

文：於海蓮

東英金融集團

宏觀經濟分析師

一、2010 年宏觀經濟總體運行態勢

2010 年，對於中國來說，是不同尋常的一年。面對極為複雜的國內外經濟環境和極為嚴峻的各類自然災害和各種重大挑戰，中國國民經濟運行態勢總體良好。隨著世界經濟繼續復蘇和各項政策效應進一步顯現，中國經濟回升向好的勢頭進一步得到鞏固，國民經濟實現較好開局。具體情況如下：

（一）農業生產穩定增長，糧食連續七年增產。全年糧食總產量達到54641萬噸，比上年增長2.9%，連續七年增產。其中，夏糧產量12310萬噸，下降0.3%；早稻3132萬噸，下降6.1%；秋糧39199萬噸，增長4.8%。油料產量增長2.7%，糖料下降1.9%。肉類產量保持穩定增長，全年豬牛羊禽肉產量7780萬噸，增長3.6%。其中，豬肉產量5070萬噸，增長3.7%。

（二）工業生產平穩增長，企業效益大幅提高。全年規模以上工業增加值比上年增長15.7%，增速比上年加快4.7個百分點。分登記註冊類型看，國有及國有控股企業增長13.7%；集體企業增長9.4%；股份制企業增長16.8%；外商及港澳臺投資企業增長14.5%。分輕重工業看，重工業增長16.5%，輕工業增長13.6%。分行業看，在39個大類行業中，38個行業實現比上年增長。分地區看，東部地區增長14.9%，中部地區增長18.4%，西部地區增長15.5%。工業產銷銜接狀況良好，全年規模以上工業企業產銷率達到97.9%，比上年提高0.2個百分點。

（三）投資保持較快增長，投資結構繼續改善。全年全社會固定資產投資278140億元，比上年增長23.8%，增速比上年回落6.2個百分點，扣除價格因素，實際增長19.5%。其中，城鎮固定資產投資241415億元，增長24.5%，回落5.9個百分點；農村固定資產投資36725億元，增長19.7%，回落7.6個百分點。在城鎮投資中，第一產業投資增長18.2%，第二產業投資增長23.2%，第三產業投資增長25.6%。分地區看，東部地區投資增長22.8%，中部地區增長26.9%，西部地區增長26.2%。全年房地產開發投資48267億元，增長33.2%。

（四）消費平穩較快增長，熱點商品銷售旺盛。全年社會消費品零售總額154554億元，比上年增長18.4%；扣除價格因素，實際增長14.8%。按經營單位所在地分，城鎮消費品零售額133689億元，增長18.8%；鄉村消費品零售額20865億元，增長16.1%。按消費形態分，餐飲收入17636億元，增長18.0%；商品零售136918億元，增長18.5%。其中，限額以上企業（單位）商

品零售額58056億元，增長29.9%。熱點消費快速增長。其中，金銀珠寶類增長46.0%，傢俱類增長37.2%，汽車類增長34.8%，家用電器和音像器材類增長27.7%。

（五）市場物價同比上漲，食品價格漲幅較大。全年居民消費價格同比上漲3.3%。其中，城市上漲3.2%，農村上漲3.6%。分類別看，食品上漲7.2%，煙酒及用品上漲1.6%，醫療保健和個人用品上漲3.2%，娛樂教育文化用品及服務上漲0.6%，居住上漲4.5%，衣著下降1.0%，交通和通信下降0.4%，家庭設備用品及維修服務持平。12月份居民消費價格同比上漲4.6%，環比上漲0.5%。全年工業品出廠價格同比上漲5.5%，12月份上漲5.9%，環比上漲0.7%。全年原材料、燃料、動力購進價格同比上漲9.6%，12月份上漲9.5%，環比上漲1.1%。

（六）進出口總額較快增長，貿易順差有所減少。全年進出口總額29728億美元，比上年增長34.7%。其中，出口15779億美元，增長31.3%；進口13948億美元，增長38.7%。進出口相抵，順差1831億美元，比上年下降6.4%。

（七）城鄉居民收入穩定增長，農村居民收入增速快於城鎮。全年城鎮居民家庭人均總收入21033元，比上年增長11.5%。其中，城鎮居民人均可支配收入19109元，增長11.3%，扣除價格因素，實際增長7.8%。在城鎮居民家庭人均總收入中，工資性收入增長10.7%，轉移性收入增長12.8%，經營淨收入增長12.1%，財產性收入增長20.5%。農村居民人均純收入5919元，增長14.9%，扣除價格因素，實際增長10.9%。其中，工資性收入增長17.9%，家庭經營純收入增長12.1%，財產性收入增長21.0%，轉移性收入增長13.8%。

（八）貨幣供應量穩定增長，人民幣存貸款增量減少。12月末，廣義貨幣(M2)餘額72.6萬億元，比上年末增長19.7%，增幅同比回落8.0個百分點；狹義貨幣(M1)26.7萬億元，增長21.2%，回落11.2個百分點；流通中貨幣(M0)4.5萬億元，增長16.7%，加快4.9個百分點。金融機構人民幣各項貸款餘額47.9萬億元，比年初增加7.9萬億元，比上年少增1.6萬億元；各項存款餘額71.8萬億元，比年初增加12.0萬億元，少增1.1萬億元。

二、2010年宏觀經濟運行的五大特徵

在強大的刺激政策和存貨調整週期的作用下，固定資產投資繼續保持增長，進出口觸底回升和人們消費需求日益增長也給2010年經濟增長帶來良好的拉動，通過全年經濟資料的解讀，我們不難發現。宏觀資料還存在以下五大特徵：

