

从政策拐点到转型起点

报告摘要:

- 全球经济正面临危机的第二次冲击：危机已经进化，而发达经济体的政策弹性已经大不如前；2012年发达经济体仍然会面临比较大的压力：一方面，避无可避的财政整固追踪会制约对应发达经济体的经济增速；另一方面，新增的经济和政治面风险因素会加大国际市场的波动幅度。
- 欧债危机在明年会正式从经济危机转化为政治危机，主权债务最终是否崩溃以及欧洲经济下行的幅度依然取决于政策当局的救助手段和制度安排的弹性；我们判断，希腊无序违约可能不大，但欧元区退出机制可能会出台；而明年欧债问题的看点是银行体系的救助以及欧元区核心国被传染的风险。
- 2012年美国经济增长虽不会超预期，但会比较稳健，而其复苏的速度和弹性依然取决于消费信心和房地产市场的恢复程度；日本明年的经济增长前高后低，能否超预期关键在于其对日元汇率的控制力。
- 明年全球流动性供给增量不大，资金的风险偏好最早在3季度反转；美元指数波动区间在75到88之间；布油的波动区间会在105-130美元/桶左右，两油差价会跌回10美元/桶之下。
- 国内经济方面，2012年政府制定的经济增长目标将在7.5%，而M2的增长目标将在13%左右，这两个目标应该都不难完成；政策基调是保持稳健的货币政策和积极的财政政策；核心思想调低目标，为转型的相关政策布局提供弹性和空间。
- 2012年全年实际GDP同比会从今年的9.2%下降到8.8%，而CPI同比从今年的5.5%下降到3.8%。季度GDP同比增长在3季度见底，而环比增长在1、2季度筑底，3季度回升；在政治周期、经济运行和政策效果叠加的4季度，经济增长同比会有明显改善；预计CPI同比将从2011年4季度的4.9%下跌到3.6%左右的平台，一直持续到第3季度，并在第4季度上升到4.3%左右。
- 在经济着陆大背景下，以及外需不振、房地产投资下行和外汇占款下降三大风险的倒逼下，明年3至4月份这很可能就是政策明确反转的时点，而在2季度之后整个经济的运行将按照政策反转的逻辑进行展开。
- 2012年先筑底再复苏的经济走势与“十八大”的重大政治事件结合在一起其实意味着一个非常好的改革窗口，“保增长”和“控通胀”这两个任务基本完成之后，“促转型”的政策将会在明年得到集中体现：利率市场化尝试和税制调整会徐徐展开。

宏观策略研究组

研究支持

秦培景

电话: (8621) 5178 2233

Email: Qinpei Jing@hysec.com

首席分析师

郇彬 (S1180511050001)

(实习生张继枫对本报告亦有贡献)

相关研究

估值修复、超跌反弹.....	2011/10/9
主权债务风暴下的经济着陆.....	2011/10/3
美国主权债务评级下调的冲击.....	2011/8/7
欧债危机的逻辑与前景.....	2011/8/7
流动性锦标赛：大经济体货币政策前瞻.....	2011/4/24
消费的新支点：个税改革与保障房建设.....	2011/4/6
日本大地震的经济余波与风险提示.....	2011/3/13
全球宏观大图景中东篇：油与血.....	2011/3/13
2011年宏观经济十大预测：从危机后到后危机.....	2011/1/11
全球宏观经济大图景：三次失衡、三个世界、三足鼎立.....	2010/11/23
日本：高收入水平陷阱.....	2010/9/27

目 录

海外经济展望：危机进化与财政整固	5
一、 危机的进化：政治与经济风险同在	5
二、 欧元区：剃刀边缘	6
1. 从悲剧的希腊到希腊的悲剧	6
2. 银行体系和核心溶解风险	7
3. 停滞的经济	9
4. 暗淡的政策前景	10
三、 美国：实体不必悲观、QE 不用期望	12
四、 日本经济：重建与汇率风险	15
五、 国际资本流动与美元指数判断	17
六、 大宗商品走势	18
国内经济运行：从政策的拐点和转型的起点	20
一、 通胀走势确定政策节奏	20
二、 三大风险倒逼政策转向	22
1. 外需增长缓慢	22
2. 外汇占款萎缩带来的流动性风险	24
3. 房地产投资下行的风险	25
4. 政策转向时点	27
三、 政策转向与经济转向	27
四、 转型决定长期动力	29
1. “十二五”加“十八大”：改革的关键时点	29
2. 利率市场化	30
3. 税制改革	32
预测数据汇总	34

图表目录

图 1: 主要发达经济体季度实际 GDP 水平 (2007Q4=100)	5
图 2: 危机进化的几个阶段	5
图 3: “PIIGS” 主权债务按到期日构成 (十亿欧元)	7
图 4: “PIG” 截至 2012 年底到期主权债务 (十亿欧元)	7
图 5: 欧元区边缘国主权债务对银行体系的影响 (%)	8
图 6: 欧元区大型银行 5 年期信用资产 CDS 价差 (BP)	8
图 7: 主权债务冲击与主权债务状况的作用机制	8
图 8: 部分欧元区国家失业率 (%)	8
图 9: 欧元区 PMI (%)	9
图 10: 欧元区零售销售季调 (%)	9
图 11: 欧元区消费者信心指数	9
图 12: Sentix 欧元区投资者信心指数	9
图 13: 欧元区货币供应量 M3	10
图 14: 欧元区国家贸易差额 (%)	10
图 15: 世界主要经济体的政策利率 (%)	12
图 16: 美国 CPI (%)	12
图 17: 美国个人消费增长 (%)	12
图 18: 美国居民个人收入增长 (%)	12
图 19: 美国消费信贷总额和同比增长 (%)	13
图 20: 美国居民储蓄率 (%)	13
图 21: 美国消费者信心指数 (%)	14
图 22: 美国汽车销售情况 (%)	14
图 23: 美国新建住宅建设和销售 (%)	14
图 24: 美国住宅现房销售情况 (%)	14
图 25: 美国制造业和非制造业 PMI (%)	15
图 26: 美国非农就业和失业率 (%)	15
图 27: 日本季度 GDP-Rebase 水平 (%)	15
图 28: 野村 PMI 和消费者信心 (%)	15
图 29: 日本工业产值-Rebase 水平 (%)	16
图 30: 日本就业和失业情况 (%)	16
图 31: 日元, 欧元和英镑汇率 (%)	16
图 32: 日本对外贸易情况 (%)	16
图 33: 国际资本配置德国和美国债券数量 (百亿)	17
图 34: 国际资本配置新兴市场国家证券市场数量 (百亿美元)	17
图 35: 美元指数和欧元对美元汇率 (1974=100, EUR/USD)	17
图 36: 美国国债到期收益率 (%)	17
图 37: 两油走势和价差 (美元/桶)	18
图 38: LME 铜库存与铜价 (百万吨, 美元/吨)	18
图 39: COMEX 黄金和白银价格 (美元/盎司)	19
图 40: 石油、铜和黄金价格的相对波动情况 (%)	19
图 41: CPI 及其食品与非食品同比 (%)	20
图 42: CPI 年同比与月环比 (%)	20

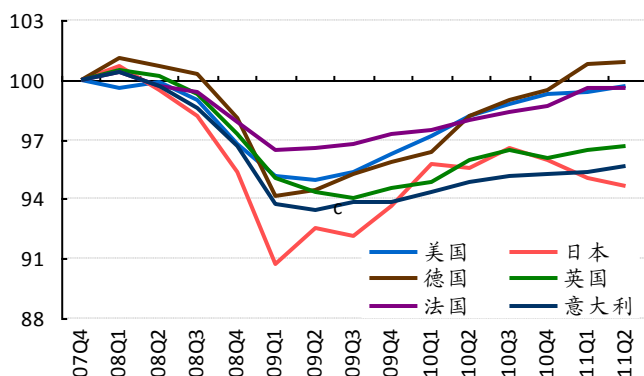
图 43: 货币供应量同比增长 (%)	21
图 44: 社会融资总量模拟月度数据 (万亿元)	21
图 45: 农产品批发价格指数 (2000=100)	21
图 46: 前四周商务部食品价格监测情况 (周环比, %)	21
图 47: 生猪存栏和能繁母猪存栏 (千万头)	22
图 48: 名义与实际利率 (%)	22
图 49: 亚洲经济体出口同比增速 (%)	23
图 50: 进出口同比及贸易差额 (% , 十亿美元)	23
图 51: PMI 进出口指数 (%)	23
图 52: 对欧元区国家出口同比 (%)	23
图 53: 人民币有效汇率指数 (2005=100)	24
图 54: 外汇占款与外汇储备月变动 (亿人民币)	24
图 55: 人民币 12 个月 NDF 报价与隐含升水 (%)	25
图 56: 国际资金对于中国市场的配置 (%)	25
图 57: 外汇占款预测模型的拟合能力 (亿元)	25
图 58: 房地产投资单月值同比增速	25
图 59: 房地产开发资金来源同比增速 (%)	26
图 60: 房地产销售和新开工累计同比 (%)	26
图 61: 房地产土地开发投资累计同比 (%)	26
图 62: 国房景气指数 (%)	26
图 63: 政策利率: 存贷款利率 (%)	27
图 64: 存款准备金率 (%)	27
图 65: 货币供应的增加 (%)	28
图 66: 投资增速的增加 (%)	28
图 67: 工业增加值概况 (%)	28
图 68: 进出口同比及贸易差额 (% , 十亿美元)	28
图 69: 五年规划和 GDP 同比增速 (%)	30
图 70: 固定资产投资同比增速 (%)	30
图 71: 人民币贷款在社会融资总量中的占比 (%)	31
图 72: 存款利率和银行间同业拆借利率 (%)	31
图 73: 中央财政收入和地方财政收入 (万亿元)	32
图 74: 财政收入增长率和名义 GDP 增长率 (%)	32
附表 1: 中国核心经济指标预测汇总 (预测基于截至 2011 年 11 月 22 日可得数据)	34
附表 2: 主要经济体季度 GDP 增长与 CPI 同比预测 (预测基于截至 2011 年 11 月 17 日可得数据)	35

海外经济展望：危机进化与财政整固

一、危机的进化：政治与经济风险同在

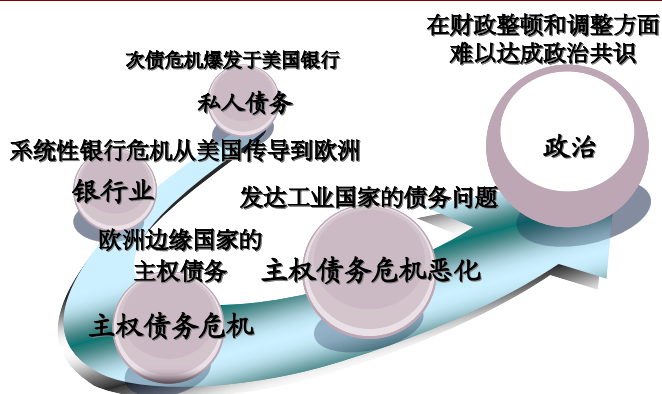
自次贷危机从美国爆发，已有 3 年了。发达经济体在这期间经历着自谷底的艰难恢复，但即使到了 2011 年的第 3 季度，他们当中的绝大部分仍没有恢复到 2007 年底危机全面爆发前的产出水平（图 1）。产出缺口一直无法弥补的情况下，G-7 大部分成员的就业率仍然显著高于历史平均水平。进入 2011 年后，欧元区主权债务危机再次爆发，美日的主权债务评级也被顺次下调，经济增长显著放缓。全球经济与其说处于“二次探底”的边缘，不如说正面临危机的第二次冲击：但是，危机已经进化，而发达经济体的政策弹性已经大不如前。长期的低利率将发达经济体导入流动性陷阱，通胀的阴霾徘徊在欧美的上空，制约了其数量型政策的进一步宽松。

图 1：主要发达经济体季度实际 GDP 水平（2007Q4=100）



数据来源：Bloomberg，截至 2011 年 Q3；根据实际 GDP 季调环比折算

图 2：危机进化的几个阶段



数据来源：IMF，GFSR，2011 年 9 月号；宏源证券研究所

在债务危机从私人部门传导到主权层面之后（图 2），解决问题的努力中政治利益的协调成为了难以逾越的障碍：在欧洲，处于危机中心的国家在进行财政整固的过程中承受着来自于被削减福利的民众的强大压力，希腊的总理不得不诉诸于全民公投的激烈手段来迫使反对党支持财政整固方案，而压力之下一片混乱的意大利政局终于使得贝鲁斯科尼的执政时代落下了帷幕，而 11 月 21 日西班牙首相的更替也标志着“PIIGS”五个债务问题核心国家的最高领导全部更换。

这使得市场对欧元区财政整固政策的连续性存在很大疑问。由于没有明确的责任分担的机制，立于欧盟中心的德法等核心国家迫于国内纳税人的压力，一直难以拿出一个详细的说服力且可以取信于市场的欧债救助方案来，而法国同时还面临着 2012 年政府更替的风险。美国在明年同样将迎来大选，两党在政治上愈演愈烈的角力将会给财政整固以及经济振兴方案的推出和执行带来更大的变数。日本领导人的频繁变动也使得我们难以对于日本经济的灾后复苏和长期增长持乐观态度，旨在规范特殊时期国债发行的《公债发行特例法案》甚至成为菅直人下台前坚持的最后政治筹码。

更加令人关注的是，不稳定不仅仅体现为政府更替这一种形式，民众抗争（占领华尔街、欧洲的罢工、伦敦大火骚乱）以至政权颠覆（阿拉伯之春）都成为了政治不稳定的表现形式。而政治博弈乃至社会博弈所带来的越来越大的决策成本使得最终的政策结果越来越

越可能偏离纯经济角度的最优选择,这也使得挣扎在危机边缘的全球经济面临着更大的风险和不确定性。

我们认为,2012年发达经济体仍然会面临比较大的压力:一方面,避无可避的财政巩固追踪会制约相应发达经济体的经济增速;另一方面,新增的经济和政治面风险因素会加大国际市场的波动幅度。具体到2012年的经济走势,我们认为欧债危机所带来影响将持续下去,因为欧盟目前这种资金买时间的政策没有改变任何制度缺陷和市场预期;同时,欧债危机所带来的不仅仅是违约等偿债危机,更重要的其实是一个增长的危机,由于市场前景的持续紧张,全球经济特别是发达国家的消费和投资都将出现紧缩,而由此造成的经济增长的停滞会反过来削弱财政巩固的效力,基于对于财政巩固机制的悲观判断,我们认为2012年全球经济会呈现出比较疲软的姿态。从主要经济体的GDP增长来看,欧元区最差、美国次之,而日本较快的增长不过是基数效应和重建的厚尾效应而已(参考附表2)。

二、欧元区:剃刀边缘

毫无疑问,欧元区正处于并将长期处于糟糕的情境中,几乎没有任何人会看好欧元区经济的未来。如果没有外部救援的话,“欧猪五国”(PIIGS)之中的爱尔兰、葡萄牙和希腊(PIG)都有可能在短期内面临技术违约,特别是希腊。仅仅看2012年底以前的到期债务量(图3),主要债务国家很难有能力做出偿付,尤其是2012年3月份的债务到期高峰(图4),更像是一个不可能完成的任务,这是我们认为2012年1季度末是欧债危机非常重要时点的理由之一。

1. 从悲剧的希腊到希腊的悲剧

首先,我们对欧债的前景预期比较悲观,目前的政策安排只能像人参一样帮助希腊这个濒死的重症患者续命,而无法妙手回春,因此,欧元区国家的债务最终一定会以各种各样的方式来有序地进行“变相违约”,但是,由于德法等国家的政治诉求以及希腊整体债务规模有限,希腊被动退出欧元区以及欧元区解体的极端事件在2012年发生的概率极低,而意大利和西班牙的主权债务由流动性问题转化为偿付能力的问题即使发生,也依然是一个长期性的事件。我们认为,欧元区很可能会在明年设立一定的退出机制,而要不要退出欧元区的决定权依然在希腊手中,希腊被踢出欧元区的概率非常小。

2012年3月份是一个重要的时点,到期债务的高峰会给全球的市场带来新一轮的紧张,相关国家财政巩固的不给力很可能给救助措施带来新的障碍,一些新的救助措施或者重大的制度性的变革很可能在这一时点被倒逼推出。

另外,值得关注的是政治风险可能带来黑天鹅事件的发生。对于债务中心的“PIIGS”来说,财政巩固的问题还不仅仅是预期的经济目标能不能达到的问题,财政巩固对于民众福利水平的压制在导致悲观的经济前景的同时也会导致国内政治局面的动荡,由于个人因素众多,政治博弈过程的不确定性要远远大于经济博弈,其结果就是局势发生突变的可能性大大增强。如果单纯从经济层面考虑,即使整固效果不佳,希腊退出欧元区,这也还要经过冗长的制度设计阶段,但是如果我们考虑到欧洲国家国内的民众的不满和政局的动荡,民选政府的突变以及激进思潮的蔓延很有可能造成一些看似不可能的事件的发生,整个看似依然稳定的系统可能会出现突变。

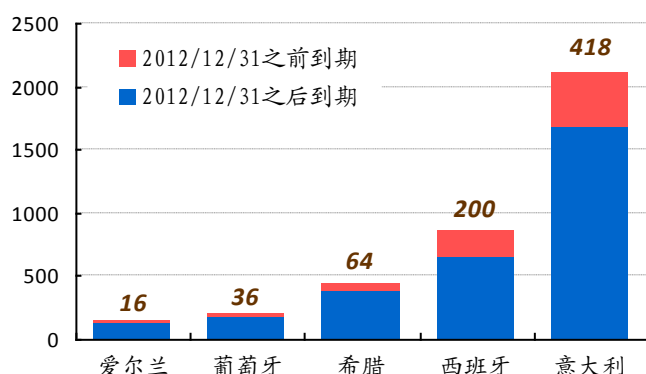
希腊在救助计划已经公布的情况下依然出人预料的提出公投的闹剧似乎就在提醒我们这种政治博弈带来突变的概率也许比我们的想象要大,尤其是在民主权力强势而政府相

