

## 经济增速 2 季度见底，政策松动在 1 季度

### —2012 年度宏观经济展望

#### 报告要点：

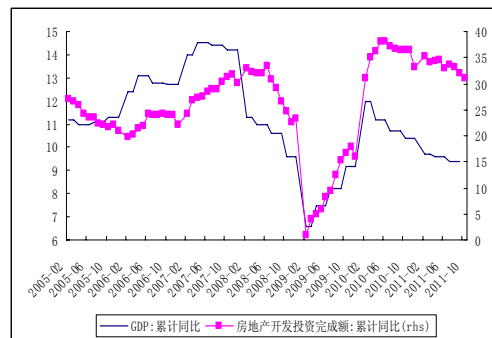
1、预期 2011 第四季度 GDP 同比增速将会小于 9%。明年上半年 GDP 增速将会继续探底，不排除触及“8”这个敏感的政策底。硬着陆的风险不大，此轮经济回落显示了紧缩政策的累积效应正在逐步释放。央行的 4 季度例会也声明：当前我国经济金融运行正向宏观调控的预期方向发展。

2、随着需求的回落，产出压力减弱，带来 PPI 及 CPI 的回落，而 CPI 本身的一些构成部分价格（如猪肉）也出现了趋势性的回落。再者外围方面包括购进价格指数，以及 CRB 指数也都出现了趋势性的下降。2012 年全年 CPI 将会出现“V”型，全年在 3.5-4.5%的水平。

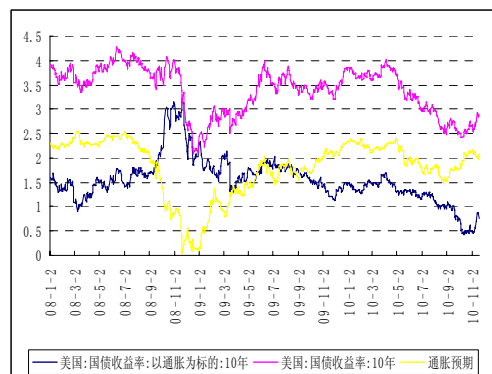
3、2012 年第二季度经济将会是阶段性的一个低点，作为“反周期”政策应该具有前瞻性，第一季度货币政策放松是大概率事件。货币政策，目前只是微调，体现在 OMO 市场，作为实质性拐点的风向标将会是 RRR 的下调，但是降息可能性很小。

2011 年 12 月 6 日

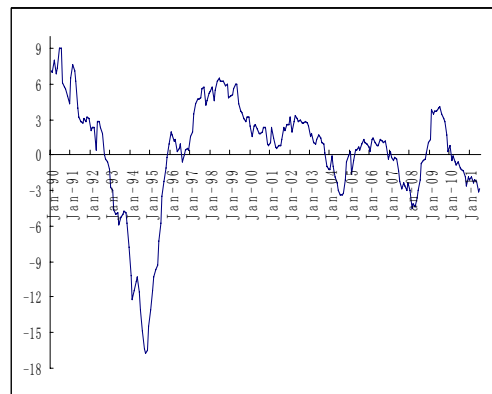
#### 房地产投资与 GDP 累计同比 (%)



#### 美国 10 年期国债、tips 利率以及通胀预期



#### 实际利率走势 (%)



#### 联系方式

研究员：李明忠  
SAC 职业证书：S0020511030013  
电话：021-51097188-1835  
电邮：limingzhong@gyzq.com.cn  
联系人：程维  
电话：0551-2207936  
电邮：chengwei@ygqzq.com.cn

## 目 录

|        |                                |    |
|--------|--------------------------------|----|
| 第 1 部分 | GDP 第二季度见底，中枢下移.....           | 4  |
| 1.1    | 投资对经济的贡献率逐步回落 .....            | 6  |
| 1.2    | 消费触底企稳.....                    | 10 |
| 1.3    | 净出口对经济贡献率将会回落 .....            | 11 |
| 第 2 部分 | CPI：年内 V 型反转 .....             | 14 |
| 第 3 部分 | 货币政策预期：第一季度下调 RRR，降息可能性微小..... | 17 |

## 图表目录

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图表 1: 2009 年以来三驾马车对 GDP 增长的贡献率和拉动作用 (单位: %) | 4  |
| 图表 2: PMI 季度环比与 GDP 环比 (SA) (%)             | 4  |
| 图表 3: PMI 月度环比变化的历史比较 (%)                   | 5  |
| 图表 4: 内需 (%)                                | 5  |
| 图表 5: PMI: 产成品库存 (%)                        | 5  |
| 图表 6: PMI 指数原材料库存 (%)                       | 6  |
| 图表 7: 人民币贷款余额及同比增速                          | 6  |
| 图表 8: 人民币当月新增贷款主要组成占比 (单位: %)               | 7  |
| 图表 9: 贷款增速与固定资产投资增速对比 (%)                   | 7  |
| 图表 10: 房地产投资与 GDP 累计同比 (%)                  | 8  |
| 图表 11: 制造业投资与 GDP 关系 (%)                    | 8  |
| 图表 12: 基础设施投资与 GDP 关系 (%)                   | 8  |
| 图表 13: 房屋新开工面积 (%)                          | 9  |
| 图表 14: 房地产投资增速与销售面积增速 (%)                   | 9  |
| 图表 15: 按揭贷款与居民户中长期贷款增速 (%)                  | 10 |
| 图表 16: 居民人均收入实际累计同比 (%)                     | 11 |
| 图表 17: 实际消费同比增速 (%)                         | 11 |
| 图表 18: 新出口订单指数与出口同比增速 (%)                   | 12 |
| 图表 19: 美国 GDP 环比折年率 (%)                     | 12 |
| 图表 20: 中国出口增速与美国经济增速                        | 13 |
| 图表 21: 欧元区经济增速与我国出口增速 (%)                   | 13 |
| 图表 22: 固定资产投资来源于国内贷款部分与新增中长期贷款 (亿元)         | 14 |
| 图表 23: 美国 10 年期国债、tips 利率以及通胀预期 (%)         | 14 |
| 图表 24: 工业增加值同比增速与 PPI 同比增速 (%)              | 15 |
| 图表 25: CPI 与 PPI                            | 15 |
| 图表 26: 生猪价格 (元/斤) 与猪粮比                      | 16 |
| 图表 27: 生猪存栏量以及能繁殖母猪数量 (万头)                  | 16 |
| 图表 28: M1-M2 与 CPI 同比 (%)                   | 16 |
| 图表 29: CRB 指数                               | 17 |
| 图表 30: 购进价格指数与 PPI 环比 (%)                   | 17 |
| 图表 31: 实际利率走势 (%)                           | 18 |

## 第 1 部分 GDP 第二季度见底，中枢下移

衡量经济总体运行状况，还得看 GDP，相对于其他指标来看，GDP 是一个充分统计量。2010 年第一季度 11.9% 是这轮经济触底反弹之后的一个高点，此后逐步回落。通过拆分三驾马车对经济增长贡献率，我们可以清晰第看出消费对经济的贡献率又一次的下降，近两个季度回落到 48 右，投资的贡献率保持在 53 的水平，净出口对经济的贡献率则由 1 季度的 -4.4%，回升到前三季度的 -1.3%。

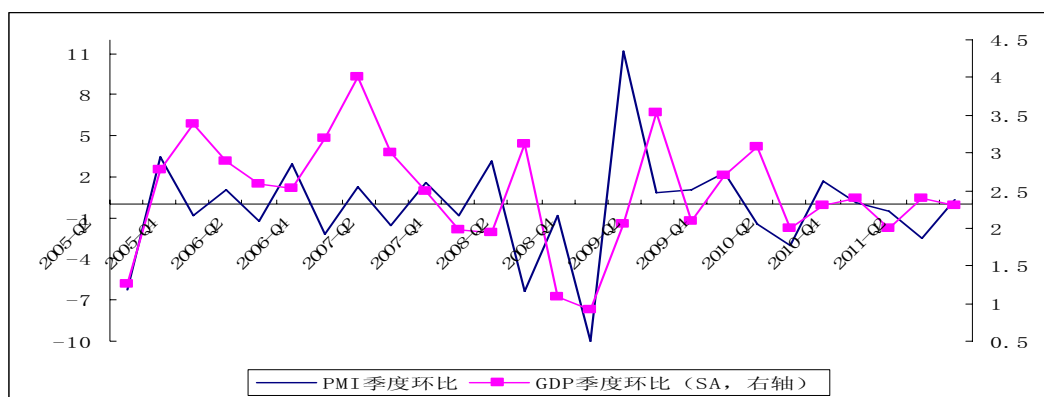
图表 1：2009 年以来三驾马车对 GDP 增长的贡献率和拉动作用（单位：%）

|         | GDP 累计<br>同比 | 对 GDP 的贡献率 |        |       | 对 GDP 增长的拉动作用 |        |      |
|---------|--------------|------------|--------|-------|---------------|--------|------|
|         |              | 消费         | 资本形成总额 | 净出口   | 消费            | 资本形成总额 | 净出口  |
| 2009-1Q | 6.60         | 70.0       | 33.0   | -3.0  | 4.5           | 2.0    | -0.2 |
| 2009-2Q | 7.50         | 53.4       | 87.9   | -41.0 | 4.1           | 6.2    | -2.9 |
| 2009-3Q | 8.20         | 51.8       | 94.9   | -46.7 | 4.0           | 7.3    | -3.6 |
| 2009    | 9.20         | 52.5       | 92.3   | -44.8 | 4.6           | 8.0    | -3.9 |
| 2010-1Q | 12.00        | 52.0       | 57.9   | -9.9  | 6.2           | 6.9    | -1.2 |
| 2010-2Q | 11.20        | 35.1       | 59.1   | 5.8   | 3.9           | 6.6    | 0.6  |
| 2010-3Q | 10.70        | 34.4       | 58.8   | 6.8   | 3.7           | 6.2    | 0.7  |
| 2010    | 10.40        | 37.3       | 54.8   | 7.9   | 3.9           | 5.6    | 0.8  |
| 2011-1Q | 9.70         | 60.3       | 44.1   | -4.4  | 5.9           | 4.3    | -0.5 |
| 2011-2Q | 9.60         | 47.5       | 53.2   | -0.7  | 4.6           | 5.1    | -0.1 |
| 2011-3Q | 9.40         | 47.9       | 53.4   | -1.3  | 4.5           | 5.0    | -0.1 |

展望 2012，GDP 增速回落是大概率事件，消费对经济的拉动将会企稳，投资由于房地产政策不见松动，会有所回落，而外需则具有不确定性。

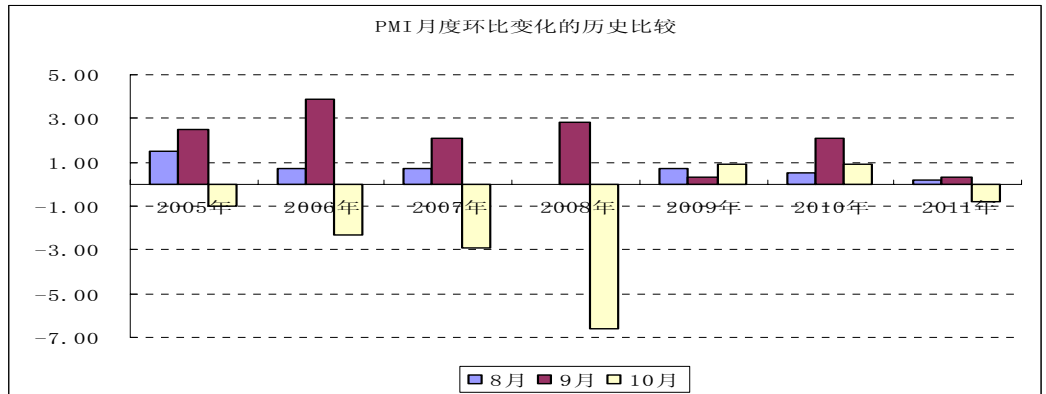
PMI 季度环比与 GDP 季度环比有着较高的相关性，领先一个月左右的时间（图表 2）。9 月份 PMI 指数 51.2%，虽然比 8 月份回升 0.3 个百分点，但是大大低于季节性 2.3 个百分点（图表 3）。10 月份 PMI 进一步回落 50.4%。主要体现在新出口订单和购进价格指数有了较大幅度的回落。

图表 2：PMI 季度环比与 GDP 环比（SA）（%）



资料来源：WIND、国元证券研究中心

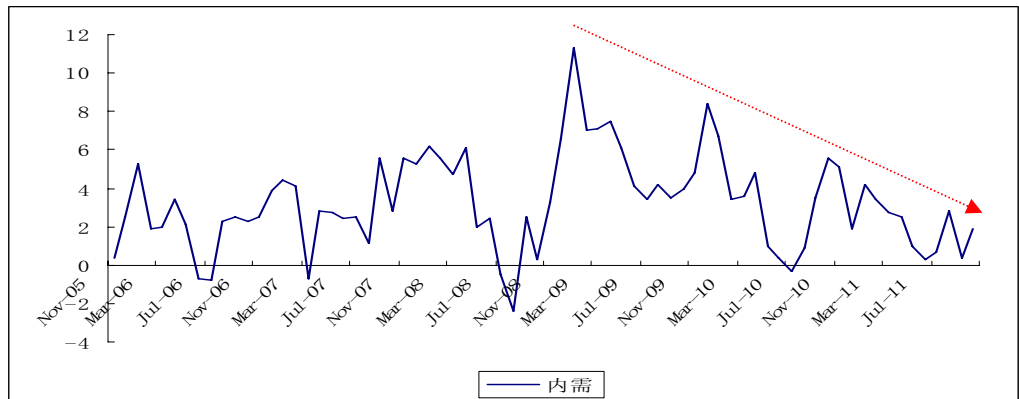
图表 3：PMI 月度环比变化的历史比较 (%)



资料来源：WIND、国元证券研究中心

需求下降是全面的，内需和外需都出现了一定幅度的回落。我们用 PMI 指数中新订单指数减去新出口订单指数来表示内需，则明显看出了下降的趋势（图表 4）。

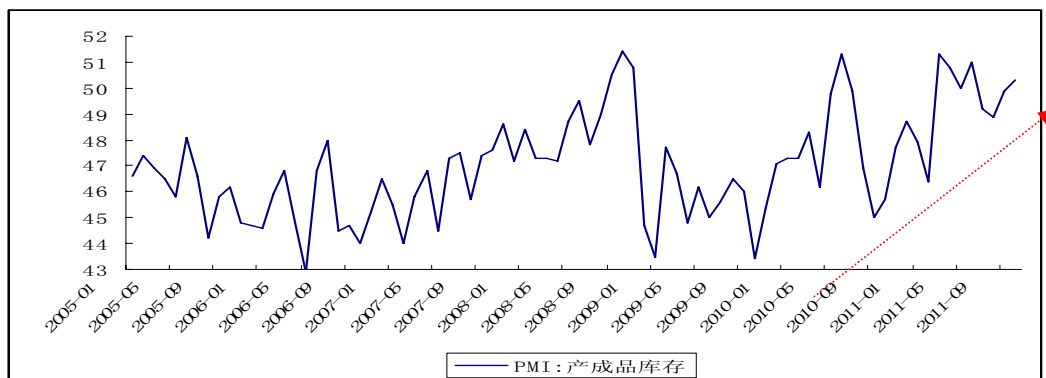
图表 4：内需 (%)



资料来源：WIND、国元证券研究中心

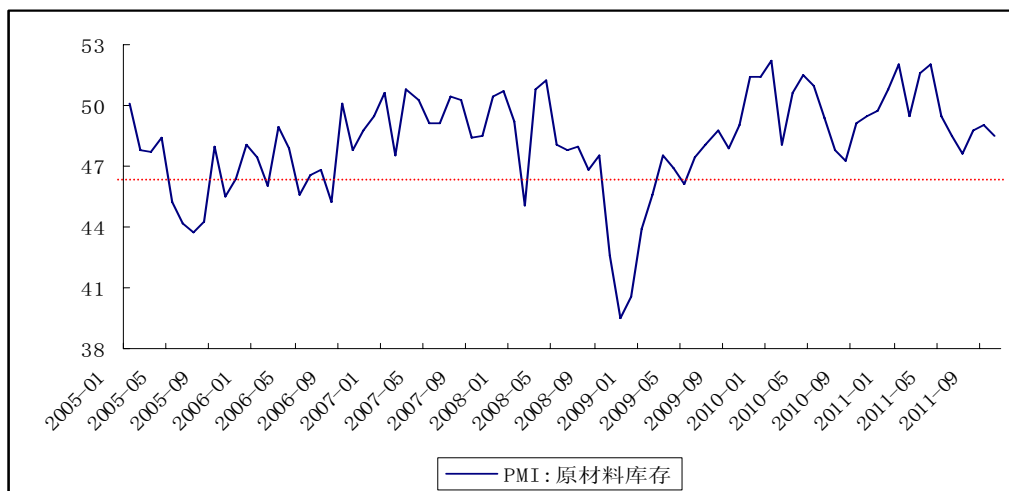
欧美经济乏力，外需下降带来了出口增速的放缓，10 月份出口增速 15.9%，比 9 月份回落 1.2 个百分点，新出口订单回落的速度更快。从两大库存指数来看，也显示了经济增长的疲态。产成品库存处于高位，体现了终端产品销售不畅。原材料库存高于平均水平，则说明企业未来补库存的意愿不强。而一轮经济的上涨总是伴随着一轮补库存。

图表 5：PMI：产成品库存 (%)



资料来源：WIND、国元证券研究中心

图表 6: PMI 指数原材料库存 (%)

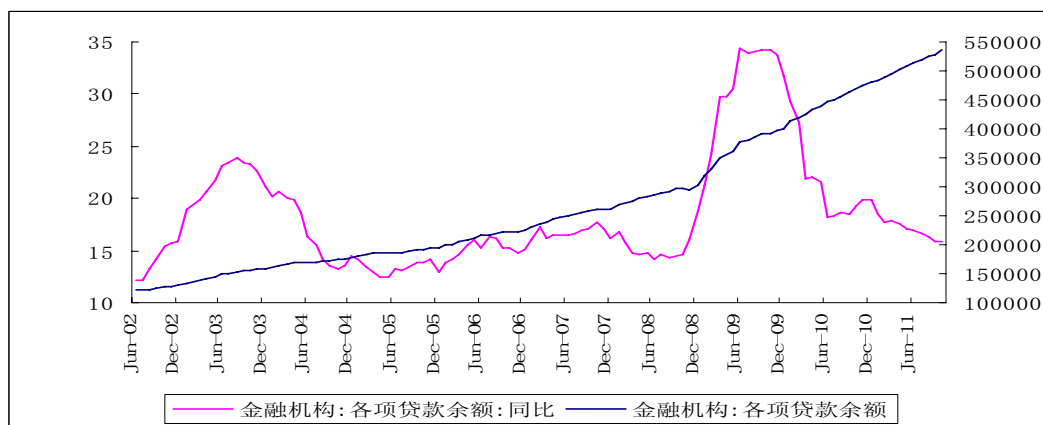


资料来源: WIND、国元证券研究中心

### 1.1 投资对经济的贡献率逐步回落

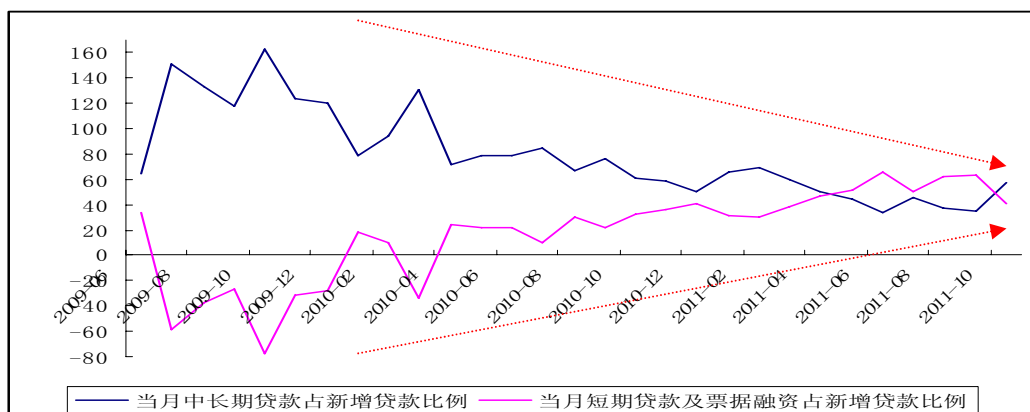
从资金面来看, 2011 年以来, 投资对 GDP 的贡献率基本上维持在 53%左右。2011 年贷款增速出现了下降, 特别是中长期贷款增速出现了回落, 并得到趋势线的确认 (图 7、8)。而且, 在每个月新增贷款中, 中长期贷款的占比也出现了明显的下降趋势, 相应的, 短期贷款和票据融资所占比例则出现了趋势性的上升。

图表 7: 人民币贷款余额及同比增速



资料来源: WIND、国元证券研究中心

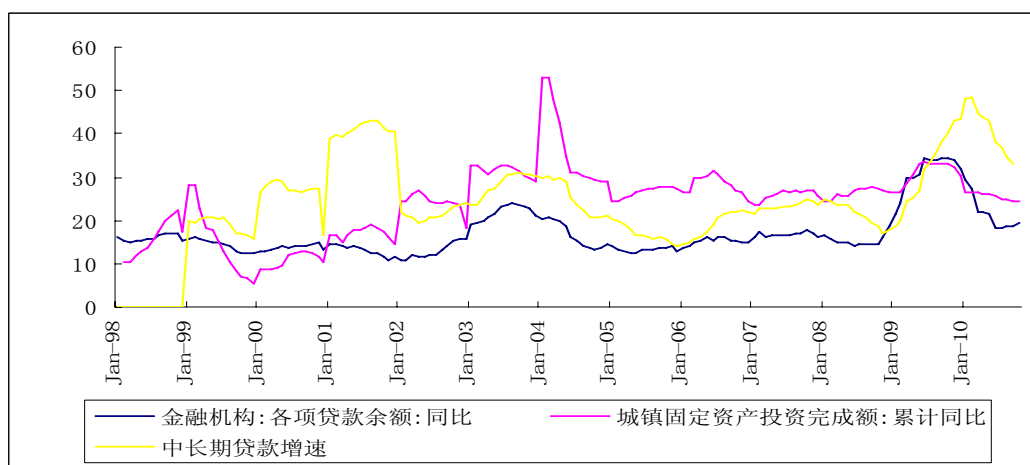
图表 8：人民币当月新增贷款主要组成占比（单位：%）



资料来源：WIND、国元证券研究中心

贷款增速，特别是中长期贷款增速与固定资产投资增速保持了高度的一致（图 9）。1993 年、2003 年和 2009 年，这二者的关系表现的更为明显。由此我们认为在 2011 年，资金面将会制约投资的高速增长，投资对 GDP 的贡献率会逐渐回落。

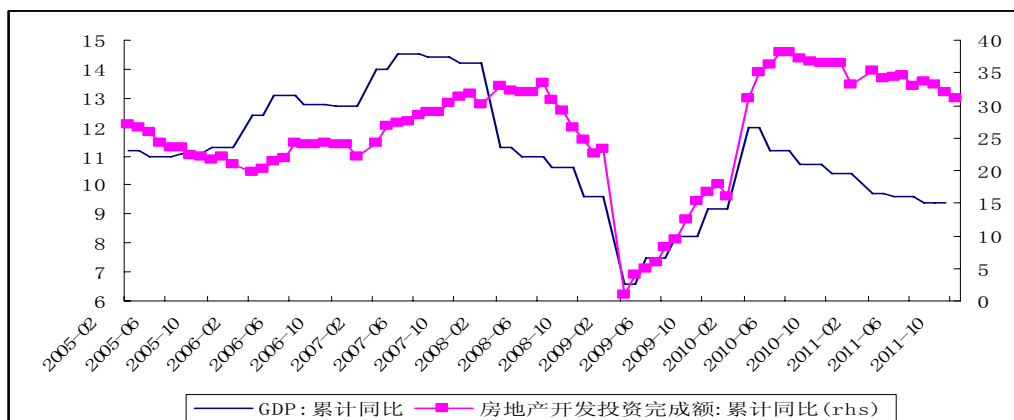
图表 9：贷款增速与固定资产投资增速对比（%）



资料来源：WIND、国元证券研究中心

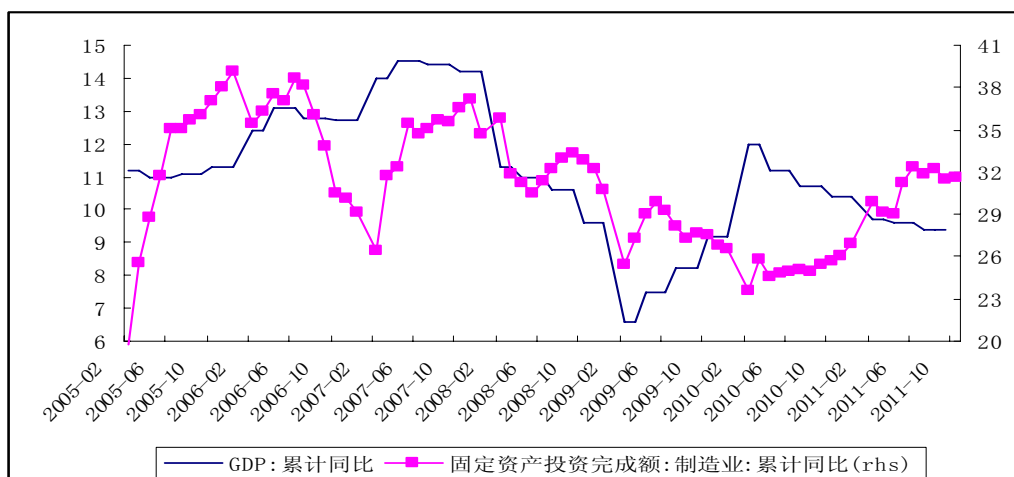
投资主要包括房地产投资、制造业投资和基础设施投资三大块，通过图表 10-12，可以看出房地产投资与 GDP 增速保持了较好的一致性，而制造业投资、基础设施投资则与 GDP 关系甚至出现了反向特征，特别是 2009 年以来，很好的体现了“反周期”政策的施行。房地产投资之所以与 GDP 增速保持了很好的一致性，主要是因为其不仅是投资品，同时还具有消费品的特性。

图表 10：房地产投资与 GDP 累计同比 (%)



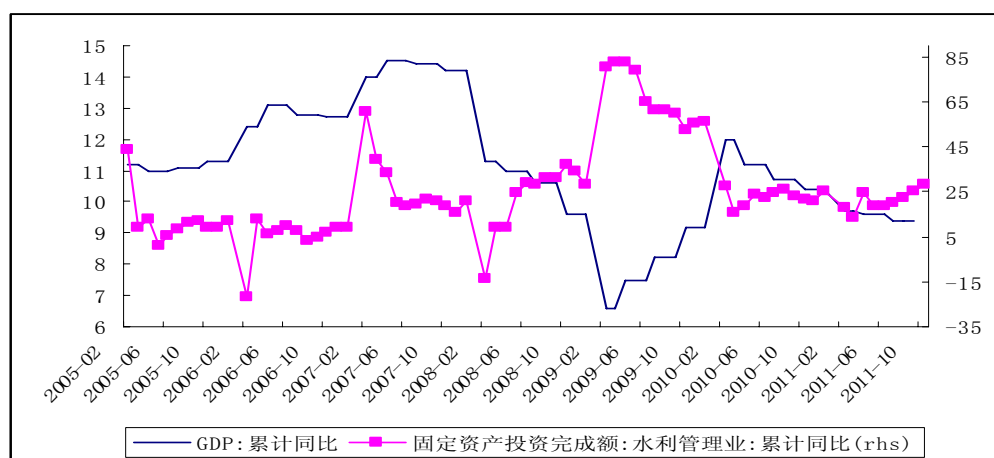
资料来源：WIND、国元证券研究中心

图表 11：制造业投资与 GDP 关系 (%)



资料来源：WIND、国元证券研究中心

图表 12：基础设施投资与 GDP 关系 (%)



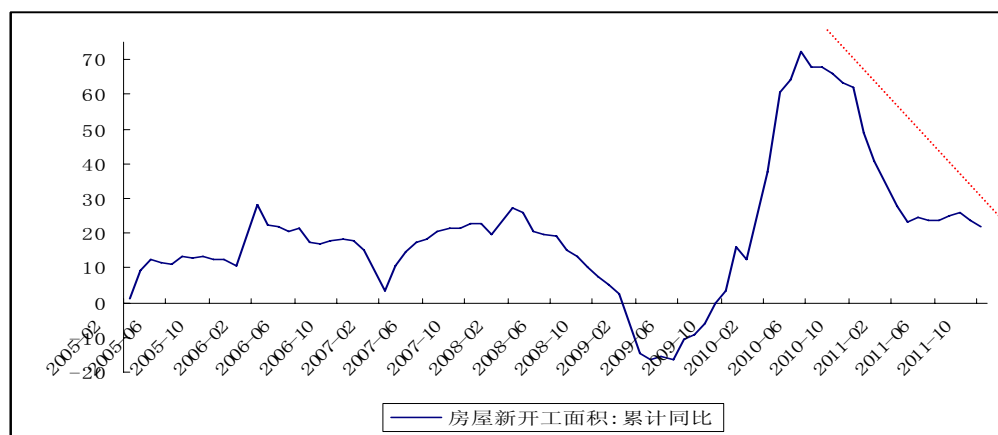
资料来源：WIND、国元证券研究中心

那么，决定2012年投资增速的主要因素就是房地产投资。

2012年，至少是上半年，房地产政策将会继续从紧、从严。高层：温总理在国内外不同场合也一致表达了调整房地产市场的决心，近期14个城市开始上调首套房贷款利率，银监会相关领导表示银行业可承受房价下跌40%，国务院常务会议在强调坚持房地产调控的同时，提出了增加商品房用地供给。增加商品房用地可以降低地价，从而降低商品房开发建设的成本，降低商品房的价格。所以我们认为房地产市场至少在明年上半年看不到松动的可能性。基层：当前一线城市房价已基本停止上涨，但二三线城市房价仍在上涨，一旦调控松动，房价反弹可能性很大。我国房地产市场调控和保障性住房建设处于关键时期，需要进一步巩固调控成果，房地产调控基调没有改变。

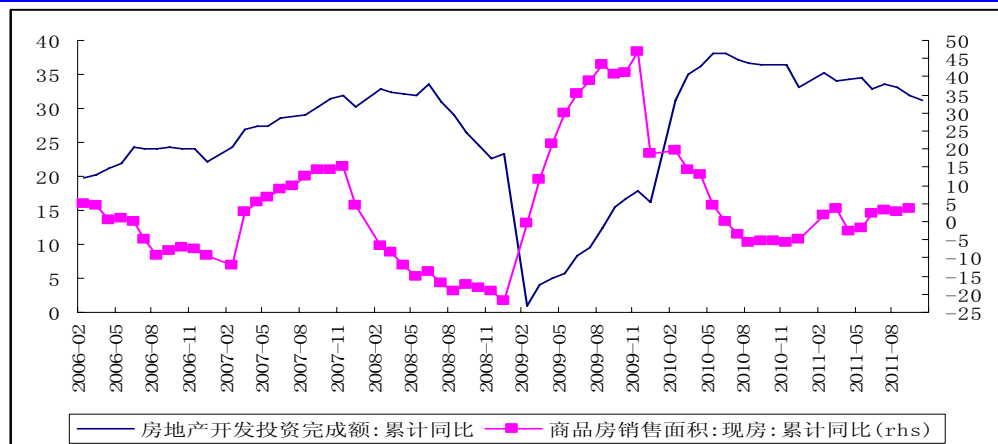
新开工住宅面积增速继续下降，未来可能落入负增长区间（图表），反映房地产去库存化持续，预示房地产施工面积增速将进一步下降，据此判断未来房地产开发投资仍将继续放缓。从居民户来看，需求也逐步回落，得到趋势性确认。不管是居民户的中长期贷款增速，还是按揭贷款增速都同时显示了明确的回落趋势。

图表 13：房屋新开工面积（%）



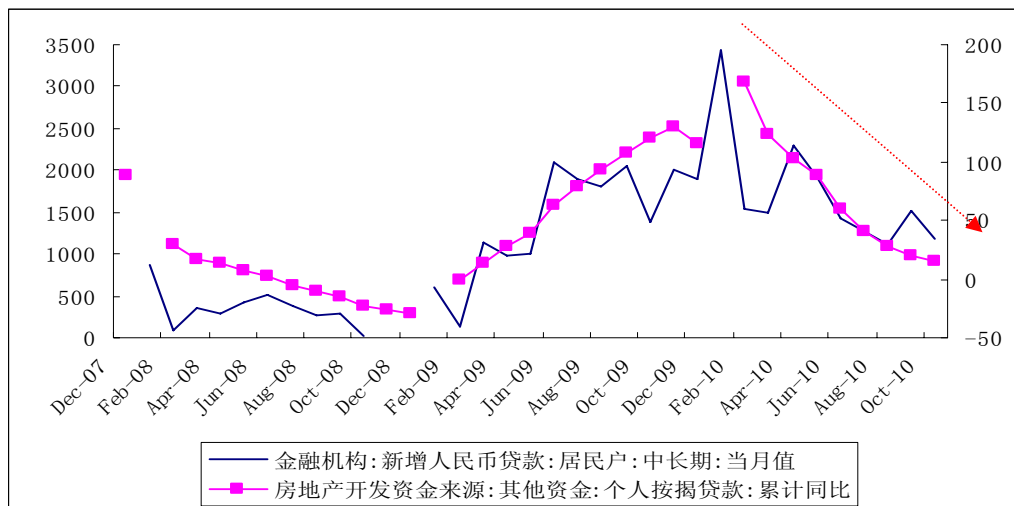
资料来源：WIND、国元证券研究中心

图表 14：房地产投资增速与销售面积增速（%）



资料来源：WIND、国元证券研究中心

图表 15：按揭贷款与居民户中长期贷款增速（%）



资料来源：WIND、国元证券研究中心

截止 2011 年前 10 个月，房地产投资累计增速为 31.1%，随着房屋新开工面积累计增速、房屋销售面积累计增速的大幅下滑，同时配合政策上的趋紧，2012 年房地产投资将会出现一个比较大的下落，如果基础建设和制造业投资总体维持中性，那么在房地产回落 15 个百分点的情况下，投资就要回落 4~5 个点，2012 年投资增速将会在 20.5% 左右（2010 年前 10 个月累计增速 24.9%）。

## 1.2 消费触底企稳

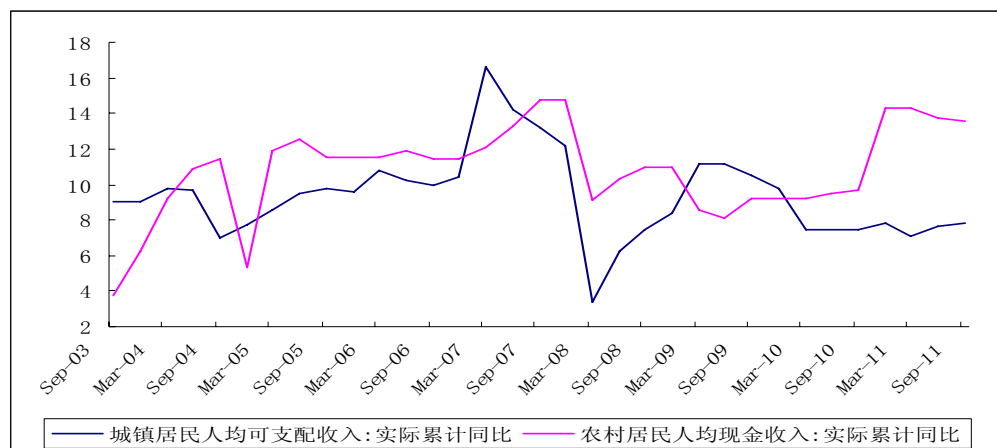
2011 年第 2、3 季度，消费对 GDP 的贡献率基本上维持在 47% 左右企稳，如果剔除掉第一季度春节等季节性因素，消费的贡献率相对于 2010 年是上升的。2011 年城镇居民人均实际收入增速比较平稳，前三季度累计上涨 7.8%，与 2010 年全年持平，但是农村居民实际收入增速有了较大幅度的上升，前三季度累计上涨 13.6%，

而自从第 2 季度以来，城镇居民人均收入实际累计同比出现了底部企稳迹象（连续 1 年半保持在 7.5% 的水平），而与此同时，农村居民人均收入实际累计 2011 年有了较大幅度的上扬。我们可以合理预期，在 2012 年随着“促民生”的政策逐步展开，居民的实际收入将会继续上升，从而带动了消费的上升。

房地产投资对消费有明显的挤出效应，2012 年房地产的收缩是确定性事件，但对消费的促进效应却是有限的，一方面房地产平均价格总体上还是出于高位，另一方面与我国居民谨慎的消费习惯有关。

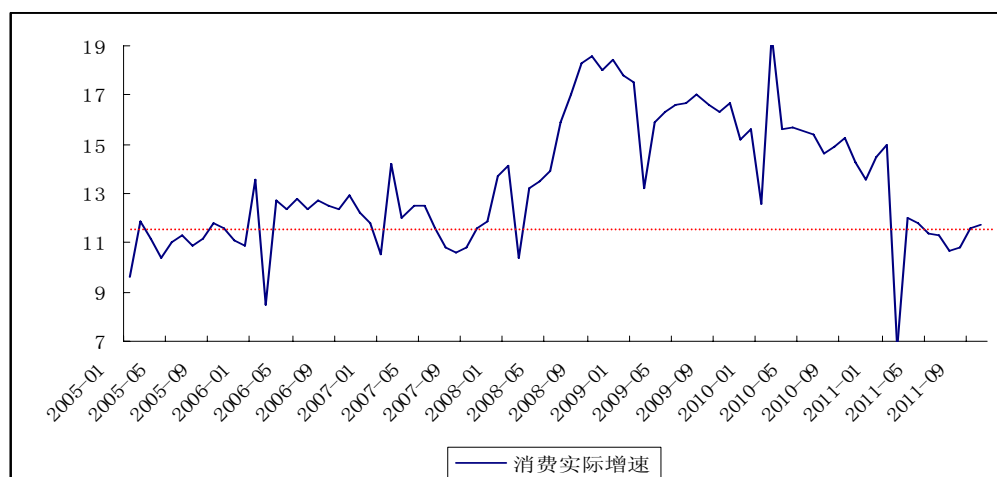
通过图表 17 也可以看出，最近半年来即使消费名义增速下滑，但是实际增速没有回落，在 11.5% 左右的水平得到了有力的支撑。2012 年上半年 CPI 回落是大概率事件，从而，实际消费增速也不会低于 11.5% 的水平。对 GDP 的贡献率还将维持在 50% 左右的水平。

图表 16：居民人均收入实际累计同比（%）



资料来源：WIND、国元证券研究中心

图表 17：实际消费同比增速（%）

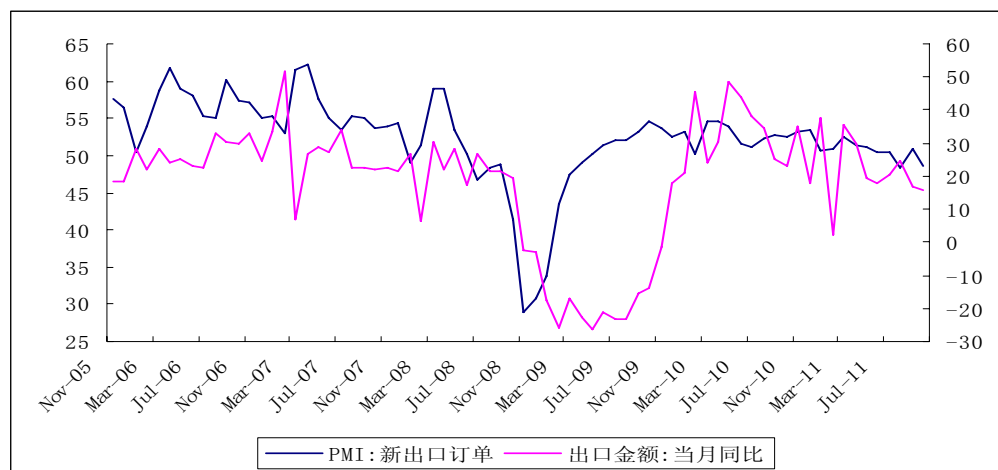


资料来源：WIND、国元证券研究中心

### 1.3 净出口对经济贡献率将会回落

欧美经济乏力，外需下降带来了出口增速的放缓，10 月份出口增速 15.9%，比 9 月份回落 1.2 个百分点，新出口订单回落的速度更快。

图表 18：新出口订单指数与出口同比增速（%）



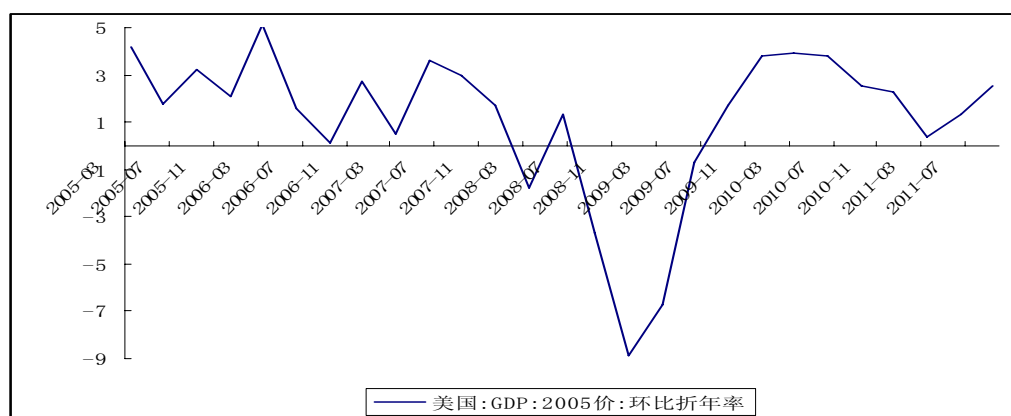
资料来源：WIND、国元证券研究中心

欧美经济对我国出口的影响是非常明显的，分别是我国的第一、第二大贸易伙伴。美国经济增速美国 2011 年第二、三季度都保持了较好的上升势头。2011 年 9、10 月出口增速回落，主要是因为欧洲危机导致。

希腊、爱尔兰、葡萄牙最早因为不能及时偿还到期债务，被相关评级机构下调主权评级，导致该国债券收益率大增。欧元区国家没有货币政策，欧洲央行的所谓货币政策也就是原则上盯住通胀接近 2%，这个单一目标。这三国已经接受了三巨头的援助，作为对价，让渡了部分财长权，即缩减财长支出，缩减福利等。近期卷入欧洲风波的意大利，目前还没有达成接受援助的协议。我们认为任何一个欧元区国家因为债务问题而脱离欧元区，对双方来说是“双输”的（例如，希腊最后放弃了全民公投）。我们乐观的认为欧债危机最坏的时候即将过去，对 2012 年我国出口的影响将是逐步递减的。

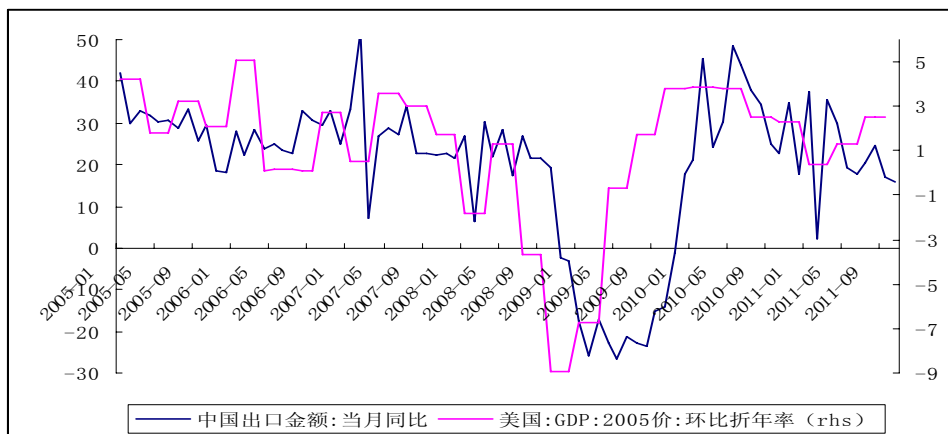
随着美国经济逐步企稳，欧债危机负面影响逐步递减，我国出口增速将会随着 GDP 增速一样，在 2 季度触底企稳，全年将会在 15-20%左右水平。

图表 19：美国 GDP 环比折年率（%）



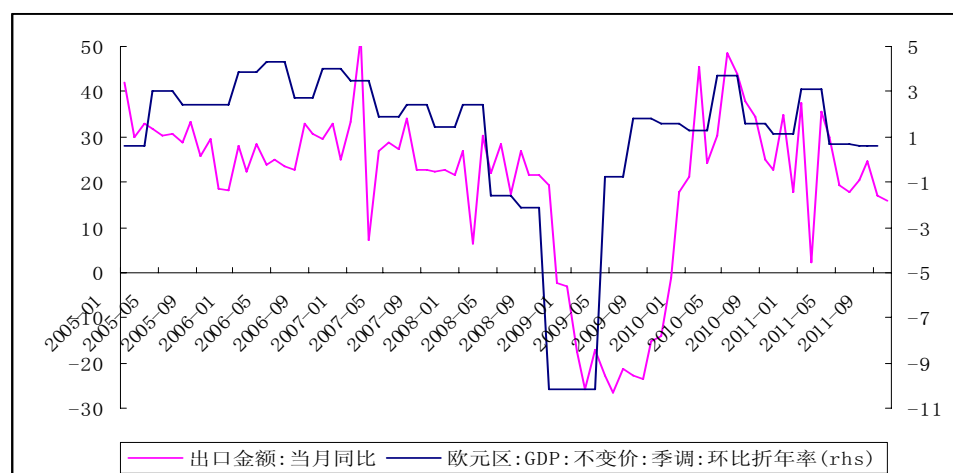
资料来源：WIND、国元证券研究中心

图表 20：中国出口增速与美国经济增速



资料来源：WIND、国元证券研究中心

图表 21：欧元区经济增速与我国出口增速 (%)

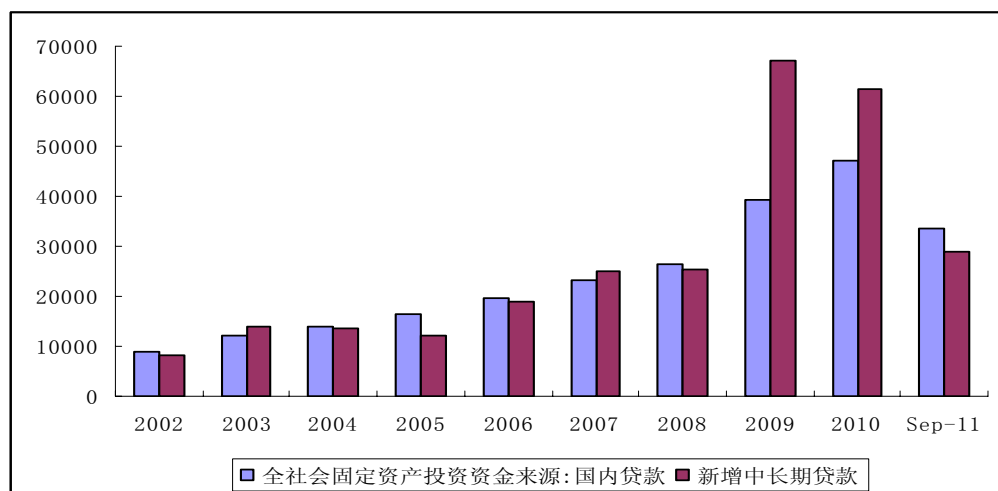


资料来源：WIND、国元证券研究中心

预期 2011 第四季度 GDP 同比增速将会小于 9%，在 8.5~8.9% 区间。明年上半年 GDP 增速将会继续探底，不排除触及“8”这个敏感的政策底。硬着陆的风险不大，此轮经济回落显示了紧缩政策的累积效应正在逐步释放。央行的 4 季度例会也声明：当前我国经济金融运行正向宏观调控的预期方向发展。

十二五期间国民经济的潜在增长率在 8-8.5% 水平，比十一五期间的潜在增长率下降，展望更远的经济周期，这种回落是必然的。2012 年 GDP 增速也会随着潜在经济增长率的回落而回调。2012 年，投资对经济增长的贡献率将会出现下降，投资出现大幅下降的可能性较小，将会在 50% 左右的水平上企稳，通过图表 22，此前两年国内新增中长期贷款没有进入实体经济的部分，现在正逐步回流进入固定资产投资，部分抵消了信贷紧缩效应；消费对经济的贡献率则会保持在 50% 水平上企稳；外需具有较大的不确定性，净出口对经济的贡献率可能继续保持在目前 0% 左右的水平。GDP 增长率可能会呈现年内前低后高的局面，我们对于 2012 年全年的 GDP 增速预期是 8.0~9.0% 区间。

图表 22：固定资产投资来源于国内贷款部分与新增中长期贷款（亿元）

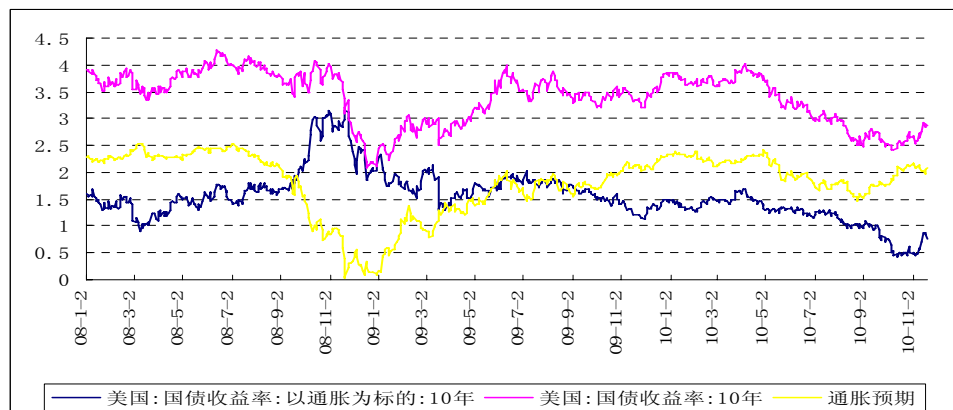


资料来源：WIND、国元证券研究中心

## 第 2 部分 CPI：年内 V 型反转

从经济周期由衰退走向复苏的过程中,通胀保护债券(TIPS)的价值相对于固定利率债更为占优,从 TIPS 收益率中可以提取关于美国长期通胀前景的信息,其与实际通胀之间的偏差主要由流动性溢价、TIPS 与国债计价的偏差以及机构对冲通胀风险的需求等因素影响。根据我们的计算,美国 10 年期国债和 TIPS 收益率中隐含的通胀预期,在 2011 年内,基本上比较平稳,保持在 2%的水平,而没有随着 CPI 同比升高而上升。

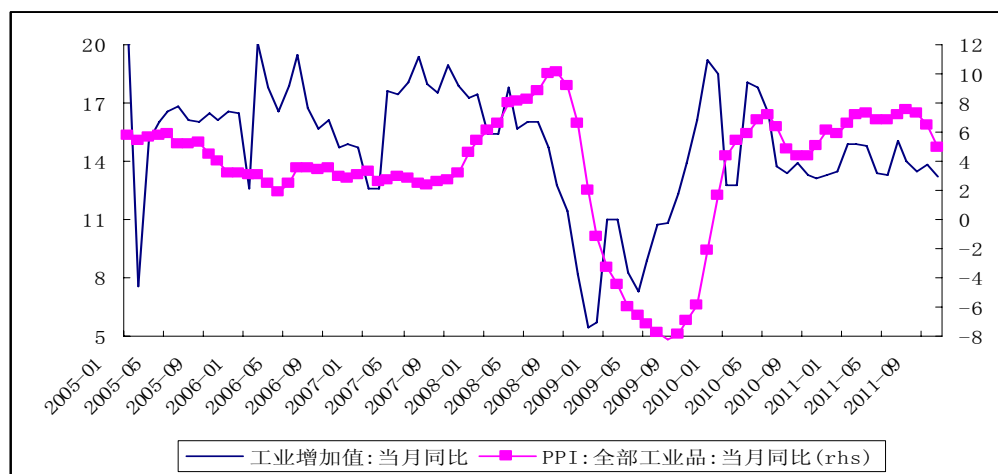
图表 23：美国 10 年期国债、tips 利率以及通胀预期（%）



资料来源：WIND、国元证券研究中心

需求的回落，释放了产出缺口对物价的压力。工业增加值具有“月度 GDP”功能，而价格指数是经济增长的滞后指标，此致关系在图 24 中得到了较好的诠释。

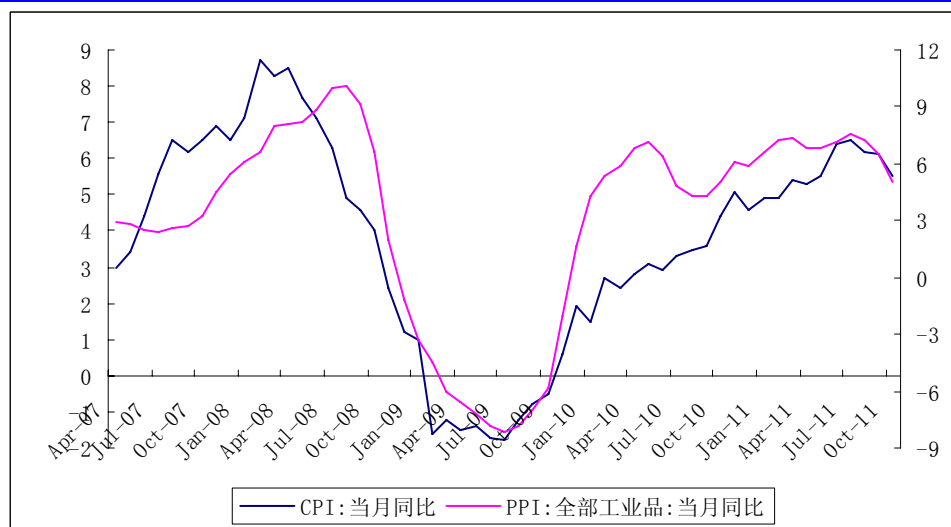
图表 24：工业增加值同比增速与 PPI 同比增速 (%)



资料来源：WIND、国元证券研究中心

PPI 的回落会向 CPI 传导，随着经济增速的回落，PPI 逐步回落，而这又诱导了 CPI 的回落。在图 25 中，这两者也保持了较好的一致性。而对 CPI 非食品价格的影响更为直接。

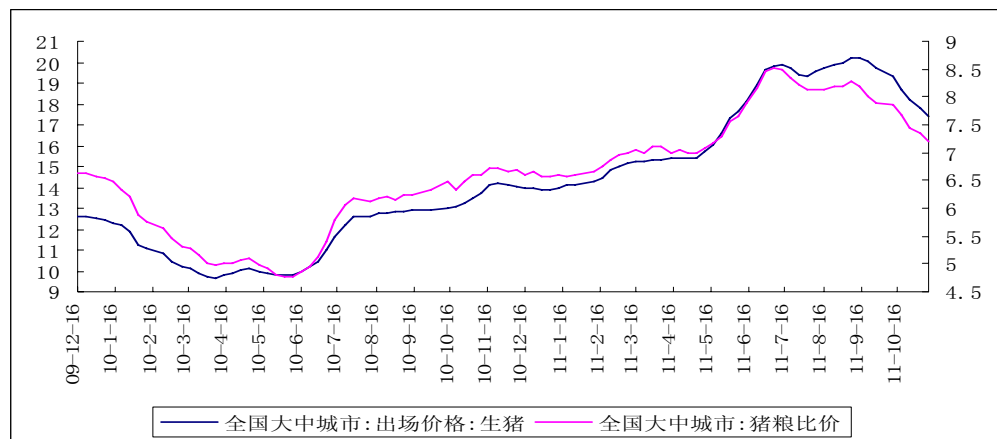
图表 25：CPI 与 PPI



资料来源：WIND、国元证券研究中心

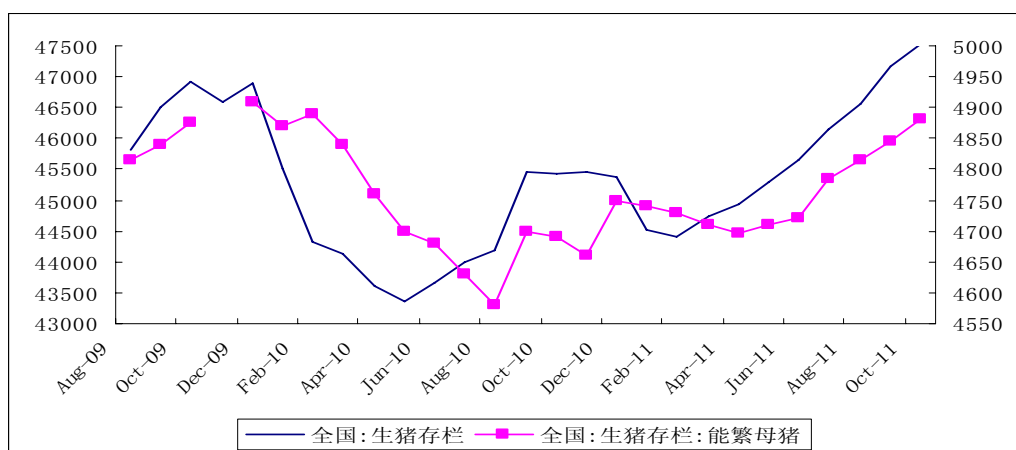
作为食品 CPI 重要组成部分，猪肉价格出现了回落。猪粮比也同时出现了回落，生猪存栏量和能繁殖的母猪数量出现了趋势性的上升。

图表 26：生猪价格（元/斤）与猪粮比



资料来源：WIND、国元证券研究中心

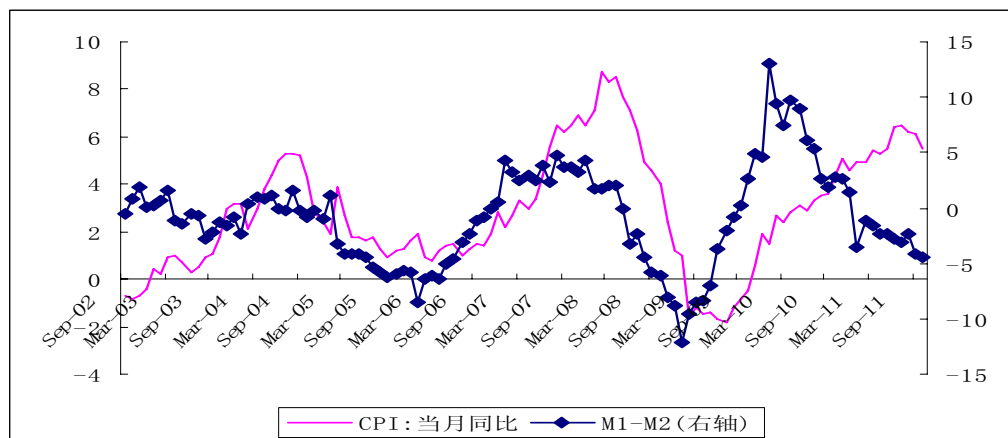
图表 27：生猪存栏量以及能繁殖母猪数量（万头）



资料来源：WIND、国元证券研究中心

通过对比 M1-M2 与物价指数我们发现，M1-M2 与 CPI 保持了很好的同步性，且是一个较好的领先指标，时间宽度大约为 3、4 个月左右。从而也可以得出 2012 年通胀在年内也将是“V”型，全年均值在 3.5-4.5%。

图表 28：M1-M2 与 CPI 同比 (%)



资料来源：WIND、国元证券研究中心

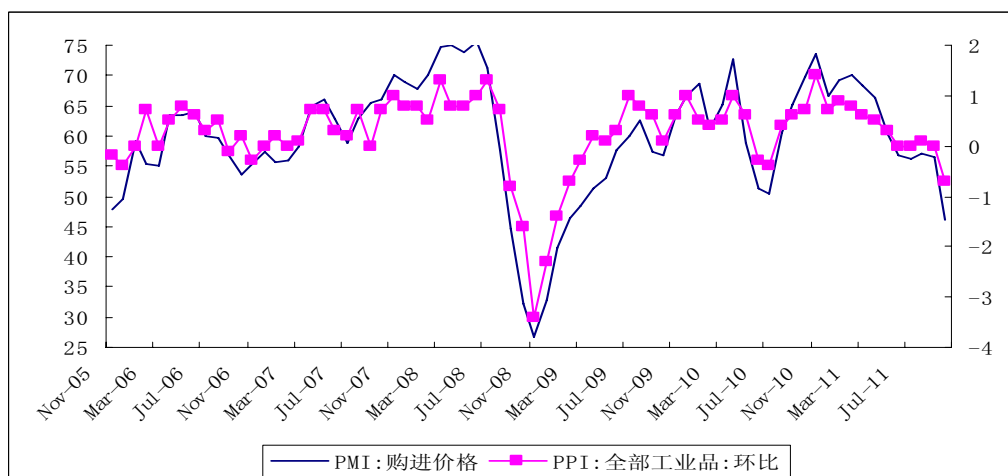
外围购进价格指数和大宗商品价格指数都出现了趋势性的下降。

图表 29：CRB 指数



资料来源：WIND、国元证券研究中心

图表 30：购进价格指数与 PPI 环比 (%)



资料来源：WIND、国元证券研究中心

总之，随着需求的回落，产出压力减弱，带来 PPI 及 CPI 的回落，而 CPI 本身的一些构成部分价格（如猪肉）也出现了趋势性的回落。再者外围方面包括购进价格指数，以及 CRB 指数也都出现了趋势性的下降。2012 年全年 CPI 将会出现“V”型，全年在 3.5-4.5%的水平。

### 第 3 部分 货币政策预期：第一季度下调 RRR，降息可能性微小

考虑到我国的国情，我国的利率政策其实弹性较小。例如在 08 年的金融危机中，国外主要经济体都把利率下调到 0~1%的水平，而我国下降到 2.25%就打住了。一个主要原因可能就是我国居民（特别是农村居民）财产主要的投资渠道只有银行存款，同时我国目前的贫富差距较大，如果农村居民财富大幅缩水，势必会加剧这种贫富差距。调整收入分配政策，缩小贫富差距，对社会稳定时非常有意义的，必然是政府宏观调控的重要目标。

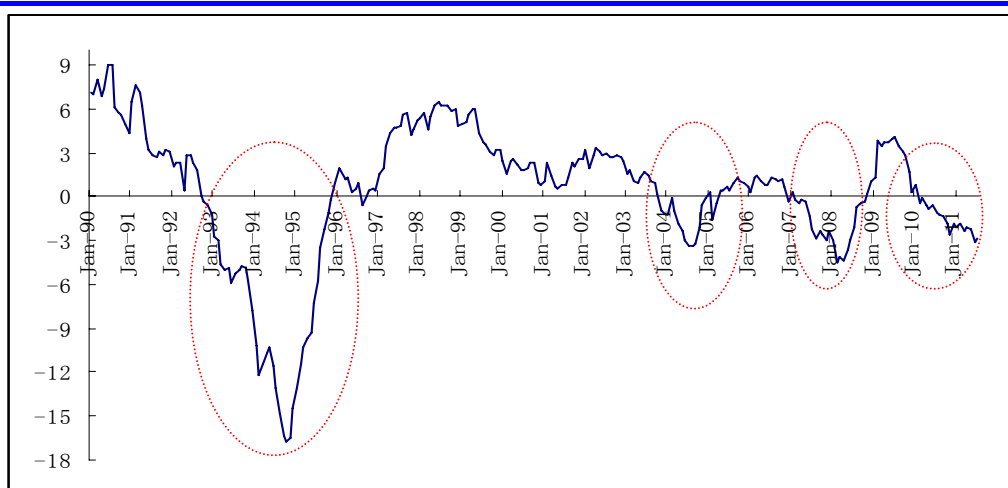
我们认为 2012 年第二季度经济将会是阶段性的一个低点，作为“反周期”政策应该具有前

瞻性，第一季度货币政策放松是大概率事件。货币政策，目前只是微调，体现在 OMO 市场，作为实质性拐点的风向标将会是 RRR 的下调，但是降息可能性很小。

OMO 近几个月以来市场连续净投放，缓解流动性压力。8、9、10 月份分别净投放 1670 亿、2360 亿和 960 亿。11 月份第一周也净投放 960 亿元。回购利率回落，R007 已经回落至 3.5%左右的水平。之前流动性压力得到缓解。10 月份新增人民币贷款 5868 亿元，高于此前 3 个月，也超出市场预期。1Y 央票发行利率也连续两周回落（-1.07BP，-8.58BP），至 3.4875%，低于 1Y 定存。

利率松动的可能性不大。从有 CPI 统计以来，主要经历了 4 次负利率状态：1992.10-1995.11，历时 38 个月，倒挂幅度最大，高达 -16.72%；2003.11-2005.3，历时 17 个月；2006.12-2008.10，历时 23 个月；2010.2-现在，已经历时 22 个月，在未来的半年内还很难看到纠正。负利率负面影响不言而喻，基本上没有降息的可能。近期的一系列货币政策也是导致目前民间借贷处于难控状态的一个重要诱因。

图表 31：实际利率走势（%）



资料来源：WIND、国元证券研究中心

## 国元证券投资评级体系：

### (1)公司评级定义

|         | 二级市场评级                                |   | 公司质地评级           |
|---------|---------------------------------------|---|------------------|
| 强 烈 推 荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上        | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平  |
| 推荐      | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间      | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| 中性      | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间 | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平  |
| 回避      | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上         |   |                  |

### (2)行业评级定义

|    |                                         |
|----|-----------------------------------------|
| 推荐 | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上    |
| 中性 | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上    |

#### 免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn