



研究报告:

通往再平衡之路

宏观研究小组

2012 年宏观经济研究

我国宏观经济运行数据

同比增速, %	11.09	11.10
工业增加值	13.80	13.20
城镇固定资产投资	24.90	24.90
社会消费品零售总额	17.70	17.20
进口	20.88	28.70
出口	17.08	15.90
PMI 指数	51.20	50.40
CPI	6.10	5.50
PPI	6.52	5.00
M1	8.90	8.40
M2	13.00	12.90
人民币贷款余额	15.90	15.80

相关报告

《全球性通胀及国内通胀专题研究：通胀——未完待续！》

2011 年 08 月 05 日

《2011 年中期宏观经济报告：近忧舒缓，远虑未除》

2011 年 07 月 07 日

分析师

邹璐

执业编号: S035051012001

电话: 0755-83707473

邮件: zoul01@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **全球经济失衡迎来改善良机，中国步入再平衡之路。**2010 年以来全球债务危机爆发只是全球经济失衡的再次表现。债务危机后各国政策空间日益狭窄，经济结构调整已迫在眉睫，全球经济失衡正迎来改善良机。根据 IMF 预测，2013 年后全球经济失衡有望逐渐缩小。中国作为是全球经济失衡的重要组成部分，经济结构调整也已势在必行。2009 年底中国政府陆续实施房地产调控、促进消费等一系列措施，中国由此迈上再平衡之路。
- **中国再平衡主要体现在去地产化、促贸易平衡及促消费增长。**去地产化已启动，预计资金约束下 2012 年房地产投资增速降至 6%，受政策性投资回升影响固定资产投资则仍保持 18% 的同比增长；贸易平衡进程已开启，预计 2012 年出口继续降至 14%，进口降至 16%，贸易顺差继续缩窄；消费随着经济结构调整推进比重将得到提高，预计 2012 年实际消费增速有所回升。
- **再平衡中，中国已步入经济通胀“双回落期”，预计 2012 年中国 GDP 同比增长 8.2%，CPI 同比增长 3.6%。**由于出口投资回落，预计中国 GDP 同比增速将由 2011 年的 9.2% 放缓至 2012 年的 8.2%，全年呈现“前低后高”走势，二季度或迎来低点。受经济回落及货币持续紧缩影响，通胀压力逐渐缩小，预计 2012 年 CPI 降至 3.6%，PPI 降至 2.5%。
- **全球再宽松趋势及成本推动，中长期通胀压力仍存，2012 年下半年通胀或再起。**中国经济转型中劳动力成本及资源成本面临长期上升，中国通胀压力将较长期存在，目前在全球通胀尚未得到有效缓解的背景下，全球出现再宽松趋势，2012 年下半年通胀可能再起。预计 PPI 将于 2012 年中出现明显回升，CPI 在 2012 年下半年也有小幅上行可能。
- **2012 年政策基调不变下继续宽松微调，但难迎全面放松。**政策着力点正由“控通胀”偏向“保增长、调结构”。预计 2012 年政策宽松微调持续，但受制于通胀压力仍存，难以出现全面放松。财政政策“积极”基调下结构性减税成为重点。货币政策“稳健”基调下利率维持稳定，存款准备金率及信贷仍是主要微调手段。预计 2012 年利率不变，存款准备金率还将下调 2-3 次，新增信贷有望回升至 8.5 万亿，人民币汇率小幅升值 1%-2%。2012 年 M2 将底部回升至 15%，流动性趋于改善。

目 录

一、全球再危机，将走向全球再平衡.....	2
（一）全球经济失衡，危机再起的根源	2
（二）全球再危机，迎全球失衡改善良机	3
（三）再平衡的代价，全球经济步入慢增长阶段.....	4
1. 美国高失业率及高赤字压力下经济“慢增长”	4
2. 欧债危机波澜难息，欧洲国家将步“二次衰退”	5
二、中国再平衡之路，经济增速回落，着眼经济转型	7
（一）再平衡的选择：去地产化和促贸易平衡，推动经济转型	7
1. 房地产占 GDP 的比重过高，中国进入“去地产化”时代	7
2. 出口结构调整启动，中国贸易逐渐趋于平衡	8
3. 加大社会保障体系建设，促进消费增长	10
（二）再平衡的曲折之路：中国经济增速面临回落	11
1. 2012 年房地产投资将明显回落，固定资产投资继续放缓	11
2. 出口增速面临明显回落，贸易顺差继续缩窄	16
3. 实际消费对 GDP 的贡献有所提升	17
（三）再平衡中的价格因素：2012 年通胀回落，中长期仍存压力	17
1. 2012 年通胀将继续回落，全年同比增长 3.6%	18
2. 中长期通胀压力未消，2012 年下半年通胀或再起	19
三、中国再平衡中的政策选择	21
（一）基调不变下政策宽松微调，但难迎全面放松	21
1. 财政政策保持“积极”，结构性减税是重点	21
2. 货币政策“稳健”基调下利率不变，存款准备金率下调	22
（二）流动性趋于改善	24
1. 社会融资总量略增，新增信贷回升至 8.5 万亿	24
2. 预计货币供应量底部小幅回升	25
宏观经济数据预测	26

一、全球再危机，将走向全球再平衡

全球经济在经历 2008 年金融危机之后再次陷入债务危机的泥淖，经济增长则在短暂的强劲复苏后重又放缓，这反映了凯恩斯主义政策的局限。不过深究根源，凯恩斯主义政策作为反周期政策并未触及此次金融危机的根源，全球经济失衡问题未解决才是危机再起的根本原因。债务危机的爆发只是全球失衡的再次表现。

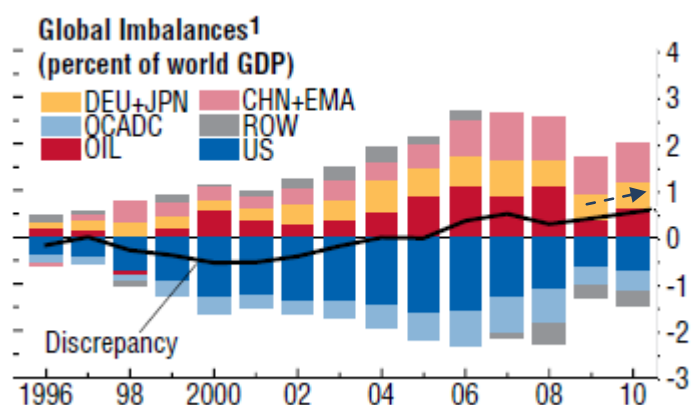
（一）全球经济失衡，危机再起的根源

全球经济失衡主要表现为以美国为代表的国家以过度的财政赤字、金融部门衍生化和居民负债为支撑，走上高福利、过度消费的发展道路，造成巨大的经常账户赤字；而以中国为代表的国家则以投资和出口为主导，居民消费不足，积累了过多的外部盈余。

债务危机的爆发只是全球失衡的再次表现。2008 年金融危机爆发虽源于美国次贷危机，但根源在于经济失衡，美国过度消费的增长模式导致居民企业高杠杆，积累了极大风险，最终酿成危机。虽然在 2008 年金融危机之后全球失衡有所缩小，但是凯恩斯主义反周期政策的推出，将美欧等发达国家居民和企业的高杠杆又转为政府的高杠杆，美欧政府债务急剧攀升，而中国政府四万亿投资推出亦是重新走上高投资的老路，隐形债务突出，全球经济失衡再次趋于恶化。以希腊债务危机爆发为标志，全球经济再次步入主权债务危机泥淖。

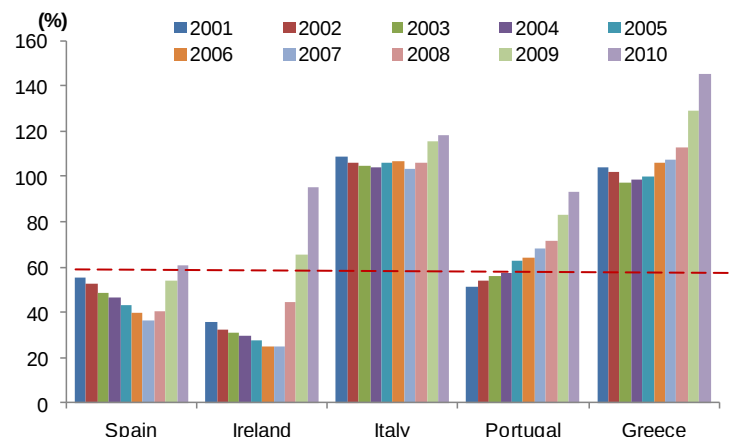
此次债务危机最严重的欧元区，也正是经济失衡最为严重区域。其主要表现为以德国为代表的核心国家（中北欧为主）拥有大量的贸易盈余以及低债务率，而意大利、西班牙等边缘国家（南欧为主）积累了较大的贸易赤字，并由此导致高债务高赤字，欧元区存在的货币统一财政不统一的体制缺陷则加剧了这种不平衡。2008 年金融危机爆发彻底暴露了欧元区经济失衡存在的问题，并且进一步加剧了这种失衡。如果这种失衡状况得不到调整，危机将难以解决。

Figure 1 全球经济失衡再次扩大（经常项目差额占全球 GDP 的比重）



资料来源：IMF、国海证券研究所

Figure 2 欧猪五国国债占 GDP 的比重 (%)



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

（二）全球再危机，迎全球失衡改善良机

全球经济失衡早在 2003 年就被全球广泛关注，2005 年被正式提出，但是各个国家在经济繁荣期缺乏改革动力，而且这种失衡可能一定程度上还催化了这种繁荣，最终导致危机。金融危机之后的债务危机，政府空间日益狭窄，各国进行经济调整已迫在眉睫，全球经济失衡或许正迎来改善良机。以往历史经验表明，金融危机往往成为改革的契机。如 1992 年欧洲货币体系危机反而加速了欧元和欧元区经济的诞生，1997 年亚洲金融危机则加速了东盟经济一体化进程。

全球经济失衡的解决有赖于主要经济体增长模式的转变。美国为首的高消费国家必须改变以往过度消费的模式，增加私人 and 公共储蓄，促进经常账户平衡；中国为首的高储蓄国家则应加强社会保障体系建设，提高居民收入，从出口导向型向国内消费拉动的增长模式转变。

债务危机影响下，多个国家已开始对经济模式进行调整，全球经济失衡出现改善曙光。根据 IMF 预测，虽然全球经济失衡是个较长的过程，但预计 2013 年后全球经济失衡将逐渐缩小。

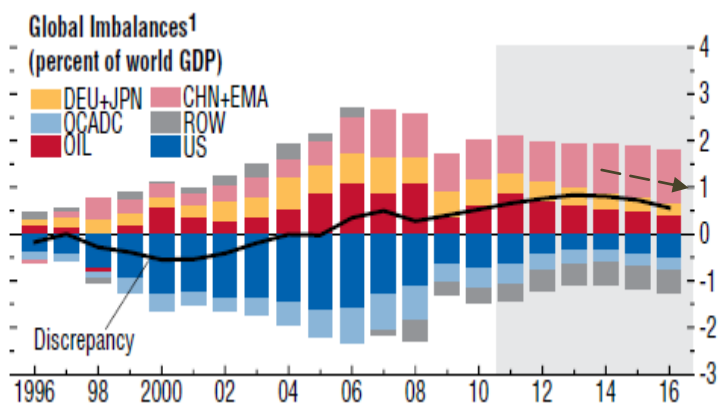
美国：过度消费模式趋于改善。金融危机后美国过度消费模式已不可持续，居民储蓄率出现较快上升，居民资产负债规模亦有所减小。

欧洲：欧债危机迫使欧债国家进行经济结构调整。债务危机的爆发，显示希腊、意大利、爱尔兰等国家高赤字及高债务已难以持续。目前这些国家正被迫进行削减财政赤字、削减国家福利支出的改革，改变以往过度消费及高福利的模式。

中国：促进贸易平衡，加大社会保障，推动经济转型。中国也越来越认识到以往模式的难以持续，推进了一系列如完善社会保障体

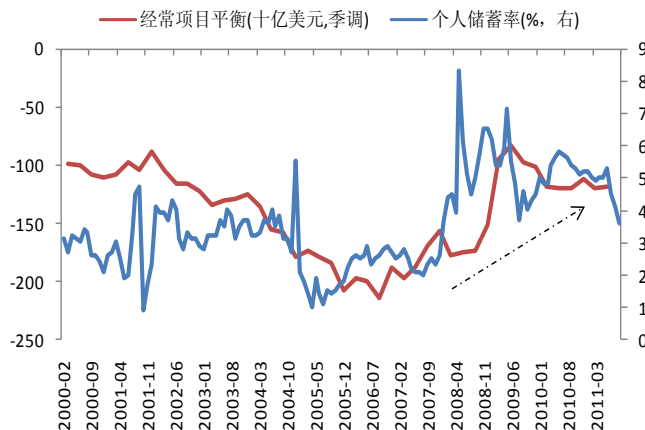
系，推进出口结构调整，增加居民收入，减轻居民税负，加大新兴产业发展等一系列经济结构改革措施，推动经济转型。

