



经济萧萧下 政策款款来

宏观经济

经济增长中枢下移具有必然性

从中长期经济增长格局看，中国经济受增长模式和内生动力的制约日益明显。经济增长中枢下移本质是要素约束。中国的技术后发优势趋弱，刘易斯拐点到来，资本产出比攀高，决定了经济增长中枢下移的必然性。

上半年需求乏力，生产回落，经济寻底

一季度房地产投资带动整个投资增速回落。上半年出口在全球陷入经济衰退背景下跌至谷底。库存周期危险性正在提高，去库存缺乏弹性，生产遭遇阻力，一季度的 GDP 面临急剧下跌的风险。

下半年弹性恢复，经济企稳回升

出口拐点已至，固定资产投资恢复性上升，实际消费提升，需求弹性恢复。库存周期存在政策救赎和市场救赎。GDP 增速有望回升。全年 GDP 增速 8.5%。

CPI 先下后上

货币供给和总需求引导 CPI 惯性回落，年中到达底部，下半年逐步攀升。全年 CPI 达 3.3%。通胀的不确定性在于资源税改革的泛化和公共品价格的调整、巨额存量货币与资本市场萧条并存、土地城市化加速和低端劳动力工资加速上涨。

政策重心转向稳增长调结构

由于资产价格泡沫和地方财政困局的掣肘，2012 年货币政策放松注定是维稳式地放松，而非刺激性地放松。为应对资金外流，上半年还有 2-3 次降准。新增贷款 8 万亿元左右，货币信贷环境改善。币值双向波动，总体略升。基准利率基本稳定。财税改革将进入深水区。中央政府将承担更大的责任，以结构性减税和对地方政府继续加大转移支付为主；地方政府将增加税种和税收。

2012 年宏观经济数据预测

	2009	2010	2011E	2012Q1	2012Q2	2012E
GDP	9.1	10.2	9.3	8.3	8.2	8.5
消费	15.5	18.3	17.1	16.8	16.2	16.2
投资	30.1	24.1	24.5	20.1	20.8	21.6
出口	-16	30.5	20.1	9.2	13.5	14.5
进口	-11.2	36	22.7	14.5	20.3	20.1
工业	11	15.5	14	11.8	12.4	12.5
CPI	-0.5	3.2	5.4	3.9	3.1	3.3
PPI	-5.5	5.2	5.8	0.8	1.2	2.2
利率	2.25	2.75	3.5	3.5	3.5	3.5
信贷(万亿)	9.6	7.9	7.5	2.5	2.3	8

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn
010-85130608
执业证书编号：S1440510120015

胡艳妮

huyanni@csc.com.cn
010-85130973
执业证书编号：S1440510120008

王 洋

wangyangbj@csc.com.cn
010-85130386
执业证书编号：S1440510120045

刘之意

liuzhiyi@csc.com.cn
010-85130273
执业证书编号：S1440510120046

郑联盛

zhengliansheng@csc.com.cn
010-85130208
执业证书编号：S1440511080001

发布日期：2011 年 12 月 22 日

相关研究报告

- 11.12.22 同轅异辙 ——增长中枢下移系列之投资篇
- 11.12.22 2012，船票——周期共振、中枢下移与产业更迭——增长中枢下移系列之产业篇
- 11.12.22 东亚模式——增长中枢下移系列之日韩篇
- 11.12.22 从“达拉斯小牛”到“底特律活塞”——2012 年债券投资策略报告
- 11.12.22 穿越风雨眺晚霞——2012 年国际经济展望



目 录

一、我国经济增长中枢下移——中长期图景	6
1、增长中枢下移的全球背景	6
2、中枢下移本质是要素约束	7
(1) 技术后发效应趋弱	7
(2) 刘易斯拐点的到来	8
(3) 资本产出比的约束	9
3、中枢下移的日韩经验	10
二、需求乏力:在下移中寻找支点	11
1、政府投资举步艰	11
(1) 地产投资下降先急后缓	11
(2) 私人投资具备持续动力	13
(3) 结构变化演绎投资热点	15
2、消费难能支大厦	16
(1) 通胀回落力压名义消费	16
(2) 存款减少抑制可选消费	16
(3) 收入增长慢于消费增长	17
(4) 名义消费增速低于今年	18
3、出口增速遇挫折	18
(1) 出口二季现拐点	18
(2) 加工贸易处境艰	19
(3) 顺差收窄贡献微	20
4、中枢下移寻支点	20
三、供给缓降:在周期中实现救赎	21
1、生产在下行, 首季存波折	21
2、二次去库存, 实体乏活性	22
3、货币有冗余, 利弊存两端	24
4、救赎有机理, 中期不悲观	26
四、通货膨胀: 先下后上	26
1、货币与总需求引导 CPI	27
2、食品价格正在形成顶部	27
3、资源税改与公共品调价	28
4、全年 CPI 料降至 3.3%	28
五、货币政策: 维稳式放松而非刺激	30
1、货币全面放松不可期	30
2、降息升值不可太乐观	31
(1) 降息考验耐心, 基本稳定	31
(2) 币值双向波动, 总体有升	32



3、货币政策迈向真稳健	32
(1) 准备金率继续降低.....	33
(2) 信贷放松空间有限.....	34
(3) 货币信贷环境改善.....	35
六、财政政策：改革进入深水区	36
1、财政收入增长超预期	36
2、财税改革进入深水区	37
3、财政支出追重点投向	37
七、资产配置：投资钟与政策变量	38
1、大类资产配置	38
2、宏观变量组合	39
八、2012 年宏观经济数据预测	40
九、2012 年十大宏观事件预言	41



图表目录

图 1: 技术创新下的长波周期	7
图 2: 中国劳动人口占比已经接近峰值水平	8
图 3: 广东调研: 企业人力成本持续上涨	8
图 4: 中国求人倍率	9
图 5: 中、日、韩劳动年龄人口增长率	9
图 6: 中国的增量资本产出比	10
图 7: 日本经济增长率	11
图 8: 韩国经济增长率	11
图 9: 房地产开发新增和计划投资累计同比增长 (%)	12
图 10: 房地产投资一季度将骤降	12
图 11: 商品房销售面积增速预测 (%)	12
图 12: 新开工面积增速预测	12
图 13: 房屋开工、施工和销售面积累计同比 (%)	12
图 14: 购置土地面积、成交款和购置费累计同比 (%)	12
图 15: 投资累计同比增速: 内资企业-国有部门 (%)	13
图 16: 固定资产投资完成额累计值: 国有部门/私人部门	13
图 17: 国有部门和私人部门投资累计同比 (%)	14
图 18: 国有和私人部门投资增速当月同比 (%)	14
图 19: 工业企业、国有企业的利润同比增速及差额 (%)	14
图 20: 投资完成额累计值: 国有部门和私人部门的占比	14
图 21: 投资累计同比增长: 施工项目和新开工项目中央项目和地方项目 (%)	15
图 22: 第二产业、第三产业和个人的贷款存量占比	15
图 23: 贷款存量占比: 第三产业分行业	15
图 24: CPI 与零售额之关系	16
图 25: CPI 与零售额之关系 (3 个月平均值)	16
图 26: 存款与零售额之关系	17
图 27: 零售结构	17
图 28: 收入增长长期慢于消费增长	17
图 29: 城乡居民收入增长	17
图 30: OECD、G7 工业生产指数与我国出口增速	18
图 31: 中国前十大出口国家	18
图 32: 美国的库存周期与经济景气周期的联动规律	19
图 33: 欧元区工业生产指数同比增速	19
图 34: 日本工业生产指数	19
图 35: 韩国工业生产指数	19
图 36: 中国贸易进出口增速 (2010—2011)	20
图 37: 中国贸易收支差额	20
图 38: 中国贸易收支差额	20
图 39: 中国贸易收支差额的洲际分布	20



图 40: GDP 走势预测	21
图 41: 工业增加值 (%)	22
图 42: PMI 生产量指数领先工业增加值约 2-3 个月	22
图 43: PMI 库存指数之差, 领先 GDP 增速约 1 个季度	22
图 44: 工业产成品的库存增速 (%)	23
图 45: 原材料和产成品库存指数 (%)	23
图 46: PPI 同比和环比 (%)	23
图 47: PMI 购进价格指数 (%)	23
图 48: 基于工业生产的产出缺口 (%)	24
图 49: PMI 生产量和从业人员指数 (%)	24
图 50: 工业企业利润总额累积同比增长 (%)	24
图 51: 工业成本和主营业务利润率 (%)	24
图 52: M1 和准货币的增速 (%)	25
图 53: 供给、需求和货币在时间轴上的对应关系	26
图 54: CPI 与 M1 共振	27
图 55: CPI 与 (M1-M2) 共振	27
图 56: 宏观经济景气指数	27
图 57: 滞后指数与 CPI 高度相关	27
图 58: 生猪存栏创新高	28
图 59: 能繁母猪/生猪存栏量见底	28
图 60: 农业从业人口数量减少我国耕地面积在下降	29
图 61: 房地产吸收流动性能力下降	29
图 62: CPI 全年 3.3%	29
图 63: CPI 季度分布	29
图 64: 日本 M2 和投资增速	31
图 65: 韩国 M2 和投资增速	31
图 66: 历史上最长的负利率期间	32
图 67: FDI	32
图 68: 人民币升值预期	32
图 69: 外汇占款和 CPI 是准备金率变动的主要驱动因素	33
图 70: 外汇占款增量减少或成趋势	33
图 71: 热钱估算	33
图 72: 公开市场到期资金量 (亿元)	34
图 73: M2/GDP	35
图 74: 新增信贷 (年)	35
图 75: 贷款余额增速下降	35
图 76: 实体经济对贷款需求	36
图 77: 紧货币宽信贷格局将改观	36
图 78: M2-GDP-CPI	36



图 79: M2 与贷款余额增速.....	36
图 80: 财政预算收支和差额的累计（亿元）.....	37
图 81: 财政预算支出投向增长	38
图 82: 大类资产投资与经济周期	38
图 83: 收益率曲线斜率与经济周期	39
表 1: 央行货币政策工具选择的参照系	34
表 2: 宏观变量组合	40
表 3: 2012 年宏观数据预测表	40



一、我国经济增长中枢下移——中长期图景

如果一个人不掌握历史事实，不具备适当的历史感或所谓历史经验，他就不可能指望理解任何时代的经济现象。
——熊彼特

经历了三十余年的高速增长，中国经济已经创造了奇迹。但是，在面临内外经济失衡日益严重的压力下，中国经济是否到了一个降速的拐点，这是我们必须面对的问题。

实际上，中国经济在 2006-07 年已经到达了一个增长的高峰阶段，在 2008 年初期，中国的政策走势已经十分紊乱，政策当局对形势的判断并不是确定的，那个时点应该是中国经济转型政策确立的大拐点。但是，次贷危机引发了大萧条以来最为严重的全球金融危机，使得国际金融市场和全球经济增长陷入了历史性的危机。

目前经济增长下滑是对过度经济刺激的清算。金融危机之后，4 万亿的投资和 10 万亿的信贷是中国政策当局最为能动的反应。全球历史上最为巨大的经济刺激方案，挽救了当时的中国经济增长，挽救了当时的政策当局，也挽救了世界。但是，当增长遭遇结构问题的时候，过度刺激的后果就以更加狰狞的面孔出现在我们面前。政府的刺激使得中国经济周期运行节奏被转变。

对于中国经济而言，长期保持高达 10% 左右的增长速度可能是有困难的。一个追赶型经济体，其潜在增长率应该受制于其内部和外部的资源禀赋及其要素利用的方式，实际上就是一个增长模式和内生动力问题。中国目前的经济面临日益明显的内部和外部失衡的压力，其增长模式受到的约束也十分明显。在这个过程中，经济增长中枢下移似乎是一个必然性的问题。

1、增长中枢下移的全球背景

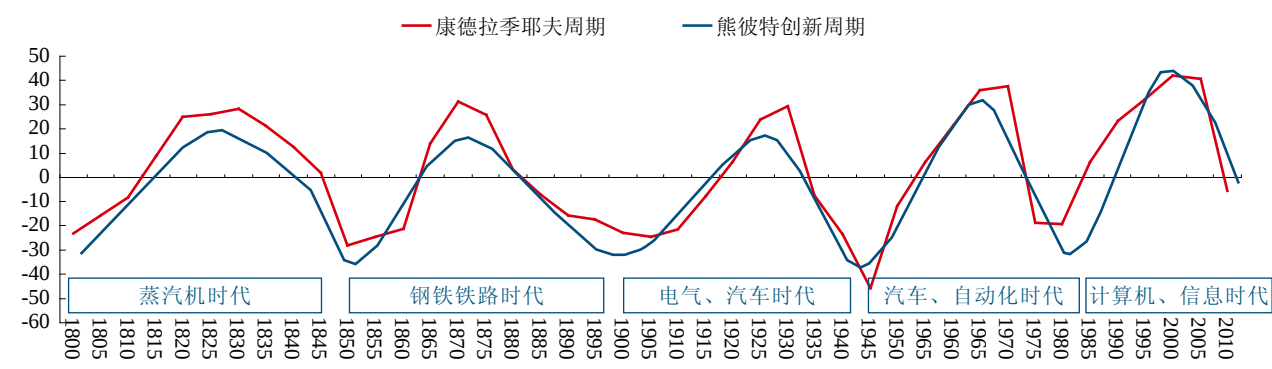
在全球经济长波周期的演进中，美国次级住房抵押贷款问题引发的金融危机成为周期大拐点，宣告了长达 20 多年的长波复苏和繁荣时代的终结，世界经济面临的就是一个相对较长时期的衰退和萧条阶段。根据我们对长波运行中经济特征的研究，在未来的 20 年中，全球经济增长总量的边际递减是不可抗拒的，全球经济将进入一个增长中枢下移的“新常态”。

在全球经济呈现新常态的运行背景下，全球经济有一个重大的挑战需要应对，那就是全球经济再平衡。全球经济失衡实际上与经济体的内部失衡是直接相关的。从经济体层面，内部失衡主要体现在两个方面：一是投资储蓄的缺口，外部表现是国际收支的失衡，也是全球经济失衡的最重要表现；二是财政收支的失衡，这主要体现为债务问题。投资储蓄缺口的结果就是贸易、投资和汇率的冲突，而财政收支失衡则以主权债务危机的形式表现出来。这在中期仍然如此。

全球经济的“新常态”以及全球经济和各主要经济体的经济内外再平衡的进程，决定了未来全球经济增长的乏力，以及总需求的相对不足。这正是全球经济周期的直接表现，不管是以康德拉吉耶夫还是熊彼特的长波周期看，全球经济无法摆脱周期力量的束缚。“在经济活动的一个波峰之后，跟着一个 10 年停滞时期。”



图 1：技术创新下的长波周期



资料来源：世界银行、熊彼特、雅各布·范杜因、中信建投研发部

从本质上讲，长波衰退是一个总需求下降的过程，而工业化主导下的中国内生增长是一个新产能不断被创造的过程，即是总供给扩大的过程。为此，如果中国内部对总供给的吸收能力不能扩大，那中国经济将进一步受长波统治；如果中国能够创造出新的有效需求，那内生动力的升浪将盖过全球衰退的下跌力量，中国还可以保持较高增长。

2、中枢下移本质是要素约束

改革开放 30 多年来，中国经济增长的平均水平大致在 9.5%。但是，在新世纪以来，中国已经开始意识到投资和出口拉动的经济增长模式的局限性。“这种局限性根本地在于中国面临越来越明显的要素制约”。中国政府在“九五”时期就产业结构调整和升级的必要性和重要性中，就指出了中国经济未来变革的方向是与要素直接相关的。

（1）技术后发效应趋弱

上世纪 80 年代的拉美债务危机给中国带来一个巨大的启示，就是不能单纯依靠外债来发展经济，利用外债是需要形成新的生产能力或增长能力，而不是在资产负债表上记上一笔。根据这个经验，中国采取的是外商直接投资来代替简单的外部贷款。外商直接投资的好处在于：一是可以填补中国经济启动和工业化准备及起飞的资金缺口；二是提升相关行业的产能和产出水平，拉动经济增长；三是提高技术创新的水平，体现出追赶型经济体的“后发效应”。

当然，外商直接投资对技术水平的提升的现实已经被日本、德国、东亚四小龙等经济体所验证，而且这些国家的经验同样表明如果内部的技术创新能够很好地承接外部技术引入的效应，重新承担其对经济增长的贡献，那经济增长的可持续和高增长的态势就可以持续的。但是，不同经济体的经验同样显示，不是每个经济体都能顺利实现内外转换的。比如，60-70 年代的日本内部技术创新在 60 年代末期就充分发挥出来，对经济增长和全竞争力提供了支持，但是 80-90 年代之后的日本，其内部技术创新的能力就要逊于德国，这也是日本“失去十年”的一个微观根源。

中国的后发效应主要是得益于外商直接投资的增长、积累以及再投资。中国长期的高速增长和巨大的市场，使得外商直接投资一般不愿意利润汇出，而是持续的追加投资，从而使得外商直接投资也是一种“投资引致投资”的螺旋增长态势，并且形成了一定的刚性。



但是，可以看到在全球金融危机之后和欧洲主权债务危机日益深化的情况下，主要发达经济体面临巨大的去杠杆压力，私人部门和公共部门都是如此。至此，中国外商直接投资的增长态势和刚性被改变，这两个巨大冲击的结果就是对华的直接投资下降明显，从而最后会影响到中国的技术引进。对于一个追赶型经济体而言，这无疑会使得柯布-道格拉斯生产函数中的 A 变小。

我们无法定量地计算出 A 到底下降多少，但是这是一个趋势性的状况。如果全球经济增长的新常态维持，那中国的外商直接投资和后发效应将是一个下降的态势，至少其发挥的追赶效应将大大降低。当然，中国内部的自我创新可能有填补一定的空间，但是现实的情况让我们有理由相信内部的创新无法短期内填补外部技术流入的损失。因为目前熊彼特创新周期和增长周期一样处在一个底部，是一个技术的运用漫化阶段，而不是一个技术的革命性创新时代，中国内部更多的是技术运用、模式创新和组织创新，而难以获得革命性的技术进步。

