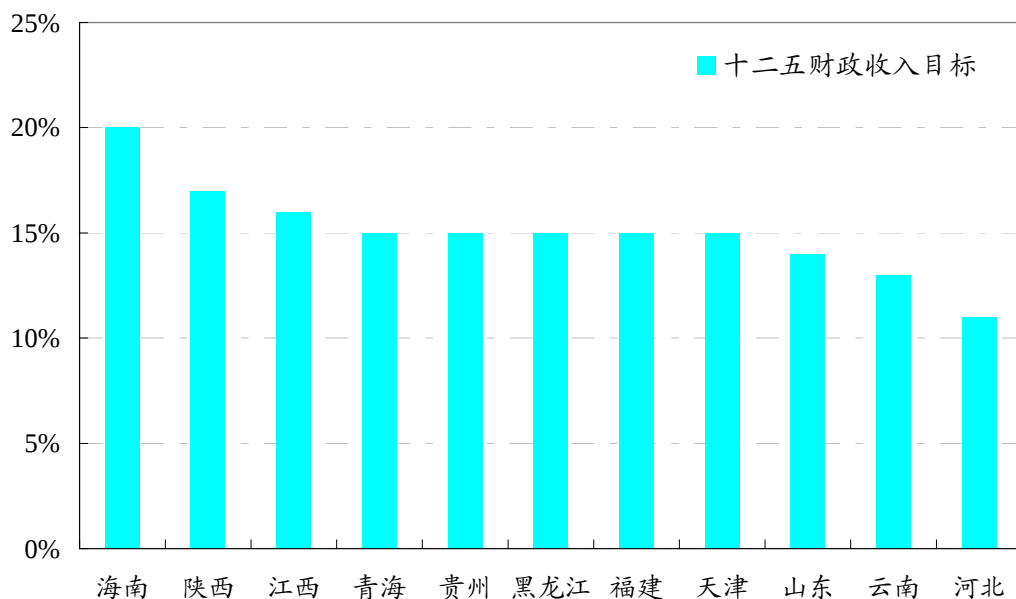
图 59:
“十二五”固定资产投资目标

单位: %



财政收入目标同样如此。而对于青海等部分区域,其财政收入目标不高、投资目标较高,显示转移支付也将继续。

图 60:
 “十二五”财政收入目标
 单位: 1

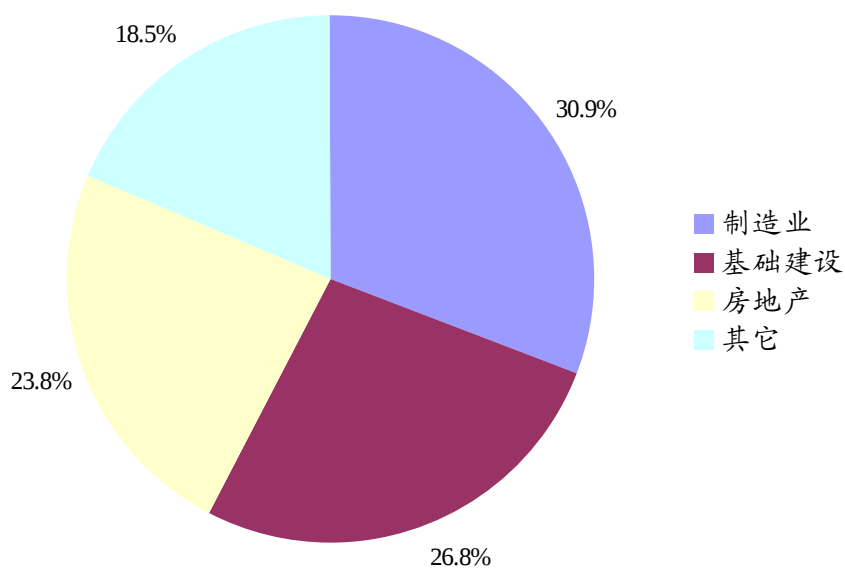


二、基建投资仍将支撑

1、基建投资仍将支撑

其次，我们关注分行业的固定资产投资机会。如果我们将固定资产投资按制造业投资、基础建设及房地产投资进行分类，其中制造业投资占比最大，占总投资的 30.9%；其次为基础建设投资，约占总投资的 26.8%；最后为房地产投资，约占总投资的 23.8%，剩余其它行业投资占比仅为 18.5%。

图 61:
 固定资产投资构成
 (2010)
 单位: 1



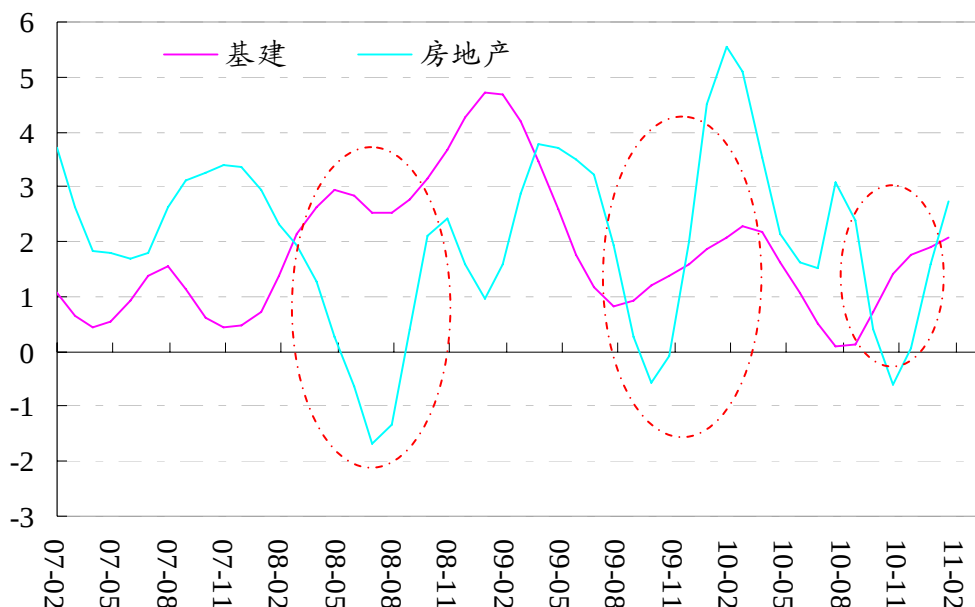
由于基础建设投资主要由政府推动，在地产投资增速下滑时期，政府启动基建投资推动经济增长；在地产投资持续增长时，基建投资则逐步退出。

从固定资产投资季调后环比趋势上看，08 年上半年、09 年下半年地产投资持续下滑，对应基建投资持续增长；而在 09 年上半年，地产投资高增

时期，基建投资增长明显放缓，表明基建投资是政府平稳投资周期的主要手段。

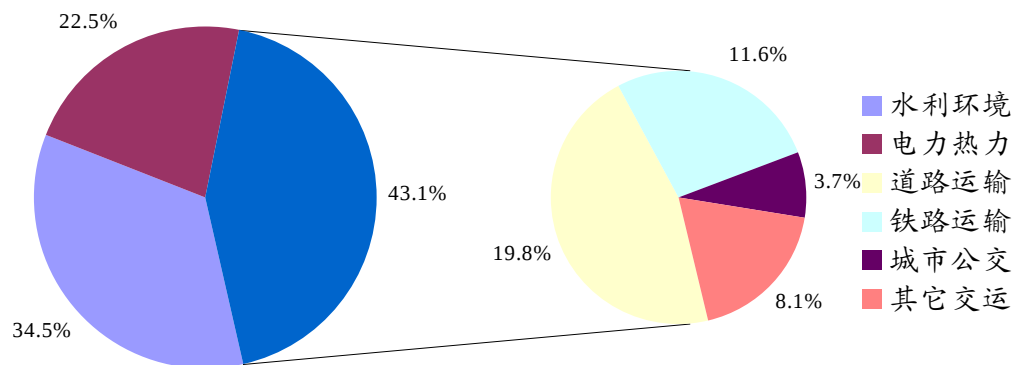
本轮房地产投资的大幅下滑将促进基建投资的持续增长。在 11 年地产投资增速下滑的背景下，预计基建投资将持续增长。

图 62:
基建、房地产固定资产投资季调后环比趋势
 (2007.2-2011.2)
 单位: %



基建行业由水利环境、电力热力及交运仓储行业构成。其中交运仓储行业占比最大，占基建总投资的 43.1%，其次为水利环境行业占 34.5%，电力热力占 22.5%。交运仓储行业中，道路运输投资占比最大，其次为铁路与城市公交投资。

图 63:
基建投资构成
 (2010)
 单位: 1

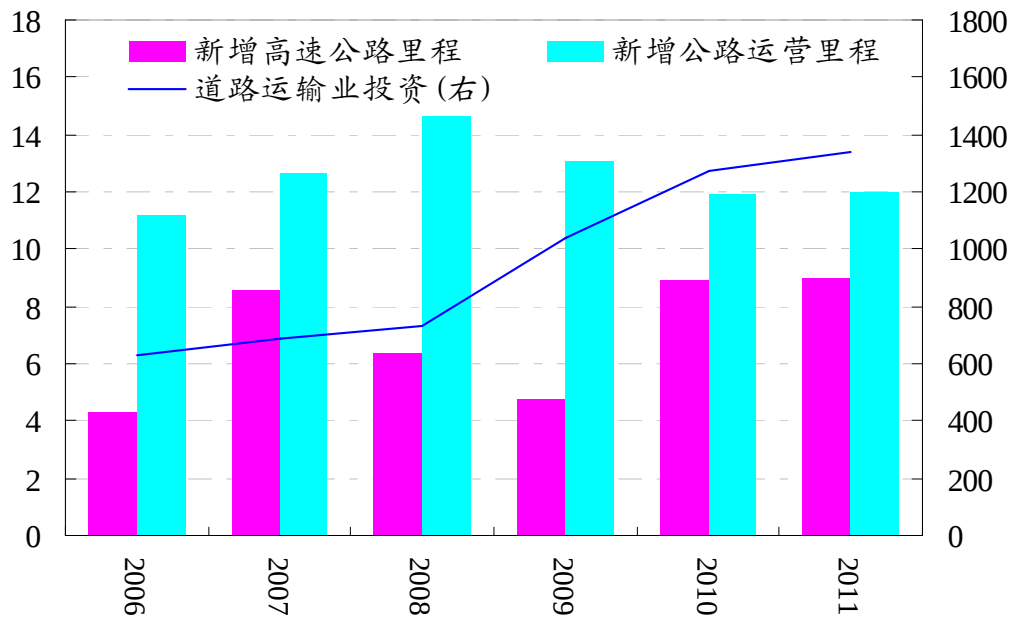


2、道路交通增速放缓

交运仓储投资中首先需要分析道路交通投资增速。根据“十二五”规划纲要提出的 2011 年社会经济发展目标，2011 年新增公路运营里程 12 万公里，新增高速公路里程 9000 公里，新增道路里程数与 2010 年相当，考虑到通胀影响与车辆购置等因素，道路交通投资增速估计难超过 10%，道路交通投资在经历了 2009 年的高增长后将有所放缓。由于道路交通投资占交运投资权重最大，其增速的放缓将拖累整体交运投资增速。

图 64:
新增高速公路里程、新增
公路运营里程及道路运输
业投资

(2006-2011)
左轴单位: 万公里
右轴单位: 亿元



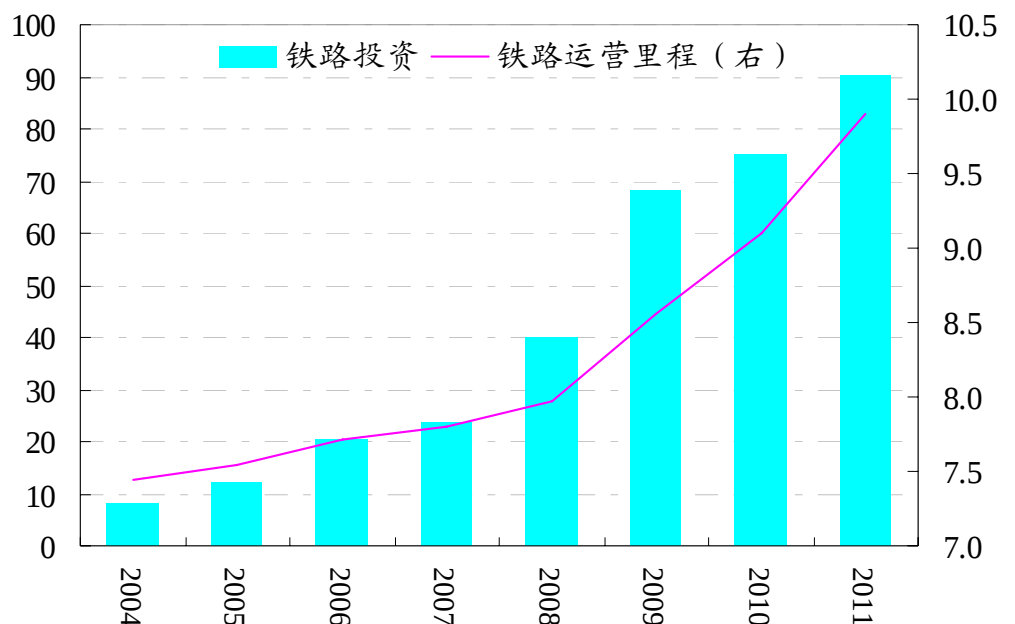
3、铁路投资增长有限

交运仓储投资中其次要分析铁路交通投资增速。根据铁道部 2 月份公告，2011 年铁路固定资产投资总规模为 8500 亿元，比铁道部公布的 2010 年实际固定资本投资增长 2%，比统计局公布的数据增长 13.4%。

根据“十二五”规划纲要提出的 2011 年社会经济发展目标，2011 年新增铁路运营里程 8000 公里，达到 9.9 万公里，新增高速铁路 4700 公里。新增铁路运营路数远高于 2010 年水平，因此铁路投资虽有所回落，但不至于下降太快。考虑到基建投资增长的影响，预计 11 年铁路投资仍能达到 15%。

图 65:
铁路运输业投资、铁路运
营里程

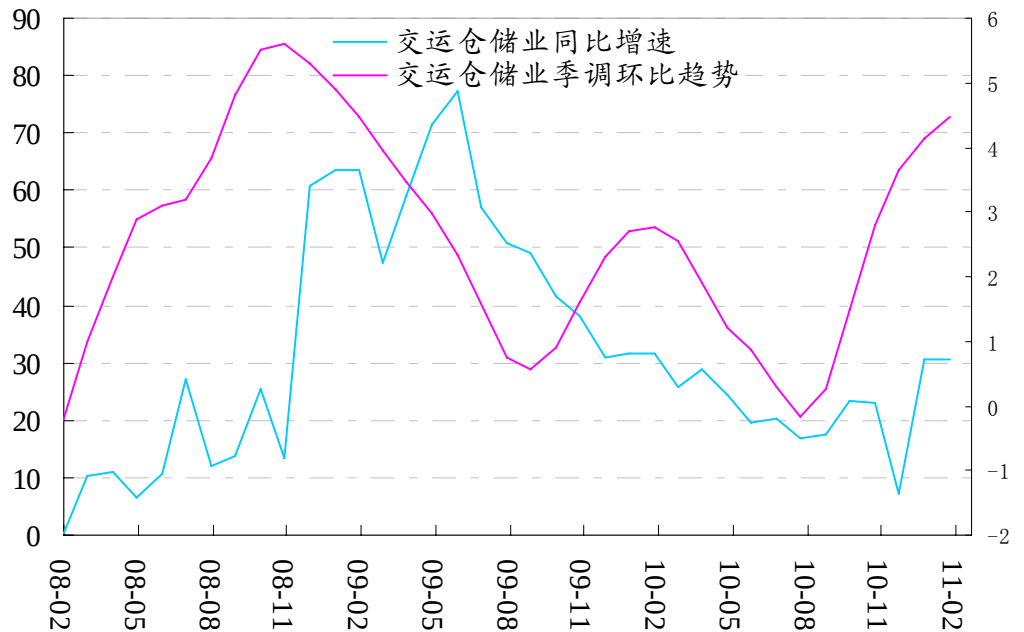
(2004-2011)
左轴单位: 万公里
右轴单位: 百亿元



交运仓储行业投资占比在服务业中仅次于房地产业，其同比增速在 10 年以来逐月回落，主要是由于 09 年爆发式增长导致的高基数效应。从 4 季度开始，交运投资重回增长。但受道路与铁路增长有限的影响，预计 11 年交运投资增速将逐步回归正常，全年增速约 14%。