对弱势的欧洲。而这样的黑天鹅事件一旦发生，给市场带来的影响就很可能是巨大的，这是我们必须提示的风险。

2. 银行体系和核心溶解风险

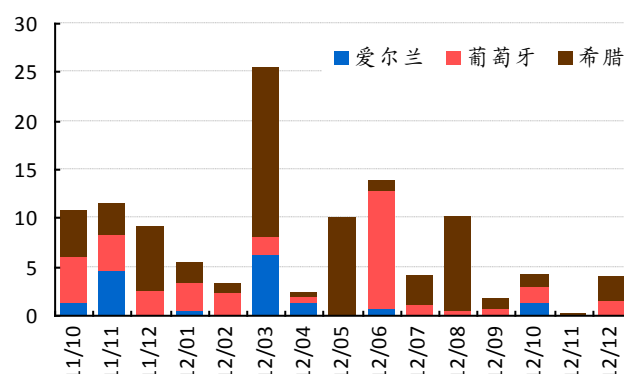
但是现在需要关注的不仅仅是希腊以及其他核心债务国家是否违约，而是一旦其违约或部分违约，这种风险的传染和溢出效应。这才是欧猪国家债务危机真正可怕的部分，也是市场最担心的。政策当局一般会委婉地称之为债务重组，或者，即使不违约，但是债务资产继续贬值同时整个市场继续保持紧张，目前已经开始就银行报表中主权债务重组或重新计价的会计处理进行讨论了。

图 3：“PIIGS”主权债务按到期日构成（十亿欧元）



数据来源：Bloomberg，截至 2011 年 10 月 11 日，包括国债和主权贷款的本金与利息；宏源证券研究所

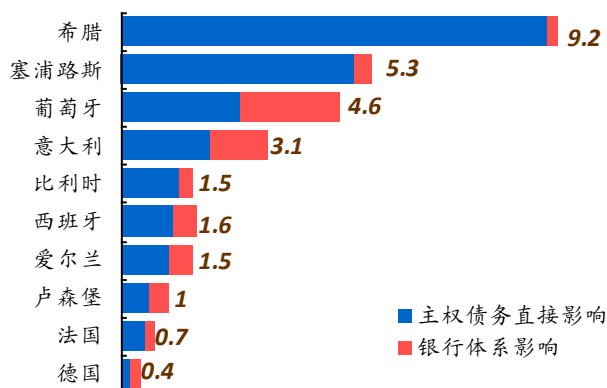
图 4：“PIG”截至 2012 年底到期主权债务（十亿欧元）



数据来源：Bloomberg，截至 2011 年 10 月 11 日，包括国债与主权贷款的本金与利息；宏源证券研究所

长期来看，希腊主权债务有序违约并在 2013 至 2014 年左右退出欧元区，无论对其自身还是对欧洲来说，都是不错的选择。欧元区缺少的或许不是外部的援救和内部的协调，而是壮士断腕的决心和刮骨疗毒的气魄。但是，在 2012 年我们更可能看到的是欧元区退出制度的确立，新的欧洲金融稳定机制（以下简称 EFSF）开始运作，甚至是欧洲债券的最终方案落定；而不是希腊的违约。债务到期高峰的时点附近市场波动仍然会十分剧烈，但明年欧债问题的看点主要集中在银行体系以及欧元区核心是否会溶解：最近德国糟糕的国债拍卖结果或许就是征兆——当欧洲金融体系的主银行核心受到侵蚀，当欧元资金失去德国这个最后的避风港，欧洲中央银行是否还能恪守《马约》和《里斯本条约》，欧元区的领导人们是否能保持欧洲一体化的理性光辉。作为欧洲一体化的图腾，如果欧元失败了，那么欧洲也就失败了。

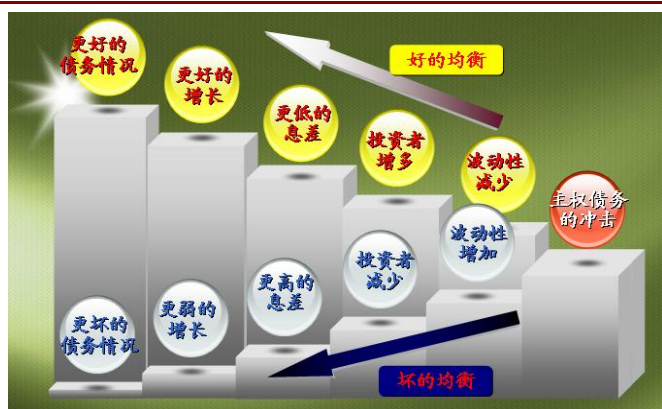
图 5: 欧元区边缘国主权债务对银行体系的影响 (%)



数据来源: IMF, GFSR, 2011 年 9 月 21 日, 按可能遭受损失的资产规模占国内银行总资产规模衡量, 仅考虑 2012 年底到期的边缘国家主权债务违约; 宏源证券研究所

首先必须关注的是欧洲的银行体系, 正如我们在之前的报告中指出的那样, 银行将成为债务风险扩散和蔓延的主要机制和渠道: 直接来说, 银行的资产项目将会由于其所持有的主权债务的违约和重组出现贬值, 资本金因此遭到侵蚀, 这很可能导致银行的核心资本的比重低于《巴塞尔协议》等监管标准, 在这方面, 德法已经明确表示了将尽全力保救银行体系。另外, 从间接角度来看, 对于欧洲经济前景持续性的负面展望以及银行业直接的主权债务头寸暴露过大都会造成评级下调。银行资产项中持有的主权债务的评级被下调意味着其负债方拨备计提比例和总资本缓冲规模要求的提高, 银行本身评级被下调同样恶化了这种趋势 (详见我们的报告, 《欧债危机传染与金融稳定机制改革》, 10 月 18 日)。我们从欧洲大型银行的 CDS 价差的升高中就可以看出欧洲银行业的这种风险的蔓延与高启 (图 6)。

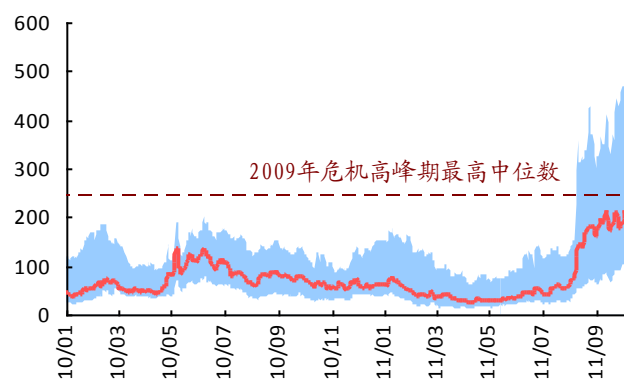
图 7: 主权债务冲击与主权债务状况的作用机制



数据来源: 宏源证券研究所

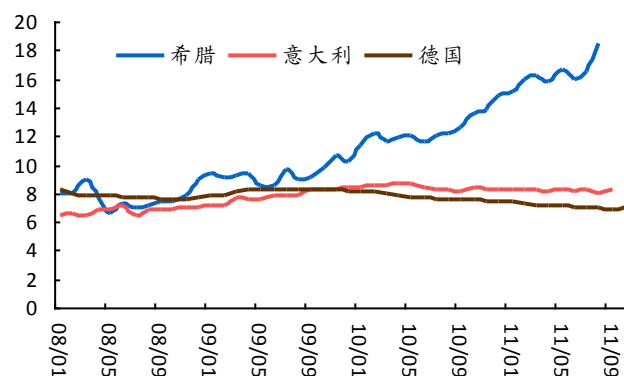
我们认为, 欧洲债务危机的偿债风险非常关键, 希腊违约的可能性不仅牵动意大利西班牙等其他高债务国家的紧张局势, 同时会直接影响欧洲各大银行的资产负债表, 并对整个市场造成压力, 对于这种违约风险, 我们当然应该密切关注, 但是更值得我们关注的风险应该是, 解决债务困境的财政整固使得欧洲所面临的经济增长的风险。财政整固背景下的增长风险可能会导致意大利这样的经济体进入主权债务的高风险区域, 甚至会导致欧元区核心国家的主权债务市场被危机传染。

图 6: 欧元区大型银行 5 年期信用资产 CDS 价差 (BP)



数据来源: Bloomberg, 选取了欧元区资产规模前 10 的跨国商业银行的数据, 阴影部分的上下限表示 CDS 报价的最大和最小值, 曲线表示中位数; 宏源证券研究所

图 8: 部分欧元区国家失业率 (%)

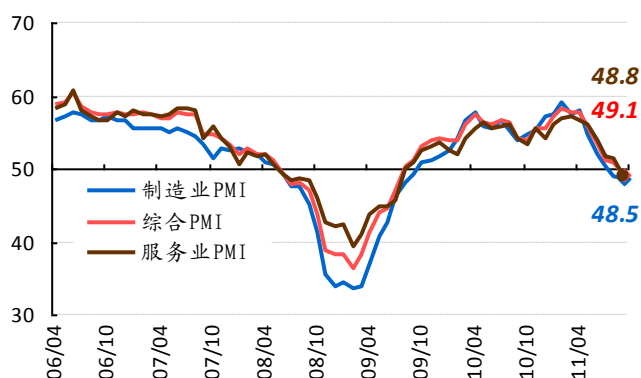


数据来源: Bloomberg, 宏源证券研究所

3. 停滞的经济

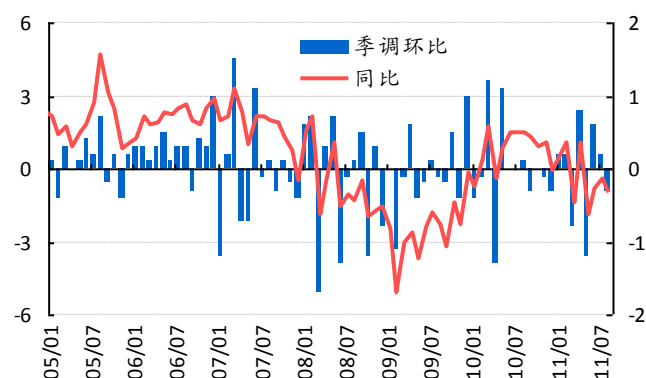
目前，希腊政府公布的8月份官方失业率达到18.4%，这个数字说明希腊所面临的不仅仅是偿债的困难，而是主权债务危机所导致的一整套经济危机（图8）。随着债务风险的不断扩散以及财政整固力度的加强，2012年欧元区国家的经济增长将普遍面临压力，虽然意大利和德国的失业率水平的起伏还没有希腊这么明显，但是具有领先意义的欧元区的PMI数据则表明欧洲的经济增长缺乏动力（图9）。整体上我们判断，欧元区明年的经济增长将会在降至0.7%左右，向下的可能性明显超过向上。

图 9：欧元区 PMI (%)



数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

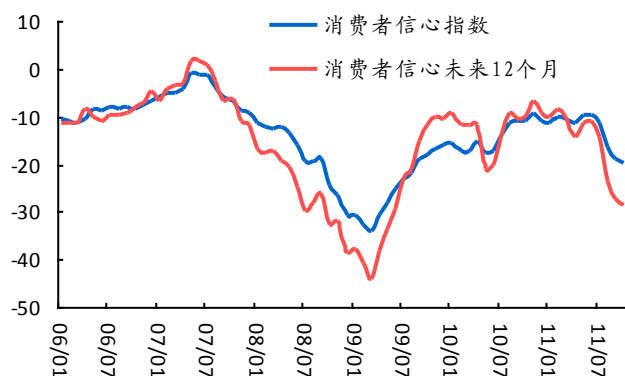
图 10：欧元区零售销售季调 (%)



数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

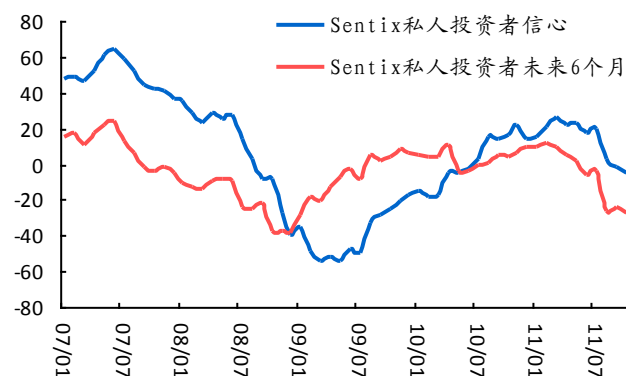
我们模拟了2012年欧元区经济可能性最大的情景（可能性60%）。债务危机之下，欧元区经济增长遭受压制的主要传导机制在于：首先，受到经济前景的悲观预期，居民的消费将会紧缩，欧元区的消费者信心指数已经降至-19.9，而且消费者对于未来12个月的预期要比当下更加悲观（图11）。从零售消费的数据中，我们可以看到欧元区的销售数据的同比已经连续多个月处于负值区间（图10），我们预计，在明年全年，欧元区消费数据的紧缩将会加剧。

图 11：欧元区消费者信心指数



数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

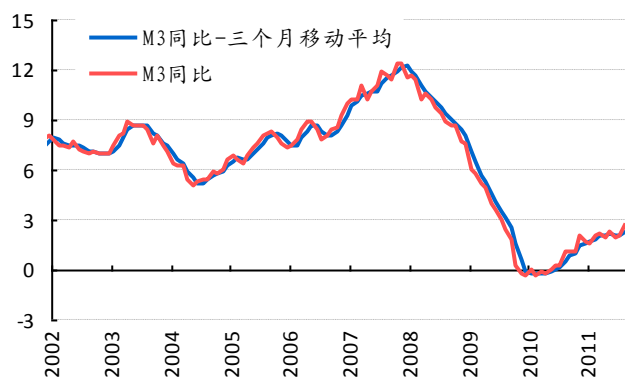
图 12：Sentix 欧元区投资者信心指数



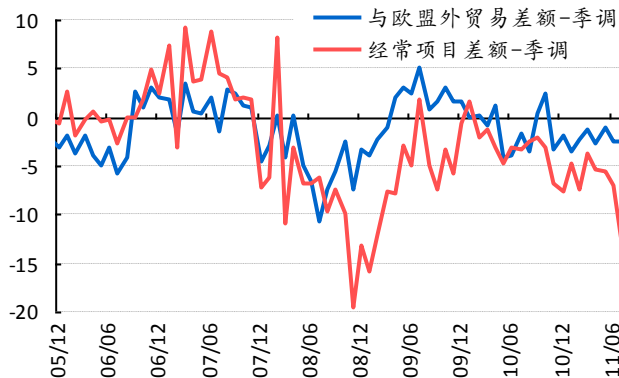
数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

其次，从PMI数据可以看出，欧元区的制造业和非制造业已经全面紧缩。Sentix投资者指数对于欧元区也呈现出比较悲观的态度（图12），在这样的基础上，欧元区的投资将会全面紧缩，其结果很可能就是就业机会的缩减，对于进出口部门来说，由于欧元区市场的需求的萎缩以及整个国际经济的不振，很难指望通过贸易的盈余来缓解经济增长的困境（图14）。

而同时，欧债冲击导致的市场持续紧张使得资金供给十分紧张。银行自身的资产负债表所面临的强大压力会导致欧元区生产部门资金的收紧，虽然欧洲央行被迫降息，并开始实施货币宽松政策以改善市场流动性，但是这银行部门资产负债表的压力得不到缓解，未来一年的流动性情况都不会太好，这也是我们认为 2012 年欧洲经济紧缩的重要理由之一。一是前面提到的欧债问题对银行资产负债表的破坏；二是信息不对称和风险偏好降低情况下银行惜贷；三是可能出现的资本缩水以及再融资困境制约了其放贷能力（图 13）。

图 13：欧元区货币供应量 M3


数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

图 14：欧元区国家贸易差额 (%)


数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

4. 暗淡的政策前景

虽然欧洲经济普软已成定局，但是主权债务最终是否崩溃以及欧洲经济下行的幅度依然取决于政策当局的救助手段，更准确地说，是制度安排——因为欧盟为这两年欧债问题开出的都是治标不治本的药方。虽然具体的方案依然没有推出，但是目前欧元区政策当局的计划框架不会有太大变化：简而言之，就是利用 EFSF 进行杠杆化来起到对于市场的震慑，从而短暂性地改善市场恐慌情绪，并进一步缓解流动性的危机，同时期待问题国家进行财政整固。可能留有的后手是欧洲债券和通过“货币化”的方式补充银行业资本。

目前来看，EFSF 很可能通过成为一家银行或者通过为投资者购债提供部分担保的方式来进行杠杆化；同时也很有可能被赋予二级市场干预的职能。短期来看，2 万亿的资金规模使得 EFSF 看上去更像是一个值得期待的“救世主”。合理的杠杆化措施如果出台的话，只要找得到资金源，那么对于市场的流动性困境有很好的正面作用。但是，我们必须提示的是，这种安排背后最终的成本仍然是财政情况的恶化和货币当局原则上的让步；其所能起到的作用也仅仅是短期流动性的改善而无法在长期改善债务核心国家的偿债能力，更何况，我们还必须提醒，EFSF 杠杆化的手段和运作机制——EFSF 作为特定目的机构（SPV）向欧元区国家提供贷款，而贷款的资金由其在公开市场上向私人机构和机构发债募集——就像已破灭的美国次贷案例的翻版，长期来看，必会带来巨大的风险。

而欧元区悲观的增长形势反过来会使得财政整固的形势异常严峻，通过对于 G-7 成员历次财政整固的归纳，我们发现超预期的经济增长变化是财政整固过程中最大的变数（表 1）。反面的例子是，20 世纪 70 年代德国和日本的调整计划，主要都受到了大超预期的经济低迷影响：低增长对周期性的收入有直接负面影响，同时还会较小程度地增加财政支出，从而恶化整体财政收支平衡。此外，较长时间的低增长可能伴随着危机的风险，这往往导致财政刺激政策出台，而中期整固计划夭折。正面的例子是，美国在 20 世

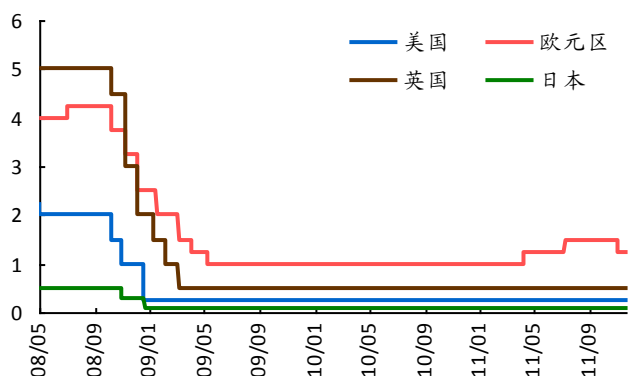
纪 90 年代的财政调整益于高于预期的增长和资产价格的提高，很快达到了目标。统计上，在我们所收集到的欧盟的 66 个样本中，增长高于预期 1 个百分点会导致平均 0.5 个百分点的基础财政差额率改善。

基于这样的判断，我们认为增长乏力的欧元区以及整体低迷的全球经济背景会给财政整固的效果带来非常大的挑战，而财政整固效果的不佳会给整个欧元区的走势带来更大的变数，这一方面会倒逼恪守“纪律”的欧洲央行做出更大的让步，另一方面也使得希腊国家破产的风险变得更大。

三、美国：实体不必悲观、QE 不用期望

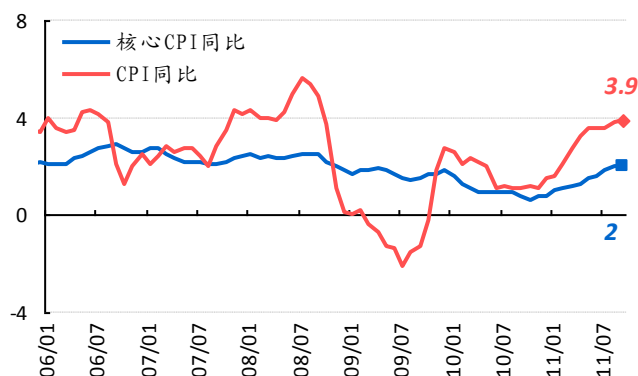
相比于欧元区的焦头烂额，美国经济虽然表现同样疲软，但是其基本面要比欧洲好很多。为了确保其长期的财政稳健，《预算平衡宪法修正案》将以宪法的方式来约束美国政府的举债，从而保证美国的长期财政稳健，这意味着在很长一段时间以内，美国的财政政策的手脚都将被财政整固的进程所束缚住，而货币政策也没有太多放松的弹性。

图 15：世界主要经济体的政策利率（%）



数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

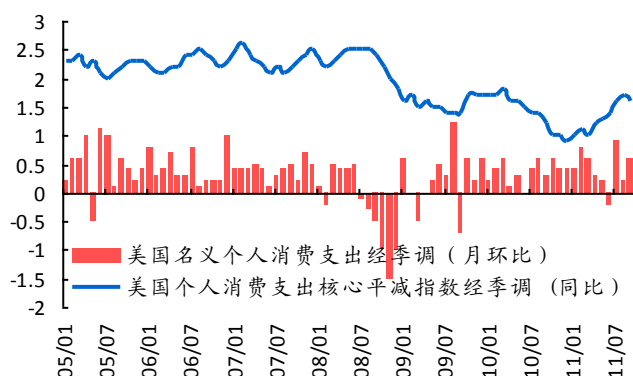
图 16：美国 CPI（%）



数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

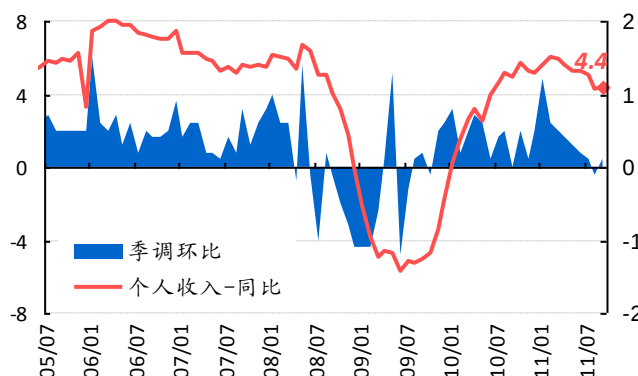
通过利率手段来对刺激经济的空间早已不在，美联储只能通过表示将长时间把政策利率维持在低水平上来稳定市场预期（图 15）。由于目前美国的通胀率已经达到 3.9%，而核心通胀率也已经达到 2% 的目标区间临界值，QE 类的数量政策的刺激亦没有多少空间可言。美联储只能维持目前扭曲操作（OT）的做法，而对 QE 的做法依然有所保留。我们认为，在未来一年中，QE 的推出要看美国经济复苏的速度以及通胀率是否会出现下行，根据我们的判断，2012 年美国的 CPI 同比会降到 2% 左右的水平，但 QE 类政策的推出可能性不大，因为其经济增长不会太差，而且，资金因为避险和其它原因从欧洲和新兴市场国家陆续撤回美国本土，本来就是一个被动的小 QE。

图 17：美国个人消费增长（%）



数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

图 18：美国居民个人收入增长（%）



数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

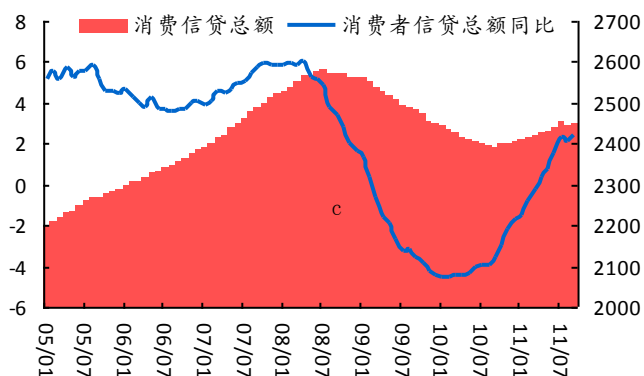
值得注意的是，美国明年将迎来大选年，政治周期对于经济决策的影响不能忽视。事实上，从今年年中两党关于提高债务上限喋喋不休的争论中，政治博弈下的决策效率之差已经可见一斑。在大选年政治博弈对最优经济决策的扭曲很可能会加剧。在财政平衡，就业刺激和税收政策等方面，选战之中的两党的争锋相对将会给一些政策的推出造成很大的不确定性，使得未来美国财政整固的道路不确定性越来越多——这是美国未来一年经济增

长形势的重要风险之一。

我们认为，2012 年美国经济增长虽不会超预期，但会比较稳健。不同于欧盟，特别是欧元区制度安排上的硬伤，美国的基本面恢复的障碍很多都是软约束。美国企业的现金流充足，产能利用率较高；而其复苏的速度和弹性依然取决于消费信心和房地产市场的恢复程度。

从美国消费的情况来看，无论是从环比角度还是从同比角度，都呈现出复苏的态势（图 17）。但是需要指出的是：首先，整体消费水平尚未回升到危机之前的水平，也就是说，目前美国的消费水平还无法把整个生产拉回到其潜在产出的水平之上；其次，我们注意到，美国个人消费的回升并没有对应于美国居民个人收入的增长，相反，无论是同比和是环比，美国居民的个人收入增长都有下降的趋势（图 18）。这中间的差额主要由信贷和存款的消耗来弥补，这一方面反映为美国消费信贷数据的上升（图 19），另一方面反映为美国居民储蓄率的下降（图 20）。如果没有居民收入的提高作为支撑，消费的增长是难以维持的，这也是我们认为美国目前消费数据成色不足的主要理由。

图 19：美国消费信贷总额和同比增长（%）



数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

图 20：美国居民储蓄率（%）

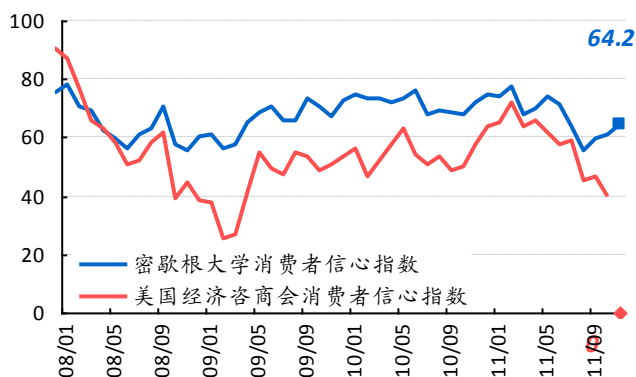


数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

展望 2012 年，我们判断，美国的消费信心会继续有所恢复，而这种消费信心的恢复首先就应该表现在对于大宗可选消费如汽车的消费上（图 22），基于美国汽车销量的数据，我们认为在美国收入的限制以内，消费可以拉动美国经济复苏的动力。

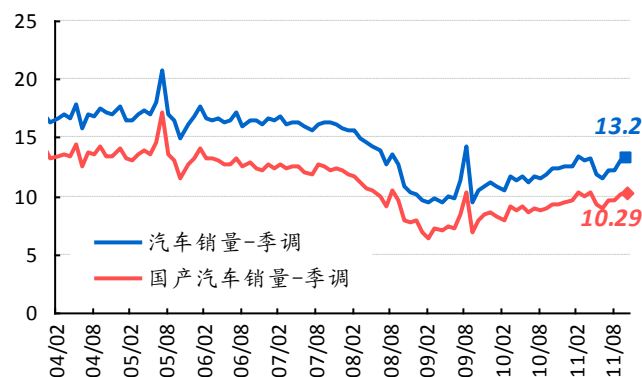
但是，正如我们上面所指出的，在收入无法提高的约束之下，依赖于消费的美国经济的增长可能缺乏可持续性。如果考虑到财政整固所带来的增税等政策以及失业率的居高不下，收入的增长对于美国经济的约束将更为体现得更加明显，因此，2012 年下半年美国经济的复苏可能会相对疲软一些，其 2012 年末的经济增长率可能会由年中的 2% 以上下降为 1% 左右，而能否通过就业刺激政策来完成居民收入的提高从而提高消费拉动经济的可持续性将是 2012 年美国的重要变数（参考附表 2）。

图 21: 美国消费者信心指数 (%)



数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

图 22: 美国汽车销售情况 (%)

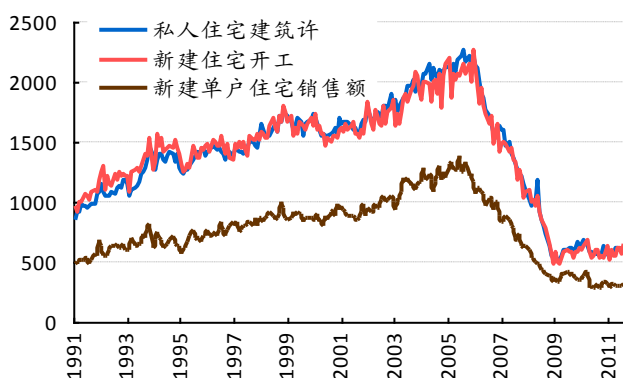


数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

美国经济的另外一个重要的因素是房地产市场（图 24）。房地产市场一直低迷的表现背后反映的是美国长期投资动力和信心的不足，这直接对应于美国的就业缺口，而美联储进行 QT 操作的主要目的地也在于通过降低长期利率来刺激长期投资。目前美国的房地产部门依然挣扎在局部的底部，现房销售水平以及住宅的新建数量都依然处于比较低迷的状态（图 23），这是美国经济到目前为止增长依然乏力的主要原因，投资不足导致就业水平缺口（图 25）从而造成生活水平下降，同时也加剧了美国社会的不稳定，占领华尔街不过这种公民情绪的宣泄而已。

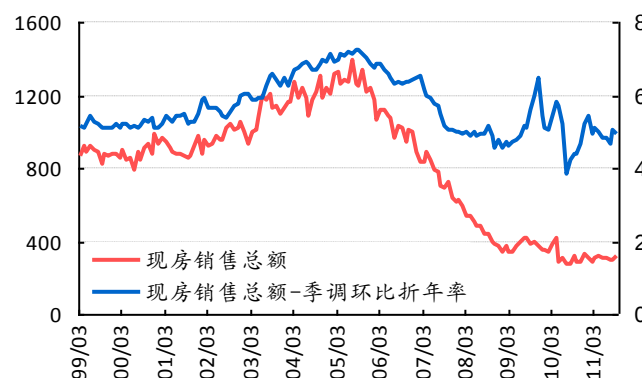
我们预计，在 2012 年美国房地产部门会出现一定程度的企稳回升，这将会通过提高美国投资水平、就业水平来为美国经济的复苏提供一定的动力，但是由于对于经济前景预期的悲观（PMI 数据已经回落到枯荣分界点左右，图 25），这一增长依然非常有限，这会使得就业水平的恢复表现得比较疲软。

图 23: 美国新建住宅建设和销售 (%)



数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

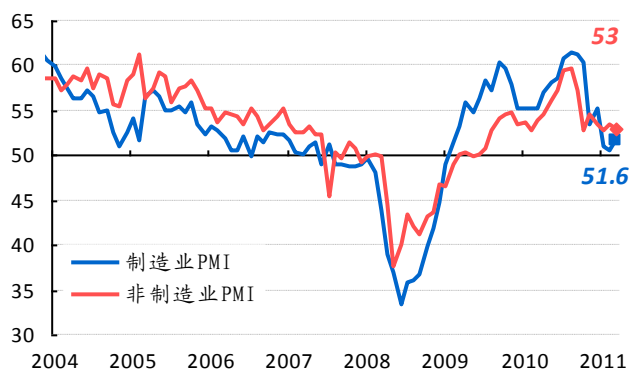
图 24: 美国住宅现房销售情况 (%)



数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

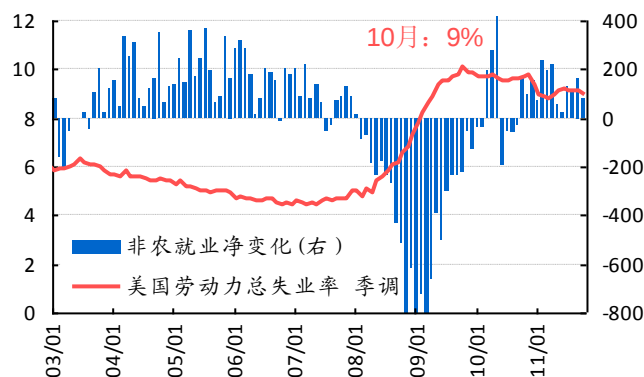
综上所述，我们认为 2012 年美国经济运行可能性最高的情景是：消费增长没有出现重大滑坡，而房地产部门能够从谷底实现一定的向上的攀爬，QE 推出的可能性将会非常之小。本来 QE 的作用就在于形成货币幻觉在短期刺激居民的消费，在中期来看，这种短暂的刺激手段一定会退化成为通胀水平的提高，特别是国际大宗商品价格的上升。我们认为，只要美国目前的缓慢复苏的进程维持下去，QE 的推出就显得没有必要，通胀风险的成本更是使得美联储不在不得已的情况下是不会祭出这一压箱底的法宝，这使得我们相信至少在上半年，QE3 不可能被推出，除非欧洲有重大风险发生对全球市场产生致命性的冲击。

图 25: 美国制造业和非制造业 PMI (%)



数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

图 26: 美国非农就业和失业率 (%)

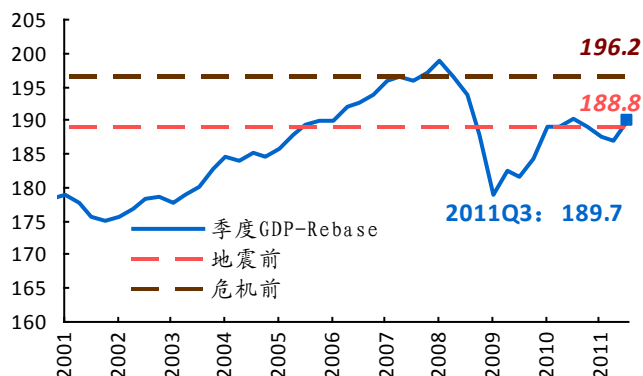


数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

四、日本经济: 重建与汇率风险

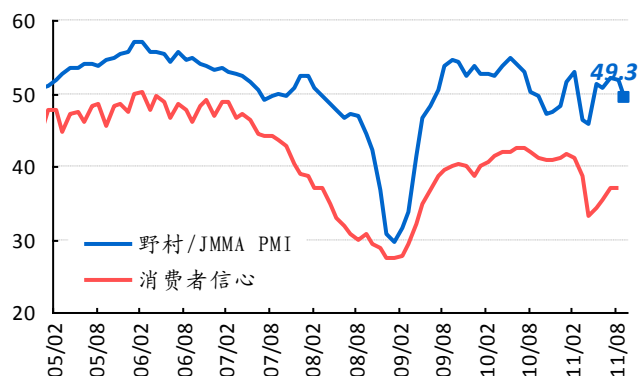
日本经济 2012 年的主题依然是产出缺口的填补和日元汇率的再稳定。根据日本不变价格季度 GDP 的定基指数, 大地震所造成的产出缺口已经基本被覆盖, 但是日本目前的产出水平还远远没有恢复到危机前的水平 (图 27)。由于日本汽车制造等行业供应链的恢复, 对于日本产品存在很强粘性甚至是刚性的海外需求重新打开, 这使得今年 3 季度日本 GDP 的年化增长率高达 6%, 远领先于复苏疲软的美国数据。考虑到灾后重建还未完成, 并且增长的基数比较低, 财政整固计划的压力也相对欧美经济体较小, 我们认为日本经济的复苏的弹性要强于欧美。

