

证券研究报告

王皓宇 S1080209110061
郑振源 S1080511090001
电话: 0755-82485176
邮件: zhengzhenyuan@fcsc.cn

2008 开闸放水 v.s. 2012 步步为营**——2012 年中国宏观经济形势展望****报告要点:**

- 与 70 年代美国滞胀时期相似，与 08 年相似，2012 年中国政策又到放松时。通过观察 1965-1982 年滞胀时期，美国 CPI 与 M2 增速之间的关系，我们发现该时期美国政策调控有以下重要特征，即**当通胀压力明显缓解时，迫于经济滞缓下的就业压力，政策将出现明显放松**。中国经济长期趋势同样处于滞胀时期，因此这对明年中国政策判断是具有借鉴意义的。一方面，明年物价压力明显缓解，全年预计 2.7%，6-8 月在 2% 附近；另一方面，经济持续放缓以及近期裁员频现，就业压力在加大。上述状况不仅与 70 年代美国相似，也与 08 年中国经济相似，2012 年又将是政策放松的一年，尽管放松方式与 08 年大不相同。
- 明年出口没有 08 年那么糟糕之一：美国次贷危机是全球的危机，欧洲债务危机更多是欧洲的危机。08 年次贷危机崩溃后，中国对美、对欧、对东盟的出口增速，最低分别下探至 -24%、-30% 和 -27%。而欧债危机恶化已持续半年之久，**11 月中国对美、对欧、对东盟的出口增速维持在 17%、5%、21%**。当前中国出口下滑主要集中在对欧出口上。因此，次贷危机引发的“地震”，是全球性的。相比之下，一方面，明年欧债危机崩溃的可能性较小。鉴于崩溃的严重后果，救援主力德国最终难以坐视不管；IMF 增资，EFSF 杠杆化等措施，可以延缓危机的爆发。另一方面，明年欧洲经济可能是温和衰退，美国经济则将维持低速复苏。总体而言，明年外需环境没有 08 年那么差。
- 明年出口没有 08 年那么糟糕之二：中国出口能力远未丧失。一方面，中国劳动力成本优势未全丧失。虽然沿海地区劳动力成本提升迅速，但农村劳动力成本仍相对低廉（占城市 1/3 左右），且潜在女性劳动力有拓展空间，因此在沿海地区向内陆地区产业迁移过程中，以往依托劳动力成本优势的出口模式还将延续。与传统雁行模式中“国与国”之间产业转移不同，中国雁行模式将采取“区域对区域”的方式。**近 6 年中西部投资及出口增速均持续高于沿海地区，就是例证**。另一方面，中国完备的基础设施和工业配套体系，是东南亚国家难以比拟的。综合供求因素，我们预计明年中国出口仍可维持 10-14% 的增速水平。根据国际航空客运的先行预示，预计出口增速或将在明年初止跌。
- 明年投资没那么悲观之一：传统政治周期及明年庞大的待建项目数量。一方面，在政治周期下，每个五年计划的头两年投资增速均明显回升，维持较高水平。当前多省地方政府已完成换届，显示政治周期启动；而当前 27.5% 的地方项目投资增速说明，地方投资冲动依旧较强。另一方面，中央经济工作会议及央行货币政策执行报告，均强调需保证明年在建、续建项目的投资。而**截至 11 月，新开工和施工项目个数规模依然庞大，合计 77 万个**，高出 09 年 4 万亿刺激计划时期的 3.8%（而这是在今年项目个数统计口径缩窄的情况下）。明年预计将形成大量后续投资。
- 明年投资没那么悲观之二：保障房对房地产投资增速下滑的对冲。自 8 月以来，房地产投资增速大幅下滑，从 7 月最高的 37% 下滑至 11 月的 20%。由于明年房地产调控政策延续，商品房投资增速预计将从今年的 31%，明显



下滑至 14%左右。不过我们认为，明年保障房将对此形成一定对冲，一方面，2011 年新开工的 1000 万套将在明年继续投入；另一方面，明年又有 700 万套将开工。**预计明年保障房投资将在 1.5 万亿左右**，预计同比增速可达 50%，而房地产投资整体增速将在 15%左右。在明年 8 万亿信贷的支撑下，2012 年投资总体增速在 18-22%左右。

- **政策放松“步步为营”，流动性不会根本制约信贷供给。**鉴于明年经济下滑不会像 08 年那么差，预计 2012 年 GDP 增速在 8.6-9%之间。尽管政策不会是 08 年“开闸放水”式的放松，而将采取步步为营，即逐步放松的做法，但对经济的提振作用仍是有效的。**外汇占款连续两月负增长的形势，不会对明年信贷供给构成根本制约。**首先，良好的国家资产负债表以及持续的贸易顺差，决定了人民币升值将是长期趋势，贬值预期只是短暂的。其次，近期日本表示，有意购买最多 100 亿美元的中国国债，也说明了对人民币的认可。再次，外汇占款的负增长，不完全是资本外流。贬值预期下，企业结汇意愿的明显降低是其中关键。最后，当前 21%的存准率所冻结的大量流动性，随时可投放。预计明年至少将有 3-4 次左右降准，并有 2 次左右降息，时点在 6 月及 8 月的月初。
- **权益市场震荡上行，债券市场整体看好。**对于权益市场而言，05 年股权分置改革以来，中国 M2 增速与股指存在与美国 70 年代类似的联动关系，即 **M2 增速回升时，股指整体走高**。我们预计明年 M2 增速或可回升至 14-15% 之间，从而带动股指总体上行。预计股指震荡区间在 2100-2800 点。对于债券市场而言，整体行情走好，其中资金宽松先行，**7 天回购利率有望回到 2.5%附近**，推荐短期金融债；物价整体回落下，10 年长债最低或可探至 3.0-3.1% 之间。此外，推荐中高评级信用品种，包括短融和中票，或可在当前收益率水平上继续下行 50-80bp。



目录

一、跟 08 年相似：又到放松时	4
1、美国滞胀时期的货币政策调控思路	4
2、中国再度处于放松时期	5
二、跟 08 年不同：经济下滑不会有 08 年那么差，故调控放松也不需要 08 年那样激烈	6
1、外需：外部环境没有 08 年那么恶劣	6
2、内需：投资下滑有度，消费明显提升	11
3、小结：政策放松“步步为营”	14
三、信贷供给能力：流动性制约不是根本问题	14
1、人民币汇率：贬值是短期行为，升值是长期趋势	14
2、外汇占款负增长，企业结汇意愿降低是关键	16
3、高高在上的存准率随时可下调	17
四、投资策略	18
1、权益市场：震荡上行，区间或在 2100-2700 点	18
2、债券市场：整体看好	18
附表：2012 年主要经济指标预测.....	19



2008 开闸放水 V.S. 2012 步步为营

12 月 14 号中央经济工作会议刚刚结束，“积极财政政策和稳健货币政策”的基调延续，但与去年相比，本次会议对未来经济形势的判断悲观居多。虽“稳物价”思路未变，但“稳经济”，即保增长将是明年中央的主要任务。2008 年底，为“保增长”，政策大肆放松，投下 4 万亿刺激计划，外加两年二十万亿的信贷规模。2012 年，为“保增长”，政策放松又将如何？这将是本文讨论的核心。

一、跟 08 年相似：又到放松时

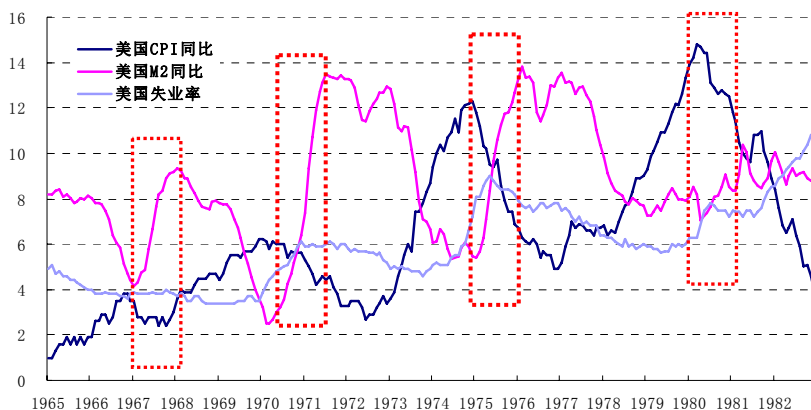
1、美国滞胀时期的货币政策调控思路

先来看一张很有意思的图。图 1 是 1965-1982 年期间美国 CPI 与 M2 增速之间的关系图。我们知道，这段时间正是美国经济处于滞胀的阶段，即经济增速总体下滑，而通胀总体上行。从中可以观察到两个特征：

第一个特征：虽然总体形势是滞胀，但这并不排除短期内通胀水平可以出现阶段性的明显回落，如 1966.11-1967.10 期间，CPI 从 4%下降至 2.4%，如 1970.1-1972.6 期间，CPI 从 6%下降至 2.7%，如 1975.1-1977.1 期间，CPI 从 12%下降至 5%。

第二个特征：当 CPI 明显回落，而就业压力较大时，政策将出现明显放松。从图 1 中可看到，1965-1982 年期间美国 CPI 与 M2 之间存在以下关系，即当 CPI 上行时，M2 增速下行；当 CPI 下行时，M2 增速便上行，而且往往反弹的力度较大，周而复始。若以 CPI 代表通胀水平，以 M2 增速代表政策调控松紧，失业率代表经济滞缓下的就业压力，我们可以大致归纳出**滞胀时期美国货币政策的调控思路，即当通胀走高时，政策不得不收紧，但由于整体处于经济增长滞缓时期，收紧加大了就业压力，因此一旦通胀压力得到明显缓解，政策便放松，且力度较大。**

图 1：1965-1982 年期间美国的 CPI、M2 增速和失业率关系图



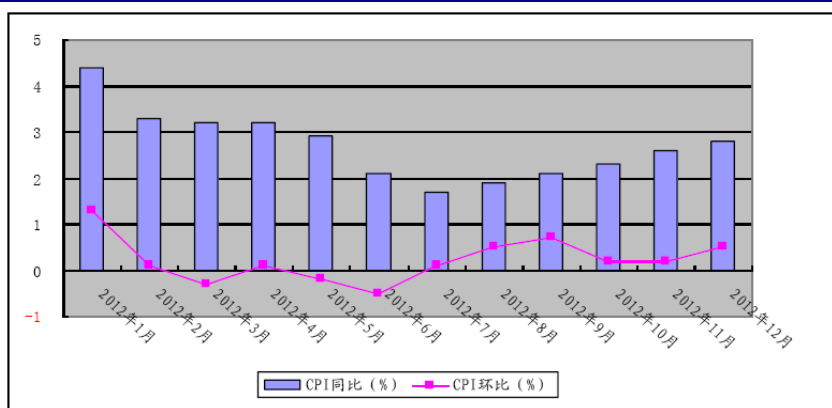


2、中国再度处于放松时期

诚如我们今年 6 月 22 号发布的报告《通往滞胀之路》所述，与美国 70 年代滞胀时期类似，由于中国政府刺激总需求和管制干预的做法并没有根本改变，从长期看，中国经济通向滞胀之路难以避免。因此，美国 70 年代经验对判断中国明年的政策调控思路仍具有较好的借鉴意义。

2012 年中国物价将明显缓解，全年平均为 2.7% 左右。2011 年全年通胀水平将达 5.4% 左右，我们预计明年很可能减少一半至 2.7%（详见我们 2011 年 11 月 11 号发布的《“四刀砍去”明年 CPI 同比降至 2.7%-对 2012 年物价水平的展望》）。明年通胀压力的明显缓解，将为政策放松提供基础，这一点与 70 年代美国相似。

图 2：2012 年 CPI 预测走势



资料来源：wind 第一创业预测整理

当前中国经济持续下滑，尤其是就业压力加重。一方面，持续紧缩和外需下滑导致经济指标持续较弱。自去年 10 月加息以来，政策持续紧缩对经济的负面效果在 9 月以后体现的更加明显。先有 PMI 指标持续低于预期，徘徊在 50 分界线附近，后有温州民间借贷危机的爆发，再有地方债务爆发信用事件。此外，9 月以来，外需下滑的趋势开始变得明显，尤其是欧洲经济在欧债危机影响下逐步陷入衰退，导致中国对欧出口明显下滑。

另一方面，**当前就业压力在加大，这将直接强化政策放松的决心。**近期美的电器公司大爆裁员，而这不仅仅局限于家电行业，就业裁员压力是一个普遍现象。2011 年三季度，全国 103 个城市的求人倍数（岗位空缺/求职人数）较二季度明显下滑 0.03 至 1.04，下滑幅度虽低于 08 年，但为 09 年以来的两次明显下跌之一（另一次是 2010 年二季度，而彼时正是房地产严厉调控时期）。求人倍数的明显下滑，表明每个求职人员对应的岗位数量显著减少，就业压力在明显加大。



图 3: PMI 持续低迷, 徘徊在 50 左右

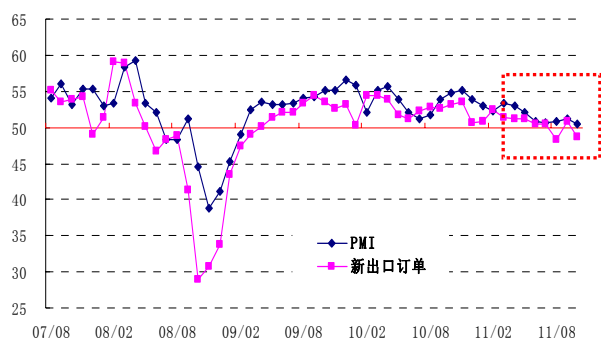
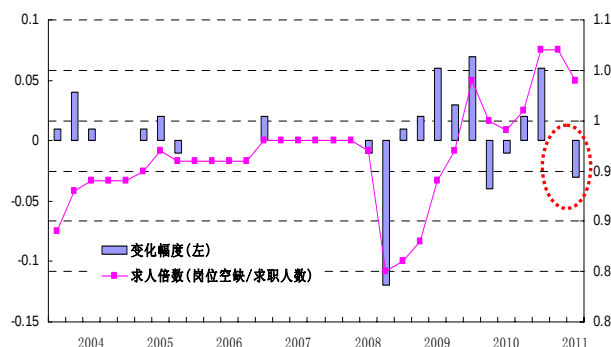


图 4: 三季度求人倍数出现明显回落



资料来源: wind 第一创业证券研究所整理

正是在物价持续回落, 而就业压力加大的情况下, 10 月以来政策开始放松, 并逐步升级。在 10 月 CPI 突破维持四个月之久的 6% 关口后, 政策悄然放松。从地方政府自主发债试行, 铁道部贷款融资 2000 亿, 再到央票招标利率下行, 及 12 月初的降准, 政策放松一步一步在推进, 从“小步调整”逐渐升级为“中步调整”。

当前国内政策的放松, 不仅与美国 70 年代滞胀时期的货币政策调控思路不谋而合, 与 08 年底也是一脉相传。与 08 年底相同, 本轮放松初始目的也是保增长, 但历史不是简单的重复。2012 年与 2008 年不同, 也决定了政策放松存在差异。

二、跟 08 年不同: 经济下滑不会有 08 年那么差, 故调控放松也不需要 08 年那样激烈

1、出口: 外部环境没有 08 年那么恶劣

鉴于中国出口导向型的经济模式, 以往来看, 每次外需环境的急剧恶化, 表现为出口增速的剧烈下挫, 都会伴随着中国经济增速的明显下滑, 如 1998 年, 2001 年, 2008 年。不过我们认为, 明年出口增速出现负增长的可能性较小, 理由在于外需环境并没有那么差。