（2）刘易斯拐点的到来

我们知道，当期的经济增长不是由当期的人口出生率决定的，而是由 20-30 期之前的人口出生率决定的，或由当期的人口结构（即劳动人口占总人口的比重决定的）。50 年代的婴儿潮为中国 80-90 年代改革开放和工业化进程提供了无限的劳动力；70-80 年代又一代的婴儿潮，为世纪之交的中国经济提供了无限供给的劳动力。随着工业化进程的加速，源源不断的农民工被吸收到了工业部门，而工资水平保持稳定。但是，2006 年之后，中国的制造中心珠江三角洲、长江三角洲等地区开始出现民工荒。

联合国的研究报告认为，中国的“刘易斯拐点”会在 2015-16 年到来；而蔡昉的研究（2006）认为，刘易斯拐点会提前到来，2007 年已经有迹象表明刘易斯拐点非常临近，中国劳动力无限供给的状况已然过去，并逐渐转向平衡。

我们认为，20 世纪 80 年代中期之后出生率长期下降，至今已经 25 年，将深刻改变中国的人口结构，中国人口的抚养比将开始上升。从中国的人口出生率看，80 年代中期以来的人口增长大幅下降，将开始严重影响中国的劳动人口比重。

图 2：中国劳动人口占比已经接近峰值水平

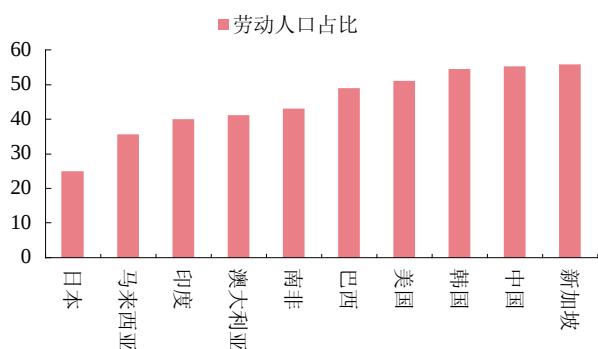
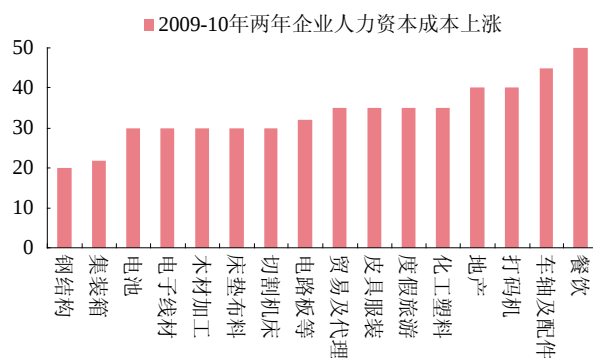


图 3：广东调研：企业人力成本持续上涨



注：印度、巴西、南非和美国数据来自 OECD，2006 年。其余数据来自 WHO，2008 年。

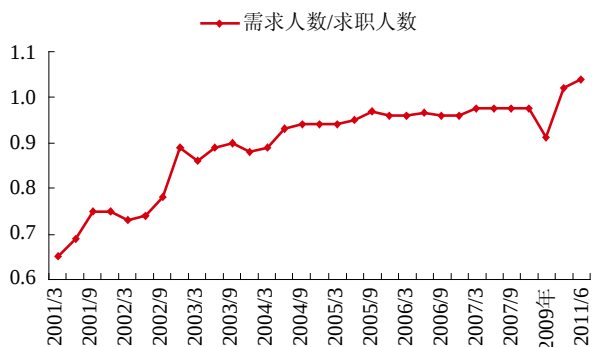
资料来源：WHO，OECD，中信建投研发部

从劳动人口占比的变化趋势看，2008 年中国劳动人口占总人口占比高达 55.3%，人口抚养比仅为 44.7%，这可能是中国劳动人口占比的最高水平时期。而日本在 1968 年劳动人口占比达到了最高值，为 56%。中国的劳动人口占总人口的比重已经接近日本的峰值。



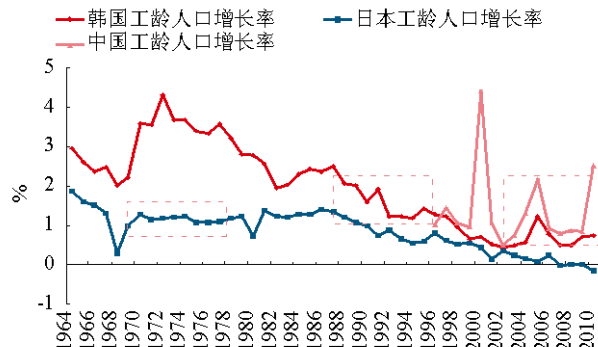
通过国际比较、人口出生率、劳动人口占比以及农民工工资的变化趋势看，我们认为，中国的刘易斯拐点已经非常逼近或已经来临。未来一段时间内，中国人口状况将开始逐步发生结构性改变，“人口红利”将逐步消失，经济潜在增长率将由此出现小幅度的下移。

图 4：中国求人倍率



数据来源：CEIC 中信建投证券研究发展部

图 5：中、日、韩劳动年龄人口增长率



数据来源：CEIC 中信建投证券研究发展部

人力资本的结构性紧缺以及人力成本上升在 2007 年就显示出明显的迹象，2010 年结构性紧缺更加明显，人力成本上升更快。同时，这整体比原材料上涨的幅度更大。

刘易斯拐点到来和人口红利的逐步消失，将带来几方面的影响：一是农业部门劳动力向工业部门无限转移的进程将逐步削减，工资水平将从工业部门向农业部门传递，工资将呈螺旋式上升。

二是城市化进程和结构可能受到影响，由于农业人口无法无限地向城市聚集，要么城市化速度放缓，要么城市化下移。对于中国而言，只能选择后者，城市化下移实际上是人口结构变化的一个必然的结果。

三是资本积累结构。由于此前人口持续向城市积聚，促进工业增长和城市化的大幅提升，资本积累在大城市凝聚。随着劳动力供给无限时代的结束，资本积累可能开始出现“回馈”效应，从城市向外围扩散。

最后，对于中国而言，刘易斯拐点的到来，还意味着人口结构的重大变化，即老龄化的临近。中国儿童抚养比最低，老龄抚养比次之，而劳动人口占比最高，这意味着老龄化将加速，这将深刻改变家庭部门的消费储蓄关系，从而是储蓄投资缺口及潜在增长水平。

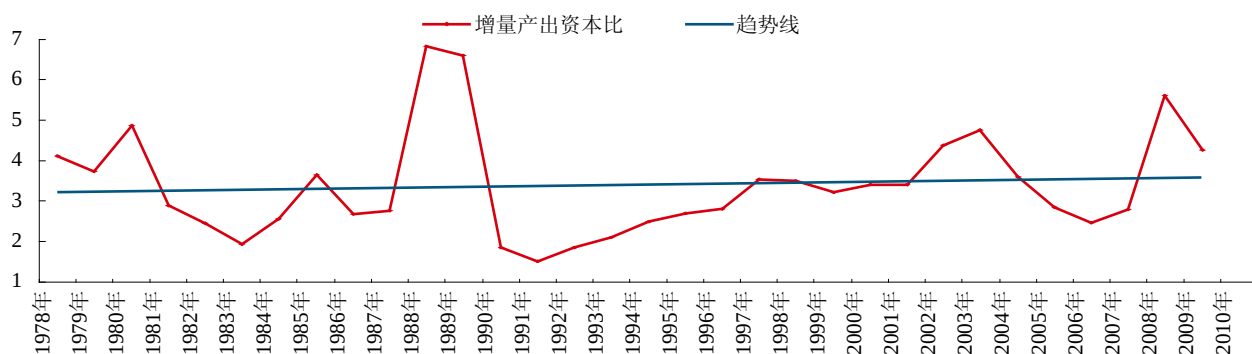
（3）资本产出比的约束

中国经济增长本质上是一个投资主导的经济增长模式。这个增长模式的决定实际上是与要素禀赋相关的，一是中国的劳动力在改革开放及其后一段很长的时间内都是充裕的，可以无限地从农业和农村部门向工业和城市转移，可以支撑资本的持续扩张；二是中国的储蓄比较高，可以支撑较高的投资率；三是中国的出口多是加工贸易型，存在一个持续的贸易顺差，这也有力地支撑了储蓄投资缺口；最后，还与持续的资本项目顺差有相关性，即对人民币资产的追逐性引发的资本流入。

这些方面都支撑了中国经济的投资增长模式，但是，随着要素结构的变化，中国的资本产出比在提升，说明中国投资的经济效率在降低，这实际上也是意味着资本作为一种要素，其在经济资源配置中的效率在降低，这也是很多研究认为中国投资增长模式将面临瓶颈的根源。



图 6：中国的增量资本产出比



资料来源：刘海英（2011），2010 数据为预测值，由作者根据刘的方法计算

在东亚金融危机之后，中国的资本效率就持续下降，到 2004 年，中国增量资本产出比已经达到了 5，即投资 5 个单位的资本，才有 1 个单位的经济产出，投资效率快速下降。虽然在 2005-2007 年“十五”和“十一五”过渡期间，中国加快了经济结构调整的步伐，投资的效率有所提高，但是，这种提高是以资产泡沫为代价的，如果除去房地产价格大幅上涨带来的产出的大幅增加，那中国的资本效率并没有提高很多。

全球金融危机之后，中国四万亿的投资计划将中国的增长模式再次拉回到投资主导的模式中，一味依靠要素特别是资本的投入来提高产出水平，但是，可以看到资本的效率在明显地下降，2009 年增量资本产出率竟然达到了 6，这个效率是 1988-90 阶段之后最低的资本产出水平。

未来中国的资本投入受到的限制会比较明显。一是由于人口的老龄化到来，未富先老，未来储蓄率下行是一个趋势，二是外部的资本流入将放缓，三是行业 and 企业的利润水平将降低，资本积累的速度将放缓。投资引致投资的格局将更加难以持续。

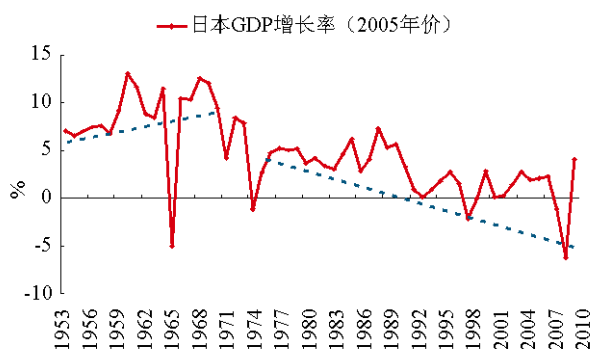
3、中枢下移的日韩经验

通过对比研究我国当前人均 GDP、劳动力增长状况、工业化的发展水平与综合技术水平状况，我们认为当前的中国与 70 年代初的日本、90 年代的初的韩国情况非常相似，这说明我国当前已经存在潜在经济增长中枢下移的内在条件，自改革开放以来三十多年的高速增长时代正在终结。日韩的前车之鉴告诉我们，高速增长时代终结的触发点主要是来源于外部危机的冲击，而政府对以往高速增长时代高速度的迷恋，往往又会加剧经济增长中枢下移拐点时期经济的动荡。因此，对未来中国经济增长中枢下移拐点的把握，外部危机冲击和政府的政策扩张动向是两个非常重要的观察对象。

综上，中国经济正在经历增长中枢下移，这是经济增长规律和人口结构变化规律使然，是不以人的意志为转移的必然事件。虽然政策和外部事件会产生正面或负面的影响，短暂的改变经济波动的幅度和频率，但从中长期来看，增长中枢下移是大势所趋。

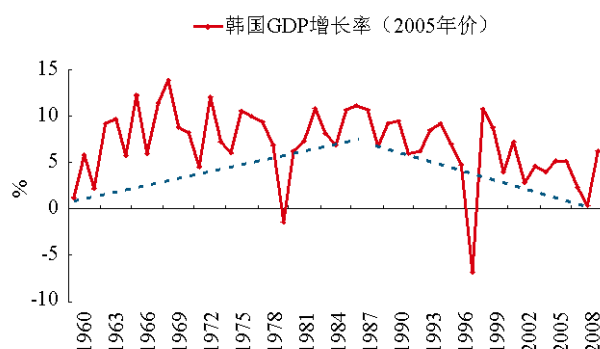


图 7：日本经济增长率



数据来源：CEIC 中信建投证券研究发展部

图 8：韩国经济增长率



数据来源：CEIC 中信建投证券研究发展部

二、需求乏力:在下移中寻找支点

萧条的唯一原因就是繁荣，没有发生萧条是由于某些方面出错了，而萧条的到来则说明经济处于正常的运行轨道。
——朱格拉

2012 年中国经济注定是一个平淡之年。一方面，经济周期制约我国经济增长，另一方面，政策刺激的过度透支发展决定了 2012 年仍然要休养生息。而外围经济冲击也给本已缺乏内生动力的中国经济增添了变数。中国经济正处于从政策刺激到内生增长转换过程之中，经济增长的中枢将继续下移。

1、政府投资举步艰

囿于地方财政捉襟见肘的困境和中央转移支付的压力，政府主导的投资模式举步维艰。中央项目投资增速已连续为负。综合考虑各种因素影响，我们认为，明年投资增速下降已成定局，总量不再是投资亮点，而结构变化才是投资者真正应该关注的方向和焦点。投资增速维持在 20-22% 区间可能性较大。

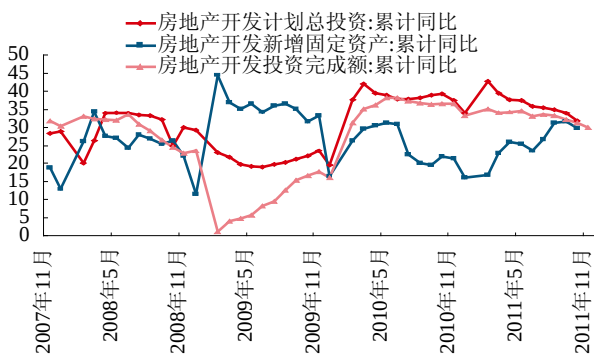
（1）地产投资下降先急后缓

房地产投资在整个固定资产投资中占有 21% 左右的份额，因此房地产行业投资举足轻重。目前的房地产投资增速还处于高位，但这不过是前期计划的滞后反映。按照我们房地产分析师的预测，明年房地产销售面积增速会大幅下降，全年降至 5%。根据历史经验，随着销售面积的走低，未来土地购置和土建施工都会减速。

从房地产投资增速上看，一季度会骤降，后面更大的可能是在一季度低点的基础上增速缓升。

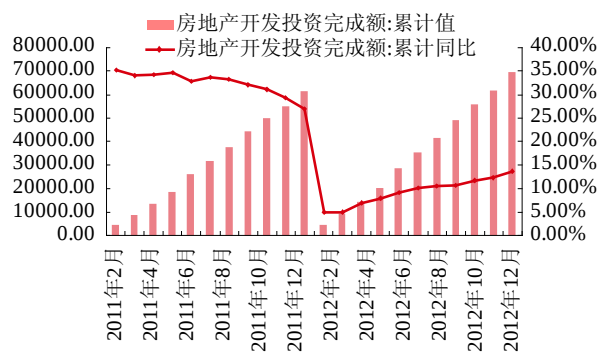


图 9：房地产开发新增和计划投资累计同比增长（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

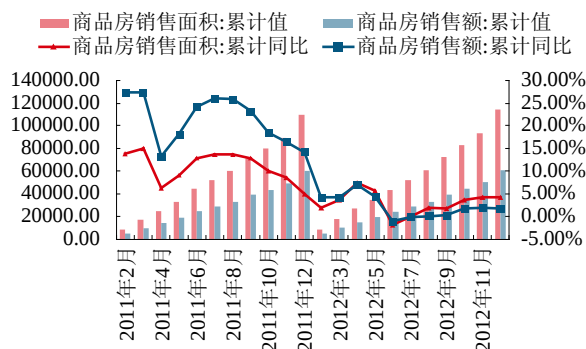
图 10：房地产投资一季度将骤降



数据来源：Wind，中信建投研发部

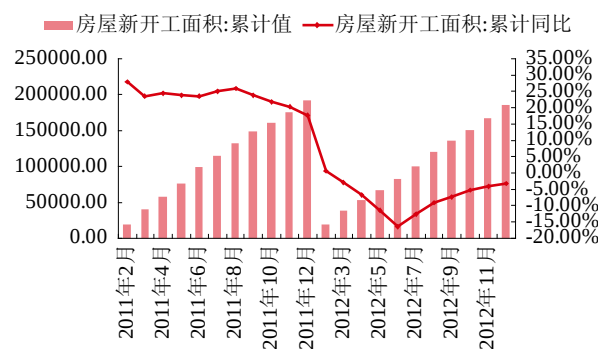
综合我们调研情况分析，2012 年是房地产调控滞后效应最关键的一年。从需求方面看，房地产市场渐趋理性，当前的房地产市场上投资与投机性需求已经得到扼制，新成交的房屋基本上都属于刚性需求，包括改善性需求，投资及投机资金进入的情况非常少。这说明在中央政府的强力调控之下，人们长期以来对房价只升不将的预期已经改变，买方对房地产市场的狂热已经开始降温，市场普遍进入了观望期。

图 11：商品房销售面积增速预测（%）



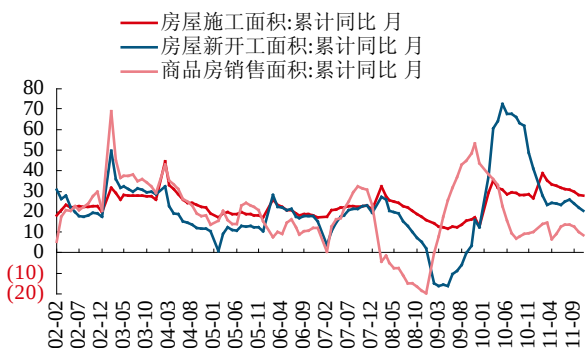
数据来源：Wind，中信建投研发部

图 12：新开工面积增速预测



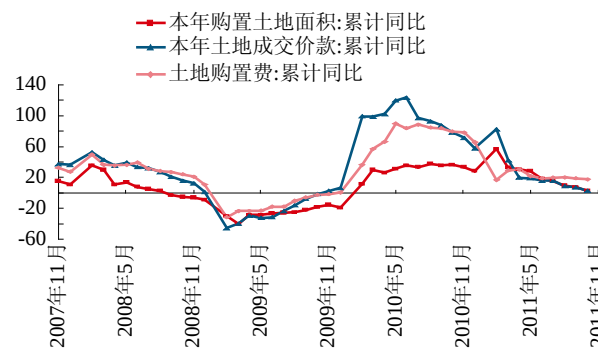
数据来源：Wind，中信建投研发部

图 13：房屋开工、施工和销售面积累计同比（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 14：购置土地面积、成交款和购置费累计同比（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

