

宏观经济年度报告

2012：增长动力趋弱 政策环境转暖

证券分析师

何庆明 S1060511010013
0755-22627021
heqingming001@pingan.com.cn

■ 2012 年宏观经济：增速趋势性回落，结构调整主导发展

- 2012 年 GDP 增长速度将延续回落态势，预期全年 GDP 增速在 8.5% 左右。上半年的回落速度将较为明显，下半年渐趋稳定。名义 GDP 增速 14% 左右。
- 预期 M2 目标增速为 13-14%，全年新增贷款 7.5-8 万亿，社会融资总额达到 13.8 万亿，增速约 10%，11 年流动性偏紧的状况得到一定程度的缓解。

■ GDP 三驾马车增速放缓

- 固定资产投资增速：18-20%。主要增长来源是市场力量推动的投资需求。
- 消费增速：全社会居民消费名义增速 16-17%。短期看，在通货膨胀预期下降和经济增长放缓的背景下，消费增长的动力将有所放缓，但其波动性远小于投资，仍是经济增长的稳定因素；长远看，在劳动工资持续上涨和生产性投资增速放缓的情况下，消费和消费相关领域将持续稳步扩张。
- 出口增速：12-15%。受欧洲债务危机的影响，全球经济增长预期下调，欧洲进入衰退的可能性正在加大，我国出口增速继续下调；贸易顺差水平仍有可能在千亿美元，同比增速下降，对 GDP 贡献为负。

■ 通货膨胀：全年 CPI 涨幅 3.5-4%

- 受翘尾因素影响，上半年 CPI 仍将维持在 4.5-5% 之间的较高位置，下半年有可能回落至 3-4% 之间。
- 12 年 1-2 季度大宗商品价格调整预期加大，对 PPI 的推升动力减弱。全球经济增速放缓使得价格上行的动力衰减，因此，2012 年通货膨胀对经济和政策的影响减弱。

■ 宏观经济政策

货币政策展望：在经济减速和通胀压力下降的背景下，2012 年货币政策环境将好于 2011 年。尽管未来政策调整的力度仍存在较大的不确定性，但相对 2011 年而言，维稳+结构性调整，将是较为明确的预期。

- **存款准备金率：**如果经济增长下滑明显和海外经济形势严峻，不排除央行在上半年有 1-2 次下调存款准备金率的可能。
- **利率：**虽然近期西方一些央行已经开始降息，但从国内形势看，尽管短期通胀压力明显下降，但未来的 3-6 个月 CPI 同比还会处于较高水平，实际负利率的状况仍不能有效改善，因此，明年上半年央行降息可能性较小。
- **财政政策：**以目前国内外经济前景偏弱的形势判断，较为积极的财政政策仍将是 12 年政府的不二选择。由于未来的经济发展将更多依赖于内需拉动，因此财政政策的调整与改革将会围绕对收入分配制度的适当调整，引导服务业和新兴产业的投资和发展；由于地方债务负担问题和房地产调控影响，地方政府财政扩张余地受到严重制约，因此，政府维护经济增长势头的着眼点必然会放在制度性改革和调整上，以期引导市场资金发挥作用。

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页
的声明内容。

正文目录

2012：经济增速继续放缓 结构调整主导增长	5
一、 2012 投资增速下台阶 投资结构呈现变化.....	5
1.1 市场力量正逐渐取代政府主导的投资 但需求转弱将导致短期增速回落	5
1.2 银行信贷增速将有所恢复，总投资增速回落不至失速	7
1.3 新的投资增长趋势：结构转型、产业升级迹象明显	9
二、 消费：跟随总需求有所调整，重要性则趋势性上升	11
2.1 成本上升和工业劳动生产率的提升使制造业新增就业创造能力降低 服务业发展成趋势	11
2.2 城镇劳动岗位和求职人数出现逆转，城镇收入仍有上升空间	12
2.3 政府政策的推动和企业资金的介入使消费增长的驱动力增强	12
三、 2012 年我国出口增速将下降至 10%-13%	13
3.1 全球经济缓慢复苏制约我国出口增长.....	13
3.2 出口增速下降将影响我国投资增速，但影响程度较为有限	14
四、 通货膨胀：输入性通胀压力减弱，预期全年 CPI 3.5-4%	16
4.1 通货膨胀预期：2012 年翘尾因素前高后低，新涨价因素主要来自季节性影响	16
4.2 输入型通胀压力降低，国际大宗商品价格 1-2 季度增长回落风险大	17
五、 通胀烦恼让位于增长担忧 政策环境不同于 2011 年	21
5.1 货币政策环境较 11 年宽松	21
5.2 财政政策将继续倾向积极 政府换届使重大改革出台的可能性不高	21

图表目录

图表 1 2012 年我国宏观数据预测总表.....	5
图表 2 固定资产投资增速（累计）逐步下行	6
图表 3 固定资产投资的国有成分占比显著下滑，增速下降	6
图表 4 固定资产投资资金来源中，国家预算内资金增速回落明显.....	6
图表 5 政府主导的固定资产投资增速下滑明显.....	7
图表 6 固定资产投资资金来源中，自筹资金部分占比逐渐提高，预算内资金占比下降.....	7
图表 7 货币紧缩作用下，固定资产投资资金来源增速主要靠市场力量维持	7
图表 8 固定资产投资增速与 M2 同比增速的相关性趋强.....	8
图表 9 制造业和房地产业投资增速长期看相关度不高，房地产投资增速的波动性大.....	8
图表 10 传统重化工业固定资产投资占比下降或增速下滑	9
图表 11 而医药、机电、设备及装备类制造业固定资产投资占比或增速显著提升	9
图表 12 增量资本产出比在 2007 年之后大幅提升，整体经济投资效率降低	10
图表 17 全球经济预期在趋弱.....	13
图表 18 中国（商品和服务）出口市场扩大与世界经济增速呈现同趋势	13
图表 19 世界经济增长与我国出口额同比增速也具有同步性	13
图表 20 11 年 1-10 月我国出口额地区占比情况	14
图表 21 10 月广交会数据显示我国出口增速可能回落.....	14
图表 22 美国的进口需求很难超预期.....	14
图表 23 欧盟进口需求可能大幅下行.....	14
图表 24 日本进口需求在低基数上增长	14
图表 25 出口交货值占工业销售产值比重大幅下降，工业行业出口依赖程度显著降低.....	15
图表 26 2010 年开始工业行业出口交货值与销售产值同比增速间的相关度显著下降	15
图表 27 与贸易相关的固定资产投资占比稳定在 35%左右，更多的投资实际投向了非贸易部门 单位：%.....	16
图表 28 2012 年 CPI 前高后低	17
图表 29 2012 年价格压力集中在 1 季度	17
图表 30 国内 PPI 与国际大宗商品价格运行趋势相仿	17
图表 31 全球经济延续缓慢复苏的趋势	18
图表 32 发达经济体产出缺口在缩小，但是幅度有限	18
图表 33 欧元区 2012 年的财政紧缩计划的强度大于早前的预期（占对应年份 GDP 的比重）	18
图表 34 3 季度美国经济增长的领先指标仅出现微弱改善	18
图表 35 欧元区领先指标已开始下行.....	19
图表 36 日本的情况稍好.....	19
图表 37 2012 年 1-2 季度中国 GDP 增速很可能达至短期底部	19

图表 38 新兴经济体流动性增速预期将改善.....	20
图表 39 全球流动性存量指标已开始下行.....	20
图表 40 未来 2-3 季度美元走强的概率较大	20

2012：经济增速继续放缓 结构调整主导增长

当前我国宏观经济所面临的大背景是：（1）前两年大量的货币投入及其持续影响和维系了一年多不断紧缩的货币政策之间形成巨大的对抗力量，使得政策调整对经济和物价的影响明显滞后，及至今日，通胀和增长开始双双进入下行通道；（2）政府换届导致重大制度性改革和调整的可能性降低，因此制度性红利释放的期望较低；（3）国际经济形势因欧美债务问题而变得扑朔迷离，从目前形势看，欧洲经济进入衰退的脚步似乎越来越近，因此 2012 年全球经济展望是比较悲观的，将对中国经济产生负面影响；（4）全球宏观经济政策的调整余地大幅收窄，主要发达国家在货币上将会维持偏松格局，在财政上进入紧缩性调整；新兴市场的通胀压力减轻，但同时面临国际市场需求萎缩对国内增长带来的压力。全球经济进入短期经济增长减速期和长期经济结构调整期。

在上述背景之下，我们对我国明年经济增长和主要贡献因素的判断如下：

图表1 2012年我国宏观数据预测总表

	2011 Q1-Q3	2011	2012	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
				累计值			
GDP(名义)	320692	465000	531000	111085.2	234967.5	368407.8	531000
GDP名义增速		16.8%	14.2%	15.3%	14.9%	14.8%	14.2%
GDP deflator		107	104.9	106.2	105.8	105.4	104.9
GDP实际增速	9.40%	9.30%	8.65%	8.58%	8.62%	8.90%	8.65%
固定资产投资完成值	212273	300600	360000				
固定资产投资增速		24.51%	19.76%				
固定资产投资实际增速		16.37%	14.17%				
资本形成总额	170608	233000	271000				
资本形成总额名义增速		21.55%	16.30%				
资本形成总额实际增速		13.60%	10.90%				
工业增加值	14.2%	14.0%	13%-14%				
社会零售消费总额同比名义增速	17.0%	18.85%	16%-17%	16.09%	16.60%	16.30%	16.10%
社会零售消费总额同比实际增速		11.10%	10.60%				
最终消费名义增速		22.89%	20.00%				
最终消费实际增速		14.85%	14.40%				
M2增速	13.0%	12.5%-13.5%	13%-14%				
新增贷款规模	56800	72000-75000	75000-80000				
进出口额同比增速	25.4%	24.0%	20%-22%				
出口同比增速	23.6%	22.0%	12.0%-15.0%				
贸易顺差		1500	1000				
美元指数	78.79			81.95	83.20		
CPI	5.7%	5.0%-5.50%	3.5%-4.0%	5.2%	4.6%	4.0%	3.5%