（一）2010年國內生產總值397983億元，同比增長10.3%。

據國家統計局初步核算：全年國內生產總值397983億元，按可比價格計算，比上年增長10.3%，增速比上年加快1.1個百分點。分產業看，第一產業增加值40497億元，增長4.3%；第二產業增加值186481億元，增長12.2%；第三產業增加值171005億元，增長9.5%（詳見圖1-1）。



圖 1-1 中國 2006-2010 年 GDP 增長狀況

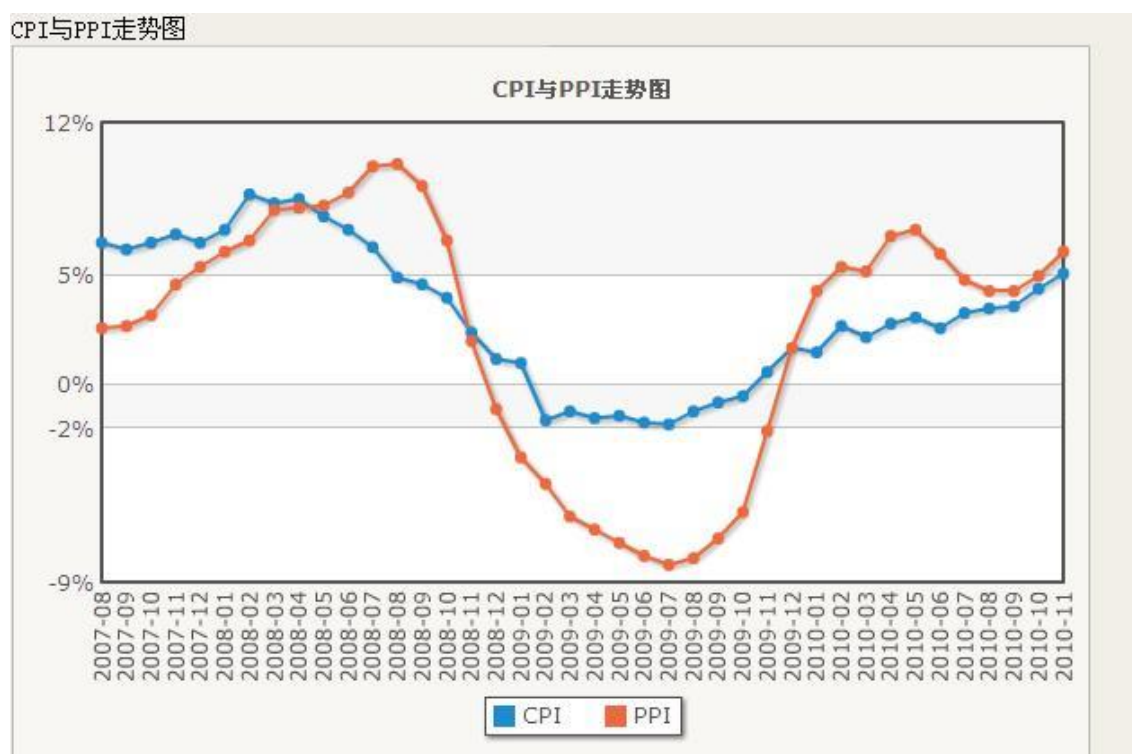


圖 1-2 中國 CPI 與 PPI 近年分月走勢圖

(二) 央行年內二度加息，貨幣政策回歸穩健。

2010年12月3日，中共中央政治局會議指出，要實施穩健的貨幣政策，以此為標誌，金融危機時期實施的適度寬鬆政策發生轉向。2010年全年，央行共6次上調存款準備金率，大型金融機構存款準備金率連創新高。2010年10月19日和2010年12月26日央行兩次上調金融機構人民幣存貸款基準利率，時隔兩年再次啟用價格型調控工具，貨幣政策開始回歸穩健。

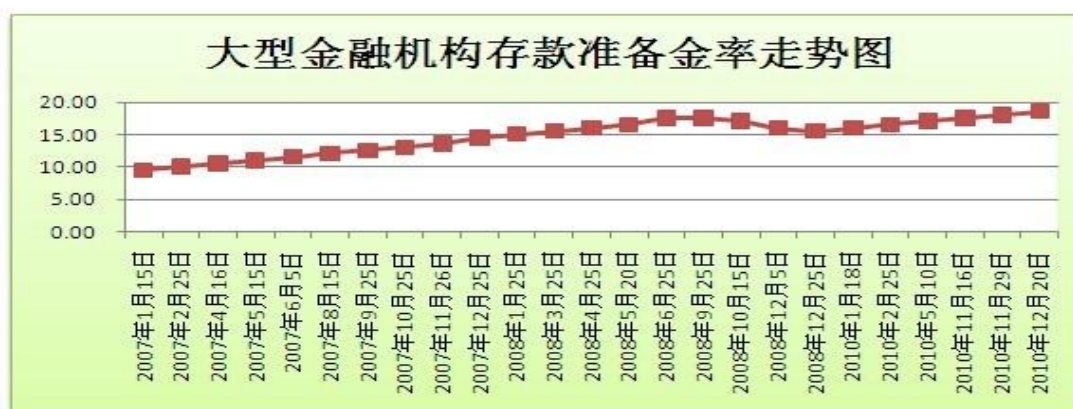


圖 1-3 中國大型金融機構存款準備金率變化情況

(三) 月度消費者物價指數破5，通脹壓力加大。

國家統計局公佈資料顯示，2010年全年CPI同比增長3.3%，PPI上漲5.5%。2010年11月份CPI同比上漲5.1%，創下我國28個月以來CPI的最高漲幅，通脹壓力加大。2010年11月20日，國務院辦公廳出臺“國16條”，要求各地和有關部門進一步做好價格調控監管工作，穩定市場價格，各部委及地方政府紛紛採取措施。12月份CPI上漲4.6%，PPI上漲5.9%。

