



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济报告

宏观经济研究报告

2011 年 12 月 5 日

国内经济

研究部

彭文生*

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010001
pengws@cicc.com.cn

赵扬

联系人, SAC 执业证书编号: S0080111080022
zhaoy@cicc.com.cn

孙淼玲

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010052
sunml@cicc.com.cn

2012: 比 2009 更复杂的一年 (国内经济篇)

要点:

2012 年欧债危机笼罩下全球经济面临巨大不确定性, 国内经济自主增长动能下降。与 2009 年相比, 国际经济最终不一定那么差, 但国内宏观政策面临多重纠结, 复杂程度有过之而无不及。面临潜在增长率放缓和外围不确定性带来的政策失误的风险增加, 我们估计 2012 年经济增长的目标可能下调。即便如此, 保增长政策的执行将面临诸多挑战, 灵活性将成为政策的最主要特征。

货币政策维持稳健基调, 但总量放松的逆周期操作已经开始。预计 M2 增速目标在 14% 左右, 因为新增外汇占款下降, 实现目标可能需要新增贷款达到 9-10 万亿的水平。政策措施可能包括: 1) 法定存款准备金率多次下调; 2) 贷存比等审慎监管措施逆周期微调; 3) 通过增加银行间流动性或调低基准贷款利率降低融资成本。但在 2008-09 货币信贷大幅扩张造成的负面影响犹存的情况下, 当局将有多大的力度推动信贷扩张有不确定性。

同样的纠结体现在房地产和汇率政策上。房地产相关的固定资产投资开始放缓, 近期市场对放松行政性控制措施的预期增加。但如果货币信贷条件和行政性控制措施同时放松, 调控将前功尽弃。我们的判断是, 在税收等长效性机制发挥作用前, 放松控制投资需求的行政性措施的可能性小。

近期资本流出增加, 人民币贬值压力初露端倪, 从一定意义上讲, 现在是增加汇率弹性, 增加双向波动的好时机。但国际金融市场动荡, 国内非政府部门过去长时间累积了过量的人民币资产, 本外币资产配置严重失衡, 人民币贬值的预期可能加剧资本流出。我们的判断是人民币对美元汇率将小幅双向波动, 政策当局不会容忍较大幅度的贬值。

财政政策将维持积极的基调, 结构性减税是主要看点。我们预计 2012 年总体的财政收支将对经济有小幅扩张的影响。税制改革方面, 有减有增的结构性减税将从多角度瞄准调结构的政策目标: 改善收入分配、促进消费和服务业发展, 促进节能减排的长效机制。

我们预计基准情形下 2012 年的经济增长将是“软着陆”: GDP 增长 8.4%, 消费贡献上升, 投资贡献下降, 净出口负贡献。最大的风险仍在外部 (与 2009 年类似): 欧债危机如果恶化成全球金融危机, 中国出口将受到较大的冲击, 同时资本流出增加。这样的情况下, 政策需要加大刺激力度, 但再现 2009 年大规模投资刺激的可能性不大, 经济增长面临较大的下行风险。

* 报告贡献人: 刘鑒、刘博

目录

政策灵活性对抗经济不确定性	3
“保增长”将保怎样的增长?	3
政策如何实现“保增长”的目标?	3
货币政策面临挑战	4
结构性减税支持积极的财政政策	7
2012 年宏观经济主要指标预测	9
欧元区爆发大规模金融危机是主要下行风险	9

图表

图表 1: 历年政策目标	4
图表 2: 外汇占款是 M2 的重要推动因素	4
图表 3: 预计 2012 年外汇占款增量降低	4
图表 4: 离岸人民币存款增速减缓	4
图表 5: 14% 的 M2 增速所需要的外汇占款和新增信贷	5
图表 6: 货币乘数与基础货币	5
图表 7: 财政政策表述与财政余额	7
图表 8: 财政余额与产出缺口之间存在一定的相关	7
图表 9: 财政扩张与紧缩	8
图表 10: 教育支出占比将继续提高	8
图表 11: 基准情形下的 GDP 增速预测	10
图表 12: 风险情形下的增长预测	10
图表 13: 2012 年主要经济指标预测	10

政策灵活性对抗经济不确定性

我们在上一篇宏观报告《2012 是终点还是起点：中国经济周期的逻辑》分析了驱动中国经济长周期和短周期的因素和规律，提出 2012 年既是经济短周期的底部，也处在长周期潜在增长率放缓的开始阶段。2012 年的中国宏观经济，一言以蔽之：政策灵活性对抗经济环境的不确定性。央行近 3 年来第一次降低法定存款准备金率，代表货币政策数量型放松的开始，政策重点从“控通胀”转为“保增长”，逆周期操作的方向明确，但是保增长的力度多大，效率有多高，存在较大的不确定性。最大的不确定因素是外部环境，欧债危机至今已是山重水复，前路是否能够柳暗花明，从而避免一次大规模的金融危机，是 2012 年全球经济和中国经济面临的重大风险。

复杂的宏观环境下需要政策灵活应对，“灵活性”将成为 2012 年中国宏观政策的关键词。我们在这篇报告里对明年的宏观政策及其对经济的影响进行分析，试图回答如下问题：

