

研究员：崔红霞 执业证书编号：S0570510120023

☎ 025-84457777 ✉ cuihongxia@mail.htsc.com.cn

🌐 http://t.zhangle.com/4027

关注增长 推动转型

——宏观经济年度报告

1-11 月份主要经济数据：

进出口总值增长%	23.6
固定资产投资（不含农户投资）增长%	24.5
社会消费品零售额增长%	17
规模以上工业增加值增长%	14
CPI 涨幅%	5.5
工业生产者出厂价格涨幅%	6.4
工业生产者购进价格涨幅%	9.7
M1 增速%（11 月末）	7.8
M2 增速%（11 月末）	12.7
信贷增速%（11 月末）	15.6

投资要点：

◆ 从明年经济形势看，出口和投资的增长引擎都将面临一定的下行风险，消费对经济增长的贡献如果没有制度改革的助力则仍将延续稳定中难见明显扩张的态势，今年经济惯性下行的压力预计将延续至明年上半年。后续经济运行的表现将视政策的相机抉择而演变。全年经济增速水平预计将运行在 8%-9% 区间。

◆ 中央经济工作会议传递出的信号显示，明年的经济工作将在稳中求进的总基调下，突出四个着力，即着力扩大国内需求，着力加强自主创新和节能减排，着力深化改革开放，着力保障和改善民生。明年在经济下行寻求支撑的格局中，政策在关注增长的同时，将继续推动转型，在稳增长与促转型之间兼顾、平衡并寻求突围。

相关研究

《经济与物价的双回落仍在进行中》

2011-11-28

《经济放缓趋势下政策择机微调》

2011-10-27

《通胀峰值已过 经济继续放缓》

2011-09-28

《经济下行调整 政策审慎权衡》

2011-08-29

《经济调整幅度有限 政策调控基调不变》 2011-07-28

2011 年回顾: 经济逐季回落 政策由紧趋松**世界经济复苏步伐放缓 外贸增势回落**

世界经济在 2010 年快速复苏之后, 2011 年复苏步伐明显放缓, 下行的风险在不断增大。

一方面, 发达经济体复苏进程明显减慢, 政策面总体保持宽松。

在经历了去年的强劲回升之后, 美国经济今年一季度 GDP 环比折年率仅有 0.4%, 是 2009 年三季度以来的新低, 二、三季度经济复苏势头有所回升, 但高失业率、房地产市场低迷、消费者和企业信心缺失等问题仍无明显改善迹象。失业率自 4 月份至 10 月份连续 7 个月在 9% 及以上水平, 11 月份有所回落至 8.6%。与此同时, 财政赤字和通胀率持续攀升, 2011 财年联邦赤字高达 1.299 万亿美元, 仅低于 2009 财年的历史最高水平。CPI 同比自 4 月份开始连续 7 个月在 3% 以上的区间运行, 9 月份上行至 3.9% 创下了近三年来的新高。8 月初, 标普将美国长期主权信用评级由 AAA 调降至 AA+, 这是美国历史上首次失去 AAA 评级, 同时也带来国际金融市场的剧烈震荡。面对经济复苏的乏力, 在 QE2 结束之后, 8 月份美联储宣布继续保持 0-0.25% 的基准利率不变, 并将目前的利率水平至少维持至 2013 年中期。9 月份, 美联储宣布推出“扭转操作”, 即在 2012 年 6 月底前购买 4000 亿美元 6 年期至 30 年期国债, 同时出售相同规模的三年期或更短期的国债。

从欧元区看, 随着欧元区主权债务危机的负面效应向银行体系和实体经济的扩散, 二季度以来复苏的步伐明显放缓, 实际 GDP 同比由一季度的 2.5% 快速滑落至三季度的 1.2%, 实际 GDP 环比由一季度的 0.8% 放缓至二、三季度的 0.2%。一方面, 包括德国法国在内的核心国家增长动力明显减弱。另一方面, 西班牙、希腊、葡萄牙、爱尔兰等国仍受债务危机困扰, 形势持续恶化。与此同时, 失业率居高不下, 持续运行在 10% 的上方。CPI 同比连续 12 个月超过欧央行 2% 的通胀目标, 9-11 月份连续三个月运行在 3% 左右。由于通胀压力持续增加, 欧洲央行于 4 月份和 7 月份持续加息。但面对经济的持续疲弱和债务危机的恶化, 欧洲央行在通胀压力仍居高位的时候, 又于 11 月份开始连续两次启动了降息措施, 将基准利率分别下调 25 基点至 1%, 货币政策方向开始扭转。

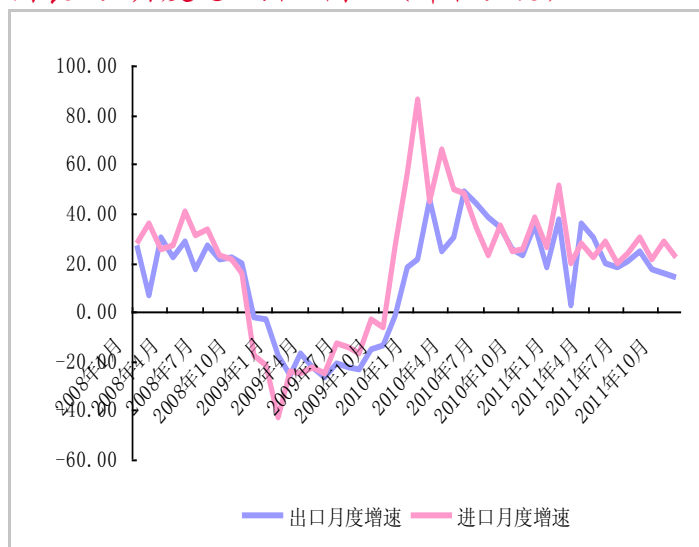
从日本的情况看, 3 月份的地震、海啸及核泄漏对日本生产和出口造成沉重打击, 对日本经济复苏造成严峻挑战。一、二季度实际 GDP 环比连续呈现负增长, 三季度经济环比实现 1.4% 的增长, 恢复增势。政策面, 日本央行一方面继续实行零利率的政策, 另一方面借助各种渠道向市场大规模注入流动性, 以应对地震海啸灾害对金融市场的冲击。

另一方面, 主要新兴经济体为应对通胀压力以及全球经济复苏的放缓, 政策面走向分化, 放松迹象初显。上半年, 在经济的强劲复苏和通胀压力的攀升压力下, 为抑制持续加大的通胀压力和避免经济过热,

部分新兴经济体主动收紧了宏观政策，纷纷采取加息和提高存款准备金等措施。进入三季度，随着全球经济复苏的低迷，主要新兴经济体宏观经济政策出现分化。受全球经济增长放缓预期影响，部分新兴经济体则开始放松了货币政策，如巴西已三次降息应对经济放缓风险。

