

日期: 2011 年 12 月 5 日



首席分析师 胡月晓
021-53519888-1917
huyuexiao@sigchina.com
执业证书编号: S0870510120021
CIIA 29001385

报告编号:

相关报告:

《寻找经济转型突破口》

——2010 年 11 月 19 日

《定位未来经济增长模式》

——2009 年 12 月 2 日

《2009: 新一轮周期下经济再减速》

——2008 年 11 月 21 日

经济新阶段 政策正常化

——2012 年宏观经济年度报告

■ 主要观点:

1. 美国未来货币走势存在较大不确定性

首先, 美国房市持续低迷拖累了美国经济和金融。其次, 美国经济复苏基础日见稳固。第三, 美国金融体系仍然“半好半坏”。最后, 美国对量化宽松政策效果存在较大争论。

2. 中国经济进入耐用消费品时代

随着中国经济进入新一轮经济周期, 中国经济进入了一个与以往 30 年明显不同的阶段, 中国经济已越过生活必需品阶段, 进入耐用消费品主导的经济发展阶段。城镇化的快速发展和汽车工业的快速普及, 中国迅速进入了耐用消费品时代。从经济发展阶段划分的角度, 耐用消费品时代并不是高额群众消费阶段, 耐用品时代的前半期仍然要延续投资主导的经济增长格局。

3. 中国经济潜在增速下降

综合而言, 受以下七大具体因素影响, 中国经济增速将下降: 1) “人口红利”进入后半期; 2) 城市化进程放缓; 3) “入世”初期扩张效应衰减; 4) 大规模基础设施投资高峰期过去; 5) 全球产业转移趋势变化; 6) 资源、环境承载力的约束增强; 7) 货币积累过多的副效应开始体现。中国经济目前仍然处在经济起飞的后半期, 经济发展阶段正处于向过渡阶段转化的准备时期。从国际经验看, 这段时期中国经济的潜在增速和正常增长区间会有 3%-4% 水平的下降。我们认为, 9% 以上的增速在新经济阶段下属于经济繁荣时期的水平。

4. 汇率升值已到强弩之末

从国际货币体系和国际经济格局重构的角度, 人民币坚挺格局仍不会改变, 但人民币升值趋势即使延续, 也已是强弩之末! 欧元由于政治上的复杂性, 疲软走势将持续, 国际货币体系中美元走强将直接减小人民币升值的压力。2011 年的高通胀直接削弱了人民币升值的基础, 2012 年中国的对外贸易将更趋平衡, 加之国际资本流动变化, “双顺差”将有较大改善。我们预计 2012 年人民币将略升至 6.15-6.20。

5. 只有“定价权”才能尽享转型收益

经济转型要求重新排序各种要素在生产中的重要性, 价值将在各种经济要素中重新分配。不仅劳动力的价格, 各类资源和能源价格要重新确定比价关系, 先前没参与到要素分配中的环境和社会要素(以各种税赋形式)也参与到了价值的分配当中。各种要素体系对价值的重新分配, 体现在价格体系的变动上。由于价格的刚性作用, 价格体系的变动只能体现在比价关系上。

目 录

一、危机阴影中的全球经济、金融形势.....	1
1.危机第三波来袭.....	1
2.世界经济增速将企稳回升.....	2
3.国际经济格局：从“东热西冷”到同步降温.....	10
4.国际金融形势更趋动荡.....	12
二、2011-2012 中国经济、金融形势分析.....	17
1.全球经济政策的差异化发展.....	17
2.正式步入耐用消费品时代.....	19
3.经济运行格局由“过热”回归“正常”.....	20
4.宏观调控政策长短期目标矛盾上升.....	23
三、2012 年中国经济运行面临挑战.....	25
1.金融领域风险到了集中释放期.....	25
2.保持价格水平总体稳定.....	29
3.防范海外债务危机冲击.....	31
4.货币政策腾挪空间有限.....	32
四、2012 年国民经济指标预测.....	34
1.投资：增速略降，贡献略升.....	34
2.消费继续温和放缓.....	38
3.外贸企稳，进出口更趋平衡.....	39
4.CPI：通货紧缩压力重现.....	41
5.货币：回归常态增长.....	43
6.工业增加值：营收平稳，利润下降.....	45
7.汇率：升值已到强弩之末.....	46
8.经济增速温和回落.....	47
五、2012 年 A 股市场：寻找定价权.....	49
1.等待经济拐点出现.....	49
2.只有“定价权”才能尽享转型收益.....	50

图

图 1 危机冲击下美元流动性的变化	1
图 2 第二冲击波下资产价格再下降	2
图 3 全球 CLI 回落预示世界经济增长动能减退	3
图 4 全球 GDP 实际增长率 (%)	5
图 5 2011 年美国国债利率收益曲线 (每月首个交易日)	5
图 6 美国越来越长的“无就业复苏”期	6
图 7 欧债危机国债务率 (债务余额/GDP, %)	7
图 8 欧猪五国 (PIIGS) 经济比重 (2009, %)	7
图 9 发达经济“去杠杆”三阶段	7
图 10 2011 年“金砖四国”的 CLI 变化	9
图 11 印度的工业资本形成 (同比, %)	9
图 12 第三冲击波影响下的金融流动性变化	9
图 13 美国量化宽松政策对全球经济的影响	10
图 14 2011 年“东热西冷”的世界经济格局 (真实 GDP 增速, %)	11
图 15 东西方国家共临较高通胀格局 (CPI, %)	11
图 16 金砖四国货币汇率变动 (兑美元, 直接标价)	12
图 17 欧猪五国 (PIIGS) 国债利率变动走势 (10 年, YTM)	13
图 18 欧猪五国 (PIIGS) 国债 CDS 变动走势 (5 年)	13
图 19 美国持续低迷的房市	14
图 20 美国全部工业产能利用 (% , 月)	14
图 21 美国个人消费支出 (% , 当月同比)	14
图 22 美国通胀变动走势 (% , 当月同比)	15
图 23 已经恢复的美国传统金融流动性水平	15
图 24 美国影子金融体系趋向恶化 (5 年信贷 CDS)	16
图 25 资源国降息的经济逻辑	19
图 26 中国经济增长 (周期和变动, GDP 同比/%)	21
图 27 中国潜在经济增速下降的逻辑	22
图 28 不同发展阶段日本真实 GDP 增速 (%)	22
图 29 不同发展阶段台湾真实 GDP 增速 (%)	22
图 30 不同发展阶段韩国真实 GDP 增速 (%)	23
图 31 不同发展阶段印度尼西亚真实 GDP 增速 (%)	23
图 32 中国的货币深化程度 (M2/GDP)	25
图 33 中国影子银行体系加强了国企控制力	26
图 34 中国土地市场状况 (年度, 亿平方米)	27

图 35 中国融资规模变动（年度，亿元）	28
图 36 中国金融体系流动性变化（央票 YTD — SHIBOR, 3M）	29
图 37 中国通货膨胀的演化途径	30
图 38 高度波动的食品类商品价格（当月同比，%）	31
图 39 中国大型存款类金融机构的 RRR（变动日期，%）	32
图 40 中国信贷余额/GDP（季度累计同比，%）	33
图 41 中国货币决策的困境	33
图 42 中国金融机构贷款余额和固定资产投资增速（累计同比，月） ..	35
图 43 中国房地产施工面积的变化	36
图 44 房地产投资和施工面积	36
图 45 交通运输行业投资额将出现大幅下滑（累计同比 %）	36
图 46 中国制造业投资的变化（累计同比/月，%）	37
图 47 高端制造业加速增长	37
图 48 中国社会零售总额变动（累计同比/月，%）	38
图 49 中国进出口金额变化（累计同比/月，%）	39
图 50 中国贸易条件（进出口价格总指数，HS2）	40
图 51 OECD 综合领先指标预示出口下滑（同比，%）	40
图 52 高新技术及机电产品进口增速还有提升空间（同比 %）	41
图 53 中国正常年份的 CPI 变动走势（当月环比，%）	41
图 54 中国非正常年份的 CPI 变动走势（当月环比，%）	42
图 55 我国货币增速的变动（同比）	43
图 56 新增人民币贷款和新增银行承兑汇票（累计值，亿元）	44
图 57 中国工业增加值增速走势（同比，%）	45
图 58 中国工业企业收入和利润（累计同比，%）	45
图 59 中国工业企业运营成本变化（累计同比，%）	45
图 60 人民币兑美元中间价（日，直接标价）	46
图 61 人民币兑美元的市场汇率和 PPP	47
图 62 人民币兑美元的预期和真实汇率走势（月）	47
图 63 城镇固定资产投资和固定资本形成（年，%）	48
图 64 中国的经济-物价组合走势（同比/%，简单移动平均 n=3）	49
图 65 “大滞胀”后的美国股市和经济表现	50
图 66 “大滞胀”后的美国股市和价格表现	50
图 67 经济转型下的定价权之争	51

表

表 1 世界经济增速预测 (%)	3
表 2 危机后欧盟财政一体化历程.....	6
表 3 FOMC 会议决议 (2011 年 6 月-11 月)	16
表 4 2008 年-2009 年全球货币同步放松行为	18
表 5 2010 年-2011 年全球货币的非同步放松行为	19
表 6 中国主要工业行业增长 (年度同比, %)	20
表 7 地方政府债务到期时间表.....	29
表 8 影响投资增长的要素分析.....	34
表 9 我国城镇固定资产投资值变动 (亿元, %)	37
表 10 消费刺激政策到期情况.....	38
表 11 我国消费和外贸值变动 (亿元, %)	39
表 12 2012 年 CPI 可能走势 (同比, %)	42
表 13 防通缩后 2012 年 CPI 预测 (同比, %)	42
表 14 我国信贷、工业增加值和货币值的变动 (亿元, %)	44
表 15 中国经济增速预测 (%)	48
表 16 2012 年经济增速预测 (%)	49

一、危机阴影中的全球经济、金融形势

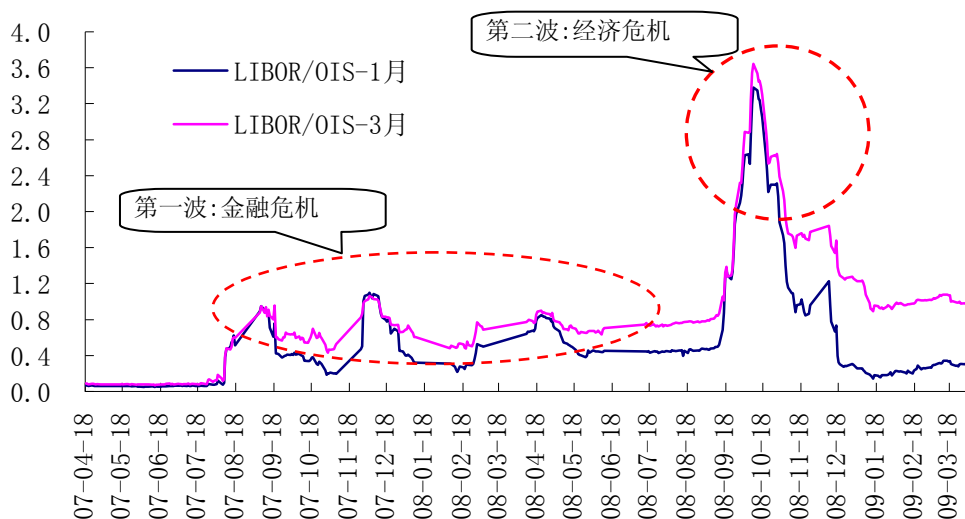
1. 危机第三波来袭

经济周期的调整总是伴随着经济危机。各国经济周期性调整和世界经济格局调整的需求，使得本次金融危机的持续时间一再超过市场预期，至今仍在持续发酵；危机冲击波一波连着一波，表现为群众上街游行形式的第三冲击波——社会危机，会否持续恶化，并对经济和金融危机的化解产生影响，仍有待观察！

危机冲击第一波：金融（次贷）危机，2007 年 4 月-2008 年 9 月。

2007 年 4 月美国第二大次贷供应商新世纪金融公司的破产，标志着新一轮金融危机的开始。2008 年 9 月初，美国接管“两房”，标志着次贷危机在金融领域的冲击达到顶点，危机冲击已不可能再局限在金融领域内，对实体经济领域的冲击开始出现。金融危机的第一波冲击，导致了金融系统内流动性紧张程度的迅速攀升。各国对第一冲击波基本采取了听之任之的态度，认为冲击不会对宏观经济造成大的影响，只是个别金融机构过度冒险的失败，金融体系本身有能力消化这种冲击。中国等发展中国家仍然在为控制经济过热而努力。

图 1 危机冲击下美元流动性的变化

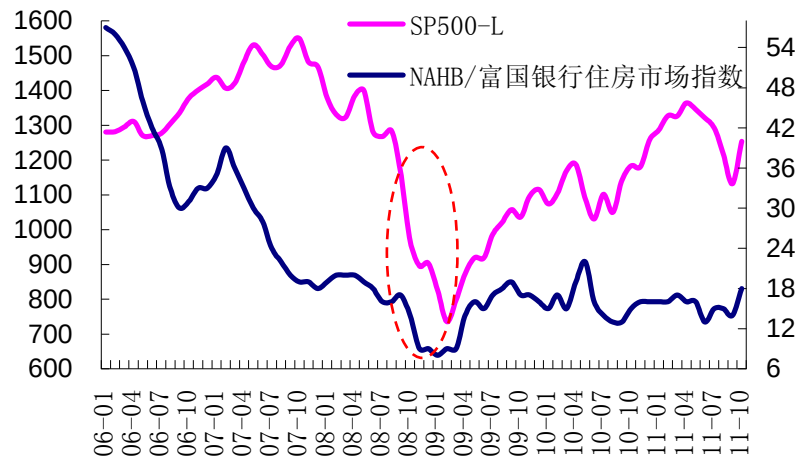


数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

危机冲击第二波：经济危机，2008 年 9 月-2011 年 9 月。

2008 年 9 月 15 日，雷曼破产和美林银行的被收购事件，标志着金融危机全面深化，并对实体经济形成冲击。资产价格泡沫在金融危机的冲击下全面破裂，股票价格和房产价格均快速下跌，整个社会各经济活动主体的资产负债表都受到极大冲击。私人部门在财富效应和资产负债表效应的双重影响下，开始了剧烈的去库存和去杠杆化行为，宏观经济领域中出现了经济需求快速收缩的趋势和现象，经济增速急速下降，通货紧缩风险上升。

图 2 第二冲击波下资产价格再下降



数据来源: Wind, 上海证券研究所

危机冲击第三波：社会危机，2011 年 9 月-？。在第二冲击波中，出于对经济下跌的恐惧和对调控效果的自信，各国政府部门为了对冲本国私人部门去杠杆对经济增长的影响，纷纷采取了“加杠杆”的财政刺激和货币扩张行为。政府部门的“加杠杆”在改善了私人部门资产负债表的同时，加剧了自身的债务危机，在宏观经济出现短暂的强烈反弹后，欧美国家均出现了政府部门的债务危机，并开始拖累私人部门。政府部门的“去杠杆”行为，无论是财政紧缩还是通过增发货币搞通胀，均对民众生活造成了冲击，从而激起了社会的对抗情绪！金融危机由此进入第三冲击波阶段。早在 2009 年 12 月，希腊政府为应对债务危机的紧缩财政行为就引起了民众罢工；2011 年 9 月，美国持续低迷的经济形势和高企的失业率，引发了民众“占领华尔街”运动，并随即扩展到全国和主要西方国家，截止 10 月 17 日占领运动扩至全球 82 个国家 951 座城市。

2. 世界经济增速将企稳回升

2.1 2011 年世界经济增速经历危机后的反弹后回落

2011 年，世界经济和国际金融正处在危机第二波向第三波转化的阶段。欧洲和美国的主权债务危机时时敲打着市场的神经，国际金融市场因此变得比以往更具震荡性；金融市场的波动进而影响了国际大宗商品和基础资源的价格。因此，虽然全球资源品和基础资产的价格水平比危机前大幅下降，但受金融市场冲击造成的价格波动性增强，对实体经济的稳定运行造成了更大的冲击——企业难以确定合适的库存水平，更加难以制定适宜的生产计划，从而导致宏观经济总需求水平的更加不稳定，经济景气度降低。

正如我们在去年的年报中所说的，2011 年世界经济因受发达国家修复资产负债表和财政紧缩的影响，增速有所放缓。在新兴经济体和发

展中国家强劲增长势头延续趋势的影响下，2012 年世界经济增速再次探底的可能性不大；依靠新兴市场的活力，2012 年世界经济增速不会有大下降。从国际主要机构对全球经济增长前景的预测情况看，未来 2 年，全球经济运行并不会落入“增长型衰退”。

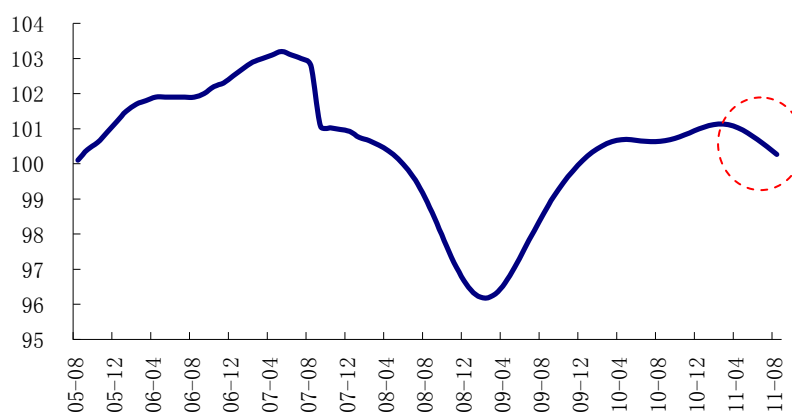
表 1 世界经济增速预测 (%)

预测时间	预测机构	2011 年	2012 年	逻辑
2011 年 5 月	联合国	3.3	3.6	全球经济仍然处于危机复苏阶段，面临诸多危险和挑战
2011 年 5 月	OECD	4.2	4.6	经济开始内生性复苏，信心上升，但失业加大滞胀风险
2011 年 6 月	世界银行	3.2	3.6	新兴经济体遇产能瓶颈，发达经济体增长动力不足
2011 年 8 月	高盛	4.0	4.4	美国经济衰退
2011 年 9 月	IMF	4.0	4.0	发达经济体增速下滑
2011 年 9 月	巴克莱	3.6	3.7	全球增长放缓趋势将持续更久，但不会变成衰退
2011 年 8 月	高盛	4.0	4.4	美国经济衰退
2011 年 10 月	瑞银	3.2	3.1	欧洲存在金融及主权压力，发达经济体存在过剩产能
2011 年 11 月	HIS	3.0	3.0	欧债危机冲击，新兴经济体增速放缓
2011 年 11 月	OECD	3.8	3.4	欧债危机冲击，全球贸易下滑

数据来源：上海证券研究所

2011 年的经济增速回落，并非源自先前设想的刺激政策退出，而是受发达经济体债务危机持续影响的结果。2010 年末，市场认为 2011 年世界经济增长将放缓，其根源在于：各国经济在渡过金融危机的冲击后，刺激政策都开始陆续退出，全球都进入了漫长的“去杠杆”进程期。因此，这种增速的下滑将是可控的。但从实际情况看，2011 年，受到不断激化的主权债务危机影响，私人部门债务危机风险并没因救助而改善；全球主要经济体除了零星的政策退出外，并没有发生大规模的刺激政策退出行为，反而有持续加码的趋势，ECB 上半年加息、下半年降息，对 FED 将推出 QE3 的市场预期不断强化。受发达国家债务危机的影响，2011 年全球经济增长的领先指标 (LCI) 改变了 2009 以来的向上态势，调头回落。

图 3 全球 CLI 回落预示世界经济增长动能减退



数据来源：Wind，上海证券研究所

2012 的世界经济增长延续 2011 年的回落态势，甚至演化为“二次衰退”，成为 2012 年世界经济运行的一个隐忧。这种担忧基于以下几种认识：

全球经济将进入中长期的低迷增长期。先前全球普遍施行的量化宽松货币政策的副作用开始体现，而经济尚未能实现内生性增长。经济要实现内生型增长，需要世界经济循环模式和平衡结构的重新结构，各国的经济结构都必须做出同步调整，而目前对世界经济的新平衡模式还没有找到，世界将进入一个长期的低速增长期，发达国家很可能陷入“增长型衰退”局面。“增长型衰退”是指经济虽有增长，但很微弱，经济体系的潜在增长水平显著下降。

债务危机迫使发达国家加速“去杠杆化”。危机冲击第二波发生后，我们曾多次指出，“去库存”和“去杠杆化”的结合，将导致经济增长的短期快速反弹和随后的长期低迷。“去杠杆”是个长期的过程，不同于私人部门的政策救助行为，公共部门的“去杠杆”通常通过以下四种方式实现：

- 1) 通货膨胀，高通胀通过 GDP 名义增长率的不断提高而导致去杠杆化。
- 2) 债务违约，在私人部门，通过破产、重组等债务违约的“撇账”行为，通常是一种较为可行的“去杠杆”方式；在政府部门，以货币危机的形式强迫对方接受违约损失，在历史上也时有发生。
- 3) 经济增长，在世界经济发展史上，债务危机数次因战争或石油产业繁荣推动的经济迅速扩张而得到化解。
- 4) 财政紧缩，在相当长的一段时期厉行节约，即“勒紧裤带”。

在“去杠杆”的四种方式中，通过经济增长提高债务负担能力，显然是最理想的方式，但显然不具现实性，至少短期如此。

在经济仍处周期性低谷期搞通货膨胀，有导致社会危机扩大的危险；大规模的违约行为因债权人反对而较难实现；经济增长在内生增长乏力的情况下需要借助外力实现，如战争、某种新兴产业的繁荣或资源价格上涨等；只有“勒紧裤带”才是比较现实的可行方式。政府支出的下降，必然引起总需求水平的下降。

另一方面，在当前资本主义社会已进入高福利社会的情况下，财政收缩也会受到较多的社会阻力，导致这些国家政治和社会的动荡，使得经济复苏历程更趋复杂。全球政治格局的动荡程度，也会因西方“去杠杆”进程影响而上升；政治格局的不稳定反过来影响了世界经济结构的重新平衡进程，直接对国际金融市场造成了冲击。

2.2 2012 年世界经济增速将企稳回升

导致 2011 年经济增速回落的债务危机并没有在短期内解决的迹象，甚至有恶化的风险。但是，基于以下认识——债务危机被局限在金融领域、实体经济复苏持续，市场仍然认为，2102 年世界经济增速将

企稳回升。

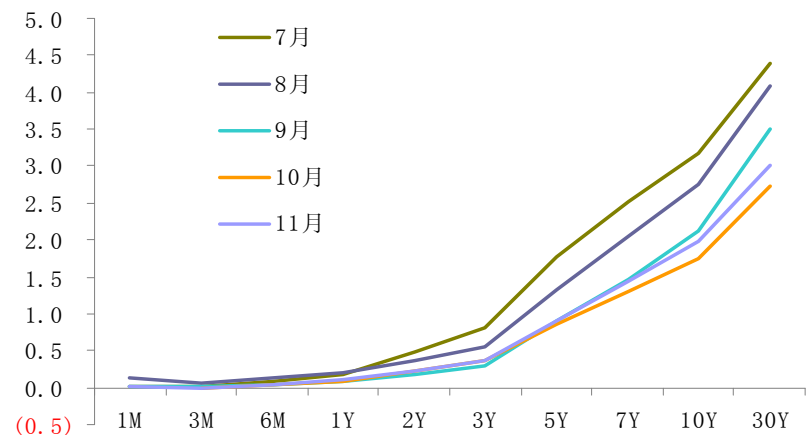
图 4 全球 GDP 实际增长率 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

美国经济“无就业复苏状态”延续。2011 年 11 月的 FED 会议调降了 2012 年美国经济的成长预估,但这也为后续推出更多刺激政策打开了通道。FED 在 2011 年 9 月的会议上推出了以压低长期利率为主要目的的“偏转策略”。货币政策的结构调整政策推出后,美国资本市场的利率曲线形状进一步向下偏移。美国国债长期利率持续走低,极大夯实了美国投资和经济长期增长的基础。

图 5 2011 年美国国债利率收益曲线 (每月首个交易日)

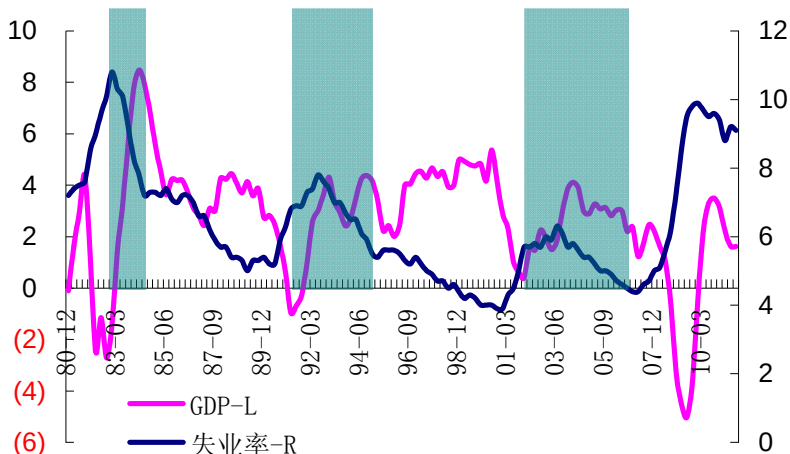


数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

每次危机都会带来经济结构不同程度的调整,调整期间结构性事件增多,自然失业率上升。按照美国政府公布的经济发展战略,未来美国的转型方向将是生物技术、半导体、清洁能源技术等创新型行业,但目前这些行业仍然不是美国吸纳劳动力的大户,传统的零售贸易、金融和建筑业等服务行业仍然是对美国就业贡献最大的部门。对美国经济历史的研究表明,美国经济在过去的 30 多年中,伴随危机后结构

调整程度的加大，每次衰退后“无就业复苏”的时间越来越长。从几次典型的非就业复苏期限看，从经济反弹时点起，1983 年就业恢复到危机前水平需要 5 个季度；1992 年需要 10 个季度；2002 年需要 16 个季度；这次从 2010 年 1 季度开始算，按照当前的就业恢复程度，预计需要 24 个季度以上的时间。

图 6 美国越来越长的“无就业复苏”期



数据来源：Wind，上海证券研究所

欧债危机可能有惊无险。虽然当前欧元区深陷主权债务危机泥潭，但最终仍能通过 FED 和 ECB 作为国际最终贷款人，进行自我救赎。欧洲财政一体化进程因此得以启动，若能实现、至少是部分实现财政一体化目标，欧债危机反而有利于欧洲经济的长期增长，坏事因此变成好事，此次危机就可以说是一场期待中的危机。

表 2 危机后欧盟财政一体化历程

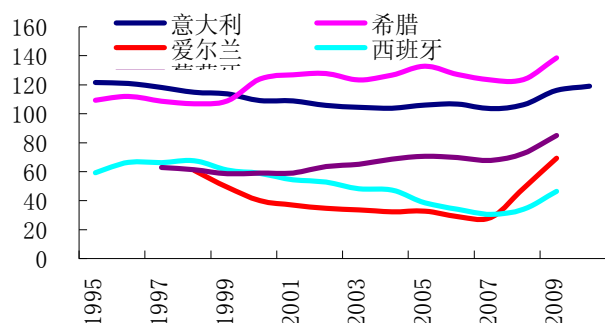
推出时间	行动名称	主要内容
2010 年 5 月	ESM	欧盟与 INF 共同成立“欧洲金融稳定机制”(ESM)，设立“稳定基金”(EFSF)。债务信用将由欧元区成员国根据各自在欧洲央行的已存资金比例，按比例担保。
2010 年 9 月	欧洲学期	每年 3 月，欧盟委员会提出战略性建议；各成员国据此制订预算和经济改革方案，4 月提交评估。每年 6、7 月，欧盟部长理事会根据评估结论发布政策指导。
2011 年 2 月	竞争力公约	每年对各成员国的竞争力进行评估和监控；退休年龄与人均寿命挂钩；把欧盟规定的赤字指标写进各国的宪法；对银行实施更严格的压力测试。
2011 年 3 月	欧元公约	巩固财政、扩大就业、维护金融稳定、增强经济竞争力。具体措施由各成员国自己来决定，但要接受欧盟的监督。
2011 年 11 月	欧元债券	计划中

数据来源：上海证券研究所

另外，欧洲主权债务危机爆发在欧洲边缘国家。这些国家主权债务危机由来已久，也不比当今轻；对比之下，现在并不是最坏的。在发生主权债务危机的“欧猪五国”中，GDP 占比最大的前 2 名意大利和西班牙的政府债务率并不比过去高。1995-1996 年，意大利政府债务余额/GDP 的比重连续超过 120%，当前为 119%；1998 年，西班牙政府债

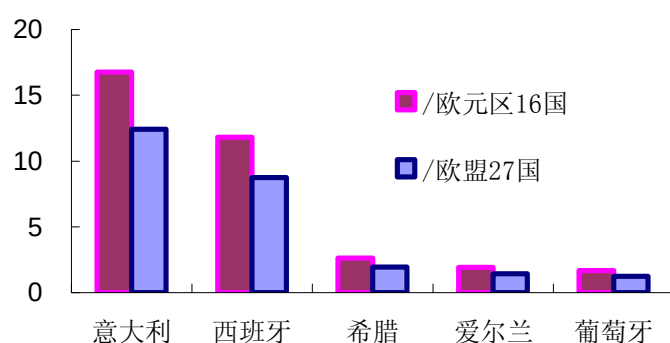
务/GDP 比重为 67.5%，而当前为 60.1%。

图 7 欧债危机国债务率（债务余额/GDP，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

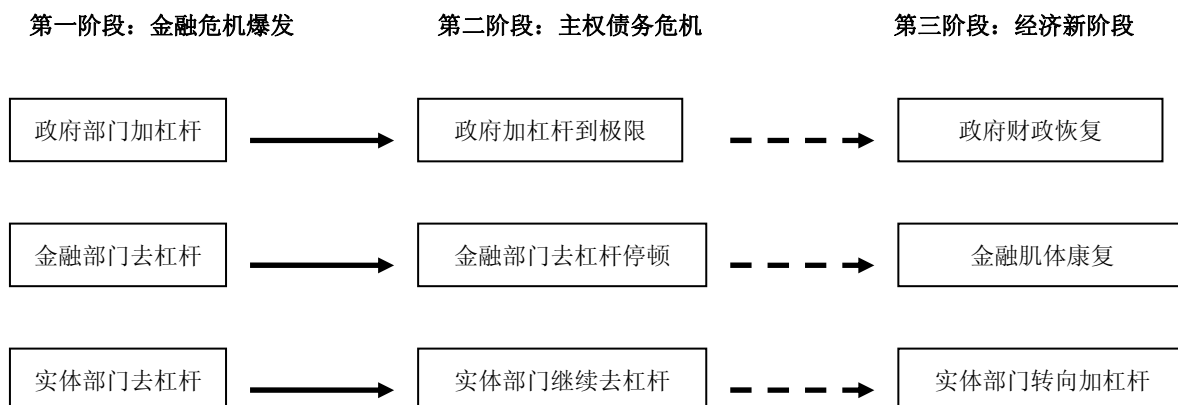
图 8 欧猪五国（PIIGS）经济比重（2009，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

欧美经济转型开局良好。2011 年，欧美国家的发达经济体虽然宏观经济总需求水平依然低迷，但微观主体企业的赢利改善不少。欧美主权债务危机的实质，实际上是政府部门“杠杆化”到极限，金融部门难于“去杠杆化”；但是，这并不妨碍实体经济私人部门的成功“去杠杆化”。西方经济转型开局良好的显著标志是，海外实体经济私人部门中的企业成功修复了资产负债表，体现转型方向产业部门中的企业盈利普遍超过市场预期，暗示西方经济长期增长的基础正在构筑。

图 9 发达经济“去杠杆”三阶段



当前发达经济体正处在“去杠杆”的第二阶段：政府加杠杆到了极限，金融部门由于债务危机对资本的侵蚀，去杠杆过程也处实质停滞状态。2011 年 8 月，美国同时通过短期提高政府举债上限和长期削减赤字的协议；并在国会中成立了 12 人的“超级委员会”，专门计划在未来 10 年中把美国赤字规模降低 1.2 万亿美元。2010 年，美国联邦财政赤字为 1.29 万亿。

2012 年的世界经济仍然处在寻求新平衡增长轨道的过程中，金融危机造成了世界范围内的竞争性经济转型。旧的格局已经被打破，但国际经济领域的新格局仍未形成。金融危机后各国均提出了经济转型战

略，均希望通过经济转型，占领国际经济的制高点。世界各国都在谋求经济的战略转型。综观各国的经济转型战略，低碳经济、绿色商业成为转型的方向和核心，各国的产业调整和发展无不是围绕此展开的。围绕低碳经济而发展的绿色商业，既有对传统产业的“绿色”改造，也有新兴产业。在大家的转型方向一致的情况下，新的均衡格局难以马上形成。

美国凭借金融优势取得主动权。拥有国际金融优势和国际货币主导权的美国，意图通过借助金融优势，谋求在新产业领域的优势，实现美国重振制造业的雄风。按照美国政府公布的经济发展战略，未来美国的转型方向将是生物技术、半导体、清洁能源技术等创新型行业。对美国来说，扩张美元流动性，可实现“一箭多雕”的目的：短期解美国目前金融困局；长期助推经济转型。美元流动性的扩张将推动资源品的涨价，石油、铁矿石等国际大宗交易商品的涨价，将为美国的新产业创造出发展空间；此外，对美国来说，通过金融优势还可获得资源涨价的收益。

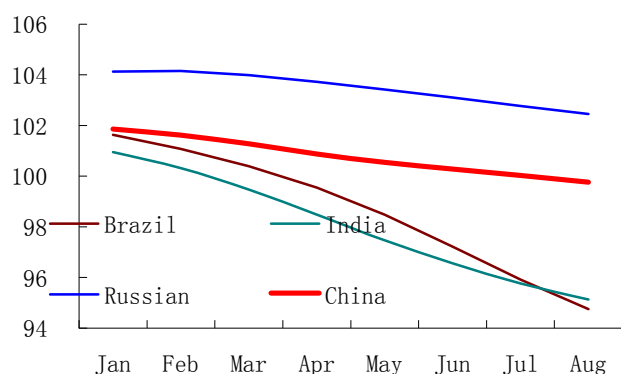
欧洲凭借法制进步领先一步。金融危机也加速了欧洲从传统经济向低碳经济的转型。欧洲对“碳交易”、“碳税”等低碳社会建设的推进向来最为积极。欧洲“碳市场”的发展不仅已初具规模，而且还不遗余力地以规范、标准的形式向全世界推广。在欧洲，碳管制已开始影响到经济、社会活动的深层次领域，并有被用作国际经济交往中竞争优势工具使用的趋势。

新兴经济体活力依旧。西方的债务危机对国际资本的流动也产生了重要影响，世界银行的统计数据表明，危机发生前的 2007 年，发展中国家的净资本流入为 1.1 万亿美元，2008 年锐减到了 7176 亿美元，2009 年继续下降到 5980 亿美元。但另一方面，国际资本流入的减少，意味着国际资本巨头和跨国公司对新兴市场重心的转移，发展中国家企业在经营活动中受到的海外企业竞争力度减弱。正如“一战”期间中国民族资本获得快速发展一样，当前新兴经济体的广大发展中国家本土企业也获得了一个难得的发展良机。在新兴经济体代表“金砖四国”中，除巴西受大宗商品价格回落经济发展受到较大冲击外，俄罗斯和中国的经济发展综合领先指数都表现平稳，尤其是俄国，显著处于景气指数上方；而印度虽然下降较多，但其工业资本形成仍然较快，预示印度经济发展动力仍然充足。

在 2009 年的全球金融危机中，以“金砖四国”为代表的新兴经济体在全球经济中率先复苏。2010 年新兴经济体经济增长继续延续了强劲走势。与以往不同的是，金融危机后亚洲地区的经济增长并不是依靠对发达国家的出口带动的，经济复苏的两大引擎是区域内贸易增长和国内需求的扩张。这说明，亚洲和其它新兴经济体的内生增长能力已有很大提高。金融危机让新兴经济体充分认识到，原先的世界经济

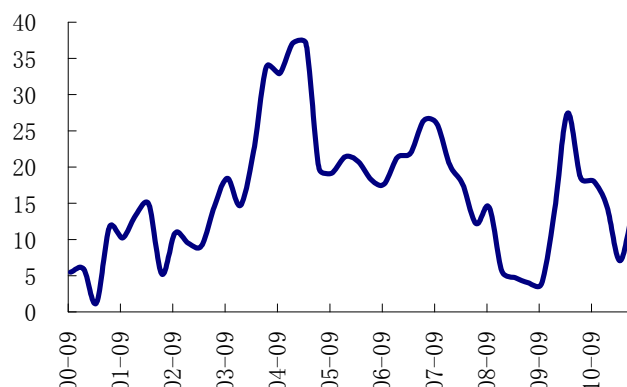
格局已被打破，寻找新的增长点需要建立在转变增长方式的基础上，加强地区经济合作将有效促进地区经济活力。

图 10 2011 年“金砖四国”的 CLI 变化



数据来源: Wind、上海证券研究所

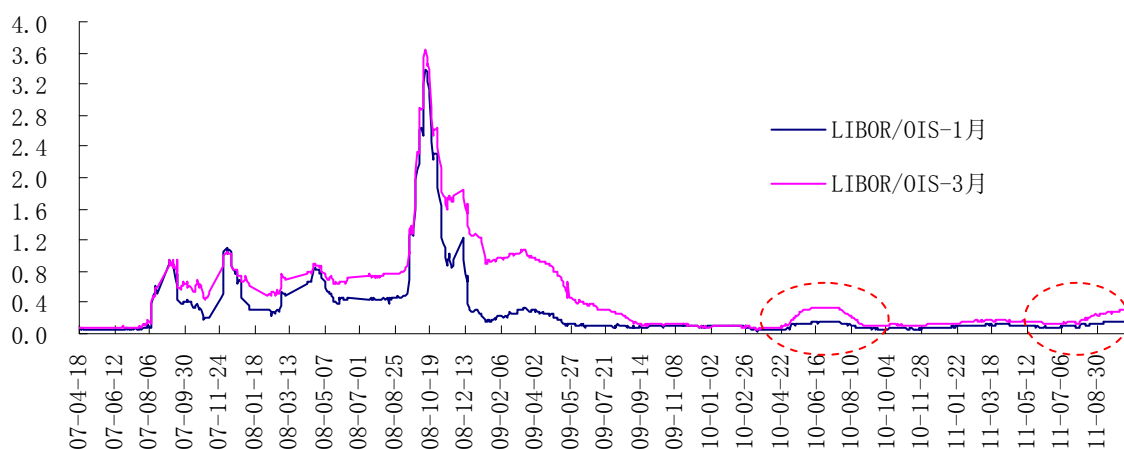
图 11 印度的工业资本形成（同比，%）



数据来源: Wind、上海证券研究所

第三冲击波属“强弩之末”。就对金融领域的流动性冲击而言，第三冲击波对金融机构流动性的冲击较小。以衡量美元流动性的libor/ois间的利差指标来看，第一冲击波使该指标由8BP暴涨到超过100BP；第二冲击波是该指标有50BP水平暴涨到接近400BP。在全球货币同步扩张后，金融体系内部的流动性基本得到了保证，随后发生的欧债危机冲击，对金融机构内部流动性的冲击比较有限，并且仅对短期流动性产生比较大的影响。2010年5月，欧洲主权债务危机再度深化，但libor/ois间6月期的利差指标基本不变，libor/ois间3月期的利差指标由10BP升到25左右，幅度明显减少。2011年9月，危机第三波社会危机开始出现，libor/ois间利差指标也仅是表现了略微上升的格局。

图 12 第三冲击波影响下的金融流动性变化

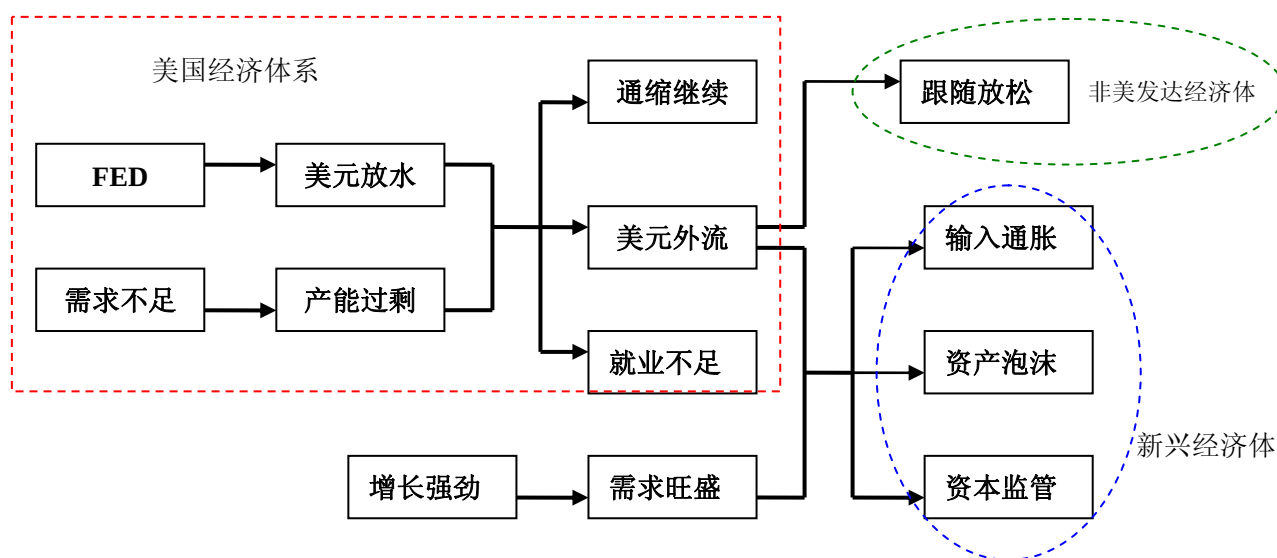


数据来源: Bloomberg、上海证券研究所

3.国际经济格局：从“东热西冷”到同步降温

金融危机的第二冲击波，使得全球各国几乎同步开始了财政和货币的“双放松”。以美元为中心的全球货币放松行为，导致了“东热西冷”的国际经济、金融格局。美元作为世界主要国际货币，其在国内外流通的占比大致为 1: 2。各国对美国量化宽松货币政策，按照“不可能三角”理论，无外乎有两种反应：资本自由流动的发达国家，基本上被动地无奈采取了跟随放松的政策；新兴经济体、发展中国家通常未实行完全的资本项目开放政策，因此基本上采取加强资本管制，限制资本流动的措施。

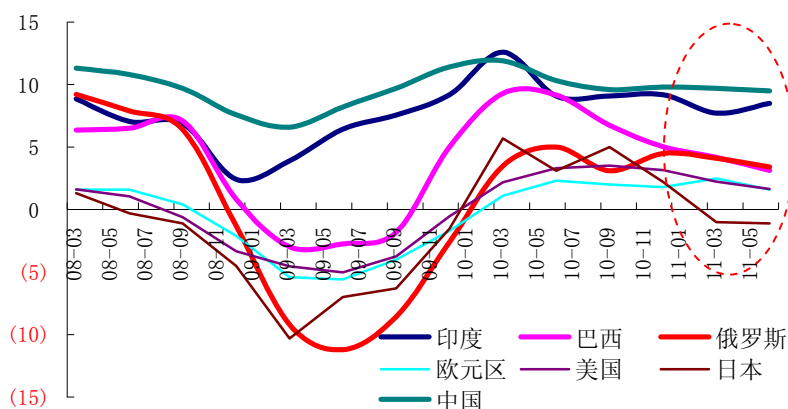
图 13 美国量化宽松政策对全球经济的影响



全球流动性的膨胀，首先对西方国际金融体系修复起了直接的促进作用，金融机构修复资产负债表的压力减轻，或得以从容进行。如果西方金融体系就此修复，那么货币放松的救市政策就算成功了。但这次危机严重程度超过以往，仅靠流动性扩张难以让金融体系复原！其次，流动性扩张，直接推动了国际资源大宗交易商品的价格，资源价格的暴涨导致了不同经济体在全球产业链中价值的重新分配，中国等传统制造业大国直接受到冲击。第三，流动性扩张在东西方国家去向不同。西方国家主要用于金融体系修复，而发展中国家如中国等主要流向了实体经济领域，直接导致了高额通货膨胀。

在全球同步刺激下，世界各国的经济增速都迅速反转。但是，西方国家主权债务危机的来临，以及日本的天灾人祸，让发达经济体再次进入了经济发展的低迷期。然而，广大发展中国家以投资为主要经济增长动力的发展模式，使得新兴经济体有着较高的经济增长惯性——投资计划通常期限较长，项目启动后总要延续一段时间；2011 年，发达国家经济增长颓势重又体现，但发展中国家经济过热的态势仍然延续了较长时间。

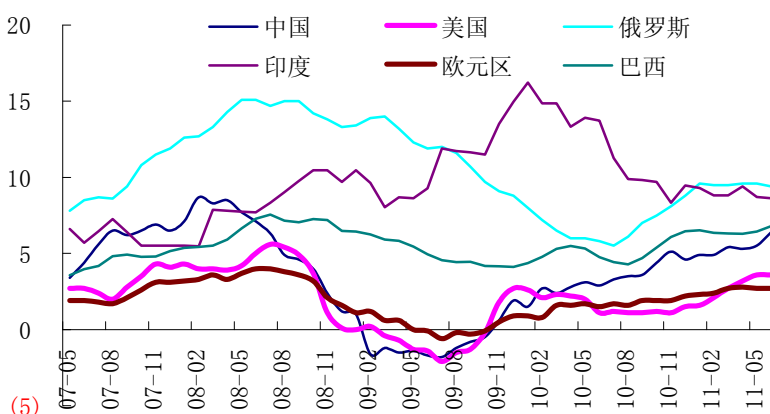
图 14 2011 年“东热西冷”的世界经济格局（真实 GDP 增速，%）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

东西方共临较高的通胀压力。宽松的货币环境和强劲的财政刺激政策,令国际大宗商品价格持续高位运行。由于发达国家金融体系受损,过量的流动性主要用于修复资产负债表和金融部门的“去杠杆”,因此发达国家的通胀压力并不突出;然而,在国际大宗商品价格上涨造成的成本推动下,广大发展中国家的需求膨胀迅速导致了高通货膨胀的局面。面对“过热”局面,发展中国家不得不率先“刺激退出”,甚至紧缩,致使如巴西等某些国家的经济运行出现了较大波动,以致出现了政策的反复。西方主权债务危机持续对国际金融体系的冲击,虽然使得具有较强金融属性的大宗商品价格有所下降,但仍处较高水平。无论是发展中国家还是发达国家,当前的通货膨胀都已接近甚至超过了危机爆发前的水平,“防通胀”成为各国政策不得不考虑的因素。

图 15 东西方国家共临较高通胀格局（CPI，%）

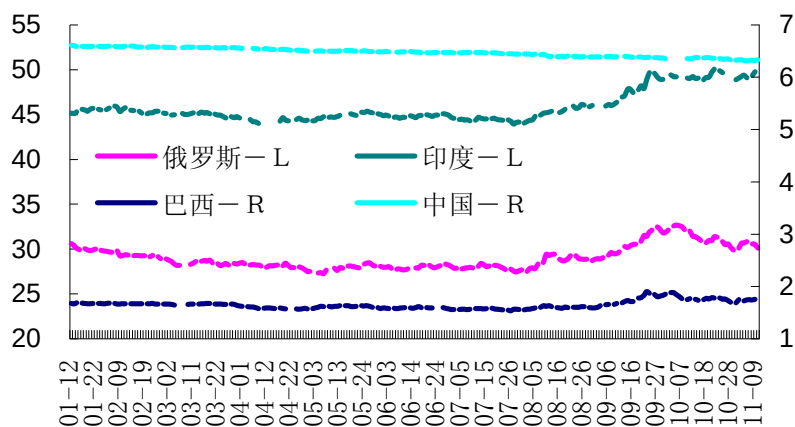


数据来源: Wind, 上海证券研究所

发展中国家货币普遍被动升值。作为需求终极地的西方世界经济放缓,必然给全球经济需求水平的增长带来影响。即使是亚洲内部,虽

然内部贸易增长迅速，但中国仍然难以充当该地区经济增长的火车头，该地区内部贸易绝大部分是为转口欧美的中间环节贸易，终端需求还是在欧美！2011 年 3 季度后，由于西方国家在债务危机的影响下，货币持续量化宽松，经济前景持续看淡，导致作为国际货币的西方国家货币持续贬值，使得新兴市场货币普遍被动升值；汇率的上涨，加上西方国家经济放缓，给发展中国家未来的出口增长增添了难度。

图 16 金砖四国货币汇率变动（兑美元，直接标价）



数据来源：Wind，上海证券研究所

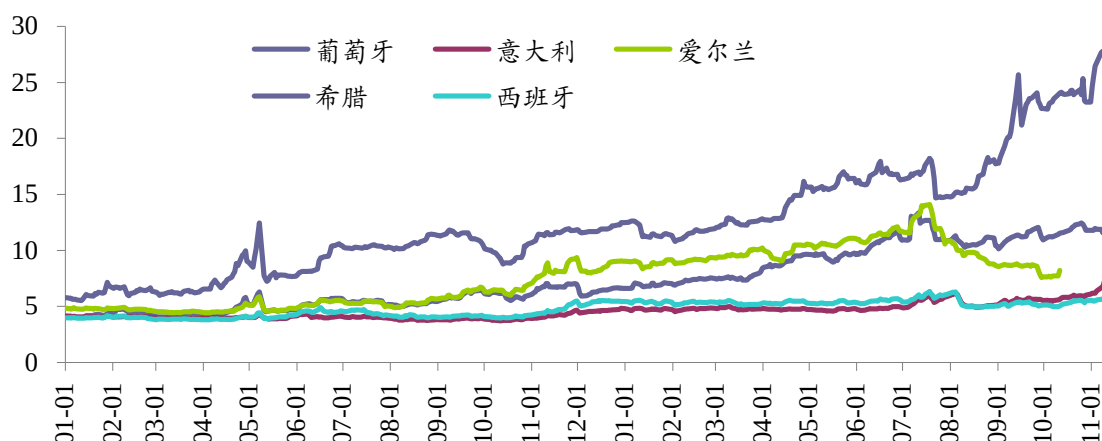
4. 国际金融形势更趋动荡

4.1 欧债危机仍将对全球金融市场造成冲击

国际评级机构将欧洲主权债务级别下调，被认为是华尔街的投机冲击行为。即使没有国际资本的投机冲击，欧洲债务危机国的财政状况，决定了其对国际经济和金融的冲击仍将持续。从欧洲各国债务到期的时间点看，2012 年仍然存在着大量的债务集中到期，希腊、意大利和西班牙都存在着相邻 3 个月内到期债务规模超过当年财政收入 20% 的情况，届时欧洲各国政府将面临新的融资难题。从危机国主权债的利率变动趋势看，国际金融市场并不支持给予危机国持续融资。欧洲金融市场在债务危机的冲击下，将持续动荡；货币汇率也将维持疲软震荡态势。

欧元区债务问题的持续深化，还可能加速国际金融领域的资本逆转现象。2008 年后，流向发展中国家的国际资本规模迅速回落。金融危机发生后，资本避险需求和美国资本回流，是过去 2 年国际资本回流的主要原因。2012 年，由于欧元区债务问题深化，欧洲金融机构也加入了从海外回撤资本的行列。当前欧洲银行业已初步显露了在海外抛售资产的迹象，正在逐步出脱能够以合理价格脱手的海外资产。国际资本回流现象的加重，将使严重依赖外部融资的国家受到冲击。欧洲银行业在加速资本回流的行为，贸易融资会首当其冲，从而 2012 年的国际贸易会深受其害！

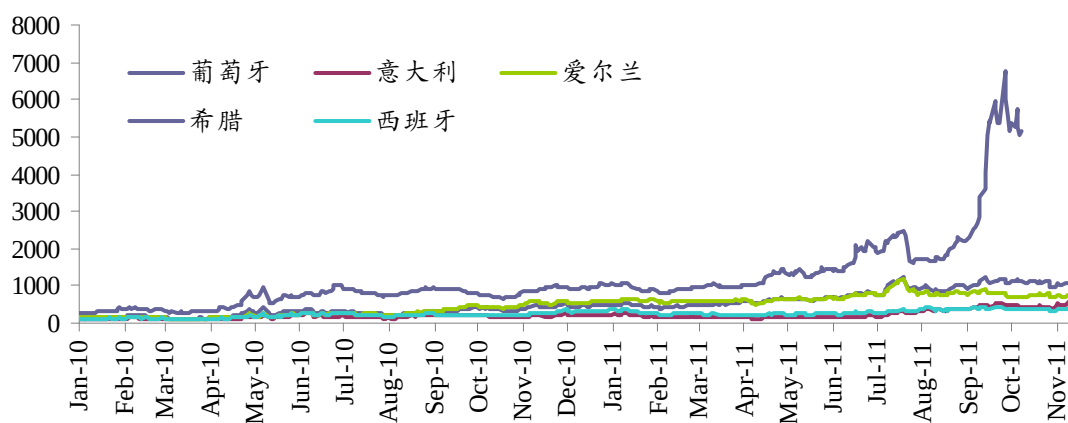
图 17 欧猪五国 (PIIGS) 国债利率变动走势 (10 年, YTM)



数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

市场预期欧洲债务违约的预期也并没有随着欧洲救助进程的进展而有所降低。无论是 EFSF 扩容、欧盟达成新救助协议, 还是 IMF 等国际机构的贷款承诺, 都不能改变欧债危机国主权债务 CDS 持续上扬的态势, 表明市场对欧债违约的预期在不断增强。有助于从根本上改善欧元体制缺陷的财政一体化努力, 如“欧洲学期”等措施的实施, 也无从改变欧洲债务危机持续恶化的局面。

图 18 欧猪五国 (PIIGS) 国债 CDS 变动走势 (5 年)



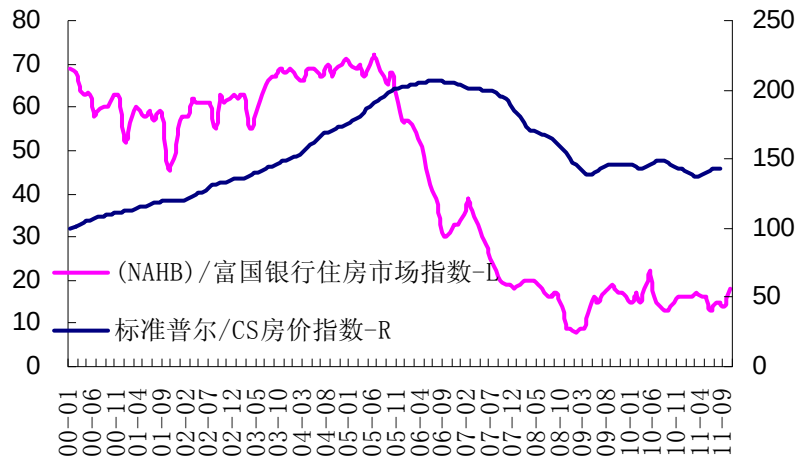
数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

4.2 美国未来货币走势存在较大不确定性

首先, 美国房市持续低迷拖累了美国经济和金融。虽然于 2009 年 2 季度以来, 美国房地产价格已企稳, 但房价泡沫消除之后房价的持续低位波动, 严重影响了美国经济的复苏和金融体系的改善。美国是个借贷消费型社会, 房产价值给美国人的借贷消费能力直接相关; 许多实证研究表明, 美国经济中房价的财富效应明显。美国金融机构在“次贷”危机中形成的“有毒资产”, 都直接或间接的跟房市有关。楼市

持续低迷，不仅使金融机构处理相关“有毒资产”进程缓慢，甚至有可能恶化其财务状况。尽管新止赎个案和房贷拖欠数量有所下降，但银行的止赎体系仍不堪重负：按照目前的处理速度，银行要化4年时间，才能处理完被动“吃进”的抵押房产。

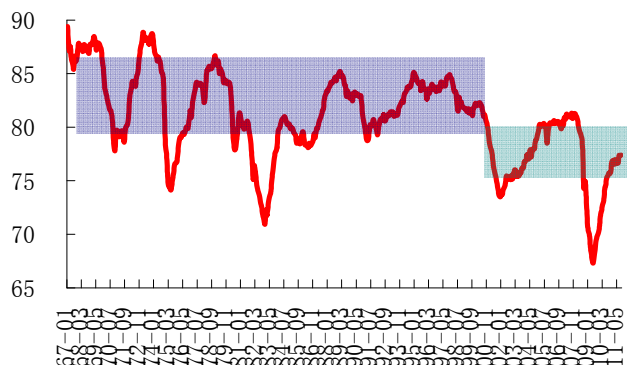
图 19 美国持续低迷的房市



数据来源：Wind，上海证券研究所

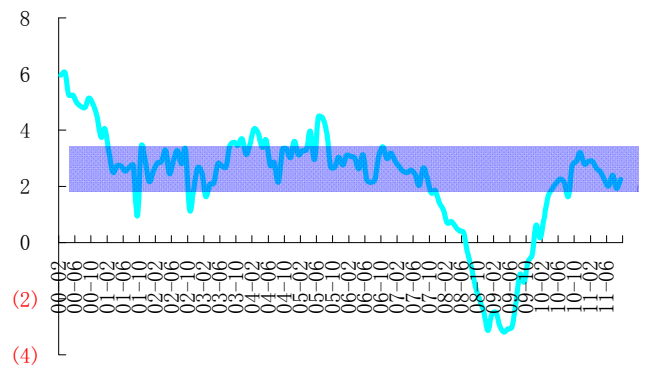
其次，美国经济复苏基础日见稳固。从需求方面看，作为美国经济“主心骨”、对美国经济增长起决定作用的个人消费增长，危机后经历了“刺激反弹——短期回落——持续走稳”的三个阶段，已显著走稳并回归到正常水平。从生产供给方面看，危机后美国政府提出了重振制造业的思路，美国工业生产持续恢复，目前美国全部工业生产的产能利用率已接近正常区间。我们认为，从全球价值链管理的角度，美国不会追求回到上世纪70年代-90年代期间的全球制造地位。借助于更具竞争优势的服务业的地位，美国目前的经济运行已显著恢复。

图 20 美国全部工业产能利用（%，月）



数据来源：Wind，上海证券研究所

图 21 美国个人消费支出（%，当月同比）

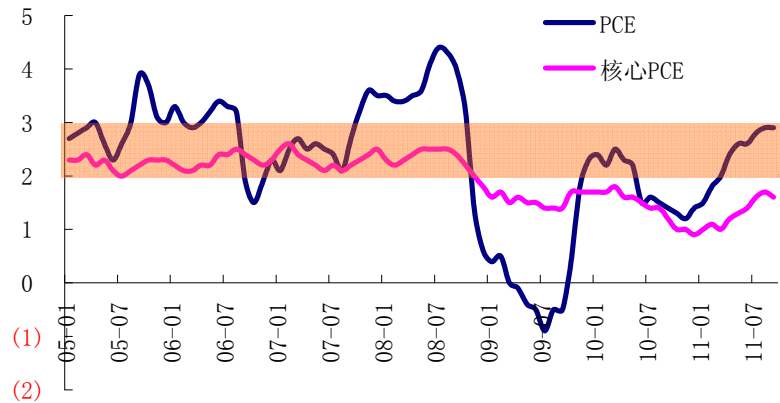


数据来源：Wind，上海证券研究所

我们从PCE看美国物价的走势，自从美国物价2010年走出FED最为担忧的通缩境地以来，于2010年下半年又回到重陷通缩风险的境地；FED于2010年6月推出了QE2。QE2于2011年6月结束后，

美国价格表现稳定，再度通货紧缩的风险不大，通货膨胀的压力也不存在。因此我们认为，物价并不会成为影响美国是否推出 QE3 的决定因素。PCE (Personal Consumption Expenditure Price Deflator) 是个人消费支出平减指数的缩写，由美国商务部经济分析局最先推出，并于 2002 年被美联储的决策机构联邦公开市场委员会 (FOMC) 采纳为衡量通货膨胀的一个主要指标。

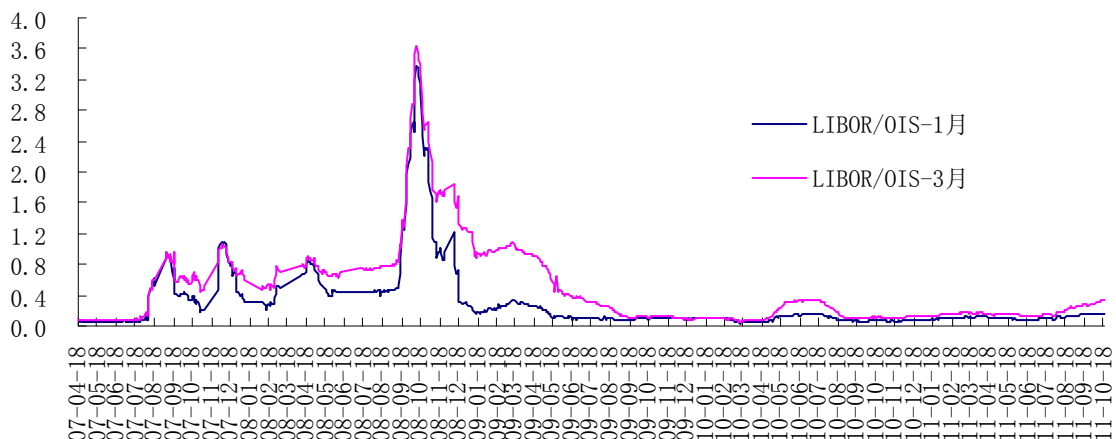
图 22 美国通胀变动走势 (%，当月同比)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

第三，美国金融体系仍然“半好半坏”。在欧美等发达国家金融市场上，“影子”信贷市场（欧洲常又称为“平行市场”）的规模和影响力，要大于传统金融市场。在西方金融体系，影子金融市场的重要性丝毫不亚于传统金融市场。发达国家的“去杠杆化”过程未来进展，将取决于金融“影子市场”的恢复情况。自 2008 年底，美国实行量化宽松货币政策以来，美国传统金融体系的流动性即迅速得到改善，到 2009 年下半年基本恢复正常。

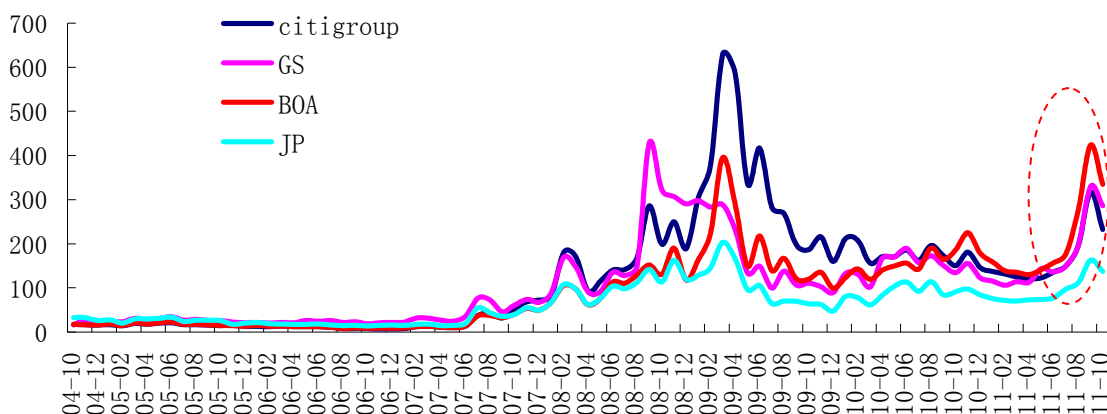
图 23 已经恢复的美国传统金融流动性水平



数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

但在影子金融市场上，各金融机构发行 CDS 利差水平仍居高位，表明影子金融市场上的流动性仍未恢复。在美国推行 2 次量化宽松政策后，传统金融体系的流动性已完全恢复正常，影子金融市场上的流动性却一直未能恢复，表明美国整体金融体系仍未复原，美国凭借金融优势在全球经济利益分配中的有利地位，受到极大限制。2011 年下半年，在欧债危机和美国政府债务上限危机的影响下，美国主要金融机构的 CDS 又有所上升，表明美国影子金融体系风险重度恶化。

图 24 美国影子金融体系趋向恶化（5 年信贷 CDS）



数据来源：Bloomberg，上海证券研究所

最后，美国对量化宽松政策效果存在较大争论。对量化宽松政策效果的评价差异，也增加了未来货币政策的不确定性。美国 QE2 推出后，宽松货币大量流向新兴经济体，被认为是原油和大宗商品价格暴涨的罪魁祸首——资源品价格上涨抑制了消费和增长。因此，对 QE2 的效果存在着正面和负面评价的争论，两种评价的声音都很强烈。从 2011 年下半年 FED 会议投票结果看，维持现状的声音是主流，无论从紧还是从宽，FED 内部的反对声音就会增多。

表 3 FOMC 会议决议（2011 年 6 月-11 月）

时间	内容	基调	投票：赞成/反对
6 月 22 日	利率不变，继续回购资金再投资政策，QE2 到期结束	维持	9/0
8 月 9 日	利率不变，继续回购资金再投资政策，做好调整准备	维持，从紧预期	6/3
9 月 21 日	利率不变，继续回购资金再投资政策，推出偏转政策	偏扩张	6/3
11 月 2 日	利率不变，数量规模和期限结构政策延续	维持	8/1

数据来源：Bloomberg，上海证券研究所

6 月 22 日，FOMC 的 9 位委员一致同意维持目前政策；8 月 9 日，在做出维持目前货币政策的同时，委员会拟向市场发出将适时调整的信号，释放从紧预期，结果引起 3 位委员反对；9 月 21 日，委员会决定推出偏宽松的偏转策略，有 3 位委员明确表示反对采取更多宽松策略；11 月 2 日，尽管债务危机影响持续加大，委员会决议再度转向

中性的维持策略，反对人数下降到 1 人，只有 1 位委员要求美联储提供更多货币宽松政策，并对决议投下了反对票。

二、2011-2012 中国经济、金融形势分析

1. 全球经济政策的差异化发展

1.1 全球经济秩序重构中分歧明显

增强宏观调控政策的国际视角，是一种客观要求。在一个开放的世界里，没有一个国家可以仅仅依靠内部调节达到内外全面均衡。在经济全球化、一体化和金融自由化的宏观背景下，资本市场国际竞争对世界各国的经济活动产生了重要影响。各国在推行国内的各项经济政策，尤其是资本市场管理等金融政策时，必须充分考虑外部宏观经济活动的反应和变化。

原先国际经济和金融的平衡模式是，资金和物流沿着由“生产国——消费国——资源国”组成的封闭圈单向流动。本轮金融危机改变了世界经济的旧有平衡模式，当前的国际经济和国际金融格局正在重构，但仍未见端倪，各种力量的碰撞和冲突将不断出现。

美国凭借国际货币的“老大”地位，力图维持和加强自身在全球经济中的领导地位。在 2011 年 1 月 APEC 峰会期间，作为主办国的美国，不仅没有借助 APEC 体系寻求解决当前危机的解决之道，反而单独抛出了一个由部分 APEC 成员组成的泛太平洋自由贸易协定（TPP），妄图另起炉灶，建立由其主导的国际贸易体系。

欧洲虽然因欧债危机遭受重创，但危机实际上加强了欧洲国家的向心力，德、法等核心国力图改革促进欧洲财政的融合，力图凭借欧洲的经济实力重新确立欧洲经济在世界经济中的主导地位。欧盟主国如能借机加速财政一体化的进程，推进一些在正常状况下难以处理的财政联合措施，欧洲完全有可能因祸得福，保持并加强欧元在国际货币体系中的地位。

新兴经济体在危机后表现“亮眼”，并对全球经济复苏发挥了重要作用。由于广大发展中国家在融入世界经济的过程中，普遍遭受过国际金融的危机，因而对外汇储备有一种偏好。凭借多年积累的巨额外汇储备和国内良好的财政状况，此次爆发在发达经济体的金融危机，让广大发展中国家在世界经济体系中的地位大大提高。国际经济形势的改变，新兴经济体对新经济秩序有效诉求自然提高。

1.2 南北经济短期发展核心差异

短期看，发达国家是经济周期问题，发展中国家是经济结构问题。长期来看，无论发达国家还是发展中国家，都需要在世界经济平衡模式重建构成中实现经济转型。但就当前（1-3 年）的短期经济发展而言，发达国家和发展中国家之间的经济发展核心存在着显著差异：发达经

济体是走出周期性低谷，实现经济繁荣；发展中国家则要在保持经济快速发展的同时，实现经济转型和产业升级，即同时实现经济转型和克服经济周期的双重任务。

1.3 从“同步放松”到“各自为战”

当金融危机的第一冲击波来袭时，身在其中的发达国家并未在意；中国等发展中国家则正在为治理通货膨胀而努力。当金融危机的第一冲击波来袭时，全球都认识到了问题的重要性，各国采取了罕见的联合一致行动，纷纷出台了或大或小的财政刺激计划，在货币上更是采取了一致的联合放松行为。

表 4 2008 年-2009 年全球货币同步放松行为

国家	价格行动	数量行动
美国	连续 7 次降息, Fed-F 目标利率由 4.25% 降至 0.25%; 连续 8 次降低贴现利率, 由 4.75% 降至 0.5%	推出 QE1, 购买总计 1.25 万亿美元机构 MBS, 1750 亿美元机构债, 3000 亿美元长期国债
欧元区	ECB 连续 8 次降息, 基准利率由 4.25% 降至 1%	
英国	央行连续 8 次降息, 基准利率由 5.5% 降至 0.5%	量化宽松: 规模为 2000 亿英镑/ 3135 亿美元, 主要用以购买包括政府债券的资产
日本	央行两次降息, 基准利率由 0.5% 降至 0.1%	
中国	央行连续 4 次降息, 存款基准利率由 4.14% 降至 2.25%	4 次降低 RRR, 大型金融机构存准率由 17.5% 提升至 15.5%; 结果 M2 增速由 14% 升至 29.7%
巴西	2009 年 5 次降息, 基准利率由 13.75% 降至 8.75%	

数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

然而全球同步的货币放松行为，对各国的经济和金融影响却不一致，“东热西冷”成为危机后国际经济和金融形势的主要特征。由于各国所处的经济发展阶段和结构特征不同，资源禀赋和发展基础差异，全球一致的流动性扩展行为，在迅速扭转各国经济下行趋势的同时，在发展中国家引起了高通货膨胀现象，经济有“过热”嫌疑，而发达国家的流动性却被用于修复金融体系，对实体经济尤其是通货膨胀的冲击较小，仍然嫌“放水”力度不够大！面对欧洲主权债务危机的冲击，2011 年 9 月，主要发达国家央行再度联合行动——发达国家美联储、欧洲央行、日央行、英央行和瑞士央行联合采取协调行动，在国际金融市场上联合安排三次美元流动性操作，期限为三个月，向商业银行提供三个月期美元贷款，以增加美元流动性。然而，由于各国央行目标差异和经济、货币环境不同，各国货币政策已呈现了越来越多的差异性，政策“离心”日益明显！

表 5 2010 年-2011 年全球货币的非同步放松行为

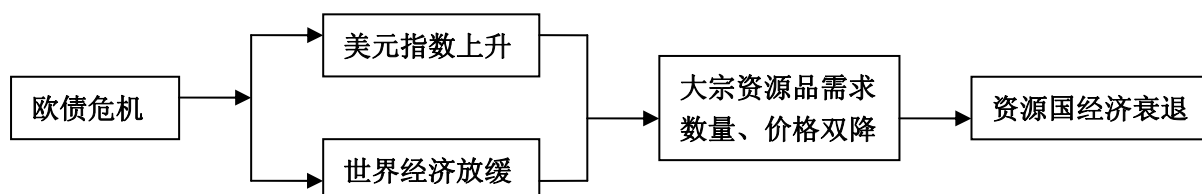
政策方向	国家	政策行动内容
维持宽松	美国	维持 Fed-F 目标利率区间不变；2010 年 5 月推出 QE2，2011 年 9 月推出“偏转策略”。
继续扩张	英国	2011 年 10 月，推出新一轮量化宽松，规模为 750 亿英镑，约 1175 亿美元。
继续扩张	日本	2010 年降息 1 次，隔夜拆借利率降至 0。
收缩—放松	欧元区	2011 年 4 月和 7 月连续 2 次加息，11 月 1 次降息，幅度均为 0.25%。
收缩—放松	巴西	8 次加息，隔夜利率由 8.75% 升至 12.5%，2011 年 9 月后两次降息，降至 11.5%。
持续收缩	中国	连续 5 次加息；12 次提准，大型金融机构存准率由 15.5% 提升至 21.5%。

数据来源：Bloomberg，上海证券研究所

ECB 在利息调整上虽然经历了升、降的变化，但在数量扩张方向上却一直没改变。单一目标（价格）制下的 ECB 面对价格反弹压力，在发达国家中率先加息，半年内连续加息 2 次；然而随着欧洲主权债务危机的演化，欧洲经济又重陷衰退和通货紧缩的风险上升，ECB 于 2011 年 11 月又转为降息。

资源国受需求前景下降预期的影响，重拾扩张性货币政策成为一种趋势。发达经济体的主权债务危机影响了世界经济的增长前景，美元的避险地位再次上升，国际大宗商品的价格在需求下降和美元指数走强的预期下，面临价格下跌和需求减少风险。巴西、澳大利亚等资源国为增强自身货币竞争力和刺激国内经济发展，重启了扩张货币进程。2011 年 8 月和 10 月，巴西在连续 5 次加息后连续 2 次降息；2011 年 11 月，澳大利亚在连续 7 次加息后首次降息。

图 25 资源国降息的经济逻辑



2. 正式步入耐用消费品时代

改革开放 30 年，中国经济“10 年一周期”。与西方传统经济周期不同，中国的经济周期明显不是周期性的生产过剩周期。首先，过去 30 年，中国经济仍然处在生活必需品的生产和消费阶段，生产和消费的“脱节”现象较轻；其次，在投资型经济阶段，投资的持续快速增长通常会引起“过热”，特别是由于供给“瓶颈”的存在，经济结构的矛盾会变得非常突出，从而导致政策收缩、经济回落。因此，中国过去的 3 个经济周期，可以说是投资周期和经济结构周期。

通常认为，即使没有海外金融危机的冲击，国内危机前的持续紧缩行为也将带来中国经济的降温。2007 年中国央行连续升息 5 次，2006

年6月-2008年6月，中国央行连续上调RRR19次。随着中国经济进入新一轮经济周期，中国经济进入了一个与以往30年明显不同的阶段，中国经济已越过生活必需品阶段，进入耐用消费品主导的经济发展阶段。城镇化的快速发展和汽车工业的快速普及，中国迅速进入了耐用消费品时代。从经济发展阶段划分的角度，耐用消费品时代并不是高额群众消费阶段，耐用品时代的前半期仍然要延续投资主导的经济增长格局。

表 6 中国主要工业行业增长（年度同比，%）

	耐用消费品（产量）				生活必需品（产值-出口）		
	冷柜	空调	组合音响	轿车	屠宰及肉蛋	农副食品	水产品
2002 年	16.93	34.34	19.58	55.2			
2003 年	22.04	53.77	14.6	89.63			
2004 年	10.75	32.56	-1.36	9.92	37.3	44.61	40.63
2005 年	19.26	5.86	29.76	21.69	4.49	10.38	10.19
2006 年	9.22	1.25	-21.92	39.68	3.15	23.8	28.77
2007 年	45.04	17.01	7.06	23.99	3.31	9.07	8.69
2008 年	-0.79	1.66	81.31	5.01	4.56	15.18	13.2
2009 年	6.83	-0.85	-8.1	48.56	-5.76	1.12	2.54
2010 年	35.92	34.78	17.56	27.94	15.37	16.59	17.67

数据来源：华通人，上海证券研究所

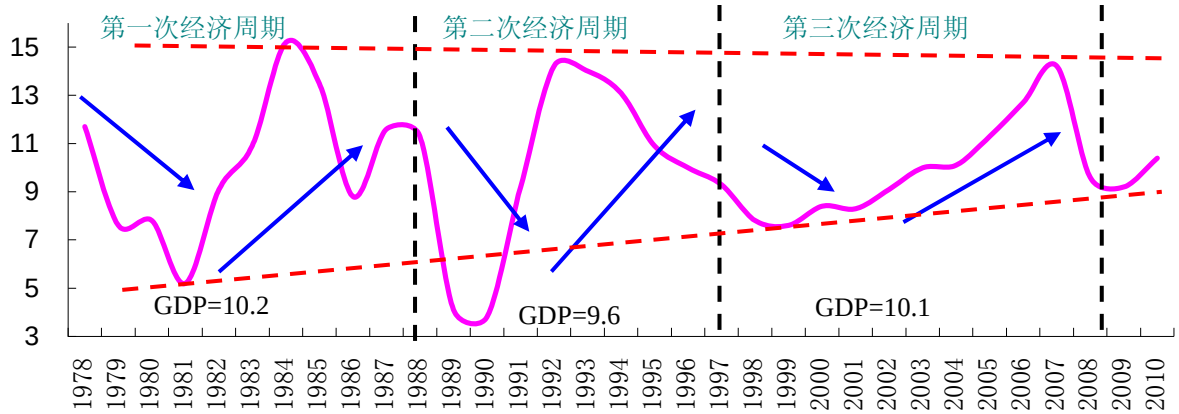
从以上代表性的必需品和耐用品变化可看出，2005年起耐用品在中国的增长要远大于必需品，但波动幅度也要明显大得多。在耐用消费品时代，由于生产和消费间的割裂，生产和消费间的不均衡发展常导致周期性生产过剩危机。如何防范周期性过剩风险，成为未来我国经济实现可持续增长的重要内容。

3.经济运行格局由“过热”回归“正常”

1978-2010年间，中国GDP平均增速为10%。按照我们“10年一周期”的划分，改革开放后30余年经历了3个完整周期，当前正处在新一轮周期的前期阶段；过去3个周期中的GDP平均增速分别为10.2%、9.6%和10.1%。因此，从经济增速上看，2011年中国经济运行已“偏冷”，故“保增长”的论调就一直没有消停过。

然而，从经济运行同期指标看，在全社会频现用电紧张的同时，无论是规模以上电厂，还是全社会的发电量，均保持了高速增长的态势，增速基本与过去持平，但考虑到过去5年的能耗下降，用电量的情况说明当前的经济运行活跃程度仍然和经济繁荣时期相当。截止2011年10月，我国全社会发电量增长12.25%，而2002-2007年间的增长区间为11.7%-15.5%，增速基本正常。从能源消耗的角度，能耗降低成效的取得，也并没有降低当前我国的能源生产速度，说明我国经济总量扩张仍然处于较快水平。

图 26 中国经济增长（周期和变动，GDP 同比/%）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

然而，2011 年的中国经济频现了供给“瓶颈”现象：前些年就开始出现的“用工荒”程度进一步加深，已经好多年没有出现的淡季“电荒”重新出现，“煤荒”、“油荒”以及公路拥堵等。加上上半年持续高位运行的通货膨胀，中国经济实际上又具备了“过热”的特征。

我们认为，由于目前中国经济正处于增长模式转换和经济转型的关键时期，中短期看的中国经济潜在增速下降。中国劳动力无限供给的时代已经过去，“刘易斯拐点”已悄然逼近；资源、环境的承载力接近极限；未富先老，中国老龄化提前到来；以上种种因素，导致了生产成本构成的重新构建。各种经营要素的重要性正在重新排序，这一过程在给中国经济结构带来的震荡和冲击的同时，决定了中国经济未来运行的特征，也将使中国经济的未来潜在增速下降。

首先，在经济发展的福利赶超阶段，保民生的福利体系建设需求，将改变原有的经济发展轨迹。

其次，在调整结构和节能、减排的目标下，旧产能需要淘汰，再工业化的过程需要适当降低经济增速。

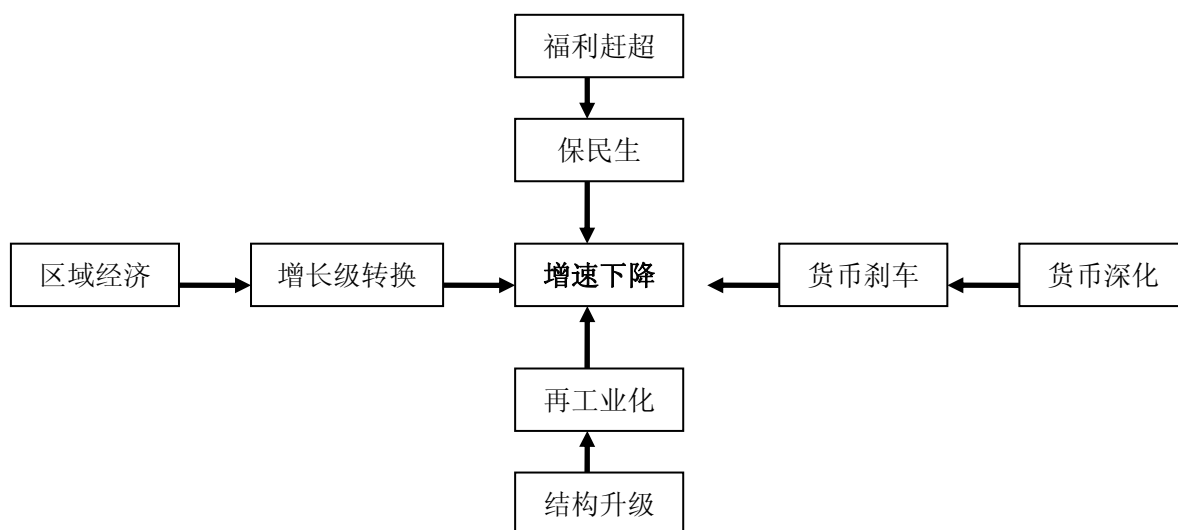
第三，在区域经中，新经济增长级区域的培育，需要一定的时间。

第四，为实现货币深化进程逆转，需要在一段较长时期内，实行偏紧的货币政策。

综合而言，受以下七大具体因素影响，中国经济增速将下降：

- 1) “人口红利”进入后半期；
- 2) 城市化进程放缓；
- 3) “入世”初期扩张效应衰减；
- 4) 大规模基础设施投资高峰期过去；
- 5) 全球产业转移趋势变化，比如劳动密集型产业开始外移；
- 6) 资源、环境承载力的约束增强；
- 7) 货币积累过多的副效应开始体现，比如企业越来越多地热衷投机赚快钱，资产泡沫等。

图 27 中国潜在经济增速下降的逻辑

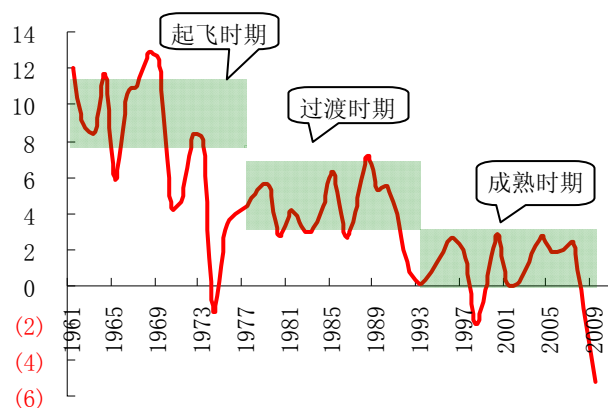


从过去的经济运行态势看，过去 30 余年中国经济增速的适宜运行区间为 9%-11%，平均值为 10%。那么，在中国经济转型下，新成长阶段下中国经济的合适增速为多少呢？国际经验告诉我们，6%-9%是一个较为适宜的区间！

从日本的经验看，在经济起飞时期，适宜的真实 GDP 增速在 8%-11% 间；在起飞到成熟间的经济过渡阶段，适宜的真实 GDP 增速在 4%-7% 间；在经济成熟阶段，适宜的真实 GDP 增速在 0%-2% 间。在不同阶段，经济潜在增速下降的台阶高度是 4%。

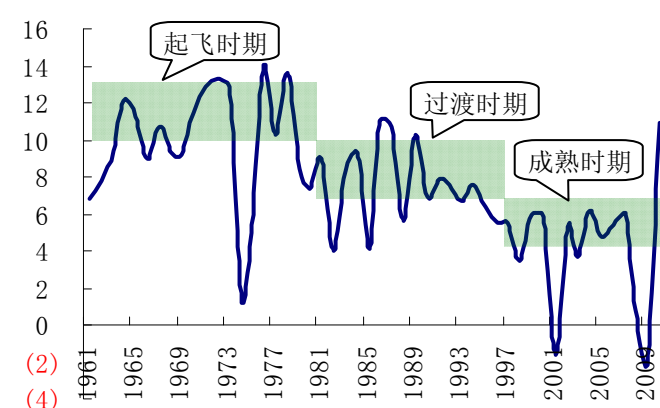
从台湾的经验看，不同阶段的经济潜在增速下降台阶高度是 3%。台湾地区经济在上世纪 60-70 年代、80 年代至亚洲危机及之后 3 个时间段，GDP 增速经历了明显的阶段性特征。

图 28 不同发展阶段日本真实 GDP 增速（%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

图 29 不同发展阶段台湾真实 GDP 增速（%）

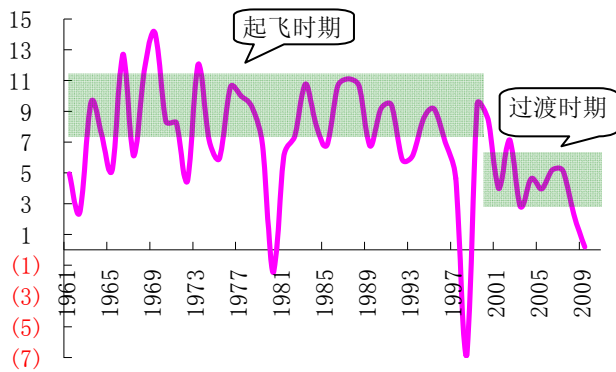


数据来源：Wind、上海证券研究所

韩国经济正处于步入经济成熟期的过渡阶段。在从经济起飞阶段到目前的过渡阶段，经济潜在增速下降台阶高度是 4%。从印尼的经济发

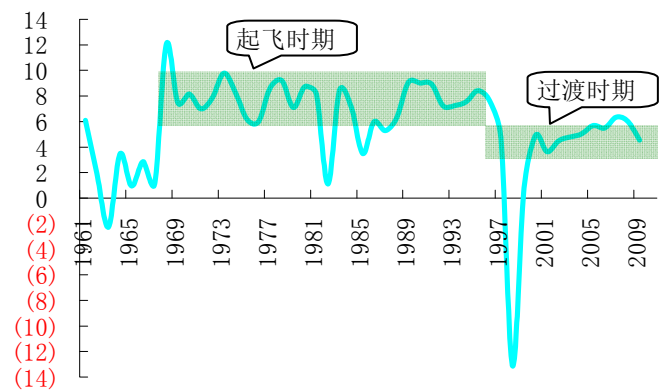
展进程看，在从经济起飞阶段到目前的过渡阶段，经济潜在增速下降台阶高度是3%。

图 30 不同发展阶段韩国真实 GDP 增速(%)



数据来源: Wind、上海证券研究所

图 31 不同发展阶段印度尼西亚真实 GDP 增速(%)



数据来源: Wind、上海证券研究所

中国经济目前仍然处在经济起飞的后半期，经济发展阶段正处于向过渡阶段转化的准备时期。从国际经验看，这段时期中国经济的潜在增速和正常增长区间会有 3%-4%水平的下降。因此，我们认为，9%以上的增速在新经济阶段下属于经济繁荣时期的水平。

中国经济回落，从性质上说，并不是“衰退式”的回落，而是“退热式”的回落。从均衡、可持续发展的角度，GDP 增速超过 9% 的增长极易引起“过热”反应。我们认为，中国经济潜在增长率和合意增长区间应该在 6-9%（GDP 增速）之间；只有 GDP 增速低于 6%，中国经济运行才算进入衰退。2012 年，中国经济增速仍将适度回落。短期看，有多种因素促使中国经济增速可能持续当前的缓慢下降趋势：货币持续紧缩降低需求扩张水平；高通胀对短期的消费和生产都产生了较大抑制作用；世界经济持续疲软，以及中国经济转型带来的进口增长，带来净出口的继续下降；对推进经济转型和消除滞胀较为“对症”的供给管理政策，并没有成为政策基石！

4.宏观调控政策长短期目标矛盾上升

经济转型 VS 经济增长

推进经济转型的中长期目标，和保持一定经济增速的短期目标，随着经济增速下降，两者间矛盾上升。宏观经济政策四大目标之间存在矛盾，政策的取舍是区分轻重缓急，在四大目标之间取得均衡。在中国当前阶段，充分就业和物价稳定是首先必须保证的目标，而国际收支和经济增长则允许短期内的波动。对于国际收支，中国当前主要是顺差规模过大，因此在四大目标中，国际收支是唯一可以放任的宏观调控目标。

经济转型是实现中国经济“十二五”规划中经济增长模式转变的中长期目标。即使不考虑经济发展阶段的提升带来的潜在增速下降，经济转型期间的经济增速也会下降。经济增速的下降，会导致就业等一系列问题，特别是在我国社会保障能力不足的情况下，物价高企更增加了保证就业的重要性。中国经济增长必须以“骑自行车”的速度运行，快了一颗小石子的磕碰就可以导致翻车，慢了自己就要摔到；中国经济增长速度必须保持在一定的区间，过快过慢都有风险。

货币紧缩 VS 债务风险

货币紧缩的中长期目标，和防范债务风险的短期目标存在矛盾。中国此轮货币收缩的终极目标，并不在于货币增速控制，而在于存量回收。对过去 2 年的天量信贷行为，在市场的一片微词之中，货币当局相关官员也或隐或现地表达了悔意。货币增速控制，只是本轮货币紧缩的第一步，存量消化才是未来货币紧缩的重点和难点。虽然未来通货膨胀形势将得到缓解，但为防止资产泡沫再次反弹，货币政策也难以公然地大幅放松。即使在经济景气的下降格局下，为防止“滞胀”发生，货币政策的放松也会受到较多制约。尤其在中国经济存在较大结构问题和资产泡沫已累积到影响到社会情绪的情况下，即使未来通货膨胀走稳，未来货币政策也可能在推动经济结构调整的需求下，只能得到有限放松。中国的产业升级和结构调整过程，很有可能需要经历一个通货紧缩和货币紧缩同时并存的过程。

中国经济的市场经济体系已基本具备，对货币的需求增速随之下降了一个台阶。从改革开放以来的长周期视野角度，中国货币深化

(M2/GDP) 进程的拐点已经出现，中国经济发展已进入货币深化拐点的阶段。

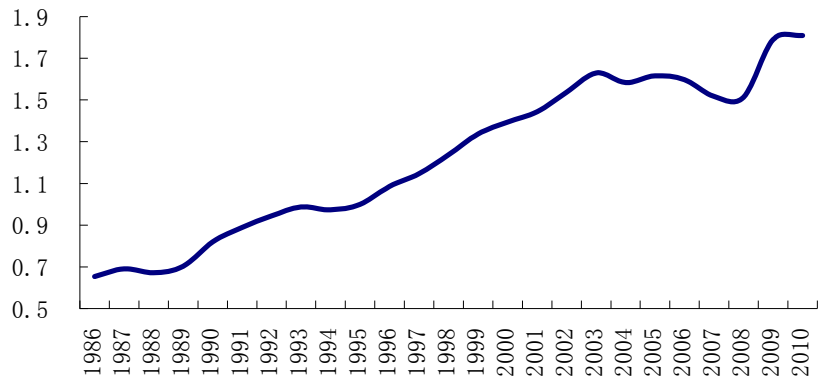
在上世纪 80 年代后期，中国经济市场化程度的快速发展曾导致了对货币需求的极大提高，当时虽然货币供给快速增长，但仍赶不上全社会对货币需求更猛烈程度的增加。货币不足曾导致了企业间经济交往过程中普遍的“三角债”现象，引起了货币和经济的双快速增长，但同时物价却保持稳定的“中国货币之谜”现象出现。

90 年代后，随着中国对外开放的进一步发展，外汇占款逐步成为中国货币投放的主渠道，中国的货币投放进程逐渐加速，开始超越离实体经济体系的实际流通需要，成为推动资产价格上涨和通货膨胀的主要力量。

进入 21 世纪后，保持中国正常的经济运行已不再需要货币继续深化，但货币通过外汇占款渠道继续增加，使得我国货币深化程度达到了全球中的最高水平，也埋下了我国通货膨胀和资产泡沫上升的隐患。

2012 年，国际经济、金融格局的变化，中国“双顺差”规模将下降，外汇占款减少，货币投放将自动减小。

图 32 中国的货币深化程度 (M2/GDP)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

短期来看,中国许多经济部门中都存在着放松货币的强烈需求。2009年反危机的流动性过度“放水”,造成了普遍的“浪费水、淹死苗”现象。货币过度扩张,在推高资产泡沫的同时,也造成了部分企业的过分杠杆化,以及整体宏观经济体系的过度货币化。流动性膨胀推高的资产泡沫,吸引了大量企业通过杠杆化手段,进行投机操作,随后的货币紧缩行为,自然也就造成了企业破产现象的增多。地方融资平台债务风险的防范,客观上也存在着对宽松货币环境的需求。

三、2012年中国经济运行面临挑战

1.金融领域风险到了集中释放期

从发生领域角度,当前中国金融(银行)体系存在着三大风险:影子银行风险,表外项目风险,地方融资平台债务风险。三大风险在2012年将集中释放,给中国金融体系造成了极大压力。

影子银行体系或临收缩,民间拆借风险暴露。中国的“影子银行”体系起源于民间借贷,发展于企业间拆借市场。2010年以来,越来越多的企业,尤其是大型国企,凭借在正规渠道上的融资优势,进入企业间借贷市场,民间借贷市场开始突破原先的“小打小闹”格局,开始跃升为中国的“影子银行”体系。2011年,伴随着货币紧缩政策的持续,企业间的资金相互借贷行为变得愈来愈普遍。广大中小企业在难以从银行正规渠道得到贷款的同时,民间借贷市场却是供求两旺,一派繁荣景象。

大型国企变身“影子银行”,客观上对现有“国进民退”现象起了深化和助推的作用。大型企业变身“影子银行”造就了中国的“影子银行”体系,中国的“影子银行”是以大型国企为核心的,它使得广大中小型企业 and 民营企业,在金融体系中的位置愈发不利,愈发成为大型国企的附庸!中国独具特色“影子银行”的发展,在金融上强化了

体制上的“国进民退”。通过金融控制和利息支配，处在“影子银行”体系核心的大型国企取得了对广大中小民企的价值支配地位，民营企业成为依附于国有企业的“卫星”企业。

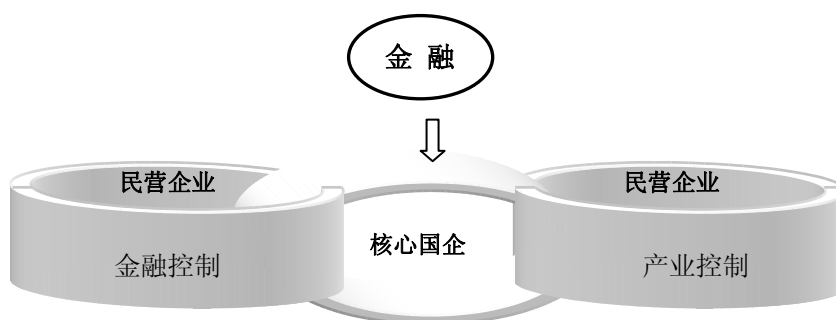


图 33 中国影子银行体系加强了国企控制力

但是，当前中国影子银行体系的发展，仅是货币快速扩张后收缩的阶段性现象。货币紧缩造成了信用环境和宏观经济环境的变化，具有融资优势的企业在缩小主业经营规模的同时，自然有将经营资金转为借贷资金生利的自利动机；同时，在货币政策转向时期，借贷资本的收益率上升，而经营资本的收益前景下降，这吸引了更多的企业收缩原有战线，而转向金融放贷。未来宏观经济环境的变化前景，决定着中国“影子银行”体系的发展方向。伴随着货币政策正常化，以及中国经济面临逐渐走出金融危机影响，宏观经济环境和微观企业经营前景终将改善，届时中国的“影子银行”体系将会面临收缩趋势。

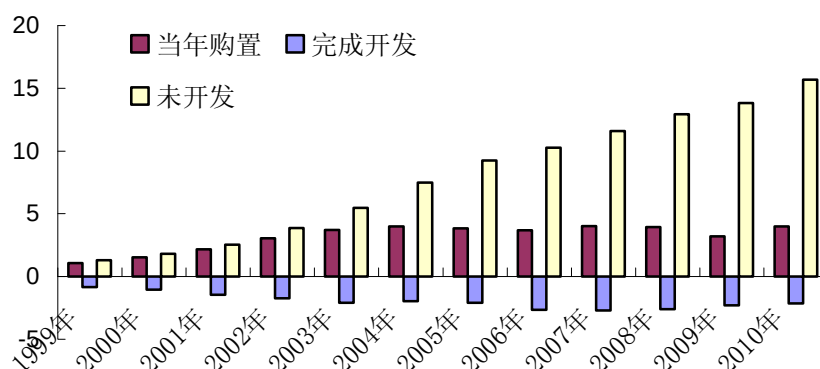
金融毕竟是经营风险的专业经营机构，需要专门的知识、经验和技术。凭借在传统信用领域融资优势的国有企业，从事资金拆借活动，从国民经济运行的角度看，必然低效率的，也放大了全社的金融风险。“影子银行”体系收缩，很有可能伴随着大量影子金融机构（参与借贷机构）倒闭的现象。

房地产泡沫破裂侵蚀银行资产质量。首要问题是中国房地产是否存在泡沫，会否破灭。如果房地产价格下降，银行的信贷资产质量必定受到冲击。在房地产价格大副下降情况下（超过 25%）的下降，即使银行能够维持正常经营，银行的财务状况也会受到较大程度侵蚀。

中国房地产泡沫风险累积的危害已讨论了好多年，但利益集团和房地产行业对经济短期增速的影响，使得对房地产泡沫的治理措施久未出台。2011 年前数年间出台的房地产调控措施基本上是利益集团假借“调控”之名，明显违背经济规律，越控越涨的“吹泡沫”之举！比如限制供给，同时鼓励投机需求等托市之举。房地产市场泡沫的根本，在于投机过度旺盛，这也是我们认为房地产市场存在重大泡沫的原因。房地产市场的投机，我们认为主要体现在土地市场上，自 1998

年实行住房货币化政策以来，随着房市的繁荣，全国土地囤积现象越来越严重，至 2010 年底，全国已出让未开发土地（包括开工状态）面积达 15.69 亿方，按最快去化率 2007 年的 2.69 亿方算，未来即使没有新投放土地，需要开发 5.8 年。

图 34 中国土地市场状况（年度，亿平方米）



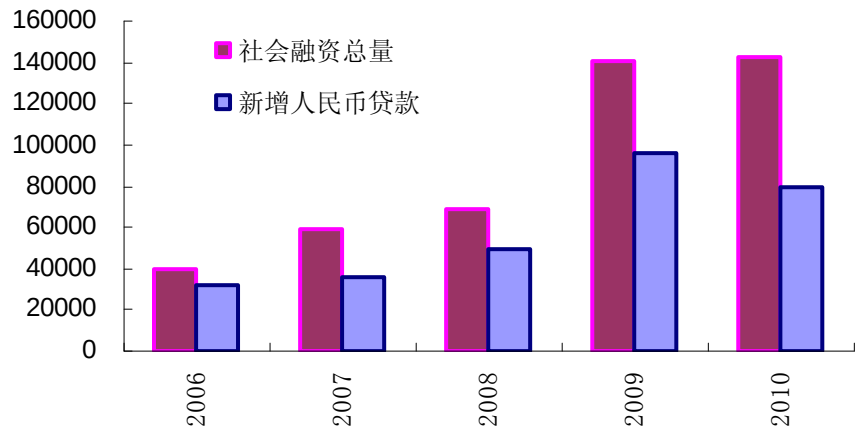
数据来源: Wind, 上海证券研究所

我们的银行业研究结果表明，房地产行业贷款已成为银行最大的贷款行业之一。随着个人住房按揭贷款的快速增长，房地产相关贷款包括开发贷款和住房按揭贷款已经成为银行最大的贷款行业之一。房地产具有较强的金融属性，且房地产的高杠杆率和强周期性特点，房地产贷款风险性较其它贷款更高，其整体对银行业有十分重要的影响。当房地产市场中投资需求超越居住需求，即金融属性开始占据房地产行业和市场的主导地位时，房地产行业的波动程度加大，进而对银行业的影响程度增加。当前我国房地产相关贷款占中国银行体系贷款总额约 20%，较香港和美国低；但间接敞口较高，如中国的贷款条款很大程度依赖抵押品，在五大行中，有 30-45% 的贷款是由以房地产为主的抵押品担保支持；如果房地产价格回调，将降低抵押品价值，在违约出现时削弱贷款收回价值。此外，地方政府通过土地出让和补贴来支持“地方政府融资平台”的能力很大程度取决于房地产市场的表现。

银行表外风险敞口扩大。即使在信贷控制非常宽松的 2009 年，为满足监管标准的需要，银行的表外活动不迅速扩张，从非传统渠道获得的信贷等融资数量不断增长。商业银行的表外项目包括标准的、已披露的表外项目——如交易性的承兑汇票、信用证，各种或有负债（担保、保理承诺），以及借助信托等其它中介机构进行的委托业务（委托贷款、资产托管等）；还包括大量未披露的、借助新渠道进行的各种经营活动——非正式的资产证券化和理财业务。表外活动的日益增多，集中体现为社会融资规模的快速增长。据惠誉对所评 16 家银行已披露表外项目的统计，2007-2010 年间，在信贷突飞猛进的带动下，银行的总资产增长了 77%，但已披露的表外项目增长了 106%；截止

2010 年末，已披露的表外项目差不多占到了银行全部资产的 1/4，超过 3.5-4 万亿美元。表外业务的大发展，意味着近几年中国“脱媒”现象也得到了大发展，从而使得信贷创造信用货币功能，在整个宏观经济和全社会流动性创造中的作用下降。

图 35 中国融资规模变动（年度，亿元）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

地方融资平台债务正常周转面临考验。截止 2011 年我国地方债务总额为 10.77 万亿，扣除未使用的 1.1 万亿，实际规模为 9.67 万亿，其中 2011 和 2012 年到期比重分别为 24.5%和 17.2%，加上利息偿付压力，地方政府偿债压力可想而知。在巨大的偿债压力下，在原先设计的主要还款来源土地财政被中断的情况下，政府对额外的保障房建设资金的足额、及时拨付，必然受到影响。实际上，地方政府也从未计划以财政资金偿还贷款。

2010 年，全国土地出让金总额约为 2.7 万亿，正是这近 3 万亿的预算外土地出让收入，给了各地政府大把借钱的底气。但是，这貌似规模庞大的土地出让金，政府真正能自由支配的也不多，首先平均而言，拆迁成本要占约 50%，其次基础配套支出约占 10%，最后剩下也就是 40%左右是政府可以用作它途的。

中国指数研究院对全国 130 个城市土地出让金监测数据表明，2011 年上半年土地收入同比下降了 5.5%。根据地方债务到期情况，假设只有 1/3 需要偿还，2/3 可以得到周转；2011 年由于还有未使用资金 1.1 万亿，政府仅需筹措额外资金不到 5000 亿，即使 2011 年全年土地出让金水平比去年下降 20%，土地收入规模仍可以覆盖今年的债务偿还需要，因而今年地方债务还款压力整体上还能够应付。2011 年，按地方债务偿还需筹资规模 5000 亿和保障房建设资金 5000 亿的标准，如果土地自由支配资金仍能维持 1 万亿的规模，今年地方债务风险控制和保障房建设的双重目标都基本能保障。如果不是结构问题，年内地方政府债务问题暂时无忧，2012 年或也能应付。

但是，如果土地出让金下降趋势延续，到 2012 年，地方债务还款压力将成倍放大，总体上届时政府筹资缺口或达 5000 亿；加上保障房建设资金的集中偿付，届时地方政府债务危机爆发的风险将极大上升。

表 7 地方政府债务到期时间表

时间	2011	2012	2013	2014	2015	2016—
比重%	24.5	17.2	11.4	9.3	7.5	30.2

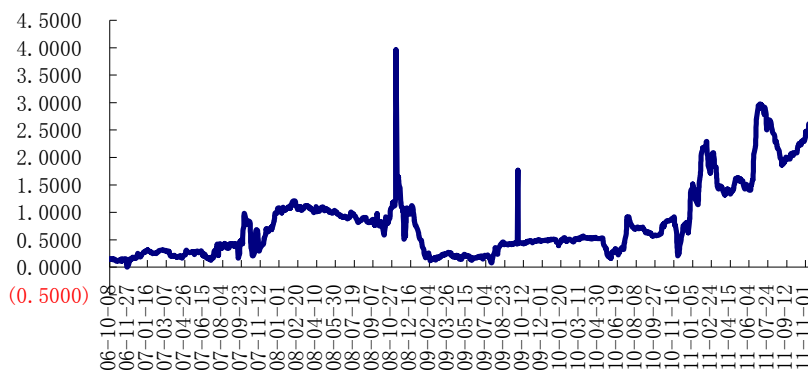
数据来源：中国审计署公告、上海证券研究所

2.保持价格水平总体稳定

2011 年 7 月后，中国 CPI 持续回落。从价格变动趋势看，中国的价格走势已开始现回落态势。但是，我们认为，在导致本轮价格上涨的因素一个都没有消除前，就此判断未来价格风险将消除还为时过早。

首先，实体领域的流动性充裕状况仍然存在。从货币存量角度，中国实体经济体系显然已是货币深化过度，当前的货币回收压力不在于增速控制，而是降低货币深化指标。然而，金融体系流动性受到金融危机的影响，对货币回收造成了很大制约。2011 年的货币持续紧缩，给金融领域流动性的冲击，不亚于 2008 年危机对金融领域的冲击。金融领域流动性再度趋紧，金融机构要求放松货币的呼声日高。货币当局有可能被迫中断货币紧缩行为，再度“放水”。另外，从国际金融环境看，海外货币扩张对国内的货币行为也有影响。

图 36 中国金融体系流动性变化（央票 YTD — SHIBOR, 3M）



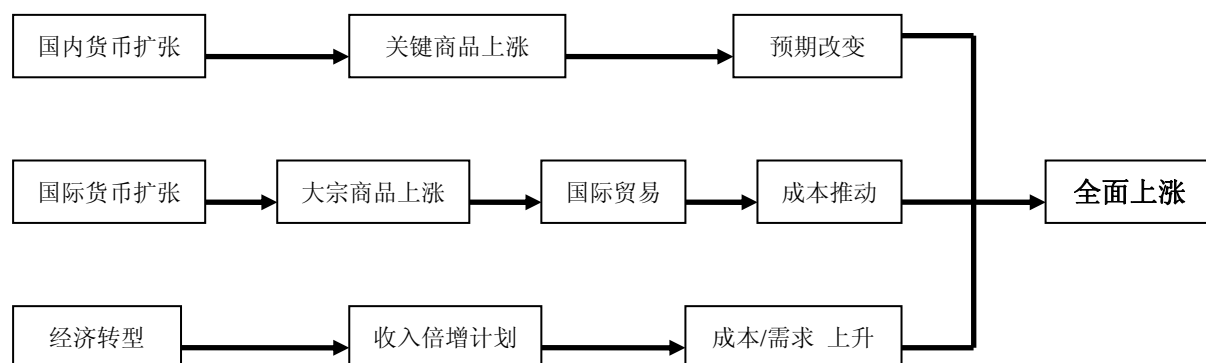
数据来源：Wind，上海证券研究所

过多货币最终一定导致通货膨胀，货币膨胀对价格水平的推动，在实现形式上不会是全面同步推进的，通常表现为某种关键商品供给失调而推动价格水平的全面提升。在经济运转比较协调的西方成熟市场经济体系，货币扩张对一般价格水平的拉升进程又有所不同，西方一般是某种金属属性较强或资本化的重要商品率先上涨，这种商品通常是基础原材料，进而产生成本推进型的通货膨胀过程。

在过去 2 年中，我们看到了上述 2 种通货膨胀过程在中国的表现：粮

食和猪肉价格先后充当了推动价格水平的关键商品；国际大宗交易商品价格上涨通过贸易渠道，提高了国内产品的经营成本。推动国内物价上涨的第三个因素是，经济转型下的收入政策直接抬高了人工成本。

图 37 中国通货膨胀的演化途径



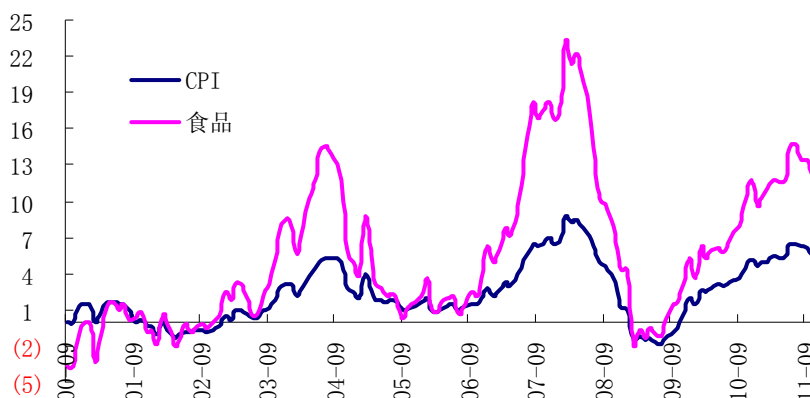
其次，农副产品供给的高波动性，有可能使食品重新成为价格推手。

当前价格下行主要是食品类商品价格涨幅的回落，食品价格上涨主要在于供给的增加。在政府的高度重视下，农副产品的生产和物流体系效率都大幅提高，相关商品供应数量短期大量增加，价格下降。在货币充裕程度仍然比较高的情况下，供给的波动很可能再次推动价格暴涨。

2010 年 7 月份，受当期恶劣天气的影响，食品价格水平被明显拉高一个台阶；借助于天气带来的供给冲击，粮食率先充当了中国货币投放过量背景下率先涨价的关键商品。为了治理通货膨胀，中国政府采取了行政干预的物价管制手段，食品价格上涨趋势暂时受到压制。但进入 2011 年后，猪肉价格借助于新的理由（成本上升、“蛛网”式周期供给短缺）再次成为了领涨的关键商品，全社会对价格全面上涨预期形成。

从新世纪以来的经验看，中国食品类项目价格波动幅度是整体项目价格波动幅度的 2-3 倍。自 2003 年起，中国食品价格的波动开始主导一般价格水平的波动。中国价格体系中食品类项目价格的高波动性来自于工农生产力进步的差异，这种差异导致了工农业“剪刀差”的存在，当这种差距扩大的一定地步时，市场会来一次“出清”行为。中国自 2001 年“入世”后，市场体系加快完善，生产力进步也加快，这种间歇性的价格差“出清”导致了价格的剧烈波动。在发达国家，社会化大生产和全面的农副食品扶持措施，保证了食品价格的稳定。在中国现阶段，间隔 2-3 年的工农价格“剪刀差”市场“出清”行为，决定了我国食品类价格的高度波动性和间歇性。

图 38 高度波动的食品类商品价格（当月同比，%）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

第三，经济转型下的价格长期上涨趋势。推进经济转型，实现经济增长模式转变，是我国经济发展“十二五”规划的目标。劳动力供求关系的改变，提高了劳动力的价格水平，提高了全社会商品生产的成本。另一方面，“十二五”规划对居民收入增长提出了具体的量化目标，居民收入增长，从需求角度拉升了价格水平。

2012 年亦存在通货紧缩风险。短期看，受食品价格高波动性影响，以及总需求水平的下降，价格上涨压力不大。银行业信贷泡沫的消除，以及金融领域风险上升导致的金融业“去杠杆化”，货币增长会持续偏紧局面。因此，2012 年的通货膨胀控制有可能矫枉过正，价格持续下降导致通货紧缩重现。

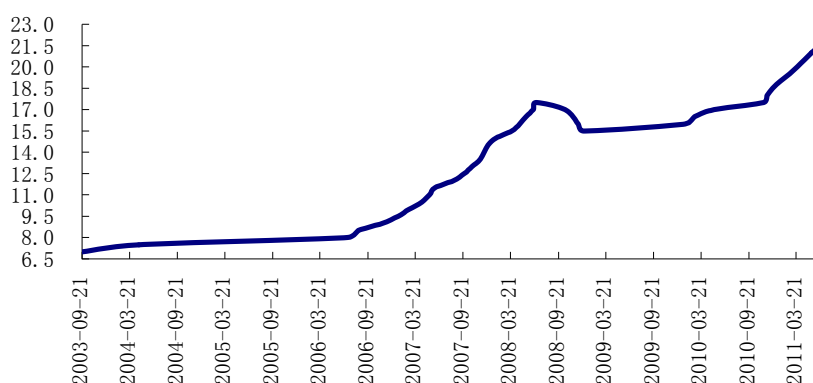
3.防范海外债务危机冲击

海外债务危机的变化对我国汇率波动有重要影响。海外主权债务危机注定还会再起波澜。我国虽然还未实现完全由市场决定的浮动汇率制，但挂钩完全浮动的美元，实际上就决定了人民币的浮动性。海外债务危机的发展变化，使美元汇率产生了波动，跟随美元的人民币对其它货币的汇率也随之产生波动。2011 年 8 月，我国将人民币跨境贸易结算范围扩展至全国，人民币在国际贸易结算中的规模迅速扩张，但和我国对外贸易总水平的快速增长相比，人民币结算的比例仍然很低。在与欧洲和美国贸易中，对方货币的结算地位基本不能撼动，而对这些地区的贸易正是我国对外贸易的“大头”。2011 年 1-10 月，和美国、欧盟和日本三地的进出口总额占我国对外贸易的比重，分别为 12.2%、15.7%和 9.5%。因此，海外危机对我国汇率波动的冲击，不可小觑！

海外危机对我国货币政策有直接冲击。为化解债务危机风险，西方世界仍将维持较为宽松的货币环境。虽然我国的资本项目还未开放，但为防止货币汇率的过快升值，我国回收货币的进程必将受到影响。西

方货币的扩张，必然会通过各种形式“漏出”到我国，导致我国货币当局“冲销”压力加大。在我国外汇管理的结售汇体制下，海外资本的流入，直接增加了我国基础货币的投放。由于我国公开操作市场规模有限，“冲销”手段基本依赖存款准备金率（RRR）进行。2012 年我国的外汇储备再度大幅增长，存款准备金率有可能被迫再度提高。

图 39 中国大型存款类金融机构的 RRR（变动日期，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

海外危机对我国价格稳定造成了直接冲击。在主权债务危机的冲击下，海外金融机构的再融资能力已大为下降。提振政府和金融机构再融资能力的最简单、最有效办法，就是增发货币。以通货膨胀（对内贬值）和汇率贬值（对外贬值）降低实际债务负担水平，对所有的西方国家政府都有很大吸引力，尤其是在很大部分债权还为国外持有的情况下。就美国而言，以 2011 年 8 月美国政府调高的政府上限 14.3 万亿（USD）计，截止 2011 年 9 月，外国投资者共持有美国国债 4.66 万亿，其中中国 1.15 万亿，占比分别为 32.58%和 8.04%；2010 年底，美国国债余额为 135616.2 亿，外国投资者共持有美国国债 44356 亿，其中中国 11601 亿，占比分别为 32.7%和 8.55%。欧美国国家增发货币的行为，不仅通过提高大宗交易商品的价格，对我国通货膨胀产生成本推动效应；还通过国际贸易渠道，通过货币贬值向我国输出了通货膨胀。

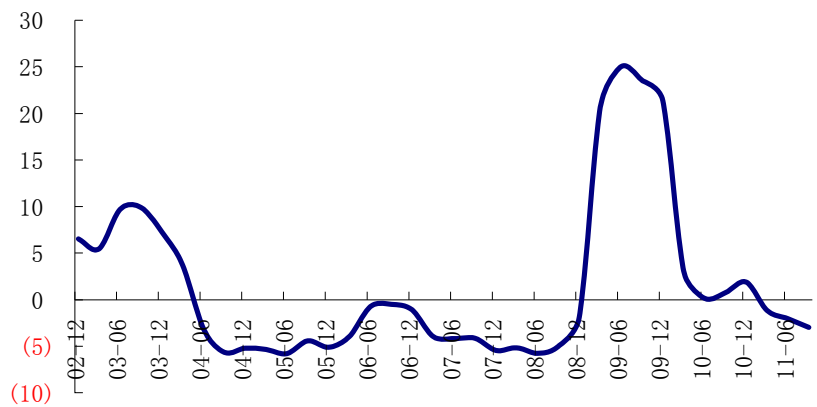
4. 货币政策腾挪空间有限

4.1 防范信贷风险要求维持偏紧货币环境

维持货币政策的偏紧环境，保持适度的竞争压力，促使经济主体有转型动力，这是中国当前经济转型的客观政策环境要求。显然，中国宏观经济目前已处于过度货币化的状态。从国际比较的角度，中国目前的货币深化指标（M2/GDP）值（约 180%）为美国（约 60%）的 3 倍，日本（约 110%）的 1.5 倍。现代信用货币体系下，信用是通过信贷创造的。从信贷增速上看，危机后中国信贷增速过快，给金融体

系埋下了潜在风险隐患！2011 年 9 月 IMF 新提出了一项衡量信贷增长风险的风险预警指标：信贷余额/GDP，该指标如果年增幅超过 5%，未来两年爆发金融危机的风险就大增。2009 年，我国该指标的增长率为 21.36%。我国的信贷余额/GDP 在 2002 和 2003 年连续 2 年增长略超过了 5%警戒线，但随后 5 年均是净回落，从而防范了信贷风险。2010 年我国的信贷余额/GDP 增速仍处增长状态，未来如不回落，信贷累积风险就会大增！

图 40 中国信贷余额/GDP（季度累计同比，%）

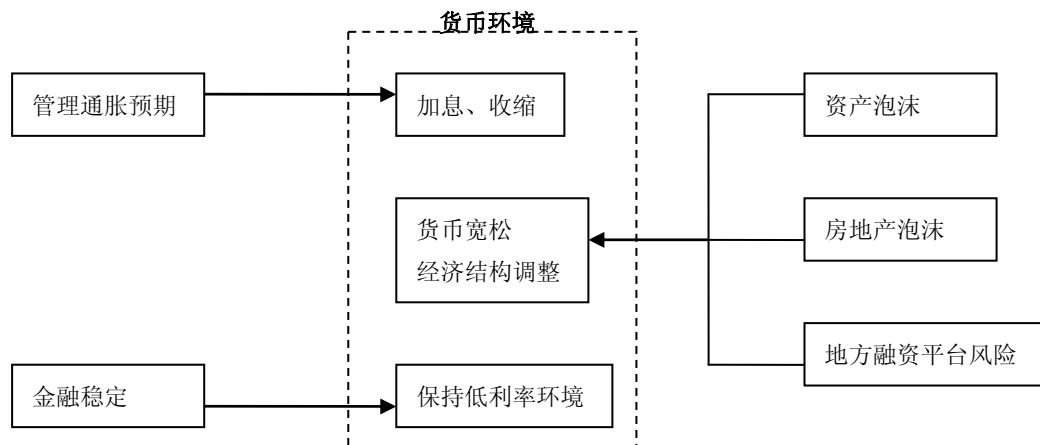


数据来源：Wind，上海证券研究所

4.2 保持经济平稳要求货币适度宽松

当前我国经济运行的现实局面是，同时面临三大泡沫风险（信贷、房地产和影子银行）和潜在高通胀的风险，化解前者三大风险需要在经济结构调整的同时，保持适度宽松的流动性，而治理后者通货膨胀风险则需要收缩流动性。宽松的国际货币环境，化解地方融资平台风险，以及减缓房地产泡沫快速破裂对经济平稳运行的冲击，也需要我们实行宽松的货币环境。

图 41 中国货币决策的困境



要同时达到上述两个对流动性管理方向相反的目标，需要减少资产价格泡沫和房地产泡沫破裂对银行资产质量的冲击，更确切地说，需要增强银行抵抗泡沫破裂的冲击能力。而要减少银行陷入财务困境的可能性，就需要在收缩流动性的同时，创造长期的低利率环境。从我国货币政策工具的针对性看，加息显然在更大程度上是针对价格水平变动的，其首要目的是治理通货膨胀，按官方说法是“管理通胀预期”。因此，我们认为，未来我国货币退出将以数量性措施为主，加息只能是偶尔为之，而数量工具又主要取决于未来外汇占款的变动情况。总而言之，未来我国货币政策的腾挪空间较为有限！

四、2012 年国民经济指标预测

1. 投资：增速略降，贡献略升

我们坚持我们一贯认识：中国目前仍处经济起飞阶段，投资仍然是经济增长第一动力。2012 年货币政策的有限放松，将使信贷增长回归中性，投资回归高速扩张的金融环境并不具备；房地产产业政策的调整和市场调控的持续，将使房地产投资出现较明显下降。但是，由于经济增速将继续放缓，消费平稳回落和净出口继续保持回落态势，投资增速虽略有下降，在经济增长中的贡献率或略有上升。

表 8 影响投资增长的要素分析

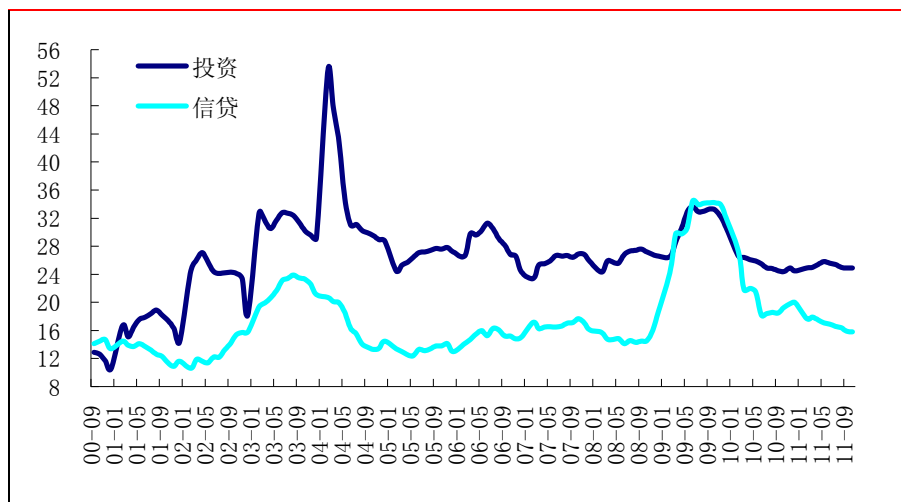
利好因素	利空因素
各级政府进行改选换届	房地产投资规模下降
制造业初现产业升级苗头	交运投资规模下降

数据来源：上海证券研究所

信贷回归中性制约投资增长。我国投资资金的来源中，表面上看，过去 10 年贷款所占全社会固定资产投资的比重逐渐下降。2000-2010 年间，信贷资金占总投资的比重由约 20%下降到了 15%。占总投资最大比重的自筹和其它来源，则有大约 68%上升到了 78%。但实际上，在自筹和其它资金来源中，有很大部分是信贷资金“曲线投入”，比如股东贷款后划转的投入，表外项目的投入等。如果从中长期贷款与投资总额的对比角度，投资对信贷的依赖是超过了 100%。2008-2010 年间，中长期贷款与投资完成额之比为 1.04、1.15、1.20，表明投资对信贷的依赖程度在增加！

2012 年，出于化解 2009-2010 年信贷过快增长导致的信贷泡沫风险的需要，信贷增长将维持目前的增长态势。当前的信贷余额增速仍然处于长期均衡值和正常区间的上方，未来仍有可能略有回落。在信贷余额增速不大幅反弹的基本判断下，正常的投资需求将使 2012 年的投资增速保持平稳。

图 42 中国金融机构贷款余额和固定资产投资增速（累计同比，月）

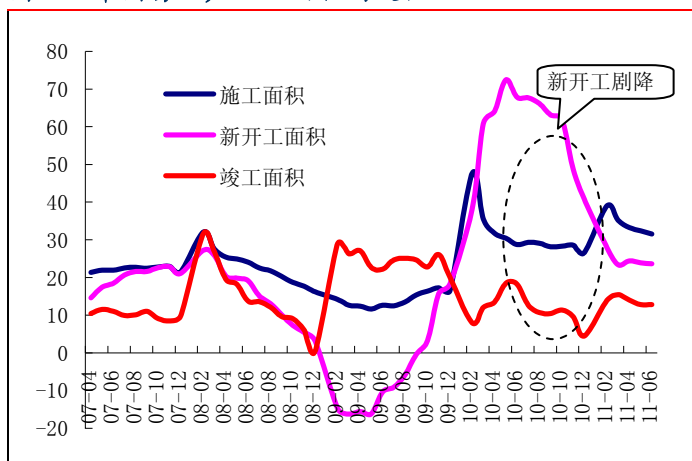


数据来源: Wind, 上海证券研究所

房地产投资或现大幅下降。2011 年 1-10 月，全国居住用地成交面积仅为 2010 年同期的 64%，预示着 2012 年房地产投资前景不容乐观。在信贷控制及限购令的双重打击下，房地产市场在 2011 年步入了寒冬。受限于信贷及限购令，2012 年房地产投资难以有转折性的起色。从信贷这个短期决定性因素来看，此轮房地产调控还看不到放松的迹象。房地产商的融资渠道仍然被严控，购房者的资金借贷成本还在不断提高。中央政府还在做出各项安排从长期内使经济摆脱对房地产的依赖。大规模的保障性住房建设是为了解决中低收入者的刚性住房需求。然而，这项工程 2011 年的完成情况不甚乐观，虽然在政治压力下实现了百分之百的开工，但三分之一是“挖坑待建”，并且 2012 年的投资计划被调低，但其作用需要在长期内才能显示出来。此外，中央政府正在积极推行的资源税、环境税、房产税改革以及批准地方政府自行发债实际上是在帮助地方政府解决土地出让金收入减少带来的财政资金吃紧。这种长期性制度安排暗示，目前的房地产调控也将长久持续。

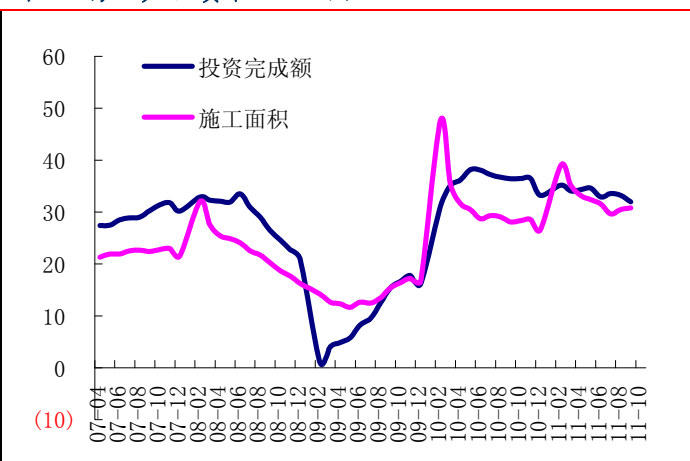
虽然目前房地产行业的投资增速仍然位于高位，但从建设进程上看，2011 年以来，房地产行业的新开工面积快速下降，未来施工面积会下降；按建设进度测算，2012 年下半年，中国的房地产投资将进入实质下降通道。短期来看，中国后续投资动力的下降，在很大程度上来自于房地产投资的下降。因此，保障房建设进度能否顺利推进，决定着中国经济短期运行的平稳性。

图 43 中国房地产施工面积的变化



数据来源: Wind、上海证券研究所

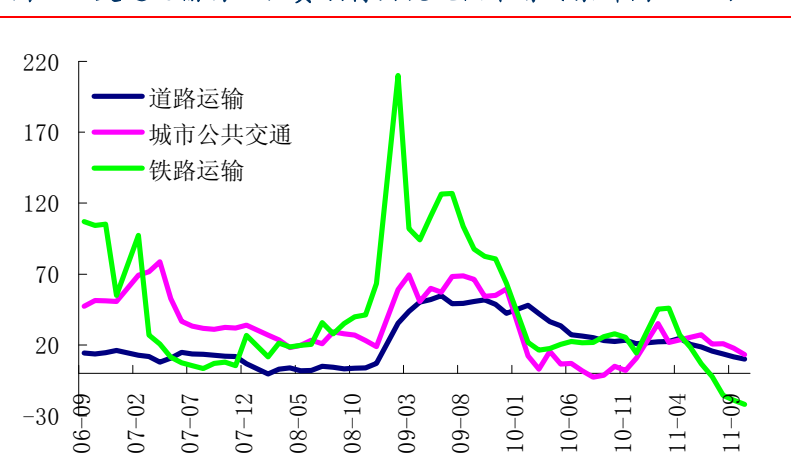
图 44 房地产投资和施工面积



数据来源: Wind、上海证券研究所

基础设施投资也存在继续回落可能。作为典型的政府投资，交运行业投资在 2009 年的 4 万亿投资中占据了重要的位置。随着项目的完工，交运行业的投资不断下降。目前地方政府融资平台的信贷融资渠道基本已经被堵死，10 月出现的信贷微调也只是针对铁道部在建工程的“定向宽松”，所以未来出现新一轮政府投资高峰的可能性几乎没有。

图 45 交通运输行业投资额将出现大幅下滑（累计同比 %）

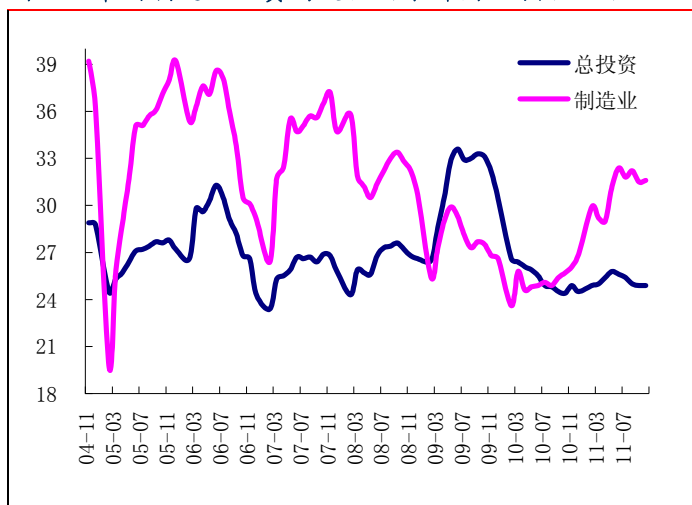


数据来源: Wind、上海证券研究所

制造业投资保持平稳，并继续向高端延伸。制造业投资是比房地产投资更能反映中国投资总趋势。2010 年制造业投资在中国城镇固定资产投资中的比重为 30.85%，房地产投资为 19.98%。从对经济增长贡献的角度，近几年土地价格的上涨，导致了房地产投资中固定资本形成比重的逐渐下降，而制造业领域的资产泡沫相对较小。因此，制造业投资能否脱离房地产投资波动的影响，是中国经济未来保持平稳的关键。在中国经济“扩内需”，以及随区域经济发展而培育起来的、越来越多中西部地区增长极的崛起，我们认为，2012 年制造业投资仍将保持平稳态势。另一方面，包括医药及通信设备为代表的高端制

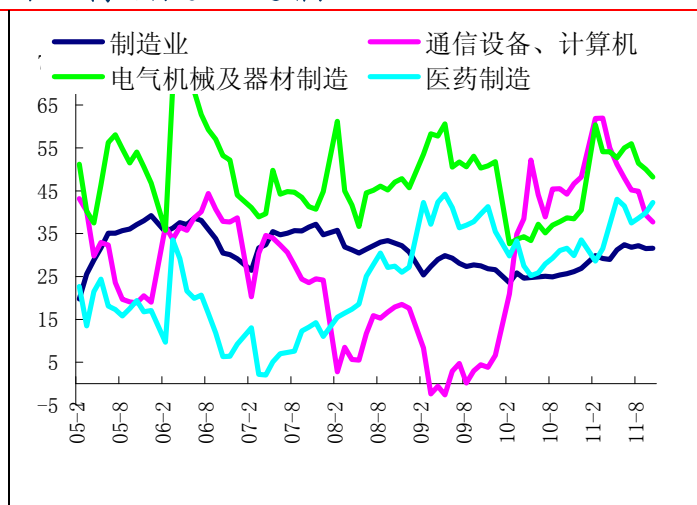
制造业投资虽然所占比重较小，但其增速全面超越平均增长水平，说明制造业的转型升级已经取得部分成效。

图 46 中国制造业投资的变化（累计同比/月，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

图 47 高端制造业加速增长



数据来源：Wind、上海证券研究所

政府投资热情依然强劲。2011 年上半年，各地方政府进入换届周期。这导致部分地区的工作重心从项目投资上移开。随着地方政府换届工作在 2012 年上半年陆续结束，地方政府在城市建设等方面的投资热情将在 2012 年逐步恢复。但是，在信贷紧缩的背景之下，2012 年的政治周期推动作用将受到抑制，效果不如之前的周期显著。

中国经济目前仍然处在经济起飞阶段，投资仍然是第一增长动力。但投资的自动增长不会自动实现，尤其是在经济结构失衡，以及前期投资进程被人为扭曲之后。为了延续“四万亿”建设计划之后投资动力，中国推出后续 4 万亿的水利建设计划；为了弥补房地产调控带来的商品房投资下降，中国加快了 1000 万套保障房建设的步伐。再工业化阶段耐用消费品时代的到来，2012 年中国制造业的投资将对我国投资的平稳增长起“定海神针”作用。综合以上因素的分析，我们对 2012 年固定资产投资的具体预测数据见下表。

表 9 我国城镇固定资产投资值变动（亿元，%）

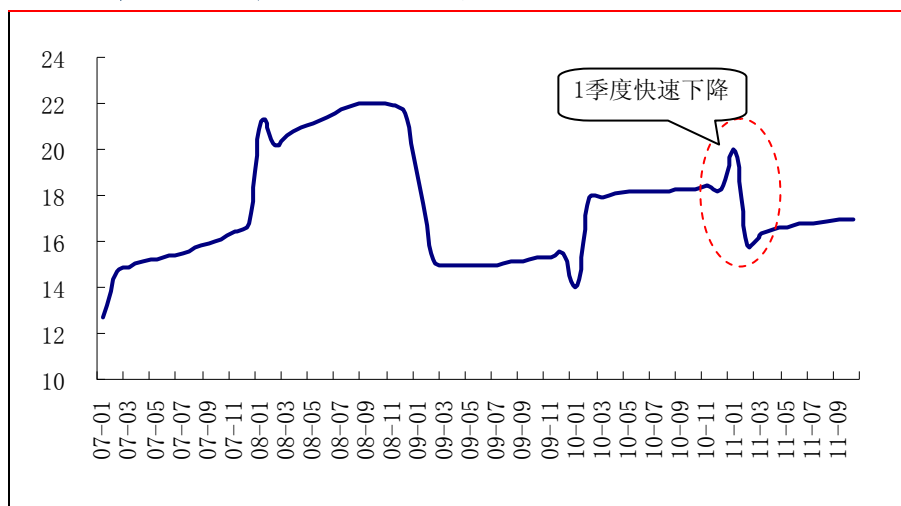
	新增		制造业		房地产投资		总计	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
2009	109125.4	29.07	58817.36	26.91	36231.71	18.48	194138.60	30.52
2010	136970.26	20.2	74485.18	36.9	48259.40	33.2	341430.89	24.5
2011-10	107400.84	37.00	82768.90	31.6	49922.82	31.10	241365.09	24.9
2011(f)	120369.05	29.00	98729.67	33.00	60112.7	29.00	295239.88	25.00
2012(f)	156479.77	30.00	130323.16	32.00	73337.49	20.00	372002.25	24.00

数据来源：国家统计局，上海证券研究所

2.消费继续温和放缓

2010 年，在一系列优惠措施的刺激下，消费取得了较大的增长。2011 年，居高不下的房地产价格进一步侵蚀了居民的购买能力，受当期高通货膨胀的影响，消费增速进一步回落。2011 年 1 季度，由于居民通胀预期高企，当期居民消费意愿明显下降，加之房地产“限购”带来的交易量下降对消费的影响开始显现，消费增速呈现了快速下滑态势。2 季度后，消费下滑趋势企稳，随着通胀进入实质受控阶段，以及居民通胀预期回落，消费开始重现平稳特征！

图 48 中国社会零售总额变动（累计同比/月，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

2012 年，危机期间出台的各种消费刺激政策基本到期。在经济转型的战略指向下，在新的政治层面上，决策者对本轮房地产调控意志比以往要坚决得多，各地政府已纷纷开始寻求脱离房地产的新型发展道路，降低对房地产的依存度。随着房地产投机需求的回落，房地产交易水平仍将低位徘徊，这对家电等耐用消费品的短期增长将产生明显抑制作用。

表 10 消费刺激政策到期情况

到期时间	政策内容
2010 年底	购置税减征、汽车下乡以及以旧换新
2011 年 11 月底	家电下乡
2011 年底	家电以旧换新

数据来源：上海证券研究所

在整体放缓的同时，我们也看到了消费转型升级的信号。包括通讯器材及石油在内的高端消费增速在 2010 年年末开始超越食品类消费增速，并且增速差距在 2011 年逐步拉大。2011 年，针对物流领域流通成本过高的问题，中央逐步加强了对商品供应渠道及流通体系的调整，出台了国内贸易“十二五”规划，该规划牵涉到了包括土地、税收及法律等多个部门的协调配合，目标在于建立更为通畅的商品物流

体系。物流畅通，自然有利于对消费的平稳发展。

综合而言，我们认为，2012 年社会消费增长率将在 2011 年的基础上再放低 1.5 个百分点，至 16%。

表 11 我国消费和外贸值变动（亿元，%）

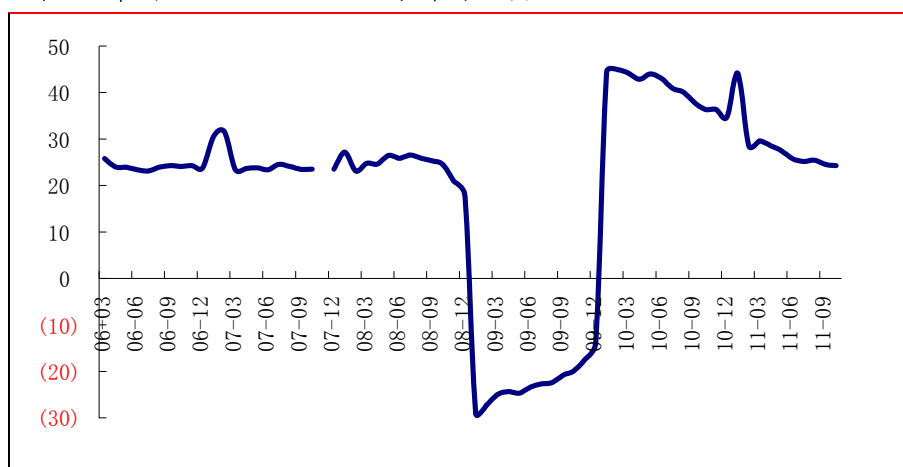
	消费		出口（美元）		进口（美元）		顺差（美元）	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
2009	136098.80	25.45	12019.48	-15.88	10057.57	-11.14	1960.61	-33.27
2010	15699.8	18.3	15777.53	31.30	13962.47	38.80	1815.07	-7.25
2011-10	147357.00	17	15497.60	22.00	14256.78	26.90	1240.28	-15.40
2011(f)	179042.10	17.5	19002.88	14.00	15734.83	25.00	1490.35	11.36
2012(f)	207688.84	16.0	21283.23	12.00	19983.14	27.00	1300.09	-33.21

数据来源：国家统计局，上海证券研究所

3.外贸企稳，进出口更趋平衡

外贸将延续企稳态势，继续高速发展。从 2011 年下半年起，我国的进出口水平结束快速下降局面，增速在接近危机前水平后开始企稳。我国经济的持续快速增长带来了对于进口商品的巨大需求，2011 年政府和业界对进口重视程度日见提高，进出口贸易均衡程度进一步提高。顺差进一步减少，但仍居高位。

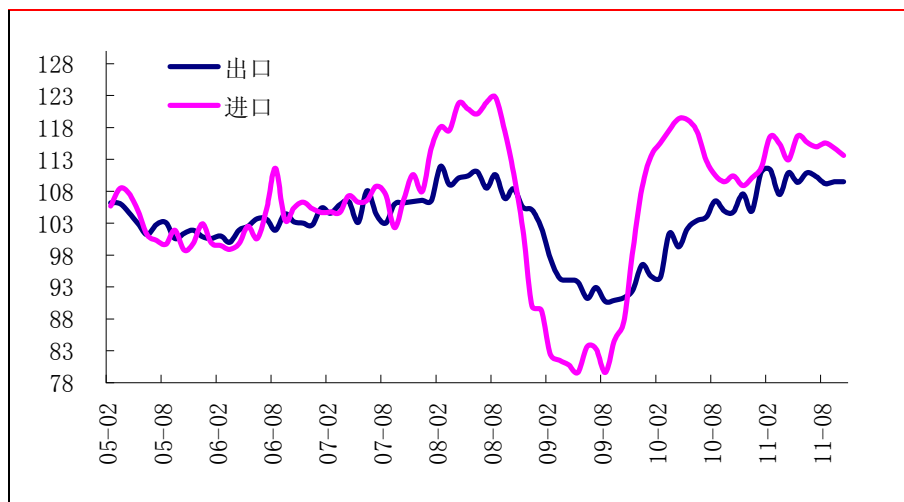
图 49 中国进出口金额变化（累计同比/月，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

贸易条件不利局面持续。2011 年国际大宗交易商品价格持续高位运行，同时全球制造业的闲置产能抑制了中国出口商品的价格水平，2011 年中国对外贸易的贸易条件，在经历了年初的短暂改善后，重又变差，并持续处于不利地位。2012 年，全球经济仍将运行在低增长轨道上，国际货币流动性宽松局面将延续，国际大宗交易商品价格泡沫受到大挤压的可能性不大，中国不利的贸易条件将持续，顶多略有改善。在西方债务危机冲击国际贸易融资的情况下，中国出口的“土豆效应”难以呈现，出口的增长也会受到较大影响。

图 50 中国贸易条件（进出口价格总指数，HS2）

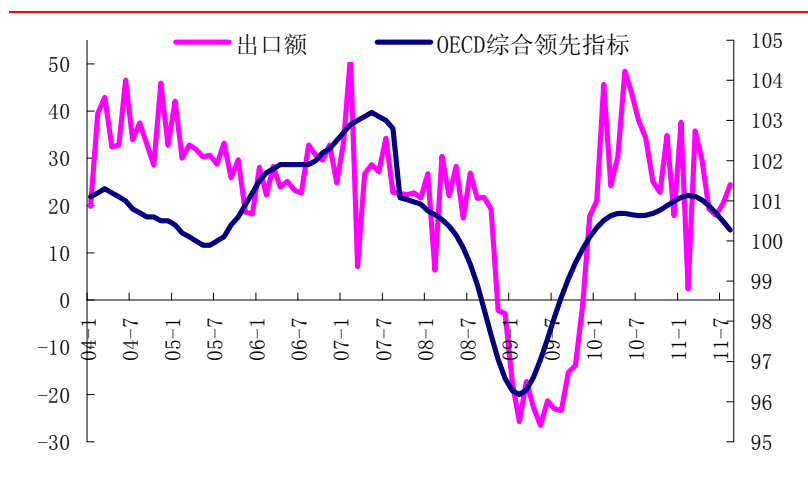


数据来源: Wind, 上海证券研究所

顺差将进一步减少。受累于欧美经济不振以及人民币升值等不利因素，2012 年我国全年出口增速可能下滑至 17% 左右。进出口总水平仍将延续高速增长局面；受贸易条件持续变差，以及内需增长、外需放缓的综合影响，2012 年顺差规模仍将下降。我们预计 2012 年，我国外贸顺差约为 1300-1400 亿美元左右。

海外需求增长乏力决定了我国出口走势。欧美经济走向将是影响出口增长的主要因素。从作为外贸“风向标”和“晴雨表”的广交会来看，成交额增速下滑以及订单短期化的趋势一方面反映了国际市场的谨慎预期，另一方面也反映出我国企业在劳动力成本上升、汇率和原材料价格波动以及融资困难的情况下，对长期订单也持谨慎态度。另外一项领先我国出口金额四个月的指标 OECD 综合领先指标也预示，未来中国出口将继续回落。

图 51 OECD 综合领先指标预示出口下滑（同比，%）

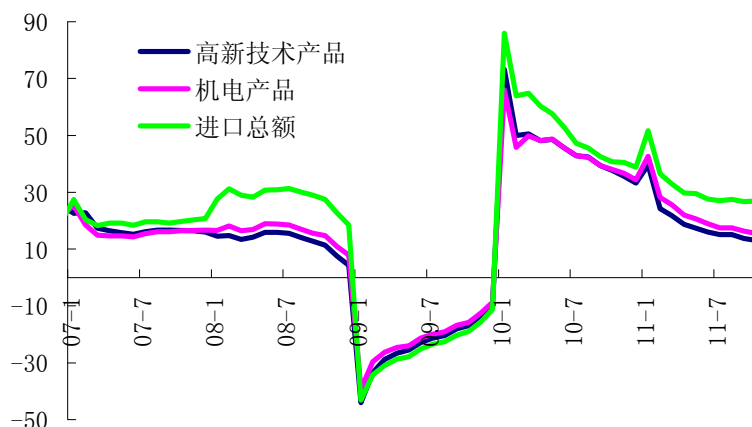


数据来源: Wind, 上海证券研究所

在进口方面，2011 年开展的进口扩大战略已经初显成效。但是在进

口商品结构上仍然存在改善的空间。商务部近期还特别强调了未来将通过扩大对包括通信设备、光电技术设备、高端电子元器件在内的高新技术及机电产品的进口以支持国内制造业转型升级,预计2012年,继续扩大进口战略也将集中在这些领域。

图 52 高新技术及机电产品进口增速还有提升空间 (同比 %)

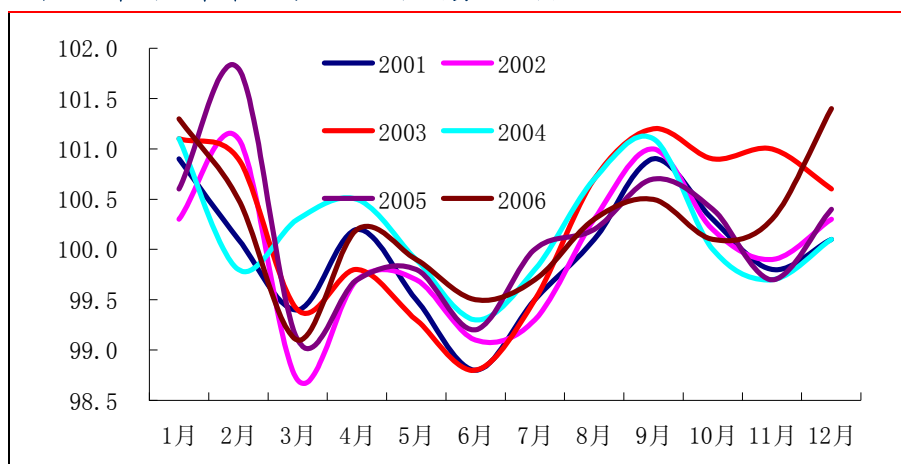


数据来源: Wind, 上海证券研究所

4.CPI: 通货紧缩压力重现

中国价格水平的变动具有明显的季节性规律。每年的秋季(国庆、中秋等传统节日多发生此段时期)和春节前是我国传统的消费旺季,也是一般价格水平的价格上涨时期。经验地看,一旦价格水平变动突破了以上正常的价格波动规律,我国通常就处在通货膨胀或通货紧缩时期。2007年和2011年通货膨胀,2008年的通货紧缩无不例外。

图 53 中国正常年份的 CPI 变动走势 (当月环比, %)

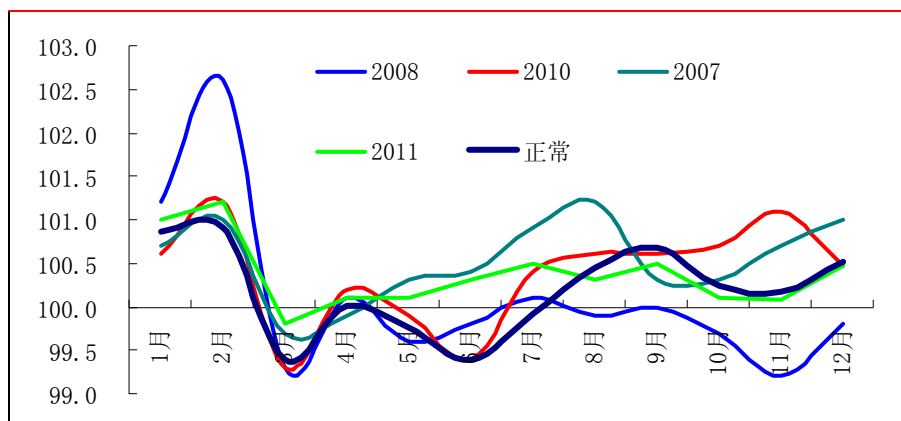


数据来源: Wind, 上海证券研究所

2007年,受猪肉供给冲击,我国的CPI环比走势显著位于正常值上方,导致了当年的高通胀局面。2008年,受金融危机导致的需求放缓影响,当年7月份后的环比走势显著位于正常值下方,导致了当年的通缩局面。2011年,CPI环比走势再次显著位于正常值上方,导致

了当前的高通胀局面。

图 54 中国非正常年份的 CPI 变动走势（当月环比，%）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

从最近 3 月的环比数据变动幅度看，价格上涨动力已显耗尽态势。进入新世纪以来，在正常年份 8 月、9 月和 10 月 CPI 环比值区间分别为 0.1-0.7、0.5-1.2 和 0-0.9、平均值分别为 0.4、0.9 和 0.3，我们看到上述月份的实际发生值为 0.3、0.5 和 0.1，说明通货膨胀已进入了实际上的受控阶段。受到经济景气度降低的影响，需求因预期悲观有所改变，价格上涨的动力开始减弱，价格上涨趋势开始改变，价格波动开始回归正常。如果当前的价格变动趋势延续，2012 年下半年通货紧缩的“幽灵”将重现。

表 12 2012 年 CPI 可能走势（同比，%）

月份	01 月	02 月	03 月	04 月	05 月	06 月	07 月	08 月	09 月	10 月	11 月	12 月
高点	4.5	4.2	4.0	4.1	3.8	2.8	2.1	2.4	2.9	3.4	3.6	3.8
中性	4.3	3.8	3.3	3.2	2.8	1.6	0.7	0.8	1.2	1.4	1.4	1.4
低点	4.2	3.6	3.0	2.8	2.3	1.0	0.0	0.0	0.3	0.4	0.3	0.2

数据来源: 上海证券研究所

但是，我们认为，通货紧缩风险很有可能被扼杀在萌芽状态：春节后农副产品受到某种冲击再次大幅上升，这将带来 CPI 环比走势再次位于正常值上方；政府加快启动了资源要素价格改革，水、电、煤及各种矿资源和公用事业收费客观上将迎来涨价良机，纷纷涨价。我们预计 2012 年年中，国家将抓住时机出台各种资源价格改革措施，以达到长期推进转型、短期防范通缩的双重目的。2012 年下半年将迎来价格绝对水平加快上涨，但 CPI 同比仍将维持适当水平的价格稳定“幻觉”，年度 CPI 同比为 3.6。

表 13 防通缩后 2012 年 CPI 预测（同比，%）

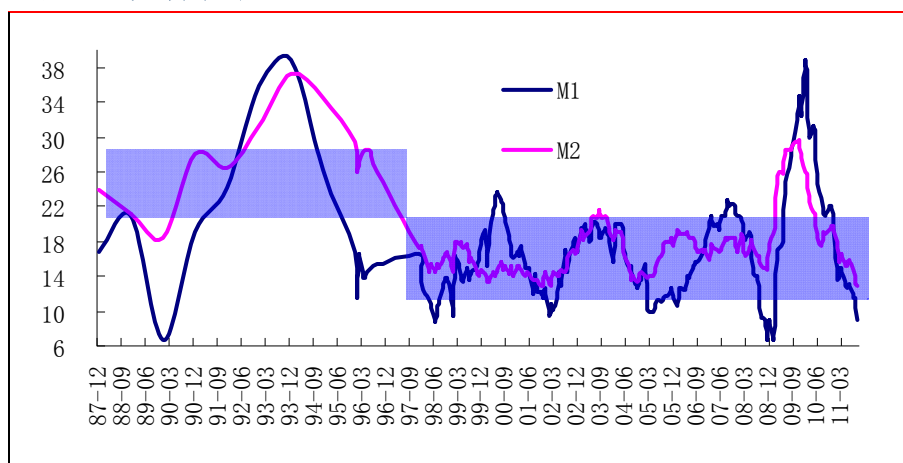
月份	01 月	02 月	03 月	04 月	05 月	06 月	07 月	08 月	09 月	10 月	11 月	12 月
中值	4.3	3.8	3.3	3.2	2.8	2.1	2.7	3.4	4.4	4.0	4.0	4.0

数据来源: 上海证券研究所

5.货币：回归常态增长

2012 年货币政策将稳健基调下回归中性。从历史增速变化上看，目前货币增速无论是 M2 还是 M1，都已到达了长期均衡区间的下方，甚至穿透了正常区间下限水平。但是，考虑到未来经济发展阶段的不同，经济结构的变化，以及当前货币政策的形势，我们认为未来货币增速仍有可能再下行！

图 55 我国货币增速的变动（同比）



数据来源：Wind，上海证券研究所

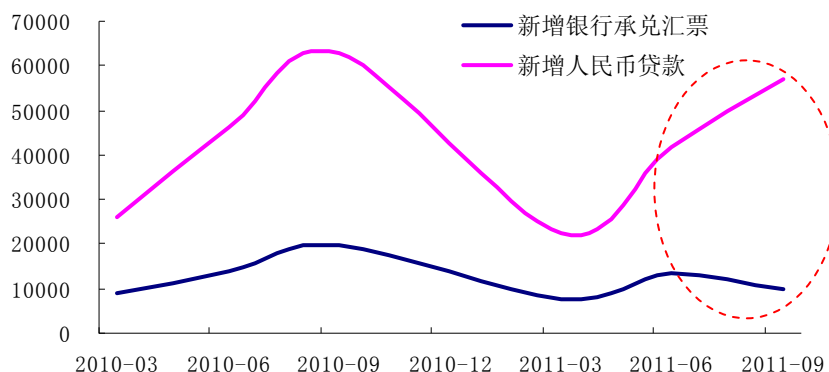
我们预计 2012 年货币增长 12%，新增信贷 7 万亿。虽然未来通货膨胀形势将得到缓解，但为防止资产泡沫再次反弹，货币政策也难以公然地大幅放松。在未来世界经济增长面临下滑甚至二次探底的情况下，中国经济增长也面临持续下降压力。在经济景气的下降格局下，为防止“滞胀”发生，货币政策的放松也会受到较多制约。尤其在中国经济存在较大结构问题和资产泡沫已累积到影响到社会情绪的情况下，即使未来通货膨胀走稳，未来货币政策也可能在推动经济结构调整的需求下，只能得到有限放松。中国的产业升级和结构调整过程，很有可能需要经历一个通货紧缩和货币紧缩同时并存的过程。

商业银行的信贷扩张行为受到资本标准、贷存比等诸多资产/负债比例指标的监管约束。经过货币监管局的持续上调准备金率、资本标准提高，以及实施更加严格的风险资产划分和覆盖标准，商业银行信贷扩张的空间被不断压缩。2011 年上半年，商业银行仍然能够通过表外业务来创造存款，以满足贷存比等监管比例的要求，进而保持相对信贷快速增长局面。2011 年下半年，伴随货币当局增强对商业银行表外业务的监管，迫使商业银行将部分表外业务转回表内，致使商业银行体系的表内信贷在放贷能力达到极限的情况下，仍屡创新高，新增信贷增长不断超市场预期增长。

2012 年，随着银行表外业务的清理完毕和影子银行体系的收缩，信贷连续高增长的势头将放缓。信贷增长放缓，意味着商业银行创造信

用货币速度的下降。2012 年新增信贷预计为 7 万亿，M1、M2 增速预计为 10%和 12%左右。

图 56 新增人民币贷款和新增银行承兑汇票（累计值，亿元）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

准备金率或有下调。2012 年，受以下 2 个因素影响，准备金有可能小幅下降：对外贸易和国际金融变化导致国际收支带来的外汇占款增速下降；导致 2011 年连续上调准备金的临时冲击因素——人民币跨境贸易结算，2012 年不再成为冲击因素。海外债务危机将成国际金融市场主要影响因素，流向发展中国家的国际资本流动规模将进一步下降，作为主要对冲外汇占款手段，准备金率或需要反向调整，即下降。2012 年外汇储备增速将下降，根据我国对外贸易和国际金融形势，我们预计 2012 储备资产将增加 3000-3500 亿美元，按 6.2 的汇率计算，将使货币当局被动投放基础货币上限为 21700 亿人民币；在货币增速 12%的目标假设下，2011 年的货币增量规模目标为 100500 亿元，按 3.9 的货币乘数计算，允许 25769 亿元的基础货币投放。因此，在央行不进行公开市场操作的情况下，2012 年已明显需要“反冲销”，需要下调 RRR1 次（0.5%）；如果货币增速目标超过 12%，那么 2012 年 RRR “反冲销”压力更大。

对于利率调整，我们认为，受抑制投资冲动、防范债务风险、推进转型等多重目的制约，2012 年将以稳定为主。

表 14 我国信贷、工业增加值和货币值的变动（亿元，%）

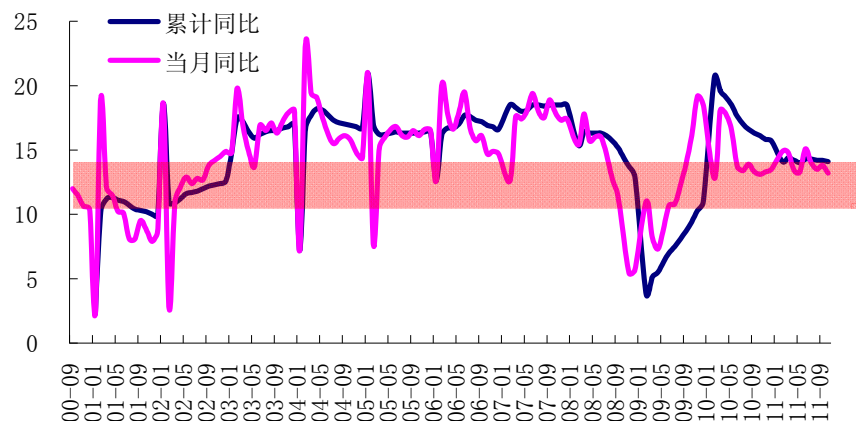
	工业增加值（累计）		货币（M2）		货币（M1）		信贷	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
2009	127103.95	11.00	606223.55	27.68	220004.47	32.35	399684.82	31.74
2010	160867.01	16.10	725851.79	19.72	266621.54	21.19	479195.55	19.90
2011-10	120300.66	14.10	816800.00	12.90	276600.00	8.40	535000.00	15.80
2011(f)	182905.79	13.70	842875.05	13.20	289908.37	10.00	554205.55	16.50
2012(f)	205769.01	12.50	935591.31	11.00	318899.21	10.00	634177.41	14.43

数据来源: Wind, 上海证券研究所

6.工业增加值：营收平稳，利润下降

工业增加值增速缓慢下降到 12.5%。在国民经济繁荣时期，我国工业增加值同比增速一般在 15%-18%之间，且比较稳定。2012 年，受宏观经济增速将再小幅放缓的影响，我国的工业生产运行格局将脱离 2003-2007 年间的繁荣区间，经验地看，将进入 10%-15%的运行区间。我们预计，2012 年工业增加值增速将继续小幅下降，均值为 12.5%。

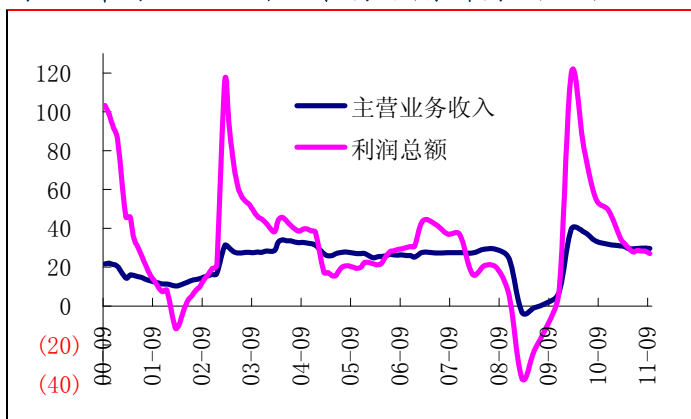
图 57 中国工业增加值增速走势（同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

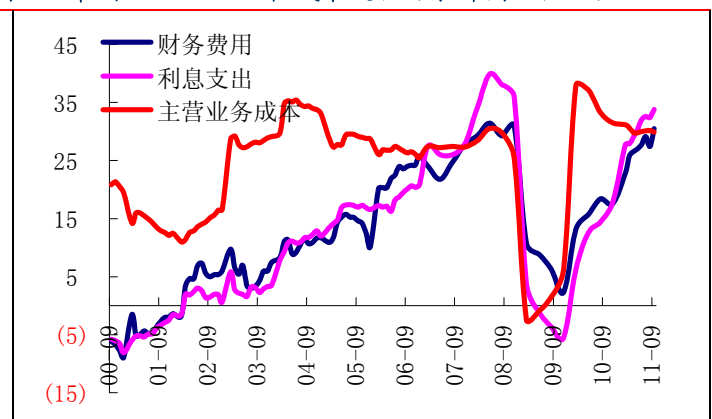
利润总额同比增速下降到 10%。虽然工业生产放缓，但经济内在活力仍很强劲，企业营收仍将延续目前的高速增长态势。除非宏观经济出现“硬着陆”，中国企业的主营业务收入将能保持目前的增长水平。由于总需求增速放缓，企业经营的竞争压力加大，业绩受到影响。2011 年物价上涨对企业经营成本的压力将逐渐显现。货币紧缩造成的企业财务费用和利息支出也将上升。在收入保持平稳和成本上升的综合影响下，2012 年中国工业企业的利润增速将延续目前下降态势，继续小幅下降，预计 2012 年利润总额同比增速将由目前的 25%下降到 20%。

图 58 中国工业企业收入和利润（累计同比，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

图 59 中国工业企业运营成本变化（累计同比，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

7.汇率：升值已到强弩之末

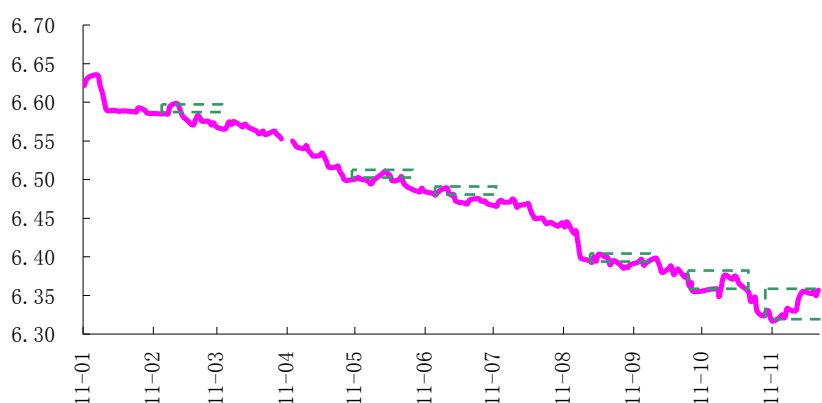
自 2010 年 6 月，中国人民银行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革以来，人民币重新脱离钉住美元的机制，汇率弹性显著增强。无论是对单一货币，还是有效汇率指数，2011 年下半年以来，主要国际货币受债务危机影响，出现了不同程度的贬值现象，人民币汇率呈现了单边升值趋势。

我们在 2011 年的宏观年报中曾指出：2011 年人民币对美元的升值，仍将延续小幅跳升的态势，全年升值幅度在 3%-5%之间，人民币对美元的汇率目标区间为 6.30-6.40。截止 2011 年 11 月最后 1 周，人民币对美元正收在 6.35，正符合我们预期。

从国际货币体系和国际经济格局重构的角度，人民币坚挺格局仍不会改变，但人民币升值趋势即使延续，也已是强弩之末！欧元由于政治上的复杂性，疲软走势将持续，国际货币体系中美元走强将直接减小人民币升值的压力。尤其在短期角度，2011 年的高通胀直接削弱了人民币升值的基础，2012 年中国的对外贸易将更趋平衡，加之国际资本流动变化，“双顺差”将有较大改善。我们预计 2012 年人民币将略升至 6.15-6.20。

市场反弹力量在积聚。从升值进程上看，自 2010 年下半年重启汇率形成机制改革以来，2011 年下半年人民币升值过程中的波动性显著上升，每次快速升值阶段结束后，市场反弹的力量呈现了逐步增加趋势，阶段性贬值幅度增加。

图 60 人民币兑美元中间价（日，直接标价）

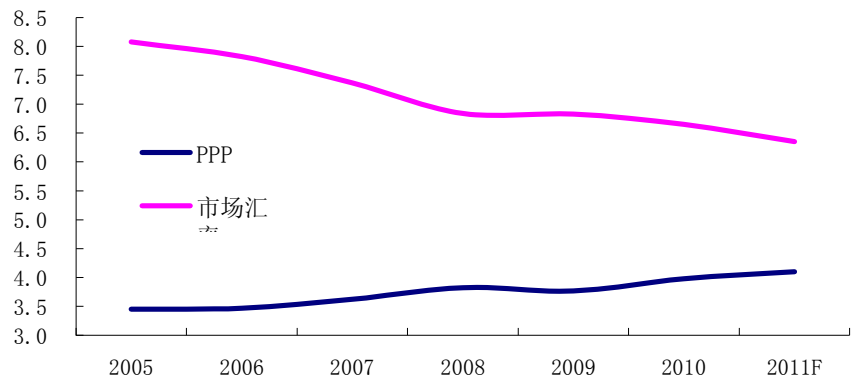


数据来源：Wind，上海证券研究所

按 PPP 法衡量的均衡汇率和市场汇率已处于合理范围内。从国际经验看，PPP 衡量的均衡汇率和市场汇率间的差距，发达国家间通常是 50%；发达和发展中国家间通常为 100%。显然，这一差距是不可贸易品在不同经济发展水平国家间差异所致。按照世界银行基于国际购买力平价衡量的中国 GDP 值推算，2010 年人民币的 PPP 为 3.98，市

场汇率和 PPP 已基本接近正常水平。

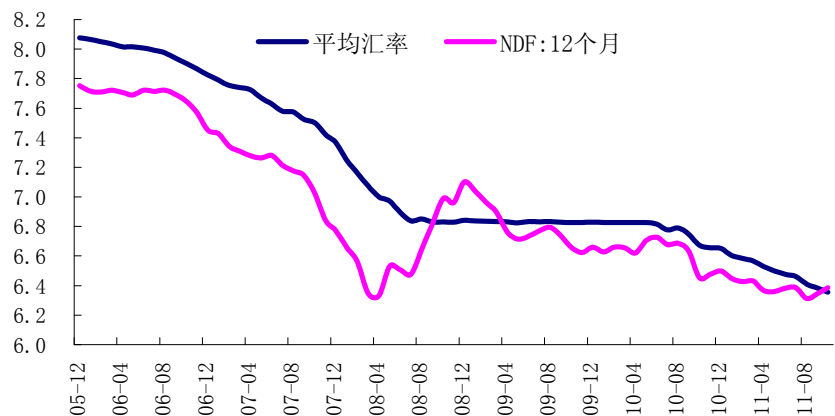
图 61 人民币兑美元的市场汇率和 PPP



数据来源: Wind, 上海证券研究所

市场升值预期开始企稳。受海外债务危机的影响,国际资本回流现象增多;另一方面,受前2年国际资本投资热情持续高涨的影响,2011年下半年起,国际资本开始认为新兴市场估值过度。国际资本在以上因素的双重影响下,对中国市场在内的投资热情有所下降,对人民币的需求减少。在海外无本金交割远期人民币汇率市场(NDF)上,12月期的NDF已企稳并高于当前实际汇率。

图 62 人民币兑美元的预期和真实汇率走势(月)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

因此,我们认为人民币在2012年的升值幅度将明显小于2011年,预计全年升值幅度将在3%左右,目标区间在6.15-6.20。

8. 经济增速温和回落

从国内外各大经济金融机构对2012年中国经济增速预测结果来看,市场普遍预计2012年中国经济增长速度较2011年将出现温和回落。从各家机构的预测逻辑来看,欧美经济混沌导致的出口不景气以及持续的货币紧缩成为了各家机构担心的重点。

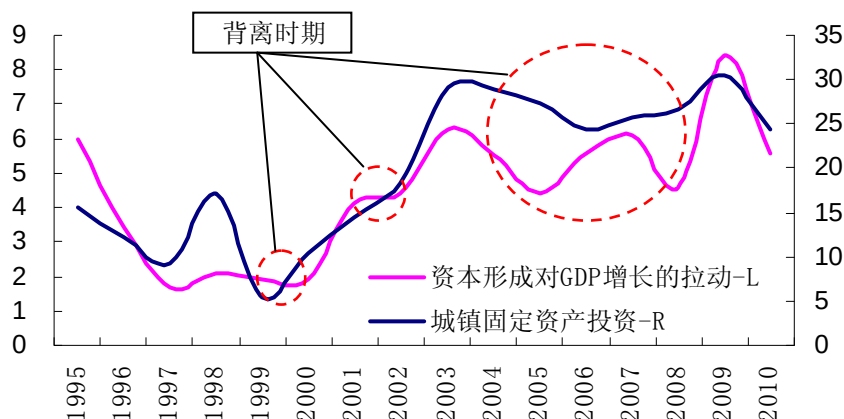
表 15 中国经济增速预测 (%)

预测时间	预测机构	2011 年	2012 年	逻辑
2011 年 4 月	世界银行	9.3	8.7	企业投资稳固增加，劳动力市场稳健
2011 年 5 月	野村	9.4	9.2	货币政策持续紧缩
2011 年 6 月	UBS	8.7	8.5	通胀持续导致货币持续紧缩
2011 年 8 月	高盛	9.3	9.2	出口增速放缓，消费和投资需求小幅上升
2011 年 9 月	亚行	9.3	9.1	外部需求的不确定性
2011 年 9 月	IMF	9.5	9.0	投资依然强劲
2011 年 9 月	巴克莱	9.1	8.4	全球经济不会出现衰退
2011 年 10 月	瑞银	9.0	8.3	发达国家经济增长前景不佳
2011 年 10 月	中国社科院	9.4	9.2	只要形势不恶化，经济运行将趋稳
2011 年 10 月	摩根大通	8.9	8.5	出口拖累经济，内部增长动力依然强劲
2011 年 10 月	OECD	9.3	8.6	国内紧缩货币政策制约
2011 年 11 月	发改委宏观院	9.4	9.0	投资和消费平稳，净出口贡献继续为负

数据来源：上海证券研究所

中国 GDP 增速连续 5 季度在 9.1%-9.8% 的狭窄区间运行，增强了人们对未来经济平稳运行的信心。在持续推进经济转型的努力下，2012 年投资增长将更加倚重制造业投资，这意味着相同投资增速下，固定资本形成率上升，即相同投资增速对 GDP 贡献上升。我们看到，过去几年投资增长和固定资本形成对经济增长拉动间的常见背离关系。

图 63 城镇固定资产投资和固定资本形成 (年, %)



数据来源：Wind，上海证券研究所

中国经济能率先在全球经济走出危机，体现了中国迅速动员资源的能力。凭借权贵资本主义下的特权体系，依靠“大资本、大项目、大企业”的运作模式，中国内需迅速增长，迅速扭转了总需求下降的局面。然而在海外经济复苏持续缓慢、中国内部资产价格和通货膨胀上升的情况下，中国经济的短期后续增长动力发生了困难。基础设施建设和房地产投资等投资需求的释放不具有持续性，寻找新的投资领域就成了中国经济短期增长动力持续的焦点所在。

我们认为，紧缩货币政策的主动调控及出口不景气是中国经济在 2011

年前三季度出现明显回落的主要原因。从投资、消费及进出口这三驾马车来看，2012 年将形成固定资产投资基本持平、消费温和放缓、出口小幅下降的格局。2012 年中国经济增长将有小幅下降，预计全年经济增长率为 8.8%。

表 16 2012 年经济增速预测 (%)

年度/季度	GDP 增长 (单季)	GDP 增长 (累计)
2011/一	9.7	9.7
2011/二	9.5	9.6
2011/三	9.1	9.4
2011/四	8.5	9.2
2012/一	8.0	8.0
2012/二	8.5	8.3
2012/三	9.0	8.5
2012/四	9.5	8.8
2012	8.8	

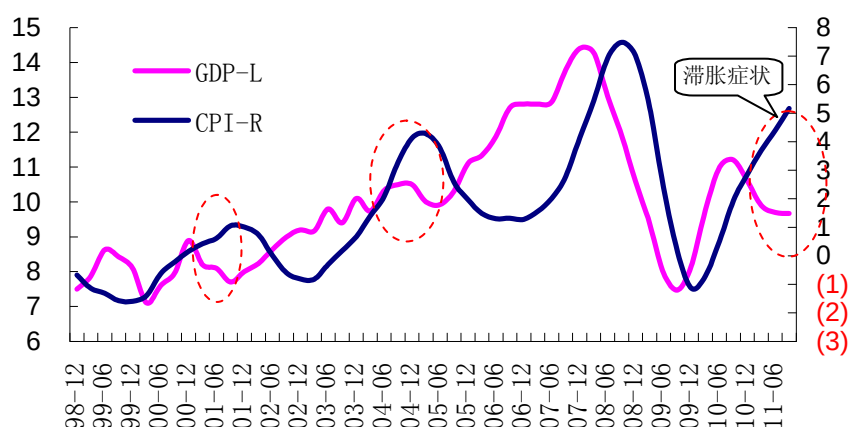
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

五、2012 年 A 股市场：寻找定价权

1. 等待经济拐点出现

2012 年的经济运行仍将延续 2011 年的平稳回落趋势。从 GDP 增速和 CPI 变动的走势组合看，中国经济目前仍然处在“滞胀”阶段。当通货膨胀拐点刚出现时，货币政策只能有限放松；同时经济增长前景仍然存疑，因而资本市场上上升趋势仍然难以确立。在经济转型和货币去化的要求下，货币紧缩是我国的一项长期性任务；加上我国房地产价格为代表的资产泡沫仍然远未挤出，即使我国 2012 年通货膨胀得到有效控制，货币政策的方向性扭转发生可能性不大。只有经济增长的周期性拐点到来，股市的长期上涨趋势才会到来。

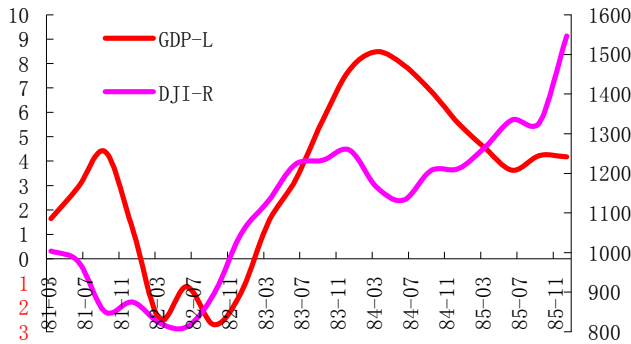
图 64 中国的经济-物价组合走势 (同比/%，简单移动平均 n=3)



数据来源：Wind，上海证券研究所

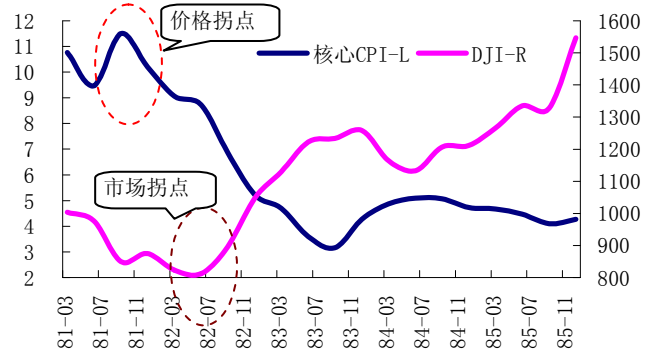
我们早在7月份就指出，在“滞胀”时期，经济拐点比价格拐点更能决定市场走势。我们通过研究西方“大滞胀”时期的股市和经济表现，观察美国宏观经济的表现和股市启动点后发现：通胀在长期均衡水平上方时，价格拐点并没有带来市场的反转；只有在经济繁荣前景确立后，市场才迎来长期的上涨。

图 65 “大滞胀”后的美国股市和经济表现



数据来源：Wind、上海证券研究所

图 66 “大滞胀”后的美国股市和价格表现



数据来源：Wind、上海证券研究所

2.只有“定价权”才能尽享转型收益

2.1 价格压力消除时，资源价改推进期

重点领域和关键环节的改革，是当前我国实现“保增长”目标和转变经济发展模式的着力点。其中推进资源性产品价格改革，将是下一阶段我国重点领域和关键环节改革的重要内容之一。为加快经济结构调整和产业升级，国家已明确要在以下领域进一步深化价格体制改革：资金（利率市场化）、电力、煤炭和水务等。但鉴于要素价格改革牵涉各方利益调整，特别是顾虑到放开价格管制后价格反弹对通胀和企业经营的影响，我国要素价格改革一向进展缓慢。

“十二五”规划中确定的资源性价格改革目标是：建立健全能够灵活反映市场供求关系、资源稀缺程度和环境损害成本的资源性产品价格形成机制，促进结构调整、资源节约和环境保护。由于我国以前的定价中不包含环境成本，因此，未来资源性价格改革结果，必然是单边的价格上涨。这就决定了我国资源价格改革的时机选择——在通货紧缩时机实施资源价格改革，可以达到长期目标和短期目标的结合。2008 年底，在金融危机第二冲击波影响下，国内价格通货紧缩压力显现，新成品油定价机制适时推出。2011 年底，价格回落趋势确立；如没有新冲击因素，2012 年通货紧缩压力将重现，电价调整将被首先提上目标。

2012 年的价格压力有可能由通货膨胀转向通货紧缩，如价格压力发生逆转，则为我国加快推进各项资源要素价格改革提供了良机，我国

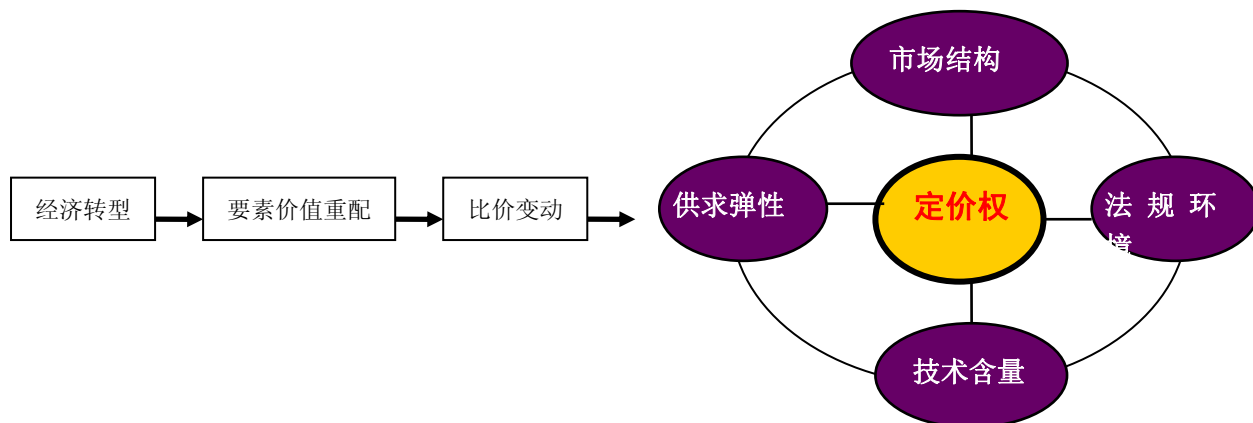
资源性产品等要素的价格形成机制改革进程，都将得到加速。

2.2 比价变动影响价值分配

2012 年，中国宏观经济运行的重心仍然是经济转型。经济转型要求重新排序各种要素在生产中的重要性，价值将在各种经济要素中重新分配。不仅劳动力的价格，各类资源和能源价格要重新确定比价关系，先前没参与到要素分配中的环境和社会要素（以各种税赋形式）也参与到了价值的分配当中。各种要素体系对价值的重新分配，体现在价格体系的变动上。由于价格的刚性作用，价格体系的变动只能体现在比价关系上。

经济转型对比价变动提出了要求，定价权成了各行各业获取转型收益的必要条件。影响定价权的直接因素通常是供求弹性和市场结构，间接因素通常有技术因素和法律环境等。

图 67 经济转型下的定价权之争



分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。