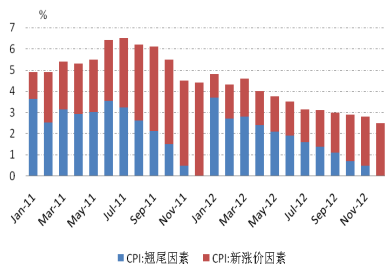
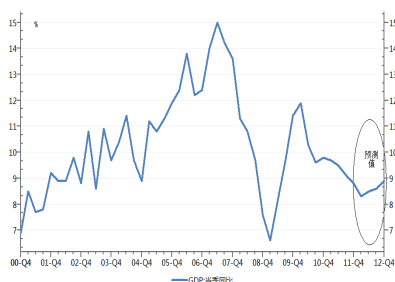


研发部

邱云波 宏观分析师
SAC 执业证书编号：S1340510120004
联系电话：010-68858135
Email: qiuyunbo@cnpsec.com

主要经济指标

指标	2010	2011F	2012F
GDP (%)	10.4	9.2	8.6
工业增加值 (%)	15.70	13.80	12.50
固定资产投资 (%)	24.5	24.0	20.0
社会消费品零售总额 (%)	18.4	16.8	16.0
出口 (%)	31.3	20.2	13.0
进口 (%)	38.8	26.9	17.0
贸易顺差 (亿美元)	1,815	1,550	1,250
CPI (%)	3.3	5.4	3.1
M2 (%)	19.72	14.20	15.00
新增人民币贷款 (亿元)	79,235	74,000	80,000
存款准备金率 (%)	18.50	20.50	18.50



通胀无忧，经济保增长

---2012 年宏观报告

摘要

● **世界经济增速放缓明显。**欧债危机、美国复苏力度减弱以及新兴经济体货币紧缩等多重因素的叠加，使世界经济增速明显放缓。受制造业产出扩大、企业投资和消费者支出增长拉动，未来美国经济继续温和复苏。欧债危机不断升级演化，冲击实体经济，使欧元区经济增速下降。新兴经济体受困于高通胀的压力，持续紧缩政策也驱使经济增长势头放缓。四季度以来全球通胀压力已有所放缓，通胀率下降扩大了各国央行货币政策的调整空间，巴西、印尼等新兴市场国家和澳大利亚、欧元区等发达经济体已开始降息。2012 年新兴经济体和发达国家将继续下调利率，扩大量化宽松规模，全球进入新一轮货币宽松周期；

● **2012 年工业增速放缓，GDP 增速下降。**2011 年初以来表现为工业增速小幅下降、而企业库存增速不断上升，主要是内需下降以及欧债危机、全球经济放缓对国内工业的冲击，导致企业被动增加库存，未来企业去库存压力将导致工业增速放缓、利润下降，预计 2012 年工业增加值增速降至 12.5% 左右。工业产出占 GDP 总量的四成，工业增加值的走势决定了经济增长的速度，预计 2012 年 GDP 增长 8.6%；

● **通胀下行趋势确立。**持续紧缩的货币政策逐渐发挥效力，表现为 CPI 下行、通胀压力减缓。2012 年粮食价格涨幅继续保持稳定，粮食稳产使得 CPI 构成中食品价格涨幅波动不大。能繁母猪补贴政策也使能繁母猪数量大幅增加，随着生猪陆续出栏，明年肉价涨幅将不断回落。在经济增长放缓、需求下降的压力下，未来新涨价的动力已明显减弱，明年通胀率水平将逐季下行，全年 CPI 或达到 3.1%。

● **政策由控通胀转为保增长。**持续货币政策抑制了国内需求，外部环境恶化也使出口的不确定加大，经济增速也陆续两个季度下降，央行于 11 月份底下调存款准备金率，表明货币政策的重心已由控通胀转为保增长，未来央行将下调存款准备金率 5-6 次，存准率降至 18.5% 左右。此外，从银行间同业拆借利率和债券市场收益率的走势看，自 9 月份市场利率已呈现下行趋势，预示明年央行可能降息。为避免经济回落过快，明年将继续实施积极的财政政策，用于启动“十二五”规划重大项目投资，实现结构性减税以推进产业升级，以及深化医改和社会保障、继续支持保障房建设等。

目 录

1、外围经济恶化，欧洲经济下行风险加大	4
1.1 世界经济增速放缓明显	4
1.2 美国经济继续弱势复苏	5
1.3 欧债危机不断升级演化，冲击实体经济	8
1.4 全球仍然维持宽松的货币政策	10
2、中国经济，“十二五”期间转型任务艰巨	12
2.1 加快转变经济发展方式是必然选择	12
2.2 经济转型期的基本特征	14
2.3 转型期的宏观政策，推进利率市场化和结构性减税	15
3、2012 年中国经济和政策前瞻：通胀无忧，政策转向保增长	16
3.1 三大需求：消费稳定、投资起平衡作用、净出口贡献下降	16
3.2 工业增速放缓，GDP 增速下降	22
3.3 通胀下行趋势确立	23
3.4 宏观政策：适度放松货币、继续实施积极的财政政策	25

图表目录

图表 1：全球经济增长明显放缓	4
图表 2：OECD 领先指标下行	4
图表 3：美国经济复苏力度走弱	5
图表 4：个人消费对美国 GDP 的贡献	5
图表 5：汽车销售对美国经济增长的贡献回升	6
图表 6：美国就业缓慢改善，工资小幅增长	6
图表 7：美国企业投资增速较快	7
图表 8：美国制造业景气回升	7
图表 9：美国房价降幅缩窄	8
图表 10：美国楼市有企稳迹象	8
图表 11：爱尔兰财政减支计划执行较好	9
图表 12：欧元区经济增长放缓	9
图表 13：欧洲主要债务国到期债务本金分布	10
图表 14：2012 年一季度为欧洲债务国偿债高峰	10
图表 15：2011 年下半年全球央行纷纷放松货币	11
图表 16：劳动者报酬占国民收入的比重下降	13
图表 17：消费率和居民消费率不足	13
图表 18：近年来消费结构逐渐升级	15
图表 19：2011 年下半年来税收结构性调整情况	16
图表 20：GDP 增速放缓	17
图表 21：消费对经济的贡献较为稳定	17
图表 22：固定资产投资增速已呈现下降趋势	17
图表 23：房地产投资增速下降	17

图表 24: 电气机械、通讯电子计算机投资增速下降	18
图表 25: 水利、社保等民生领域投资较快增长	18
图表 26: 2011 年铁路投资停滞, 未来有望恢复	19
图表 27: 地方项目投资较快增长	19
图表 28: 城乡居民实际收入增长拉动消费	20
图表 29: 基本消费品零售增长弥补汽车零售的下降	20
图表 30: 2011 年出口增速下降	21
图表 31: 对欧盟出口增速放缓	21
图表 32: 对新兴经济体出口增速也有放缓趋势	22
图表 33: 工业企业出口交货值下滑	22
图表 34: 工业增速预示未来经济增速下降	22
图表 35: GDP 同比增速及预测	22
图表 36: 粮食价格涨幅较为稳定	23
图表 37: 猪肉价格趋于下降	23
图表 38: 生猪供应上升	24
图表 39: 非食品和消费品价格上行	24
图表 40: 国际原油价格仍处高位	24
图表 41: 未来 CPI 走势预测	24
图表 42: 货币供应量增速下滑	25
图表 43: 人民币升值势头有所放缓	25
图表 44: 我国公共债务率仍然较低	26
图表 45: 中国财政赤字率较低	26
图表 46: 2012 年主要指标经济预测	27

1、外围经济恶化，欧洲经济下行风险加大

1.1 世界经济增速放缓明显

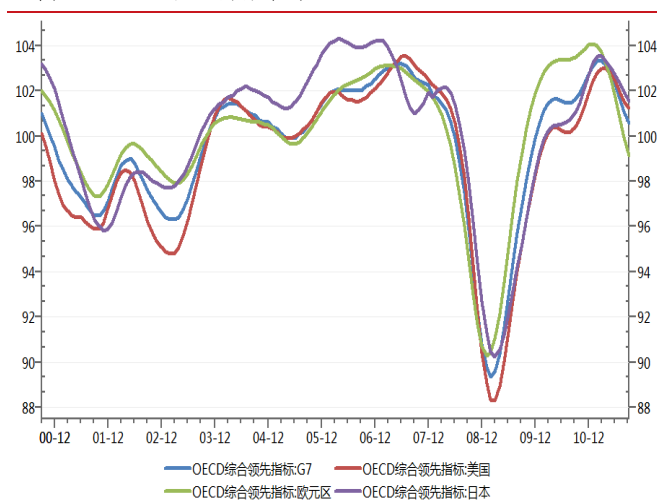
欧债危机蔓延升级严重打击了消费者和投资者信心，阻碍世界经济复苏；美国减赤谈判屡陷僵局，也增加了经济衰退可能性；新兴经济体受困于高通胀的压力，持续紧缩政策也驱使经济增长势头放缓。金融危机后各国政府出手救市、大力刺激经济的后遗症逐渐显现，危机后私人部门去杠杆、政府部门加杠杆的行为加大了政府的债务负担，而各国经济增长疲弱使得市场对其信心不足，推动再融资成本上升，影响了各国政府债务的可持续性，导致主权债务危机频发。主权债务危机的深层次原因是福利过度、储蓄和消费失衡以及经济结构僵化等因素，中期内各国政府巩固财政、长期内实现经济再平衡仍然任重道远。

图表 1：全球经济增长明显放缓

%	实际值		预测值	
	2009	2010	2011	2012
GDP增长				
全球	-0.7	5.1	4.0	4.0
发达经济体	-3.7	3.1	1.6	1.9
美国	-3.5	3.0	1.5	1.8
欧元区	-4.3	1.8	1.6	1.1
德国	-5.1	3.6	2.7	1.3
法国	-2.6	1.4	1.7	1.4
日本	-6.3	4.0	-0.5	2.3
英国	-4.9	1.4	1.1	1.6
亚洲新兴工业化经济体	-0.7	8.4	4.7	4.5
新兴及发展中经济体	2.8	7.3	6.4	6.1
中国	9.2	10.3	9.5	9.0
印度	6.8	10.1	7.8	7.5
巴西	-0.6	7.5	3.8	3.6

数据来源：IMF，中邮证券研发部

图表 2：OECD 领先指标下行



数据来源：OECD，中邮证券研发部

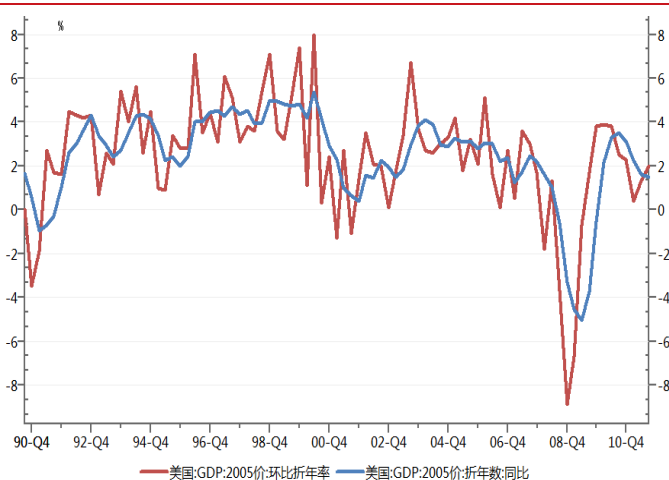
欧债危机、美国复苏力度减弱以及新兴经济体货币紧缩等多重因素的叠加，使世界经济增速明显放缓。数据显示，今年三季度 OECD 成员国的 GDP 较二季度增长 0.6%，较上年同期增长 1.8%，而二季度 OECD 成员国 GDP 环比增长 0.3%，同比持平。虽然三季度经济环比加速增长，但主要是由于日本经济灾后重建拉动的复苏所致。日本三季度经济环比增长 1.5%，而欧盟三季度 GDP 仅增长 0.2%，美国经济增长 0.6%。领先指标显示，三季度的经济回升势头较难延续。9 月份 OECD 领先指标继续下滑，整体领先指标由上月的 100.9 降至 100.4，为连续第七个月下滑。其中欧元区由 99.9 降至 99.1，为连续第八个月下滑。欧元区德法意等国的领先指标均低于 100，显示经济活动增速慢于长期趋势；美国由 101.5 下降至 101.2；日本由 101.9 降至 101.5。此外，中国、巴西、印度等新兴经济体领先指标均下滑，表明发达经济体及主要的发展中经济体未来经济增长都将放缓。