图 66:
 交运仓储同比增速、交运
 仓储投资季调后环比趋势
 (2008.2-2011.2)

单位: %



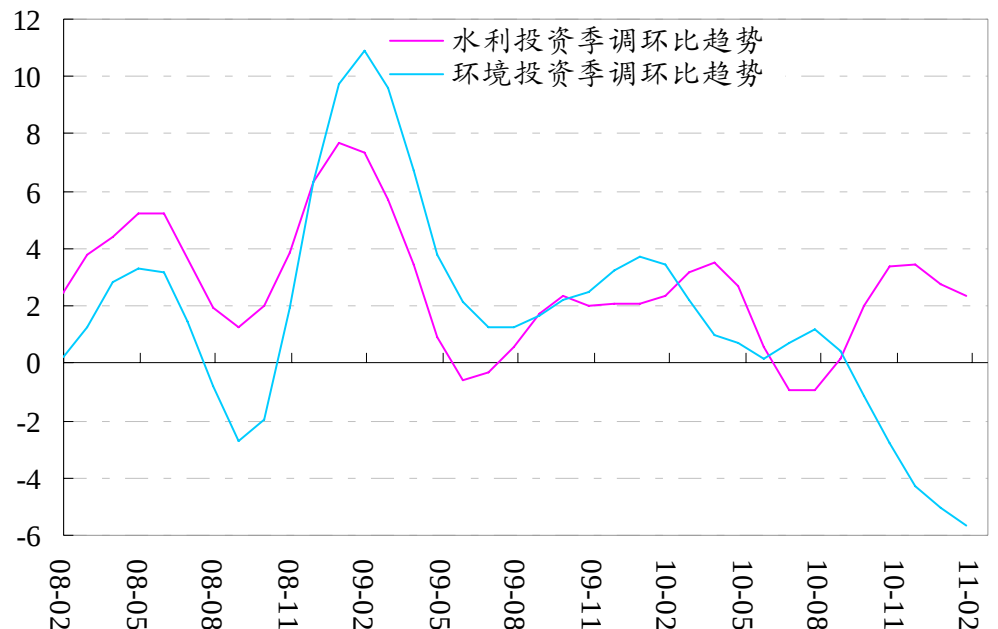
4、水利环境持续受益

水利投资在经历了 2010 年下半年的高速增长后，增速已趋于回落。展望未来，根据 2011 年中央 1 号文件提出“力争今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍”的目标，水利行业投资仍将持续增长。此外，“十二五”环保规划中提出了更高的双八双十目标，未来环保投资将持续增长。

考虑到未来基建投资的增长及交运投资增速有限，水利环境增长有望维持较高增长，预计这两大行业 2011 年投资能达到 25%。

图 67:
 水利投资季调后环比趋势、环境投资季调后环比趋势
 (2008.2-2011.2)

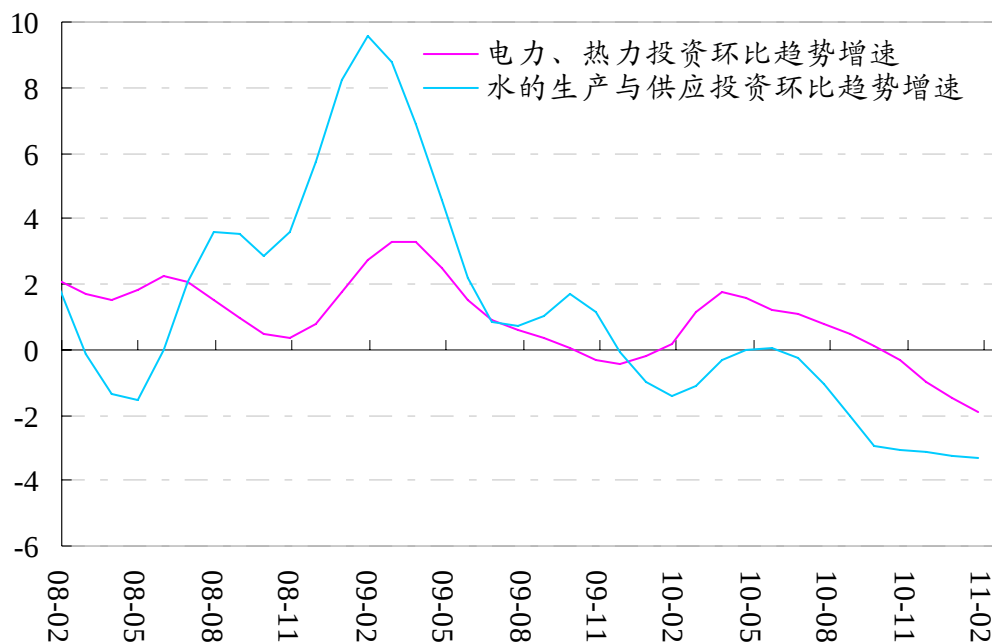
单位: %



5、电力燃气或将受益

在基建投资增长的背景下，由于交运投资增长有限，作为主要基建行业之一的电力燃气和水的生产与供应行业可能面临较好的增长机遇。在 2010 年行业投资低增长的基数效应下，电力热力水的生产与供应行业投资增速有望持续回升，预计 2011 年增长 25%。

图 68:
 电力、热力投资季调后环比趋势、水的生产与供应投资季调后环比趋势
 (2008.2-2011.2)
 单位: %

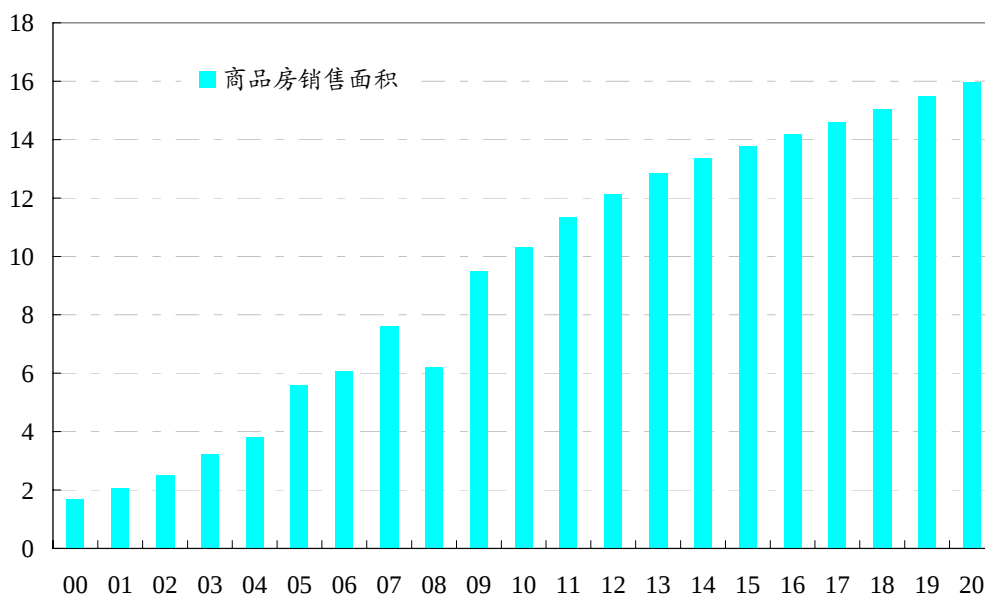


三、商品保障支撑地产

1、地产销售增速放缓

10 年中国商品房销售面积达到 10.4 亿平米, 预计 11 年达到 11.3 亿平米, 比 10 年增长 9%。考虑到保障性住房投资的加快, 我们预计 11 年地产投资增速仍能达到 15%。我们预计未来 5 年的商品房销售面积还能保持较快增速。从历史上看, 地产投资增速平均高于销售面积增速约 10 个百分点, 因此虽然 11 年地产投资增速会降至 15%, 但 12 年后增速还有望接近 20%。

图 69:
 商品房销售面积及预测
 (2000-2020)
 单位: 亿平米



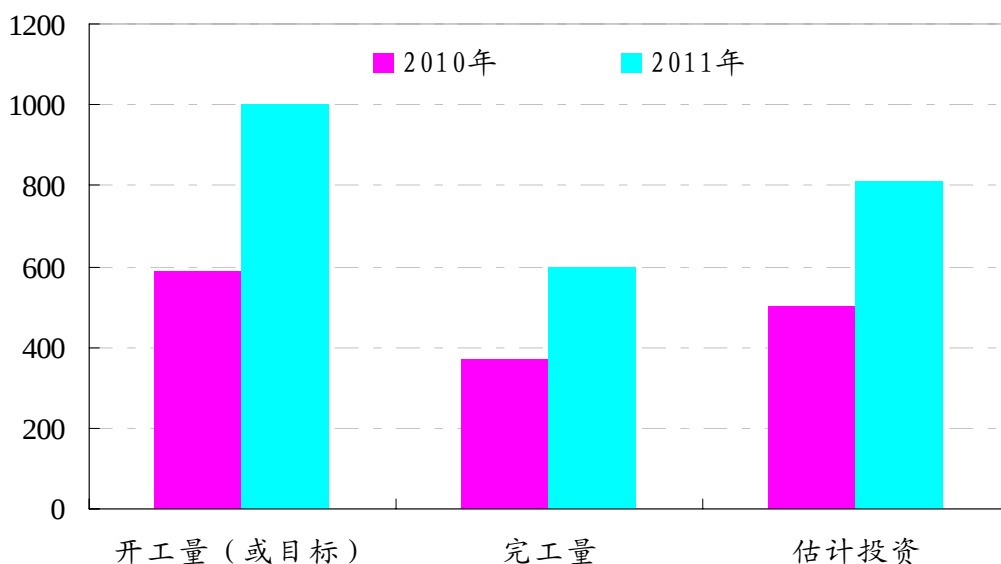
2、保障住房建设加快

2010 年全国保障房的建设目标是 580 万套, 其中保障性住房实际开工 322 万套, 棚户区改造 268 万套, 共计 590 万套。但实际完工为 370 万套,

完成率约为 64%。

2011 年的建设目标为 1000 万套，同比新增 420 万套。假定每套 50 平米，以及 60% 的实际完成率，相当于新增开工 1.26 亿平米，占 2010 年 16.4 亿平米新开工的 7.7%；按每套房成本约为 13.5 万估算，投资额将高于 8100 亿，约占 2011 年总地产开发投资的 16.8%；保障性住房新增投资将在 3100 亿元以上，约拉升 2011 年地产投资 6.4 个百分点。

图 70:
2010 年、2011 年保障性住房开工量、完工量及投资额
 左轴单位：万套（开工量）、十亿元（估计投资额）

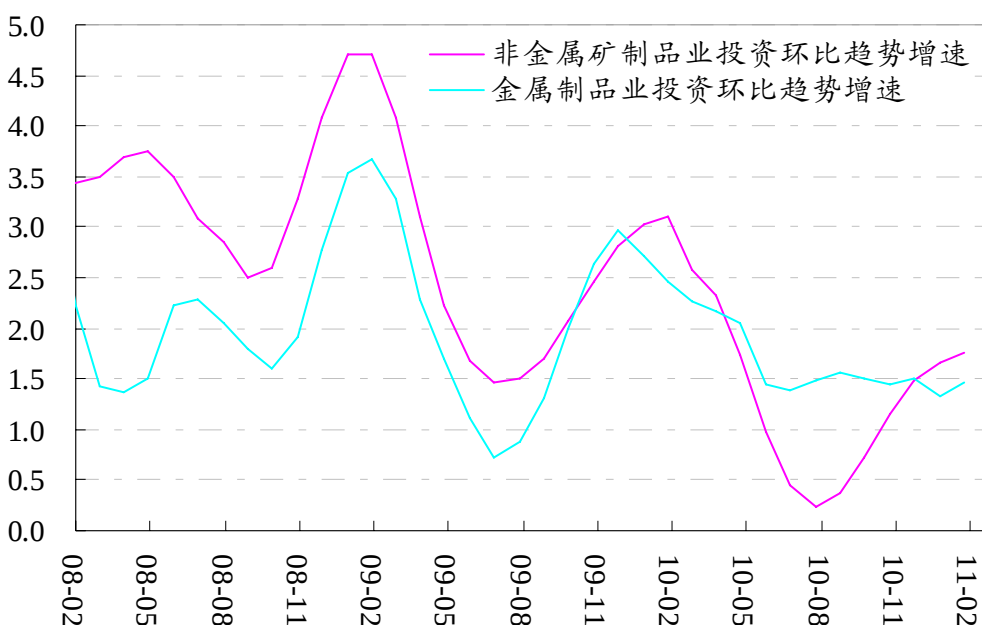


四、制造行业仍有亮点

1、非金属矿逐渐回升

最后，制造业投资中也存在确定性增长的因素。细分加工业具体行业来看，以水泥、玻璃为代表的非金属矿物制品行业投资占制造业总投资的 10.1%，其增速从低位回升将是促进制造业投资增长的原因之一。而基建投资的增长将是拉动非金属矿物制品行业投资增长的主要原因。此外，金属制品行业的投资景气也有望持续。

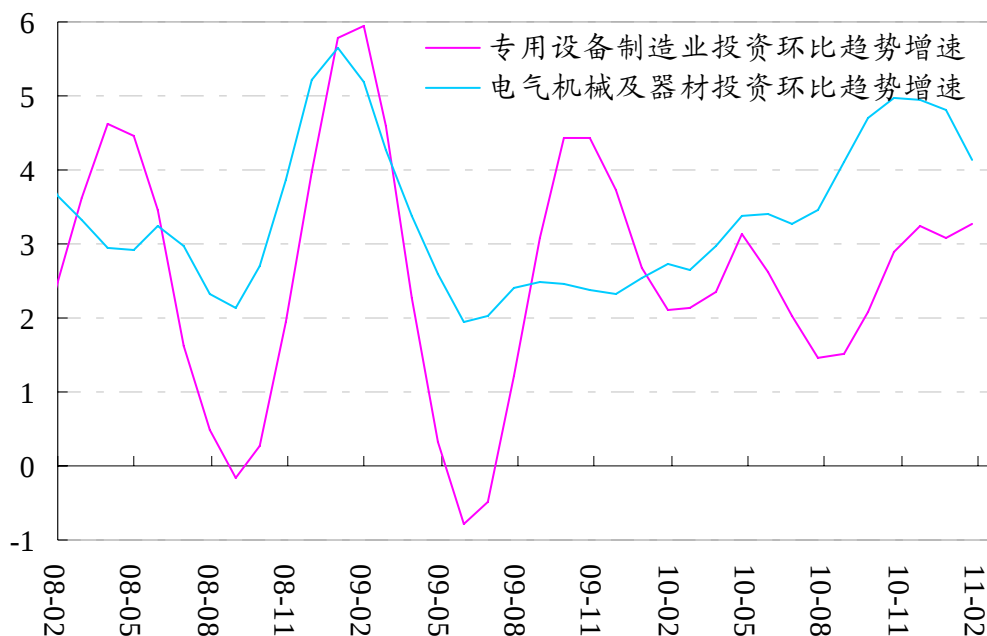
图 71:
非金属矿制品业投资季调后环比趋势、金属制品业投资季调后环比趋势
 (2008.2-2011.2)
 单位：%



