

专题报告

2011 年 11 月 16 日

重回“十二五”

——2012 年中国经济报告观点概要

相关研究

弱周期&新增长
-2011 年秋季宏观报告
2011 年 9 月 19 日

破解不可能三角
-2011 年中期宏观报告
2011 年 6 月 20 日

从通胀到增长
-2011 年春季中国经济报告
2011-03-21
三维转型推升六大增长主题
-2011 年中国经济报告
2010-12-14

期待十二五开局
2010 年秋季中国经济报告
2010-09-13

经济正常化和加速城镇化-2010
年中期中国经济报告
2010-06-24

整固年代 五新战略
-2010 年春季中国经济报告
2010-03-23

分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy @swsresearch.com

研究支持

孟祥娟
mengxi@swsresearch.com
谢伟玉
xiweiy@swsresearch.com
陈果
chengguo@swsresearch.com

联系人

陈果
(8621)23297818-7336
chengguo@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

结论或者投资建议：

- I 外围经济恶化；仅靠市场力量经济将惯性下滑；通胀压力减轻；地方政府换届以及党的十八大的召开，这四大因素将使得落实十二五规划成为 2012 年中国经济的重中之重。
- I 重回“十二五”既是调结构，也是保增长。在当前的情况下，集中体现在：1、构建全球经济的双循环模式，形成和资源国、消费国的良性互动；2、构建立足于促内需，提升国内产业竞争力的国内经济良性循环模式；3、趁通胀压力缓解之机，加快实施资源税，推进电力等要素价格。
- I 在十二五规划全面展开的情况下，我们对明年经济不悲观。增长回落，但总体风险不大。通胀回落，但不至于会出现通货紧缩。
- I 增长：取决于市场力量和政策力量的博弈。出口和房地产代表的市场力量向下，政策代表的力量向上，预计全年经济增长 8.6%，呈现前低后高的态势。增长的低点在 2 季度前后。
- I 通胀：输入性、周期性通胀压力减弱有助于通胀回落，但要素价格改革可能使得通胀难以有大幅度回落。预计全年 CPI 上涨 3.2%，呈现前高后低的格局。
- I 政策：政策从控通胀转向稳增长。财政政策在稳增长方面将发挥更大的作用。货币政策方面利率政策空间有限，更多地通过准备金下调来缓解资金紧张。政策的时间窗口在两会前后。

原因及逻辑：

- I 1、四大因素将使得十二五规划成为 2012 年中国经济的重中之重。
- I 今年是十二五的第一年，但从目前的情况看，十二五规划实施进展缓慢。以下四个方面的改变将使得 2012 年十二五规划的实施力度会明显加大。一是外围经济进一步恶化，倒逼中国经济增长模式进行调整。二是仅仅靠市场力量经济加速下滑风险加大。三是伴随着国内流动性和大宗商品价格涨幅回落，国内通胀压力将明显缓解。四是伴随着地方政府换届和党的十八大的召开，十二五规划实施的组织条件将逐渐具备。实际上我们已经看到从今年四季度开始，行业、地区以及专项的十二五规划出台力度明显加大。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

I 2、十二五规划的核心是重建中国经济发展模式，集中体现在三个方面：

I 一是构建中国参与全球经济分工的双循环模式，替代原来的单循环模式，形成和消费国、资源国（包括零部件提供国）的良性互动；二是构建立足于促内需，提升国内产业竞争力的国内经济良性循环模式。形成东中西既有分工又有合作的格局；投资消费良性互动格局；通过放松垄断、发展战略性新兴产业、发展现代服务业提升行业竞争力；三是趁通胀压力缓解之机，加快实施资源税，推进电力等要素价格。理顺要素价格是促进经济增长方式转型、实施节能减排的最有效手段，但却会在短期内加剧通胀压力。明年总体通胀压力下降，恰恰为理顺要素价格创造了契机。

I 3、在十二五规划全面展开的情况下，我们对明年经济不悲观。增长回落，但总体风险不大。通胀回落，但不至于会出现通货紧缩。

I 1) 增长：

I 取决于市场力量和政策力量的博弈。出口和房地产代表的市场力量向下，政策代表的力量向上，预计全年经济增长8.6%，呈现前低后高的态势。增长的低点在2季度前后。

I 从市场力量本身来看，经济仍将维持惯性下滑的态势。其一是出口。欧洲、新兴经济体出口回落将带动我国出口再下台阶。预计明年出口增速将回落到13.5%左右。其二是房地产。房地产销售不振，前期更多地受到限购和信贷额度偏紧的影响，伴随着经济的调整和房地产价格的下滑，信心和房价对房地产影响体现。二者叠加使得经济有加速回落的风险。由于没有新的经济增长点的形成，靠市场本身很难扭转颓势。拐点主要看政策。就政策力量来看，伴随着经济周期的演变，主要矛盾的转变，宏观政策重点将从控通胀转向稳增长。。与欧美国家相比，政府项目是我国稳增长的重要工具。从政府投资和非政府投资对比看，当非政府投资趋弱，经济稳定增长面临问题的时候，政府投资往往成为稳增长的重要力量。而当经济有过热风险，政府往往通过适当放慢开工节奏来避免经济过热。2011年政府的退为2012年政策的进预留了空间。完全可以通过十二五项目的实施来达到保增长的目的。

I 2) 通胀：

I 输入性、周期性通胀压力减弱有助于通胀回落，但要素价格改革可能使得通胀难以有大幅度回落。预计全年CPI上涨3.2%，呈现前高后低的格局。

I 中国的通货膨胀也呈现周期和结构叠加的影响。从这两个方面看，明年通胀回落，但回落的幅度不会太大。周期性力量的弱化有助于通胀回落。需求和货币紧缩的滞后效应，有助于通胀的回落。但两个方面的变化使得通胀仍然承压。一是全球流动性泛滥使得大宗商品价格难以大幅度回落。二是资源和公用事业涨价。

I 3) 政策：

- I 政策从控通胀转向稳增长。财政政策在稳增长方面将发挥更大的作用。货币政策方面利率政策空间有限,更多地通过准备金下调来缓解资金紧张。政策的时间窗口在两会前后。
- I 相对于欧美政策空间受限,我国政策具有更多的空间。首先是财政政策。我国的政府负债率总体上并不高。政府发债仍有空间,结构性减税可以推行。其次在货币政策方面,利率和存款准备金率都可以下调。考虑到相对于3%的物价水平,我国的利率水平并不高,利率大幅度下调的空间不大。下调存款准备金率,稳定货币增长将是最主要的手段。
- I 政策变动的时窗在两会前后。一是由于物价回落到政府容忍区间;二是房地产价格基本得到控制;三是欧债危机可能再次爆发,资金可能面临流出压力,需要通过下调准备金率进行应对。

信息披露

分析师承诺

李慧勇：经济。

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。