

2012: 下滑中继

— 2012年宏观经济年度宏观经济报告

国金证券研究所

李治平 联系人 汪毅 高级分析师 SAC执业编号: S1130511090005

刘锋 资深分析师 SAC执业编号: S1130511040004 刘茜华 研究助理

电话: **(8621)61038205, 60870954**

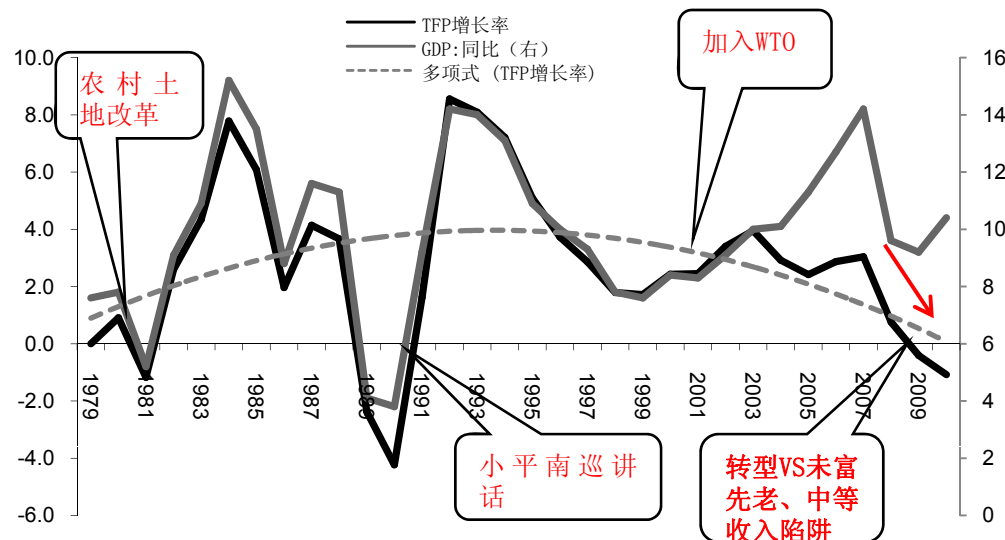
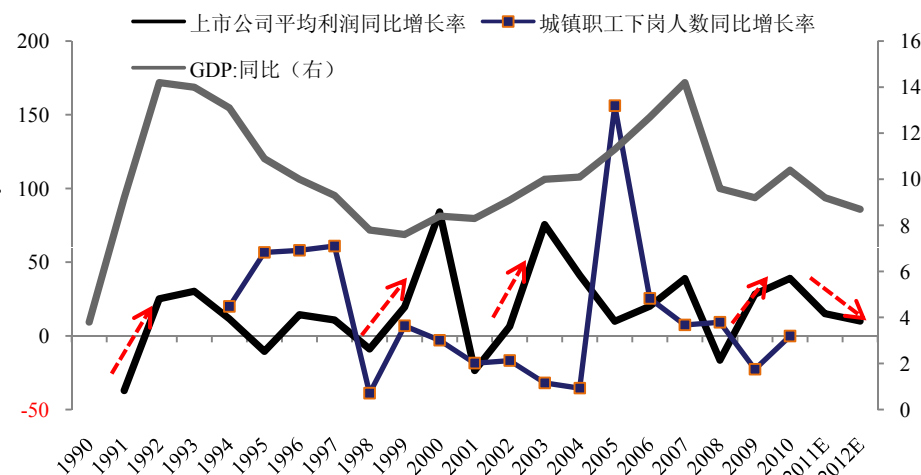
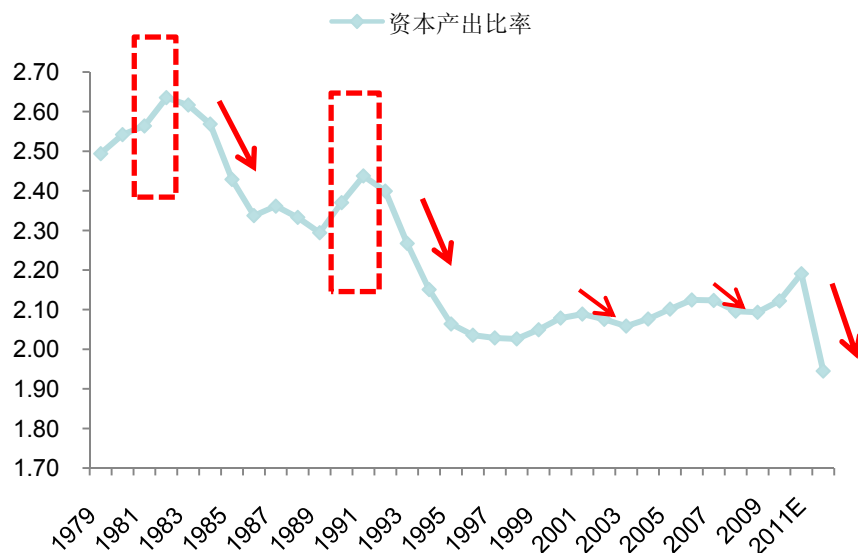
邮箱: lizhip@gjzq.com.cn, wangyi@gjzq.com.cn

- 周期：末端等待出清
- 增长：下滑中继：L型与 $\wedge$ 型交织
- 投资：地产下滑，基建对冲
- 外需：出口前低后高，顺差继续收窄
- 消费：稳步增长，关注政策扶持
- 通胀：逐季下行，年增3%
- 流动性：衰退性质的流动性宽松

- 周期：末端等待出清

高投资、高景气后的萧条--80年代、90年代、2k年代、2012

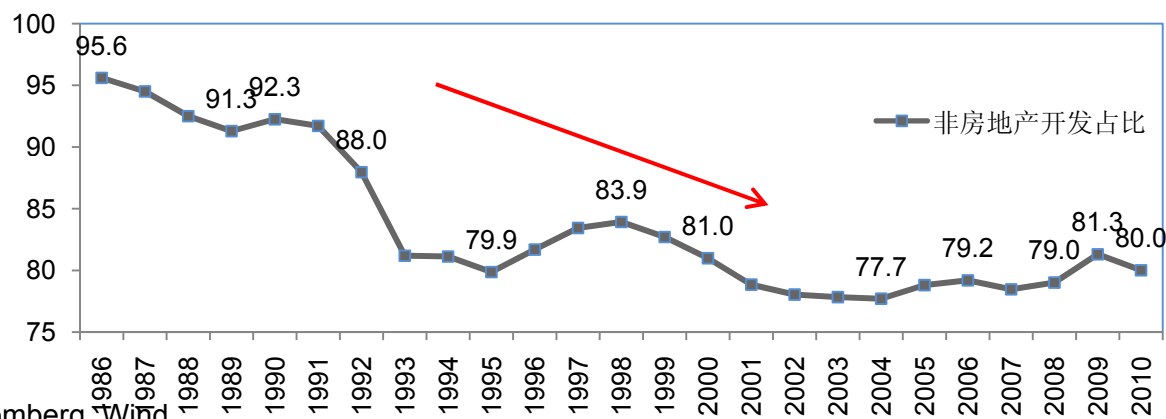
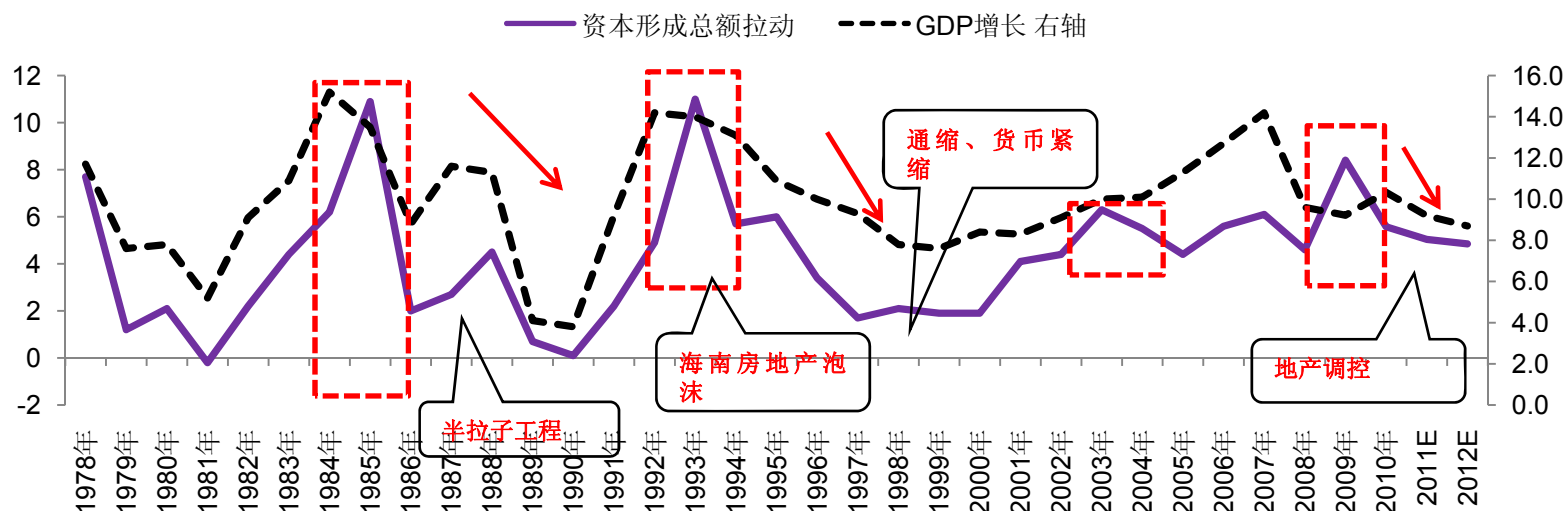
- 1、资本产出比率拐点到来：投资拉动周期接近尾声，高增长、高景气结束
- 2、可比的萧条期，1995、2005：需求逐步消化产能，低回报时期来临，需求不足、失业增长、通缩成为威胁
- 3、中长期：增长趋势下滑，但回报能否如前列周期回升？TFP低点来临，转型or未富先老、中等收入陷阱？



资料来源：国金证券研究所, Bloomberg, Wind

周期轮回：经历高增长、高回报，进入低增长、低回报未来是否低增长、高回报？——转型期，可有比较优势？

自1994 年的经济体制改革、金融体制改革：投资拉动转外需拉动
当前，不平衡的复苏VS平衡的衰退



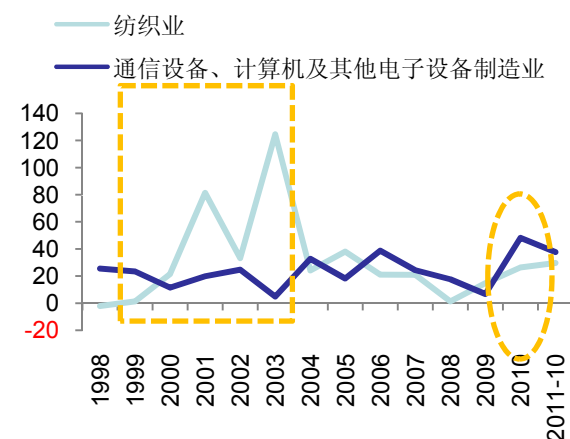
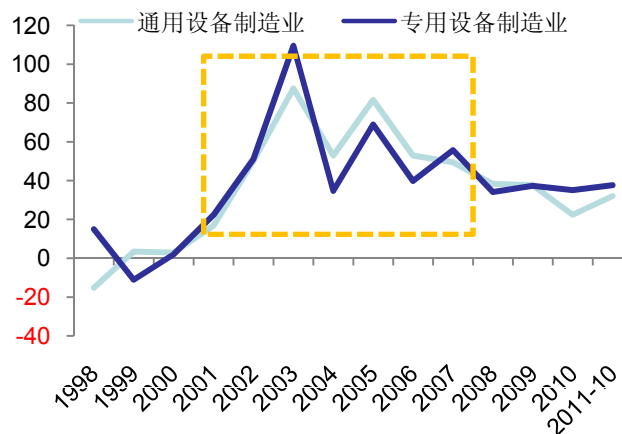
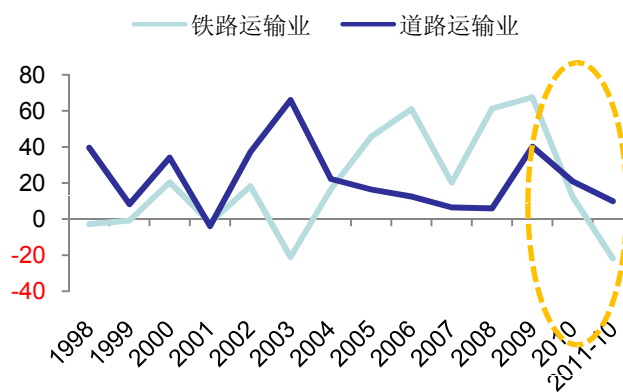
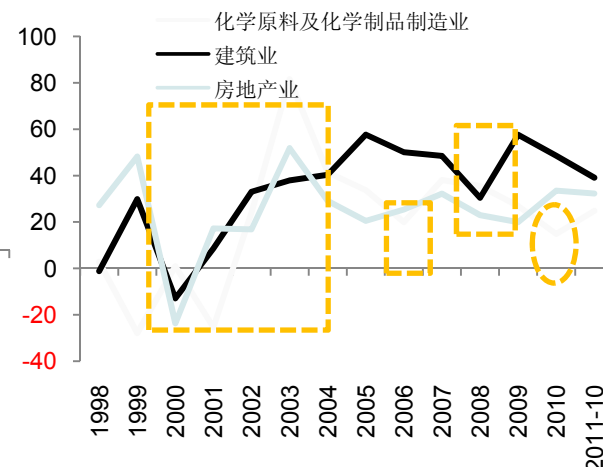
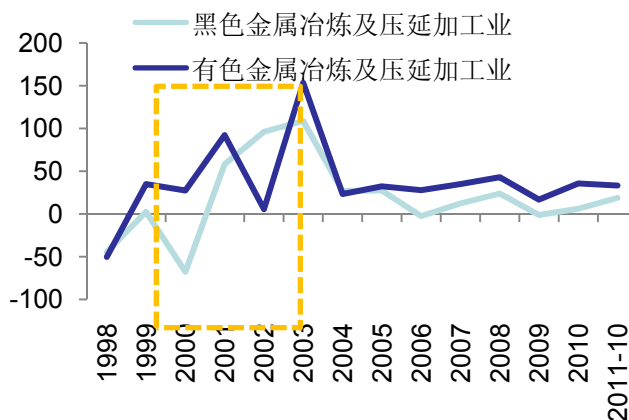
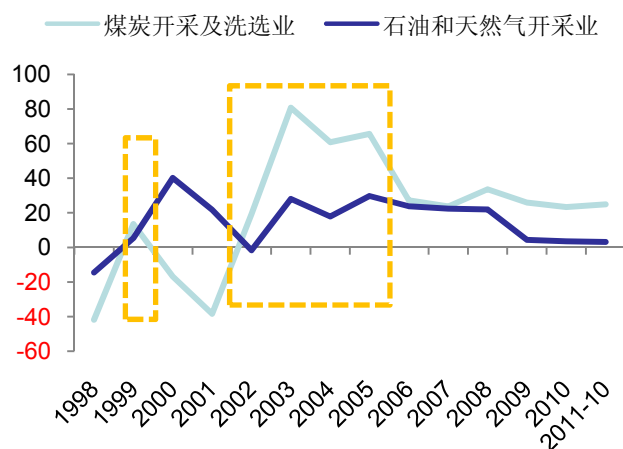
资料来源：国金证券研究所, Bloomberg, Wind