1.2 美国经济继续弱势复苏

自 2009 年下半年美国经济确认复苏以来，两年多来美国经济持续扩张，但危机后经济的复苏力度不及历史平均水平。2010 年美国 GDP 实际增长 3%，2011 年前三季度的环比折年率分别为 0.4%、1.3%和 2%，显示危机后经济复苏力度不及历史 4%-5%的平均水平，主要是危机后美国财政经济刺激措施的后遗症凸显，而量化宽松的货币政策效果有限。政府救市政策虽然修复了私人部门的资产负债表，但却使政府的资产负债表恶化，量化宽松政策也导致美联储的资产负债表不断膨胀，货币政策的操作空间日益狭窄。虽然美国经济已步入温和复苏之路，但减赤问题困难重重，政治争端加大经济复苏的不确定性，美国复苏前景依然存在变数。

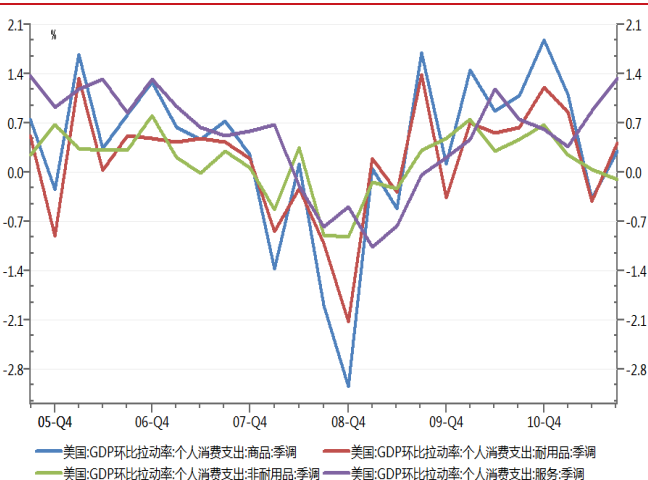
受制造业和消费者支出增长拉动，当前美国经济温和增长，表明美国经济还在持续改善。美联储最新的褐皮书经济报告(Biege Book)显示，在 12 个联邦储备区中有 11 个区域经济实现增长。虽然经济温和增长，但经济活动仍旧过于疲弱，无法使就业市场得到明显改观，此外，商业地产和住宅地产市场依旧不振，经济面临一定的下行风险。预计美国 2011 年经济增长 1.8%-2%、失业率 8.9%-9.1%，2012 年经济增长 2.5%-2.8%、失业率 8.5-8.7%之间。

图表 3：美国经济复苏力度走弱



数据来源：WIND，中邮证券研发部

图表 4：个人消费对美国 GDP 的贡献



数据来源：WIND，中邮证券研发部

1.2.1 消费支出驱动经济增长

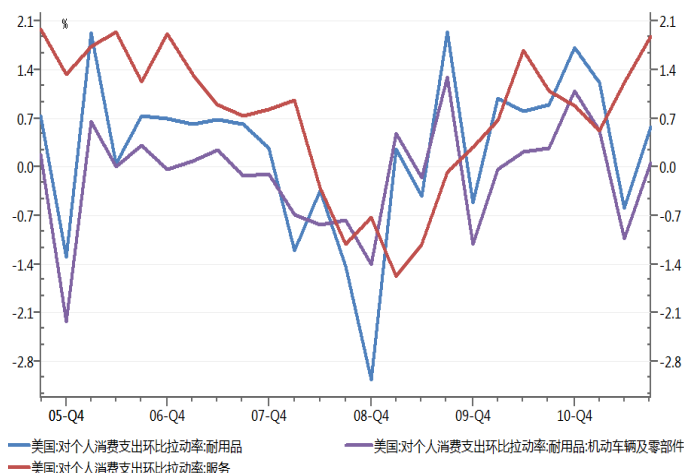
个人消费支出 (PCE) 占美国经济的 70%，在美国经济中处于核心地位，是驱动美国经济增长的基本因素。消费支出是经济周期的起点，其次是工业和服务业生产、企业设备和软件投资等等。自 2010 年以来美国个人消费支出恢复性增长，成为拉动美国经济复苏的稳定性力量。个人消费支出中服务消费占比约 2/3，非耐用品和耐用品消费占比分别为 1/5 和 1/10。10 月份美国零售销售同比增长 7.25%，其中汽车销售增长 7.26%，零售销售和汽车销售的上升拉动当月个人消费支出同比增长 2.7%。

从消费的增长前景看，个人消费的持续扩张取决于就业增加和个人可支配收入的增

长。危机以来美国共丧失了 800 万个就业机会，新增就业仅为 220 万个。历史数据表明，只有当周初请失业金人数跌破 40 万人关口，新增非农就业才会出现明显上升。一季度疲软的经济增长不足以拉动就业市场的持续好转，二季度以来美国失业率一直不低于 9% 的水平。截至 11 月 26 日当周初请失业金人数四周 39.575 万人，11 月份新增非农就业 12 万人，失业率降至 8.6%，表明二季度以来美国经济的改善对就业市场产生明显的拉动作用。经济好转也使劳动者收入实现增长，10 月份美国个人名义总收入同比增长 3.9%，其中个人可支配收入同比增长 2.5%，平均小时工资同比增长 1.6%。

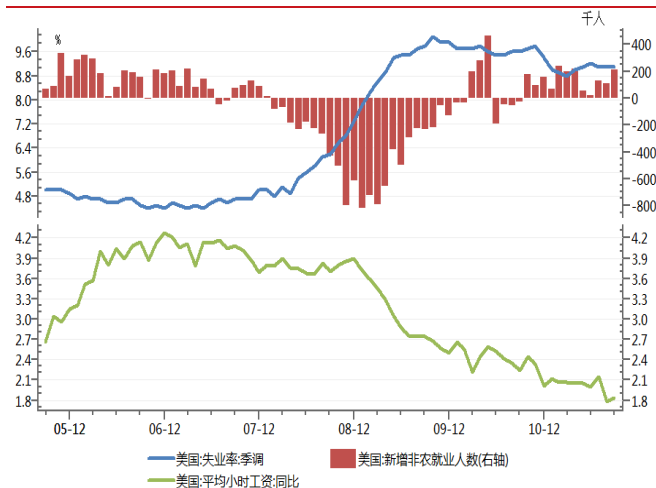
从消费增长的前景看，个人每小时实际报酬可以作为预测未来消费支出的基本指标。经验表明，个人每小时实际报酬领先消费支出约为 3-6 个月。二季度以来美国个人每小时实际报酬环比折年率已呈下降趋势，意味着未来消费支出的增长势头或放缓。

图表 5：汽车销售对美国经济增长的贡献回升



数据来源：WIND，中邮证券研发部

图表 6：美国就业缓慢改善，工资小幅增长



数据来源：WIND，中邮证券研发部

1.2.2 企业资本支出继续扩大

危机后企业升级软硬件设施，私人部门投资恢复性增长，对美国经济增长贡献较大。2010 年美国私人部门投资同比增长 17.9%，对 GDP 增长率贡献了 1.96 个百分点。其中设备和软件投资拉动投资增长的主要力量，当年企业设备和软件投资增长 14.6%，对经济增长贡献了 1.08 个百分点。2011 年私人投资增长速度有所放缓，前三季度私人部门总投资环比折年率分别为 3.8%、6.4%和-0.9%，不过企业设备和软件投资仍处于高位，前三季度环比折年率分别为 8.7%、6.2%和 15.6%。从企业投资的前景看，10 月份美国耐用品订单同比增长 7.5%，耐用品除运输外订单同比增长 11.7%，扣除国防和运输用品的核心资本设备订单同比增长 10.3%，预示企业未来投资将继续增长。

1.2.3 制造业继续扩张

危机后美国重返制造业取得初步成效，制造业也是美国经济复苏以来保持持续增长的

部门。技术进步降低了运输和通讯成本，使得跨国企业全球化进程加快。上世纪 80 年代，制造业曾占美国劳动总就业人口的 25%，近年来已降至 12% 的水平。2010 年 8 月奥巴马政府签署制造业促进法案，推动制造业提高竞争力，并恢复制造业在过去 10 年间失去的 560 万个就业岗位。美国推动再工业化的促进政策取得部分效果，同时由于中国等国家劳动力成本上升、运输成本上涨以及日本地震对全球供应链的不利影响等因素已使部分制造业出现了回流趋势，也是美国制造业复苏的一个积极因素。

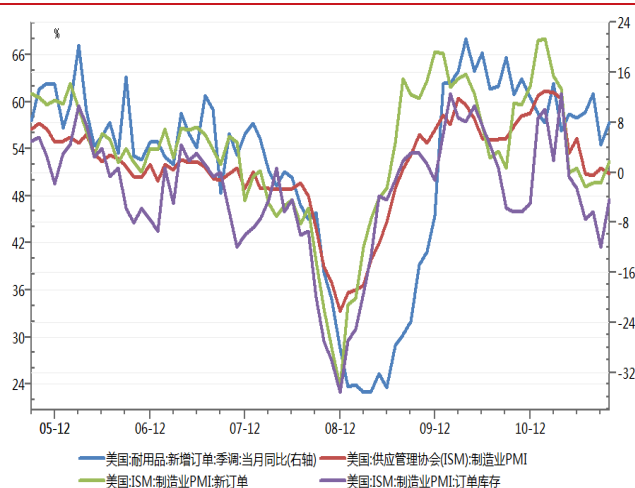
自 2010 年初以来美国制造业产出增长较为稳定，制造业库存同比增速自今年来也保持 10%-13% 的高速增长态势，而制造业库存销售比则稳定在 1.33 左右。从制造业的增长前景看，10 月份耐用品新增订单同比增长 7.5%，11 月份美国 ISM 制造业 PMI 升至 52.7，超过 10 月的 50.8，并创 5 个月来的新高，也是持续 28 个月高于 50 的荣枯分界线。其中新订单指数上升了 4.3 个百分点至 56.7，产出指数上升了 6.5 个百分点至 56.6。从库存指数看，自有库存和客户库存均有所回升，分别从上月的 46.7 和 43.5 回升至 48.3 和 50。不过订单库存有所下降，由上月的 47.5 降至 45。美国制造业 PMI 持续攀升，预示未来数月制造业仍然保持扩张的趋势。

图表 7：美国企业投资增速较快



数据来源：WIND，中邮证券研发部

图表 8：美国制造业景气回升



数据来源：WIND，中邮证券研发部

1.2.4 房地产市场或探底回升

自 2005 年底美国房地产市场进入下行通道以来，美国楼市已历经 6 年的调整，期间 2009 年 1 月份首次跌入谷底，其后于 2010 年 5 月份反弹至阶段性高点。自 2011 年以来美国楼市一直处于低位徘徊，并有反弹的迹象，或预示未来美国楼市将结束调整，步入新一轮周期。

从美国楼市的数据看，下半年来房地产市场开始回暖。需求方面，首先是成屋销售自 7 月份以来同比实现正增长。其次自 3 月份以来新屋销售同比增速虽然有所波动，但总体上保持上行的趋势。同时，自去年四季度以来，出租空置率和出售空置率也有所下降；供应方面，自 6 月份以来营建许可和新屋开工保持增长的趋势，止赎房案例也

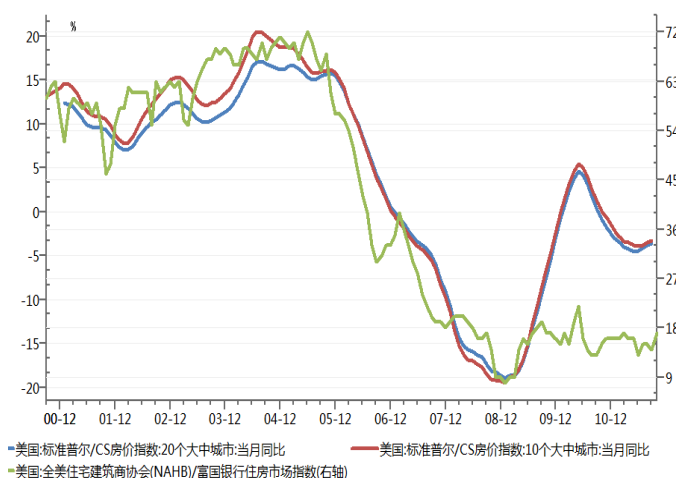
明显下降，减少了止赎房对房地产价格的冲击。

自 2010 年四季度以来美国房价一直处于下降的状态，不过至今年二季度房价实现了环比上涨，三季度以来房价同比降幅也有所缩窄。9 月份标普/CS 二十个城市房价指数同比降幅由 4 月份的-4.2%降至-3.6%，十个城市的房价指数由 5 月份的-3.8%缩窄至-3.3%；三季度美国联邦住宅企业监管办公室（OFHEO）房价同比下降 3.7%，环比上涨 0.2%，扭转了自 2007 年下半年以来环比下降的趋势，表明房价有企稳的迹象。

在房地产融资方面，抵押贷款协会（MBA）指数自 2 月初跌至谷底以来有所回升。其中 MBA 市场综合指数由 2 月初的 420 升至 9 月底的 734；MBA 再融资指数由 1848 升至 4019。同时，抵押贷款利率也有所下降，其中 30 年抵押贷款固定利率已由年初的 5% 降至 11 月底的 4%；5 年期抵押贷款浮动利率已由年初的 3.7% 降至 11 月底的 2.9%，融资成本降低将扩大私人的住房需求。

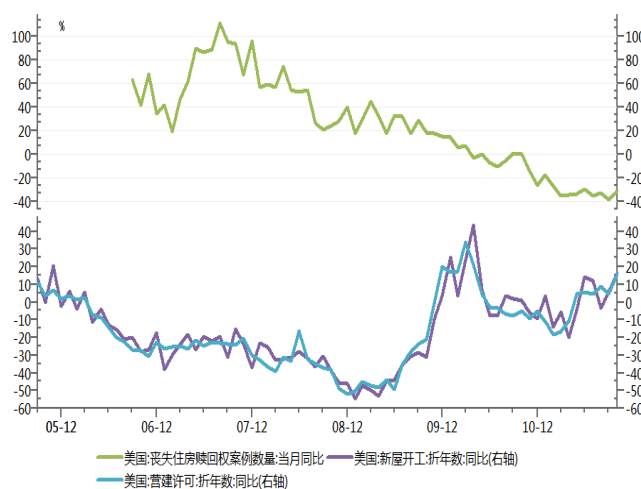
从住宅投资对经济增长的贡献来看，二季度以来住宅投资对经济增长的贡献已有负转正。其中二、三季度住宅投资环比折年率分别为 4.2% 和 1.6%，拉动 GDP 增长 0.09 和 0.04 个百分点，预计住宅投资将继续保持稳定增长。

图表 9：美国楼价降幅缩窄



数据来源：WIND，中邮证券研发部

图表 10：美国楼市有企稳迹象



数据来源：WIND，中邮证券研发部

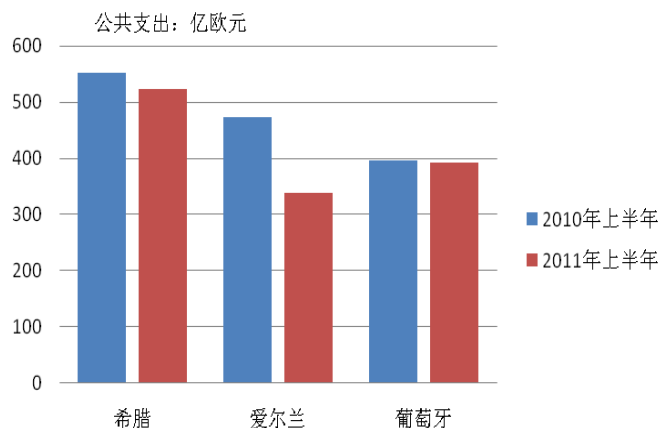
1.3 欧债危机不断升级演化，冲击实体经济

当前欧洲危机持续发酵、间歇式爆发，并由希腊等外围国家蔓延至法意等核心成员国，并有债务危机引发银行危机的趋势，表现为意大利、西班牙等国家国债收益率急剧上升，债务的可持续性受到市场怀疑；法德等成员国银行减记希腊债务后需要充实资本，融资压力较大。

关于债务国减赤进展情况，受援国中爱尔兰和葡萄牙执行效果较好。其中爱尔兰政府预计 2011 年减少支出 36 亿欧元，2012 年将继续压缩开支 38 亿欧元，预计爱尔兰能够实现三方集团的减赤目标，即 2011 年将其赤字率降至 10% 左右，并在 2012 年降至

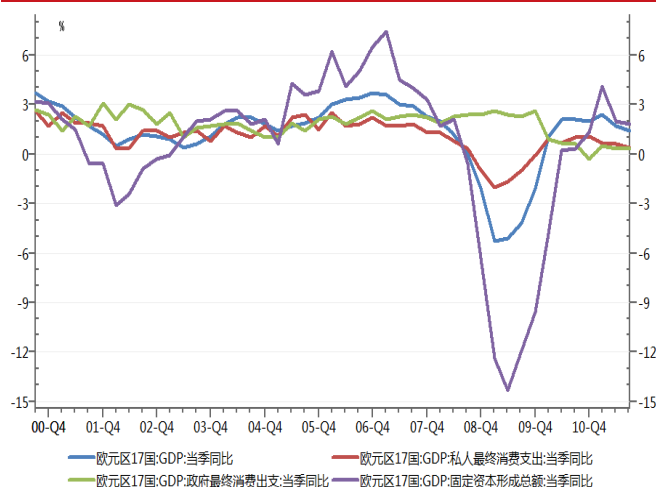
8.6%左右。在压缩政府开支、上调公司税后爱尔兰经济自今年二季度实现复苏，GDP 同比增长 1.6%；为履行承诺，葡萄牙获得援助的条件是承诺今明两年将赤字率从 2010 年的 9.8% 降至 5.9% 和 4.5%，2013 年达到欧盟规定的 3% 的目标。虽然今明两年葡萄牙经济将继续萎缩，但葡萄牙政府如果能坚持执行减赤方案，将如期获得国际援助以渡过难关，实现经济复苏。

图表 11：爱尔兰财政减支计划执行较好



数据来源：CEIC，中邮证券研发部

图表 12：欧元区经济增长放缓



数据来源：WIND，中邮证券研发部

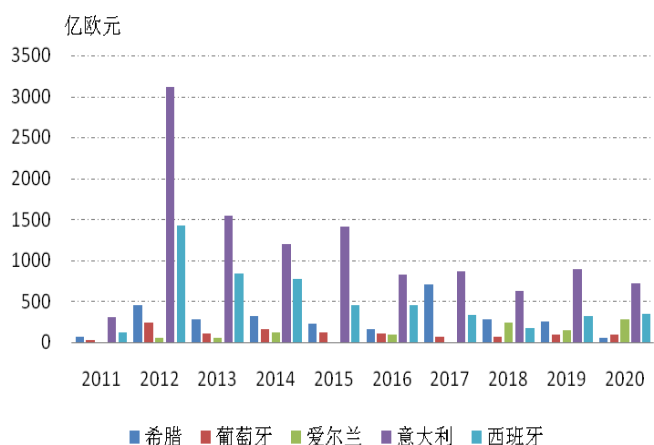
希腊方面，虽然欧盟/欧洲央行/IMF 三方集团已就援助希腊达成协议，同意提供第二批 1300 亿欧元援助，但由于三方集团不满希腊政府没有完全履行减赤承诺，希腊政府仍未获得第六笔援助贷款。而且三方集团扩容 EFSF 规模至一万亿欧元的计划尚未取得进展，加剧了市场的担忧，使意大利、西班牙等国国债市场收益率飙升，迫使欧洲央行不得不入市购买两国债券，以压低收益率水平。不仅如此，市场压力也波及到德法等欧元区心脏成员国，使其国债融资利率上升、认购率下降。明年一季度是希腊、意大利和西班牙等国偿债高峰期，迫切需要各国政府履行承诺以巩固财政、获得有限担保以维持市场信心。为长久计，未来欧元区需要建立统一的财政委员会，修改欧盟公约相关条款，统一成员国的经济和财税政策，对不遵守规定的国家给予惩罚，改变欧元区货币政策和财政政策不统一的结构矛盾，在此基础上发行欧元区统一债券，以增强应对危机的能力。

债务危机不仅冲击金融市场，而且影响了经济复苏进程。2011 年三季度欧元区 GDP 环比增速由一季度的 0.8% 降至 0.2%，同比增速也由 2.4% 降至 1.4%。其中，债务危机打压消费者信心，使个人消费对经济增长的贡献不断下降；成员国政府强力实施巩固财政的计划也使政府消费的贡献减少；受出口的拉动，欧元区制造业库存以及设备和软件投资对经济的贡献持续增长，不过受全球经济复苏放缓的影响，制造业投资对经济增长的贡献也呈现下降的趋势。

从经济增长的前景看，欧元区财政、金融方面对经济增长的支持力度有限。财政方面，欧元区成员国将继续压缩财政支出，尤其是希腊、爱尔兰和葡萄牙等国仍然面对沉重

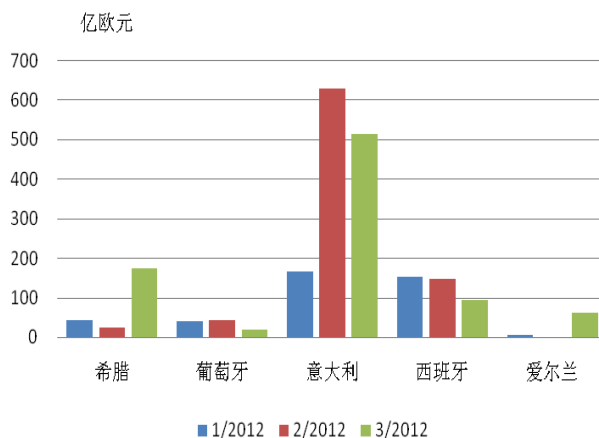
的财政减支压力；同时银行业信贷增长受限。由于银行业承诺减记希腊 50% 债务，若实现 EFSF 在 2012 年中期的资本充足率目标，一方面急需在资本市场融资，另一方面要压缩风险资产规模，事实上在过去几个月内法国巴黎银行、荷兰国际集团以及德国商业银行等机构已开始抛售主权债券，以缩小风险敞口，此举进一步导致主权债券价格走低，使持有该债券的银行资产价值不断下降。此外，由于主权债务危机和经济增长前景的不确定性，自 3 月份以来欧洲银行业惜贷情绪升温，表现为银行业间拆借意愿下降、在欧洲央行的隔夜存款增加以及对非金融部门的信贷规模减少。随着对希腊救助问题的逐渐明朗化，银行业信心有所恢复，对非金融部门的信贷有所回升，但由于意大利等国债务问题的不确定性，虽然欧洲央行已于 11 月份降息，未来欧元区银行信贷增长依然有限。

图表 13：欧洲主要债务国到期债务本金分布



数据来源：彭博，中邮证券研发部

图表 14：2012 年一季度为欧洲债务国偿债高峰



数据来源：彭博，中邮证券研发部

经济领先指标显示，欧元区经济增长疲弱，2011 年四季度或陷入停滞。11 月份欧元区 Markit 制造业 PMI 为 46.4，连续 4 个月低于 50 的荣枯分界线，并触及 2009 年 7 月以来的最低点，新订单和产出指数均下降。德法意等主要成员国制造业 PMI 均表现不佳；11 月份欧元区服务业 PMI 有所反弹，由上月的 46.4 回升至 47.8，但仍然连续 3 个月低于 50，不足以拉动经济反弹。总体看，欧元区明年经济增长将呈现前低后高的态势，上半年债务危机将继续拖累经济增长，经济陷于停滞。随着危机影响的逐渐消退，消费者信心和投资者信心将逐渐好转，下半年经济将实现恢复性增长，全年经济增长 1% 左右。

1.4 全球仍然维持宽松的货币政策

为应对危机，发达经济体不仅出手救市，而且长时间维持零利率，并释放大量流动性。低利率、美元流动性、农产品价格周期等因素推动新兴经济体通胀水平不断上升。其中俄罗斯二季度通胀率高达 9.6%，印尼 7 月份通胀率也突破了 7%，巴西 8 月份通胀率也达到 7.4%，印度 10 月份通胀率上攀 10%。为管理通胀及通胀预期，自去年开始

新兴经济体纷纷开始收紧货币政策。至今年7月份巴西已连续8次提高基准利率，将隔夜利率由8.75%上调至12.5%；中国央行连续8次上调存款准备金率，5次上调基准利率；印度自去年三月份以来连续12次上调回购利率。新兴经济体的高增长以及与发达经济体之间的高利差吸引国际热钱不断涌入，也加剧了新兴经济体国内的市场压力。

流动性不断堆积，加之恶劣天气以及地缘政治危机等因素的影响，使得原油等大宗产品价格飙升，输入型通胀压力也使发达国家难以独善其身，自2011年初以来欧美等发达经济体通货膨胀压力日益明显。美国通胀率由年初的1.6%升至9月份的3.9%，欧元区由年初的2%升至目前的3%，英国通胀率由3%上升至目前的5%。由于发达经济体复苏乏力，因此只有欧洲央行将基准利率提高了0.25个百分点至1.5%，而其他央行均维持0.25%-0.5%的接近零利率的水平。

图表 15：2011 年下半年全球央行纷纷放松货币

国家和地区	宣布时间	主要内容
越南	7月4日	基准利率下调100个基点至14%
巴西	8月31日， 10月19日	基准利率两次下调累计100个基点至11.5%
美国	9月23日	维持0-0.25%联邦基金利率，同时实施“扭转操作”，即计划到2012年6月，出售剩余期限为3年及以下的4000亿美元中短期国债，同时购买相同数量的剩余期限为6年至30年的中长期国债
英国	10月6日	维持关键利率在0.50%不变，将资产购买计划规模增加750亿英镑至2750亿英镑
印尼	10月11日、 11月10日	基准利率先后下调25和50个基点至6%
日本	10月27日	维持0-0.1%基准利率，资产购买和市场操作的资金池规模扩大5万亿日元至55万亿日元
澳大利亚	11月1日、 12月6日	连续两个月降息，累计下调隔夜拆借利率50个基点至4.25%
欧元区	11月3日	降息25个基点至1.25%，并于10月27日重启向商业银行提供一年期569亿欧元再融资业务
中国	11月30日	下调存款准备金率0.5个百分点至21%（大型存款类金融机构）

数据来源：各国家和地区央行，中邮证券研发部

欧债危机恶化、美国经济复苏不及预期以及新兴经济体经济增长势头放缓，加上新兴经济体集体紧缩政策已发挥部分效力，今年四季度全球通胀压力已有所放缓，通胀率下降扩大了各国央行货币政策的调整空间，而全球经济增速下滑已成不争的事实，部分新兴经济体和亚洲国家已开始加入放松货币政策的行列。自9月份巴西已3次下调隔夜利率，由12.5%下调至11%。同时澳大利亚、新加坡、印尼、泰国等国家也纷纷下调基准利率，此外韩国和马来西亚则连续数月维持基准利率稳定，中国也于12月初下调了存款准备金率，是中国央行三年来首次下调存款准备金率。

发达经济体方面，美联储9月份决定实施“扭转操作”，即计划到2012年6月，出售剩余期限为3年及以下的4000亿美元中短期国债，同时购买相同数量的剩余期限为6年至30年的中长期国债，旨在压低长期国债收益率。此外，美联储还将对其持有的机构债务和机构抵押贷款证券进行再投资。美联储还决定将联邦基金利率维持在零至0.25%的水平不变；尽管面对5%的通胀率，英国央行仍然维持0.5%的基准利率不变，并将量化宽松规模由2000亿英镑扩大至2750亿英镑；欧洲央行11月初将再融资操

作利率下调 25 个基点 1.25%，重启债券购买计划，并分两次向欧元区银行进行期限在 1 年的再融资操作，以期避免发生流动性危机。

未来欧洲央行将连续降息，而且 12 月份加息的可能性较大，明年基准利率将下调至 0.5%，以避免经济衰退的风险。近期美国经济基本面表现良好，三季度美国 GDP 重拾增长，但由于欧债危机持续蔓延，新兴经济体经济增速以及放缓，同时国内楼市和就业市场依然不振，未来经济低增长的可能性较大，因此美国或将祭出新的量化宽松措施，包括购买长期美国国债和购买按揭贷款证券。随着新兴经济体和发达国家不断下调利率，扩大量化宽松规模，全球进入新一轮货币宽松周期。

2、中国经济，“十二五”期间转型任务艰巨

加快经济发展方式转变是“十二五”时期的主线，即将投资和出口驱动的粗放的增长模式向依靠技术进步和消费提高驱动的集约增长模式转变。从“九五”计划提出要转变增长方式，“十一五”提出转变经济增长方式，十七大把转变经济增长方式改为转变经济发展方式，目前我国已进入转型中期，期间经济增长模式将发生重要变化，同时，国际金融危机也使中国经济发展的不平衡不协调和不可持续的矛盾凸显，因此，加快转变经济发展方式是适应国内外环境变化的迫切要求，也是解决中国经济发展过程中新老矛盾的必然选择。

2.1 加快转变经济发展方式是必然选择

改革开放 30 年来，中国实现了经济腾飞，年均 GDP 增长超过 10%，2010 年经济总量达到 5.9 万亿美元，占世界经济的比重由 1978 年的 1.8% 提高至 2010 年的 9.5%，人均 GDP 达到 4000 多美元，步入中等收入国家行列。进入中等收入阶段，赶超型经济高速发展积累的矛盾将集中体现，支撑经济高速增长的内外条件也在发生变化，具体表现为：劳动力供求关系发生变化，目前劳动年龄人口已逼近峰值，农民工中青壮年比例不断下降，劳动力成本逐年上升，低成本劳动力的充分供给已不存在；高储蓄高投资不可持续，由于人口结构的变化以及老龄少子化进程的加快，长期看人口抚养比有上升的趋势，必然导致储蓄率下降，投资驱动经济增长的能力减弱；改革的制度红利减弱，改革开放以来，大规模引进外资、农村劳动力向制造业转移等劳动力由低效部门向高效部门转移因素使全要素生产率大幅提高，但随着农村劳动力转移的规模和速度下降，技术引进的外溢效应减弱，需要提升科技创新、人力资本和体制变革对经济增长的贡献；资源和环境约束持续强化，高能耗、高要素投入支撑了中国 30 年的经济增长，随着经济总量的扩大，资源和环境的硬约束将明显增大，必然对经济增长形成外部约束。

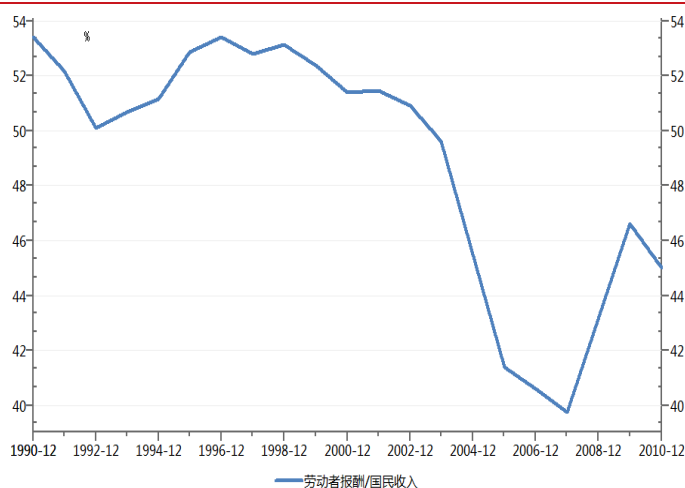
2.1.1 加快转变经济发展方式的实现路径

未来三年是“十二五”的关键时期，也是加快转变经济发展方式的攻坚阶段，既要化解经济高速发展过程中长期积累的矛盾和问题，也要为经济增长再上新台阶、实现全面协调可持续发展创造条件。

提升内需，加大个人消费需求在经济中的比重

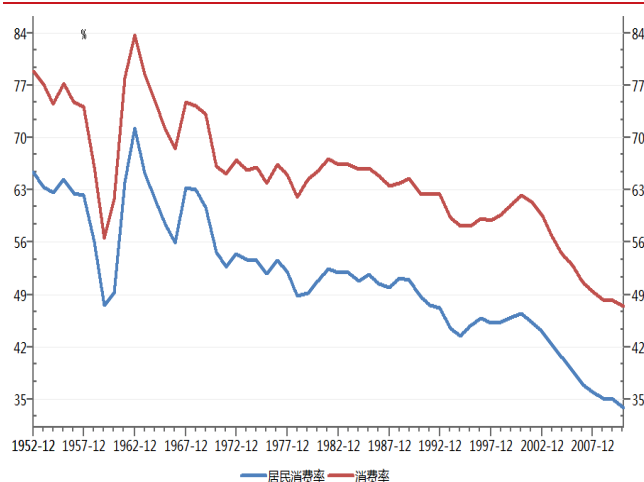
在经济发展过程中，投资与消费不协调、内外不平衡的矛盾逐渐显现。2010 年中国消费率下降至 47.4%，其中居民消费率下降到 33.8%，最终消费对经济增长的贡献率降至 36.8%。当前全球经济处于深刻调整的过程中，通过国际市场释放过剩生产能力的空间不断缩小，经济增长依赖投资和外贸的局面难以为继，迫切需要增强居民消费对经济增长的拉动作用。因此，继续推进城镇化、创造更多的就业机会，加快推进收入分配体制改革、避免落入“中等收入陷阱”，提高公共服务支出在财政支出中的比重，扩大社会保障覆盖面、增强居民消费意愿，推进以“住行”为主导的消费结构升级、培育文化、旅游等服务性消费，推进经济内外均衡。

图表 16：劳动者报酬占国民收入的比重下降



数据来源：WIND，中邮证券研发部

图表 17：消费率和居民消费率不足



数据来源：WIND，中邮证券研发部

发展现代服务业和战略新兴产业

当前中国经济结构工业比重高但附加值低，服务业发展滞后。工业过度依赖加工制造环节，决定市场地位和附加值的生产型服务业发展滞后，高技术产业也集中在价值链低端。金融危机使得国际需求放缓，全球经济面临调整压力，中国经济增长高度依赖低端加工组装、缺乏自主技术和知识产权的局面难以为继，迫切需要推进新一轮产业结构升级。大力发展生产型服务业，加快培育节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车等战略新兴产业，推进技术创新和商业模式创新，以适应国际产业竞争格局的新变化，提升经济增长的质量。

体制创新为转变经济发展方式提供制度保障

经济发展中的失衡和深层次矛盾，归根到底有可以归结于体制机制问题。目前政府伸手过长、资源配置权过大、占用资源过多、资源价格扭曲等问题使资源配置效率受到影响，实现经济发展方式的转变关键在于推进改革，推进改革的目的是要消除转变经济发展方式的制度性障碍。同过去相比，当前利益格局更加复杂多样，改革的推进更加艰难，但可改革的空间依然很大。加快石油、电信、金融等垄断行业的市场准入，

提高市场竞争性和服务水平，建立市场化资源价格、提高资源使用效率、开发节约资源的新技术和新产品，提高国有企业上缴财政的比例、扩大社保支出、增强居民消费意愿等，有利于形成转变经济发展方式的制度环境，增强经济持续增长的动力。

2.2 经济转型期的基本特征

2.2.1 经济增长中枢下移

进入中等收入阶段，一方面，工资增长使过去行之有效的低成本、低价格的竞争模式不再有效，另一方面，技术水平和创新能力尚无法与发达国家竞争，因此在国际市场上面临困境，在低端市场上难以与低收入国家竞争，在高端市场上有不能与高收入国家抗衡。因此，限于技术能力、研发实力、资源约束和劳动力成本上升等诸多因素的影响，未来中国经济增长中枢将呈现下行趋势。世界银行测算 2011-2015 年间我国年均潜在经济增长率为 8.4%，2016-2020 年间降为 7%，虽然对未来五年潜在经济增长率的具体数据尚没有确定性结论，但“十一五”期间降至 8-9% 已基本达成共识。从未来影响经济增长的具体因素看，受外部环境影响，今后几年中国外贸增速将进一步下降，净出口对经济增长的贡献下降，2012 年经济增速将回落至 8.8%-9.1% 之间。随着欧债危机的逐渐消除，2013 年外需有望回暖，中国经济增长率或有所反弹。

2.2.2 投资转型，偏向新兴产业和消费投资

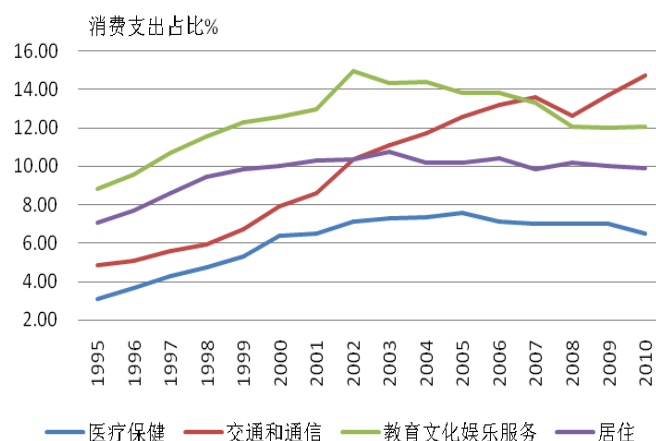
“十二五”期间战略新兴产业、与制造业升级相关的投资将出现强劲增长。按照国务院提出的目标，2015 年战略性新兴产业增加值约为 4.3 万亿元，2020 年约为 11.4 万亿元，战略性新兴产业未来 10 年间将实现 20% 以上的速度增长。未来 5 年新兴产业投资将达到 5-8 万亿元，将有效拉动投资增长。“十二五”期间消费将进入快速增长通道，中央已将扩大消费作为经济战略转型的重点，“到 2015 年社会消费品零售总额要从 2010 年底的 15.4 万亿元增至 30 万亿元。随着城镇居民消费升级和农村居民消费普及，我国将继续扩大交通和通信、居住、旅游、医疗保健、教育文化娱乐、耐用消费品方面的投资，预计“十二五”投资仍能保持较快的增速。

2.2.3 消费升级，服务性消费是新增长点

随着居民收入的增长和生活水平的提高，居民消费的层次不断提升。一方面表现为传统消费的升级，消费者追求产品功能使产品不断升级，市场不断细分，产品越来越丰富，功能越来越多样；另一方面，我国城镇居民中商品性消费比重偏大、服务消费所占份额偏小。发达国家个人消费支出中，服务性支出一般远超商品性支出。以美国为例，美国个人消费中购买商品的支出占比为 35%，其中食品和服装等类别生活消费仅占消费支出的 15%；服务性支出占比为 65%，其中医疗护理、金融保险服务以及非营利机构服务占比较大。而我国仅食品和衣着等基本消费就占到城镇居民消费支出的近 4 成，未来拓展服务型消费的空间很大。随着我国居民收入的快速增长，居民消

费结构也将转型升级，从商品性消费向服务性消费是消费升级的长期趋势，其中教育消费、通讯服务、医疗消费未来将持续升温，此外，文化娱乐消费、旅游消费将成为未来消费增长的重点。中共中央十七届六中全会出台的《关于深化文化体制改革的决定》提出要建设优秀传统文化传承体系，努力建设社会主义文化强国，大力度支持创新，引导科技与文化的紧密融合，激发全社会的创造活力，加快文化产业的转型升级，加快发展新兴文化产业综上所述，居民收入稳定增长与消费升级相结合，未来几年居民消费支出将继续保持稳定增长，年均增速将保持在 15%-17% 之间。

图表 18：近年来消费结构逐渐升级



数据来源：WIND，中邮证券研发部

2.3 转型期的宏观政策，推进利率市场化和结构性减税

新通胀周期以来，央行采取的是以数量工具为主、价格工具为辅的方法来遏制通胀，造成高存准率（大银行 21.5%、中小银行 19.5%）和负利率同时存在的局面，在现有 80 万多亿元广义货币的情况下，全国各地大面积地出现了“钱荒”，在此背景下，影子银行体系融资额比重增加，利率飙升。央行侧重于数量工具，表明中国融资体系仍“信贷配给”，融资优先照顾国有企业和地方政府，重数量、轻价格也影响了货币政策的效力。“十二五”期间中国将深化利率市场化改革，建立中央银行利率调控框架，疏通利率传导机制，完善市场基准利率体系，更好地为金融产品定价提供有效的利率基准。

“十一五”期间我国财政收入年均增长 21.5%，约为 GDP 增速的两倍。目前我国税收中仍以间接税为主，包括增值税、营业税和消费税等间接税性质的流转税占我国税收总额的 70%，而直接税性质的所得税占比不足 30%。未来税制调整的一个大致方向，就是减少间接税，增加直接税，以强化税收的二次分配公平性的杠杆功能。此外，还有继续深化结构性减税，以减少重复征税，推动产业结构优化升级。从近年来税制改革和税收政策调整上看，虽然推出了资源税改革、扩大消费税增税范围以及房产税试点等增税措施，但总体上对宏观税负影响较小，而减税则成为税收政策调整的主基调。

如 2006 年取消农业税、2008 年内外资企业所得税统一以及 2009 年增值税转型改革等。自 2011 年起，国家开始实施新一轮结构性减税，包括上调个税起征点、支持小微企业的财税优惠措施以及营业税改增值税的试点等，以提高居民收入，推进转变经济发展方式。“十二五”期间我国将继续完善结构性减税措施，同时辅之以结构性增税。结构性减税方面，主要体现在发挥税收的杠杆作用，调节收入分配；以减税措施支持对战略新兴产业、现代服务业的发展以及鼓励企业增加研发投入等。结构性增税方面，主要是扩大资源税覆盖面、加快推进房产税实施以及推出碳税等，以实现公平税负，促进经济发展方式的转变。

图表 19：2011 年下半年来税收结构性调整情况

发布日期	主要内容
7月29日	修改后的新个人所得税法于9月1日起正式实施。新税法将工资薪金所得费用标准提高到3500元，并扩大了低档税率的适用范围
9月13日	对于企业从事农、林、牧、渔业项目的所得，实施企业所得税优惠政策
10月10日	对企业持有2011—2013年发行的中国铁路建设债券取得的利息收入，减半征收企业所得税。
10月17日	自2011年11月1日起至2014年10月31日止，对金融机构与小型、微型企业签订的借款合同免征印花税。
10月28日	自2011年11月1日起，上调小微企业增值税和营业税起
10月28日	自2011年11月1日起，对石油天然气“从量计征”转向“从价计征”，按产品销售额的5%计征
11月16日	自2012年1月1日，上海市交通运输业和部分现代服务业实施营业税改增值税试点。新增11%和6%两档低税率。租赁有形动产等适用17%税率，交通运输业、建筑业等适用11%税率，其他部分现代服务业适用6%税率。

数据来源：国家税务总局，中邮证券研发部

3、2012 年中国经济和政策前瞻：通胀无忧，政策转向保增长

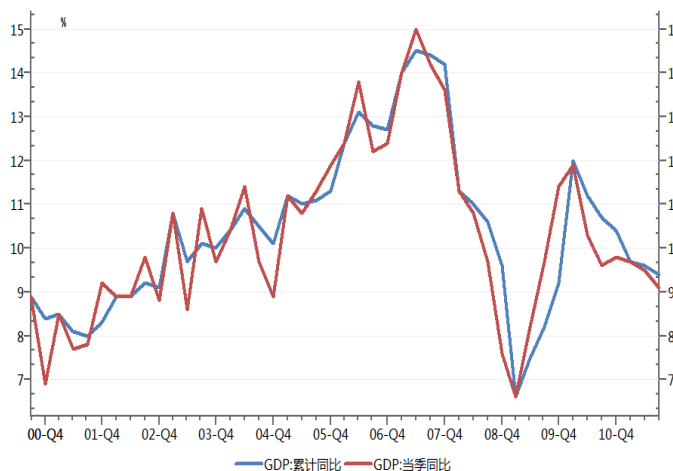
外围经济不景气、政策性因素引发的住行消费下降导致我们经济增速呈现逐季下行的趋势，前三季度 GDP 同比增速由 9.7%、9.5%降至 9.1%。总体看，由于四万亿投资的惯性、消费稳定增长以及保障房投资等因素仍然拉动我国经济保持了较快的增速，经济硬着陆的风险比较小。三季度以来外部环境恶化，对我国出口的冲击较大，同时住房限购政策的累积效应逐步显现，使得工业产出增速不断下滑，预计四季度经济将回落到 9%以内，全年经济增速将达 9.2%。

3.1 三大需求：消费稳定、投资起平衡作用、净出口贡献下降

从三大需求看，前三季度最终消费、资本形成和净出口对经济增长的贡献分别为 47.9%、53.4%和-1.3%，分别拉动 GDP 增长 4.5%、5.0%和-0.1%。与上半年相比，最终消费和资本形成的贡献略有增长，而净出口的贡献略有下降。考虑到明年出口环境恶

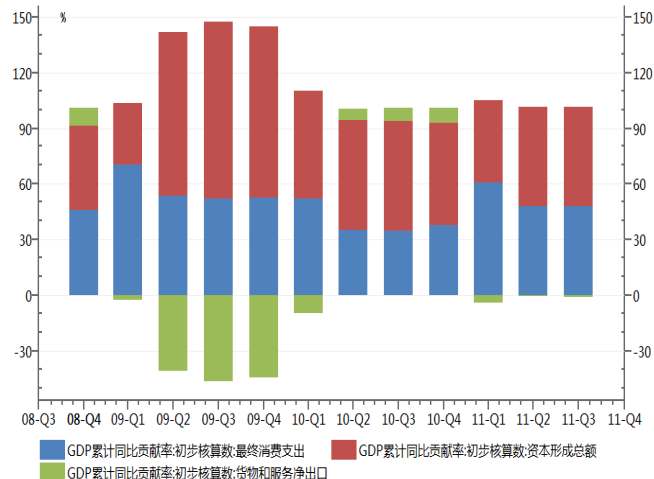
化，出口增速将进一步回落，对经济增长的贡献也将下降，因此投资将对经济增长起到保驾护航的作用。

图表 20: GDP 增速放缓



数据来源: WIND, 中邮证券研发部

图表 21: 消费对经济的贡献较为稳定

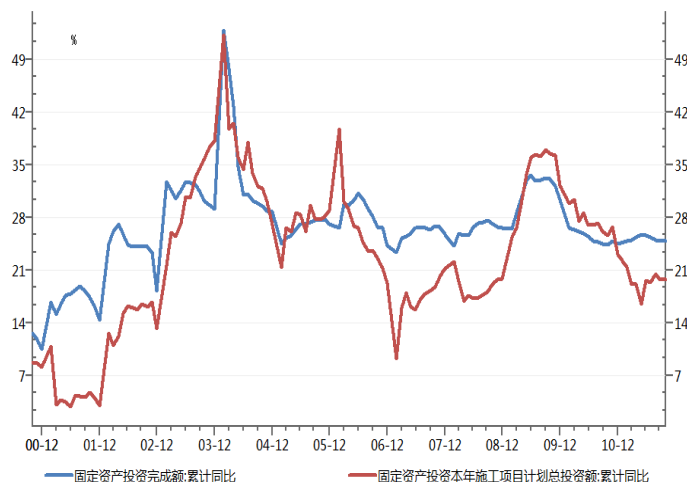


数据来源: WIND, 中邮证券研发部

3.1.1 2012 年固定资产投资增速预计为 20%左右

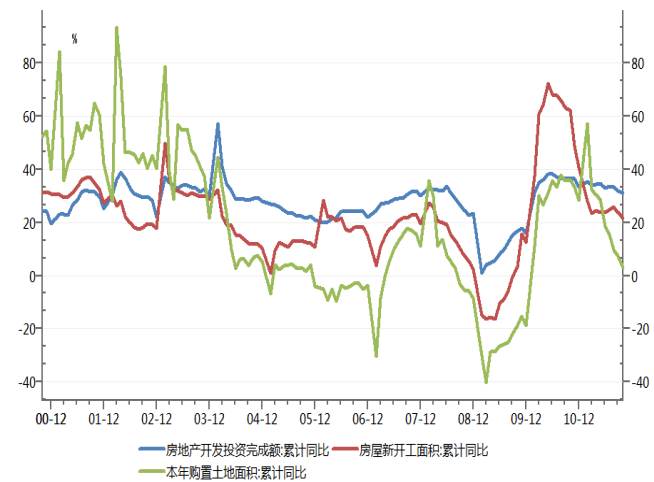
虽然受中央项目投资下降以及铁路项目投资停滞的不利影响，2011 年固定资产投资仍然保持了较快的增速。2011 年前 10 个月固定资产投资同比名义增长 24.9%，其中房地产投资增长 31.1%。农林牧渔、采矿业和制造业投资增长速度较快；房地产限购政策的在年内尚未充分发挥效力，同时保障房投资增长也弥补了商品房投资的下降。预计 2012 年固定资产投资增速将进一步回落，全年达到 20%左右。

图表 22: 固定资产投资增速已呈现下降趋势



数据来源: WIND, 中邮证券研发部

图表 23: 房地产投资增速下降



数据来源: WIND, 中邮证券研发部

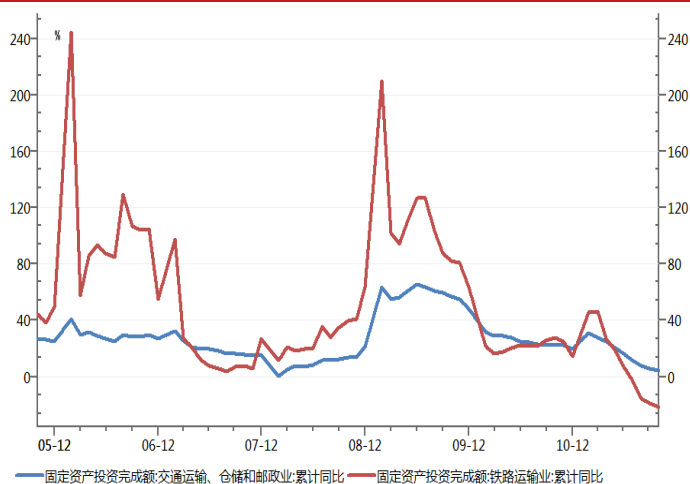
地产投资增速回落

2011 年初国务院常务再度推出八条房地产市场调控措施(“新国八条”),要求强化差别化住房信贷政策,对贷款购买第二套住房的家庭,首付款比例不低于 60%,贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍。自“新国八条”颁布以来,“限购令”在北京、上海、青岛等地密集展开,其后台州、佛山等二三线城市也相继出台限购令。限购令实施后,各地成交量明显下滑。前 10 个月全国商品房销售面积同比增速由回落至 10%,其中北京同比下降了 13.9%,上海同比下降了 14.1%。受调控政策影响,地产商投资意愿下降,各地土地出让市场惨淡,其中前 10 个月北京土地购置面积为 431 万平方米,同比下降 33.2%。房地产投资下降是拖累明年固定资产投资回落的主要因素。

2011 年底和明年初部分城市限购令将集中到期,限购令实施一年后地方政府财政收入受到较大的影响,因此地方政府取消限购令的呼声很高,但 11 月份以来中央已频繁表态显示出调控不放松的决心,近期住建部已明确表示限购令到期后会继续执行,近期房地产调控难见放松。

保障房建设方面,截至 2011 年 10 月底,全国城镇保障性安居工程开工已超过 1000 万套,实现了年初计划的目标任务。按照国务院发布的《关于保障性安居工程建设和管理指导意见》,要求到“十二五”期末,全国保障性住房覆盖面达 20%左右,按照计划“十二五”期间将建设 3600 万套保障房,未来 4 年还将建设 2600 万套,2012 年将开工建设 800 万套。当前保障房建设面临的困难除了供地压力较大外,主要还是资金来源问题,按照预算,中央财政拨款只占到保障房建设资金来源的 10%,其余则由地方政府和企业承担。在今年 1.3 万多亿元的保障房建设资金中,中央财政仅投入了 1500 亿元,由于地方政府卖地收入锐减,资金压力大部分由地产公司承担,但是调控的大背景下地产公司的信贷资金来源大幅减少。为保证建设资金来源,除了加大信贷支持外,还应该促进企业利用债券融资等手段多渠道拓展资金来源。2011 年保障房建设计划投资约占房地产总投资的 20%左右,考虑到保障房建设的周期,明年将是保障房建设的高峰期,投资占比有望超过三成,预计明年房地产开发投资增速回落至 18%左右。

图表 24: 电气机械、通讯电子计算机投资增速下降



数据来源: WIND, 中邮证券研发部

图表 25: 水利、社保等民生领域投资较快增长

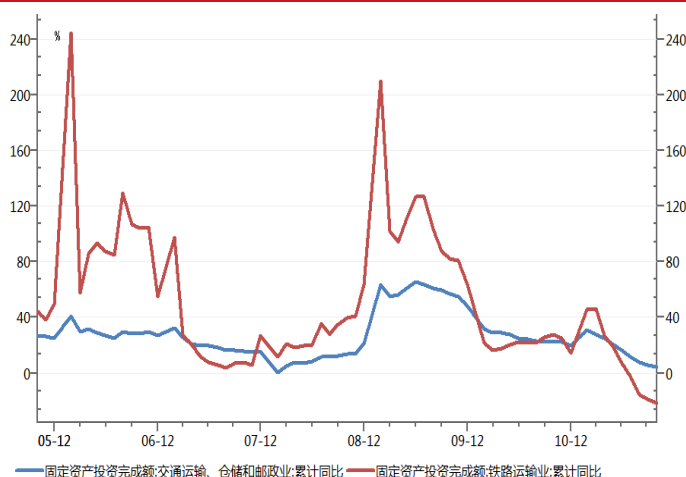


数据来源: WIND, 中邮证券研发部

制造业投资放缓

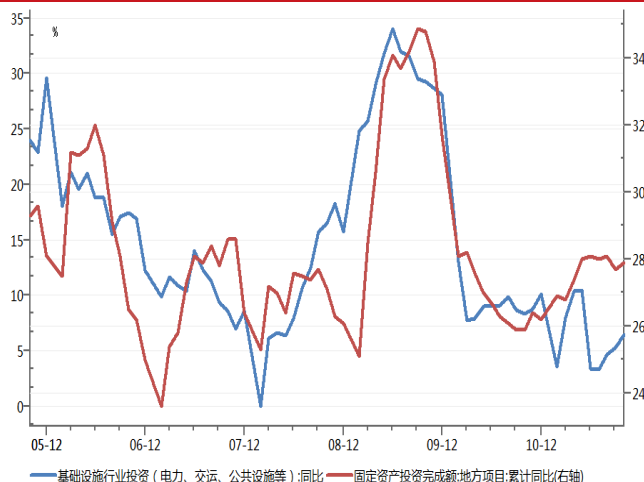
制造业投资占固定资产投资的三成左右，2011 年制造业投资高速增长也对固定资产投资有较强的支撑作用。不过内需放缓、外需下降将传导至制造业投资，使其投资增速下降。制造业中电气机械及器材制造、通讯电子计算机行业投资增速已成逐月下降趋势。制造业中包括通用设备装备制造业、专用设备制造业和交通运输设备制造业等装备制造业投资约占制造业总投资的 1/5。其中高端装备制造业是我国“十二五”期间规划的七大战略新兴产业之一，高端装备制造发展将选择五个方向重点突破，分别为航空装备、卫星及应用、轨道交通装备、海洋工程装备和智能制造装备。全面提升工业发展水平、转变经济发展方式需要装备制造业的有力支持，同时基础设施投资将继续带动工程机械等行业增长。预计 2012 年制造业投资将回落至 25% 左右。

图表 26：2011 年铁路投资停滞，未来有望恢复



数据来源：WIND，中邮证券研发部

图表 27：地方项目投资较快增长



数据来源：WIND，中邮证券研发部

地方项目投资较快增长

2011 年是地方政府换届之年，省、市、县、镇四级政府共同换届，其中 3-6 月份是换届的高峰期，至明年初地方换届全部完成，为 2013 年中央政府换届作好准备工作，下半年召开十八大，选出新一届中央委员会，换届周期将诱发地方政府较强的投资冲动。2011 年由于四万亿项目投资的刺激作用逐渐消退，同时高铁事故频发已使得铁路项目建设停滞，基础设施投资中交通运输、仓储和邮政业投资增速降幅较大，而环境和公共设施管理、居民服务和其他服务业、卫生社会保障和社会福利以及教育业投资增速较快。2012 年地方政府将加快推进“十二五”项目，继续扩大基础设施投资。在铁路投资方面，调整后铁路“十二五”规划的发展目标是新线投产总规模控制在 3 万公里，“十二五”末全国铁路运营里程将由现在的 9.1 万公里增加到 12 万公里左右，“十二五”基建投资由 3.5 万亿元下调至 2.8 万亿元。受高铁事故以及资金来源的影响，自 2011 年二季度以来铁路投资显著下降，每个月新增铁路投资为 400 亿元左右，截至 10 月底铁路运输业总投资仅为 3985 亿元，远低于全年目标的 8500 亿元。按照十二五铁路投资规划，每年铁路投资将不低于 7000 亿元，预计 2012 年铁路投资将得到

部分恢复。换届周期将拉动基础设施项目投资回升，弥补制造业投资和房地产投资下降的不利影响。

3.1.2 剔除汽车的消费继续保持稳定增长

为应对国际金融危机，国家推出的“四万亿”投资计划和出台了鼓励消费、刺激内需的多项政策，使消费支出对国民经济的贡献有所上升。居民消费中汽车销售引领消费增长，近两年来汽车销售在限额以上批发和零售额中的比重稳定在 26%左右，在三大汽车优惠政策的刺激下，2009-2010 年汽车产销爆发式增长，2011 年随着优惠政策退出的影响逐渐扩大，同时节能补贴标准提高、地方政府限购政策的示范效应以及房产调控和紧缩的金融政策也对居民购买意愿产生影响，汽车销量同比增速已明显下滑，前 10 个月我国累计销售汽车 1516 万辆，同比增长 3.2%；累计生产汽车 1503 万辆，同比增长 2.7%。汽车销售增速下降拖累居民消费进一步扩大。

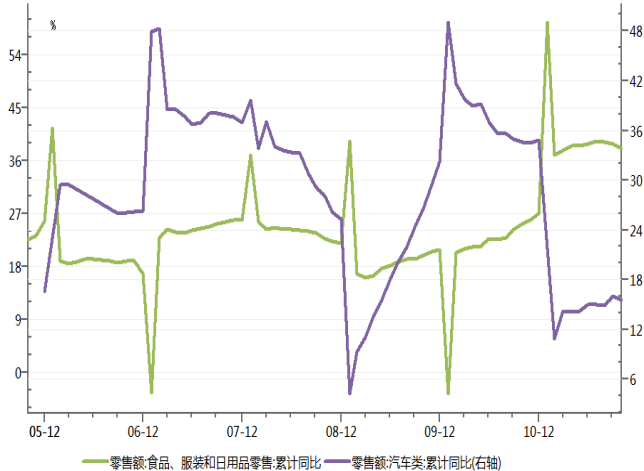
除汽车消费外，限额以上消费品零售中，食品、服装和日用品等消费品的占比分别为 13%、10%和 4%，三种基本生活用品消费增长稳定，居民收入提高为保障居民生活消费、提高生活水平的基础。“十二五”纲要规定，在“十二五”期间，要达到“两个同步”，即居民收入与经济发展同步、劳动报酬与劳动生产率提高同步，按照“十二五”期间经济发展目标，纲要提出了一个明确的量化指标，即增长 7%以上，中国版“收入倍增”计划出炉。自 2010 年来已有 32 个省市自治区上调最低工资标准，其中除了甘肃、西藏等 6 个经济较落后的省区外，其余地区均在 2010 年和 2011 年两次上调最低工资标准，累计上调幅度在 30%-80%之间；从城镇居民收入情况来看，2010 年城镇居民人均可支配收入同比增长 11.3%，2011 年前三季度同比增长 13.7%，扣除物价因素后城镇居民实际可支配收入均同比增长 7.8%，两年来居民收入增长提速也为居民消费稳定扩大提供了最主要条件。

图表 28：城乡居民实际收入增长拉动消费



数据来源：WIND，中邮证券研发部

图表 29：基本消费品零售增长弥补汽车零售的下降



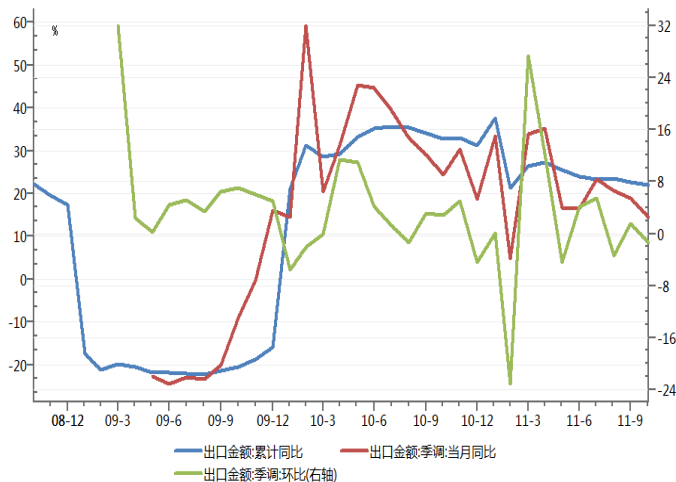
数据来源：WIND，中邮证券研发部

从 2012 年去消费前景看，自入世以来，从 2002 年开始中国汽车业产销加速，于 2006 年汽车销售 721 万辆超过日本成为世界第二大汽车消费国，于 2009 年汽车销售 1364 万辆超过美国成为世界第一大汽车消费国。在经历连续 8 年产销年均增速超过 30% 高速增长之后，自 2011 年汽车业进入新一轮调整周期，汽车销售将步入低速增长阶段，预计 2012 年汽车产销增长 5% 左右。由于汽车销售的拖累，同时经济增速放缓也拖累居民收入增长，预计 2012 年社会消费品零售增速略有下降，全年增长 16% 左右。

3.1.3 外贸不确定性增加，风险加大

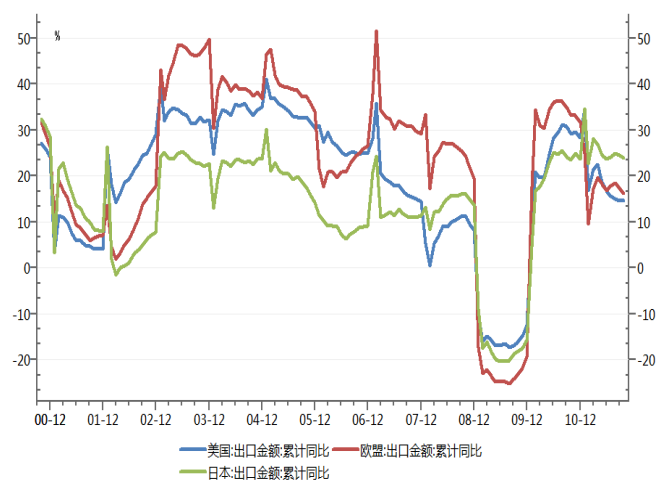
危机后发达国家政府推动私人部门去杠杆化，出巨资救助金融和保险部门，因此承担了巨额债务，导致政府部门的债务负担加重。政府救市的后遗症不断显现，主权债务风险加深了资本市场对发达国家政府的担忧，导致该国债券市场收益率飙升，筹资成本猛增，使政府负债能力难以为继，主权债务危机间歇式爆发。2011 年欧元区债务危机爆发国家为实现减少赤字，大力强化财政纪律，实施紧缩性财政政策，以实现中期内巩固财政，降低债务率。如希腊 2010 年赤字率为 9.4%，今明两年紧缩开支以实现 2011 年降至 7.6%、2012 年降至 6.5% 的目标；葡萄牙 2010 年赤字率为 9.8%，今明两年的目标是把赤字率分别降到 5.9% 和 3%；爱尔兰 2010 年赤字率高达 32.4%，今明两年的目标是降至 11.5% 和 8.6%。此外，欧元区主要经济体法意两国也推出了减赤计划。

图表 30：2011 年出口增速下降



数据来源：WIND，中邮证券研发部

图表 31：对欧盟出口增速放缓

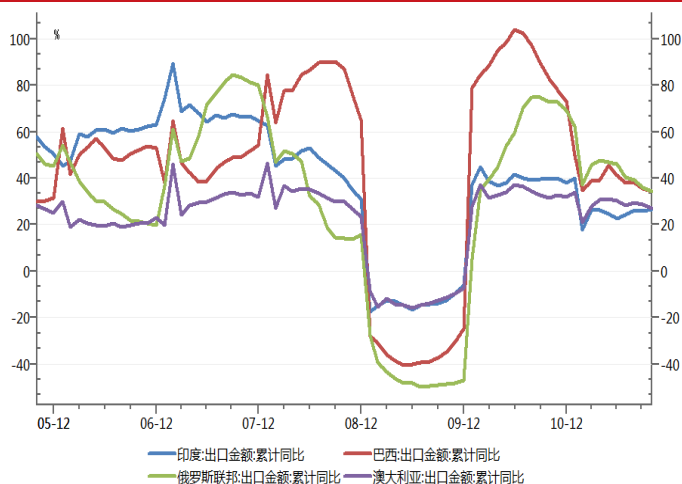


数据来源：WIND，中邮证券研发部

债务危机、财政紧缩对欧元区投资和消费有显著的影响，前 10 个月中国对美欧出口已明显放缓，对日本出口受到灾后重建的提振，实现恢复性增长，仍能维持较快在增速。对美欧出口下降已经影响到中国与东盟和新兴经济体的贸易，除了印度外，前 10 个月中国对东盟以及俄罗斯、巴西等新兴经济体的出口呈现小幅下降趋势。预计明年欧元区经济增长仍将十分疲弱，而且经济下行的风险加大。欧盟是我国最大贸易对象

国，不可避免地要对我们出口产生不利影响。欧美经济疲弱使海外需求放缓，最近结束的第 110 届广交会成交数据显示，来自欧美市场的订单下降幅度较大。虽然对新兴经济体的进出口增长迅速，但是若明年世界经济下行幅度加大、欧债危机会进一步传导至新兴市场国家，也将对中国和新兴经济体的贸易产生影响。综合考虑以上因素，预计 2012 年进出口增速将回落至 16% 左右，其中进口增长 17%，出口增长 13%。

图表 32：对新兴经济体出口增速也有放缓趋势



数据来源：WIND，中邮证券研发部

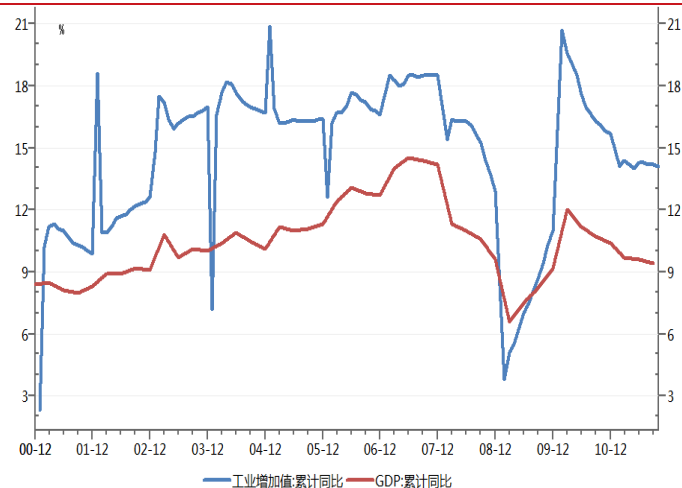
图表 33：工业企业出口交货值下滑



数据来源：WIND，中邮证券研发部

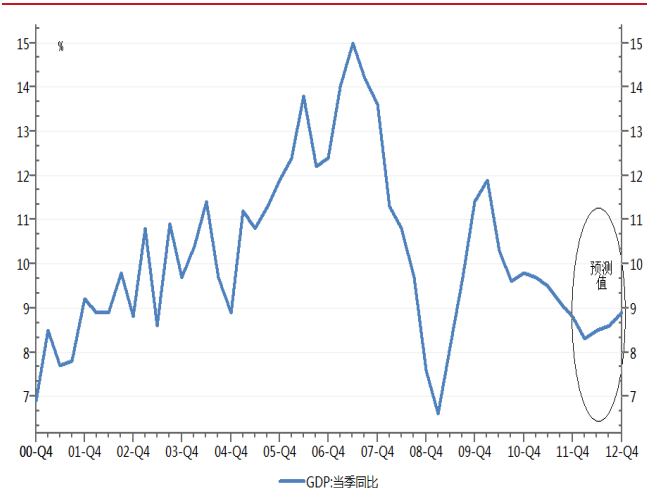
3.2 工业增速放缓，GDP 增速下降

图表 34：工业增速预示未来经济增速下降



数据来源：WIND，中邮证券研发部

图表 35：GDP 同比增速及预测



数据来源：WIND，中邮证券研发部

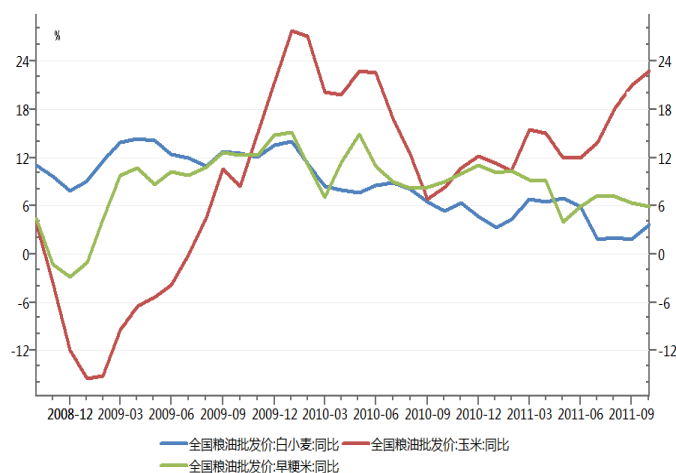
2011 年前 10 个月工业增加值同比增长 14.1%，从环比数据看，10 月份工业环比增长 0.9%，工业增速开始下降。从工业增长的前景看，自 2011 年 2 月份以来工业企业产成品库存同比增速一直保持在 22% 以上，从 2000 年以来工业产出和企业产成品增长的走势看，除了

2001 年上半年、2008 年三季度和 2011 年三季度至今这三个期间外，二者增长方向基本保持一致，其中 201 年表现为工业产出增长、库存下降，主要是加入世贸组织对出口的刺激导致工业企业库存迅速下降；2008 年三季度表现为工业产出增速下降、而库存迅速增长，主要是国际金融危机对出口的冲击使得企业被动增加库存；2011 年初以来表现为工业增速小幅下降、而企业库存增速不断上升，主要是欧债危机、世界经济放缓对国内工业的冲击，导致企业被动增加库存。从出口交货值的增长看，9 月份以来出口交货值同比增速已经开始下降。未来企业去库存压力将导致工业增速放缓，利润下降，预计 2012 年工业增加值增速降至 12.5% 左右。工业产出占 GDP 总量的四成，工业增加值的走势决定了经济增长的速度，预计 2012 年 GDP 增长 8.6%。

3.3 通胀下行趋势确立

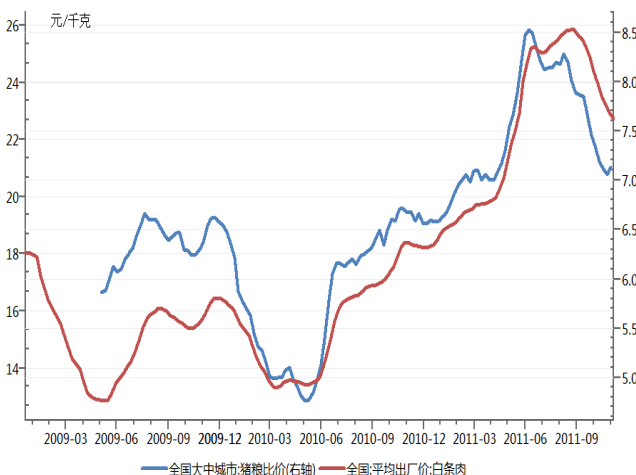
持续紧缩的货币政策逐渐发挥效力，表现为 CPI 下行、通胀压力减缓。前 10 月份，我国消费者物价指数（CPI）同比上涨 5.6%，其中 10 月份 CPI 同比上涨 5.5%，在连续 4 个月处于高位后首次跌破 6%，环比涨幅也由上月的 0.5% 大幅降至 0.1%。

图表 36：粮食价格涨幅较为稳定



数据来源：WIND，中邮证券研发部

图表 37：猪肉价格趋于下降



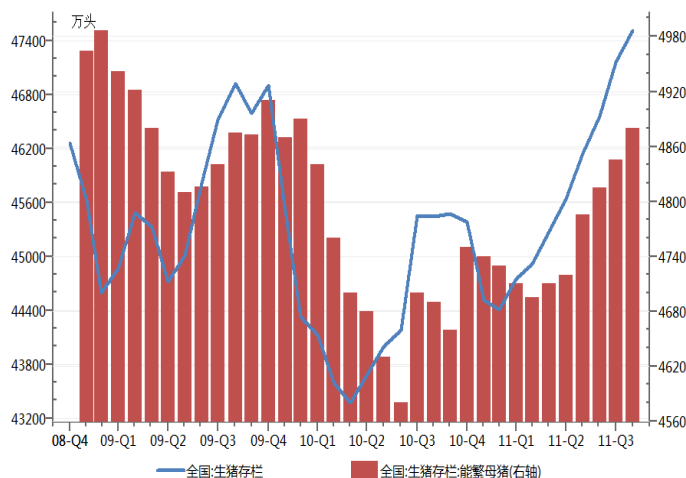
数据来源：WIND，中邮证券研发部

占 CPI 比重最大的食品价格涨幅缩窄，10 月份同比涨幅由上月的 13.4% 回落至 11.9%。除食品外，非食品、消费品和服务价格涨幅也有所回落，同比涨幅分别由上月的 2.9%、7.3% 和 3% 回落至 2.7%、6.6% 和 2.8%。CPI 连续 3 个月下跌，表明通胀下行的趋势已基本确立，其主要原因是去年下半年货币政策紧缩的累积效应，由于通胀率是滞后指标，因此持续近一年的紧缩政策才逐渐产生效力。

2012 年粮食价格涨幅继续保持稳定，粮食稳产使得 CPI 构成中食品价格涨幅波动不大。2011 年我国粮食总产量 57121 万吨，比 2010 年增产 2473 万吨，同比增长 4.5%，连续 8 年实现丰收，使粮价缺乏进一步上涨的压力。猪肉价格方面，生猪的生长特征决定猪肉价格以大约三年为一个周期，最近一个周期从 2009 年中期开始，预计将在 2012 年中期结束，至 2011 年 6 月份猪肉价格已连续上涨两年，猪粮比价上升导致养猪业

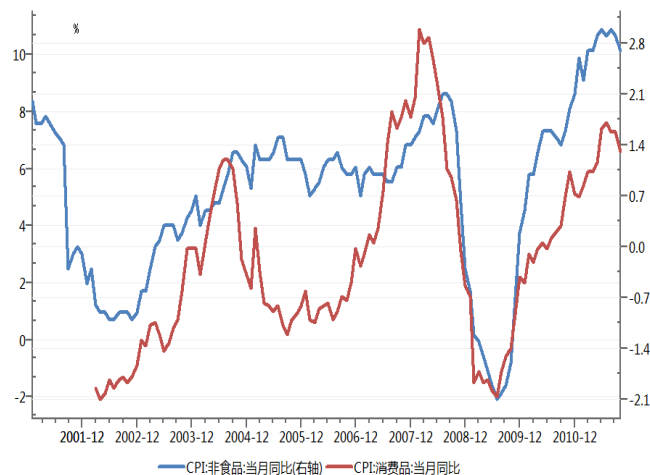
规模扩大，自二季度以来生猪存栏量不断上升，政府的能繁母猪补贴政策也促进全国范围内能繁母猪数量大幅增加，随着生猪陆续出栏，明年肉价涨幅将不断回落。

图表 38：生猪供应上升



数据来源：WIND，中邮证券研发部

图表 39：非食品和消费品价格上行



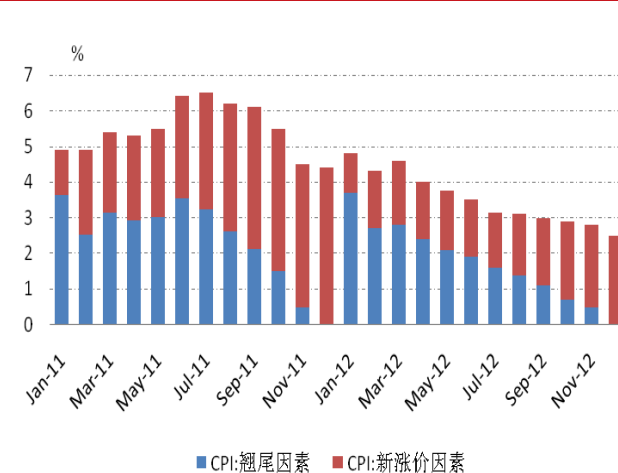
数据来源：WIND，中邮证券研发部

图表 40：国际原油价格仍处高位



数据来源：WIND，中邮证券研发部

图表 41：未来 CPI 走势预测



数据来源：WIND，中邮证券研发部

要素价格改革将拉动非食品价格继续上行。市场经济、自由贸易的条件下，生产要素和商品在国内国际市场间的自由流动，要素价格由趋同的趋势。为促进要素价格市场化，财政部和国税总局通过的《资源税暂行条例实施细则》已于 2011 年 11 月 1 日正式实施，将原有的从量计征改为从价计征，原油和天然气资源税由原来的每吨原油资源税 30 元、天然气每立方米 7-9 元，调整为按产品销售额的 5% 计征。原油和天然气资源税调整将提高下游化工行业的生产成本，推动化工产品价格上升；为解决市场煤

计划电的长期矛盾、火电厂亏损程度加深的局面，发改委 12 月 1 日上调全国平均销售电价 0.03 元/千瓦时，上调煤电厂的上网电价 0.026 元/千瓦时，电价上调也使电解铝等高耗能行业成本增加；此外，由于进口天然气长期亏损，新版天然气定价方案即将出台，新方案将天然气与燃油、液化石油气等替代能源联动，反映天然气市场价值，近期天然气价格有上调的迹象。此外，国家转变经济发展方式、调节居民收入分配也使得劳动者报酬逐年上升，长期看物价水平有上升的趋势。

关于 2012 年的通胀走势，2011 年四季度通胀下行的趋势已基本确认，由于前期物价累计涨幅较高，在经济增长放缓、需求下降的压力下，未来新涨价的动力已明显减弱，预计明年一季度 CPI 将跌入 4% 以内，通胀率水平将逐季下行，全年或达到 3.1%。

3.4 宏观政策：适度放松货币、继续实施积极的财政政策

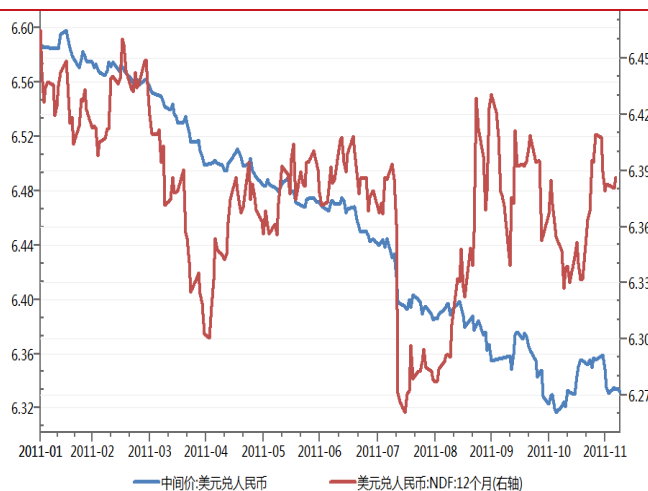
为应对危机后释放的天量货币，央行也祭出了前所未有的数量紧缩政策。自去年四季度以来，央行加大了货币紧缩的力度和步伐，10 月末，广义货币(M2)余额同比增速已降至 12.9%；狭义货币(M1)余额同比增速降至 8.4%。紧缩的货币政策逐渐发挥效力，四季度 CPI 涨幅将大幅下降。由于货币政策存在时滞，因此通胀率属于滞后指标，经过一年多的紧缩政策的作用，在通胀率下降的同时，紧缩货币政策使得中小企业经营步履维艰，外部环境恶化也使出口的不确定加大，经济增速也陆续两个季度下降，在此条件下放松货币政策的也成为应有之义。

图表 42：货币供应量增速下滑



数据来源：WIND，中邮证券研发部

图表 43：人民币升值势头有所放缓



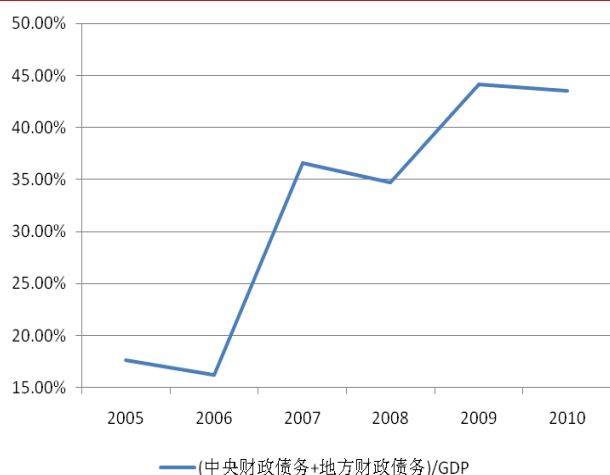
数据来源：WIND，中邮证券研发部

考虑到虽然 CPI 下行趋势已经确立，但物价水平仍处于高位，为了防止通胀的反复，尽管 GDP 增速已持续下降，货币当局对全面放松货币仍然十分谨慎，而是多次声称货币政策要“把握调控的节奏和力度”、“提高针对性、灵活性和有效性”和“预调微调”等较为温和的措辞等。但是实际政策的改变在近两个月来正在陆续出台。在货币政策实际操作层面上，自 9 月份以来央行已经净投放人民币超过 3000 亿元，通过公开市场操作为银行间市场注入流动性，以推动银行间市场利率下，同时下调了央票的

发行利率，10月下旬新增人民币信贷规模也陡然放大，央行于11月份最后一天宣布下调存款准备金率0.5个百分点，表明货币政策的重心已由控通胀转为保增长。用于国际资本流入规模减小、外汇占款压力不断下降，2012年央行货币政策将回归常态，央行继续将实施名为稳健、实为适度宽松的货币政策，货币政策转向中性，未来央行将下调存款准备金率5-6次，存准率降至18.5%左右。人民币新增贷款较2011年略有放大，预计新增人民币贷款8万亿元，同比增长14.4%，M2同比增长14%左右。此外，从银行间同业拆借利率和债券市场收益率的走势看，自9月份市场利率已呈现下行趋势，预示明年央行可能降息。

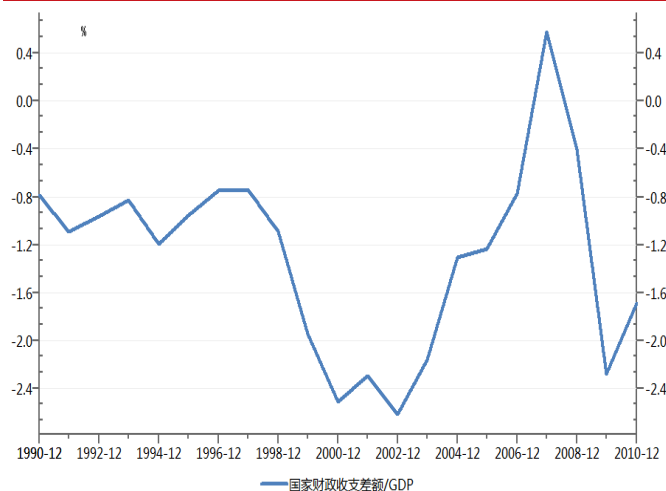
人民币汇率方面，由于欧债危机频发，国际避险资金纷纷逃离新兴经济体，热钱加速逃离中国，此外，中国经济增速放缓也是国外投资者看空中国，自9月份以来香港离岸人民币以及海外NDF市场即出现了人民币贬值预期，至12月初人民币兑美元即期汇率连续数日跌停，人民币单边升值趋势暂时得到扭转。若未来欧债危机平息，由于中国经济仍能保持较快的增速，不排除国际资本回流中国，人民币重启升值预期。2010年底至今人民币兑美元已累计升值5%，预计2012年人民币升值的幅度将有所减小，升值幅度在3%左右。

图表 44：我国公共债务率仍然较低



数据来源：CEIC，中邮证券研发部

图表 45：中国财政赤字率较低



数据来源：WIND，中邮证券研发部

2012年外部环境不确定性加大，为避免经济回落过快，保证经济增长速度在适当回落中逐步趋稳，此外，启动“十二五”规划一些重大项目，保障和改善民生更需要国家财政方面也需要增加财政投入。从财政赤字和公共债务负担看，我国财政政策尚有较大的操作余地。我国公共债务余额/GDP为44%、赤字率为1.6%左右。国债发行方面，2010年底国债发行余额为67548亿元，占GDP的16%，还有较大的发行空间。

中国将继续实施积极的财政政策，保持适当的财政赤字和国债规模，发挥财政政策区别对待、重点突出、增加有效供给等方面的功能。积极财政政策的主要方向将用于实现个税调整以提高中低收入阶层收入、农民增收以扩大消费，结构性减税以推进产业升级，深化医改和社会保障，推进保障房建设等。

图表 46: 2012 年主要指标经济预测

指标	2008	2009	2010	2011F	2012F
GDP (%)	9.6	9.2	10.4	9.2	8.6
工业增加值 (%)	12.90	11.00	15.70	13.80	12.50
固定资产投资 (%)	26.6	30.4	24.5	24.0	20.0
社会消费品零售总额 (%)	21.6	15.5	18.4	16.8	16.0
出口 (%)	17.4	-16.0	31.3	20.2	13.0
进口 (%)	18.5	-11.2	38.8	26.9	17.0
贸易顺差 (亿美元)	2,981	1,957	1,815	1,550	1,250
CPI (%)	5.9	-0.7	3.3	5.4	3.1
M2 (%)	17.82	27.68	19.72	12.90	15.00
新增人民币贷款 (亿元)	49,036	95,769	79,235	74,000	80,000
存款准备金率 (%)	15.50	15.50	18.50	20.50	18.50
1年期定期存款利率 (%)	2.25	2.25	2.75	3.50	3.00
人民币元/美元	6.84	6.83	6.65	6.30	6.00

数据来源: WIND, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证券监督管理委员会以证监许可[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”。2010 年 11 月 2 日以证监许可[2010]1516 号文批复同意公司增加证券投资基金销售业务资格的申请，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券投资基金销售。

2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。

业务简介

■ **证券经纪业务**：我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ **证券自营业务**：我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ **证券投资咨询业务**：我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ **证券投资基金销售业务**：我公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。