图 27: 日本季度 GDP-Rebase 水平 (%)



数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

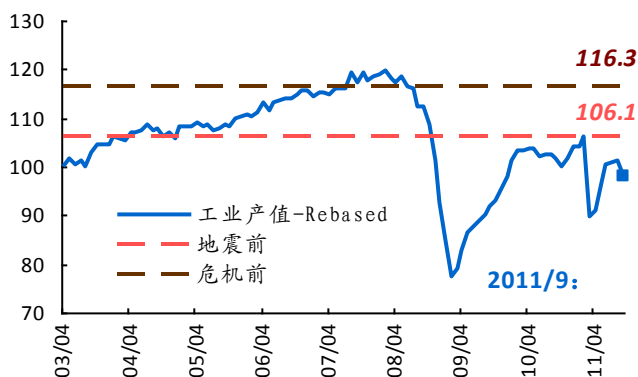
图 28: 野村 PMI 和消费者信心 (%)



数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

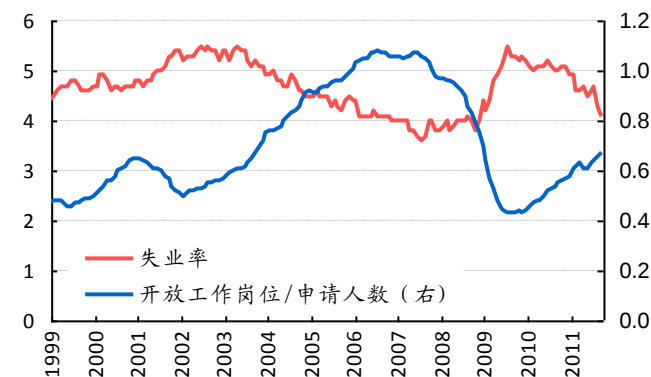
虽然日本的负债率高达 233%, 但是由于日本国内投资的本土偏好极强, 外国机构投资者持日债比例仅为 5.2%。其庞大的本土投资者规模使得其政府的融资成本很低并且风险很小, 在全球第二的外储规模保护下, 如此高的负债率没有导致溢出风险。这种资金非常强的本土偏好的另一个好处在于, 封闭使得日本在欧债危机对于全球的冲击中, 受害并不是非常严重, 根据 11 月 17 日日本三大银行 (三菱 UFJ 金融集团, 瑞穗金融集团和三井住友金融集团) 的财报数据, 令西方银行遭受巨大损失的欧洲债务危机并未对这几家银行造成影响。我们上面所述的欧债危机通过银行体系扩散的逻辑在日本几乎不存在, 我们甚至可以乐观地认为, 较小的金融风险使得日本经济在 2012 年可以轻装上阵。

图 29: 日本工业产值-Rebase 水平 (%)



数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

图 30: 日本就业和失业情况 (%)

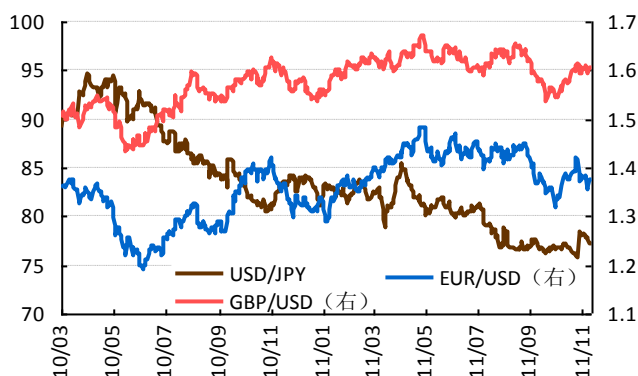


数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

依然没有恢复的工业产出缺口可以看作是未来一年日本经济复苏的增量（图 29），这个缺口的填补取决于国内需求和国外需求能否恢复。日本的消费者信心和消费水平目前处于低位，但是存在从低谷恢复的迹象。随着工业产出的恢复造成的就业情况的转好（图 30），我们认为消费者信心回归到正常水平的概率是很大的，如果再考虑到灾后重建的固定资产的重置需求，我们认为日本的国内需求虽然增速不会太快，但是并不存在非常大的风险（图 28）。

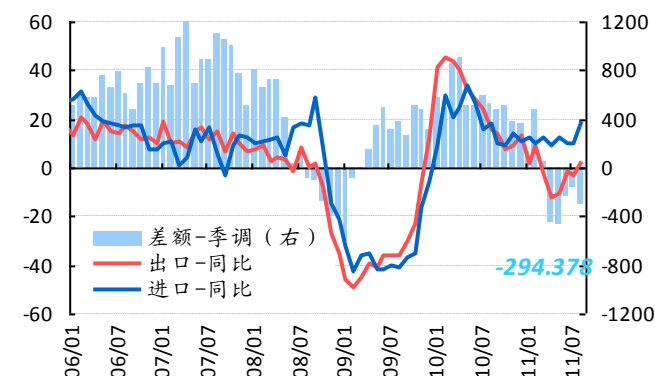
更关键的问题在于国外需求，我们认为，在财政方面困难并不大的日本所面临的真正挑战依然是汇率以及国内政局的不稳定。汇率方面，由于传统避险货币的属性，在危机背景下，日元是过去两年之间是升值最为明显的货币，日元的升值直接打击的就是日本复苏所最为依赖的出口，即海外需求。为此，日本货币当局不惜采用政策干预来平抑日元的汇率，11月初，日本政府对于外汇市场的干预规模高达 7.68 万亿日圆，这造成了日元走势的一个明显的转折，也显示出日本政府对于汇率调控的决心（图 31）。

图 31: 日元, 欧元和英镑汇率 (%)



数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

图 32: 日本对外贸易情况 (%)



数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

由于明年全年欧洲债务都存在很大的风险,对于日元的避险需求将会进一步形成推高日元的压力。但是我们同时也应该考虑到日本政府的干预决心,由于日本政府也控制着大量的外汇储备,其干预行为相当于给日元汇率的波动设立了一个限度,这极大地降低了汇率暴涨造成日本进出口恶化。

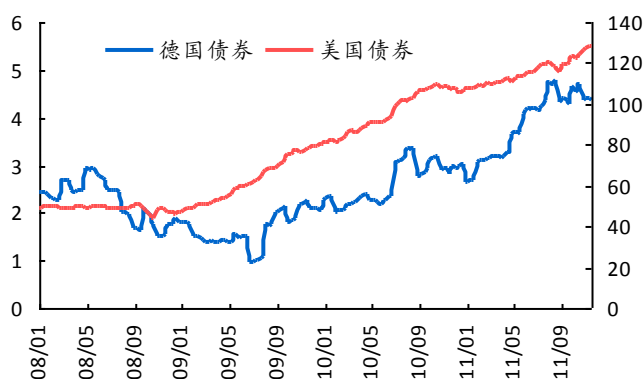
我们认为,明年上半年日本的经济增长会呈现高速复苏的态势,我们估计日本明年1季度的经济增长的季调环比将到达 2.9%,而一方面,“破窗原理”下的产出缺口特别是外

贸易的缺口在明年上半年就已经被填平,另一方面欧洲局势的恶化会从需求和汇率两个角度给日本的出口造成压力,我们日本经济 2012 年下半年的增长会出现减速,估计在 4 季度会降至 1.7%的季调环比增速。

五、国际资本流动与美元指数判断

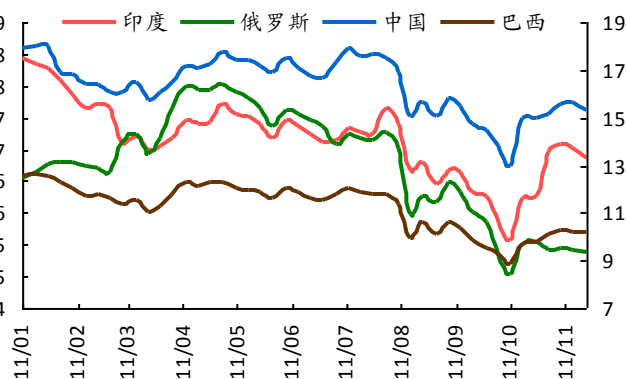
我们预计,在国际流动性整体供给水平稳定且资金风险偏好相对较低的 2012 年,国际资金对于美国国债市场这样的避险天堂的偏好会持续,即使未来欧元区主权债务出现重大负面事件也是如此(图 33);对新兴市场的资金配置虽然在 10 月份出现了触底反弹(图 34),但只要没有发达经济体大央行实行新的量化宽松,预计 2012 年的资金配置比例仍然保持相对低位。10 月份中国外汇占款负增长也佐证了国际资本退出中国这样的新兴市场回归母国避险的趋势。

图 33: 国际资本配置德国和美国债券数量(百亿)



数据来源: EPFR, 本币计量, “德国债券”对应左坐标轴, “美国债券”对应右坐标轴; 宏源证券研究所

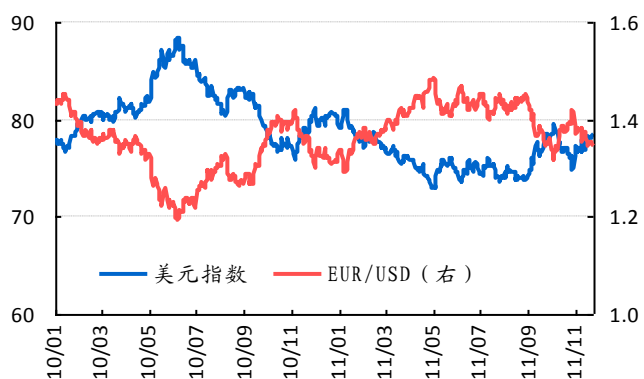
图 34: 国际资本配置新兴市场国家证券市场数量(百亿美元)



数据来源: EPFR, 宏源证券研究所

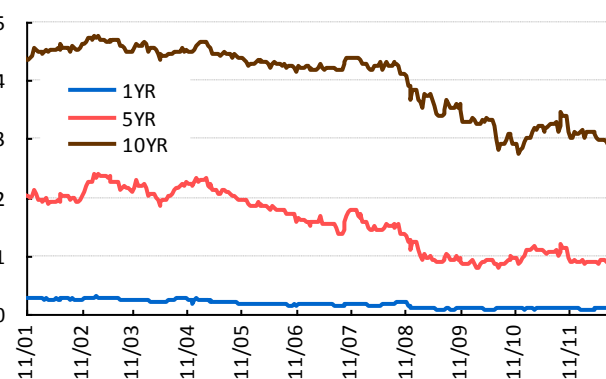
我们认为,在 2012 年,由于欧元区风险的提升,欧洲的资金在上半年会保持缓慢撤出的趋势,而美国经济整体来看依然保持了复苏的形态,因此我们认为,已成惊弓之鸟的国际资本会进一步被配置到美国市场上来避险(图 36)。因此,我们对于美元指数的走势依然看好,而由于欧洲债务局势的不确定性所带来的风险过大,我们认为欧元的汇率会进一步下行。整体而言,我们预测 2012 年美元指数的波动区间在 75 到 88 之间(图 35)。

图 35: 美元指数和欧元对美元汇率 (1974=100, EUR/USD)



数据来源: Bloomberg, 宏源证券研究所

图 36: 美国国债到期收益率 (%)



数据来源: Bloomberg, 宏源证券研究所

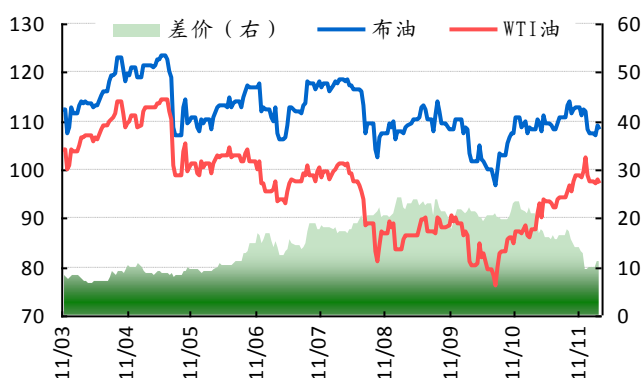
从新兴市场国家回流至美国的资金使得美国本土市场的流动性大大增强,对于美元资产的需求在推高美元,压低美债利率的同时,也意味着美国货币的扩张,这种机制造成的

流动性的相对繁荣很可能就是美国经济目前暂时处于比较好的复苏形势的一个影响因素。

六、大宗商品走势

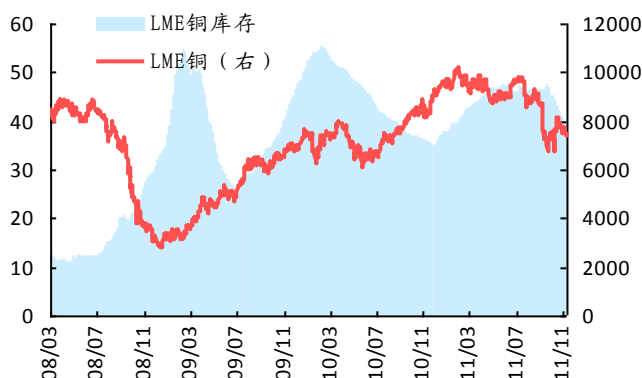
虽然美元的走强会在大宗商品的价格的上方形成压力，但是，我们依然认为供、需、库存的周期性波动是 2012 年大宗商品价格走势的根本驱动因素。石油方面，需求来看，美国经济复苏的走势推高了近期的石油价格尤其是反映美国供需情况的 WTI 油的价格，美国需求的恢复以及火车线路 Bakken Oil Express 在十月开通（理论上来说，两油的差价可以看作是两地运输成本的体现，并包含了一定地缘政治风险溢价差）这两个因素使得两油的价差收窄，其实从布油的价格来看，其上涨的幅度并不明显，这也说明，美国以外的全球经济尤其是欧洲经济的复苏依然没有什么起色。

图 37：两油走势和价差（美元/桶）



数据来源：Bloomberg，原油现货交割价格；宏源证券研究所

图 38：LME 铜库存与铜价（百万吨，美元/吨）



数据来源：Bloomberg，宏源证券研究所

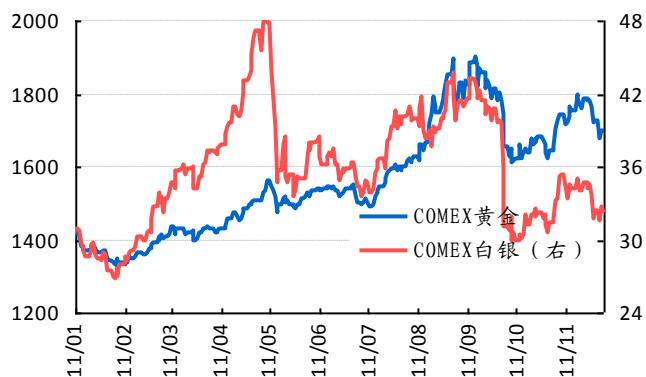
供给面上，虽然利比亚的战争已经告一段落，中东局势似乎正在逐步走向缓和，但是我们认为这并不能改变中东地区政治不稳定的局面，民主与独裁的冲突所造成的不稳定性对于原油生产造成的可能风险依然在供给面上对于石油的价格产生支持。在此，我们还提示伊朗地区发生战争的风险，我们认为，在美国国内矛盾重重的情况下，对外采取更加强硬的外交姿态有可能成为其转移矛盾的手段，而一旦局部地区的风险加剧，石油价格将面临供给面上的强烈冲击，出现飙升。

整体来看，在不考虑极端风险或者说供给面不存在巨大外生冲击的情境下，美日经济复苏会赋予石油价格一定的上行动力，但是这种动力将和美国经济的复苏一样疲软，再加上美元走强所产生的压制作用，我们认为，明年布油的价格将会在 105-130 美元/桶的区间中波动，两油差价会跌回 10 美元/桶之下（图 37）。

基本金属的走势同样和经济复苏的前景息息相关，由于铜是电子产品生产的必需品，而日本在这一类产品的生产中具备明显的竞争优势，海外需求的恢复会刺激日本对于铜的需求，因此铜的需求主要和日本的经济复苏相关，事实上，我们看到在最近两个月期间，铜的库存已经下降至低位，期间恰好对应于日本经济针大地震形成的缺口的恢复。

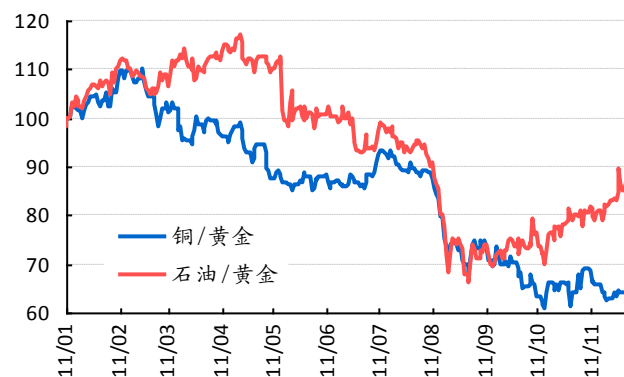
虽然从长期来看，新兴市场特别是中国的需求增速的放慢会使得铜价不可能实现前几年的快速增长，但是就 1 年的短期形势来看，考虑到中国以外国家对于铜的需求的回升，日本经济的复苏，过去多年全球铜矿 2% 以下的年增速以及中国可能的补库存需求，我们更倾向于认为明年国际铜价的走势整体向上（图 38），但顶部估计在 10000 美元/吨左右。

图 39: COMEX 黄金和白银价格 (美元/盎司)



数据来源: Bloomberg, 宏源证券研究所

图 40: 石油、铜和黄金价格的相对波动情况 (%)



数据来源: Bloomberg, 2011 年 1 月 1 日=100, 宏源证券研究所

黄金由于具有避险资产的属性,其价格和国际风险程度直接相关,我们在美债评价下调之后,惊慌失措的投资者涌向黄金市场就可以看出这一点来,这也使得黄金价格的波动性要更难预测一些。美元领导下的国际货币体系已经不如以往那么稳健,这使得央行对于黄金产生了更加强烈的配置需求,俄罗斯,印度,墨西哥,韩国等都曾在历史新高价位增持黄金储备(图 39)。尽管如此,考虑到黄金已经处于历史高位,全球经济大的复苏趋势也会对黄金的价格产生一定的压制,我们认为,除非有重大风险事件的发生导致全球的资金配置的避险要求再一次爆棚,黄金价格的波动中枢进一步上移的空间其实并不大,我们预计,黄金价格在 2012 年将围绕 1800 美元/盎司波动,而如果经济复苏的情况要好于预期的话,黄金价格的下行风险也是需要提示的。而黄金上行到 2000 美元/盎司的平台只有在可能性不大的 QE3 推出或欧债演化到无序违约阶段才会出现了。

国内经济运行：从政策的拐点和转型的起点

在 2010 年 12 月份的经济工作会议上，中央提出了“保增长、控通胀、促转型”三个核心的任务，如果说 2010 年的工作重心是“保增长”的话，那么“控通胀”毫无疑问成为了整个 2011 年的主题：前 3 个季度整个货币政策的紧缩，流动性水平的下降，以及经济进入软着陆通道，都是围绕这个主题来进行的。

我们预测，2012 年政府制定的经济增长目标将在 7.5%，而 M2 的增长目标将在 13% 左右，这两个目标应该都不难完成；政策基调是保持稳健的货币政策和积极的财政政策；核心思想调低目标，为转型的相关政策布局提供弹性和空间。

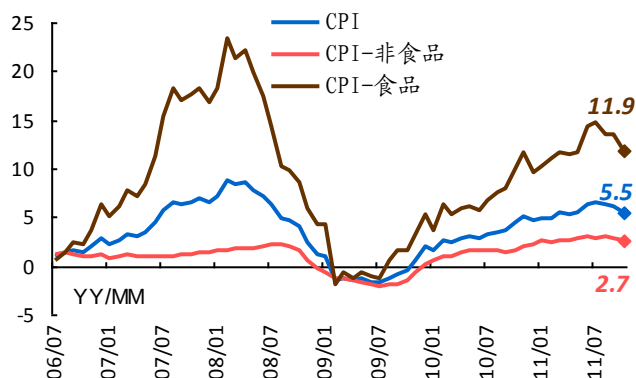
具体来说，我们预测 2012 年 GDP 同比从今年的 9.2% 下降到 8.8%，而 CPI 同比从今年的 5.5% 下降到 3.8%。分季度来看，明年 GDP 同比增长在 3 季度见底，而环比增长在 1、2 季度筑底，3 季度回升；在政治周期、经济运行和政策效果叠加的 4 季度，经济增长同比会有明显改善。另外，预计 CPI 同比将从 2011 年 4 季度的 4.9% 下跌到 3.6% 左右的平台，一直持续到第 3 季度，并在第 4 季度上升到 4.3% 左右（参考附表 1）。

从政策当局过去一年的决策风格来看，通胀率已经超过经济增长成为最为重要的目标变量，直到最近，财政部门 and 央行不断释放出定向宽松的风向，控制通胀的绝对优先地位才出现动摇。综合地判断，明年中国经济的下行风险的控制以及复苏的进程很大程度上取决于当下以防超调和定向宽松为基调的货币政策何时全面转向，而政策转向的可操作性和必要性的权衡其实可以具现化为通胀率的下行幅度与中国经济风险因素的综合考量。

一、通胀走势确定政策节奏

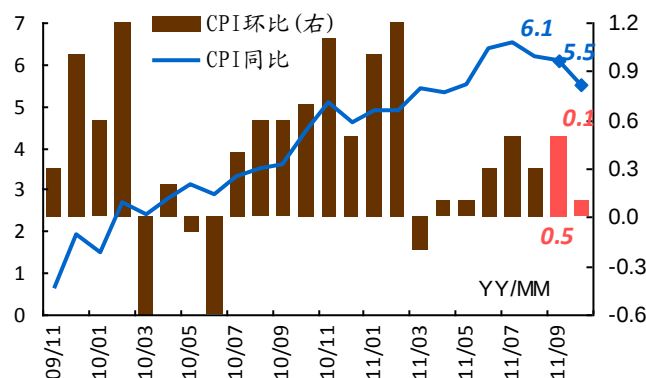
我们在 2011 年 4 季度的宏观经济季度报告（《主权债务风暴下的经济着陆》，10 月 3 日）中曾经指出本轮通胀的内在逻辑，其驱动因素主要是三个：货币投放创造可能性，食品周期提供动力，整体供需缺口体现本质（图 41，图 42）。

图 41：CPI 及其食品与非食品同比（%）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

图 42：CPI 年同比与月环比（%）

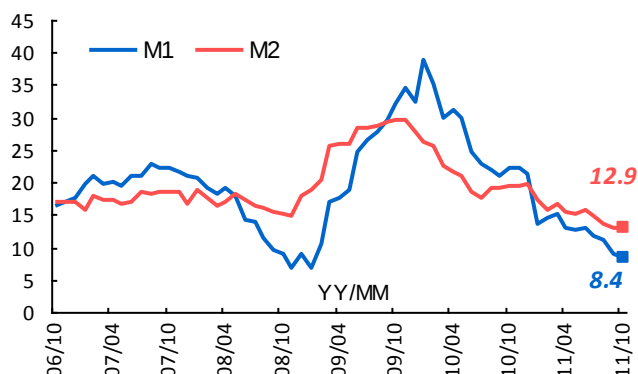


数据来源：CEIC，宏源证券研究所

对于通胀的判断我们完全维持上个季度报告中的观点。无论从哪一方面来说，通胀上行的驱动因素都已经不复存在：从货币角度来说，即使考虑到银行表外业务，目前的货币流动性水平也已经显得有些过低，至少不足以支撑很高的通胀水平。10 月份货币供给的数据中已经包含了非存款类金融机构在存款类金融机构的存款和住房公积金存款规模，在口径扩大之后，其同比增速依然低至 12.9%（图 43），我们认为这一比 2008 年时期更低的数据说明货币供给的紧张。企业长期信贷的减少则说明这种低流动性水平已经开始威胁

实体经济（图 44）。

图 43：货币供应量同比增长（%）



数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

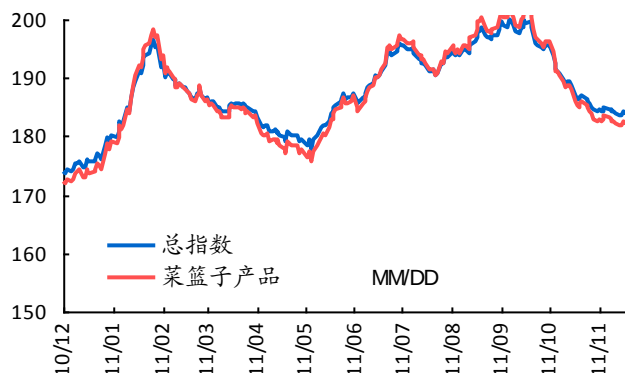
图 44：社会融资总量模拟月度数据（万亿元）



数据来源：Bloomberg，与实际值的主要差别在于没有统计银行承兑汇票增量；宏源证券研究所

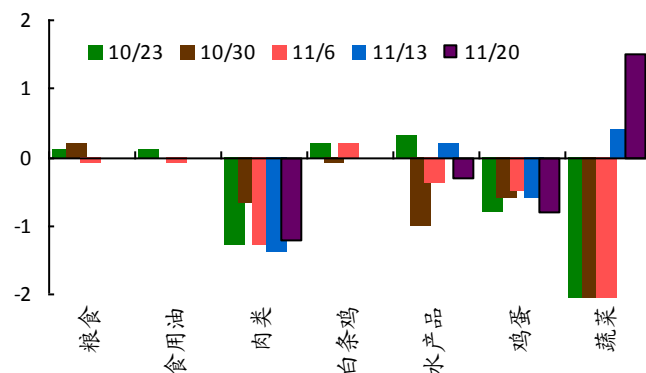
从食品周期来说，食品价格已经出现了下跌，并且跌幅非常明显，这也是 10 月份通胀新上涨因素稳定的原因。无论是农业部的监控还是商务部的监控都说明食品物价的下跌非常猛烈（图 45，图 46），食品 CPI 已经回落到 11.3%，通过对于生猪存栏数的分析（生猪存栏数已经在 3 月份回升，加上 5 个月育肥，目前猪肉的供需已经恢复平衡）我们认为 4 季度末，本轮生猪周期就已经完结，即使考虑到 2012 年 1、2 月份的季节效应，在明年 1 季度末，食品 CPI 的同比很可能会回落至 6.6%。

图 45：农产品批发价格指数（2000=100）



数据来源：农业部；宏源证券研究所

图 46：前四周商务部食品价格监测情况（周环比，%）



数据来源：商务部；宏源证券研究所

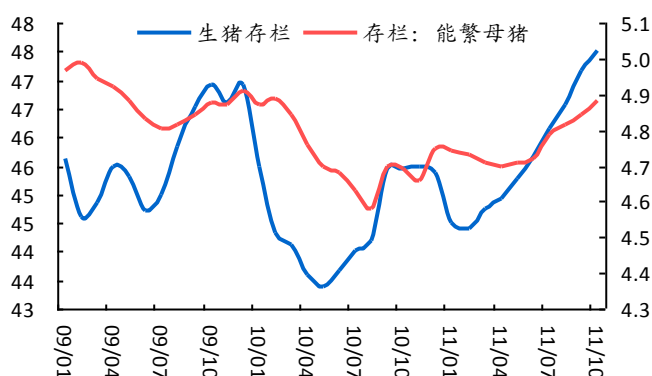
出口下行，实际消费疲软和投资降温共同造成了总需求减少，从大格局来看，这意味着本来明显供不应求的失衡经济正在向均衡点回归。长期来看，可以把非食品 CPI 看作一个产出缺口的间接指示，因为食品因素受到的周期波动影响要更大，而非食品的食品更能反映经济的潜在产出和实际产出之间的缺口。

本轮通胀的更大的特征在于非食品 CPI 同比高企，其最高点达到了 3%，而 2008 年那一轮通胀中该指标最高水平仅为 2.1%（而食品的食品曾高达 23.3%），这也是我们把整体经济失衡看作本轮通胀的根本原因的重要佐证。而现在，这一根本驱动因素正在消退，主要由于需求面的下行幅度会超过供给面。把以上的现实因素和这种经济回归均衡的大背景结合起来，至少在明年上半年，通胀的下行都是非常确定的，但同比很难跌破 3%；我们预计，2012 年第一季度的非食品 CPI 将会降至 2.1% 的低点，受整个经济下行的影响，直

到 3 季度，这一指标都会降至 2% 以内，直到第四季度，整个经济产出重新开始恢复后才可能出现一定的回升。

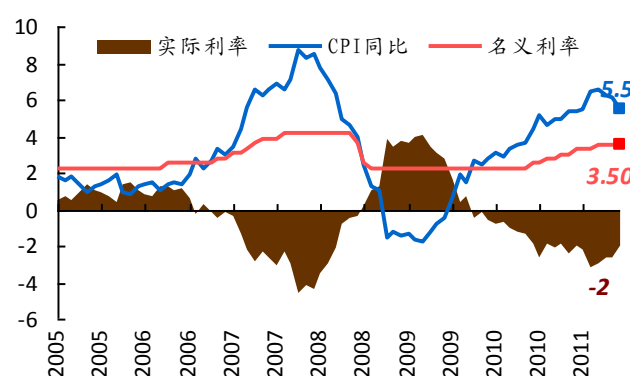
综合来看，预计 2012 年 1 季度 CPI 同比将从上一季的 4.9% 下跌到 3.6% 左右的平台，一直持续到第 3 季度，并在第 4 季度上升到 4.3% 左右。我们认为，3.5% 左右的 CPI 是一个比较关键的节点，原因在于，中国 1 年期的居民储蓄存款利率在 3.5% 左右，3.5% 以下的通胀率意味着实际利率由负变正，我们预计这一时点的到来对于中国整个流动性水平都会产生重要影响。最直接的影响在于，很多在表外循环的业务，如转变为理财产品的银行存款等重新进入表内，这会带来流动性情况的好转——即货币运行重归常态，传导渠道也会被重新理顺。

图 47: 生猪存栏和能繁母猪存栏 (千万头)



数据来源: WIND, 按日展平处理; 宏源证券研究所

图 48: 名义与实际利率 (%)



数据来源: CEIC, CPI 按日展平处理; 宏源证券研究所

通胀下行使得在明年的 1 季度末到 2 季度初，即 3 至 4 月，货币政策的反转有了空间。央行在 11 月 16 日发布的《三季度货币政策执行报告》中依然表明了其对于通胀走势的重视，其强调通胀的长期主导因素并没有消除，比如“中国劳动力成本、服务业及非贸易品价格等可能会有持续和刚性上升的过程”。也就是说，虽然在目前来看，出于预防政策超调风险的考虑，货币政策已经不可能再收紧，但是货币政策放松的可操作性依然直接取决于通胀水平能否到达 4% 以下的心理安全水平，而按照我们的判断，这一时点在明年 1 季度就可以达到，在下述三大风险的倒逼下，货币政策全面转向的铁闸将会打开。

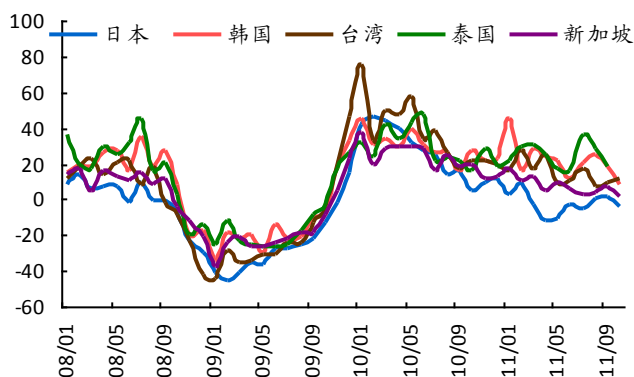
二、三大风险倒逼政策转向

1. 外需增长缓慢

在全球经济增长不振的大背景下，特别是考虑到欧盟经济的疲软和明显的下行风险，以及美国经济越来越弱的经济引擎的作用，外需的萎缩会导致中国的出口部门出现一个明显的下行。

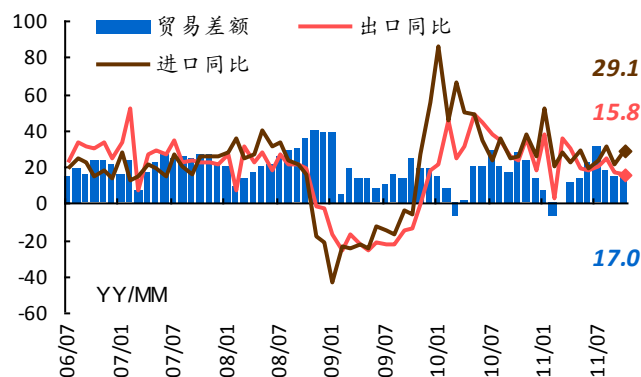
从数据上来看，东亚几个主要的出口国家的出口增速都在放慢，日本 10 月份出口额较上年同期下降 3.7%，当月出现贸易逆差 2738 亿日元，这种出口萎缩虽然有汇率升值和重建的因素，但是欧美需求的减少也是主要的驱动。韩国在 10 月份出口的同比增速下降了 10.1 个百分点至 8%，新加坡的出口增速也降至 2% 的低位（图 49）。显然，欧美外需的疲软对于整个东亚地区出口冲击是有普遍性的，中国自然也难以独善其身。

图 49: 亚洲经济体出口同比增速 (%)



数据来源: Bloomberg, 宏源证券研究所

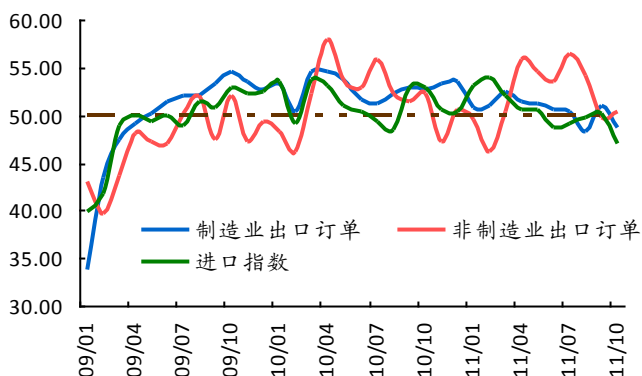
图 50: 进出口同比及贸易差额 (%，十亿美元)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

