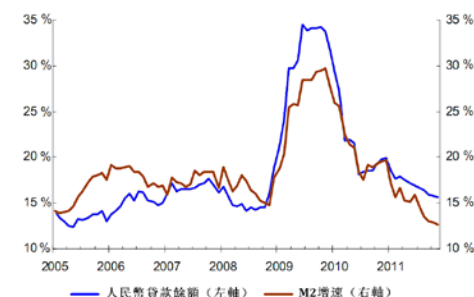


宏观和策略 - 中央经济工作会议确定明年政策基调

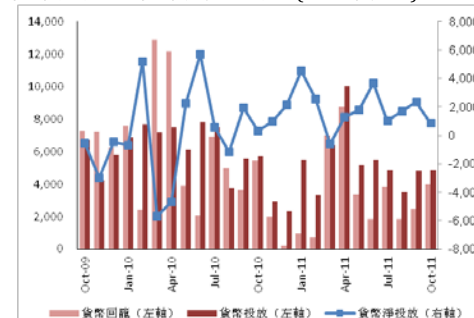
- ❖ **“保增长”优先级被明确提高到首位。**日前结束的中央经济会议为明年的政策定调为“稳中求进”。在对明年经济工作总体要求的阐述中，罗列的顺序是“保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期”。这表明明年政策执行的重心和力度已经发生变化，由去年的“抗通胀，调结构，保增长”变为今年的“保增长、控物价、调结构”，“保增长”被提到首位。在通胀下行、经济增长放缓预期加强的趋势下，政策重心已经明确从“控通胀”向“保增长”转移，符合我们之前的判断。
- ❖ **“扩大内需”高于“增加投资”。**会议将“扩大消费需求”作为“扩大内需”的重要内容予以强调，表明“扩大内需，刺激消费”仍是明年经济发展的主导方向。同时强调“努力提高居民消费能力，增加中低收入者收入”，而这一目标是在“稳增长”的前提下才能实现的。在投资方面，会议强调有序推进“十二五”规划确定的重大项目，可见明年投资还是倾向于民生、节能减排等“十二五”规划的重点产业，对地方一般性新增项目投资将严格控制。这些趋势均符合我们的预期。出口方面，我们预计明年净出口对 GDP 的贡献为负，在此基础上政府不太可能继续出台进一步引发贸易顺差下降的改革措施。
- ❖ **积极财政政策的亮点在于“结构性减税”。**会议在陈述积极性财政政策时，首先就提到了继续完善结构性减税政策，继之以加大民生领域投入等陈述。在改革环节包含了推进营业税改征增值税和房产税改革试点，合理调整消费税范围和税率结构，改革资源税制度及推进环保税改革。这表明明年的积极财政政策将主要体现在结构性减税方面，对企业尤其是中小企业而言构成利好。我们预计明年房产税试点将扩大，待成熟后有望逐步取代限购政策；营业税改征增值税短期内有可能全面展开；消费税调整则主要着眼于扩大内需。
- ❖ **货币政策稳中趋松。**会议将明年货币政策定调为“稳健”，提出适时适度进行预调微调。我们预测明年 M2 增速将较今年有所加快但低于 2009-2010 年水平。当前通胀受控且新增外汇占款放缓给货币政策的调整创造了空间，预计央行后续仍有继续下调存准率的空间。但我们再次强调，此时过度放松货币政策或导致控通胀努力付诸东流。总体来看，物品们认为未来信贷政策将对在建基础设施建设、保障房建设、中小企业贷款等方面施以“定向宽松”。明年银行信贷增长绝对值将高于今年，且我们预计银监会对某些指标的监管力度可能会有所放松。

人民币贷款增速和 M2 增速对比



来源：中国人民银行

货币投放量和货币回笼量对比 (人民币亿元)



来源：中国人民银行

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。