

“软着陆”趋势下的经济平稳增长

——2012 年宏观经济研究报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2011 年 11 月 16 日

联系人

岳安时

SAC NO: S1150111080015

010-68784232

anshi86@126.com

内容提要：

● 世界经济

自 2011 年下半年以来，世界经济下行风险陡然增加，当前世界经济面临三点重要问题：一，发达经济体复苏步伐显著放缓，且复苏的曙光渺茫；二，财政和金融情况愈加恶化，债务问题从第三季度起开始在全球集中上演，且一度滑向失控的边缘；三，新兴市场国家经济增长动能明显放缓，政策在刺激和退出间陷入两难。

展望 2012 年，全球经济增速继续放缓是大概率事件。通胀压力趋于缓和，在经济增长和抵御通胀的天平上，政策将再度倾向于保增长，全球性新一轮宽松政策可能性正在加大。但刺激力度或将受限，原因是新兴市场国家对于通胀是否反弹仍存谨慎，且发达国家政策实施的力度和空间将被债务问题所显著挤压。

● 中国经济

明年经济增长的“软着陆”趋势仍将延续，以主动降速换取的经济转型和政策空间有利于明年经济抵御外需以及国内房地产投资风险。我们看好 2012 年 GDP 增速仍能够达到 9.0% 左右水平，预计经济增长全年呈现“前低后高”的趋势。主要理由如下：

物价压力较今年将显著纾缓，政策运用空间有所加大。2012 年，输入型通胀压力将有所缓和，国内农产品如猪肉等涨势亦将趋于平缓。前期紧缩政策的积累效应仍将继续发挥作用，CPI 全年有望回落至 3.8% 左右，基本达到政府可接受范围。

“换届”主旋律带来增长较高期望。2011 年起地方政府换届开始进行，2012 年中央政府换届亦将拉开帷幕。考察自 1978 年改革开放以来的历次政府任期，我们发现一个较为明显的规律是，政府任期的最后一年，即召开党代会的当年 GDP 增速普遍比上一年要高。

投资仍将为 2012 年经济增速保驾护航。受外需回落风险影响，明年经济增长的主要动力仍将来自投资方面，经济转型将使得投资在方式和结构上呈现多元化，保障性住房、水利、特高压、海洋工程装备等领域都将是投资的热点。

政策方面，全年的基调仍将是积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策的积极性将不仅体现在重点领域的政府支出进一步加大，同时亦将体现在财税体制改革的不断深化。货币政策将由偏紧转为中性，同时相机抉择的意味加大。政策的调整可能从年底开始，手段以微调为主，未来视经济走势稳步放松。汇率政策方面，人民币主动和被动升值的压力都有所减轻，升值幅度预计将小于今年。

相关研究报告

流动性回归常态下的经济平衡增长——2011 年宏观经济研究报告

通胀缓降需求回升经济硬着陆风险小——2011 年下半年宏观经济研究报告

目 录

1 世界经济	5
1.1 全球经济将延续疲弱增长	5
1.1.1 美国经济将继续维持弱增长格局	7
1.1.2 欧元区经济将陷入持续低迷	10
1.2 全球新一轮宽松政策可能性加大	12
1.3 债务问题将持续困扰世界经济	14
2 中国经济	17
2.1 全年经济增长乐观中谨慎，9%仍是可期目标	17
2.1.1 物价压力较今年将显著纾缓，政策运用空间有所加大	18
2.1.2 “换届”主旋律带来增长较高期望	21
2.1.3 投资仍将为 2012 年经济增速保驾护航	23
2.2 宏观政策动向	28
2.2.1 财政政策：积极信号已经显露	28
2.2.2 货币政策：稳健基调下加强灵活性和前瞻性	29
2.2.3 汇率政策：人民币升值幅度预计小于今年	32

图目录

图 1: 发达经济体前景更加堪忧.....	5
图 2: 供应链尚未修复, 全球去库存仍将持续.....	5
图 3: 消费: 发达经济体持续疲软, 新兴经济体动能不足.....	6
图 4: 固定投资成为拉动经济复苏的着力点.....	6
图 5: 2012 年世界经济增长预测.....	6
图 6: 美国第三季度GDP增长符合预期.....	8
图 7: PMI指数再度下滑, 低于市场预期.....	8
图 8: 消费者信心指数降至金融危机同期水平.....	9
图 9: 失业率高企仍将困扰美国经济复苏.....	9
图 10: 欧元区PMI今年以来加速下行.....	11
图 11: 欧元区核心国家经济已现熄火兆头.....	11
图 12: 投资者信心正迅速丧失至金融危机水平.....	11
图 13: 失业率在经济低迷情况下再度显露攀升迹象.....	11
图 14: 美国 9 月CPI再创新高, 但涨幅趋于放缓.....	14
图 15: 欧元区通胀压力仍处高位.....	14
图 16: 新兴市场国家通胀动能逐步放缓.....	14
图 17: 预计欧洲央行明年仍将采取降息措施.....	14
图 18: 2012 年全年GDP增长 9%仍可期.....	17
图 19: 美元指数明年预计震荡上行.....	19
图 20: 国际大宗商品价格预计将较高位震荡.....	19
图 21: 生猪存栏的稳步增长有利于猪肉价格下跌.....	20
图 22: 猪粮比较前期显著回落.....	20
图 23: 2012 年CPI整体趋于平缓, 全年预计在 3.8%左右.....	21
图 24: 中国经济增速在换届前后有一定规律.....	21
图 25: 历次换届货币供应基本保持稳中有增.....	22
图 26: 换届前夕投资与消费增长维持稳定.....	22
图 27: 近 10 年来投资成为经济增长的首要动力.....	23
图 28: 9 月进出口增速超预期回落.....	24
图 29: 新出口订单指数大幅下滑拖累 PMI.....	24
图 30: 商品房销售面积 10 月出现较大幅度下滑.....	26
图 31: 土地购置费下滑对房地产投资影响较大.....	26
图 32: CPI见顶 8-10 个月后货币开始放松.....	30
图 33: 中小银行存准率可能率先下调.....	31
图 34: 利率在明年可能维持稳定.....	31
图 35: 下半年, 央行在公开市场灵活操作.....	31
图 36: 明年新增贷款预计将超今年.....	31
图 37: 目前人民币较年初已升值 4.5%.....	32
图 38: 未来 1 年人民币升值预期有所回落.....	32

表目录

表 1: OECD领先指标概览 (%)	7
表 2: 欧洲经济增长一览表 (%)	10
表 3: 至 2012 上半年欧猪五国月度到期债务估计 (亿欧元)	16
表 4: 重点项目投资	27
表 5: 2012 年主要经济指标预测	33

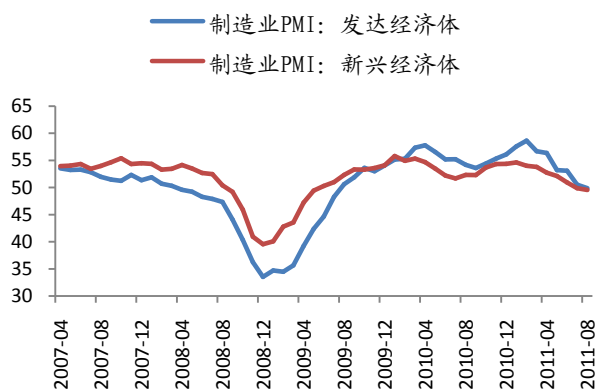
1 世界经济

1.1 全球经济将延续疲弱增长

自三季度伊始，世界经济增速普遍放缓，虽然并未出现如金融危机时的断崖式下滑，但相比 2010 年仍较为强劲的经济增长来看，经济复苏的不确定性显然正在以超预期的速度加剧。表现在三个方面即：一，发达经济体复苏步伐显著放缓，以美国和欧元区为甚，且短时期内仍令人看不到复苏的曙光；二，财政和金融情况愈加恶化，债务问题从第三季度起开始在全球集中上演，且一度滑向失控的边缘；三，新兴市场国家经济增长动能明显放缓，政策在刺激和退出间陷入两难。

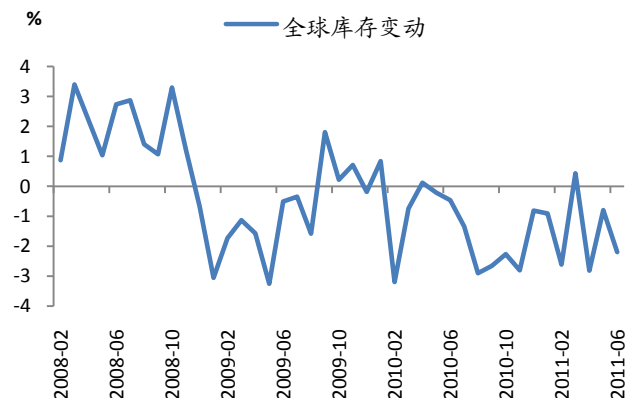
第二季度以来，受日本地震部分影响，发达经济体工业产出下滑较快，时至今日前期的灾害影响已有所熨平，但工业产出经第二季度末的短暂回暖后再度下跌，从全球制造业 PMI 来看，发达经济体下滑较新兴经济体更为明显，目前全球供应链尚未修复，仍处于当前一轮的去库存周期内。

图 1：发达经济体前景更加堪忧



资料来源：IMF，渤海证券研究所

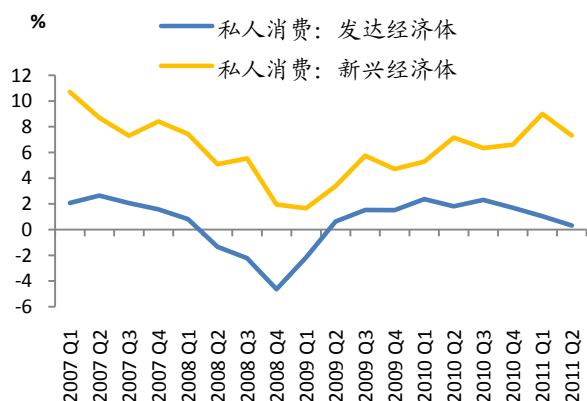
图 2：供应链尚未修复，全球去库存仍将持续



资料来源：IMF，渤海证券研究所

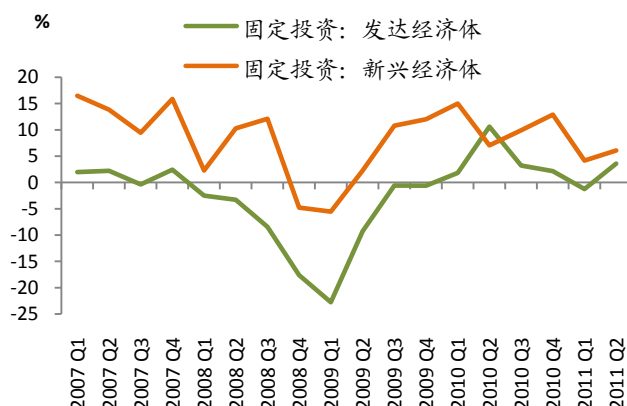
同时，消费方面，新兴经济体的消费增速在金融危机后持续上涨的态势在第二季度开始下降，而发达经济体则持续疲软。实体经济不振、失业率高企、房地产市场低迷，这些因素都将制约发达经济体消费对经济复苏做出更进一步的贡献。对于多数发达国家而言，私人消费占其 GDP 构成的主要部分，若私人消费持续疲弱，则代表消费者信心尚未恢复，经济增长也就无法保持持续性。在这种情况下，我们看到，固定投资在发达经济体和新兴经济体的增速均开始提高，在消费低迷的情况下，这将成为拉动经济复苏的着力点，但由于发达经济体大面积实施财政紧缩计划，固定投资增速能否延续此走势仍存疑问。