资料来源：CEIC，平安证券研究所

一、2012 投资增速下台阶 投资结构呈现变化

我们对 2012 年投资增速的判断是：在市场力量推动的投资增长逐渐替代政府投资的过程中，由于目前受到国内外需求转弱影响，固定资产增速将下一个台阶；银行信贷增速将有所回暖，使得投资增速的回落不会出现失速状况；投资的结构特征出现变化，以前大宗的、同质化特性明显的行业投资，将被分散的、多样化特征明显的行业投资所替代。

1.1 市场力量正逐渐取代政府主导的投资 但需求转弱将导致短期增速回落

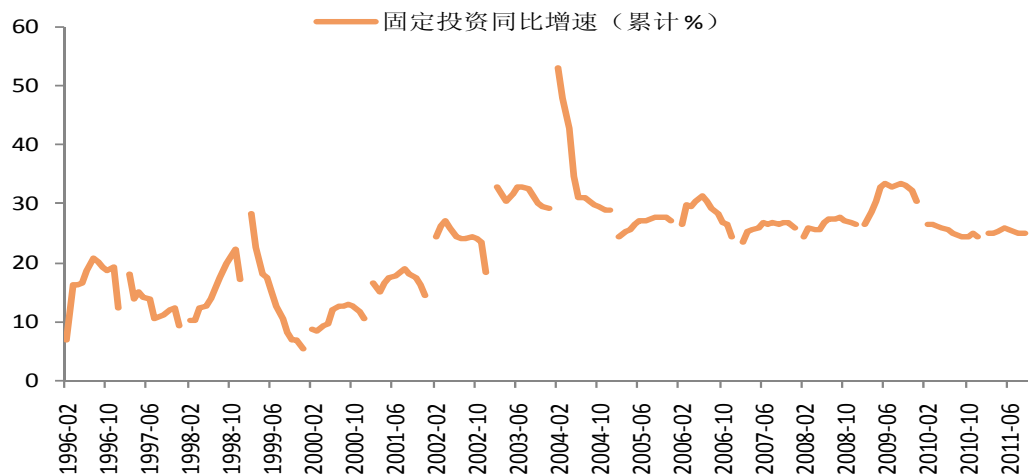
市场驱动的投资正逐渐取代政府主导的投资，将成为未来支撑投资增长的主要因素。自 2010 年开始，

政府主导的公共投资退出迹象很明显，固定资产投资中的国有成分占比和投资增速都表现出明显下降，和政府投资相关度较高的公共设施投资增速也表现出持续的回落状态。地方政府在经过前期大量投资释放后，都面临还债压力、清理融资平台、房地产调控等，使其财政收入能力和支出能力都有下降，因此我们才会在今年看到，有些地方政府的 BOT（“建设－经营－转让”或称“基础设施特许权”）项目开始增加，项目建设过程中由政府 and 私人机构共同分担风险，但保证私人资本具有获取利润的机会。这是政府投资退出的一个表现。

与此同时，企业主导的投资增速则表现良好，2010 年以来，在固定资产投资的资金来源中，国内银行贷款部分的增速持续快速下滑，而企业自筹资金部分则一直保持了 20% 以上的增速，表明即使在信贷调控十分严格的情况下，企业的投资意愿依然强劲，市场主导的投资显示出对总体投资的支撑力量。

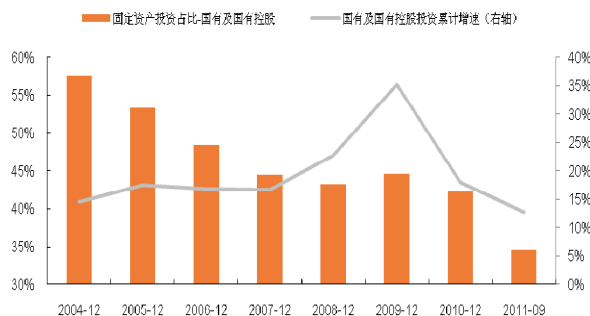
但是，在未来的 2-3 个季度内，市场投资增速将出现一定程度的下滑，而由于市场投资占比大，因此其增速放缓将会导致整体投资增速回落。由于市场驱动的投资与政府主导的投资相比，在稳定性、集中度和规模上都有差距，其增长的波动性和不确定性也因此增加，也会增加未来经济增长的波动性。同时，市场力量推动的投资更加注重投资回报，因此在 2012 年经济需求趋弱和结构调整（包括房地产调控）压力加大的环境下，企业投资扩张的动力将受到影响，我们走访的许多企业管理者下半年已经开始对他们的扩张计划进行了调整，许多企业也因为银行信贷资金紧张和成本的提升而选择保守的经营策略。因此，可以预期市场投资增速的调整不可避免。

图表2 固定投资增速（累计）逐步下行



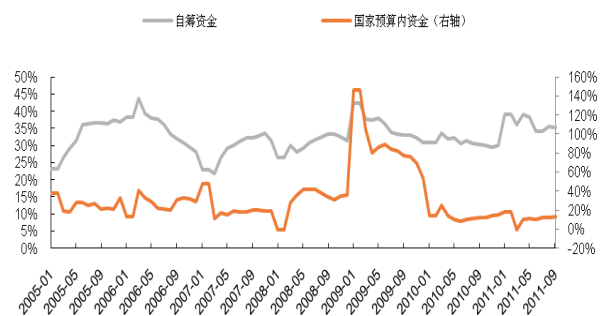
资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表3 固定资产投资的国有成分占比显著下滑，增速下降



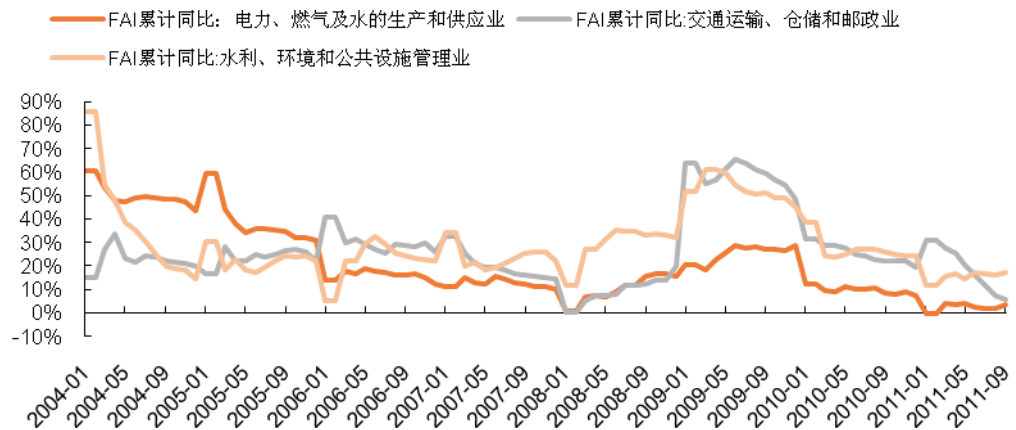
资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表4 固定资产投资资金来源中，国家预算内资金增速回落明显



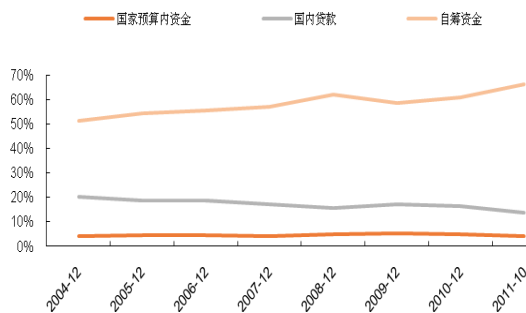
资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表5 政府主导的固定资产投资增速下滑明显



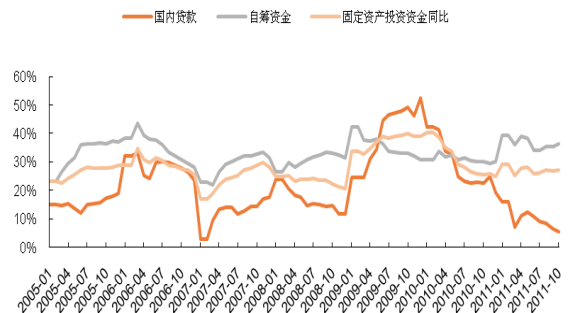
资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表6 固定资产投资资金来源中，自筹资金部分占比逐渐提高，预算内资金占比下降



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表7 货币紧缩作用下，固定资产投资资金来源增速主要靠市场力量维持



资料来源：CEIC，平安证券研究所

1.2 银行信贷增速将有所恢复，总投资增速回落不至失速

2012 年投资增长的弹性来自于银行信贷增长的政策环境好于 2011 年。目前显示的各方面调整带来的需求放缓和通胀压力下降，将使得政策空间加大，对于明年的投资增速是重要的保证因素。

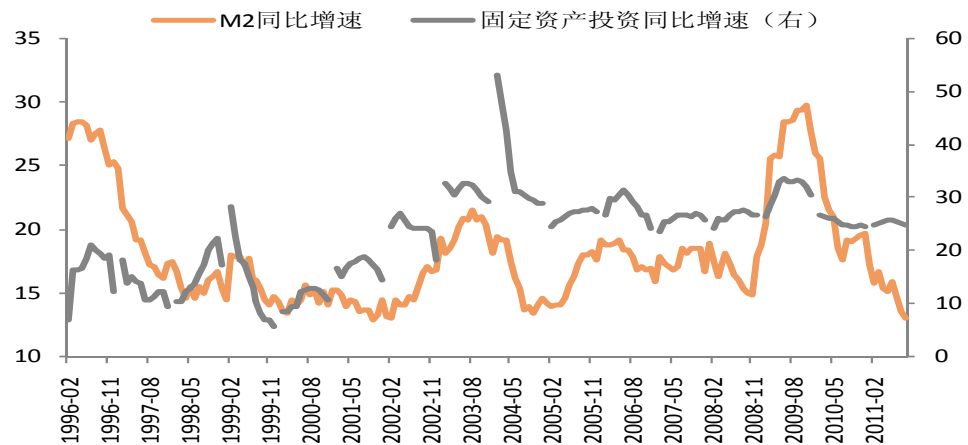
在对投资增速的分析中，我们认为，应该合理评估房地产投资和铁路投资等增速放缓对宏观经济的影响。首先，从固定资产投资分行业构成看，制造业和房地产投资为主的局面没有发生变化，制造业在固定资产投资中的地位提升较为明显。2004 年以来，制造业投资额占比从约 25%到 2007 年开始则一直保持在 30%以上，房地产投资占比在过去 7 年没有超过 25%。无疑，房地产投资、政府基建投资增速的下滑会影响到总体投资增速。其次，从历史数据看，从房地产投资增速和制造业投资增速之间并不存在直接的相关性，因此即使房地产投资增速出现明显下滑，也并不必然引发整体投资增速的大幅下降。考察 2005 年至今房地产行业 and 制造业整体及重要分行业投资增速之间的关系，我们发现无论是制造业整体投资增速，还是非金属矿物制品业、电气机械及器材制造业、金属制品业及黑色金属冶炼及压延加工业等重要制造业分行业投资增速，均与房地产投资增速之间也没有直接的相关性（图表 9）。

过分纠结于对以前带来大幅度增长的单一、同质化程度高的行业的投资分析可能会迷失大的方向。在重要的结构转型期，特别是总体需求形势趋弱的背景下，要较好把握总体形势，也许总量分析好于个别行业分析。我们认为，当前的房地产调控和产业结构调整，正迫使资金从房地产和前期增长

过快的行业转向其他有市场前景和有提升附加值前景的产业和行业（在下面的分析中还会提到），在这个过程中孕育未来的支柱性行业。

因此，在对当前和未来一段时间的投资分析中，我们更倾向于通过对资金变量和增长变量之间关系的分析，判断我国的投资增长状况。以目前我国的建设需求和发展空间以及可供投资的资金来讲，仍具有极大的潜力。因此，只要在资金供给稳定增长和存在较大的投资空间，就意味着总体投资增长不会有大的问题。从我们对资金增量和投资增速之间关系的观察，分析固定资产投资数据和 M2 同比增速或发现：两者的关联度很高，并且相关性趋强，以 2005 年 1 月至今的数据来看，两者的相关系数为 0.73，如果以 2008 年 1 月至今的数据来看，两者相关系数则为 0.88，如果按照平安的估算 12 年 M2 同比增速在 14% 左右，投资增速维持在 20% 的可能性较大。

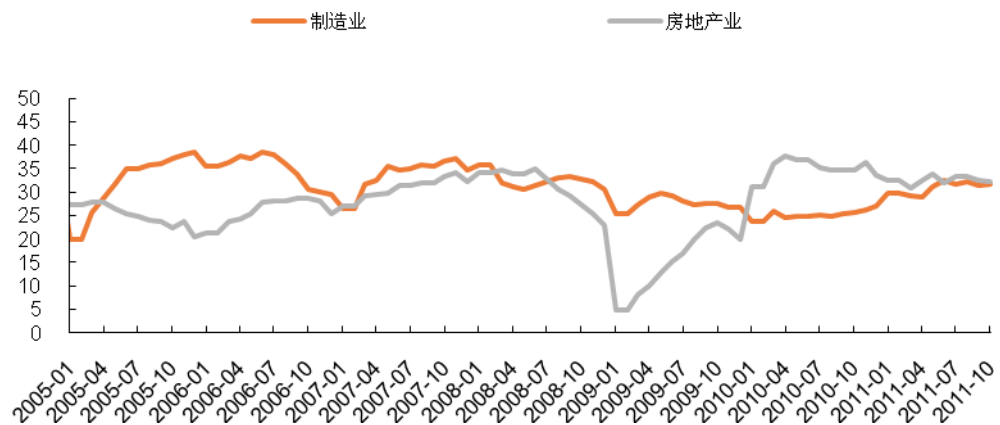
图表8 固定投资增速与M2同比增速的相关性趋强



资料来源：CEIC，平安证券研究所

2011 年严格的信贷控制对企业投资需求的抑制性影响已经开始显现，固定资产投资来源中的银行信贷增速从 2009 年的高点已持续下滑两年时间，目前降至 5.4%（图表 7）。由于在通货膨胀压力减轻和经济增速下滑的背景下，政府继续严格压抑信贷的必要性降低，而维护正常经济增长需要的必要性提高，因此，我们预期，2012 年固定资产投资资金来源中的信贷增速至少可恢复到 10% 以上，部分弥补市场投资增速的下滑。

图表9 制造业和房地产业投资增速长期看相关度不高，房地产投资增速的波动性大



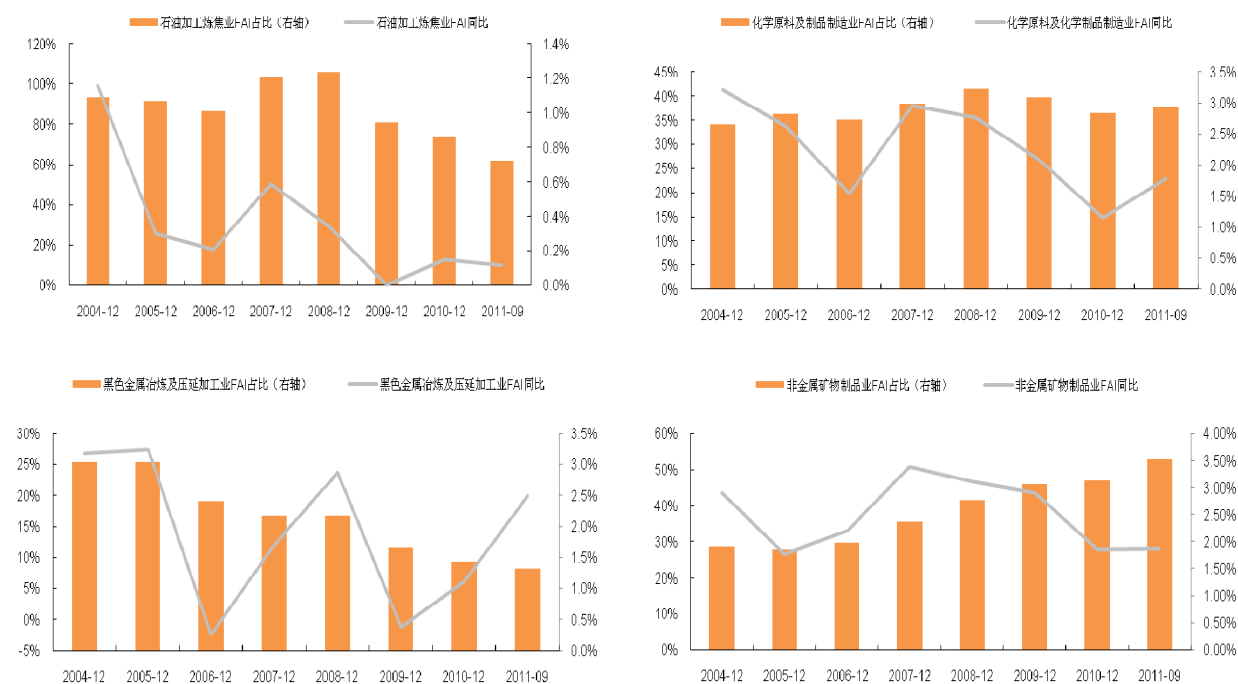
资料来源：CEIC，平安证券研究所

1.3 新的投资增长趋势：结构转型、产业升级迹象明显

第一，产业结构变化。经过多年的发展，能源、化工、钢铁、水泥等传统重化工业，或固定资产投资占比下降，或投资增速下滑，表明过去依靠重化工业发展带动大量投资，从而实现整体经济发展的模式将要进入转型阶段。

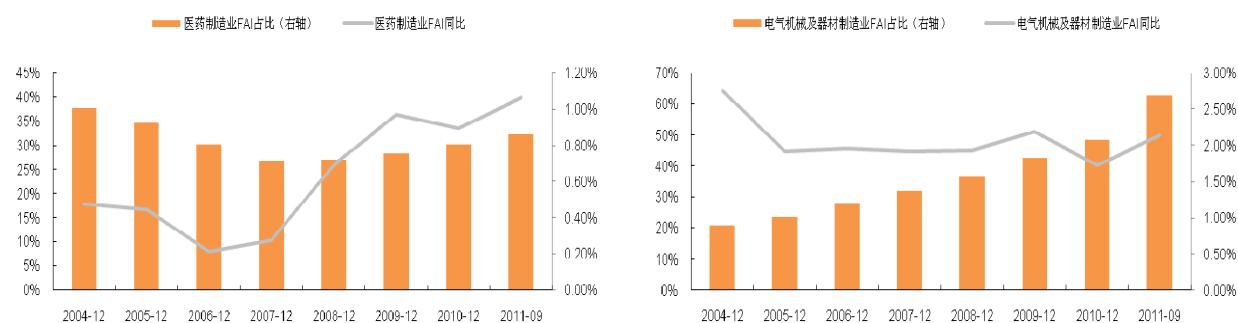
同时，医药、机电设备和装备等一定程度上代表中国未来产业转型升级方向的关键行业，固定资产投资占比和投资增速与上述传统重化工业呈现出截然不同的走势，我们认为这是市场力量选择、推动的结果，这也意味着未来技术进步、产业升级引致的固定资产投资仍将延续较高的增速。

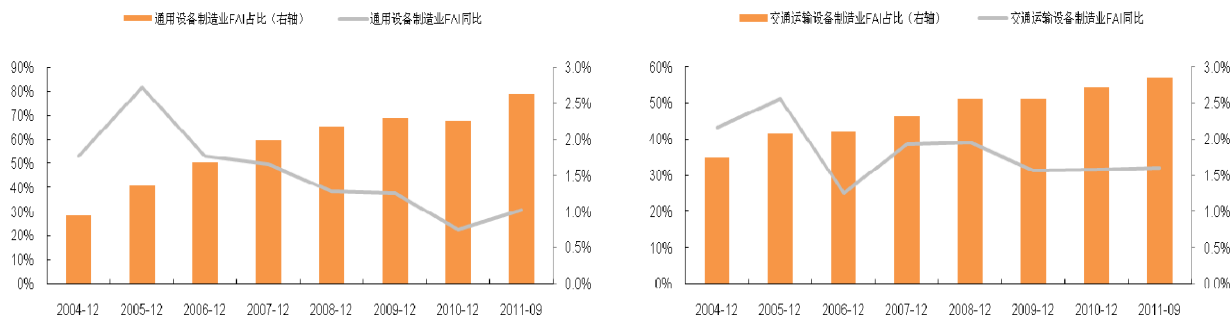
图表10 传统重化工业固定资产投资占比下降或增速下滑



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表11 而医药、机电、设备及装备类制造业固定资产投资占比或增速显著提升



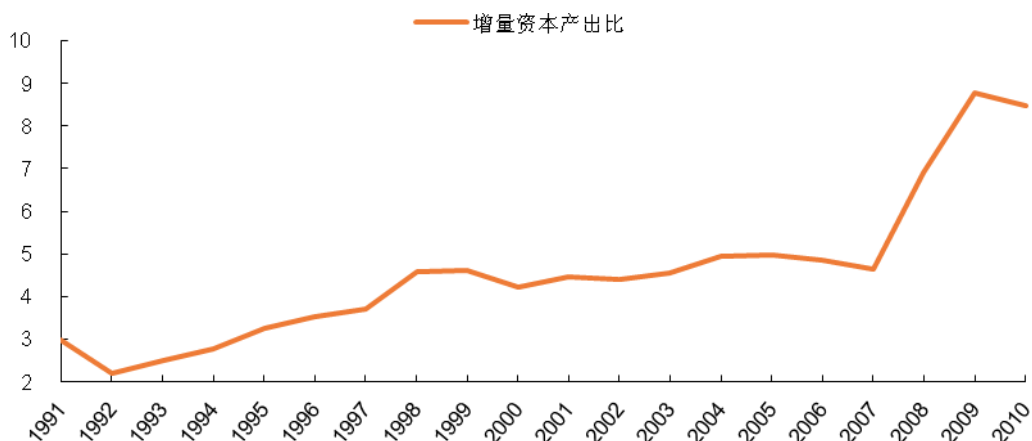


资料来源: CEIC, 平安证券研究所

第二, 整体宏观经济层面的投资效率下降, 倒逼结构调整。我们发现, 2008年开始, 增量资本产出比出现大幅的提升, 说明整体经济投资效率明显降低, 单纯扩大投资对经济的拉动作用已经大大降低, 意味着后续的结构调整是必需的。

第三, 用利润总额、利税总额、净利润等多种指标衡量的工业企业投资回报率, 仍然处于上升状态, 以成本费用利润率衡量的总体工业企业盈利能力, 也处于强劲的上升状态, 企业仍将会有投资的意愿和能力。

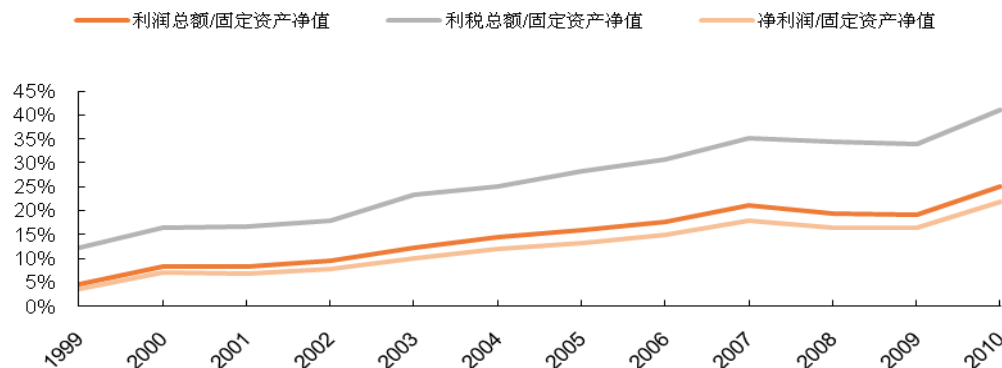
图表12 增量资本产出比在2007年之后大幅提升, 整体经济投资效率降低



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

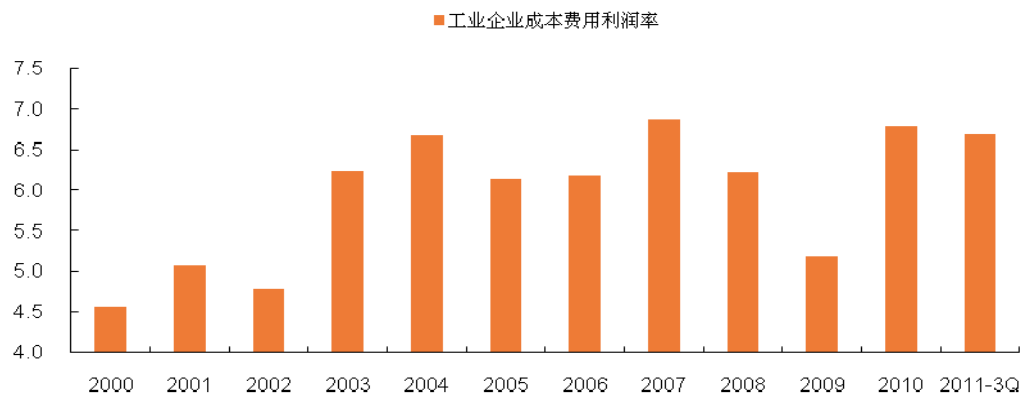
注: 投资和GDP已经均以1990年为基年, 分别利用固定资产价格指数及GDP平减指数剔除价格因素。

图表13 多种指标衡量的整体工业企业投资回报率仍在上升



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

图表14 工业企业成本费用利润率仍处高位



资料来源：CEIC，平安证券研究所

综上，不论是信贷增长速度倾向低位平稳，前期增长强劲的产业和行业投资增速的下降，出口增速放缓（详见 3.2 小节关于出口增速下滑对投资的影响分析）以及结构转型带来的新型投资需求总量规模限制等等，还是 2011 年上半年较高的基数影响，2012 年，投资增速下滑是确定的，而且上半年表现得会更为明显，有可能降至 18%左右；但是全年增速应能维持在 18-20%之间；通胀压力下使得政策调整空间有所释放，因此出现投资增长失速的可能性不大；投资增长点将转向大众市场相关领域和高附加值行业，与钢铁、水泥、房地产相比，具有较为分散的特征。

二、消费：跟随总需求有所调整，重要性则趋势性上升

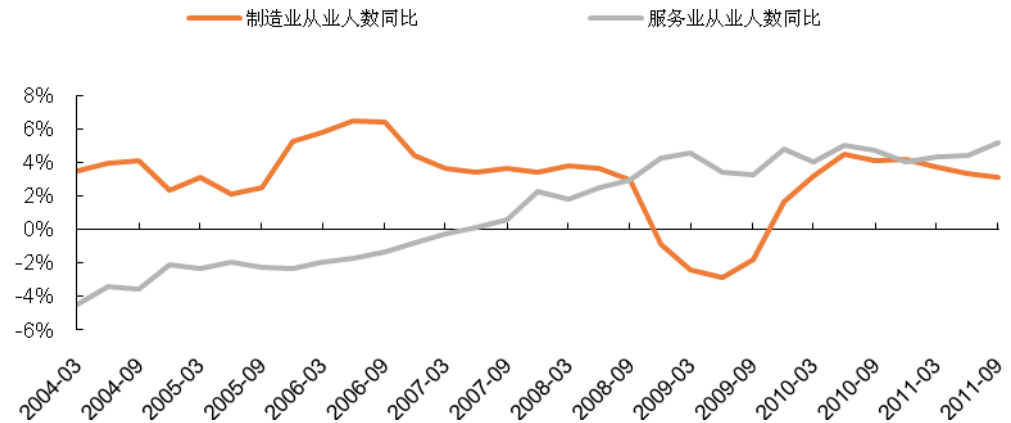
消费在中国经济发展中的重要性正在逐步提高。国内外调整压力，促使“扩大内需”成为未来中国经济发展的主要方向，现在越来越成为政府和市场的共识，在两股力量的合力下，未来消费增长的长期前景广阔，尽管短期也会不可避免地随总需求转弱而波动，但幅度会小于投资的波动。

2011 年名义消费增长维持较高水平既与通货膨胀有关，也与收入的增长有关。展望 2012 年的消费增长，我们认为，由于短期经济增长速度处于调整之中，经济总体扩张力相对有限，对于就业和收入增长都会产生一定的负面压力。但从目前就业岗位供求状况和政府开始着力发展服务业，扩大内需的导向，以及市场资金对于消费市场不断提高的关注度来看，在通货膨胀水平有所下降的情况下，名义消费的增长可能略低于 2011，根据我们的测算 2012 年全社会零售消费增速大约为 16%-17%。

2.1 成本上升和工业劳动生产率的提升使制造业新增就业创造能力降低 服务业发展成趋势

结合今年我们在浙江、山东等地的实地调研情况，制造业企业均面临劳动力成本上升、原材料价格上涨、人民币升值等导致综合成本大幅增加的因素，尤其是劳动力成本上涨已经成为不可逆的趋势。作为应对之策，制造业企业通过运用资本替代劳动、进一步提升劳动生产率是理性且现实的选择。而在此背景下，制造业新增就业的创造能力将会降低，就业岗位的增加将更多地依靠服务业的发展。

图表15 服务业新增就业能力的增长超过制造业

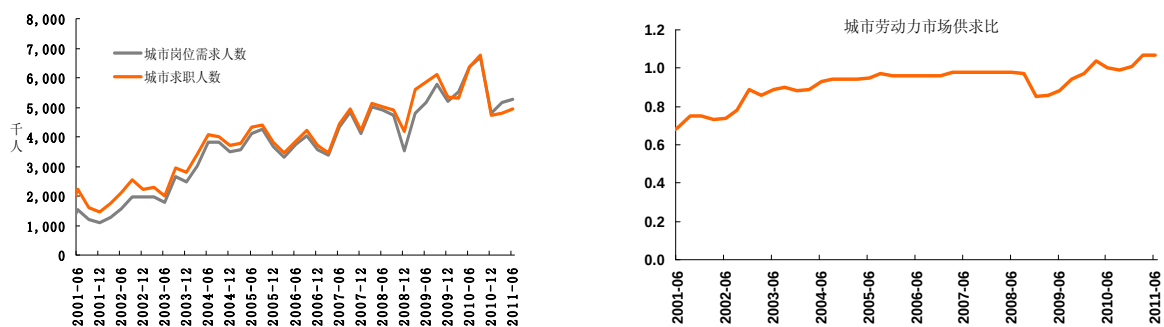


资料来源: CEIC, 平安证券研究所

2.2 城镇劳动岗位和求职人数出现逆转，城镇收入仍有上升空间

从人力资源部的城市调查数据看，我国城市劳动力市场供求比从 2009 年开始就呈现出上升的趋势，到 2010 年这个比值超过 1，表明过去城市劳动力供给大于需求的状况出现逆转。从城市岗位需求人数和求职人数的比较来看，2011 年也出现了以前未曾出现的情况，即岗位需求数超过了求职人数。这个数据在统计上可能在覆盖面较为有限，但这样的变化，应该具有代表意义。说明我国劳动力无限供给的时代正在过去，劳动工资的提升趋势已经形成，其持续性可期。因此，从对消费的影响上看，也会是正面和积极的。

图表16 城镇劳动岗位和求职人数出现逆转，劳动力供求比超过1



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

2.3 政府政策的推动和企业资金的介入使消费增长的驱动力增强

10 月 26 日国务院常务会议决定开展深化增值税制度改革试点，并率先将上海市的交通运输业和部分现代服务业作为试点行业，我们认为政府调减主要适用于服务业的营业税，有利于缓解制造业和服务业之间的税负失衡现象，释放出减轻服务业企业负担、促进现代服务业发展的政策信息，服务业的发展成为趋势。

我们的实地调研结果也表明，在出口面临压力、房地产市场调控和宏观货币政策调控的背景下，企业经营多元化的趋势十分明显，而新介入的领域大都与消费相关，如商业地产、水产养殖、广告媒体等等。

我们始终认为，政府鼓励只有在与市场力量结合在一起时才会产生强大的爆发力。消费恰恰站在这个焦点上，具有持续扩张的潜力。

三、 2012 年我国出口增速将下降至 10%-13%

3.1 全球经济缓慢复苏制约我国出口增长

在国际机构对于 2012 年预期中，全球经济增长需求增速将在很大程度上受到欧、美经济增速不确定增大的拖累将延续缓慢复苏的进程，具体预测值见图表 17。

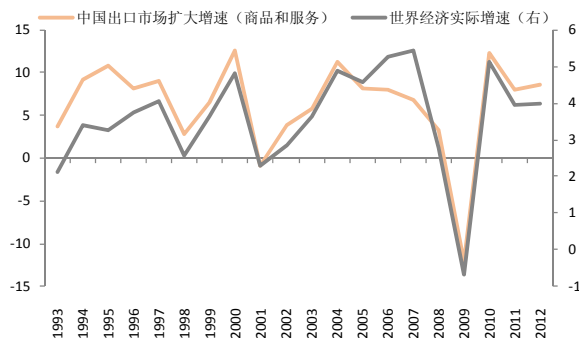
图表17 全球经济预期在趋弱

机构	国家（地区）	GDP增速		GDP增速			
		2011	2012	2011	2012		
OECD（11年5月）	美国	2.60	3.10				
	欧元区	2.00	2.00				
	日本		2.20				
	中国	9.00	9.20				
	印度	8.60	8.60				
Bloomberg（最新）	美国	1.80	2.20				
	欧元区	1.60	0.70				
	日本	-0.40	2.50				
	中国	9.20	8.50				
	全球	2.74	2.69				
IMF(2011年10月)	美国	1.53	1.78	IMF(2011年4月)	美国	2.76	2.87
	欧元区	1.62	1.08		欧元区	1.62	1.77
	日本	-0.47	2.30		日本	1.40	2.07
	新兴市场	6.30	6.08		新兴市场	6.54	6.49
	中国	9.47	9.04		中国	9.60	9.52
	印度	7.84	7.53		印度	8.24	7.82
	世界	3.95	4.00		世界	4.15	4.30

资料来源：CEIC，平安证券研究所

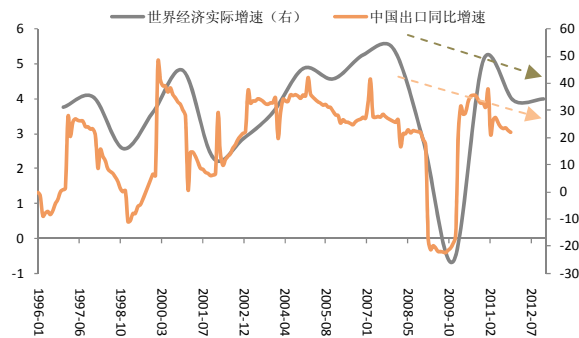
从历史数据来看世界经济增长与我国出口增速的有很高的关联系数，因此从趋势来判断，12 年我国出口额同比增速将延续下降的趋势，见图表 11、12。

图表18 中国（商品和服务）出口市场扩大与世界经济增长呈现同趋势



资料来源：CEIC，平安证券研究所

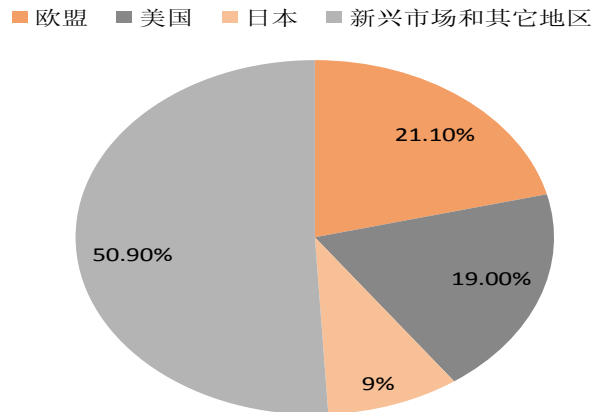
图表19 世界经济增长与我国出口额同比增速也具有同步性



资料来源：CEIC，平安证券研究所

从定量分析来看，从 2011 年 1-10 月我国向各地区出口金额占比来看，出口到发达国家市场和新兴市场的份额各占 50%，见图表 13。

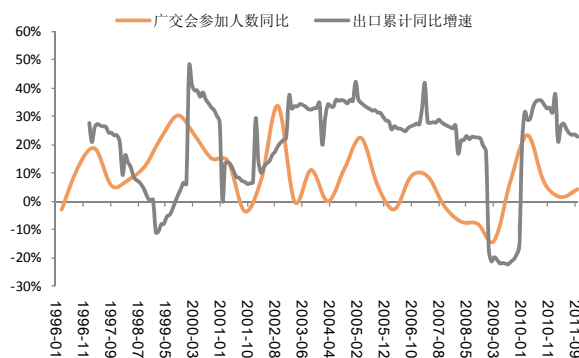
图表20 11年1-10月我国出口额地区占比情况



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

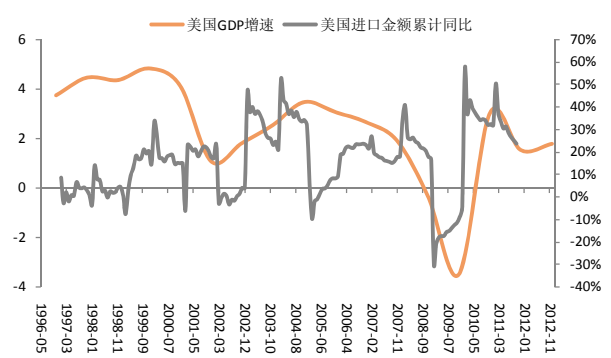
根据我们对美国、欧洲、日本和新兴经济体地区 12 年经济增长的判断来看,我们认为由于发达经济体经济增长将持续低迷表现,因此 12 年来自发达经济的进口需求增速将可能会略低于 11 年,同时新兴经济体仍然可以保持大约 6%左右的增速,因此 12 年来自新兴经济体地进口需求也将有限,因此整体看,12 年我国出口增速将会下滑至 10%-13%,全年贸易顺差可能在 1000 亿美元

图表21 10月广交会数据显示我国出口增速可能回落



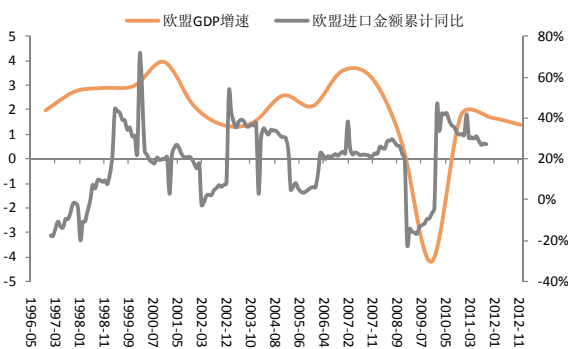
资料来源: CEIC, 平安证券研究所

图表22 美国的进口需求很难超预期



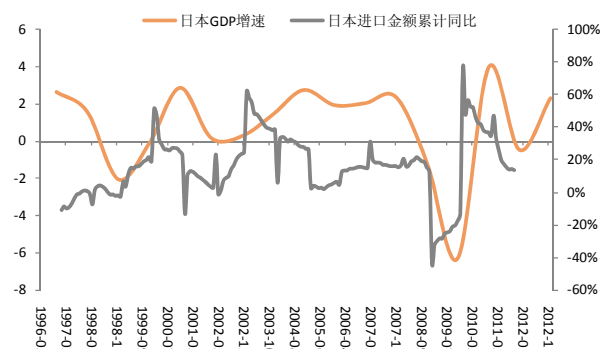
资料来源: CEIC, 平安证券研究所

图表23 欧盟进口需求可能大幅下行



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

图表24 日本进口需求在低基数上增长



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

3.2 出口增速下降将影响我国投资增速, 但影响程度较为有限

我们认为, 2012 年中国出口增速会较今年下降, 但对于我国投资增长的负面影响将比 2008 年有所

减弱。

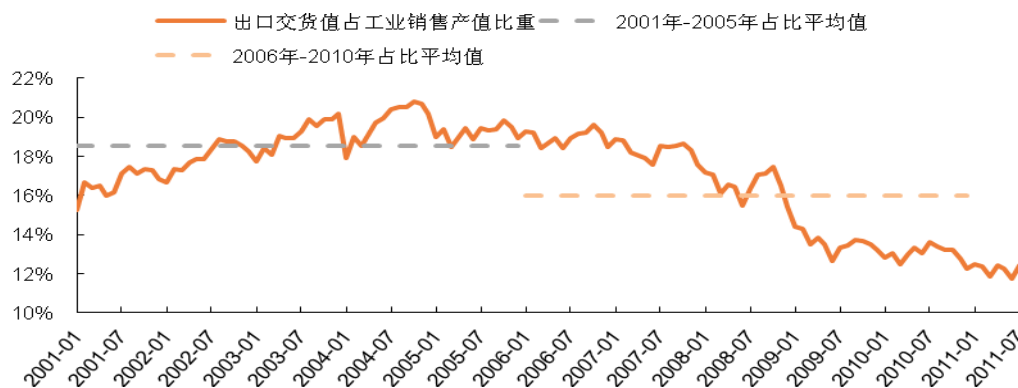
首先，工业行业对于出口的依赖程度显著降低，体现为出口交货值占工业销售产值的比重大幅下降，同时二者同比增速的相关性也显著降低。从我们今年对温州、义乌、山东等地的出口企业的调研也可以看出，大部分国内出口企业自2008年以来一直都处于调整之中，成本上升和海外市场萎缩使得出口企业的扩张能力大幅降低。

其次，通过数据整理分析，我们发现自2004年至今，可能与出口相关度较高的制造业与采矿业，二者固定资产投资占比之和始终没有超过40%，其实也就意味着大部分的固定资产投资实际上是投向了非贸易部门。

再次，我们分析了历年出口交货值和固定资产投资增速数据之间的关系，除了纺织、通用设备制造业，通信设备、计算机及其他电子设备制造3个行业的出口情况对其后期固定资产投资存在较显著影响之外，其余行业均没有相应的引致关系。

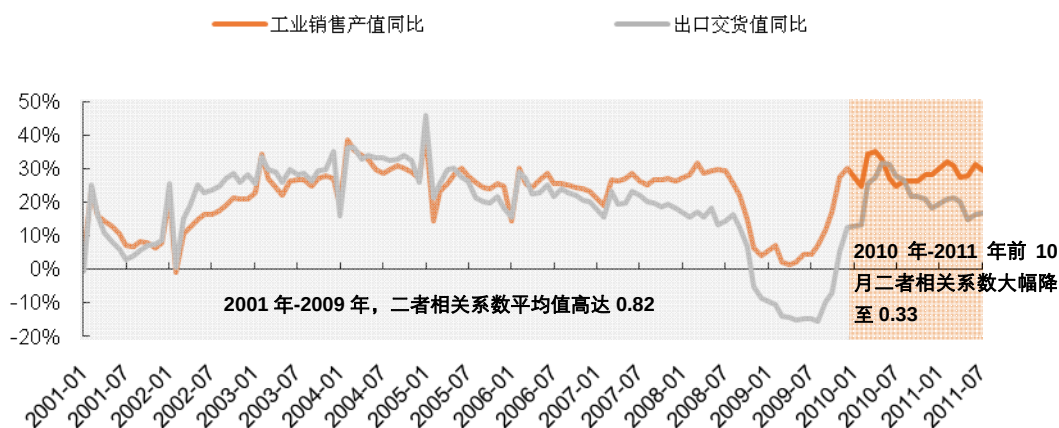
因此，我们认为出口增速下滑会导致部分投资增速下降，但总体影响比起2008年以前将有明显减弱。

图表25 出口交货值占工业销售产值比重大幅下降，工业行业出口依赖程度显著降低



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表26 2010年开始工业行业出口交货值与销售产值同比增速间的相关度显著下降



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表 27 与贸易相关的固定资产投资占比稳定在 35% 左右，更多的投资实际投向了非贸易部门
单位：%

	制造	采矿	房地产	基础设施	水电气	服务	建筑	农林牧渔
2004	25.0	3.7	24.7	19.9	9.3	5.5	1.3	1.1
2005	27.1	4.3	23.3	9.5	9.6	5.1	1.	1.1
2006	28.2	4.5	22.9	19.9	8.8	5.0	1.1	1.2
2007	30.2	4.5	24.3	18.8	7.7	4.9	1.0	1.2
2008	31.3	4.7	23.8	18.8	7.1	4.9	0.9	1.5
2009	30.3	4.2	22.2	21.2	6.9	5.0	1.0	1.7
2010	30.9	4.0	23.8	20.7	6.0	4.6	1.0	1.6
2011-3Q	34.4	3.6	25.5	16.9	4.7	4.6	1.2	2.3

资料来源：CEIC，平安证券研究所

注：基础设施包含交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业；服务业包含信息传输、计算机服务和软件业，批发和零售业，金融业，住宿和餐饮业。

四、 通货膨胀:输入性通胀压力减弱,预期全年 CPI3.5-4%

2011 年在央行不断收紧银根的同时，通货膨胀不减反升，我们认为主要原因在于两个方面，一是国际原材料价格大幅度上涨，二是国内劳动力成本的大幅上升。

展望 2012 年，我们的基本判断是，全年 CPI 涨幅 3.5-4%，上半年受翘尾因素的影响，总体涨幅仍可能在 4% 以上，下半年最低点将可能在第 4 季度回落至 3% 左右。主要依据：

其一，上半年 CPI 翘尾因素平均达到 2.78%，一季度更达到 3%，PPI 的翘尾在一季度也在 1% 之上，翘尾影响仍将使价格水平处于较高位置；

其二，输入型价格上涨压力减轻。上半年海外市场大宗商品价格将呈现震荡下行的趋势，通胀压力在全球需求疲弱和政策空间收窄的背景下减弱，国际市场降息预期升温；

其三，导致近两年成本推动的价格上涨的主要因素之一，劳动工资水平的上升幅度在 2012 年将有所减弱，需求趋弱使就业压力上升，对工资要求有一定的抑制。

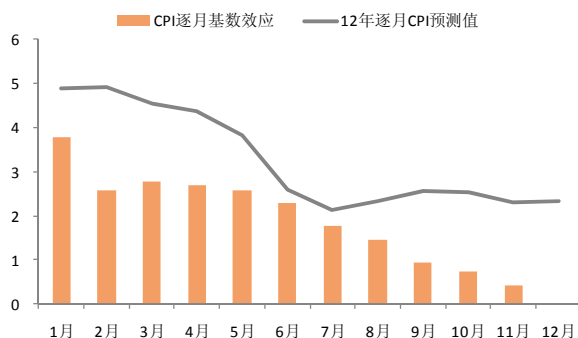
资源价格改革有可能在 12 年会有所推进，是政策性抬升价格的因素。房地产价格的下降几成定局，尽管幅度尚不确定，但对总体价格水平将产生抑制作用。而经历过去两年猪肉、蔬菜等农产品的暴涨暴跌之后，政府在扶持规模化专业养殖、推动冷链物流建设、减少生鲜产品流通费用等方面应该会继续加大推进力度，结合主粮连年丰收的背景，我们认为 2012 年主要农产品价格走势将相对更加平稳。

4.1 通货膨胀预期：2012 年翘尾因素前高后低，新涨价因素主要来自季节性影响

从测算的 CPI、PPI 的翘尾因素来看，CPI 是呈现前高后低的情况，而 PPI 则更为乐观，从 12 年 4 月来看，其翘尾因素就出现负值的情况，因此 12 年价格翘尾影响较 11 年要缓和。因此驱动 CPI 和 PPI 上行的主要动力将来自新涨价因素。

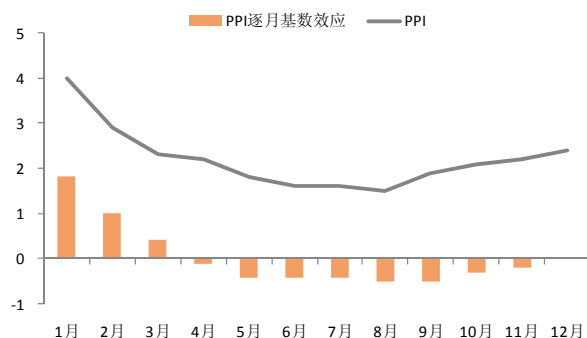
图表 21、22 是我们估算的 12 年 CPI 和 PPI 的数值，从结果来看 2012 年价格上行的压力主要集中在 1 季度。如果进入 2012 年 3-4 季度之后，随着主要发达国家经济增长形势逐渐明朗，国际大宗商品价格出现温和回升的话可能会使得国内 PPI 增速在 4 季度出现小幅上行。

图表28 2012年CPI前高后低



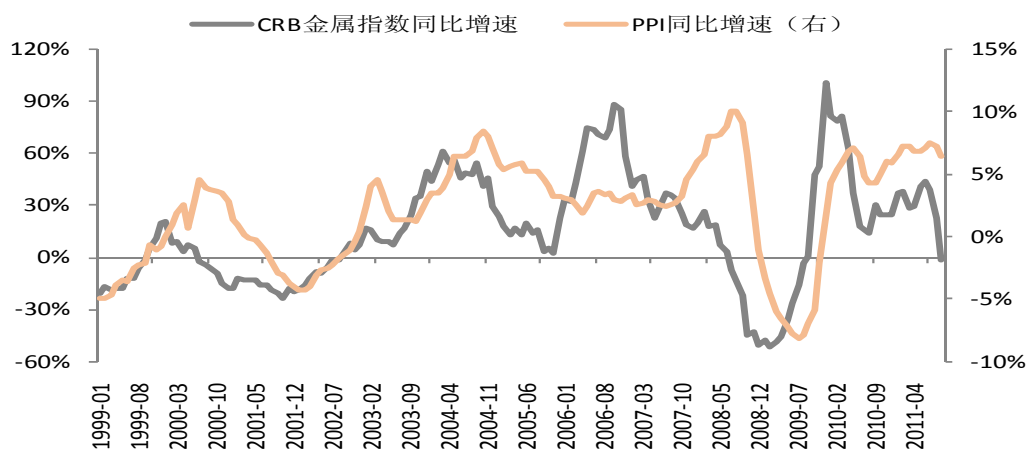
资料来源: CEIC, 平安证券研究所

图表29 2012年价格压力集中在1季度



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

图表30 国内PPI与国际大宗商品价格运行趋势相仿



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

4.2 输入型通胀压力降低, 国际大宗商品价格 1-2 季度增长回落风险大

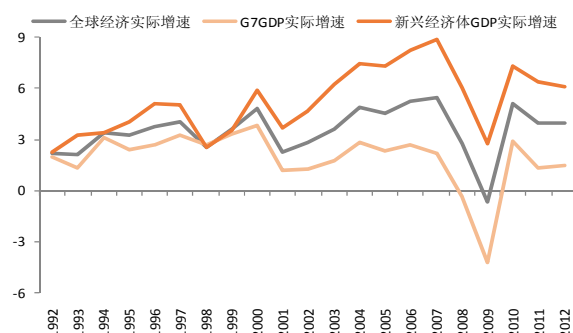
根据大宗商品价格分析框架, 流动性状况和经济增长和美元是影响国际大宗商品价格主要因素, 其中在 2008 年金融风暴后国际大宗商品价格的宽幅波动中, 流动性和需求因素的作用更为显著, 基于对上述三个因素的判断, 我们认为在 2012 年 2 季度前国际大宗商品价格将呈现震荡下行的趋势。

2012年全球经济将延续复苏进程, 但复苏速度仍将非常缓慢。

就发达经济体而言, 2012年我们预计经济增速为1.5%, 低于过去30年年均2.2%的增长率。

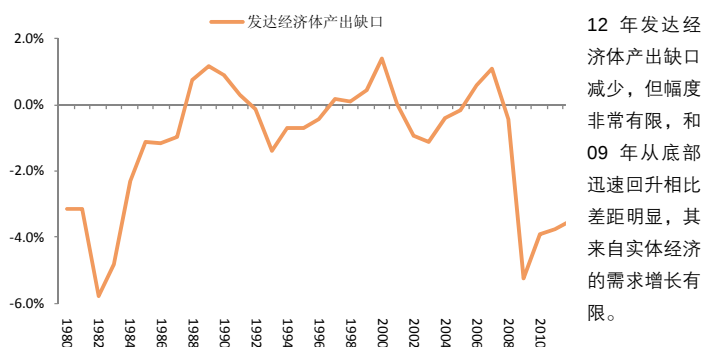
从我们估算的发达经济体经济产出缺口可以看到: 一方面2012年全球产出缺口将微弱地缩小, 其改善幅度明显不如较09年时从底部回升的态势; 另一方面, 12年的缺口水平为-3.5%, 较过去30年-1.2%的均值也有较大的距离。

图表31 全球经济延续缓慢复苏的趋势



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

图表32 发达经济体产出缺口在缩小,但是幅度有限

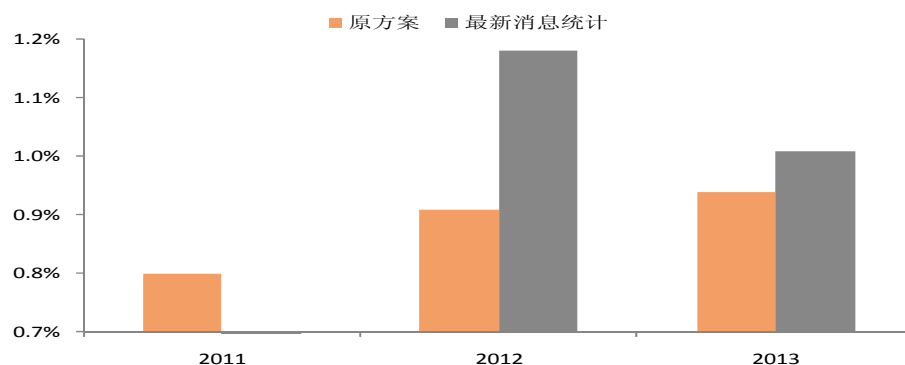


资料来源: CEIC, 平安证券研究所

解决债务问题也会影响实际需求的增长

欧洲、美国为应对债务问题而在 2012 财年开始财政紧缩计划也将会对实体经济需求带来负面冲击,根据已有的信息来看欧洲 2012 年减赤计划的强度将超过今年早些时候的方案,因此 2012 年减赤计划对实体经济的影响可能比 2011 年更为显著,见图表 26。

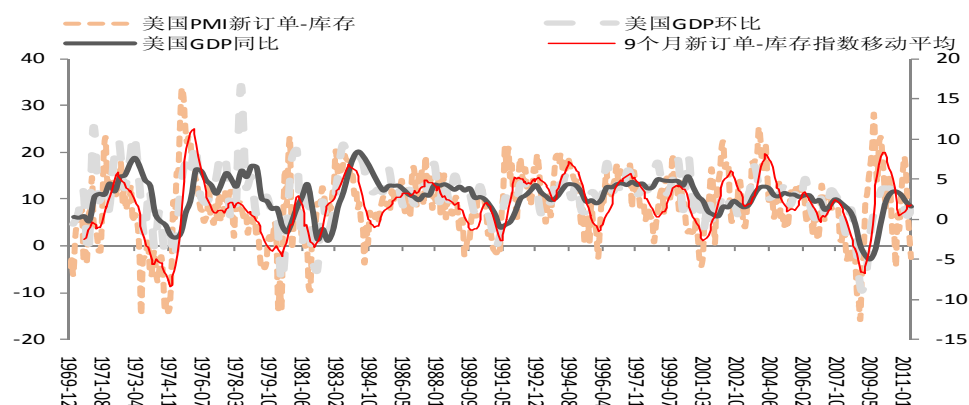
图表33 欧元区2012年的财政紧缩计划的强度大于早前的预期(占对应年份GDP的比重)



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

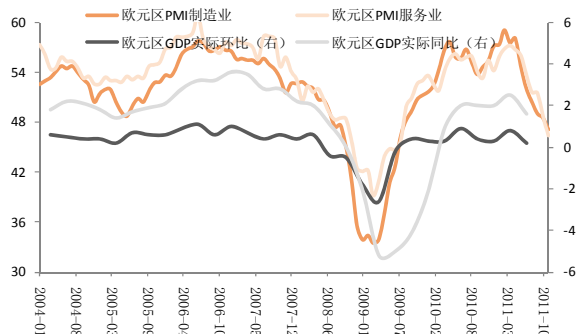
短期内发达经济体经济增速回落(出现停滞)的风险在增加。根据先行指标测算美国、欧洲和日本的经济增长领先指标显示欧洲经济增长呈现下降的趋势,而美国、日本的情况稍好。欧洲经济进入衰退的可能性越来越大。当前欧洲央行、澳大利亚等西方国家开始降息的动作,表明各国对经济增长前景的担忧超过对通胀的担忧,将成为明年的主流导向。

图表34 3季度美国经济增长的领先指标仅出现微弱改善



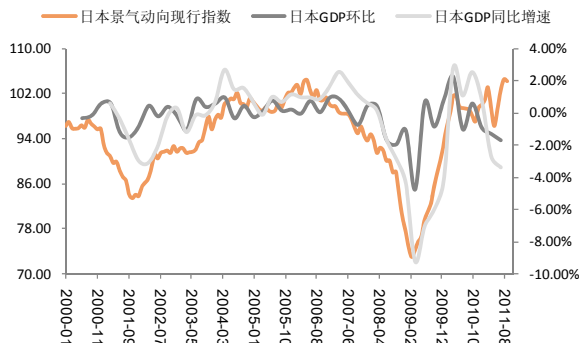
资料来源: CEIC, 平安证券研究所

图表35 欧元区领先指标已开始下行



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

图表36 日本的情况稍好

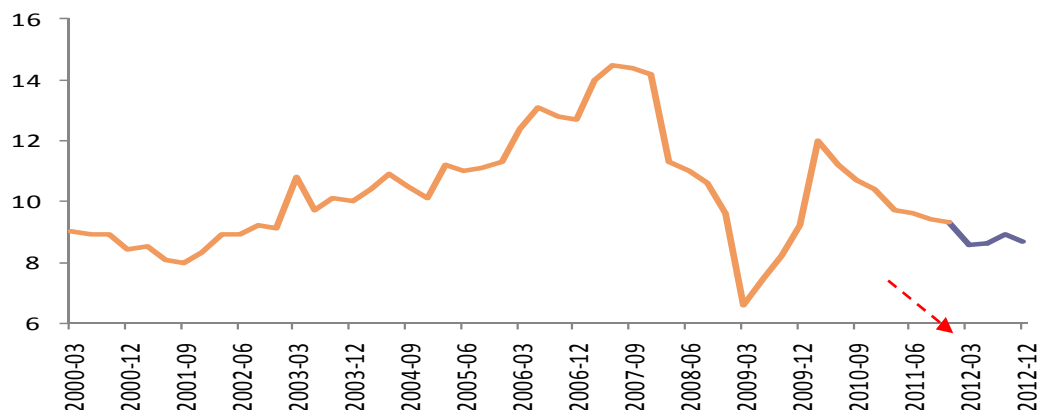


资料来源: CEIC, 平安证券研究所

作为世界经济增量主要来源的新兴经济体在 2012 年仍可以保持较快的增长,但新兴经济体仍将面临着经济结构调整、平衡增长与通胀矛盾的问题,这就决定了新兴经济体所能够带来的需求增量减弱。

根据估算,2012 年中国 GDP 实际增速将回落至 8.5%-9.0%以内,1-2 季度可能是增速回落最快的时期。

图表37 2012年1-2季度中国GDP增速很可能达至短期底部



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

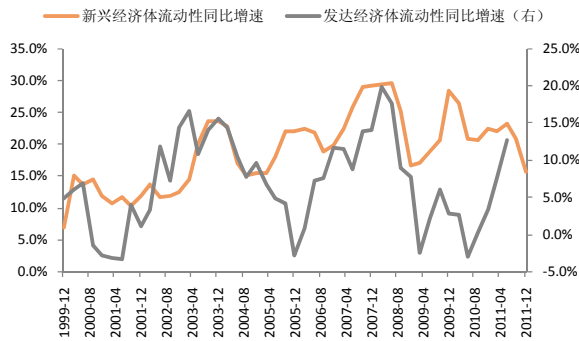
2012 年其它金砖国家则仍会面临着:

- 经济机构升级与转型 (中国);
- 平衡通胀与增长 (印度、南非);
- 发达经济体经济增长减缓所带来的海外需求萎缩 (巴西);

我们认为 2012 年全球经济仍将保持缓慢复苏的趋势,但来自实体经济的需求增长将会非常有限。特别地,2012 年 1-2 季度增长 (特别发达经济体) 风险较大。

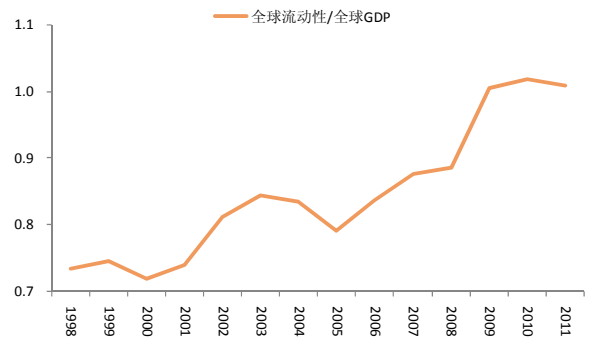
流动性增量会有微弱改善,存量效应最好的时候或已过去。我们认为 2011 年底-2012 年上半年无论是发达经济体还是新兴市场的流动性增量状况都较 2011 年 2-3 季度的情况要好(至少中国流动性因素的预期在好转),但由于增量改善相对有限,随着全球 GDP 增加,就 M2/GDP 数据而言,全球主要经济体的流动性存量指标已出现不同程度的回落,显示流动性存量最好的时期已经过去。

图表38 新兴经济体流动性增速预期将改善



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

图表39 全球流动性存量指标已开始下行



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

具体来看, 2011 年底-2012 年流动性增量有望改善, 因为:

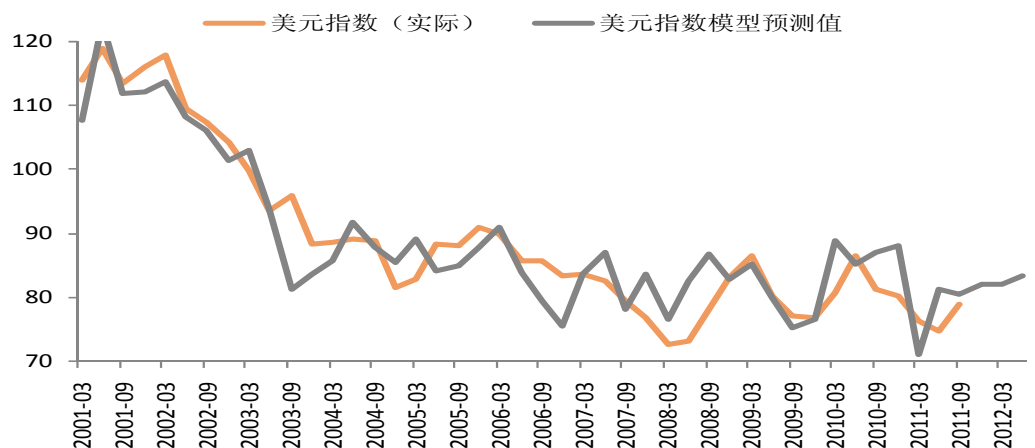
- 从发达经济体而言: 如果未来美、欧经济增长出现停滞 (甚至衰退的出现), 便存在欧美诸国再次祭出 QE 或是 QE 的变型等刺激措施的可能性;
- 从新兴经济体而言: 通胀压力减轻将使货币政策逐步趋稳 (中国), 因此流动性环境改善的可能性在增加;

但改善的空间有限, 因为:

- 由于欧美均存在债务问题, 因此即使它们再推 QE, 其绝对规模也很难大于前次;
- 由于过大的基数, 因此即使有新的量化宽松, 它所反映的流动性增速也不及前次;
- 短期内, 中国货币政策放松的可能性很小, 而中国因素在新兴市场流动性中的贡献接近 75%, 因此新兴市场的增量流动性也有限。

未来 2-3 季度美元强势概率较大, 对大宗商品价格形成压制。定量分析: 我们的美元指数计算模型显示, 在未来 2-3 季度, 美元指数走强的可能性较大, 见图表 33。

图表40 未来2-3季度美元走强的概率较大



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

定性分析: 对比欧洲、美国债务危机处境以及两者未来经济增长预期, 美国的情况好于欧洲, 因此我们认为美元相对于欧元保持强势, 这也符合美元指数上行的测算结果 (欧元在美元计量中占比为 57.6%)。

五、 通胀烦恼让位于增长担忧 政策环境不同于 2011 年

在不确定的国际环境下，2012年中国经济增长的弹性来自于国内市场的扩大和政府政策的调节，目前这两个方面都不存在严重制约。一方面是外部环境迫使中国降低对外依存度，提高对国内需求的依存度，而中国的内需市场有巨大的扩展空间；另一方面，在全球通胀预期降低的背景下，我国政府货币政策的调节弹性将比11年有所增强。

5.1 货币政策环境较 11 年宽松

上面已经提及，我们对2012年CPI的预测为3.5-4%，上半年较高，特别是一季度，仍将维持5%左右的增长；下半年较低，最低可能在4季度降低到3%。同时，持续2年的信贷收缩过程已进尾声，增速进入底部区域，而国际经济前景的不确定性增加了政策有所松动的可能性。因此，2012年央行货币供应量目标即使维持13%的较低水平，资金供给增速以及货币政策的稳定性，与今年以来持续收缩的情况相比，都会有很大不同，市场流动性情况会较2011年为好。

存款准备金率：短期降低存款准备金率的可能性不大，但1季度之后，存在下调1-2次可能性。国际经济环境转弱有利于央行对高企的存款准备金率做一定程度的调整，从而打开未来货币政策运用的空间。我们初步判断，由于一季度CPI水平依然较高，通胀预期是否有效压抑还不确定，因此央行很难做出下调存款准备金率的决定，释放政策转向的信号；但当一季度经济增速下滑明显，通胀压力进一步减轻的预期成立的情况下，2季度开始下调存款准备金率的可能性提高。

利率：短期降息的可能性较低，基准利率下调的空间可能会出现在明年下半年，但要视经济走势再做判断。以我们目前对2012年通胀水平的判断，实际利率将逐渐回归正数，名义利率仍不会明显超过通胀水平，因此，降息的必要性不大。但为了稳定经济增长，有效降低市场利率水平，可能是央行首先要考虑的调整步骤，通过公开市场操作适当增加流动性或小幅降低存款准备金率，都有可能达到目的。

5.2 财政政策将继续倾向积极 政府换届使重大改革出台的可能性不高

受政府换届的影响，在1-2年内出台重大财政改革措施的可能性都不高，因此，财政政策的运行轨迹和思路不会有重大变化，即在原有的架构下根据经济形势的变化做一些应急性的调整。

以目前国内外经济前景偏弱的形势判断，较为积极的财政政策仍将是12年政府的不二选择；

由于未来的经济发展将更多依赖于内需拉动，因此财政政策的调整与改革将会围绕对收入分配制度的适当调整，引导服务业和新兴产业的投资和发展；

由于地方债务负担问题和房地产调控影响，地方政府财政扩张能力受到严重制约，因此，在中央和地方、个人和企业、企业和政府之间的分配关系，引导市场力量充分发挥作用，是下一步财政体制改革的重要课题，也是一个迫切需要破解的难题，但在政府换届时期这方面的改革很难有实质性推进。

总之，从宏观政策层面，我们预期2012年，货币政策会在稳定中有所松动，财政政策继续维持积极，但重大制度性变革的可能性较低。

2012年A股市场面临的宏观背景是：流动性环境好于2011年，经济增长弱于2011年，全球经济处于调整压力中，欧美经济增长前景不确定性提高。因此，我们认为，流动性状况的改善有利于市场稳定，而经济增长的不确定性将带来市场的波动。这就决定了市场存在结构性和阶段性机会，但很难有大的趋势性机会。因此在投资方向的选择上，依然应该遵循寻找安全边际高的成长性企业的原则，继续“淘宝”。国内消费需求（品牌消费、教育和医疗消费和服务）、提高制造业效率的需求（科技和创新、节能环保、新材料）以及我国产业发展存在瓶颈的行业（电力、资源、新能源），都具有长期关注的价值。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257