

证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观经济 2012 年投资策略

2011 年 12 月 09 日

相关研究报告:

《关注供需都扎根于国内的资源:政策、投资、利润、股价分行业数据库(截止 20110927 数据)》——2011-09-28

《国信证券政策、投资、利润与股价分行业数据库》——2011-04-29

《日本财政真相:国债与赤字的游戏》——2011-03-25

《跨行业专题:日本地震对 A 股 15 个领域的影响》——2011-03-14

证券分析师:周炳林

电话: 0755-82130638

E-mail: zhoublin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120066

证券分析师:林松立

电话: 010-66026312

E-mail: linsl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120050

证券分析师:崔嵘

电话: 021-60933159

E-mail: cuirong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120057

宏观定期报告

曲折磨难中的转型玄机:收入提高、分配改善促消费

● 稳增长的要义在于“解决问题、防范危机”

我们判断中国经济 2012 年的主题是稳增长,稳的要义在于“解决问题、防范危机”,由此,2012 不像是有新作为的一年,即使最终发现有所作为,也是在认真应对各种矛盾后的自然结果。这种局面将使 2012 年经济增速维持当前放缓态势,预计全年 GDP 实际增长 8.2-8.5%,CPI 全年 2.0-2.6%,PPI -0.6%至 3.0%。

● 价格回落将使三大名义需求指标调整更加明显

价格回落将使三大名义需求指标调整更加明显。预计固定资产投资增长 15%-20%,其中地产投资增长 0-5%,工业投资增长 15-20%,公共基建投资增长 25-30%。社销总额增长约 15-16%,虽然名义增长减速,但实际消费增速稳中略升;出口增速回落至约 5-10%,反映量价双重压力。

● 地产、工业投资大幅下滑,基建投资有所反弹

对地产投资悲观的理由在于,不仅地产销售和土地购置等地产投资先行指标截止目前的调整幅度已足以引发地产投资的大幅下滑,而且地产销售和土地购置的调整在 2012 年还将深化;工业投资放缓则源于工业盈利增速下滑,以及明年出口放缓、地产投资下滑对工业景气的影响;基建反弹受益于 2011 年整顿形成的低基数,以及通胀回落货币信贷的定向宽松,是国家有意识对冲结果。

● 出口面临量价双重压力

按照以往对应规律,在 2012 年 CPI 和 PPI 的假设情景下,中国出口价格指数将接近 0 增长,由此 2011 年 9.96%的出口价格上涨因素将消失。量的调整也面临压力,2011 年中国出口目的地 GDP 加权增速为 2.97%,出口数量增 11.7%,综合国际机构预测,2012 年中国出口目的地 GDP 增速要更低一些,由此中国出口数量增速也会有所回落,考虑价格 0 上涨,中国名义出口增速将在 5-10%。

● 转型玄机隐现:收入提高、分配改善促进消费增长

多重宏观数据表明,由于劳动力供不应求持续时间较长,中国工资水平确已大幅上涨,截止 2011 年前 3 季度,多个收入指标增速都很快,而“当前收入”对“未来消费”一直很重要,欧美实证研究表明,存在收入先于消费的弗里德曼“持久收入预期”行为模式,我国主要收入指标增速变化也均领先于消费。由此,截止 2011 年前 3 季度收入的强劲增长对 2012 年的消费有积极作用。

另有证据显示,中国收入分配改善也出现让人喜出望外的变化:2008 年危机后,收入法 GDP 劳动者报酬 CAGR 显著提升至 22%,2010 年劳动者报酬较 2007 年增长 80%,大幅超过营业盈余、折旧、生产税净额的增长,近 3 年的态势正好跟危机前相反,这提示,用工紧张后,中国分配的重心可能正在从资本转移到劳动力,由于边际消费倾向递减,低收入者倾向消费其收入的更大部分,分配格局的变化对消费、特别是大众消费品有正面影响。

● 政策势必较 2011 年宽松,但对冲之外,不会有太多额外的放松

政策取向将是对基本面冲击做出对冲,增长与通胀双下行使政策必然比 11 年宽松。但因(1)本轮就业形势转变从供不应求的状态开始,经济放缓对就业施加的压力不如从前,(2)地产政策关系复杂,(3)通胀阴影刚过等原因,我们判断,对冲之外,不会有太多额外的放松。宜坚持以跟踪 M1、M2 作为结果标准来判断流动性松紧度的变化。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

内容目录

曲折磨难中的转型玄机:收入提高、分配改善促消费	4
固定资产投资增速下滑评估: 15-20%	5
地产投资前景悲观的原因	5
工业投资高增长也难以为继	6
基建反弹抵消部分投资下滑	7
出口面临量价双重压力	8
转型玄机隐现: 收入提高、分配改善促进消费增长	10
收入先行于消费, 当前收入基础仍然牢固	11
有证据表明收入分配改善正在发生, 并将促进消费增长	13
CPI、PPI 齐破 3%, 年中达到低点	15
政策判断: 在增长、通胀双下行中博弈	17
降准不必然意味着货币政策的全面宽松	17
基准利率下降暂不具条件, 但市场均衡利率下降可期待	19
坚持 M1、M2 作为判断流动性的结果指标导向	19
宏观指标预测汇总	23

图表目录

图 1: 土地购置费变化领先地产投资	6
图 2: 商品房销售额变化领先地产投资	6
图 3: 开发贷款变化领先地产投资	6
图 4: 购房贷款余额变化领先地产投资	6
图 5: 大趋势上工业利润的变化先行于制造业投资的变化	7
图 6: 2011 年工业企业盈利状况逐渐恶化	7
图 7: 地产投资增速较低时基建投资增速一般在 25% 左右	8
图 8: 水利建设逐渐步入正轨	8
图 9: 今年水利投资总额低于 10 年 4 万亿目标	8
图 10: 出口目的地 GDP 加权增长率法示意图	9
图 11: 出口目的地国家 GDP 加权增速与中国实际出口增速	9
图 12: 中国主要出口目的地出口金额占比	10
图 13: 三大需求的波动性比较: 消费的非周期特征明显	11
图 14: 收入增速变化领先消费增速变化	11
图 15: 农村和城镇居民收入增速没有下行迹象	12
图 16: 上市公司支付工资增速从 10 年开始加快	12
图 17: 危机后劳动报酬复合增长速度翻倍、占 GDP 比例上升	14
图 18: 各国 15-59 岁人口占比	14
图 19: 各国抚养比 (0-14 岁+65 岁以上) / 15-64 岁	14

图 20: 各国 15-24 岁人口占比	14
图 21: 中国、印度、日本 15-24 岁人口数	14
图 22: 中国 CPI、PPI 月度同比增速	15
图 23: 最近十年外汇占款是央行投放基础货币唯一途径	17
图 24: 未来各月央票到期量已很有限, 央行无法依靠它投放基础货币	18
图 25: 外汇占款未来逐年走低的趋势很难逆转	18
图 26: 贷款利率较基准利率大幅上浮, 且幅度仍在扩大	19
图 27: M1、M2 与上证指数	20
图 28: 04-11 年四个大拐点, M1、M2 的变化均领先于上证指数	20
图 29: 工业企业营收、利润与上证指数相关性低	21
图 30: 工业增加值与上证指数相关性低	21
图 31: 房屋销售与上证指数相关性相对较高	21
图 32: 汽车销售与上证指数相关性相对较高	21
图 33: 固投、房地产开发与上证指数相关性低	22
图 34: 社消与上证指数相关性低	22
图 35: 进口、出口与上证指数相关性低	22
图 36: GDP 与上证指数相关性低	22
图 37: 居民收入与上证指数相关性低	22
图 38: 价格与上证指数相关性低	22
图 39: 工业增加值同比增速	23
图 40: 固定资产投资累计同比增速	23
图 41: 社销同比增速	23
图 42: 出口同比增速	24
图 43: 进口同比增速	24
图 44: CPI 同比增速	24
图 45: PPI 同比增速	24
图 46: M1 同比增速	24
图 47: M2 同比增速	24
表 1: 2008 年调控与当前调控情况对比	6
表 2: 中国出口目的地实际 GDP 增速	10
表 3: 收入提升较大部分被储备, 后续消费增长空间很大	13
表 4: 收入法 GDP 及其分项增长率	13
表 5: 02-10 年 CPI 与 PPI 中的新涨价因素	15
表 6: 国内每一轮通胀消退期情况	15
表 7: CPI 预测更新	16
表 8: PPI 预测更新	16
表 9: 票据贴现利率仍很高, 较基准利率大幅上浮 (比较值均为年化之后)	19
表 10: 股市 4 大转折点对应的 M1、M2 拐点	20
表 11: 国内每一轮 M2 同比下降情况	21
表 12: 2012 年宏观指标预测汇总	23

曲折磨难中的转型玄机:收入提高、分配改善促消费

我们判断中国经济 2012 年的主题是稳增长，稳的要义在于“解决问题、防范危机”，由此，2012 不像是有新作为的一年，即使最终发现有所作为，也是在认真应对各种矛盾之后的自然结果。

上述局面将使得 2012 年经济增速维持当前的放缓态势，预计全年 GDP 实际增长 8.2-8.5%，CPI 全年 2.0%至 2.6%，PPI 为-0.6%至 3.0%。

价格回落将使三大名义需求指标调整更加明显。预计固定资产投资增长约 15%-20%，其中地产投资增长 0-5%，工业投资增长 15-20%，公共基建投资增长 25-30%。社销总额增长约 15-16%，虽然名义增长减速，但预计实际消费增长维持基本稳定；出口增速回落至约 5-10%，反映今年 9.96%的出口价格上涨因素消失，量的调整也面临一定压力。

对地产投资悲观的理由在于，不仅地产销售和土地购置等地产投资先行指标截止目前的调整幅度已足以引发地产投资的大幅下滑，而且地产销售和土地购置在 2012 年的调整还将深化；工业投资放缓则源于工业盈利增速下滑，以及明年出口放缓，地产投资下滑对工业景气的影响；基建反弹受益于前期整顿形成的低基数，以及通胀回落后货币信贷的定向宽松。

2012 年名义出口增速预计将回落至约 5-10%，按照以往对应规律，在 2012 年 CPI 和 PPI 的假设情景下，中国出口价格指数将接近 0 增长，由此 2011 年 9.96%的出口价格上涨因素将消失，量的调整也面临压力。

2010 年中国出口目的地 GDP 加权平均增速为 4.51%，出口数量增速为 28.6%；2011 年中国出口目的地 GDP 加权平均增速为 2.97%（IMF9 月预测），出口数量增速为 11.7%（截至 10 月）。按照 IMF9 月的预测，2012 年中国出口目的地 GDP 加权平均增速为 2.93%，由于在 9 月预测时点之后，全球经济受欧债危机的影响更加严重，从现在时点看，2012 年各国 GDP 增速的预测值应向下调整，中国出口目的地 GDP 加权平均增速可能要低于 2.93%不少，相应中国出口数量增速也会有更明显的回落，考虑价格 0 上涨，明年中国名义出口增速将回落至约 5-10%。

消费增长相对乐观的原因在于，多重宏观数据表明，由于劳动力供不应求态势持续时间较长，中国基础工资水平确已大幅上涨，不管是以统计局的城镇可支配收入、农村现金纯收入，还是以上市公司报表直接计算的支付员工总薪酬观察，截止 2011 年前三季度增速都很快，中国消费的收入基础仍然牢固，而当前收入对未来消费一直很重要，欧美大量实证研究表明了收入先于消费的弗里德曼“持久收入预期”行为模式的存在，在我国的数据中，06-07 年、08-09 年、09-10 年三次大的转折时期，主要收入指标增速变化均领先于消费。由此，截止 2011 年前 3 季度收入强劲增长态势对于 2012 年的消费有明确的积极作用。

另有证据显示，中国收入分配改善出现了让人喜出望外的变化：2008 危机后，在收入法 GDP 中，劳动者报酬年复合增长率大幅提升，从危机前的 12%跃升至危机后的 22%，三年下来，2010 年 GDP 收入法中的劳动者报酬已较 2007 年增长 80%，大幅超过 GDP 收入法中营业盈余、折旧、生产税净额的增长，近 3 年的态势正好跟危机前相反，这提示，中国分配格局的重心可能正在从资本转移到人力，基尼系数可能正在降低。

我们深知，上述数据不为批判现实主义者所喜爱，将被长期怀疑，我们也惊讶于这一情况，但是其中的经济学道理并不难懂，劳动力供应增长的停滞，民工荒导致普工工资大幅上涨是这一数据背后的深刻原因。按照边际消费倾向递减

的原理，低收入者倾向于消费其收入的更大部分，以上收入分配格局的变化对消费、特别是大众消费品的影响无疑是非常正面的。

政策取向将是对基本面的冲击做出对冲，增长与通胀双下行使得政策必然比 2011 年宽松。但由于（1）本轮就业形势转变从供不应求的状态开始，经济放缓对就业施加的压力不如从前，（2）地产政策关系复杂，（3）通胀阴影刚刚过去等多重原因，我们初步判断，对冲之外，不会有太多额外的放松。宜坚持以跟踪 M1、M2 作为结果标准来判断流动性松紧度的变化。

如果历史周期规律发生作用，M1、M2 增速最晚有望于 2012 年 1 季度末反弹，但如前所述，幅度不会太大，由于货币指标实证上领先于资本市场和经济预期，动态跟踪 M1、M2 来不断调整判断无疑更具实际意义，建议不要贸然猜测 M1、M2 反弹的时间和幅度，但如果见到二者可观反弹的确切证据，则可以比较坚定地转向乐观。

固定资产投资增速下滑评估：15-20%

预计 2012 年固定资产投资增长约 15%-20%，其中地产投资增长 0-5%，工业投资增长 15-20%，公共基建投资增长 25-30%。

尽管都是投资，但上述三大分项的驱动因素各有特点，其中房地产投资的驱动因素是房屋销售及与其相关联的土地购置支出、购房贷款、开发贷款；工业投资的驱动因素在于工业的产能利用率及与之相关工业 ROE；公共基建投资则主要取决于政策，一定程度上，可能与地产、工业投资及出口、消费需求的增长形势存在反向关系。

地产投资前景悲观的原因

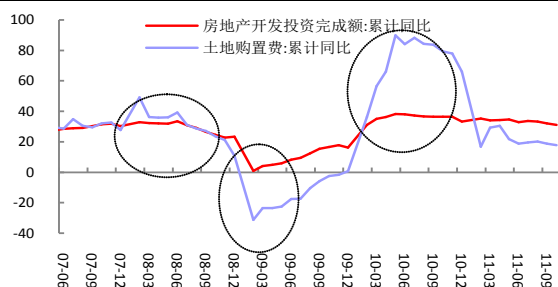
我们认为地产投资会在 0-5%，相比市场一致预期可能较为悲观，做出这个判断的原因在地产投资相对而言存在较可靠的先行指标体系，地产销售、土地购置支出等变化先行于地产投资不仅微观的影响机制清晰，而且有历史宏观数据的经验验证。

当前，以地产销售为龙头的整个地产投资先行指标体系的增速已经出现了剧烈的调整，其中地产销售、土地购置费、购置面积增长已分别由 2011 年 3 月末的 27.3、29.3、32.7% 下滑 8.8、11.6、29.7 个百分点至 10 月末的 18.5、17.7、3.0%，开发贷款、购房贷款也由 1 季度末的 22.8、17.0% 分别下滑 6.6、7.4 个百分点至 3 季度末的 16.2、9.6%，而房地产开发投资增速 3 月末和 10 月末分别增 34.1%、31.1%，不仅调整幅度非常有限，绝对增速也处于较高水平，以上局面预示下阶段地产投资的下行将非常显著。

进一步考虑先行指标的调整至少未来半年还将继续深化，因此，需要对地产投资的增速持非常谨慎的态度。

图1: 土地购置费变化领先地产投资

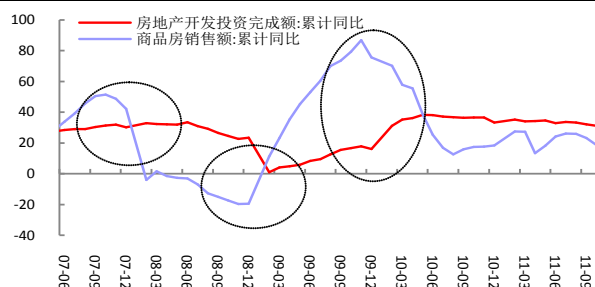
单位: %



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 商品房销售额变化领先地产投资

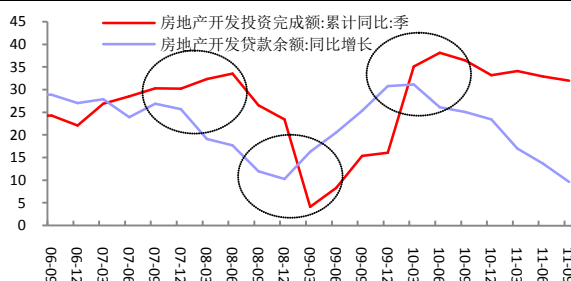
单位: %



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 开发贷款变化领先地产投资

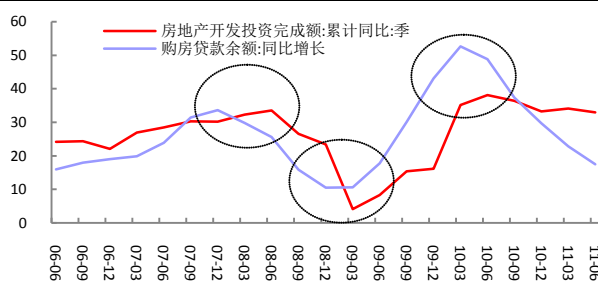
单位: %



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 购房贷款余额变化领先地产投资

单位: %



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 2008年调控与当前调控情况对比

指标名称			最高点时间	最低点时间	顶峰到谷底 经历时间长度/月	最高点累计同比	最低点累计同比	顶峰到谷底 涨幅跨度	顶峰到谷底平 均月涨幅调整 幅度
2008 调控	房地产开发投资完成额	2008 年 6 月	2009 年 2 月	8	33.5%	1.0%	-32.5%	-4.1%	
	商品房销售额	2007 年 10 月	2008 年 11 月	13	51.5%	-19.8%	-71.3%	-5.5%	
	开发资金来源:国内银行贷款	2008 年 2 月	2008 年 12 月	10	38.3%	1.0%	-37.3%	-3.7%	
	购房贷款余额	2007 年第四季度	2008 年第四季度	12	33.6%	10.5%	-23.1%	-1.9%	
当前调控	房地产开发投资完成额	2010 年 5 月	2011 年 10 月	17	38.2%	31.1%	-7.1%	-0.4%	
	商品房销售额	2009 年 11 月	2011 年 4 月	17	86.8%	13.3%	-73.5%	-4.3%	
	开发资金来源:国内银行贷款	2009 年 12 月	2011 年 10 月	22	49.9%	-2.2%	-52.1%	-2.4%	
	购房贷款余额	2010 年第一季度	2011 年第三季度	18	52.6%	16.2%	-36.4%	-2.0%	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 2010 调控顶峰和谷底判断的时间截至 2011 年 10 月

工业投资高增长也难以为继

工业投资理论上也取决于工业终端销售的情况, 终端销售好, 会形成工业产能利用率、资本回报率较高, 从而诱发工业再投资行为的产生。

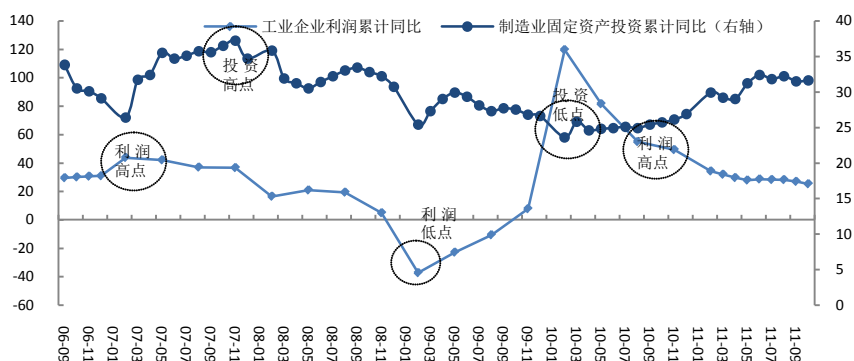
历史经验数据表明, 在大趋势上工业企业利润的变化先行于制造业投资的变化。2007 年 2 月至 2009 年 2 月, 工业企业利润增速逐渐下降, 与之相对应, 2007 年 11 月制造业固定资产投资增速也走到局部最高点并开始逐渐下降, 下降趋势一直持续到 2010 年 2 月。

最新一波工业企业利润增速上涨趋势开始于 2009 年 5 月,终止于 2011 年 2 月,此后逐渐回落,我们观察了 2011 年 2 月至 10 月工业企业利润单月同比增速情况,发现工业企业利润单月增速已从 2 月的 34.3%下滑至 10 月的 12.8%,8 个月内涨幅缩窄了 21.5 个百分点,工业企业盈利的恶化暗示未来工业固定资产投资保持高增速的光景难以为继。

再考虑到明年全球经济放缓影响出口,地产销售衰退影响地产投资,2012 年工业企业投资增速下滑的趋势似乎非常难以改变,极有可能演变成类似 2007 年至 2009 年长达两年的下行。

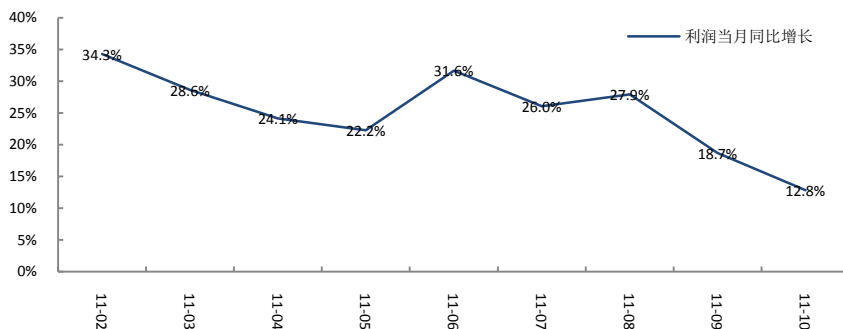
图5: 大趋势上工业利润的变化先行于制造业投资的变化

单位: %



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 2011年工业企业盈利状况逐渐恶化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基建反弹抵消部分投资下滑

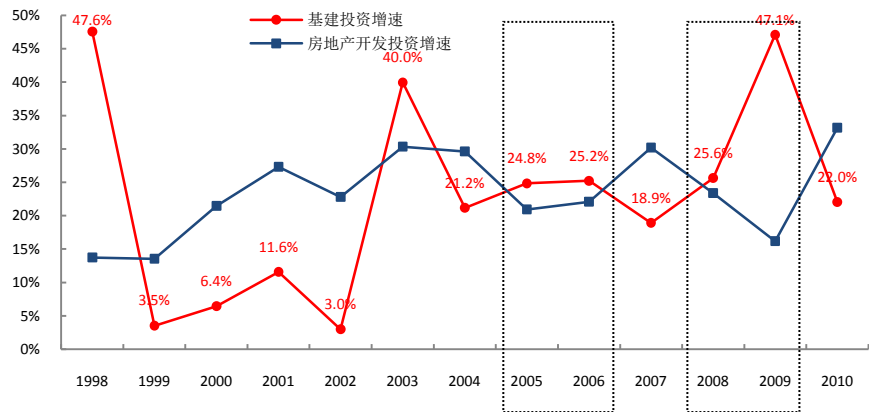
通胀快速消退为明年政策放松提供了条件,基建投资一般与地产、工业投资及出口、消费需求的增长形势存在反向关系。历史数据表明,地产投资与基建投资的反向关系特别明显,2005、2006、2008 三年房地产投资相对上年有明显的下降,相应地,基建投资增速在这三年都较高,均在 25%左右,我们预计 2012 年房地产开发投资增速会大幅降至 0-5%,工业投资也将从今年的 30%下降到 15-20%,基建投资作为对冲,增速可能随之将会达到 25-30%。

基建投资中,水利管理业从今年 6 月起,单月投资同比增长连续拉升,7、8、9、10 月单月同比分别增长 28.1、34.0、43.3、51.3%,反映在投资平台完善后,一号文件相关规定的落实正在悄然进行,但从单月水利投资额来看,今年大部分月份的投资额都低于十年四万亿计划平均单月需投资的 333.3 亿元,考虑年底各种经济工作总结会议较多,结合今年总体落实情况不理想,预计水利

投资问题将会在会议中被再次提起讨论，督促落实，这预示明年水利投资会进一步加速。

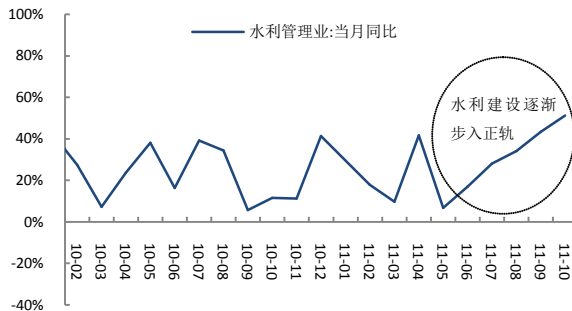
今年 1-10 月以铁路、公路为主的交运固定资产投资大幅减少 21.9%。中华铁道网在一次对 23 个铁路建设公司的抽样调查中发现，铁路建设工程仅有三成正常施工，剩下 70%停工、半停工或进展缓慢。前期整顿形成的低基数，以及通胀回落后货币信贷的定向宽松，将令此类项目明年增速有较大反弹。

图7：地产投资增速较低时基建投资增速一般在25%左右



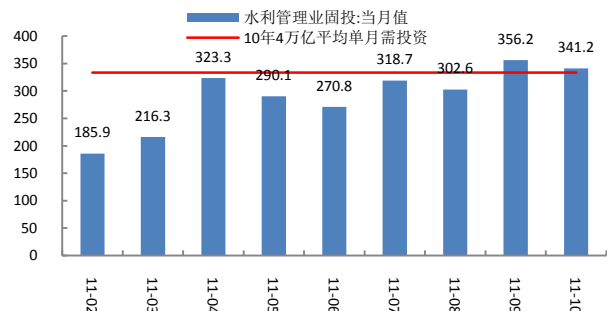
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：水利建设逐渐步入正轨



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：今年水利投资总额低于10年4万亿目标 单位：亿元



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

出口面临量价双重压力

明年名义出口增速预计将回落至约 5-10%，反映今年 9.96% 的出口价格上涨因素消失，以及量的调整也面临压力。

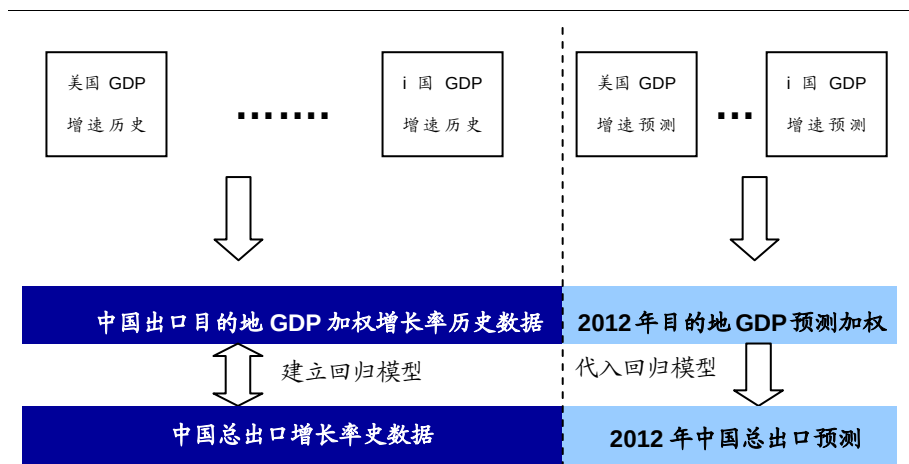
作为一种外部需求，从逻辑上，中国出口目的地国家的 GDP 增长率是原因，中国出口是该因素所对应的结果，此两类数据如果可以算出，则能够在二者之间建立一种数量联系。最典型的预测方法是“出口目的地 GDP 加权增长率法”，以中国对某国的出口占中国总出口的比例作为权重，对各个出口目的地国家的 GDP 增速进行加权平均，然后建立该加权平均指标（类似一个虚拟国家的 GDP 增速）与中国出口增速之间的联系。在过去两年时间中，我们以此方法一直能够对出口做出较准确的判断，需要更新的是对输入因变量的判断。

2010 年中国出口目的地 GDP 加权平均增速为 4.51%，出口数量增速为 28.6%；

2011年中国出口目的地GDP加权平均增速约为2.97%，出口数量增速为11.7%（截至10月数据）。按照IMF9月的预测，2012年中国出口目的地GDP加权平均增速为2.93%，由于在9月预测时点之后，全球经济受欧债危机的影响更加严重，从现在时点看，2012年各国GDP增速的预测值应向下调整，中国出口目的地GDP加权平均增速可能要低于2.93%不少，相对应地，中国出口数量增速也会有更明显的回落，我们预计2012年中国数量出口增速为5-10%左右。

按照以往对应规律，在我们关于2012年CPI和PPI的假设情景下，中国出口价格指数将接近0增长，因此，明年中国名义出口增速也将回落至约5-10%。

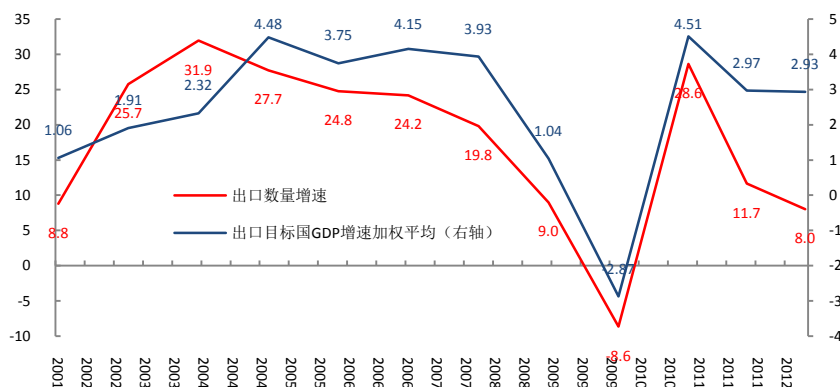
图10：出口目的地GDP加权增长率法示意图



资料来源：国信证券经济研究所整理

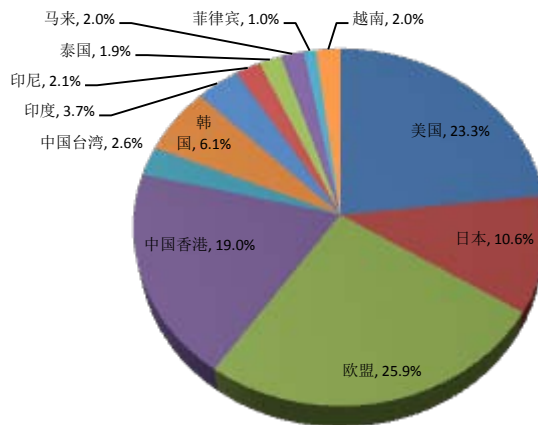
图11：出口目的地国家GDP加权增速与中国实际出口增速

单位：%



资料来源：IMF、Wind，国信证券经济研究所整理 注：2005年以前是根据PPI剔除出口价格因素

图12: 中国主要出口目的地出口金额占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 以 2011 年前 10 月累计出口金额计算

表2: 中国出口目的地实际GDP增速

单位: %

指标名称	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
美国	0.8	1.6	2.5	3.5	3.1	2.7	1.9	-0.3	-3.5	3.0	1.5	1.8
日本	0.2	0.3	1.4	2.7	1.9	2.0	2.4	-1.2	-6.3	4.0	-0.5	2.3
欧盟	1.9	0.9	0.7	2.2	1.7	3.2	3.0	0.4	-4.3	1.8	1.6	1.1
中国香港	0.5	1.8	3.0	8.5	7.1	7.0	6.4	2.3	-2.7	7.0	6.0	4.3
中国台湾	-2.2	4.6	3.7	6.2	4.7	5.4	6.0	0.7	-1.9	10.9	5.2	5.0
韩国	4.0	7.2	2.8	4.6	4.0	5.2	5.1	2.3	0.3	6.2	3.9	4.4
印度	3.9	4.6	6.9	7.6	9.0	9.5	10.0	6.2	6.8	10.1	7.8	7.5
印尼	3.6	4.5	4.8	5.0	5.7	5.5	6.3	6.0	4.6	6.1	6.4	6.3
泰国	2.2	5.3	7.1	6.3	4.6	5.1	5.0	2.6	-2.4	7.8	3.5	4.8
马来	0.5	5.4	5.8	6.8	5.3	5.8	6.5	4.8	-1.6	7.2	5.2	5.1
菲律宾	1.8	4.4	5.0	6.7	4.8	5.2	6.6	4.2	1.1	7.6	4.7	4.9
越南	6.9	7.1	7.3	7.8	8.4	8.2	8.5	6.3	5.3	6.8	5.8	6.3

资料来源: IMF, 国信证券经济研究所整理

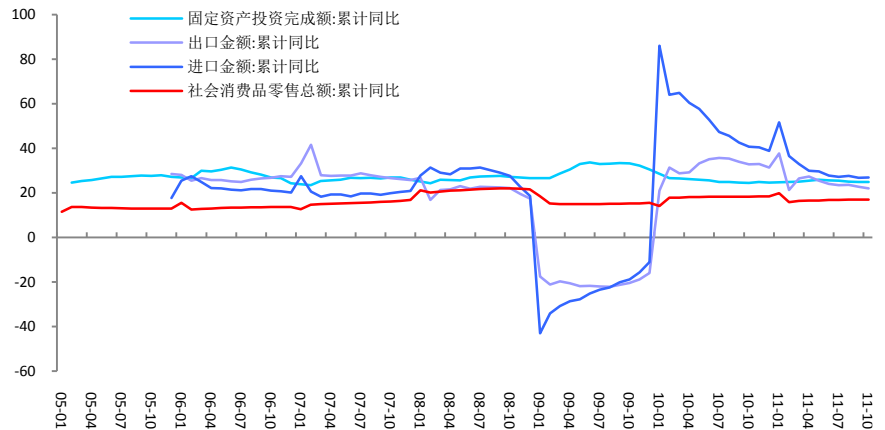
注: 2011、2012 年为 IMF2011 年 9 月份预测值

转型玄机隐现: 收入提高、分配改善促进消费增长

2012 年社销总额将增长约 15-16%，虽然名义增长减速 1-2 个百分点，但由于 CPI 增速可能将缩减 3 个百分点以上，预计实际消费增长处于稳中略升的状态。消费与投资、出口不一样，由于驱动因素变化的稳定性，消费作为一种非经济周期类需求的特征非常明显。对比消费、固定资产投资、进出口 05 年 1 月至 11 年 10 月的波动，可以明显看到，后两种需求的波动明显比消费的波动要大，消费增长稳定的特征非常明显。

图13: 三大需求的波动性比较: 消费的非周期特征明显

单位: %



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

收入先行于消费, 当前收入基础仍然牢固

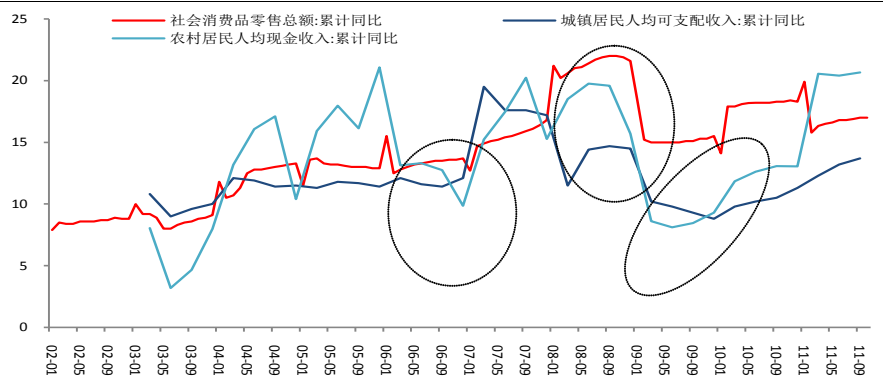
我们判断明年消费增长相对乐观的原因首先在于, 多重证据表明, 消费的收入基础仍然牢固。

目前城市居民人均可支配收入、农村人均现金收入两大指标的增长处于近年来较高水平, 且最新 2011 年第三季度数据显示, 这两个收入指标的累计同比增长并没有下行的迹象。

“当前收入”对“未来消费”一直很重要, 因为收入理论和实证上均先行于消费, 宏观经济学关于消费行为的研究存在弗里德曼的“持久收入预期”和莫迪格里亚尼的“生命周期假说”, 类似理论强调, 因消费边际效用递减, 人们倾向于在各期之间均匀分布消费以实现福利最大化, 收入提升需要被有效地确认为持久性提升之后, 消费才会随之跟进, 欧美大量实证研究表明了上述行为模式的存在。在我国的数据中, 06-07 年、08-09 年、09-10 年三次大的转折时期, 前述两大收入指标增速变化均领先消费增速变化, 其中农村人均现金收入表现得特别明显。

图14: 收入增速变化领先消费增速变化

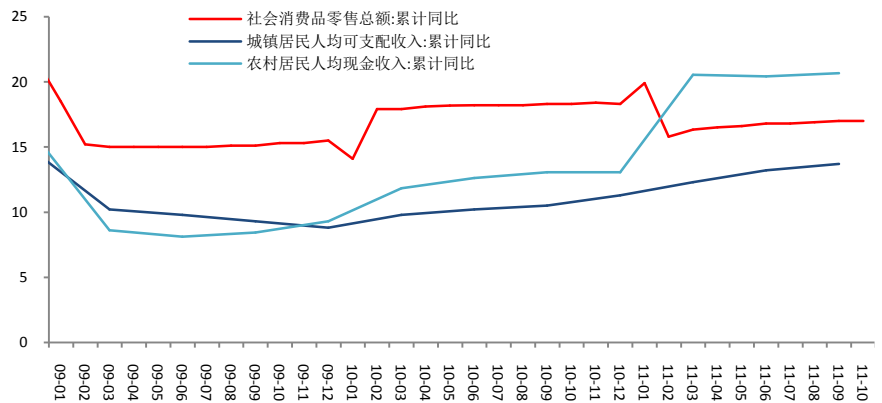
单位: %



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 农村和城镇居民收入增速没有下行迹象

单位: %

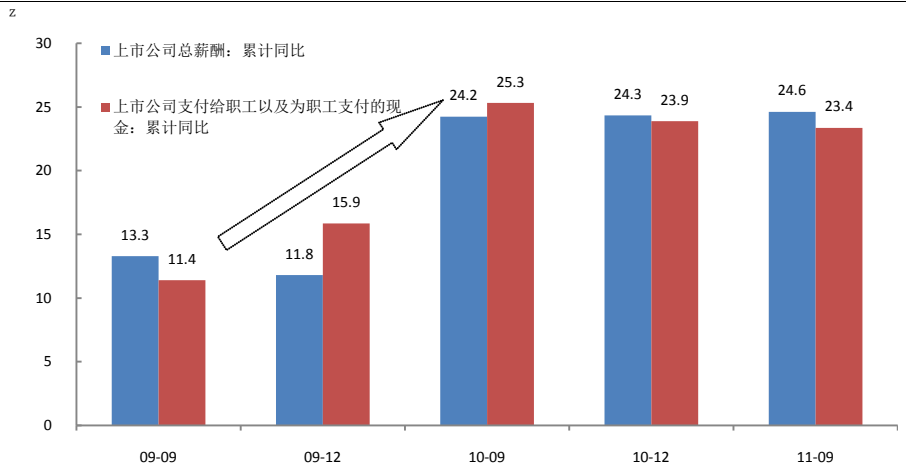


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们可以依托上市公司财务报表,以抽样调查的思路,考察工人工资的增长近年来是否有加速现象。根据 1470 家数据完整的制造业上市公司报表,加总可得这一千多家上市公司支付员工总薪酬(等于现金流量表中“支付职工现金”项目加上期末期初资产负债表中应付职工薪酬余额的差额)。结果显示,从 2010 年开始,上市公司支付给员工的薪金也有相应加速提升的迹象:2010 年 9 月、2010 年 12 月、2011 年 9 月,上市公司员工总薪酬累计同比增速为 24.2%、24.3%、24.6%,上市公司支付给职工以及为职工支付的现金累计同比增速为 25.3%、23.9%、23.4%,而在 2009 年,这两个指标的增速只有 10-15%左右。

图16: 上市公司支付工资增速从10年开始加快

单位: %



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表3: 收入提升较大部分被储备, 后续消费增长空间很大

单位: %

指标名称	GDP:劳动者报酬	GDP:最终消费支出	最终消费支出:居民	社会消费品零售总额	居民消费/劳动者报酬	社销总额/劳动者报酬
2002	60099	71817	53057	48136	80%	88%
2003	67261	77686	57650	52516	78%	86%
2004	N.A	87553	65219	59501	N.A	N.A
2005	81888	99051	72653	67177	82%	89%
2006	93823	112632	82104	76410	81%	88%
2007	109532	131510	95610	89210	81%	87%
2008	N.A	152347	110595	108488	N.A	N.A
2009	170300	166820	121130	125343	74%	71%
2010	196714	186905	133291	148406	75%	68%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

另有证据表明收入分配改善正在发生, 并将促进消费增长

另有证据显示, 中国收入分配改善出现了让人喜出望外的变化: 2008 危机后, 在收入法 GDP 中, 劳动者报酬年复合增长率大幅提升, 从危机前的 12% 跃升至危机后的 22%, 三年下来, 2010 年 GDP 收入法中的劳动者报酬已较 2007 年增长 80%, 大幅超过 GDP 收入法中营业盈余、折旧、生产税净额的增长, 近 3 年的态势正好跟危机前相反, 这提示, 中国分配格局的重心可能正在从资本转移到人力, 基尼系数可能正在降低。

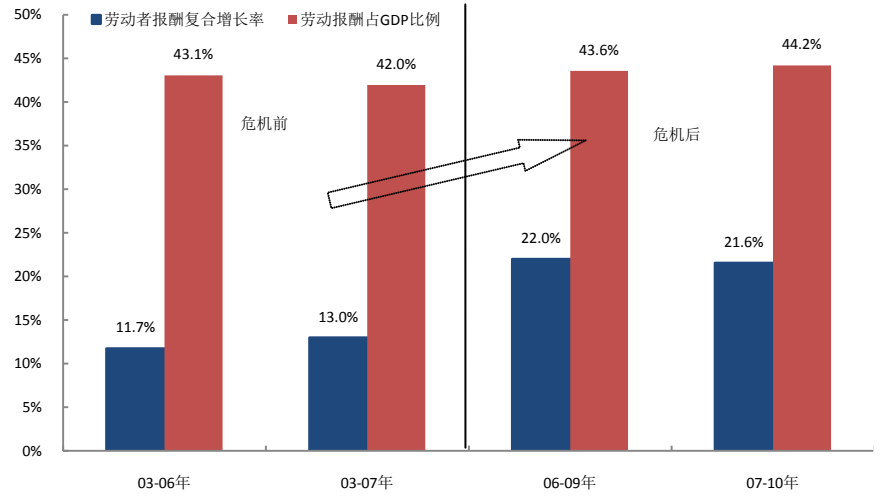
我们深知, 上述数据不为批判现实主义者所喜爱, 将被长期怀疑, 我们也惊讶于这一情况, 但是其中的经济学道理并不难懂, 劳动力供应增长的停滞, 民工荒导致普工工资大幅上涨是这一数据背后的深刻原因。按照边际消费倾向递减的原理, 低收入者倾向于消费其收入的更大部分, 以上收入分配格局的变化对消费、特别是大众消费品的影响无疑是非常正面的。

表4: 收入法GDP及其分项增长率

指标名称	GDP:收入法/亿元	劳动者报酬/亿元	生产税净额/亿元	固定资产折旧/亿元	营业盈余/亿元
2002	118021	60099	18494	16573	22855
2003	135539	67261	21551	19362	27365
2004	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
2005	197789	81888	29522	27919	58460
2006	231053	93823	33642	32727	70862
2007	275625	109532	39019	40828	86246
2008	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
2009	365304	170300	49370	55531	90103
2010	437042	196714	56228	66609	117457
06 年相对 03 年增长	70%	39%	56%	69%	159%
03 至 06 年复合增长	19%	12%	16%	19%	37%
10 年相对 07 年增长	59%	80%	44%	63%	36%
07 年后年均复合增长	17%	22%	13%	18%	11%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

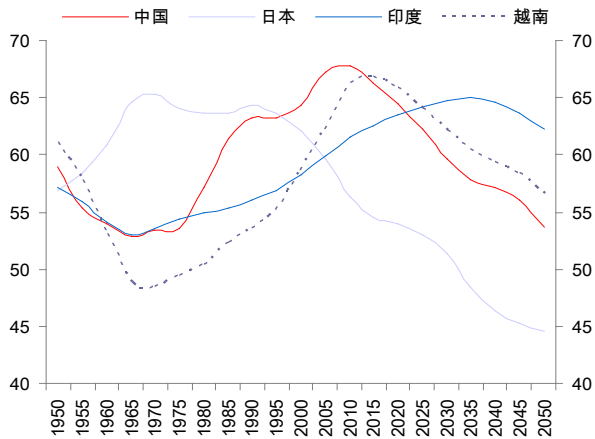
图17: 危机后劳动报酬复合增长速度翻倍、占GDP比例上升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

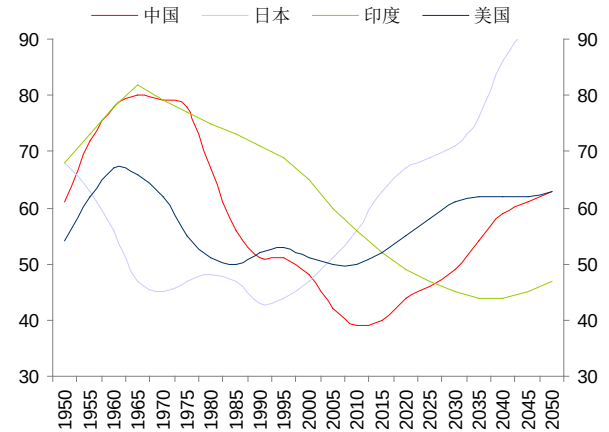
图18: 各国15-59岁人口占比

单位: %



资料来源: 联合国, 国信证券经济研究所整理

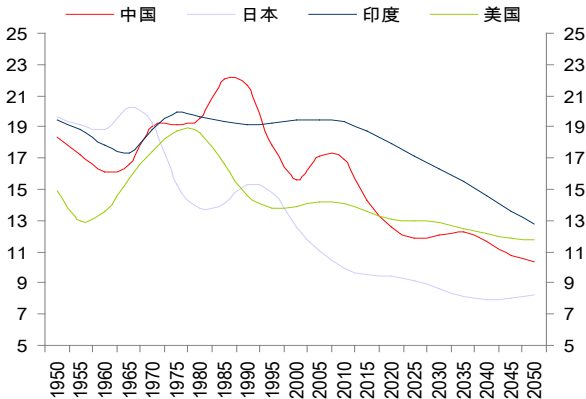
图19: 各国抚养比 (0-14岁+65岁以上) / 15-64岁 位: %



资料来源: 联合国, 国信证券经济研究所整理

图20: 各国15-24岁人口占比

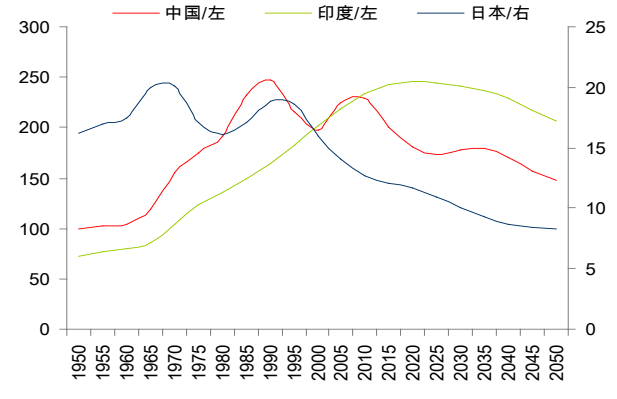
单位: %



资料来源: 联合国, 国信证券经济研究所整理

图21: 中国、印度、日本15-24岁人口数

单位: 百万



资料来源: 联合国, 国信证券经济研究所整理

CPI、PPI 齐破 3%，年中达到低点

2012 年中国将走出通胀压力的阴影。明年全年 CPI、PPI 翘尾因素大约为 1.4%、0.2%，如果考虑到 11 月和 12 月价格环比进一步下降，翘尾因素可能会更小一些。根据 02-10 年 CPI 与 PPI 中新涨价因素，预计明年 CPI 新涨价大约为 0.6%-1.2%，PPI 新涨价大约为-0.8%至 2.8%。综合判断，2012 年全年 CPI 为 2.0%至 2.6%，PPI 为-0.6%至 3.0%。

表5: 02-10年CPI与PPI中的新涨价因素

指标名称	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年
CPI: 新涨价	2.2	0.6	2.6	3.2	1.1	1.2	1.8	1.2	-0.5
PPI: 新涨价	2.6	-0.8	3.8	2.2	2.4	2.8	4.8	2.0	-2.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从国内通胀高位回落的时间周期规律看，94 年 10 月至 99 年 4 月，为了消化前期将近 30%的高通胀，CPI 经历了连续 54 个月的回落。近十年来，通胀回落的时间周期大幅缩减，三次通胀消退所花时间为 11、17、19 个月，其中 04-06 年通胀消退用了 19 个月，CPI 从 5.3%降至 0.8%；08-09 年通胀消退的时间为 17 个月，CPI 从 8.7%降至-1.8%。

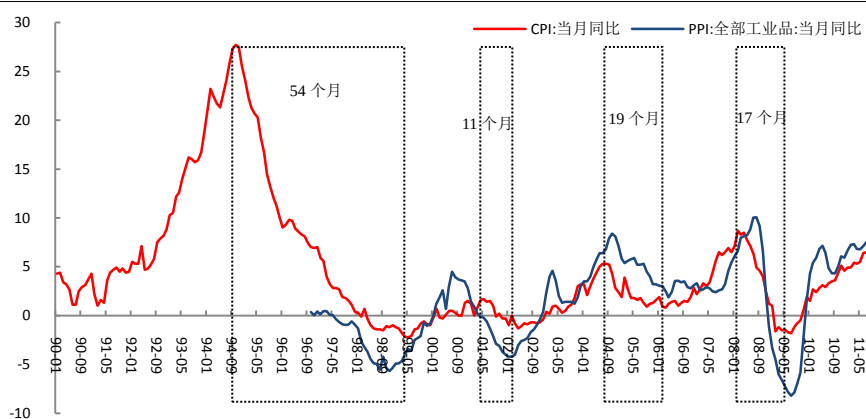
当前的这一轮通胀已从 2011 年 7 月份开始见顶回落，单纯从时间来看，截至 10 月此轮通胀进入消退期已经 4 个月，预计未来 7-15 个月后达到 CPI 指标低点。

表6: 国内每一轮通胀消退期情况

时期	94-10 至 99-04	01-05 至 02-04	04-08 至 06-03	08-02 至 09-07	11-07 至 11-10
CPI 高点 (%)	27.7	1.7	5.3	8.7	6.5
CPI 低点 (%)	-2.2	-1.3	0.8	-1.8	5.5 (10 月份)
下降时长 (月)	54	11	19	17	
本轮时间 (月)	4	4	4	4	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 中国CPI、PPI月度同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

关于 CPI、PPI 的月度预测详见下表。

表7: CPI预测更新

时间	CPI 环比	1+环比%	CPI 同比测算	12 个月环比 累乘	累乘与实际同 比的误差	累积翘尾	备注
Jan-11	1.00	1.010	4.90	4.99	0.09		
Feb-11	1.20	1.012	4.90	4.99	0.09		
Mar-11	-0.20	0.998	5.40	5.52	0.12		
Apr-11	0.10	1.001	5.30	5.41	0.11		
May-11	0.10	1.001	5.50	5.62	0.12		
Jun-11	0.30	1.003	6.40	6.58	0.18		
Jul-11	0.50	1.005	6.50	6.69	0.19		
Aug-11	0.30	1.003	6.20	6.37	0.17		
Sep-11	0.50	1.005	6.10	6.26	0.16		
Oct-11	0.10	1.001	5.50	5.63	0.13		11 月之后已知涨幅
Nov-11	-0.37	0.996	3.93	4.09	0.16	4.38	11 个月累积涨价
Dec-11	0.30	1.003	3.73	3.89	0.16	3.86	10 个月累积涨价
Jan-12	0.84	1.008	3.62	3.72	0.10	2.83	9 个月累积涨价
Feb-12	0.96	1.010	3.38	3.48	0.10	1.61	8 个月累积涨价
Mar-12	-0.68	0.993	2.88	2.98	0.10	1.81	7 个月累积涨价
Apr-12	0.04	1.000	2.82	2.92	0.10	1.71	6 个月累积涨价
May-12	-0.12	0.999	2.59	2.69	0.10	1.61	5 个月累积涨价
Jun-12	-0.28	0.997	2.00	2.10	0.10	1.31	4 个月累积涨价
Jul-12	0.22	1.002	1.71	1.81	0.10	0.80	3 个月累积涨价
Aug-12	0.50	1.005	1.92	2.02	0.10	0.50	2 个月累积涨价
Sep-12	0.36	1.004	1.77	1.87	0.10	0.10	1 个月累积涨价
Oct-12	0.14	1.001	1.81	1.91	0.10	%	
Nov-12	0.32	1.003	2.52	2.62	0.10		
Dec-12	0.74	1.007	2.97	3.07	0.10	结果已考虑小数点导致的约 0.1%的误差。	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表8: PPI预测更新

时间	PPI 环比	1+环比%	PPI 同比测算	12 个月环比 累乘	累乘与实际同 比的误差	累积翘尾	备注
Jan-11	0.90	1.009	6.64	6.68	0.04		
Feb-11	0.80	1.008	7.23	7.11	-0.12		
Mar-11	0.60	1.006	7.31	7.21	-0.10		
Apr-11	0.50	1.005	6.82	6.68	-0.14		
May-11	0.30	1.003	6.79	6.37	-0.42		
Jun-11	0.00	1.000	7.12	6.69	-0.43		
Jul-11	0.00	1.000	7.54	7.11	-0.43		
Aug-11	0.10	1.001	7.25	6.79	-0.46		
Sep-11	0.00	1.000	6.52	6.16	-0.36		
Oct-11	-0.70	0.993	5.00	4.68	-0.32		11 月之后已知涨幅
Nov-11	0.00	1.000	3.55	3.24	-0.32	3.54	11 个月累积涨价
Dec-11	0.00	1.000	2.84	2.52	-0.32	2.82	10 个月累积涨价
Jan-12	0.02	1.000	1.94	1.62	-0.32	1.90	9 个月累积涨价
Feb-12	0.18	1.002	1.32	1.00	-0.32	1.10	8 个月累积涨价
Mar-12	0.32	1.003	1.04	0.72	-0.32	0.50	7 个月累积涨价
Apr-12	0.64	1.006	1.18	0.86	-0.32	0.00	6 个月累积涨价
May-12	0.60	1.006	1.48	1.16	-0.32	-0.30	5 个月累积涨价
Jun-12	0.38	1.004	1.86	1.54	-0.32	-0.30	4 个月累积涨价
Jul-12	0.48	1.005	2.35	2.03	-0.32	-0.30	3 个月累积涨价
Aug-12	0.62	1.006	2.88	2.56	-0.32	-0.40	2 个月累积涨价
Sep-12	0.06	1.001	2.94	2.62	-0.32	-0.40	1 个月累积涨价
Oct-12	0.02	1.000	3.69	3.37	-0.32	%	
Nov-12	-0.14	0.999	3.54	3.22	-0.32		
Dec-12	0.04	1.000	3.58	3.26	-0.32	结果已考虑小数点导致的约 0.3%的误差	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

政策判断：在增长、通胀双下行中博弈

一方面，紧缩效应扩散导致今冬明春经济风险加大，大宗商品价格下降一个台阶后，库存价值的确定性损失提示近期增长下行速度将加快；另一方面，通胀加速下滑创造政策放松的条件。由此，2012年中国经济将“在增长、通胀双下行中博弈”，评估内外冲击力度与政策放松力度的强弱对比将是贯穿全年的思路。

我们认为，政策取向将是对基本面的冲击做出对冲，增长与通胀双下行使得政策必然比2011年宽松。但由于（1）本轮就业形势转变从供不应求的状态开始，经济放缓对就业施加的压力不如从前，（2）地产政策关系复杂，（3）通胀阴影刚刚过去等多重原因，我们初步判断，对冲之外，不会有太多额外的放松。

降准不必然意味着货币政策的全面宽松

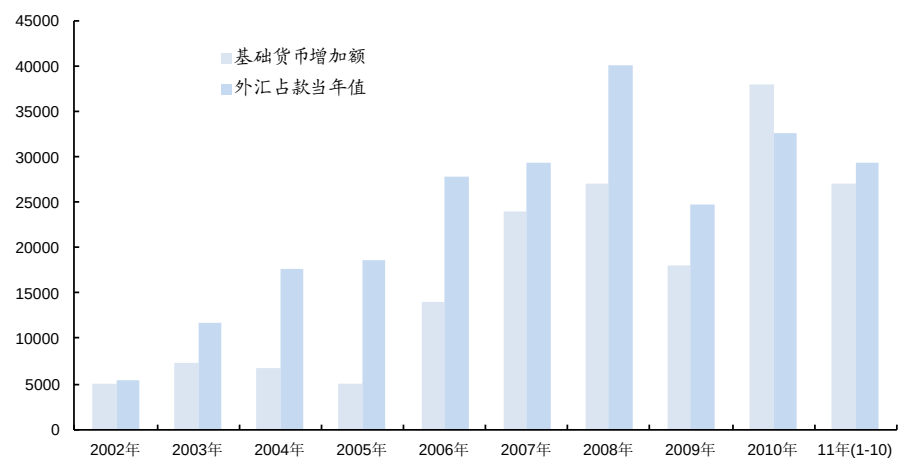
在外汇占款、公开市场到期资金大幅减少的背景下，降准首先起到的是对冲作用，降得不够多，则降准就会如同“两类资金不减少同时不降准”的组合。在存在多重货币因素较力的情况下，M1、M2增长这些“结果指标”才是评判货币政策松紧度的最终标准，而降准与M1、M2的增长并不存在必然的联系。

11月30日的降准确认了21.5%（大型银行）的存款准备金率将为历史，由于央票到期减少、外汇占款也可能仍较少，未来准备金率可能还会继续下行。但如果降准的力度限于对冲冲击，则并不必然意味着货币政策的全面宽松，其中原因在于法定准备金降低（提升）、外汇占款增加（减少）、公开市场净投放（回收）具有互相替代的作用。

从下图来看，2009年以前新增的外汇占款，一部分被投放为基础货币，一部分被央行通过提准和公开市场利用央票和正回购进行回收。

2010年基础货币增加3.8万亿，但外汇占款仅3.2万亿，外汇占款首次增长少于基础货币的投放量，在这种情况下，央行可以降低准备金率，释放之前提准回收的外汇占款，也可以在公开市场上净投放——央行最终是在公开市场上净投放来弥补外汇占款的不足。

图23：最近十年外汇占款是央行投放基础货币唯一途径



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

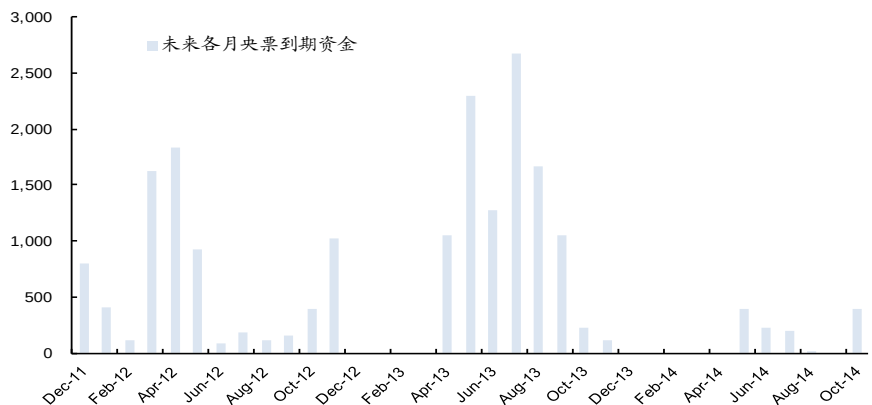
2011年前10月外汇占款增加2.9万亿，基础货币计划投放2.7万亿，但今年上半年提准回收了2.2万亿，而通过央票到期仅释放了1.8万亿，于是在10月外汇占款大幅度下降，且11月仍可能很少的情况下，基础货币的投放就受到很

大的影响。

这时，央行可以通过公开市场注入少量的基础货币，但极其有限，因为央行必须保留一定量的存量，用于微调市场流动性。

未来央票到期资金和正回购到期还将继续大幅减少：去年 12 月底，央票余额为 4.0 万亿，正回购余额为 0.75 万亿；今年 9 月底余额分别为 2.2 万亿和 0.87 万亿，合计 3.07 万亿。如果外汇占款减少，依靠公开市场、到期资金增加基础货币投放并不可行，则央行只剩“降准”这一的手段。

图24：未来各月央票到期量已很有限，央行无法依靠它投放基础货币



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

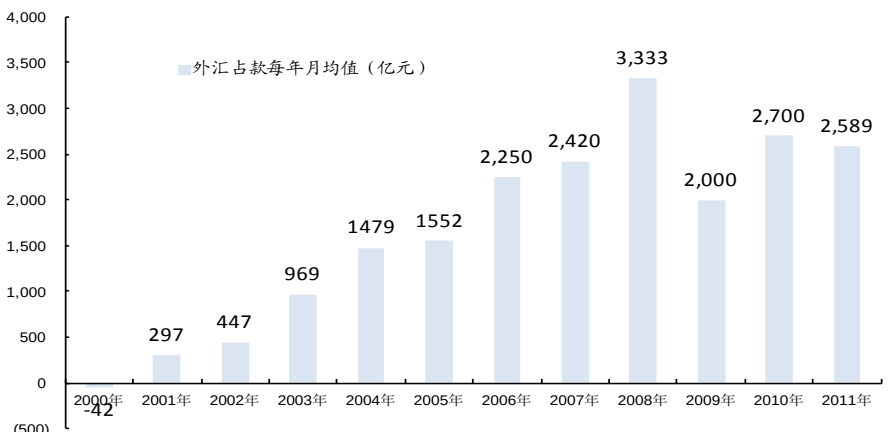
外汇占款与准备金率的绑定意味着，未来外汇占款多寡决定降准的速度与时间窗口：

情况一：如果外汇占款明年月均值能达到 2011 年一季度月均 3800 亿元的水准，那一季度降准几无可能，即使央行需要极度放松流动性，月均 3800 亿元的外汇占款注入资金，无需降准，流动性也足够。但我们认为外汇占款已很难达到该水平，未来外汇占款增长放慢是一个趋势。

情况二：如果 12 月份至明年上半年，外汇占款月度值为 1000 亿元，基本上每两月必须降准一次，以弥补基础货币投放不足。

情况三：如果 12 月份至明年上半年，外汇占款月度值为 1500-2000 亿元，明年上半年有 2 次的降准（每次 0.5%），其中 1 月份再次降准概率很大；我们认为这种可能性很大。

图25：外汇占款未来逐年走低的趋势很难逆转



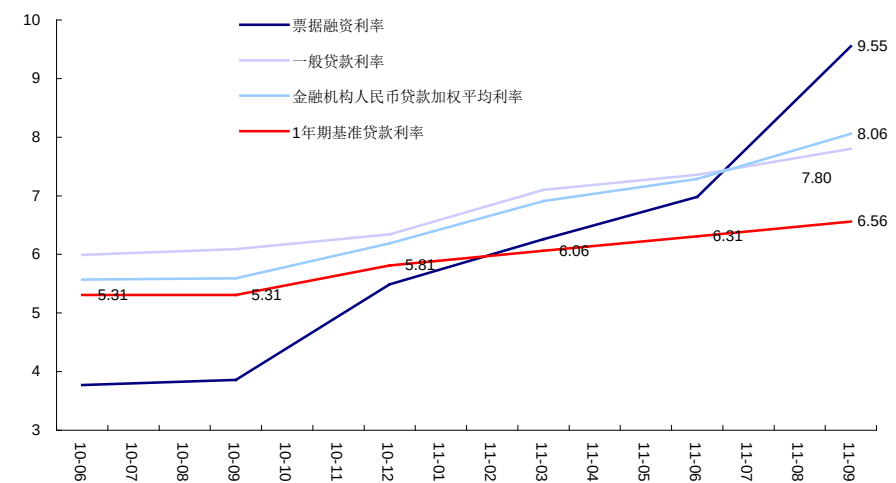
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

基准利率下降暂不具条件，但市场均衡利率适度下降可以期待

由于资金面的紧张，目前贷款的均衡利率较基准贷款利率大幅上浮，且幅度扩大的趋势未见收窄。按照央行货币政策执行报告，2011年9月末金融机构人民币贷款加权平均利率为8.06%，较一年期基准贷款利率6.56%高出23%，票据融资适用的利率更高，达到9.55%。以统计至12月初的票据直贴利率看，截止目前贷款资源的紧张、利率上浮的趋势未见终止。在存款竞争方面，理财产品吸引储户资金购买的利率也高出基准存款利率不少。以上表明目前基准利率处于很低的扭曲水平，若按照市场均衡，仍存在很大上升压力。因此，降息即使发生，可能也仅在货币政策量上全面转向之后才有的措施，时间上不会太快。

市场均衡利率的下降反而是可以期待的局面，随着流动性的恢复，预计市场均衡利率将适度下降，逐渐向着目前的基准利率水平靠拢。

图26：贷款利率较基准利率大幅上浮，且幅度仍在扩大



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表9：票据贴现利率仍很高，较基准利率大幅上浮（比较值均为年化之后）

时间	基准贷款利率:	票据直贴利率:	票据直贴利率:	票据直贴利率:	票据直贴利率:
11-11-02	6.1	9	9	9	9
11-11-04	6.1	9	9	9	9
11-11-09	6.1	9.36	9.36	9.36	9.36
11-11-10	6.1	9.36	9.36	9.36	9.36
11-11-11	6.1	9.36	9.36	9.36	9.36
11-11-14	6.1	9.36	9.36	9.36	9.36
11-11-16	6.1	9.12	9.12	9.12	9.12
11-11-17	6.1	9	9	9	9
11-11-18	6.1	9	9	9	9
11-11-22	6.1	9.84	9.84	9.84	9.84
11-11-25	6.1	10.2	10.2	10.2	10.2
11-11-28	6.1	10.56	10.56	10.56	10.56
11-11-30	6.1	10.2	10.2	10.2	10.2
11-12-01	6.1	9.84	9.84	9.84	9.84
11-12-02	6.1	9.6	9.6	9.6	9.6
11-12-05	6.1	9.6	9.6	9.6	9.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

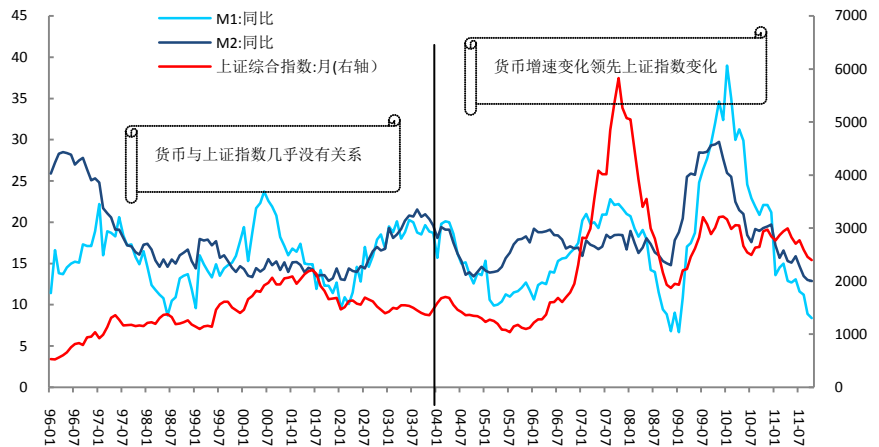
坚持 M1、M2 作为判断流动性的结果指标导向

由于货币流动性形势存在多重不同方向因素的影响，因此，更需要坚持以 M1、

M2 增长作为判断流动性松紧度的“结果指标”。

如果历史周期规律发生作用，M1、M2 增速最晚有望于 2012 年 1 季度末反弹，但如前所述，幅度不会太大，由于货币指标实证上领先于资本市场和经济预期，动态跟踪 M1、M2 来不断调整判断无疑更具实际意义，建议不要贸然猜测 M1、M2 反弹的时间和幅度，但如果见到二者可观反弹的确切证据，则可以比较坚定地转向乐观。

图27: M1、M2与上证指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

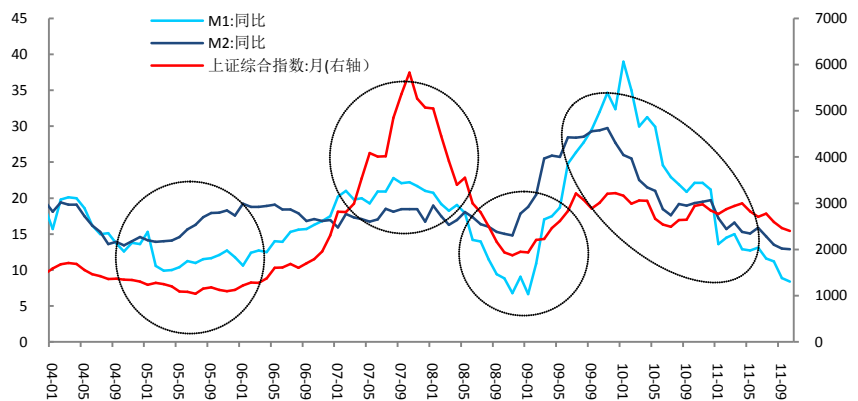
表10: 股市4大转折点对应的M1、M2拐点

时间	M1 拐点	M2 拐点	上证综指拐点
04-05 年期间	05 年 3 月	04 年 10 月	05 年 7 月
07-08 年期间	07 年 8 月	07 年 7 月	07 年 10 月
08-09 年期间	08 年 11 月	08 年 11 月	08 年 11 月
09-10 年期间	09 年 11 月	09 年 11 月	09 年 12 月

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28: 04-11年四个大拐点，M1、M2的变化均领先于上证指数

单位：%



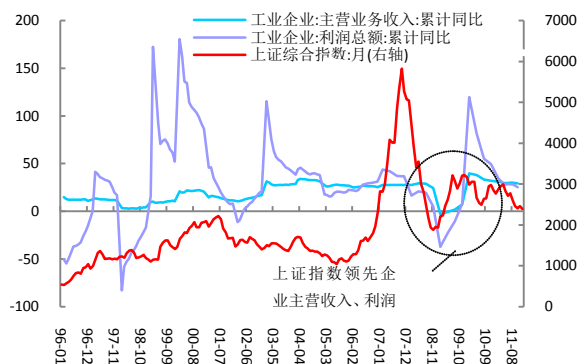
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表11: 国内每一轮M2同比下降情况

时期	96-04 至 98-04	99-04 至 01-10	03-08 至 04-10	06-05 至 08-11	09-11 至 11-10
M2 高点 (%)	28.5	17.9	21.6	19.1	29.7
M2 低点 (%)	14.6	12.9	13.5	14.8	12.9 (10月)
下降时长 (月)	24	30	14	30	
本轮时间 (月)	23	23	23	23	

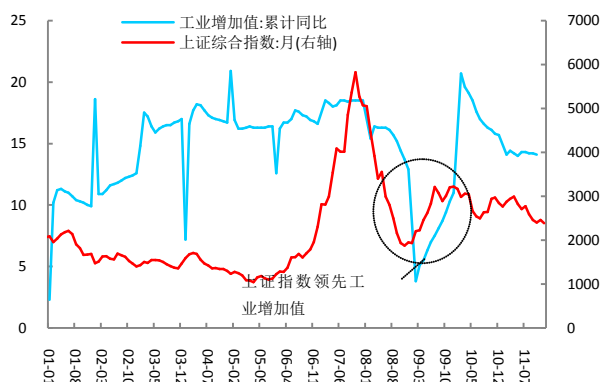
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: 工业企业营收、利润与上证指数相关性低



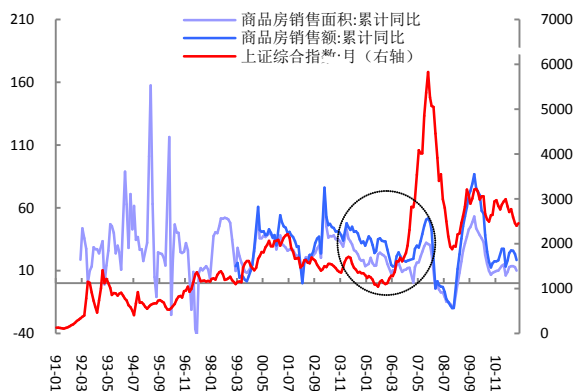
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: 工业增加值与上证指数相关性低



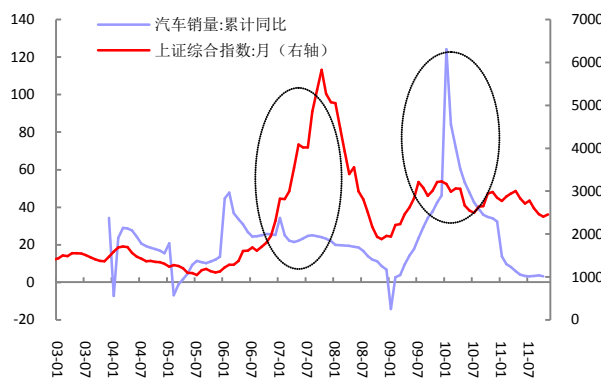
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图31: 房屋销售与上证指数相关性相对较高



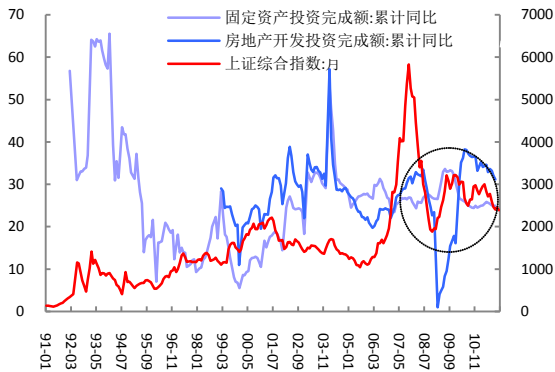
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: 汽车销售与上证指数相关性相对较高



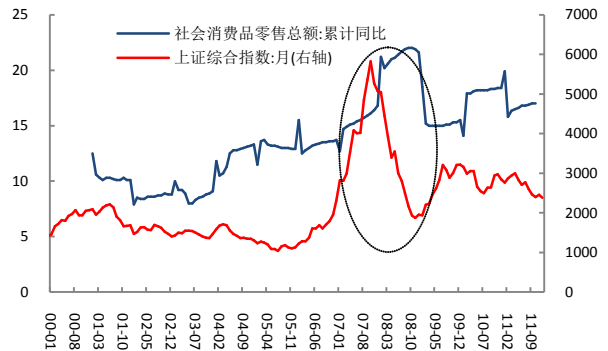
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: 固投、房地产开发与上证指数相关性低



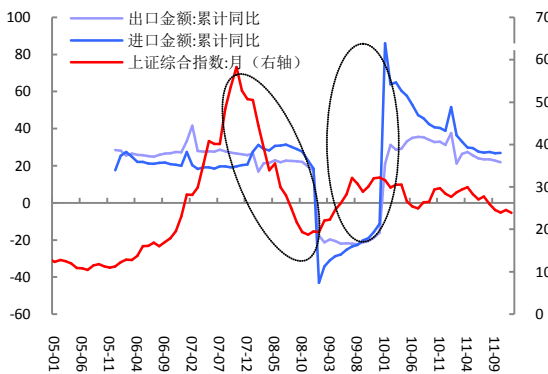
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 社消与上证指数相关性低



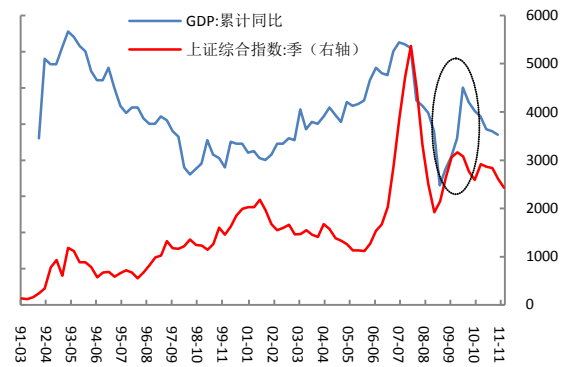
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 进口、出口与上证指数相关性低



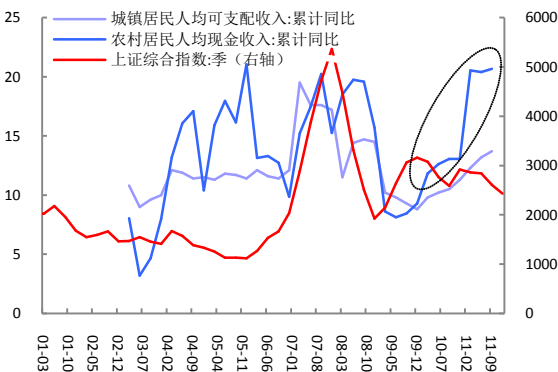
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: GDP与上证指数相关性低



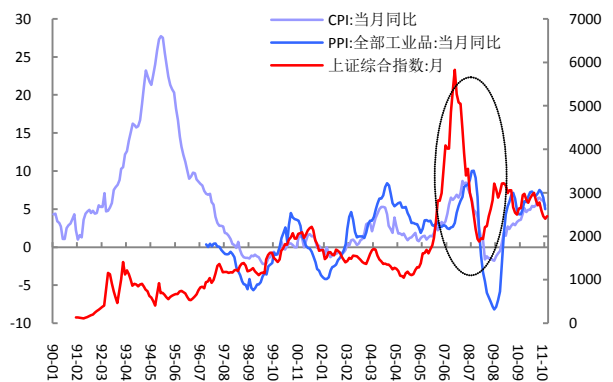
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 居民收入与上证指数相关性低



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 价格与上证指数相关性低



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

宏观指标预测汇总

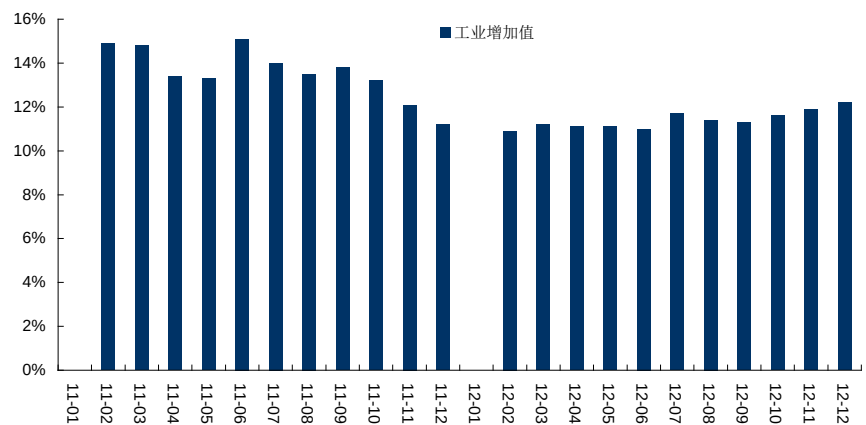
表12: 2012年宏观指标预测汇总

指标	12 年 Q1	12 年 Q2	12 年 Q3	12 年 Q4	12 年 E	11 年 E
GDP (%)	8.2	8.1	8.5	8.6	8.4	9
工业增加值 (%)	11.2	11.0	11.5	11.9	11.5	13.6
固投 (%)	18.3	14.2	16.8	17.5	16.7	24.4
社销 (%)	15.7	15.5	15.7	15.6	15.6	16.9
进口 (%)	8.4	19.0	22.5	20.1	17.8	23.9
出口 (%)	2.1	2.2	5.5	11.6	5.5	19.0
CPI (%)	3.3	2.5	1.8	2.4	2.5	5.3
PPI (%)	1.4	1.5	2.7	3.6	2.3	6.1
M1 (%)	9.2	11.6	13.9	16.2	16.2	7.7
M2 (%)	14.1	15.0	15.6	16.2	16.2	12.2
新增贷款 (万亿)	2.5	2.3	1.6	1.6	8.0	7.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

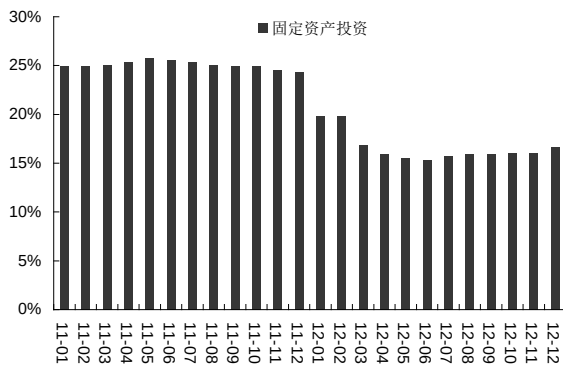
图39: 工业增加值同比增速

单位: %



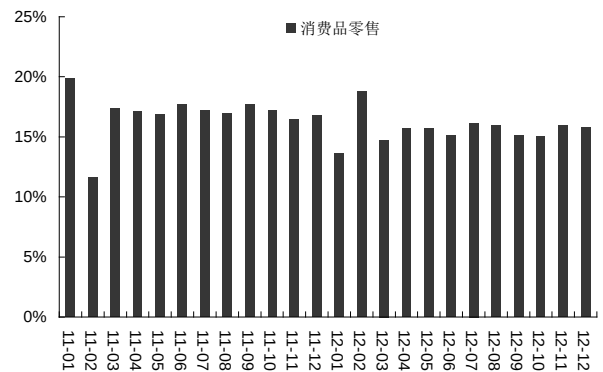
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图40: 固定资产投资累计同比增速



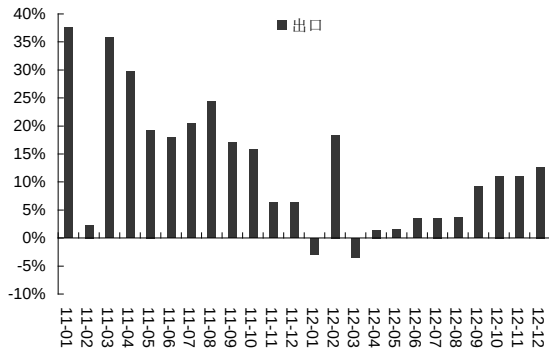
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 社销同比增速



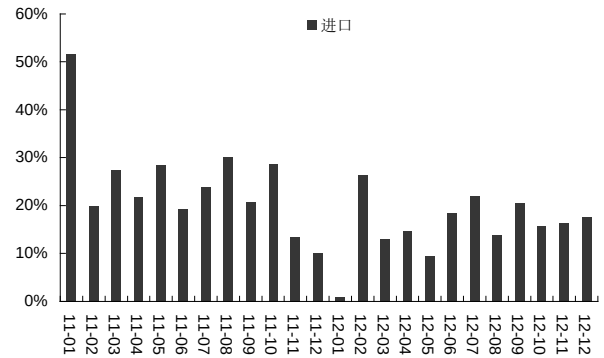
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 出口同比增速



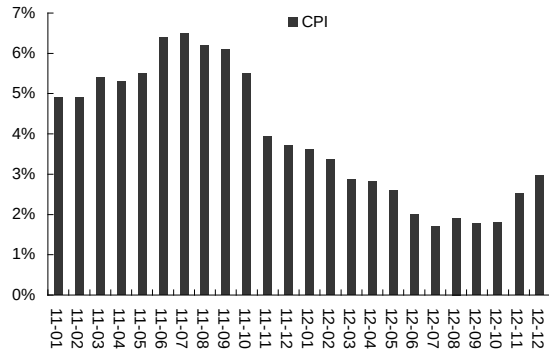
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图43: 进口同比增速



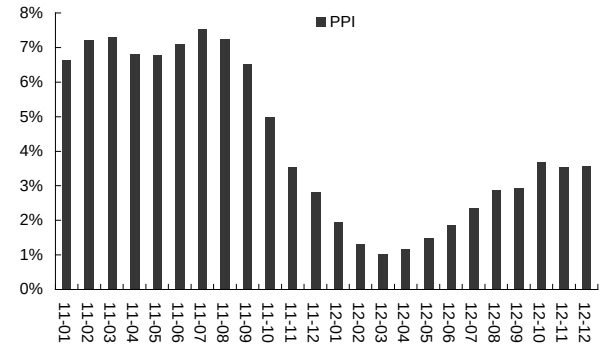
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图44: CPI同比增速



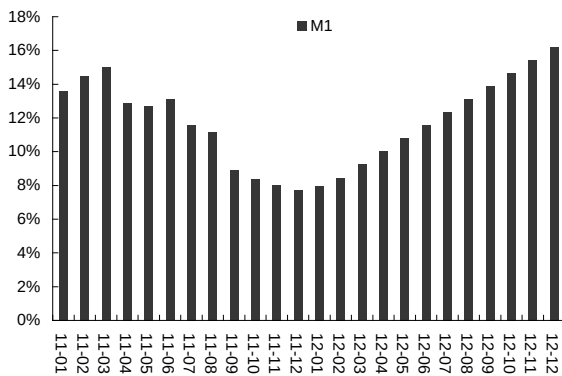
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图45: PPI同比增速



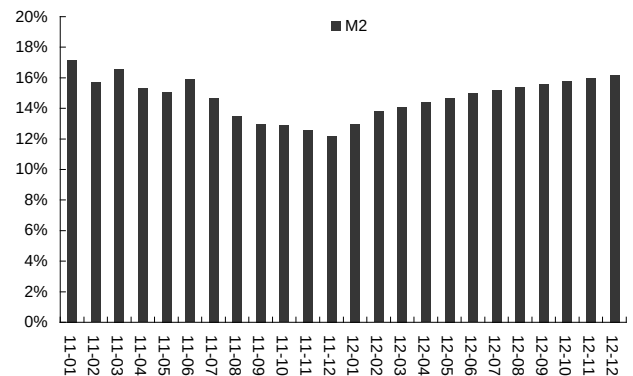
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图46: M1同比增速



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图47: M2同比增速



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁 丹	0755- 82134323	刘	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 骏	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		

黄志文 0755-82133928
 彭甘霖 0755-82133259
 秦国文 0755-82133528
 韦 敏 0755-82130833-3772
 张璐楠 0755-82130833- 1379

徐左乾 0755-82133090
 李扬之 0755-82136165
 陈爱华 0755-82133397
 袁 剑 0755-82139918

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	