

方正证券研究所证券研究报告
宏观策略组

首席分析师：汤云飞 CFA
执业证书编号：S1220511020007
电话：010-68584873
邮件：tangyunfei@foundersc.com

策略分析师：王宇琼
执业证书编号：S1220511020006
电话：010-68584892
邮件：wangyuqiong@foundersc.com

联系人：王坤
电话：010-68584897
邮件：wangkun1@foundersc.com

联系人：范阳阳
电话：010-68584897
邮件：fanyangyang@foundersc.com

请务必阅读最后特别声明与免责条款

通胀对经济政策的约束将逐步解除 全球将全面启动刺激性政策

宏观研究：2012 年度宏观报告 2011 年 12 月 23 日

核心观点：

- ◆ 欧元区债务危机的根本解决有待观望，全球将进入美元强势时代；
- ◆ 全球通胀下滑周期尚需两年方可结束，明年全球货币政策将维持宽松；
- ◆ 中国货币政策可能在明年第一季度开始进一步放宽，通胀低点可能在明年第三季度出现，企业利润拐点可能在第一或二季度出现，经济拐点可能在第二季度出现。

全球经济：通胀低迷期需要两年才能走出

欧元区明年进入衰退，欧元区财政协议最终能否顺利完成有待观望。美国上半年经济增长中性偏缓，下半年经济增长中性偏快。年底失业率有望回落，加息预期有望升温。

美元可能进入中长期强势周期，大宗商品价格未来两三年走势受到抑制。通胀对全球货币政策约束将解除。全球宽松货币政策明年有望继续维持。新一轮基钦周期有望在明年年中前后再度启动。

中国经济：抓紧战略机遇期，稳增长调结构并重

中国处于金融危机后新一轮朱格拉周期的开始阶段。预计明年中期出现工业增加值周期底部。我国城镇化发展还将带动经济高速发展 10 年左右，未来 5-10 年在充分就业状态下的实际 GDP 潜在增速可能依然达到 10% 左右。理论上讲，房价增速应与名义 GDP 增速挂钩，中国的问题是人均可支配收入占人均 GDP 比重太小。预计到明年年中转变房价调控方式，逐渐以房产税等市场化手段取代行政限购。

调结构政策关注点：财税制度改革，让利于企业以便于加薪，增加可支配收入增长。积极财政政策关注点：中西部基础建设，东部产业结构升级，七大新兴产业。稳健货币政策关注点：明年 1 季度或将有 3-4 次降准，不降息或 1~2 次，相机决策。

预计国际大宗商品价格增长温和，明年 CPI 先降后升，明年 7 月或出现低点，年底或有小幅回升。M2 或将在明年 1 季度后快速回升，年底或达 16.8%。明年新增信贷估计有八万亿元。预计明年企业利润一季度见底，工业增加值 3、4 月间见底，GDP 前低后高，大约在 8.9-9% 上下。

目录

1. 全球经济：通胀进入下行周期，美强欧弱的分化将逐步拉大.....	3
全球经济核心观点总述	6
1.1 乍暖还寒，全球经济临近基钦周期尾声.....	7
1.2 全球通胀步入下降期，大宗商品将在中性区域温和上升	8
1.3 欧债危机延续，欧元区将陷入温和衰退局面	10
1.4 美国明年将温和复苏，明年年底可能加息预期升温.....	14
1.5 全球通胀回落的确立有利于货币政策转向	17
全球经济形势研判总结	20
2 国内经济：货币政策宽松空间加大，全年增速稳定在 8.9%上下	22
国内经济核心观点总述	22
2.1 中国经济的长期潜在增速仍达 10%.....	22
2.2 明年经济增长前低后高，全年增速或达 8.9%上下	24
2.3 未来房地产将依然是中国经济增长的核心动力之一.....	27
2.3.1 城镇化过程将伴随着房地产业的高速发展.....	27
2.3.2 经济高速增长带来的主要问题	29
2.3.3 限购结束后，未来房价增速将合理回归.....	30
2.4 货币信贷将回升至中性水平	31
2.5. 通胀压力逐渐解除	33
国内经济形势研判总结	35
附表：2012 年宏观经济数据预测	36

图表 1.1: 新一轮尤格拉周期已于 2010 年启动.....	7
图表 1.2: 此轮基顷周期期间, 发达经济体工业产值分化.....	7
图表 1.3: 发达经济体制造业 PMI 大多位于荣枯线以下.....	8
图表 1.4: 新兴经济体制造业 PMI 位于荣枯线附近.....	8
图表 1.5: 全球通胀步入下降周期.....	9
图表 1.6: 美元强势能够抑制大宗商品价格.....	9
图表 1.7: 大宗商品价格目前略低于其中性水平.....	9
图表 1.8: 意西在金融危机期间债务与赤字亦急剧扩大.....	10
图表 1.9: 金融危机以来, 欧元区 10 年期国债收益率分化.....	10
图表 1.10: OECD 领先指标预示欧元区经济下行是大概率事件.....	11
图表 1.11: 欧债危机严重困扰欧元区国家经济.....	11
图表 1.12: 欧元区内部失业率分化亦严重, 但总体高位.....	12
图表 1.13: 意法两国产能利用率均低于历史中性水平.....	12
图表 1.14: 明年重债国到期债务最多.....	12
图表 1.15: 重债国 1 年期国债收益率近期飙升.....	12
图表 1.16: 明年欧元区银行信贷紧缩局面仍会出现.....	13
图表 1.17: 法国银行业 5 年期 CDS 价格暴涨.....	13
图表 1.18: 通胀开始下行, 失业率略有好转, 经济将温和复苏.....	14
图表 1.19: 制造业目前有企稳回升迹象.....	14
图表 1.20: 随着失业逐步改善, 经济步入温和复苏轨道, 2013 年可能会出现升息预期.....	15
图表 1.21: 新屋销售企稳, 新屋库存继续下降.....	15
图表 1.22: 成屋销售有所好转, 导致库存减少.....	15
图表 1.23: 新屋开工与营建许可近期有所好转.....	16
图表 1.24: 房地产市场低迷状态有所改善.....	16
图表 1.25: 美国个人消费支出有加速迹象.....	16
图表 1.26: 美国个人消费支出成为美国经济主要支撑.....	16
图表 1.27: 美国量化宽松, 流动性大量留存于银行体系.....	17
图表 1.28: 日本量化宽松, 形成大量超额准备金.....	17
图表 1.29: 美国通胀与大宗商品价格.....	18
图表 1.30: 欧元区通胀与大宗商品价格.....	18

图表 1.31: 中低收入国家通胀与美元指数相关性较强.....	19
图表 1.32: 高收入国家通胀水平与美元指数相关性较弱.....	19
图表 1.33: Bloomberg12 月份以来对美国经济数据的预测.....	20
图表 1.34: Bloomberg12 月份以来对欧盟经济数据的预测.....	21
图表 1.35: Bloomberg12 月份以来对日本经济数据的预测.....	21
图表 2.1: 我国经济周期约为 8 年, 改革开放以来经济波动明显减小.....	22
图表 2.2: 中日韩三国人均 GDP (2005 不变价, 美元).....	23
图表 2.3: 中日韩人均 GDP 同比, 中国人均 GDP 增速维持高位.....	23
图表 2.4: 中日韩三国城市人口占比.....	23
图表 2.5: 中日韩三国人口抚养率.....	23
图表 2.6: 经济增速或在明年一季度见底回升.....	24
图表 2.7: 房地产开发投资增速不断回落.....	25
图表 2.8: 房价不断下滑背景下新屋开工持续走低.....	25
图表 2.9: 固定资产投资增速处于低位.....	25
图表 2.10: 社会消费品零售总额实际增速不断.....	25
图表 2.11: 欧债危机的演进使外需持续萎缩.....	26
图表 2.12: 对欧盟的出口开始快速下滑.....	26
图表 2.13: 中美日韩四国房地产业增加值占 GDP 的比较.....	27
图表 2.14: 美日韩三国住宅投资占 GDP 高峰均超过 6%.....	27
图表 2.15: 日本房价增速与名义 GDP 增速.....	28
图表 2.16: 韩国房价增速与名义 GDP 增速.....	28
图表 2.17: 美国房价增速与名义 GDP 增速.....	28
图表 2.18: 中国房价增速与名义 GDP 增速.....	28
图表 2.19: 投资仍然是拉动经济增长的主要力量.....	29
图表 2.20: 工业仍是拉动经济增长的主要产业.....	29
图表 2.21: 城镇居民各收入等级人均可支配收入与平均水平的比.....	30
图表 2.22: 农村居民收入五等分下人均纯收入情况.....	30
图表 2.23: 财政收入增速远高于居民收入增速.....	31
图表 2.24: 居民收入增速占人均 GDP 比重.....	31
图表 2.25: 明年年底 M2 同比增速或达 16.8%.....	32

图表 2.26: 明年上半年或将再降准 3-4 次	32
图表 2.27: CPI 同比增速与 1 年期定期存款利率.....	32
图表 2.28: 中国利率水平显著偏低	32
图表 2.29: 全球经济增速放缓背景下人民币出现贬值预期.....	33
图表 2.30: 最近两月热钱流出迹象明显.....	33
图表 2.31: 全球大宗商品价格指数或将在明年一季度见底.....	33
图表 2.32: PPI 生活资料非食品部分对 CPI 非食品影响较大	33
图表 2.33: 农产品批发价格指数增长与 CPI 食品同比.....	34
图表 2.34: 能繁母猪存栏持续回升	34
图表 2.35: 服务在 CPI 中得比重约为 0.29.....	34
图表 2.36: 工业企业利润或在明年一季度开始回升	34

1. 全球经济：通胀进入下行周期，美强欧弱的分化将逐步拉大

全球经济核心观点总述

明年是欧元区国家债务到期量最多的一年，尤其是意大利与西班牙两国，其到期债务集中在明年 2-4 月份以及 10 月份，这些时间窗口需要引起投资者警惕。我们认为欧债危机的困扰明年或仍将反复，欧元区陷入温和衰退已是大概率事件，这也将成为影响全球经济复苏的主要因素。

明年欧洲银行业仍有可能陷入信贷紧缩局面，这将进一步加深欧元区衰退，不过熬过上半年的紧张期后，随着中国等新兴国家以及美国的拉动，下半年欧元区经济会有所好转。

我们认为欧元区最糟糕的情况是一两个“劣质”国家（如希腊）被暂时踢出欧元区，但出现债务无序违约的可能性不大。若有黑天鹅事件发生，很可能是来自**欧洲银行流动性危机的威胁**（如法国银行业），目前来看，这是小概率事件。

明年美国失业状况可能会有较大的改善，消费对经济的支撑会更加强劲，房地产市场也会开始出现回暖，**美国经济会逐渐步入温和复苏阶段**。

“美强欧弱”的经济格局在明年会更加明显，这会导致明年美元相对欧元的强势地位，随着美国经济温和复苏势头的确立，我们认为明年年底美元加息预期会开始升温，这将有利于美元中长期的强势地位。

美元的强势地位有利于大宗商品价格的控制，我们认为明年大宗商品将会围绕中性价格区间温和上升，全球通胀未来两年内将处于下降周期，无恶性通胀之忧。

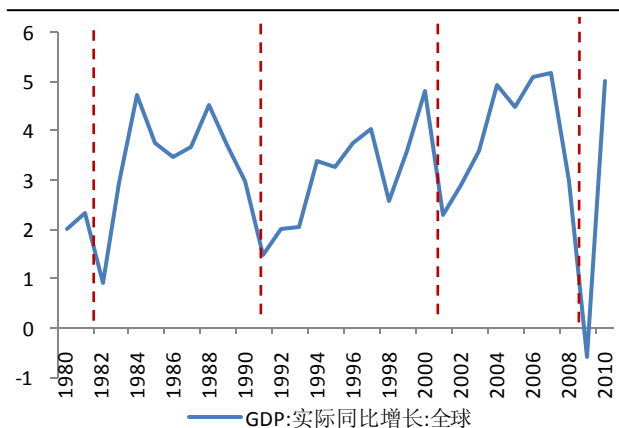
全球通胀下行有利于全球各经济体实施宽松的货币政策来拉动经济增长，美国与日本的量化宽松经验显示，其央行回收流动性能力很强，即使明年美国实施量化宽松，这不太可能会引发全球通胀的抬头。

1.1 乍暖还寒，全球经济临近基钦周期尾声

周而复始，破茧重生。从经济周期角度来看，2008 年全球金融危机结束后，新一轮的尤格拉周期便已于 2010 年开始启动。今年全球经济的下滑，可归结为这次新周期启动后，第一个基钦周期的衰退阶段，可谓临近尾声，乍暖还寒。本轮欧债危机引发的全球经济回调，其实亦可看作是上次全球金融危机的后遗症。

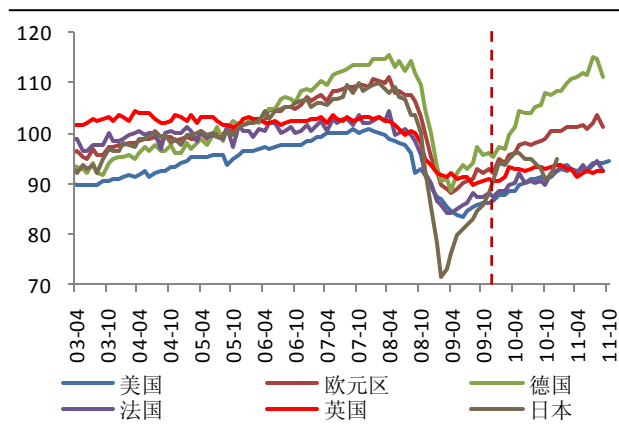
今年以来，二三月份以利比亚为核心的中东动乱，再加上自然灾害频发（日本地震海啸导致核泄漏等），葡萄牙继希腊、爱尔兰之后于今年 4 月份寻求国际援助（宣告欧债危机已深化进入严峻期）等事件的发生，为全球经济的此轮衰退积聚能量。6 月份希腊遭受标普、穆迪的相继下调，8 月初美国两党对于债务上限谈判的纠纷导致标普下调美国主权信用评级，由此引发了新一轮的市场动荡，这也注定了发达国家债务危机（主要是欧债危机）将成为今年的主旋律。

图表 1.1：新一轮尤格拉周期已于 2010 年启动



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表 1.2：此轮基钦周期期间，发达经济体工业产值分化



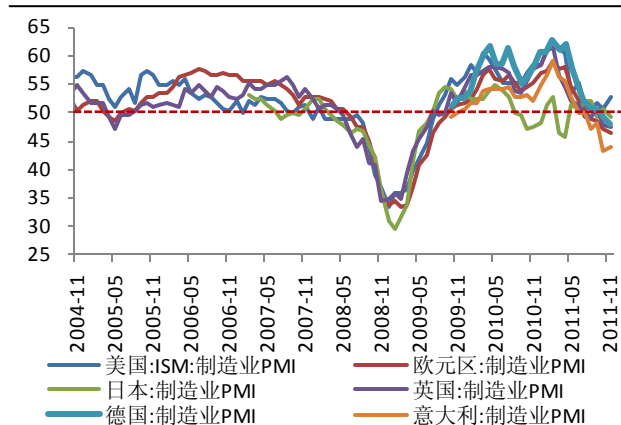
数据来源：Wind，方正证券研究所

回到经济周期视角，此轮基钦周期期间，全球发达国家之间的经济分化明显加剧，尤其体现在欧元区国家当中。

1. 美国尚未完全从金融危机的阴霾中走出，加上日本海啸对供应链的冲击，以及失业率持续高位，房地产市场低迷等负面因素的存在，使其经济复苏表现较为疲弱；
2. 日本一直受到通缩困扰，进入 90 年代后经济表现一直低迷，再加上今年海啸地震的冲击，经济在去年的有力反弹后再次临近衰退，不过目前制造业已逐步摆脱地震冲击的阴霾，服务业也有明显复苏迹象。
3. 欧元区各国经济分化明显，德国等强势经济体也开始放缓：除德国等经济强势国家外，大多数国家工业产值未能在金融危机后完全恢复，仍处于历史较低水平。不过受欧债危机困扰，欧元区各

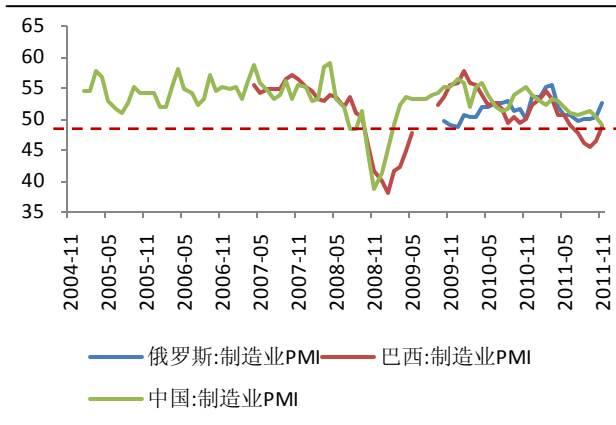
国的经济指标均有恶化（综合 PMI 指数大多位于荣枯线之下），欧元区恐将陷入温和衰退局面。

图表 1.3：发达经济体制造业 PMI 大多位于荣枯线以下



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表 1.4：新兴经济体制造业 PMI 位于荣枯线附近



数据来源：Wind，方正证券研究所

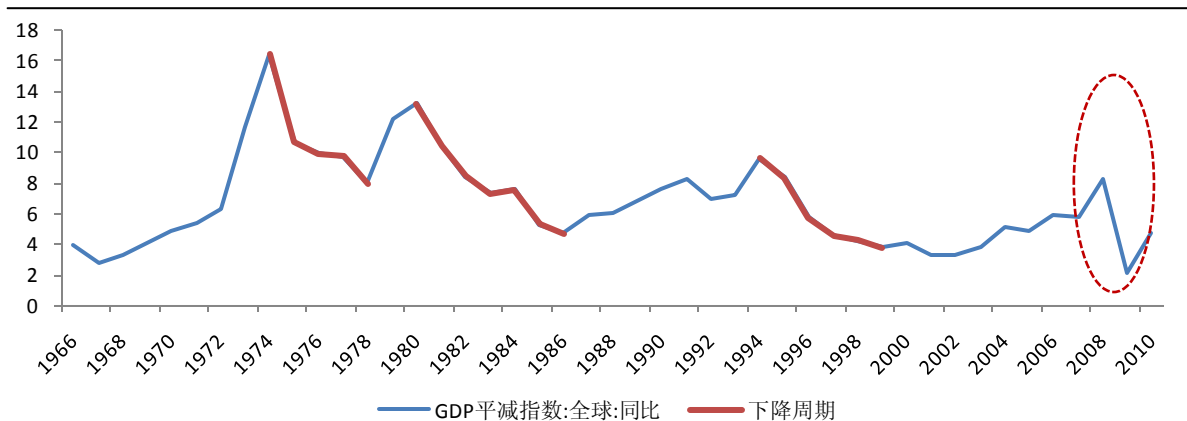
相较于发达经济体普遍放缓的经济预期，新兴市场经济增长相对强劲，但新兴市场多为出口依赖型经济体，受欧债危机困扰，美国经济复苏仍较缓慢等因素影响，经济增速也开始普遍出现回落。而且新兴经济体今年受高通胀的困扰，其紧缩的货币政策与发达国家宽松货币政策的不协调，使得欧美等国家的货币刺激政策大打折扣。

1.2 全球通胀步入下降期，大宗商品将在中性区域温和上升

今年的这轮全球通胀主要是由大宗商品价格暴涨引发，这主要与上半年中东动乱以及欧洲央行 4 月与 7 月的两次不合时宜的加息有关。对于大宗商品供给的担忧点燃了涨价趋势，并且此时美元处于走弱期间，再加上欧洲央行加息的煽风点火，加剧了美元下行的态势，也给大宗商品价格火上浇了一把油。

从全球通胀周期来看，其下行区间存在较为明显的规律性：通胀下降周期均要经历 4-6 年左右的时间。我们认为目前通胀下行周期已基本确立，2008 年应该是这次下降周期的起点，今年这轮的全球通胀是由突发事件加上错误决策因素引发的通胀反弹，我们认为，在无突发性事件发生的情形下（如伊朗问题等），明年全球将无恶性通胀之忧，甚至未来两年的全球通胀水平都不会出现恶化。

图表 1.5: 全球通胀步入下降周期

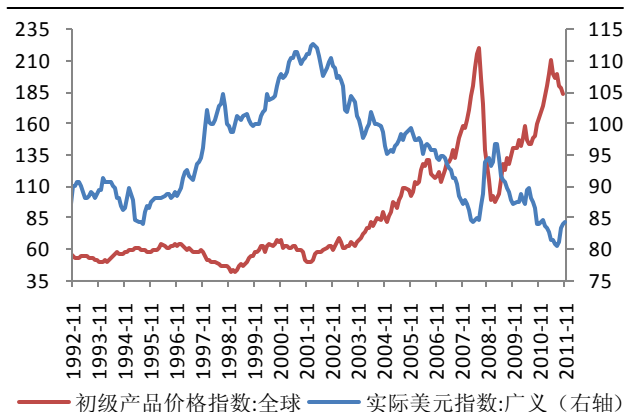


数据来源: Wind, 方正证券研究所

大宗商品价格自金融危机暴跌后,就一直位于上行通道,去年第二季度小幅回调,之后便开始稳步上升,加上今年突发性因素的促进作用,于今年4月份达到最高点(接近于2008年7月份的最高点),然后开始拐头向下。由于大宗商品价格传导的时滞性,以及各国自身的一些结构性因素(如我国通胀的“猪周期”特征),全球通胀大多均是在下半年才见顶,不过目前来看,均已普遍进入通胀下行区间(我国7月通胀见顶,近两月通胀大幅下滑,预计可能会在明年年中见底)。

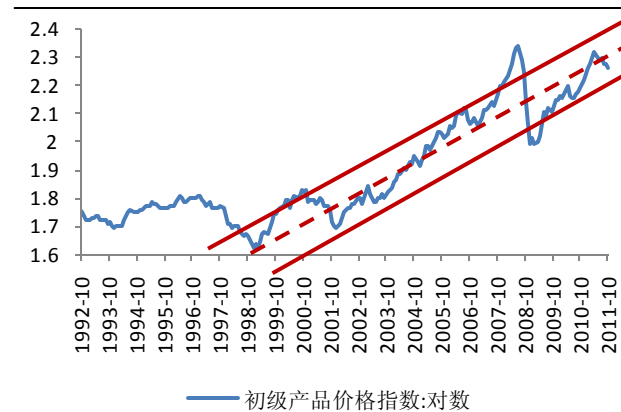
从大宗商品价格走势来看(用初级产品价格指数表示),目前比较接近中性水平,略低于中性水平且趋势向下。我们认为在没有突发性事件发生的情形下(如伊朗以及中东等石油国政治风险),大宗商品价格明年总体走势应该是围绕其中性水平温和上升。

图表 1.6: 美元强势能够抑制大宗商品价格



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 1.7: 大宗商品价格目前略低于其中性水平



数据来源: Wind, 方正证券研究所

从美元走势与大宗商品价格关系来看，美元指数与大宗商品价格负相关性较强，而大宗商品价格是全球通胀影响最大的一个因素，因此美元走势能在一定程度上决定未来全球通胀程度。在目前欧元区经济继续下滑，美国缓慢复苏的情形下，美元相对欧元走强的趋势会越来越明显，这将有利于大宗商品价格的控制。因此，再次由其引发全球恶性通胀的可能性不大。

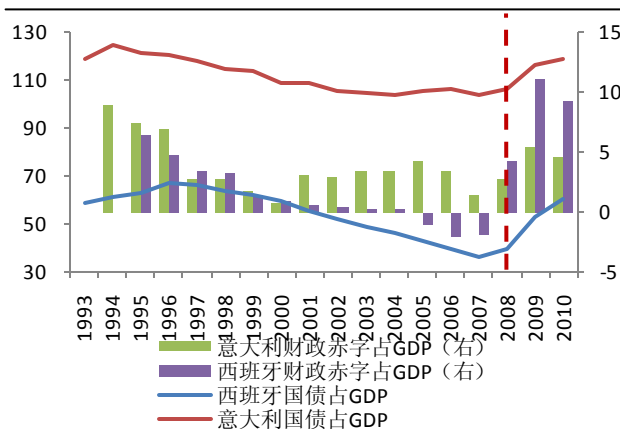
综上所述，我们认为无论是从全球通胀周期、大宗商品自身走势，还是美元走势来分析，全球通胀处于下行轨道的趋势已经确立，若无突发性事件的扰动，明年全球通胀水平不会恶化。

1.3 欧债危机延续，欧元区将陷入温和衰退局面

虽然美国主权信用评级遭下调成为今年全球资本市场的“黑天鹅”事件，但欧债危机的超预期深化才是拖累全球经济的主因。

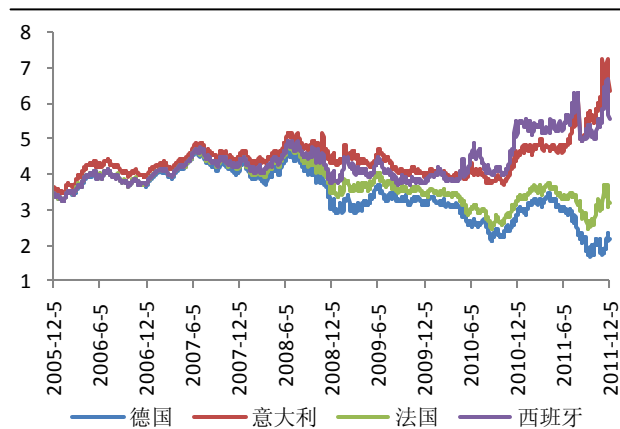
金融危机后，欧元区重债国的债务与财政赤字占 GDP 比重急剧上升，再加上经济恢复缓慢，赤字规模的积累引发市场恐慌，国债收益率飙升导致融资成本暴涨，对这些国家经济雪上加霜。

图表 1.8：意西在金融危机期间债务与赤字亦急剧扩大



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表 1.9：金融危机以来，欧元区 10 年期国债收益率分化



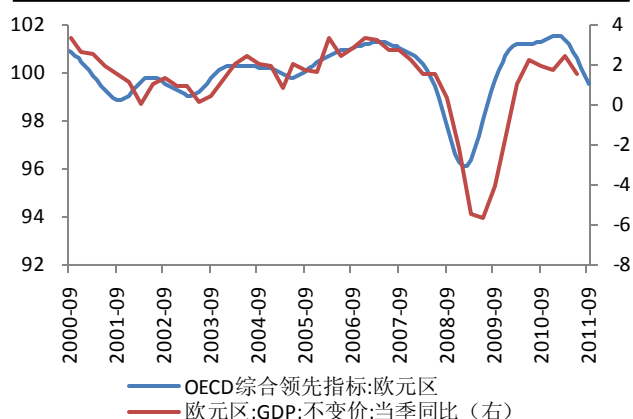
数据来源：bloomberg，方正证券研究所

从去年 4 月 23 日希腊寻求国际援助开始，三大评级机构开始密集对希腊等重债国的主权信用评级发难，各国国债收益率也开始抬头，葡萄牙与爱尔兰也相继于去年 11 月与今年 4 月开始寻求国际援助，市场恐慌情绪陡升。欧洲央行 4 月与 7 月份的加息举措最终被证明是大错特错。8 月份美国爆发的主权信用被降级事件，再加上希腊、意大利与西班牙大量债务到期，使其国债收益率大幅上扬，并且短期与长期倒挂，使得其获得低成本短期融资难度大增。

各国均提出新的力度更大的财政紧缩方案来平抑市场信心，欧洲央行

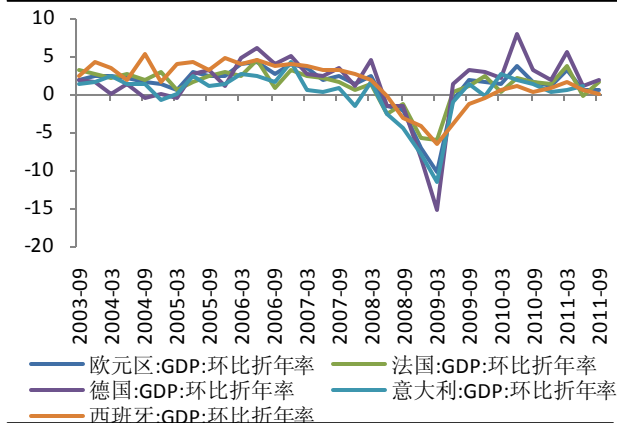
也开始在二级市场上操作以控制各重债国国债收益率的飙涨。欧元区的两大矛盾也开始凸显：1. 紧缩财政政策与各重债国经济增长诉求的矛盾；2. 统一的货币政策与各国自定的财政政策之间的矛盾。

图表 1.10：OECD 领先指标预示欧元区经济下行是大概率事件



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表 1.11：欧债危机严重困扰欧元区国家经济



数据来源：Wind，方正证券研究所

经济增长疲弱，财政政策被迫紧缩，再加上全球性通胀也使得统一的货币政策极为受限，而且不断上涨的国债收益率暗示其融资成本不断上升，由此恶化了欧元区重债国的经济预期，引发债务偿还担忧，从而形成一个经济发展与市场情绪的恶性循环。

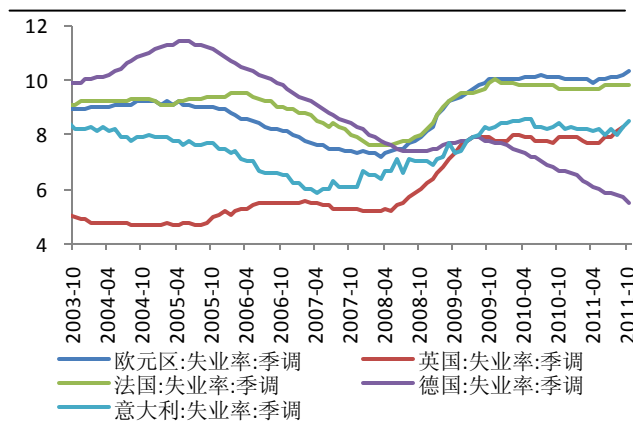
目前来看，关于欧盟对解决欧债危机所做出的努力，我们并不乐观：

1. 今年 10 月 27 日的欧盟峰会达成希腊债务减记、扩大欧洲金融稳定工具（EFSF）、银行注资以及加强金融监管等一揽子方案，但却缺乏关键细节的支撑（详细分析请见我们于 10 月 28 日发布的报告《欧盟峰会出炉方案难以乐观，欧洲银行业信贷紧缩在所难免》），使得方案能否落实令人生疑，并且至今还未敲定细节。
2. 今年 12 月 9 日欧盟峰会上 23 个国家达成新的财政协议以强化财政纪律。但具体细节仍未透露。虽然该协议的有效性有待观察，但我们认为该协议并不能够提升各国经济预期。

我们一直强调，如何打破上述的恶性循环以解决当前风声鹤唳的欧债危机，其关键是提升各国经济预期。但目前还未看到相关的有效性方案出台，我们对明年的欧元区经济仍不乐观，欧元区的综合领先指标也表明，欧元区进入衰退的概率已经超过 50%。

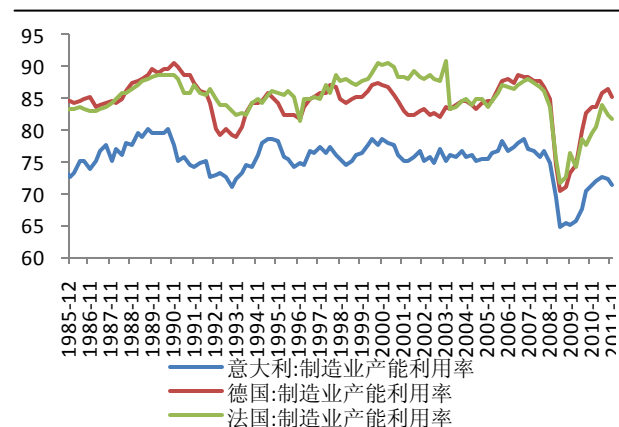
不光通胀水平使得欧洲央行货币政策左右为难，欧元区经济分化也成为其一大困扰。各国信用的差异使得融资成本差距越来越大，加剧了各国经济的分化程度。不过随着欧债危机的深化，德法等经济较好国家也开始下滑，我们估计明年上半年欧元区将开始步入衰退，随后继续温和衰退局面。

图表 1.12: 欧元区内部失业率分化亦严重, 但总体高位



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 1.13: 意法两国产能利用率均低于历史中性水平



数据来源: Wind, 方正证券研究所

欧债危机明年或仍将反复, 不过有利的一面是通胀约束会减弱, 会引发欧洲央行多次的降息预期: 欧元区重债国失业率延续高位, 且产能利用率偏低, 这都会对欧元区通胀形成压力, 再加上全球通胀处于下行通道, 我们认为欧元区明年通胀高企的可能性不大。

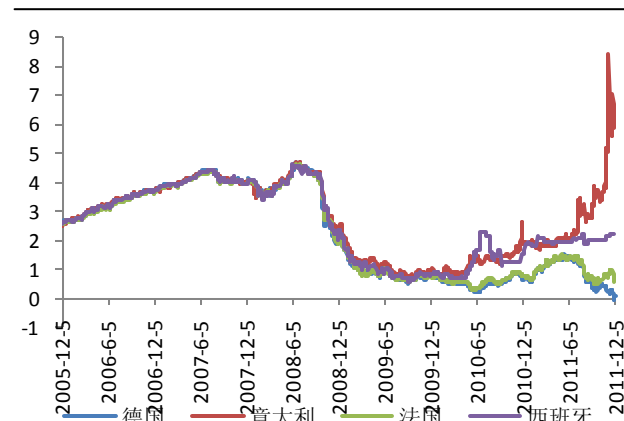
另外, 明年是欧元区国家债务到期最多的年份, 尤其是法国、意大利与西班牙, 其明年到期债务占总债务分别为 20.02%、19.96%与 21.47%。由于意西两国经济预期较为悲观, 已成为可能引发债务危机的下个标的, 其明年 2-4 月份以及 10 月份的到期债务最重, 这两个时间窗口需要引起投资者警惕。

图表 1.14: 明年重债国到期债务最多

单位: 亿欧元	法国	意大利	西班牙	希腊
2012年到期债务	2644	3200	1421	446
总债务	13208	16037	6622	3474
明年到期债务占比	20.02%	19.96%	21.47%	12.85%

数据来源: bloomberg, 方正证券研究所

图表 1.15: 重债国 1 年期国债收益率近期飙升

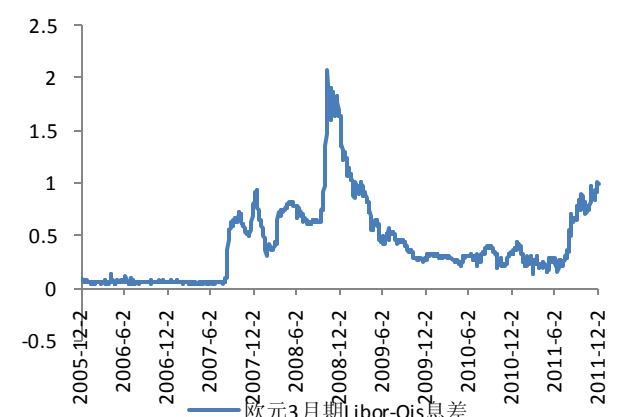


数据来源: bloomberg, 方正证券研究所

由于明年大量债务到期, 重债国 1 年期国债收益率出现迅速攀升, 使

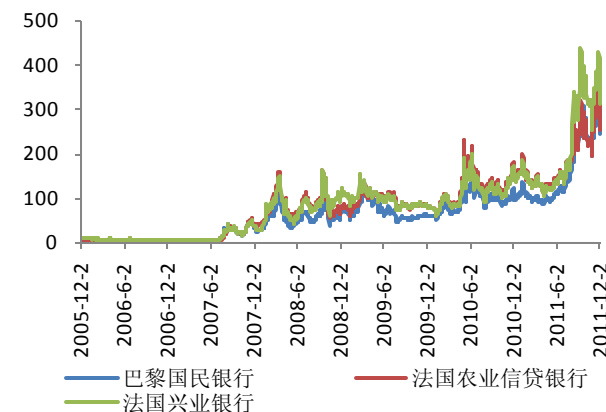
其融得短期资金的可能性大幅减小，其与德国国债收益率的利差不断创新高，引发市场恐慌情绪。欧元区这种分化局面也加大了其内部各国之间的利益冲突。德法对推出欧元债券的强烈反对就是很好的例证：德法自身信用较好，一旦推出欧元证券，也就意味着其将要为评级较低的国家提供信用担保，这会提供其融资成本，其降低其国内资产的估值，其实质也就是德法等资质较好国家要为资质较差的重债国无偿分担融资成本。基于利益冲突的难以调和，我们认为欧元债券推出的可能性越来越小。

图表 1.16：明年欧元区银行信贷紧缩局面仍会出现



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表 1.17：法国银行业 5 年期 CDS 价格暴涨



数据来源：Wind，方正证券研究所

目前希腊债务减记方案的实施，已经使得欧洲银行流动性非常吃紧。加上明年大量债务到期的威胁，意大利、西班牙等国的长短期国债收益率均有上升空间，由此判断明年欧洲银行业仍存在流动性紧缩风险。

若在明年 2-4 月大量债务到期前，欧盟仍未就 EFSF 扩容方案细节等重要问题进行敲定，并且也未能提出更有建设性的方案，届时市场有可能会陷入悲观情景之中：

个别国家出现债务有序违约，部分银行倒闭，严重的话，个别陷入严重衰退当中的重债国（如希腊）有可能会被暂时踢出欧元区而建立起“防火墙”进行隔离。我们认为，在悲观的情景下，欧元区的“黑天鹅”很可能会来自银行业，尤其是来自风险敞口最大的法国银行业。

不过目前来看，此悲观情景发生的概率不大。即使发生，由于全球大多国家央行的货币政策实行相机抉择，使得包括中国在内的货币政策放宽的力度会加码，类似于 08 金融危机那种断崖式衰退的局面不大可能会出现。

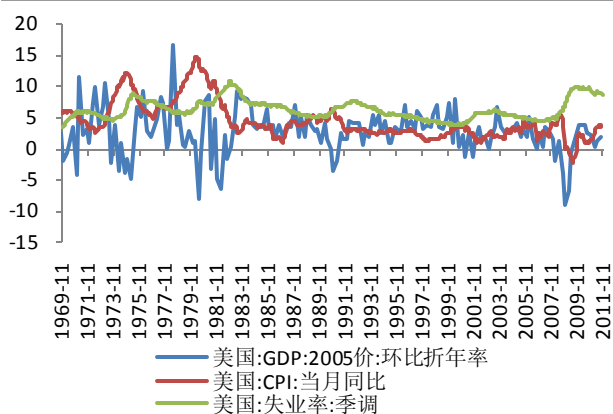
综上所述，明年欧元区陷入温和衰退的可能性较大，且会出现欧洲央行多次降息的可能，由于债务到期高峰主要集中在上半年，下半年欧元区的经济衰退的步伐可能会企稳，其经济有可能会在中国等新兴市场国家的快速恢复以及美国的温和复苏步调下有所好转。

1.4 美国明年将温和复苏，明年年底可能加息预期升温

金融危机后，美国经济的两大顽症一直未得到解决：1. 失业率一直处于高位；2. 房地产市场低迷。而在金融危机之前，美国就业市场与房地产市场的活跃为美国经济提供了强力的支撑，这两大因素的疲弱表现抑制了美国经济的复苏进程。

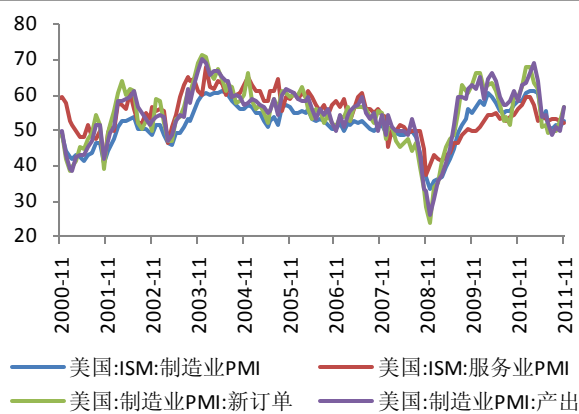
今年以来，日本地震对供应链冲击的影响、大宗商品带动的通胀高位、欧债危机以及中国房地产调控对其金融体系以及出口环境的威胁，再加上两党纷争导致主权信用遭受标普下调、赤字削减计划以及就业刺激计划的落空，这些均对美国经济不断形成压制，导致其今年的经济复苏步伐异常缓慢，甚至面临衰退风险。

图表 1.18：通胀开始下行，失业率略有好转，经济将温和复苏



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表 1.19：制造业目前有企稳回升迹象



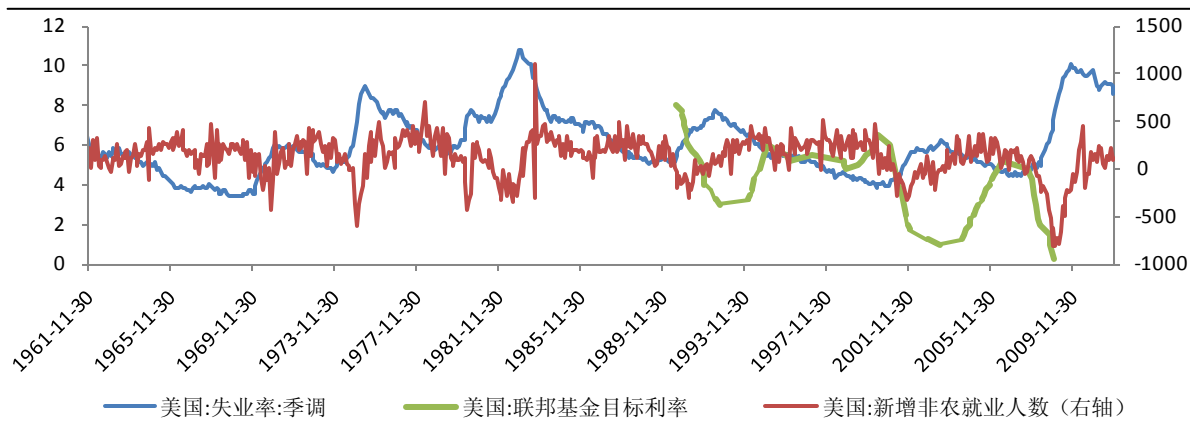
数据来源：Wind，方正证券研究所

今年年初以来，美国经济的两大主块——制造业与服务业一直就处于放缓通道，直到下半年才开始企稳，并且制造业近期有回升迹象。

1. 制造业方面：主要受到 3 月份日本地震对供应链的冲击，大宗商品（如原油、金属等）价格飙升促涨了制造业生产成本，以及欧债危机、内部需求疲弱等方面的影响，下半年前两大不利因素有所消退，且内部需求有所回温，使得制造业扩张态势有强化迹象。
2. 服务业方面：金融危机对服务业的巨大冲击的余音未消，美国消费行为的去杠杆化，以及失业率高位对消费需求预期的压制，使得服务业扩张态势减弱。

近期美国制造业 PMI 有所反弹，服务业 PMI 继续回落，但仍处于扩张态势，我们认为，明年均有望恢复至历史中性水平。

图表 1.20: 随着失业逐步改善, 经济步入温和复苏轨道, 2012 年底 2013 年中期升息预期可能升温

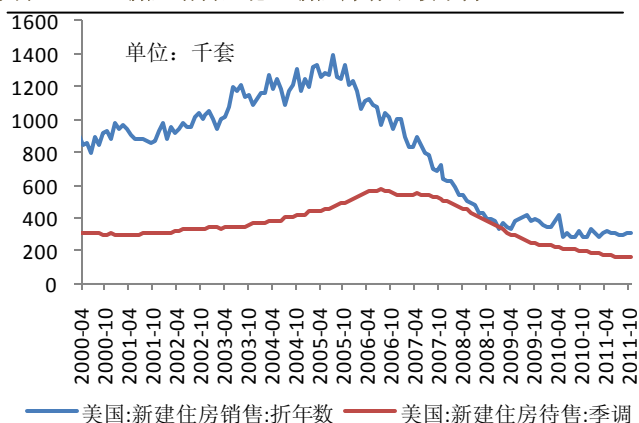


数据来源: Wind, 方正证券研究所

今年随着美国主权信用评级下调对市场信心的重创, QE3 的预期再度升温, 但限于当时通胀高位且下行趋势暂未确立的影响, 使得推出 QE3 的条件不太符合。目前来看, 虽然美国通胀仍未明显下滑, 但我们认为其下行的趋势已基本确立。再加上失业率稍有所好转, 美国经济在今年第三季度在消费支出强劲的支撑下, 也有着超预期的表现。按照目前形势发展下去, 美联储明年推出 QE3 的可能性仍然不大, 除非欧债危机恶化严重。因此, 我们认为明年美国逐步进入温和复苏的可能性较大。

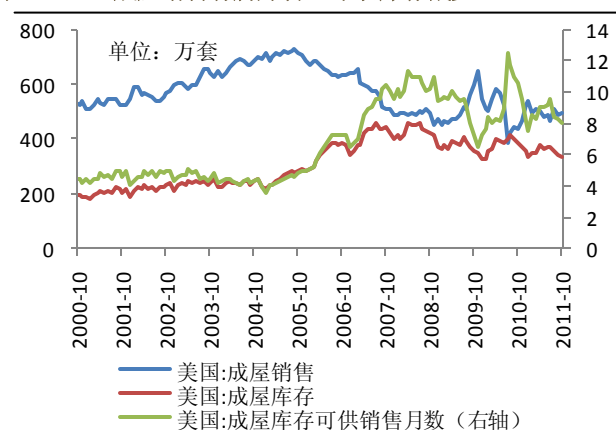
目前, 美国经济当中的两大顽症之一——劳动力市场略有好转, 美国新增非农就业人数有望持续向好, 失业率高位状况明年也有望出现一定程度的改善, 我们认为随着美国经济温和复苏态势的稳定, 2012 年底或将出现 2013 年中期加息预期升温的状况。

图表 1.21: 新屋销售企稳, 新屋库存继续下降



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 1.22: 成屋销售有所好转, 导致库存减少



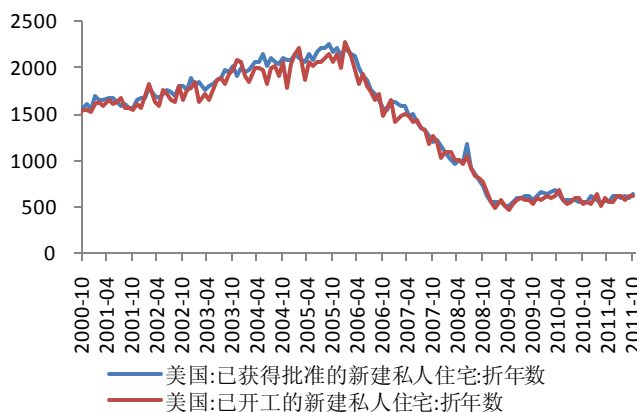
数据来源: Wind, 方正证券研究所

另一大顽症——房地产市场也有望逐步恢复。目前新建住房销售已有企稳回升迹象, 库存数量仍持续下降, 新屋市场明年有望改善; 在占目前美国房地产市场大头的二手房市场上, 当前的二手房销量有所好转, 库存

有所下降，房地产市场的逐步恢复将有利于美国经济复苏。

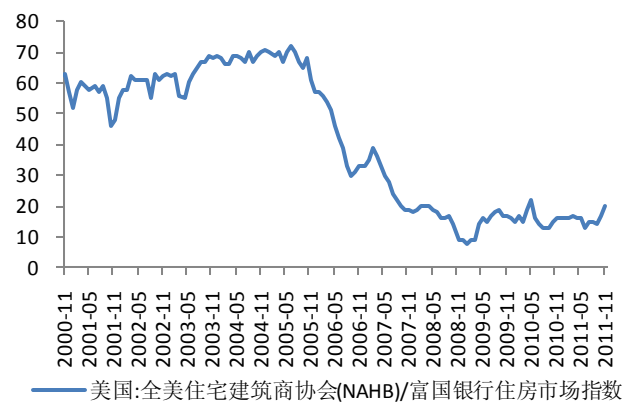
另外，从房地产市场的先行指标来看，美国的新屋开工数量以及营建许可数量均有一定程度的回升，这将有利于房地产市场的供给，也反映出当前对新屋消费需求的预期有所提升。NAHB 住房市场指数近期显现升温势头，预计随着失业状况的进一步改善，房价开始产生上升预期，房地产市场有望逐步回暖。

图表 1.23：新屋开工与营建许可近期有所好转



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 1.24：房地产市场低迷状态有所改善

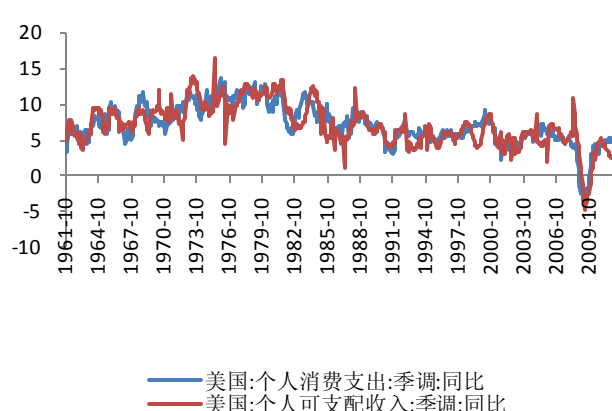


数据来源: Wind, 方正证券研究所

当前，消费支出仍是美国经济的主要动力，其占到经济总量的三分之二左右。今年第三季度美国 GDP 环比折年率反弹至 2%，主要就来自个人消费增速的强劲反弹。

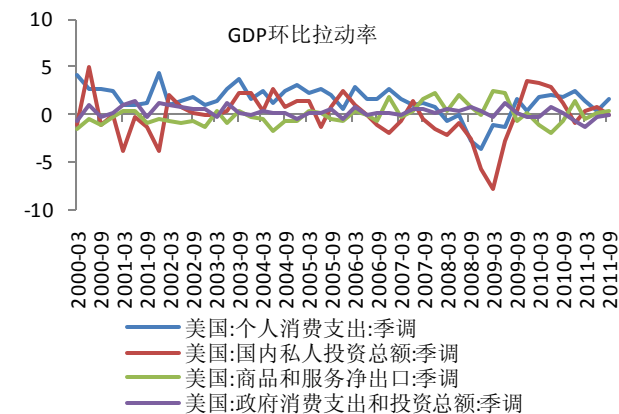
但当前美国个人收入的增速却处于放缓区间，这也引发了美国个人消费的表现是否具有长期可持续性的担忧。不过目前有利的因素是，美国劳动力市场已略有改善迹象，这有助于为个人收入增速提供支撑，改善个人收入的预期。目前个人消费支出增速处于上升通道，我们认为其仍将成为美国经济的最大支撑。

图表 1.25：美国个人消费支出有加速迹象



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 1.26：美国个人消费支出成为美国经济主要支撑



数据来源: Wind, 方正证券研究所

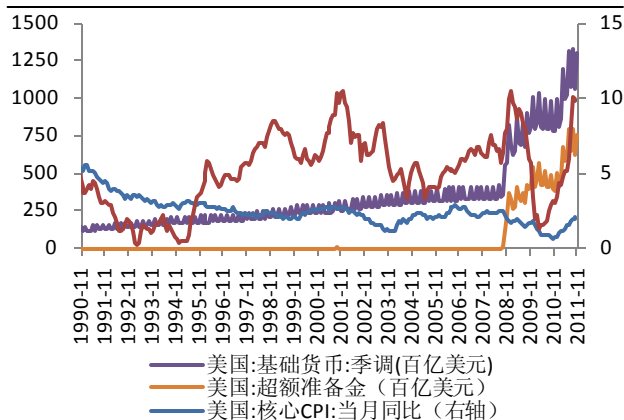
综上所述，我们认为明年美国经济的两大顽症或将有所改善：失业率有望回调至 8% 以内，NAHB 住房市场指数有望达到 40 左右的水平，全年的经济增速也有望恢复至 2.5% 以上，呈现温和复苏态势。

1.5 全球通胀回落的确立有利于货币政策转向

全球通胀下行趋势已经确立，全球国家明年几乎均将采取宽松货币政策，对这是否能引起通胀抬头的担忧，也成为决策者对货币政策转向力度尺度如何把握的一大影响因素。

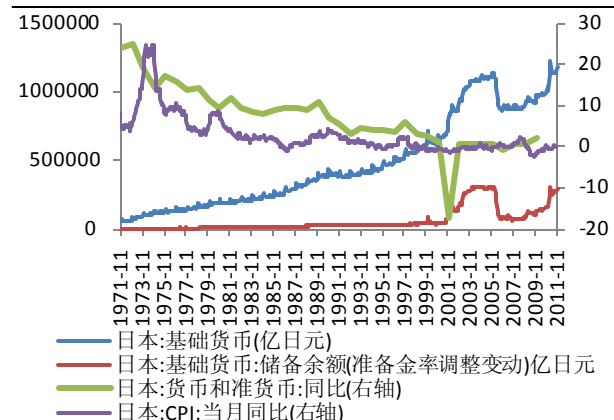
我们认为，在当前全球经济形势下，货币政策大力放松对全球通胀的影响不会太大，即不至于会影响全球通胀下行周期的轨迹。

图表 1.27：美国量化宽松，流动性大量留存于银行体系



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表 1.28：日本量化宽松，形成大量超额准备金



数据来源：Wind，方正证券研究所

在发达经济体经济增长低迷的形势下，预计明年其超宽松的货币政策仍很可能会继续维持，但这并不会引发全球通胀再次抬头，以日本与美国为例，其在历史上均采取过量化宽松的货币政策，对此我们分别对美日经验进行分析：

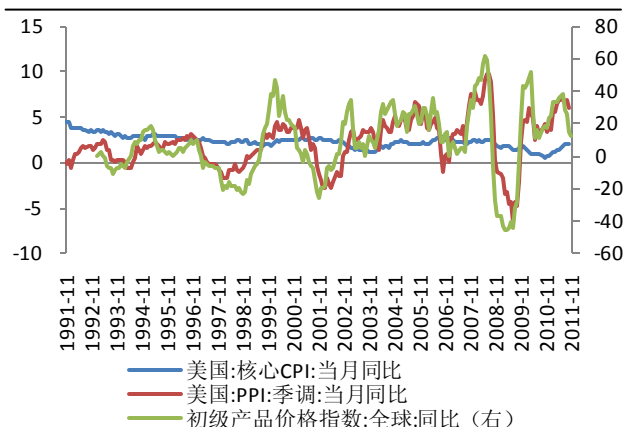
日本：2006 年 3 月份日本终止了长达 5 年的量化宽松政策，期间却处于通缩状态，这与其经济增长低迷有关，导致大量流动性留存在银行体系形成大量储备货币。在经济有所好转时，这部分以超额存款准备金形式存在的储备货币无疑会成为引发通胀上行的“堰塞湖”，此时日本央行果断及时回收这部分储备货币，几个月的时间就将银行准备金活期账户中 30 多万亿日元减至法定的 6 万亿日元左右，避免了通货膨胀大幅波动的威胁。

美国：金融危机以来，美国实施了两轮量化宽松政策，也使得基础货币投放突然大规模放量，但由于经济低迷，使得流动性大多转为超额准备金而留存在美联储体系，这也表现为货币供应量增速（尤其是 M2）远未

像基础货币一样爆发式增长。而一旦美国经济活力回升后，美联储可通过加息以及公开市场操作以回收流动性的方式迅速回笼美元。

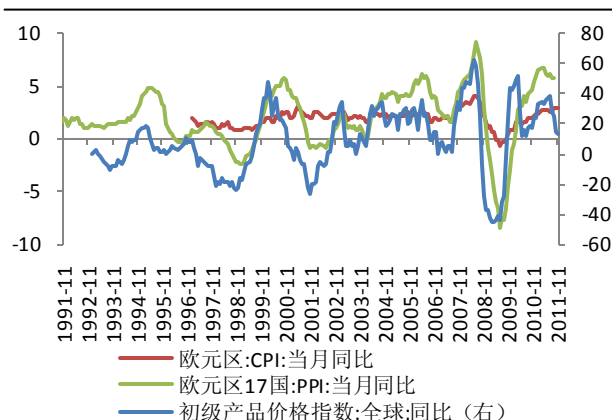
美国与日本的量化宽松经验表明，经济衰退期，宽松的货币政策最终会导致大量货币留存于银行体系而成为超额存款准备金，其中少部分流入实体经济以刺激经济恢复。日本 06 年回收定量宽松政策的经验和伯南克关于回收超发货币方法的言论表明：盯住通胀目标的央行对即时回收流动性具有很强的能力。因此我们认为不必担忧其定量宽松政策会引发全球通胀的再次抬头。

图表 1.29：美国通胀与大宗商品价格



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表 1.30：欧元区通胀与大宗商品价格



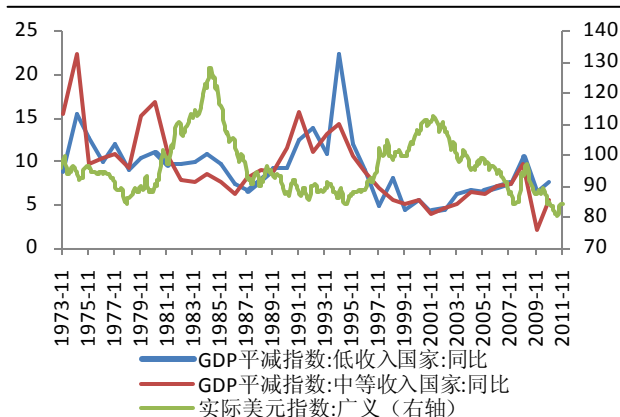
数据来源：Wind，方正证券研究所

大宗商品价格与成熟国家的 PPI 存在较好的正相关性，再传导至 CPI。从 IMF 初级产品价格指数（表示大宗商品价格）和成熟国家 PPI、CPI 之间的关系来看，成熟国家明年通胀压力不大。

另外，我们在研究不同收入等级国家的通胀水平与美元走势之间的关系时发现：

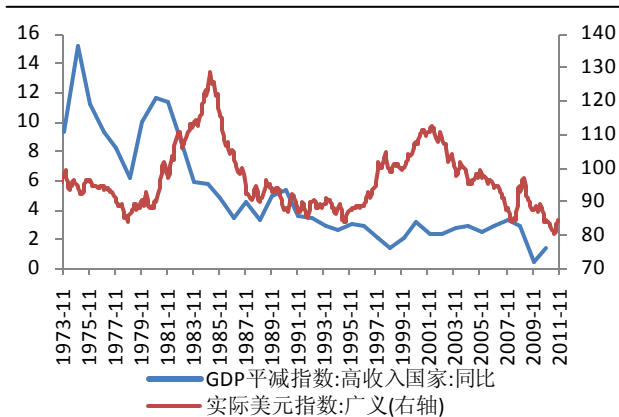
1. 中低收入国家由于其货币在全球金融体系的弱势地位，其通胀水平与美元走势的负相关性更明显，因此明年美元对欧元的相对强势有利于中低收入国家通胀控制。
2. 高收入国家由于其货币结算地位的优势，其通胀水平与美元走势的相关性不明显，但我们对大宗商品价格温和上升趋势的判断，可推断明年高收入国家的通胀不会恶化。

图表 1.31：中低收入国家通胀与美元指数相关性较强



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 1.32：高收入国家通胀水平与美元指数相关性较弱



数据来源: Wind, 方正证券研究所

总之，若无突发性事件发生，我们认为明年全球将无恶性通胀威胁。即使日本与美国均处于货币超发状态，但由于经济增长缓慢，且明年仍将难以完全恢复至潜在水平，其产能利用率低于历史平均水平，流动性存在于银行体系而难以流入实体经济的情况明年可能仍将延续，再加上美元相对走强，都将对明年的通胀形成压制。即使经济步入复苏阶段，由于全球这些盯住通胀目标央行超强的货币回收能力，也使得由货币超发而引起通胀抬头的可能性不大。因此，我们认为全球通胀下行周期的确立，有利于全球各国货币政策加大放宽力度。

全球经济形势研判总结

若无“黑天鹅”事件发生，欧元区明年将进入温和衰退局面，而近期欧元区财政协议最终能否顺利完成有待观望，但由于其不能提升欧元区重债国的经济预期，因此即使顺利完成也难以阻止明年欧元区陷入衰退。

美国目前各经济指标已有回暖迹象，在全球通胀进入下行周期的背景下，我们预计其明年上半年经济增长呈现中性偏缓特征，下半年则可能会中性偏快。明年年底其失业率有望明显改善，加息预期有望升温。

美强欧弱的经济格局明年将更加强化，加上美元加息预期的升温，美元可能会进入中长期的强势周期，预计大宗商品价格未来两三年走势受到抑制，若无突发性事件发生，其将会围绕中性价格区间温和上升。

随着全球通胀下行周期的确立，明年通胀对全球货币政策的约束将解除，全球宽松货币政策明年有望继续维持，新一轮基钦周期有望在明年年中前后再度启动。

图表 1.33: Bloomberg12 月份以来对美国经济数据的预测

	Q4 11	Q1 12	Q2 12	Q3 12	Q4 12	Q1 13	Q2 13	2012	2013
实际GDP增速	2.7	1.87	2.09	2.32	2.52	2.48	2.74	2.17	2.59
CPI	3.31	2.54	2.19	2	2.16	2.31	2.4	2.23	2.33
核心CPI	1.8	1.81	1.68	1.64	1.72	1.77	1.84	1.68	1.84
失业率 (%)	8.85%	8.82%	8.77%	8.68%	8.59%	8.46%	8.33%	8.72%	8.27%
经常项目(% of GDP)	-3.00%	-3.01%	-3.05%	-3.03%	-3.03%	-2.99%	-2.98%	-3.02%	-2.92%
财政预算(% of GDP)	-8.55%	-8.55%	-7.36%	-7.05%	-7.05%	-6.85%	-5.61%	-6.69%	-5.16%
中央银行利率(%)	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
欧元对美元汇率	1.35	1.29	1.29	1.29	1.29	--	--	1.26	1.24

数据来源: bloomberg, 方正证券研究所

图表 1.34: Bloomberg12 月份以来对欧盟经济数据的预测

	Q4 11	Q1 12	Q2 12	Q3 12	Q4 12	2013	Q2 13	2012	2013
实际GDP增速	1	0.2	0.2	0.4	0.9	1.55	--	--	--
CPI	2.7	2.2	2	1.8	1.7	1.9	--	--	--
失业率 (%)	10.20%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.40%	--	--	--
经常项目 (% of GDP)	--	--	--	--	--	-0.20%	--	--	--
财政预算 (% of GDP)	--	--	--	--	--	-2.60%	--	--	--
中央银行利率 (%)	1%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	--	--	--	--
欧元对美元汇率	1.35	1.3	1.31	1.35	1.34	1.3	--	1.26	1.24

数据来源: bloomberg, 方正证券研究所

图表 1.35: Bloomberg12 月份以来对日本经济数据的预测

	Q4 11	Q1 12	Q2 12	Q3 12	Q4 12	Q1 13	Q2 13	2012	2013
实际GDP 增速	0.18	1.16	1.61	1.91	1.85	--	--	1.71	1.48
CPI	-0.15	-0.28	-0.43	-0.39	-0.19	-0.11	-0.39	-0.31	0.04
失业率 (%)	4.41%	4.38%	4.29%	4.26%	4.26%	--	--	4.29%	4.17%
经常项目(% of GDP)	2.06%	2.29%	2.39%	2.52%	2.43%	--	--	2.41%	2.67%
财政预算(% of GDP)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
中央银行利率(%)	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	--	--	0.10%	--
对美元汇率	77.00	77.44	78.31	79.71	79.94	--	--	83.00	82.00
对欧元汇率	104.00	100.14	100.57	102.67	102.07	--	--	105.00	101.00

数据来源: bloomberg, 方正证券研究所

2 国内经济：货币政策宽松空间加大，全年增速稳定在 8.9%上下

国内经济核心观点总述

1. 城镇化发展还将带动经济高速发展 10 年左右，未来 5-10 年在充分就业状态下的实际 GDP 潜在增速可能依然达到 10%左右。

2. 中国处于金融危机后新一轮朱格拉周期的的第一轮基钦周期的起步阶段。受政策拉动，预计 12 年 GDP 增速将达 8.9-9%上下。

3. 房价增速应与名义 GDP 增速挂钩，当前居民个人收入占 GDP 比重偏低，政府财政收入增速过高，社会产出向政府部门过度集中导致居民感觉房价过高。经济高速增长带来收入差距扩大的问题，预计财税政策将在调整收入分配方面发挥更大作用。

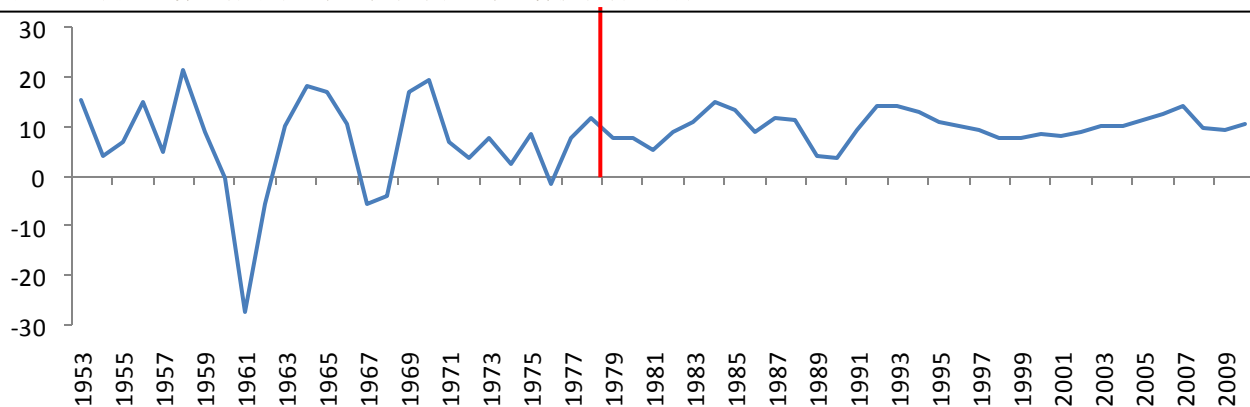
4. 预计欧债危机拖累全球大宗商品价格走势，明年大宗商品价格将在一季度达到低点出现反弹。本轮猪通胀周期正处于下滑阶段。预计明年物价走势温和，先降后升，明年 7 月或出现低点，全年或达 3%。

5. 政策预期：数量型工具继续是明年货币政策的主力，明年一季度或仍将有 3-4 次的存款准备金下调；货币信贷将在明年 1 季度后快速回升，明年年底 M2 增速或达 16.8%，全年新增贷款超过 8 万亿元；不排除明年一季度降息 1-2 次的可能性；财政政策主要投向东部产业结构升级、中西部基建和七大新兴产业。

2.1 中国经济的长期潜在增速仍达 10%

改革开放以来的 30 多年，我国经济增速一直保持在年均 10%左右的水平，而且目前正处在金融危机后的新一轮朱格拉周期的第一轮基钦周期的起步阶段。从大趋势来讲，中国经济波动在降低，朱格拉周期长度没有太大变化，一般是 8 年，但这个周期最近可能有所延长。

图表 2.1：我国经济周期约为 8 年，改革开放以来经济波动明显减小

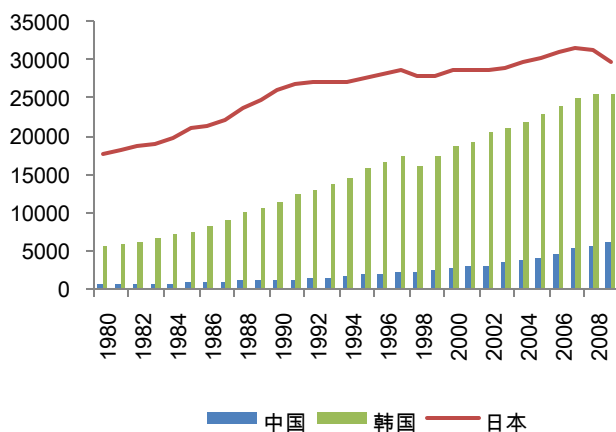


数据来源：Wind，方正证券研究所

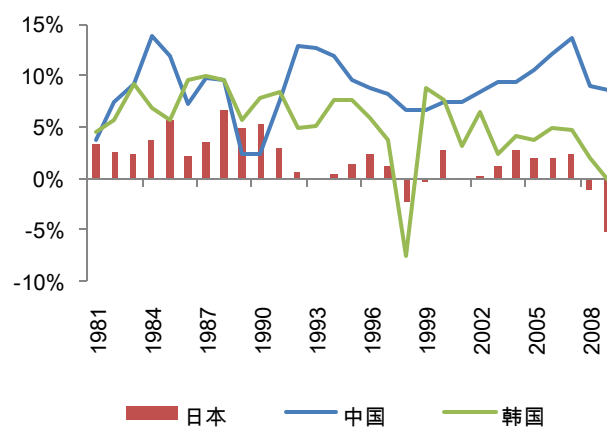
“十一五”期间，我国实际 GDP 平均增速为 11.7%，我们认为在“十

二五”期间，实际 GDP 潜在年增速应该在 10% 左右。当前，我国 GDP 增速处在相对较低的位置，未来或将逐渐向潜在增速回归，中国未来 5-10 年仍可能实现高速增长。

图表 2.2：中日韩三国人均 GDP（2005 不变价，美元）



图表 2.3：中日韩人均 GDP 同比，中国人均 GDP 增速维持高位



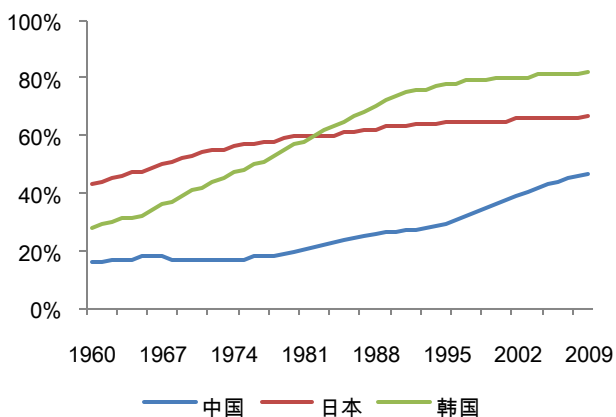
数据来源：Bloomberg, 方正证券研究所

数据来源：Bloomberg, 方正证券研究所

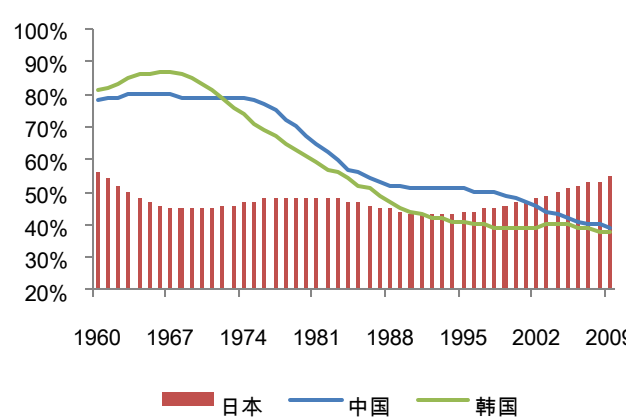
首先，从人均 GDP 看，中国经济增长空间仍然很大。日本在 1971 至 1975 年人均 GDP 达到 12000 美元（2005 年美元）以后，GDP 年增速结束高速增长状态开始回落，且一直在 6% 上下区间波动到 1990 年；韩国在 1996 年人均 GDP 达到 15000 美元以后，GDP 年增速才结束高速增长状态，回落到 5% 的区间波动。而中国 09 年的人均 GDP 却不到 5000 美元，即便以 PPP 计算也仅 6200 美元。我们认为，如果决策层经济政策恰当，中国未来 5-10 年仍可能实现高速增长。

其次，我国正处于城镇化加速推进时期，城镇化的加速推进为经济发展注入了活力。对比中日韩三国的农村人口占比，可以看到 2010 年中国城市人口占比 49.68%，仅达到日本 1960 年和韩国 1972 年的水平。从城镇化推进对房地产和其他服务业的带动看，城镇化还将带动经济高速发展 5-10 年左右，之后将有一个 10 年左右中速发展的过程。

图表 2.4：中日韩三国城市人口占比



图表 2.5：中日韩三国人口抚养率



数据来源：Bloomberg, 方正证券研究所

数据来源：Bloomberg, 方正证券研究所

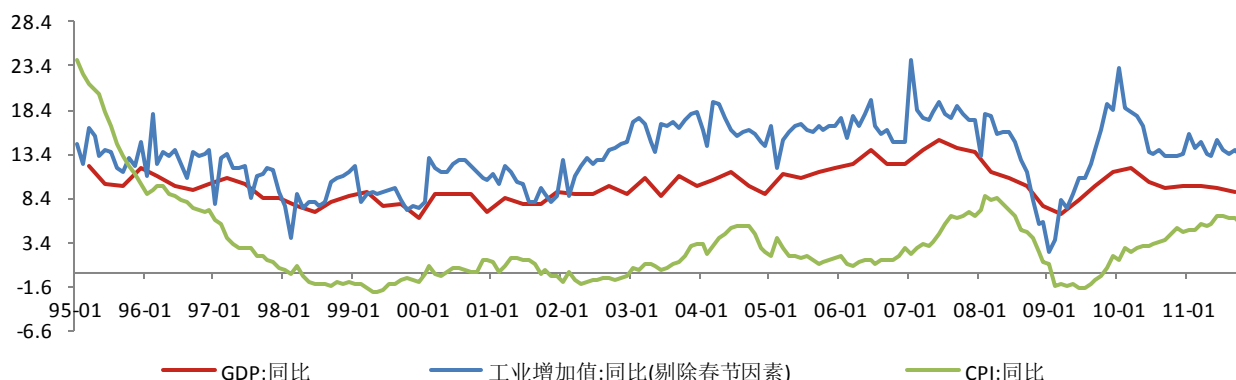
再次，人口红利继续为经济发展贡献力量。未来十年内的人口结构比较适合我国的经济发展，从中日韩三个国家的人口抚养率（14 岁以下及 65 岁以上人口占 14-65 岁人口的比例）可以看出，我国的人口抚养率已进入了历史上最低的阶段，相当于日本 1967 年和韩国 1999 年左右的水平，而该两国在此之后的 5-10 年左右仍然保持了较高的经济增长速度。但是需要提出的是，在我国被抚养人口中，老年人所占比重正在逐年增多，人口结构趋于老龄化可能为更长远的发展带来一定的负面影响。

2.2 明年经济增长前低后高，全年增速或达 8.9% 上下

当前，消费对 GDP 增长的贡献较稳定，但较难成为目前经济增长的主要动力，当前的经济高速增长仍然主要通过投资拉动。从三次产业看，工业依然是拉动经济增长的主力，服务业的发展受第二产业的影响的较大。我们认为，当前，中国经济增长仍然是投资拉动，工业驱动，这种经济发展的现实短期内难以改变，经济结构的调整仍然有赖于经济的进一步增长。

前期，决策层实行从紧的宏观政策重点进行房地产调控和通货膨胀治理。从紧的房地产政策和货币政策导致房地产投资增速下降和市场资金面偏紧，并造成投资增速不断下滑和工业产出增长的持续低迷。为避免紧缩政策带来的经济硬着陆风险，决策层寄望于通过保障房建设对投资和消费的拉动。保障房政策通过增加供给对房价上涨形成压力，并一定程度上弥补调控对投资的影响，但其自身有三大不足。一是保障房建设对商品房供给的替代有限，保障房无法满足居民对商品房大量而又多样化的需求。二是保障房对消费增长的抑制。保障房可以一定程度弥补房地产调控对投资的挤出，但却无法有效促进消费的稳定增长，这有悖于通过房地产调控调整经济结构的初衷。三是保障房建设中得寻租问题。保障房建设中存在大量的寻租行为，这造成保障房质量低和分配不合理等一系列问题，从而导致其对投资的弥补作用大打折扣。

图表 2.6：经济增速或在明年一季度见底回升

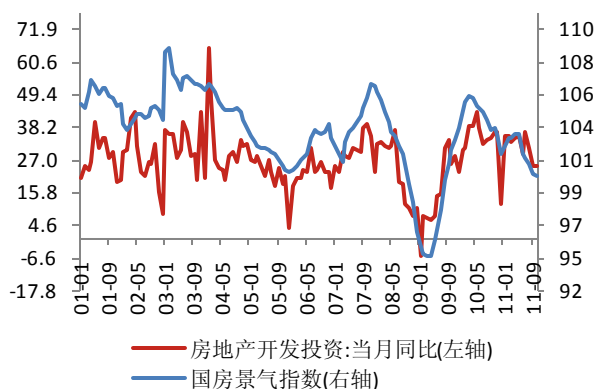


数据来源：Wind，方正证券研究所

从结果看，房地产价格从 10 月开始下降，通胀压力 9 月以后加速缓

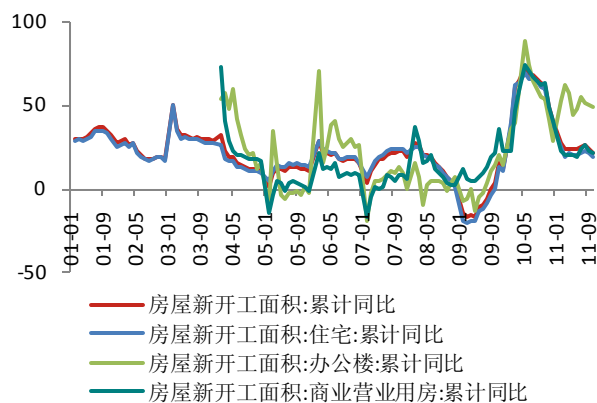
解，但同时紧缩政策也使得经济增速加速回落。此外，欧洲主权债务危机拖累全球经济的复苏进程，在内部宏观政策和外部经济冲击的双重影响下，中国经济增长面临较大的硬着陆风险。

图表 2.7：房地产开发投资增速不断回落



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表 2.8：房价不断下滑背景下新屋开工持续走低



数据来源：Wind，方正证券研究所

固定资产投资方面。由于内外需求低迷，市场资金面趋紧，企业投资意愿不强，企业固定资产投资完成额累计同比持续走低。持续从紧的房地产调控政策继续压低房地产投资意愿，而房价的回落也将对房地产投资形成抑制，保障房尽管开工充足，但继续建设仍面临较大的资金压力。若宏观政策部进一步放松，投资仍将继续大幅下滑。

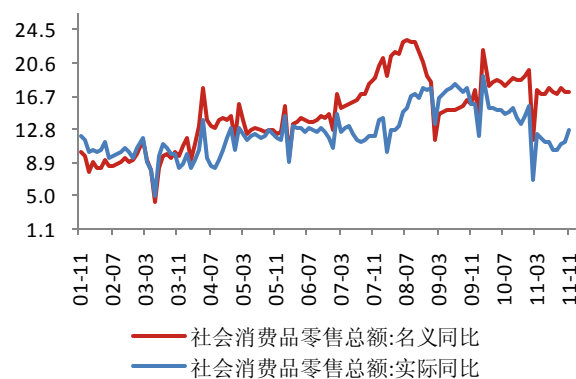
消费方面。社会消费品零售总额增长的趋势性和季节性明显，目前仍保持稳定增长的趋势。不过，受房地产调控的影响，消费增长仍受到一定限制。此外，服务业的发展多于房地产投资高度相关，房地产调控造成的房地产投资下降也对服务业的发展形成制约。

图表 2.9：固定资产投资增速处于低位



数据来源：Wind，方正证券研究所

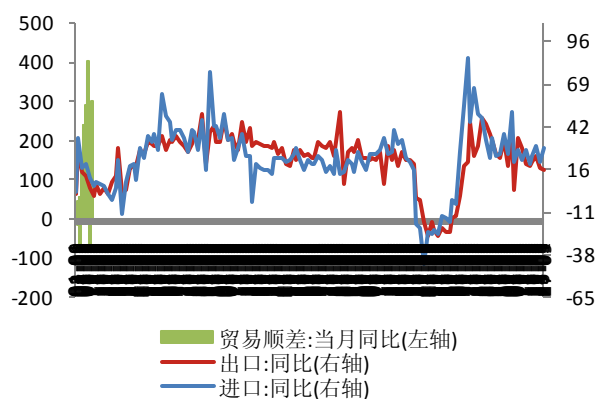
图表 2.10：社会消费品零售总额实际增速不断



数据来源：Wind，方正证券研究所

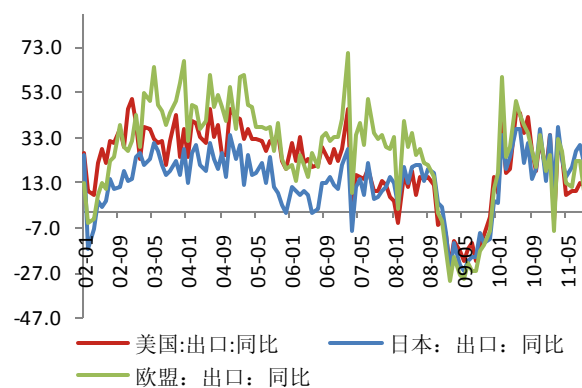
欧元区经济正深陷主权债务泥潭，各国为解决债务危机绞尽脑汁却仍难摆脱危机蔓延至核心区国家的风险。由于财政政策受限，低利率下货币政策效果不佳，欧美各国普遍缺乏有效的政策工具应对自身的危机。这些都使得全球经济增长的不确定性上升，加大了经济二次衰退的风险。当前，欧洲主权债务危机继续演进，短期难以彻底解决，预计这将对我国明年的对外贸易形成拖累，净出口明年对经济增速的拉动较弱。

图表 2.11：欧债危机的演进使外需持续萎缩



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表 2.12：对欧盟的出口开始快速下滑



数据来源：Wind，方正证券研究所

从紧的调控政策对经济增长的不利影响正加速显现，外围经济增速放缓通过出口途径对国内经济的冲击也正逐步形成，内部宏观调控政策和外部经济下滑的双重叠加使当前的经济下滑的风险加大。预计这将导致 GDP 同比增速在明年第一季度下滑到 8% 以下的风险加大。当前，决策层正开始对货币政策进行调整，预计明年一季度将有进一步的宽松政策出台以制止经济的过快下滑。

我们预期政策将着力稳增长。数量型工具继续是明年货币政策的主力，明年一季度或仍将有 3-4 次的存款准备金下调，同时不排除明年一季度降息 1-2 次的可能性；预计货币信贷将在明年 1 季度后快速回升，明年年底 M2 增速或达 16.8%，全年新增贷款超过 8 万亿元。财政政策主要偏向东部经济结构调整、中西部基建和七大新兴产业，投资将继续成为拉动经济增长的主要动力。

在政府明年一季度加速实施宽松政策的预期下，我们预测明年四个季度 GDP 同比增速分别为 8.2%、8.6%、9.2% 和 9.8%，全年 GDP 增速将达 8.9-9% 上下。从分项来看，预计工业增加值同比增长 13.9%，固定资产投资完成额同比增长 21.5%，社会消费品零售总额同比增长 17.3%，出口 15493 亿美元，进口 14187 亿美元，贸易顺差 1306 亿美元。

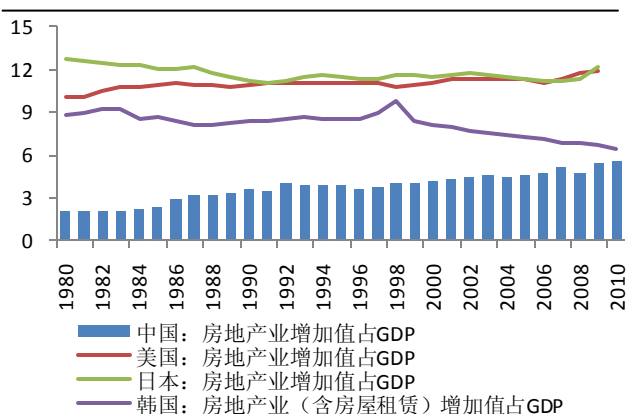
2.3 未来房地产将依然是中国经济增长的核心动力之一

2.3.1 城镇化过程将伴随着房地产业的高速发展

近三十年来,我国城镇化水平处于加速状态,而且进入 2000 年以后,城镇化速度有进一步加快。近十年来,从投资、消费和进出口这“三驾马车”对我国 GDP 的贡献中可以看出,在这个城镇化高速推进时期,消费对我国 GDP 增长的贡献率达到平均 41.7%的水平,而投资达到平均 53.92%的水平。尽管相比同时期发达国家来讲,我国消费水平过低而投资水平过高,但对于处在大力发展基础工程和城镇化建设阶段的中国来说,我们认为这个结构是比较合理的。

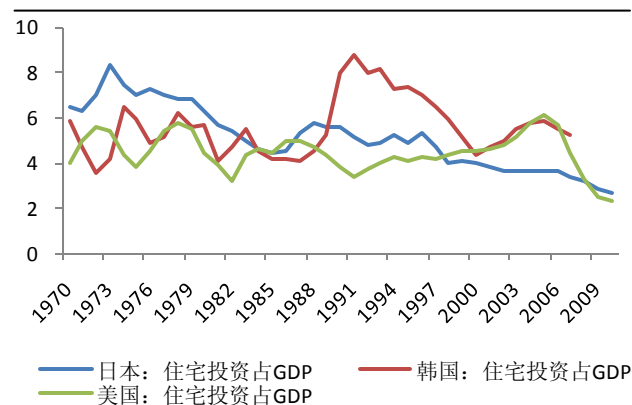
城镇化加速过程中,房地产投资是拉动经济增长的重要力量。近 10 年来,其占资本形成总额的比重逐步攀升,目前已达到 25%左右。虽近几年房地产泡沫论高涨,但据我们估算,其中目前住宅投资占 GDP 比重约为 5.8%左右,和美、日、韩房地产繁荣期相比(都超过 6%),并没有结构性扭曲的现象。房地产业增加值占 GDP 的比例更是只有美国和日本一半左右的水平。结合中国房贷的高首付特征,银行业因此承受的风险,以刘明康的话说,是“房价跌 50%都不会有风险”。

图表 2.13: 中美日韩四国房地产业增加值占 GDP 的比较



数据来源: Bloomberg, 方正证券研究所

图表 2.14: 美日韩三国住宅投资占 GDP 高峰均超过 6%

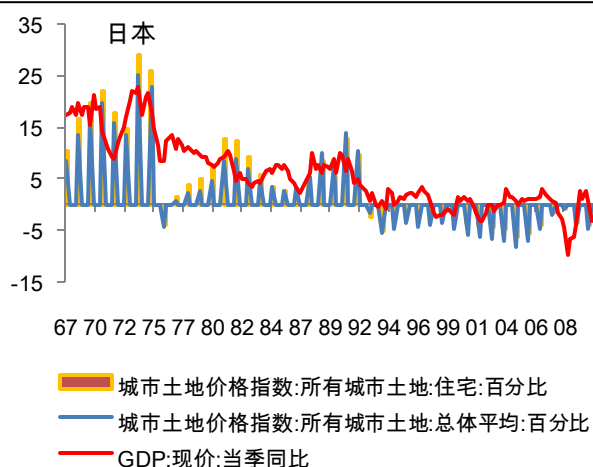


数据来源: Bloomberg, 方正证券研究所

房地产行业有较强的前后关联效应,对于消费以及服务行业有较大的推动作用。我们将房价(包括对价格的预期)变动对居民消费支出以及就业的影响进行了梳理,认为影响主要有两个方面。

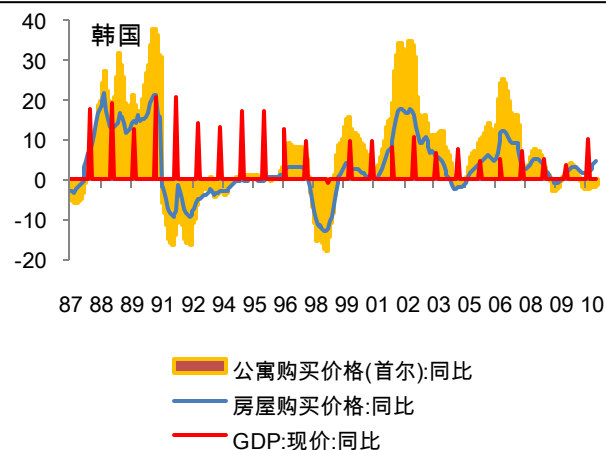
关联效应。房价上涨,其首付额的增加,通过银行的借贷杠杆而产生乘数效应,带动大量前后向产业链的产业工人和从业者的收入增加,进一步扩大消费支出。这部分工人和相关第三产业从业者通常是中低收入群体,其边际消费倾向较高,因此总体结果能较大规模的增加消费支出。通常情况下,房地产价格变动的关联效应较明显。

图表 2.15: 日本房价增速与名义 GDP 增速



数据来源: Bloomberg, 方正证券研究所

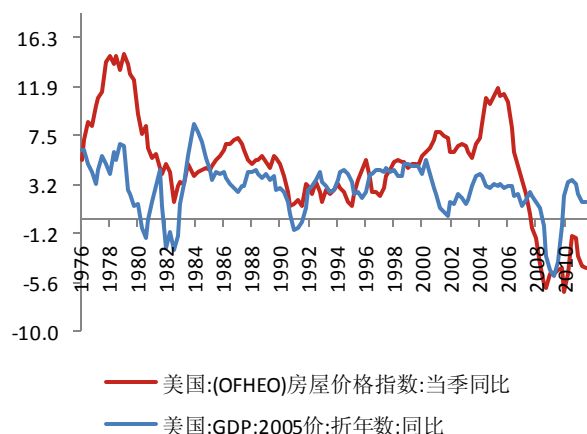
图表 2.16: 韩国房价增速与名义 GDP 增速



数据来源: Bloomberg, 方正证券研究所

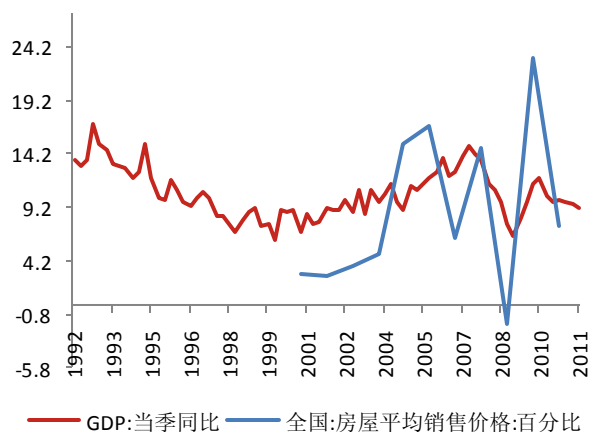
收入效应。目前房地产按揭在中国尚不普遍的情况下，房价上涨的财富效应不如美国等成熟国家。一般来讲房价上涨的财富效应会提高消费水平。在中国，对于拥有一套房屋的人，由于对住房需求的刚性，房屋价格上涨的潜在收益很难转化为真实的消费支出。对于拥有两套以上房屋的人，虽然房价上涨在一定程度上可以增加他们的实际收入，但由于这部分人的边际消费倾向较低，日常消费支出预计并不能显著增加。所以，中国房地产价格变动的收入效应并不明显。但我们预计，随着金融创新的日益发展，地产按揭等手段将成为重要的养老金融手段，届时房价的财富效应将大为增加。

图表 2.17: 美国房价增速与名义 GDP 增速



数据来源: Bloomberg, 方正证券研究所

图表 2.18: 中国房价增速与名义 GDP 增速



数据来源: Bloomberg, 方正证券研究所

理论上,市场化条件下土地和房屋价格增长应该和名义 GDP 增速相符。从美日韩等国房地产价格和土地价格历史记录看,除了 90 年后日本的通缩时代,平均看来也证实了这个理论。目前中国民意中的房地产泡沫论隐含的问题其实并不是房价本身出现了问题,而是政府和民间收入分配状况在近年来出现了恶性趋势,百姓可支配收入增长长年赶不上名义 GDP 增速,百姓可支配收入占 GDP 比重降得太低而导致的。

我们预期在保障房形成规模性供应之后,商品房将逐步解除限购令的模式,改为房产税等市场化调节模式。房地产业将恢复生机,恢复其在经济中的正常地位。

2.3.2 经济高速增长带来的主要问题

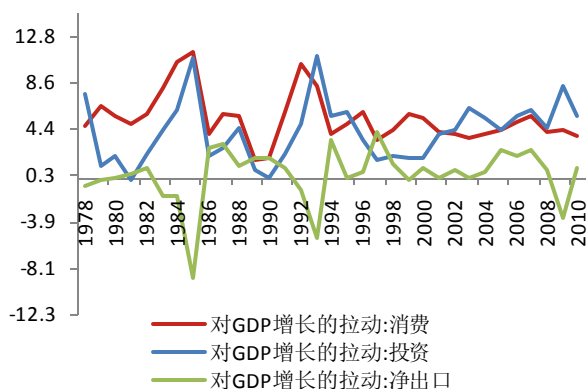
经济的高速增长带来四个重要的问题:

一是经济增长结构的不平衡。主要是投资和消费的不平衡,工业和服务业的不平衡,拉动经济增长的主要动力来自投资,尤其是房地产投资,这加大了经济增长风险。

二是对外贸易的不平衡。长期的贸易顺差和资本项目顺差积累的大量的外汇储备,并且对外经济依存度不断提高,使经济增长面临外部冲击的风险加大。

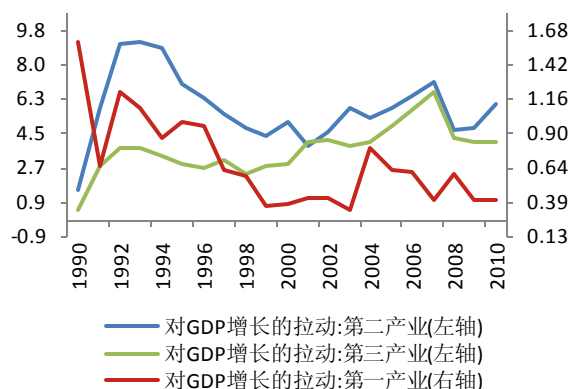
三是收入分配不平衡。一部分的贫富差距扩大来源于市场经济体制下经济高速增长自然带来的收入分配扩大,另一部分则可以归结为现存经济结构和体制造成的(此部分在有关房地产泡沫论的描述中有相当叙述)。

图表 2.19: 投资 仍然是拉动经济增长的主要力量



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 2.20: 工业仍是拉动经济增长的主要产业

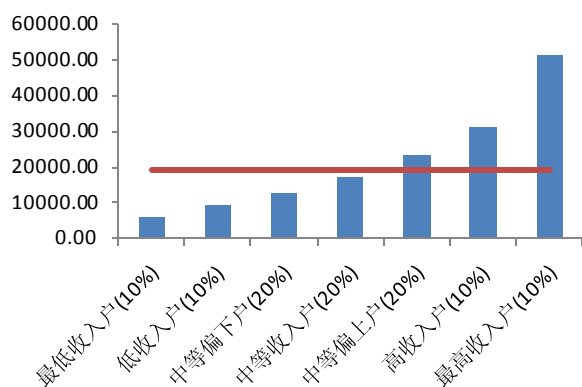


数据来源: Wind, 方正证券研究所

四是资源需求加大与全球资源有限的不平衡。国内资源消耗过多,与其他国家争夺资源,这使得中国有必要实行周期错位战略。周期错位战略是在其他国家经济低迷时全球输入性通胀压力下降,全球资源价格显得便

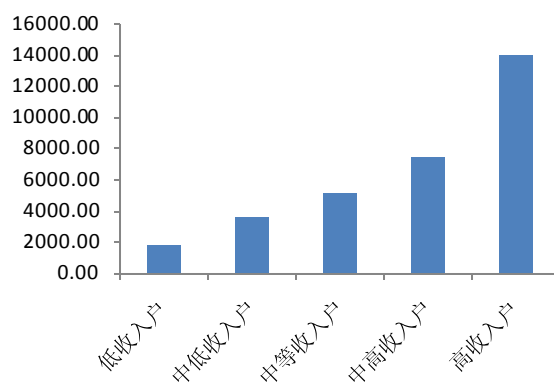
宜，此时中国需要抓住机遇，充当经济领头羊的角色，而当其他国家恢复高速增长后中国应适度压低经济增速，避免成为全球资源价格上涨的指责对象，这样的战略可以在全球经济危机期博得政治声誉，改变国际交往气氛。明年又是这样一个战略机遇期，料中国政府不会错过。

图表 2.21：城镇居民各收入等级人均可支配收入与平均水平的比



数据来源：中国统计年鉴，方正证券研究所

图表 2.22：农村居民收入五等分下人均纯收入情况



数据来源：中国统计年鉴，方正证券研究所

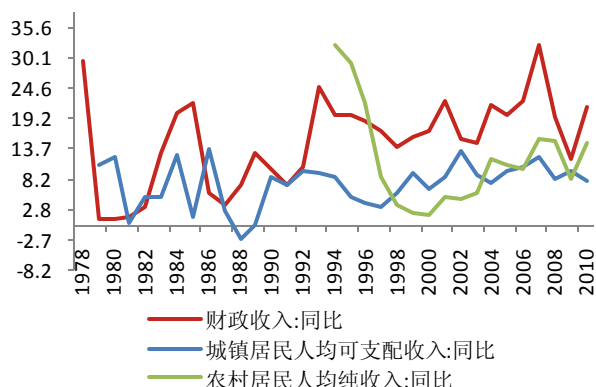
这些问题的解决有赖于城镇化的稳步推进，而这意味着房地产业的快速发展具有重要意义。

2.3.3 限购结束后，未来房价增速将合理回归

决策层意图实现经济增速的平稳下降，但我国当前可能仍需要 5-10 年的高速增长实现城镇化进程，然后进入一个经济低速发展时期。当前决策层试图通过偏紧的政策基调未来预期，这可能无法达到预想目的。此外，决策层将调整经济结构作为一个重要的政策目标，但我们认为，实现经济结构调整和经济快速增长并不矛盾。我们认为，经济结构的调整完成有赖于城镇化推进到新的历史阶段，而这城镇化的推进有赖于房地产的健康快速发展。

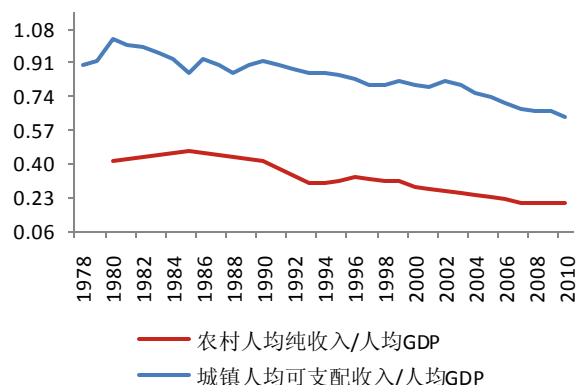
从收入法核算的 GDP 来看，劳动者报酬占 GDP 的比重不断下降，这带来一定的收入分配问题，收入分配不均带来的贫富差距问题正获得越来越多的政策关注。我们认为，造成收入分配不均的主要原因有二：一是城镇化进程本身带来的贫富差距扩大，但城镇化的进一步推进以及刘易斯拐点将促进这类收入分配扩大问题的解决；二是体制不公带来的贫富差距扩大，如国有部门的收入增长远高于居民部门的收入增长，这需要通过财税体制改革来解决。

图表 2.23: 财政收入增速远高于居民收入增速



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 2.24: 居民收入增速占人均 GDP 比重



数据来源: Wind, 方正证券研究所

经济机理上, 房价是由名义 GDP 增速决定的。当前, 个人收入占 GDP 比重偏低, 政府收入增速过高, 社会产出向政府部门过度集中导致居民收入低迷, 自然感觉房价过高。此外, 就业是民生战略的核心, 而房地产市场的繁荣是带动低端劳动力就业的主要途径, 房地产调控却压低了就业, 这是一种矛盾。这也意味着财税政策需要倾向于增加中低收入阶层收入, 向企业和居民让利; 而房地产调控政策应转向以房产税等市场化手段为主, 以保障房体系和市场化的商品房体系两条腿走路, 避免限购令调控对就业的过多影响。

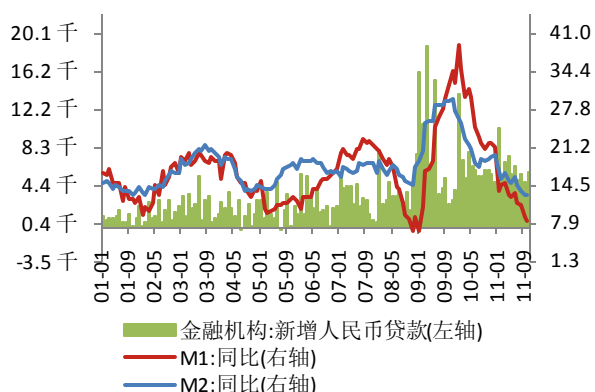
一以论之, 房价增速理应是名义 GDP 增速, 但由于人均可支配收入占 GDP 比中国越来越低, 以人均可支配收入看房价增速显得偏高, 但以名义 GDP 增速看房价增速仍属正常范围。

2.4 货币信贷将回升至中性水平

当前, 经济增速加速放缓, 在物价增速加速放缓和外部环境加速恶化的背景下, 宏观政策趋松的可行性和必要性都在增加。我们认为, 数量型政策工具继续是明年货币政策的主力, 为有效应对内外经济形势恶化, 明年一季度或仍将有 3-4 次的存款准备金下调。受此影响, 货币信贷或将在明年 1 季度后快速回升, 明年年底 M2 增速或达 16.8%。

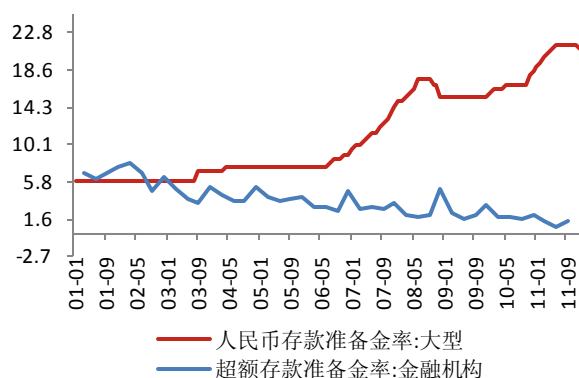
在金砖四国中, 中国的利率水平远低于其他国家, 我们认为即便明年 CPI 回落至 3% 以下, 也没有降低利率的必要。亚洲金融危机以来, 中国一直执行低利率政策, 通过较低的利率水平促进投资上升, 从而带动经济的高速增长。考虑当前经济增长面临的内外困境, 不排除明年一季度降息 1-2 次的可能性。

图表 2.25: 明年年底 M2 同比增速或达 16.8%



数据来源: Wind, 方正证券研究所

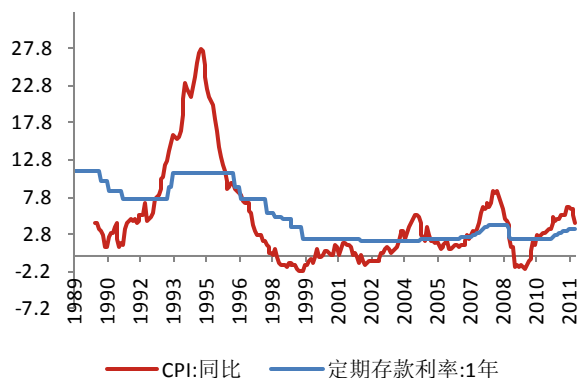
图表 2.26: 明年上半年或将再降准 3-4 次



数据来源: Wind, 方正证券研究所

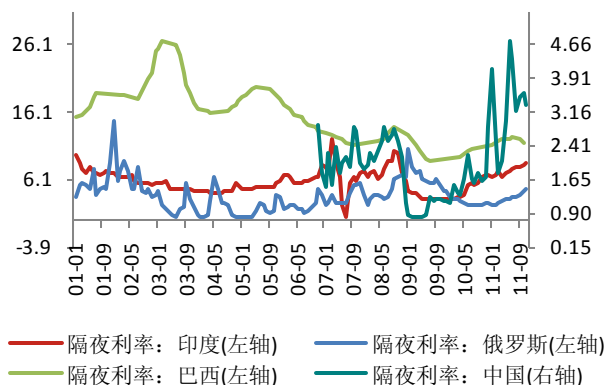
我们认为，未来 5-10 年中国的经济仍将能实现 9% 以上的高增长，经常项目和资本金融项目将保持双顺差的局面，而人民币汇率将延续汇改以来的升值模式。当前，人民币仍处于升值通道，我们认为人民币进一步升值的幅度主要取决于欧债危机进程及其对国际国内经济的影响。若欧债危机恶化并导致全球经济二次探底，为避免国内经济受到大的冲击，人民币对美元将结束升值趋势并很可能固定在一个较小的区间内波动；若欧债危机不出现显著恶化，则人民币将延续当前的升值趋势。

图表 2.27: CPI 同比增速与 1 年期定期存款利率



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 2.28: 中国利率水平显著偏低

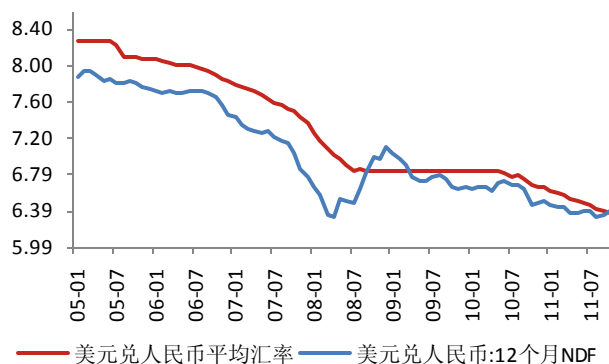


数据来源: Wind, 方正证券研究所

9 月以来，欧债危机导致风险厌恶情绪蔓延，美元指数大幅上升，VIX 指数大幅上扬，以外汇储备口径（热钱一，外汇储备变动-顺差-FDI-非美元资产汇率变动损失）和外汇占款口径（热钱二，外汇占款变动-顺差-FDI）统计的热钱流出迹象明显。预计明年 2-4 月份市场波动剧烈，热钱也将继续大量流出。不过，热钱的流出是短期现象，长期来看，人民币仍有较大

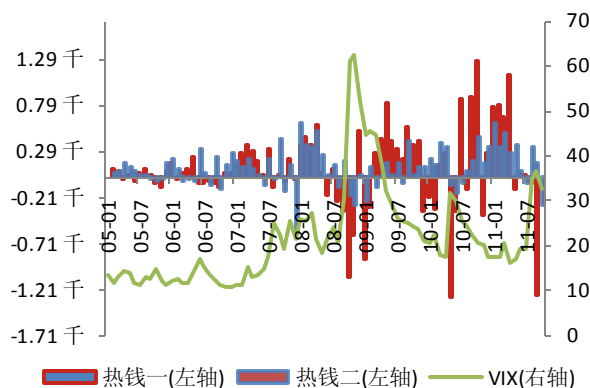
的升值空间，中国仍是热钱的主要流向之一。

图表 2.29：全球经济增速放缓背景下人民币出现贬值预期



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表 2.30：最近两月热钱流出迹象明显

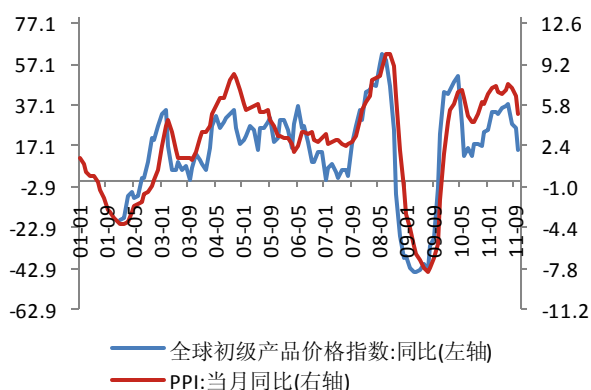


数据来源：Wind，方正证券研究所

2.5. 通胀压力逐渐解除

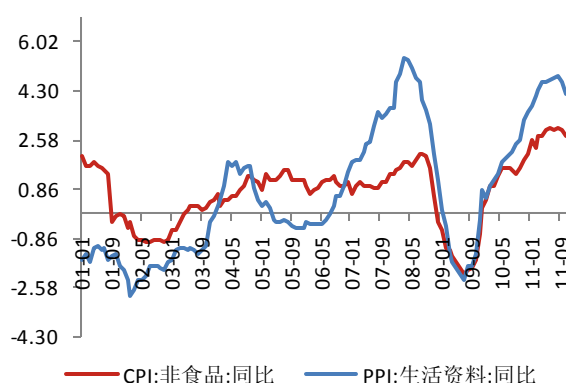
当前，CRB 现货价格指数月均值已连续 7 个月环比下降，由于短期内欧债危机仍解决无望，预计欧债危机拖累全球大宗商品价格走势，明年大宗商品价格将在一季度达到低点出现反弹，受此影响，PPI 同比增速将在第二季度回落至低点，之后出现反弹。

图表 2.31：全球大宗商品价格指数或将在明年一季度见底



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表 2.32：PPI 生活资料非食品部分对 CPI 非食品影响较大

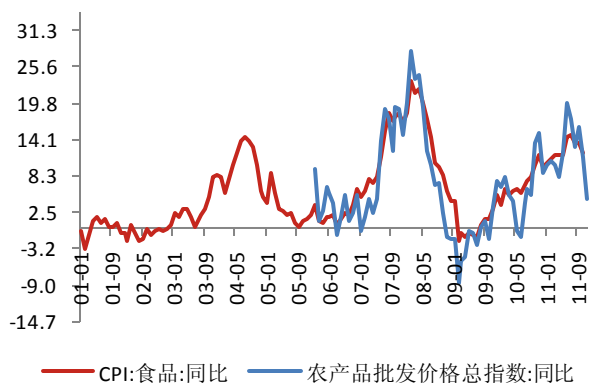


数据来源：Wind，方正证券研究所

本轮通胀的超预期部分是猪肉价格上涨推动的，属于较典型的猪周期后遗症。货币政策的变动对此基本无用。从猪肉需求看，城镇居民的猪肉需求较稳定，随着城镇化的推进和农村居民生活水平的提高，猪肉需求呈现稳定增长的态势。同时，城乡居民的猪肉需求弹性较小，这就意味着供

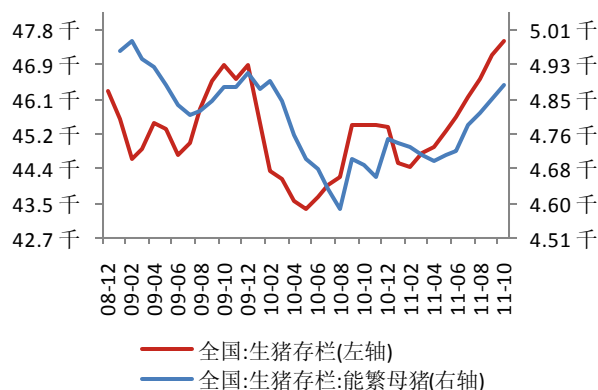
给决定着猪肉价格。从生猪供给看，生猪生产主要取决于生产成本和猪肉价格。生猪饲养约 70% 使用玉米，当前玉米价格走低，猪粮价比回落，生猪生产成本下降。前期猪肉价格上涨增加了生猪养殖的吸引力，带来能繁母猪存栏量的增加，考虑到母猪的怀孕周期和仔猪生长周期，生猪出栏将在约一年后相应的增加。去年 9 月尤其是今年 4 月以来，能繁母猪存栏不断上升，生猪补栏积极，可以推断明年春节过后生猪供应或将大幅上升，猪肉价格届时将大幅回落。

图表 2.33: 农产品批发价格指数增长与 CPI 食品同比



数据来源: Wind, 方正证券研究所

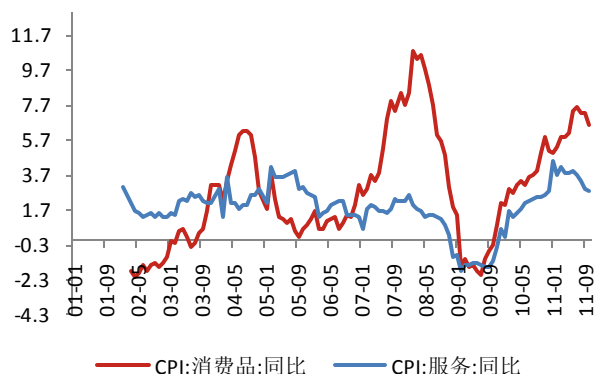
图表 2.34: 能繁母猪存栏持续回升



数据来源: Wind, 方正证券研究所

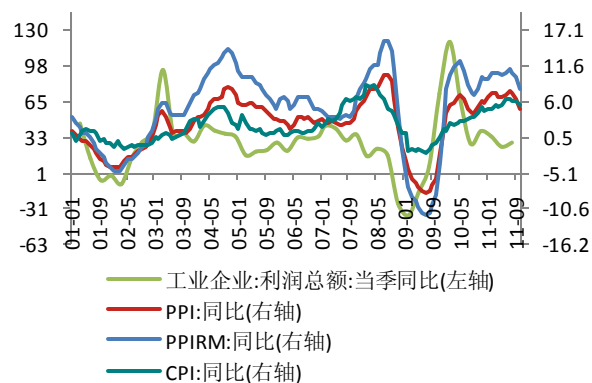
非食品价格走势趋弱，而食品价格中也缺少造成物价大幅上涨的因素，预计明年物价走势温和，先降后升，明年 7 月或出现低点，全年或达 3%。此外，PPI 和 CPI 在 7 月到达低点，也意味着工业企业利润增速将在明年一季度见底回落，预计此轮工业企业利润增速的地点在 15% 左右。

图表 2.35: 服务在 CPI 中得比重约为 0.29



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 2.36: 工业企业利润或在明年一季度开始回升



数据来源: Wind, 方正证券研究所

国内经济形势研判总结

1. 我国的人均 GDP 仍较低，城镇化仍在加速推进，城镇化发展还将带动经济高速发展 10 年左右，未来 5-10 年在充分就业状态下的实际 GDP 潜在增速可能依然达到 10% 左右。

2. 中国处于金融危机后新一轮朱格拉周期的开始阶段。预计明年中期出现工业增加值周期底部，我们预测工业增加值同比增长 13.9%，明年 GDP 季度同比增速分别为 8.2%、8.6%、9.2% 和 9.8%，全年 GDP 增速将达 8.9-9%。其中，固定资产投资完成额同比增长 21.5%，社会消费品零售总额同比增长 17.3%，出口 15493 亿美元，进口 14187 亿美元，贸易顺差 1306 亿美元。

3. 理论上讲，房价增速应与名义 GDP 增速挂钩，当前居民个人收入占 GDP 比重偏低，政府财政收入增速过高，社会产出向政府部门过度集中导致居民感觉房价过高。预计财税政策将在调整收入分配方面发挥更大作用，明年年中房价调控方式将逐渐以房产税等市场化手段取代行政限购。

4. 预计欧债危机拖累全球大宗商品价格走势，明年大宗商品价格将在一季度达到低点出现反弹。本轮通胀是猪肉价格上涨推动的，属于较典型的猪周期。从生猪养殖的周期看，去年 9 月尤其是今年 4 月以来，能繁母猪存栏不断上升，生猪补栏积极，可以推断明年春节过后生猪供应或将大幅上升，猪肉价格届时将大幅回落。非食品价格走势趋弱，而食品价格中也缺少造成物价大幅上涨的因素，预计明年物价走势温和，先降后升，明年 7 月或出现低点，全年或达 3%。

5. 政策预期：数量型工具继续是明年货币政策的主力，明年一季度或仍将有 3-4 次的存款准备金下调；货币信贷将在明年 1 季度后快速回升，明年年底 M2 增速或达 16.8%，全年新增贷款超过 8 万亿元；不排除明年一季度降息 1-2 次的可能性；财政政策主要投向东部经济结构调整、中西部基建和七大新兴产业。欧债危机背景下的热钱外流是短期现象，长期来看人民币仍有较大的升值空间，中国未来仍是热钱的主要流向之一。

附表：2012 年宏观经济数据预测

	2012-Q1	2012-Q2	2012-Q3	2012-Q4	2012
GDP:同比	8.2	8.6	9.2	9.8	8.9
CPI:同比	3.5	2.8	2.6	3.3	3.0
PPI:同比	1.8	-0.4	0.8	2.4	1.2
M2:同比	16.0	18.1	19.2	16.8	16.8
新增贷款	22460	22300	18900	17300	80960
工业增加值:同比	11.8	13.6	15.4	15.2	13.9
固定资产投资:累计同比	18.0	19	20.8	21.5	21.5
社会消费品零售总额:同比	17.1	17.3	17.5	17.2	17.3
出口	3033	3849	4203	4409	15493
进口	2842	3601	4037	3707	14187
贸易顺差	190	248	165	702	1306

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	（8610）68584820	（86731）85832351
传真：	（8610）68584803	（86731）85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com