从供给方面看，在当前的严厉政策调控之下，小企业通过金融系统融资的路径基本上已经全被堵死，推盘销售几乎成了它们唯一的资金来源，目前众多的小型地产企业资金链已非常紧张，相比较而言，大企业通过金

融系统融资的难度仍然不大，只是成本有所上升。但不管是大企业还是小企业，积极促销已成共识。然而，由于受到高地价造成的高成本约束和部分业主的反对压力，房地产企业普遍存在着想降价而又不肯降价的尴尬。

因此，地产整合大幕即将拉开，明年房地产投资下降趋势确定，但降幅不会出现市场担忧的极度萎缩。出于对持地成本和保持企业正常运营的考虑，2012年的投资降幅应该不会超过30%。房地产行业向正常利润时代回归。上半年房地产投资增速不排除会降到个位数，但全年会在10-15%之间，对整体投资的影响在5个百分点左右。

（2）私人投资具备持续动力

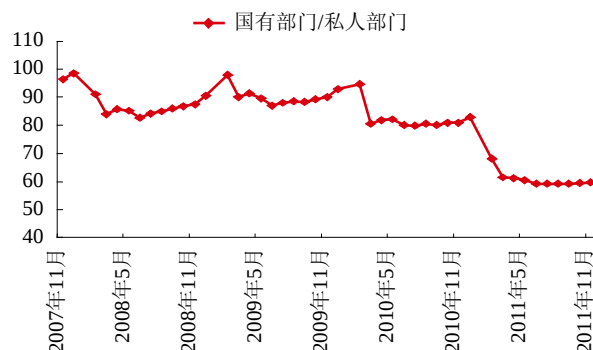
以内资企业和国有及国有单位的投资累计同比增速的差作为私人部门投资的指标。这个指标在2008年的四季度快速回落，2009年2月探底，之后开始缓慢的回升，在整个2009年基本为负值，意味着金融危机对私人部门的冲击和四万亿投资刺激下的国有部门主导作用。2010年，这一差额稳定在6%-7%之间，3月份开始，私人部门投资增速稳定高于国有部门；进入2011年，这一指标在3、4月份稍作调整后，持续向上，不考虑投资比例的变化，私人部门相对于国有部门的投资速度呈加快增长态势。

图 15：投资累计同比增速：内资企业-国有部门（%）



数据来源：中信建投研发部

图 16：固定资产投资完成额累计值：国有部门/私人部门

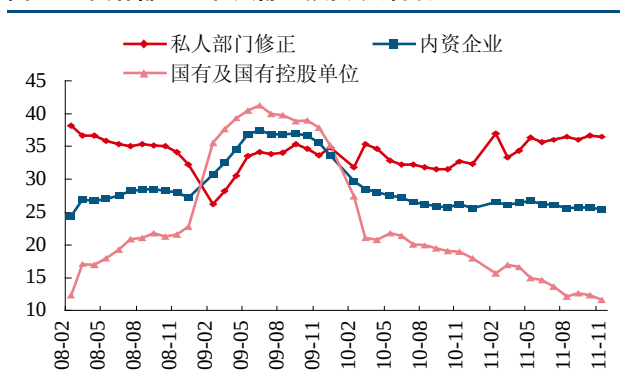


我们以修正之后的内资企业和国有部门的投资差额，作为私人部门的投资额。其累计同比增长在2008年四季度有一个快速的回落后，2009年3月即开始反弹，6月即恢复到33%的正常水平。在走平1年半后，2011年的增速有所加快。2011年截至8月末增速超过36%。当月同比而言，7、8月增速都超过了38%。2011年10月，内资企业投资的累计同比增速连续两月轻微回升；私人部门的投资增速在9月略有下降后10月再度回升到36.65%，11月缓降到36.47%；国有部门在9月短暂回升后小幅回落到11.7%。

当月同比增速而言，情形更加明显，10月私人部门的投资增速达到40.86%，创年内新高，11月依然在35%之上；国有部门的投资增速回落到6%，但高于8月的3.82%。就此数据而言，私人部门的投资并未如国有部门那样受到政策的剧烈影响。2009年的宽松时期既未爆发式增长，2011年在政策紧缩和不利的经济环境下，却保持了较高的增速。

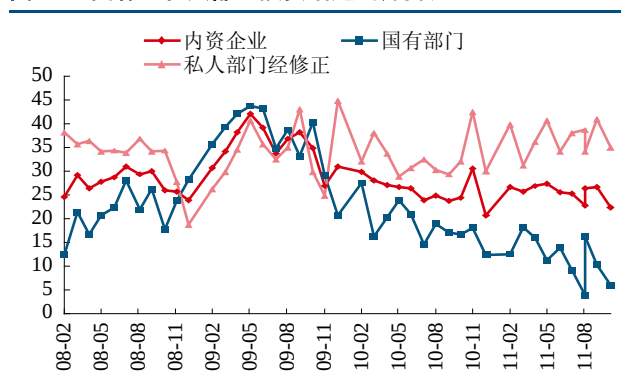


图 17：国有部门和私人部门投资累计同比（%）



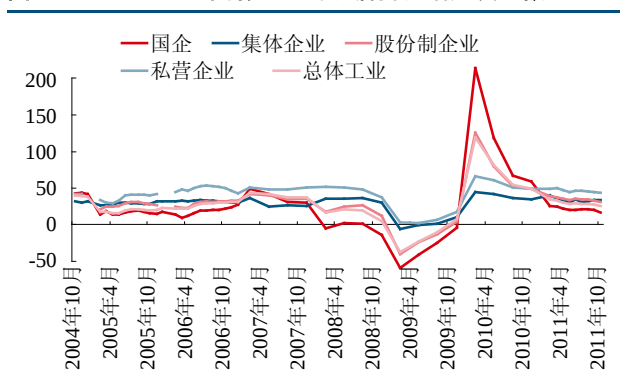
数据来源：Wind，中信建投研发部

图 18：国有和私人部门投资增速当月同比（%）



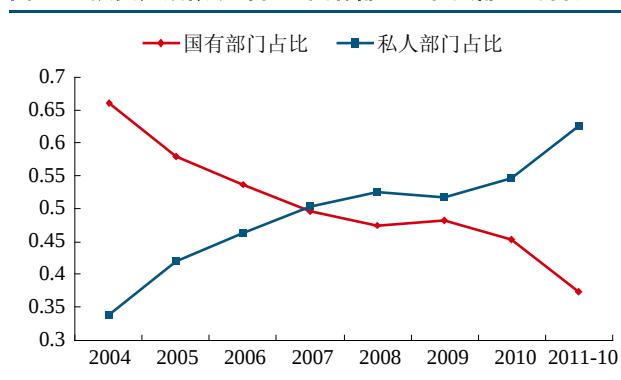
数据来源：Wind，中信建投研发部

图 19：工业企业、国有企业的利润同比增速及差额（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 20：投资完成额累计值：国有部门和私人部门的占比



数据来源：Wind，中信建投研发部

以修正后的可比口径的国有部门和私人部门的投资额的比例看，前者从 2003 年起就逐渐下降。在 2008-2009 年变化不大，但 2010 年又出现了阶梯式下降，2011 年下降更快。当然，这是伴随着国有部门的投资快速放缓为前提。

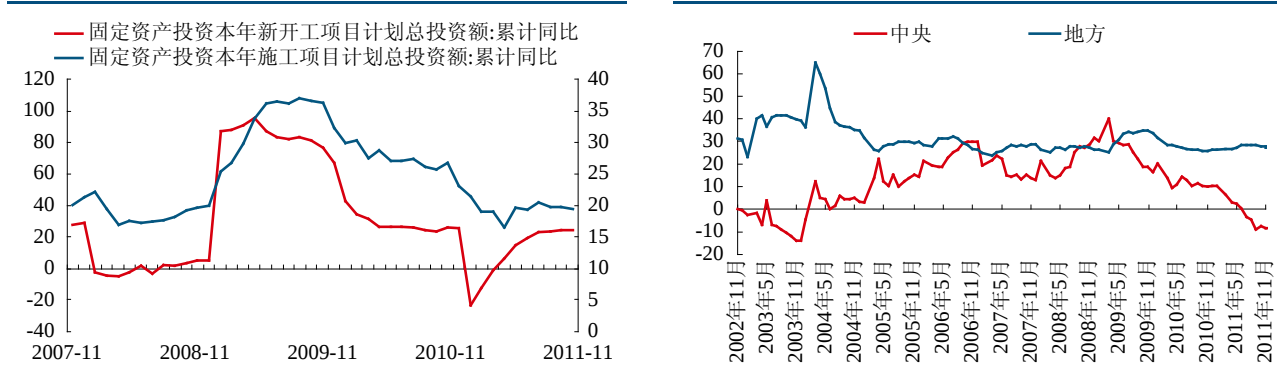
我们认为，2012 年私人投资具有一定持续性。首先我们从企业利润方面来看，私人部门的效益持续好于国有部门，金融危机之前和之中都是如此，之后的 2011 年依然如此。

从 2010 年以来，企业利润一直处于较为景气的阶段。特别是非国有企业利润增长保持在 30% 以上的增长，私营企业利润更是达到 40% 以上的增长水平。截止至 10 月份，集体企业利润总额累计增长 33%，股份制企业利润总额增长 30.3%，私营企业利润总额增长 44.3%。大大高于总体工业利润平均水平。从下图可以看出来，这也意味着企业自有资金相当充足。虽然未来利润增长有下行趋势，但只要有投资机会，企业不缺乏投资动能。

其次，新开工投资为私人部门投资的持续性提供了另一个支持证据。2011 年，在中央项目投资快速回落到负值的同时，地方项目投资保持了稳定的、向上的增速。由国有部门投资的减速可以推断，在地方项目中，已经逐渐转变为私人部门的投资为主导；同时，2011 年新开工项目计划投资累计同比增速不断回升，由此推断，如果资金条件允许，投资的持续性可以得到保障，其中主要是私人部门的有效承接；国有部门投资减速的前提下，大量新开工而工期延长的可能性较低。



图 21：投资累计同比增长：施工项目和新开工项目中央项目和地方项目（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

我们预计，随着 2008 年、2009 年启动的项目逐渐接近完工和政府投资减速，资金需求量将大幅减少，2012 年实体经济信贷需求的满足率会明显提高。只要资金面不如 2011 年紧张，民间投资还是存在投资动力。

（3）结构变化演绎投资热点

2012 年增长速度将会毫无悬念的放缓，但从结构上来看，某些行业投资一定会超过总体水平。这是中国经济增长方式转型的需要，也是实现中国产业结构升级的需要。我们再从两方面因素来分析哪些行业会脱颖而出：一是贷款投向哪些行业；二是哪些行业投资增长加快。因为贷款投向和增速加快的行业一定是未来能够达到上述两个宏伟目标的方向。

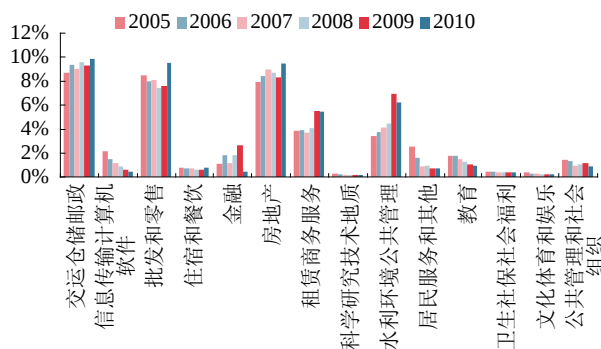
从下图我们可以明显看出，贷款对第三产业的倾向日益增强。2008 年以来，第三产业的贷款占比持续上升，特别是 2009 年反危机的一年。中国第三产业的 GDP 虽然小于第二产业，但信贷占比却更高，这体现出金融支持经济转型的先导作用。

图 22：第二产业、第三产业和个人的贷款存量占比



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 23：贷款存量占比：第三产业分行业



数据来源：Wind，中信建投研发部

进一步细分第三产业的贷款存量占比，租赁和商务服务业，水利、环境和公共设施管理业是 2009 年后显著提高的两个行业，后者一年内在贷款总额的占比中提高了近 2.5 个百分点。第三产业的发展可能是从与第二产业相关的区域率先开始。

对于未来的投资热点，我们认为，其一，战略新兴产业是经济转型的核心。中国未来五年计划投资 1.7 万亿美元，折合人民币 10 万亿元，投资领域包括节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料等。战略新兴产业投资将加速。

其二，基础设施投资的减速是以融资平台为标的遏制地方扩张风险的必然后果，但我们认为，遏制和逐渐化解而不是消除地方风险才是调控政策的目标，因此基建领域的投资也会随着调控目标的达到而步入恢复性增长。

其三，服务业无疑是中国经济未来新的增长点和最具潜力的部分。投资加大的趋势已现。

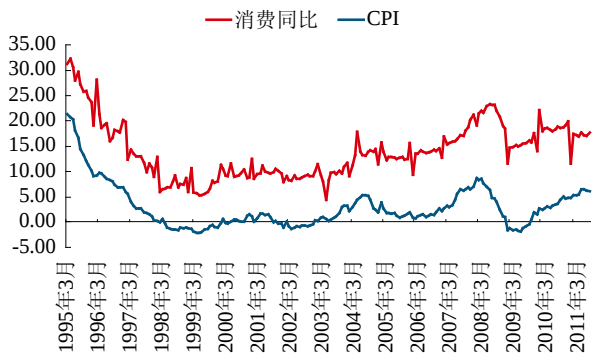
2、消费难能支大厦

今年以来，名义和实际消费增长双双下跌，消费仿佛成了强弩之末。特别是实际消费在扣除价格因素之后增长不到 12%，相当于 21 世纪初期几年的水平。这主要源于以下原因：一是政策刺激效用递减；二是对房地产及汽车的限购政策减少了部分购买力；三是超过 5% 的通胀率会提高人们的存款意愿以应付未来的涨价预期。

（1）通胀回落力压名义消费

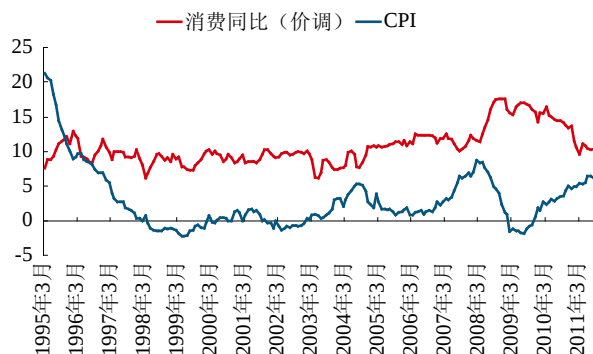
从历史数据序列分析来看，社会消费品零售数据与 CPI 走势高度正相关。近似地看，名义消费增长率 = 10% + CPI。这是造成名义消费增长率与 CPI 高度相关的原因。

图 24：CPI 与零售额之关系



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 25：CPI 与零售额之关系（3 个月平均值）



数据来源：Wind，中信建投研发部

而扣除价格因素后，消费同比增长率运行中枢在 10% 的水平上。05 年前，运行中枢都在 10% 以下，05 年后运行中枢在 10% 以上。

我们发现：03 年前消费相当稳定，基本维持在 10% 水平上，消费基本不受通胀的影响。可能是当时的消费主要集中在日用品和必需品，刚性需求很大。03 年后，消费与 CPI 有反向变动的关系。按比例来看，CPI 每降 1.5%，则消费增长率上升 1%。综上，CPI 下降会造成名义消费下降，但实际消费增长水平会有所提高。

（2）存款减少抑制可选消费

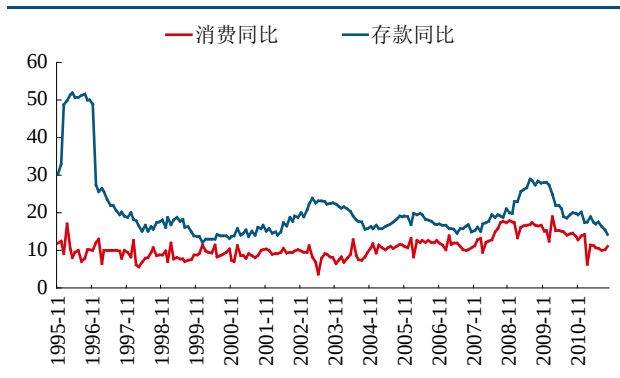
我国基本消费品的需求具有刚性，而可选消费品的需求与居民储蓄存款息息相关，需要通过储蓄的积累来完成。2008 年至 2010 年的消费高峰也伴随着存款增长的高峰。2009 年以来一系列刺激消费的政策措施引发了



消费的热潮。政策刺激使消费不仅远远高于 10% 的运行中枢，也远远超过储蓄的增长速度，透支了未来的可选消费品消费。

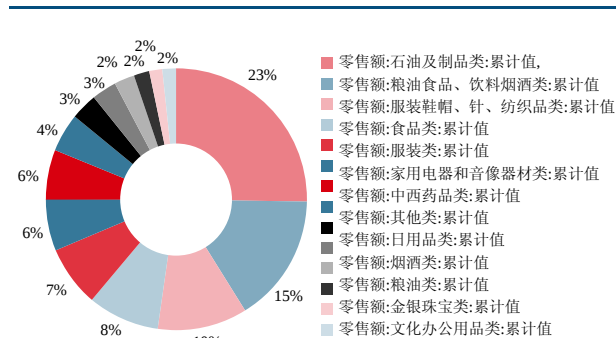
而消费的增长阶段都伴随着较高的储蓄增长率，目前已下降到历史低位的储蓄不能为消费提供支撑。储蓄的下降有负利率的原因，也与前期消费透支了大量的存款有关。