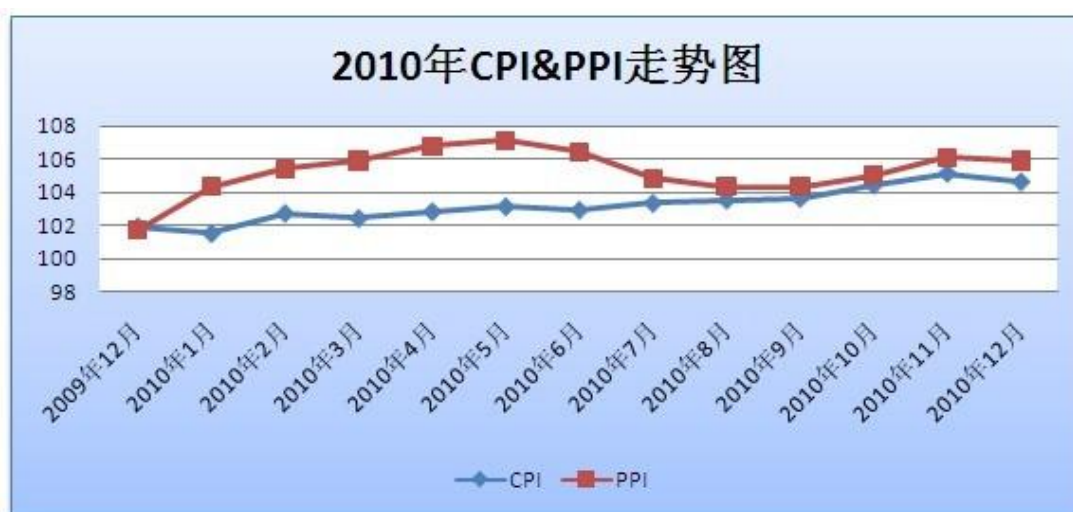


圖 1-4 中國 2010 年 CPI 與 PPI 變化情況

(四) 二次匯改啟動，人民幣連續升值。

2010年6月19日中國人民銀行宣佈，進一步推進人民幣匯率形成機制改革，增強人民幣匯率彈性。央行指出，進一步推進人民幣匯率形成機制改革，重在堅持以市場供求為基礎，參考一籃子貨幣進行調節。將繼續按照已公佈的外匯市場匯率浮動區間，對人民幣匯率浮動進行動態管理和調節。從2010年6月19日至2010年12月31日，人民幣中間價屢創新高，累計升值幅度達3%。



圖 1-5 2006-2010 年二次匯改後人民幣兌美元和歐元中間價

(五) 史上最嚴厲樓市調控出臺。

2010年4月17日《國務院關於堅決遏制部分城市房價過快上漲的通知》出臺。此後各地紛紛出臺“限購”“限貸”等被稱為“史上最嚴厲”的樓市調控措施。2010年4月份以後房價指數同比漲幅連續7個月回落，12月份同比漲幅為6.4%，比4月份回落了6.4個百分點。



圖 1-6 中國 2010 年房屋銷售價格指數變化

三、關鍵宏觀經濟指標分析

(一) 經濟增長回升，但增速放緩。

GDP同比增速有所放緩（見圖2-1）。2010年分季度看，GDP增長呈現“先高後低”的走勢，

一季度同比增長11.9%，二季度增長10.3%，三季度增長9.6%，四季度增長9.8%。分產業看，第一產業增加值40497億元，增長4.3%；第二產業增加值186481億元，增長12.2%；第三產業增加值171005億元，增長9.5%。如果不考慮基數的影響，各季度的增長較為平穩，但是總體的增速有所放緩。

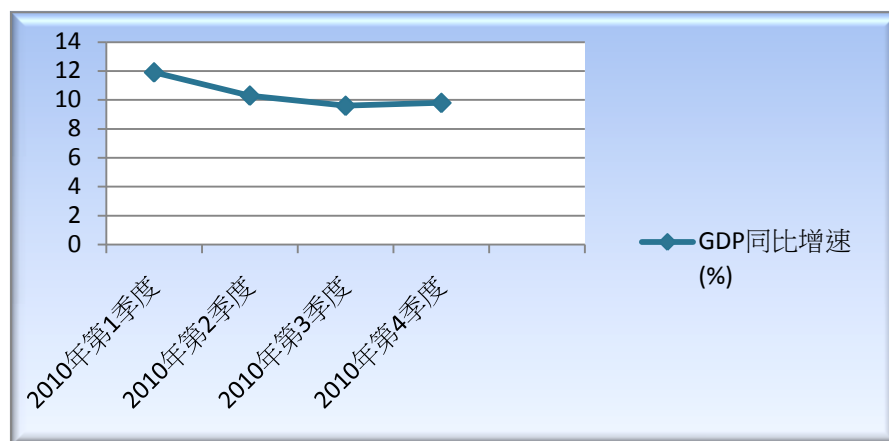


圖 2-1 2010 年 GDP 各季度同比增速¹

工業增加值和發電量平穩增長（見圖2-2）。受內需穩定回升及出口增長強勁反彈的共同作用，工業生產保持較快增長，分季度看，一季度同比增長19.6%，二季度增長15.9%，三季度增長13.5%，四季度增長13.3%。季度增長呈現前高後低的態勢，這主要是因為2009年上半年受國際金融危機的衝擊，增長基數過低，6月份以後增長並未出現一些人擔心的大幅下滑，而是保持了連續5個月13-14%的平穩增長。