2、设备电器持续增长

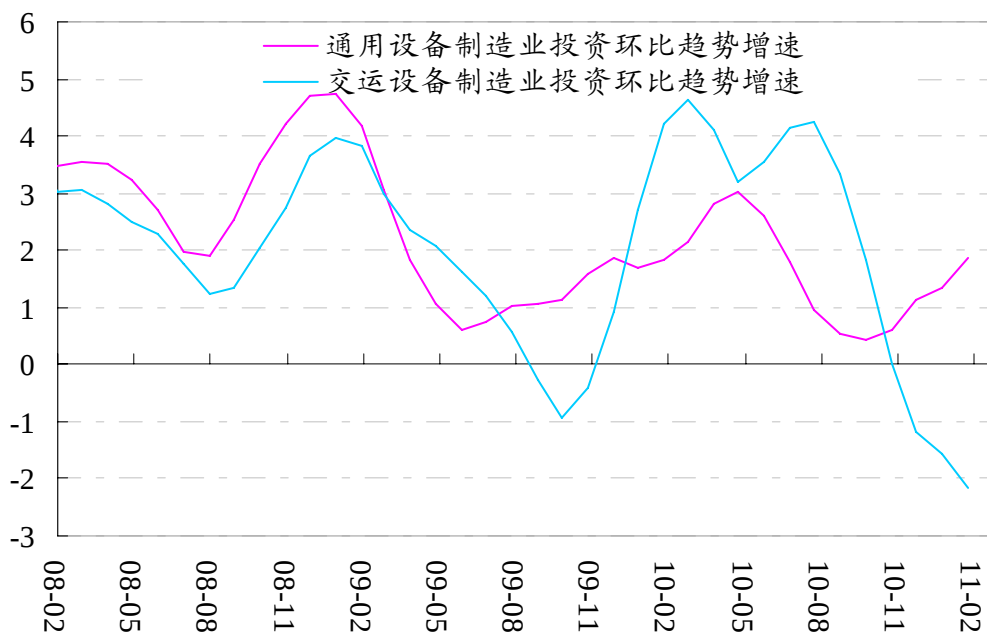
制造业中设备行业投资将持续增长。我们认为在人工成本上涨、产业升级的背景下，专用设备投资增长仍将持续。电气机械及器材行业投资增长同样受益于产业升级与出口产品升级。预计这两大行业 2011 年投资增长仍能达到 30%。

图 72:
 专用设备制造业投资季调后环比趋势、电气机械及器材投资季调后环比趋势
 (2008.2-2011.2)
 单位: %



受益于机械行业的增长，通用设备投资逐步上行，预计 2011 年行业投资增长在 25%。交运设备行业投资在近期有所回落，考虑到“十二五”规划对铁路行业的支持，行业投资在未来有望维持高增长。但从短期看，受公路行业规划规模的下降与汽车销售增速的下滑的拖累，我们下调交运设备制造业投资增速至 20%。

图 73:
 通用设备制造业投资季调后环比趋势、交运设备制造业投资季调后环比趋势
 (2008.2-2011.2)
 单位: %



3、食品投资紧盯价格

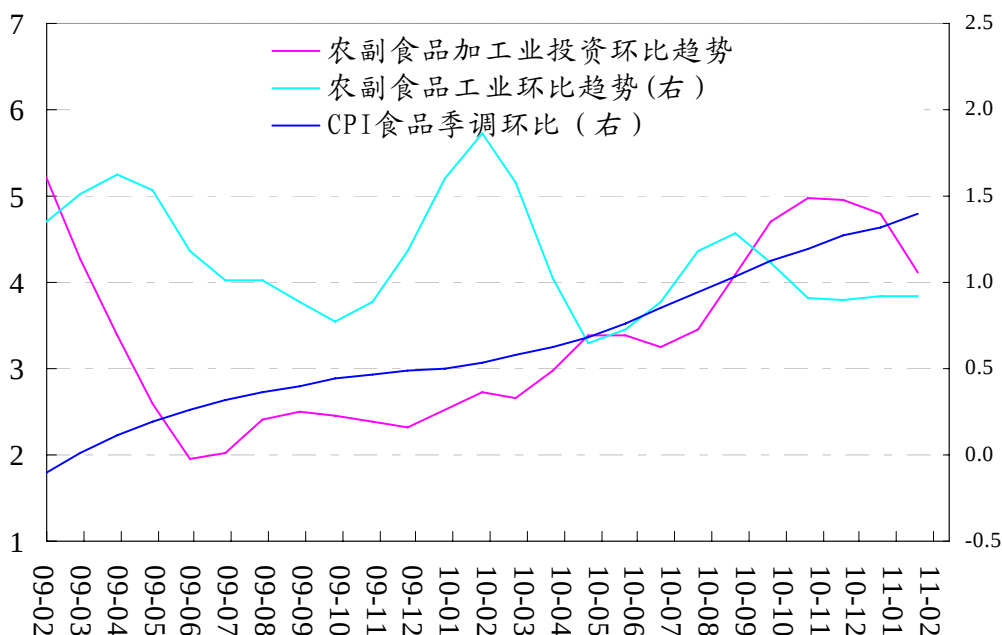
食品加工行业也存在高速增速的机会。去年 6 月以来，以农副食品加工为主的生活资料行业投资持续上涨，主要受食品价格持续上涨的拉动。

展望 11 年，CPI 食品涨幅仍维持在高位，农副食品加工业投资预计将保持 30% 的增速。

图 74:
农副食品加工业投资季调后环比趋势、农副食品工业增加值季调后环比趋势、CPI 食品季调环比增速

(2009.2-2011.2)

左右轴单位: %



五、全球通胀政策差异

1、七十年代全球通胀

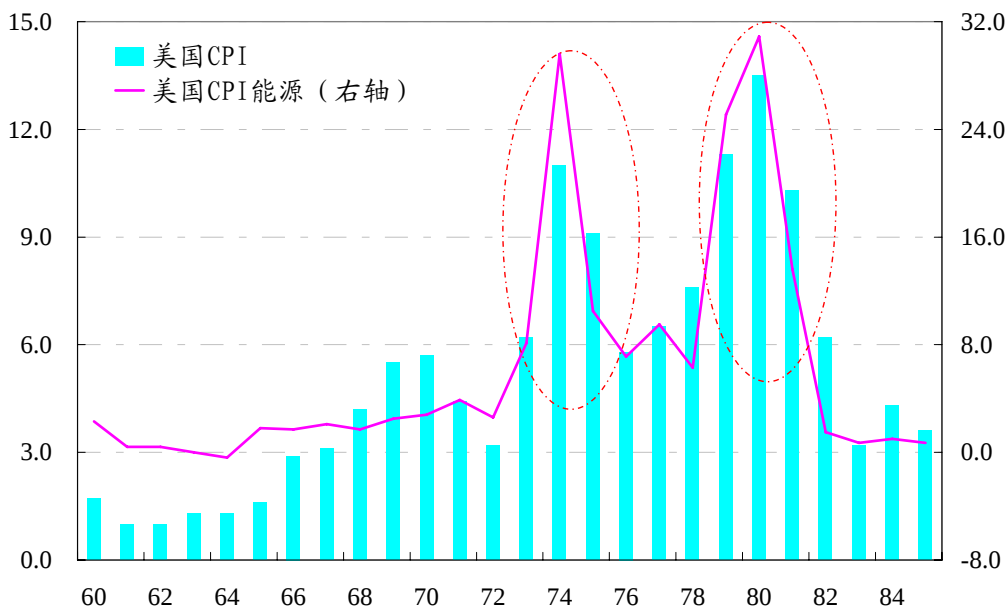
我们除关注投资的确定性增长因素外，也关注通胀对经济的影响。在这里我们对比分析了 70 年代两次石油危机背景下的高通胀对美国、日本及韩国经济的影响。

布雷顿森林体系瓦解后，国际货币体系失去黄金作为稳定的“锚”，使得包括美国在内的主要国家试图通过扩大货币供给压低利率，导致 70 年代全球高通胀。而两次石油危机加剧了通胀，美国 CPI 在 1974 和 1980 年达到峰值。

图 75:
美国 CPI 同比和 CPI 能源分项同比增速

(1960-1985)

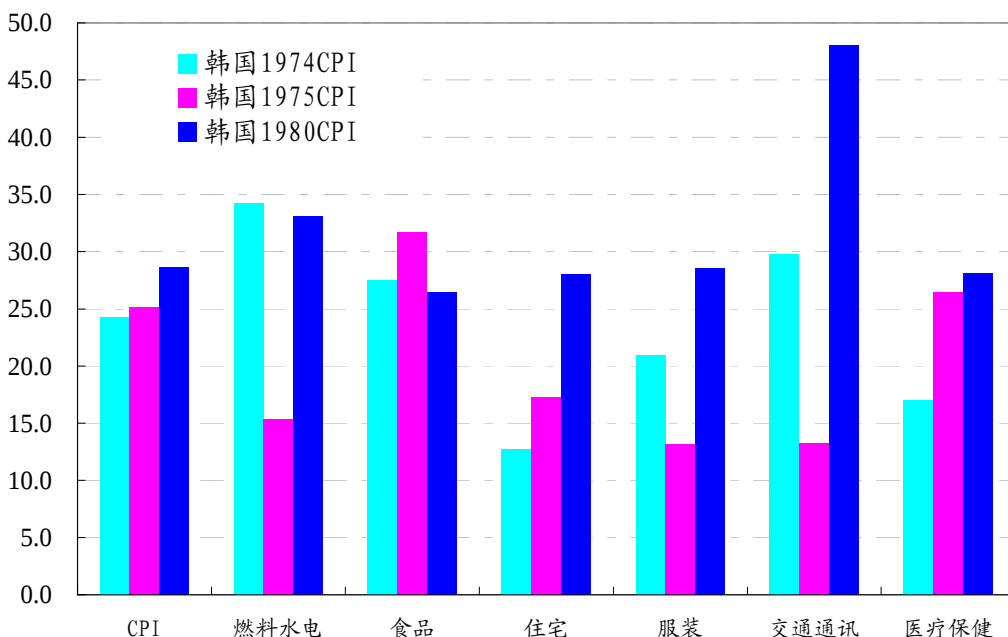
单位: %



2、韩国经历先喜后忧

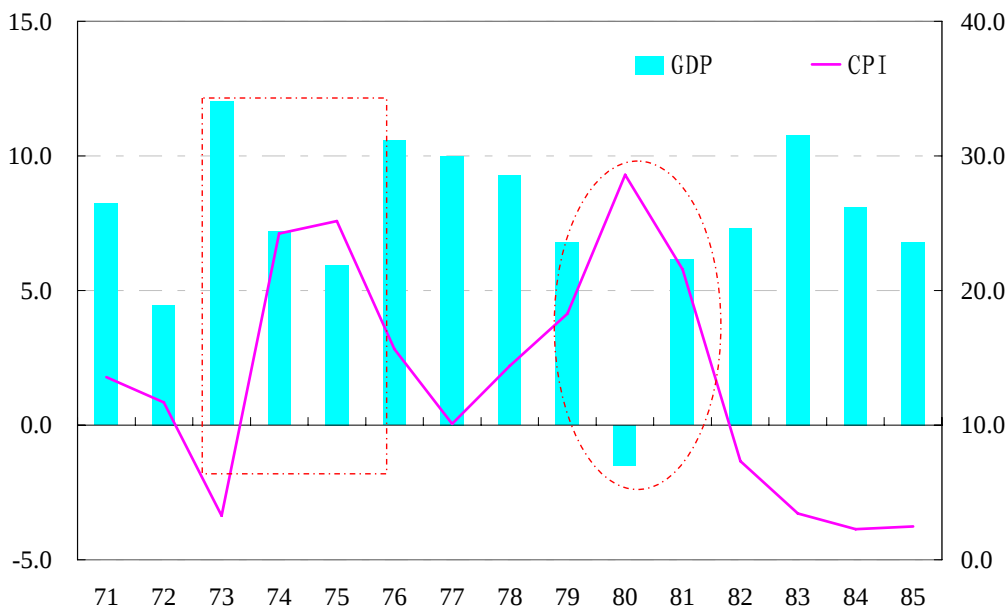
在石油危机时期，韩国 CPI 两次突破 20%，在 1975 和 1980 年达到峰值，并且出现各种价格普涨的局面。

图 76:
两次石油危机时韩国 CPI
年同比涨幅
(1973、1974、1980)
单位: %



韩国经济在第一次危机时 GDP 增长率从 1973 年的 12% 下滑至 1974 年的 7%；而在第二次危机时，其 GDP 增长率降为负值，经济受到的冲击更大。事实上，多数国家在第二次石油危机时的经济滑坡也更为严重。

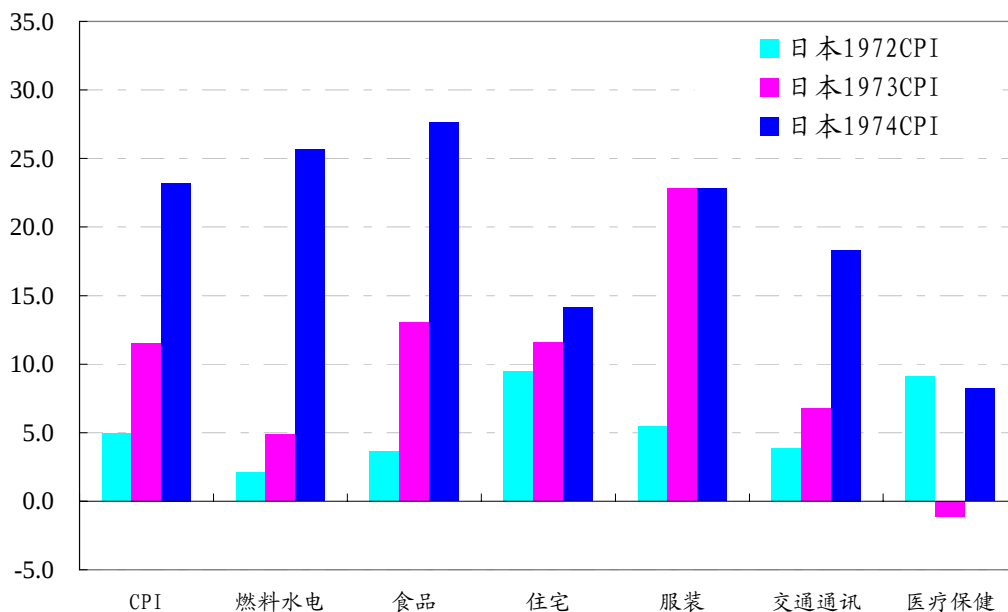
图 77:
韩国 CPI 和 GDP 同比增速
(1971-1985)
单位: %



3、日本经历先忧后喜

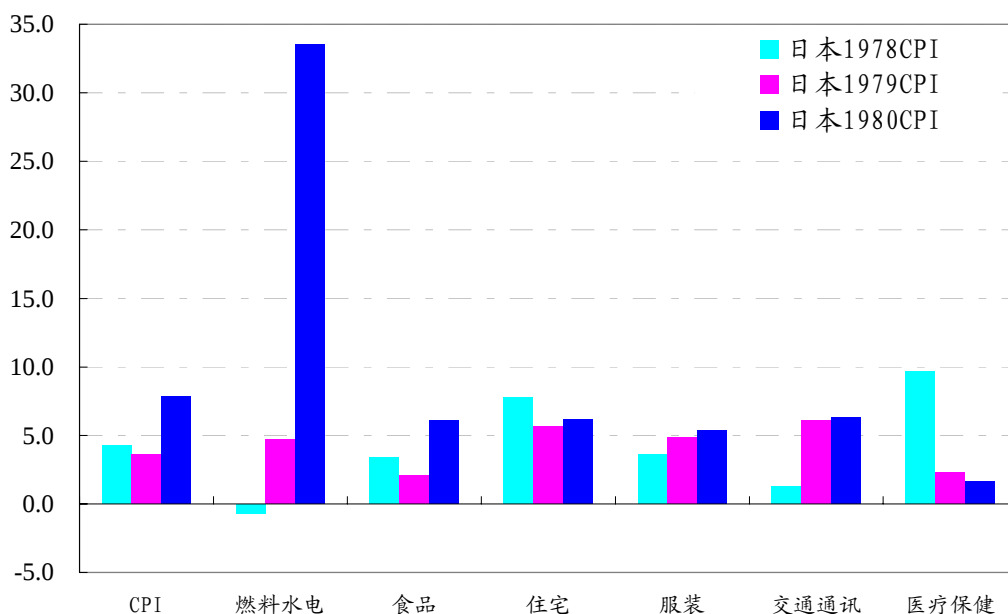
但是日本历史有所不同。1974 年，日本 CPI 达到 23.2% 的峰值，食品价格涨幅甚至超过燃料水电。