图 3: 消费: 发达经济体持续疲软, 新兴经济体动能不足



资料来源: IMF, 渤海证券研究所

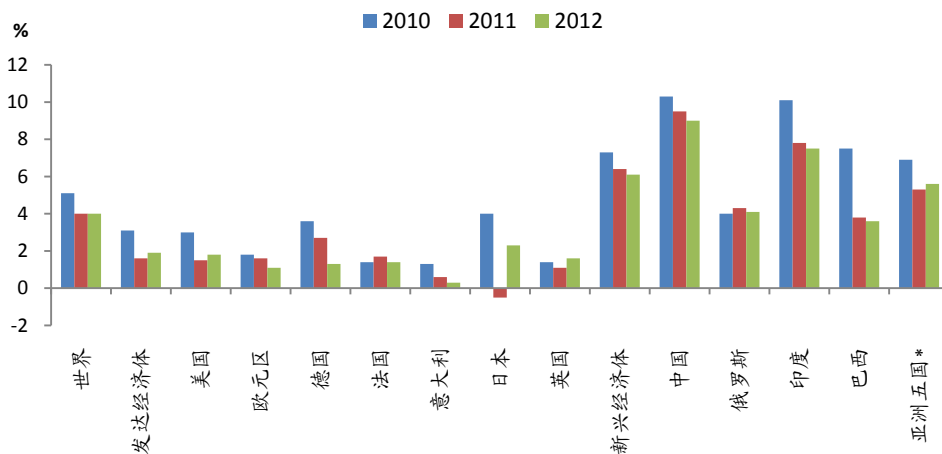
图 4: 固定投资成为拉动经济复苏的着力点



资料来源: IMF, 渤海证券研究所

IMF 预计, 2011 年世界经济增速将达到 4.0% 的水平, 在发达经济体, 由于在 2011 年第二季度大部分时期里抑制经济活动的暂时性因素已经逐渐消退, 实际 GDP 预计将以缓慢步伐增长, 2011 年增长约为 1.6%, 2012 年增长 1.9%。新兴经济体方面, 2011 年预计增速为 6.4%, 而由于受产能制约的开始显现以及紧缩政策的影响, 2012 年经济增速将下降至 6.1% 左右。

图 5: 2012 年世界经济增长预测



资料来源: IMF, 渤海证券研究所, 亚洲五国为印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国和越南

从监测经济未来走势的重要指标——OECD 领先指标 (CLI) 来看, 最新一期的 8 月领先指标显示, 全球主要经济体的增长在触顶后继续逐步放缓。OECD 数据显示, 8 月的领先指标已连续第五个月下降, 当月下跌 0.5 个百分点至 100.8。本期除日本外, 其余经济体和国家的经济前景均为“放缓”。美国 8 月 CLI 指数由 7 月的 102.1 下降到 101.5, 增长展望继续为“放缓”, 暗示美国经济复苏的阶段性高点

已过，未来经济活动仍将持续放缓；欧元区指数则由 7 月的 100.7 下滑至 99.8，欧洲主要国家如德、意、英、法 CLI 指数均有所下降，11 月欧债危机的持续发酵加重了欧洲地区的经济减速预期；日本经济情况亦不容乐观，其指数由 7 月的 102.6 小幅放缓至 102.5，连续三期对其展望为“可能见顶”，暗示日本经济在外围普遍恶化的情况下已难以支撑；“金砖四国” CLI 指数继续下滑，其中仍以巴西和印度下滑幅度较大，中国 CLI 指数由 7 月的 100.0 小幅下滑至 8 月的 99.8，环比下跌趋势与上月持平，仍显示出经济稳步回调的态势。

表 1: OECD 领先指标概览 (%)

	领先指标			环比			增长 展望
	2011-06	2011-07	2011-08	2011-06	2011-07	2011-08	
OECD	101.9	101.4	100.8	-0.5	-0.5	-0.5	放缓
欧元区	101.6	100.7	99.8	-0.8	-0.9	-0.9	放缓
亚洲五国*	100.1	99.8	99.4	-0.4	-0.3	-0.3	放缓
G7	102.3	101.7	101.1	-0.5	-0.6	-0.6	放缓
加拿大	100.6	100.0	99.3	-0.6	-0.7	-0.7	放缓
法国	100.9	100.0	99.1	-0.8	-0.9	-0.9	放缓
日本	102.7	102.6	102.5	-0.2	-0.1	0.0	可能见顶
德国	103.0	101.8	100.5	-0.9	-1.2	-1.3	放缓
意大利	100.1	99.0	97.9	-1.0	-1.1	-1.1	放缓
英国	101.0	100.4	99.7	-0.5	-0.6	-0.6	放缓
美国	102.6	102.1	101.5	-0.4	-0.5	-0.6	放缓
巴西	97.2	95.9	94.8	-1.3	-1.3	-1.2	放缓
中国	100.3	100.0	99.8	-0.3	-0.3	-0.3	放缓
印度	96.6	95.8	95.1	-0.9	-0.8	-0.7	放缓
俄罗斯	103.1	102.8	102.5	-0.3	-0.3	-0.3	放缓

注：亚洲五国为中国、印度、印度尼西亚、日本和韩国。

资料来源：OECD，渤海证券研究所

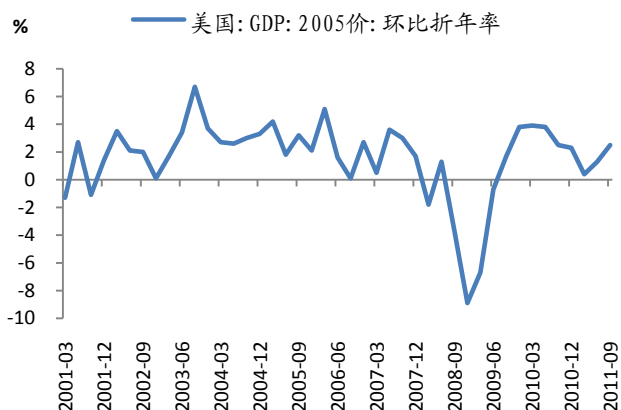
1.1.1 美国经济将继续维持弱增长格局

美国两大再平衡目前均已陷入停滞状态，2012 年经济维持弱增长。内部再平衡需要实现从财政政策到私人需求的转变，但遗憾的是由于债务问题美国并不能拿出行之有效的财政政策，且由于消费者信心的持续低迷，私人需求无法接过经济复苏的接力棒；外部再平衡需要通过外需的增加来弥补低迷的内需对经济造成的影响，但在全球经济增速继续下滑、新兴经济体无法独善其身的情况下，实现靠外需拉动的再平衡将异常困难。

三季度以来，美国经济数据略有好转，但并不具备经济大幅反弹的可能。美国商务部数据显示，第三季度美国 GDP 环比折年率增长 2.5%，符合市场预期。自去年第二季度以来，美国经济增速持续放缓。去年第二季度，美国经济增长了 3.8%，第三季度为 2.5%，第四季度进一步降至 2.3%。今年前两个季度，美国经济分别增长了 0.4% 和 1.3%，本次数据为 2010 年三季度以来的最快增速。

但，最新一期的美国 10 月制造业 PMI 为 50.8%，较上月下滑 0.8 个百分点，同时亦低于市场预期的 52.0%，显示美国制造业扩张幅度再度收缩。分项来看，生产指数小幅放缓，但新订单指数由上月的 49.6% 上升至 52.4%，重回扩张区间。与之对应，我们看到其自有库存和客户库存均较上月出现了大幅下滑，一方面说明国内需求确有小幅回暖，导致企业客户库存有所减少，但自有库存的同时减少显示企业在生产方面仍持谨慎态度，即原材料的去库存化仍将持续，这将对其经济复苏势头形成一定向下的压力。

图 6：美国第三季度 GDP 增长符合预期



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 7：PMI 指数再度下滑，低于市场预期



资料来源：wind，渤海证券研究所

消费者信心、就业市场、房地产市场等是美国经济持续复苏的前提条件，而它们当前的疲弱表现以及未来不容乐观的展望是令我们对美国经济增速保持谨慎的主要原因。

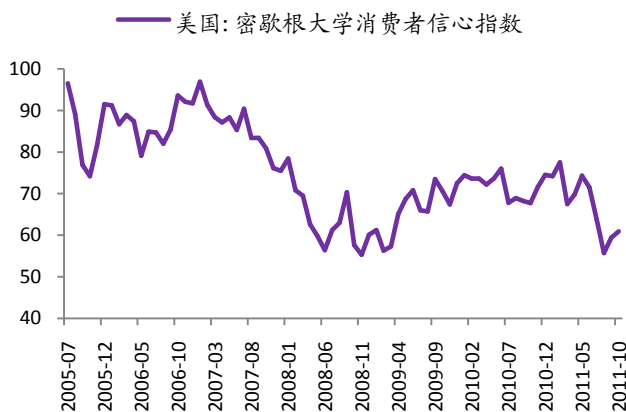
美联储在最新的议息会议上宣布下调美国今明两年的经济增长预测，预计今年美国经济增速将在 1.6% 至 1.7% 之间，低于今年 6 月份预测的 2.7% 至 2.9%；明年的经济增速将在 2.5% 至 2.9% 之间，低于今年 6 月份预测的 3.3% 至 3.7%。失业率方面，美联储预测美国今年底的失业率最低为 8.5%，目前是 9.0%。

从第三季度 GDP 情况来看，个人支出的大幅增长是首要原因，但消费者信心从近期来看仍处于起伏不定的状态。10 月谘商会消费者信心指数急剧下挫至 39.8，预

期为 46.0，9 月份修正后数据为 46.4，初值为 45.4。本次指数已基本回落至经济衰退时的水平。同时，10 月密歇根大学消费者信心指数终值表现则与谘商会指数相反，由上期的 57.5 回升至 60.9，而市场预期为 57.8。究其原因，谘商会消费者信心指数比密歇根大学消费者信心指数的波动性更大，且一般情况下其总是会对上个月指数进行修正，因此降低了该指数作为消费者态度晴雨表的可靠性。虽然密歇根大学消费者信心指数有所回暖，但依靠短期数据显然无法准确评估消费者信心，从长期来看，两类数据均仍处于下行通道。

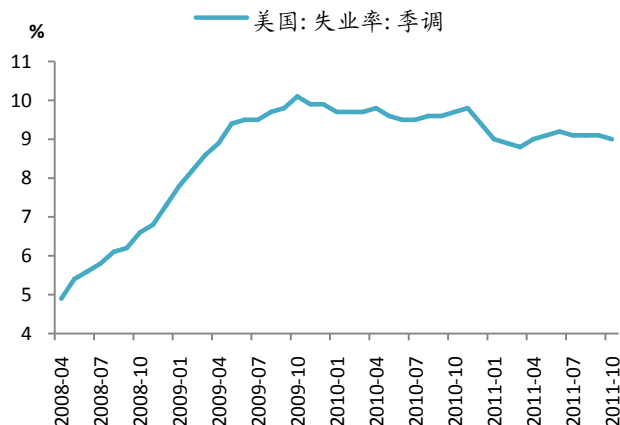
就业市场的持续羸弱不断困扰美国经济，2007 年来，美国损失的工作岗位数量大约在 720 万个，占总劳动力的 5.2% 左右。自美国正式宣布本轮衰退于 2009 年 6 月结束以来，除今年 2 月和 3 月外，其余月份失业率均在 9.0% 以上。目前，奥巴马于 9 月 8 日提出的总额 4470 亿美元的就业法案已经在国会受阻达三次，经济学家指出，当前要想显著降低失业率，每月的新增就业岗位至少要达到 25 万个，即需要再当前基础上增加一倍多，这显然是异常困难的，因为，即便在 2004-2007 年的经济扩张期，每月平均增加的职位也仅为 19 万个左右。因此，就业的问题将在未来继续困扰美国经济，至少在 2012 年，解决就业问题的希望仍旧不大。

图 8：消费者信心指数降至金融危机同期水平



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 9：失业率高企仍将困扰美国经济复苏



资料来源：wind，渤海证券研究所

1.1.2 欧元区经济将陷入持续低迷

今年第二季度时，欧元区 17 国经济增长仅为 0.2%，远低于第一季度的 0.8%，也低于此前市场预期的增长 0.3%，创下自 2009 年年底欧元区刚刚走出衰退以来的最差纪录。进入第三季度，欧债危机风险逐步加大，近期 OECD 预计，2012 年欧债危机将把欧元区带至经济衰退的边缘，欧元区 2012 年的经济增长可能只能达到 0.3%，然而在今年 5 月，这一预测仍为 2%。

表 2：欧洲经济增长一览表（%）

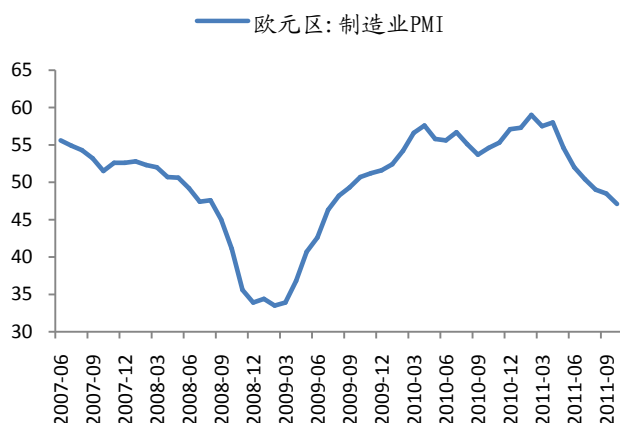
	环比				同比			
	2010		2011		2010		2011	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
欧元区 16 国	0.4	0.3	0.8	0.2	2.0	2.0	2.5	1.7
欧盟 27 国	0.5	0.2	0.8	0.2	2.2	2.1	2.5	1.7
德国	0.8	0.5	1.3	0.1	4	3.8	4.6	2.8
爱尔兰	0.3	-1.4	1.3	—	0.1	0	0	—
希腊	-1.6	-2.8	0.2	—	-4.1	-7.4	-5.5	—
西班牙	0	0.2	0.3	0.2	0.2	0.6	0.8	0.7
法国	0.4	0.3	0.9	0.0	1.6	1.4	2.1	1.6
意大利	0.3	0.1	0.1	0.3	1.4	1.5	1	0.8
匈牙利	0.8	0.1	0.3	0.0	2.4	2.4	1.6	1.2
葡萄牙	0.3	-0.6	-0.6	0.0	1.2	1	-0.6	-0.9
英国	0.6	-0.5	0.5	0.2	2.5	1.5	1.6	0.7

资料来源：欧盟统计局，渤海证券研究所

从近期欧元区经济数据来看，欧元区 10 月制造业采购经理人指数 (PMI) 初值从 9 月的 48.5 降至 47.3、服务业 PMI 初值由 9 月的 48.8 降至 47.2，且两项数据均不及市场预期。分国家来看，9 月份制造业 PMI 尚在荣枯分界线之上的德国在 10 月亦跌至萎缩区间，法国 PMI 有小幅好转，但意大利则出现了大幅下滑，由 9 月的 48.3 暴跌至 43.3。由近期的先行指标 PMI 来看，其加速下行的态势只在金融危机时出现过，且素有欧洲经济发动机之称的德国经济在此前仍保持稳定，一度被市场寄予带领欧元区经济复苏的厚望，但目前来看，其自身经济增长在外围恶化的情况下已现熄火兆头，意大利等欧猪国家则由于债务危机导致的财政紧缩等政策从而使得经济下滑幅度更甚。

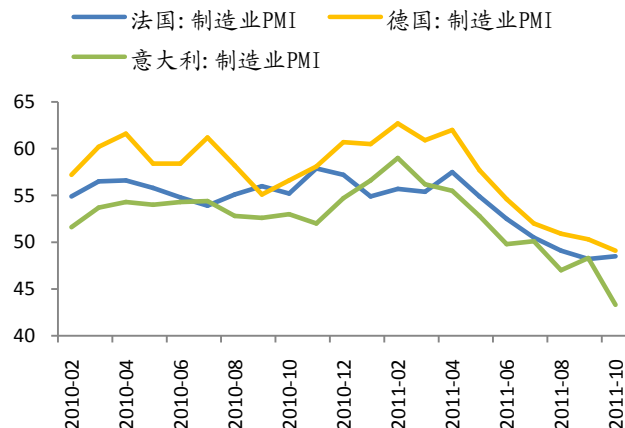
展望明年，由于有深重的债务危机掣肘，世界经济的风险点仍将集中在欧元区，目前失业率等问题也是困扰欧元区经济复苏的大问题。但最重要的是，财政紧缩给经济造成的影响将使得欧元区经济面临的挑战要甚于美国。

图 10: 欧元区 PMI 今年以来加速下行



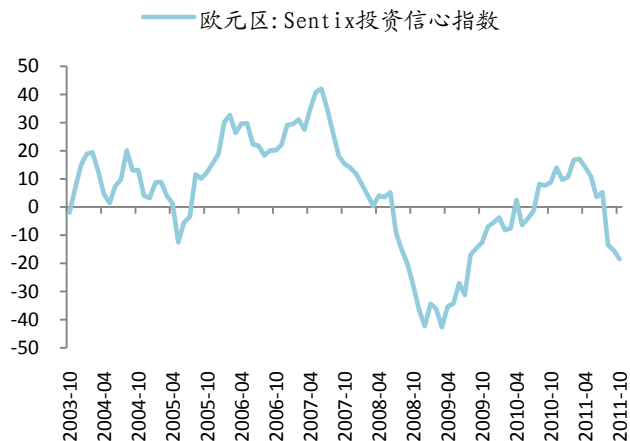
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 11: 欧元区核心国家经济已现熄火兆头



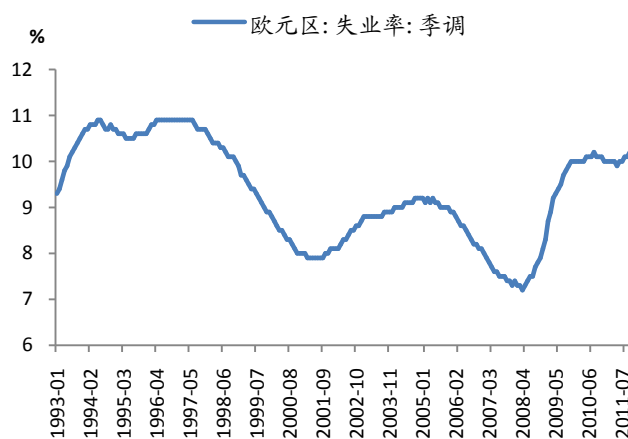
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 12: 投资者信心正迅速丧失至金融危机水平



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 13: 失业率在经济低迷情况下再度显露攀升迹象



资料来源: wind, 渤海证券研究所

1.2 全球新一轮宽松政策可能性加大

在第三季度的前两个月中，遏制通胀仍是市场的主旋律，但进入9月以来，由于欧债危机的持续恶化，市场对欧元前景极度看空，导致美元指数于9月初以来持续上行。9月22日的美联储议息会议并未推出QE3，即意味着美元流动性并没有因此而增加，这令全球股市应声下跌，但美元指数则进一步走强，加之全球经济增速继续放缓对国际需求的压制，国际大宗商品价格出现暴跌。10月份，美元指数在经历前期的大幅上涨后有所回调，使得国际大宗商品价格亦有所反弹，但整体上来说其上涨动能已基本放缓。

我们认为，受国际需求的持续疲弱，明年国际大宗商品难有类似今年的快速涨势，预期其将维持在较高位震荡，这将减缓输入型通胀压力给各国带来的困扰。明年全球通胀形势应趋于稳定，其上涨动能较今年将有所降低，在经济增长愈发艰难的情况下，明年全球再度维持宽松政策的可能性正在加大。

美国方面，通胀目前仍具压力，明年缓和可控。美国9月消费者物价指数（CPI）同比上涨3.9%，环比上涨0.3%；核心消费者物价指数同比上涨2.0%，环比上涨0.1%。美国9月CPI涨幅近3个月以来连续放缓，其中，食品类价格环比涨幅微降，非食品类中服装价格出现较大幅度下降，核心通胀环比涨幅低于市场预期的0.2%。相比CPI，美国9月PPI则意外大幅上升，同比涨幅达6.9%，超出市场预期的6.4%；环比涨幅达0.8%，超出市场预期的0.2%。另外，核心PPI涨幅亦均超过市场预期。PPI涨幅超出预期可能来自于汽油价格的快速上升，9月汽油价格涨幅为4.2%，创3月以来最大涨幅，而这一数据在8月是下跌1.0%。

综合来看，美国当前通胀压力仍旧维持高位，CPI涨幅的趋缓无疑缓和了未来通胀继续升温的预期，但PPI的超预期上涨意味着短期内通胀不会出现明显消退。美联储在今年并未推出市场预期的QE3，而是通过“扭曲操作”的方法，压低实际的长期利率来换取经济复苏的动能。美联储此举取得了一定效果，但是其内部关于下一步政策的分歧亦在加大。联储理事普罗索认为，以允许通胀上升来换取失业率下降的做法是不切实际的，联储应该将控制通胀率作为唯一任务。事实上，美联储在市场呼声最高的时候没有推出QE3，亦是惮于通胀压力的进一步攀升。

近一段时间以来，美国CPI涨幅已现缓和迹象，这可能意味着美联储认为的通胀中期可控的目标有可能在明年实现。我们认为，从美联储维持超低利率至2013年中期的决心来看，明年其在经济复苏上仍将推出一定的刺激政策，通胀压力的缓和将再度激起有关QE3的可能，但其最终是否推出，仍需看经济复苏的走势。

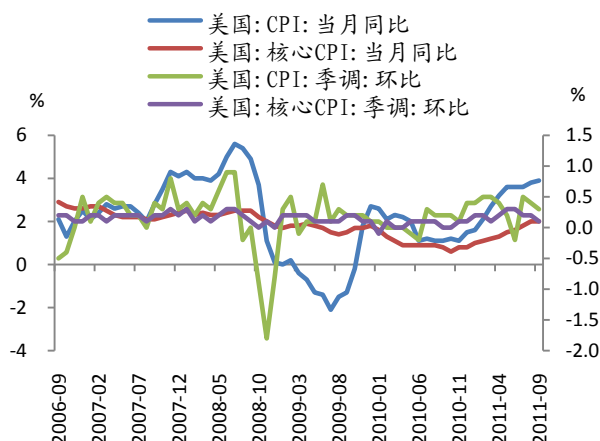
欧元区通胀压力未降，但当务之急已转变为保增长。欧元区10月消费者物价指数同比上升3.0%，与9月持平，为2008年10月以来最大升幅，且已是连续第11

个月高于欧央行设定的 2% 目标上限。但显然当前由于欧债危机的恶化，欧洲的首要问题已不是防止通胀进一步上升，而是如何能够有效提振市场信心，进而防止实体经济加速下滑。在 11 月的利率会议上，欧洲央行意外降息 25 个基点，将基准利率下调至 1.25%。这意味着今年七月仍以升息来遏制通胀的紧缩周期于欧元区已正式结束。此次利率决议是欧洲央行新一任行长德拉吉上任以来的首次利率决议，他认为减息后通胀仍将与维持物价稳定目标一致，维持中期物价稳定至关重要，目前通胀仍然表现上扬，必须稳定通胀预期以支持经济增长，预计未来几个月仍将维持在 2% 上方后再回落，目前形势下通胀压力有望下降，中期通胀展望风险整体均衡。此前我们在策略中亦认为，欧洲央行在四季度降息的可能性较大，但显然目前仍有较多的人认为欧洲央行本次 25 个基点的降息幅度偏小，但在当前仍旧高企的通胀前，这一幅度可能是试探性的，即，在向市场释放积极信号的同时，观察通胀的进一步走势，若通胀明显回落，则下一次降息仍将到来，我们预计其时点可能在 2012 年一季度。

新兴经济体方面，明年降息国家预计将进一步增多。土耳其央行在 8 月 4 日下降基准利率 50 个基点至 5.75%，成为今年以来第一个宣布降息的 G20 成员国。巴西央行于 8 月 31 日宣布将基准利率由 12.5% 下调至 12%，巴西央行表示，世界经济增长乏力致使巴西经济出现增速下降，政府必须审时度势，对以往政策做出适时调整。为确保国内经济实现适度增长，降息势在必行。此外，进入 10 月以来，经济增速放缓的趋势向新兴经济体加速蔓延，因此降息抑或有此预期的国家正在逐步增多。10 月 11 日印尼央行将基准利率从 6.75% 下调 25 个基点至 6.5%，该国通胀在 2010 年 12 月创下本轮通胀新高之后便开始下行，8 月通胀达到 4.78%，目前压力已经明显消退，本次降息是其 2009 年 8 月以来的首次降息。

