

日期: 2011 年 12 月 26 日



首席宏观分析师 胡月晓
021-53529888-1917
huyuexiao@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120021

报告编号:

相关报告:

《中国经济滞胀前景研究》

——2011 年 7 月 28 日

《寻找经济转型突破口》

——2010 年 11 月 19 日

《定位未来经济增长模式》

——2009 年 12 月 2 日

稳增长回归首要, 2012 年稳中求进

——2012 年 1 月宏观研究月报

■ 主要观点:

对美出口小幅增长, 内需不振拖累进口放缓

11 月份, 我国进出口同比增速双双回落。出口市场分布来看, 11 月, 我国对欧盟及日本的出口增速持续下降, 但是对美国出口出现 0.2 个百分点的小幅回升。进口大宗工业原料增速落后与整体增速, 反映出国内需求的疲软是拖累进口增速的主要原因。

中央经济工作会议: 稳增长重回首要任务

会议指出, 做好明年的经济工作, 要坚持统筹兼顾, 切实把握好各项目标、任务之间的平衡, 稳中求进。要把稳增长、控物价、调结构、惠民生、抓改革、促和谐更好地结合起来。

2012 年: 财政政策将为民生而积极

在今年的中央经济工作会议上, 2012 年的财政政策继续定调为“积极的财政政策”。虽然与 2009 年及 2010 年的提法相一致, 但是会议同时特别提出, “财政政策要继续完善结构性减税政策, 加大民生领域投入, 积极促进经济结构调整”。我们认为, 2012 年的财政政策将从前两年为投资而积极转向为民生而积极。

一、经济运行数据分析

■ 年末 CPI 或重现涨势

10 月份 CPI 同比上涨 4.2%，增速下降幅度达 1.3 个百分点，创下了 2009 年 2 月以来 33 个月的新纪录。

11 月份，食品价格同比上涨 8.8%，环比下降 0.8%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点。其中，猪肉价格同比上涨 26.5%，增速较上月下降 12.4 个百分点，创下 2008 年 6 月以来的阶段性新纪录。但近期随着元旦及春节的临近，在年末节日因素的推动之下，猪肉消费需求将显著增加。根据商务部的监测数据，12 月初，猪肉价格重现上涨。这虽然会对今年 12 月及明年 1、2 月的 CPI 形成一定上涨压力，但是考虑到货币政策尚未松动，物价水平全面持续上涨的动力较今年年初已经明显减弱，所以此轮猪肉价格上涨的高点将难以超越以往。11 月，非食品价格同比上涨 2.2%，环比上涨 0.1%。非食品价格的环比增速持续放缓，考虑历史上年末非食品价格基本都呈现环比下降的趋势，我们认为，12 月份，非食品部分的环比增速可能为零，甚至出现环比下跌。

11 月，PPI 同比上涨 2.7%，环比下跌 0.7%，同比增速较上月放缓 2.3 个百分点。其中，生产资料价格同比增速连续第四个月下降至 2.6%；生活资料价格连续第三个月出现下降至 3.1%。

■ 对美出口小幅增长，内需不振拖累整体进口放缓

11 月份，我国进出口同比增速双双回落，进出口总额同比增速也回落 4 个百分点，创下了今年 2 月份以来的新低。

出口方面，11 月出口同比增速创下了今年 2 月份以来的新低。不仅包括服装、箱包、玩具、鞋类及纺织品在内的劳动密集型产品出口金额增速全面下降。并且，包括电机及数据处理设备的高新技术产品出口数量同比增速也出现明显回落。除一定的季节性因素影响之外，海外市场需求形势继续低迷不振。出口市场分布来看，11 月，我国对欧盟及日本的出口增速持续下降，但是对美国出口出现 0.2 个百分点的小幅回升。我们认为，近期美国经济持续好转的正面影响已经逐渐传递至我国对美出口贸易上。

在进口商品中，原油、成品油、钢材、铁矿石、合成橡胶、氧化铝等大宗工业原料的进口数量累计增速快慢不一，但远远落后于整体进口增速，这反映出国内需求的疲软是拖累进口增速的主要原因。11 月份，进出口贸易顺差额 145.28 亿美元，同比下降 34.83，与此相应的是，11 月 30 日—12 月 14 日，人民币连续是一个交易日触及跌停线表明人民币升值趋势已经得到缓解。

■ 工业增加值增速持续放缓，四季度增速放缓成定局

11 月份，规模以上工业增加值同比增长 12.4%，同比增速较 10 月份回落 0.8%。与历史同期相比，增速降幅扩大表明四季度经济下降已成定局。11 月份，轻重工业同比增速同为 12.4%，重工业增速回落 1.3 个百分点，轻工业加快 0.3 个百分点。我们认为，重工业出现回落的原因可能在于近期出现的“煤电荒”导致部分重工业企业开工不足。随着天气愈加寒冷，轻、重工业增速很可能呈现继续下滑的态势。并且，除气候因素之外，国内需求的疲软可能将导致这一轮的下滑持续更长的时间。

另外，11 月份，全社会工业用电量同比增速连续第二个月出现下降，且下滑幅度创下历史新高。其中，重工业用电量同比增速为 10.92%，轻工业用电量同比增速为 11.74%。受到年末节能减排压力的驱使，预计近期各地可能又将出现一波“拉闸限电”潮，这将对包括钢铁、化工、有色在内的用电大户的正常生产产生负面影响。据此判断，12 月份的工业增加值增速很可能继续放缓。

■ 投资增速放缓，房地产拖累第三产业增速

11 月份，全国固定资产投资总额累计总额为 269452 亿元，累计增速 24.5%，增速较 10 月下降 0.5 个百分点。

分产业看，11 月份，除第三产业增速放缓 0.9 个百分点外，第一、二产业都温和加速。其中，房地产及铁路投资增速下降是拖累第三产业投资增速的重要原因。11 月份，房地产投资下降 1.2 个百分点，连续第四个月增速下降。虽然增速仍处于历史高位，但主要是一千万套保障性住房投资起到了支撑作用。我们认为，经过两年多严格调控，房地产整体市场呈现出下行趋势。11 月，统计局公布的全国房地产开发景气指数为 99.87，这是该指数两年多以来首次跌破 100 大关。房地产市场的持续低迷必然将影响开发商的投资热情。再加上保障性住房任务逐步完成，预计 12 月份房地产投资还将继续下降。

■ PMI 指数止落微升

11 月 PMI 延续了上月的回落趋势至 49，环比回落 1.4 个百分点，这是 2009 年 3 月以来，制造业 PMI 指数首次下降至 50%荣枯线以下。PMI 数值连续两个月的下滑趋势虽然在我们的预期之内，但是考虑到历年 11 月的 PMI 较 10 月份多呈现上涨趋势，而今年却出现环比下降 1.4 个百分点的情况，这说明我国实体经济环境不容乐观。同时，11 月份的汇丰 PMI 指数也跌至荣枯线以下，说明不论是大型国企还是中小企业都已经感受到经济的寒冬。

从分项指数来看，制造业企业购进价格指数继续回落 1.8 个百分点。11 月份工业品价格拐点再次得到确认，价格上涨已经不是未来最重要的利空因素。反映企业营销环节的新订单及出口订单指数分别出现

2.8 及 3 个百分点的下滑，两者跌幅较 10 月份均出现扩大，说明内、外需情况都在恶化。

二、经济政策与重大事件分析

■ 国务院会议：温室气体控制排放及《预算法》修正

12 月份国务院仅召开了 3 次常务会议，主要就当前药品安全及就业及社保规划等问题，做出了政策部署。

表 1 2011 年 12 月国务院常务会议

召开时间	主要内容
12 月 7 日	讨论通过《国家药品安全规划（2011-2015 年）》
12 月 16 日	讨论通过《促进就业规划（2011-2015 年）》
12 月 23 日	研究部署加快发展我国下一代互联网产业

数据来源：上海证券研究所

国务院总理温家宝 7 日主持召开国务院常务会议，讨论通过《国家药品安全规划（2011-2015 年）》。会议讨论通过的《国家药品安全规划》明确了“十二五”时期药品安全工作的总体目标和重点任务。到 2015 年，药品生产 100% 符合新修订的《药品生产质量管理规范》要求，药品安全水平大幅提高，人民群众用药安全满意度显著提升。

16 日，国务院常务会议通过《促进就业规划（2011—2015 年）》。会议明确了“十二五”时期就业工作的主要目标：城镇新增就业 4500 万人，农业富余劳动力转移就业 4000 万人，城镇登记失业率控制在 5% 以内，社会保障制度覆盖所有劳动者，就业稳定性明显提高。会议做出如下部署：一要提高经济发展对就业的拉动能力；二要实施更加积极的就业政策；三要统筹做好城乡、重点群体就业工作；四要完善面向全体劳动者的职业培训制度，加强专业技术人才和高技能人才队伍建设，全面提高劳动者职业素质和就业能力；五要健全统一规范灵活的人力资源市场，形成覆盖城乡的公共就业和人才服务体系，为劳动者提供优质高效的就业服务；六要健全劳动关系协调机制和企业工资分配制度。

国务院总理温家宝 23 日主持召开国务院常务会议，研究部署加快发展我国下一代互联网产业。会议明确了今后一个时期我国发展下一代互联网的路线图和主要目标。2013 年年底以前，开展国际互联网协议第 6 版网络小规模商用试点，形成成熟的商业模式和技术演进路线；2014 年至 2015 年，开展大规模部署和商用，实现国际互联网协议第 4 版与第 6 版主流业务互通。在此过程中，形成一批具有较强国际影响力的下一代互联网研究机构和骨干企业，全面增强互联网产业对消费、投资、出口和就业的拉动作用，增强对信息产业、高技术服务业、经济

社会发展的辐射带动作用。

■ 中央经济工作会议：稳增长重回首要任务

中央经济工作会议 12 月 12 日至 14 日在北京举行。会议全面分析当前国际国内经济形势，明确提出明年经济工作的总体要求、大政方针、主要任务。

会议提出了明年经济工作的主要任务。第一，继续加强和改善宏观调控，促进经济平稳较快发展。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要继续完善结构性减税政策，加大民生领域投入，积极促进经济结构调整，严格财政收支管理，加强地方政府债务管理。货币政策要根据经济运行情况，适时适度进行预调微调，综合运用多种货币政策工具，保持货币信贷总量合理增长，优化信贷结构，发挥好资本市场的积极作用，有效防范和及时化解潜在金融风险。

第二，坚持不懈抓好“三农”工作，增强农产品供给保障能力。要加大强农惠农富农政策力度，加快农业科技进步，努力促进农业增产、农民增收、农村发展。第三，加快经济结构调整，促进经济自主协调发展。一是着力扩大内需特别是消费需求；二是着力推进产业结构优化升级；三是着力加强节能减排工作；四是着力推动区域协调发展。第四，深化重点领域和关键环节改革，提高对外开放水平。第五，大力保障和改善民生，加强和创新社会管理。

会议指出，做好明年的经济工作，要坚持统筹兼顾，切实把握好各项目标、任务之间的平衡，稳中求进。要把稳增长、控物价、调结构、惠民生、抓改革、促和谐更好地结合起来。

■ 财政下调 730 种进口产品关税税率至平均 4.4%

财政部 15 日宣布，自 2012 年 1 月 1 日起，中国进出口关税将进行部分调整，将对 730 多种商品实施较低的进口暂定税率，平均税率为 4.4%，比最惠国税率低 50% 以上。

这些商品主要分为五大类，一是能源资源性产品，包括煤炭、焦炭、成品油、大理石、花岗岩、天然橡胶、稀土、铜、铝、镍等；二是发展高端装备制造、新一代信息技术、新能源汽车等战略性新兴产业所需的关键设备和零部件，包括喷气织机、涡轮轴航空发动机、高压输电线、手机用摄像组件、高清摄像头、小轿车车身冲压件用关键模具等；三是农业生产资料，包括大马力拖拉机、大型收割机、乳品加工机、种用鲸、农药原料、化肥、动物饲料等；四是用于促进消费和改善民生的日用品，包括冷冻海鱼、特殊配方婴幼儿奶粉、婴儿食品、护肤品、烫发剂、餐具、厨房用具等；五是与公共卫生相关的产品，包括疫苗、血清、人工耳蜗、X 光片等。

三、经济走势和政策预测

■ 2012年：财政政策将为民生而积极

在今天的中央经济工作会议上，中央为2012年的财政政策继续定调为“积极的财政政策”。虽然这样的提法与2009年、2010年相一致，但是会议同时特别提出，“财政政策要继续完善结构性减税政策，加大民生领域投入，积极促进经济结构调整”。我们认为，2012年的财政政策将从前两年为投资而积极转向为民生而积极。

在今天的中央经济工作会议中，民生问题被反复强调，涉及的领域涵盖了教育、就业、社保、医疗、农民工落户城市以及食品、药品安全问题。对于这些问题的解决，货币政策鞭长莫及，所以财政政策就首当其冲的成为主要的工具。2012年是在任政府执政的最后一年，包括2010年中央提出的“2012年要实现国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例达到4%的目标”以及新型农村社会养老保险制度全覆盖的阶段性目标都需要在2012年进行兑现，这就要求财政政策未来的关注重点从之前的投资向民生领域转移。

目前来看，财政政策对民生领域的投入的主要手段之一是“增支”，即加大在各类民生领域的支出与投资。例如，进一步加大对教育、社保、医疗以及贫困地区的转移支付投入力度，增加对水利建设的投资等等。其次，从近期中央包括增值税扩围、降低730种商品的进口关税以及在房产税方面的改革来看，在前几年被忽视的税收手段重新获得了中央的重视。并且在“稳增长”与“调结构”的平衡上，中央选择了结构性减税的策略，以实现“有保有压”。一方面，增值税扩围以及降低先进设备及日用品进口关税有助于服务业中小企业的发展，积极协助我国产业升级，提升技术含量以及满足内需消费升级的要求；另一方面，房产税、资源税以及环保税的推行推广能够遏制局部领域出现的投资炒作及资源浪费。

由此，我们预计，2012年，我国财政赤字规模及与GDP的占比将有所扩大，但前期由政府主导投资引发的对民营经济的各种挤出效应将得到一定程度的缓解，财政政策将逐步转型为民生式积极。

■ “调结构”即将真正破题

从2005年开始，中央首次提出了“结构调整和增长方式转变”的概念。但是，近六年过去了，我国经济结构及增长方式并没有出现太大的改观。2009年，资产形成总额对GDP的累积贡献率达到了92.3%。这说明，投资，特别是房地产投资以及政府主导的基建投资依然是拉动我国经济增长的重要支撑力量。并且，在各个产业中，企业仍然单一依赖压低成本和扩大生产规模为主要竞争手段。

从2010年开始，中央的措辞开始发生变化。2010年，中央首次提出要将文化产业建设成为未来我国支柱产业，并即刻出台各类相关指导意见，从金融、税收及产业政策上为此提供协助。这是2003年8月中央

国务院在“18号文件”中确认房地产为我国支柱产业以来，中央第一次对支柱产业的内涵进行重新定义。近期，在持续两年的房地产调控下，房价出现大面积下跌，相关投资及消费需求相应出现明显下降的情况下，中央仍然明确表态将坚持房地产调控，表明中央已经下定决心促使经济摆脱对房地产的依赖。

在产业方面，从10月份开始，涵盖了生物技术、新型建材、高端装备制造以及新能源汽车等等在内的多项产业“十二五”规划的出台全部将“鼓励创新，提升自主创新能力”作为首要任务。除此之外，包括建材、钢铁、纺织在内的传统行业也在其产业规划中强调对技术创新以及高端产品研发的重视。在劳动力成本不断提高、外部贸易壁垒不断增加的情况，传统的“中国制造”竞争优势已经受到严重的挤压，这种挑战也成为引导经济转型最强大的动力。

由此，我们认为，经过多年的酝酿准备，“调结构”可能在2012年开始真正破题。但是破题仅仅只是一个开端。我们预计，真正的行动需要在2013年，新一届的核心领导层稳定之后才会开始实际执行落实。

■ 节能减排任更重，道更远

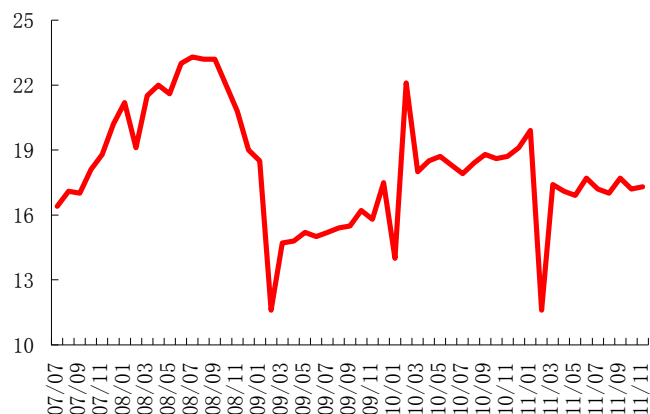
在今年的中央经济工作会议中，中央再次大篇幅强调了节能减排的重要性。在“十一五”期间，以小火电、小钢厂、小化工厂为代表的各类污染大户先后被关停关闭。但即使在中央的铁腕治理下，“十一五”期间的节能减排任务仍然没有完成。由于“十二五”期间剩下排污主体基本都属于国有大型化工、冶炼及开采企业，治理空间不断缩小，未来节能减排的任务将更为艰巨。

除了关闭一些不符合环保规范的排污企业会影响全社会投资及工业生产之外，企业为达标不得不增加环保支出将对企业成本造成压力。同时，部分地方政府在节能减排的考核压力之下，在年末采取拉闸限电的极端手段进行冲刺严重干扰了企业正常的生产活动。而随着未来节能减排压力的增大，企业的环保成本上升以及年末拉闸限电的趋势很可能将成为常态。

12月20日，中央相关部委公布的《国家环境保护“十二五”规划》提出，“十二五”期间，我国要合理控制能源消费总量，到2015年，非化石能源占一次能源消费比重达到11.4%，重点区域内重点重金属污染物排放量比2007年降低15%。《规划》还表示，“十二五”期间，我国全社会环保投资需求约3.4万亿元。其中，优先实施8项环境保护重点工程，开展一批环境基础调查与试点示范，投资需求约1.5万亿元。但是，在解决方案上，《规划》只罗列除了概要性思想，缺少具备可操作性的具体措施。并且，该《规划》属于长期性纲要，其实施效果需要等待具体的细则出台才能进一步评估。

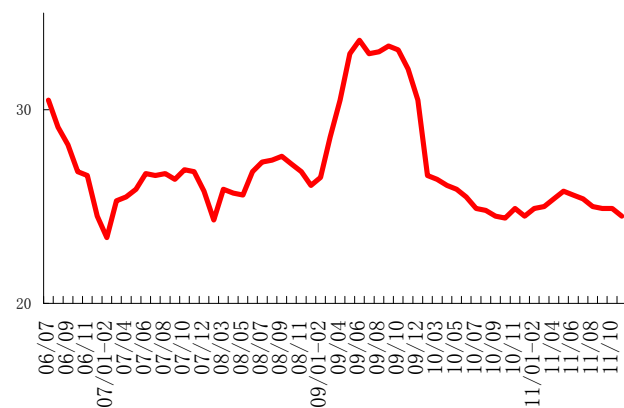
2011 年 11 月宏观经济数据

图 1 社会消费品零售总额月度同比 (%)



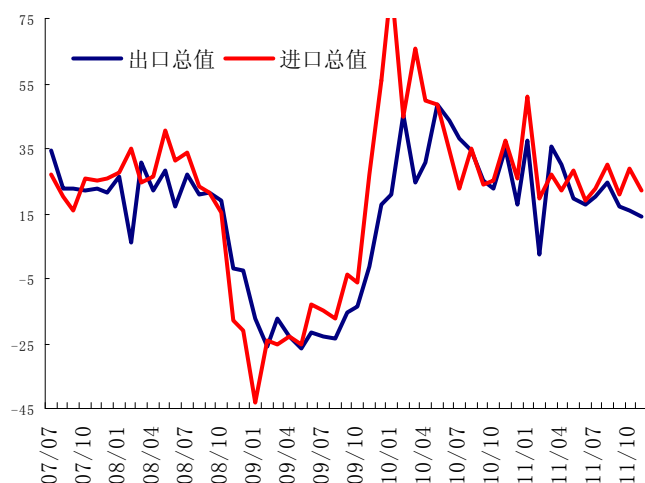
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 2 固定资产投资累计同比 (%)



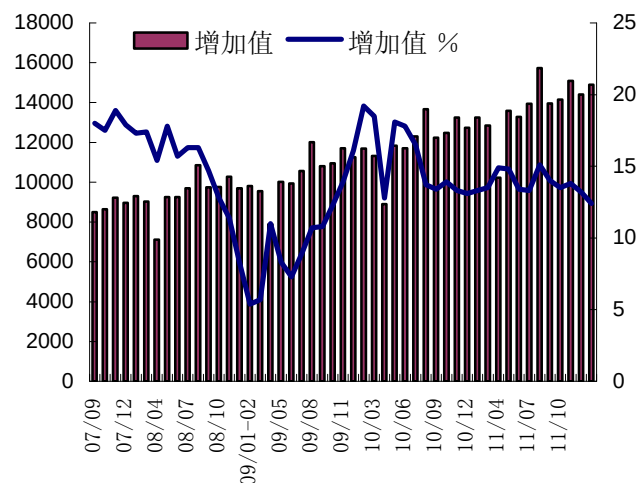
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 3 进口总值与出口总值的月度同比 (%)



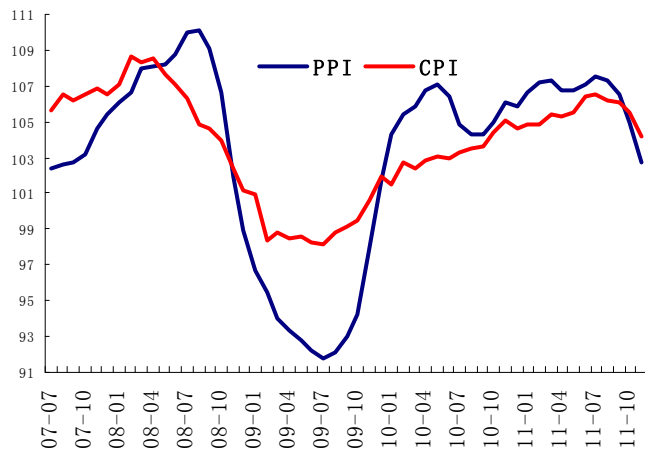
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 4 工业增加值月度同比 (%)



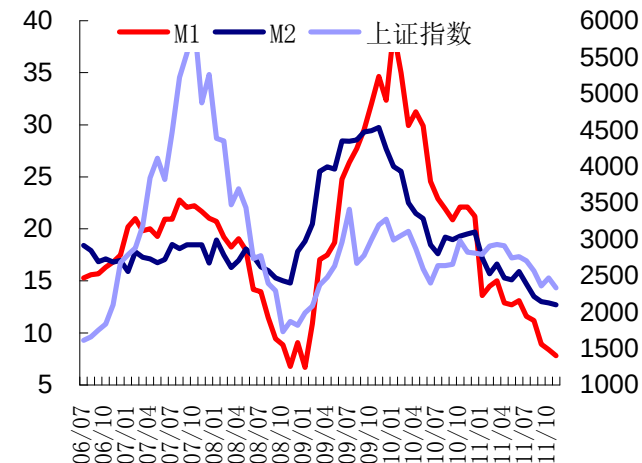
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 5 CPI&PPI 月度同比 (%)



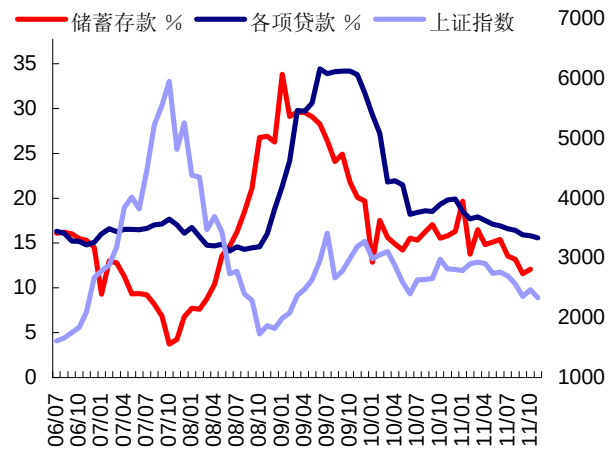
数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

图 6 货币供应量增长月度变动 (%)



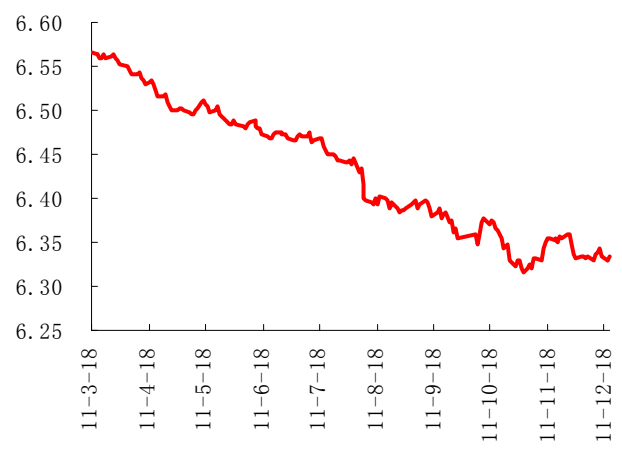
数据来源: 人民银行、上海证券研究所

图 7 储蓄存款余额与各项贷款余额的月度变化



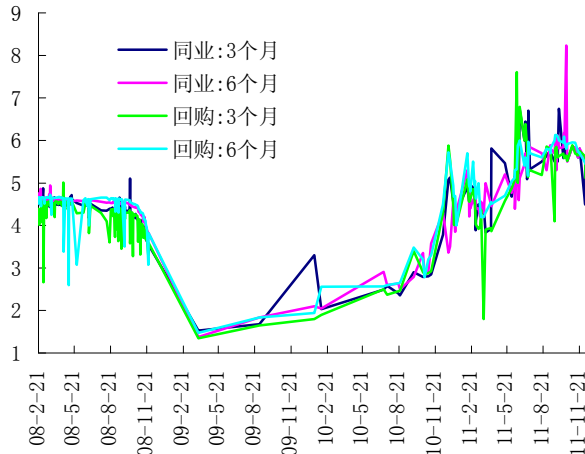
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 8 美元兑人民币期末汇率走势



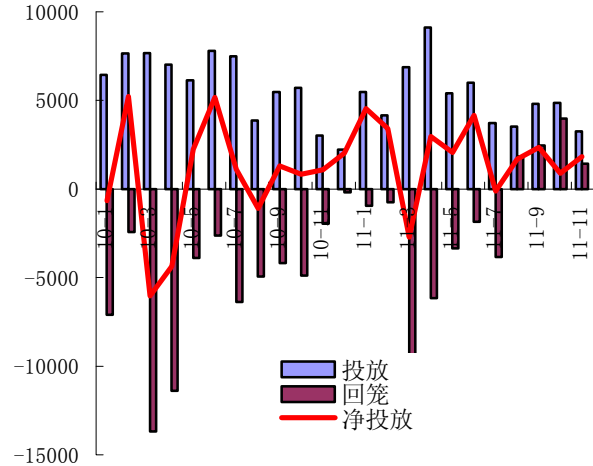
数据来源：外汇管理局、上海证券研究所

图 9 银行间同业拆借、回购加权平均利率 (%)



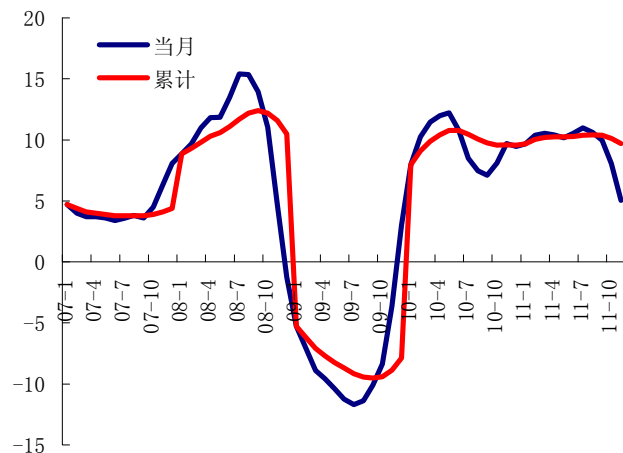
数据来源：wind、上海证券研究所

图 10 央行公开市场操作货币投放与回笼



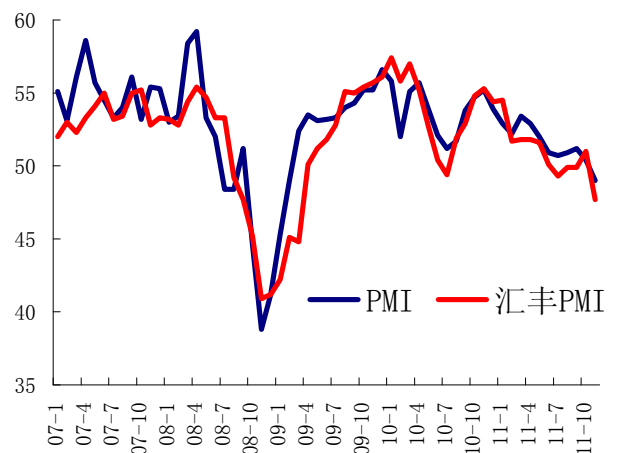
数据来源：wind、上海证券研究所

图 11 全部原材料价格变动 (购进价格指数, 同比: %)



数据来源：wind、上海证券研究所

图 12 物流协会 PMI 及汇丰 PMI



数据来源：wind、上海证券研究所

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权，本公司具备证券投资咨询业务资格。