图 78:
第一次石油危机时日本
CPI 年同比涨幅
(1972-1975)
单位: %



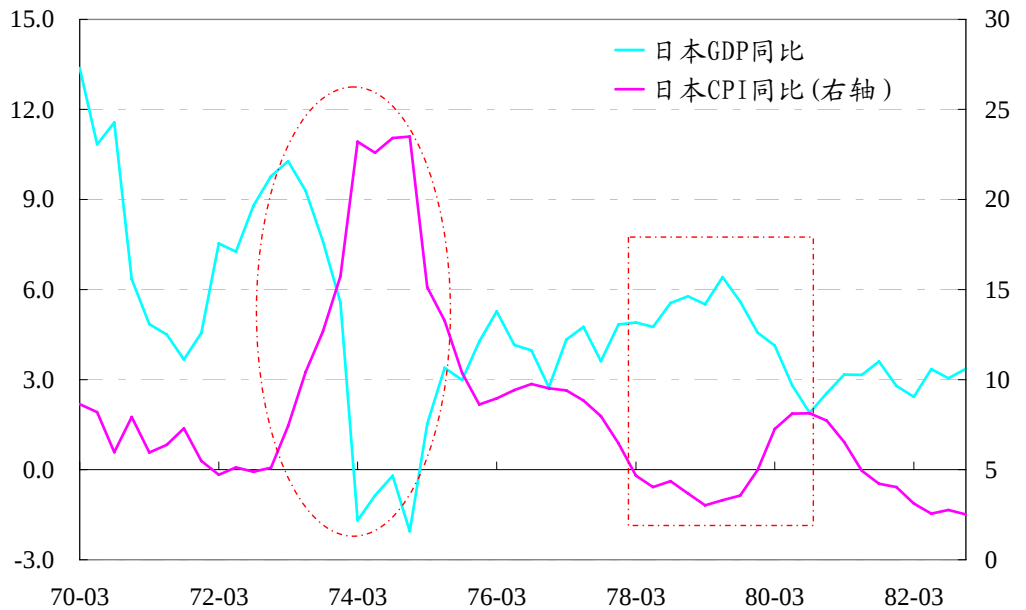
而在第二次危机时期，燃料水电涨幅甚至高于 1974 年，但食品、住宅等价格都没有出现大幅上涨，基本稳定在 10%以下。

图 79:
第二次石油危机时日本
CPI 年同比涨幅
(1978-1980)
单位: %



由于通胀水平较低，因此 1980 年前后日本经济仅出现小幅滑坡，但在第一次危机时其 GDP 则出现负增长。

图 80:
日本 CPI 和 GDP 同比增速
(1970-1982)
单位: %

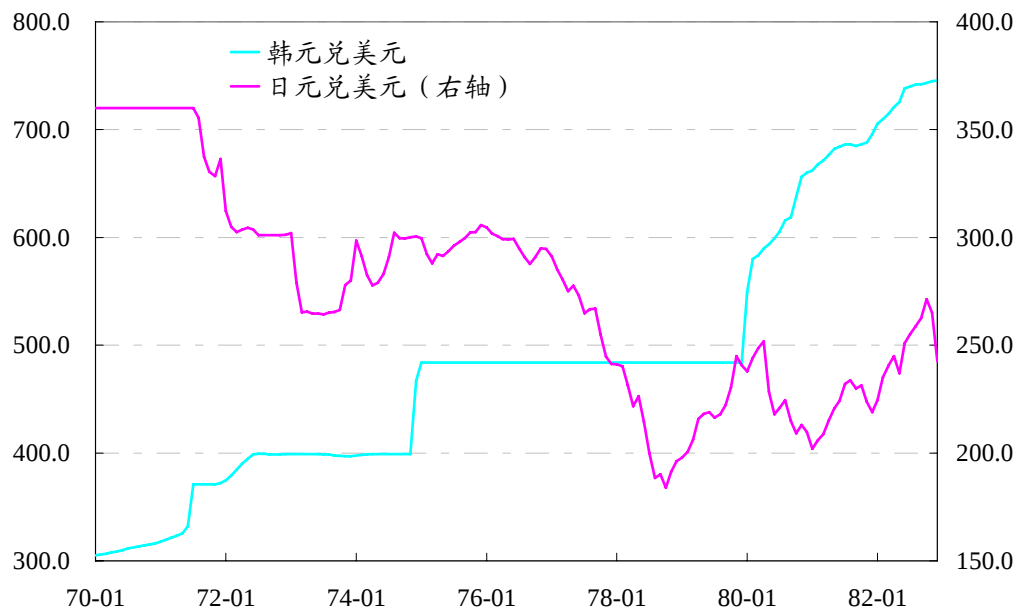


4、升值与减能耗并行

韩国和日本在两次石油危机的差异引人注意,特别是在第二次危机时,日本成功控制住通胀水平,其经验更值得借鉴。

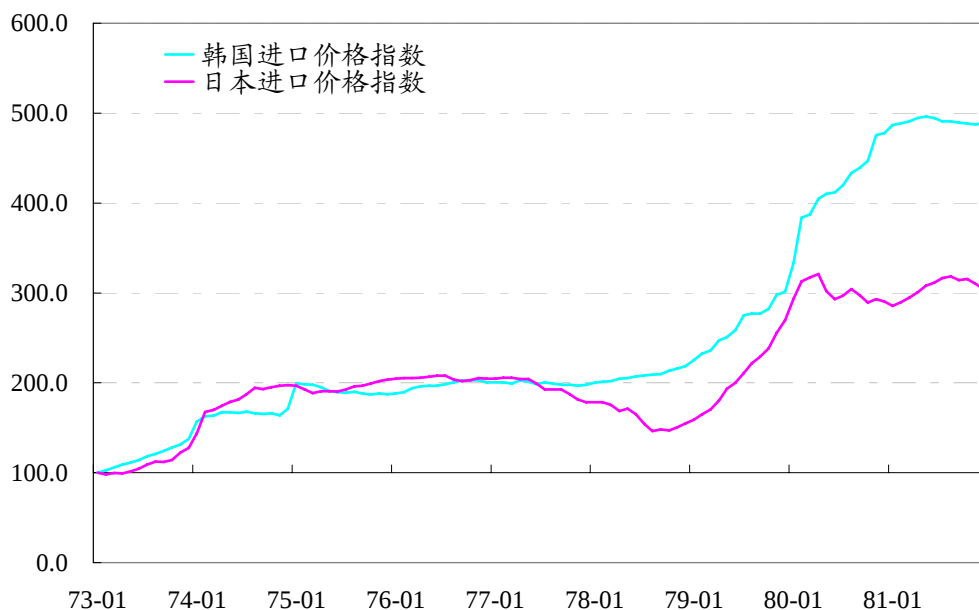
日本对进口能源依赖度一直很高,如何处理输入型通胀成为难题。我们看到,日元在 70 年代都处于升值通道中,而韩元则不断贬值,并且汇率变动缺乏弹性。

图 81:
韩元与日元兑换美元汇率
(1970-1982)
单位: 1



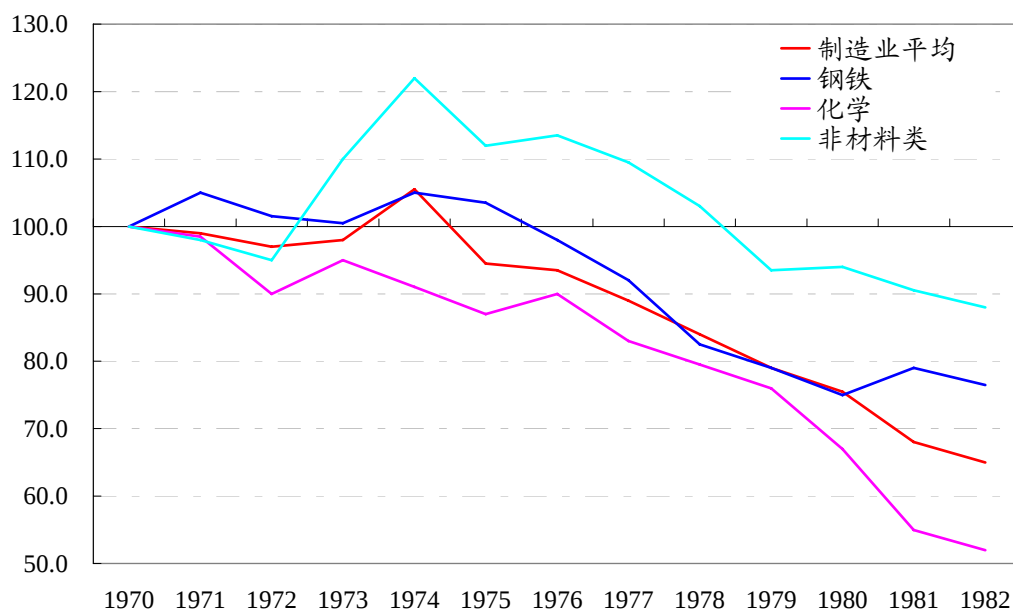
由于汇率的差异,从 1973-1981 年,韩国进口价格指数涨了 4 倍,而日本仅有 2 倍;相对应的,期间韩国燃料水电价格指数上涨了 4.6 倍,比日本涨幅大 2 倍。因此,韩国在第二次石油危机受成本冲击远大于第一次危机,而日本则恰恰相反。

图 82:
韩国与日本进口价格指数
(1973=100)
单位: %



能源价格总体涨幅较低只是一方面原因, 1980 年日本燃料水电价格指数也同比上涨超过 30%, 只是这并没有传导到其他商品价格中。我们认为, 这源于日本在第一次石油危机后实施“减量经营”、节省能源的做法。相比 1974 年, 1980 年的制造业生产与能耗比下降了约 30%, 将经济受能源价格冲击的影响降至最低。

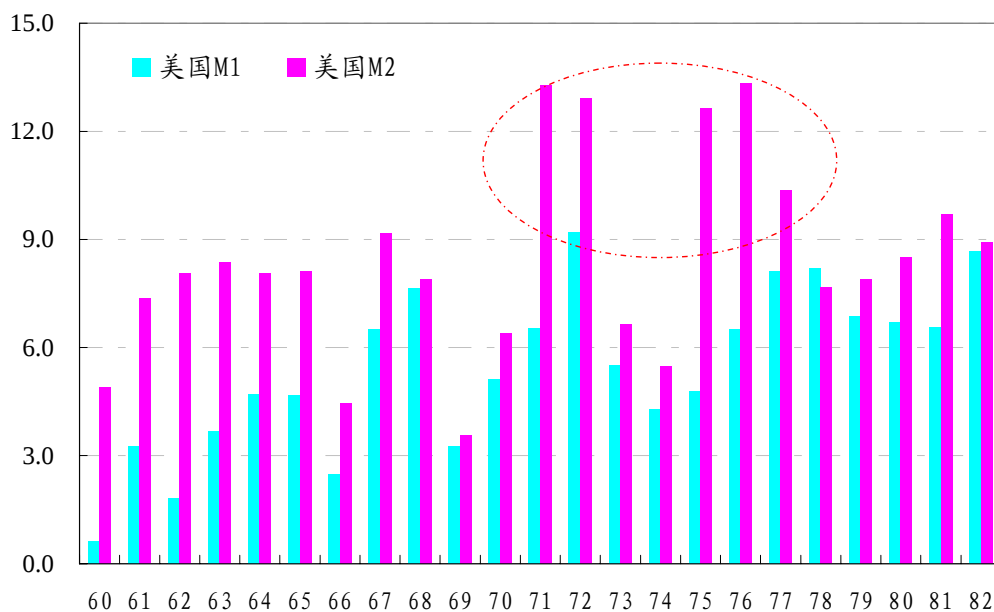
图 83:
日本生产额与能耗比
(1970=100)
单位: %



5、减少货币供应波动

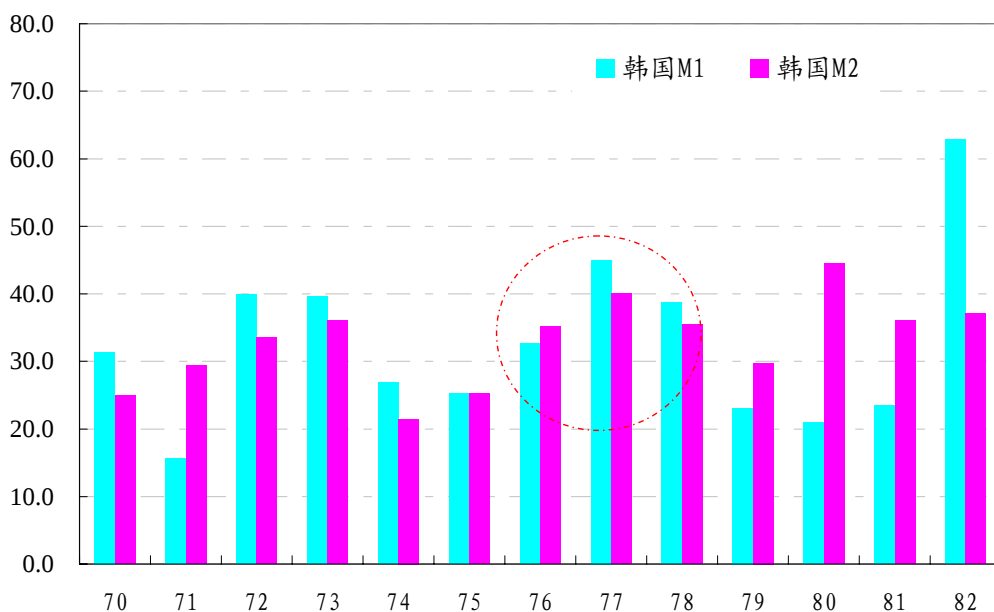
除了以上差异, 货币供应量是造成经济表现差异的关键。在 60 年代末经济增速下滑后, 美国试图利用货币工具刺激经济, 使得货币供应量增速大起大落, 反而破坏了民众的通胀预期。1974 年危机后由于经济负增长, 美国再度放松货币, 这不但没有从根本上挽救经济, 反而为新一轮高通胀埋下了伏笔。