從發電量的資料來看，截止2010年12月底全年合併總發電量為4,856萬兆瓦時，按年升30.55%，而合併總售電量為4,600萬兆瓦時，按年增32.52%。全年在二季度的發電量最高，三季度增速較為平穩，四季度開始下滑，體現了電力改革產業政策和電力環保政策的逐步實施。

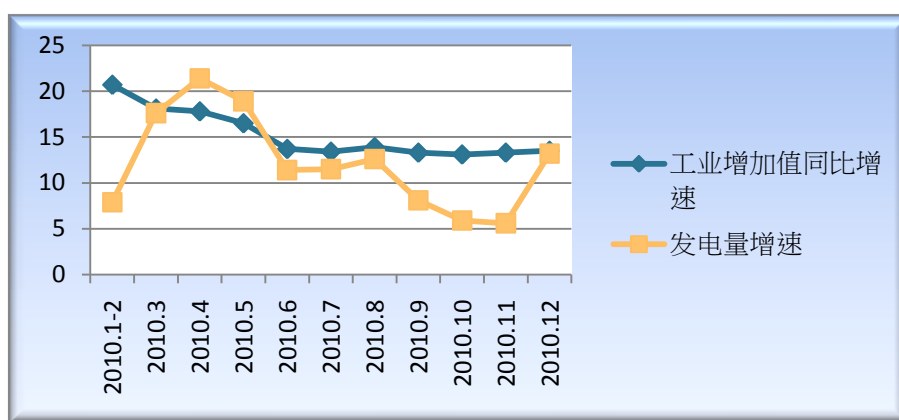


圖 2-2 工業增加值和發電量增速趨緩

¹ 图 2-1-图 2-6 数据来源：中国国家统计局、东方财富网。

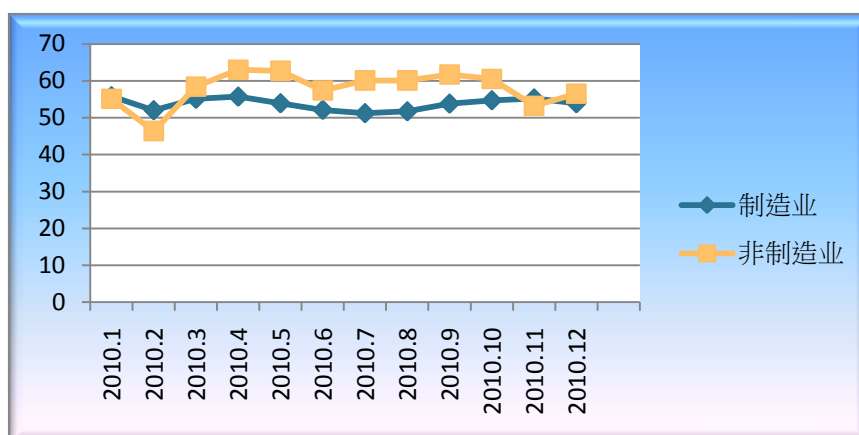


圖2-3 2010年中國PMI基本在50%以上

全年採購經理指數（PMI）基本在50%以上，顯示了經濟利好資訊（見圖2-3）。製造業PMI是一個綜合指數，按照國際上通用的做法，由5個主要擴散指數加權而成。通常PMI指數在50%以上，反映經濟總體擴張；低於50%，反映經濟衰退。全年的PMI都保持了較為平穩的態勢，達到了50%以上，顯示了經濟利好資訊。

（二）“三駕馬車”總體活躍，內需增幅回落，外需回升（見圖2-4）

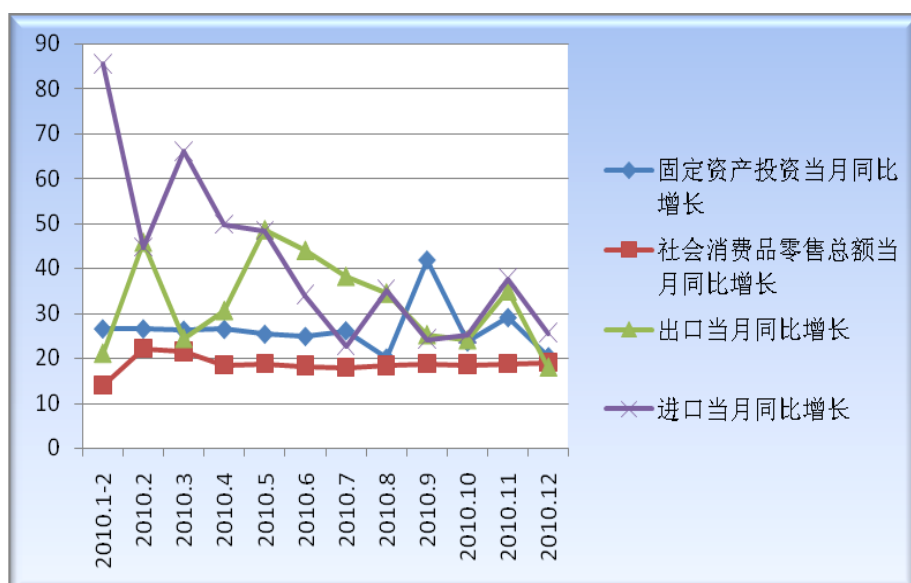
2010年三大需求中，消費保持穩定增長，投資增速出現回落，出口增長明顯加快。

熱點消費快速增長。2010年以來，城鄉居民收入持續增加和政府的消費刺激政策對消費品市場繁榮穩定起到重要支撐作用。全年社會消費品零售累計總額1545534億元，比上年增長18.4%，各季度增幅保持平穩，波動幅度在1個百分點以內；扣除價格因素，實際增長14.8%，比上年回落2.1個百分點。因為國家刺激汽車和家電消費的政策對消費市場旺銷起到重要促進作用，熱點消費快速增長。消費需求已成為拉動內需的穩定因素，投資消費增長趨於協調。