- ▶ 如何理解明年宏观经济政策的目标？
- ▶ 实现目标的政策措施、传导机制和可能的障碍是什么？
- ▶ 宏观经济的基准情形和主要风险因素是什么？

“保增长”将保怎样的增长？

2012 年经济增长目标可能略微下调至 7.5%

增长目标可能降低。从长周期看，我国潜在增长率已经开始放缓。对此，政策已有体现，“十二五规划”将调结构作为主题，将五年经济增长平均增速目标从十一五期间的 7.5% 下调到 7.0%。从短周期来看，经济增长动能显著放缓，拉动总需求的三驾马车中，预计 2012 年投资增长趋弱，净出口负增长。在这样的环境下，2012 年经济增长的目标将定在什么水平？过去几年政府的经济增长目标都维持在 8%，我们判断 2012 年的经济增长目标可能略微下调，比如 7.5%。如果我们的判断是对的，则说明政策在保增长的同时，也考虑到潜在增长放缓的现实。

将更加注重经济增长的质量

促进增长的质量。遵循十二五规划调结构的目标，预计 2012 年将更加注重经济增长的质量。明年在扩大消费、提高居民收入和调节收入分配等方面将推出更多实质性的措施。同时，继续抑制房地产泡沫；相对于目前的限购限贷等行政性措施，明年可能会注重建立稳定房价的长效机制，包括改进土地的供应制度、进一步改善税收政策对房地产的调控作用，以及加大财政和信贷对保障性住房的支持。节能减排和环境保护的相关政策力度也可能加大。

政策如何实现“保增长”的目标？

2012 年 M2 增速目标可能定在 14% 左右

货币政策稳健基调不变，相比 2011 年数量型调控将会放松。从保增长的目标出发，货币政策需要在一定程度上放松数量控制，一个关键的目标是 M2 的增长。从历史来看，M2 增长目标一般在 GDP 增长目标与 CPI 通胀之和的基础上再加 3-4 个百分点（图表 1）。基于 GDP 增速目标可能下降，以及 2012 年通胀预期明显回落，我们认为 2012 年 M2 增长目标将比今年 16% 的目标有所下降，可能在 14% 左右。货币增速目标逐步回落是稳健货币政策基调的体现。但是这一目标与今年最终实现的 12% 左右的 M2 增速相比，有所上升，尤其考虑到通胀率的下降，实际增速反弹更显著，这是逆周期操作支持经济增长的体现。

将继续执行积极的财政政策

财政政策维持积极的基调，结构性减税将是主要看点。财政政策维持积极的基调的体现是整体财政余额仍将保持一定的赤字，我们预计赤字规模和 2011 年的预算接近。在结构上，预计财政支出将加大对关系民生项目的投入，加大转移支付力度，以调节收入分配和促进消费；同时实行结构性减税，加快增值税改革步伐，对现代服务业、新兴战略

产业和中小企业进行税费减免，但是部分行业可能面临增税，以实现节能减排和环保方面的目标。

货币政策面临挑战

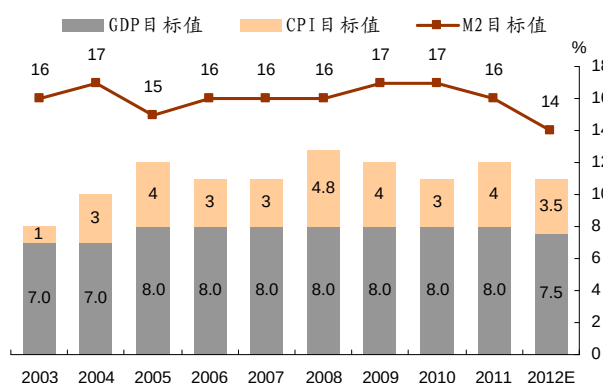
M2 是央行调控的中间目标

央行实现保增长政策目标的主要手段，是通过调控货币供给来进行总需求管理。因此，M2 增速构成了介于央行货币政策工具和最终的增长/通胀目标之间的中间目标。央行调控货币供给的工具主要包括公开市场操作、法定存款准备金调节、基准利率调整以及窗口指导和信贷政策引导等。但 M2 增长具有一定的内生性，不仅取决于央行对货币政策工具的调控，也受到经济环境包括国际收支和内部信贷需求的影响。

外汇占款增量下滑将改变 M2 增长方式

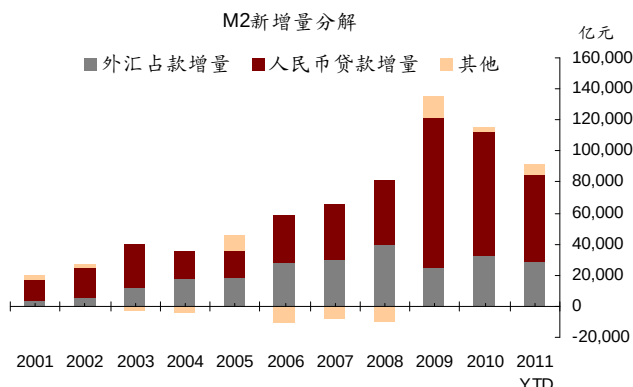
M2 增长方式面临转变。M2 的变动主要由外汇占款增量和新增贷款组成。自从 2001 年加入 WTO 以来，外汇占款的快速增加一直是我国 M2 增长的重要推动因素（图表 2）。但是，明年这一状况面临改变。今年 10 月外汇占款下降 249 亿元人民币，这是自 2007 年 12 月以来的首次下降，主要反映资本流出，背后的原因是全球经济不确定性增加和中国经济放缓的背景下投资者避险情绪的上升。考虑到贸易顺差继续下降，房地产市场冷却，以及欧元区经济前景的恶化，我们预计未来外汇占款增量即便由负转正，也将在低位徘徊。在基准情景下，我们预计 2012 年贸易顺差较今年减少 380 亿美元左右（今年估计在 1437 亿美元左右），FDI 也较今年的 1100 亿美元降低 10% 左右。进一步考虑到明年人民币对美元升值幅度的放缓和全年资本净流入大幅下降，预计明年全年外汇占款增量在人民币 1.5 万亿元左右，远低于今年 1-10 月 2.9 万亿的增量（图表 3）。