图 84:
美国月度 M1 与 M2 同比增速
(1960-1982)
单位: %



韩国在第一次石油危机后同样采取了放松货币的做法，当通胀攀高、货币被动收缩时对经济造成了更大的损害。

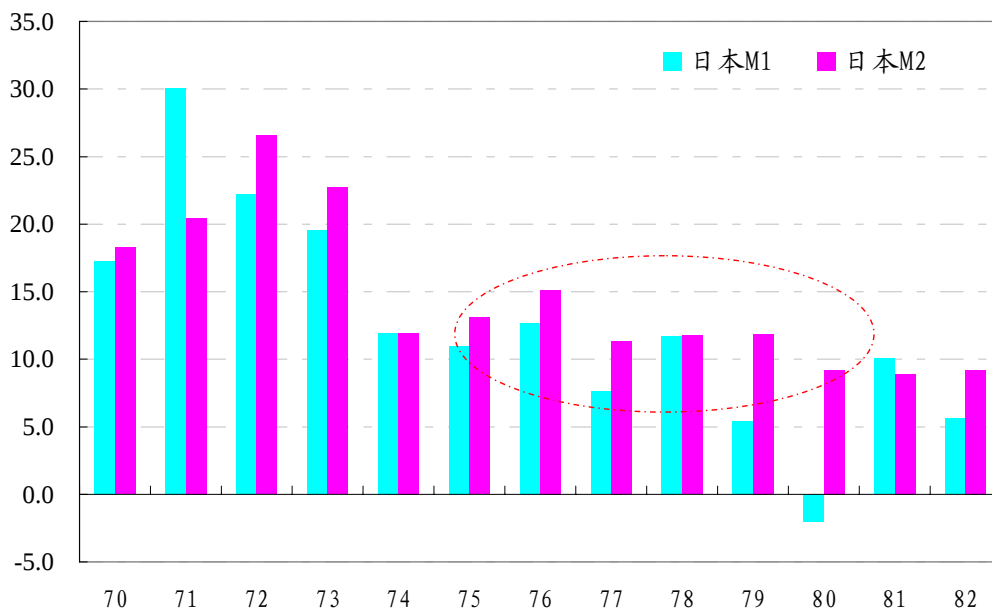
图 85:
韩国年度 M1 与 M2 同比
(1970-1982)
单位: %



日本的做法则有所不同，在 70 年代中后期其货币供应量增速基本稳定，并配合实体经济的转型，避免了经济增长的大幅波动。

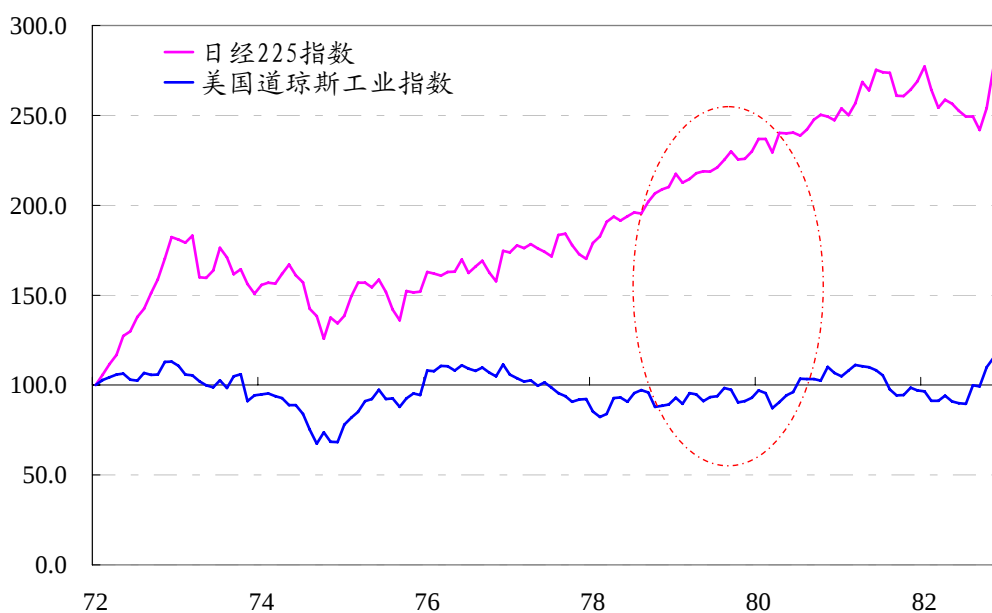
因此，面对输入型通胀，如果货币供应量波动过频过大、并且为避免经济滑坡就大幅放松货币，反而会引发高通胀，从而对经济形成更大的冲击。

图 86:
日本年度 M1 与 M2 同比
(1970-1982)
单位: %



日本经验显示,保持货币供应稳定、控制通胀并积极转型是最佳选择。特别需要指出的是,1980 年其 M1 增速为负增长,但也没有引致经济大幅滑坡。在 80 年前后经济增速下降、通胀上升的类滞胀阶段,日本股市也继续了独立向上的行情。

图 87:
日经指数与道琼斯指数
(1972-1982,1972.1=100)
单位: %



六、通胀之下产业分化

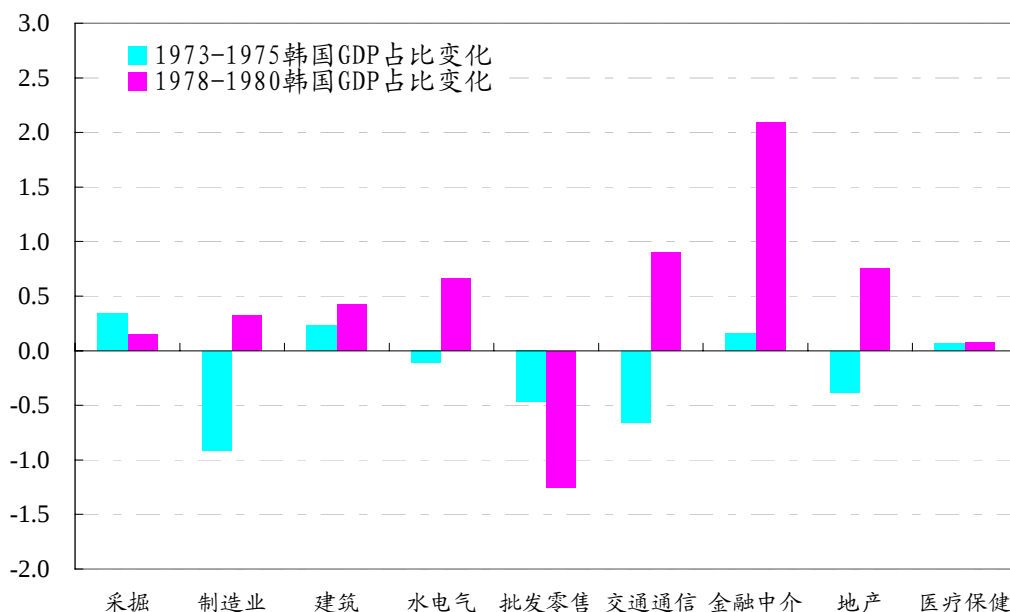
1、韩国上游行业受益

接下来,我们通过分析在七十年代的高通胀中,日韩两国的产业结构的变化,对现在高通胀下中国产业前景进行简要评判。

两次危机中,韩国采掘业、建筑业、金融中介和医疗保健业占 GDP 比重都有所上升,而批发零售业占比则下降明显。

图 88:
两次危机中韩国大类产业
占 GDP 比重变化

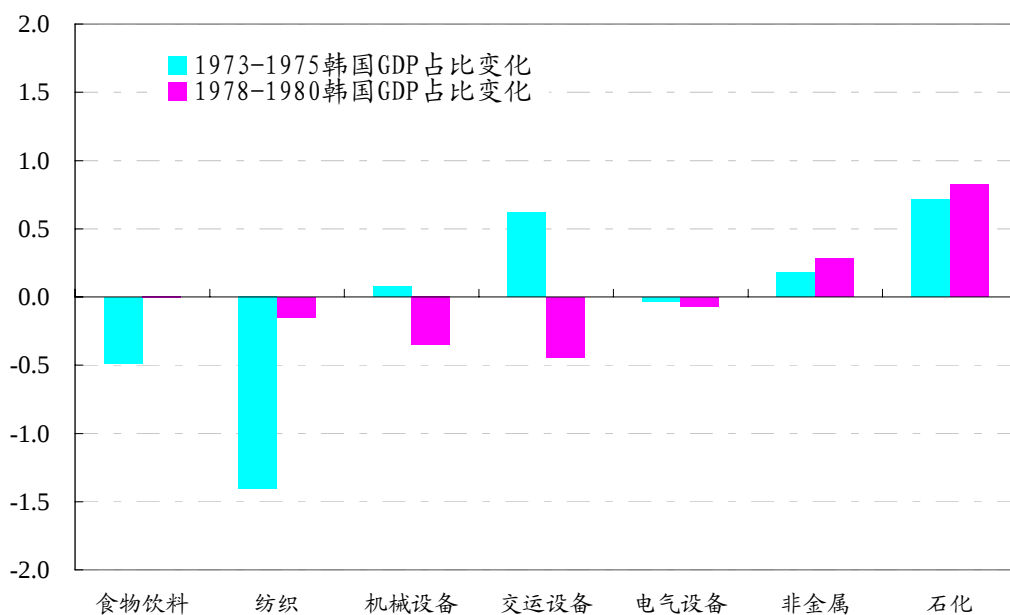
单位: %



制造业各行业中，上游的石化、非金属制造受益于高通胀，下游的食物饮料则受损。由于没有及时进行转型，机械设备、交运设备和电气设备等行业在第二次危机中受到了明显的影响。

图 89:
两次危机中韩国制造业分
项占 GDP 比重变化

单位: %

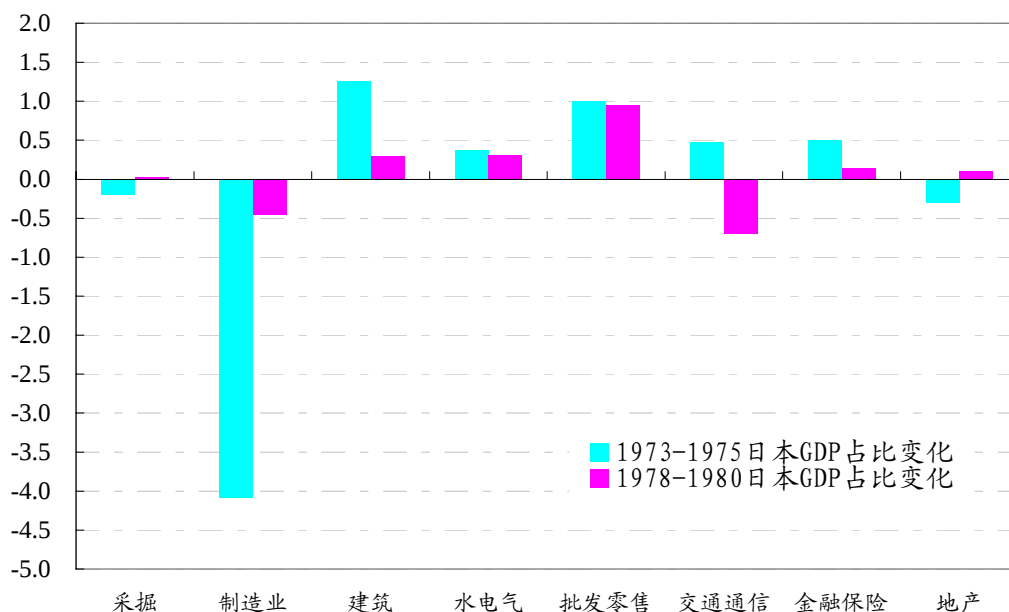


2、日本转型行业受益

在两次危机中，日本的建筑业、金融保险业占比也有所上升。但和韩国不同的是，其批发零售业占比同样出现上升，而采掘业则占比下降。

图 90:
两次危机中日本大类产业
占 GDP 比重变化

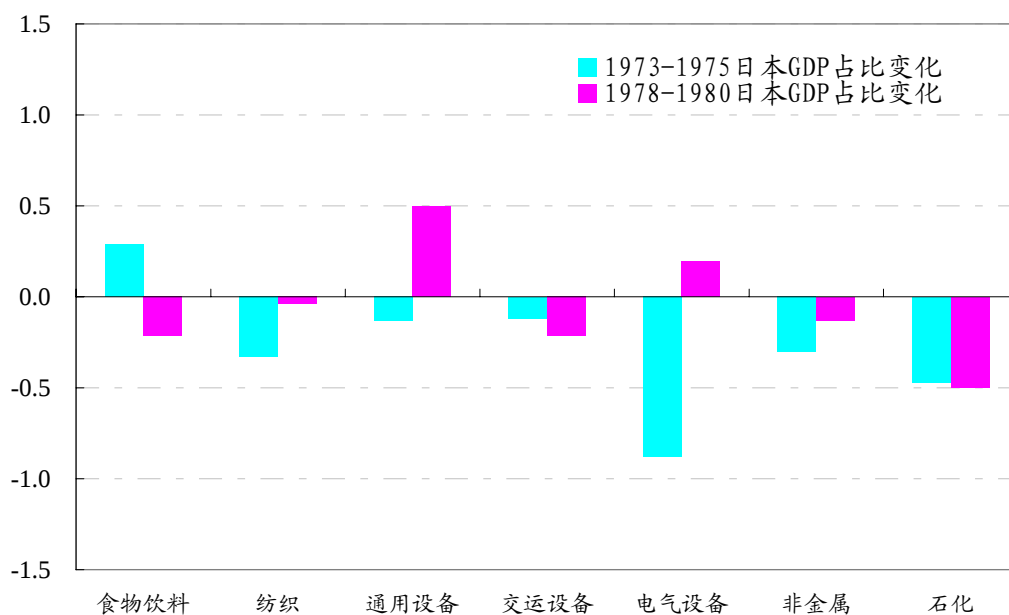
单位: %



制造业中，由于对进口能源依赖度大，日本的上游行业并未受益高通胀，而在转型的过程中，通用设备、电气设备都较经济有更快的增长，使得第二次危机中制造业占 GDP 比重下降更少。

图 91:
两次危机中日本制造业分
项占 GDP 比重变化

单位: %



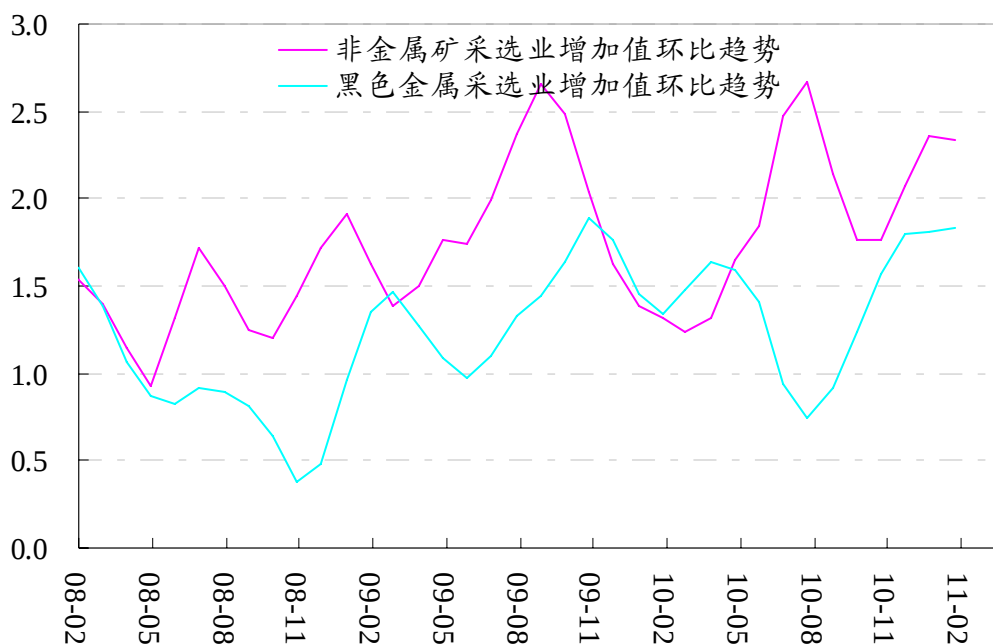
3、中国行业走势分化

与韩国的情况类似，在通胀中，中国黑色金属采选及非金属矿采选业工业持续受益。由于大宗商品价格上涨，以铁矿石为主的黑色金属矿采选业增长持续向上，而非金属矿采选业则主要受益于基建投资的增长。

图 92:
 非金属矿采选业增加值季调后环比趋势、黑色金属采选业增加值季调后环比趋势

(2008.2-2011.2)

单位: %

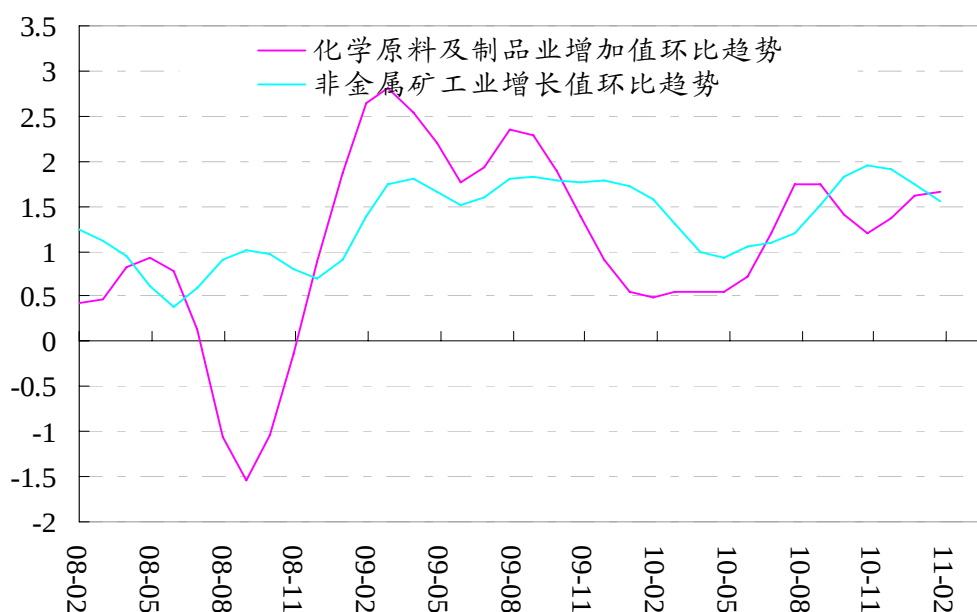


同样与韩国类似，上游的石化、非金属制造同样受益于高通胀，行业工业增加值有望持续增长。

图 93:
 化学原料及制品业增加值季调后环比趋势、非金属矿工业增长值季调后环比趋势

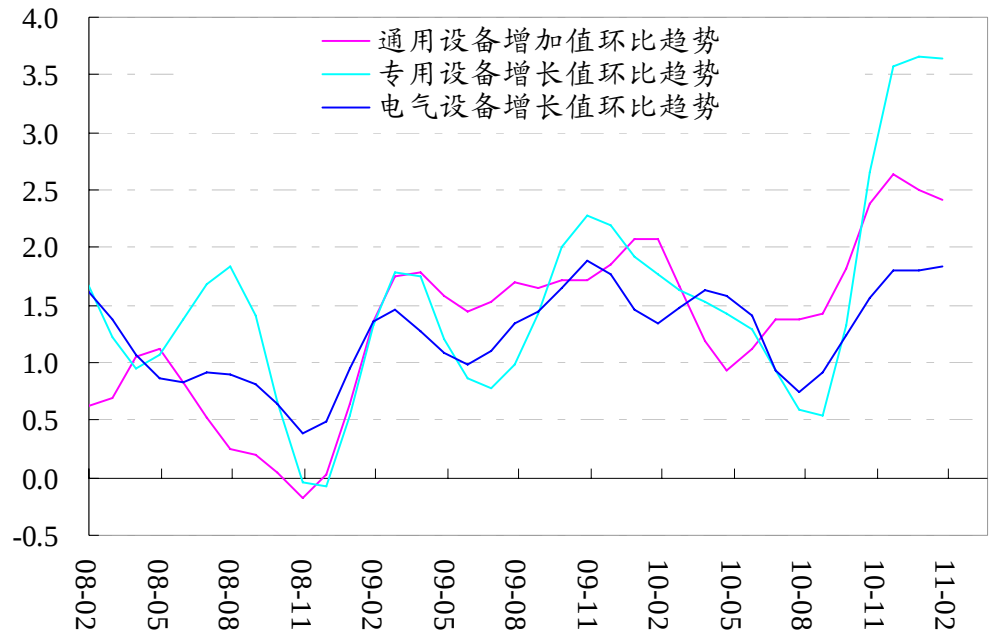
(2008.2-2011.2)

单位: %



与韩国不同，中国的结构转型较为成功，机械设备、电气设备、仪表电器等行业在通胀压力下持续受益，这些行业的增长则与日本类似。

图 94:
通用设备、专用设备、电
气设备增加值季调后环比
趋势
(2008.2-2011.2)
单位: %



七、升级转移扩张出口

2010 年中国进出口总额已占到国内生产总值的一半，并且成为全球出口量最大的国家。过去十年，出口部门成为中国实现工业化和推进城镇化的重要引擎。我们能在出口部门清晰的观察到中国工业化的路径和产业成长的方向。2008 年金融危机以后，随着全球经济格局的变化以及中国中西部地区的加速发展，中国出口部门在承受需求萎缩和成本上升压力，在我们看来这种压力不仅不能阻碍中国出口部门的继续成长，反而会激励其加速产业升级以及产业转移，中国的出口部门在升级和转移中将取得质和量双重维度的成长。

从产业成长和升级的角度看，中国出口部门首先是净出口劳动密集型产品，至 2002 年之后，逐渐由资本密集型产品的净进口转向净出口，例如中国的钢铁行业在 2004 年成为净出口行业，造纸行业在 2007 年成为净出口行业。现在中国正在向资本和技术密集型升级，当前那些资本技术投入高，在出口中占比低，以及仍需要净进口的产业在未来都可能会出现上述的转变，这种转变将定义中国未来的产业升级，也是投资者应该重点关注的领域。

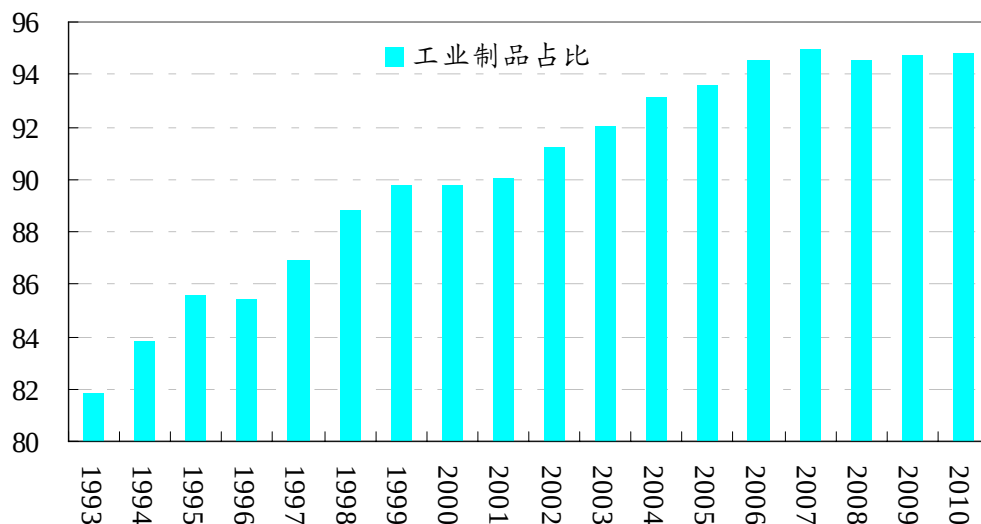
产业升级本质上是一国要素比较优势相对转变的结果，然而中国广阔的内部市场以及各区域之间由于发展程度差异所带来的比较优势的丰富性为中国的工业增长提供了纵深的空间。中国东部地区很多以出口为导向的产业在过去两年开始转向内需以及大规模的向中国的中西部转移，这种变化将支持未来五年中国出口部门会呈现出产业升级和产业扩张，并保证出口继续保持较高速度的增长。

1、出口产业升级持续

出口部门的产业升级首先表现为工业制品出口比重的持续提升，至 2010 年工业品占中国出口的比重已接近 95%。

图 95:
出口中工业制品占比
 (1993-2010)

单位: %



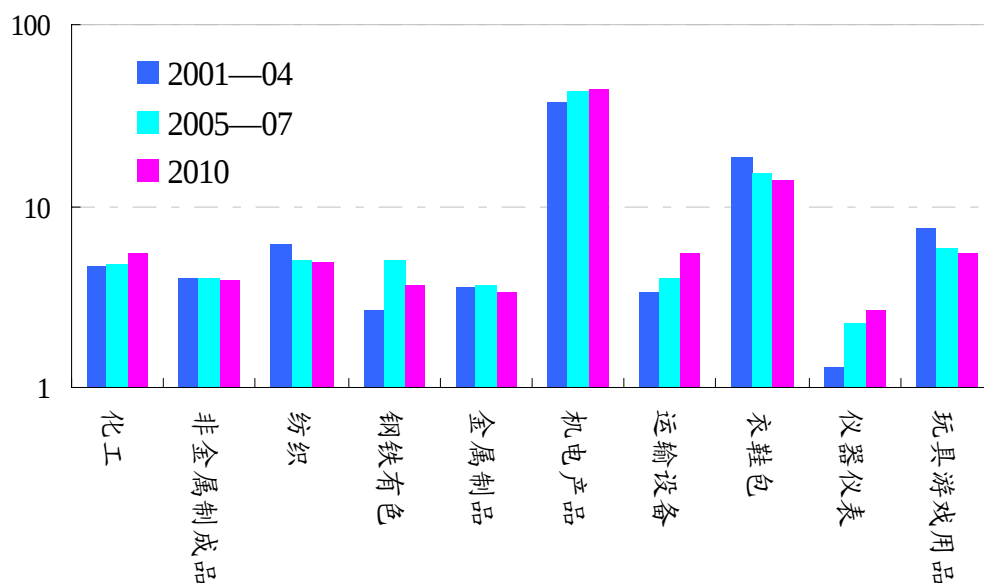
再观察工业品各行业出口结构的变化,我们发现过去 10 年劳动密集型产品如纺织品、衣鞋包、玩具在出口中的比重持续下降。资本密集型产品如钢铁、金属制品占比先升后降,资本技术密集型产品如化工产品、运输设备、仪器仪表等占比则在持续上升,这种变化清晰的勾勒出了中国出口部门产业结构的升级次序。

图 96:
中国 2001 年以来各类产品
出口占比

(2001-2010)

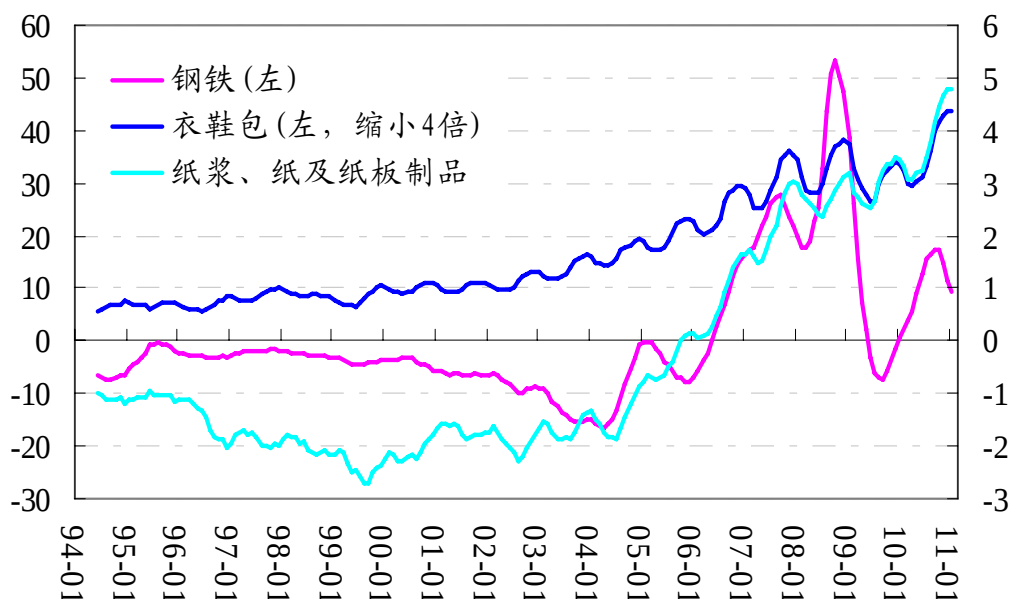
单位: %

注: 单位进行了对数化处理



各类产业进出口消长变化也反映出了同样的产业发展趋势。劳动密集型产品持续净出口,资本密集型产品先是净进口,在 2005 年之后逐渐转为净出口。

图 97:
各产业净出口变化
(1994.01-2011.01)
左右轴单位: 亿美元

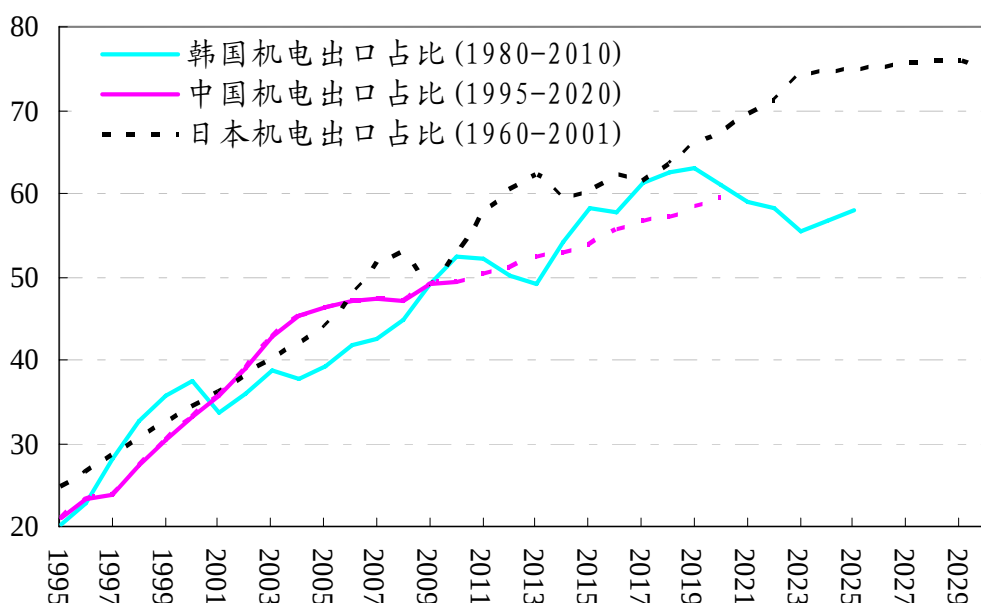


2、机电产业成长机会

机电产业是过去十年中国成长最快的工业品，也是目前出口比重最高的工业品。过去 15 年，中国机电产品出口占比从 20% 上升至 50%。

对比中国、日本和韩国机电产品出口占比的成长趋势，我们发现三个国家机电产品出口成长趋势惊人的相似。日本机电产品占比从 1960 年开始增长，直至 2000 年达到 74% 的峰值。而韩国机电产品占比持续增长至 2004 年的 63%，我们预计至 2020 年，中国机电产品占比将由目前的 50% 上升至 60%。

图 98:
韩国、中国及日本机电产
品出口占比
(韩国 1980-2010)
(中国 1995-2020)
(日本 1960-2001)
单位: %

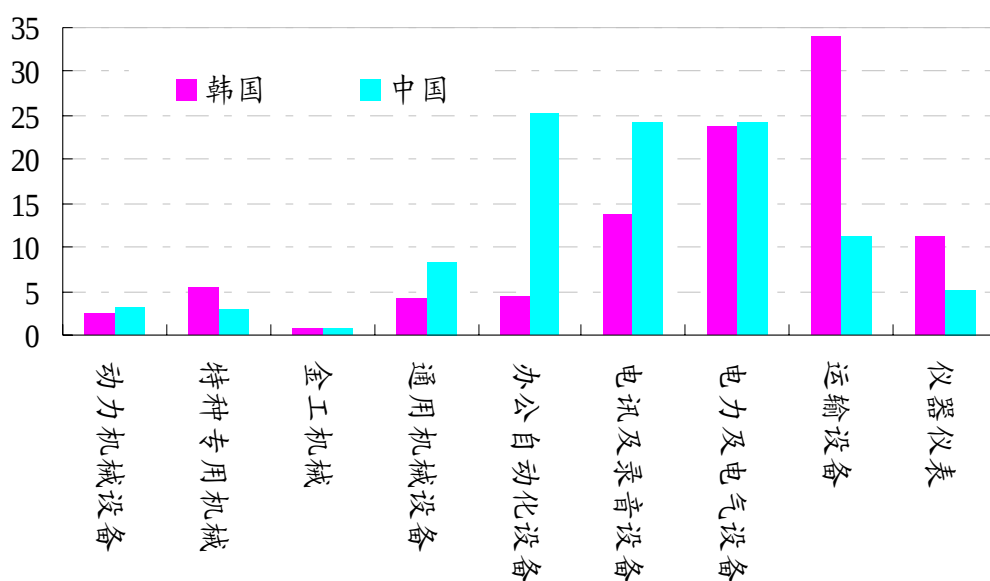


中国目前机电产品结构仍偏向低端和密集使用劳动力的产品。中国机电产品主要集中在办公及自动化设备、电讯及录音设备等比较低端的行业，这两个行业出口产值占整个机电行业出口额的 40%。

与韩国 2010 年机电产品出口结构相比，我们在通用机械设备，办公自动化设备以及电讯录音设备等行业远超出韩国，而运输设备、仪器仪表以

及特种专业机械设备等资本技术密集型产业的出口比重远低于韩国。

图 99:
2010 年韩国、中国出口产
品结构
(2010)
单位: %



从进出口相对变化的角度来看,韩国电力机械及电气设备行业净进口持续至 1988 年,仪器仪表行业净进口则一直持续至 2006 年。

中国目前仪器仪表行业净进口还在进一步扩大中,而特种工业专用设备净进口在金融危机之前持续收窄,危机后由于中国的进口支持政策,净进口又进一步扩大。通用工业机械及设备行业则与 2005 年由净进口转为净出口,而动力机械及设备行业在 07 年底由净进口转为净出口。

中国在机电产品整体持续发展的背景下,机电产品细分行业在发展的程度上表现出了较大的差异。至今仍净进口的那些行业在未来或有较大的成长空间。

图 100:
韩国仪器仪表及电力机械
和电气设备行业净出口走
势
(1977.12-2011.01)
单位: 亿美元

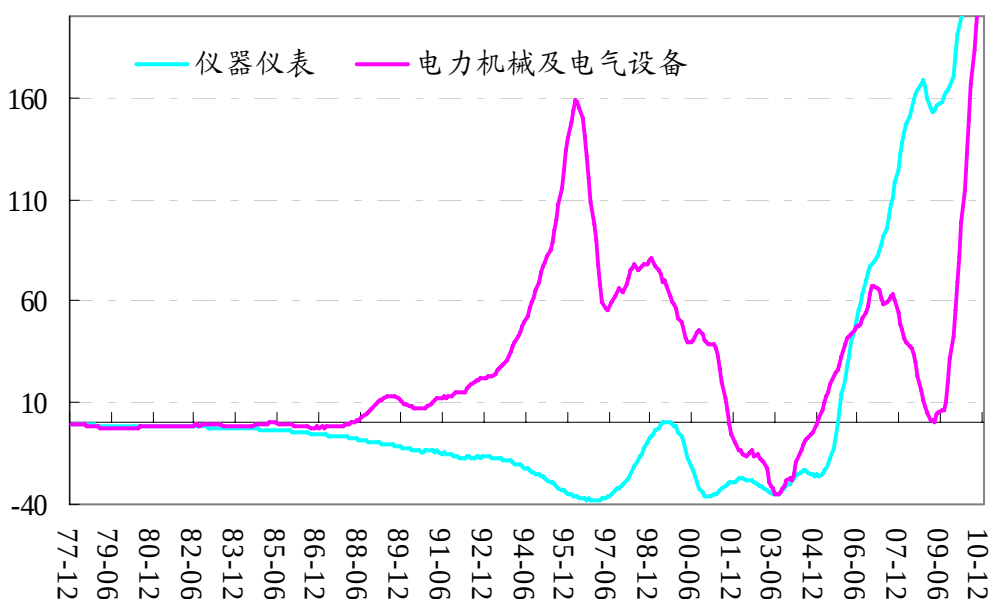
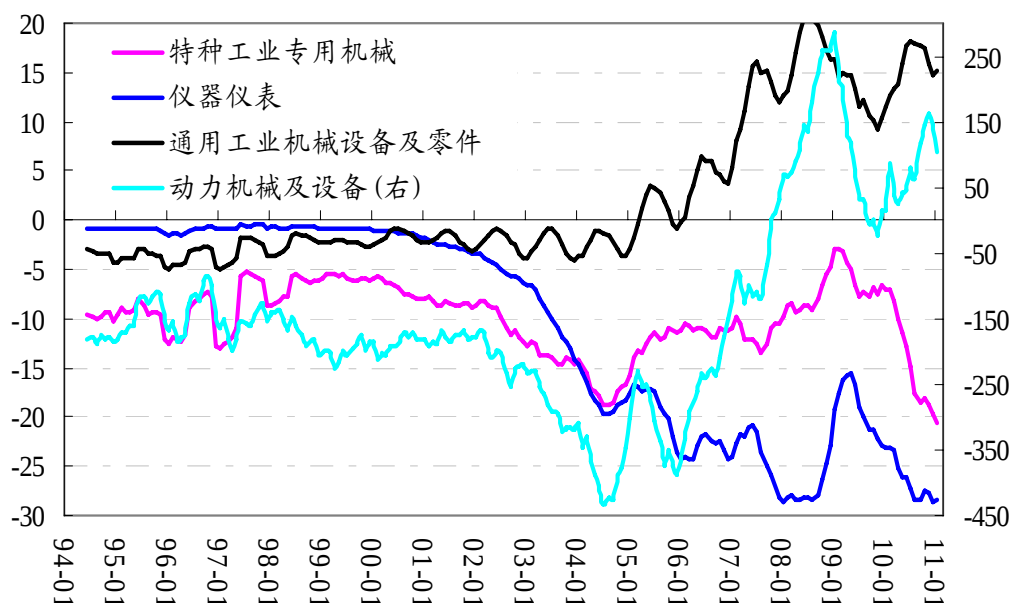


图 101:
中国机电产品出口部门各
细分行业净出口

(1994.01-2011.01)

左轴单位: 亿美元

右轴单位: 百万美元

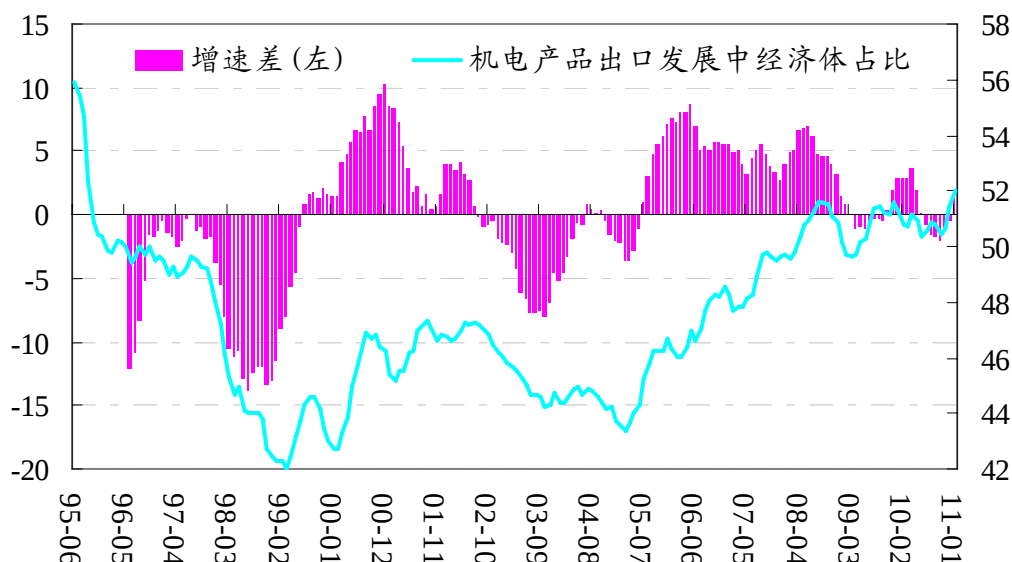


中国机电产品出口产业升级的一个重要动力是来自需求的拉动。自从05年以来,中国出口向美国、欧洲、日本以及韩国以外区域的机电产品占比持续上升,出口向这些地区的机电产品增速也持续高于出口向发达经济体的增速。由于收入水平和需求结构较为相似,新兴市场和发展中国家为中国的资本技术密集型产品广阔的市场,例如中国的汽车主要出口向发展中经济体。

图 102:
中国机电产品出口发展中
经济体占比及与出口发达
国家增速差

(1995-2011)

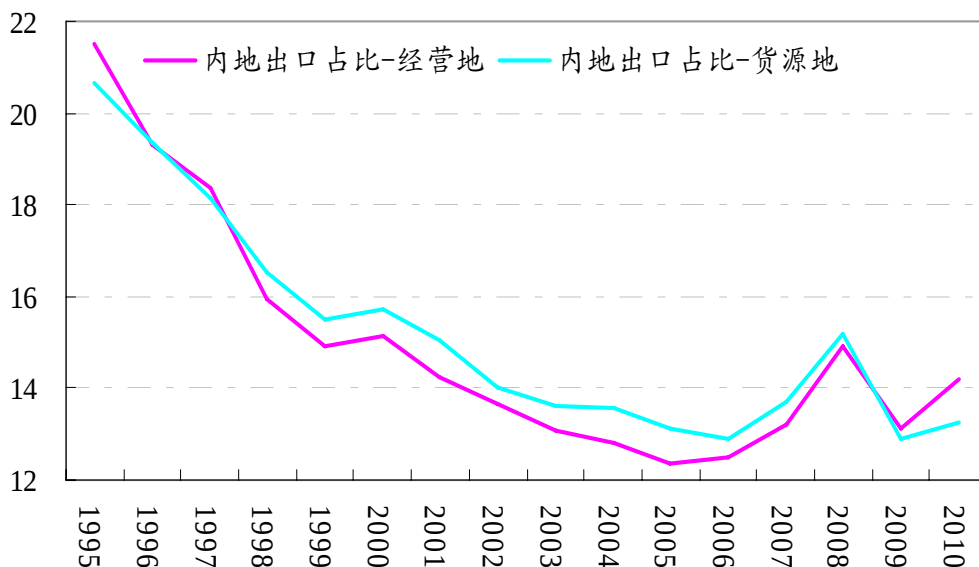
左右轴单位: %



3、出口产业持续内转

其次从出口产业的分布来看,中国出口一直集中在东南沿海,前九大出口地为广东、江苏、上海、浙江、山东、福建、北京、辽宁、天津,除辽宁外均为东部沿海省市。我们将除辽宁外的八大沿海出口地定义为沿海,将其他地区定义为内地。我们发现,1995年以来内地出口占比一直在下降,按经营地口径,从1995年的21.5%下降到2005年的12.35%,最近有所回升,但仍然不足15%,按货源地口径也能得到相同的结论。

图 103:
 按经营地统计与按货源地
 统计内地出口占比
 (1995-2010)
 单位: %



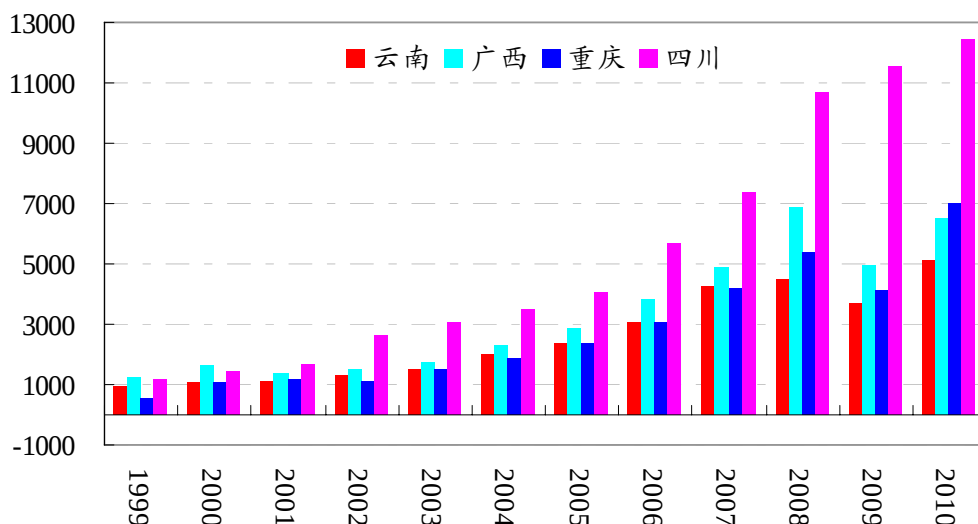
受内地出口占比见底回升的影响,我们看好内地未来有潜力的出口地区:广西、云南、重庆、四川。从以上四地区推出的十二五规划来看,都提出了雄心勃勃的出口战略。

表 1:
 广西、云南、四川、重庆
 “十二五”出口战略
 注:来源各地“十二五”规划

地区	出口战略
广西	充分利用中国-东盟自贸区规划;扩大加工贸易规模。
云南	西南开放桥头堡战略;加工贸易基地;瑞丽重点开发开放试验区;产业集聚区、保税物流区和无障碍跨境旅游区;中国-南亚博览会;主动承接珠三角产业转移;农产品出口。
四川	优先发展软件、金融、财务等服务外包产业,促进旅游、文化、运输、中医保健等服务产品出口;承接国内外产业转移,如珠三角。
重庆	建设内陆开放高地,两路寸滩保税港区、西永综合保税区,进出口总值突破 1000 亿美元,累计实际利用外资 500 亿美元、境外投资 300 亿美元。

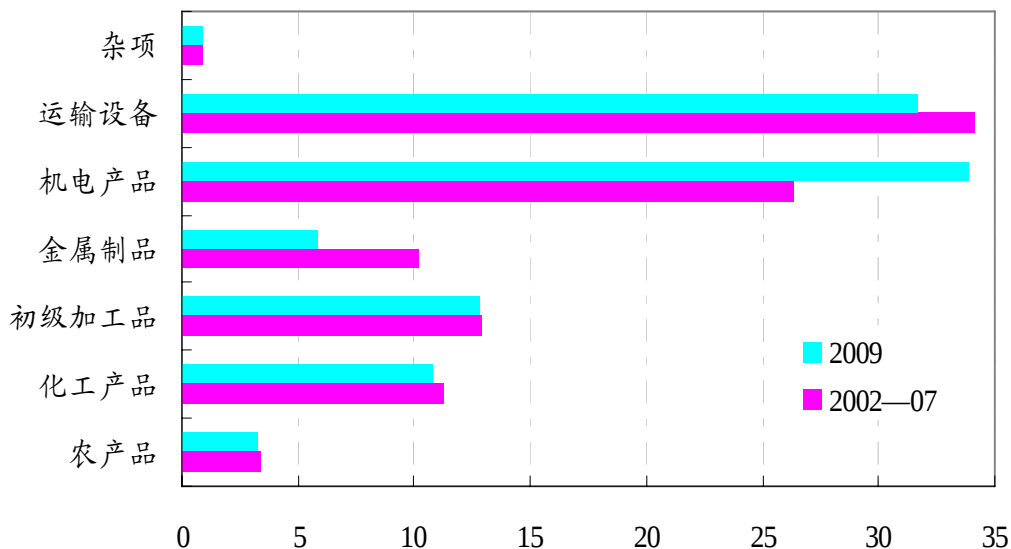
从区域产业转移的角度看,这些地区将积极承接珠三角的产业转移,从富士康内迁重庆事件中这一产业转移的迹象已出露端倪。以云南、广西、重庆及四川为例,这些地区的 2011 年的出口额与前一年相比大幅增长。

图 104:
 云南、广西、重庆、四川
 出口额
 (1999-2010)
 单位: %



分出口产品结果来看,重庆2009年与08年之前的五年相比,出口产品中主要机电产品份额有了大幅度提升,资本劳动密集型的机电行业快速向内地转移,这将会导致中国在机电等行业升级与转移扩张并存。

图 105:
 重庆出口产品结构对比
 (2002-2009)
 单位: %



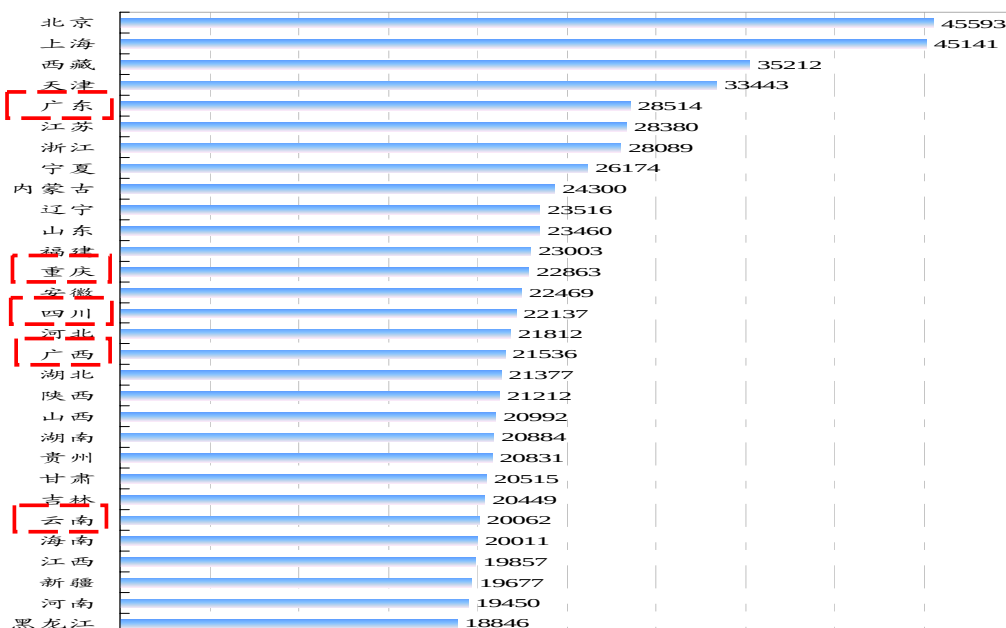
内地、沿海平均工资差异巨大。从工资上看,广西、云南、四川、重庆相对广东有较大的成本优势。成本优势将有利于产业向内地转移。

图 106:
2010 年各省平均工资

(2010 年前 3 季度)

单位: %

注: 数据为 2010 年前三季度累计平均工资



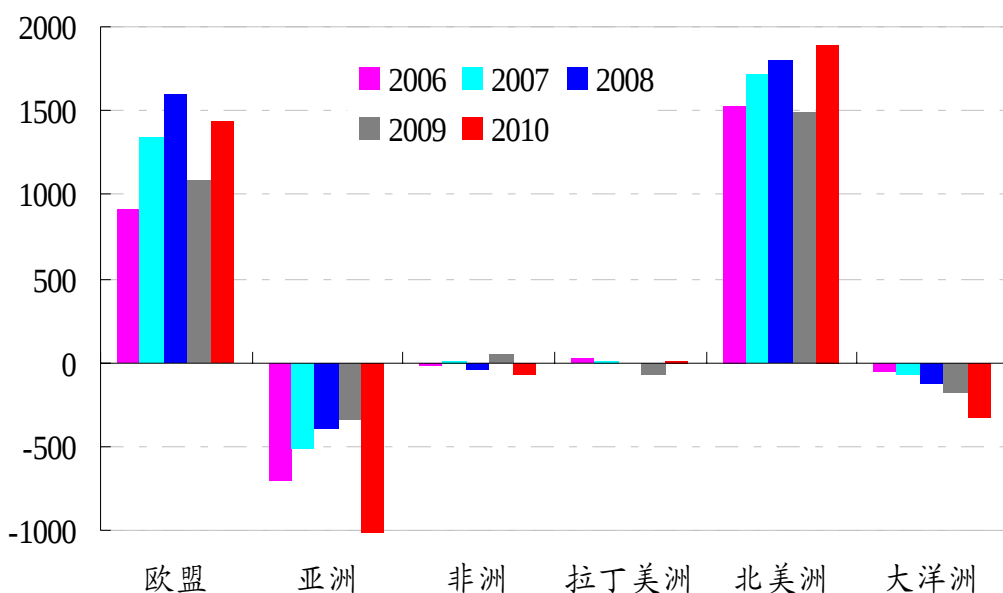
4、新兴市场促进平衡

新兴经济体正在成为中国经济寻求外部平衡的重要区域。自全球经济复苏以来, 中国对美国 and 欧盟持续顺差, 而对亚洲、非洲、大洋洲则维持逐渐扩大的逆差。

图 107:
中国对主要地区贸易余额

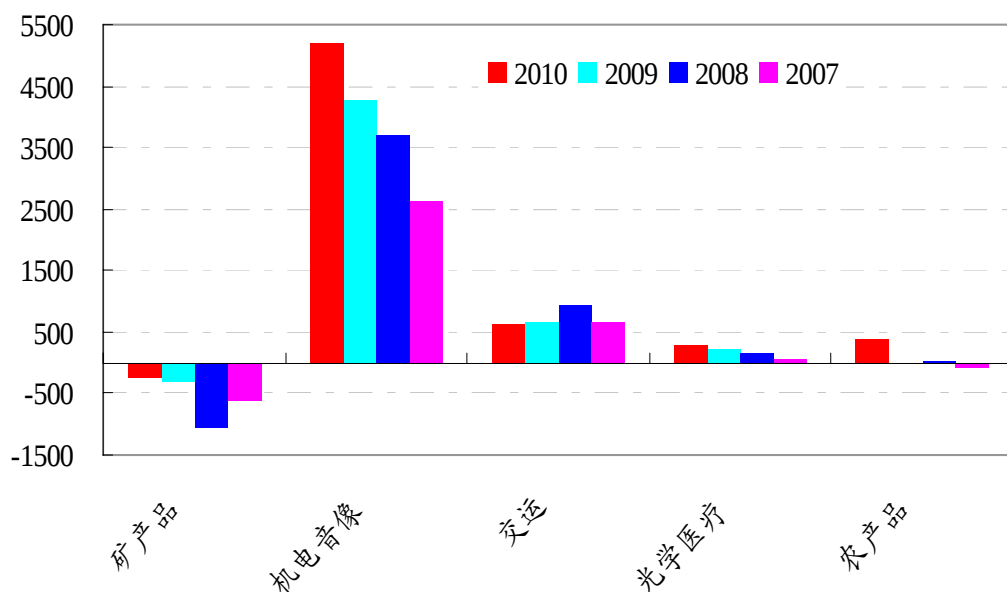
(2006-2010)

单位: 亿美元



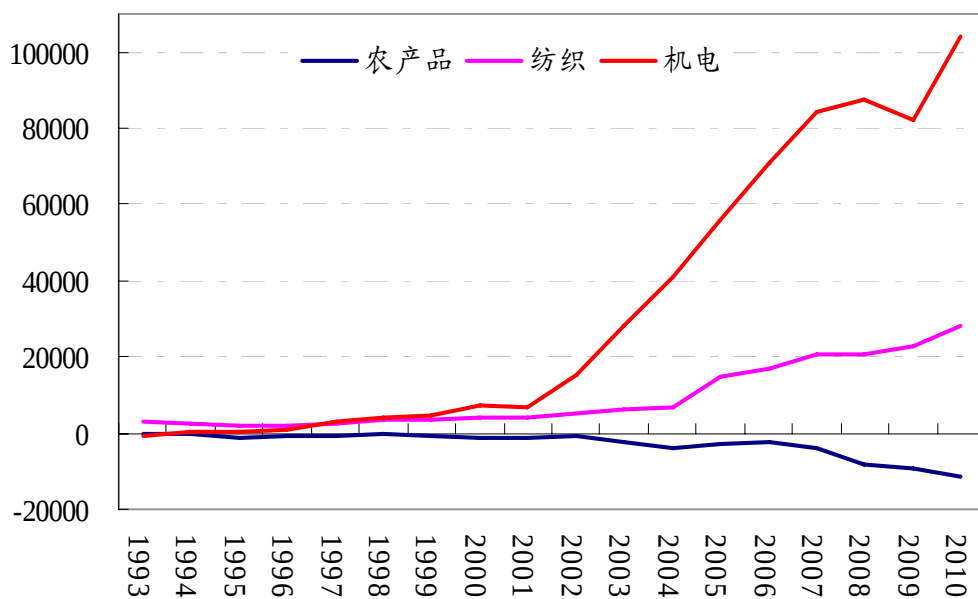
从贸易结构上看, 中国和东盟之间的贸易有利于中国外贸结构的优化。以越南为例, 中国对越南进出口中, 主要向越南出口机电和音像设备、交通运输设备、光学医疗设备, 主要进口矿产品。

图 108:
中国对越南主要产品出口
增速
 (2007-2010)
 单位: %



中美贸易是中国外贸再平衡的关键, 进入 21 世纪以来, 我们观察到的是中国从美国进口的农产品大增, 而向美国出口的机电产品也大增。

图 109:
中国对美国农产品、纺织、
机电产品贸易余额
 (1993-2010)
 单位: %



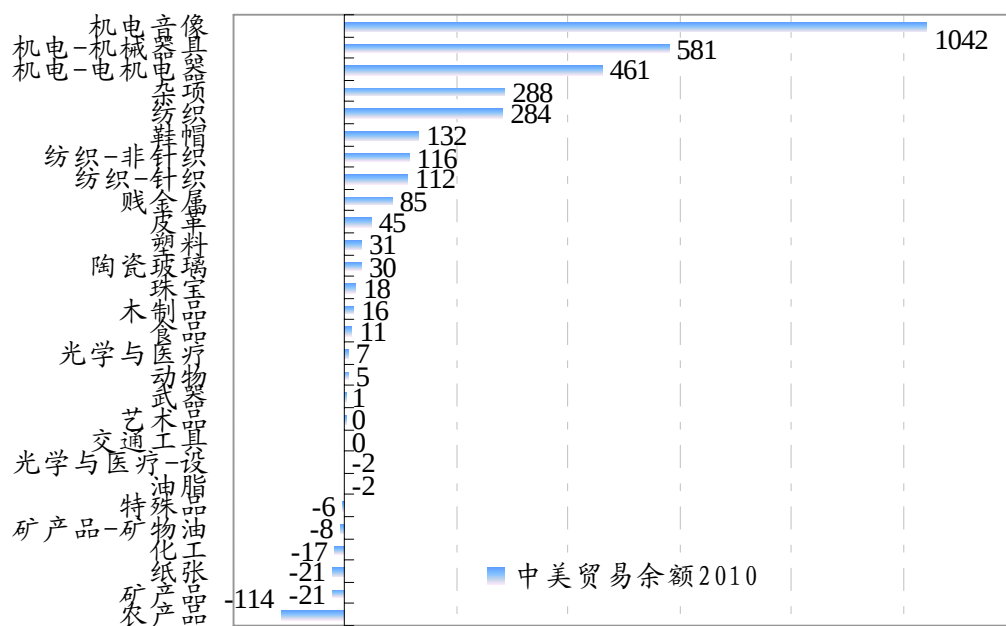
机电产品和农产品分居净出口和净进口的两端。

110:

2010 年中国对美国分产品 贸易余额

(2010)

单位: 亿美元



附注1: 文中涉及数据源于wind, CEIC, 统计局, 商务部, 统计年鉴, 日本统计局网站, 国泰君安。

表1 月度经济指标预测

指标	月份	11-2	11-3	11-4	11-5	11-6	11-7	11-8	11-9
CPI	实际值	4.9							
	预测值	4.6	5.2	5.0	4.9	5.4	5.3	5.0	4.7
PPI	实际值	7.2							
	预测值	7.1	7.2	6.7	6.9	7.8	8.6	8.2	7.2
社会消费品零售	实际值	15.8							
	预测值	19.6	17.6	17.2	17.0	17.5	17.4	17.1	17.0
工业增加值	实际值	14.1							
	预测值	13.0	13.6	13.3	13.2	12.9	12.6	12.2	11.7
固定资产投资	实际值	24.9							
	预测值	19.6	23.3	22.2	21.2	20.6	20.0	19.5	19.1
房地产投资	实际值	35.2							
	预测值	26.0	23.5	18.2	14.5	12.1	11.2	10.6	10.4
出口	实际值	2.4							
	预测值	25.9	21.4	22.5	18.8	21.6	17.4	18.2	18.2
进口	实际值	19.4							
	预测值	48.7	24.8	29.3	27.5	27.0	33.4	33.1	29.1
顺差	实际值	-73							
	预测值	-102.4	-210.0	-123.8	90.5	53.7	151.9	58.8	48.8
新增信贷	实际值	5356							
	预测值	6000	5000	7000	6000	5000	6000	6000	6000
M1	实际值	14.5							
	预测值	17.2	14.2	13.2	12.3	12.3	11.1	10.6	14.2
M2	实际值	15.7							
	预测值	16.5	14.4	14.7	14.7	14.0	15.2	14.2	14.4

表2 货币政策指标预测

指标	月份	11-2	11-3	11-4	11-5	11-6	11-7	11-8	11-9
1 年存款利率	实际值	3.00							
	预测值	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
1 年贷款利率	实际值	6.06							
	预测值	6.06	6.06	6.06	6.06	6.06	6.06	6.06	6.06
1 年央票利率	实际值	3.00							
	预测值	2.90	3.00	3.10	3.20	3.20	3.40	3.40	3.40
人民币兑美元汇率	实际值	6.57							
	预测值	6.55	6.50	6.45	6.40	6.35	6.30	6.30	6.30
法定准备金率	实际值	19.5							
	预测值	19.5	20	20	20	20	20	20	20

表3 季度、年度经济指标预测

指标	月份	10-12	11-3	11-6	11-9	11-12	2010 年	2011 年
GDP	实际值	9.8					10.3	
	预测值	9.0	9.9	9.7	9.0	7.8	10.3	9.1
第一产业	实际值	4.8					4.3	
	预测值	4.3	5.4	4.9	4.1	3.5	4.0	4.5
第二产业	实际值	11.3					12.2	
	预测值	9.8	10.5	10.1	9.1	7.1	12.0	9.2
第三产业	实际值	9.5					9.5	
	预测值	9.8	10.3	10.2	9.7	9.4	9.6	9.9
CPI	实际值	4.7					3.3	
	预测值	4.4	5.0	5.1	5.0	3.5	3.3	4.6
PPI	实际值	5.7					5.5	
	预测值	5.0	6.9	7.1	8.0	4.8	5.5	6.7
社会消费品零售	实际值	18.8					18.4	
	预测值	18.7	19.0	17.2	17.2	16.1	18.4	16.7
工业增加值	实际值	13.3					15.7	
	预测值	13.2	13.3	13.1	12.2	10.5	15.7	12.4
固定资产投资	实际值	24.4					24.5	
	预测值	24.2	20.8	21.3	19.5	18.4	24.2	20.0
房地产投资	实际值	28.8					33.2	
	预测值	33.7	25.2	14.9	10.7	11.2	36.7	15
出口	实际值	25.2					31.3	
	预测值	22.4	26.1	20.1	17.9	19.3	31.4	20
进口	实际值	29.6					38.7	
	预测值	23.2	31.6	27.9	31.8	25.5	38.6	29.1
顺差	实际值	631.2					1831	
	预测值	690.7	-137.3	197.4	331.9	309.0	1831	701.0
新增信贷	实际值	16324					79500	
	预测值	15500	23000	18000	18000	17000	79500	75000
M1	实际值	21.2					21.2	
	预测值	21.1	14.2	12.3	10.7	11.0	21.2	11.0
M2	实际值	19.7					19.7	
	预测值	18.6	14.4	14.0	13.9	14.2	19.7	14.2

作者简介:**姜超:**

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06至10年入围新财富债券最佳分析师，08年获第三名，09、10年获第二名。

王虎:

中南大学工学学士，南京大学经济学博士。2008年加入国泰君安，从事宏观经济研究。

2010年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名，《证券市场周刊》“远见杯”年度经济数据预测第三名。

吕春杰:

经济学硕士，毕业于复旦大学，2008年7月加入国泰君安，从事宏观研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		