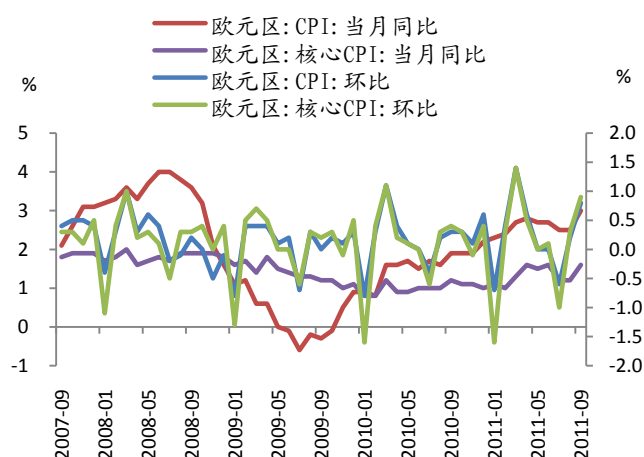
自去年以来，全球通胀上升速度加快，美国在连推 QE1 和 QE2 滞后，全球流动性泛滥，而其中多数成本被新兴市场国家所买单。国际大宗商品价格猛涨，由此引发的输入型通胀压力使得新兴市场国家央行普遍开始频繁加息。进入下半年以来，此前紧缩政策的积累效应开始逐步显现，通胀压力逐步回落，但由此导致的国内需求抑制，经济增速下滑也成为普遍现象。2012 年，经济增长再度成为世界性问题，在通胀矛盾缓和的情况下，我们预计明年新兴经济体将有更多国家采取降息的手段来保持国内经济增长。

图 14: 美国 9 月 CPI 再创新高, 但涨幅趋于放缓



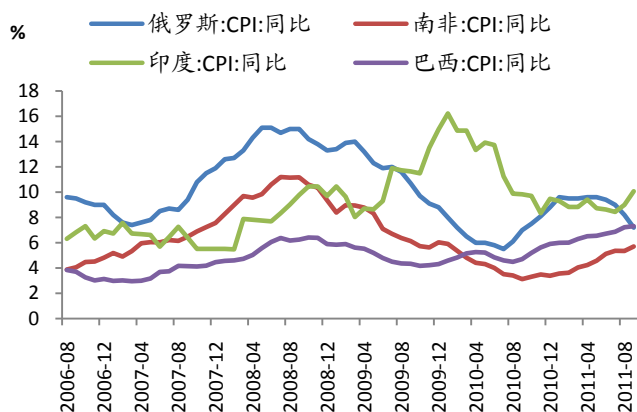
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 15: 欧元区通胀压力仍处高位



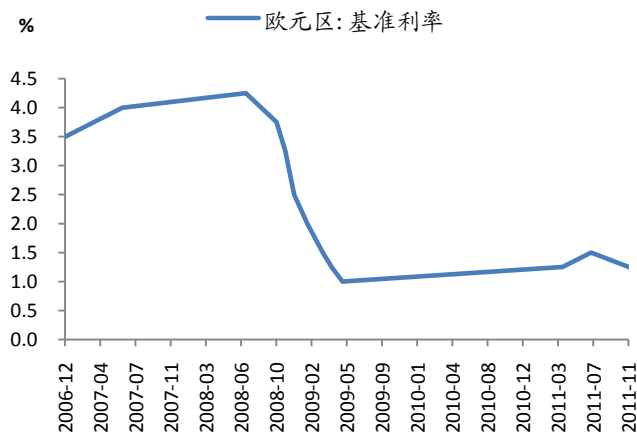
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 16: 新兴市场国家通胀动能逐步放缓



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 17: 预计欧洲央行明年仍将采取降息措施



资料来源: wind, 渤海证券研究所

1.3 债务问题将持续困扰世界经济

今年以来, 欧美国国家债务问题持续发酵, 2012 年欧美多国将进入大选之年, 财政紧缩政策在“政治周期效应”下是执政者所不希望的, 但债务问题又是必须靠财政紧缩来缓和的, 2012 年, 债务问题将成为困扰世界经济的难点, 且其风险仍将集中在欧元区。

美国方面, 8 月, 信用评级机构标准普尔公司下调美国主权债务评级, 美国历史上首次失去 AAA 级的主权债务评级。美国政府的实际举债早在今年 5 月即已达

14.3 万亿美元的上限，后美国国会有惊无险通过了提高债务上限的决议。目前，美国已进入削减政府预算赤字的关键时刻，由两党共同组成的超级委员会正在商议未来十年内削减预算赤字 1.2 万亿美元的方案。目前，美国民众对政府的不满正在与日俱增，“占领华尔街”运动虽进入冬季，但仍在如火如荼的进行。债务问题，将是美国中长期之内都要持续面对的问题，而不仅是 2012 年。如何在财政紧缩以及经济增长中找到更多出路，将极大地考验美国政府。

欧元区方面，10 月份以来，债务危机的持续恶化、各国领导人的投鼠忌器、伴随着评级机构的煽风点火以及股市的大起大落，可以说世界关注的焦点几乎全部集中在了欧元区。进入 10 月，新一轮下调债务评级的风潮开始席卷欧洲。穆迪 10 月 4 日宣布下调意大利长期主权债务评级，将意大利长期主权债务评级下调三级，从之前的 Aa2 调至 A2，前景展望为负面。穆迪 10 月 7 日宣布下调 12 家英国金融机构的高级债务及存款评级，原因是一旦这些机构陷入财务困境，英国政府不太可能会出手相救。惠誉 10 月 7 日宣布，鉴于欧洲主权债务危机的加剧，调降意大利及西班牙主权评级，评级展望均为负面。标普 10 月 7 日宣布将比利时-法国合资银行德克夏银行集团的评级下调一个等级，称该行难以获得批发融资，并需要增加担保品。比利时首相伊夫·莱特姆 10 月 4 日晚宣布拆分法国和比利时合资银行德克夏银行集团，德克夏成为在欧洲债务危机中倒下的第一家银行。

随后，在危机持续恶化的情况下，欧盟峰会被各界寄予厚望。但从过程来看，其最后一揽子救援计划的出台可谓“难产”，具体来看，欧盟峰会达成的共识有三个关键：其一，12 年 6 月底以前将主要银行的核心资本充足率提高到 9%，这也是会议最早达成的共识之一；其二，将 EFSF 杠杆化至 1 万亿欧元；其三，银行等私人部门同意减记 50% 的希腊国债，这一举措将使得希腊政府获得 1000 亿欧元的债务减免。上述一揽子措施暂时缓和了市场担忧，但我们看到这仍然是不够的，如果从意大利国债收益率的即时走势来看，其 10 年期国债收益率在峰会出台措施当天大幅滑落后随即又恢复到了原来水平，这暗示着，虽然欧盟峰会在数天的努力下有所成果，但对于其两个核心问题——“钱从何而来”和“未来在哪里”仍无定论，而这也是市场最大的担忧所在。

先看第一个问题，EFSF 资本金为 4400 亿欧元，在经历一系列的救助之后，其可能剩余 2000-2500 亿欧元，要通过杠杆达到 1 万亿欧元，可选的方案有两个：一是对两国的主权债务担保，二是设立一个“特殊目的工具”（SPV），邀请其他投资者加入。从当前情况来看，欧债危机已不太可能从正常渠道进行大规模融资，因此，“借钱”应是其寄予希望最大的一条道路，但从近期各国表态来看，欧洲债券这块“烫手的山芋”并无多少人表示出了热情。

再看第二个问题，欧元区的未来显然目前不甚光明，在经历了希腊数次违约风险

后，市场对于欧债危机的彻底解决疑虑重重。尤其是，经历了希腊公投的闹剧后，政局不稳等新的因素无疑使得欧元区不确定性更甚。标普在 20 日的报告中称，若欧洲地区陷入衰退且政府借债上升，该机构可能会将包括法国在内的五个欧洲国家的评级下调一或两个级距，最严峻的经济景象也可能促使西班牙、意大利和葡萄牙的大量银行进行资本重组。

长期来看，财政一体化改革应该是欧元区今后着力解决的首要任务。欧元区的成立使得货币政策和汇率政策权收归欧洲央行，各成员国只能实施自主的财政政策来调整国内经济，尤其是应对非对称性经济冲击。在这种经济政策结构下，单个成员国实施扩张的财政政策将会导致明显的财政溢出效应，使其获益更多，但由此引起的诸如偿债困难等风险则由欧洲央行和其他成员国一并承担。这种结构诱发了成员国，尤其是部分中小国家主观上产生过度赤字的动机，因此，多年来“寅吃卯粮”积聚下来的危机无法在短期内彻底解决，只有对各国间财政有所约束，减少借款冲动，同时大力削减债务至合理水平，欧债危机的解决才会是根本的。如此看来，欧元区的任务可能才刚刚开始。

表 3：至 2012 上半年欧猪五国月度到期债务估计（亿欧元）

月份	希腊	葡萄牙	爱尔兰	西班牙	意大利	合计
2011-10	36	33	0	257	157	483
2011-11	20	25	46	69	305	465
2011-12	102	4	0	106	131	343
2012-01	16	22	0	77	156	271
2012-02	8	8	0	126	543	685
2012-03	164	15	58	72	359	668
2012-04	0	0	0	208	363	571
2012-05	89	0	0	76	72	237
2012-06	6	107	0	66	84	263

资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

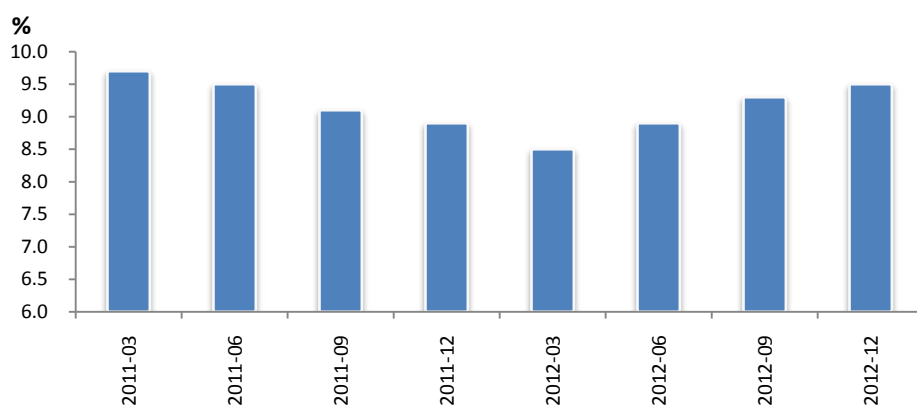
2 中国经济

2.1 全年经济增长乐观中谨慎，9%仍是可期目标

展望 2012 年，中国经济仍将维持今年以来的“软着陆”趋势，预计明年增速将小幅低于今年。2011 年经济增速较快、通胀较高的运行局面在明年将会同时受到来自内因与外力的双重作用，前期内需强劲、外需中速增长等有利条件不确定性较今年大增。受全球复苏进程、宽松政策环境、贸易摩擦加剧和国内结构转型、通胀预期、流动性管理、人民币升值等因素影响，宏观调控的环境将更为复杂。

经济增长全年“前低后高”。作为“十二五”开元之年，产业升级、新兴产业发展等战略是促使中国进入朱格拉周期上升阶段的有利因素。但由于通胀成为 2011 年的“主旋律”，因此平息不断走高的物价压力、防范可能出现的资产泡沫成为本轮货币政策不断收紧的关键背景，在此背景下，由于国内需求受到抑制，同时加之外围市场环境的恶化，全年 GDP 呈现逐季下滑态势，这里面既有主动调控以及调结构引致的主动降速，亦有外需恶化导致的被动“减员”，整体来看，契合“十二五”加快转变经济发展方式的主线，使得 GDP 由快向好发展是本次 GDP 降速的主要原因。因此，在经济内生性略有向好的情况下，虽然外需风险加大，我们仍看好 2012 年 GDP 增速能够达到 9.0%左右的水平。预计第一季度 GDP 将回落至底部区间，有可能在 8.5%左右，随后呈现出逐级回升态势，第二至第四季度分别为 8.9%、9.3%和 9.5%。

图 18: 2012 年全年 GDP 增长 9%仍可期



资料来源: wind, 渤海证券研究所

主要原因有以下几点:

第一，欧债危机可能会引起欧洲经济陷入长期低迷，美国经济增长乏力的现状也

不会得到明显改善，因此，在物价上涨总体可控的情况下，明年中国经济保持较高增长速度，既可避免国际经济下滑带来的风险，亦有利于利用相对较低的国际能源原材料以及生产资料产品的价格，实现“弯道超车”，可谓动态发展的最优选择；