投資結構繼續改善。2010年以來，四萬億政府投資的工作重點主要放在落實地方和社會配套資金、確保建設進度和工程品質以及加大保障性住房等民生工程投資等方面，同時著力推進從政府投資向民間投資全面跟進的轉變。控制政府投資新開項目的政策取得預期效果，1-11月，新開工專案計畫總投資增速已經回落到25.9%的正常水準，與上年相比大幅下降。2010年全年全社會固定資產投資278140億元，比上年增長23.8%，增速比上年回落6.2個百分點。

外貿增長轉型初顯成效。2010年以來，在世界經濟持續復蘇、國內經濟平穩較快發展和“拓市場、調結構、促平衡”外貿政策的作用下，我國對外貿易全面恢復，進出口絕對量雙雙超過金融危機之前的水準，貿易平衡狀況繼續改善；外貿增長轉型初顯成效，一般貿易取代加工貿易佔據半壁江山，市場多元化戰略成效明顯，主要產品出口形勢良好，貿易結構進一步優化。2010年全年進出口總額29728億美元，比上年增長34.7%，而上年為下降13.0%，與2008年相比，

進出口總額增長15.9%。其中，出口15779億美元，增長31.3%，與2008年增加15.9%；進口13948億美元，增長38.7%，與2008年相比增加23.1%。12月份的當月進出口、出口、進口規模刷新上月剛剛創下的歷史最高紀錄，首次超過2900億美元關口。國內需求恢復程度好於外部需求，貿易平衡狀況繼續改善，全年貿易順差1831億美元，同比減少6.4%，比2008年下降38.6%。但值得注意的是，隨著國外企業“庫存回補”需求減弱，海外市場需求有所收縮、國內經濟增長放緩、人民幣升值壓力增大，加之同期基數提高，除了11月受聖誕因素影響有所反彈外，下半年以來月度進出口增速呈現出高位回落態勢。



2-4 “三駕馬車”總體活躍，內需增幅回落，外需回升

(三) CPI呈現逐步上升趨勢，PPI稍有回落，通脹壓力不容小覷

CPI不斷攀升，通貨膨脹壓力逐漸加大。從圖2-7可以看出，2010年各季度CPI不斷上升：一季度上漲2.2%，二季度上漲2.9%，三季度上漲3.5%，四季度上漲4.7%。

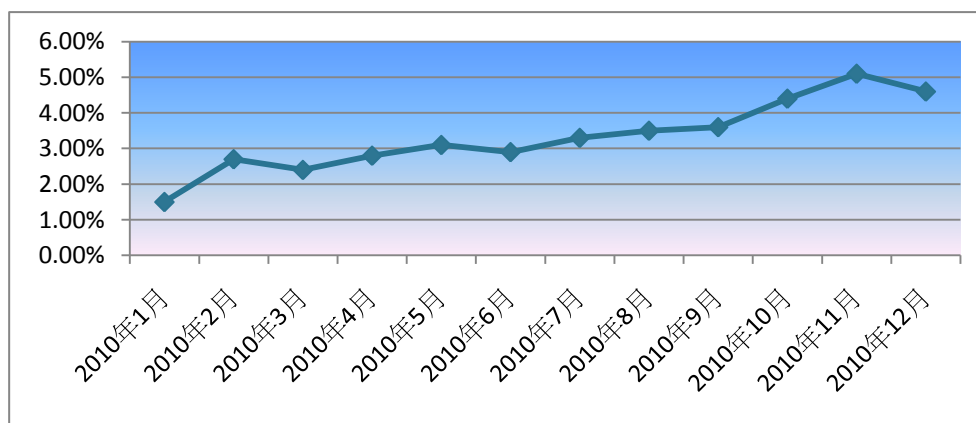


圖 2-5 2010 年 CPI 變化情況

PPI稍有回落，暫緩成本推動型通貨膨脹之壓力（見圖2-8）。分季度來看，PPI增速在三季度有所回落：一季度PPI上漲5.2%，二季度PPI上漲6.8%，三季度PPI上漲4.5%，四季度上漲5.5%，

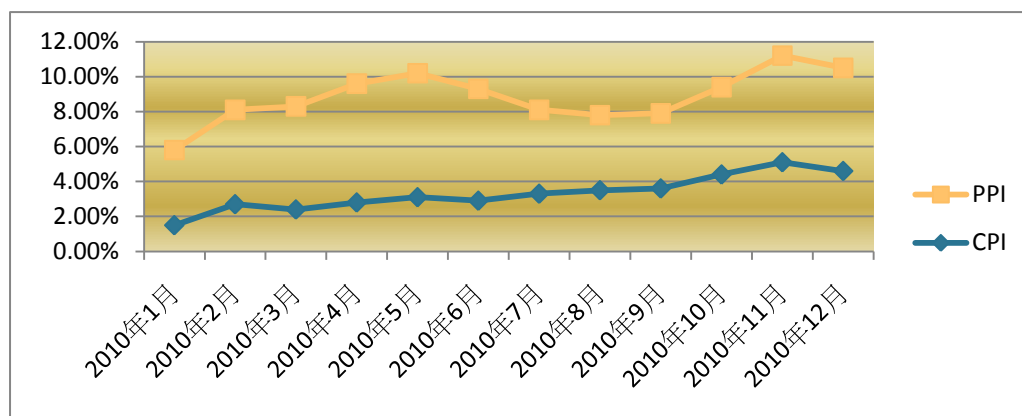


圖 2-6 2010 年 PPI 變化情況

房價指數居高不下，增添通脹憂患（見圖2-9）。儘管政府陸續出臺限制房價過快上漲政策，但房價一直高位徘徊。儘管4月以來，房價稍有回落，但仍在106%以上，尚無明顯下降趨勢。另外，全國各大中城市新建商品房銷售價格呈現回升趨勢，以限購為重點的房地產調控措施對於平抑房價尚無明顯效果。但對於房地產投資引發的資產泡沫的膨脹，必須警惕。

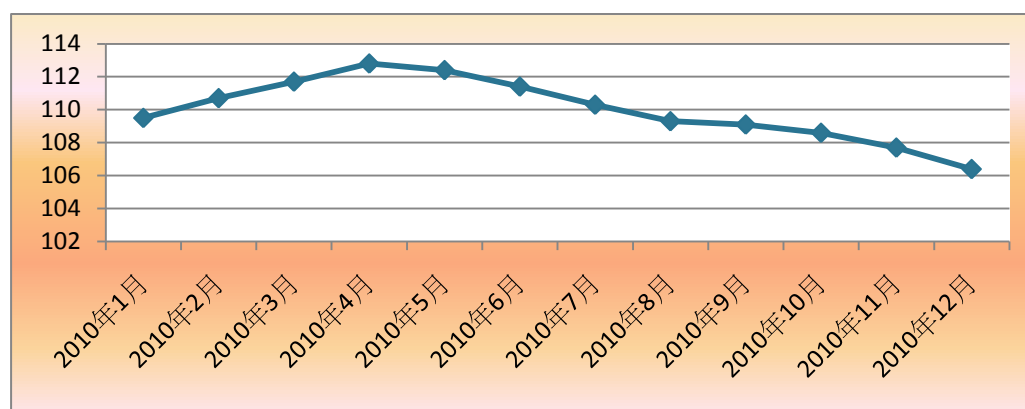


圖 2-7 2010 年房屋銷售價格指數變化情況

（四）信貸投放適度，廣義貨幣（M2）增長較快，流動性寬鬆。

2010年我國貨幣供應量穩定增長，人民幣存貸款增量減少（見圖2-10）。全年淨投放現金6381億元，同比多投放2354億元。

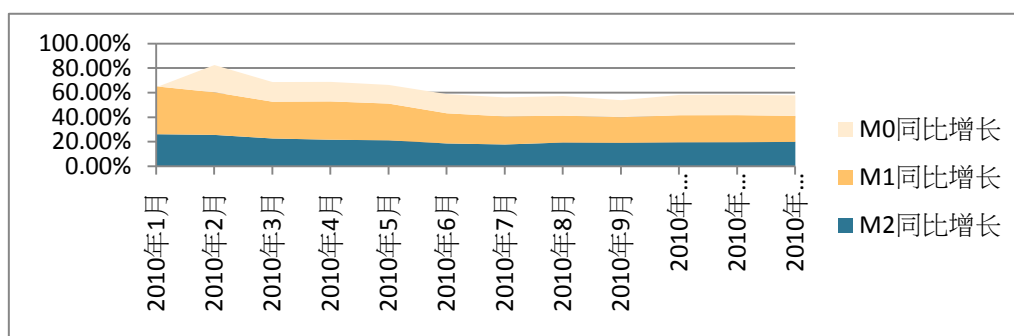


圖 2-8 2010 年各月貨幣供應量變化情況

全年本外幣貸款增加8.36萬億元，其中，人民幣貸款增加7.95萬億元，外幣貸款增加740億美元（見圖2-11）。2010年末，本外幣貸款餘額50.92萬億元，同比增長19.7%，全年本外幣貸款增加8.36萬億元，同比少增2.16萬億元。人民幣貸款餘額47.92萬億元，同比增長19.9%，比11月末高0.1個百分點，比2009年末低11.8個百分點。全年人民幣貸款增加7.95萬億元，同比少增1.65萬億元。分部門看，住戶貸款增加2.87萬億元，其中，短期貸款增加9068億元，中長期貸款增加1.96萬億元；非金融企業及其他部門貸款增加5.07萬億元，其中，短期貸款增加1.56萬億元，中長期貸款增加4.20萬億元，票據融資減少9051億元。12月份，人民幣貸款增加4807億元，同比多增1007億元。外幣貸款餘額4534億美元，同比增長19.5%，全年外幣貸款增加740億美元。

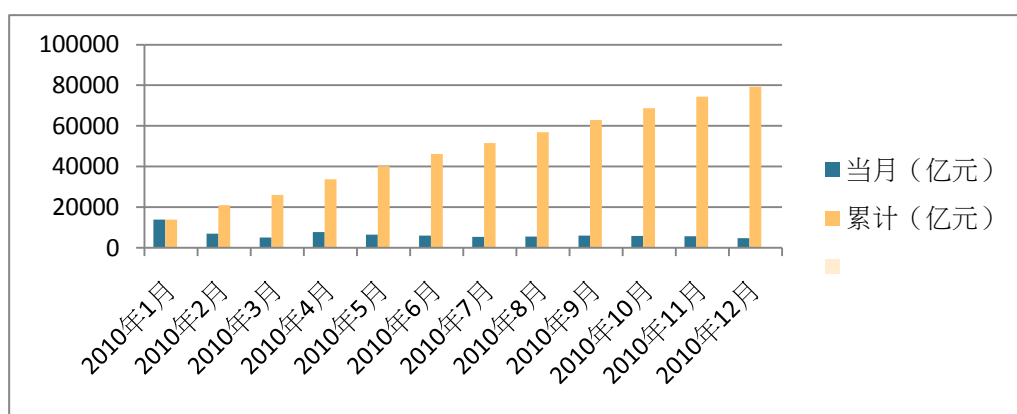


圖 2-9 2010 年新增信貸量變化情況

銀行間市場交易活躍，市場利率上升（見圖2-12）。2010年全年，銀行間市場人民幣交易累計成交179.50萬億元，日均成交7180億元，日均成交同比增長31.1%。12月份同業拆借加權平均利率為2.92%，比11月和2009年同期分別高1.16和1.67個百分點；質押式債券回購加權平均利率為3.12%，比11月和2009年同期分別高1.31和1.86個百分點。

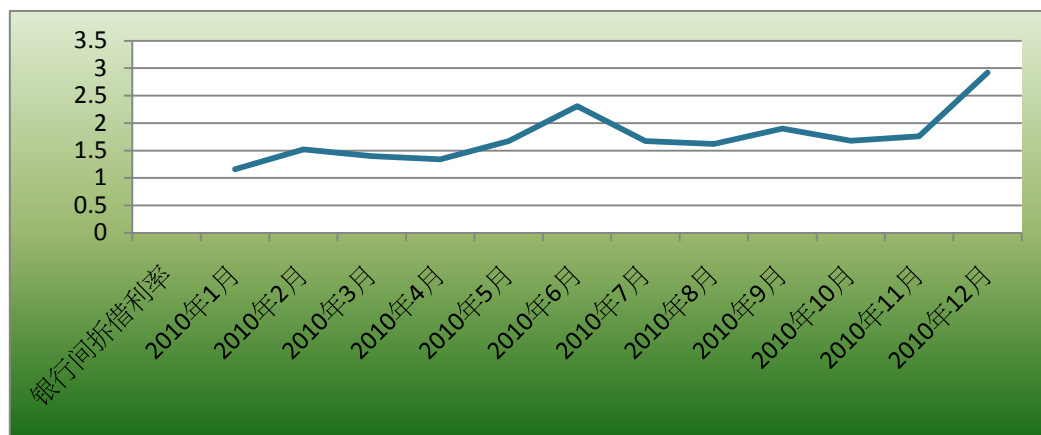


圖 2-10 2010 年銀行間拆借利率

四、宏觀經濟環境對股市的影響

2010 年，中國經濟延續了 2009 年以來的回升向好態勢，工業生產強力反彈，國內需求強勁，出口恢復性較快增長，三大動力協調性明顯增強。由於發達經濟體復蘇進程艱難曲折、新興經濟體增長動力減弱，2011 年世界經濟形勢謹慎樂觀。作為“十二五”的開局之年，在外需乏力、貨幣政策收緊和經濟結構調整等因素的影響下，預計 2011 年我國 GDP 增長 9.5% 左右，比 2010 年回落約 0.5 個百分點；CPI 上漲 4% 左右，高於 2010 年 0.7 個百分點左右。在經濟減速、通脹增壓的大背景下，宏觀經濟政策轉向積極穩健：實施積極的財政政策，更加注重穩定經濟增長、調整經濟結構和促進社會和諧；貨幣政策轉向穩健，更加強調審慎靈活，把穩定物價放在更加突出的位置，保持信貸規模適度增長，加強利率和匯率調節。

（一）2011 年中國經濟發展基本面將由回升向好向穩定增長良性迴圈轉變。作為“十二五”規劃的開局之年，中國將在穩定中求得較快發展。一方面，將擴大內需，增強居民消費能力，居民收入增長等民生問題作為“十二五”規劃的主要任務；另一方面，加快產業結構調整和優化升級，推進發展戰略性新興產業，在完成 4 萬億元投資計畫續建、收尾項目的同時，“十二五”規劃確定的重大項目建設將陸續啟動，1000 萬套保障性住房也即將建設。國家統計局公佈資料顯示，2 月份居民消費價格總水準同比上漲 4.9%，與 1 月漲幅持平，通貨膨脹率趨於平穩；在 A 股市場上，上證指數於 2011 年第一個交易日收盤於 2852.65 點，截至目前（2011.03.09），上證指數已突破三千點，達 3002.15 點，近 4 個月來首度站上 3000 點，這充分顯示出中國投資者的信心正在不斷增強，股市表現也逐漸向好發展。但與此同時，通貨膨脹、為防止通脹加劇而採取的一系列政策，以及世界整體政治經濟局勢發展也將成為影響 2011 年股市行情發展的重要因素。

(二) 房地產調控政策及樓市走勢對 **2011** 年股市具有重要影響。2010 年的股市價格波動與房地產調控政策及樓市走勢息息相關。2010 年 4 月 17 日國務院出臺新一輪房地產調控政策，市場預期樓市將出現下行走勢，相關的週期性行業都受到影響，導致股價破位下行。但房地產市場的運行現實比市場預期的要好，使股市出現反彈，至 2010 年 9 月底政府出臺新的房地產調控措施，市場解讀為“利空出盡”，股市隨即選擇了向上突破。兩次房地產調控政策導致了股價運行兩次大的波動，儘管波動的方向不一樣。

2011 年 2 月初，政府開始了新一輪的房地產調控，核心內容是擴大“限購”的城市範圍，股市預期此政策會將樓市投資的資金擠到股市，有利於股市的上漲。但 2011 年擴大範圍的住房限售政策能否促使樓市資金持續分流股市主要取決於以下幾個因素：（1）限售政策的執行力度。住房限售政策是中央政府發出的，與地方政府的利益有直接衝突，地方政府是否嚴格執行此政策存在較大疑問。（2）股市能否形成持續上升趨勢？如果股市逐漸上漲，則流進股市的資金一定會越來越多。從收益率的比較看，過去 5 年裡，投資房地產的收益率遠高於投資股市的收益率，因此房地產的吸引力肯定遠遠大於股市。但從靜態看，股票的分紅收益率已經高於房地產的租金收益率。

(三) 消費升級與產業變革引領汽車行業發展。隨著人們收入的提高和車價的回落，未來較長時間內都將有大量人群達到汽車消費的臨界點。目前，可以預見，隨著消費升級的繼續，中國汽車增長仍有很大潛力。另外，中國汽車金融已進入快速發展階段，越來越多的消費者將通過分期付款等方式購車，這會使得未來需求提前到當期釋放，加速汽車消費升級的步伐。產業變革促使新能源汽車進入黃金增長階段。新能源汽車已被列為汽車行業“十二五”發展的重中之重，預計在國家地方雙重補貼、政府加大採購力度和基礎設施逐步完善的帶動下，產銷規模將迅速增長。因此，行業兼併重組、新能源汽車、汽車信貸消費和自主品牌發展等刺激政策將是重要看點。同時，考慮到汽車板塊走勢與汽車實體經濟走勢的相關性較強，2011 年整體行業景氣度下滑的背景下，可以發掘主題性投資機會，圍繞政策支持和行業發展規律兩條路線帶來的投資機會，挖掘新能源汽車、汽車電子配置深化、兼併重組、節能環保、輕量化技術、自主品牌、消費升級等主題性投資機會。

(四) 家電行業將維持適度增長狀態，**2011** 年一季度行業景氣將步入上行階段。截至 2011 年 3 月 2 日，家電以舊換新拉動全國家電消費突破 1500 億元，銷售新家電達 3971.5 萬台，回收舊家電 4116.1 萬台。2011 年 1-2 月，家電以舊換新銷售新家電數量、銷售額和回收舊家電數量較 2010 年 11-12 月分別增長 27.2%、28.9% 和 26.9%²。從這一指標來看，以舊換新對應的家電更新需求尚未出現減弱的跡象，2011 年 1-2 月的日均銷售量環比保持增長態勢；另外，從家電行業先行景氣指數看，2011 年一季度家電行業景氣有望進入景氣上升期。在宏觀經濟穩定增長、國家促進家電產品銷售的相關政策、家電“十二五”規劃出

²数据来源：华泰财经（<http://www.591ht.com/>）。

臺等因素的共同作用下，2011 年全年家電行業將維持適度增長狀態，景氣仍處於較高水準，家電下鄉和以舊換新的銷量仍將持續高速增長，農村市場仍然潛力巨大。

（五）流動性決定有色金屬價格走勢，小金屬中長期看好。從先行指數的走勢及行業主要經濟指標建模分析的情況來看，有色金屬先行指數於 2010 年 8 月到達穀底，鑒於其先行期為 5 個月左右，預計有色金屬行業景氣 2011 年一季度末將觸底反彈。在經濟週期中的當前復蘇相對穩固階段，有色行業供需面總體不會有大的波動。基本金屬中，相對於供給，從下游需求看，銅（下游為電線電纜、空調和變壓器等）恢復的較好，其次為鉛（下游為鉛酸蓄電池）和鋅（下游為鍍鋅領域等），鋁（下游為建築、交通領域）仍差些，而黃金的投資需求增長加快。小金屬在經歷了 2010 政策的支持後，未來仍有望受益，而我國具有優勢資源的品種受益更大。從需求角度看，未來看好的領域有核能、太陽能 and 風能發電機部件的電力金屬、電子金屬、用於製造高性能合金的結構金屬和用於極端運行情況下的性能金屬；從技術角度看，這些金屬的應用仍需要一定的技術支撐。

（六）戰略性新興產業特別是新能源產業提升空間巨大。隨著產業結構升級和經濟發展方式轉變的推進，節能環保、新一代資訊技術、生物、高端裝備製造、新能源、新材料、新能源汽車這七大戰略新興產業，在未來將被逐步培育成先導性、支柱性產業。同時，加快發展戰略性資訊產業還能提升技術進步，技術的不斷進步和生產效率的提高，在一定程度上能夠抑制通貨膨脹的上升。其中，以新能源技術的發展最為迫切。因為能源是經濟發展的基礎，沒有能源的充足供給，經濟的發展就無從談起。目前，由於中東動亂局勢促使石油價格躡升，對世界經濟是一個很大挑戰，較大的可能是經濟還沒有適應如此之高的油價，未來通脹的壓力會很大。在能源結構中，未來石化能源的比例會越來越低，而來自可持續能源的比例將會上升。一般來說，可持續能源的最終形式是電能，因此未來與電能相關的產業會得到較大發展。其他如新材料、生物技術也將有較大發展，資訊產業技術的進步也將隨著“十二五”規劃的實施帶來巨大提升。但是，與此同時，還應充分考慮到新興產業的特殊的行業性質，預防戰略性新興產業發展不確定性大、政策變化等風險。