这一次的产能扩张，依靠什么来消化？

90年代以来的行业扩张：外向型初加工行业、煤炭、石油开采业，钢铁

2k年代早期：房地产业、钢铁、纺织

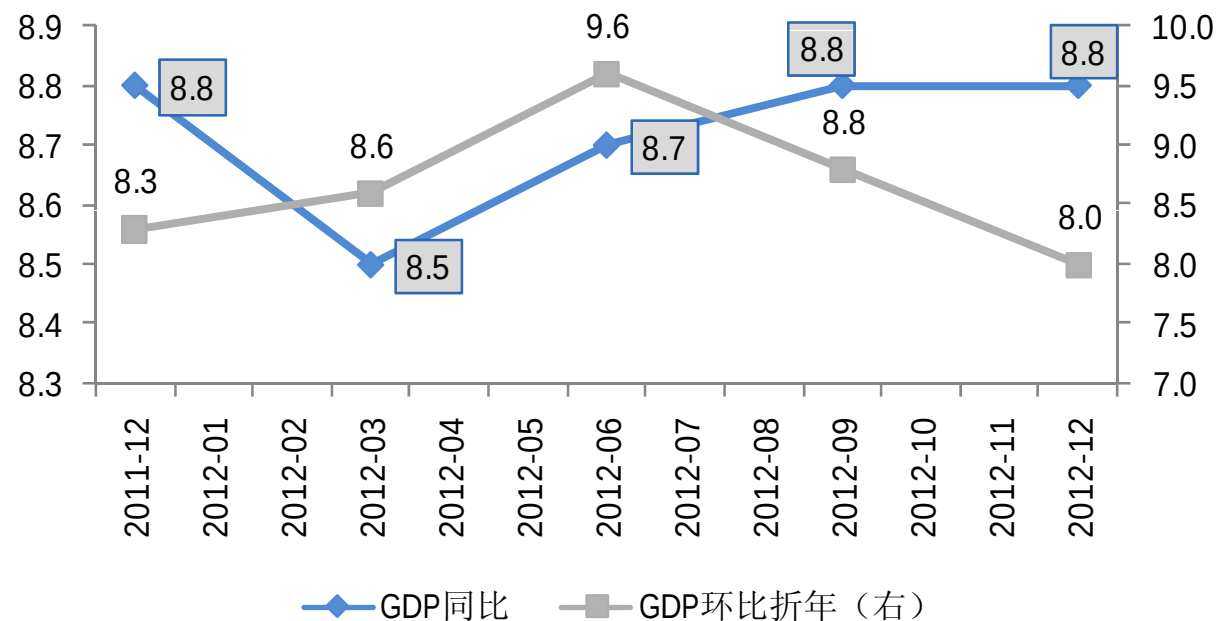
2009-2010：基建、纺织、通信、通用专用设备、汽车



资料来源：国金证券研究所, Bloomberg, Wind

- 增长：下滑中继，L与 $\wedge$ 型交织

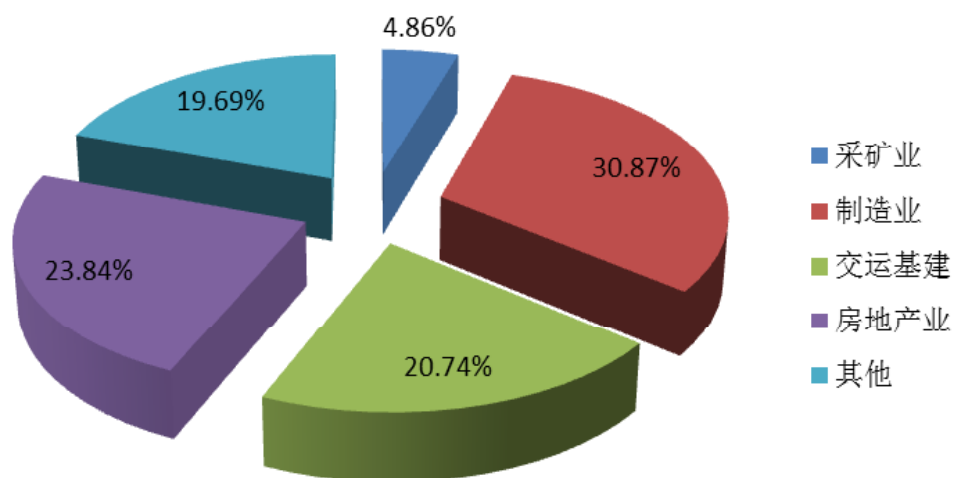
- 2012：下滑中继，L型与 $\wedge$ 型交织
- 长周期经济规律--经济减速趋势明显，而2012年为下滑中继
- 同比：L型，前低后“稳”。（预计：2011-Q4，2012-Q1：Q4：8.8%；8.5%、8.7%、8.8%、8.8%。）
- 环比： $\wedge$ 型（倒V型），先改善、后下滑。型变：视2012年1-2季度环比改善幅度微调形态。
- 中期与短期增长的关系：长期经济下滑趋势中的一段稳定平台。短期环比向上的性质：竭泽而渔



- 投资：地产下滑，基建对冲

■ 投资增速继续下滑

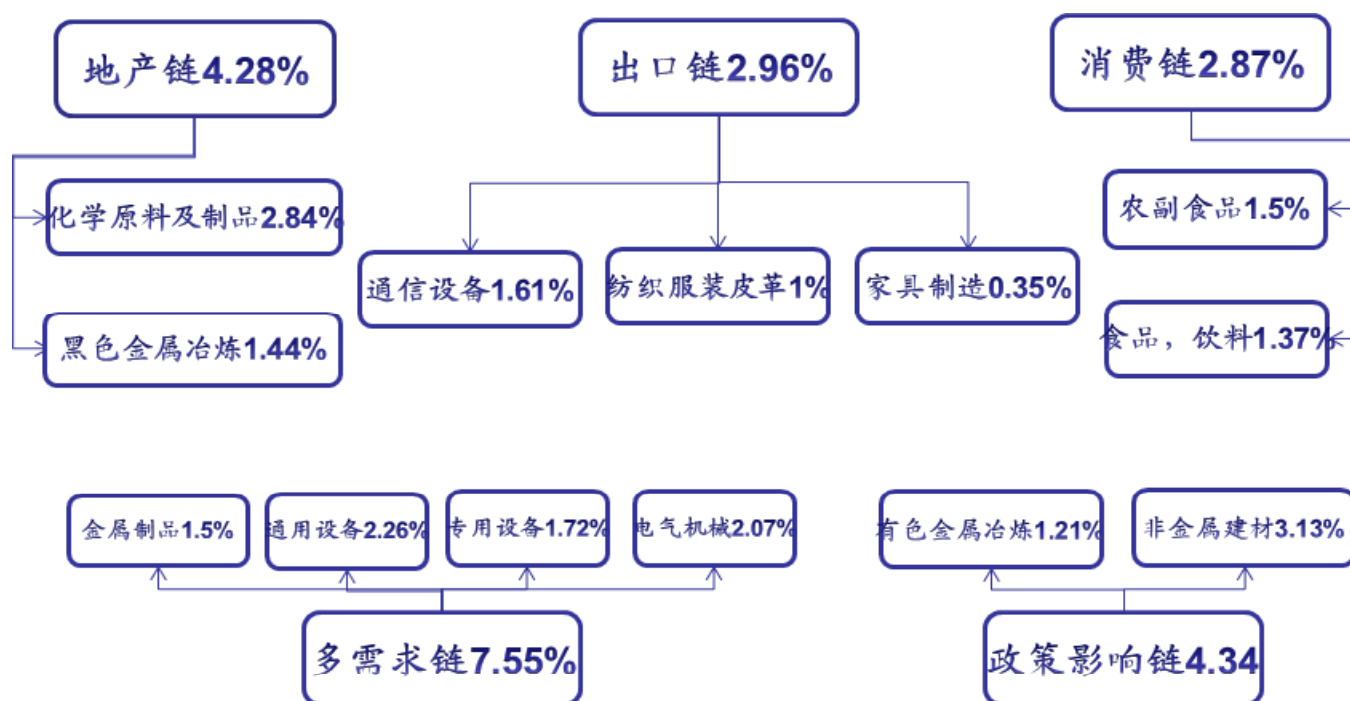
- 2012年拖累中国固定资产投资的主要因素为房地产投资及其相关。而基建投资，制造业投资在地产相关产业链，政策相对紧缩的大环境，以及财政收入下降等因素的影响下将继续下滑。
- 经测算，2012年固定资产投资增速累计同比为**18%**，主要的组成房地产，基建，制造业投资增速均有所下滑，制造业在三大部类中相对增速最高。



- 房地产投资：2012年增速测算为**16%**，其中，新开工增速**-10%**。较2011年**29%**增速下滑幅度较大。：

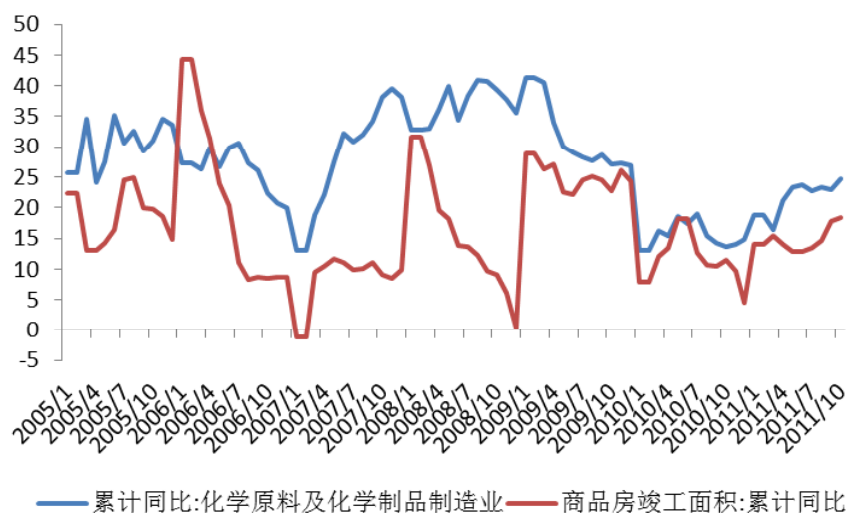
季度	新开工面积	施工面积	竣工面积	单位面积投资额	同比	房地产投资额	投资同比	新开工同比
Dec-12	1,628,758.96	5,929,193.720		1190.2	0	70569.26	16%	-10%
Jun-12								
Dec-11	1,916,187.02	5,211,966.434	911531.6784	1190.20	0	62032.60	28.52%	17.00%
Jun-11	994,425.930	4,057,375.580	275,580.328	646.98	1.05%	26250.45	32.93%	23.61%
Dec-10	1,637,766.68	4,055,389.15	759,609.73	1190.20	4.97%	48267.07	33.18%	41.94%
Jun-10	804,509.37	3,084,277.18	244,235.71	640.25	7.33%	19747.12	38.14%	67.88%
Dec-09	1,153,853.35	3,196,495.41	726,770.00	1133.80	1.65%	36241.80	18.52%	18.25%
Jun-09	479,214.50	2,396,343.00	206,684.70	596.55	-3.86%	14295.41	8.33%	-10.38%
Dec-08	975,739.00	2,741,490.11	585,020.12	1115.45	4.08%	30579.82	20.97%	3.15%
Jun-08	534,727.80	2,126,604.58	169,202.84	620.50	7.55%	13195.67	33.46%	19.11%

- 制造业投资下滑整体幅度将小于房地产，但内部分化较大：
 - 地产链或政策限制的行业投资增速将继续下滑或低迷
 - 出口链行业受明年出口前低后高走势影响可能跟随
 - 消费链行业投资增速在通胀下行过程中将小幅向上
 - 多需求链整体不会明显下滑，其中部分子行业受益于产业升级，有望走出向上的周期



■ 地产链：化学原料及化工制造业

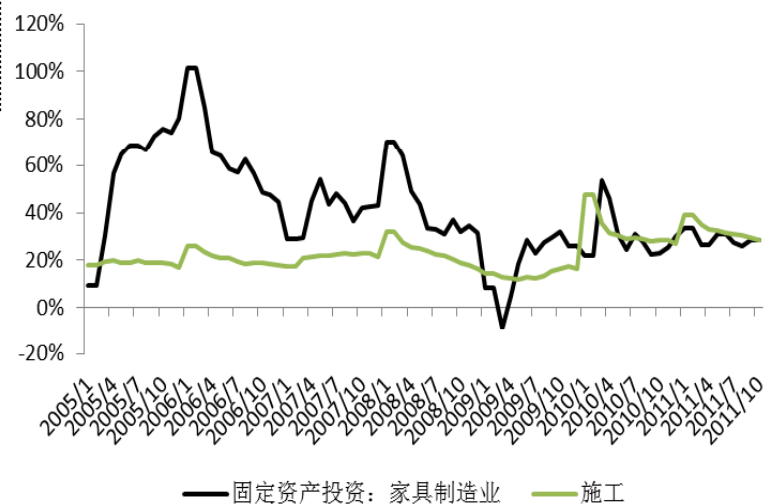
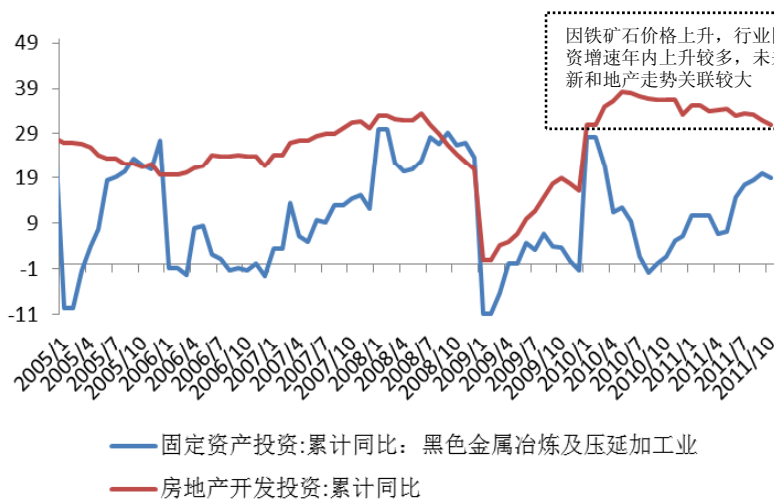
- 化学原料及化学制品制造业固投增速和房地产竣工面积增速相关性较大。根据我们的测算，2012年的竣工面积同比将下滑-14.36%
- 预期化学原料制造业的投资增速受竣工增速下滑影响，也将有一定幅度的下滑
- 黑色金属行业的下游需求中，地产占比接近40%。不过其投资滞后于地产投资一段时间，预计2012年下滑的幅度不会超过地产投资下滑的幅度



	竣工率	新开工同比	施工同比	竣工同比
2012/12	13.00%	-10.00%	16.31%	-14.36%
2011/12	15.00%	17.00%	25.19%	18.00%
2010/12	18.73%	41.94%	26.87%	4.52%
2009/12	22.74%	18.25%	16.60%	24.23%
2008/12	21.34%	3.15%	16.22%	0.46%
2007/12	24.69%	21.07%	21.53%	9.84%
2006/12	27.32%	16.89%	18.03%	8.66%
2005/12	29.67%	10.64%	17.08%	14.90%
2004/12	30.23%	11.22%	20.14%	7.48%
2003/12	33.80%	28.54%	26.04%	21.48%
2002/12	35.06%	17.56%	20.13%	19.12%

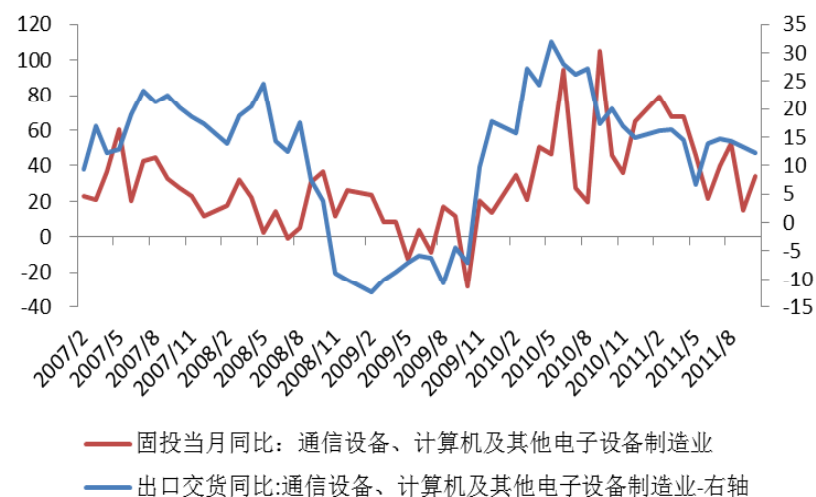
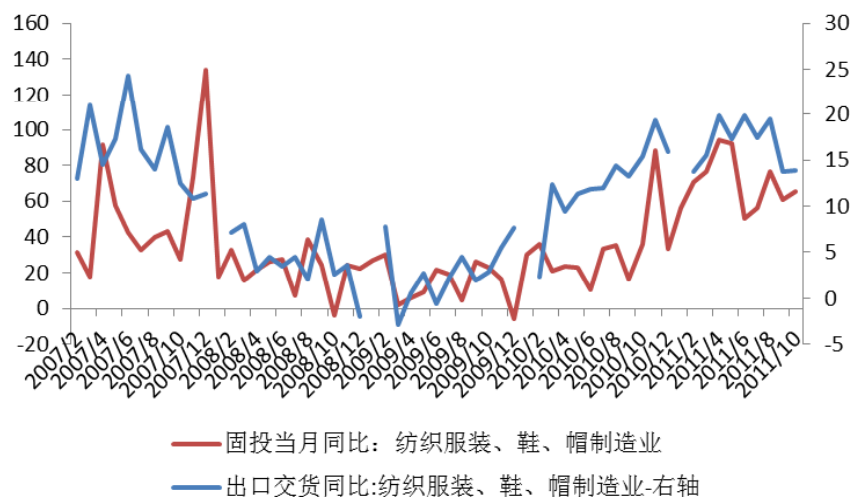
■ 地产链：黑色金属冶炼及压延制造业，家具制造业

- 家具制造业的固定资产投资和房地产新开工及施工的同比增速相关性较明显，因为家具制造业主要的需求来自给房地产，出口，其中出口的占比已经上升到50.6%。
- 黑色金属行业的下游需求中，地产占比接近40%。不过其投资滞后于地产投资一段时间，预计2012年下滑的幅度不会超过地产投资下滑的幅度

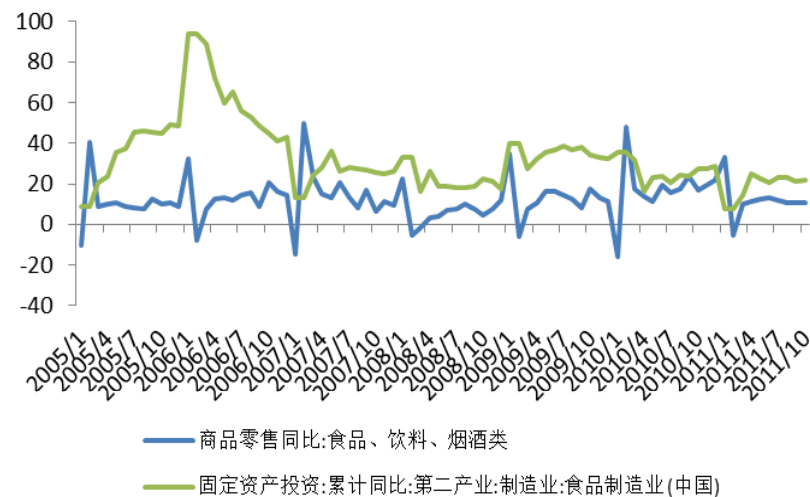
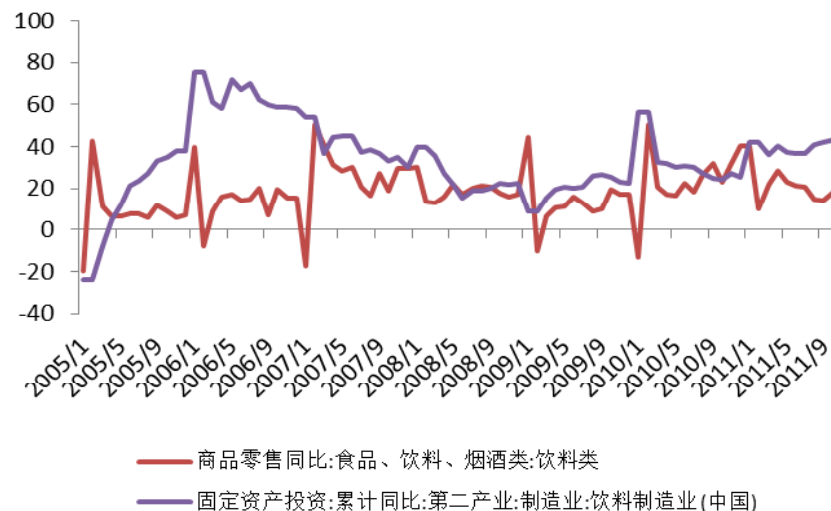