1) 次贷危机与欧债危机的不同

08 年欧美经济大幅收缩就是中国出口急剧下挫的主要动力。信贷是经济发展的血液, 这不管是在间接融资为主的欧洲还是直接融资为主的美国, 都是适用的。我们发现, 08 年(泛指 08 年下半年到 09 年上半年)这段时间内, 欧美经济收缩最为厉害的时期, 也是信贷收缩最为严重的时期。08 年 6 月至 09 年 6 月, 欧元区 GDP 增速从 1.6% 下滑至 -5.7%, 回落 7.3 个百分点, 美国 GDP 增速从 1% 下滑至 -%, 回落 6 个百分点; 同期, 欧元区、美国的信贷增速分别下滑 6.5、4.3 个百分点。经济的收缩程度, 跟信贷的收缩程度是相一致的。



图 5: 08 年欧元区 GDP 和信贷增速大幅收缩

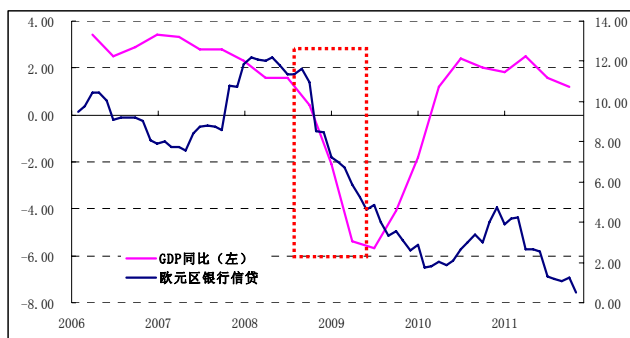
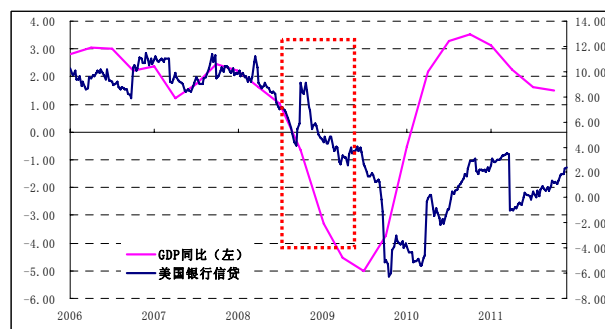


图 6: 08 年美国 GDP 和信贷增速大幅收缩



资料来源: Bloomberg 第一创业证券研究所整理

为什么 08 年欧美信贷会出现严重收缩？很显然，这与 08 年次贷危机崩盘是息息相关的。当 08 年下半年次贷危机崩溃时，欧美银行持有的大量“有毒”次贷资产被迫巨幅减记，不仅严重侵蚀银行资本，而且导致银行流动性告急。对此，欧美银行业必然被迫大幅收缩贷款，来应对资本和流动性问题。这同样是一个去杠杆化的过程，而杠杆化率越高，收缩贷款的程度越高。

明年欧美银行业去杠杆化力度将明显弱于 08 年，信贷不会再度大幅减少。欧债危机与次贷危机类似，即欧美银行业持有大量“有毒”资产-欧债，未来同样需要一个去杠杆化的进程。这意味着明年欧美银行业信贷萎靡的状态不会发生根本改变。不过与 08 年不同，一方面，明年欧债危机崩盘的可能性较小，因此尚不需大规模的资产减记；另一方面，次贷危机崩盘时欧美银行业杠杆率普遍偏高，欧洲银行业杠杆率平均在 30 倍，美国银行业则平均接近 35 倍，因此去杠杆化过程均较为剧烈。**当前欧洲银行业是欧债的主要持有者，杠杆率偏高，平均约为 25 倍，但美国银行业经过次贷危机的救助后，当前杠杆率水平并不高，平均仅在 13 倍。**

因此整体而言，明年欧债危机引发的去杠杆化力度将明显弱于 08 年下半年的次贷危机，这也决定了明年欧美信贷不会大幅收缩。

图 7: 当前欧美银行业杠杆程度低于 08 年

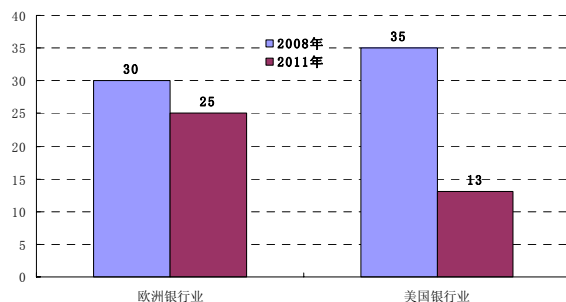
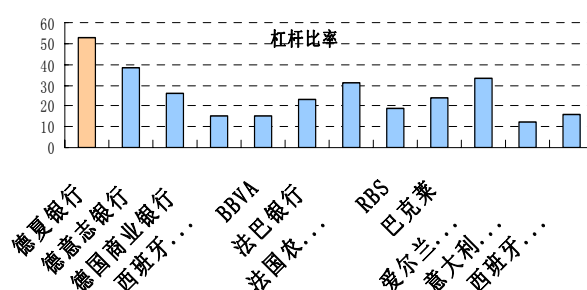


图 8: 欧洲主要银行的杠杆倍数普遍较高



资料来源: Bloomberg 第一创业证券研究所整理

2) 预计明年欧洲经济小幅收缩 1%，明显低于 08 年的 5%

明年而言，一方面，债务危机导致欧洲各国财政将持续紧缩，另一方面，银行业流



动性危机导致欧洲信贷将持续萎靡，这两点导致明年欧洲经济将从今年增长 1.1%变为收缩 1.0%。

而如果明年欧债危机不崩溃，导致出现 08 年式的信贷大幅收缩，欧洲经济将更多是温和衰退。我们认为，明年欧债危机崩溃的可能性较小。首先，危机存在短期维系手段。德国可以向 EFSF 输血，加大其杠杆力度，化解短期到期债务的续融资问题；可以允许发行欧元统一债券；欧央行可以采取无限量 all-in 购买欧猪国债，债务货币化是解决债务问题的最直接手段。其次，德国不愿看到欧债危机崩溃。虽然由于国内政治压力及抗通胀的历史原则，导致德国一直在采用上述措施中采取抵制态度，但由于欧债危机崩溃的后果，也是德国远远不能承受的。因此，德国不会坐视欧债危机的崩溃。

图 9：8 月以来对欧出口环比增幅连续低于总体

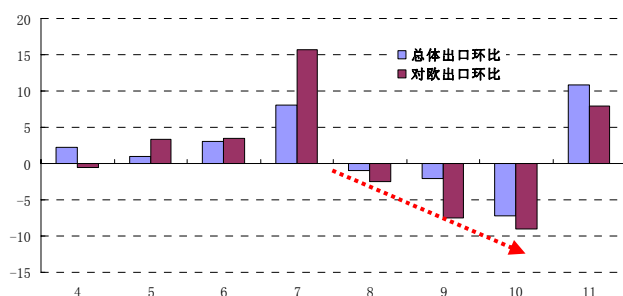
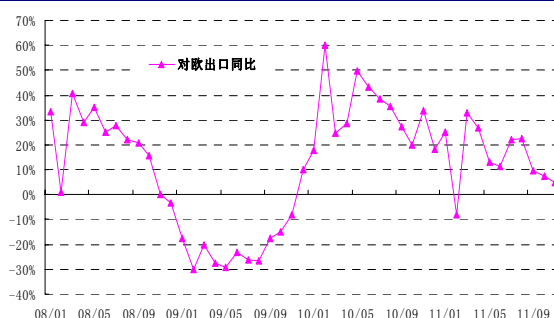


图 10：11 月对欧出口增速连续下滑至 5%



资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

3) 美国经济：短期好于欧洲，明年不会更坏

短期经济表现尚可，好于欧洲。与欧洲经济各项指标表现不断糟糕不同，三季度以来美国经济的表现则可圈可点。三季度欧元区 GDP 增速仅小幅回升 0.2 个百分点至 0.8%，美国 GDP 增速则回升至 0.7 个百分点 2%；11 月欧元区制造业 PMI 从 2 月的 59 连续跌至 46.4，美国则从 2 月的 61.4 跌至 52.7，但仍保持在 50 的扩张分界线以上，且 11 月回升较为明显；11 月欧元区失业率攀升至 10.3% 的历史高点，美国失业率则下降至 8.6%，为 09 年 4 月以来的最低。因此从各项指标的比较来看，当前美国经济仍在复苏，且势头有所加速，整体经济表现要明显好于欧洲。这一点是跟 08 年的很大不同，当时欧美经济均大幅下挫，表现糟糕。

明年不会更坏，美国家庭重新借债。三季度美国经济的回升，个人消费贡献了 80% 之多。但回顾三季度，我们发现：第一，美国个人可支配收入连续三个月出现下滑，是 09 年以来收入下滑持续时间最长的。第二，三季度美国家庭财富连续第 2 个季度缩水，降幅达到 4%。就是在收入和财富同时缩水的情况下，三季度美国个人储蓄率连续三个月下滑，从 6 月的 5% 一直下滑至 9 月的 3.3%，同时消费信贷出现明显回升迹象，同比增速上升到 2% 以上。美国人又重新开始借债了！

借助全球储备货币地位，债务去杠杆化反复。我们认为，在债台高筑的情况下，美国消费者敢于借债消费的原因如下：一是超宽松货币条件，宽松的借贷条件及银行信贷意愿的提升，使得消费者借债的意愿也在提升；二是，由于消费习惯约束，美国消费者

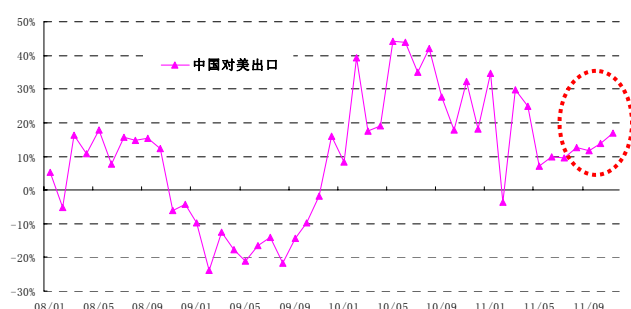


由奢入俭难。而更为关键的一点在于，美元依旧拥有全球储备货币的地位，具有美联储作为“最终贷款人”，这是与欧元的最大不同。虽然美国债务水平同样不低，但由于美联储持续购买国债，不仅压制了国债利率，也使得美国财政和个人紧缩开支的约束变小。

图 11: 三季度美国个人储蓄率持续下降



图 12: 6 月以来，中国对美出口增速持续回升



资料来源: wind 第一创业证券研究所整理

综合外需环境来看，08 年次贷危机崩溃后，中国对美、对欧、对东盟的出口增速，最低分别下探至-24%、-30%和-27%。而欧债危机恶化已持续半年之久，11 月中国对美、对欧、对东盟的出口增速维持在 17%、5%、21%。当前中国出口下滑主要集中在对欧出口上。因此，次贷危机引发的“地震”，是全球性的；而欧债危机引发的“地震”，更多局限于欧洲地区。

4) 中国出口制造业能力尚无人可替代

不可否认，当前中国劳动力成本提升的速度相当快，2011 年、2010 年全国主要城市最低工资标准已连续两年较上年提高 20%。如此快的劳动力成本提升速度必然会对中国出口制造业的竞争力产生负面影响，尤其是劳动力密集型出口产业。现在去商场，细心点看，可以发现以往大量标识“Made in China”的优衣库、H&M、ZARA 等国际品牌，越来越多地打上了越南、泰国、柬埔寨等东南亚国家的烙印。部分低端消费品已经转移到这些劳动力成本更低的国家。不过，我们认为，中国出口制造业的竞争力并未受到根本冲击。

第一，成本优势未全丧失，沿海产业向内陆迁移。04 年以来，中国开始频现“劳工荒”的问题，沿海地区劳动力成本不断提升。不过我们看到，农村劳动力导致以往依托劳动力成本优势的出口模式得以延续。

一方面，中国农村劳动力成本整体依旧偏低，仅为城市的 1/3 左右，这也是沿海产业内迁的一个关键；

另一方面，2006 年末，农村劳动力资源总量为 53100 万人，其中男劳动力占 50.8%，而农村外出从业劳动力 13181 万人，其中男劳动力占 64%。很显然，中国男性外出务工的比例大于女性，更多的女性劳动力选择在农村，抚养父母和儿女。从目前来看，这种特征仍在延续。因此虽然农村女性劳动力参与率(预计 78%左右)整体高于城市，但仍低于总体 84%的水平。也就是说，农村女性劳动力仍有提高参与率的空间。

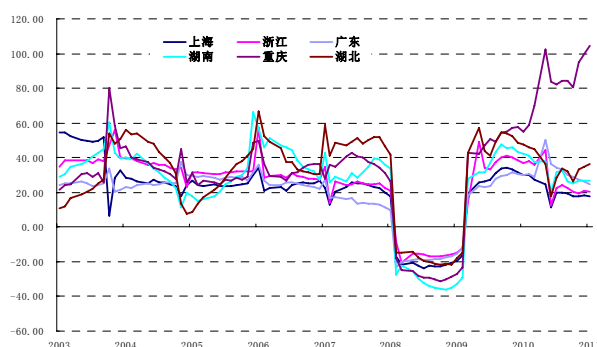
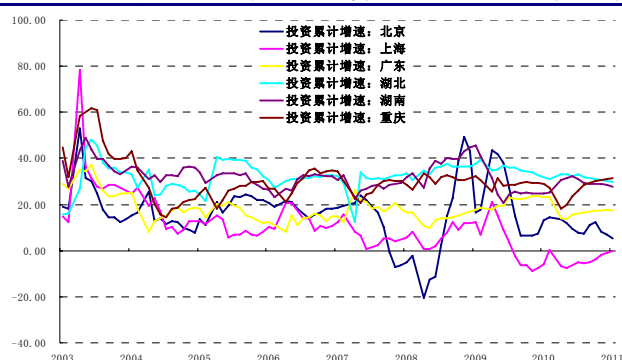


因此，与传统雁行模式中“国与国”之间产业转移不同，中国雁行模式将采取“区域对区域”的方式。以下就是例证：

自 04 年以来，内陆地区的投资平均增速明显高于沿海地区。内陆地区我们以湖北、湖南、重庆为代表，04 年以来的平均增速均在 30% 左右；而沿海地区我们以北京、上海、广东为代表，04 年以来的平均增速分别仅有 13%、10% 和 16%。

此外，自 04 年以来，内陆地区的出口平均增速同样高于沿海地区。04 年以来，湖北、湖南、重庆的出口平均增速分别为 30%、25%、28%，而同期沿海地区的浙江、上海、广东的出口平均增速分别为 24%、21%、18%。

图 13: 04 年以来东部地区投资增速总体低于中西部 图 14: 04 年以来东部地区出口增速总体低于中西部



资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

第二，中国完备的基础设施建设和工业配套体系，是东南亚国家难以比拟的。虽然部分低端消费品产业向劳动力成本低廉的东南亚国家，包括印度转移，但如果从企业的角度来说，选择产业内迁，其中重要原因不仅在于内陆地区成本仍较低，还在于中国整体发达的基础设施建设和完备的工业体系。

以劳动力成本同样低廉的印度为例，2009 年劳动力数量达 4.6 亿人，与同期中国 7.8 亿劳动力相比，并不逊色。然而，2010 年印度第二产业(主要是工业)占 GDP 的比重仅为 28.2%，相比之下，中国第二产业的 GDP 比重达到 46.8%，明显高于前者。产业转移，不仅仅看重的是劳动力成本和数量，还看重生产的整个配套体系。就这一点，中国仍让其他国家难以望其项背。

表 1: 中印三大产业的 GDP 占比

2010 年占 GDP 比重(%)	第一产业	第二产业	第三产业
中国	10.1	46.8	43.1
印度	14.3	28.2	57.5

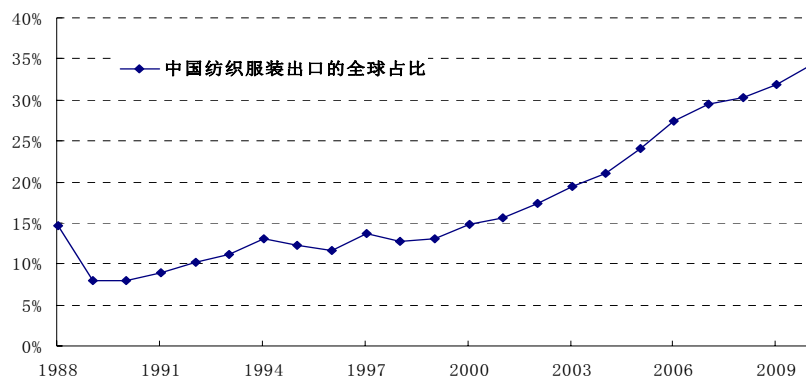
资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

此外，中国低端消费品出口受劳动力成本冲击最为直接，但如果从全球出口占比的变化来看，这种冲击又显得极为微弱。2010 年，中国纺织服装出口的全球占比高达 34.34%，较 04 年整整提升了 12 个百分点，说明中国低端消费品的制造能力仍然没有



哪个国家能够形成根本挑战。

图 15: 2010 年中国纺织服装出口的全球占比依旧高达 34%!

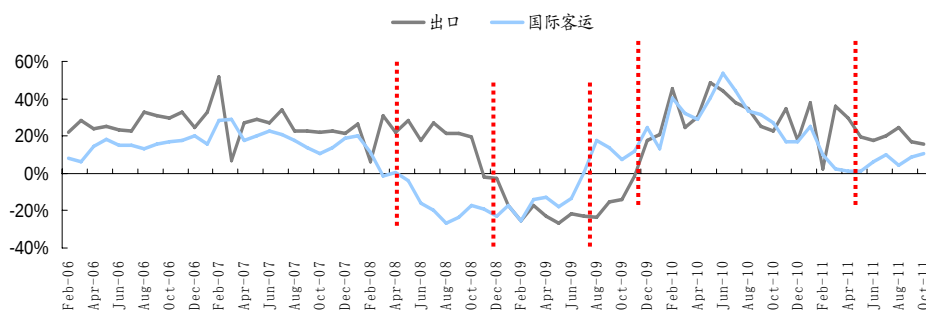


资料来源: WTO 第一创业证券研究所整理

综上所述我们认为, 明年中国出口并不会出现类似 08 年的大幅负增长, 总体增速预计仍可维持在 10%-14% 之间, 因此对 GDP 的贡献也将是有限的。

另外, 根据我们交运行业研究员的研究发现, 国际航空客运可以作为出口走出下行通道的先行指标。从图中可以看到, 在上轮次贷危机中, 08 年 4 月时, 中国国际航空旅客增速已下降至 0, 八个月后, 中国的出口增速也降至 0。09 年 7 月, 国际客运增速在恢复进程中从负增长转为正增长, 之后五个月, 中国出口增速也由负转正。今年 4 月, 中国的国际航空客流增速下降到最低点, 其后便开始恢复。由此, 我们粗略从历史经验中判断, 中国出口或将在 2011 年 12 月至 2012 年 1 月左右降至增速最低点, 而后开始止跌, 但可能在低增速区间停留较长时间。

图 16: 历史显示, 国际客运先行于中国出口增速



资料来源: wind 第一创业证券研究所整理

2、内需: 投资下滑有度, 消费明显提升

1) 投资有限回落, 明年预计在 18-22% 左右

传统政治周期下, 明年投资总体增速不过分悲观。从以往来看, 在每个五年规划的前两年, 投资增速整体处于回升, 或维持相对较高水平。回顾过去三个五年计划, 除了“九五”期间, 刚好处于东南亚金融危机前期, 头两年投资增速明显下滑之外, 在“十五”和“十一五”期间, 第二年的投资增速均较第一年有所提升。



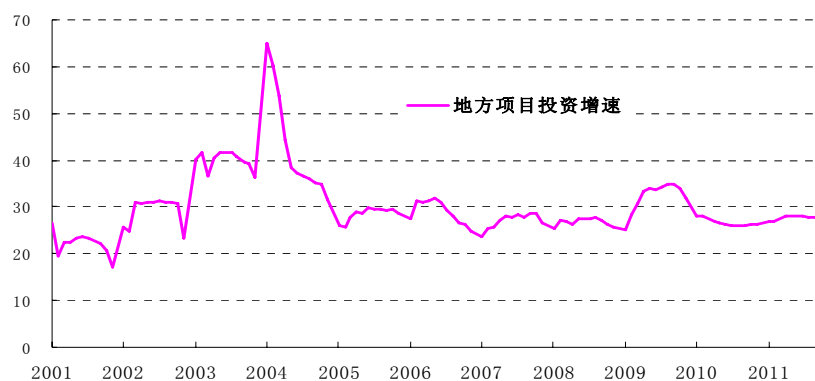
虽然随着 4 万亿财政计划在过去两年的释放,预计明年投资增速高出第一年的可能性较小。不过,2012 年是“十二五”的第二年,当前地方政府换届已经完毕,且地方政府的投资冲动依旧强烈,1-11 月地方项目投资增速继续保持在 27.5%的高增速上,因此总体而言,我们对明年投资总体增速不会过分悲观。

表 2: 前三个五年计划头两年的投资增速

单位: %		九五				十五			十一五			十二五	
	1995	1996	1997	2000	2001	2002	2005	2006	2007	2010	2011	2012E	
投资增速	21.6	12.3	9.3	10.5	14.4	19.3	27.2	24.3	25.8	24.5	24.4	?	

资料来源: wind 第一创业证券研究所整理

图 17: 11 月地方项目投资累计增速依旧高达 27.5%



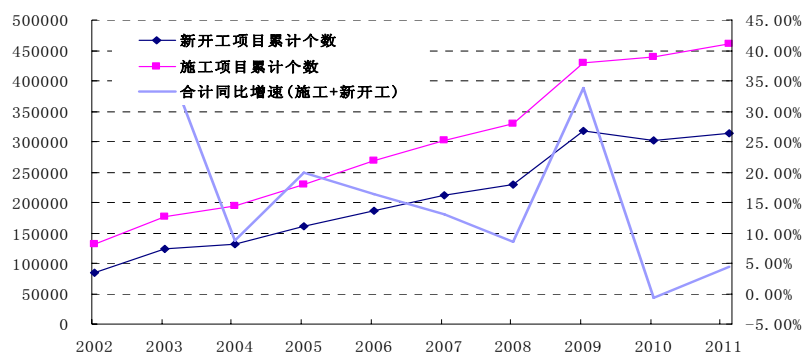
资料来源: wind 第一创业证券研究所整理

明年仍有大量在建、续建项目等待投资。在 2011 年中央经济工作会议中,对于明年经济工作的主要任务,提及“加大对国家重大基础设施在建和续建项目的投入”,并再度提及“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”。两次强调做好明年在建、续建项目的投资保障,可见中央的支持态度十分明确。这一点,在央行货币政策执行报告也提及。

虽然 08 年 4 万亿财政刺激计划产生的投资项目已在 09/10 年集中释放,但我们看到,截至 2011 年 11 月,不管是新开工项目还是施工项目,个数均比去年同期有所增长,合计高达 77 万个(比 09 年 4 万亿财政刺激时期还高 3.8%,且是在今年项目个数统计口径缩窄的情况下)。这也就意味着明年在建和续建项目的规模仍然将十分庞大,也将带动较大的投资力度。



图 18: 2011 年新开工项目和施工项目个数



资料来源: wind 第一创业证券研究所整理

明年 CPI 明显回落，信贷预计可达 8 万亿以上。让我们再重新回顾一下美国 70 年代的情形。从图中可以看出，70 年代美国银行业信贷与 CPI 之间存在负相关关系，这与政策调控思路是一致的。当通胀压力持续时，信贷增速持续下行；当通胀得到明显缓解时，信贷增速处于回升。从过去中国十年的经验来看，基本也是符合的。当 CPI 回落显示通胀压力明显缓解后，信贷增速便重新上行，如 01 年，04 年，08 年。

图 19: 1973-1982 年美国信贷增速与 CPI

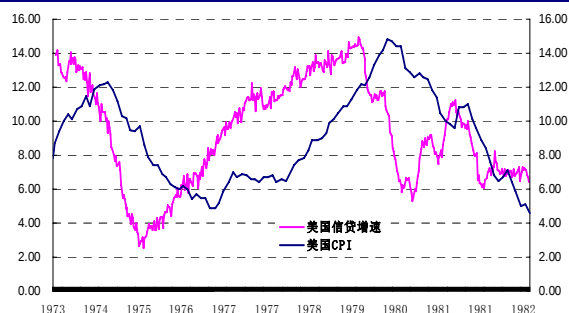
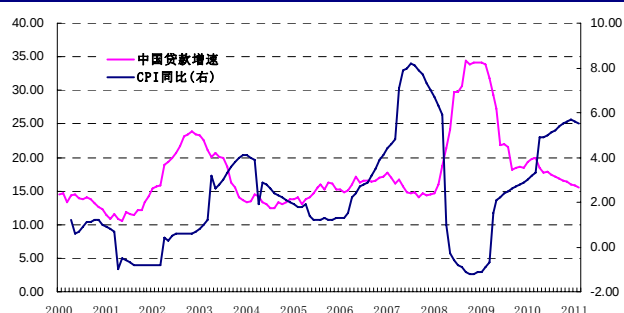


图 20: 2000 年以来，中国信贷增速与 CPI



资料来源: wind 第一创业证券研究所整理

房地产投资虽持续下滑，但明年保障房或可对冲。自 8 月以来，房地产投资增速大幅下滑，从 7 月最高的 37% 下滑至 11 月的 20%。对于明年而言，由于房地产调控政策的延续，商品房投资增速预计将从今年的 31%，明显下滑至 14% 左右。不过我们认为，明年保障房将对此形成一定对冲，一方面，2011 年新开工的 1000 万套将在明年继续投入，另一方面，明年又有 700 万套保障房将开工。**预计明年保障房投资将在 1.5 万亿左右，预计同比增速可达 50%，而房地产投资整体增速将在 15% 左右。**

综上，房地产投资是明年投资下滑的最大风险，不过我们预计在传统政治周期下，以及大量在建续建项目的后续投资，乃至明年信贷 8 万亿的预计规模，明年投资总体增速我们不会过分悲观，预计全年增速在 18-22% 之间。

表 3: 明年投资增速测算



年份	房地产		基建投资		制造业		三者合计贡献	投资总体
	增速	贡献	增速	增速	贡献	增速		
2010 年	33%	6.6%	18.5%	5%	27%	8.4%	20%	24.5%
2011. 1-11	30%	6%	7.4%	1.6%	31.5%	10.8%	18.4%	24.5%
2012 年	14%	2.5%	10%	2%	30%	10%	14.5%	18-22%

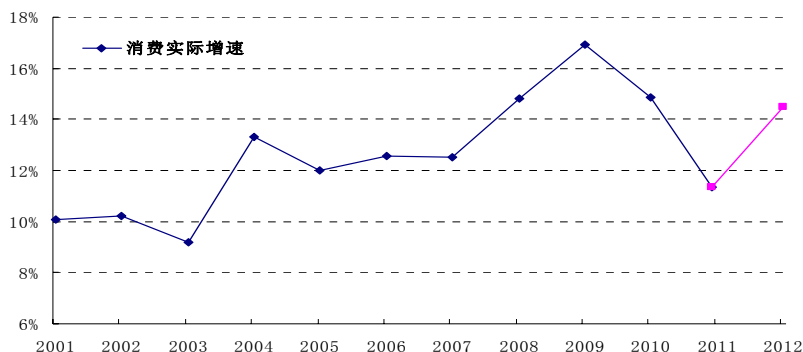
资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

2) 物价明显回落，带动消费显著提升

预计明年消费名义增速维持稳定，但实际增速将有明显提升。明年而言，房地产调控政策还将持续，房地产销售难以出现根本回升，因此预计相关消费将维持稳定；对汽车而言，经过 09/10 年的透支消费后，2012 年增速仍难有明显起色。预计 2012 年消费名义增速基本与今年保持稳定，在 17-18% 之间。

不过，由于明年总体物价水平较低，我们预计 CPI 全年在 2.7%，据此可推得明年消费实际增速将接近 15%，较今年提升 3 个百分点之多。

图 20: 预计 2012 年消费实际增速将明显提升至 15% 左右



资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

3、小结: 明年政策放松 “步步为营”

根据我们对明年与 08 年进行的比较，鉴于外需不会很差，投资有限回落，消费明显提升的情况下，经济下滑不会像 08 年那么差。相应地，政策将不会是 08 年的“开闸放水”放松，而将是在物价持续回落过程中，采取步步为营的做法，即逐步放松。这种放松对经济的提振作用同样是有有效的。

三、信贷供给能力：流动性制约不是根本问题

11 月外汇占款连续两月负增长，不可解释部分降幅月均在 1800 亿左右，为 09 年以来的最大降幅；同时，海外人民币市场的贬值预期持续，国内人民币询价市场一度连续“跌停”，也加剧了市场对资金外逃的担忧，乃至影响整个银行体系流动性，甚至影响明年信贷供给能力。但我们认为不会。理由主要有三点：

1、人民币汇率：贬值是短期行为，升值是长期趋势



首先得问，何以近期出现贬值预期？短期内，人民币汇率忽然被明显看贬，包括以下因素影响：

一方面，外资唱空中国经济，相应看贬人民币。08 年也曾出现这种情形。可以从中国主权 CDS 的变化来加以观察。从以往来看，中国主权 CDS 与人民币升值预期之间存在明显的负相关关系，中国主权 CDS 明显抬升时，人民币升值预期便减弱。自 9 月以来，外资便持续响起看空中国经济的言论，包括对房地产泡沫、地方政府债务及银行信贷问题等，相应地体现为中国主权 CDS 报价的快速上升。9 月中国 5 年主权 CDS 快速上升 30 点，10 月又再度上升 13 点至 151，11 月维持在 141 的高位，为 09 年 4 月以来的最高水平。相应地，我们看到 9 月以来人民币升值预期不断减弱，乃至出现贬值预期。

另一方面，欧债危机风险加剧，也会导致人民币升值预期减弱。当外部风险加剧时，尤其是海外银行业出现流动性危机时，资金倾向于回流发达国家，以维持其流动性，如次贷危机时期的美国银行业，欧债危机时期的欧洲银行业。在回流过程中，抛售人民币、换成美元的过程，会造成海外人民币市场出现贬值倾向。这种情形在 08 年四季度次贷危机爆发时，也有类似表现。我们可以用标普 VIX 市场波动指数来衡量外部风险程度。当 VIX 指数大幅攀升，处于高位时，人民币升值预期均倾向于减弱，甚至出现贬值预期。

图 21: 中国主权 CDS 与人民币升值预期

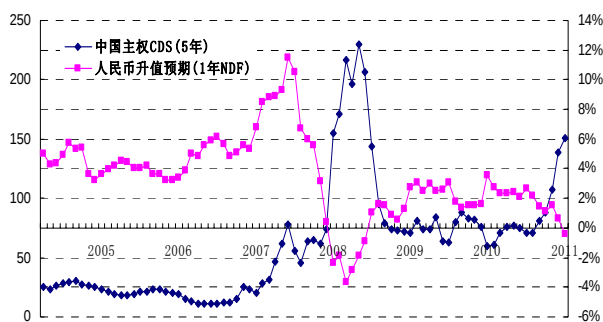
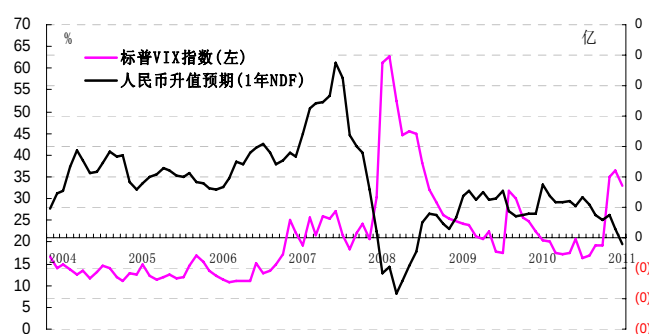


图 22: 标普 VIX 波动指数与人民币升值预期



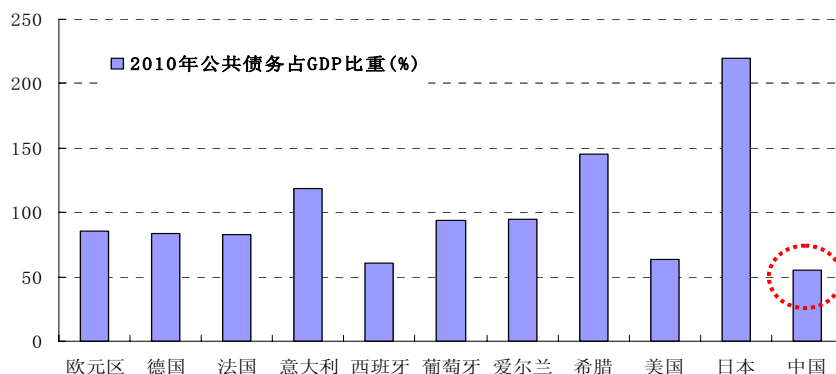
资料来源：wind 第一创业证券研究所整理

以往来看，外资唱空中国没有持久，而欧债危机也是时好时坏，因此整体而言，上述两个因素均属于较为短期的因素。如果从更长期的因素来说，我们认为人民币升值仍是长期趋势。

一是，中国政府资产负债表优于欧美等发达国家。2010 年，将中国 10 万亿地方政府债务，6 万亿国债和 5 万亿隐性社保赤字加总，中国政府债务占 GDP 比重在 50% 左右。与美国 63%、欧元区 85% 的债务 GDP 比重相比，中国政府的资产负债表显得“靓丽”有余，更别说日本 220% 令人发毛的债务规模。此外，中国政府每年财政收入增速平均高达 25% 左右，“财源滚滚”的荷包也让欧美日政府不得不望洋兴叹。良好的资产负债表，加上可观的财源，人民币具有升值的基础。



图 23: 中国政府资产负债表明显好于欧美发达国家



资料来源: wind 第一创业证券研究所整理

二是未来中国将继续拥有相当规模的贸易顺差,从而支撑人民币升值。截至 11 月,今年中国贸易顺差累计为 1383 亿美元,虽较去年同期下滑 18%,但绝对规模仍属较大。从未来来看,由于中国出口竞争力尚无人能替代,因此贸易顺差的格局短期不会扭转,这也决定了人民币存在持续升值的基础。

近期日本表示,有意购买 100 亿美元的中国国债,以实现外汇储备的多元化。从这一点来说,人民币持续贬值并没有得到外界的认可。

2、外汇占款负增长,企业结汇意愿明显降低是关键

上面说到,外部风险下,确实会有资金回抽弥补流动性问题,但这并不是全部。试想一下,如果热钱大量出逃,那么这些原先以人民币形式存在的资金,需要转换成美元资金,将会导致大量售汇行为的发生。

但外管局数据显示,一方面,10 月份银行代客售汇为 1121 亿美元,仅比 9 月略有减少 45 亿美元。而 10 月银行代客结汇为 1152 亿美元,较上月大幅减少 274 亿美元,也明显低于前 5 个月 1350 亿美元的平均水平。另一方面,10 月收汇结汇率(银行代客结汇/银行代客涉外收入)为 61.67%,较 9 月大幅下降 6.5 个百分点,而付汇售汇率(银行代客售汇/银行代客对外付款)为 63.7%,较上月回升 4.6 个百分点。

这两方面的数据说明两点:一是 10 月并没有大量售汇行为发生,这代表着并没有大量资金从人民币转换为外汇,相应也不支持热钱大量出逃的证据。二是外汇占款负增长的原因,更多是结汇减少所致。10 月银行代客结售汇顺差仅有 32 亿美元,较上月下降 230 亿美元左右。而之所以结汇会减少,与人民币短期贬值预期持续下,企业更多选择将手中的外汇留存,而不是先结汇给银行,后续重新以更高的人民币成本购回外汇。



图 24: 10 月售汇基本持平, 结汇大幅减少

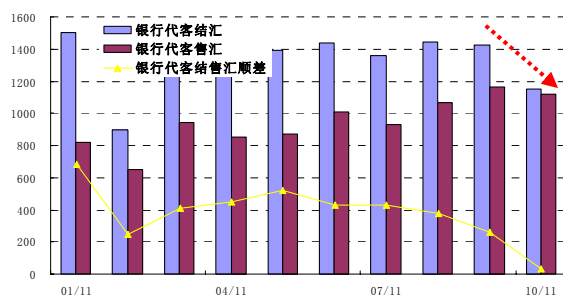
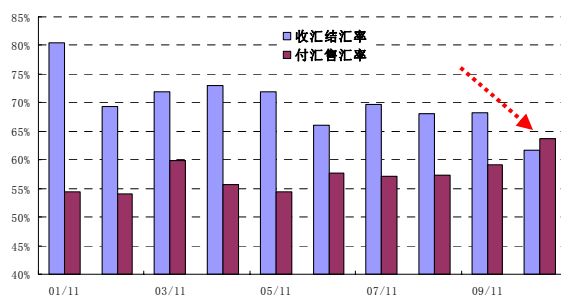


图 25: 10 月企业结汇意愿明显降低



资料来源: wind 第一创业证券研究所整理

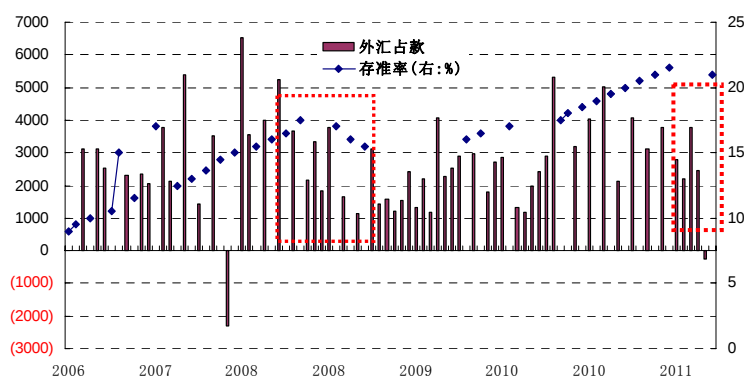
3、高高在上的存准率随时可下调

外汇占款增长低迷, 会从两个方面对银行信贷产生影响: 一是超储率水平, 每一笔贷款都会形成相应一笔存款, 也就需要缴纳一笔存款准备金, 这会消耗超储率; 二是存贷比, 外汇占款是形成银行人民币存款的一个重要来源, 而对于当前人民币存贷比偏高的银行业来说, 外汇占款增长低迷, 也会产生制约作用。

不过我们认为, 一方面, 人民币贬值属短期性质, 明年的外汇占款不会太低, 预计仍可维持在 2 万亿左右。同时从往年来看, 存准率一般都跟随外汇占款而动, 鉴于明年整体处于放松格局, 就算明年外汇占款增加较少, 当前 21% 的存准率具有极大的下调空间。也就是说, 资金面不会是制约因素。另一方面, 虽然当前存贷比偏高, 但与 08 年底放松时期类似, 监管层可以选择适当放开 75% 的人民币存贷比监管红线限制。

根据明年 8 万亿的信贷增长, 预计明年降准次数至少在 3-4 次左右, 以满足流动性的需求。

图 26: 外汇占款与存准率的关系



资料来源: wind 第一创业证券研究所整理



四、投资策略

1、权益市场：震荡上行，区间或在 2100-2800 点

从 1965-1982 年美国滞胀时期来说，美国股市缺乏趋势性的大机会，整体表现平淡。但我们看到，在 CPI 回落时期，同时也是 M2 增速回升阶段，美国股市出现向上的波段行情，涨幅在 30%-60%之间。

05 年股权分置改革以来，我们观察到，中国 M2 增速与股市之间也同样存在类似的联动关系。考虑到明年信贷规模或达 8 万亿，外汇占款或可维持在 2 万亿左右，结合通胀大幅缓解下存款流向表外的减弱，我们预计明年 M2 增速或将整体反弹至 14-15%之间。相应地，明年股市具备向上的基础。

鉴于明年 GDP 增速继续放缓，通胀的回落，预计会对企业盈利增速形成负面影响，从而压制整体股市的上行空间。

我们预计明年股市的震荡区间在 2100-2800 点。

图 27: 1965-1982 年美国 M2 增速与道指关系

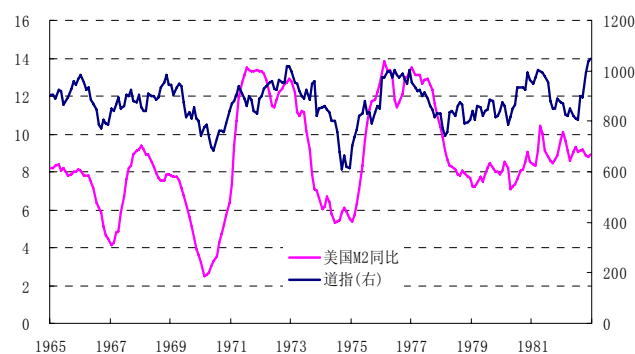
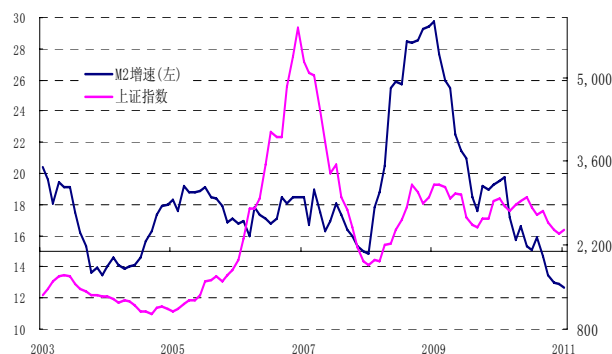


图 28: 2003 年以来，国内 M2 增速与上证指数关系



资料来源: wind 第一创业证券研究所整理

2、债券市场：整体看好

资金宽松先行，推荐短期金融债。从历史的政策放松来看，第一步是央行向市场注入流动性，维护资金宽松，第二步是推动银行信贷投放。预计明年 7 天回购利率可从当前 3%附近的阶段性平台，整体降至 2.5%左右。根据历史走势，当资金整体处于宽松时期，1 年国债与 7 天回购利率基本持平，而 1 年金融债与 7 天回购利率的利差维持在 30-40bp 之间。若与明年 2.5%的 7 天回购利率水平相比，当前 2.7%的 1 年国债收益率与之利差仅有 20bp 左右，而 3.6%的 1 年金融债收益率与之利差则可达到 110bp。因此，对资金的宽松，短期金融债的交易空间更大，预计在 50-60bp。

10 年国债最低或可探至 3.0%-3.1%。我们预计明年物价全年度仅为 2.7%，与 3.5%的 1 年定存利率相比，可能有两次左右降息，时机或在 6 月初及 8 月初(公布上月 CPI); 物价走势呈现 V 型，即“两头高，中间低”，最低点或出现在 7 月(1.8%)。考虑到物价总体下降，明年 10 年长债机会仍将较为明显，最低或可探至 3.0-3.1%。



推荐高评级信用债，下行空间或有 50-80bp。考虑到明年整体资金面的宽松，7 天回购利率平均 2.5% 的低位水平，我们预计中高评级品种，包括短融和中票，或可在当前收益率水平上继续下行 50-80bp。

图 29: 1 年国债、1 年金融债与 7 天回购利率

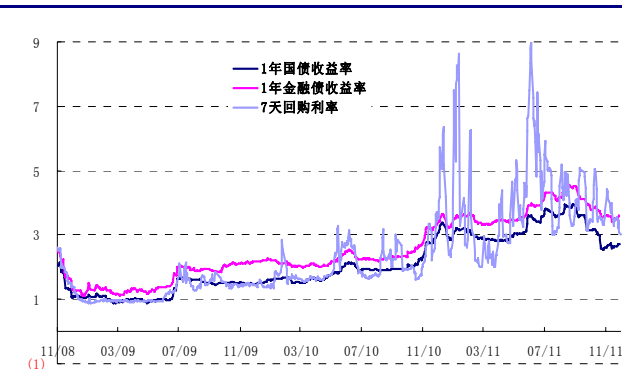
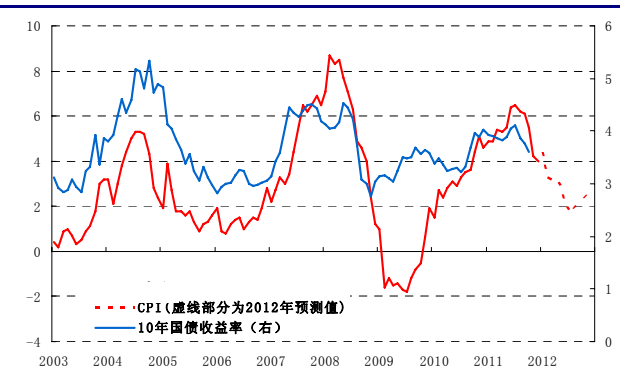


图 30: CPI 与 10 年国债收益率



资料来源: wind 第一创业证券研究所整理

附表: 2012 年主要经济指标预测

指标%	GDP	CPI	出口	投资	消费(实际)	汇率	利率	信贷
2011E	9.2	5.4	21	24	11.5	6.3	3.5	7.5 万亿
2012E	8.6-9.0	2.7	10-14	18-22	14.5	6.1	3.0	8 万亿



免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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，报告中的信息或意见并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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL: 021-68551658 FAX: 021-68551281

P.R.China: 200135