第二，自去年以来的紧缩政策已见成效，为政府下一步的调控赢得了空间，财政收入今年也可能会有盈余，加之开始推行增值税改革，政府手中应有大把的牌可以使用，如果经济增速超预期下滑，那么政府主导的投资亦完全可以再度发挥经济增长稳定器和助推器的作用；

第三，明年处于换届的主旋律之下，地方政府换届行将结束，而中央换届则拉开帷幕。考察历史上各次五年规划的第二年，即党代会的当年，投资增速和经济增速都相对较高，表现为 GDP 增长普遍比上年要高。预计这一效应在明年仍将发挥作用；

第四，投资方式较为多元，消费增速亦将回暖。保障房、水利等都是投资的热点，明年房地产投资加速下滑风险较大，且集中在商品房方面，因此如需保持投资稳定，加大保障房投资是必要的。另外，产能升级、企业设备升级等也是投资的重点项目。消费方面，由于通胀压力的下降，消费实际增速也将开始回暖，有利于带动消费对 GDP 的贡献。

转型为经济提供内生性动力，是未来中国经济继续保持平稳增长的关键。综合 2011 及 2012 来看，GDP 增长类似较为平缓的“V”型。如我们前述，2011 年 GDP 增速的下行趋势有主动降速的意味，以加快转变经济发展方式为主线的整体转型不可避免将会牺牲部分经济增速，目前来看转型在 2011 年已经取得一定成果，例如加大节能减排、淘汰落后产能等。进入 2012，经济转型将带来增长面的多元化，表现在要素价格的改革有助于推动投资改造、产业迁移有助于中西部投资、设备升级有助于企业产能利用率的提升等方面，因此，经济增长的内生性动力使得我们仍对中国经济未来较长一段时间能够平稳增长保持乐观。

以下我们将进一步解释上述看好 2012 年经济增长的几点理由：

2.1.1 物价压力较今年将显著纾缓，政策运用空间有所加大

2011 年通胀上升为全年政策调控的首要目标，2011 全年 CPI 走势呈现出上半年高位持续上涨，下半年见顶缓慢回落格局。究其上涨原因，除翘尾因素高企导致全年 CPI 中枢上移外，第一，前期货币的超发使得流动性总量向价格体系进一步蔓延；第二，自然灾害频发，年初南方地区 10 余省份先后遭遇明显低温冷冻灾害，且上半年我国遭受两次大范围旱灾，冬麦主产区发生秋冬连旱，入汛后旱涝急转明显，导致农产品产量受明显影响，加之运输成本攀升，物价因此涨幅较大；第

三，在国家对房地产进行持续宏观调控的背景下，农产品成为国内游资炒作的重要对象，众多农产品价格急剧蹿升；第四，国际输入型通胀压力持续升温，大宗商品价格上半年涨幅明显，亦起到了对通胀推波助澜的作用。

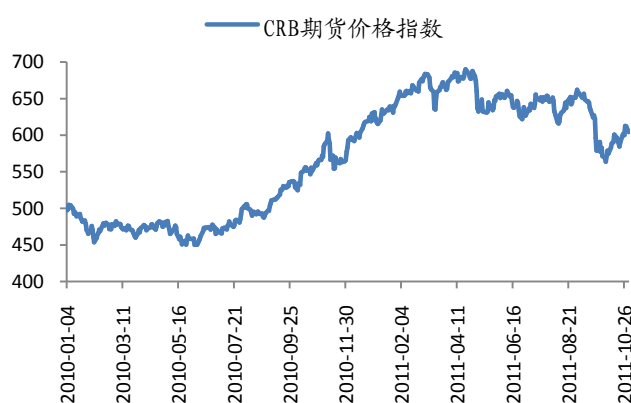
梳理可能影响 2012 年物价水平的因素：

其一，国际方面，输入型通胀压力将有所缓和。国际大宗商品价格自去年下半年以来快速上行，至今年第二季度达到高点。由于国际经济复苏前景的迅速恶化，以及受美联储 QE3 预期的破灭影响，随后大宗商品价格开始震荡下行。对于 2012 年大宗商品价格走势，我们总体判断其仍将维持在较高位震荡，但输入型通胀压力将有所缓和。原因有二，一是看需求，由于影响大宗商品价格的主要因素是国际需求，在外围经济持续疲软，明年经济复苏不确定性加大的情况下，大宗商品价格难以维持大幅上涨；二是看美元指数，我们认为美元指数明年将维持震荡上行趋势，大宗商品以美元计价，美元的走强亦使得大宗商品价格不会得到有效支撑。

图 19：美元指数明年预计震荡上行



图 20：国际大宗商品价格预计将较高位震荡



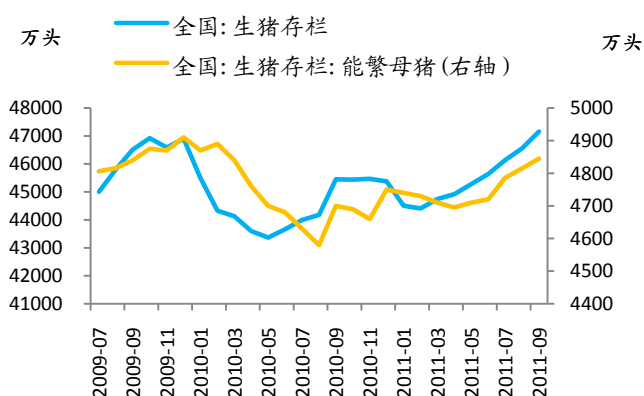
资料来源：wind，渤海证券研究所

资料来源：wind，渤海证券研究所

其二，国内方面，农产品价格涨势将趋于平缓，但自然灾害有可能带来不稳定因素。2011 年使得食品价格快速攀升的首要因素是猪肉价格的快速上涨。猪肉价格在年初时大约为 20.9 元/千克，这一价格在 9 月中旬时最高达到 30 元/千克，涨幅大约为 43%。我们在 8 月份的报告曾认为，本轮猪肉价格的大幅上涨主因仍是供需失衡，进入 10 月份以来，3、4 月份快速补栏的仔猪育肥上市，使得猪肉市场供给较前期有明显改观，表现在猪肉价格的小幅下降以及猪粮比的持续下跌。考察当前生猪存栏数，我们发现自 3 月以来的存栏数一直稳步提高，且已接近于生猪补栏的前一高峰，即 2009 年底时的数量。母猪的存栏数同步提升，且 9 月尚坚挺的仔猪价格目前已现松动迹象，由九月末的 42 元/千克下滑至 10 月末的 34 元/千克。年末至明年一季度，陆续补栏的仔猪又到育肥上市期，预计猪肉价格在

年末至春节期间由于需求旺盛，价格回落幅度将不会很大，而随着春节过后，本轮猪周期将渐入尾声，猪肉价格将会有明显回落，其对明年 CPI 的拉动作用亦将大幅下降。粮食价格，预计走势将延续今年缓慢上涨的格局。根据农业部调查及主要产粮大省统计数据显示，中国全年粮食总产量有望突破 1.1 万亿斤，实现连续八年增产已成定局，单产和总产都将再创历史新高，粮食丰收从整体上平抑了未来粮食价格大幅波动的可能。但近来，世界性自然灾害频发，泰国洪灾对于水稻产量造成较大影响，泰国预估将减产 25%，而作为世界大米的主要供应国，其出口大概占世界出口量得 30%。因此，明年世界范围的粮食价格波动可能会加剧；且在政策方面，水稻和小麦最低收购价仍将继续提高，可能成为推动粮价上涨的另一因素。

图 21：生猪存栏的稳步增长有利于猪肉价格下跌



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 22：猪粮比较前期显著回落



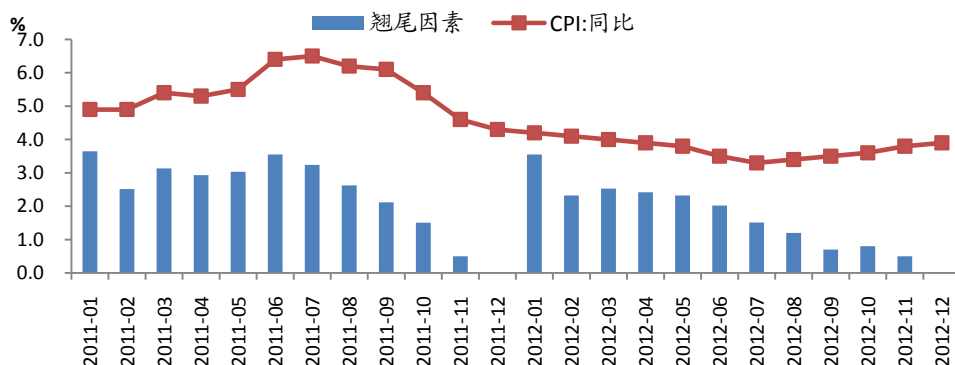
资料来源：wind，渤海证券研究所

其三，劳动力价格的上涨将长期地推动食品价格。长期来看，劳动力成本上涨将成为推升食品价格的重要因素。人工成本约占中国粮食成本的三成左右，占蔬菜种植成本的四成左右。近年劳动力成本大幅上涨，成为推动粮食、蔬菜价格攀升的重要因素。在通胀预期升温、实际通胀水平仍会高位徘徊及刘易斯拐点的临近，明年劳动力成本仍会延续之前的升势，加上资源要素价格改革，使得农业生产资料成本可能进一步明显上升，因此，明年食品整体价格仍然面临较大上涨压力。此外，劳动力成本上升和食品价格上涨均将强化社会通胀预期，推动非食品价格尤其是服务价格的上涨。

如我们上述分析，考虑到物价上涨的惯性因素，综合来看，我们预计 2012 年全年 CPI 新涨价因素大约在 2.1 个百分点左右。考察翘尾因素，2012 年全年仅 1 月较高，上半年翘尾因素基本保持平稳，其明显下降要等到 6 月份以后，全年翘尾因素的贡献大致在 1.7 个百分点，因此，我们初步预计 2012 年全年 CPI 水平为 3.8%，走势上半年缓慢下降，下半年则会有小幅上升，与 GDP 走势类似为缓慢的“V”型

总体上看，全年 CPI 水平已经基本回落至政府预期范围之内，因此其对于政策的约束空间将大为减小，明年政策的运用上将不再将全部重点放在控通胀上。然而，也需要注意的是，如果政策放松程度较大，以及国际大宗商品价格由于自然灾害等原因再度上涨，不排除物价亦反弹超预期的情况，但总体来说，由于一年以来紧缩政策积累效应的持续释放，加之政府以稳健为主的总体思路，物价即便有超预期反弹，亦将处于可控范围之内。

图 23: 2012 年 CPI 整体趋于平缓，全年预计在 3.8% 左右

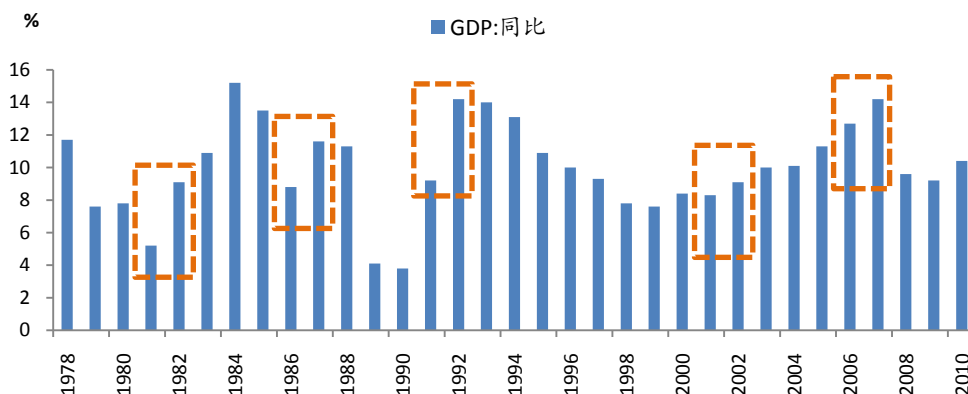


资料来源: wind, 渤海证券研究所

2.1.2 “换届”主旋律带来增长较高期望

2011 年起地方政府换届开始进行，2012 年中央政府换届亦将拉开帷幕。考察自 1978 年改革开放以来的历次政府任期，我们发现一个较为明显的规律是，政府任期的最后一年，即召开党代会的当年 GDP 增速普遍比上一年要高。如下图所示，自 1978 年改革开放以来可观测的 6 届任期中，除 1993-1997 年外，其余 5 届均符合上述规律，这可能意味着中国经济增速在换届前后是有一定规律可循的。