图 26：存款与零售额之关系



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 27：零售结构



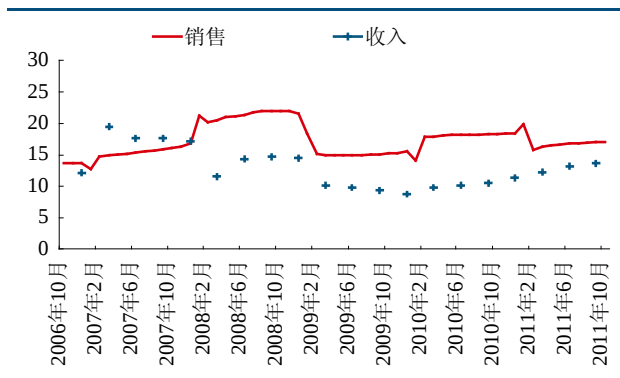
数据来源：Wind，中信建投研发部

从结构看，零售总额中消费品最大的是汽车，占总额的 23%，家电和音像器材也占了 6%。根据我们汽车行业研究员的判断，2012 年汽车销售增速基本与今年持平或略高。而家电和音像器材、家具等与房地产销售关系密切，受房地产销售的下滑和前几年透支消费的影响，其增速应会继续下滑。而其它的粮油、服装、食品、日用品将有较大的刚性。

(3) 收入增长慢于消费增长

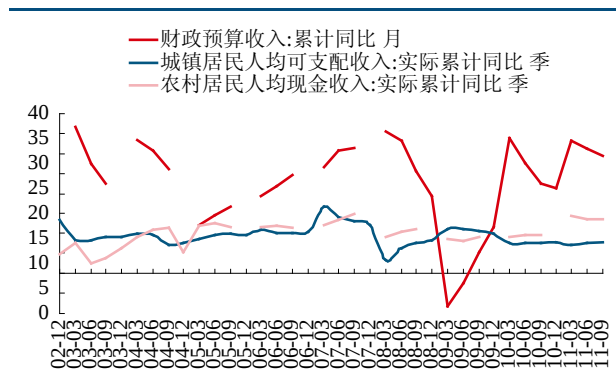
明年消费能否继续保持高增长，也取决于居民收入的增幅。从整个收入分配体制看，公共收入长期挤占居民收入，国家财政预算收入的增速远远高于居民可支配收入的增速，居民并没有充分享受经济增长的成果，“国富民穷”的现象十分显著。这种分配体制不调整，畸形的财富分配体制将阻碍消费的进一步提高。

图 28：收入增长长期慢于消费增长



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 29：城乡居民收入增长



数据来源：Wind，中信建投研发部



(4) 名义消费增速低于今年

2012 年消费受收入增长缓慢和居民存款下降等不利因素制约，但也存在积极因素：一是 CPI 下降有利于刺激消费实际需求增长，对真实消费有推动的作用。二是起征点的提高及所得税改革所带来的滞后效应在明年会明显。三是政策面会有所支持，政府会继续加大对社保和民生的投入，提高低收入居民的收入水平及消费能力。

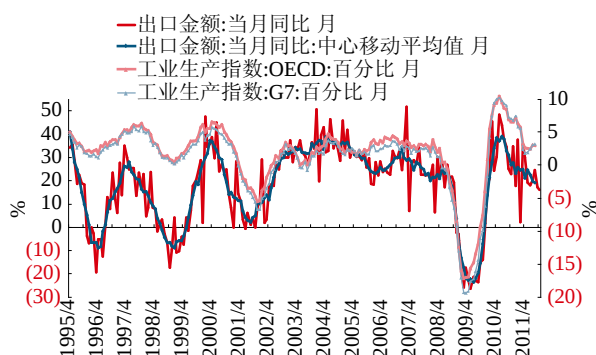
从总体来看，2012 年消费增长相对稳定。社会消费品零售总额增速会略低于今年，预计增长降至 16% 左右，但实际消费增长会到 12-12.5% 左右，对经济的贡献率会比今年高。

3、出口增速遇挫折

(1) 出口二季现拐点

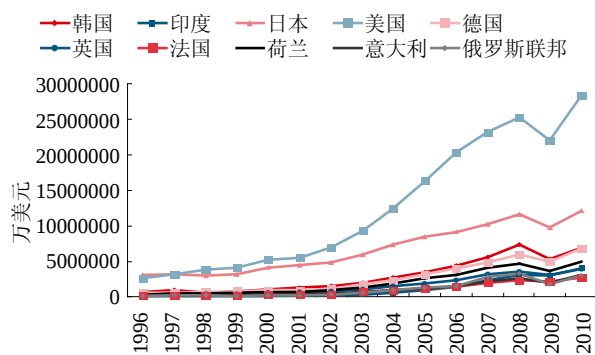
受全球主要经济体进入 2008 年金融危机以来第一轮短周期下行期的影响，2010 年我国进出口贸易整体上呈现出在震荡中下行的态势。然而根据经济周期的运行规律，我们认为从当前一直到明年的二季度，全球主要经济体将相继迎来短周期的拐点，进入下一轮短周期的复苏期。

图 30：OECD、G7 工业生产指数与我国出口增速



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 31：中国前十大出口国家

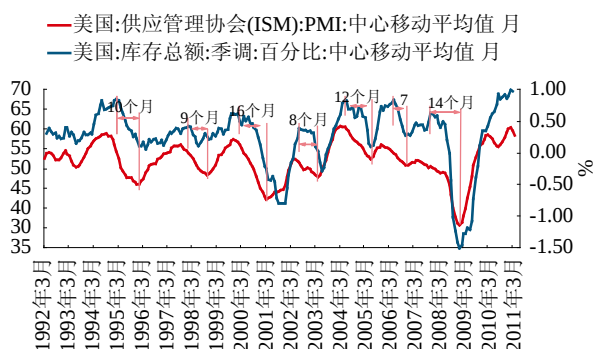


具体而言，通过分析美国经济周期律动的历史数据，我们发现，除了在每一个中周期的末尾阶段之外，从前一轮库存周期去库存的拐点到下一轮库存周期的启动，即先行经济指标的止跌回升，大约需要 7 到 12 个月。因而美国经济景气的转机应该在 2011 年的 10 月份至 2012 年的 3 月份之间。基于美国当前宏观数据的变化特征，美国确实已经临近了下一轮短周期的拐点。美元近期的强势也反映了这一点，而且美元的强势反过来也促进了美元资本回流，增加了美国国内的流动性，有利于其经济复苏。美国当前消费与就业数据的改观正在印证了这一判断。虽然对美国出口不可能一直保持增势，一季度还有可能回落，但全年累计维持今年的增长水平还是值得期待。

虽然当前愈演愈烈的欧债危机引发了人们对欧洲经济普遍的悲观，但是我们始终认为，欧元区不会崩溃，欧债危机不会演变成 2008 年式的全球金融风暴。就短期运行态势来看，明年二季度欧洲经济就将会结束当前持续衰退的窘境，进而进入下一轮短周期的复苏期，即便是受各国的财政紧缩影响其经济回升的速度与幅度会相对缓慢和有限，但是趋势的改观将是明显而确定的。因此对欧出口，还有一段艰难的日子要熬过去，明年上半年都不会乐观。



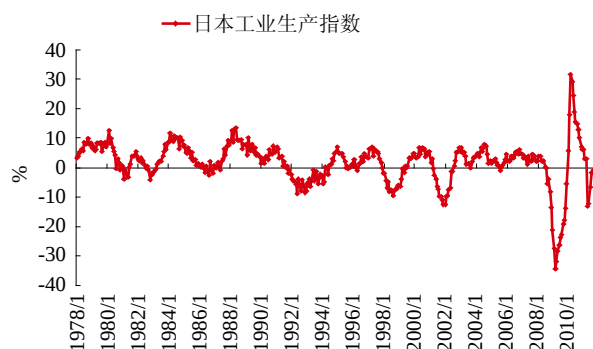
图 32：美国的库存周期与经济景气周期的联动规律



数据来源：WIND, Bloomberg, 中信建投研发部

就我国在亚洲最大的两个出口对象日韩而言，日本经济短周期的拐点已经出现，而韩国经济在明年的 1 季度也将以来下一轮短周期的复苏期。

图 34：日本工业生产指数



数据来源：WIND, Bloomberg, 中信建投研发部

图 33：欧元区工业生产指数同比增速



图 35：韩国工业生产指数



（2）加工贸易处境艰

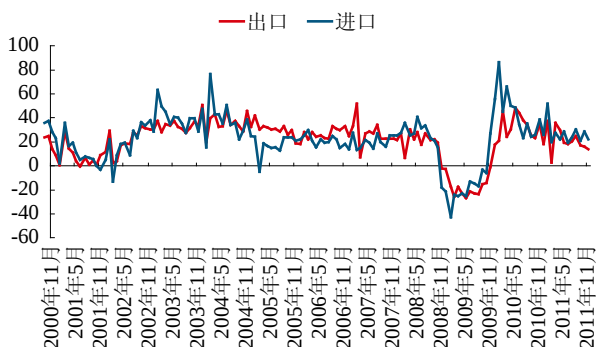
11 月外贸数据显示，我国加工贸易进出口增速一直处于下滑走势。11 月份当月，加工贸易出口增长 13.2%，比 10 月份回落 1.4 个百分点，特别是来料加工贸易，连续 10 个月出现负增长，累计负增长 7.4%。

加工贸易进出口在我国总体进出口贸易额中的比重也明显下降，从最高点的 75.3%，回落到位 11 月份的 48.7%，从原来的大半壁江山下降到了不到一半的份额。这表明，一是我国限制加工贸易发展，减少贸易顺差的外贸政策取得了明显成效。二是我国的劳动力成本上升较快，大大削弱了我国劳动力密集型商品的国际竞争能力。三是人民币汇率的持续升值也对我国低附加值的加工贸易商品产生较大负面影响。

根据我们对外贸公司及出口企业进行的调研，加工贸易处境艰难，而产业升级更是想说爱你不容易。服装加工业主要是劳动力密集型行业，其劳动力成本占总体生产成本接近 40% 左右，因此工资成本的上涨让这类企业不堪重负，所以产业往东南亚转移的意图明显。同时，人民币的持续升值既直接削弱了其产品的国际竞争力，同时汇率的波动也增加了企业在接受订单到产品交货期间的风险。由于企业主自身的文化水平有限，对汇率套期保值等现代金融工具的应用存在一定的障碍。转型难以突破瓶颈。同时，企业主由于受自身观念、素质、资本等因素的约束，企业转型动机不强，并且受区域文化差异以及市场配套系统差异的影响，当地众多的服装加工企业进行区域转移的动机同样不强。

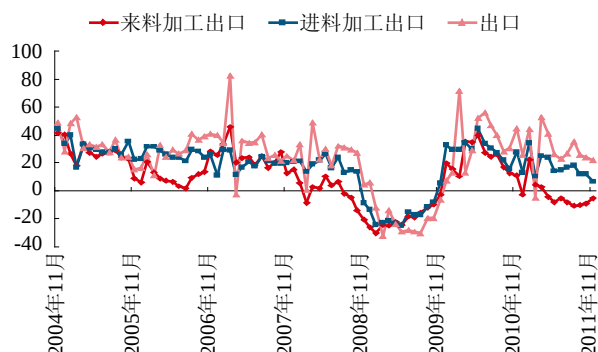


图 36：中国贸易进出口增速（2010—2011）



数据来源：WIND, Bloomberg, 中信建投研发部

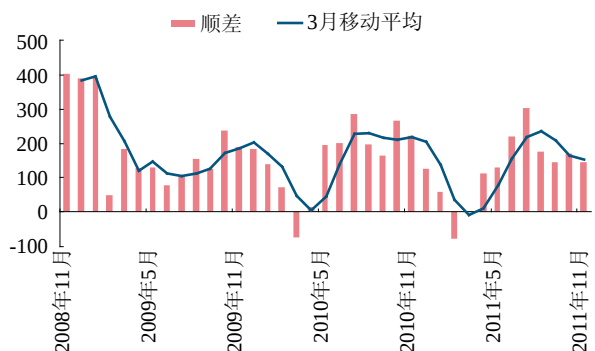
图 37：中国贸易收支差额



（3）顺差收窄贡献微

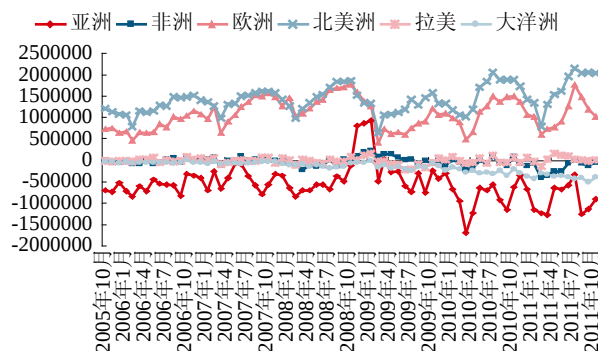
总体来看，我国贸易出口的增速与 OECD 国家经济短周期的密切关系，基于我们对全球主要经济体经济运行态势的分析，在明年二季度我国出口将会迎来趋势性的拐点。

图 38：中国贸易收支差额



数据来源：WIND, Bloomberg, 中信建投研发部

图 39：中国贸易收支差额的洲际分布



由于我国的贸易顺差基本上全部来自欧美，而欧美又都受困于主权债务去杠杆化的压力，尤其是正饱受债务危机冲击的欧洲市场，从今年下半年开始我国对其的贸易顺差增速已开始快速下滑。因此，虽然进出口贸易增速将在明年二季度迎来拐点，但贸易顺差将会较今年进一步收窄。全年出口增速有望降至 15%。

4、中枢下移寻支点

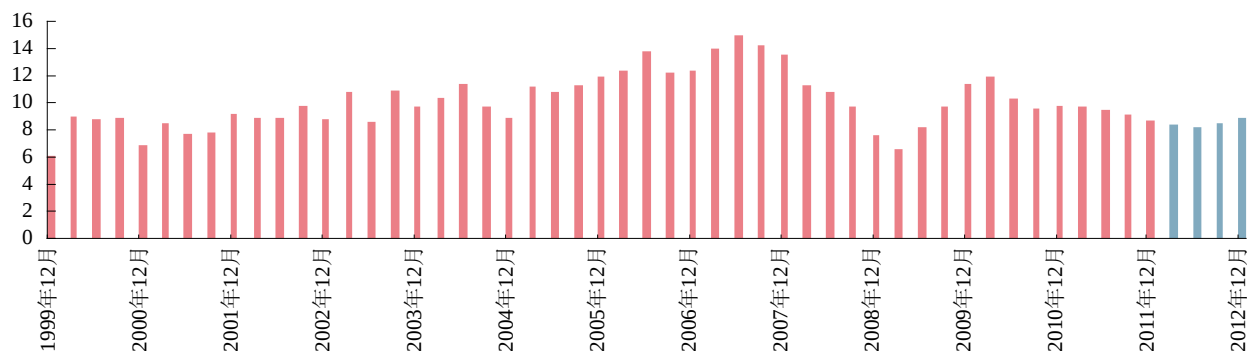
从经济周期运行内在规律看，本轮经济回落是长周期与短周期重合的自然结果，是经过前期过度政策刺激后经济的自我修复、消化泡沫的必要过程，是政策不需对冲、也不能对冲的趋势。2012 年仍是这一进程的一部分。

未来十年中国政府的合法性来源于经济增长的质量，而非增长的数量和速度。囿于资产价格泡沫和地方财政危机，政府对于经济增长速度和通胀的容忍程度都在提高，不再唯 GDP 论。从中期看，调结构、加速推进城镇化、保民生、促公平之重要性提高，而经济增速的重要性在降低。

短期看，2012 年“稳增长”或“保增长”再次成为经济工作的主线，而不再是控通胀。中央将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持经济政策和连续性和稳定性仍是明年政府政策的主基调，不会有实质性的改变，但政策微调是显而易见的。

总体来看，我国 2012 经济增长模式仍处于政策刺激向内生增长的转换进程之中。经济内生动力相对疲弱。固定资产投资增速继续下降，消费回归常态，出口受冲击较大。我国经济在资产价格泡沫和地方平台问题制约下，苦苦寻找新的内生经济增长点。由于经济周期仍处于下行阶段，政策效应上半年不明显，加上翘尾因素多重作用，明年 GDP 低点可能在二季度，此后，随着政策滞后效应释放，经济弹性恢复，外部经济形势逐步明朗，GDP 同比将缓慢回升。全年 GDP 同比增速约为 8.5%。未来 1-2 年中国经济增长进入中枢下移的下方区间，中国经济进入重新寻找经济增长点的过渡期，亦即经济增长较弱的“无聊期”或“新常态”。

图 40: GDP 走势预测



数据来源: Wind 资讯 中信建投研发部

这样的经济增速合意度在提高，也符合“十二五”规划中提出的经济质量和效率重于速度的精神。只要不发生严重的失业，中央对经济增速下行的容忍度在提高。明年经济增长更多是结构问题，而非总量问题，相应地，政策也应从结构上调整，总量放松或所谓的刺激空间十分有限。作为投资者，我们更应看到，政府面对这样的增速下降应对措施并不多，腾挪空间也较为有限，千万不要再寄望政策刺激，那样只能是卖火柴的小女孩，幻想着并不存在的烤鹅。

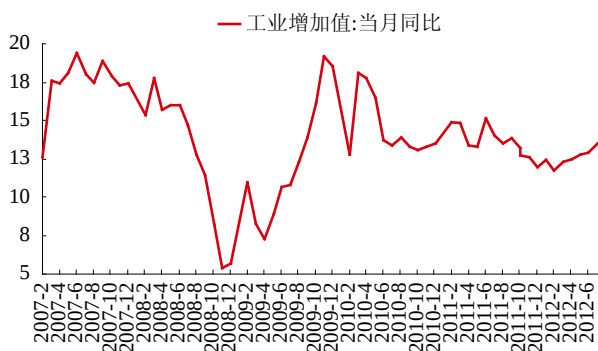
三、供给缓降：在周期中实现救赎

1、生产在下行，首季存波折

由于季节性因素，不管是出口，还是投资都决定了一季度的经济形势和工业生产将相对平淡。我们预计一季度的工业增加值为 11.8%。二季度，随着政策的逐步微调经济将恢复部分活力，工业增加值预计为 12.4% 左右。下半年，在海外冲击的作用下，将生出新的变数。我们预计全年的工业增加值保持在 12.5% 左右的水平上。

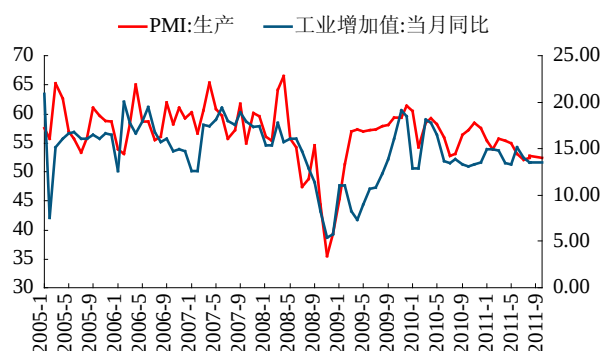


图 41: 工业增加值 (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

图 42: PMI 生产量指数领先工业增加值约 2-3 个月

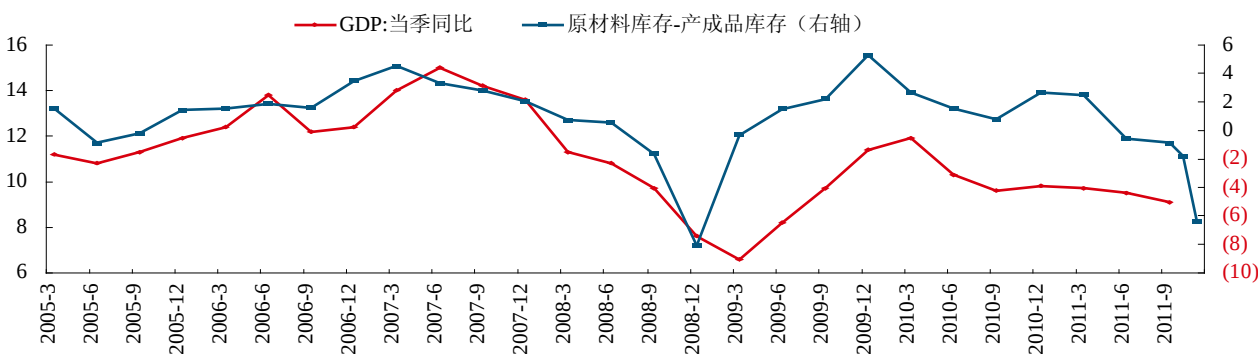


数据来源: Wind, 中信建投研发部

实际上,从数理分析的角度来看,PMI 生产量指数领先工业增加值约 2-3 个月。因此 PMI 生产量此前持续的萎缩,可能预示着四季度和明年一季度工业增加值弹性的缺失。

此外,从库存周期的角度来看,原材料库存多是因为经济扩张而展开的,而产成品库存一定程度上是和经济扩张违逆的。因此,原材料库存和产成品库存之差与 GDP 增长之间存在着显著的正相关关系。我们的回归分析显示,原材料库存和产成品库存之差,领先于 GDP 增速大约 1 个季度。而 11 月份两者之间的差距连续 4 个月扩大,更是从 10 月份的-1.8 个百分点扩大到 11 月份的-6.4 个百分点(历史上,唯有 08 年的 4 季度是-8.0)。这意味着,2012 年一季度的 GDP 面临着急剧下跌的风险。这是实体经济领域给予的警示。

图 43: PMI 库存指数之差,领先 GDP 增速约 1 个季度



资料来源: Wind, 中信建投研发部

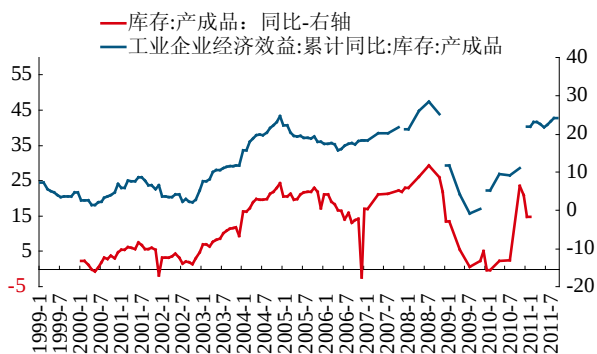
2、二次去库存, 实体乏活性

对于中国的库存周期演进阶段,我们在总量上的库存、价格、产量、利润等多个角度展开观察。

第一,从工业品库存的角度考量,1-10 月份工业品产成品库存累计同比增长 24.2%,较上个月上升 0.77 个百分点后继续增长 0.05 个百分点,产成品库存持续增加的迹象明显。由于工业品库存数据并不连续,可比性较差,我们再观察 PMI 数据中的原材料和产成品库存:11 月份数据显示,产成品库存 53.1%,上升了 2.8 个百分点,而原材料库存为 46.7%,下降 1.8 个百分点,两者走势分离,一上一下分野于 50% 的临界线且距离较上个月再度扩大,去库存的态势已昭然。

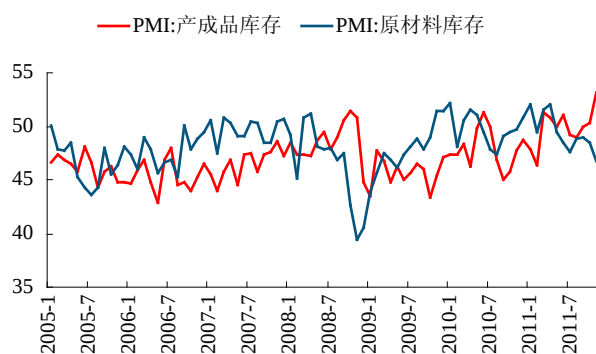


图 44: 工业产成品的库存增速 (%)



数据来源: CEIC, 中信建投研发部

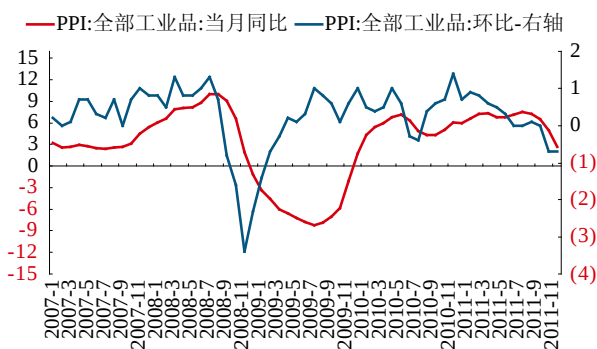
图 45: 原材料和产成品库存指数 (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

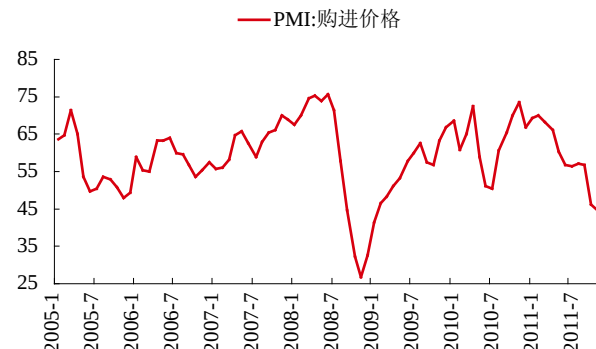
第二, 从工业品价格的角度考虑, 11 月份 PPI 同比增 2.7% 持续下滑, 环比继续大幅下滑 0.7 个百分点, 显示出工业品价格的溃散; 从 PMI 购进价格指数来看, 11 月份则在 10 月份大幅度下滑的基础上, 再度下滑 1.8 个百分点至 44.4%, 这意味着原材料成本的大幅度走低。与此同时, 这种程度的价格走低, 会给企业的库存投资、以及库存减记带来持续冲击, 直接改变中国库存周期的性质。

图 46: PPI 同比和环比 (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

图 47: PMI 购进价格指数 (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

为判断目前库存周期波动的幅度, 我们需要从产量 (产能利用率) 和盈利能力的角度去考察问题。我们知道, 所谓的库存重建, 指的主要是采购量和生产量等企业行为。而盈利能力, 则是周期运转的核心动力, 也决定了整个实体经济的活性。

第三, 从产量的角度考虑, 我们发现, 近期工业生产的产出缺口在持续扩大, 在 11 月份数据为 1.4%, 表现较为滞后。而 PMI 中的生产量指数持续走低, 11 月份略下滑 0.7 个百分点至 49.0%, 而从从业人员指数则在上个月的基础上持续下滑, 出现了历史上少有的连续负增长, 这是在本季节上少有的 (历史上, 仅有 08 年金融危机期间如此)。这意味着企业的整体产能利用率虽然依旧偏紧, 但是下滑将是大势所趋, 而失业率指标则有上升之可能。

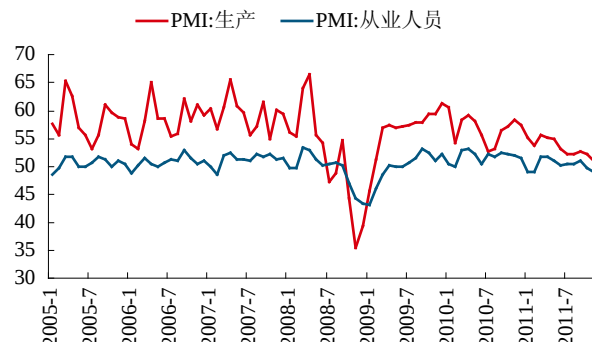


图 48: 基于工业生产的产出缺口 (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

图 49: PMI 生产量和从业人员指数 (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

第四, 从利润的角度考虑, 我们发现, 虽然产量依然得以维持, 利润总额也仍在较高的幅度上增长, 但是企业的盈利能力仍在持续地下降。1-10 月份规模以上工业企业的累积利润同比增速略下滑 1.71 个百分点至 25.26%, 主营业务成本上升 0.03 个百分点至 85.10%, 主营业务利润率继续下降 0.01 个百分点至 6.04%。很显然, 工业企业的盈利能力受到了各种成本的综合制约, 这一点从主要行业的利润趋势中更容易观察到。

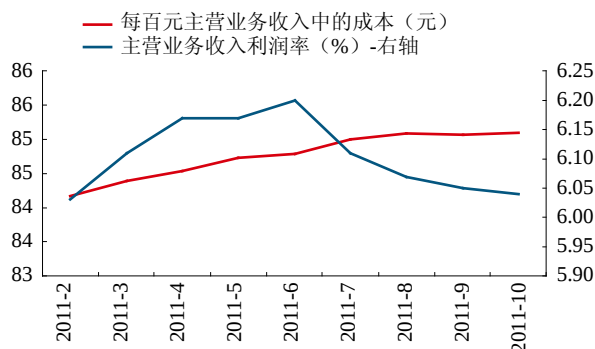
产量和利润的数据表明, 目前的经济已经陷入到了最恶劣的境地。在成本高烧未完全消退之际, 需求的寒风又迎面扑来。继成本高企之后, 需求不足成为另一个主要的制约企业运行的因素。同时, 企业盈利能力的衰减, 从根本上降低了整个实体经济运转的活性, 预示着实体经济将持续低迷。

图 50: 工业企业利润总额累积同比增长 (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

图 51: 工业成本和主营业务利润率 (%)



数据来源: CEIC, 中信建投研发部

综合以上指标, 我们发现, 中国的实体经济和库存周期演进, 已经到了命悬一线的关键点上。从需求、生产、价格、利润以及库存等指标上, 我们看到了中国的库存周期的“危若垒卵”, 危险性大幅度提高。

3、货币有冗余, 利弊存两端

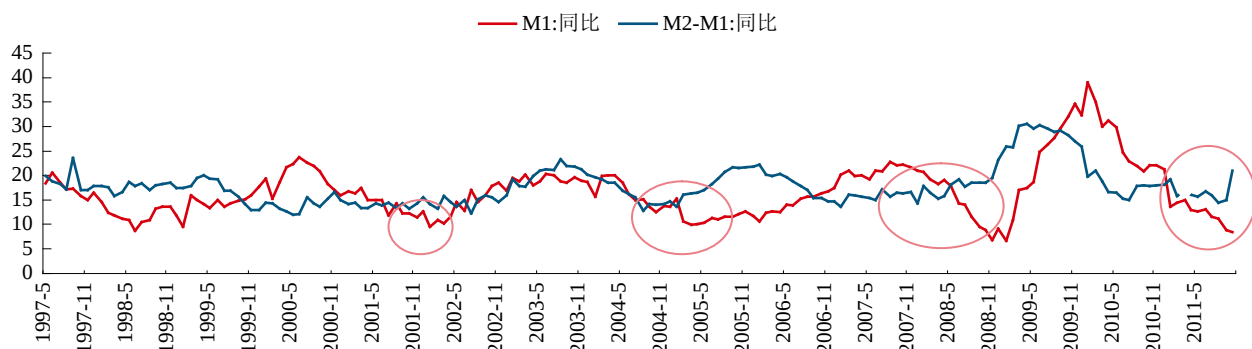
应该说, 对于周期嬗变的研究, 是预测经济和市场走势的大利器, 过往的投资实践已经给予了充分的证明。然而, 如果去深化周期嬗变, 却是一个大的课题。周期的本质特征, 存在于它的波动性, 而波动之力量之源, 则是前一个或数个阶段积累的应力在本阶段的体现。在这样的思路下, 我们来看看目前的经济现象:



(1) 从实体经济的角度来看, 我们看到, 近期的原材料库存持续下降, 而产成品库存则持续高涨, 两者之间的差距迅速拉大 (从 10 月份的-1.8 个百分点扩大到 11 月份的-6.4 个百分点, 历史上, 唯有 08 年的 4 季度是-8.0), 这预示着需求的疲沓, 也预示着 12 年一季度 GDP 面临着失速的风险。前已分析, 不再赘述。

(2) 从货币流动性的角度来看, 我们看到, 近期的 M1 增速持续下滑, 而准货币 M2-M1 的增速则迅速反弹, 两者走势严重背离 (其中, 准货币的增速从 10 月份的 0.4 个百分点扩大到 11 月份的 6.1 个百分点, 历史上, 这种背离只发生在 2008 年的 12 月份—M2-M1 反弹 3.7 个百分点, 以及 2005 年的 2 月份—M2-M1 反弹 2.4 个百分点, 2001 年的 12 月份—M2-M1 反弹 1.27 个百分点。而这三个阶段, 都处于明显的去库存阶段, 若对此有疑义, 可以翻看我们的 2011 年 12 月 9 日发布的年度策略报告《繁荣の野望: 从库存周期到中周期》)。这意味着, 在去库存的初期, 投资意愿 (无论是库存投机, 还是固定资产投资的投资意愿) 会明显的下行, 因此出现了资金冗余的状况。

图 52: M1 和准货币的增速 (%)



数据来源: Wind, 中信建投研发部

从库存周期的正、反两个方面, 我们看到目前存在于宏观经济中的主要现象是: 钱在银行, 货在仓库, 交易不活跃, 财力、物力虚置。而综合实体经济和虚拟经济的数据, 有两点结论是清晰的:

(1) 明年 1 季度的 GDP 恐将不虞。关于这一点, 我们在《苍山已远, 旧梦重弹》中已经做了论证, 在此不再赘述。

(2) 货币政策的可作为空间较小, 充沛的流动性基础将承担起“市场自救”的主力军作用。对比 4 次去库存初期阶段的准货币 M2-M1 和 M1 增速背离的程度, 以及 M2-M1 反弹的力度, 我们可以发现整个市场的潜在流动性并不匮乏, 在投资风险稍有显露的情况下就迅速汇集成为无风险资产。从这个意义上讲, 目前流动性的池子依然非常庞大, 庞大到已经令货币政策的操作投鼠忌器的地步。

然而, 充裕的市场流动性储备却提供市场自救的机会: 一方面, 财政政策的作用空间扩大。市场利率下行, 国债发行环境改善, 为“财政救赎”打开了空间。另一方面, 充裕的流动性储备, 也为经济的“自我救赎”提供了媒介, 事实上, 这也是本次去库存和此前几次去库存的最大差别之处。

我们将看到, 窖藏的流动性成为宏观经济下行的结果, 也将成为“救赎”宏观经济、并促使其上行的原因。

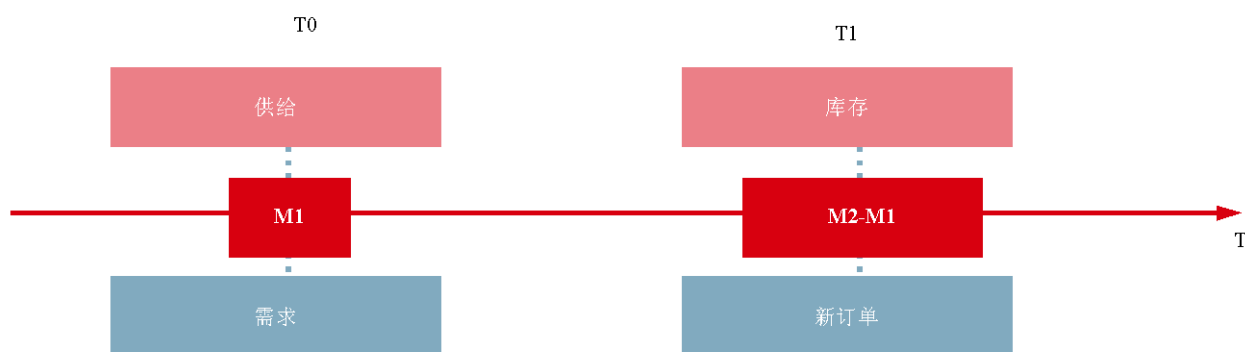
4、救赎有机理，中期不悲观

面对“钱在银行，货在仓库，交易不活跃，财力、物力虚置”的现象，我们已经指出，宏观经济存在着自我救赎的机制。抛却发行国债等财政政策手段，在结构主义者的眼里，目前市场也存在着“自我救赎”的强大动力。

周期的本质是波动，因此存在着动态平衡的机制，市场中的每一个要素都在期间发生着其微观的作用。因此，理解库存周期，就必须明了各个微观指标在库存周期中的位置和功用。在微观经济学中，供给、需求和价格是最根本的分析框架；再往后，加入货币因素来做统一和抽象，那就成了宏观经济学的微言大义了。

在我们看来，库存代表着未来的（潜在的）供给，而订单则代表着未来的（潜在的）需求，这是区别于现期已经执行和满足的供给和需求。而对于货币而言，货币的本质作用是交易的媒介，正如古老的经济学教科书所言，货币是个一般等价物。因此 $M1$ 的主要作用，在于中介现期（ $T0$ 期）的供给和需求；而作为准货币的 $M2-M1$ （主要项目是储蓄存款等），其目的在于满足未来的消费或者是投资，因此其主要作用是为了中介远期（ $T1$ 期）的供给和需求。

图 53：供给、需求和货币在时间轴上的对应关系



资料来源：中信建投研发部

在这样的逻辑下，我们可以看到，目前的情况是： $M2-M1$ 存量已经开始转头大幅度向上，这和库存的积累是对应的；考虑到短期货币政策的非中性，则 $M2-M1$ 的增加或许能够带来新订单；从而， $M2-M1$ 能够高效率地中介“用新订单去消耗高库存”的过程，从而实现从准货币 $M2-M1$ 到 $M1$ 的转化。

