

UBS Investment Research

中国经济评论

12月政策概览与宏观数据前瞻

2011年1月4日

www.ubssecurities.com

政府将2011年GDP增长和通胀目标分别设定为8%和4%，这两项指标有明显的上行空间。人民银行已于12月加息，我们预计2011年人民银行还将加息75个基点。政府计划降低财政赤字（约占GDP的2%）并增加社会保障支出。由于食品价格增速下降以及基数效应，预计12月份CPI同比增速回落至4.3%。我们预计2011年一季度CPI通胀率仍将高于4.5%。出口和建设活动继续强劲增长，因此四季度GDP同比增长率将超过9%。我们认为四季度外汇储备增长超过1,500亿美元，而外管局颁布了新规鼓励出口企业将外汇收入存放在境外。

汪涛

经济学家

S1460208080042

wang.tao@ubssecurities.com

+8610-5832 8922

徐高

经济学家

gao.xu@ubssecurities.com

+8610-5832 8413

胡志鹏

助理经济学家

S1460210090001

harrison.hu@ubssecurities.com

+8610-5832 8847

近期政策概览

12月中旬的中央经济工作会议结束后，多个部委在过去两周内密集出台了一系列政策文件。现在我们对2011年的主要经济目标、宏观政策基调以及计划采取的政策工具有了更充分的认识。具体而言：

- 2011年GDP增速目标设定在8%，与过去几年相同；而CPI目标则从2010年的3%上调至4%。上调通胀目标在一定程度上是承认通胀上升这一现实；另一方面也是为一些必要的价格调整（包括食品和能源价格）创造空间。2011年中央政府面临的一大挑战是控制投资和通胀。
- 央行已表示2011年**广义货币增速目标为16%**，但目前尚未公布具体的信贷目标。据称一些商业银行目前正按与去年大致持平的信贷规模来规划2011年的目标。央行已告知商业银行其将加强流动性管理和更多运用差别存款准备金的计划。我们预计2011年**新增贷款为7-7.5万亿元**（贷款余额增速为15-16%）。根据信贷投放的季节性特征，我们预计**2011年1月新增贷款将达1万亿元以上**。
- 由于加息的必要性不容忽视，央行于**12月25日加息25个基点**。央行还上调了再贴现率以及对商业银行的再贷款利率——这反映了12月最后几天由于若干年末因素以及先前准备金率多次上调，一些银行不得不罕见地向人民银行借款。
- 如我们所预期，**2011年财政赤字目标有所降低**（由2010年2.8%的目标降至2%）。2010年财政收入预计增长18%，相比之下2011年预算中财政收入低于10%的增速仍比较保守。随着经济刺激政策的结束，中央计划**增加社会保障支出**，包括增加教育、保障性住房、医疗保健、养老金和对农村地区的支出等。此外，我们还预计在以下税收领域的改革将有所进展：在一些服务行业用增值税取代营业税；在部分城市试点房产税；对个人所得税进行一定的调整；但这些改革影响预计比较有限。
- 在**消费相关的领域**，政府计划把农村和城镇**基本医疗保险财政补助标准**从人均120元提高至200元；把企业退休人员每月人均基本养老金提高10%；把农村基本养老保险覆盖面扩大至40%的县。这些政策将有助于支撑中低收入人群的消费和医疗保健支出，尤其是在2011年通胀上升的背景下。与此同时，多项**涉及汽车销售的补贴**（小排量汽车购置税优惠政策、汽车以旧换新以及汽车下乡补贴）**都于2010年12月31日终止**。

- 国家外汇管理局在12月31日发布了新规定，**鼓励出口企业将外汇收入存放在境外**。目前尚不清楚该政策会带来怎样的具体影响，但这一政策本身显示外管局在处理日益增加的外汇流入方面正遭遇越来越严峻的挑战。我们**预计2010年四季度外汇储备增幅将超过1,500亿美元**。

12 月份数据前瞻

未来两周2010年12月和四季度的宏观经济数据将陆续公布。表1列出了我们的详细预测。我们预计：

2010年12月CPI同比增长率将回落至4.3%。CPI增速放缓是由食品价格带动的，这一定程度上是由于基数效应；一定程度上是由于供给和运输情况得到改善后，一些蔬菜价格回落。不过，由于寒冷的冬季仍将持续一段时间且农历春节将至，我们预计2011年一季度食品价格将继续上涨而**CPI平均涨幅仍高于4.5%**。我们仍然预计**2011年央行将加息75个基点，首次加息的时间预计在一季度**。

12月份银行贷款新增3,000亿元。在2010年9-11月贷款增速快于预期后，我们认为12月银行信贷受到了更严格的控制。不过，由于2010年前11个月的新增贷款（7.45万亿元）已接近全年7.5万亿元这一目标，而且在12月中止贷款投放不切实际，我们估计2010年实际新增贷款将比高出目标2500亿元。