图 24: 中国经济增速在换届前后有一定规律

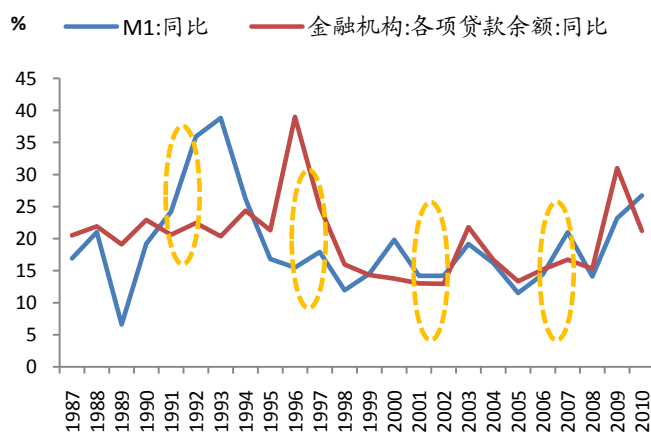


资料来源: wind, 渤海证券研究所

西方的政治周期理论认为，从执政者的角度来说，选举前从财政上讨好关键选民对选举很有用，也容易执行。因此，如果短期选举前的机会主义政策能提高他们再次当选的机会，那么他们会执行短期的机会主义政策。对政治经济周期的观察侧重于工具目标，主要关注两方面的问题：侧重于货币政策工具的货币周期和侧重于财政政策工具的预算周期。经验表明，无论使用转移支付还是使用税收收入作为财政政策工具，都发现在很多国家存在选举前的周期现象，其中发展中国家这种现象更为明显，例如在对土耳其以及拉美国家的考察中均发现选举前的财政操纵是较为普遍的现象。那么货币周期方面，主要观察中央银行控制下的货币政策是否有选前扩张现象，其指标有货币供给、利率、汇率等，对货币周期的实证研究主要将货币供给和利率作为观察目标，考察在选举前中央银行是否为了机会主义目的或意识形态目标采用扩张性的货币政策。

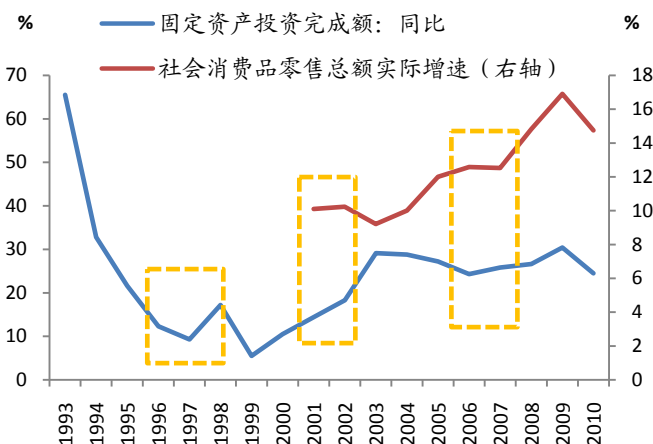
对于我国来说，由于国情的不同，西方的政治周期理论是否适用尚无定论，但其结论无疑对于我国来说有一定的借鉴意义。我们进一步考察分项指标，如下左图，M1 增速以及贷款余额增速在换届前夕基本是保持稳中有增的状态，而换届过后，则会出现一定较为明显的增幅；右图所致投资与消费情况大致类似，这与换届前夕政府主要以稳定为主的思路有关。但下面数据分析的缺陷在于，由于数据样本过短，导致其周期性变化无法被清晰解释，且我们看到，98 年亚洲金融危机以及 08 年全球次贷危机均在换届阶段，进一步导致周期性特征被掩盖。

图 25：历次换届货币供应基本保持稳中有增



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 26：换届前夕投资与消费增长维持稳定



资料来源：wind，渤海证券研究所

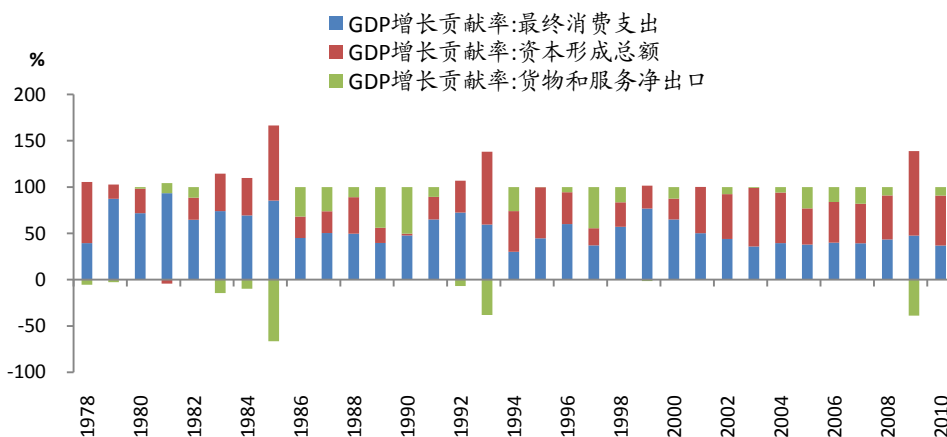
但总体上说，中国经济在换届前后仍具有一定的规律性可循，这种规律是建立在经济运行整体稳定基础上的。正如胡鞍钢教授指出的，“我们在考察中国经济波动时，首先要考察是什么因素推动中国的经济波动。中国经济周期背后的推动力不是技术变革引起的生产率波动，恰恰是由于政策变动引起波动。” 因此，对于明

年来说，我们认为这种规律性的效应仍将发挥其作用，具体手段上，可能仍将以投资为主。

2.1.3 投资仍将为 2012 年经济增速保驾护航

第一，明年经济增长的主要动力仍将来自投资方面。无论是从上世纪 90 年代的年增幅高峰的 65.5%或是本世纪前10 年的平均投资增速24%以上，还是从近10年投资对GDP 的贡献率来看，投资均当仁不让的成为经济增长首要推动力。

图 27：近 10 年来投资成为经济增长的首要动力

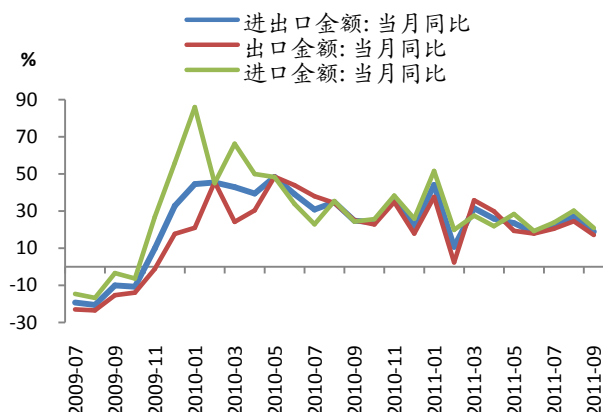


资料来源：wind，渤海证券研究所

► 投资明年仍将成为经济增长主动力的原因来自于内外两方面。外因方面，2012 年出口增速将延续下滑势头。进入 10 月以来，全球经济数据继续恶化，欧元区方面债务危机继续加深，美国方面经济状况较前期略有好转，但不容乐观的是，当前经济增长疲弱态势已由发达国家向新兴市场国家蔓延。10 月 PMI 新出口订单指数大幅下滑至 48.6%，低于上月 2.3 个百分点，继上月回升至扩张区间后再度跌破荣枯分界线，显示外部需求乏力的情况有所加剧，制造业出口增长不容乐观。

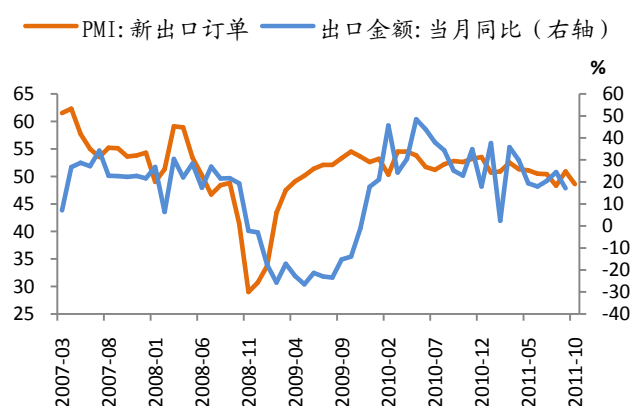
如果回顾 9 月贸易数据，出口整体已由前期的仅发达经济体疲软转变为发达经济体与新兴经济体共同下滑。我国前期对新兴经济体的稳定出口增速亦开始回落，目前仅有东盟仍维持小幅上涨，印度、南非、俄罗斯、巴西等金砖国家增速均出现了大幅下滑。四季度本为西方传统消费旺季，但目前已经体现出了旺季不旺的特征，证明四季度出口风险正在进一步加剧。

图 28: 9 月进出口增速超预期回落



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 29: 新出口订单指数大幅下滑拖累 PMI



资料来源: wind, 渤海证券研究所

展望 2012 年，国际外贸形势相比今年将更加复杂。主要表现在主要经济体的复苏不确定性进一步加大。世界范围内的经济复苏状况、大宗商品价格、汇率走势等，都将对中国这个处于外需转向内需的国家造成更大的风险。

而且，在全球经济疲软的情况下，贸易保护主义更易抬头。自上世纪 90 年代中期，中国经常账户产生盈余，在饱受赤字之困的华盛顿，人民币汇率问题就成了一个重要话题。每逢财政部发布“汇率操纵国名单”，亦或总统大选、中期大选之际，它便屡次成为中美关系之间最紧绷的神经。10 月 11 日，美国国会参议院经 63 票赞成、35 票反对，通过了一项由民主党议员舒默、布朗，以及共和党议员格拉汉姆、斯诺威联名提交的法案，动议对从“汇率不匹配”（currency misalignment）国家进口的商品征收关税。所谓“汇率不匹配”国家，即指在美国看来，该国的汇率实际价格与名义价格并不相符。由于中国是美国主要的贸易逆差国、并且国会山长期认为中国政府干预外汇市场，因此，这项法案被认为旨在针对中国，也被称为“人民币法案”。该法案认为，由于中国政府压低人民币汇率的实际价格，从而在外贸中成为对中国商品的汇率补贴。因此征收关税，有助于保护美国的企业。该法案一旦立法通过，将主要影响到中国出口美国的商品。

对于明年的出口增速，我们认为仍将呈现出下滑态势。其下滑幅度取决于欧美等发达国家经济复苏程度，以及新兴市场国家经济放缓程度。如后者下滑超出预期，则希望以新兴市场国家出口份额来弥补发达国家出口份额的想法恐无法取得预期效果。我们预计，2012 年整体出口增速可能将回落至 11% 左右。

最后，从较长的时间来看，外贸转型亟待提速。劳动力价格的提升、人民币中长期升值小幅步进的趋势，对部分出口企业来说，使得本来就仅有的微薄的利润，也逐渐丧失。从未来的情况来看，人民币或将逐步扩大年度升值空间，给出口企业带来冲击。如何从 OEM 转型至 ODM，进一步至 OBM，提高出口企业的技术竞争能力，而并

不完全是提升价格竞争能力，将是出口企业长期生存之道。

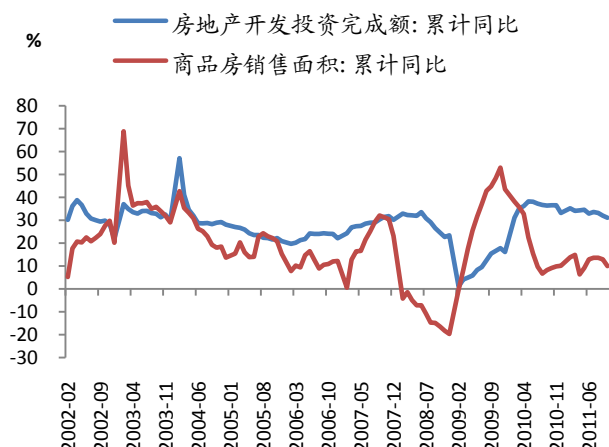
内因方面，加快转变发展方式需要改革原有的投资方式及结构，这一过程最终仍需以投资的方式体现。“十二五”经济体制改革的目标是：以经济增长方式转型为主线，以扩大内需为总体要求，以调整经济结构为中心环节，以深化市场化改革为基本路径。为此，需要推进资源要素价格、垄断行业、收入分配体制、财税体制、金融体制等一系列改革。从目前来看，投资机构优化已经取得一定成效，例如今年以来，投资已呈现出中西部地区明显高于东部的特征，东部投资小幅回落，而中西部投资增速则是强劲反弹。展望 2012 年，由经济转型而引致的投资转型步伐将进一步加大，投资将日趋注重由速度到质量的转变。在投资方式及结构转变的情况下，最终企业设备改造升级、中西部投资、中小城市投资等将是 2012 年投资中的亮点。