这一机理在数理中的反应是，回归分析显示： $M2-M1$ 增速大概领先于 $M1$ 增速 6-8 个月左右的时间。这意味着，就算现在的政策保持心平气和、举重若轻，则半年之后，中国的经济将能够逐渐恢复景气，从而实现微弱的自我的救赎。从这个角度上说，既然前路已很清楚，我们并没有过度悲观的理由（除非存在着强烈的外部冲击）。

四、通货膨胀：先下后上

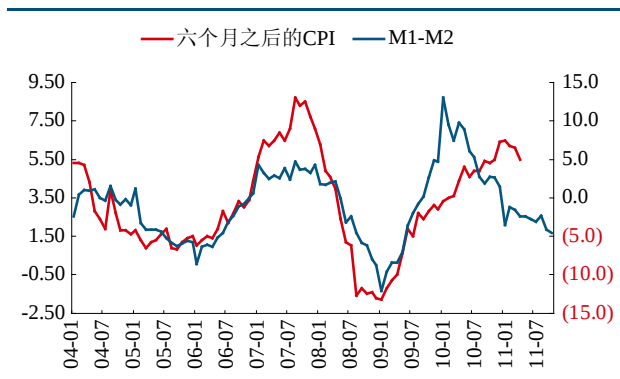
从长期看，自 2010 年，我们正在经历 CPI 中枢上移的过程。但价格不会直线上升，波动不可避免，整体价格水平将在波动中上移。就 2012 年而言，CPI 将经历先下后上的走势。



1、货币与总需求引导 CPI

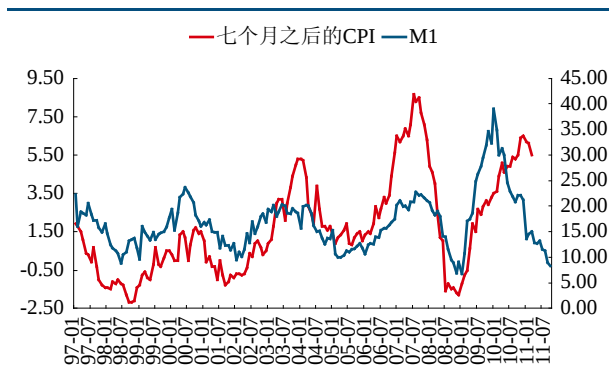
根据我们对我国 CPI 变化的实证研究，97 年以来 M1 稳定地领先于 CPI7 个月，而 04 年以来，(M1-M2) 稳定地领先于 CPI6 个月的时间。因此，从历史经验看，由于货币政策先前的持续紧缩，CPI 会在后几个月延续从高点走低的态势。而随着 M2 的企稳回升，下半年 CPI 会再次向上。

图 54: CPI 与 M1 共振



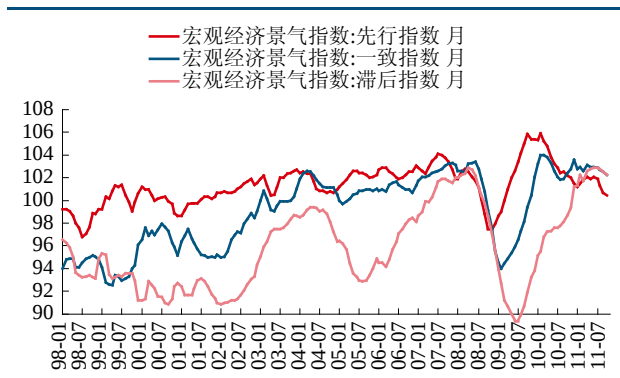
数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 55: CPI 与 (M1-M2) 共振



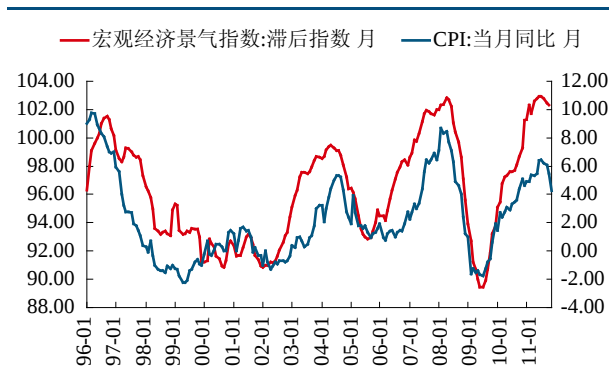
数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 56: 宏观经济景气指数



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 57: 滞后指数与 CPI 高度相关



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

总需求对 CPI 的影响更加直接。从整个经济体的角度看，经济景气膨胀期间，总需求旺盛，自然拉动整体价格水平上升；而经济景气低迷期间，总需求萎缩，整体价格水平承压。宏观经济景气先行指数、一致指数和滞后指数相继走低。而滞后指数和 CPI 同步相关，相关系数达到 0.83。因此，从实体经济的角度看，CPI 也存在下行压力。但随着三季度经济的好转，CPI 具备触底回升的基础。

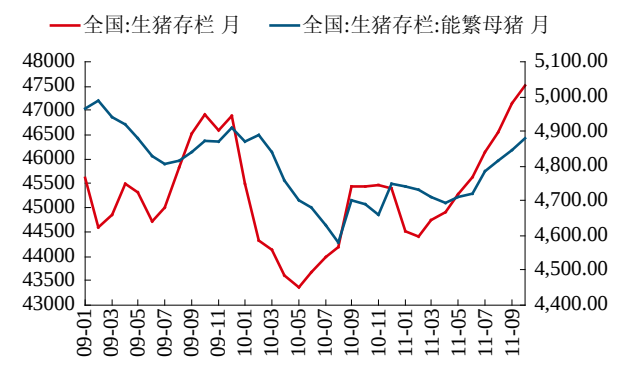
2、食品价格正在形成顶部

近期对 CPI 影响最大的猪肉价格持续回落，考虑到春节因素，猪肉价格还有企稳回升的空间。从生猪存栏量来看，其已达近两年的新高，这会增加未来 1-2 个季度猪肉的供给，从而为稳定猪肉价格奠定基础。能繁母猪与生猪存栏量的比值也已见底，这也有利于限制猪肉价格未来的涨幅。总体看，本轮猪周期价格顶部正在形成。



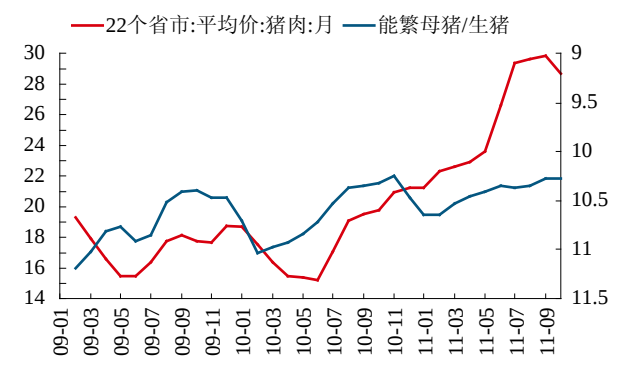
由于季节因素，随着冬季来临，蔬菜价格还会上涨，但今年是暖冬的概率较大，加上蔬菜生产的“大小年”因素，今冬蔬菜价格有望低于去年。

图 58：生猪存栏创新高



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 59：能繁母猪/生猪存栏量见底



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

3、资源税改与公共品调价

紧张的地方财力和以保障房建设为代表的繁重事权矛盾十分突出。如果适时推出资源税改革，一则可以增加地方政府财政收入，有效缓解地方财政困境，避免出现地方政府信用危机；二则可以推动建设资源节约型社会和环境友好型经济，给过去粗放式的发展模式造成的环境破坏和资源浪费严重后果还账。由于地方财力紧张的严重性，资源税改革的扩容迫在眉睫。

随着 CPI 见顶，资源税改革的扩容和公共品价格改革的时间窗口正日益临近。之前受管制的能源产品价格需要调整。资源税改革由最初的原油和天然气，逐步扩容到煤炭和其他金属、非金属矿产。征税地区也逐渐扩大到全国范围。同样，通胀压力的弱化也给电力价格的理顺提供了条件。上网电价和消费电价的渐次提高在未来一年内都是可期的。水费的提高也是公共品价格改革的重要内容，并在明年都可看到。

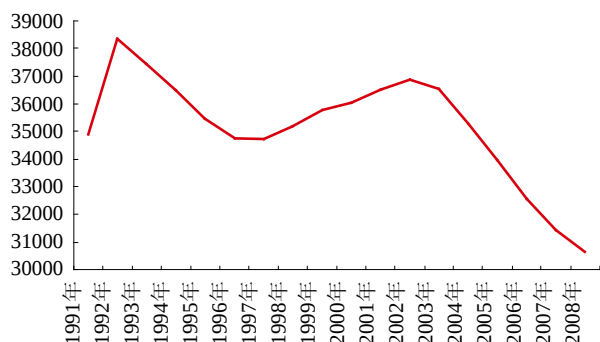
资源价格和公共品价格的提高，最终要传导到终端消费品和服务，这将会促使其价格进一步提高。

4、全年 CPI 料降至 3.3%

由于食品价格自身的周期波动规律，明年上半年会向下波动。但我国存在着通胀的内在的、中长期的压力。劳动力成本的上升、资源品价格的调整、耕地和农业从业人员的减少等，都决定了未来我国通胀压力不容小视。

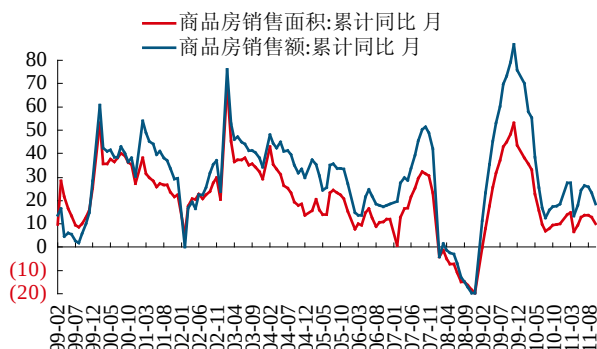


图 60：农业从业人口数量减少我国耕地面积在下降



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 61：房地产吸收流动性能力下降

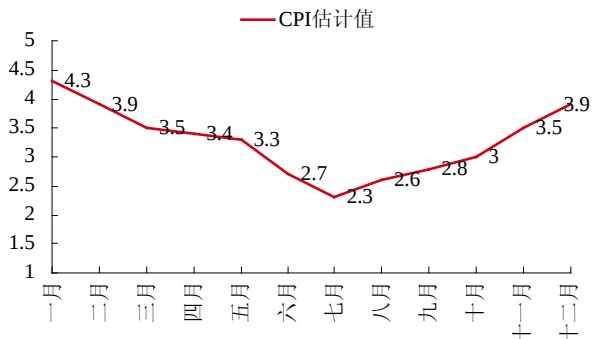


数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

而我国也具备消费品和服务价格快速上涨的条件：大量的货币存量留存在经济体中，而历史上吸收流动性的两个大类资产——房地产和股票市场都萎靡不振，房地产和股市吸收流动性的作用降低；城市化（更确切地说是土地城市化）加速，耕地减少；消费进一步升级；政府和公众对食品安全和公共安全的重新审视和逐步重视；以内债为主体的地方政府平台债务的最终解决方式应该是发行货币，从而制造一种温和可控的通胀来解决。

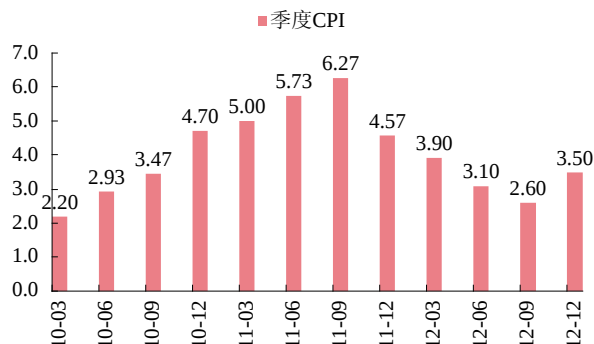
综上，2012 年上半年 CPI 逐渐回落，年中到达低点后适度反弹。2012 年全年 CPI 约为 3.3%。通胀压力较 2011 年大大减轻，但仍然面临着较大的不确定性。

图 62：CPI 全年 3.3%



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 63：CPI 季度分布



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

五、货币政策：维稳式放松而非刺激

由信用扩张带来的经济繁荣最终出现崩溃是无法避免的。能够选择的仅仅是，要么自愿放弃进一步信用扩张，使危机早一点到来，要么推迟危机的发生，但整个货币体系都将卷进来并最终爆发更大的灾难。
——米塞斯

当经济由政策刺激型的增长逐步向内生增长型过渡，处于经济转型过程中的中国经济尚在寻找新的增长动力。由于泡沫问题的治理和经济增长动力的寻找同样重要，因此明年货币政策要在二者之间寻求平衡，明年货币政策的放松注定是维稳式地放松，而非刺激性的放松；注定是结构性的放松，而非总量式的放松；注定是保守式的放松，而非激进式的放松。

1、货币全面放松不可期

在通胀压力阶段性减轻、房地产价格出现松动之际，经济增长放慢的迹象也已经充分显现。PMI 波浪式下行，工业增加值同比增速持续降低，汽车销售和房地产销售均放缓，贸易顺差显著降低。紧缩政策行将就木的依据已具备。

但我们认为，2012 年中国货币政策全面放松的理由并不充分，没有必要性。以温州为代表的民间金融噩梦和中小企业融资困境并不是货币紧缩的必然结果，把它们理解为金融结构问题更为合适。铁路建设的减速是对过快投资的合理修正，而不应全部是货币紧缩带来负面冲击。货币紧缩的效果更多地体现在浇灭地方投资冲动之火、抑制基建投资增速过快和对物价的控制上，2011 年货币政策紧缩对经济放缓并不应该负全责，2012 年货币政策放松对经济的刺激作用也不应高估。

而且，2008 年以来的货币政策过度宽松，已造成了有目共睹的后果：房地产、奢侈品等资产价格泡沫越来越大；游资充斥商品市场并兴风作浪；资金更加向国有部门集中，效率更加低下，形成长期通胀压力；地方融资平台债务危机一触即发；等等。这些问题都是影响我国经济长期稳健发展的重大问题，是悬在中国经济上空的堰塞湖。这些问题不解决，中国经济随时面临重大冲击，这不是危言耸听。

我们认为，截至到目前，货币紧缩远未根本上解决上述问题。如果再像 2008 年那样出台类似的刺激政策，通胀会卷土重来，资金会继续离开实体经济追逐商品溢价。更为严重的后果将不仅是另一场更为严重的泡沫，而是可能导致一场社会乱局和政治问题。任何政治家会对此高度警惕。

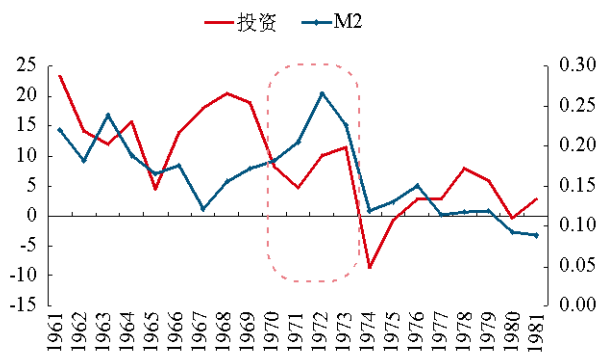
既然 2012 年我国面对的是通胀阶段性走低，通胀内生动力依然强劲，同时大规模投放货币的后遗症尚未消除，所以货币政策的放松空间被大大压缩了。2012 年货币政策更多地是维稳式的放松，即有限度的定向放松，而不是全面的、刺激性的放松。期待明年货币政策会放松，本身就是画饼充饥。

当经济增长中枢下移，政策刺激只能是饮鸩止渴。韩国和日本在历史上有深刻的教训。日本和韩国在其经济增长潜力已大幅放缓之际，试图通过扩张性的货币和财政政策维持增长。日本在 1971-1973 年期间以及韩国在 1993-1997 年实施的宽松货币政策刺激了投资的大幅增长，并在部分年份保持了高增长率。但经济增长不可能长期背离其潜在水平，靠政策刺激维持的高增长往往通过金融或经济危机来强迫实现。当 1973 年第一次石油危机爆发和 1997 年亚洲金融危机爆发，日本和韩国经济增长的黄金时代也就彻底结束了。



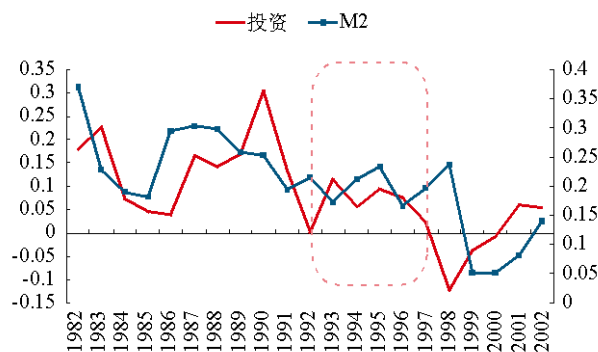
同时，宽松的货币政策刺激了日本和韩国通胀的兴起。日本在第一次石油危机前通胀水平已达到 10%，而韩国在 98 年金融危机前的通胀水平也已达到 8% 以上。日本和韩国的教训就是我们前车之鉴。

图 64：日本 M2 和投资增速



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 65：韩国 M2 和投资增速



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

从理论上讲，弗里德曼和卢卡斯等大多数经济学家都相信，从长期看，菲利普斯曲线是垂直的，即政策刺激导致的通货膨胀在短期内能够减少失业，但长期而言，通胀不能解决失业问题。卢卡斯的理性预期理论认为，人们倾向于理性预期。如果试图通过注入货币来刺激经济，那么人们就会预期出现通货膨胀。企业会提高价格，而且工会也会要求更高的工资，以抵消通货膨胀。结果将会出现滞胀，通胀水平上升，而没有额外的经济增长。20 世纪 70 年代，一些国家为应对衰退，增加货币供给来刺激经济增长，结果是并没有出现经济增长和减低失业率，而是出现了通货膨胀和失业的继续。英国的通胀率超过 25%，日本约为 20%，法国为 15%，而美国达到 10%，这是 20 世纪各国央行犯下的集体性的严重错误。

中国的经济增长过分地依赖房地产泡沫，依赖于投资拉动。这种增长方式持续的时间越长，最后的调整就越痛苦。如果在通胀压力较大、资产价格泡沫尚未消除之际再次放松政策，则前功尽弃，贻误后世。谨慎的放松可能会限制经济反弹的力度，但这样做中长期后果是避免了通胀再起，泡沫继续扩大，避免未来更加严厉的紧缩与经济减速。

行百里者半九十。投资者不能抱有任何幻想和阿 Q 式的精神胜利法。因此，明年的货币放松空间是有限的，可选方式是较少的，注定是一种维稳式的放松。

2、降息升值不可太乐观

（1）降息考验耐心，基本稳定

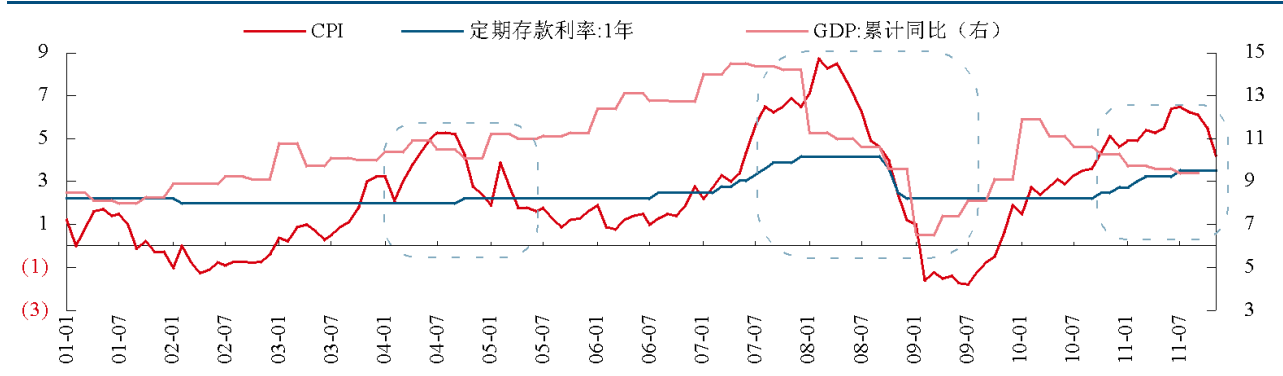
通胀的走势仍是影响货币政策演化的关键因素。我们多次强调，我们正在经历近 10 年最长的负利率期间。预计到 2012 年 2 季度前，负利率都不会得以纠正，届时负利率将持续近 30 个月，此次负利率持续时间应该是最长的。

从理论上讲，通胀是对储蓄者的财富剥夺，是对中低收入者的财富剥夺，是储蓄者补贴投资者的途径，这与我国志在缩小贫富差距的努力背道而驰。但中低收入者在政治经济生活中并没有多少话语权，而且外围经济的疲弱和国内经济的结构性问题也削弱了管理层加息的决心。而且，短期看，稳增长的首选顺序排到控通胀之前。因此依靠加息缩小负利率的愿望落空，加息周期已经结束。然而，降息还需等待至少 2 个季度。



我们预计，由于周期因素的影响，明年上半年 CPI 继续加速下行，年中负利率或许会得以纠正，但这个时间应该是短暂的。随着下半年通胀压力的回升，负利率仍然可能卷土重来，从而削弱了降息的基础。由于下半年通胀存在较大的不确定性，基准利率向下调整的概率和空间相对有限，管理层会犹豫不决。

图 66：历史上最长的负利率期间

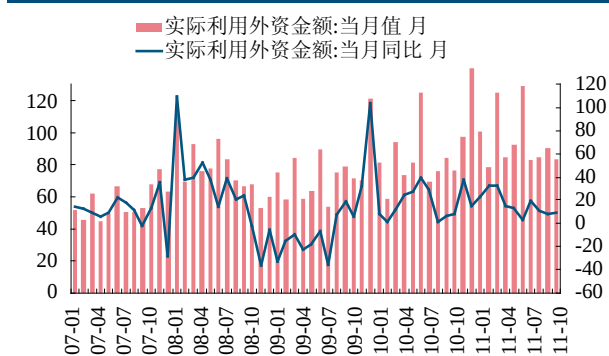


数据来源：WIND 资讯，中信建投研发部

（2）币值双向波动，总体有升

2010 年人民币升值 3%，而 2011 年人民币也如我们预期，截至 11 月 23 日已升值 4%。明年是美国、法国、意大利等国的大选之年，出于国际社会的种种压力，人民币还有升值的动能。但随着出口企业的生存压力加大和经济增长内生动力的衰减，预计 2012 年人民币升值的空间远远小于 2011 年。

图 67：FDI



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 68：人民币升值预期



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

2011 年 10 月，外汇占款在 2008 年以来首次下降，12 月上旬，人民币即期汇率连续八个交易日盘中触及跌停，虽然中间价并未贬值，但这表明了在经济减速、房地产调控持续、外贸行业调整的背景下，对于人民币汇率的博弈激化。我们判断，2012 年，人民币兑美元汇率将结束单边升值，开始真正的双向浮动，波幅也会扩大，但全年总体依然小幅升值。

3、货币政策迈向真稳健

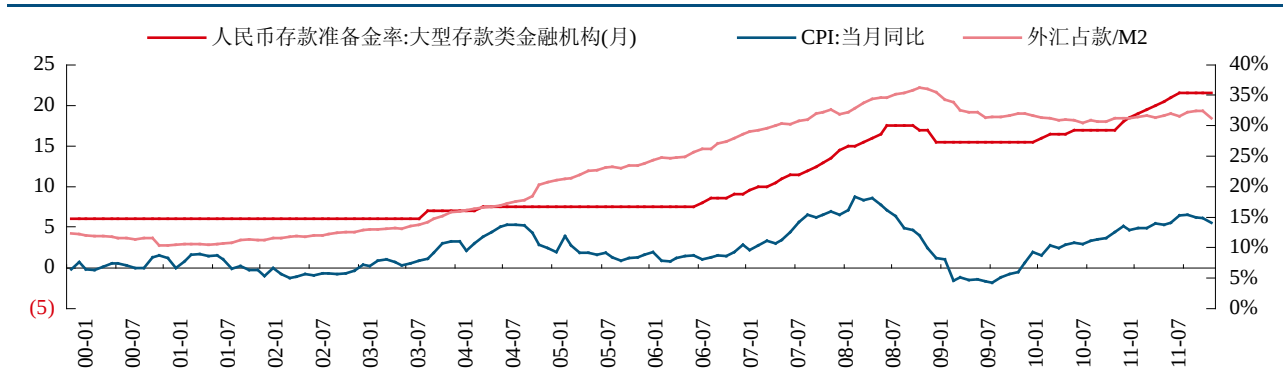
前有覆车之鉴，维稳式放松是必然选项。2012 年货币政策将回归真正的稳健。利率和汇率等价格型工具运用空间相对有限，则数量型工具成为首选，准备金率和信贷政策是 2012 年全天候可动用的货币政策工具。



(1) 准备金率继续降低

从存款准备金率变动的历史上看, 外汇占款导致的流动性被动变动和 CPI 的变动是引致其调整的主要动因。CPI 已经走过本轮通胀的高点, 外汇占款的降速无疑也使得央行被动投放货币和对冲的压力减弱。11 月底的降低宣告本轮存款准备金上调周期结束, 同时预示随着通胀压力的减弱和外汇占款的走低, 降低存款准备金率将是未来趋势。在上半年增长和通胀显著回落阶段, 准备金率有望降低 2-3 次, 每次 0.5 个百分点。

图 69: 外汇占款和 CPI 是准备金率变动的主要驱动因素

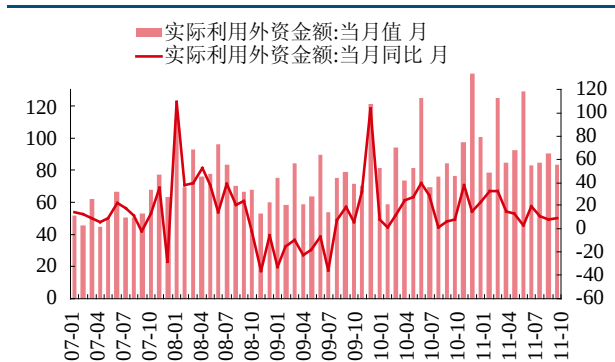


资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

12 月首次降准有通胀快速回落下的试探性放松的考虑, 也是针对流动性的年关难过以对冲风险, 是在抚平过度紧缩的创伤, 而不是全面放松的开始。在外汇占款的流入趋势性减少的情况下, 降低准备金率有中性而非放松的政策性质。

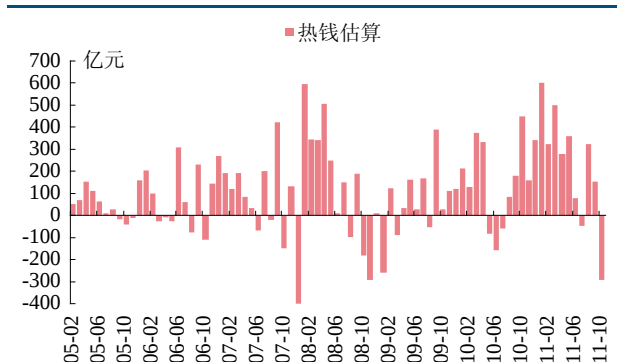
在降低准备金率的考量因素中, 外汇占款能否稳定是必备要素。在人民币升值压力减弱预期下, 国际流动资金对中国市场的渴望度将有所减弱, 近期外汇占款流入速度减慢已初见端倪。展望 2012 年, 贸易顺差收窄应是大概率事件。这既是外需疲弱的结果, 也是我国主动调控的结果。2012 年美元的被动升值压力增大, 欧洲银行体系处于不稳定状态之中, 国际资金流入我国的速度应趋缓。而且, 房地产调控没有放松的迹象, 这也限制了国际套利资金流入的数量。而欧元区主权债务危机的复杂性和救援的曲折性都决定了国际资金逆向流出中国的数量不容低估。我们预计 2012 年外汇占款增加幅度小于今年。

图 70: 外汇占款增量减少或成趋势



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 71: 热钱估算

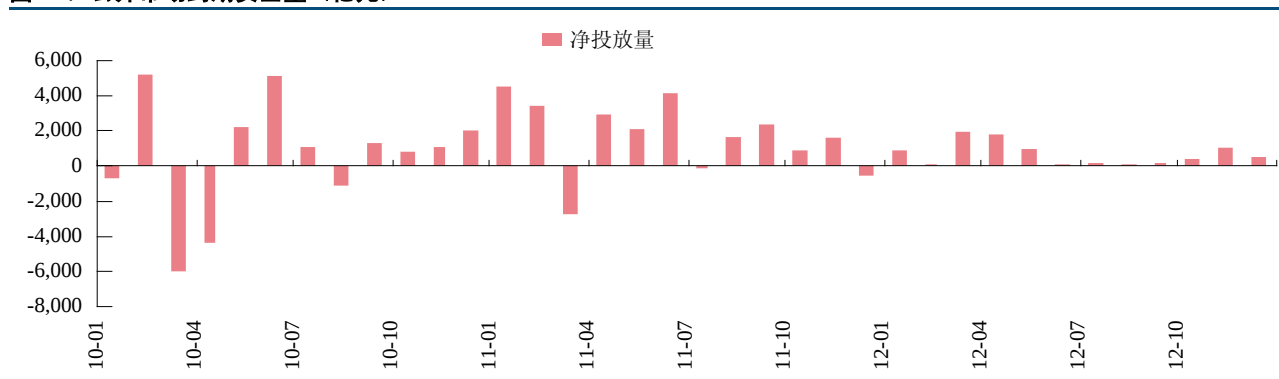


数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部



为了满足经济增长的需要，我们判断，在 2012 年上半年，准备金率仍然会降低 2-3 次，春节之前应有一次；如果考虑到 2012 年公开市场到期资金量远小于 2011 年，为了预先提供货币政策的操作空间，减缓流动性的阶段性的紧张局面，有必要再加 1-2 次降准。

图 72：公开市场到期资金量（亿元）



资料来源：wind，中信建投研发部

表 1：央行货币政策工具选择的参照系

美元走势和外汇占款数量		GDP	出口	CPI	国际初级产品价格
准备金率	☆☆			☆	
利率	☆	☆☆	☆	☆☆	☆
汇率	☆		☆☆		☆

资料来源：中信建投证券研究发展部

（2）信贷放松空间有限

随着通胀压力的减轻和经济减速迹象显现，相较于前三季度，四季度信贷已有试探性的放松。但囿于资产价格泡沫和中央地方的博弈，2012 年信贷放松的空间较为有限。

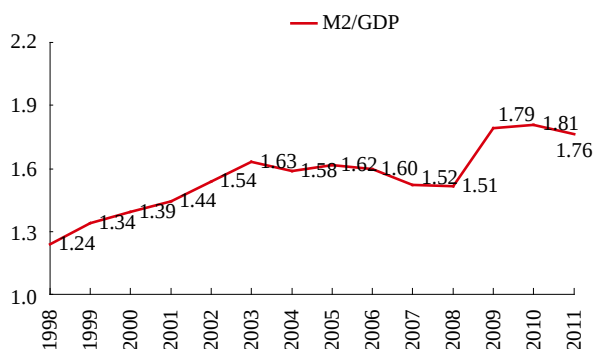
从 M2/GDP 的走势看，在持续的信贷紧缩后，2011 年 M2/GDP 已经开始下降，这意味着中国 M2/GDP 的高点在 2010 年已经达到。中国经济增长模式靠货币推动的模式开始转变。廉价货币的负面后果已经充分显现，资产价格和奢侈品价格已处于高位，单位 GDP 对应的货币投放显然处于危险的境地。货币没有被实体经济全部吸收，反而推动了资产价格泡沫，并催生了地方平台债务泡沫。

米塞斯坚信：“由信用扩张带来的经济繁荣最终出现崩溃是无法避免的。能够选择的仅仅是，要么自愿放弃进一步信用扩张，使危机早一点到来，要么推迟危机的发生，但整个货币体系都将卷进来并最终爆发更大的灾难”。因此，2012 年仍然是抑制资产价格泡沫和控制地方平台风险的关键一年。

资产价格泡沫的严重性决定了新增信贷不会大规模增加。但同时迫于大量的在建工程、给平台公司做人工呼吸、掩盖不良资产暴露问题和保证经济增长的需要，新增信贷不会大规模缩减。总之，2012 年信贷政策注定在去杠杆化和稳定经济增长之间寻求平衡。

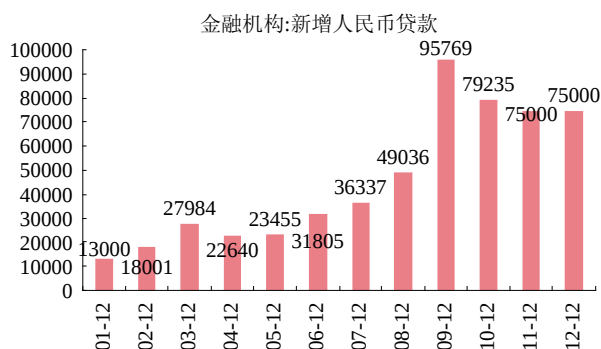


图 73: M2/GDP



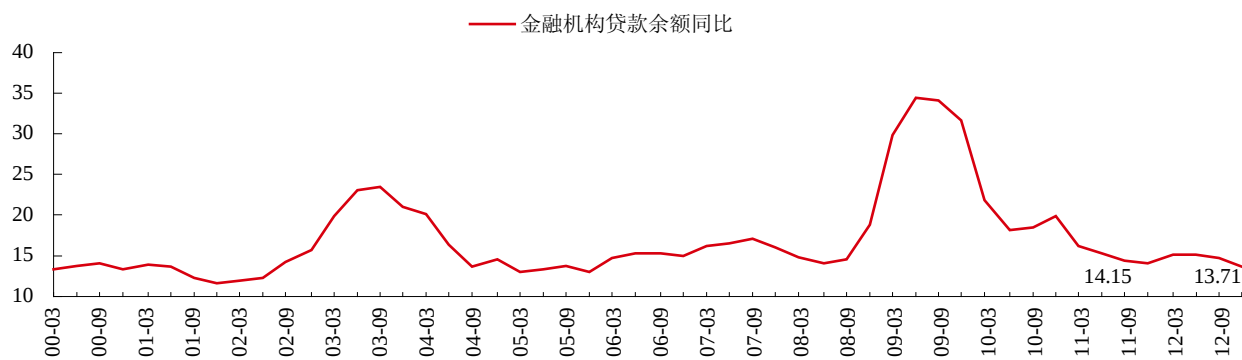
数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 74: 新增信贷 (年)



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 75: 贷款余额增速下降



资料来源: wind, 中信建投研发部

综上, 2012 年信贷政策会保持总体稳定局面。新增信贷总量上约为 7.5-8 万亿元。贷款增速由 2011 年的 14.15% 继续回落至 2012 年的 13.71% 或略高。考虑到经济平稳增长的需要, 信贷投放节奏和行业配置上依然会严格控制。

(3) 货币信贷环境改善

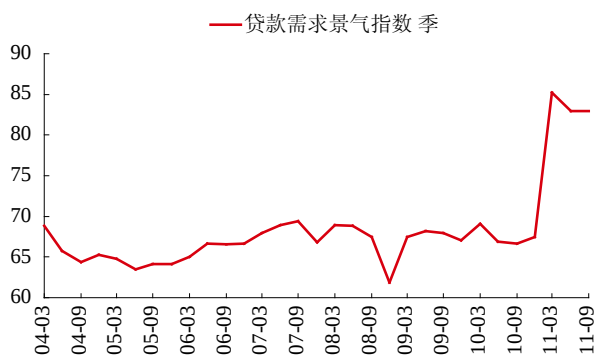
首先, 社会资金的宽松程度取决于央行的态度。在 CPI 见顶回落、稳增长重回首位的大背景下, 货币政策和资金面最紧的时刻已经过去, 央行紧缩的压力大大减轻。相比 2011 年, 央行会在稳健货币政策的框架内采取相对灵活的、适度放松的货币政策, 从而使流动性相对宽裕。

其次, 随着经济增速下滑、生产活跃度降低, 产能扩张基本结束, 2012 年产能扩张周期衰竭。库存周期尚未见底, 从 PMI 来看, 库存进入被动增加阶段, 经济风险积累, 未来是一个主动去库存阶段。而同时 2008 年和 2009 年启动的基建项目陆续进入完工期, 加上中央主动调控基建投资增速的举措, 实体经济对资金需求的满足率将有所提高。

第三, 存款准备金率已经见顶, 随着准备金率的下调, 大量资金将陆续重新回到商业银行体系, 银行的资产负债表得以修复, 银行体系资金紧张的局面得以缓解。

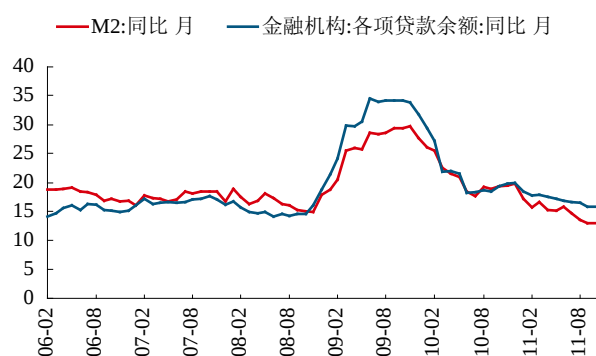


图 76: 实体经济对贷款需求



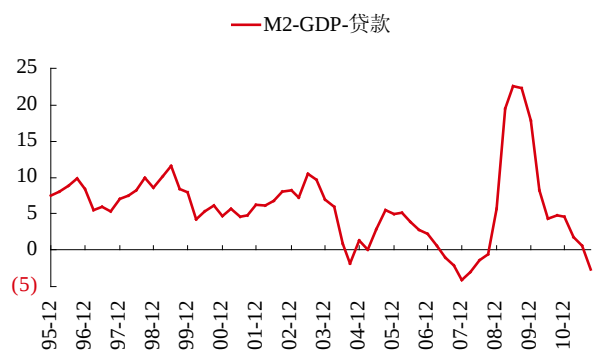
数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 77: 紧货币宽信贷格局将改观



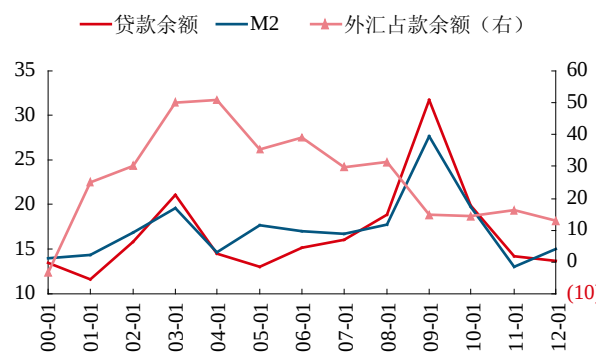
数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 78: M2-GDP-CPI



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 79: M2 与贷款余额增速



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

从目前看，M2 增速低于信贷增速 2.9 个百分点。我们认为，随着负利率的缩窄和对理财产品的整顿，脱媒现象或有缓解，存款会向正常水平回归，这有利于 M2 增速的修复。而且，2012 年货币政策放松的节奏应是先放松货币，再放松信贷，这有利于提高（M2 增速-信贷增速）的差值。从（M2 增速-GDP 增速-CPI）的数量关系看，当前已明显偏离均值水平。考虑到脱媒现象的恶化，目前该值也是偏低的。因此，预计 2012 年 M2 增速有调升的基础，或将增至 14-15%。

六、财政政策：改革进入深水区

1、财政收入增长超预期

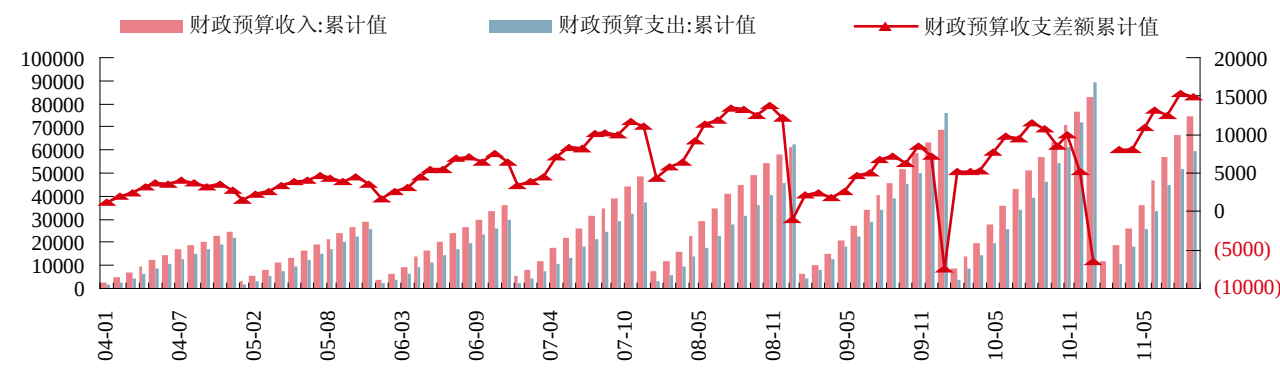
2011 年，财政收入的增长远快于预期，而支出的速度则较慢，这导致了 2011 年底财政收支远超往年的大量余额。这会产生四个后果：

首先是在通胀高企、宏观紧缩、经济逐季减速的情形下，增加了企业的负担，特别是经济格局中的弱势群体例如中小企业的负担，加重了调控对中小企业的冲击和这一冲击在年末显现的严重程度；

其次是大量资金留存财政，加剧了商业银行资金面的紧张，是 M2 和 M1 的增速大幅下降的部分原因；

第三，财政盈余催生了新一轮的财政突击花钱的进退两难境地，助长对公共财政的不信任；

图 80：财政预算收支和差额的累计（亿元）



资料来源：wind，中信建投研发部

第四，对地方政府而言，财政的收入增长超出预期，部分地对冲了房地产调控导致的土地出让金大幅减少的部分风险。

2、财税改革进入深水区

财税体制改革是化解廉价货币的风险——通货膨胀、资产泡沫、财政和金融风险的关键，从房地产税的推出，这一改革已经拉开序幕。

2011 年 10 月温总理调研后，财税改革加快，这兼具短期和长期意义，短期看，这是为了经济维稳，特别是有利于维持容易形成不稳定因素的中小企业、劳动密集型制造企业、外贸行业的稳定；从中长期看，则是重新分配中央和地方的财权、税权，并通过税制改革以有针对性的促进经济结构调整。可以观察到，增值税、营业税、资源税、环保税、房产税等一系列的改革都已经陆续展开。

2012 年，财税改革将进入深水区。我们认为，中央政府将承担更大的责任，以结构性减税和对地方政府继续加大转移支付为主；而地方政府将增加税收，房产税、资源税都会更大范围和力度的推开，地方政府获得新的税种、增加稳定现金流之后，会以此为基础提高债务杠杆，从征税和举债两方面去化解地方的潜在财政风险。

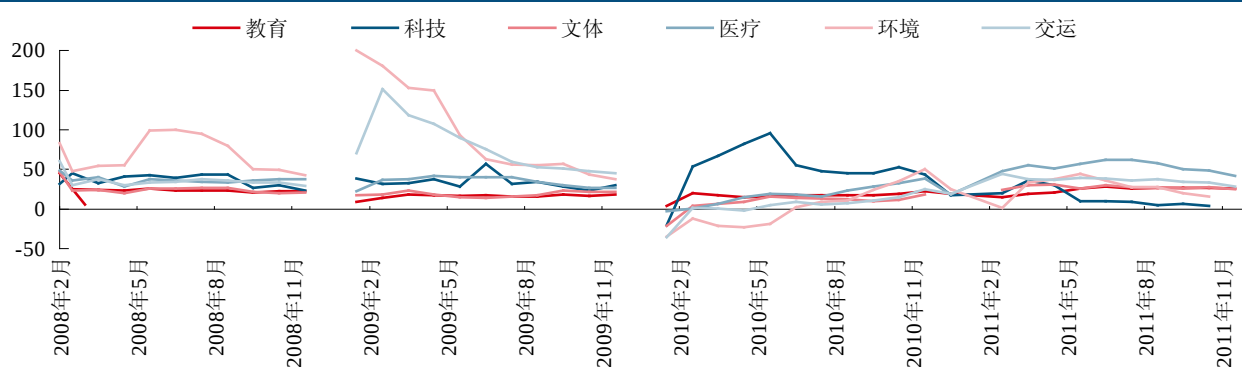
而改革的难点不仅在于利益集团的平衡和让利，也在于结构调整对经济带来的冲击和风险的把握。财税改革以经济的软着陆而不是硬着陆和不着陆为前提，这意味着改革一定是渐进有序和相机抉择的。

3、财政支出追重点投向

“政府投哪儿，我们就投哪儿”是很多投资者的投资指南。每年的财政支出方向就成为投资者备加关注的对象。从今年以来财政支出的方向看，医疗卫生支出增长最快，全年累计增速 40% 以上。而科技和环境保护增长较慢，两者分别增长仅为 3.65% 和 16.18%，远远低于平均水平。因此，处于经济转型和环境保护的压力，我们预计后两个行业的财政投资会增加，可重点关注。



图 81：财政预算支出投向增长



资料来源：wind，中信建投研发部

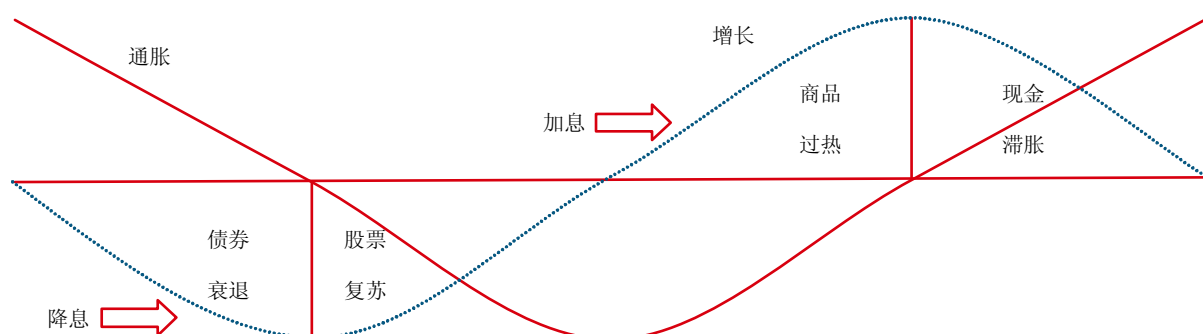
七、资产配置：投资钟与政策变量

1、大类资产配置

2011 年的大部分时间里，投资者经历了噩梦般的投资经历。“股债双熊”的局面让投资者心悸，为历史所罕见，大宗商品也经历了负收益时代。而持有现金则成为收益颇丰的投资方式。其实，这一切都可在投资钟里找到答案。

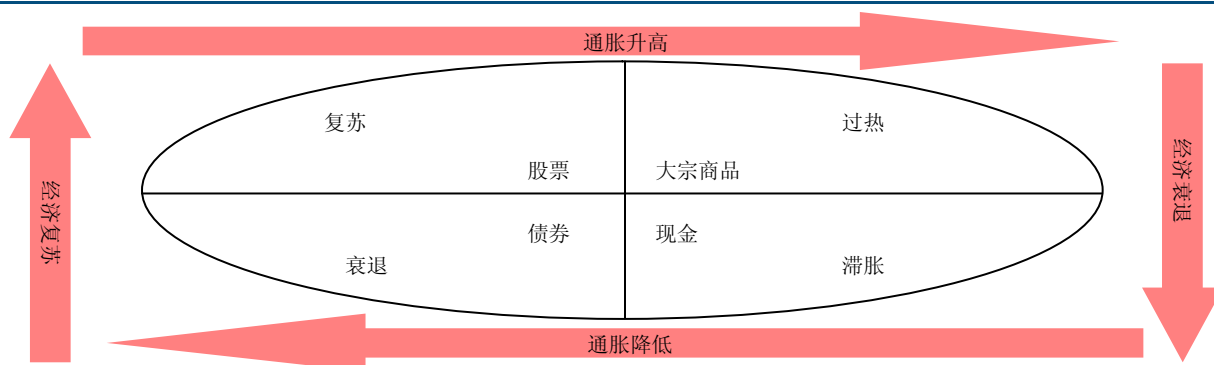
2011 年的大部分时间里，中国经济具备“滞胀”的典型特征。经济增速下行，CPI 逐步走高，货币政策为应对严重的通胀而持续收缩。在这样的经济背景下，大类资产中现金的表现胜过股票、债券和大宗商品等其他大类资产应在意料之中。

图 82：大类资产投资与经济周期



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 83：收益率曲线斜率与经济周期



资料来源：中信建投证券研究发展部

从投资钟的角度看，2012 年中国经济处于第三象限的概率较大（图 84）。即 CPI 继续从波峰向波底推进，经济增速也趋于下行，降息的脚步日益临近。因此，2012 年债券投资战胜股票、大宗商品和现金等其他大类资产的概率较大。具体而言：

首先，受制于经济增长中枢下移，周期弹性被抑制，甚至政策放松也不能改变趋势，股票应无系统性机会，投资应以寻找结构性机会为主。未来增长点集中于更切实际的传统产业升级和消费升级，TMT、装备制造、医药、新材料等成长机会值得中期关注，坚持新兴+消费的防御模式。

其次，全球经济复苏的乏力和美元被动走强的压力，也不支持大宗商品价格持续走高。

第三，2012 年流动性压力减轻，总量上有所放松。广谱资金价格会保持在较低位置，现金收益会显著低于 2011 年。

第四，债券投资受益于通胀水平整体降低和货币政策的松动，有望成为 2012 年大类资产投资的明星。我们认为，CPI 和资金成本的降低是促使收益率下行的最大动力。流动性的宽松也使债市如虎添翼。2012 年债券市场出现牛市的概率较大。从节奏上看，应先是小牛市，而后演变成震荡市的概率较大。牛市的幅度和进程取决于准备金率调整的幅度和进程。而牛市终结时间，取决于通胀走势的转折点与降息期望的能否兑现。无论如何，债券应是 2012 年表现较好的品种。

2、宏观变量组合

从宏观变量在四个季度的组合情况看，上半年增长动力减弱，经济在探底，下半年开始回升。价格与经济同步。流动性在上半年会逐步修复过度紧缩的后果，虽然松绑力度不大，但效果是逐步宽松的。随着通胀压力的再次显现，货币政策又会重新谨慎。在政策方面，逆周期的性质决定了上半年政策力度较大。



表 2：宏观变量组合

宏观变量	一季度	二季度	三季度	四季度
经济增长	↓	↓	↑	↑
通货膨胀	↓	↓	→	↑
流动性	↑	↑	→	→
政策	↑	↑	→	→

资料来源：中信建投证券研究发展部

八、2012 年宏观经济数据预测

表 3：2012 年宏观数据预测表

	2008	2009	2010	2011E	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2012E
GDP	9	9.1	10.2	9.3	8.3	8.2	8.5	8.8	8.5
消费	21.6	15.5	18.3	17.1	16.8	16.2	15.6	16.1	16.2
投资	26.1	30.1	24.1	24.5	20.1	20.8	21.2	21.6	21.6
出口	17.8	-16	30.5	20.1	9.2	13.5	17.1	18	14.5
进口	18.5	-11.2	36	22.7	14.5	20.3	23.6	22	20.1
工业	12.9	11	15.5	14	11.8	12.4	12.7	13.2	12.5
CPI	5.9	-0.5	3.2	5.4	3.9	3.1	2.6	3.5	3.3
PPI	6.9	-5.5	5.2	5.8	0.8	1.2	2.1	4.2	2.2
利率	2.25	2.25	2.75	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
汇率	6.83	6.82	6.6	6.3					6.3
信贷(万亿)	4.9	9.6	7.9	7.5	2.5	2.3	1.6	1.6	8

资料来源：中信建投研发部



九、2012 年十大宏观事件预言

一、美伊关系持续紧张，叙利亚局势失控，中东平衡格局被打破，战争阴云笼罩，冲击原油价格；

二、欧元区国家主权信用评级被大范围下调，欧债骤然升温，首个国家退出欧元区，美元大幅被动升值；

三、南海、东海局势紧张，地缘政治考验领导人政治智慧；

四、地方财政压力加大，政府加速减持国有股和转让国有资产；

五、地方平台公司风险显性化，倒逼政府出台综合解决方案，地方政府债发行提速，平台公司贷款借新还旧日盛，资源税改革加快；

六、上半年房地产调控不放松，房价继续下跌，资金紧张与盈利下降促使房地产行业整合加快；年内不排除隐性放松的可能；

七、贸易顺差减少，不排除逆差可能；资金外流加剧，资产价格和奢侈品价格回归压力加大；

八、政府向民营资本伸出橄榄枝，适度放开民营资本的管制，对冲政府投资下降的风险；

九、出于环境保护的压力，水、电等资源品和公共产品价格会继续上涨；

十、银行不良资产的风险逐渐显现，地方银行股权债权融资潮涌现。



分析师介绍

黄文涛：经济学博士，纽约州立大学访问学者，宏观研究团队宏观债券分析师，4 年证券行业研究经验，致力于在宏观经济运行周期的框架内，发现资产价格变化的驱动力量。2010 年《新财富》最佳分析师评选宏观组第六名。2011 年金牛分析师评选固定收益组第五名。2011 年“新财富”与“水晶球”债券研究第六名。

胡艳妮：湖南大学经济学硕士，宏观经济分析师。证券从业 9 年，从经济体系所蕴含的内在发展规律出发，立足于中国特色经济发展阶段，结合国家政策导向，研判中国宏观经济走势。2006 年《新财富》宏观组最佳分析师第三名。

王洋：南开大学经济学博士，宏观经济分析师。主要研究领域：货币和流动性，致力于从经济主体间的收益-风险博弈和货币资金流动考察经济运行和政策走向。2010 年新财富宏观（小组）第六名。

刘之意：南开大学经济学硕士，宏观经济分析师。从事新能源行业分析 1 年，宏观分析 3 年，从决定资产价值最本质的实体经济入手，专注于库存变动和产业演进，为宏观判断和策略配置提供中观基础。2010 年《新财富》宏观组最佳分析师第六名。

郑联盛：经济学博士，策略分析师。主要从事宏观经济和市场趋势研究。

报告贡献人

李树培：010-85156321 lishupei@csc.com.cn

施同亮：010-85156323, shitongliang@csc.com.cn

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部
中国 上海 200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8621) 6880-5588
传真：(8621) 6880-5010