Figure 3 未来全球经济失衡将有所减缓



资料来源：IMF、国海证券研究所

Figure 4 美国个人储蓄率和经常项目均有所回升



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

Figure 5 欧洲主要国家财政紧缩计划

国家	具体财政紧缩计划
意大利	2010年8月中旬，意大利提出新财政紧缩计划，拟在两年之内削减455亿欧元的财政赤字。主要措施包括对高收入者征收“团结税”，撤销部分地方行政机构，削减内阁及地方政府经费和改革养老制度等。
法国	法国政府计划在2012年削减约100亿欧元的预算赤字，具体为年收入超过9万欧元的征税率为5%，年收入超过15万欧元的征税率达到10%。
西班牙	2010年1月，西班牙政府宣布一项500亿欧元的财政紧缩方案，5月又提出一项150亿欧元的紧缩方案，具体措施包括：2010年削减公务员工资5%，每年裁减约1.3万名公务员；将增值税税率从16%提高到18%；改革养老金制度，停止增加退休人员的养老金，将退休年龄从65岁延长至67岁等。

资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

（三）再平衡的代价，全球经济步入慢增长阶段

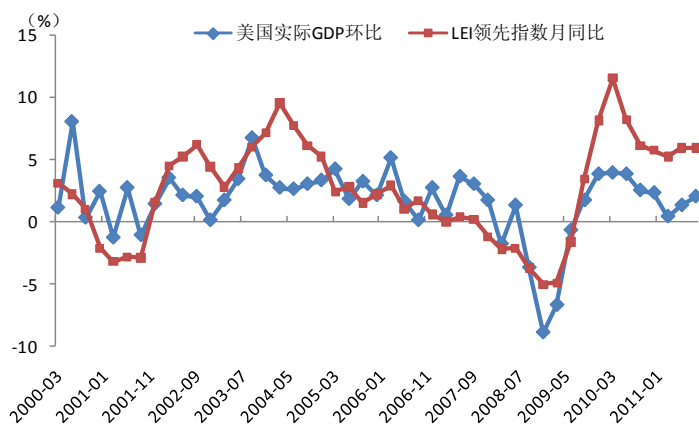
短中期而言，全球经济走向再平衡必将是一个曲折的过程，债务危机的解决也将充满波折，全球经济正进入慢增长阶段。根据 IMF 预测，2012 年全球 GDP 同比增长 4.0%。其中，发达国家将维持低增长态势，新兴发展中国家经济增速则将继续有所放缓。

1. 美国高失业率及高赤字压力下经济“慢增长”

本次金融危机后美国复苏速度远慢于以往，主要源于高失业率及疲软的房地产市场，而高达 14 万亿的财政赤字，亦给经济增长增添了新的压力。截至 2011 年 10 月，美国失业率仍高达 9.0%，预计 2012 年美国失业率仍将维持在 8.8% 的高水平，受高失业率制约，预计消

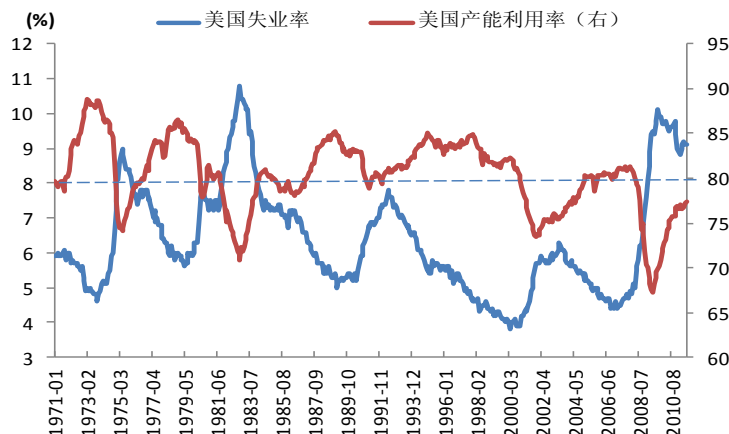
费仍难有起色。房地产市场依然疲软，新屋开工及新屋销售情况自 2008 年金融危机以来未有较大改善，房地产仍处于逐步消化阶段，预计其复苏仍将较为漫长及缓慢。预计美国 2011 年 GDP 同比增长 1.80%，2012 年 GDP 同比增长 2.2%，经济小幅回升，但仍处于弱增长阶段。

Figure 6 美国 GDP 有所回升，但未来持续回升动力不足



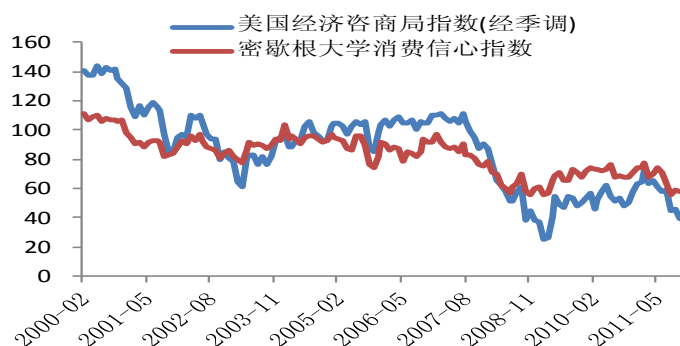
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

Figure 7 美国失业率仍处高位，产能利用率仍不足



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

Figure 8 消费者信心指数持续低迷



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

Figure 9 对美国经济数据预测（彭博调查）

美国	2009	2010	2011E	2012E
实际 GDP (同比%)	-3.5	3	1.8	2.2
CPI (同比%)	-0.35	1.63	3.2	2.25
核心PCE (同比%)	1.56	1.4	1.5	1.7
失业率 (%)	9.3	9.6	9	8.8

资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

2. 欧债危机波澜难息，欧洲国家将步“二次衰退”

欧债危机是欧元区国家经济结构长期失衡所致，其决定了危机难以迅速结束，而欧元区国家之间存在的政治利益错配，更加大了债务危机解决难度，由此导致危机将波澜难息。

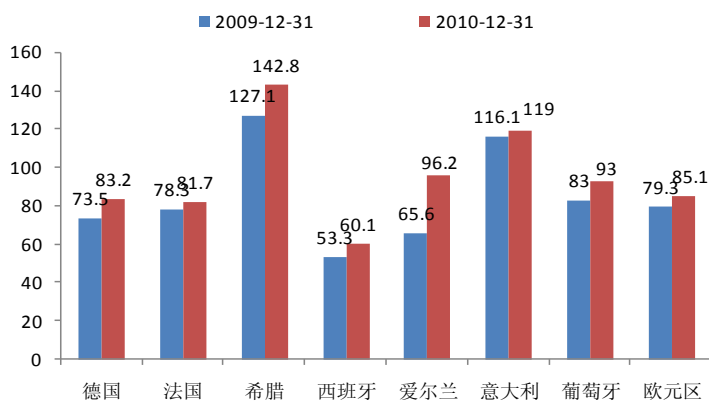
从长期看，欧债危机的解决需要欧元区国家经济结构进行切实调整，欧元区体制缺陷得到修缮，逐渐过渡到财政统一可能才是欧债的最终解决之道；从短中期看，则需要欧元区拿出切实的方案，增强投资者对欧债的信心，降低陷入债务危机国家的融资成本以及流动性风

险，对于深陷债务危机的国家而言，则要加强财政整顿，有序削减财政赤字，推进经济改革激活经济活力，恢复经济增长。

然而由于欧洲国家之间政治利益博弈，预计欧债危机还将进一步深化，并且有爆发全面危机的风险，前景难料。目前欧债危机已从希腊蔓延至意大利，意大利的债务规模达到 2 万亿欧元，是希腊的近 5 倍，若其出现债务违约，欧元区经济必将受到重创，全球经济也将受到重大冲击。

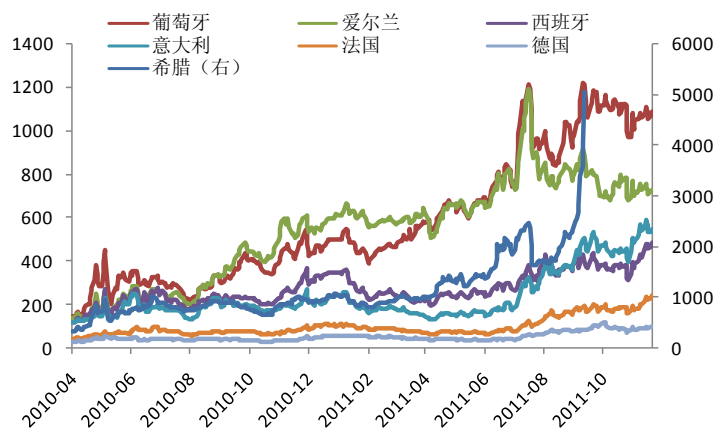
欧债危机不断深化，已给欧洲国家经济带来巨大负面影响。一方面高失业率持续高位；另一方面，欧洲经济增长乏力，包括德国在内的核心国家经济增长亦出现较快回落。债务危机的走向不确定性在未来还将继续给欧洲经济带来不利因素。预计 2012 年欧洲经济将步入“二次衰退”，GDP 预计从 2011 年 1.6% 左右回落至 0.5% 的水平。

Figure 10 德法及欧猪五国公共债务占 GDP 的比重



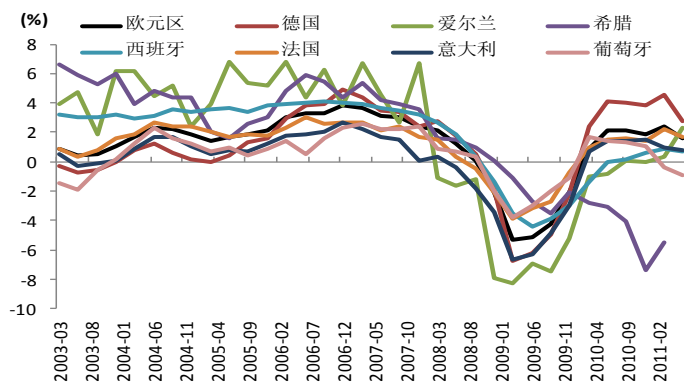
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

Figure 11 德法及欧猪五国 CDS 走势



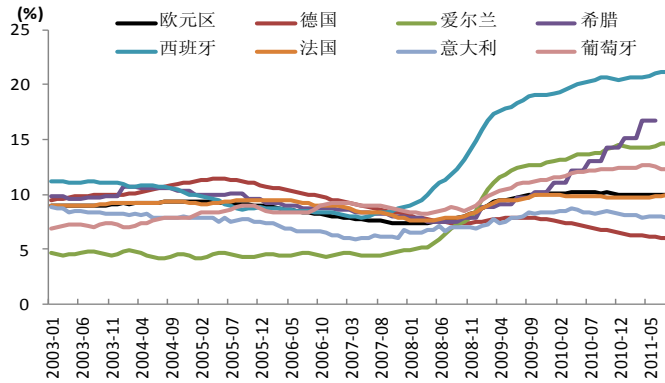
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

Figure 12 德法及主要欧猪五国 GDP 同比增速



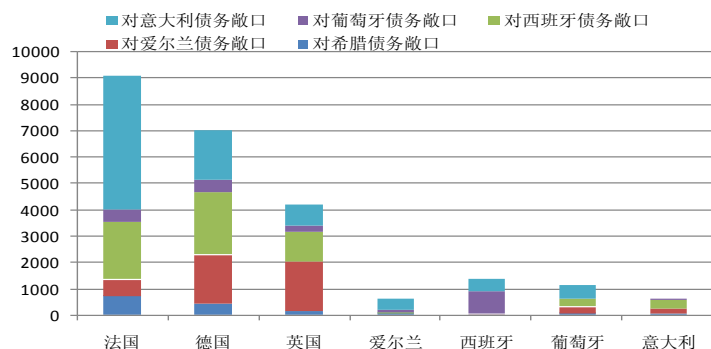
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

Figure 13 德法及主要欧猪五国失业率



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

Figure 14 欧洲主要国家银行业对“欧猪五国”债务的敞口



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

Figure 15 对欧洲经济数据预测 (彭博调查)

欧洲	2009	2010	2011E	2012E
实际 GDP (同比%)	-4.2	1.8	1.6	0.5
CPI (同比%)	0.29	1.58	2.7	1.9
失业率 (%)	9.58	10.13	10.1	10.1

资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

二、中国再平衡之路，经济增速回落，着眼经济转型

中国经济失衡是全球经济失衡的重要组成部分，中国失衡的根源在于高储蓄及低消费下过度依赖高投资及出口。2007 年资产泡沫、2008 年金融危机以及 2009 年资产泡沫及地方债务危机，均已深刻揭示中国经济结构调整迫在眉睫。中国政府也已逐渐认识到结构调整的重要性。2009 年下半年开始中国政府陆续出台房地产调控措施、新兴产业振兴计划、完善社会保障建设、促进消费、推进人民币汇率改革等一系列措施，中国由此迈上再平衡之路。

(一) 再平衡的选择：去地产化和促贸易平衡，推动经济转型

中国再平衡之路已经启动，未来中国将从“投资出口导向”逐渐过渡到“消费拉动”，经常项目逐渐实现平衡。我们认为中国再平衡将主要体现在以下几个方面：去房地产化，资源从房地产重新回流实体经济；促进出口结构转型，推动贸易平衡；完善社会保障建设，促进消费增长等。

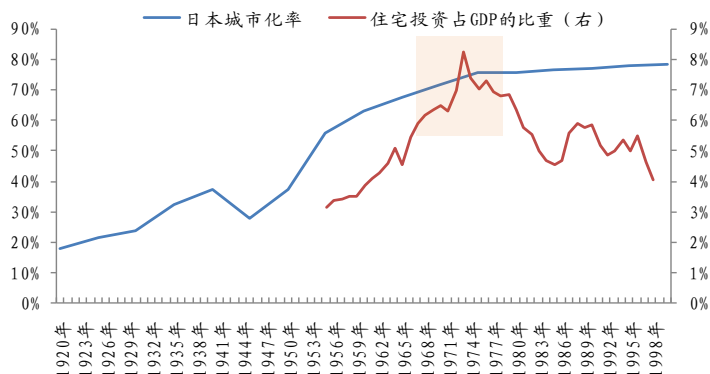
1. 房地产占 GDP 的比重过高，中国进入“去地产化”时代

房地产高增长已难持续。过去 10 年，房地产占 GDP 比重由 4% 上升到 10%，住宅投资占 GDP 的比重也已达 8%，宏观经济的“房地产化”十分明显。而日本在最高峰时期，房地产业占 GDP 的比重也不过 8% 左右。

同时，人口自然增长率持续回落也已不支撑新开工的继续高增长。日本在人口自然增长率快速下降 30 年后，房地产新开工呈现趋势下滑。而中国人口自然增长率自 1987 年高峰回落也已有 30 余年，虽然中国房地产起步晚，但其发展迅猛，新开工可能正将进入长期回落期。房地产高增长已难持续，高利润时代也已结束。

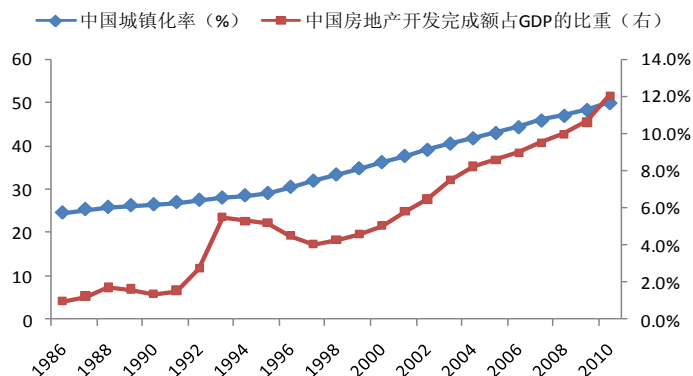
2009 年下半年中国政府实施了一系列房地产调控措施，中国经济正步入“去房地产化”时代。

Figure 16 日本住宅投资占 GDP 的比重达到在 1972 年后逐步回落



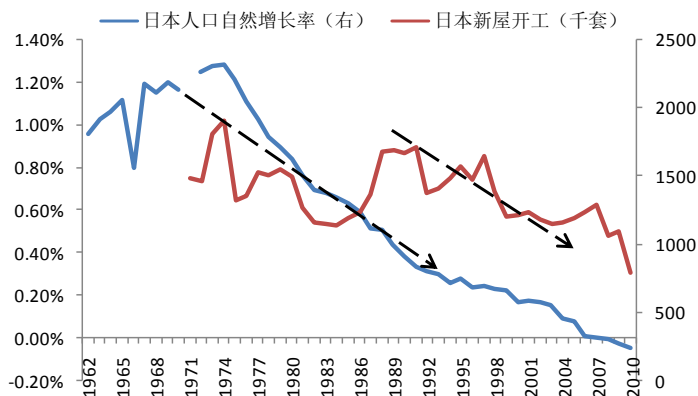
资料来源：日本统计局与统计中心、国海证券研究所

Figure 17 2010 年房地产开发投资完成额占 GDP 的比重已达 12%



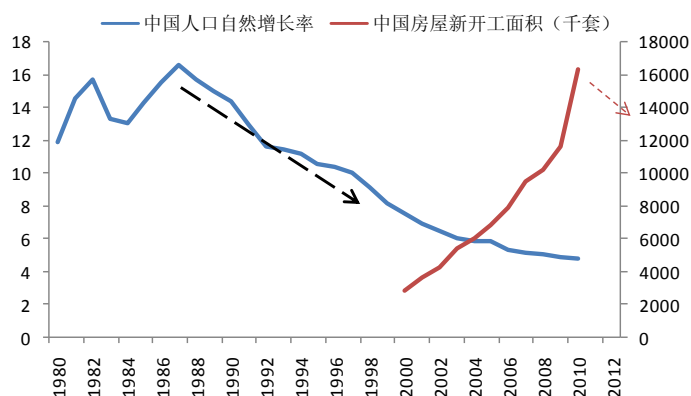
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 18 日本人口自然增长率与新屋开工



资料来源：日本统计局与统计中心、国海证券研究所

Figure 19 中国人口自然增长率与新屋开工



资料来源：WIND、国海证券研究所

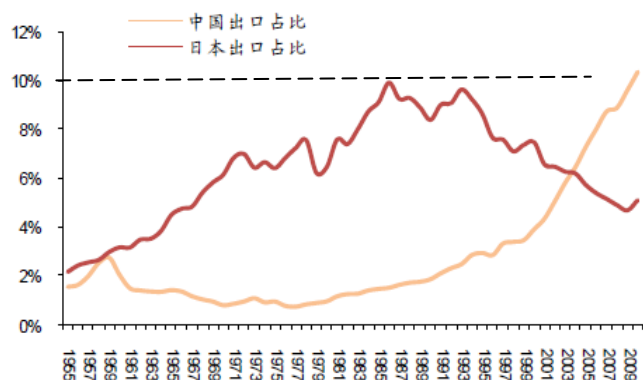
2. 出口结构调整启动，中国贸易逐渐趋于平衡

中国出口高增长也已难持续。一方面，中国出口占世界出口总规模的比重已达 10%，而历史经验显示，10%是出口导向型经济出口发展的上限，日本及亚洲四小龙在达到世界出口总规模的 10%之后，均出现继续增长的瓶颈；另一方面，中国已进入刘易斯拐点阶段，劳

动力成本不断上升，人民币持续升值，低成本优势正逐渐消失。2008 年金融危机及 2010 年全球债务危机之后，欧美经济面临长期经济疲软态势及经济调整，中国已难以再依赖出口。

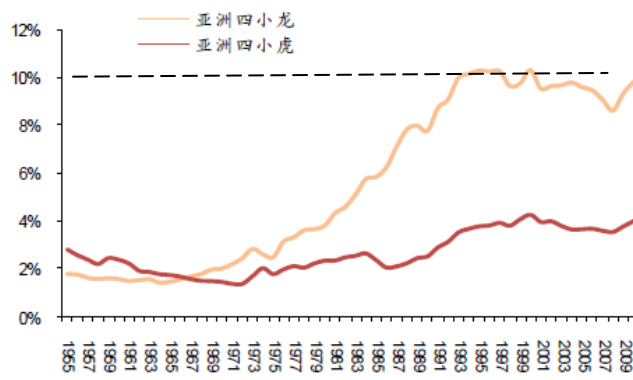
中国出口结构调整已逐渐开始，贸易顺差逐渐趋于平衡。一方面，出口结构趋于合理，加工贸易占比趋于下降，一般贸易占比逐渐上升；另一方面，中国对欧美日的出口依赖进一步降低，对其他国家的出口比重出现提升；再者，中国在保持出口稳定增长的同时，加大进口力度，推动贸易平衡。2008 年后贸易顺差快速缩窄，占 GDP 的比重已降至 3% 左右。

Figure 20 中国出口及日本出口占世界出口总量的比重



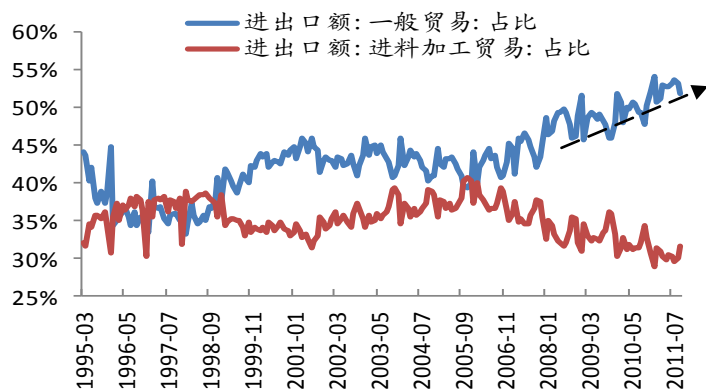
资料来源：日本统计局与统计中心、国海证券研究所

Figure 21 亚洲四小龙及四小虎出口占世界出口总量的比重



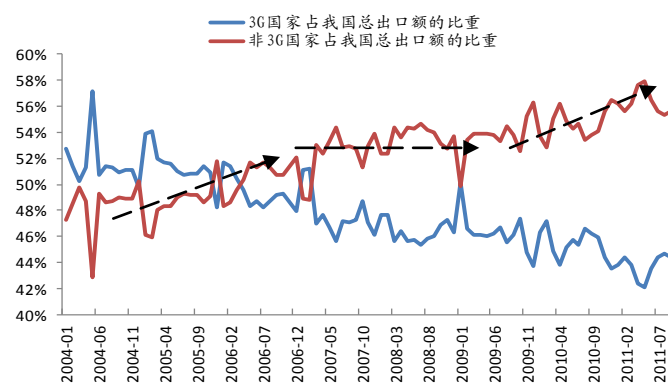
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 22 中国贸易结构趋于改善



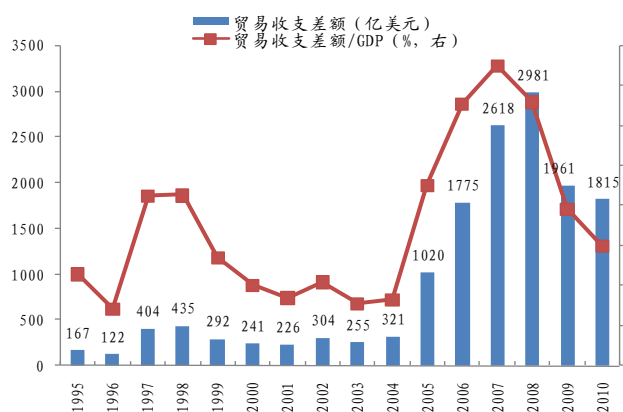
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 23 中国对非 3G 国家的出口比重趋于上升



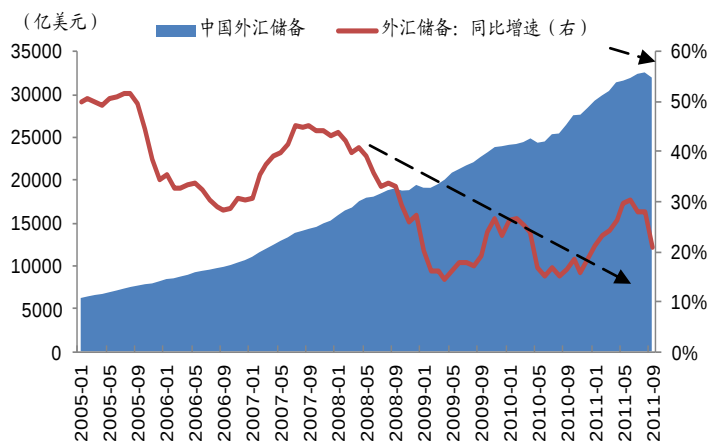
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 24 中国贸易收支差额及占 GDP 的比重趋于下降



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 25 中国外汇储备增速趋于下行, 外汇储蓄余额亦有所下降

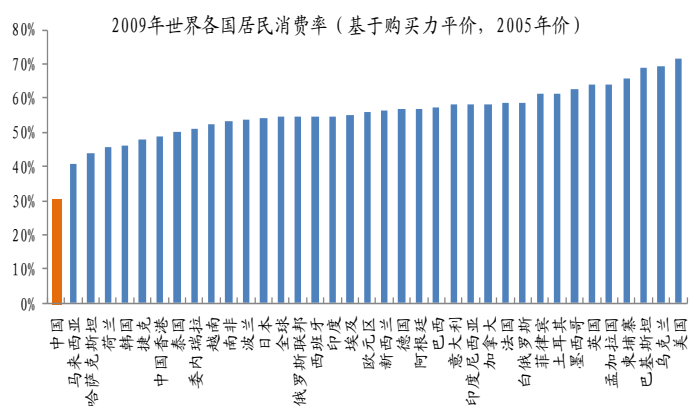


资料来源: WIND、国海证券研究所

3. 加大社会保障体系建设, 促进消费增长

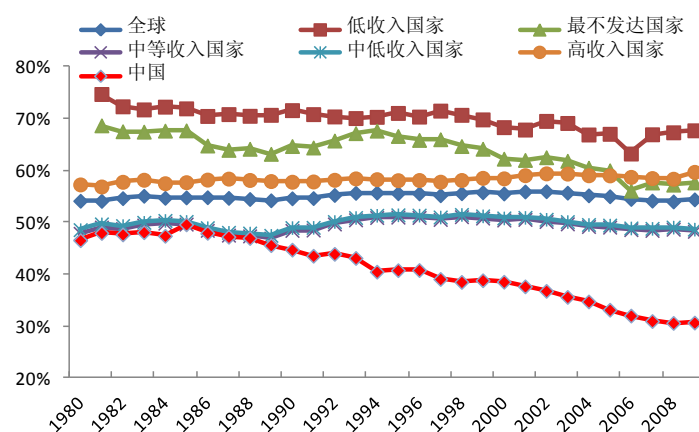
高储蓄与低消费模式下中国居民消费率持续回落, 并远低于世界其他国家水平, 居民消费率过低已成经济增长阻碍。高投资和高出口不可持续, 消费亟需得到提高。从目前看, 中国政府已推出一系列政策推动消费增长, 包括各地提高最低工资收入标准、提高个人所得税起征点、推进保障房建设、加强社会保障体系、加大教育卫生支出等, 高储蓄、低消费模式正迎来改变。

Figure 26 世界各国居民消费率中中国垫底



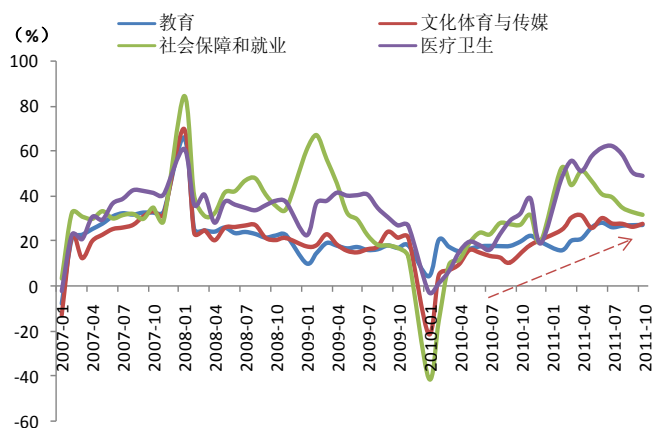
资料来源: World Bank、国海证券研究所

Figure 27 中国居民消费率持续回落 (基于购买力平价, 2005 年价)



资料来源: World Bank、国海证券研究所

Figure 28 中国财政支出加大



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 29 促消费措施

政策	具体措施
三部委拟定“促消费”	2011年10月26日，商务部、财政部和中国人民银行联合出台意见推进“十二五”扩大消费。商务部计划从明年开始每年确定一个月为“消费促进月”。
个人所得税起征点上调	2011年9月1日起实施新个人所得税法，将个税起征点由2000元提高到3500元，并扩大低档税率的适用范围。
多省市提高最低工资标准	2010年以来，各地纷纷提高最低工资标准。截至2011年9月底，全国已有北京、天津、山西等21个省市上调了最低工资标准。目前，25个省份发布了2011年度工资指导价，基准线多在14%以上。
大力建设保障房	2011年2月，国务院指出，“十二五”期间将新建3600万套保障房。

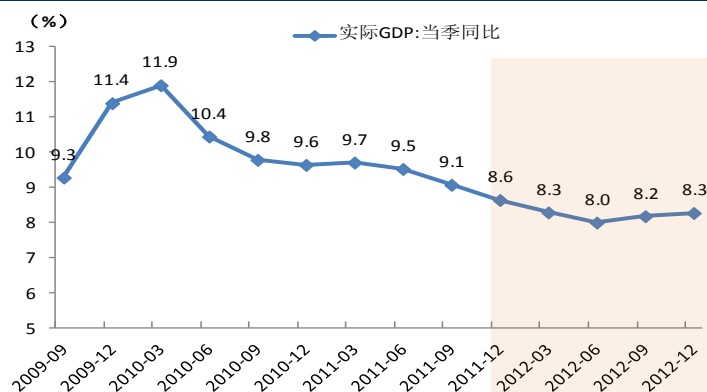
资料来源：国海证券研究所

(二) 再平衡的曲折之路：中国经济增速面临回落

中国经济结构逐渐调整，必将面临经济增速水平的逐渐回落，在外围经济不出现大幅系统风险的情况下，我们认为中国经济将实现逐步的缓慢下行，经济风险可控。其中，2012年作为经济结构调整“元年”，预计GDP同比增速将由2011年的9.2%放缓至2012年的8.2%，虽出现较大下滑，但总体呈现缓步回落态势，不会出现断裂式下滑。

同时，预计2012年全年呈现“前低后高”的走势，预计二季度将迎来低点，之后小幅回升，其回升因素在于通胀明确回落下政策的逐渐宽松调整，以及政策性投资的继续增长。

Figure 30 GDP 同比增速走势及预测



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 31 GDP 贡献率分解

		2010A	2011E	2012E
GDP增速 (%)		10.3	9.2	8.2
对GDP增长的拉动 (百分点)	消费	3.9	4.5	4.5
	投资	5.6	4.8	4.0
	净出口	0.8	-0.1	-0.3

资料来源：国海证券研究所

1. 2012 年房地产投资将明显回落，固定资产投资继续放缓

2011 年以来房地产投资和制造业投资成为支撑固定资产投资增长的主要动力，但是这两大动力均面临放缓。其中，受政策和资金约

束，预计 2012 年房地产投资增速将大幅回落至 6% 左右，预计下拉固定资产投资约 6 个百分点；制造业投资已进入下降周期，预计回落至 25%，下拉固定资产投资约 1.5 个百分点；为对冲房地产投资的快速下滑，预计政策性投资有望出现回升，如基建、电力投资将有所恢复，水利、文化教育等行业投资加快推进，从而提升固定资产投资 1.5 个百分点。总体上，预计 2012 年固定资产投资增速将由 2011 年的 24.2% 降至 18%。

(1) 资金紧缩下房地产投资将大幅下滑，预计 2012 年增长 6%

资金角度测算，2012 年房地产投资增速仅同比增长 4%

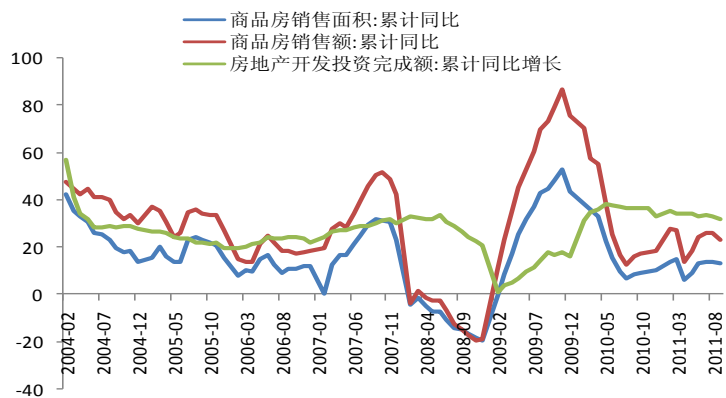
房地产是 2012 年中国经济面临的主要风险，目前正进入量价双降期，由于政策及资金制约，2012 年房地产投资将出现较大幅回落。

政策面，“去地产化”迫在眉睫，政府高层已多次明确表示房地产调控仍将持续，政策难以放松。

资金面，房地产资金来源主要包括国内贷款、自筹资金及销售回款三个方面。受政策严控，预计国内贷款仍维持低增长；地产商自有资金已趋于紧张，受房地产理财产品发行暂停等影响，其他自筹资金来源也已有限；未来房地产资金只能依赖房地产销售回款。但是即使假定 2012 年销售面积达到 2010 年 10 亿平米的高点，根据我们测算，房地产商仍面临较大的资金缺口，而其将直接影响房地产开发投资速度。

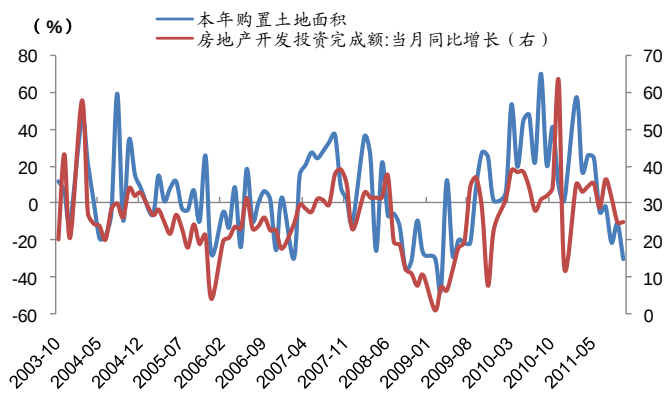
中性预测下，由于资金制约预计房地产投资同比增长 4%。

Figure 32 商品房销售持续低迷



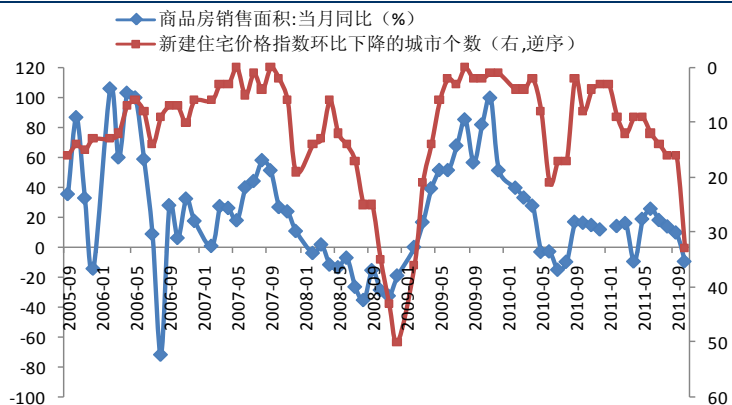
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 33 土地购置面积当月同比增速已连续 3 月出现负增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 34 2011 年 10 月价格环比下降的城市由 16 个迅速扩至 33 个



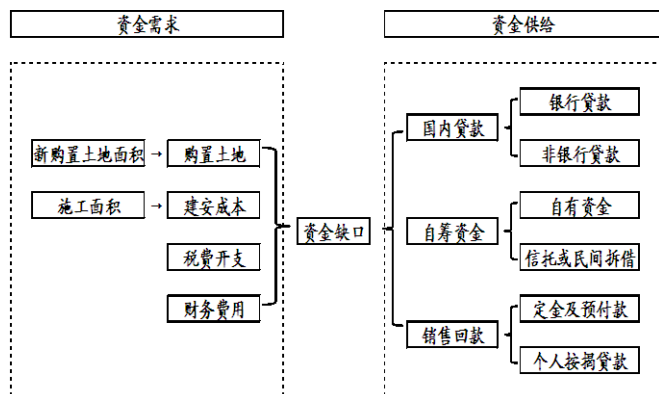
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 35 领导人对房地产行业的主要观点

国家领导人	时间	讲话内容
李克强副总理	2011.11.28	当前房地产市场调控已取得一定成效，但仍处于关键时期，要坚持实施遏制房价过快上涨的政策措施，进一步巩固调控成果。
温家宝总理	2011.10.29	坚定不移地搞好房地产调控。各地政府要切实负起责任，继续严格执行政策，进一步巩固调控成果。增加普通商品住房用地，促进房价合理调整。加快推进保障性住房建设。
温家宝总理	2011.10.21-2011.10.22	目前房地产市场调控和保障性住房建设处于关键时期，各级政府要切实采取措施，进一步巩固调控成果。一方面要抓好保障性住房建设，另一方面也要增加普通商品房的用地供给，促进普通商品房市场健康发展。

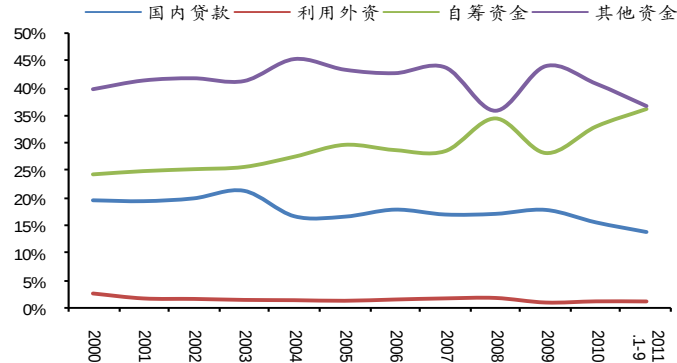
资料来源：国海证券研究所

Figure 36 房地产行业资金链缺口



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 37 房地产行业资金来源占比



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 38 房地产行业资金充裕度测算

		2007	2008	2009	2010	2011-09	2011E	2012E	备注
房地产资金来源	$a=b+e+f+i+p$	37477.96	39619.36	57799.04	72944.04	61947.19	79336.89	79665.25	
	%	38.1%	5.7%	45.9%	26.2%	22.7%	8.8%		
国内贷款	$b=c+d$	7015.64	7605.69	11364.51	12563.70	9749.25	12363.81	13000.00	
银行贷款	c	6487.75	6600.75	10310.53	11363.81	8673.84	11363.81	12000.00	假设2012年与2011年持平
非银行金融机构贷款	d	473.23	655.79	982.16	1176.67	1075.41	1000.00	1000.00	部分信托产品发放保持稳定
利用外资	e	641.04	728.22	479.39	790.68	678.55	1027.88	1336.25	假设2011年和2012年增速为30%
	%	13.6%	-34.2%	64.9%	50.1%	30.0%	30.0%	30.0%	
自筹资金	$f=g+h$	11772.53	15312.10	17949.12	26637.21	25534.82	23000.00	18000.00	
企事业单位自有资金	g	6991.84	8688.87	9858.90	14172.97	13364.40	13000.00	13000.00	2011年三季度上市公司现金负增长
其他筹集资金	h	4780.69	6623.23	8090.22	12464.24	12170.42	10000.00	5000.00	假设银行理财产品到期不续，减少7000亿
其他资金	$i=j+k+m$	18048.75	15973.35	28006.01	32952.45	25984.56	32670.00	34485.00	
定金及预收款	j	10628.47	9286.09	16217.50	19019.75	15761.05			
个人按揭贷款	k	4877.07	3572.51	8402.89	9210.92	6185.77			
房地产销售额	$l=n \times o$	29889.12	25068.18	44355.17	52721.24	39311.54	49500.00	52250.00	
占比	m	60.4%	63.7%	63.1%	62.5%	66.1%	66.0%	66.0%	假设销售回款占比与2011年持平
房地产销售面积	n	77354.72	65969.83	94755.00	104764.65	71288.75	90000.00	100000.00	假设2012年销售面积接近历史高点，达到10亿平米
房地产销售单价	o	3863.90	3799.95	4681.04	5032.35	5514.41	5500.00	5225.00	假设房价下跌5%
应付款合计	p	4006.07	5043.00	6231.66	8220.16	9026.94	10275.20	12844.00	假设2011年和2012年增速为25%
	%	35.5%	25.9%	23.6%	31.9%	49.2%	25.0%	25.0%	
房地产固定资产投资	q	25288.80	31203.20	36241.80	48259.40	44224.84	60324.25	62742.32	按照市场一致预期，2011年增长25%
		30.2%	23.4%	16.1%	33.2%	32.0%	25.0%	4.0%	
资金充裕度	$z=q/a$	67.5%	78.8%	62.7%	66.2%	71.4%	76.0%	78.8%	

资料来源：国海证券研究所

Figure 39 房地产开放投资增速的敏感性分析

房地产投资增速	2012年商品房销售面积				
	8	9	10	11	12
5%	-1.2%	3.8%	8.7%	13.7%	18.7%
房价 0%	-3.1%	1.6%	6.4%	11.1%	15.9%
调整 -5%	-5.0%	-0.5%	4.0%	8.5%	13.0%
幅度 -10%	-6.9%	-2.6%	1.6%	5.9%	10.2%
-15%	-8.8%	-4.8%	-0.7%	3.3%	7.3%

资料来源：WIND、国海证券研究所

考虑到 2012 年保障房投资增长 13%，仅拉动房地产投资增长约 2 个百分点，则房地产投资也仅增长 6%。由于保障房投资的资金来源与商品房资金来源不完全相同，我们通过资金测算房地产投资增速的方法中未完全考虑保障房投资。但是，通过对保障房投资的测算，预计其也仅能拉动房地产投资 2 个百分点，

按照保障房新开工的标准，必须 1/3 达到结构完成，1/3 出地面，1/3 做到基础浇筑混凝土。我们可以给予新开工投资按投资总额的 1/3 计算。由于 2011 年新开工 1000 万套，2012 年根据最新调整是 800 万套，则分别投资 4667 亿元和 3733 亿元。

同时，根据住建部的预计，2011 年能够竣工投入使用的保障性住房不会低于 300 万套。假设 2011 年竣工 300 万套，考虑到竣工投资额一般达到总投资额的 2/3，则预计 2011 年竣工投资额为 2800 亿元，则 2011 年总投资额达到 7647 亿元。

由于保障房的建设周期一般为 2 年左右，我们认为 2012 年保障房将大约竣工 500 万套，则投资额为 4667 亿元，加上新开工投资额，则总投资额达到 8400 亿元，相比 2011 年 7647 亿元的投资将同比增长约 13%。由于保障性住房投资在总房地产投资中的比重约为 12%，则预计 2012 年拉动房地产投资增长近 2 个百分点。

因此，即使考虑到保障房投资增长，房地产投资增速仅为 6%，相比 2011 年 25%-30% 的增速仍是大幅下滑。由于房地产投资在固定资产投资中占比达 25%，则预计下拉固定资产投资约 6 个百分点，是导致固定资产投资回落最主要因素。

Figure 40 保障房投资额测算

注：每套按14万元计算	2010	2011E	2012E
新开工（万套）	590	1000	800
投资额	2753（亿元）	4667（亿元）	3733（亿元）
竣工（万套）	370	300	500
投资额	3453（亿元）	2800（亿元）	4667（亿元）
总投资额	6206（亿元）	7467（亿元）	8400（亿元）

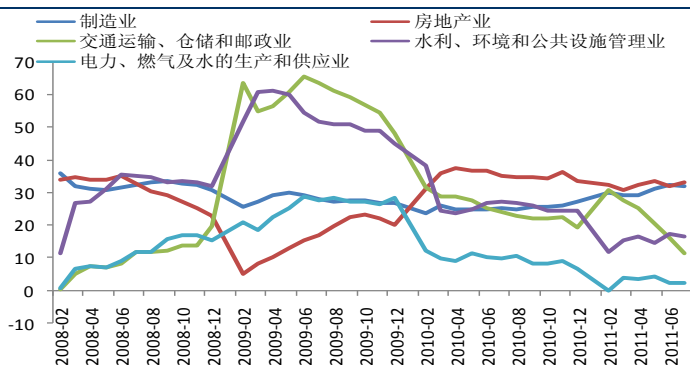
资料来源：国海证券研究所

(2) 制造业投资已步入下降周期，预计 2012 年同比增长 25%

从制造业投资周期看，大概 2 年一个完整周期，即从快速增长到回落，已经历的较完整周期包括 2004 年底-2006 年底，2006 年底-2008 年底，2008 年底-2010 年初，2010 年初-目前（预计完整周期到 2012 年初）。中间受 2008 年金融危机影响制造业周期稍有变化，但是总体周期格局不变。

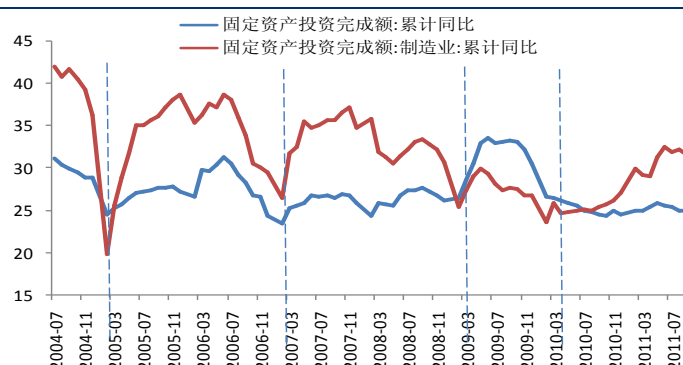
从目前来看，2010 年初到目前制造业投资持续上升期已经历有 1 年半的时间，继续上升空间已有限，面临周期性回落。同时，2012 年房地产投资快速下滑也将对制造业投资产业较大影响。预计占比达 32% 左右的制造业投资将从 2011 年的 31% 的增长回落至 25% 左右，下拉固定资产投资约 1.5 个百分点。

Figure 41 目前主要是房地产及制造业支撑投资增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 42 制造业投资或已进入下降周期



资料来源：WIND、国海证券研究所

(3) 基建投资部分恢复，水利、文化建设等投资加大推进

2011 年以来基建投资受制于资金制约，以及高铁安全事件、日本地震等影响，铁路、电力等投资建设均出现快速回落。我们认为 2012 年基建、电力、水利等相关投资有望出现较快回升。

一方面，考虑到房地产投资 2012 年将出现明显下滑，为对冲其快速回落影响，基建、核电投资有望得到部分恢复；另一方面，地方自主发债启动以及信贷有望适度放松，将为基建、水利等投资提供一定资金支持；同时，文化产业已上升至支柱性产业，温家宝表示至 2012 年教育支出必须达到 GDP 的 4%，预计文化、教育投资有望加快。2012 年作为政府换届年，政策性投资往往保持较高增长。

我们预计 2012 年政策性等相关投资回升将提升固定资产投资 1.5 个百分点左右。

Figure 43 固定资产投资测算（值的单位为：亿元）

主要行业	同比增速				
	2010(值)	2011E(增速)	2011E(值)	2012E(增速)	2012E(值)
制造业	74485.18	31.0%	97575.59	25.0%	121969.48
房地产	57633.09	30.0%	74923.02	6.0%	79418.40
交通运输、仓储和邮政业	27883.07	5.5%	29416.64	12.0%	32946.64
电力、燃气及水的生产和供应业	14591.31	5.2%	15350.06	9.0%	16731.56
水利、环境和公共设施管理业	22333.65	16.5%	26018.70	22.0%	31742.82
文化、教育、居民服务等服务行业	13802.12	22.2%	16866.19	25.0%	21082.74
其他	30702.48	29.0%	39606.20	26.0%	49903.81
固定资产投资增速测算	241430.90	24.2%	299756.39	18.0%	353795.45

资料来源：国海证券研究所

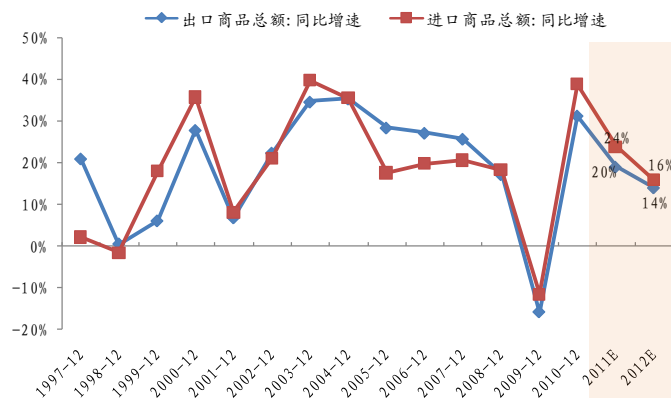
2. 出口增速面临明显回落，贸易顺差继续缩窄

2011 年虽然中国出口总体仍保持了较高增长，但是外围经济疲软对中国出口的影响已逐渐显现。一方面，对美国的出口自 2011 年 5 月起持续维持在 10% 左右低增长，而受欧债危机影响，对欧盟的出口则于 9 月开始出现明显回落，负面影响已显现，未来还将继续冲击中国出口，而这也是中国经济面临的较大不确定性因素。另一方面，受债务危机及发达国家经济疲软影响，对新兴国家的出口亦出现下滑，2011 年 10 月起对韩国等新兴国家和地区的影响已有所显现。

由于 2012 年全球经济仍将较为疲软，尤其是占出口比重最大的欧洲有出现“二次衰退”的风险，预计中国出口将继续明显回落。

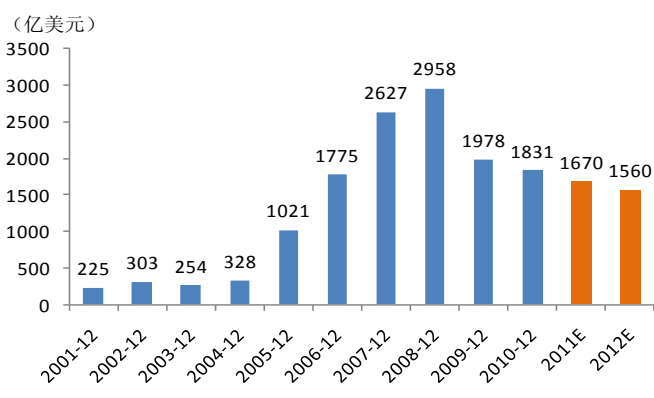
不过由于中国出口产品多为必需品，弹性小，且中国出口结构已趋于改善，对 3G 以外的国家出口比重上升，我们认为在欧债危机不出现重大风险的情况下，中国出口不会出现 2008 年式的急速下滑。预计 2012 年出口增速将由 2011 年的 20% 左右回落至 14% 左右，进口增速预计由 2011 年的 24% 左右回落至 16%。预计 2012 年贸易顺差仍将小幅缩窄，至 1560 亿美元。

Figure 44 2012 年进出口增速持续回落



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 45 2012 年贸易顺差继续缩窄



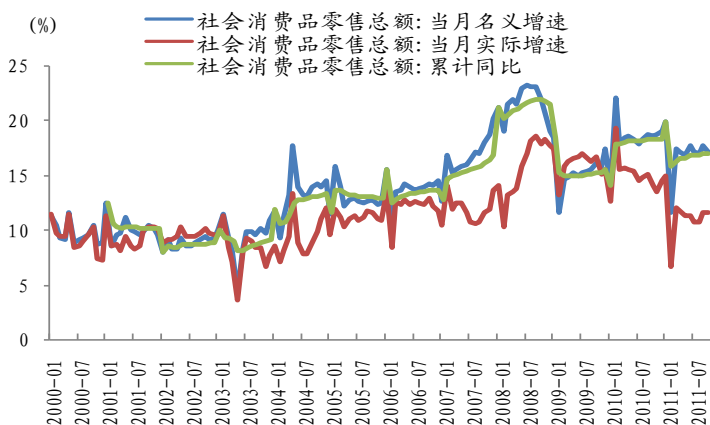
资料来源：WIND、国海证券研究所

3. 实际消费对 GDP 的贡献有所提升

虽然中国消费市场巨大，但是 2010 年以来高通胀极大的侵蚀了居民财富，2011 年 1-9 月名义社会消费品零售总额同比增长 17%，实际消费品零售总额则仅为 11.3%。从消费分类看，由于 2011 年来紧缩政策的影响，汽车、家电、建材等消费增速均出现较快回落。

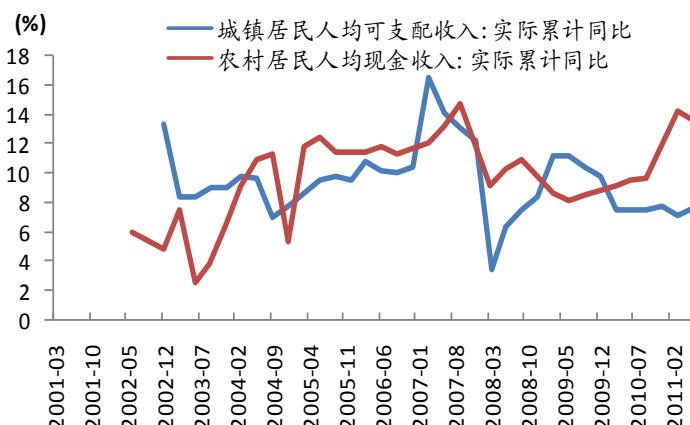
对于 2012 年，由于经济仍将延续放缓趋势，消费者信心及收入将受一定影响，预计社会消费品零售总额名义增速仍将略有下滑，不过由于通胀舒缓，实际消费增速将有所回升。预计 2012 年名义消费同比增速将由 2011 年的 17% 略回落至 16.8%，而实际消费增速将由 2011 年的 11.5% 回升至 12.8%。

Figure 46 消费名义增速有所回升，实际增速仍处低位



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 47 农村居民实际收入增速高位中小幅回落



资料来源: WIND、国海证券研究所

(三) 再平衡中的价格因素: 2012 年通胀回落，中长期仍存压力

由于未来经济增速仍将继续放缓，而货币政策仍将维持相对紧缩，通胀已步入回落通道，预计 2011 年 CPI 同比增长 5.5%，而 2012 年将回落至 3.6%，其中，2012 年年中可能回落至 3% 以下。同时 PPI 也将由 2011 年的 6.2% 降至 2011 年的 2.5%。

不过，由于成本推动因素并未消失，中国中长期通胀仍有较大压力。目前在全球通胀尚未得到有效缓解的背景下，全球出现再宽松趋势，也加大了未来通胀压力，未来通胀可能再起。预计 PPI 将于 2012 年中出现明显的回升，CPI 在 2012 年下半年也有小幅上行可能。2012 年下半年需要再度警惕通胀回升压力。

1. 2012 年通胀将继续回落，全年同比增长 3.6%

回顾此轮高通胀，主要推动因素包括 2008 年金融危机之后全球巨量流动性释放以及凯恩斯政策推动下全球经济快速复苏，同时国内还面临劳动力成本上升带来的价格上涨。以上几个因素中，货币因素和经济因素已由通胀的上行推动变成向下拉力。

(1) 全球经济不断放缓，大宗商品价格从高位回落，输入性通胀压力减小。由于 2012 年欧美经济仍将延续低增长态势，全球经济及中国经济增速相比 2011 年仍将继续回落，对全球资源及能源价格上涨形成阻力。

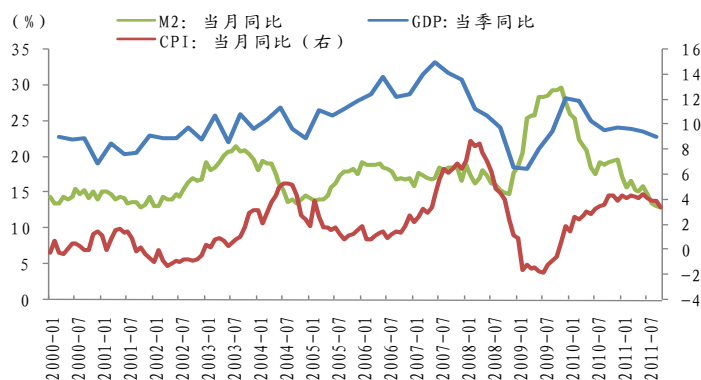
(2) 中国货币政策持续收紧，货币供应量已降至 13% 的水平，社会融资总额有所降低，外汇占款亦出现回落，根本上控制价格上涨的货币源头。虽然随着通胀回落货币政策出现宽松微调，但是预计“稳健”基调在较长期难以改变，货币政策也难以出现全面放松，利于从货币源头抑制价格上涨。

(3) 从具体的分项看，生猪及母猪存栏量均出现快速回升，猪肉价格已进入下降周期，对通胀的推动有所减弱；房地产政策持续下房价未来逐渐回落，也将明显减小非食品价格上涨对通胀的压力。

预计 2011 年 7 月份 6.5% 的 CPI 增速将是此轮通胀的高点，至 2012 年年中 CPI 仍将呈现明显回落态势，而 2012 年 CPI 也将由 2011 年的 5.5% 回落至 3.6%。

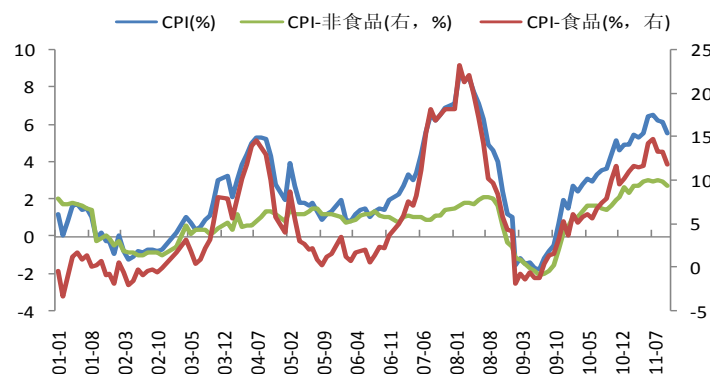
从工业品价格看，受制于全球经济下滑及国内需求放缓，PPI 已出现快速回落，预计至 2012 年初 PPI 仍将延续快速下滑态势。预计 2011 年 PPI 同比增长 6.2%，而 2012 年则回落至 2.5%，回落速度快于 CPI。

Figure 48 GDP 及 M2 同比增速均已出现较大幅放缓



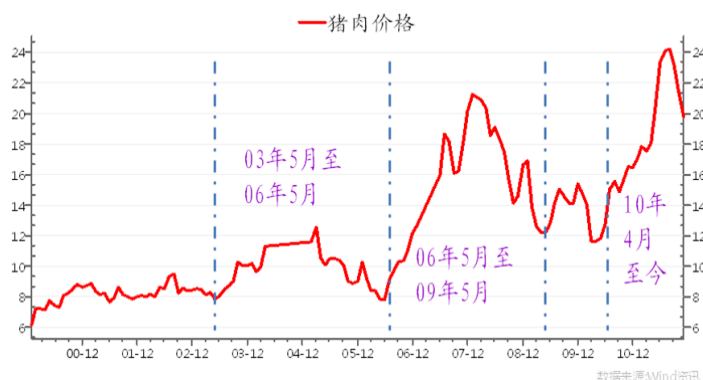
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 49 CPI 及其分类走势



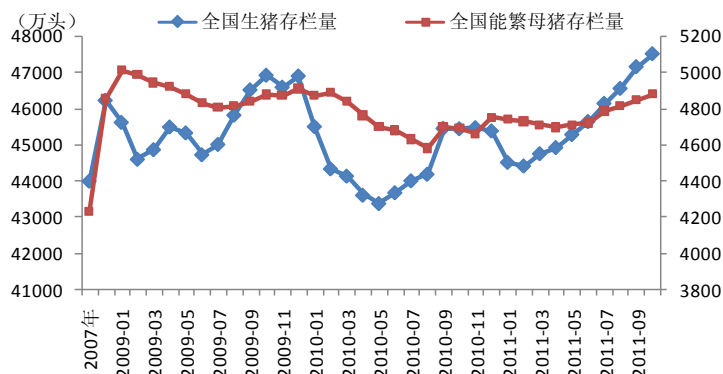
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 50 猪肉价格进入回落周期



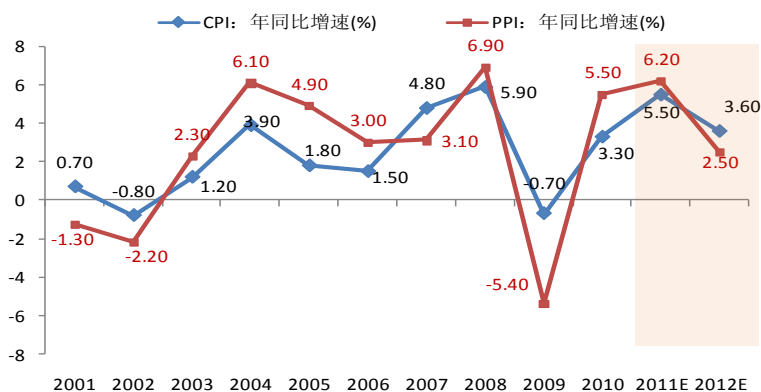
资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 51 全国生猪及母猪存栏量持续回升



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 52 2012 年 CPI、PPI 面临双双回落



资料来源: 国海证券研究所

2. 中长期通胀压力未消，2012 年下半年通胀或再起

不过目前全球货币再宽松，仍需注意未来通胀反弹的可能。虽然目前通胀下行趋势基本明确，但是也有许多不利因素存在，可能是未来通胀出现反弹的隐忧。其时点可能在 2012 年下半年，届时需要再次关注通胀的回升。CPI 和 PPI 在 2012 年下半年均将有所回升，尤其是 PPI 面临较大的回升幅度。

一方面，全球货币出现再宽松趋势，发达国家继续量化宽松，如英国和欧洲，而美国未来推出 QE3 仍是可能的选择。同时，部分新兴国家已步入降息周期，如巴西、土耳其、印尼均开启降息，而这些国家通胀并未有效缓解。全球再宽松趋势将埋下未来全球食品及大宗商品价格再次上涨的隐忧，或将导致全球通胀再度发酵，值得关注。

我们在《全球性通胀及国内通胀专题研究：通胀——未完待续！》中，通过对历史上两次大规模全球性通胀分析也曾指出，目前与前两

次发生全球性通胀的背景类似，出于对经济担忧，预计未来宽松政策退出很可能滞后于经济增长，全球性通胀再次发酵将成为可能。

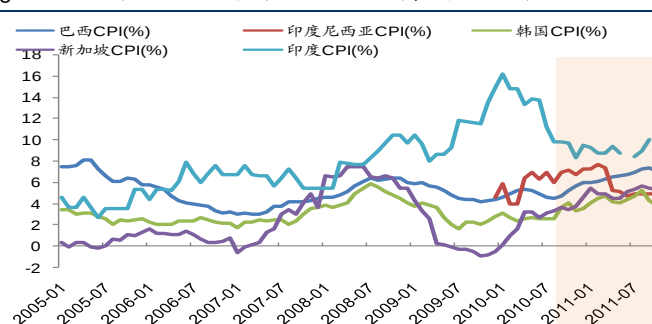
另一方面，中国仍面临较大的成本上涨压力，劳动力成本上涨趋势以及资源价格改革下的成本释放，仍要在未来的价格上涨中逐渐体现，具有中长期通胀压力。近期原油和天然气已改为“从价定征”，未来还将向其他品种扩展，对 CPI 具有较大的潜在压力。

Figure 53 全球现再宽松趋势

	货币政策
美国	美联储8月利率决议，维持0-0.25%的基准利率至2013年中。
欧洲	欧央行9月份利率决议，维持1.50%的基准利率不变，将无限限制地向市场提供流动性。
英国	维持利率在0.5%不变，并维持量化宽松政策规模在2000亿英镑不变。
澳大利亚	澳储行9月央行利率声明，维持基准利率4.75%不变，为连续第10个月维持利率不变，但对经济增长趋于谨慎。
土耳其	2011年8月4日，意外将政策利率，即一周回购利率，下调50个基点至5.75%的纪录低位。
巴西	8月31日和10月19日，巴西央行累计降息100个基点，将基准利率由12.5%下调至11.5%。
印度尼西亚	10月11日，意外降息25个基点至6.50%。

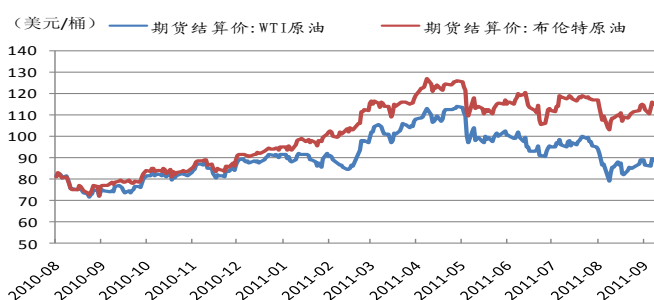
资料来源：国海证券研究所

Figure 54 已降息的巴西和印尼通胀仍较高，其他国家通胀压力仍大



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 55 国际原油价格仍维持较高水平



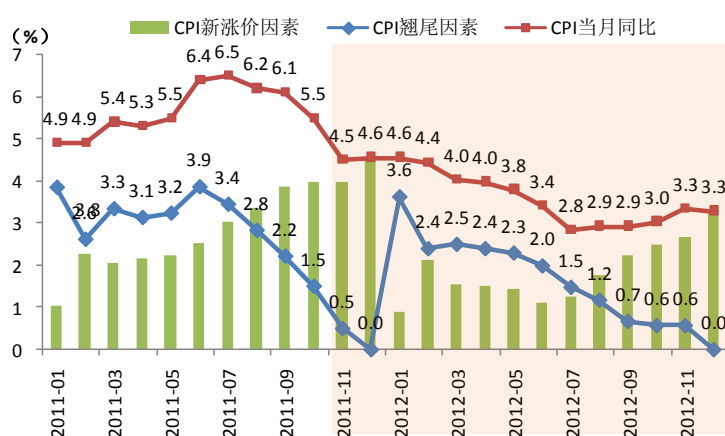
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 56 各资源品价格上调 10%对 CPI 的影响

	对 CPI 的影响系数
煤炭开采和洗选业	0.278
石油和天然气开采业	0.260
电力、热力的生产和供应业	0.890
燃气生产和供应业	0.250
水生产和供应业	0.530

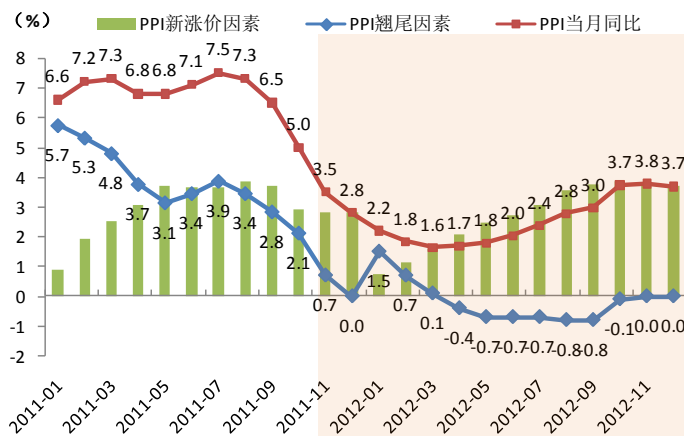
资料来源：国海证券研究所

Figure 57 2012 年 CPI 将回落至 3.6%，上半年回落趋势显著



资料来源：国海证券研究所

Figure 58 2012 年 PPI 将回落至 2.5%，全年呈现“前低后高”



资料来源：国海证券研究所

三、中国再平衡中的政策选择

从长期看，中国经济再平衡的过程中，政策引导将发挥重要作用，推进经济结构调整、加大社会保障支出、促进消费增长将是未来长期发展方向。就 2012 年，我们认为在推进经济结构转型的背景下，由于通胀回落，经济政策着力点将由“控通胀”转变为“保增长、调结构”，而政策也将有所调整。但是由于中长期通胀压力，预计政策难以全面放松。其中，财政政策中结构性减税作用将有所突出，货币政策稳健基调不变下保持利率稳定，存款准备金率面临继续下调，新增信贷将有所回升，流动性趋于改善。

（一）基调不变下政策宽松微调，但难迎全面放松

由于中长期通货膨胀压力并未消失，同时负利率仍较长期持续存在，我们认为“稳健”货币政策的基调将在较长期维持稳定，但是政策力度正由前期的“紧缩”逐渐回归“中性”。同时财政政策预计仍将保持“积极”，但是着力点将由重财政支出转移到重结构性减税。

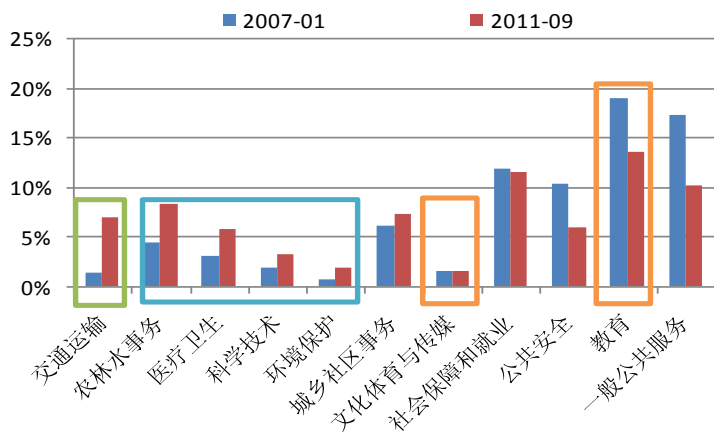
1. 财政政策保持“积极”，结构性减税是重点

财政政策仍定调“积极”，预计 2012 年中央财政赤字 1 万亿，略高于 2011 年的 9000 亿。在支出结构上，支出重点将由前期的交通运输转向重点支持文化体育与传媒以及教育行业，同时，继续加强对农业水务、医疗卫生、科学技术及环境保护的支出。

一方面，党的十七届五中全会首次提出“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”，而文化产业在财政支出中的占比一直很低，未来面临较大的提升空间；另一方面，温家宝表示 2012 年教育支出占 GDP 的比重必须达到 4%，而至 2011 年三季度，教育占 GDP 的比重仅达到 3%，教育支出可能也将有较大提升。

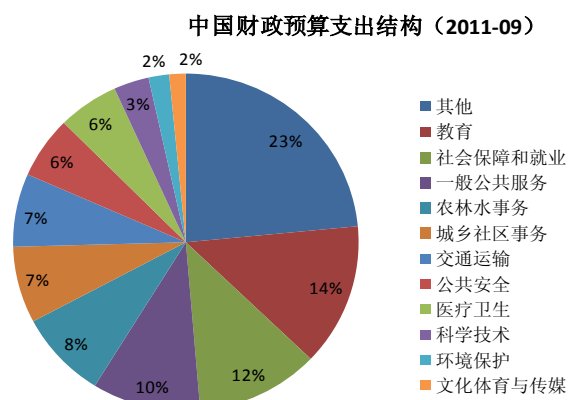
相比财政支出，结构性减税则正成为财政政策的着力点，未来面临较大调整空间。2011 年以来政府已在个人所得税、资源税、企业增值税等方面做出了相应调整，预计未来还将在相关方面进一步推进改革，如资源税范围逐渐扩大，企业增值税试点未来逐渐推向全国，推出环境税等，中国税制结构有望更趋于合理。税制改革的推进将有力促进中国经济结构调整以及提高中国经济活力。

Figure 59 2007 年至 2011 年中国财政支出比重变化



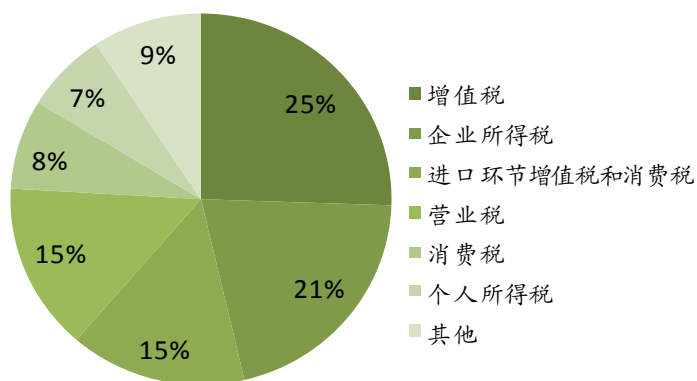
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 60 中国财政支出结构图



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 61 中国税制结构



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 62 2011 年以来税收改革

税收改革	具体措施
个人所得税起征点上调	9月1日起实施的新个人所得税法，将个税起征点由2000元提高到3500元，并扩大了低档税率的适用范围。
资源税改革启动	2011年10月11日，国务院公布新修改的《资源税暂行条例》，其将自2011年11月1日起施行。新条例将原油、天然气资源税由从量计征改为从价计征，正式启动全国性的资源税改革。
提高小微企业增值税和营业税起征点	10月12日，国务院常务会议研究确定支持小微企业发展的金融财税政策措施，其中包括提高小微企业增值税和营业税起征点。10月30日，财政部和税务总局正式颁布新的条例细则，自11月1日起上调增值税和营业税起征点的幅度。
增值税改革启动	2011年10月26日，国务院决定从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。
环境保护税将启动	环保部网站11月9日公布了《“十二五”全国环境保护法规和环经政策建设规划》。根据规划，要推动现有税制“绿色化”，将严重污染环境、大量消耗资源的商品纳入消费税征收范围，选择防治任务重、技术标准成熟的税目开征环境保护税，并逐步扩大征收范围等。

资料来源：WIND、国海证券研究所

2. 货币政策“稳健”基调下利率不变，存款准备金率下调

随着经济通胀“双回落”，货币政策已回归中性，但是预计“稳健”的货币政策基调将维持不变，不会转向全面放松。从具体政策看，我们认为虽然经济将明显回落，但通胀压力并未消除，预计基准利率保持不变；而存款准备金率已启动全面下调空间，预计 2012 年还将下调 2-3 次。同时汇率继续保持小幅升值。

利率：预计维持不变。由于通胀回落，预计 2012 年不会加息，但是出现降息可能性亦较小，除非外围系统性风险下中国经济出现大幅下滑。虽然我们认为房地产投资快速下滑，但是政策性投资的增长依然将保证中国经济有望实现“软着陆”。同时，通胀虽回落，但全年通胀水平仍将略高于目前的基准利率，负利率仍将较长期存在，全球再宽松趋势下对通胀再起担忧也将制约利率下降。

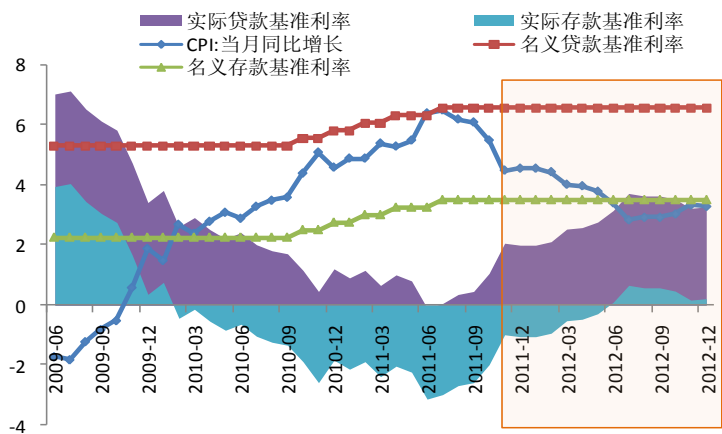
存款准备金率：全面下调已启动，预计 2012 年还将下调 2-3 次。

11 月 30 日央行宣布 12 月 5 日起下调存款准备金率，存款准备金率全面下调启动，此次下调主要源于对冲外汇占款快速下滑以及公开市场到期量可能导致的流动性紧张，体现央行预调微调。

考虑到经济下滑背景下人民币升值暂缓，预计外汇占款仍将维持较低增长，而公开市场到期资金在未来较长时间都将维持较低水平，预计存款准备金率仍有继续下调空间。预计下次调整在 2012 年年初的春节前后，因为届时将迎来信贷投放高峰及节日备付资金需求大增。而 2012 年全年预计存在 2-3 次下调空间。

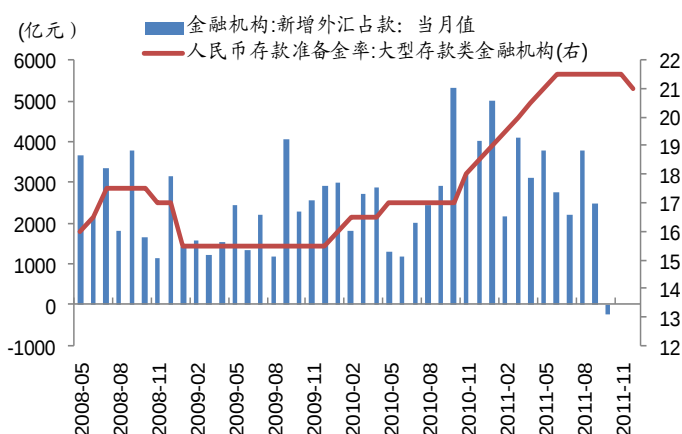
汇率：仍继续小幅升值，但幅度有所缩小，预计 2012 年约升值 1%-2%。截止 11 月底，2011 年以来人民币对美元汇率升值幅度已达到 4.14%，而自 2009 年中旬再次启动汇改以来，累计升值幅度达到 7.3%，最高幅度曾达到 8%。由于中国经济仍将继续放缓，出口面临较大压力，人民币升值预期已出现放缓，双边波动趋于扩大。我们认为考虑到人民币国际化进程，预计人民币仍将延续小幅升值趋势，但幅度预计有所缩小，预计 2012 年升值约 1%-2%。同时，将进一步增强人民币汇率弹性。

Figure 63 利率不变下，未来 CPI 回落将带来负利率改善，但仍有风险



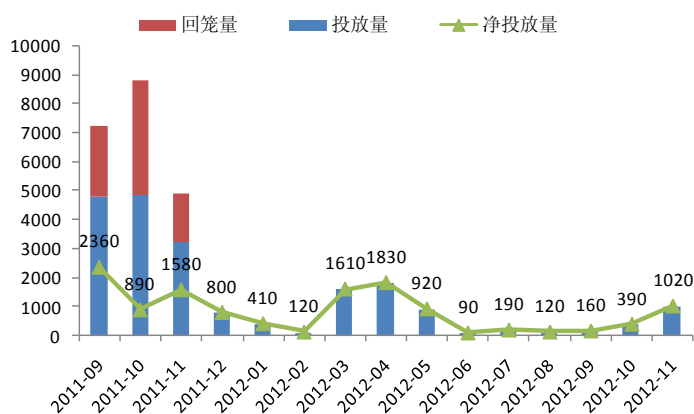
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 64 新增外汇占款面临回落



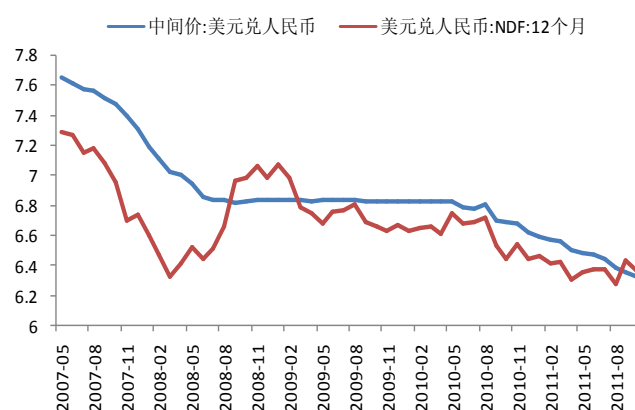
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 65 未来公开市场操作到期量有限



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 66 人民币汇率走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

(二) 流动性趋于改善

2011 年以来货币政策持续紧缩，流动性亦是持续收紧，不仅表现在新增信贷下降、货币供应量持续回落，而且银行间市场资金亦是持续偏紧。流动性收紧一方面使得高通胀得到控制，另一方面也使经济出现较大的下行压力。随着 CPI 高位回落，货币政策力度宽松微调，我们认为流动性持续收紧的趋势将有所改变。

1. 社会融资总量略增，新增信贷回升至 8.5 万亿

2011 年社会融资总量相比 2010 年出现了较快回落，考虑到 2012 年中国经济增速继续下行，我们认为 2012 年社会融资总量有望小幅回升，将略增至 12.4 万亿。

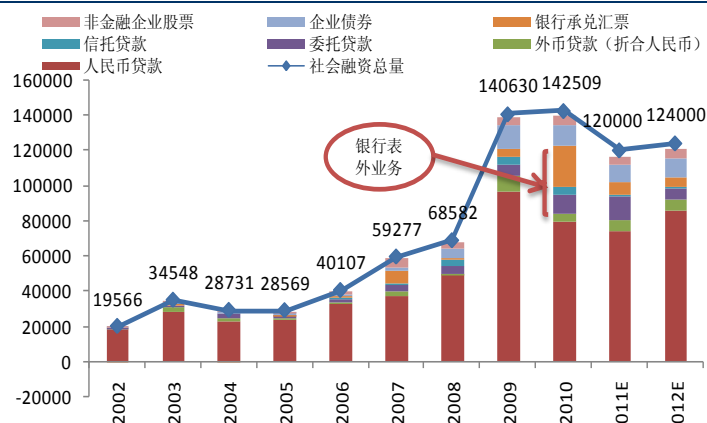
从社会融资总量的结构看，近两年新增信贷被严控的背景下，表外业务出现快速扩张，金融风险有所加大。随着表外业务监管加强及以表外转表内，预计表外业务规模迅速缩减。2011 年银行承兑汇票已出现快速下滑，预计委托贷款也难以维持高增长，2012 年也将面临回落。表外业务的大幅缩减下，为保持社会融资总量稳定，预计 2012 年新增信贷有望回升至 8.5 万亿左右，相比 2011 年约增长 1.1 万亿的水平。同时，预计 2012 年信贷余额增速也将由 2011 年的 15.5% 回升至 2012 年的 17%。

Figure 67 社会融资总量测算

	累计值 (亿元)	2010	2011E	2012E
社会融资总量		142,509	120,000	124,000
间接融资 (表内贷款)	人民币贷款	79,235	74,000	85,000
	外币贷款 (折合人民币)	4,147	5,600	6,500
间接融资 (表外贷款)	委托贷款	11,296	13,700	6,500
	信托贷款	3,848	750	1,000
	银行承兑汇票	23,307	7,800	5,000
直接融资	企业债券	12,011	10,000	11,000
	非金融企业股票	5,862	4,550	5,000
	保险公司赔偿	1,859		
	保险公司投资性房地产	143	3,800	4,000
	其他	1,001		

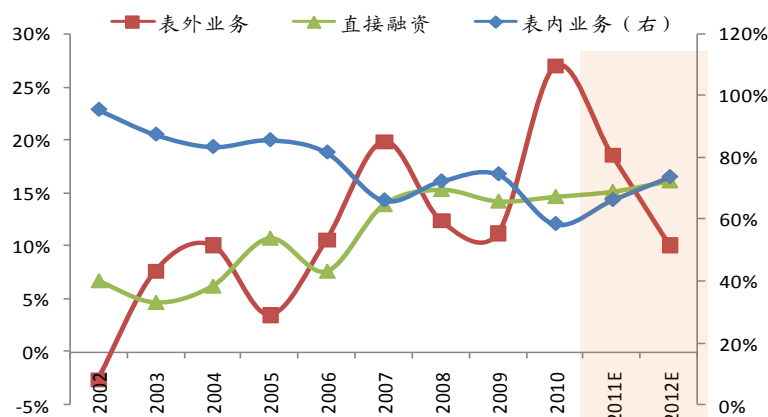
资料来源：国海证券研究所

Figure 68 社会融资总量构成及走势



资料来源：国海证券研究所

Figure 69 表内、表外业务及直接融资分别占社会融资总量的比重

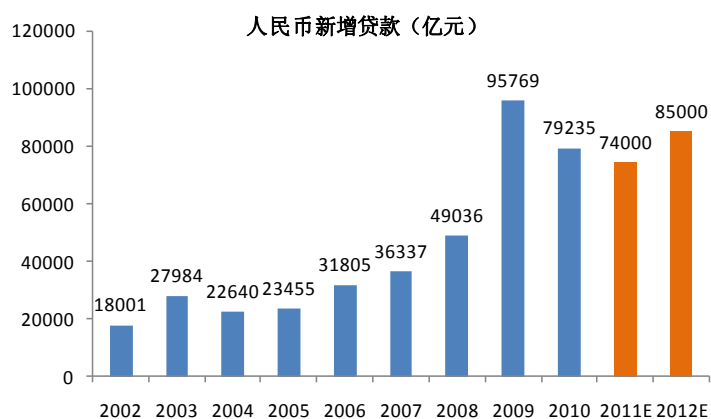


资料来源：国海证券研究所

2. 预计货币供应量底部小幅回升

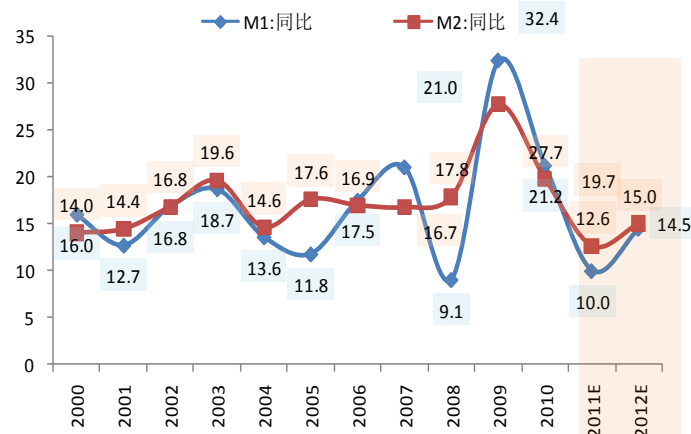
2011 年 M1 及 M2 同比增速的持续回落,主要源于新增信贷的持续收紧以及存款准备金率不断上调导致货币乘数下降。至 2011 年 10 月份, M1 已回落至 8.4% 的历史低位, 而 M2 亦回落至 12.9% 的历史低位, 目前货币供应量已处于底部区域。随着新增信贷的适当放松及存款准备金率适度下调, 预计 2012 年货币供应量有望迎来底部回升。预计 2012 年 M2 同比增长 15.0%, M1 同比增长 14.5%。流动性趋于改善。

Figure 70 新增信贷走势



资料来源：国海证券研究所

Figure 71 M1 和 M2 预测



资料来源：国海证券研究所

宏观经济数据预测

2011 年及 2012 年年度宏观经济数据预测如下：

Figure 72 2011 年及 2012 年宏观经济数据预测

指标名称 (当月同比增长, %)	2011-06	2011-07	2011-08	2011-09	2011-10	2011-11E	2011-12E	2011E	2012E
GDP (当季)	9.50	/	/	9.10	/	/	8.60	9.20	8.20
工业增加值	15.10	14.00	13.50	13.80	13.20	12.90	12.70	13.60	12.00
城镇固定资产投资完成额 (累计)	25.60	25.40	25.00	24.90	24.90	24.50	24.20	24.20	18.00
社会消费品零售总额	17.70	17.20	17.00	17.70	17.20	17.00	16.80	17.00	16.80
进口商品总额	19.30	22.89	30.20	20.90	28.70	13.50	9.20	24.00	16.00
出口商品总额	17.90	20.42	24.50	17.10	15.90	9.60	10.30	20.00	14.00
贸易顺差 (亿美元)	222.56	314.84	177.50	145.14	170.33	200	160	1670	1560
CPI	6.40	6.50	6.20	6.10	5.50	4.50	4.60	5.50	3.60
PPI	7.10	7.54	7.30	6.50	5.00	3.50	2.80	6.20	2.50
M1	13.30	11.60	11.20	8.90	8.40	9.60	10.00	10.00	14.50
M2	15.90	14.70	13.50	13.00	12.90	12.80	12.60	12.60	15.00

资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。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和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。