► 同样需重点关注投资中的主要风险——房地产投资增速下滑。始自 2010 年初的本轮地产调控已经持续近两年时间，房地产市场由前期的“量跌价滞”局面开始演变为“量价双跌”局面，而取得这一成果历时达 1 年有余。目前上市房企现状堪忧，行业整体资产流动性继续恶化，偿债能力均有所下滑，房地产投资增速明年下滑已成为经济的一大风险，但鉴于调控初显成效，而一旦放松房价则有可能出现报复性反弹，因此近一段时间来，中央频频针对当前房地产调控表态，明显决心要延续对房地产的紧缩调控不放松。温家宝总理 11 月 6 日表示，中国的房地产一系列调控措施，绝不可能有丝毫动摇，下调房价是国家坚定的政策。

由此，我们认为至少在明年上半年以前，房地产调控有所放松的可能性都不大。目前主要房地产指标均已呈现出回落态势，若房地产调控无法放松，我们预计主要指标的下跌趋势将会继续维持，且不排除加速下滑的可能。第一，商品房销售面积仍在持续下滑，10 月这一指标累计同比增速为 10%，较 9 月的 12.9% 出现较大幅度下滑，且我们预计市场观望气氛仍将持续，这将导致未来商品房销售面积继续下滑。观测房地产相关指标，我们发现商品房销售面积一般领先于房地产开发投资完成额变化，而商品房销售面积在 9 月份的较大幅度下滑具有一定的指标性意义。第二，今年以来土地成交价款累计同比出现猛烈下跌，这与近来持续不断的土地“流拍”现象吻合。土地收入款项由于是分期付款，今年的土地购置费很多是去年卖地所得，因此我们看到土地购置费累计同比跌幅相较平缓。由于房地产开发投资中土地购置费约占两成，因此其下滑将对房地产投资产生较为明显的影响。

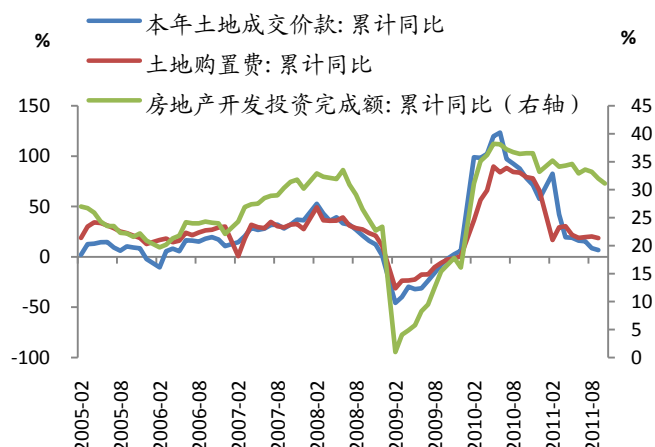
根据我们以上的分析，明年商品房类投资增速将持续回落，若在保证房地产投资不出现如 08 年一样的过快下滑，那么政府势必将会加大保障房建设力度。

图 30: 商品房销售面积 10 月出现较大幅度下滑



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 31: 土地购置费下滑对房地产投资影响较大



资料来源: wind, 渤海证券研究所

第二，明年投资将呈现多元化格局。2011 年以来，各行业“十二五”规划陆续出台，投资热点亦逐渐增多。国家对“十二五”时期的投资的要求是：调整优化投资结构，发挥投资对扩大内需的重要作用，保持投资合理增长，完善投资体制机制。在整体布局上，有以下四点值得关注：

- ◆ **制造业中重点产业生产布局。**有序推进城市钢铁、有色、化工企业环保搬迁。依托国家重点工程，打造一批具有国际竞争能力的先进制造业基地。
- ◆ **战略性新兴产业。**国家将组织实施若干重大产业创新发展工程，培育一批战略性新兴产业骨干企业和示范基地，使其增加值在“十二五”末期占 GDP 的比重达 8% 左右，成为先导性、支柱性产业。
- ◆ **基础设施建设。**目前预计，在能源方面开工建设核电 4000 万千瓦、水电 1.2 亿千瓦、风电 7000 万千瓦以上、太阳能 500 万千瓦以上，输油气管道增加 7 万公里左右，330 千伏以上输电线路 20 万公里。
- ◆ **城镇化建设。**城市人口增加超过 5000 万，需要扩大交通、通信、供电、供热、供气、供排水、污水垃圾处理等市政公用设施建设。另外，要构建以陆桥通道、沿长江通道为两条横轴，以沿海、京哈、京广、包昆通道为三条纵轴的“两横三纵”的城市群。

表 4：重点项目投资

领域	主要目标
保障房	“十二五”期间建设保障性住房 3600 万套, 2011 年开工 1000 万套, 至 2015 年末, 保障房覆盖面达到 20%。
水利	“十二五”期间全国水利建设总投资规模约 2 万亿元, 10 年总投资约 4 万亿元。
特高压	国家电网将在未来 5 年内全面加快坚强智能电网发展, 并计划建设“三纵三横”结构的特高压骨干网架, 未来 5 年计划投资 2500 亿美元 (约合人民币 1.6 万亿元)。
铁路	2010 年, 铁路固定资产投资达 8426.25 亿元。根据铁道部的计划, 2011 年铁路将完成基础设施投资 6000 亿元。“十二五”期间, 铁路每年投资规模或调降至 5000 亿元左右。
新能源汽车	原计划未来十年中央财政将投入 1000 亿元, 其中 500 亿元为节能与新能源汽车产业发展专项资金; 300 亿元用于支持新能源汽车示范推广; 200 亿元用于推广以混合动力汽车为重点的节能汽车。
海洋工程装备	未来几年, 中国海工装备全球市场份额将持续提升, 预计到 2015 年有望达到 20%。据此测试, 未来 5 年期间, 中国海工装备年均市场容量有望达到 120 亿元。

资料来源：根据公开资料整理，渤海证券研究所

我们认为，2012 年投资将呈现多元化格局，热点将主要集中在保障性住房、水利建设、铁路等民生和基建领域，以及特高压、海洋工程装备、新能源汽车等新兴产业。

保障房方面，明年投资增速仍将保持稳定。住建部统计数据显示，截至 9 月底全国城镇保障性住房和棚户区改造住房已实物开工 986 万套，开工率已达 98%，与 8 月底相比，9 月新开工 118 万套，开工率提高了 12 个百分点，分省来看，开工率超过 100% 的省市自治区已达 15 个，较 8 月底增加了 10 个，目前来看全年保障房任务完成已无大碍。在商品房承压进一步加大，且短期内调控政策仍不会放松的情况下，保障房建设将保持稳定增长。近期国务院常务会议强调，对于保障房建设，中央继续增加资金补助，地方也要增加财政资金投入，银行业金融机构可以向实行公司化运作并符合信贷条件的公租房项目直接发放贷款，也可向符合条件的地方政府融资平台公司发放贷款。这意味着明年保障房建设的融资渠道被进一步放宽。

水利方面，热度将持续升温。中央明确表示未来 10 年将投资 4 万亿用于水利建设，截至 9 月底，今年中国已落实水利建设投资约 2600 亿元，其中中央水利投资 1139 亿元，投资已较 2010 年全年增长 15.8%，可以说，水利建设的快速增长长期可

能已经到来。按照水利“十二五”规划，未来5年，水利的总投资大概要达到1.8万亿元左右。这1.8万亿元主要用于4个方面的水利建设：一是农田水利建设，占投资的20%左右。二是防洪减灾工程建设，占投资的38%左右。三是水资源保障和城乡供水能力提高的工程建设，占投资的35%左右。四是水土保持和生态建设。

特高压、海洋工程装备等战略新兴产业将受投资青睐。今年8月，1000千伏晋东南—南阳—荆门特高压交流试验示范工程通过了国家验收，这意味中国的电网正式步入了“特高压”时代。根据国家电网的测算，到2020年，晋陕蒙宁新等西部煤电基地规划向中东部地区外送煤电2.34亿千瓦，其中通过特高压交直流电网外送1.97亿千瓦。明年来看，后续工程建设进程有望进一步加快，投资力度的加大将凸显特高压行业未来的发展潜力。另外，国家发改委等4部委9月下发了海洋工程装备制造业的中长期发展规划，提出未来十年要重点发展主力海洋工程装备、新型海洋工程装备，并且支持符合条件的海洋工程装备制造企业上市融资和发行债券。作为开发利用海洋资源的战略性新兴产业，其有着相当广阔的市场容量，据测算，未来5年期间，中国海工装备年均市场容量有望达到120亿元。

纵观明年整体投资情况，我们预计增速会较今年有所下滑，房地产投资增速将继续下行，其他诸如水利、战略新兴产业等我们上述提到的领域投资增速将会有所上升，以此来对冲房地产投资下滑带来的风险。

2.2 宏观政策动向

自2010年10月加息以来，名为稳健实为偏紧的货币政策已经持续了一年有余，当前市场预期政策将在四季度出现微调。我们认为，展望明年来看，经济下行风险存在，但积极因素亦较多。我们预计全年政策基调仍保持不变，即仍是积极的财政政策和稳健的货币政策，但，此处的“稳健”应有别于2010年以来的稳健，毕竟在经济增速下行风险加大的情况下，政策灵活审慎、相机变化的含义应更大一些。

2.2.1 财政政策：积极信号已经显露

2011年实施的是积极的财政政策，我们预计2012年这一基调仍将不会改变，理由是目前以财政政策为手段的政策微调已经开始，而这一手段将以增值税改革为路径贯穿2012全年。

今年10月26日召开的国务院常务会议指出，为进一步解决货物和劳务税制中的重复征税问题，完善税收制度，支持现代服务业发展，决定从2012年1月1日起，在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点，逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税。先在上海市交通运输业和部分现代服务业等开展试点，条件成熟时可选择部分行业在全国范围进行试点。此次上海增值税扩围试点，与2009

年开始在全国实施的增值税转型改革一样，意义重大，标志着我国在完善增值税制度上再度迈出了实质性步伐。

而后，31日，财政部、国家税务总局决定对《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》和《中华人民共和国营业税暂行条例实施细则》的部分条款予以修改。本次调整的目的是为了贯彻落实国务院关于支持小型和微型企业发展的要求。是近期中央强调大力推进结构性减税、深化增值税改革的一项重要措施。从力度上看，本次两税的起征点修改幅度较大，以增值税修改为例，修改前销售货物起征点为月销售额2000-5000元，修改后为月销售额5000-20000元，最低一档起征点提高了2.5倍，最高一档则提高了4倍。由于两税的起征点适用范围针对的是个人，即包括个体工商户在内的小规模纳税人，因此政策的主要受益者将会是微型企业。

我们预计，增值税改革将在2012年继续深化，由此可能带来更大范围的企业和个人受惠。

另外，从全年财政收支情况来看，近日温总理表示今年我国财政收入约10万亿元，按照年初全国人大通过的预算报告，2011年全国预算收入仅为89720亿元，这意味着我国今年全年财政超收将达到1万亿元左右。财政的超收使得政府对于四季度以及明年的政策决策上更有把握，明年的财政支出可能会更加着力在扩大内需、社保、就业、医疗等方面，此外，财政的超收也为进一步减少税收创造了条件。