- **出口链：代表行业：纺织服装皮革，通信计算机电子，家具制造业**
 - 纺织服装，鞋帽制造业，皮革及机电设备的出口目的国中，美国和欧盟的占比最大，市场一致预期显示，美国和欧盟明年的经济增速呈现下半年高于上半年的趋势，而三季度之前的增速上升较缓。四季度可能有好的表现
 - 结合美欧明年的经济同比增长趋势和今年的基数效应，明年出口链上相关行业出口交货同比有望走出前低后高的走势，相应的，固定资产投资亦可能走出这一趋势

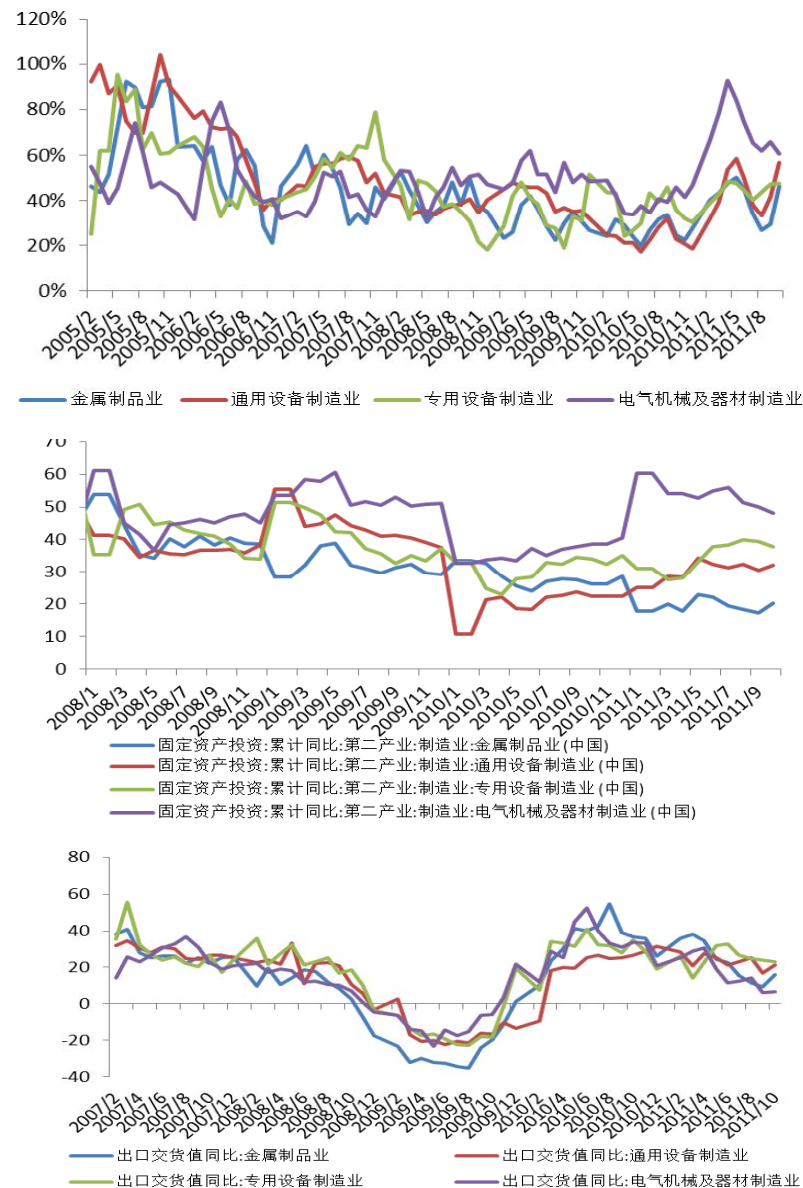
	2011-Q3	2011-Q4	2012-Q1	2012-Q2	2012-Q3	2012-Q4
欧盟GDP	1.5	1.1	0.5	0.4	0.6	1.2
美国GDP	2.5	2.3	2	2.2	2.2	2.3



- 消费链：代表行业：食品饮料制造业，农副产品制造业
 - 明年的居民实际收入增速可能无法看到实质性的提高，消费增长或只能享受因通胀压力的逐渐缓解带来的居民消费意愿的小幅上升
 - 预计2012年实际消费增速为较2011年上升0.9%，对应消费链上行业的固投增速趋势大概率将跟随



- 多需求链：代表行业：金属制品，电气机械及器材，通用专用设备制造业
 - 一个有说服力的例子：2009年初，以上几类行业的出口同比增速处于明显下滑，但其固定资产投资增速直到2009年下半年才出现下滑，且幅度不大
 - 行业的终端需求比较复杂，有出口，房地产，基建投资或某些中间投入，“万金油”特性显著，行业投资增速和地产，出口单一相关性不高，更多和整体需求变化相关，有一定的滞后性
 - 从单月的固投增速来看，这些行业增速目前均高于整体固定资产投资的增速，产业升级因素可能成为相关子行业进入投资周期的动力

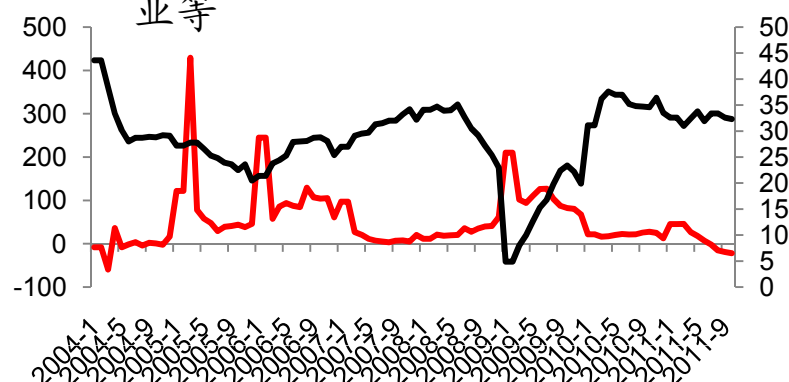


- 基建行业投资增速2012年继续下滑，由于今年已经下降较多，故明年下滑的幅度相对较小。2011年基建投资增速约为10.5%，预计2012年将小幅上升
 - 铁路投资经历**2011年**的下滑后，**2012年**重新开始上升，2011年将下滑-39%，根据发改委最新的表态，2012年铁路投资约为6500-7000亿
 - 水利投资总额较今年小幅上升：按照十二五期间水利总投资1.8亿计算，今年到目前为止已经完成了2605亿。预计年底将接近3.6亿水平。预计明年较今年可能小幅上升
 - 公路投资总额和今年持平：从目前的高速公路投资规划来看，未来再融资压力将越来越重，可能也必须依靠持续的财政注资和适当放慢投资速度来解决。**2012年**的道路运输业投资难见起色，预计仍将维持**2011年**水平。

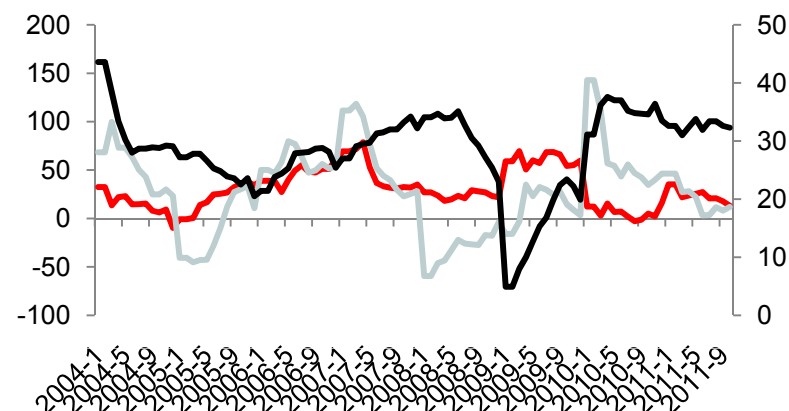
	铁路投资总规模	基本建设	更新改造	车辆购置	灾后重建	同比
2010	8235	7000	214	1000	21	
2011E	5000	4637(估算)	240	1260		-39
2012E	6500					30

- 历史上房地产投资增速下滑之后，基建投资均会出现提升来对冲，明年基建投资增速每上升10%，上拉投资增速2.75个百分点

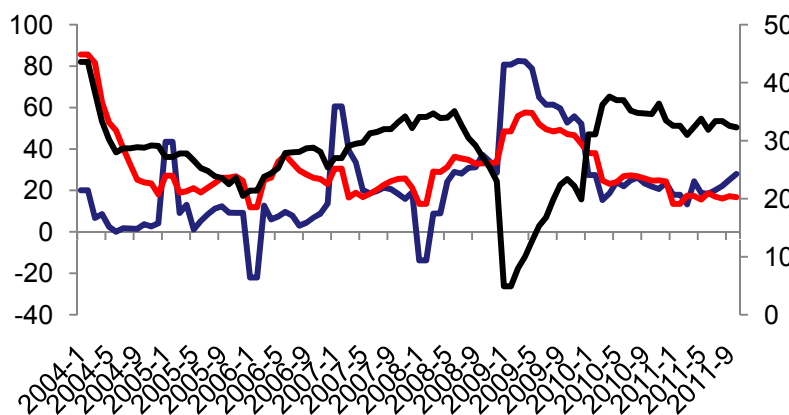
- 对冲过的基建投资中的子行业：铁路，城市公共交通，航空，水利，公共设施管理业等



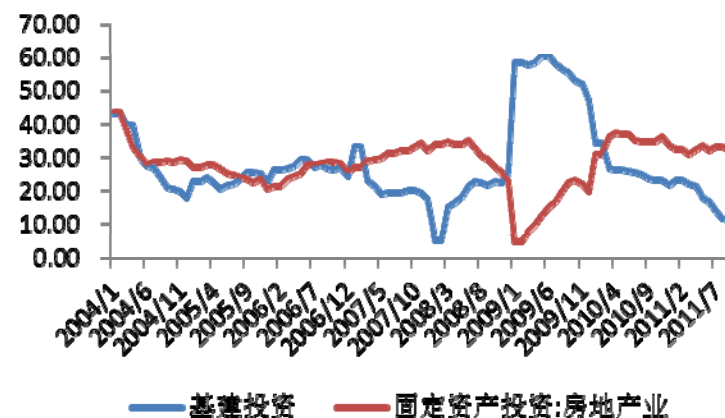
— 铁路运输业 — 房地产业



— 城市公共交通业 — 航空运输业 — 房地产业



— 水利管理业 — 公共设施管理业 — 房地产业



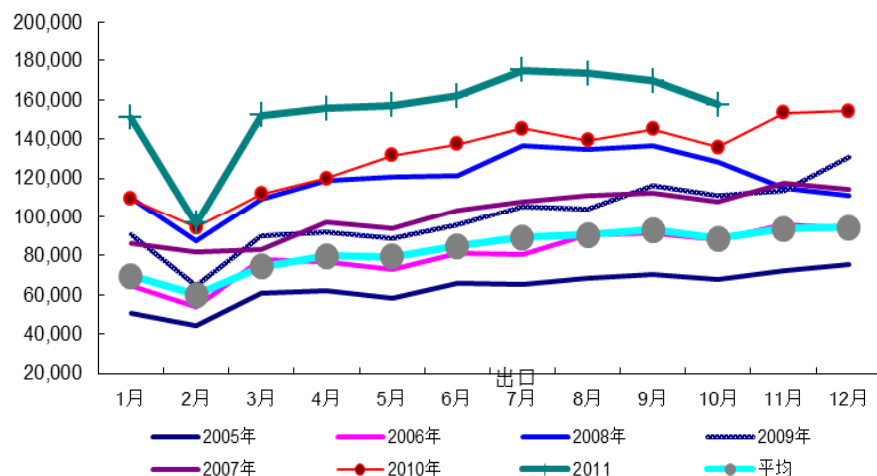
— 基建投资 — 固定资产投资:房地产业

- 外需：出口前低后高，顺差继续收窄

■ 主要出口国贸易加权GDP法预测

- 2012年多数主要出口国GDP同比呈现逐季走高趋势，但总体经济增速不高
- 2011年呈现出明显的前高后低的基数效应
- 目前的权重代表下一年的权重，相当长时间内（5年），出口国权重的变化幅度不大

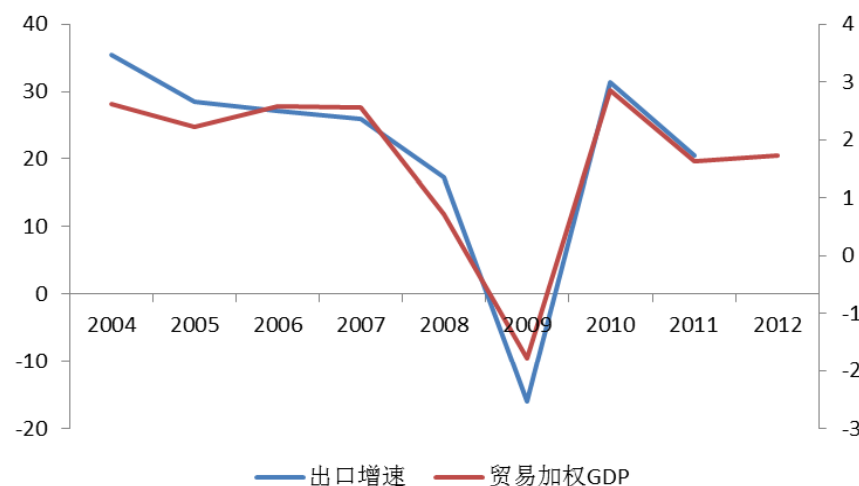
	2011		2010		2009		2008		2007
欧盟	18.97%	欧盟	19.72%	欧盟	19.66%	欧盟	20.50%	欧盟	20.13%
美国	17.05%	美国	17.95%	美国	18.38%	美国	17.66%	美国	19.11%
东盟	8.86%	东盟	8.76%	东盟	8.85%	日本	8.13%	日本	8.38%
日本	7.77%	日本	7.68%	日本	8.16%	东盟	7.99%	东盟	7.74%
韩国	4.45%	韩国	4.36%	韩国	4.46%	韩国	5.17%	韩国	4.61%
印度	2.69%	印度	2.59%	英国	2.60%	英国	2.52%	英国	2.60%
英国	2.32%	英国	2.46%	新加坡	2.50%	俄罗斯	2.31%	新加坡	2.44%
俄罗斯	2.06%	新加坡	2.05%	印度	2.47%	新加坡	2.26%	俄罗斯	2.34%
台湾	1.90%	台湾	1.88%	澳大利亚	1.72%	印度	2.21%	印度	1.97%



	2012-Q1	2012-Q2	2012-Q3	2012-Q4	权重
欧盟GDP	0.5	0.4	0.6	1.2	18.97%
美国GDP	2	2.2	2.2	2.3	17.05%
日本	2.86	2.23	1.45		7.77%
韩国	3.8	4.3	4.2		4.45%
印度	7.7	8.05	8.3		2.69%
英国	1	1.2	1.3		2.32%
俄罗斯	3.6	3.8	3.3		2.06%
台湾	4.5	5	6		1.90%

■ 主要出口国贸易加权GDP法预测

- 经过检验，加权平均GDP的走势和出口增速走势拟合度较好
- 建立在满足各经济体经济增速预测相对准确的基础上

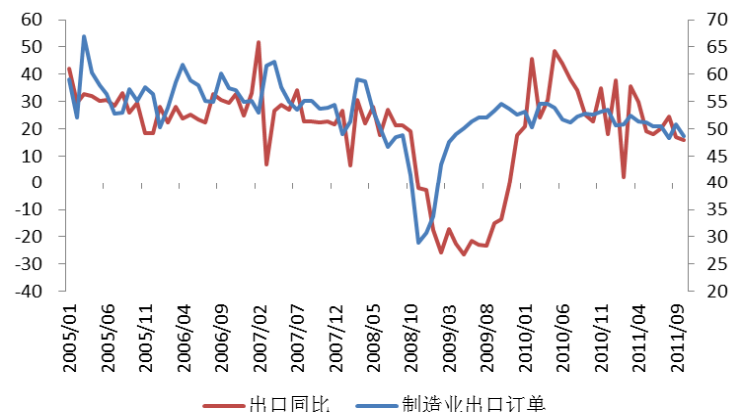


	权重	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
欧盟	0.187	0.7	1.6	1.7	-4.2	0.4	2.8	3.1	1.7
美国	0.166	2.2	1.8	2.9	-2.6	0	1.9	2.7	3.1
东盟	0.088	4	5.5	7.9	1.3	4.3	6.6	6.1	5.7
日本	0.076	2.5	-0.4	4	-6.3	-1.2	2.4	2	1.9
韩国	0.044	3.8	3.6	6.2	0.300	2.3	5.1	5.2	4
印度	0.026	7	7.3	10.4	6.800	6.70	9.00	9.70	9.50
台湾	0.019	5	4.9	10.9	(1.900)	0.7	6	5.4	4.7
俄罗斯	0.020	3.6	4	4	(7.800)	5.60	8.10	7.60	6.30
澳大利亚	0.017	3.7	1.9	2.6	2.700	2.40	3.92	4.00	2.80
巴西	0.017	3.8	3.7	7.5	(0.600)	5.10	6.10	4.00	3.20
加权GDP		1.646	1.664	2.794	-1.547	0.885	2.501	2.584	2.215
出口增速			20.5(E)	31.3	-16.01	17.23	25.95	27.17	28.42

- **2012年出口形势相对复杂：模型的结果要求满足以下条件**
 - 美，日，澳，金砖四国的GDP增速分别要达到2%，2.5%，3.7%，6.99%。而其中，美国的经济增速能否实现2%目标至关重要
 - 欧盟经济增速会不会超预期下滑，目前的一致预期值为0.7%，但如果明年欧债问题引致经济增速负增长，则将下拉全年出口增速至少2个百分点。这一时间点更大概率集中在明年上半年债务量集中到期时
 - 在后危机时代叠加主要国家政治周期到来，为刺激经济，贸易保护主义将更加严重，或采取一系列类似的措施（如降息等），近期，俄罗斯已经完成了加入WTO的全部协议或增加出口竞争
 - 人民币升值全年幅度5%左右的假设
- 在一系列复杂的情况下，我们倾向于对加权**GDP**法预测得到的出口数据做向下调整。最终给出的偏谨慎的出口增速为**15%**
- 但明年季度分布上很可能出现前低后高的趋势。预计明年四个季度出口增速依此为：**12.5%，13.5%，16.5%，18.5%**
- 进口较出口下滑幅度较小，**2012贸易顺差继续逐渐收窄**

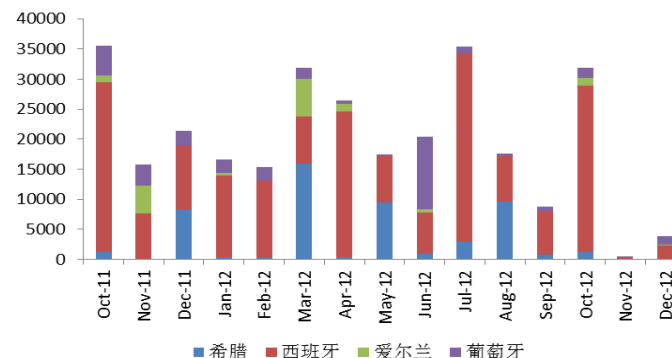
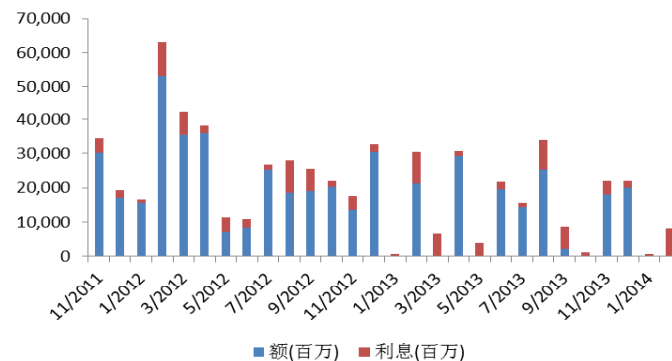
■ 其他重要指标对出口的指引作用

- PMI出口订单指数的参考：两者在08年的底部相距大约3-5个月左右。
- 制造业PMI出口订单目前仍缓慢下滑，可以预期出口增速在未来的2个季度内仍将下滑，预计底部出现在明年一、二季度。



■ 欧债危机的促发点

- 明年上半年，特别是二季度前，欧债的大量到期可能引发全球金融市场的波动，进而对企业及消费者信心产生悲观的影响
- 欧债的因素让我们更确信明年一二季度是全年出口最差的时刻。增速在10-15%之间



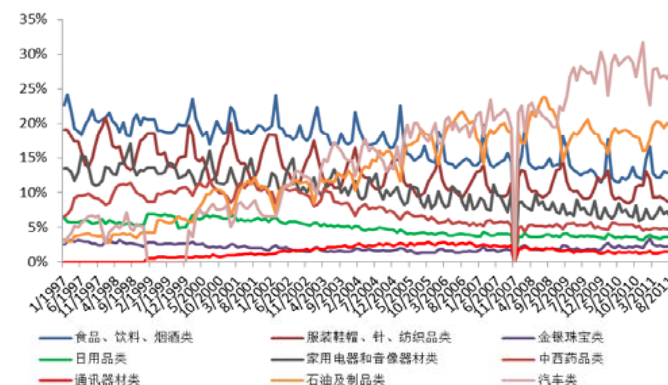
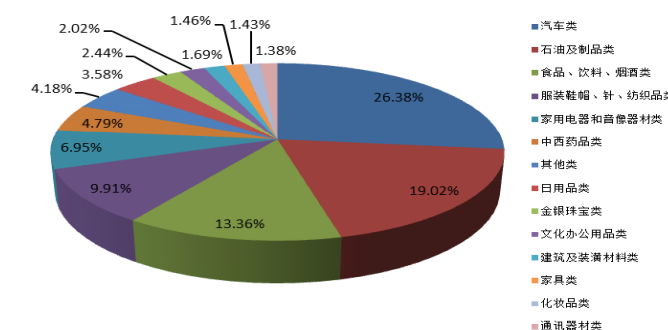
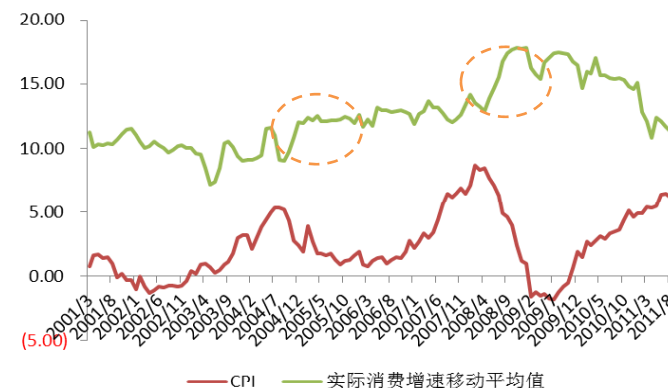
- 消费：稳步增长，关注政策扶持

■ 2012实际消费增速小幅上升

- 历史规律通胀自相对高位回落之后，实际消费增速均有一定幅度的上升。预计2012实际消费增速12.2%vs 2011实际消费增速11.4%

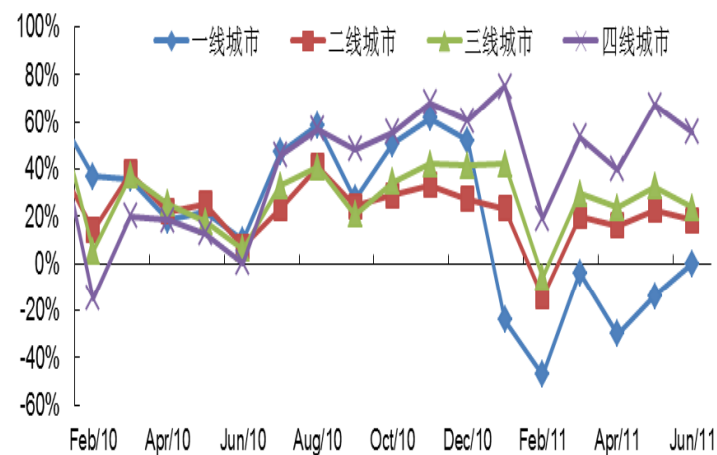
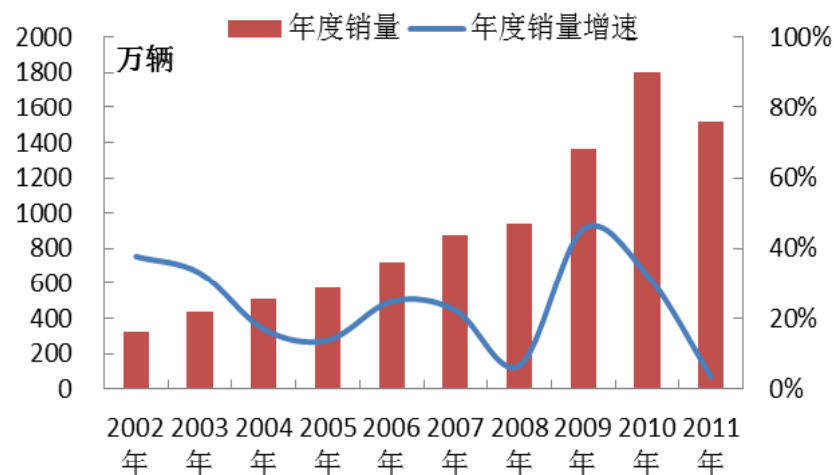
- 截至 10月，占比最大的几项：汽车类（26.38%），石油及其制品（19.02%），食品饮料烟酒（13.36%），服装鞋帽类（9.91%），家用电器（6.95%），五类合计75.61%

- 近10年间，占比上升的有：石油制品，汽车，金银珠宝；其余各主要子项均出现一定幅度的下滑，而通讯器材类的占比则走出前高后低的走势



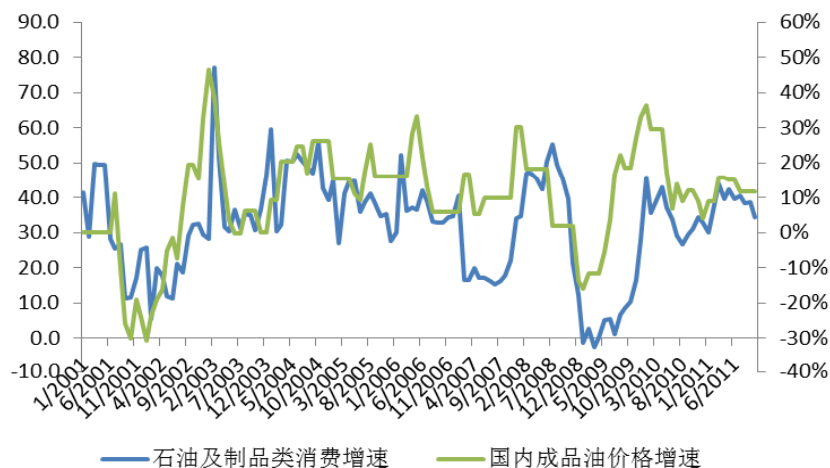
■ 汽车消费将回升

- 2011年，汽车行业相继遭遇了汽车优惠政策的取消，局部城市限购，原油价格及通胀高企，和日本地震等因素影响，汽车销量同比下降到近十年的低点，约为2-3%2012年，随着通胀下行及诸多负面因素的消失，预计全年汽车销量增速能上升到10%左右。
- 长周期看，目前我国正处于汽车销量从一个高速增长到低俗增长过度的时期，汽车销量增速未来几年较前几年将有所下降。
- 短期由于2008-2009年受益相关政策，汽车销量复合增长率接近30%，对2011-2012年有一定透支



■ 原油消费小幅上升

- 2011年，成品油调定价机制改革方案正在审批，预计明年可以出台。定价机制将进一步向市场化靠拢，提价时间较原先的22天大幅缩短
- 从下图可以看出，国内成品油价格走势对石油制品消费增速有一定先行指标作用，这可能是因为国内成品油消费需求对原油价格在一定范围内相对刚性的缘故
- 对2012年原油价格走势的判断：1、更加市场化之后国内原油价格和国际更加接轨；2、国际原油价格走势可能呈现高位缓慢上升态势，相应的国内成品油价格小幅回升，石油制品增速也有一定上升。这亦符合上面石油制品消费的长期趋势



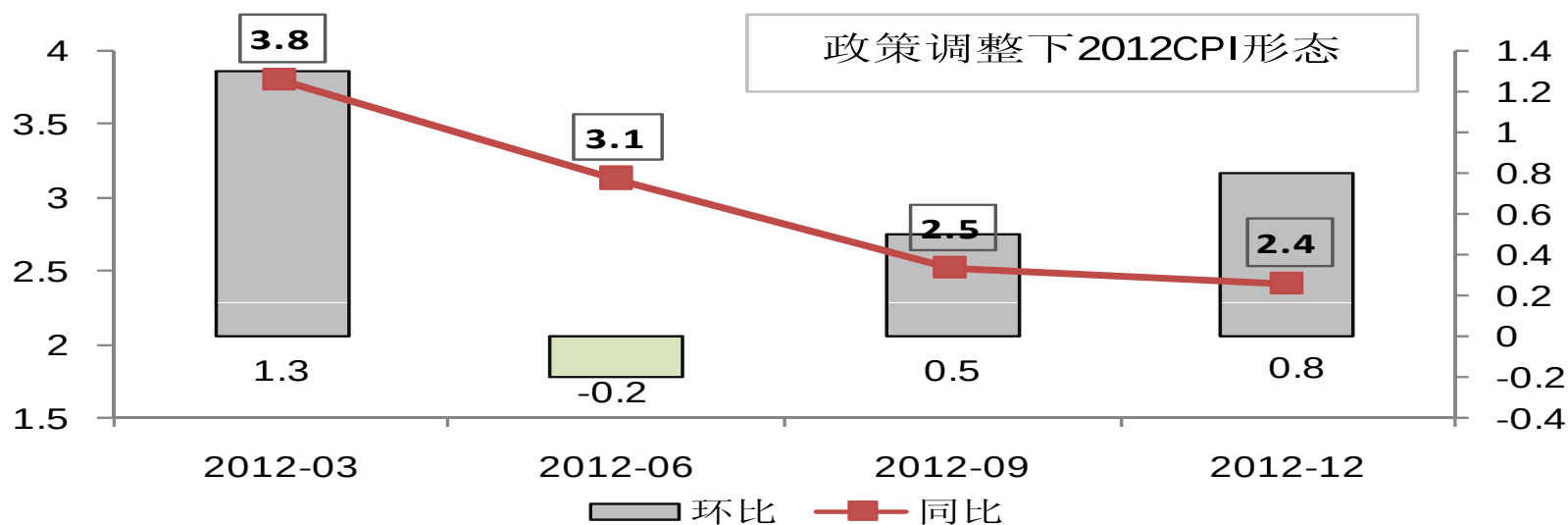
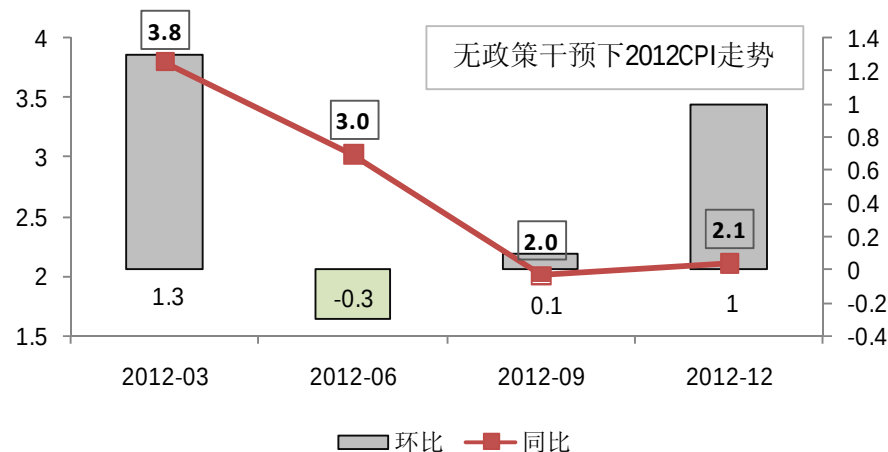
■ 政策方面对消费的扶持

时间	事件
2011/6/30	个税起征点上调至3,500元；所得税结构由9级调整为7级。生产经营所得税起征点由5,000元调整为15,000元。
2011/10/19	商务部“十二五”电子商务发展指导意见，主要目标：到2015年，我国规模以上企业应用电子商务比率达80%以上；应用电子商务完成进出口贸易额占我国当年进出口贸易总额的10%以上；网络零售额相当于社会消费品零售总额的9%以上。
2011/10/25	商务部、财政部和中国人民银行联合下发《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》，明确“十二五”商务领域扩大消费的指导思想、基本原则、主要任务和财政金融支持政策。 商务部计划从明年开始，每年确定一个月为“消费促进月”。
2011/10/26	2012年1月起，在部分地区和行业开展生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。目前我国增值税的两档税率为13%和17%，而营业税税率普遍低于这两个数字。国务院常务会议决定，新增11%和6%两档低税率。
2011/11/14	商务部发布“十二五”期间加强商务领域信用建设的指导意见：1) 高度重视商务领域信用建设；2) 明确商务领域信用建设的总体要求；3) 深入开展诚信宣传教育；4) 逐步改善信用环境；5) 充分发挥行业组织作用；6) 积极促进信用服务业发展；7) 大力开展信用产品和服务应用；8)
预期政策	国内贸易“十二五”规划基本完成，媒体称规划提出未来五年社会零售品消费总额

- 通胀：逐季下行，年增3%

■ 2012年CPI 逐季下滑

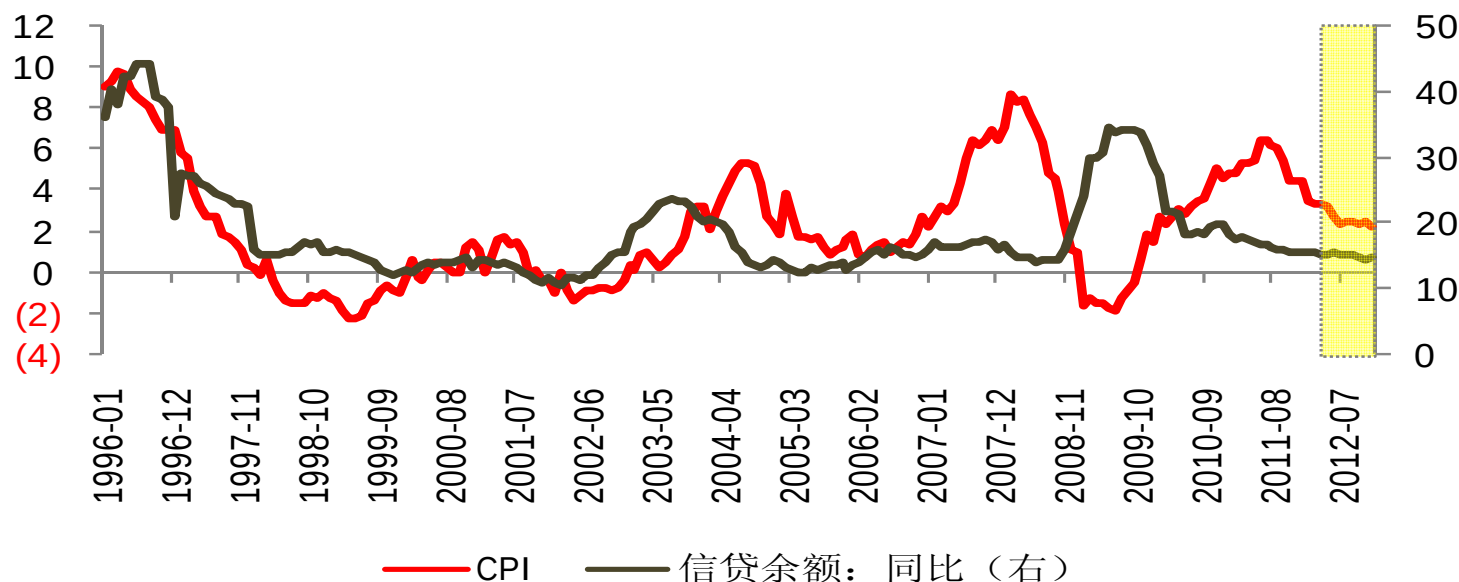
- 没有政策干预的预测为：3.8%、3.0%、2.0%、2.1%，年增长2.7%
- 形态改变，12年通胀向上调整为3.8%、3.1%、2.5%、2.4%：
 1. 政策“预调”“微调”
 2. 资源税改革
 3. 农产品供需变化等



1. 政策“预调”“微调”

— 信贷转向显现, 开始逐季增长

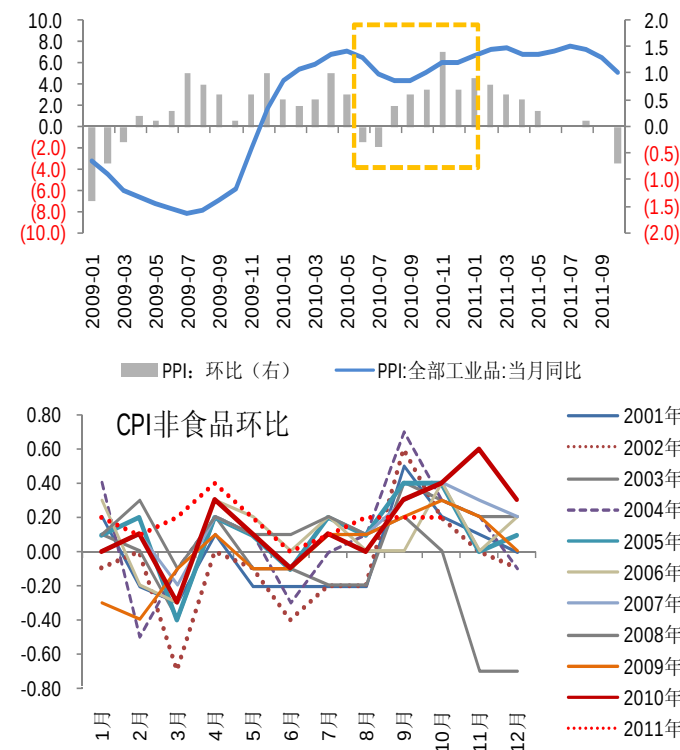
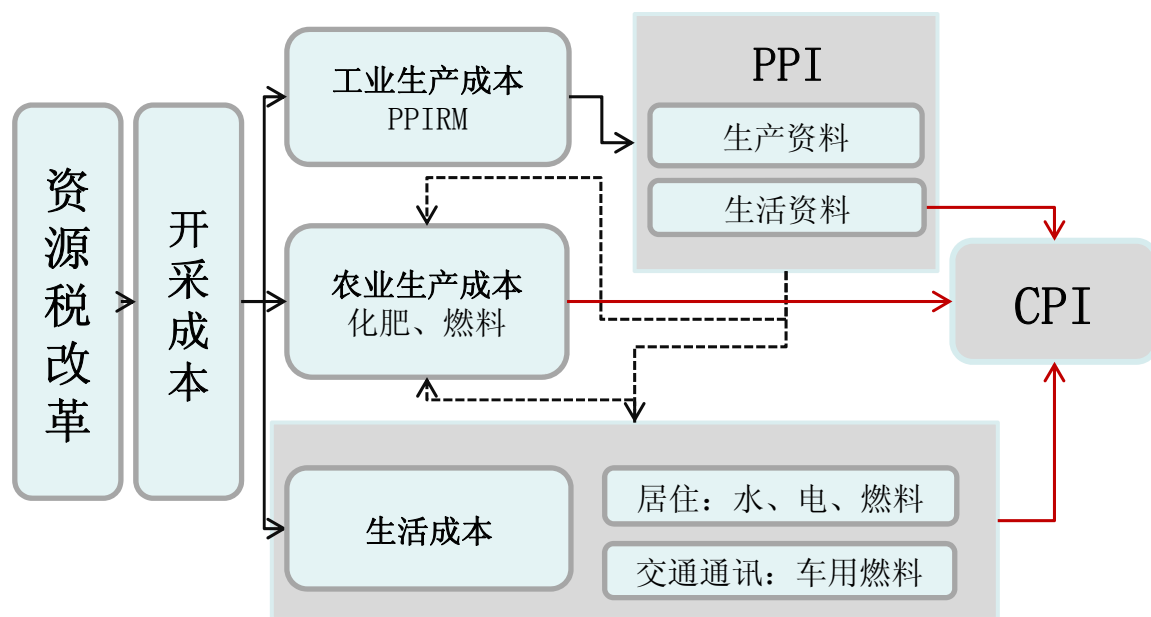
- 资金领先性导致明年2-3季度的通胀形态有改变
- 2010年10月新增信贷5,686亿元，投放额增加。季度上看，基本形成了2011年3季度1.5万亿、4季度2万亿、2012年1季度2.5万亿的比例关系。



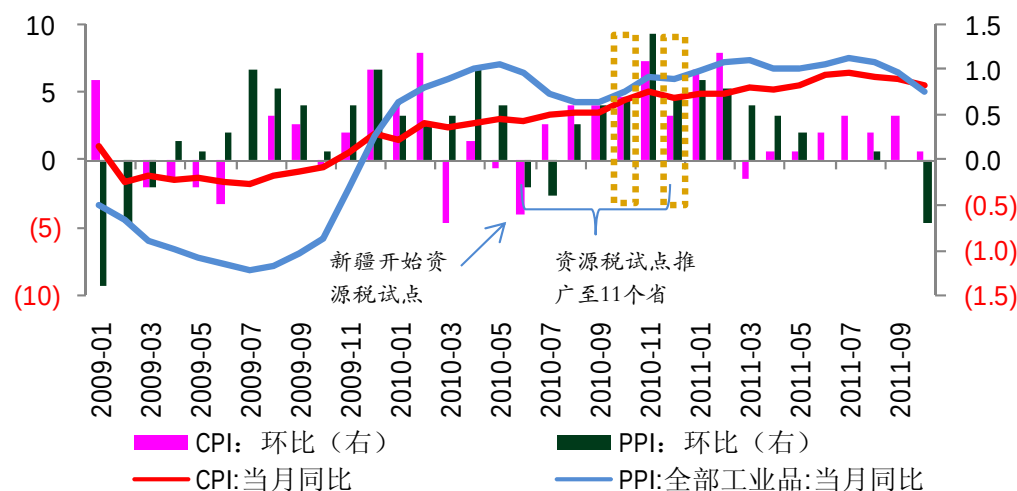
2. 资源税改革

— 税率调整尚存空间，明年预期浓重

- 资源税改革支撑2012年通胀新形态



- 资源税改革支撑2012年通胀形态改变
- 原油、天然气主要产品为成品油和天然气，石化产品占比较小。
- 成品油、天然气由发改委统一定价，并不受资源税改革影响
- 上游税费增加后，发改委对终端价格调整逐步跟进说
- 另外，成品油调定价机制改革方案正在审批，预计明年可以出台。定价机制将进一步向市场化靠拢，油企提价积极性高



时间	上游税费政策	时间	发改委调价
2010/5/25	资源税从价计征5%新疆试行	2010/5/30	汽、柴油供应价格每吨分别降低230元和220元
-		2010/6/1	天然气路上出厂基准价上调230元/千方
-		2010/10/25	汽、柴油供应价格每吨分别提高230元和220元
至2010年12月	资源税试行推广至11个省	2010/12/21	汽、柴油供应价格每吨分别提高310元和300元
		2011/2/28	汽、柴油供应价格每吨分别提高350元和350元

- 2012年税率改革将继续推进
- 已调原油、天然气税率为5%-10%，目前按5%征收，仍有上升空间
- 煤炭资源税还在以量征收，市场预计明年会推出以价征收，税率估计在3%-5%左右
- 改革推进时间：价格回落- CPI6月份将跌至3%以内，届时调整窗口开启？

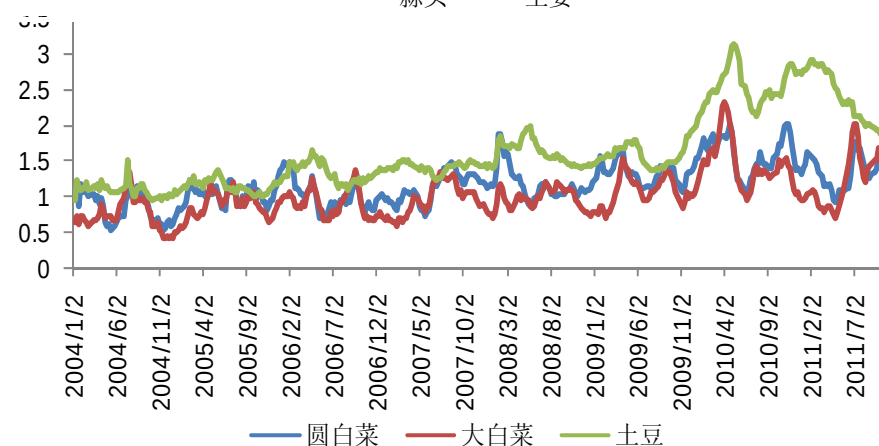
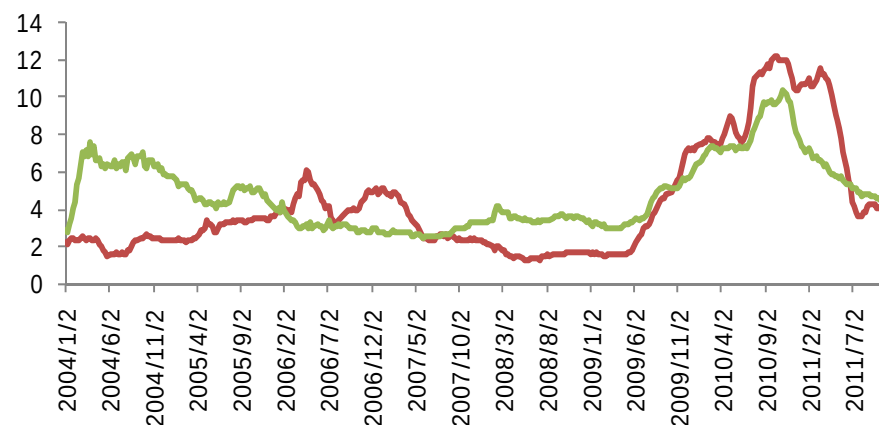
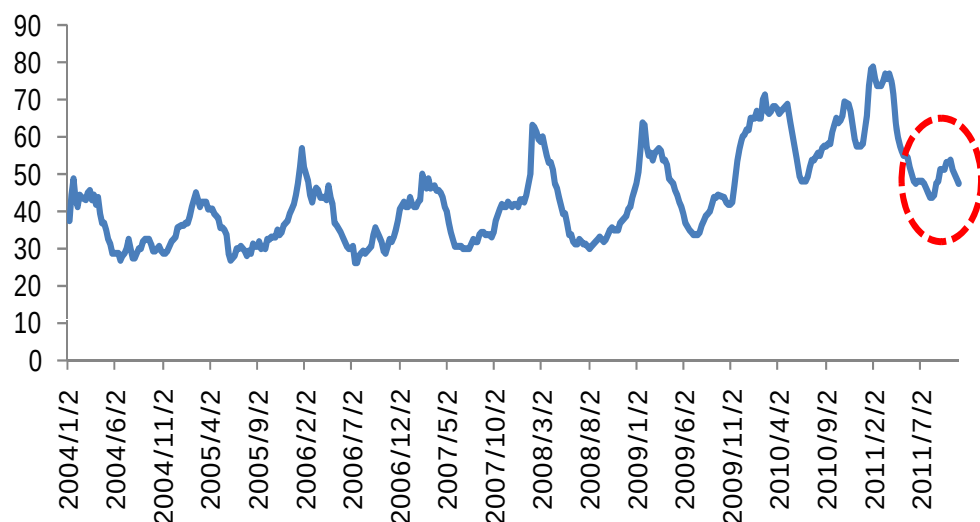
资源税税目税率表

本次调整：原油、
天然气、焦煤、
稀土矿

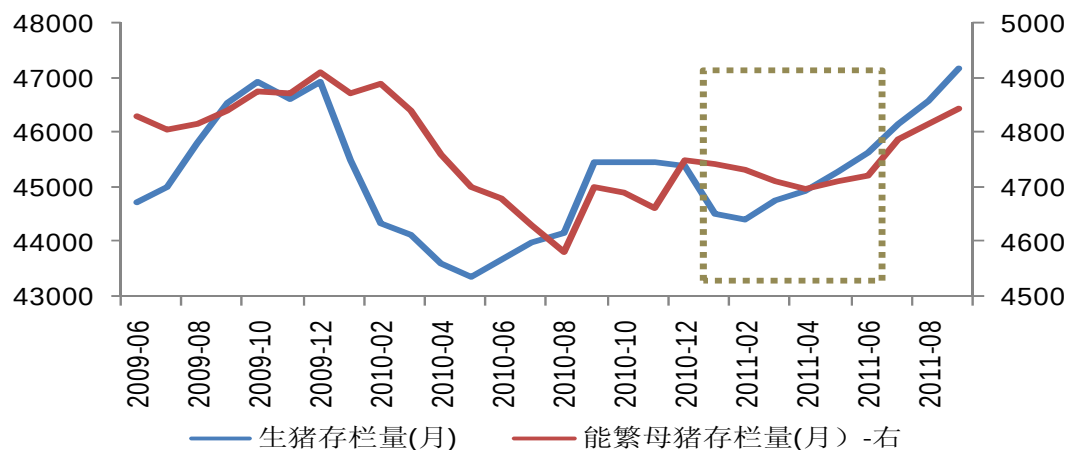
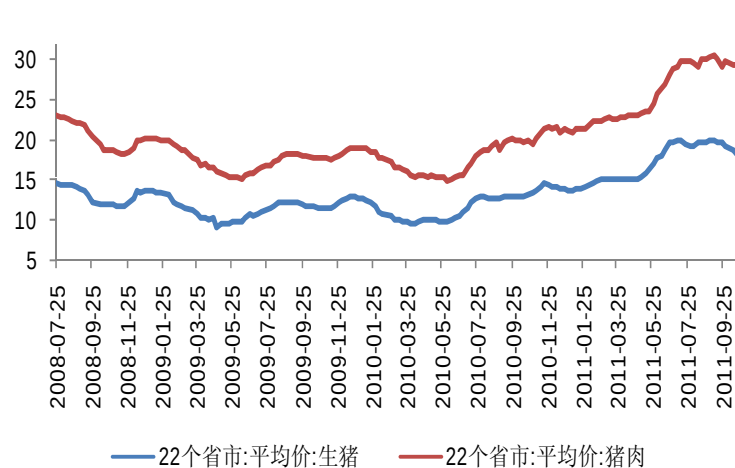
税目		《资源税条例》规定税率	调整后税率
一、原油		8-30元/吨	销售额的5%-10%
二、天然气		2-15元/千立方米	销售额的5%-10%
三、煤炭	焦煤	0.3-5元/吨	每吨8-20元
	其他煤炭		-
四、其他非金属矿原矿	普通非金属矿原矿	每吨或者每立方米0.5-20元	-
	贵重非金属矿原矿	每千克或者每克拉0.5-20元	-
五、黑色金属矿原矿		每吨2-30元	-
六、有色金属矿原矿	稀土矿	每吨0.4-30元	每吨0.4-60元
	其他有色金属矿原矿		-
七、盐	固体盐	每吨10-60元	-
	液体盐	每吨2-10元	-

3. 农产品供需 - 2012农产品价格稳定增长

- 2011年蔬菜供给量大、价格低：内蒙古土豆滞销、“蒜你狠”变身“蒜泥贱”、“姜你军”变成“被姜军”，白菜价格也由于产量大幅增长出现“跳水”
- 2012年供需结构逆转

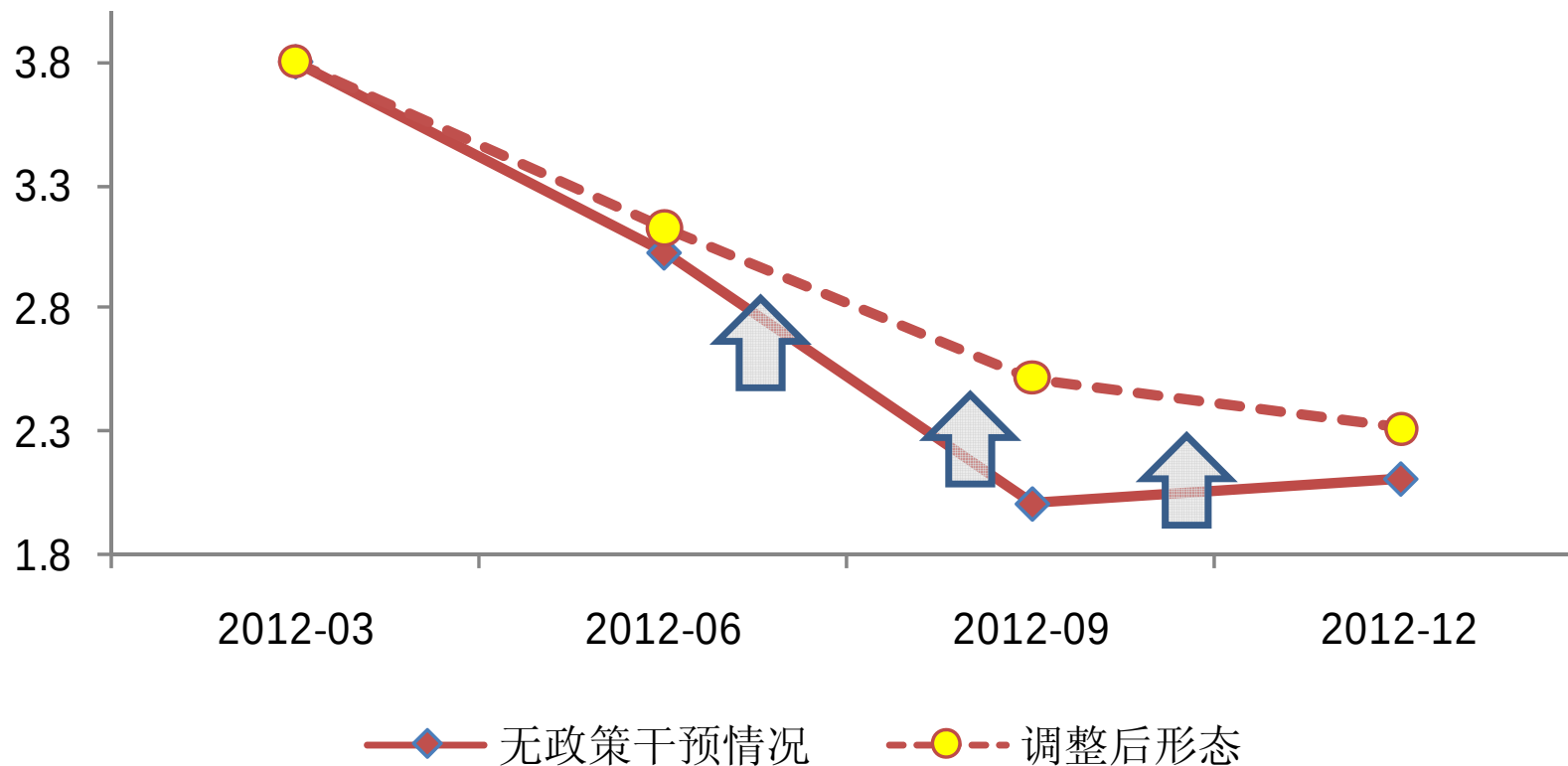


- 2012年猪肉价格温和下滑
- 随国内存栏量逐渐上升，估计猪肉价格在春节后趋势性下滑
- 估计春节前还有一波涨势。猪肉价格在9月开始出现回落，主要原因为：
 1. 供给回升：母猪存栏去年8月逐渐回升、近期进口量猛增
 2. 冬季需求尚未回升
 3. 追涨杀跌效应
- 由于本轮生猪补栏并不激进，本轮猪价下滑的幅度以及持续性未必很强。



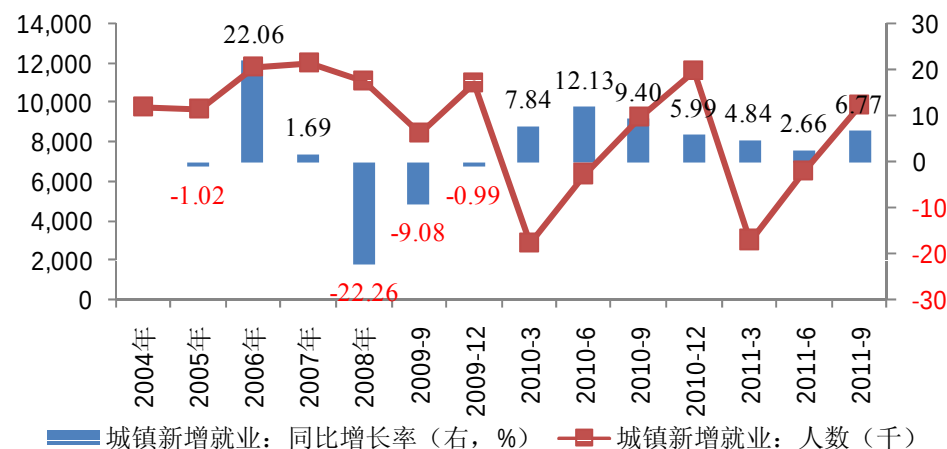
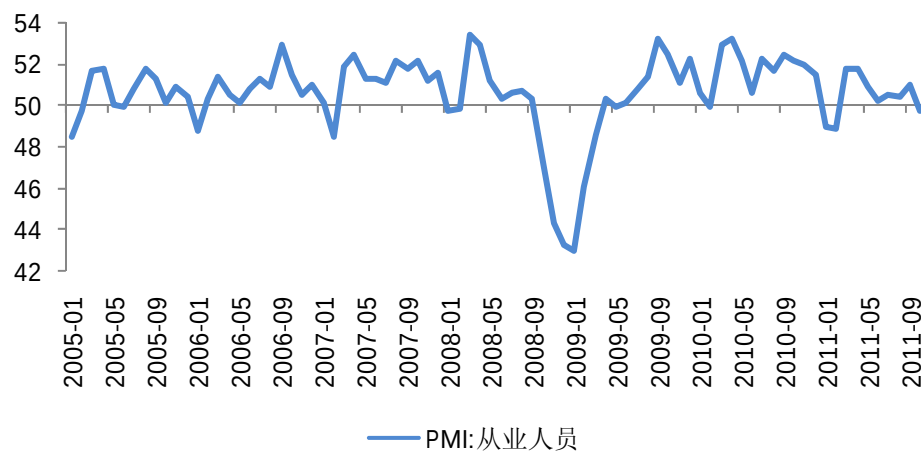
■ 形态改变在2、3季度

- 各因素对通胀形态的影响会集中反映期在2、3季度。
- 虽然单个因素对拉高通胀效果并不强，但叠加起来会集中体现

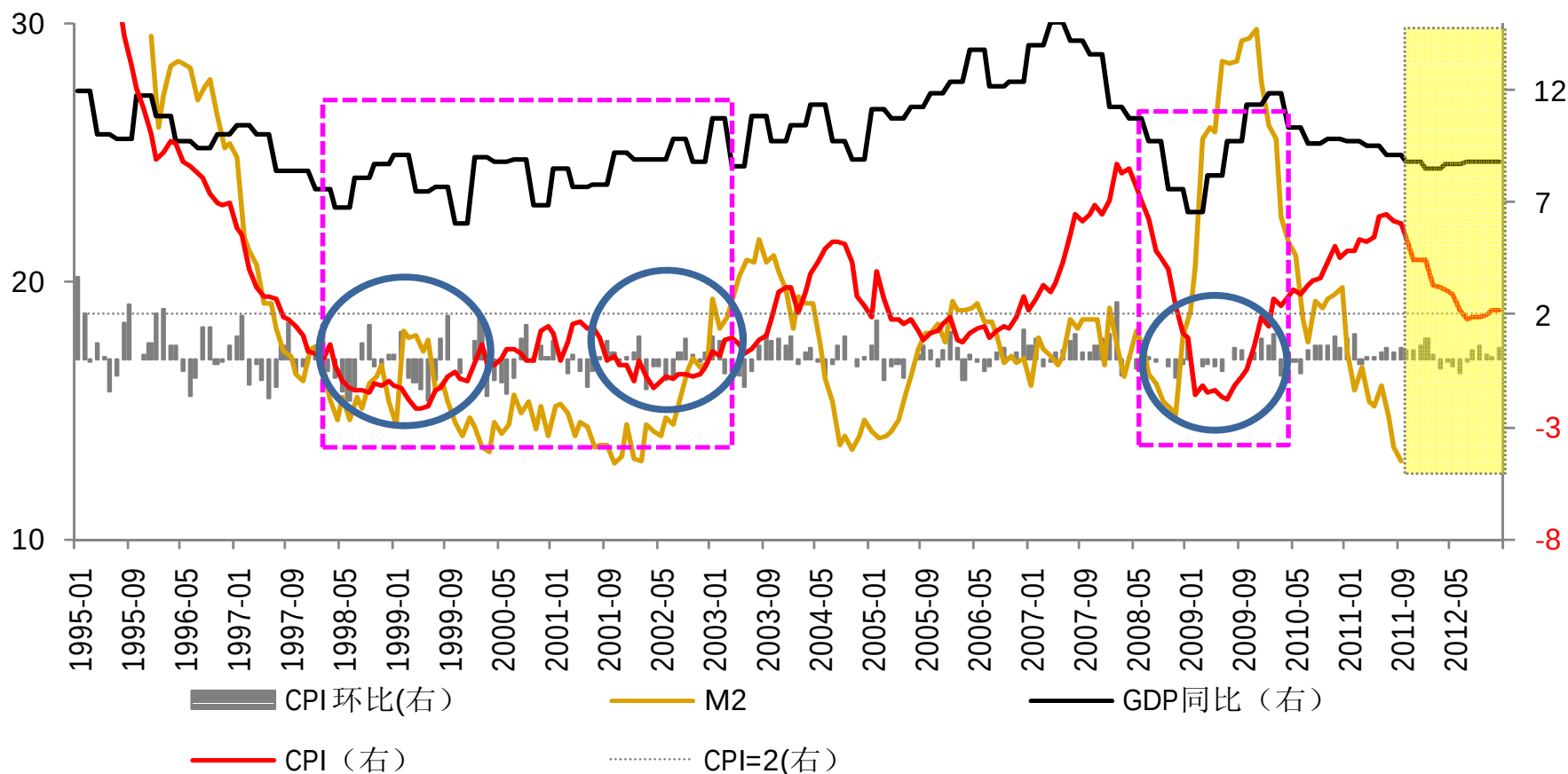


■ 未来的威胁：滞胀还是通缩？

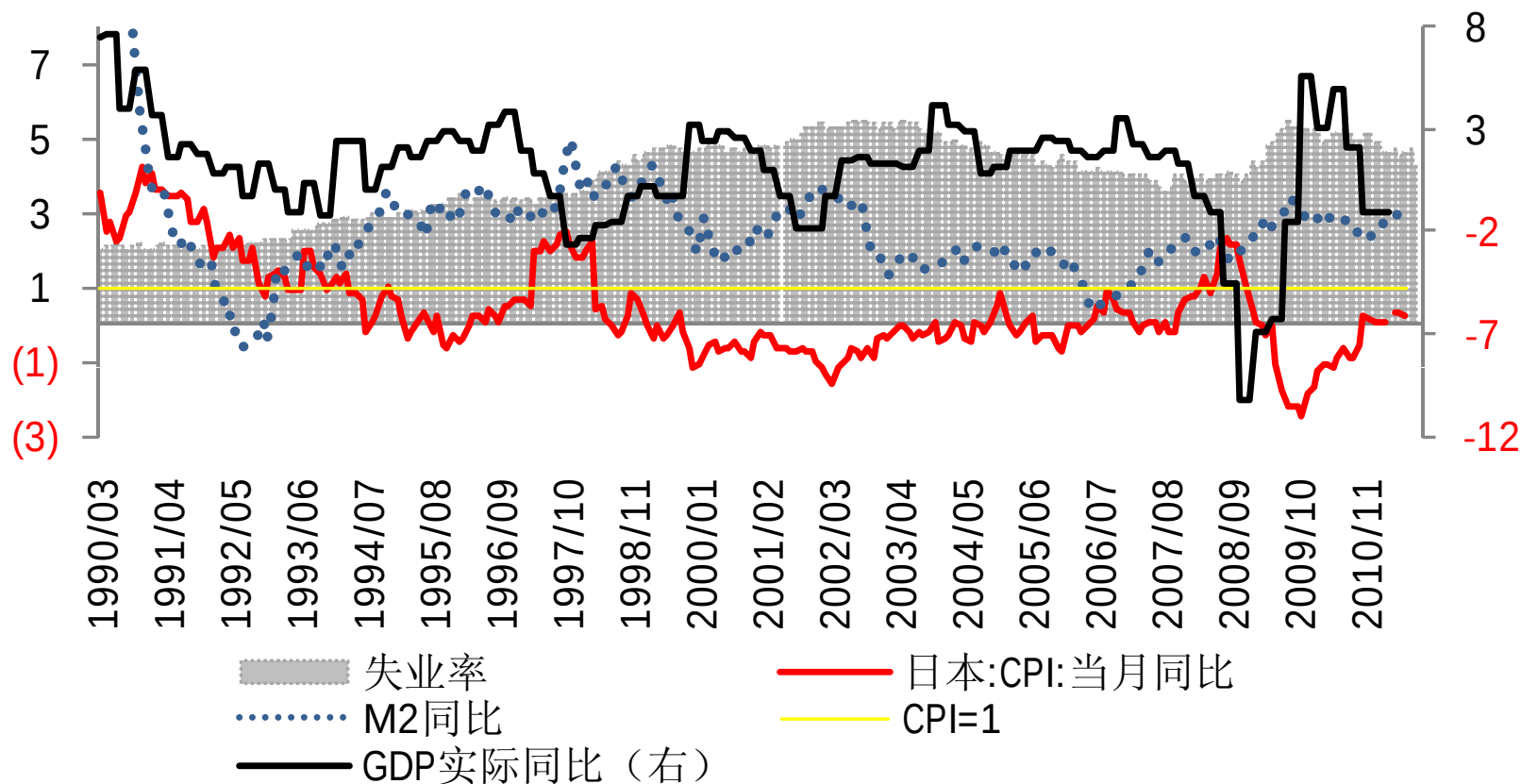
- 输入型通胀不会比今年更高：澳洲、欧洲降息，全球前景抑制输入通胀。
- 中国也可以享受外国的人口红利扩大进口（升值型通缩）。
- 劳动力成本短期看可能是个泡沫，看2012年制造业工资是否持续提高，是否还会出现用工荒。
- 高层对失业问题比较看重，2011年3、4季度逐季下滑，目前政策松动，失业问题相应延后至2012下半年再看。



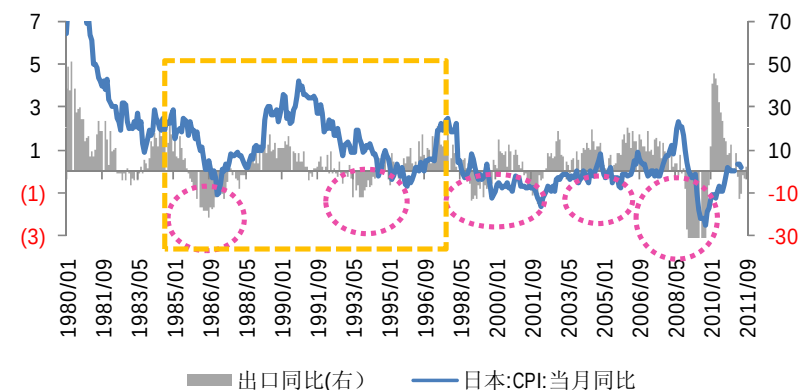
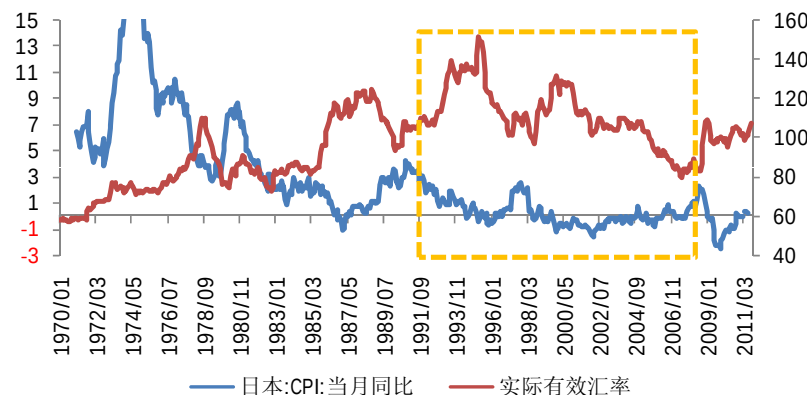
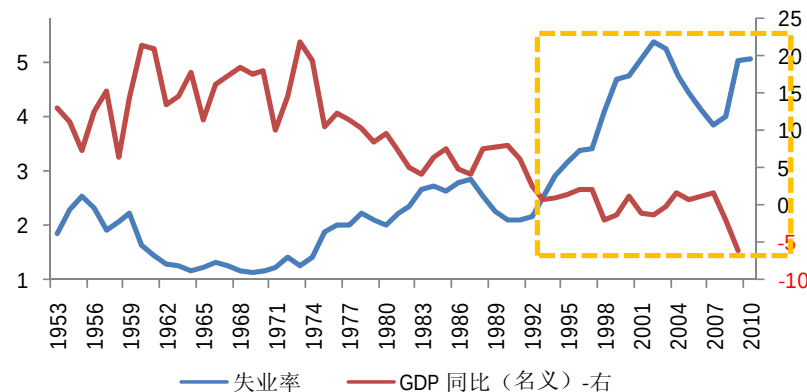
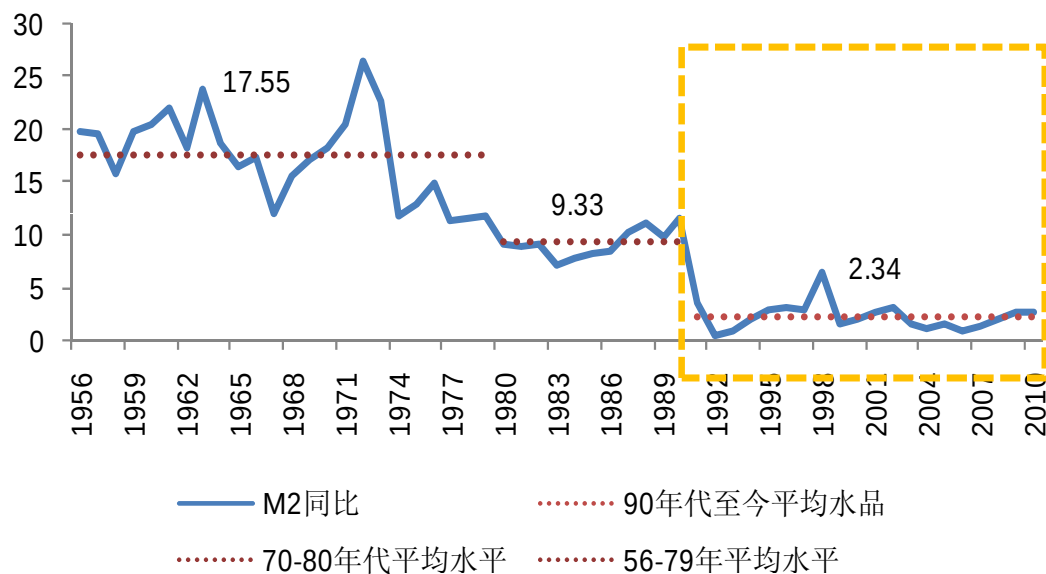
- 通缩迹象隐现，但2012不会立即陷入通缩
 - 如何判断通货紧缩？



- 日本90年代泡沫之后的大通缩
 - 通缩的临界点大概，CPI=1%处
 - GDP长期在6%以下，升值持续
 - 进入90年代后M2增速的平均水平明显下降



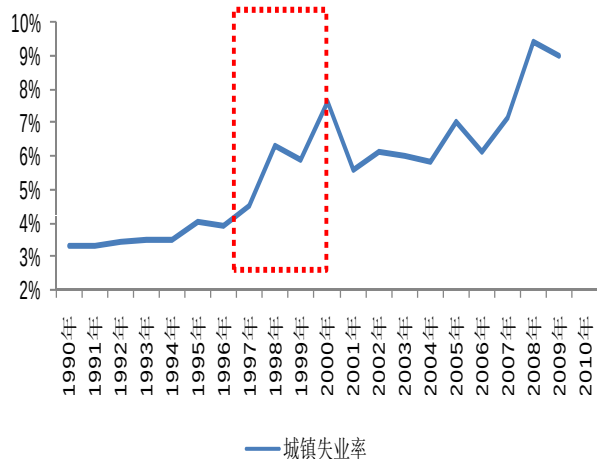
- M2增速下滑，中枢回落：房地产泡沫破裂
- GDP同比增速回落，失业率上升
- 日元升值进口物价持续下滑
- 产业转移，出口下滑



中国近期的3次通缩，未来更像周期末端的两次

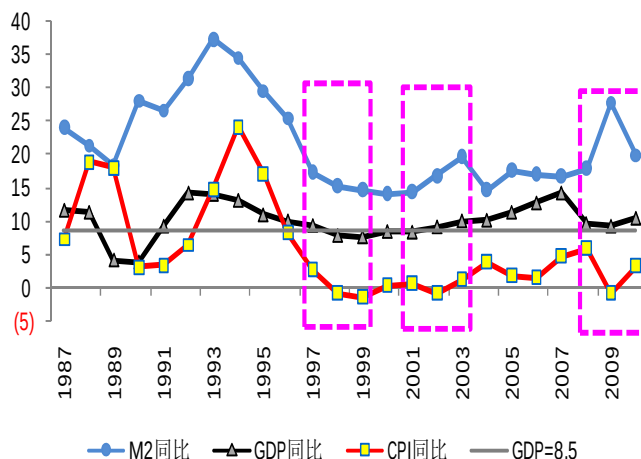
1998年~1999年

- 有效需求不足
 - 产能过剩
 - 国有企业改革
 - 亚洲金融危机



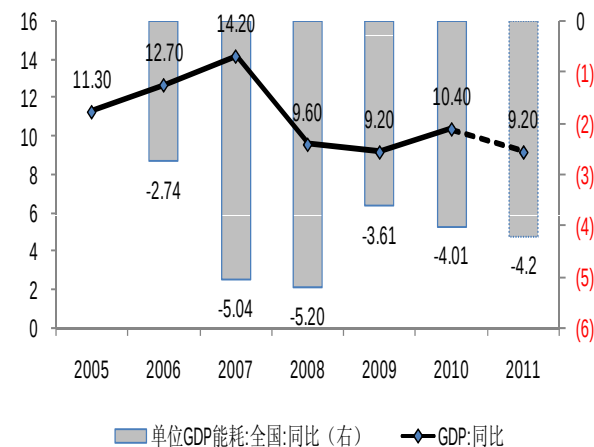
2001年~2002年

- 效率改进
 - 市场机制初步形成
 - 效率提高、成本下降
 - 2000年加入WTO，外需尚可



2008年~2009年

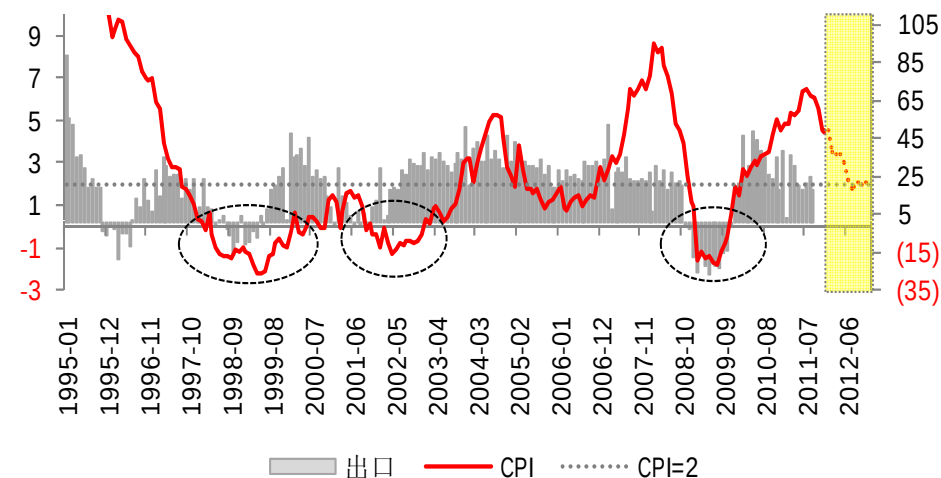
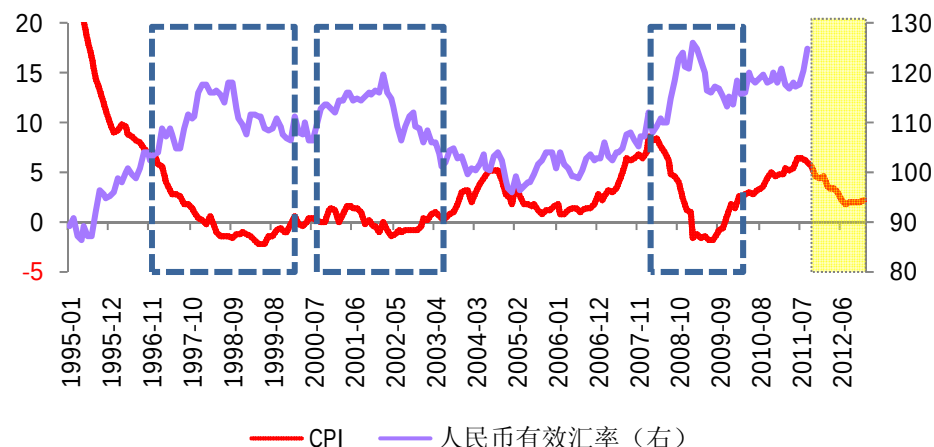
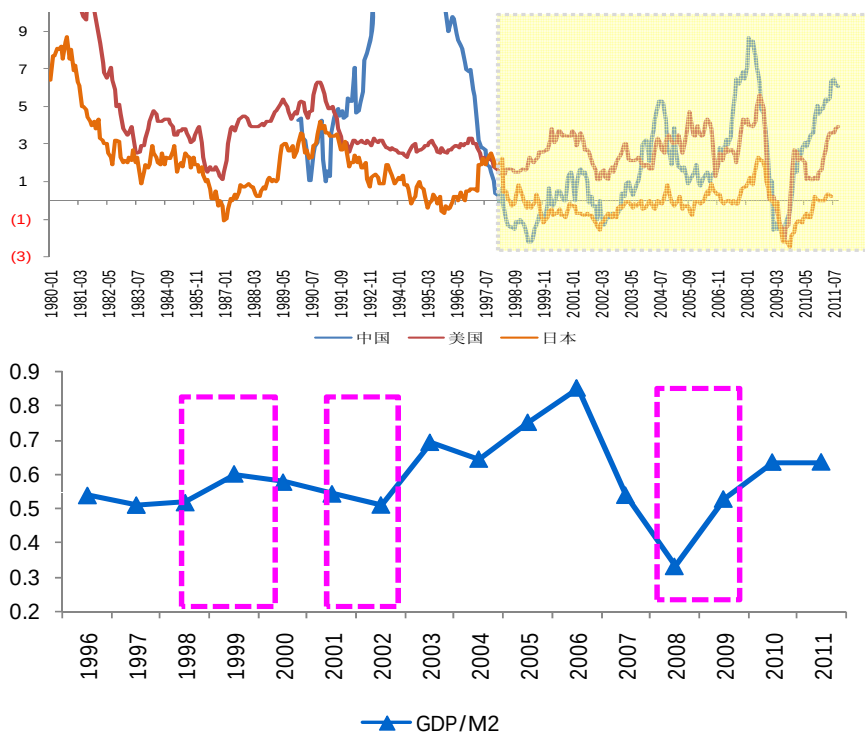
- 内部调结构+外部危机
 - 货币紧缩
 - 节能减排→经济下滑
 - 世界经济危机，出口长期负增长



■ 其他因素

■ 除去货币、价格、增长的大背景，还有更多的指标可以纳入考量：

- 通缩前期有效汇率上行
- 外需显著下滑甚至出现负增长
- 货币流通速度放缓，2012 年的零界位置 ($8.7/15=0.57$)



■ 历次通缩情况比较

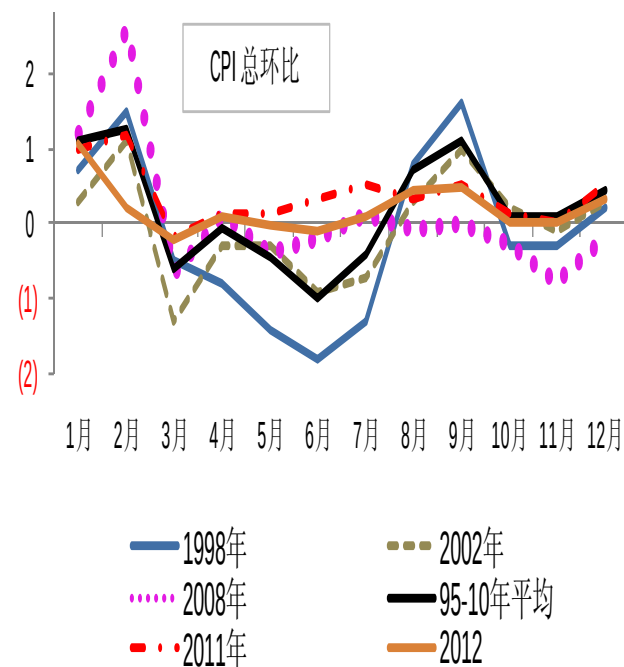
- 通缩的迹象隐现，但就各项指标变动幅度以及政策“微调”后的预期看来，2012不会立即陷入通缩. 但8月份以后，通胀环比有可能低于季节规律，2012Q4值得关注

指标 (%)	各项指标变动幅度			近期各指标增速		
	1998-02至 2000-04	2001-11至 2002-12	2008-11至 2009-12	2011/01	2011/10	2012E
GDP(季度)	(4.3)	0.3	(4.7)	9.7	9.1	8.7
CPI	(8.1)	(2.5)	(6.9)	4.9	5.4	3.0
M2	(11.4)	(1.6)	14.3	17.2	12.9	13.7
M2-GDP-CPI	3.4	1.0	(3.8)	2.6	(14.3)	2.0
信贷可比增速	(12.5)	1.5	(2.6)	18.5	15.6	14.0
投资	(12.6)	1.6	(5.6)	24.9	24.9	14.6
消费零售	(14.5)	3.3	(9.6)	19.9	17.0	15.2
工业	(8.2)	2.8	(9.7)	14.9	13.0	12.6
出口	(44.9)	15.9	(59.0)	20.0	15.9	15.3
进口	(10.5)	9.5	(71.0)	51.6	28.7	19.3
失业率(年)	1.8	0.7	2.3	-	-	-
中小企业个数变动(年)	-	(2.1)	1.2	4.2	-	-

*98-00年通缩：1997年1月数据对比通缩期间最低值

*01-02年通缩：2001年1月数据对比2002年12月各项指标增速

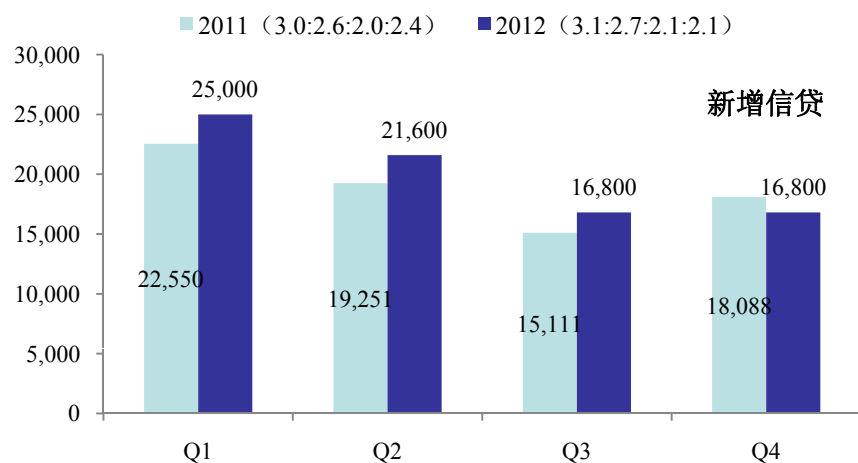
*08-09年通缩：2008年1月数据对比通缩期间对低值



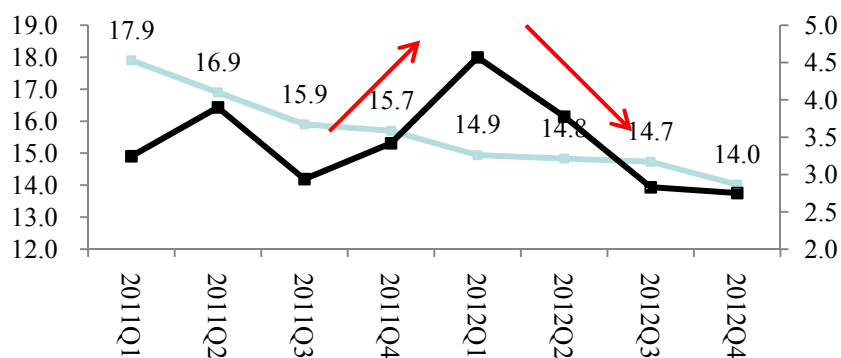
- 流动性：衰退性质的流动性宽松

社会融资总额、信贷增速双双持续下滑

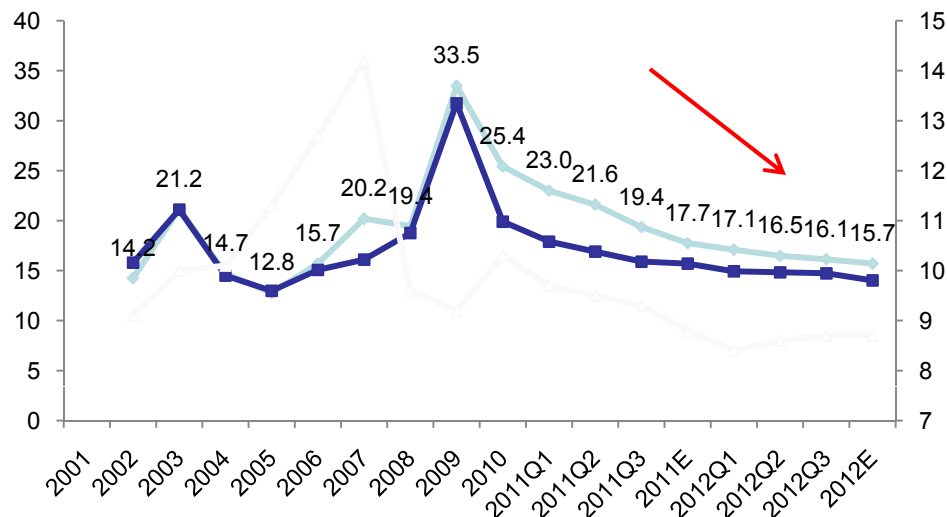
- 1、信贷：年末松动，全年7.5万亿；明年至少8万亿。同比下行，环比有反弹（2011：Q3、Q4-2012Q1）
- 2、表外管制下，融资逐渐回归传统渠道



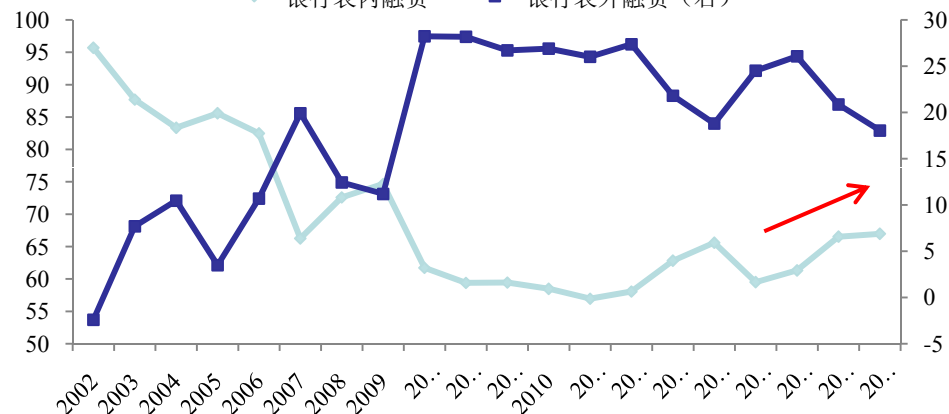
— 贷款余额同比增速 (%) — 环比增速 (右, %)



— 社会融资总额余额增速 — 信贷投放增速 — GDP增速 (右)



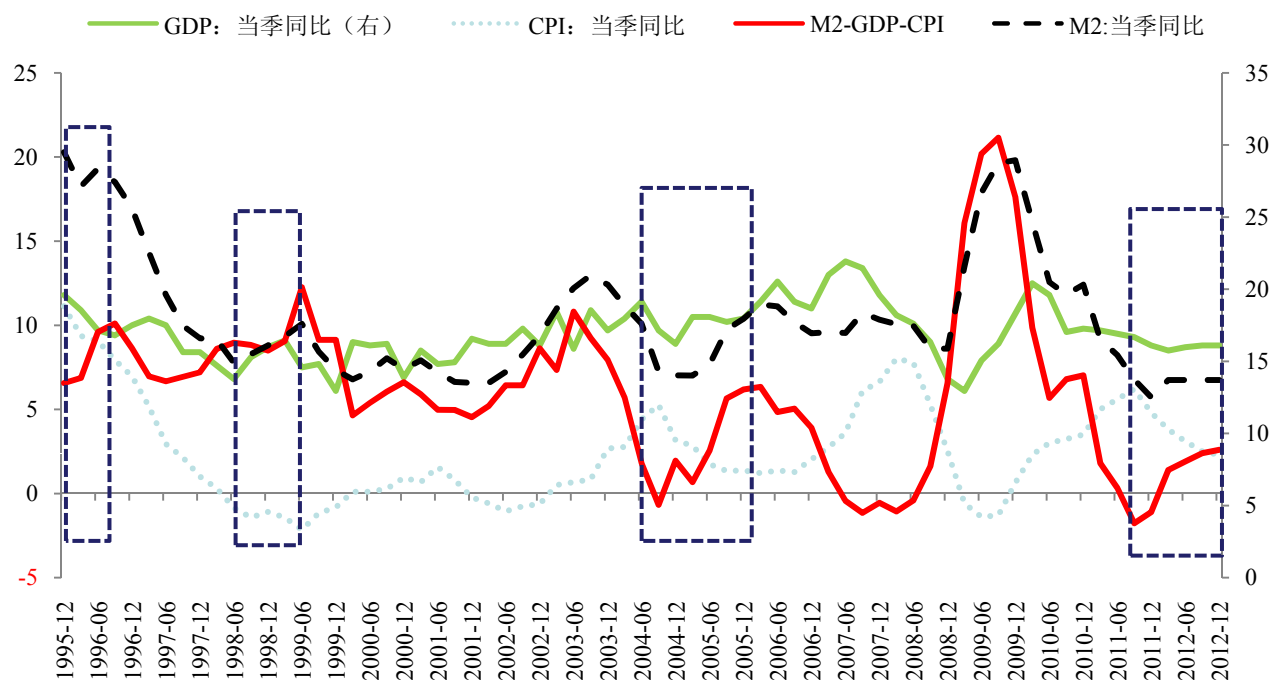
— 银行表内融资 — 银行表外融资 (右)



资料来源：国金证券研究所, Bloomberg, Wind

流动性周期：衰退性质的流动性宽松

- 1、如何定性：通胀下滑，需求下滑，货币宽松
- 2、历史上可比的3次：1995、1998、2005年

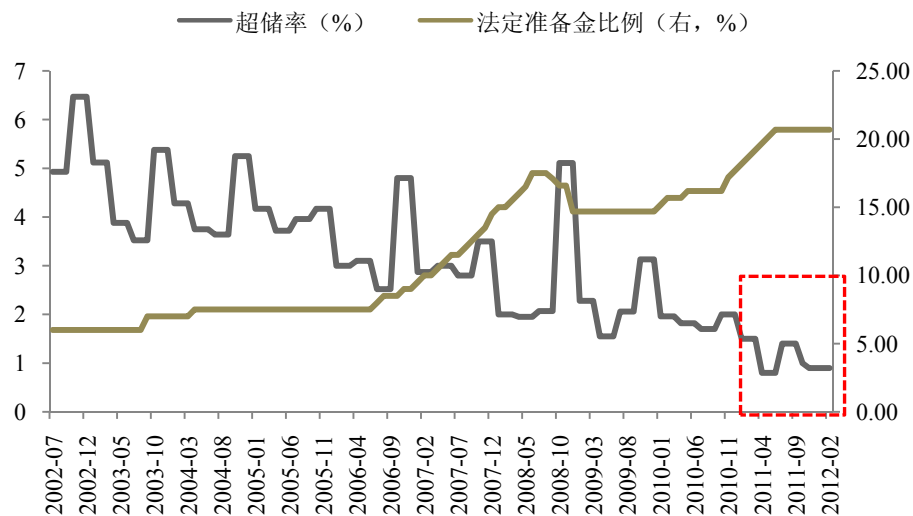
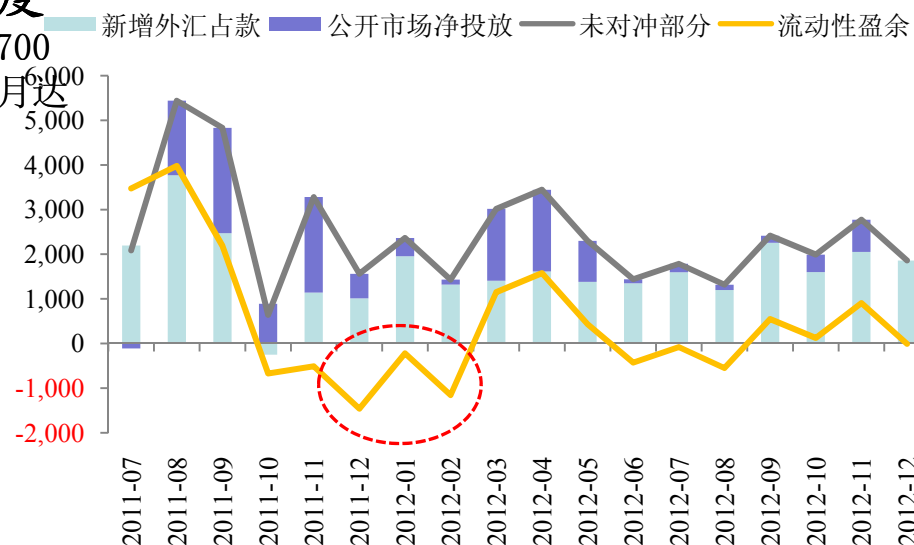


降准时间窗口：12月9日，12月—明年1季度

- 1、资金来源——外汇占款：全年1.96万亿，月均不足1700亿；公开市场到期：12-2月最少；流动性盈余在12月-2月达到最低水平
- 2、资金运用——信贷+其他投资
- 3、资金来源不足运用，超储率已处危险低位

	资金来源				资金运用			来源-运用
	新增外汇占款	公开市场净投放	准备金冻结	流动性盈余	新增信贷	非信贷资产运用	合计	
2011/10	-250	890	1,310.50	-670.5	5,868	385.1	6,253	-6,924
2011/11E	1,140.29	2,140	3,792.20	-511.9	6,000	1,000.00	7,000	-7,512
2011/12E	1,011.20	550	3,021.30	-1,460.10	6,000	500	6,500	-7,960
2012/01E	1,955.21	410	2,586.60	-221.4	12,000	796.73	12,797	-13,018
2012/02E	1,320.82	110	2,586.60	-1,155.80	5,600	960.62	6,561	-7,716
2012/03E	1,404.97	1,610	1,867.00	1,148.00	7,400	2242.65	9,643	-8,495
2012/04E	1,614.18	1,830	1,867.00	1,577.20	7,200	1350.94	8,551	-6,974
2012/05E	1,380.17	920	1,867.00	433.2	5,600	1144.01	6,744	-6,311
2012/06E	1,349.12	90	1,867.00	-427.9	7,200	505.04	7,705	-8,133
2012/07E	1,595.41	190	1,867.00	-81.6	4,800	687.07	5,487	-5,569
2012/08E	1,197.84	120	1,867.00	-549.2	5,600	875.51	6,476	-7,025
2012/09E	2,254.75	160	1,867.00	547.8	6,400	437.42	6,837	-6,290
2012/10E	1,601.84	390	1,867.00	124.8	3,200	547.46	3,747	-3,623
2012/11E	2,053.54	720	1,867.00	906.5	4,800	481.2	5,281	-4,375
2012/12E	1,859.41	0	1,867.00	-7.6	8,800	-28.67	8,771	-8,779

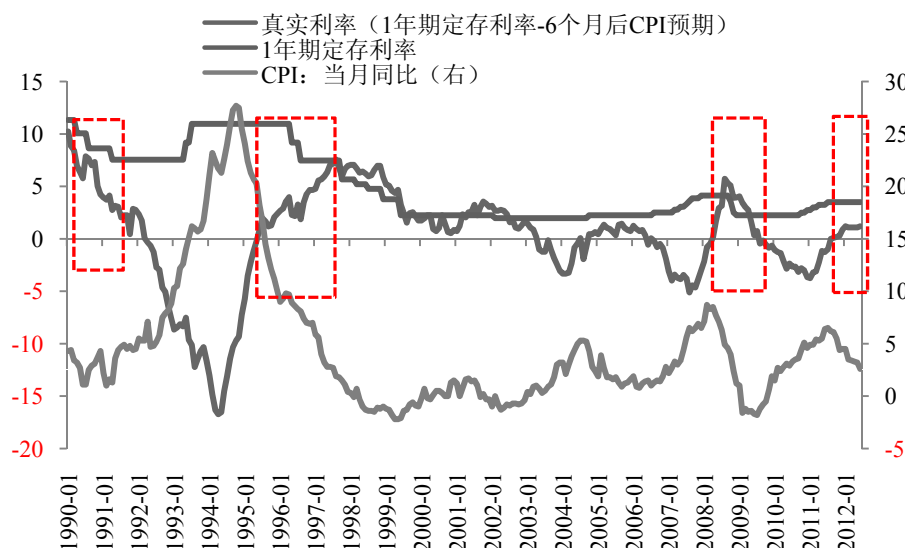
注：表中准备金冻结考虑了保证金存款上缴的准备金，2012年按全年11万亿新增存款需上缴的准备金2.3万亿平摊到各月



降息：时间与程度问题，而非方向问题

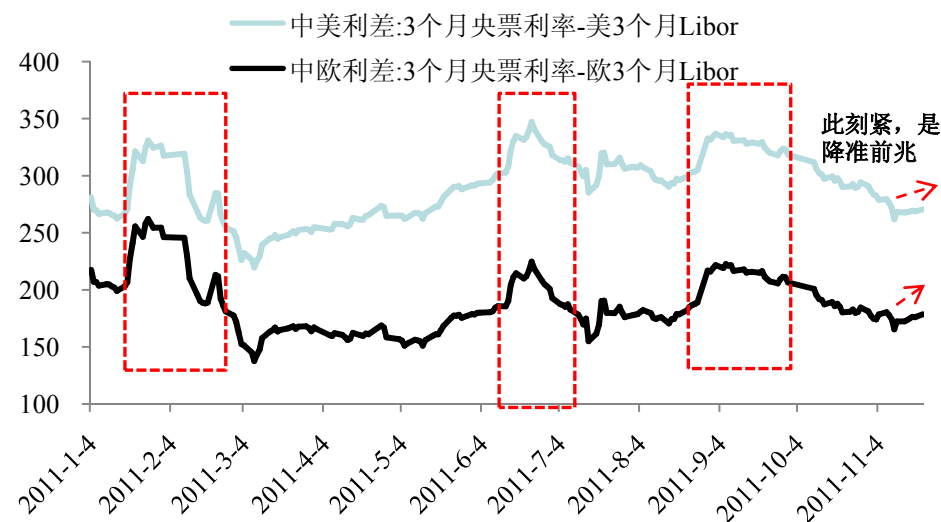
明年存在降息空间，但空间不大：外部降息环境VS历史上对正利率的容忍程度

地产调控延续与转折滋生降息预期



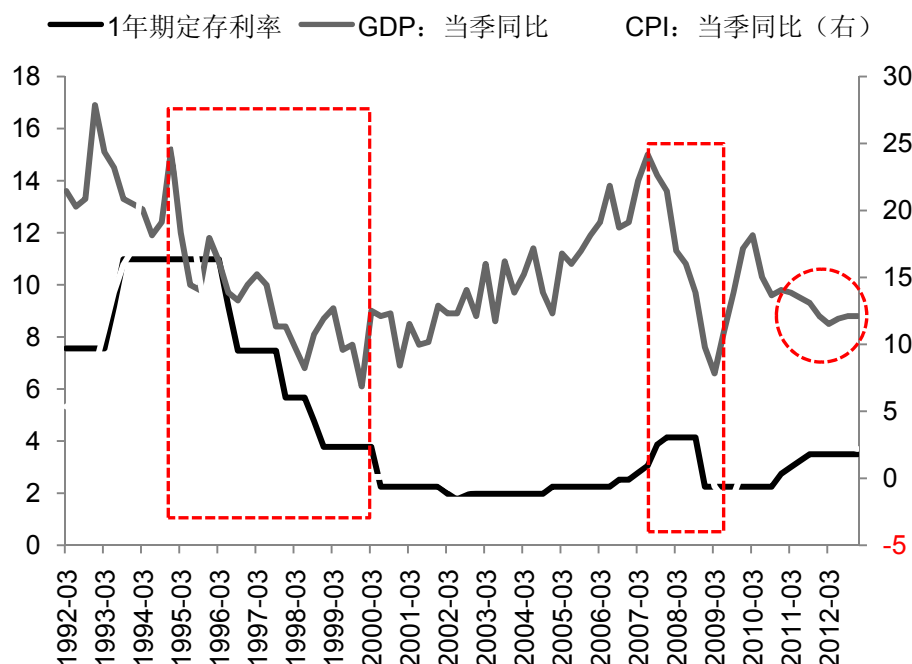
	1年期定存利率 (%)	未来6个月CPI (%)	实际利率 (%)
2011/10	3.5	3.30	0.20
2011/11	3.5	3.20	0.30
2011/12	3.5	2.60	0.90
2012/01	3.5	2.30	1.20
2012/02	3.5	2.40	1.10
2012/03	3.5	2.40	1.10
2012/04	3.5	2.40	1.10
2012/05	3.5	2.40	1.10
2012/06	3.5	2.30	1.20

时期	实际正利率持续时间	最低正利率	首次降息时间	累计降息幅度
1990.01-1992.03	27个月	0.06%	1990.04	3.78%
1995.06-2003.04	95个月	0.18%	1996.05	9.00%
2004.10-2006.05	20个月	0.35%	2004.10加息	0.00%
2008.04-2009.07	16个月	0.14%	2008.10	1.89%
2011.09-	2个月			



降息：时间与程度问题，而非方向问题

外需不振、投资竭泽而渔，内需需求无收入支撑，降息预期必然滋生。



时间	降息背景	降息次数	累计降息幅度
1996	通胀大幅回落 (27.7→8.9)，固定资产投资明显减缓 (23.3→2.1)，存款增量>贷款增量，GDP (11.8→9.7)	2次	存款：3.51%， 贷款：1.98%
1997	物价不断回落 (连续37个月，至1.5%)，企业未走出困境，国内需求不振	1次	存款：1.80%， 贷款：1.44%
1998	亚洲金融危机，零售物价负增长，全球争先降息	3次	存款：1.89%， 贷款：2.25%
1999	出口下降，消费不振 (贸易顺差连续6个月负增长，最甚者-87.82%)	1次	存款：1.53%， 贷款：0.54%
2002	外需不振，GDP增长逐季下降 (9.2→8.9)，持续通缩	1次	存款：0.27%， 贷款：0.54%
2008	全球金融危机，外需不振，物价高位回落 (8.7→4)，经济硬着陆 (11.8→9)	4次	存款：1.89%， 贷款：1.89%

资料来源：国金证券研究所, Bloomberg, Wind

■ 附录：部分重要经济指标方向性预测

经济指标	2011E	12年Q1E	12年Q2E	12年Q3E	12年Q4E	2012E
GDP：实际（%）	9.2	8.5	8.7	8.8	8.8	8.7
工业增加值增速（%）	13.8					12.5
固定资产投资增速（%）	23.9					18
房地产投资增速（%）	28.5					16
社会消费品零售总额增速（%）	16.8	16.1	14.9	14	16	15.2
出口（%）	20.5	12.20	12.20	14.10	21.90	15.3
进口（%）	25.5	13.0	18.4	22.3	22.6	19.3
贸易差额（亿美元）	1500.0	-42.5	260.0	359.0	488.0	1065
居民消费价格指数(CPI)	5.4	3.8	3.1	2.5	2.4	3
生产资料价格指数（PPI）	6.3	2	1.8	3.3	3.6	2.7
人民币贷款余额增速(%)	16.5	14.9	14.8	14.7	14.0	14.6
M2 (%)	14.5					13.7
一年期存款利率(%)	3.5	3.5	3.5	3.25	3.25	3.25
一年期贷款利率(%)	6.56	6.56	6.56	6.31	6.31	6.31
存款准备金率(%)	21.5	20.5				20.5
人民币/美元(年末)	6.3					6.08



国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn

敬请雅正 欢迎交流

国金证券研究所

宏观研究小组

2011年12月