出口增长依旧强劲。正如采购经理人指数显示的那样：过去几个月出口订单十分旺盛，在2010年11月和12月再次攀升。我们估计12月出口同比增速接近30%，这使得**全年出口增速达到33%左右**，远高于2010年初时的预期。尽管如此，进口增长同样强劲（尤其是进口价格的涨幅）意味着**2010年的中国外贸顺差将略低于2009年——接近1900亿美元**（海关口径）。不过，我们预计由于投资收入增加，**2010年经常项目顺差将高于3000亿美元**。

房地产销量和价格将继续攀升。房地产调控措施对房地产行业活动仍然影响甚微。来自许多大城市的数据显示12月房地产销售依旧强劲，并且我们预计房价将在11月水平上继续上涨。尽管存在较高的基数效应，我们认为新开工面积将高于去年同期。

四季度GDP同比增速超过9%。由于出口和建设依旧强劲，我们预计2010年四季度GDP实际同比增速约为9.1%。因此2010年全年GDP增速约为10.1%，其中净出口拉动了1.5-2个百分点。在2011年，我们预计由于出口增长放缓，GDP增速将下降至9%左右。我们对2011年的增长预测存在着上行风险。

表1: 12月宏观数据前瞻

	2009年12月	2010年11月	2010年12月
	实际值	实际值	瑞银预测
CPI 同比增长率 (%)	1.9	5.1	4.3
PPI 同比增长率 (%)	1.7	6.1	5.6
银行新增贷款 (十亿人民币)	380	564	300
贷款余额同比增长率 (%)	31.7	19.8	19.4
M2 同比增长率 (%)	27.7	19.5	18.5
M1 同比增长率 (%)	32.4	22.1	22.0
工业增加值 (同比增长率, %)	18.5	13.3	13.2
社会消费品零售总额 (同比增长率, %)	17.5	18.7	18.5
城镇固定资产投资 (自年初累计同比增长率, %)	30.5	24.9	25.0
出口额同比增长率 (%，按美元计)	17.7	34.9	30.0
进口额同比增长率 (%，按美元计)	55.9	37.7	32.0
外贸顺差 (十亿美元)	18.4	22.9	21.7
GDP季度同比增长率 (%)		9.6 (三季度)	9.1 (四季度)
外汇储备 (期末, 万亿美元)		2.65 (三季度)	2.80 (四季度)

数据来源: CEIC, 瑞银估算

注: 外贸数据将于1月10日公布; GDP、CPI、PPI、社会消费品零售总额、固定资产投资和工业增加值数据将于1月20日左右公布; 货币信贷和房地产市场运行数据将于1月10-20日左右公布。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法；（2）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直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。

瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

涉及报告中提及的公司的披露

发行人名称
中华人民共和国

资料来源：UBS（瑞银）；截止 2011年01月04日。

全球声明

本报告由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。在某些国家,UBS AG 也称UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表,不构成广告,在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外,瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利,也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险,投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。过去的表现并不一定能作为未来表现的参考。任何投资或报酬的价值皆有可能下跌和上涨,而您可能无法全额取回已投资的金额。本报告所含的任何意见,可在不发出通知的情形下做出更改,亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定,但是 分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容而遭受的损失或损害负责。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国)及/或瑞银资本市场公司)担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究报告中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生工具进行长仓或沽空,作自营交易,和买卖。

本报告中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可以在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户,且仅能提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户,且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited 受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合 FSA 所有关于披露之要求和法例,并于适用时在研究报告中显示。**法国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。**俄罗斯:**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:**UBS South Africa (Pty) Limited (注册号:1955/011140/07)是 JSE 有限公司 南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。**美国:**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构~ UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“**非美国关联机构**”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由 UBS Securities Canada Inc.分发,UBS Securities Canada Inc.是 UBS AG 的分支机构,加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要,可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。**香港:**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:**由 UBS Securities Pte. Ltd.[mica (p) 039/11/2009 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或报告衍生或有关之事宜,请向 UBS Securities Pte Ltd., 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问;或向 UBS AG 新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)执照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此报告之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由 UBS Securities Japan Ltd 仅向机构投资者分发。当**本报告**由 UBS Securities Japan Ltd 编制,则 UBS Securities Japan 为本报告的作者,出版人及发布人。**澳大利亚:**由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号:231087)和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号:231098)仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。**新西兰:**由 UBS New Zealand Ltd 分发。投资顾问及投资经纪人之披露文件可免费以书面形式向 PO Box45, Auckland, NZ 索取。**迪拜:**由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行於韩国分发。本报告可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本报告获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)於马来西亚分发。

由 UBS Limited 编制的本报告中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2011版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