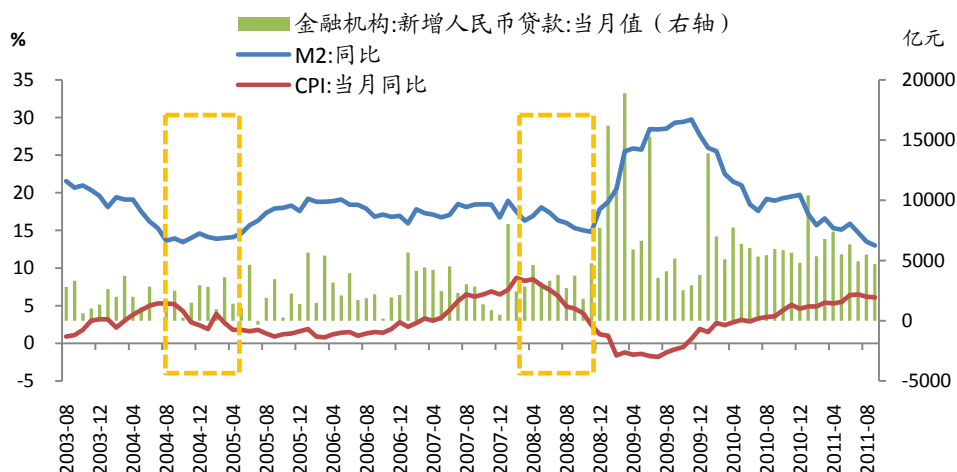
2.2.2 货币政策：稳健基调下加强灵活性和前瞻性

今年7月再度加息后，通胀于7月份达到最高点6.5%的水平，随后三季度在高位徘徊，这与我们当时的预期一致。目前来看，通胀下行的通胀已成。

近一段时间以来，高层频传信号。国务院总理温家宝日前在天津调研时强调，要正确认识当前经济形势，适时适度进行预调微调，保持货币信贷总量的合理增长，优化融资结构。这段话的背景是，近一段时间以来货币供应量持续下滑以及中小企业等问题此起彼伏。另外，央行行长周小川亦表示，央行将非常紧密地关注通胀水平，不会因为关注经济增长而忽略通胀形势，中国当前货币政策基调保持不变，同时保持充分的灵活性和针对性。

目前在经济增速回落预期渐重的情况下，政策何时松动成为市场关注的焦点。我们考察CPI走势以及广义货币M2的走势，发现近10年以来的两次通胀周期中，当CPI达到拐点，大致在8-10个月后货币供应量开始增加，伴随着，新增贷款量亦有所回升。若将这一现象置于本轮通胀周期中来看，自7月CPI见顶，那么货币将有可能在明年二季度前出现放松。

图 32: CPI 见顶 8-10 个月后货币开始放松



资料来源: wind, 渤海证券研究所

上面的分析仍然只是粗略的估计，我们在分析货币政策的转向时，仍要以经济走势作为其根本因素。鉴于国内经济继续放缓的可能性较大，政策调整在所必然，早调则可微调，从而避免经济过大起伏；如晚调，则必是剧调，即风险在积累放大的情况下再全面放开，这样容易加剧经济形势回调风险。我们在此设想了货币政策放松的三个时点和三种路径。

其一，时点为今年年底，幅度为持续微调，路径可能从加大公开市场操作力度到定向放松信贷再到下调中小银行存款准备金率。这一路径主要是针对最近屡屡爆出的中小企业生存难问题，以定向为思路，保持了政策的灵活性和前瞻性。同时，观察经济走势，如若下行风险进一步加大，亦不排除下调大型银行存款准备金率的可能。

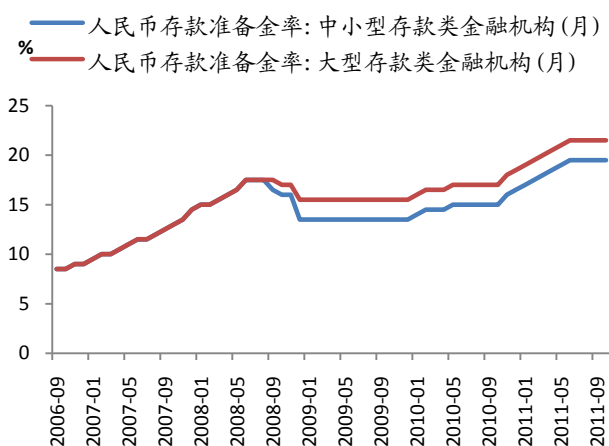
其二，时点为明年 4 月左右，幅度较前者加大，路径可能直接以下调存款准备金为主要手段，同时信贷的宽松也不再仅限于定向的思路。这一路径调整幅度要大于前者，主要是顾虑到政策的放松可能会导致通胀反弹，且经济下行风险并不显著。但不确定性在于，政策在四季度到一季度的继续紧缩将可能使得房地产行业问题更加严重，进而加剧明年房地产投资增速下滑的风险。

其三，时点为明年召开党代会，幅度最为剧烈，下调存款准备金的幅度可能更大，甚至不排除有降息的可能。这一路径的调整显然已经将前期经济波动风险积累到了一定程度，因此将加大经济回调的风险。

综合以上三种假设，我们认为第三种显然不符合明年政治环境要求，同时亦与管理层近期的思想有所背离，其可能性最小。第二种的顾虑在于通胀是否在政策放松的情况下会出现反弹，但通胀已基本不具备再度蹿升的动能。因此，我们认为第一种假设最为符合实际，同时亦与全年稳健基调相匹配。另外，需要强调的是，

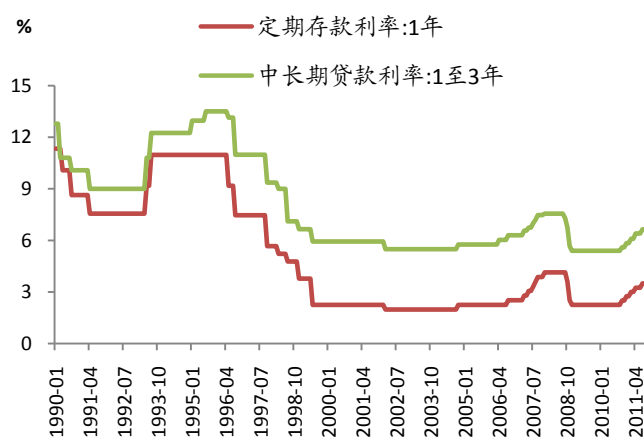
如果经济下行风险超出预期，那么可能到明年一季度货币政策就会较当前显著松动。

图 33: 中小银行存准率可能率先下调



资料来源: wind, 渤海证券研究所

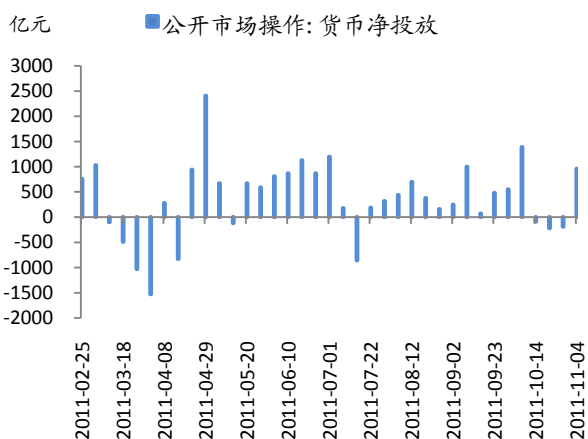
图 34: 利率在明年可能维持稳定



资料来源: wind, 渤海证券研究所

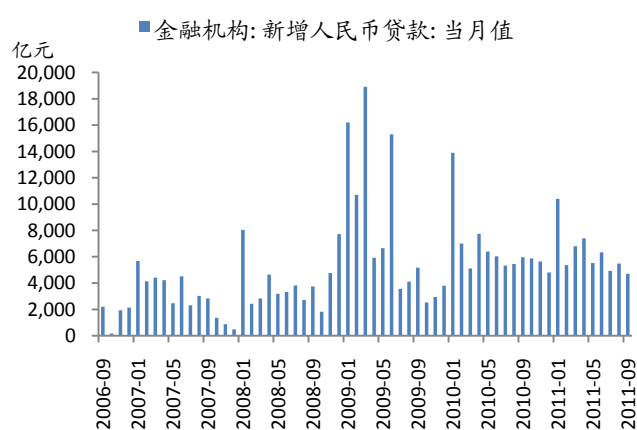
关于信贷，今年 1-9 月新增信贷已达 5.69 万亿元，10 月下旬以来，四大银行信贷闸门突然松动，仅 21 日至 27 日 5 个工作日就投放 600 多亿元，照此势头来看，四季度新增贷款量很有可能将开始回升，全年新增贷款可能仍将达到 7.5 万亿。从明年来看，若政策需要定向宽松，全年新增贷款很可能将超过今年，预计可能达到 7.5-8.0 万亿左右。

图 35: 下半年，央行在公开市场灵活操作



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 36: 明年新增贷款预计将超今年



资料来源: wind, 渤海证券研究所

2.2.3 汇率政策：人民币升值幅度预计小于今年

截至 11 月初，人民币对美元的升值幅度较年初已达 4.5% 左右，预计在年底将达到预计的 5% 左右的上限区间。人民币升值在今年有主动和被动两个因素。主动因素是，由于通胀压力的持续攀升，央行在《二季度中国货币政策执行报告》中指出，下阶段中国人民银行将以加快转变经济发展方式为主线，实施好稳健的货币政策，坚持调控的基本取向不变，继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务。报告提出要合理运用利率、汇率、公开市场操作、存款准备金率和宏观审慎管理等多种政策工具组合。从而为人民币升值赋予了抗通胀的任务。被动因素是，由于下半年以来欧美发达国家复苏势头疲软，一些国家再度以人民币汇率问题发难，迫于一定的政治压力，人民币仍旧需要升值。

但是，国家领导人不止一次表明，汇率政策不会因为外界的压力而改变，中国会按既有改革节奏推进。展望 2012 年，汇率政策仍将维持整体稳定的态势，且由于多项因素原因，我们预计明年人民币汇率升值幅度将小于今年。

其一，明年出口形势不容乐观，预计出口将进一步下滑，而相对来说进口表现会好一些，因此导致经常账户顺差下降，贸易结构将更加平衡，因此这也将减少国外对人民币施压的可能；其二，国内通胀压力显著下将，以升值来抵抗通胀的做法必要性已经不大，反而会因为升值而挫伤出口企业；其三，美元指数预计将震荡上行，且国际大宗商品价格难有大的涨幅，因此人民币被动升值的压力亦将有所纾缓。

如果考察近一段时间以来的 1 年期 NDF 走势，可以看到未来人民币升值的预期已经有所回落。综上，我们预计 2012 年人民币升值幅度将回归到常态化水平，即幅度可能在 2.5%-4.0% 之间。

图 37：目前人民币较年初已升值 4.5%

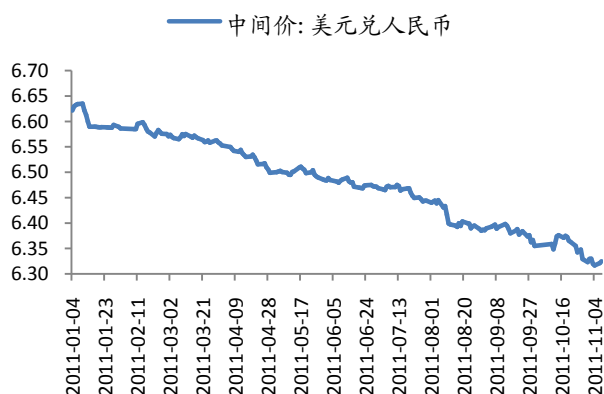


图 38：未来 1 年人民币升值预期有所回落



资料来源：wind，渤海证券研究所

资料来源：wind，渤海证券研究所

表 5: 2012 年主要经济指标预测 (%)

指标	2008	2009	2010	2011(E)	2012(E)
GDP	9.6	9.2	10.4	9.3	9.0
CPI	5.9	-0.7	3.3	5.4	3.8
PPI	6.9	-5.4	5.5	6.2	3.2
固定资产投资	26.6	30.4	24.5	23.8	21.8
工业增加值	12.9	11.0	15.7	13.6	12.8
社会消费品零售总额	21.6	15.5	18.3	17.0	17.5
人民币信贷	18.8	31.7	19.9	15.1	15.7
M2	17.8	27.7	19.7	14.2	15.8
进口	18.5	-11.2	38.8	23.6	14.2
出口	17.4	-16.0	31.3	21.5	11.0

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn