

专题报告

2012：关于全球经济和资本市场的预言

2011年11月24日

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	4.5
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	14.0
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1年期存款利率	2.75	3.50
1年期贷款利率	5.81	6.56
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据（10月）

工业	13.2
城镇投资	24.9
零售额	17.2
CPI	5.5
PPI	5.0

资料来源：CEIC，招商证券

摘要：欧元区经济将会出现衰退和通缩，主权债务危机通过银行业危机向欧元区核心国家蔓延，有可能出现雪崩式的危险时刻。美国经济会呈现一种持续弱势复苏的态势，通胀放缓但不会陷入通缩，从美国内部的政治环境和经济表现看，不支持美联储推出QE3。但如果欧元区银行危机扩大进而影响全球的金融稳定的情况下，QE3的推出成为可能选项。中国经济增长放缓，通胀快速回落。对经济增长放缓的恐惧，取代对通胀上升的担心。货币政策逐渐放松，财政政策寄希望于减税或退税以刺激消费。

丁安华

首席经济学家

dinganhua@cmschina.com.cn
S1090511030013

2012：关于全球经济和资本市场的预言

丁安华 (S1090511030013)

2011 年 11 月 24 日

摘要：欧元区经济将会出现衰退和通缩，主权债务危机通过银行业危机向欧元区核心国家蔓延，有可能出现雪崩式的危险时刻。美国经济会呈现一种持续弱势复苏的态势，通胀放缓但不会陷入通缩，从美国内部的政治环境 and 经济表现看，不支持美联储推出 QE3。但如果欧元区银行危机扩大进而影响全球的金融稳定的情况下，QE3 的推出成为可能选项。中国经济增长放缓，通胀快速回落。对经济增长放缓的恐惧，取代对通胀上升的担心。货币政策逐渐放松，财政政策寄希望于减税或退税以刺激消费。

2012 年终于要来了，这将会是一个怎样的年份？那些流传已久的神秘预言，早早地为 2012 涂上了“末日”的色彩。这阵子，各大券商的研究部门都在忙于 2012 年的策略报告，面对当下之经济形势和市场颓势，分析师们均“心有戚戚焉”不知所处。然而，除非改变游戏规则，否则预测明年的经济和市场走势，仍是我们投行分析师的职责。

每次参加我们的宏观、策略、债券和海外研究团队的集中讨论，我都会事前梳理一下自己的思路，事后总结一下讨论形成的结论。虽然具体的预测数据和策略报告还没有出来，但也要有一个大致的观点，在此与大家分享一二。

欧洲经济：

我对欧洲经济的基本预测是欧元区将会再次陷入衰退，2012 年大约会有 0.5 % 的负增长，同时欧洲可能会陷入失业率高企和通缩的痛苦局面。欧洲债务危机会持续升温，欧洲的银行体系将倍受煎熬，危机向欧元区核心经济体蔓延。

在大家都谈紧缩财政、削减赤字对欧元区经济增长的负面影响时，我更加关注短期内欧洲债务危机可能的演化路径。在我看来，明年一季度将会是个风雨飘摇的危险时刻，为什么呢？这是因为持有“欧猪”主权债券的欧洲各国银行和金融机构，相当部分要在财政年度结算时按债券的市价入账（mark to market），从而集中兑现巨额损失。在金融机构公布年报的高峰期，你会听到很多坏的消息。欧盟高峰会确定的希腊债券按 50% 减记，是不是足够？这要看会计师事务所是否认同。这可不是中国，不是一个行政指令可以“和谐”的。此外，其他“欧猪”国家的主权债务怎么减记？这得看当时的债券价格和债券收益率的水平。欧洲银行体系的风险敞口巨大，债券价值减记在年度报表中显现出来。随之而来的问题是银行的资本充足率下降，需要补充资本以达到欧元区一级资本充足

率 9%的要求。欧洲银行可以从市场融资快速补充资本吗？这显然不是一件容易的事。不能从资本市场融资，那么提高资本充足率的另一种办法就是通过出售资产减小银行总资产的规模，例如出售抵押按揭资产、出售非核心资产等等。附带的结论就是，那些仍持有中国上市银行股票的欧洲银行估计会继续“卖空中国”。这不是因为中国的银行业资产质量和盈利增长前景不好，而是因欧洲银行自身补充资本的要求所迫。

银行业的危机会有很强的传导性，一是由于收缩放贷规模而导致信贷紧缩，从而打击实体经济的复苏；另一是由于“对手风险”（counterparty risk）的上升而导致银行间市场的运作失效，隔夜拆息利率飙升，迫使中央银行插手救援。但欧洲央行由于职责受限，不可能像美联储一样作为最后的贷款人（lender of last resort）直接救助银行，欧洲银行危机向全球的蔓延将会是非常可怕的事情。欧债危机发生以来，由于制度设计的缺陷，欧元区的应对机制一直缺乏有效的、令人信服的和反应快速的解决方案。面对二战以来最困难的时刻，政策的不确定性、不可预见性，使得资本市场和投资者对欧债危机的解决失去信心。“欧猪”五国的债务危机正向欧洲核心经济体的银行体系危机转变，这正是欧债危机的可怕之处。我认为，欧洲很有可能在 2012 年上半年出现雪崩式的银行危机，其影响将是全球性的。

政策方面，欧洲的财政政策在紧缩的背景下几乎完全没有扩张的空间，只有靠货币政策来支持经济的大局。估计欧洲央行会进一步减息，同时采取更为进取的量化宽松政策，即在二级市场加大购买成员国主权债券的力度，以维持低利率的环境和向市场注入足够的流动性。但我们也应该注意，欧洲央行在货币政策例如购买成员国债券、扩大资产负债表规模等方面受到的限制较多，德国一直反对发行欧元区债券并由欧洲央行购买的建议。直到目前为止，欧洲央行在应对主权债务危机方面的作为仍十分有限。

关于欧元的前途，我愿意押注欧元区不会解体，欧元也不会消失，2012 年的欧洲要比我们想象的更加团结。道理很简单，欧洲的千年历史和传统文化中的统一梦想，比大多数国人所理解的要强烈得多。

美国经济：

近期美国的经济数据的基调不俗。虽然第三季度的 GDP 增长数据从原先公布的 2.5%下调至 2%，但主要是由于商业存货由原先公布的增长 54 亿美元，下调至减少 85 亿美元引致。消费增长表现好于预期，出口增长数据是向上调整的。这说明第四季度美国企业需要补充存货，从而带动经济增长，估计第四季度 GDP 增长将达 2.5%或以上。虽然美国的财政政策具有不确定性，但我仍认为明年美国经济会有 2.0%左右的增长，通胀水平将会下滑，出现通缩的风险不大。

明年是美国总统大选年，两党在经济政策上的博弈会产生一定的不可预见性和不确定性。财政政策方面，两党未能达成削减赤字方案，市场的焦点转向奥巴马是否延续减税等刺激经济措施。共和党的策略是主张缩减开支、反对加税，同时约束民主党采取任何进取的财政刺激政策。货币政策

方面，我个人对明年美国推出 QE3 的可能性有怀疑，欧洲债务危机之下美国虽然难以独善其身，但美国经济增长在很大程度上并不依赖欧洲。QE3 推出的条件，一是美国经济陷入衰退风险，二是通缩的预期重现。既然我们预测美国经济明年会呈现增长势头，同时短期内不会出现通缩，那么从美国经济本身乃至国内政治环境看，QE3 推出的机会不大。从最近的美联储的议息记录中可以看出，QE3 推出的可能性正在减小。

但是，欧洲的问题会持续困扰美国的经济政策。欧洲陷入衰退虽不足以让美联储推出 QE3，但如果欧洲的主要银行出现雪崩式危机，进而影响全球金融稳定时，美联储动用 QE 的工具还是有可能的，理由是：一方面可以通过购买欧洲银行所持的美国抵押按揭债券帮助欧洲银行维持资产充足率水平，另一方面也可以在资金寻求避风港时压抑美元的上升势头，保持美国出口的竞争力。此外，IMF 将在救援欧洲上发挥重要的作用，而美国需要提供最大份额的资金。目前，德国经济规模（GDP）占欧元区的 27%，而意大利占 17%，如果欧洲问题从小经济体希腊演变到意大利这样的 G8 国家，那么以德国一己之力将独力难支。届时，国际社会将不得不施以援手，美国需要在救助欧元区的问题上发挥其全球事务的领导作用，QE3 的推出也就超出国内经济的范畴，成为一种现实可能了。

中国经济：

关于明年中国经济的表现，我是偏悲观的。中国经济的增长在边际上十分倚重固定资产投资，而投资又表现出政府行政驱动和银行贷款支持的特征。中央已经认识到通过银行体系作为刺激投资、拉升经济的主要渠道存在巨大的风险。几乎可以肯定的是，无论是基建投资、房地产投资，还是制造业投资，明年均将呈增长速度放缓之势。此外，一直以来，消费对 GDP 增长的贡献比较稳定，除非政府推出进取的减税措施，否则刺激消费拉动经济也是一句空话。而明年的净出口，由于欧洲债务危机的恶化，外部需求将快速放缓，预计对经济增长的贡献为负。我对明年 GDP 增长的初步预测在 8.0% 附近，具体数据还需要测算一下。分季度看大约呈现上半年放缓、下半年企稳回升的两头高、中间低的 V 型格局。

关于 CPI 的走势，我们认为将会呈快速下滑的趋势。原因何在？源于我们对这一轮通胀性质的判断。今年以来，市场上盛行“刘易斯拐点”和劳动力成本上升解释这一轮通胀的原因，而我们坚持认为这是典型的食物价格通胀。这不是意气之争。理解两种不同性质的通胀，对判断短期通胀走势是至关重要的。如果是前者，通胀是由长期的成本因素推动，那么就不能支持通胀快速下滑的判断；如果是后者，那么通胀就是短期的供给因素为主而不可持续下去，必将快速下滑。用“刘易斯拐点”判断短期通胀走势是不能“逻辑自洽”的，而食物价格通胀才会呈现快速下滑的势头，这已被近期农产品价格走势所验证。当然，“刘易斯拐点”理论在分析长期通胀走势方面是有说服力的，但对这一轮通胀的上行和下滑的解释力非常弱。据此，除非还有不可预见的供应冲击，我预计整体通胀将会在明年六、七月下滑到 2.5-2.8% 的低位，全年在 3.0% 左右。

最后看看政策走向。分析预测中国的宏观经济政策，常常让人非常沮丧。因为中国的宏观经济政策的制定者，总的来说，对市场的态度是“不友善”的。所谓注重政策的“针对性、灵活性和前

瞻性”，在中文语境下是“不确定性”的代名词。而国际上的通行做法是不断增加政策的“透明度”，提高政策的“可预见性”，政策制定切忌打市场一个“措手不及”。创造一种“市场友善”（Business Friendly）的政策环境，是要将政策的理念和目标清晰地告知公众，同时要遵循一定的规则。只有这样，市场才可以根据经济形势的变化，对重要宏观经济政策做出适当的预测，市场的参与者才能防患于未然。“相机抉择”是没错的，但要在“规则约束下”（rule-based discretionary policy），即要告诉大家，什么情况下你将会做什么事情。说这一些，是要告诉大家，预测中国的宏观经济政策的变化，在目前的环境下既是非常重要的，但又是相当困难的事情。

关于政策的走向，我没有水晶球，因而非常谦卑。试试看吧。

第一，我预计近期会下调银行存款准备金率。其实早在今年年中我们就判断存款准备金率在今年年底可能下调。现在看起来，离这一天越来越近了。原因有二：一是利用存款准备金率对冲外汇占款的前提出现逆转，10月份外汇占款减少了249亿。二是在外围经济环境恶化、国内经济增长放缓和通胀出现回落的情况下，有需要适当加大市场流动性。

第二，如果CPI下降到3%以下，或有减息的空间，时间点大约在6、7月份。但我并不认为减息的概率有多高。CPI估计在年中见底后，并不会长期停留在低位，随着政策的放松，CPI是会出现回升。减息的空间不大，最多一次。

第三，明年人民币汇率的升值幅度放缓，全年大约升值3%左右。可能通过加大汇率波动幅度，加快升值的步伐。明年下半年，人民币可能常态性地出现上下双向浮动的现象。

第四，货币供应量的增长，由于统计口径调整无法追溯历史数据，M1、M2的增长数据不具备严谨的分析意义。贷款增长预计在15%左右，全年新增贷款约在8万亿元。

第五，财政政策方面，传统的通过固定资产投资拉动经济增长的财政刺激方案，因代价太大、后遗症太多预计难以再次大规模推出。我希望看到实质性的收入减税措施，或对个人所得税作一次性返还，以刺激消费拉动经济增长，迈出增长方式调整的第一步。对工薪阶层的减税或税收返还作为一项有效的财政刺激政策，在中国被彻底忽视和遗忘。对这一点，与其说是我对明年财政政策的预测，不如说是我的良好愿望吧。

资本市场：

在市场策略方面，我想强调的是，2012年的资本市场走势将更多地由宏观因素主导，或者说将是一个典型的自上而下（top-down）的策略思路。过往的由下至上（bottom-up）的选股方式的重要性减弱。宏观因素包括欧债危机的演变、美国经济的走势、中国的增长与通胀的形势，以及各国宏观政策的走向，这些都会在很大程度上决定资本市场的情绪起伏，以及可能的投资主题。此外，还要严密关注房地产和银行业的发展趋势，从某种意义上说，这两个行业具有不可忽视的宏观重要性。

在自上而下的逻辑之下，明年市场走势的判断，可能会形成这样一种情况：上半年，外围经济环境恶化，我国的经济增长放缓，房地产价格加快下滑，通胀水平明显回落，失业加剧。如果欧洲银行危机出现“雷曼时刻”，那么股票市场将会砸出一个“底部”来。这时，对经济可能“硬着陆”的恐惧，将取代对CPI继续上升的担心。政策必然由紧缩开始迈向宽松，证券市场可能逐渐企稳回升，反弹幅度有多大？取决于两个因素：一是砸下来的“底部”有多深；第二，市场对宏观经济政策的信心有多大。应该说，在过去的三、四年间，投资者对主管部门驾驭宏观经济的能力，逐渐产生了怀疑。“不信则不立”，反弹的幅度和长度就不能寄太大期望。中国的经济政策存在犯错的可能，这既不是周期的问题，也不是结构的问题，而是领导力的问题。公信力的建立需要一个过程，我觉得股票市场在信心持续不足的情况下，更多只会呈现一种宽幅震荡的格局。

（本文乃根据作者与宏观、策略、债券和海外研究团队的多次讨论讲话内容整理。有关指标预测以年度报告公布的最终数据为准）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁安华：现任招商证券副总裁兼首席经济学家（S1090511030013）。曾任招商局集团战略研究部总经理、招商银行（600036）董事、招商证券（600999）董事。1998年至2001年任职于加拿大皇家银行，拥有加拿大投资经理（Canadian Investment Manager）资格。1989年至1997年任教于华南理工大学工商管理学院。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。