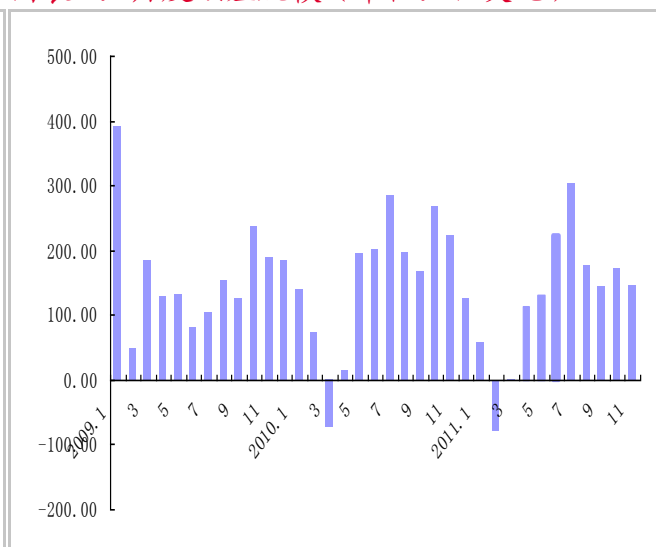
在世界经济复苏放缓背景下，我国外贸增势今年呈现出减慢态势。1至11月，我国外贸进出口总值33096.2亿美元，同比增长23.6%，增速与去年同期相比放缓12.74个百分点。其中，出口同比增长21.1%，增速与去年同期相比放缓11.84个百分点。进口同比增长26.4%，增速与去年同期相比放缓14.02个百分点。贸易顺差收窄至1384亿美元，同比下降18.2%。从月度增速的变化看，呈现出高开低走、逐月回落的格局。从原因看与外部经济环境三季度以来的转弱有关。月度出口增速从1月份的37.6%回落到11月份的13.8%，进口增速从1月份的51.6%回落至11月份的22.1%。从对不同国家的出口增长看，与传统市场贸易增速有所放缓，贸易比重也在收窄。1-11月份，我国对美国、欧盟、日本贸易额增速分别为16.9%、19.2%和16.5%，分别低于整体进出口增速6.7、4.4和7.1个百分点，贸易额比重与去年全年相比减少1.8个百分点。与东盟贸易额同比增长25.1%，高于整体增幅1.5个百分点，贸易额比重比去年提高0.1个百分点。

图表1：月度进、出口同比（单位：%）



资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

图表2：月度顺差规模（单位：亿美元）



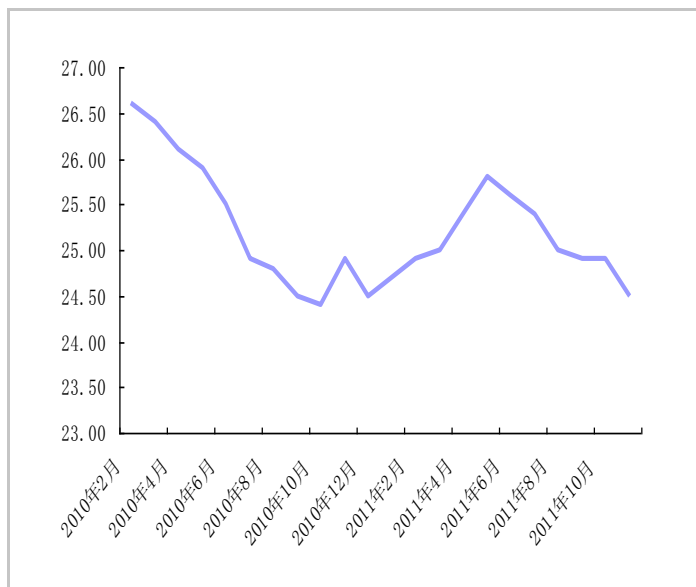
资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

投资实际增速适度减慢

今年前11个月实现固定资产投资（不含农户）269452亿元，固定资产投资名义增速在24.5%，与去年全年的增速水平相当。但如果进一步剔除固定资产价格指数今年的明显上涨（今年前三季度为6.8%，较去年同期提升3.8个百分点），则投资的实际增速今年前三季度已回落至16.9%，比去年同期低4个百分点，比2003年以来的平均投资增速水平略低。

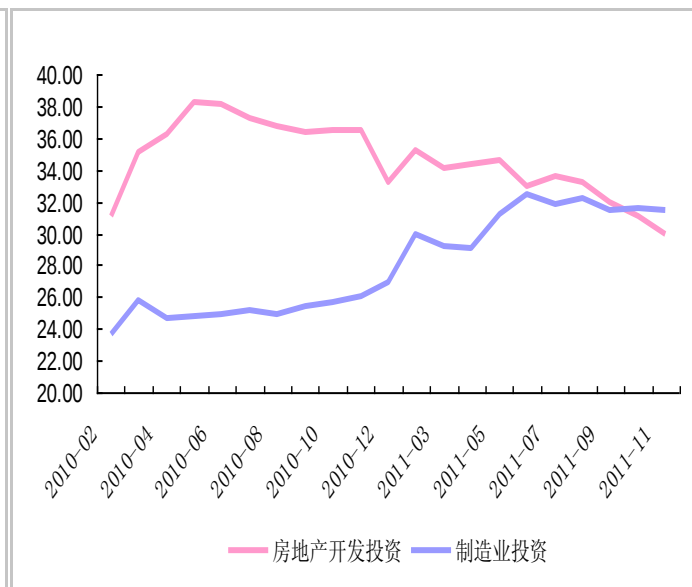
从结构看，政府投资的拉动作用趋于减弱，今年前11个月国有及国有控股投资增长11.7%，较去年同期回落7.3个百分点。中央项目投资增速也持续运行在低位，6月份以来持续运行在负值区间。另一方面，房地产开发投资累计增速今年以来高位放缓，月度增速自9月份开始持续运行在30%以下的区间，11月份已经放缓至20%附近，对整体投资增速起到一定的下拉作用。此外，从行业投资增速看，今年铁路运输业投资增速显著下降，由年初的40%以上的高增长逐步回落至7-11月份的持续负增长，对整体投资增速也有所拖累。

图表3：固定资产投资累计同比%



资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

图表4：制造业与房地产开发投资累计同比%



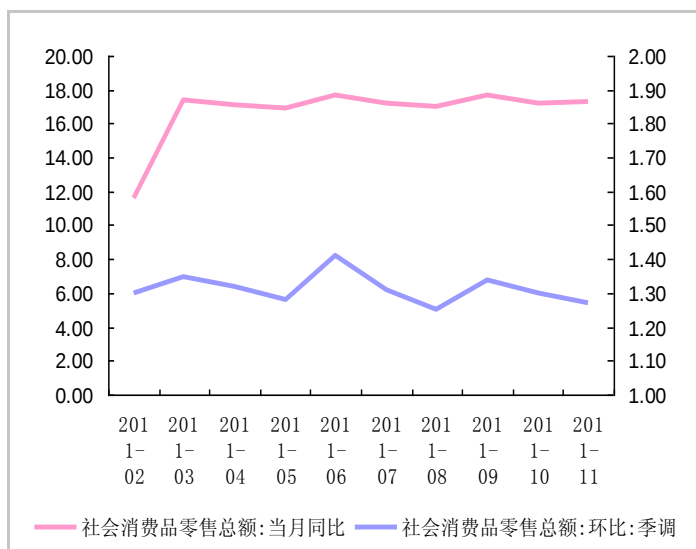
资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

消费实际增速稳中有降

今年前 11 个月实现社会消费品零售总额 163486 亿元，同比名义增长 17%，与去年同期相比，回落 1.4 个百分点。但由于今年物价指数持续攀升，从扣除商品零售价格指数涨幅（前 11 个月为 5%）后的实际增速看，前 11 个月消费实际增速为 11.4%，低于去年同期 3.57 个百分点，也低于 2003 年以来的年度平均增速。

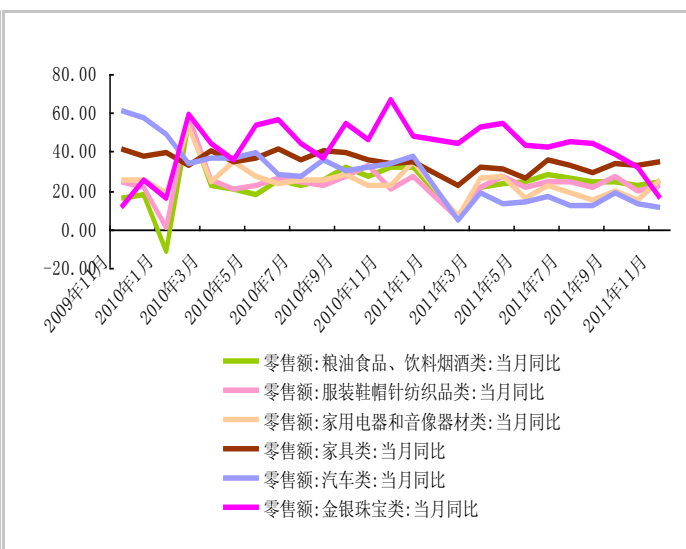
从结构看，去年高速增长的汽车增速今年明显放缓，月度增速 11 月份已放缓至 11.4%。受房市低迷的影响，建筑及装潢材料类、家具类、家电类消费增速也出现适度放慢。必须消费品当中，受价格上行的带动，食品饮料烟酒类以及服装类零售额增速与去年相比变化不大。另外，金银珠宝类以及石油制品类零售额增速在今年整体表现比较突出，增速均在 30% 以上的高位。

图表 5：社会消费品零售额同比、环比%



资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

图表 6：不同类别消费增速变动



资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

通胀压力增大 CPI 涨幅三季度攀升至高点

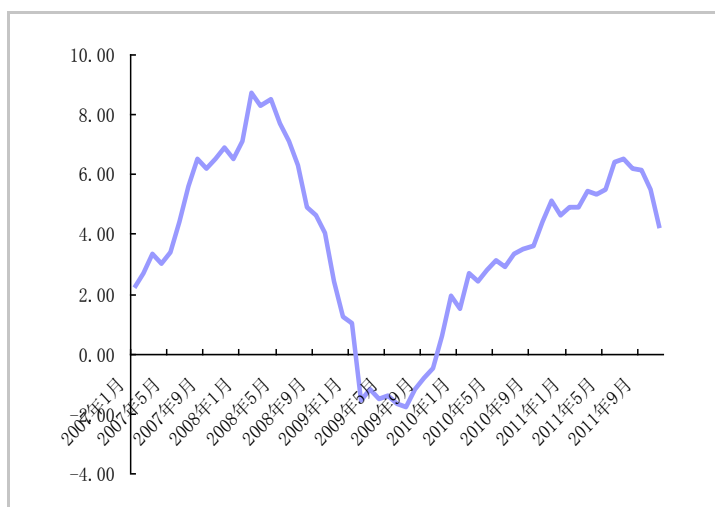
今年 CPI 涨幅呈现出明显的逐季攀升之势，季度 CPI 涨幅由一季度的 5.07% 攀升至三季度 6.27% 的高点，四季度开始明显回落。月度高点出现在 7 月份，幅度为 6.5%，前 11 个月累计同比上涨 5.5%，较 4% 的预期目标高出 1.5 个百分点。从结构看，今年 CPI 的翘尾因素和新涨价因素均有所提升。翘尾因素在 2.4%，比 2010 年高出 1.2 个百分点。新涨价因素预计在 3%，比 2010 年高出 0.9 个百分点，仅次于 2007 年 3.13% 的水平。

从今年 CPI 的环比表现看，1-7 月份环比水平平均高于往年同期平均水平，尤其是 5-7 月份受食品价格的影响，环比表现尤其突出，异于往年同期。8 月份开始 CPI 环比有所减弱，11 月份的环比已开始呈现负

增长。此外，今年非食品表现也相对突出，月度环比增速均维持在正增长，显著高于往年同期的环比水平。体现出劳动力成本、资源性产品价格正在对中长期价格水平产生系统性的上推压力。

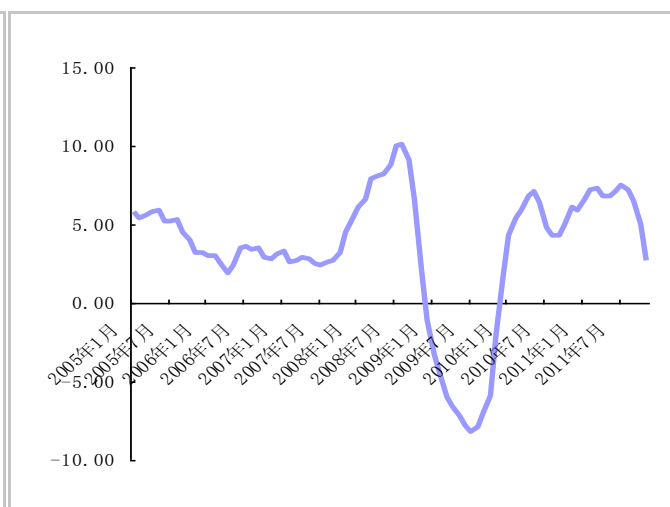
从PPI涨幅看，今年总体也处于高位运行的态势之中。1-10月份的PPI涨幅均在5%以上的区间运行，月度高点也出现在7月份，幅度为7.5%。从环比看，上半年涨势趋强，下半年在国际大宗商品价格回落以及市场需求增长放缓的影响下，环比涨幅持续收窄，10月份和11月份连续两个月持续负增长，再加上翘尾因素显著的回落，带动PPI高位下行，11月份涨幅放缓至2.7%的低位。

图表 7: CPI 月度同比%



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 8: PPI 同比涨幅%



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

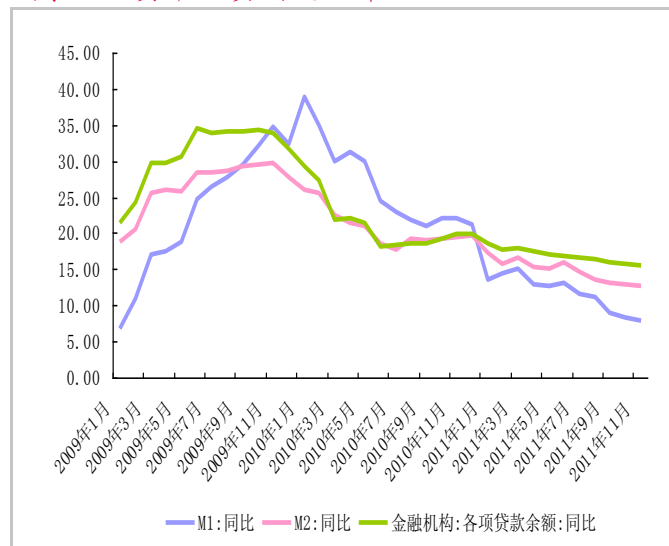
货币信贷增速持续走低

年初以来货币政策稳健基调下的趋紧操作使得货币信贷增速持续走低，M1增速由年初的13.6%回落至11月末的7.8%，M2增速由年初的17.2%回落至11月末的12.7%，信贷增速则由年初的18.5%回落至11月末的15.6%。目前M1增速已降至2008年四季度期间的低位水平，M2增速也已经持续8个月低于年初16%的预期调控目标。从信贷投放规模看，前11个月人民币贷款合计增加6.84万亿元，同比少增近6000亿元。全年信贷规模预计在7.4万亿元左右，比去年减少5000亿元左右。

从前三季度社会融资规模数据看，今年前三季度社会融资规模为9.80万亿元，同比减少1.26万亿元。季度社会融资规模分别是4.19万亿元、3.57万亿元和2.04万亿元，这表明实体经济从金融体系获得的全部资金总额与去年同期相比明显收缩，呈现逐季回落的态势。

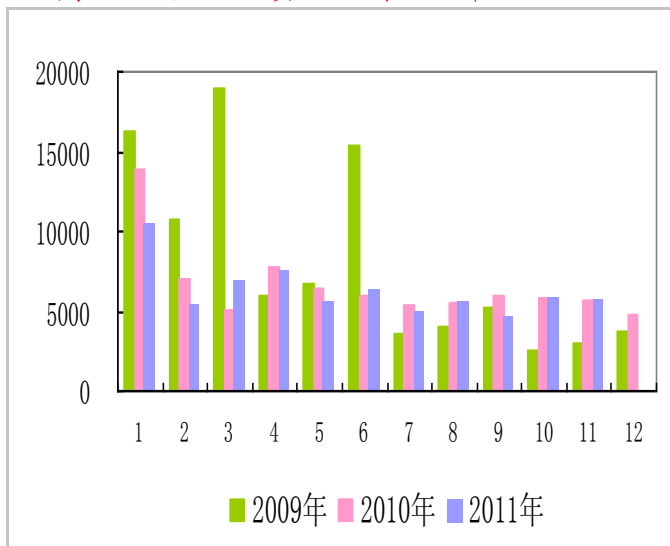
进入三季度以后，货币政策趋紧调控节奏明显放缓，7月初加息之后，货币政策的实际操作逐步趋向中性，并进入稳定的观察期。11月30日，央行宣布下调存准率，货币政策调控再度出手，稳健基调下的实际操作转向宽松，也打开了后续存准率继续下调的空间。

图表 9：货币信贷增速（单位：%）



资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

图表 10：月度信贷投放情况（单位：亿元）



资料来源：WIND 资讯，华泰证券研究所

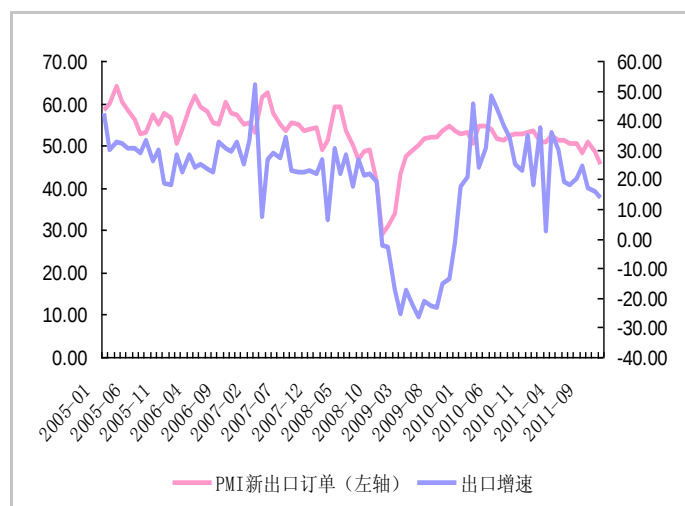
2012 年展望：经济下行寻支撑 政策在增长与转型中寻突围

国际环境：复苏之路艰难跋涉 外围经济环境偏弱

从国际环境看，全球经济明年仍将在复苏之路上艰难跋涉，居高不下的失业率、低迷的私人需求以及疲软的房地产市场意味着发达经济体的持续复苏仍面临着严峻的挑战，仍将在经济低迷中寻找摆脱债务危机的措施和路径。同时以技术创新为代表的新增长点依旧尚未形成，而财政金融等政策空间都已十分有限。同时，欧债危机持续向纵深发展，并将在较长的时间内困扰世界经济的持续复苏。受到全球瞩目的欧盟峰会也并未实现修改欧盟条约的改革初衷，而是通过欧元区 17 国以及另外 6 个非欧元区欧盟成员国缔结政府间条约的方式以强化财政纪律。这意味着前进的方向虽然明确，但问题的解决仍非一时之功。世界经济仍将处于低位徘徊的缓慢复苏期，不确定性风险仍在高悬并有待进一步的释放。国际货币基金组织 9 月份已将 2012 年世界经济增速的预期由 6 月份预测的 4.5% 下调至 4%。美联储 11 月份也将其明年经济增速预测由 3.3%-3.7% 下调至 2.5%-2.9%，欧盟于 11 月份将其对 2012 年欧元区经济增长的预期从 1.8% 下调至 0.5%。总体看，全球经济明年仍将在复苏之路上艰难跋涉，外围预期偏弱。

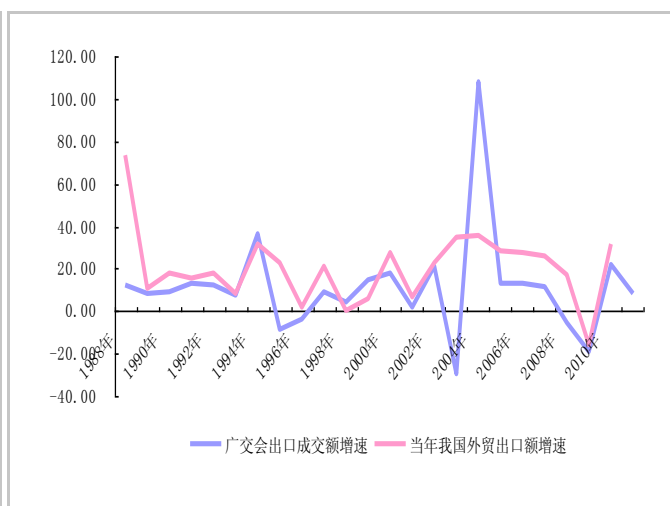
复杂严峻的外部环境和可能继续萎缩的外需将对我国明年外贸的增长形成制约，并与国内成本的上升相互叠加增大出口企业经营压力。外需疲弱、复苏乏力，我国出口增长空间继续受到抑制，是我国经济增长继续放缓的外部因素。从出口领先指标看，今年下半年以来新出口订单指数表现持续偏弱，10月份和11月份连续两个月持续运行在50%下方。制造业PMI指数中的新出口订单指数一般领先出口增速的变化4个月左右。从广交会情况看，今年春交会出口成交368.6亿美元，秋交会出口成交379亿美元，合计747.6亿美元。与2010年相比增长8.13%，增速较2010年回落了13.8个百分点，增势明显放缓。广交会数据所反映出的外贸景气程度一般领先实际外贸运行半年左右。结合新出口订单指数以及广交会出口成交看，明年上半年我国外贸增速水平仍将延续回落的态势，全年外贸增速水平预计将放缓至10%-15%的增速区间。

图表 11: 新出口订单指数与出口增速的变化



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 12: 广交会出口成交额增速与出口增速变化



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

国内经济: 下行中寻支撑

我们认为,从中长周期的视角看,当前经济正处于前一轮增长周期的尾部,两位数增长时代已经远去,新周期的开启尚在酝酿,时点和进展将视改革的深化和转型的推进程度而定。《十二五规划纲要》指出,构建扩大内需长效机制,促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变。这表明三驾马车的协调拉动将成为下一阶段促进经济增长推动力量格局演变的大方向。这意味着虽然在宏观层面的经济增速面临趋势性的放缓,但转型和升级的结构性调整将在微观层面的各个领域渐次铺开、由点及面。

从明年经济形势看,出口和投资的增长引擎都将面临一定的下行风险,消费对经济增长的贡献如果没有制度改革的助力则仍将延续稳定中难见明显扩张的态势,今年经济惯性下行的压力预计将延续至明年上半年。后续经济运行的表现将视政策的相机抉择而演变。全年经济增速水平预计将运行在8%-9%区间。

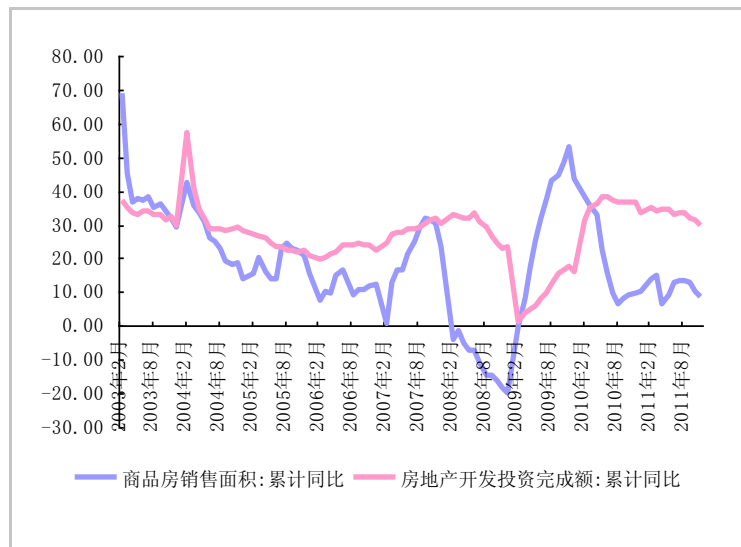
从投资看，房地产投资增速的下滑将是投资增速下行的主要风险所在。在房地产市场调控难以放松的环境下，目前的“量价齐跌”局面有望继续延续，商品房销售面积增速的下滑对房地产开发投资的传导效应将在明年上半年继续体现。但同时，投资支撑的力量也不应忽视，主要来自于投资转型的多元化布局上。保障房建设的继续推进、区域投资的布局、产业升级转型的布局将伴随着“十二五”项目的加快实施形成对投资的支撑。中央经济工作会议指出，明年要保持适度投资规模，优化投资结构，重点抓好在建和续建工程，确保国家已经批准开工的在建水利、铁路、重大装备等项目资金需求。国家发改委进一步指出，中央投资要优先保障国家重点续建项目尤其是收尾工程，确保按时竣工投产，有序推进“十二五”规划确定的重大项目开工建设，加大对保障性安居工程、教育、卫生、水利、新疆西藏和四省藏区发展等方面的投入力度，重点支持“三农”、节能减排、社会事业和社会管理等领域的基础设施建设。我们预计，投资将呈现出下行中支撑犹在的格局，仍将是稳增长的主要力量，全年投资增速水平预计在 20% 附近波动。

从新开工项目个数看，今年前 11 个月已达 31.37 万个，超过去年同期水平，7-11 月份连续五个月同比扩大。前 11 个月固定资产投资完成额中，新建项目占比达到 47.7%，与 2010 年同期水平相当，低于“十一五”开局之年的 2006 年同期水平。新开工项目计划总投资增速由年初的负增长 23.6% 快速反弹至 1-11 月份的 24%，这反映未来投资仍将保持相对活跃，固定资产投资增速出现大幅下降的可能性不大。

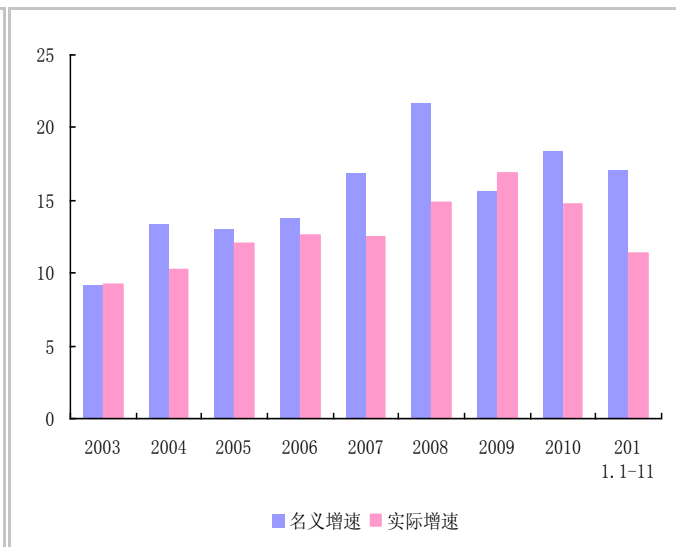
此外，五年规划的第二年往往是投资项目进入集中建设的阶段，在重大规划项目建设的带动下，投资的表现开始趋强。从近五个五年规划中经济增速水平以及投资拉动率情况的比较看，投资对经济增长的拉动率在五年计划的第二年开始表现，第三年达到最高。

从消费看，我们预计仍将在稳定经济增长中发挥中坚力量，以构建促进消费增长的长效机制为要旨的中长期制度的调整 and 改革是助力消费需求明显扩大的关键所在。中央经济工作会议明确提出，把扩大内需的重点更多放在保障和改善民生、加快发展服务业、提高中等收入者比重上来。这表明扩大消费需求是扩大内需的战略重点。按照《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》的要求，“十二五”期间消费年均增长在 15% 左右，实际上这也是 2003 年以来消费的平均增速水平。从明年看，随着物价水平的回落，价格因素对实际消费的抑制作用有望减弱，实际消费增速有望小幅回升至近年来的平均水平 12%—13% 左右，再考虑到物价涨幅，我们预计明年社会消费品零售额增速预计在 15%-16% 的区间。

图表 13: 商品房销售面积增速以及房地产开发投资增速的变化
图表 14: 社会消费品零售额名义及实际增速变化的变化

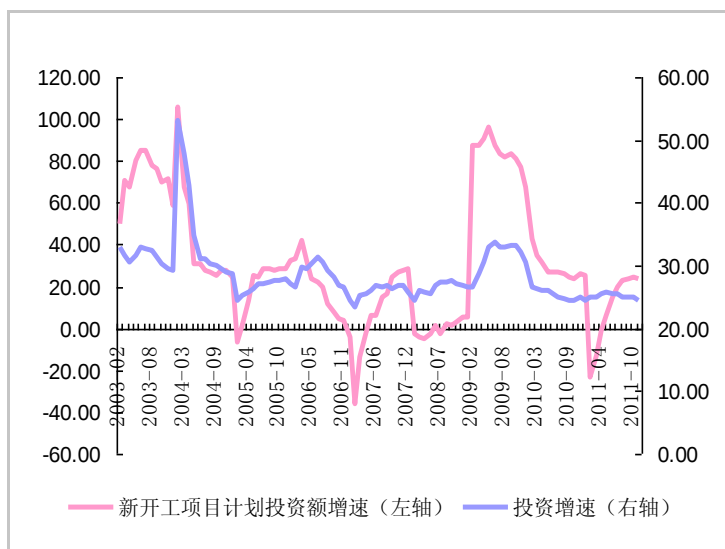


资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所



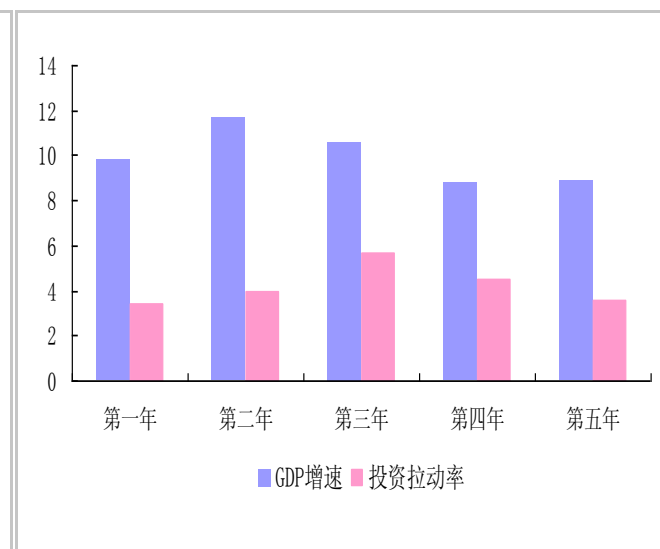
资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 15: 新开工项目计划总投资增速



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 16: 近五个五年规划中经济增速及投资拉动率



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 17:《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》

	内容
主要目标	力争到 2015 年, 社会消费品零售总额达到 32 万亿元, 年均增长 15%; 批发零售住宿餐饮业增加值超过 8.6 万亿元, 年均增长 15%; 网络零售额突破 2 万亿元, 年均增长 30% 以上; 最终消费 35 万亿元左右, 年均增长约 13%, 最终消费率达到 50%, 消费对经济的拉动作用进一步增强。
工作任务	大力促进便利消费。 大力促进实惠消费。 大力促进热点消费。大力促进循环消费。大力促进安全消费。
保障措施	加大财政支持; 改进金融服务; 落实税费政策; 开展促销活动。

资料来源: 根据《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》整理。

物价形势: 上行压力将有所减轻

从物价形势看, 我们预计明年在宏观条件、货币条件、通胀预期以及食品价格等因素的影响下, 物价上行的压力总体将有所减轻, 但同时资源性产品价格改革的继续推进和劳动力成本的上升仍将对物价水平产生持续的上推动力。输入性通胀压力明年仍存在一定的变数。综合来看, 明年年度 CPI 涨幅预计在 2.8%-3.6% 的区间, 中值 3.2% 左右。

从宏观条件看, 下行放缓的经济运行周期有助于减缓需求层面的通胀压力。从经济周期看, 历史数据表明, 通胀具有周期波动的特征, 这种波动是与经济周期相关联的。在经济处于扩张态势中的时候, CPI 总体也逐步呈现出上升走势。在经济处于回落调整态势中的时候, CPI 逐渐亦呈现出下行走势, 当然由于 CPI 相对经济增长是滞后指标, CPI 对经济增长变动的反映有一定的滞后期。从我国季度 CPI 与季度 GDP 增速的历史变化情况看, 一般滞后于经济周期 6-7 个季度左右。季度 GDP 增速在去年一季度达到 11.9% 的近期新高之后已连续六个季度震荡回落。与此同时, CPI 的季度高点也已在今年三季度出现, 四季度开始有望稳步回落。

从货币条件看, 持续减弱的货币条件也将有助于加快未来物价水平的震荡回落。M1 增速由高点 38.96% 向下回落已持续了将近两年的时间, 11 月末已降至 7.8% 的新低, 回落幅度超过 30 个百分点。

从通胀预期看, 未来物价预期指数在去年四季度升至 81.7% 的高位之后, 今年一至三季度高位波动, 四季度开始显著回落。央行四季度的储户问卷调查情况显示, 未来物价预期指数为 65.4%, 是 2009 年 3 季度以来的新低。其中, 预测下季物价上涨的居民比例为 36.8%, 较上季度大幅下降 12.8 个百分点。考虑到未来物价预期指数一般领先于实际物价水平的变动, 随着未来物价预期指数的高位回落, 其对实际物价水平的上行推动力量将明显减弱。

从食品价格看, 粮食产量的持续增产有助于粮食价格涨幅的稳定。统计局数据显示, 2011 年全国粮食总产量达到 57121 万吨, 比 2010 年增产 2473 万吨, 增长 4.5%。粮食产量的持续增产对于粮食价格的持稳将起到积极作用。

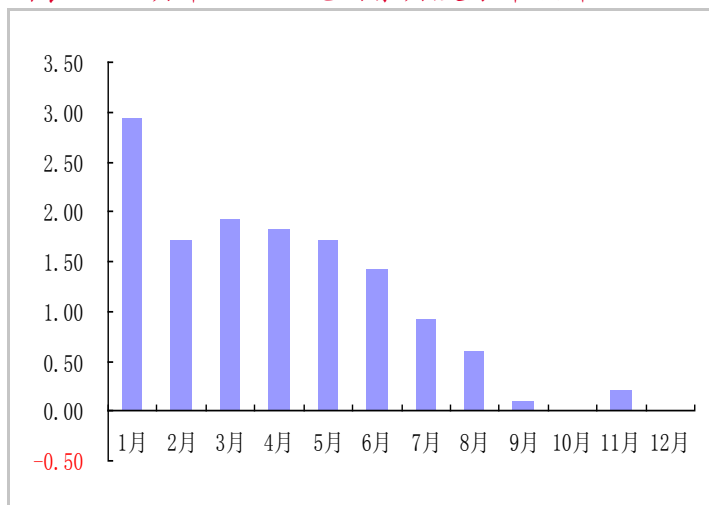
从今年上涨明显的猪肉价格走势看，7 月份开始猪肉价格上涨对 CPI 的拉动作用已开始减小，由 6 月份的 1.7 个百分点降至 11 月份的 0.8 个百分点。全国大中城市的猪粮比也由 7 月初的 8.5: 1 逐步下行至 12 月初的 7.1: 1 左右。与此同时，伴随着生猪存栏和能繁母猪存栏的持续回升，猪肉价格的周期性波动对明年 CPI 的影响将趋于减弱，尤其是进入明年下半年，随着供给的增大以及较大的基数效应，猪肉价格对物价的影响将明显转弱。

另一方面，资源性产品价格改革的继续推进、劳动力成本的上升仍将对物价水平产生持续的上推动力。国家发改委指出，将积极稳妥地推进资源性产品价格改革，试行居民用电阶梯价格制度，择机推出成品油价格改革方案，出台天然气价格改革试点方案，推进水资源等收费改革，建立主要污染物排放权交易制度。在整体通胀压力相对减轻的明年，资源性产品价格改革进程有望加快，按照资源类价格大概在 CPI 中占有 8%-9% 的权重推算，这些资源品价格 5%—10% 的上调对 CPI 的直接影响大致在 0.4-0.9 个百分点左右。同时，从劳动力成本看，今年前三季度，我国有 21 个省市提高了最低工资标准，平均增幅 21.7%。随着人口结构的变化以及政策因素的推动，劳动力成本仍将延续上升趋势，从而对物价水平产生上推压力。

此外，从输入性通胀压力看，明年仍存在一定的变数。一方面，在全球经济前景不确定性增大、二次探底隐忧难以消除背景下，经济复苏乏力商品需求下滑将直接抑制大宗商品价格的上行，这将有助于降低明年输入性通胀压力。但从货币流动性的推动看，流动性进一步宽松的风险明年仍需要警惕。今年 9 月份，美联储推出扭转操作，主要目的是通过扭转操作打压长期利率，使得融资成本降低，刺激投资增长，市场预期中的 QE3 并未推出。但从目前美国经济数据表现看，虽有好转的迹象，但也未见强劲的复苏，整体来看仍维持缓慢复苏的走势，明年 QE3 的推出仍将悬念重重。此外，随着欧元区经济复苏的显著放缓以及欧债危机的进一步深化，欧洲央行也停止了加息的步伐，11 月份以来连续两次启动降息，货币政策再度转向。而为了应对以欧美为首的全球经济下滑带来的影响，部分新兴经济体以及部分亚洲国家也加入到货币政策宽松的行列。由此，流动性进一步宽松的风险明年仍需要警惕，输入性通胀压力的进一步缓解仍存在一定的变数。

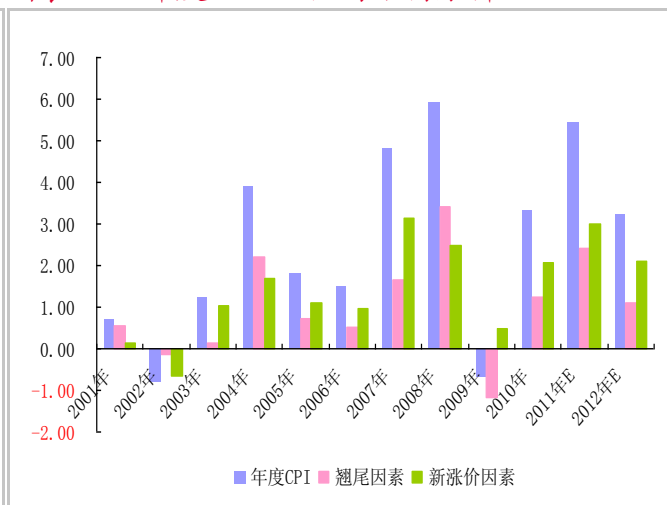
最后，结合翘尾因素和新涨价因素看，明年 CPI 的翘尾因素预计在 1.1% 左右，较今年水平下降 1.3 个百分点。其中，上半年平均在 1.9% 左右，下半年平均在 0.3% 左右，月度高点将在 1 月份，幅度在 2.9% 左右。从新涨价因素看，我们预计明年将在 1.7%-2.5% 的区间波动，结合翘尾因素的预计，明年年度 CPI 涨幅预计在 2.8%-3.6% 的区间，中值 3.2% 左右。

图表 18: 明年 CPI 翘尾因素月度分布预计



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 19: 年度 CPI 涨幅的结构分析



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

政策走向: 关注增长 推动转型

中央经济工作会议传递出的信号显示, 明年的经济工作将在稳中求进的总基调下, 突出四个着力, 即着力扩大国内需求, 着力加强自主创新和节能减排, 着力深化改革开放, 着力保障和改善民生。明年在经济下行寻求支撑的格局中, 政策在关注增长的同时, 仍将继续推动转型, 在稳增长与促转型之间兼顾、平衡并寻求突围。

从货币政策看, 稳健基调下的实际操作将中性偏松, 视经济、金融和物价形势的变化适时调整, 对保持经济平稳增长显然将予以更多的倾斜和重视。

我们认为, 货币政策实际操作的中性偏松其实已经从今年四季度展开。在路径的演变顺序上将视经济和物价形势的变化而相机抉择, 货币政策明年上半年仍有继续放松的空间。一方面, 随着偿债高峰的来临, 欧债危机在明年上半年仍有反复和震荡的风险, 我国出口增长仍将受到抑制。同时, 房地产投资增速放缓对固定资产投资仍将产生下行的压力, 经济下行的风险仍在积聚。此时, 政策面的适度宽松有助于保持经济的下行趋稳。从政策工具看, 货币政策的中性偏松仍将主要倚重数量型工具, 除了公开市场的灵活操作之外, 存准率 12 月初开启下调之后, 明年预计仍将有 1-2 个百分点左右的下调空间, 以增强银行信贷扩张能力。同时考虑到今年 9 月份开始将保证金存款纳入存款准备金交存基数, 存款准备金交存制度的不断完善使得调控的功能进一步强化。为此, 存准率调整的效应较之今年有所扩大, 从这个角度看, 下调的节奏和频率或将不同于今年上调时的频繁操作。考虑到明年物价的整体水平, 利率工具的运用会比较谨慎, 利率政策的空间则相对有限。

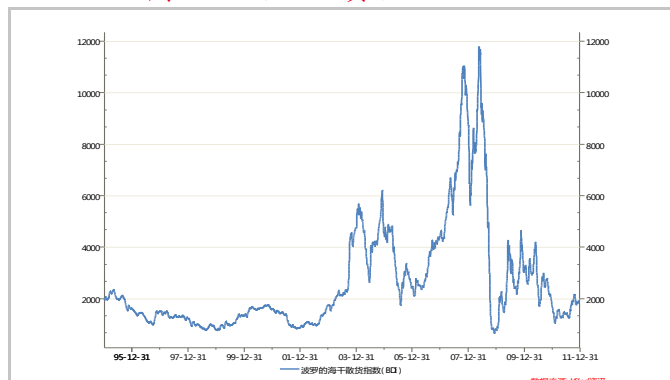
从明年的 M2 增速预期目标看，我们预计将由今年的 16% 适度下调至 15% 左右。原因主要在于：一是货币存量水平有所扩大。今年 10 月份开始，央行已将非存款类金融机构在存款类金融机构的存款和住房公积金存款纳入广义货币供应量（M2）统计范围，按完善后的口径，11 月末 M2 余额已达到 82.55 万亿元，货币存量的基数在扩大。二是从货币供应量的增加与经济增长对货币的需求角度看，明年经济增速面临放缓的趋势，通胀压力也将有所减轻，在经济增长和物价水平双回落背景下，M2 增速的预期目标也将适度下调。考虑到存量水平的扩大以及金融创新等因素的影响，15% 左右的 M2 增速预期目标水平并不低，而且明显高于目前 13% 左右的 M2 实际增速水平，明年实际货币条件和环境仍相对宽松。当前较低的 M2 增速水平既是前期持续货币政策调控的累计影响，也与近年来金融市场不断发展、金融工具创新不断增多，商业银行表外理财等产品迅速发展加快存款分流导致目前 M2 的统计比实际状况有所低估有关。

从信贷规模看，预计明年在总量上将略高于近两年 7.9、7.4 万亿元的水平，在 8-8.5 万亿元之间，超过 2009 年规模的可能性并不大。历史数据显示，信贷余额增速高于 GDP 增长和物价上涨之和平均在 4 个百分点左右。按照明年经济增速不低于 8% 和 CPI 涨幅中值 3.2% 的初步判断看，信贷增速水平预计不低于 15%，对应的新增信贷规模不低于 8 万亿元。我们认为，虽然经济下行压力的增大使得货币政策在信贷调控方面存在一定的扩张压力，但不会简单的重回 2009 年大幅度开闸放水的老路，尤其是在房地产调控政策明年仍将坚持不动摇的形势下。此外，今年开始信贷规模的调控已开始放在社会融资总量的整体框架下来通盘考虑，央行将根据对社会融资总量以及当中的其他类别融资规模的监测和变化来动态调节新增贷款的规模和节奏。综合看，我们预计管理层在信贷的数量扩张方面仍是相对谨慎的，结构性的宽松和优化仍是主基调，重点将是对在建续建项目的资金支持、对符合产业政策的中小企业的资金支持、对民生工程尤其是保障性安居工程的资金支持、对“三农”等薄弱环节的资金支持。

从财政政策看，明年仍将延续积极的政策基调，为经济的稳定增长和加快经济结构调整提供必要的资金支持，积极的方向和重点仍是侧重于稳定增长和推动转型。随着一系列财税政策的开始实施，结构性减税的推进和落实将成为贯穿于全年的政策主线。同时，明年财政政策还将注重加强与产业政策的协调和配合，充分体现分类指导、有扶有控，继续加大对“三农”、保障性住房、社会事业等领域的投入，继续支持欠发达地区、科技创新、节能环保、战略性新兴产业、国家重大基础设施在建和续建项目、企业技术改造等。近年来财政收入的持续快速增长为实施结构性减税创造了有利条件。从具体的措施看，中央经济工作会议提出要推进营业税改征增值税和房产税改革试点，合理调整消费税范围和税率结构，全面改革资源税制度，研究推进环境保护税改革。这表明营业税改征增值税和房产税改革明年将继续推进，资源税改革也将全面铺开，同时环境保护税改革研究也将提上议程。我们预计，明年结构性减税的措施还会陆续跟进，如了对小微企业的政策扶持、对服务业发展的支持、进一步推进资源税改革以及资源综合利用等。财税政策在推进转型和经济增长方式的转变中还将发挥重要的作用。

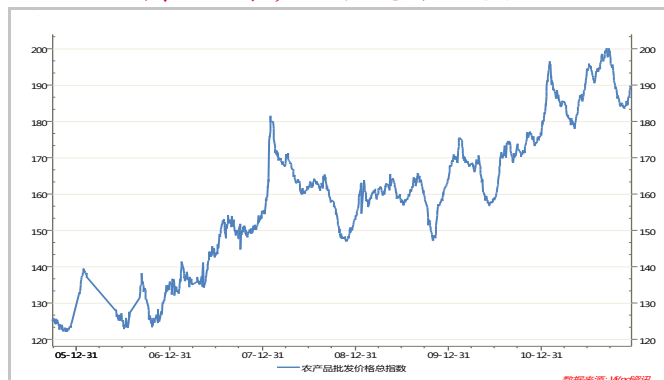
附图:

图表 1: 综合运费指数 (BDI)



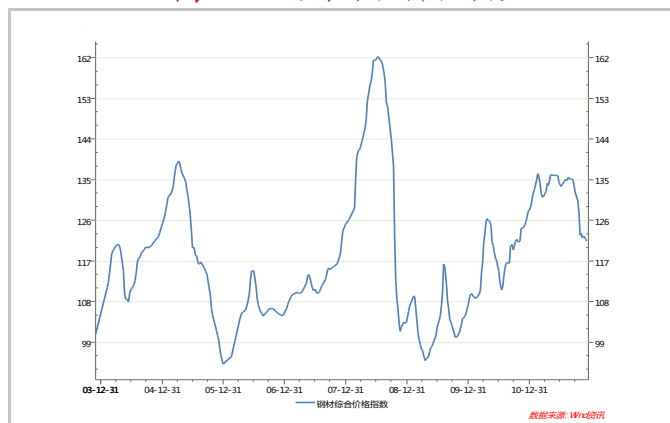
资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 2: 农产品批发价格总指数



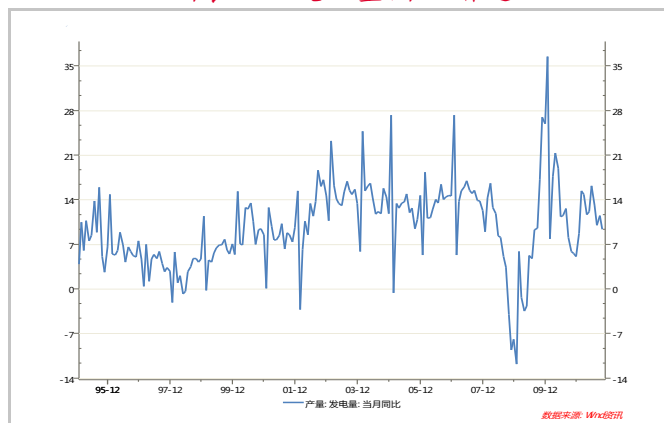
资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 3: 钢材综合价格指数



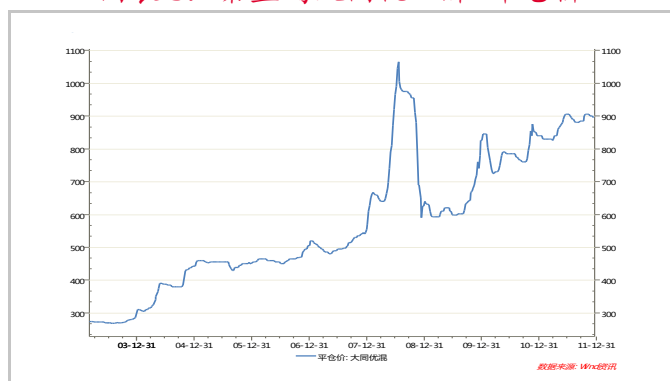
资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 4: 发电量同比增速



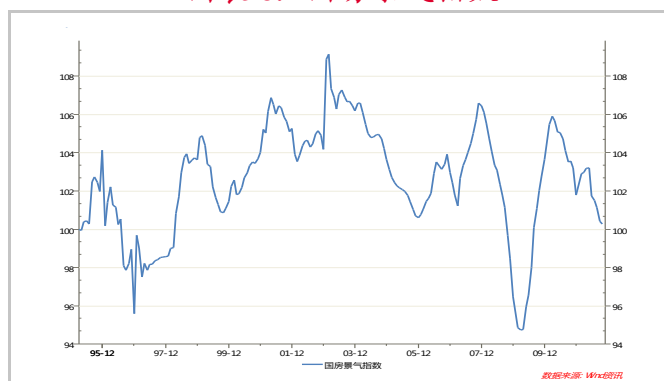
资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 5: 秦皇岛大同优混煤 平仓价



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 6: 国房景气指数



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

图表 7: WTI 期货结算价



资料来源: WIND 资讯, 华泰证券研究所

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。