图表 1: 历年政策目标



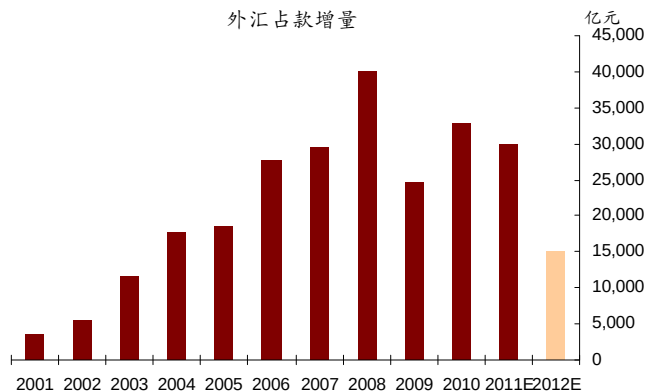
资料来源：历年政府工作报告、中金公司研究部

图表 2: 外汇占款是 M2 的重要推动因素



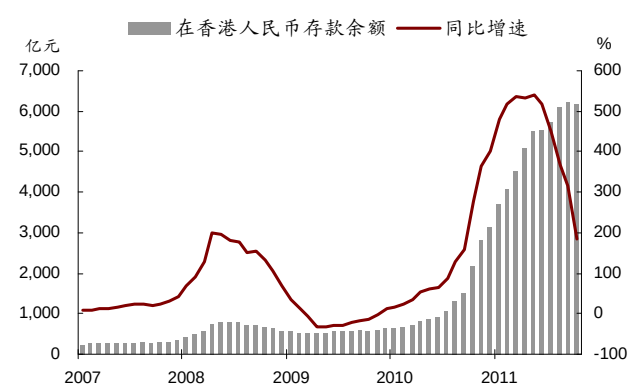
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 3: 预计 2012 年外汇占款增量降低



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 4: 离岸人民币存款增速减缓



资料来源：CEIC、中金公司研究部

人民币国际化影响外汇占款变动

人民币国际化对外汇占款增量的影响日趋显著。我们曾经提出一个观点：去年以来我国外汇占款快速增加，部分原因在于人民币用于进口结算导致进口购汇下降。而这部分人民币流出了国境，因此不构成中国国内的人民币流动性投放（参见 8 月 1 日第 166 期周报《全球“稳增长”增加难度，中国“控通胀”出现新现象》）。同样的道理也可能在外汇占款下降的过程中发挥作用。今年 10 月份外汇占款下降 249 亿元，而香港的人民币存款余额 10 月下降了 37 亿元（图表 4），相当于当月外汇占款下降额的 15%。香港人民币存款的下降主要由于人民币在出口结算中的使用比例增加导致。在人民币升值预期减弱的情况下，国外进口商更愿意支付人民币而非外汇。因此，10 月份的外汇占款下降，部分由于香港人民币在贸易渠道下回流境内所致，而这部分回流境内的人民币相当于增加了国内人民币流动性，因此，在人民币国际化的背景下，直接用外汇占款下降程度来衡量国内基础货币的紧缩程度，存在着一定程度的夸大。

信贷扩张将成 M2 增速的主要推手

信贷扩张压力可能大幅增加。在 M2 增长方式转变的情况下，预计明年 M2 增长将主要依靠新增贷款来推动，这与 2009 年情形类似，其宏观经济后果有赖于具体的货币政策执行。一个可预见的后果是实体经济将再次面临杠杆率上升。

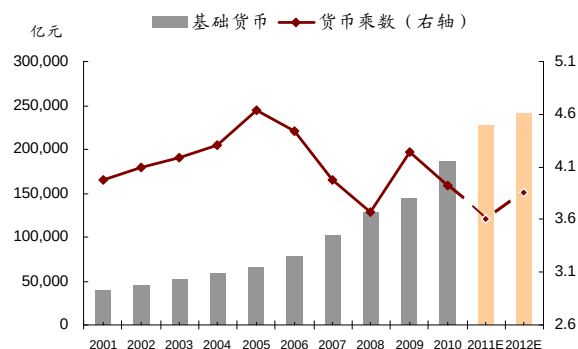
- ▶ 假设 2012 年 M2 增长 14%，则 M2 增量将为 11.4 万亿元左右，同时，假设新增外汇占款从今年 3 万亿左右的水平下降到 1.5 万亿左右，则与之相适应的新增贷款约为 9.9 万亿左右（图表 5），比今年约 7.3 万亿元的预期值大幅增加，这需要央行大幅提高信贷额度。考虑到明年离岸市场的人民币通过贸易渠道回流的力度可能加大，对新增贷款的要求应该比我们估算的 9.9 万亿要低一些。同时，新增外汇占款下降的数量具有不确定性，其变动也受到央行货币政策的影响，从而给货币政策执行带来很大扰动。如果央行大幅提高信贷，可能经济又会面临 2009 年的货币环境，从而吸引“热钱”回流，导致外汇占款增量高于预期，并最终导致货币超发，带来资产泡沫化和通胀压力。因此，央行的货币政策操作难度加大，必须更加灵活应变。

图表 5: 14% 的 M2 增速所需要的外汇占款和新增信贷

2012 年外汇占款新增量 (亿元)	为达到 M2 增速目标 所需的新增贷款量 (亿元)
29,074	85,282
25,000	89,356
20,000	94,356
15,000	99,356
10,000	104,356
0	114,356

资料来源：中金公司研究部

图表 6: 货币乘数与基础货币



资料来源：Wind、中金公司研究部

- ▶ 新增外汇占款推动的 M2 增加，流动性的增加来自于私人部门的资产增加，即私人部门将外汇卖给央行以获得人民币。而新增贷款所推动的 M2 增加，流动性的增加来自于私人部门的负债增加，即私人部门通过向银行借债来获得流动性。这两种不同的流动性增长方式将导致不同的私人部门杠杆率。在 2009-2010 年信贷大幅扩张后，整个经济尤其是企业部门的杠杆率已经显著提高，政策当局对新一轮信贷扩张可能比较谨慎，因此推动 M2 增长的信贷扩张能否实现，需要密切关注。

实现信贷大幅扩张

即使政策当局对信贷扩张持积极的态度，也有如何实现的问题。央行可以通过降低法定存款准备金率，公开市场操作等手段给银行体系释放可贷资金。但这些增加的可贷资金是否能够转化为对非银行部门的贷款，取决于多重因素。从信贷供给看，审慎监管的限制比如贷存比，资本充足率要求是影响因素。更重要的是，从信贷需求来看，随着通胀预期下降，实际利率显著提高，同时经济前景的不确定性增加了风险规避。要促进信贷需求，可能需要降低借贷成本，同时扩张流动性供给，满足风险规避造成的对流动性需求的增加。基于这些考虑，我们对明年货币政策的操作有以下几点判断。

未来存款准备金率将多次下调

第一，法定存款准备金率多次下调。传统的理解是下调法定存款准备金率通过增加银行的可贷资金提高货币乘数，从而提升基础货币的货币创造能力。到今年年底我国的基础货币存量预计约为 22.7 万亿元，货币乘数约为 3.6。考虑到明年外汇占款以及央票和回购到期量都将比今年大幅下降，明年的基础货币增量将较今年显著下降。我们预测明年基础货币存量将达到 24.2 万亿（图表 6）。如果明年 M2 增速要达到 14%，则相对应的货币乘数为 3.86 左右。假设银行的超储比例和现金漏出的比例不变，则平均的法定准备金率需要降低到 18% 左右，和目前的 20% 左右比需要下调准备金率 4 次。

但这种传统的乘数关系假设信贷需求比较强，当前对信贷的限制主要来自银行的可贷资金。如果信贷需求显著下降，则可能需要更多次数的存款准备金率下调，其传导机制是增加银行间市场的流动性，货币市场利率下降，引导银行降低贷款利率上浮比例，降低借贷成本，刺激信贷需求。货币市场利率下降也有利于降低股市和债市的融资成本，增加直接融资，弥补间接融资的不足。

下调贷款基准利率亦有可能

第二，存在下调基准贷款利率的可能。如上所述，预计央行将首先通过增加银行间流动性降低货币市场利率，进而引导银行下调贷款利率的上浮比例。但是，如果这个渠道的效果不明显，直接下调贷款基准利率的压力就会增加。

宏观审慎管理措施或将微调

第三，贷存比逆周期微调压力增加。银行的信贷能力还要受到包括贷存比考核在内的宏观审慎管理的影响。我们判断，如果要完成明年 14% 的 M2 增速目标，贷存比等宏观审慎监管指标也面临微调的压力。

2003 年颁布的《商业银行法》规定贷款余额与存款余额的比例不得超过 75%。目前商业银行总体上贷存比约 67%，但贷存比在银行间的分布差异较大。四大国有银行的贷存比相对较低，基本对其放贷能力不构成制约，但目前四大行的贷款受到央行额度管理的制约，明年如果央行的信贷政策放松，则四大行的贷款能力将获得很大提升。大部分股份制银行和中小银行的贷存比则接近 75%，放贷能力受到严重限制。明年如果贷存比考核还象今年这样严格，则即便下调法定准备金率，银行也难以大幅增加贷款。

但是，从过去几年的经验来看，贷存比监管力度也具有逆周期特征。2009 年上半年，为了配合当时宽松的货币政策，银监会曾有条件地^{*}放宽中小银行贷存比。2011 年，为配合紧缩货币政策，银监会加强了贷存比考核力度，从过去的季末考核改为按月申报，继而要求按月申报日均贷存比，使得银行放贷节奏放缓。由此可见，如果需要，明年贷存比可能再现 2009 年的短暂放松或其他形式的微调。

银行再融资压力依然挥之不去

第四，信贷扩张可能增加银行融资压力。除了贷存比，审慎监管框架中的资本充足率指标也可能对银行信贷增速构成制约。银监会今年 5 月颁布了《中国银行业实施新监管标准的指导意见》，新标准要求正常条件下系统重要性银行和非系统重要性银行的资本充足率分别不得低于 11.5% 和 10.5%，对核心资本充足率的最低要求分别为 9.5% 和 8.5%。目前我国上市银行的加权平均资本充足率为 12.2% 左右，核心资本充足率 9.7% 左右，为了达到新的标准，银行明后两年已经有相当的融资需求。假设明年银行的总资产增长速度与 M2 增速相同，均为 14%，则上市银行的加权平均资本充足率将降低到 10.7% 左右，核心资本充足率降低到 8.5% 左右，银行的融资压力将加大。

对房地产调控的行政措施放松的可能性小

放松流动性更需要限制房地产投资性需求。上述的对货币政策的判断对资产市场无疑有影响。流动性宽松对资本市场有帮助，降低直接融资的成本，这也是货币政策的传导机制的一部分。但是，对房地产市场而言，调控刚刚显现初步效果，房价仍然处于高位，对房地产的投资性需求受到限购等行政性措施的约束，也受到过去两年货币环境紧缩的压制。2012 年货币环境的宽松将可能再次推动对房地产的投资性需求。在这种情况下，若放松行政性的管制措施将可能对房地产的调控前功尽弃。我们的判断是在税收等限制投资性需求的长效机制发挥作用之前，对房地产调控的行政性措施放松的可能性小。

^{*}资本充足率必须达到 8%；拨备覆盖率需要达到 120%-150%

人民币汇率弹性加大

人民币汇率难有方向性大幅变动。近期市场对人民币汇率的预期有较大变化，和资本流出的迹象一致。正如我们在 4 季度宏观经济展望报告所阐述的，我国贸易顺差大幅减少，人民币目前没有明显低估，不存在大幅升值的基础（参见 9 月 5 日《政策引导中国通胀回落，欧美经济下行风险增加》）。但基于市场的走势，人民币是否有显著贬值的可能？从理论上讲，在经济下行阶段，汇率贬值有利于支持出口，是货币政策传导机制的一部分。但是，在全球金融市场波动和增长放缓的环境下，汇率贬值往往和经济主体规避风险联系在一起。尤其是我国汇率过去长时间缺少双向灵活性，非政府部门累积了大量的长本币短外币头寸，也就是说，非政府部门在人民币和外部资产配置上严重失衡，体现为政府的大量外汇储备。在这种情况下，较大的汇率贬值可能强化进一步贬值预期，加大资本流出，形成恶性循环。

另一方面，目前的市场环境是实现人民币对美元汇率双向波动的有利时机。政策当局需要在增加双向波动从而改善人民币汇率形成机制和防范资本大规模流出的风险之间取得平衡。我们的基本判断是，在全球面临金融危机的风险的环境下，政策当局不会容忍人民币汇率大幅贬值，但也不会出现 2008 年 7 月和美元再次挂钩的情况。预计 2012 年人民币对美元汇率小幅双向波动，根据美元本身的汇率走势，人民币可能在贬值 1% 和升值 2% 之间波动。

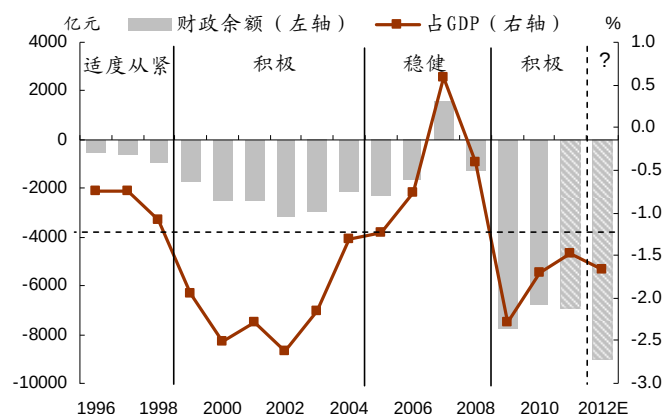
结构性减税支持积极的财政政策

预计 2012 年财政赤字预算仍将维持 9000 亿元左右

2012 年政府将继续实行积极的财政政策。2012 年政府在建项目和保障性住房建设需要继续投入大量资金，社会保障、就业、医疗等民生方面需要进一步加大财政投入，“十二五”规划重大项目、“三农”、节能减排、区域协调发展等经济社会发展关键环节均需要保持必要的政府投资力度。2011 年财政赤字预算为 9000 亿元，由于前 10 个月是盈余 1.3 万亿元，最终赤字将比预算的小，在 7000 亿元。预计 2012 年的财政赤字预算将保持和今年预算差不多的水平，即 9000 亿元，财政赤字占 GDP 的比重 1.7% 左右，高于 2011 年，但比 2009 年小（图表 7）。

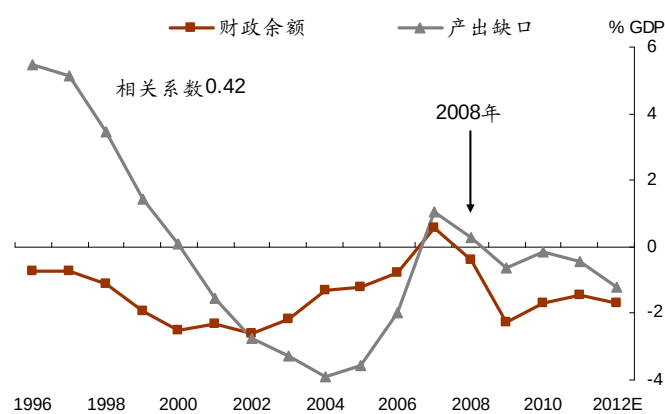
财政余额并不能准确反映财政政策对经济的影响是扩张还是收缩，评估财政政策需要区分财政赤字是受到经济周期的影响还是主动调节。财政赤字与经济波动之间具有一定的相关性（图表 8），这是因为财政收入特别是税收具有经济的自动稳定器的功能——经济扩张时税收增加、赤字减少，经济收缩时税收减少、赤字增加。我们将财政余额占 GDP 比例分解为基准比例、根据产出缺口估算的财政收入自动调节幅度、以及财政政策主动调节部分（财政姿态）（图表 9）。根据我们的估算，亚洲金融危机之后的 1999-2000 年和全球金融危机之后的 2008-2009 年，我国财政政策对经济有显著的扩张性的影响。而按照我们估算的 7000 亿赤字计算，2011 年财政政策对经济的影响是紧缩的。2012 年按照 9000 亿财政赤字计算，财政政策对经济有小幅的扩张影响。

图表 7：财政政策表述与财政余额



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 8：财政余额与产出缺口之间存在一定的关系



资料来源：CEIC、中金公司研究部

结构性减税是看点

结构性减税空间较大。预计 2011 年财政收入将突破 10 万亿元。按照财政赤字保持 9000 亿元规模，财政收入增长放缓但不会大幅下降的情形计算，2012 年有进一步结构性减税的空间，以刺激内需、推动经济结构调整。

税制改革“有减有增”

税制将体现“有减有增”的差别化结构性调整。与十二五规划强调经济结构调整相呼应，预计明年的财政政策将呈现有减有增的结构性调整。减税的重点将体现在增值税、营业税和消费税等间接税领域。

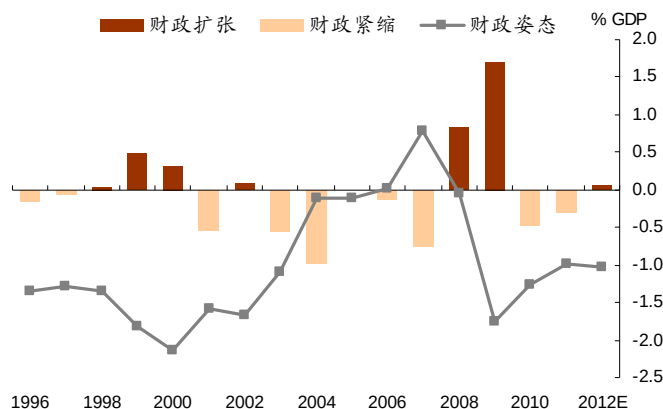
- ▶ 已经在上海试点推行的交通运输等现代服务业实施的增值税“扩围”改革有可能在明年上半年向全国推广。根据我们的估算（参见我们 10 月 27 日的宏观报告《降低税负，轻装前进：评交通运输行业及部分现代服务业改征营业税的试点》），大约将减轻相关行业税负 700 亿元左右。
- ▶ 由于明年的贸易顺差可能在今年 1437 亿美元预计值基础上下降 380 亿美元左右，外需形势严峻，前一段时间探讨的下调中高档消费品进口关税税率改革可能暂缓实施，但国内消费税税率有可能进一步下调以激发内需潜力。
- ▶ 增值税转型、降低企业所得税和针对中小企业、环保技能产业以及战略性新兴产业的税收扶持措施也可能出台。在这个大背景下，我们认为增值税和营业税基本税率也存在一定的下调空间。

与间接税领域结构性减税措施对应，对于资源税、房产税和环境保护税等直接税种可能有结构性增税。已在新疆试行的资源税改革预计将进一步推广，煤炭等资源也可能被纳入资源税的征税范围。环境保护领域的“费改税”可能加速进行，以应对国内外日益紧张的节能减排要求。

财政支出体现调结构

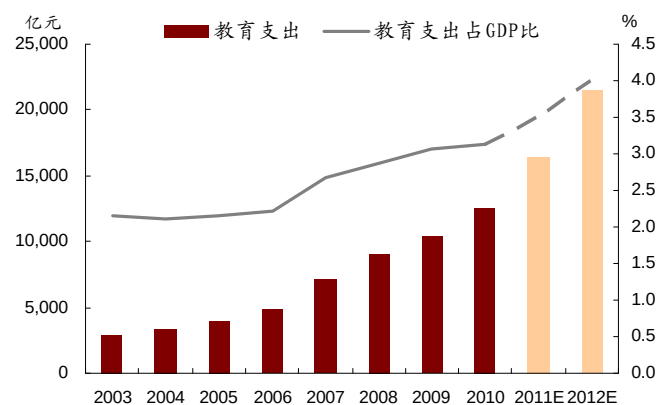
财政支出将体现结构性调整。预计民生和在建工程将成为明年财政支出的主要领域。在民生领域中，“十二五”规划明确提出教育支出占 GDP 比例在 2012 年要达到 4%。我们计算若要达到这一目标，2011 和 2012 年的教育支出年均复合增长率需要达到 31%，高于 GDP 增速和过去 5 年年均 27% 的增速（图表 10）。考虑到地方政府债务负担居高不下、房地产调控和清理地方政府融资平台等政策对于地方财力的不利影响，2012 年中央财政代地方发行的地方债可能将比 2011 年扩大，并有可能直接纳入地方预算管理、其中由地方自主发行的比例也可能扩大。但是，政府投资除确保在建项目完成和保证“十二五”国家重点建设项目开工外，预计将严格控制一般性地方政府投资项目开工。

图表 9：财政扩张与紧缩



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 10：教育支出占比将继续提高



资料来源：Wind、中金公司研究部

2012 年宏观经济主要指标预测

维持明年 GDP 同比 8.4%

“软着陆”是基准情形。短周期的经济增长主要取决于总需求增长和宏观政策之间的互动。目前总需求增长的动能明显减弱，但政策调整对增长的支撑作用将在未来逐步体现。因此，我们对 2012 年经济增长的基准判断是“软着陆”。我们对 2012 年 GDP 增长的最后结果仍然维持此前 8.4% 的判断。受到外部经济环境恶化（尤其是欧洲经济衰退预期的影响），GDP 环比和同比增速的底部都较我们此前预期的略微晚一点。预计 GDP 环比在明年一季度见底，同比则到明年三季度见底（图表 11）。

增长的构成将更加优化。从推动增长的结构因素来看，消费对经济增长的贡献略有增加，投资对经济增长贡献降低，净出口对经济增长负贡献。（图表 13）

- **房地产去泡沫化和产业投资去杠杆化带动投资放缓。**根据对明年住房施工面积的推算及其与房地产投资增速的关系，我们预计明年房地产投资增速 15% 左右，较今年显著下降。制造业投资增速目前仍然较快，主要反映 2010 年信贷宽松和总需求扩张所带来的滞后效应。今年以来信贷增速显著下滑，企业的盈利能力下降，制造业投资面临一波去杠杆化压力。在制造业自身去杠杆化和房地产去泡沫化的双重影响下，预计明年的制造业投资增速将有所放缓，但基于信贷总量放松的判断，下半年有支撑。
- **净出口负增长是大概率事件。**欧元区经济面临衰退，近期除美国外世界其他主要经济体的增速预期也被纷纷下调，因此，我国的出口面临恶化的环境。我们维持此前的预测：2012 年出口增长 10%，净出口对经济增长的贡献为负。

2012 全年 CPI 同比在 3.5% 左右

预期 2012 年 CPI 通胀 3.5%。根据对影响 CPI 的主要领先因素的分析，在今年产出缺口和货币增速持续下降的情况下，明年的 CPI 将整体回落 2 个百分点左右，我们因此预测明年全年 CPI 涨幅在 3.5% 左右。按照我们的预测模型，产出缺口的下降推动 CPI 降低 0.1 个百分点，M2 增长的放缓使 CPI 下降 1.3 个百分点，大宗商品价格的下降减少 0.8 个百分点，供给冲击增加 0.2 个百分点。通胀压力的缓解，将给货币政策的放松带来一定空间。但是，通胀的减缓程度也取决于政策放松的力度；如果政策放松力度较大，则通胀可能比预期的要高，尤其是到明年下半年。

欧元区爆发大规模金融危机是主要下行风险

欧债危机恶化，对中国主要影响有二……

我们目前对欧元区经济展望的基准判断是明年负增长 0.2%，欧元区能避免解体和出现大规模金融危机。但是，欧元区爆发金融危机的风险是不容忽视的，我们判断存在 30% 的概率。如果欧元区爆发大规模金融危机，则将通过两个渠道影响 2012 年的宏观经济和政策。

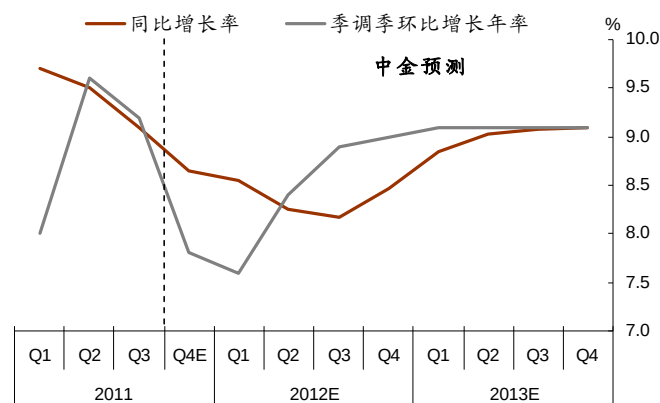
……出口增速显著下滑

首先，中国的出口增长要远低于我们的预测。当出现大的金融危机时，出口的增速不仅受到外需下降的影响，还要受到金融危机所导致的贸易融资枯竭的影响。假设欧元区危机恶化导致 2012 年我国出口增速降低到 -10%，相应地，中国的政策也会做出调整，货币和财政的放松力度将比我们基准情形下所预计的要加大。但是，像 2009 年那样再次推出大规模政府投资刺激政策的可能性比较低。在外部冲击和政策支持下，我们估算 GDP 增速将放缓到 7.4%，较基准情形下的 8.4% 下跌 1 个百分点（图表 12）。

……资本流出加剧

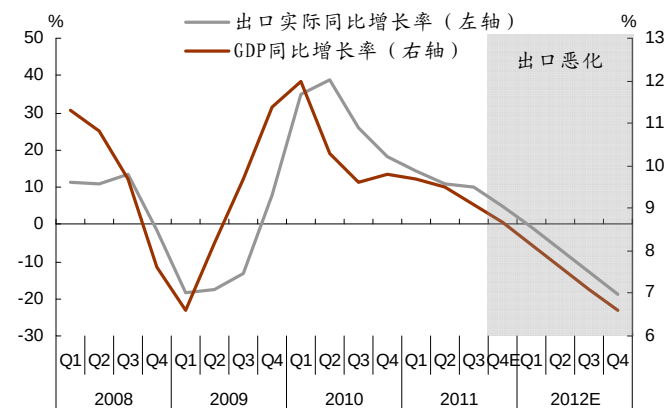
其次，资本流出风险。目前我们所预测的基准情形下，假设明年的资本净流入/净流出为零（扣除直接投资的资本和金融账户项目余额）。如果明年欧元区爆发金融危机，则我国将面临资本净流出的风险。由于外国银行在中国的参与率不大，因此外国银行直接撤资的风险不大，但是，由于投资者避险情绪上升所导致的资本流出风险较大。如果明年我国资本净流出，则外汇占款增量可能大幅低于我们预期的 1.5 万亿元。在此情况下，信贷所承担的推动 M2 增长的重要性将增加，对货币政策将构成更大的挑战。

图表 11: 基准情形下的 GDP 增速预测



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 12: 风险情形下的增长预测



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 13: 2012 年主要经济指标预测

		2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
经济增长 (实际)							
GDP	%	14.2	9.6	9.2	10.4	9.2	8.4
最终消费支出	%	11.0	8.5	9.1	7.9	9.5	9.5
资本形成总额	%	14.6	11.0	19.1	11.8	10.1	9.0
对经济增长贡献							
最终消费支出	百分点	5.6	4.2	4.4	3.8	4.5	4.5
资本形成总额	百分点	6.1	4.6	8.4	5.6	4.9	4.4
货物和服务净出口	百分点	2.5	0.8	-3.6	0.9	-0.2	-0.5
经济活动增长率							
工业增加值 (实际)	%	18.5	12.9	11.0	15.7	13.8	12.3
固定资产投资 (名义)	%	25.8	26.1	30.5	24.5	23.6	18.5
其中: 制造业	%	34.8	30.6	26.8	27.0	31.6	24.0
基础设施	%	15.2	22.2	41.9	18.1	8.0	12.4
房地产	%	32.2	23.0	19.9	33.5	29.4	14.5
固定资产投资 (实际)	%	22.0	18.0	37.9	18.0	16.5	15.0
社会消费品零售总额 (名义)	%	16.8	21.6	15.5	18.4	17.0	15.3
社会消费品零售总额 (实际)	%	11.5	14.8	16.3	14.6	10.9	11.4
货物贸易							
出口增长率	%	26.0	17.2	-16.0	31.3	20.4	10.0
进口增长率	%	20.8	18.5	-11.2	38.7	25.9	13.0
顺差占GDP	%	7.6	6.6	3.9	3.1	2.0	1.2
财政							
财政收入增长率	%	32.4	19.5	11.7	21.3	26.5	15.0
财政支出增长率	%	23.2	25.7	21.9	17.8	24.7	15.9
财政余额	亿元	508	-2,362	-9,500	-6,773	-7,000	-9,000
占GDP	%	0.2	-0.8	-2.8	-1.7	-1.5	-1.7
货币信贷							
M1	%	21.0	9.1	32.4	21.2	10.0	12.0
M2	%	16.7	17.8	27.7	19.7	12.0	14.0
新增贷款	亿元	36,300	49,111	95,900	79,500	73,000	99,000
通货膨胀率							
CPI	%	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.5	3.5
食品CPI	%	12.3	14.3	0.7	7.2	12.0	8.0
非食品CPI	%	1.1	1.5	-1.4	1.4	2.7	1.6
PPI	%	3.1	6.9	-5.4	5.5	6.1	3.0
利率和汇率 (期末值)							
1年期存款利率	%	4.14	2.25	2.25	2.75	3.50	3.50
1年期贷款利率	%	7.47	5.31	5.31	5.81	6.56	6.31
人民币对美元汇率	元/美元	7.30	6.83	6.83	6.62	6.33	6.27
对美元升值	%	6.9	6.9	0.1	3.1	4.6	1.0

资料来源: CEIC、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED