



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

宏观经济简评

宏观经济研究报告

2011 年 12 月 14 日

中国经济

研究部

彭文生

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010001

pengws@cicc.com.cn

赵扬

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080111080022

zhaoy@cicc.com.cn

孙淼玲

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010052

sunml@cicc.com.cn

2012 年经济工作基调: 稳中求进

中央经济工作会议简评

事件:

中央经济工作会议 12 月 12 日至 14 日在北京举行。胡锦涛在会上发表重要讲话, 全面分析当前国际国内经济形势, 深刻阐述明年和今后一个时期经济工作必须把握好的重大问题, 明确提出明年经济工作的总体要求、大政方针、主要任务。温家宝在讲话中全面总结今年经济工作, 对明年经济工作的主要目标、任务和有关重大问题做出具体部署。我们的简要评论如下:

评论:

政策基调不变, 重心转向稳增长。会议提出保持宏观政策的连续性和稳定性, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 并提出了“稳中求进”的工作总基调。经济工作主要任务的第一项是“继续加强和改善宏观调控, 促进经济平稳较快发展。统筹处理速度、结构、物价三者关系”。而在对明年经济工作总体要求的阐述中, 罗列的顺序是“保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期”。这都说明明年政策执行的重心和力度已经发生变化, 由去年的“防通胀, 调结构, 保增长”变为今年的“稳增长、控物价、调结构”, “稳增长”被提到首位。同时强调“着力扩大内需特别是消费需求”, 表明在通胀下行、经济增长放缓预期加强、全球各国均开始关注增长的趋势下, 政策重心已经明确从“控通胀”向“稳增长”转移。

强调宏观调控的灵活性和前瞻性, 及时做出预调微调。会议指出: “更加注重统筹国内国际两个大局, 增强机遇意识、忧患意识, 充分认识国际金融危机给我国发展带来的机遇和风险”, 这说明政府对于明年经济增速的回落已有充分预计。今年前三个季度, GDP 增速逐渐下滑, 预计全年增长 9.2%, 增速的回落是宏观政策主动调控的结果, 符合调控预期方向。经济增速的适当放缓, 有利于将注意力集中于经济增长的质量和效益上。2005 年以来政府公布的 GDP 增长目标都是 8.0%, 我们预计政府明年的增长目标可能会降低至 7.5%。而在会议对于明年经济工作面临的主要困难的阐述中, 强调的全部是全球经济的放缓和复苏的不稳定性, 这与我们在年报中判断的欧债危机如何演变仍然构成明年中国经济下行最大风险的判断一致。

扩大消费居“三驾马车”之首。会议将“扩大消费需求”作为“扩大内需”的重要内容予以强调, 表明“扩大内需, 刺激消费”仍是明年经济发展的主导方向。同时强调“努力提高居民消费能力, 增加中低收入者收入”, 而这一目标是在“稳增长”的前提下才能实现的。在投资方面, 会议强调有序推进“十二五”规划确定的重大项目, 可见明年投资还是倾向于民生、节能减排等“十二五”规划的重点产业, 对地方一般性新增项目投资将严格控制, 据此我们可以重申之前的判断: 明年投资增速将下降到 18.5%, 而最终消费对经济增长的贡献将保持稳定。会议提出保持外贸政策连续性和稳定性, 保持出口平稳增长, 推动出口结构升级, 加强和改进进口工作, 积极扩大进口。说明 2011 年净出口下降对经济增长的负面影响已引起政府的足够重视, 明年从政策层面已不太可能出台进一步引发贸易顺差下降的改革措施。

货币政策保持稳健基调, 方向趋于放松。2012 年货币政策定调“稳健”, 特点仍然是适时适度进行预调微调。因此我们预测 2012 年的 M2 投放将被设定在 14% 左右的水平, 回归历史上比 GDP 和 CPI 增长之和 2-3 个百分点的常态水平, 低于 2009 年设定的 17% 和 2010 年 16% 的目标。但是 14% 的目标仍然高于 2011 年全年 M2 实际增长 12% 的水平, 体现了预调基调下货币控制将趋于放松, 这也与会议提出的“综合运用多种货币政策工具, 保持货币信贷总量合理增长”相契合。当前通胀有所回落, 给货币政策的调整创造了空间, 央行也已经通过下调存准率等措施开始预调、微调。但此时如过度放松, 将有导致通胀反弹的风险。总体来看, 未来信贷政策将对在建基础设施建设、保障房建设、中小企业贷款等方面施以定向宽松。

结构性减税构成积极财政政策的特点亮点。会议在陈述积极性财政政策时，首先提到了继续完善结构性减税政策，继之以加大民生领域投入，积极促进经济结构调整，严格财政收支管理，加强地方政府债务管理等陈述。而在之后的改革环节，则包含了推进营业税改征增值税和房产税改革试点，合理调整消费税范围和税率结构，全面改革资源税制度，研究推进环境保护税改革。这说明 2012 年积极财政政策将主要体现在结构性减税方面，并体现出和产业政策、经济结构调整更紧密结合的特点，房产税试点将扩大，营业税改征增值税短期内就有可能在全国铺开，消费税调整则主要着眼于挖掘居民消费潜力、扩大内需。与间接税领域结构性减税措施对应，对于资源税、房产税和环境保护税等直接税种可能有结构性增税。明年的财政支出同样将体现结构性调整，预计民生和在建工程将成为明年财政支出的主要领域。考虑到地方政府财力目前明显不足，2012 年中央财政代地方发行的地方债可能将比 2011 年扩大，并有可能直接纳入地方预算管理、其中由地方自主发行的比例也可能扩大。这些都体现了财政政策的积极性。

房地产调控不会明显松动。会议提出“抓好保障性住房投融资、建设、运营、管理工作，逐步解决城镇低收入群众、新就业职工、农民工住房困难。要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归，加快普通商品住房建设，扩大有效供给，促进房地产市场健康发展。”，表明房地产调控将延续今年的势头，巩固调控结果。在税收等长效机制发挥作用前，当前措施放松的可能性比较小。

教育、三农也值得关注。在保障和改善民生环节，会议把增加教育投入，提高教育质量，推进义务教育均衡发展列于首位，说明为了达到 2012 年教育支出占 GDP 4% 的目标，明年财政对教育的投入将有明显的增长。从中央经济会议对“三农”问题一如既往的重视来看，明年政府在农业水利方面还将有相关扶持促进措施出台。

图表 1: 历年中央经济工作会议召开时间、对经济任务作出的决定、以及货币政策目标的公布时间

定调年度/ 会议召开时间	定调年度经济工作的首要任务	定调年度的目标M2 增速和新增贷款额度 公布时间/目标值
2012年	要坚持统筹兼顾，切实把握好各项目标、任务之间的平衡，稳中求进。要把稳增长、控物价、调结构、惠民生、抓改革、促和谐更好地结合起来。	
2011年12月12 日-14日召开	继续加强和改善宏观调控，促进经济平稳较快发展。必须统筹处理速度、结构、物价三者关系，特别是要把解决经济社会发展中的突出矛盾和问题、有效防范经济运行中的潜在风险放在宏观调控的重要位置。 要深入分析经济发展和运行趋势变化，准确把握宏观调控的力度、节奏、重点。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。 财政政策要继续完善结构性减税政策，加大民生领域投入，积极促进经济结构调整，严格财政收支管理，加强地方政府债务管理。 货币政策要根据经济运行情况，适时适度进行预调微调，综合运用多种货币政策工具，保持货币信贷总量合理增长，优化信贷结构，发挥好资本市场的积极作用，有效防范和及时化解潜在金融风险。 财政政策和信贷政策都要注重加强与产业政策的协调和配合，充分体现分类指导、有扶有控，继续加大对“三农”、保障性住房、社会事业等领域的投入，继续支持欠发达地区、科技创新、节能环保、战略性新兴产业、国家重大基础设施在建和续建项目、企业技术改造等。要加强预算管理，严格控制“三公”等一般性财政支出。	中金宏观组预计 2012年M2同比增 速目标值14%
2011年	实现“十二五”良好开局。2011年世界经济有望继续恢复增长，但不稳定不确定因素仍然较多。中国宏观经济平稳运行面临复杂形势，粮食稳定增产和农民持续增收基础不牢固，经济结构调整压力加大，资源环境约束强化，改善民生和维护社会稳定任务艰巨。保增长、调结构、稳物价	2011年1月公布
2010年12月10 日-12日召开	宏观经济政策的基本取向要积极稳健、审慎灵活， 重点是更加积极稳妥地处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系 ，加快推进经济结构战略性调整，把稳定价格总水平放在更加突出的位置，切实增强经济发展的协调性、可持续性和内生动力。 要继续实施积极的财政政策 ，发挥财政政策在稳定增长、改善结构、调节分配、促进和谐等方面的作用；保持财政收入稳定增长，优化财政支出结构，下决心压缩一般性支出，厉行节约；加强地方政府性债务管理，坚决防止借“十二五”时期开局盲目铺摊子、上项目。 要实施稳健的货币政策 ，按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求，把好流动性这个总闸门，把信贷资金更多投向实体经济特别是“三农”和中小企业，更好服务于保持经济平稳较快发展；进一步完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	针对商业银行召开的 货币政策吹风会上， 央行表示2011年M2 的同比增幅目标是 16%
2010年	必须坚持改善民生和扩大内需内在统一，更加注重围绕保障和改善民生来谋划发展，把增加居民消费作为扩大内需的重点，通过保障和改善民生促进经济结构优化、增强经济发展拉动力。真正把保持经济平稳较快发展和加快经济发展方式转变有机统一起来。	2010年2月公布
2009年12月5 日-7日召开	提高宏观调控水平，保持经济平稳较快发展。要处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，巩固和增强经济回升向好势头。 要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策 ，把握好政策实施的力度、节奏、重点。要突出财政政策实施重点，加大对民生领域和社会事业支持保障力度，增加对“三农”、科技、教育、卫生、文化、社会保障、保障性住房、节能环保等方面居民消费。要保持投资适度增长，重点用于完成在建项目，严格控制新上项目。 货币政策要保持连续性和稳定性，增强针对性和灵活性。 要密切跟踪国内外经济形势变化，把握好货币信贷增长速度，加大信贷政策对经济社会薄弱环节、就业、战略性新兴产业、产业转移等方面的支持，有效缓解小企业融资难问题，保证重点建设项目贷款需要，严格控制对高耗能、高排放行业和产能过剩行业的贷款。	《2009年第四季度 货币政策执行报告》： 2010年M2预期 增长17%左右
2009年	必须把保持经济平稳较快发展作为明年经济工作的首要任务。保增长、扩内需、调结构	2009年1月公布
2008年12月8 日-10日召开	加强和改善宏观调控， 实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策 。要较大幅度增加公共支出，保障重点领域和重点建设支出，继续加大对“三农”、就业、社会保障、教育、医疗、节能减排的支持力度，加大对低收入家庭的补贴和救助力度。实施积极的财政政策，要注意准确把握政策导向，按照产业结构优化升级和优胜劣汰的要求。搞建设项目，坚决防止高耗能、高污染、低水平重复建设。要提高公共投资的经济效益、社会效益、带动效应，拓宽民间投资领域和渠道，增强拉动经济增长的社会合力。要发挥货币政策反周期调节和保障流动性供给的重要作用，促进货币信贷供应总量合理增长，坚持区别对待，有保有压，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，进一步改善国际收支状况。要保持资本市场和房地产市场稳定健康发展。要把满足居民合理改善居住条件愿望和发挥房地产业支柱产业作用结合起来，增加保障性住房供给，减轻居民合理购买自住普通商品住房负担，发挥房地产在扩大内需中的积极作用。	人民银行工作会议： 争取M2增长17%左 右
2008年	经济增长由偏快转为过热的趋势尚未缓解，价格上涨压力加大，农业基础依然薄弱，节能减排形势相当严峻。 控总量、稳物价、调结构、促平衡	2008年3月公布
2007年12月3 日-5日召开	完善和落实宏观调控政策，保持经济平稳较快发展的良好势头。要把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为当前宏观调控的首要任务，按照控总量、稳物价、调结构、促平衡的基调做好宏观调控工作。 明年要实施稳健的财政政策和从紧的货币政策。 继续合理把握财政支出规模，着力促进结构调整和协调发展，优化支出结构，较大幅度增加对社会保障、卫生、教育、住房保障等方面的支出。进一步发挥货币政策在宏观调控中的重要作用，严格控制货币信贷总量和投放节奏，更好地调节社会总需求和改善国际收支平衡状况。严格控制新开工项目，防止投资反弹，促使经济增长保持在合理水平。要采取有力措施抑制价格总水平过快上涨，加强粮食、食用植物油、肉类等基本生活必需品和其他紧缺商品的生产，完善储备体系，提高价格调控预见性，加强价格监测，加强市场监管，及时完善和落实因基本生活必需品价格上涨对低收入群众的补助办法。	2008年M2增长目标 为16%
2007年	继续加强和改善宏观调控，着力调整经济结构和转变增长方式，着力促进社会发展和解决民生问题，努力实现国民经济又好又快发展	2007年1月公布
2006年12月5 日-7日召开	坚持加强和改善宏观调控，保持和扩大经济发展的良好势头。必须保持宏观经济政策的连续性和稳定性，适时适度进行预调和微调，主动引导社会预期，确保经济平稳较快发展。要正确处理投资和消费、内需和外需的关系，最根本的是扩大国内消费需求。当前工作的着力点，就是要合理控制投资增长，努力优化投资结构，坚持以增加居民消费尤其是农民消费为重点，努力提高农民和城镇低收入者收入水平和消费能力。 要继续实施稳健的财政政策和货币政策 ，加大对重点领域和薄弱环节的支持力度；综合运用多种货币政策工具，加强流动性管理，合理控制信贷投放和优化信贷结构。要注意加强对房地产市场的合理引导和有效调控。要加强财政政策、货币政策、产业政策、土地政策和社会政策政策的协调配合。要在政策落实上狠下功夫。	人民银行工作会议： 2007年M2增长16% 左右

资料来源：历年中央经济工作会议新闻稿、中金公司研究部

法律声明

一般声明

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

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

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

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

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

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

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

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

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

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

北京

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

Singapore

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

上海

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

United Kingdom

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

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

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

成都滨江东路证券营业部

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

武汉解放大道证券营业部

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

佛山季华五路证券营业部

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

上海淮海中路证券营业部

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

南京中山北路证券营业部

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

厦门莲岳路证券营业部

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

重庆洪湖西路证券营业部

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

天津南京路证券营业部

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

深圳福华一路证券营业部

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

广州天河路证券营业部

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

青岛香港中路证券营业部

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

长沙三一大道证券营业部

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

大连金马路证券营业部

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