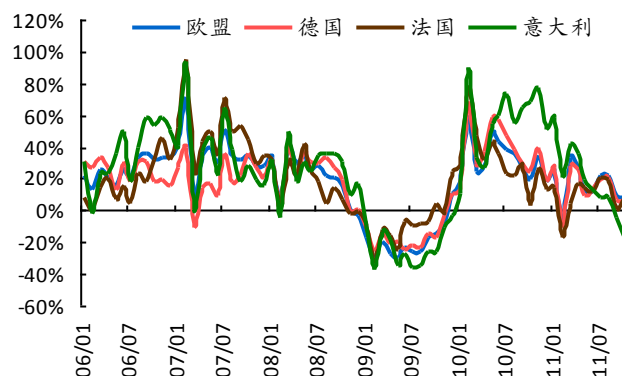
在外需萎缩的大趋势下，中国的出口增速已经降至 15.8%，我们认为其还会出现下行（图 50），10 月份，对欧盟的出口同比增速已经降至 7.5%，而对意大利这样的欧债重灾区的出口已经降至-18%（图 52），由于我们对于明年欧洲经济前景的悲观预期，我们认为对欧盟国家的出口包括对于一些欧盟核心国家的出口将成为主要出口下行驱动因素。从领先指标 PMI 来看，制造业的出口订单指数已经降至枯荣分界点以下（图 51），考虑到订单传导到实际出口的时滞，我们认为，至少整个明年上半年，中国的出口部门都将处于不断下探的过程中。

图 51: PMI 进出口指数 (%)



数据来源: Bloomberg, 宏源证券研究所

图 52: 对欧元区国家出口同比 (%)



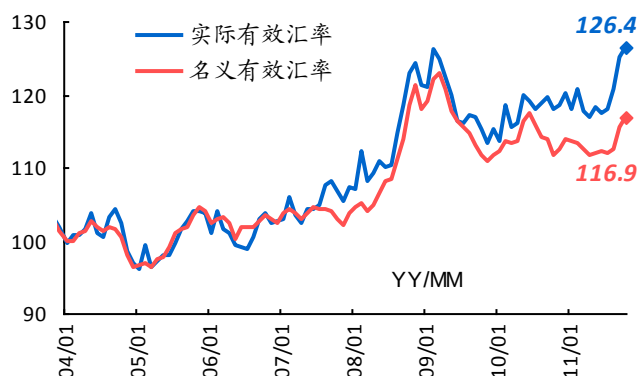
数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

但是，我们依然不认为其会降至 10% 以下，原因在于，美国和日本在未来一年将处于缓慢复苏的过程中，虽然其进程会比较疲软，但是并不像欧洲一样存在重大的风险，而且日本的产出缺口依然会为其经济带来一定的支撑，因此，我们认为，对美国和日本出口增速会保持在目前 20% 左右的水平，降至 10% 的可能性不大，再加上增速较高的新兴市场国家，这保证了未来中国的出口波动中枢在 10% 到 15% 之间。

剔除中国对外贸易中占比 50% 左右，与出口高度相关的加工贸易进口后，我们预计 2012 年中国的进口同比增速仍然维持在较高水平，顺差继续收窄。首先，明年国内需求虽然在缓慢冷却，经济着陆趋势也已非常明显，但 GDP 增速仍然能够保持在 8% 以上的高位；其次，更重要的是，人民币在过去一年中名义和实际有效汇率皆大幅升值（图 53），这进一步提高了其购买力，结合我们预计明年美元指数偏涨和欧元贬值的整体判断，以及国内外相对通胀水平比较稳定的预测（参考附表 2），2012 年人民币的有效汇率指数总体呈现稳中有升的趋势。

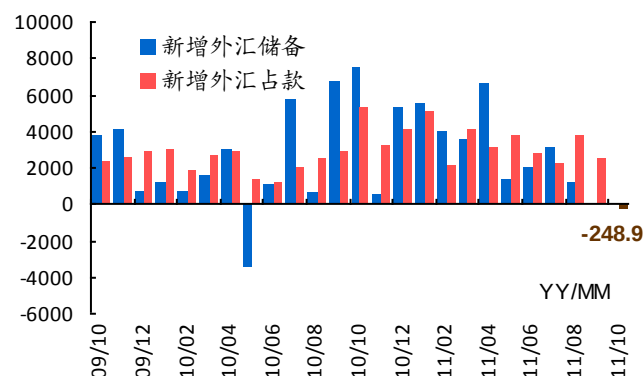
具体来说,我们预测 2012 年全年出口额同比增长 12~16%,进口同比增长 18 至 21%,贸易顺差占 GDP 的比例在 1.0 至 1.2%,外贸额同比增速会呈现出前低后高的走势,在 2 季度筑底。

图 53: 人民币有效汇率指数 (2005=100)



数据来源: CEIC; 数值上升表示人民币有效汇率升值; 宏源证券研究所

图 54: 外汇占款与外汇储备月变动 (亿人民币)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

2. 外汇占款萎缩带来的流动性风险

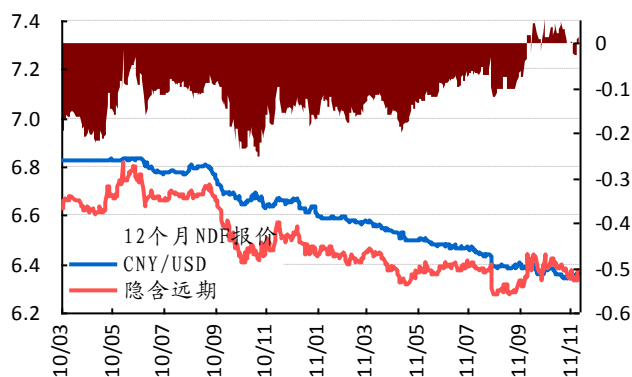
第二个风险来自于海外资金波动带来的流动性异常。人民银行 11 月 21 日公布的数据显示,10 月份中国外汇占款负增长 248.9 亿元(图 54),而在过去的 10 年期间除了 2007 年 12 月外汇占款出现了一个负增长(而且其明显是一个异常值)以外,外汇占款增量的月度数据的波动中枢一直保持在 2000 亿人民币以上。我们认为这是一个非常具有标志意义的事件,长期以来一直作为我国基础货币投放重要源头的外汇占款有可能退出历史舞台,而随之谢幕的,很可能就是中国长达 15 年烈火烹油,鲜花著锦的流动性过剩。中国在改革开放 30 多年来以极快的速度完成了经济货币化、资产货币化和资产泡沫化的过程,并站在货币国际化的起点。

就近来看,21 世纪以来中国长期的流动性过剩很大程度上是由于外汇占款所带来的基础货币的投放:由于中国大量的出口顺差以及 FDI 流入,在强制结售汇的制度安排下中国积累的大量外汇储备并导致了外汇占款为核心的被动货币投放,还衍生出了央票这一特殊工具。而 2005 年 7 月汇改之后,人民币的单边升值预期以及资产价格的全面升值使得热钱全面进军中国市场,外汇占款的突增使得中国出现流动性过剩的局面。但现在,这种局面出现了变化。

由于房地产调控以及经济软着陆,中国的资产不再具有吸引力。更重要的是,人民币的升值出现了拐点,在 NDF 市场上,人民币不再有远期升水(图 55),而戛纳峰会期间中国显示了迄今为止在汇率问题上的最强硬态度,东亚领导人会议期间中国政府亦表示要增强人民币汇率双向浮动的弹性,甚至人民币贬值的配套工具都已经准备到位:11 月 11 日,外管局发布通知,自今年 12 月 1 日起推出外汇看跌和外汇看涨两类风险逆转期权组合业务。

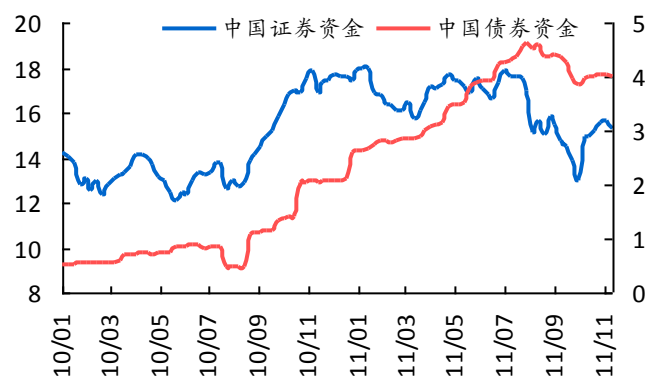
人民币资产对游资的吸引力已经不再,在人民币升值预期下前几年汹涌而来的热钱很可能将会退潮,在欧债危机引发的全球资金风险偏好降低的背景之下尤为如此。从 EPFR 的监测数据来看,2011 年 8 月到 10 月期间,国际资金对于人民币资产尤其是中国的证券市场的配置出现了明显减少(图 56)。

图 55: 人民币 12 个月 NDF 报价与隐含升水 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 56: 国际资金对于中国市场的配置 (%)



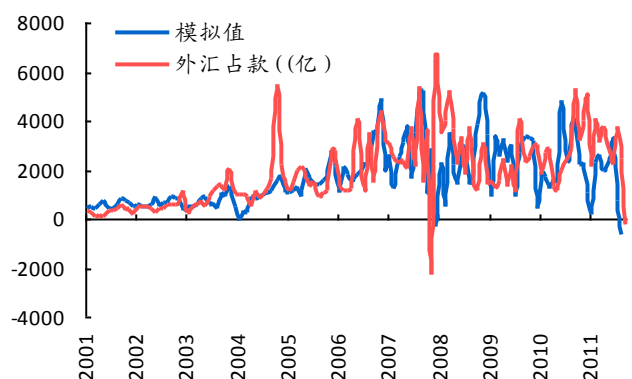
数据来源: EPFR, 周数据; 宏源证券研究所

人民币的结售汇制度使得中国的货币的自主权长期受到这种“二次投放”模式的干扰，从这个角度来说，外汇占款的减少使得中国的货币自主性更强。从短期来看，外汇占款这一主要基础货币投放方式的失灵使得中国的流动性供给渠道堵塞，未来银行体系提高信贷供应的能力受到影响；从这个角度出发，我们必须提示 2011 年 12 月和 2012 年 1 月之间有降准的可能（参考附表 1）。

我们用贸易顺差、FDI、外汇储备收益以及 EPFR 的外资配置数据对外汇占款进行了一个简单的拟合。结果发现，如果滞后一期的话，拟合效果其实要更好一些，这可能是由于实际资金的结算可能会有一定的时滞。考虑到贸易顺差的收窄和 EPFR 数据的走势，我们认为，短期来看，外汇占款的数据可能要再经历一个低谷后才能回升，并且从中期来看，其波动的中枢会出现大幅度的降低。这意味着，本来由于企稳的政策风向、定向的货币微调政策以及财政存款已经有些起色的中国流动性又一次面临供应不足的风险。

总的来说，在国际收支结构“双顺差”仍然存在的大背景下，我们认为外汇占款负增长是异常情况，但未来几个月很有可能维持异常趋势。进一步地，我们认为 2012 年外汇占款月增量的波动中枢应该在 1000~2000 亿人民币之间。

图 57: 外汇占款预测模型的拟合能力 (亿元)



数据来源: CEIC, 假定相关变量到外汇占款的影响滞后一期; 宏源证券研究所

图 58: 房地产投资单月值同比增速



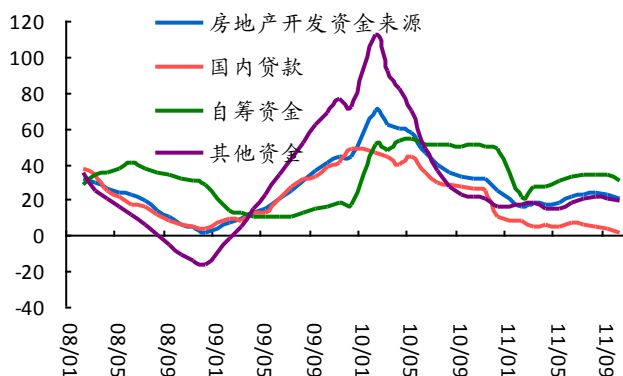
数据来源: WIND, 剔除了难以计算单月值的每年 1、2 月份; 宏源证券研究所

3. 房地产投资下行的风险

我们在四季度的宏观策略报告中（《主权债务风暴下的经济着陆》，10 月 3 日），着重指出了房地产业下行特别是房地产投资下行所带来的风险。逻辑是国内房地产贷款的增速

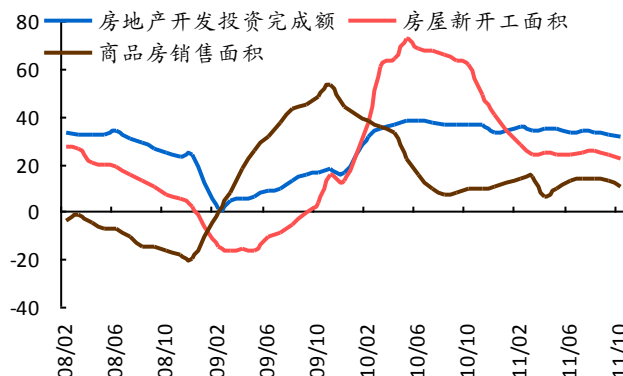
已经降至 0 左右（图 59），由于资金的收紧，缺乏融资渠道的房地产企业不得不对房地产进行降价来进行资金的回笼，这在数据上表现为其他资金增速的上升，而这会造成房价，特别是一手房价格下行。而在“开源”的同时，“截流”的资金操作意图以及房价下跌的价格效应就意味着房地产投资的全面下行。

图 59：房地产开发资金来源同比增速（%）



数据来源：WIND；宏源证券研究所

图 60：房地产销售和新开工累计同比（%）

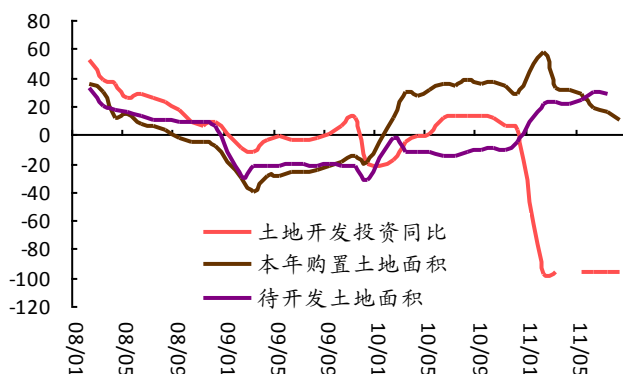


数据来源：WIND；宏源证券研究所

后续的数据证实了我们的判断，10 月份 70 个大中城市中有 34 个城市的新建住房价格较上月下降，而 9 月份只有 17 个。70 个大中城市中，有 16 个城市 10 月份新建商品房价格较上月上涨，低于 9 月份的 24 个。上海、深圳和广州等主要城市 10 月份新建商品房价格较 9 月份小幅下降，降价潮正在从一线城市向二线城市蔓延，同时，由于对于房地产市场的预期，房地产投资的单月同比增速在 9 月份已经出现跳水。10 月的房地产单月数据中，销售同比负增长、资金来源增速大幅放缓、新开工增速大幅跳水都使得我们对于未来的投资增速继续表示悲观（图 60）。

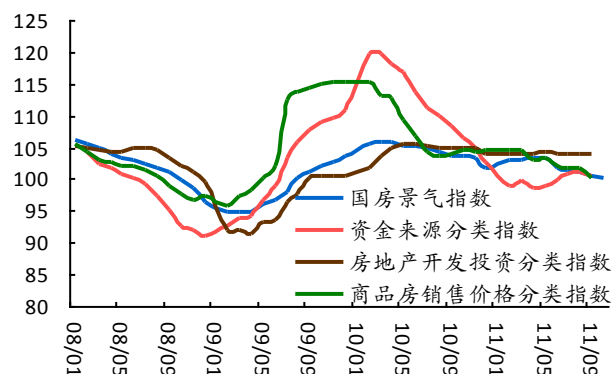
房地产开发投资的意愿的降低还表现在土地开发投资上，由于开发商一方面已经停止拿地，另一方面待开发土地的库存面积依然在增长，这说明开发商土地开发的意愿已经非常低（图 61）。由于土地的投资对于房地产投资具有一定的领先作用，我们可以预计房地产投资的下行趋势将在未来一年保持。考虑到，中央再三强调房地产调控的力度不会松动，并且目前的限购政策仍有可能向二三线城市蔓延，我们预计房地产投资增速将在明年 1 季度就降至 20% 以下，而整个部门的投资增速将在 3 季度降至 20.8%，直到 4 季度才会在产业政策的刺激下出现小幅回升（图 62）。

图 61：房地产土地开发投资累计同比（%）



数据来源：WIND；宏源证券研究所

图 62：国房景气指数（%）



数据来源：WIND；宏源证券研究所

4. 政策转向时点

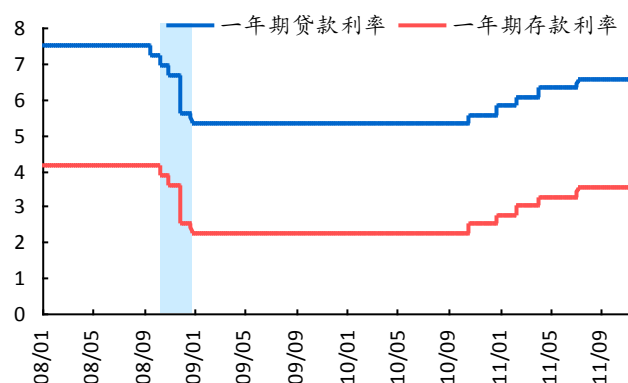
综上所述,我们认为外需萎缩带来的出口部门的紧缩、外部资金流出带来的流动性风险以及房地产调控带来的投资下行是中国目前面临的最为主要的三个风险。而出口,投资以及流动性的宽松可以看作是近 10 年以来中国经济保持高增长的三个核心的因素,毫无疑问,在这种全面的冲击下,中国经济的下行趋势已经非常确定。我们预计,在 2012 年的 1 季度,中国的出口增速将降至 13.2%左右,而固定资产投资增速将降至 21.0%左右,货币供应量将会继续保持在 13%的超低水平,而 GDP 的增速将会回落至 9%以下。考虑到这时欧元区边缘国家由于债务集中到期而市场风险开始加大,出口增速有进一步下探的可能,而犹如惊弓之鸟的国际资本会更加快速地回归母国,这将导致流动性情况进一步恶化。我们预计,明年 3 月份左右将会成为中国经济最为紧张的时刻,硬着陆的风险处于一触即发的状态。

由于 CPI 同比届时将降到政策当局“可容忍”的范围内,而中国经济也已经下行至总体供需的平衡点,硬着陆风险又比较大。明年 3 至 4 月份这很可能就是政策大戏粉墨登场的时候,在各种风险的倒逼下,政策当局很有可能通过连续的降息和降准扭转整个政策预期,形成全面的政策宽松甚至反转,而在 2 季度之后整个经济的运行将按照政策反转的逻辑进行展开。

三、政策转向与经济转向

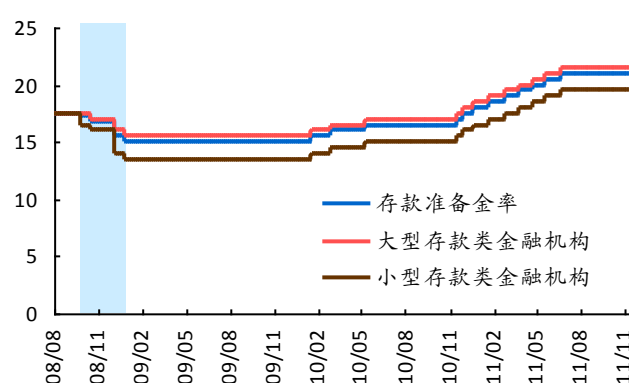
在政策反转已确定的情况下,我们所关注的就是政策面的宽松在经济面怎样体现,或者说,处于经济下行渠道的中国经济在逆周期的政策操作下走势如何。我们认为,总体来看,明年 1 季度末政策风向转变之后,虽然资本市场的反应会提前,但是在具体的经济走势上只能延缓经济下行趋势,而不能扭转经济着陆的趋势。

图 63: 政策利率: 存贷款利率 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 64: 存款准备金率 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

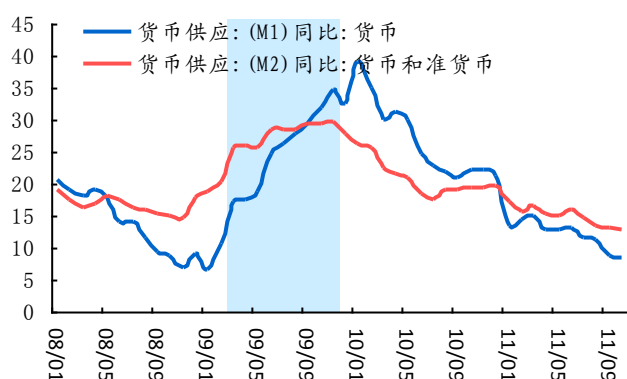
一方面是由于我们上述的三个风险因素远不是一轮宽松政策就可以消除的: 外围经济复苏疲软而风险因素丛生的局面并没有改变, 这尤其会导致中国的出口得不到市场的支持而难以有明显起色; 外汇占款增长的长期中枢的下移给中国带来的流动性压力也是长期性的; 而房地产的投资周期更长, 且即使针对于房地产的打压政策出现松动, 房地产行业在整个中国政策扶持行业序列中地位也已明显下移, 其改善也会是一个相当长期的过程。这些因素使得 1、2 季度之间的政策转向并能改变明年中国经济上半年甚至是前三个季度的悲观预期。

另一方面, 由于从货币政策转向到流动性改善再到投资重新回暖再到产出改善, 这里

面的每一步都存在一定的时滞。我们可以从 2008 年的经验来探寻政策驱动复苏的时间逻辑。于 2008 和 09 年，次债危机所引发的市场流动性的全面紧张以及风险丛生的局面和目前欧债危机的格局非常相似，货币政策转向（如图 65，图 66）的时点在 2008 年 10 月至 11 月之间，而后的流动性投放高峰滞后一个季度左右。而 4 万亿的财政刺激计划是在 2008 年 11 月份出台的。结合这样的政策时点以及政策执行时间，我们可以预估政策传导的前端时滞。

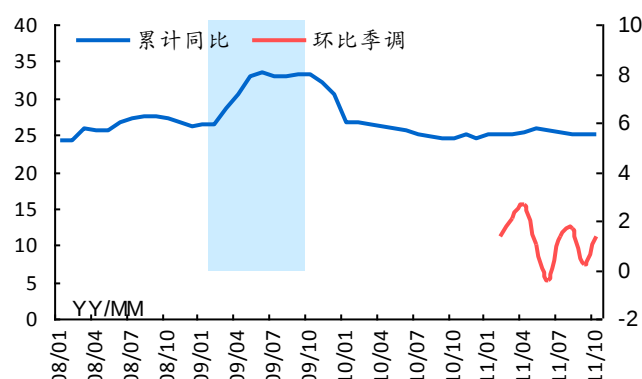
在政策下达的同时，货币供应就开始出现上升，我们发现，货币的增长开始于一月份，在 1 季度迎来高速增长，M1 表示的货币扩张在整个 2 季度得到了持续，而 M2 的扩张一直持续到年末，这说明流动性的改善会是一个比较长期的过程。

图 65：货币供应的增加（%）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

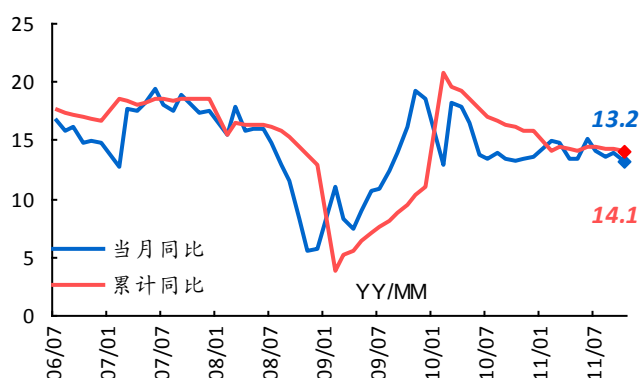
图 66：投资增速的增加（%）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

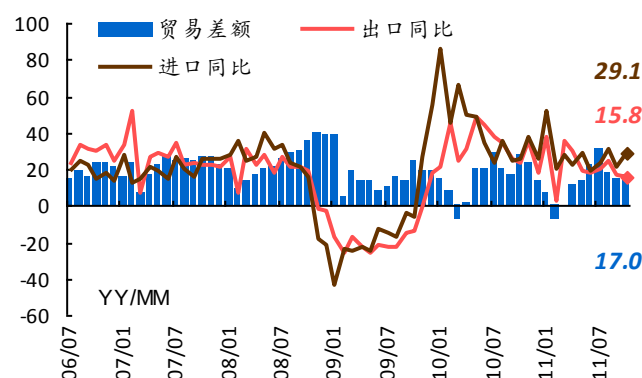
而伴随着流动性增长的是投资增长，可以看出，这种投资增速的增长窗口应该在 1 个季度左右，而具体时点是在政策“投放”完毕以后，一般滞后于流动性拐点 1 个月左右，显然，从逻辑上来说，资金的充裕转化为实际投资的投放存在一个投资意愿的转变，这个转变的时间大约在一个月以内，可以认为，这一转变在政策投放的过程的中就已经完成了。

图 67：工业增加值概况（%）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

图 68：进出口同比及贸易差额（%，十亿美元）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

投资的增速最终会表现为投资产出的回升，工业增加值的当月同比数据显示出增速的两波回升，我们认为，第一波上升是由于 4 万亿财政政策的刺激，由于财政采购的效应是立竿见影的，会在工业生产上直接得到体现，但是如果忽视这种财政政策的扭曲，流动性反转驱动的投资所造成的工业生产的增长直到 5~6 月份见效。也就是说，在货币政策投放完成之后的 4 到 5 个月后，在流动性和投资发生转折性增长 1 个季度之后，政策才会传导

到工业生产上来。而结合中国的进口数据，可以进一步看出政策对于内需的刺激情况，我们发现从工业生产同比开始反弹到4季度内需的恢复（同比增速变为正）要经历1个季度以上的震荡。

综上所述，从过去的经验分析：货币政策从转向到实体经济流动性水平改善需要1个季度的时间，而对于经济的预期的转变将会伴随着政策实施同时进行；而在政策投放完成之后，流动性水平会紧跟着改善，打开了资金约束的企业开始扩张投资，经历一个季度以上的投资增长之后，增速上升到一个新的平台，工业生产的增速的提高也会随之开始，而内需的恢复以及快速的增长又要再滞后一个季度以上，这时候，距离政策开始投入的时点已经过去一年。

我们预计，在2012年1季度末，货币政策反转之后，中国将会进入一个季度左右的政策投放期，存款准备金会在2季度末降至20.5%左右，利率会随后下行至3.25%，而在明年年中，货币的流动性将会出现明显的改善，我们认为3季度的M2增速会快于2季度，投资也将会出现恢复的迹象，投资实际同比增速将会在3季度达到年中的高点17.3%，而经济增长的恢复将会在4季度的数据中显现出来，在货币政策反转之后的半年中，经济将会由于周期的惯性而呈现出继续下行的趋势，3季度GDP单季实际同比可能降至8%以下。由于投资效果开始显现，并且配合政治周期，加上基数效应，明年4季度的经济增长应该会突增至10.8%左右。整体来看，各个部门会按照我们上述的顺序逐渐复苏反转，经济会呈现出“先见底再复苏”的整体走势，我们对于明年4季度经济明显好转保持乐观态度，具体的预测细项数据可以参考附表1。

值得提示的风险还有，上面所提到的外汇占款增量如果出现快速的减少可能会给流动性带来超预期的压力。我们在四季度的宏观策略报告中曾经对四季度的流动性情况进行过评估。当时我们认为，由于可以使用公开市场操作的方式进行定量化的调控，流动性的主动性依然掌握在央行手中，但是如果外资流动的波动超出预期造成外汇占款这一货币投放渠道暂时失效的话，可能会让央行的流动性投入措手不及，这使得降准这种央行目前还不愿动用的指示性意味很强的政策工具可能会提早登场，而可能使得我们所预测的时间表出现一定程度的提前，但是这种在通胀下行之前的被动政策调节可能使得中国经济的失衡得不到充分的矫正，从而在长期使其面对类“滞胀”的困局。

四、转型决定长期动力

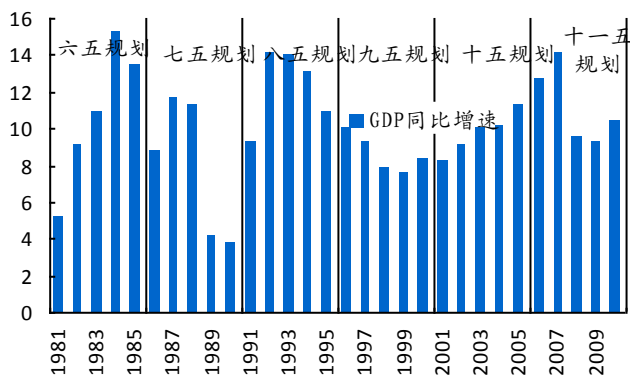
我们认为，2012年先筑底再复苏的经济走势与“十八大”的重大政治事件结合在一起其实意味着明年是一个非常好的改革窗口，“保增长”和“控通胀”这两个任务基本完成之后，“促转型”的目标将会在明年得到集中体现。

1. “十二五”加“十八大”：改革的关键时点

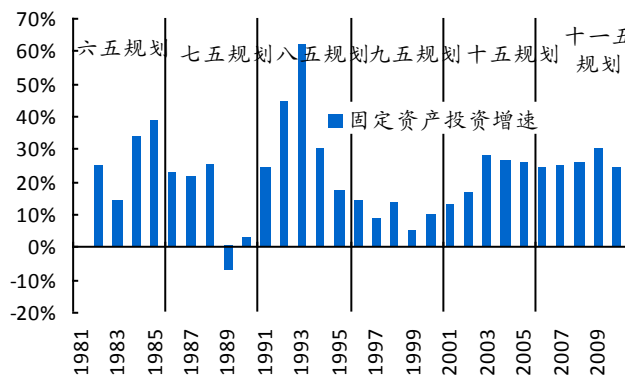
我们认为，改革并不是一个抽象的政治推动的产物，任何改革必然是一定特定历史时期生产力的发展情况倒逼完成的。本轮经济的下行在纠正前期经济的失衡的同时也给中国一直以来在宽松流动性水平下，依赖于出口，投资尤其是房地产和基建来拉动经济增长的模式的可持续性打上了大大的问号，正如我们在对明年经济走势的预测中分析的，明年几个主要的风险因素所威胁到的恰恰是中国经济增长的核心驱动力，如果说货币政策的反转所带来的仅仅是一个短周期的反弹的话，中国要实现长期经济周期的复苏必须要依赖于改革，甚至这些改革会超过经济层面，涉及政府改革。因此，我们认为改革的倒逼机制已经形成。

同时,明年的经济走势其实要经历一个“先见底,再复苏”的涅槃过程,预计 GDP 增长的目标会被划定在 7.5%左右。由于“保增长”的压力较小,改革推动的阻力会小很多;而且,产业结构的调整特别是针对于一些新兴产业的扶持其实可以理解为逆周期的财政政策和经济从谷底复苏的助力。明年的经济触底会形成一个非常好的改革窗口。

政治周期的配合也是我们相信这个改革时点的重要理由,明年是“十二五”规划的第二年,对于政府部门发挥重要经济参与作用的经济体,五年规划作为政策和经济发展的阶段性总纲的重要意义不言而喻。而且,可以发现,五年规划的框架下,经济走势存在一个经验性的结论:每个五年计划的中期将比初期有更多的机会,前面的时期在高速增长直至过热,然后在后期降温(图 69,图 70)。因此,2012 和 2013 年作为“十二五”规划重点加速的年份,政治周期其实会推动改革的推进和完成。再加上“十八大”后政府换届基本完成,我们认为,本轮改革可以顺势借助政治周期的东风来进行一些破冰性的探索。

图 69: 五年规划和 GDP 同比增速 (%)


数据来源: WIND, 宏源证券研究所;

图 70: 固定资产投资同比增速 (%)


数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

总体来看,由于原有经济模式所面临的威胁,宏观经济的“涅槃式”走势以及政治周期的推动,我们认为明年是一个好的改革时点,而具体的改革方向可以参考“十二五”规划所勾勒出的改革路径和方向。

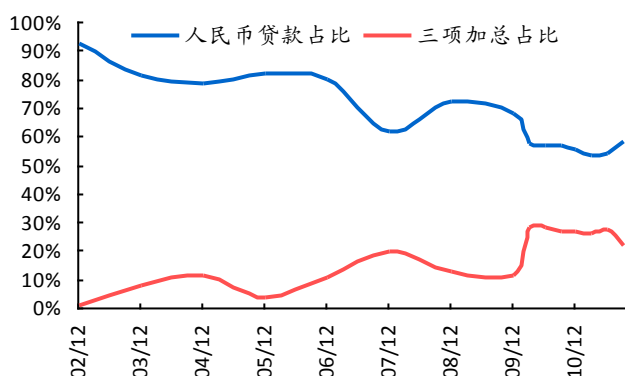
我们在今年早期针对于“十二五”规划的深度报告(见《十二五规划深度研究: 改变真的会发生吗》,2011 年 1 月 4 日)中曾经指出过“十二五”规划期间的四大发展和投资主题——区域发展、产业升级、消费推动和节能环保。从行业角度来说,规划中明确提出的七大新兴产业: 新能源、新能源汽车、节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造和新材料都将作为政策重点投放的领域,而对于非新兴产业例如钢铁等,“十二五”规划也强调了节能、转型和结构调整的重要意义。我们预计,在 2012 至 2013 年中,围绕这些主题和行业,会有密集的财政和金融等各方面的扶持政策来保障规划的推进,尤其是在货币政策和经济增长全面反转之前的一段时间中,有选择性地针对一些行业进行定向性的支持可能成为防止中国经济硬着陆的逆周期政策出台,这也符合近期政策高层“有保有控”的表述,我们认为,这些会形成一系列的事件型的机会。

2. 利率市场化

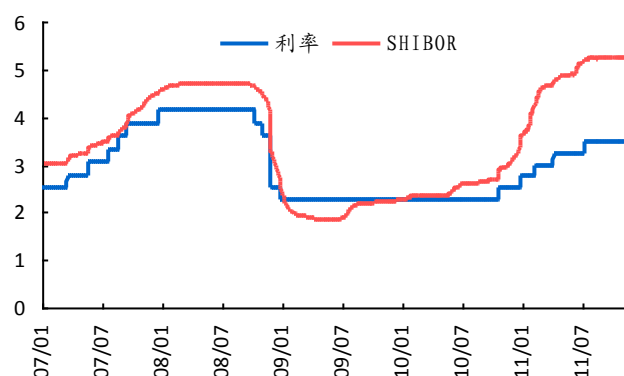
由于我国目前的利率管制没有放开,在资金市场上,其实已经形成了一种“双轨”的利率制度制,管制利率和市场利率分别存在。利率双轨制必然会带来套利空间,比如今年蓬勃发展并带来巨大风险的票据融资贷款就是使用票据手段在贴现和再贴现来实现套利。所谓的影子银行体系其实就是瞄准了利率双轨制之下的利润的缝隙或者说寻租的空间来获取生存的机会。这种不合理的套利机会的出现也就意味着改革已经存在动力。

我们认为，目前管制利率偏离（低于）均衡利率的现象导致了对于信贷资源的供不应求，这使得银行系统长期处于强势地位，并且客观上造成了信贷资源向大型国有企业的倾斜，而中小民营企业所拥有的信贷资源其实非常匮乏，这造成了今年危机背景下大量中小企业资金链的断裂，也给高风险的民间融资甚至是高利贷融资提供了发展空间。中央在温州密集调研并且迅速推出“国九条”这样的支持小型和微型企业发展的金融财税措施，针对的就是中小企业资金的匮乏，而这种匮乏其实正源于利率管制带来的制度性扭曲。

同时，我们认为，在金融多元化发展的趋势之下，数量型的货币政策已经明显存在覆盖不足的问题，而需要向价格型的货币政策转向。我们在宏观数据的点评月报中连续指出了中国银行体系中存在的脱媒现象，并匡算了社会融资重量和结构的动态变动情况（图 44，图 71）：高通胀和低利率使得储户有动力增加对于银行理财产品的配置，银行也乐于把表内资产转移到表外，而在整个银行体系以外，社会融资的渠道进一步多元化。今年前三季度，中国社会融资规模为 9.8 万亿元，其中人民币贷款增加 5.68 万亿元，同比少增 5977 亿元；人民币贷款以外融资规模增加 4.12 万亿元，其中委托贷款增加 1.07 万亿元，同比多增 5625 亿元（占社会融资规模的比重为 10.9%，同比高 6.3 个百分点），成为社会融资规模各构成项目中增长最快、增幅最大的融资渠道。从图 71 中，我们可以看出银行贷款这一融资渠道的占比越来越小，因此，仅仅依赖于控制信贷以及调节准备金的数量化方式已经无法实现货币政策的调控目标。

图 71：人民币贷款在社会融资总量中的占比（%）


数据来源：CEIC，宏源证券研究所；表中的“三项加总”代表委托贷款、信托贷款和承兑汇票三项的加总

图 72：存款利率和银行间同业拆借利率（%）


数据来源：CEIC，“利率”为一年期居民储蓄存款年利率；宏源证券研究所

根据目前的货币资金供需情况、金融体系结构以及社会融资结构来进行可行性分析：可以认为利率市场化的直接结果是银行息差资源的降低。中国银行测算报告结果显示，人民币贷款利率下限放开后，工、农、中、建四大行净息差较 2010 年分别下降 16 个、17 个、15 个和 18 个基准点，利息净收入分别下降 6.64%、6.68%、7.26%、7.11%。人民币存款利率上限放开后，工、农、中、建四大行净息差较 2010 年分别下降 104 个、111 个、83 个和 110 个基准点，利息净收入分别下降 42.69%、43.08%、40.07%、44.29%。这意味着未来上述银行利息收入将下降一半左右，各家银行必须拓展非利息收入来源。

我们认为，银行体系的利润一直以来的稳定增加会成为承担这种改革成本的缓冲带，而且，从长期来看，我们认为利率市场化改革对于银行体系的效率提升是有刺激作用。必须认识到，目前银行体系的高利润是其不合理体系导致的溢价，一方面这种不合理制度的成本是由“缺钱”的企业去承担，另一方面，银行的配置效率会长期得不到提升，举例来说，目前银行间的拆借利率甚至都要高于人民币的存款利率，这意味着，理财产品的资金只要把资金拆借出去就可以提供比存款更高的收益，因此银行理财产品并不存在很强的优

化配置的动力。

总的来说，本轮流动性脱媒，中小企业缺钱和民间融资风险引爆所带来一整套乱局将推动人民币利率市场化改革的脚步。虽然利率的完全放开还需要假以时日，但是我们认为这项改革的倒逼机制已经形成，并且可行性也已经具有，债券市场的发展是利率市场化改革的前提，因此，我们看好明年针对于债券市场的一些列铺垫性的政策。

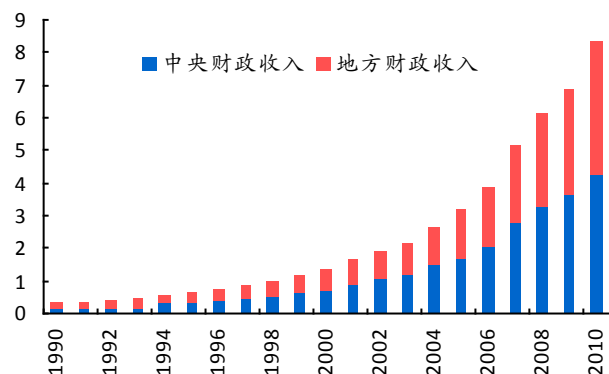
3. 税制改革

在定向宽松的政策风向下，税制改革重启的大幕已经拉开。10月26日温家宝主持的会议已经决定，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，这意味着营业税和增值税重复征收这一中国税制中顽疾的解决已经在时间表中。而今年的税负降低的政策还不止这些，在今年个人所得税法修订后，从9月1日起全国有6000万人不需缴纳个税，全年减负1600亿元左右；从11月1日起，企业营业税和增值税的起征点都将上调至月营业额人民币5000至20000元。另外在降低企业收费方面也有动作。财政部和发改委近日决定，从2012年至2014年，对小型微型企业免征管理类、登记类、证照类行政事业性收费，具体包括企业注册登记费、税务发票工本费、海关监管手续费、货物原产地证明书费、农机监理费等22项收费。

我们认为，1994年之后一直处于停滞状态的税改，在明年可能会逐步重启，其根本的要点有三：一是全方位的降低税负，尤其是针对于一些重点扶持的新兴产业的税负，以配合上面所说的产业升级；二是通过税改进一步理顺中央和地方在事权和财权方面的不匹配；三是逐步纠正目前税制体系中一些重复征税等明显影响效率的情况。

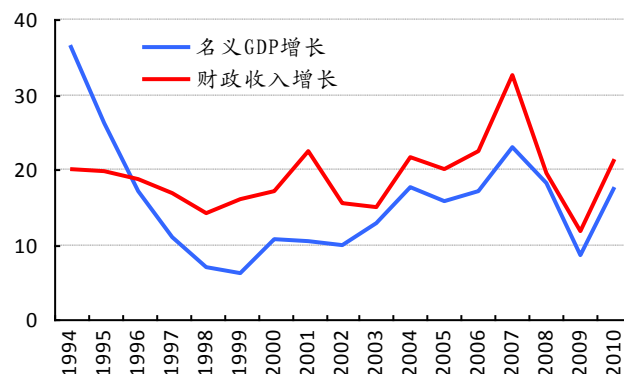
其实，在税改以来的十多年的时间里，中央之所以迟迟没有动作，主要的阻力依然来自于中央和地方的财权的分配博弈。以营业税改增值税为例，由于营业税在中国总体的税收体系中依然占据着很重要的位置，如果按照1994年的思路进行改革，将造成地方财权的进一步减少，这使得把完全归地方的营业税改为中央拿75%，地方拿25%的增值税的改革的难以进行。而本次税改规划中对于“试点期间原归属试点地区的营业税收入，改征增值税后收入仍归属试点地区。试点行业原营业税优惠政策可以延续，并根据增值税特点调整”的表述也是非常重要的，其使得此项改革所面临的地方政府的阻力大大减少，我们认为，其透露出的理顺中央和地方财权方面的改革方向是值得期待，并且可能会有进一步的进展（具体的研究可以参考我们日后推出的关于税制改革的深度系列报告）。

图 73：中央财政收入和地方财政收入（万亿元）



数据来源：CEIC；宏源证券研究所

图 74：财政收入增长率和名义 GDP 增长率 (%)



数据来源：CEIC；宏源证券研究所

我们之所以认为明年会出现税改的重要机会的原因同样是基于对于经济形势以及改革可行性的判断,整体上降低企业税负的政策导向既符合逆周期操作的经济政策目标也符合全面进行产业升级、对新兴产业进行扶持的政治目标,更重要的是,其对于解决“国进民退”的问题具有重要的指示意义。

今年前十个月,全国税收收入已达 79634 亿元,同比增长 26.6%。该收入规模,已经超过 2010 年全年收入 73210 亿元(图 73)。在经济下行周期中,财政收入的逆周期超高速增长既说明中国的税收工具并没有发挥自动稳定器的作用,也说明,中国存在相当高比例的降低税负的空间,在一个高平台上进行新一轮的税改,所遇到的改革阻力会小很多,弹性也更大。这也是我们看好本轮税改的可行性的另一重要原因(图 74)。

预测数据汇总

附表 1: 中国核心经济指标预测汇总 (预测基于截至 2011 年 11 月 22 日可得数据)

	2010	2011F	2012F	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
实际 GDP (同比增长, %)	10.4	9.2	8.8	9.7	9.5	9.1	8.9	8.9	8.1	7.9	10.8
工业增加值 (同比增长, %)	15.7	13.9	13.1	14.9	13.9	13.8	13.0	12.9	13.2	12.7	13.4
社会消费品零售总额 (名义同比增长, %)	18.4	17.5	17.9	17.1	18.2	17.3	17.2	17.0	18.1	18.1	18.5
社会消费品零售总额 (实际同比增长, %)	14.8	12.1	14.1	12.4	12.5	11.0	12.3	13.3	14.3	14.5	14.2
城镇固定资产投资 (累计, 名义同比增长%)	24.5	24.4	21.0	25.0	25.6	24.9	24.4	21.0	21.4	20.8	21.0
城镇固定资产投资 (累计, 实际同比增长%)	20.2	17.9	17.2	18.5	19.0	18.1	17.9	16.2	17.0	17.3	17.2
出口 (美元, 十亿)	1578	1906	2181	400	475	518	514	452	532	599	597
出口 (同比增长, 以美元计价, %)	31.3	20.8	14.4	26.4	22.0	20.1	15.8	13.2	12.1	15.7	16.2
进口 (美元, 十亿)	1394	1759	2100	400	428	454	476	475	511	537	577
进口 (同比增长, 以美元计价, %)	38.9	26.2	19.4	32.8	23.1	22.2	25.1	18.7	19.3	18.2	21.3
贸易顺差 (美元, 十亿)	185	155	81	-1	47	71	38	-23	22	62	20
贸易顺差 (人民币, 十亿)	1249	993	498	-5	304	456	238	-143	134	386	120
贸易顺差 (占 GDP 比例)	3.11	2.36	1.11	-0.05	1.49	4.46	2.21	-1.27	1.19	3.43	1.07
CPI (同比增长, %)	3.3	5.5	3.8	5.1	5.7	6.3	4.9	3.6	3.8	3.6	4.3
CPI (非食品) (同比增长, %)	1.4	2.8	2.1	2.5	2.9	2.9	2.7	2.1	2.2	1.9	2.3
CPI (食品) (同比增长, %)	7.2	11.7	7.2	11.0	12.5	13.9	9.3	6.6	7.1	7.0	8.2
PPI (同比增长, %)	5.5	6.3	7.0	7.0	6.9	7.1	4.3	6.3	5.2	7.6	8.8
PPI 购进价格指数 (同比增长, %)	9.6	9.5	9.8	10.2	10.4	10.5	6.7	8.2	11.2	9.4	10.4
货币供应量(M2, 期末, 同比增长, %)	19.7	14.1	13.4	16.6	15.9	12.9	14.1	13.2	13.8	13.6	13.4
外汇占款 (十亿人民币)	3268	3582	2228	1124	964	844	650	378	456	612	782
新增人民币贷款 (十亿人民币)	7927	7350	8136	2257	1925	1511	1956	2441	2441	1627	1627
人民币汇率 (人民币/美元, 期末值)	6.61	6.27	6.14	6.55	6.46	6.37	6.27	6.24	6.20	6.17	6.14
人民币汇率 (升值幅度, %)	3.22	5.20	2.10	0.89	1.29	1.45	1.57	0.53	0.53	0.53	0.53
10 年期国债到期收益率 (% , 期末值)	3.91	3.85	3.62	3.91	3.89	3.90	3.85	3.75	3.61	3.82	3.62
存款准备金率 (%)	18.5	21.5	20.5	20.0	21.5	21.5	21.5	20.5	20.0	19.5	19.5
一年期存款基准利率 (年利率, %, 期末值)	2.75	3.50	3.25	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.25	3.25	3.25
一年期贷款基准利率 (年利率, %, 期末值)	5.81	6.56	6.31	6.06	6.31	6.56	6.56	6.56	6.31	6.31	6.31

数据来源: 历史数据来自 Bloomberg, 蓝色数字为预测值; 宏源证券研究所。

附表 2: 主要经济体季度 GDP 增长与 CPI 同比预测 (预测基于截至 2011 年 11 月 17 日可得数据)

		2010	2011	2012	2011				2012			
实际 GDP(%)					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
发达国家 (G7)												
美国	季调环比折年	+3.0	+1.7	+1.6	+0.4	+1.3	+2.0	+2.0	+1.7	+2.1	+1.8	+1.0
欧盟	同比	+1.8	+1.6	+0.7	+2.4	+1.6	+1.4	+1.1	+0.5	+0.7	+0.6	+1.2
日本	季调环比折年	+4.0	-0.4	+2.5	-3.7	-2.1	+1.9	+2.0	+2.9	+2.2	+1.5	+1.7
英国	同比	+1.4	+0.9	+1.3	+1.6	+0.6	+0.5	+1.0	+1.0	+1.2	+1.3	+1.2
德国	同比	+3.7	+2.9	+1.0	+4.6	+2.8	+2.5	+1.9	+0.8	+1.0	+0.9	+1.5
法国	同比	+1.5	+1.6	+1.2	+2.2	+1.7	+1.6	+1.3	+0.7	+1.1	+1.1	+0.9
意大利	同比	+1.5	+0.6	+0.2	+1.0	+0.8	+0.5	+0.2	+0.1	-0.3	-0.1	+0.0
加拿大	季调环比折年	+3.2	+2.2	+2.1	+3.6	-0.4	+2.0	+2.0	+2.5	+2.3	+3.0	+2.9
发展中国家 (金砖四国)												
中国	同比	+10.4	+9.2	+8.8	+9.7	+9.5	+9.1	+9.0	+8.9	+8.1	+7.9	+10.8
印度	同比	+8.9	+7.6	+8.2	+7.8	+7.7	+7.3	+7.6	+7.7	+8.1	+8.3	+8.2
俄罗斯	同比	+4.0	+4.0	+3.6	+4.1	+3.4	+4.8	+4.1	+3.6	+3.8	+3.3	+3.4
巴西	同比	+7.6	+3.7	+3.3	+4.2	+3.1	+3.9	+4.0	+3.5	+3.5	+3.2	+3.1
		2010	2011	2012	2011				2012			
CPI(同比, %)					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
发达国家 (G7)												
美国		+1.6	+3.1	+2.1	+2.1	+3.5	+3.8	+3.4	+2.5	+2.1	+2.0	+2.0
欧盟		+1.6	+2.6	+1.8	+2.5	+2.7	+2.7	+2.6	+2.1	+1.8	+1.8	+1.6
日本		-0.7	-0.2	-0.2	-0.5	-0.4	+0.1	-0.1	-0.1	+0.1	-0.3	-0.2
英国		+3.3	+4.5	+2.8	+4.1	+4.4	+4.7	+4.8	+3.5	+2.8	+2.5	+2.2
德国		+1.2	+2.3	+1.9	+2.2	+2.5	+2.7	+2.4	+2.0	+1.7	+1.7	+1.7
法国		+1.7	+2.1	+1.7	+2.0	+2.2	+2.3	+2.4	+2.0	+1.6	+2.0	+1.7
意大利		+1.6	+2.7	+2.2	+2.3	+3.0	+2.7	+3.0	+2.9	+2.6	+2.2	+2.3
加拿大		+1.8	+2.9	+2.1	+2.6	+3.4	+3.0	+2.7	+2.3	+1.9	+2.0	+2.0
发展中国家 (金砖四国)												
中国		+3.3	+5.5	+3.8	+5.1	+5.7	+6.3	+4.9	+3.6	+3.8	+3.6	+4.3
印度		+12.1	+8.9	+8.6	+9.0	+8.9	+9.2	+8.6	+8.6	+8.5	+8.8	+8.9
俄罗斯		+6.9	+8.5	+7.0	+9.5	+9.5	+8.1	+7.3	+6.6	+6.5	+7.9	+7.2
巴西		+5.0	+6.3	+5.3	+6.1	+6.6	+7.1	+6.4	+5.7	+5.3	+5.4	+5.3

数据来源: 历史数据来自 Bloomberg, 其中美国、欧盟、日本、英国和中国的数据为宏源证券研究所宏观组预测;

其它预测数据来自 Bloomberg 汇总的机构预测中位数, 蓝色数字为预测值; 宏源证券研究所。

分析师简介:

邴 彬: 宏源证券研究所首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

秦培景: 宏源证券研究所高级宏观分析师, 复旦大学金融学博士, 主要研究领域为开放宏观经济学, 对外经济政策, 人民币汇率; 于 2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。