

分析师： 李冒余 (8621) 68751605 limy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120003

联系人： 王夏儒 (8621) 68751610 wangxr@cjsc.com.cn

类滞胀环境下的政策两难

报告要点

■ 类滞胀环境下政策面临两难

2011 年，中国经济遭遇了寒冬，高企的通胀以及减速的经济使得政策调控面临两难。尽管在连续的调控政策下，通胀从年中开始有了明显的回落，但是负面的结果在于，伴随着货币的全面紧缩，各行各业，特别是中小企业无疑受到了严重的冲击。伴随着从三季度开始的高层不断调研、释放政策调整信号，经济下滑的趋势得到了一定程度上的修复，但是通胀压力尚未完全散去，全面“保增长”势必引发通胀的再度回头。

■ 供给端回落明显，盈利受到冲击

2011 年全年国内生产总值 471564 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.2%。除了第一产业在国家连续一贯的政策、资金支持下维持了增速稳定以外，第二、三产业均受到了一定的冲击，增速下滑较快，并且从目前来看，这一趋势并没得到逆转。与 GDP 同步的工业生产，特别是重工业产业，出现了较为明显减速。而地域方面则体现出了西进东退的局面。而受到生产减速、劳动力以及原材料成本提高的影响，企业效益增速放缓。东部地区受到紧缩性政策的压制增速回落 3.2 个百分点，而中西部地区则维持了一贯的增速。1-11 月份，全国规模以上工业企业实现利润 46638 亿元，同比增长 24.4%，较去年的 49.4% 的增速大打折扣。

■ 三架马车年中持续回落，今年难有大幅改善

从三大马车来看，投资的运行从年中开始即持续的下行，这与去年上半年以来连续的货币政策紧缩、信贷投放少有明显关联，而年中的动车事件更是雪上加霜。而表现在房地产投资上，增速回落更为明显。既包括行政干预又包括货币信贷的调控政策不放松使得地产销售数据开始遭遇低谷，由于销售数据对于投资有 1 到 2 个季度的领先性，那么铜九铁十的惨淡销售反映到投资上，今年一季度预计将继续下滑。从零售销售数据来看，受到通胀高企、政策退出以及信贷紧缩的影响，去年耐用消费品的增长速度明显回落。从历史经验来看，在消费信心剧烈下滑的动荡时期，消费的真实表现都不会很好。我们预计，随着明年 CPI 的下降和消费信心的稳定，社会零售品销售总额将会小幅回升至 18%。

国家统计局发布 2011 年全年经济数据

实体产出：2011 年全年 GDP 总值 471564 亿元，同比增长 9.2%，分季度来看，一季度同比增长 9.7%，二季度同比增长 9.5%，三季度同比增长 9.1%，四季度同比增长 8.9%。规模以上工业增加值同比增长 13.9%，其中 12 月份的同比增速为 12.8%。

投资数据：2011 年全年全国固定资产投资 301933 亿元，同比增长 23.8%。其中，房地产开发投资 61740 亿元，增长 27.9%。

消费数据：2011 年全年消费总额为 181226 亿元，同比增长 17.1%，其中 12 月份同比增长 18.1%。

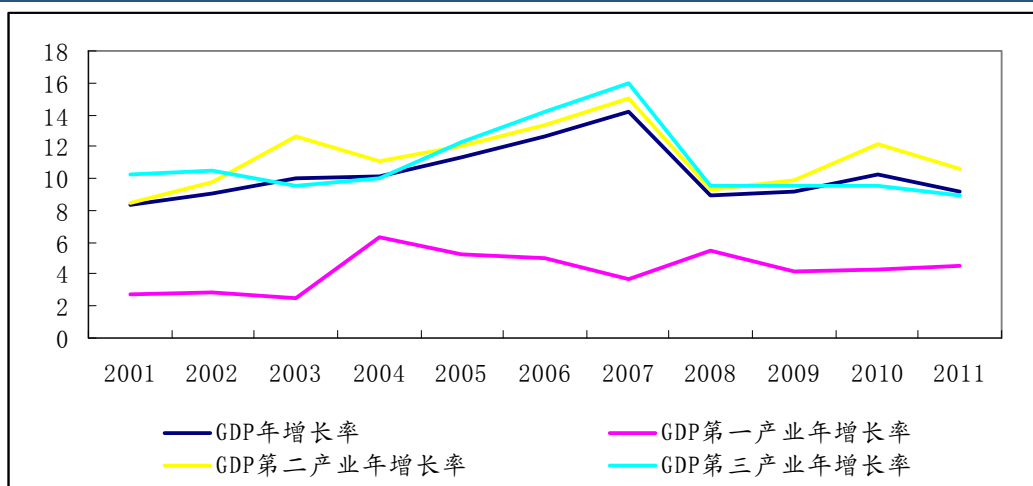
点评：类滞胀环境下的政策两难

2011 年，中国经济遭遇了寒冬，高企的通胀以及减速的经济使得政策调控面临两难。尽管在连续的调控政策下，通胀从年中开始有了明显的回落，但是负面的结果在于，伴随着货币的全面紧缩，各行各业，特别是中小企业无疑受到了严重的冲击。伴随着从三季度开始的高层不断调研、释放政策调整信号，经济下滑的趋势得到了一定程度上的修复，但是通胀压力尚未完全散去，全面“保增长”势必引发通胀的再度回头。

紧缩政策下经济明显减速

2011 年全年国内生产总值 471564 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.2%。分季度看，一季度同比增长 9.7%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 8.9%。分产业看，第一产业增加值 47712 亿元，比上年增长 4.5%；第二产业增加值 220592 亿元，增长 10.6%；第三产业增加值 203260 亿元，增长 8.9%。除了第一产业在国家连续一贯的政策、资金支持下维持了增速稳定以外，第二、三产业均受到了一定的冲击，增速下滑较快，并且从目前来看，这一趋势并没得到逆转。

图 1: GDP 增速全面下滑

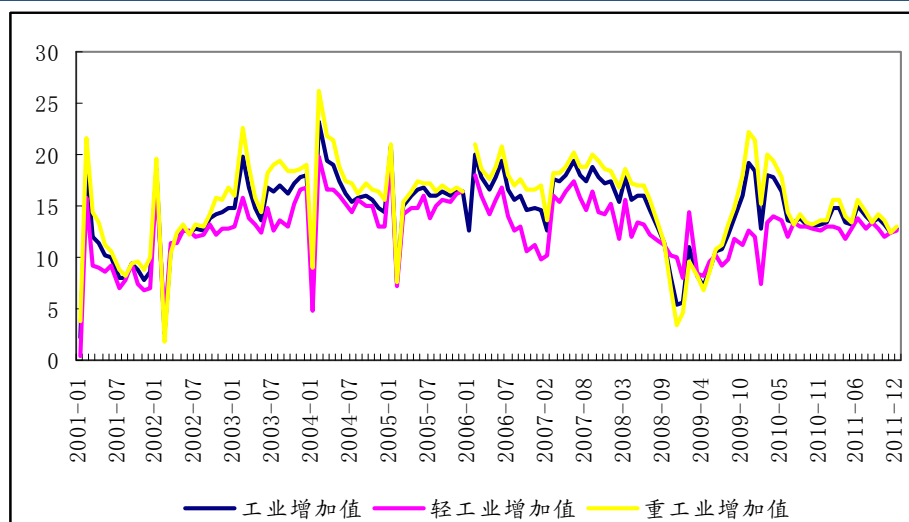


资料来源：国家统计局，长江证券研究部

与 GDP 同步的工业生产，特别是重工业产业，出现了较为明显减速。而地域方面则体现出了西进东退的局面。而受到生产减速、劳动力以及原材料成本提高的影响，企业效益增速放缓。2011 年全国规模以上工业增加值按可比价格计算比上年增长 13.9%，较去年大幅回落了 1.8 个百分点。分轻重工业看，重工业增加值比上年增长 14.3%，回落幅度在 2.2 个百分点，而轻工业增长 13.0%，与去年基本持平。分行业看，39 个大类行业增加值全部实现比上年增长。分

地区看，东部地区增加值比上年增长 11.7%，中部地区增长 18.2%，西部地区增长 16.8%，东部地区受到紧缩性政策的压制增速回落 3.2 个百分点，而中西部地区则维持了一贯的增速。12 月份，规模以上工业增加值同比增长 12.8%。1-11 月份，全国规模以上工业企业实现利润 46638 亿元，同比增长 24.4%，较去年的 49.4% 的增速大打折扣。

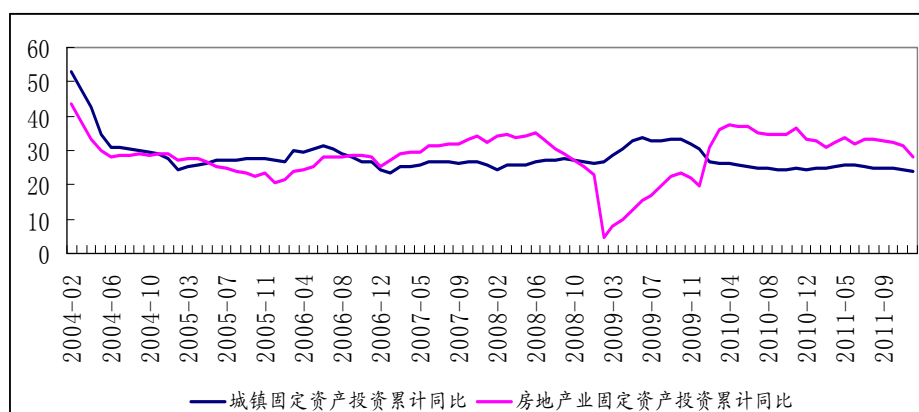
图 2：工业增加值稳中有落



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

由于供给端的产出本身是滞后的反映结果，而市场更为关注领先的需求。从三大马车来看，投资的运行从年中开始即持续的下行，这与去年上半年年来连续的货币政策紧缩、信贷投放少有明显关联，而年中的动车事件更是雪上加霜。一般来说，固定资产投资，尤其是房地产投资，存在显著的季节性波动，也可以理解为周期循环性波动。我们可以发现，每年年初一季度由于春节因素，投资的环比较低，节后的二季度开始持续回升，新项目大量开工，从而带来夏季的施工旺季。三季度投资增速步入淡季，年底 11-12 月再次攀升，我们认为这与原有项目的竣工和新一年投资布局相关。但去年冬季，11 月、12 月的投资增速回落明显加快，这虽然与寒冷天气拖累新开工和施工进度有一定的联系，但更加体现为紧缩政策效果展现下的投资加速回落。而表现在房地产投资上，增速回落更为明显。既包括行政干预又包括货币信贷的调控政策不放松使得地产销售数据开始遭遇低谷，由于销售数据对于投资有 1 到 2 个季度的领先性，那么铜九铁十的惨淡销售反映到投资上，今年一季度预计将继续下滑。

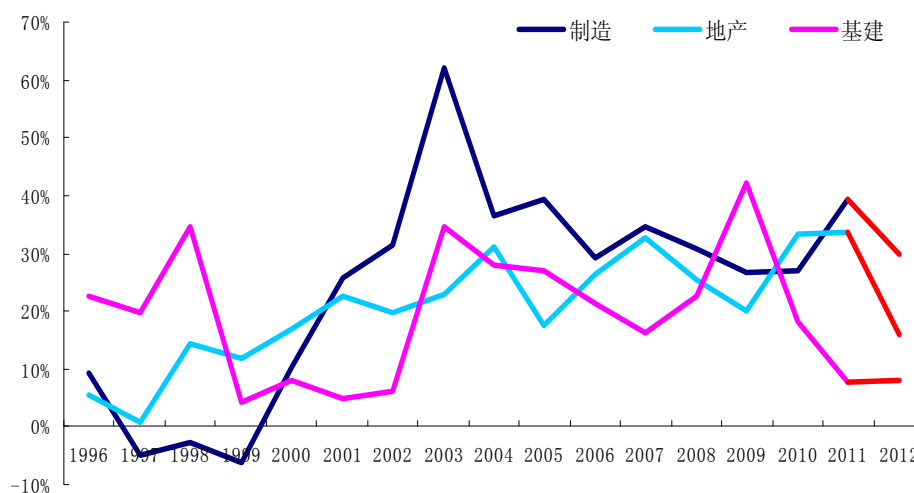
图 3：投资及房地产投资分别出现回落



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

而今年将步入新旧周期交替的过渡期，投资扩张动力必然遭遇真空，考虑十八大换届效应，我们判断地方政府投资冲动最早也是在明年下半年萌动。从固定投资的内部构成来看，房地产投资上半年将大幅减速至 15%，制造业内部有分化，劳动力密集型依然扩张，但是受调控紧缩的滞后影响预计重化工和机械类投资难以延续，基建投资总体趋于回升，明年水利和保障房投资都还能维持，铁路公路建设中西部加速开工，三个投资分项两下一上，总体依然会下滑一点，预计明年为 22%-23%。

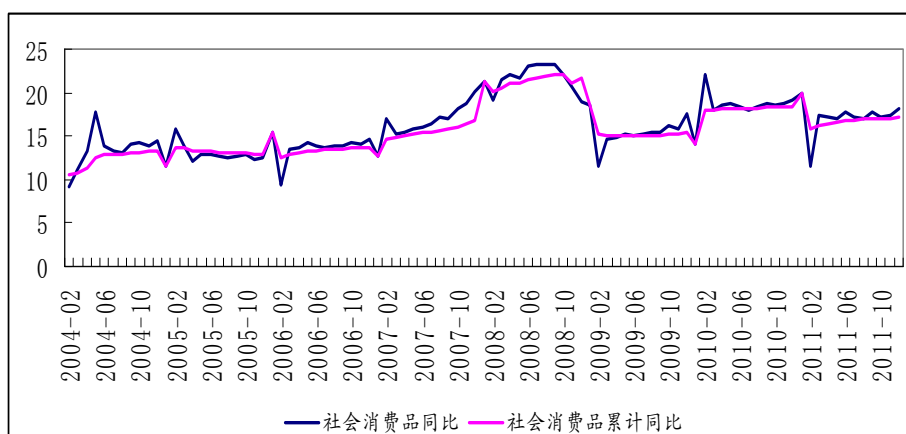
图 4：预计明年的投资数据将继续回落



资料来源：长江证券研究部

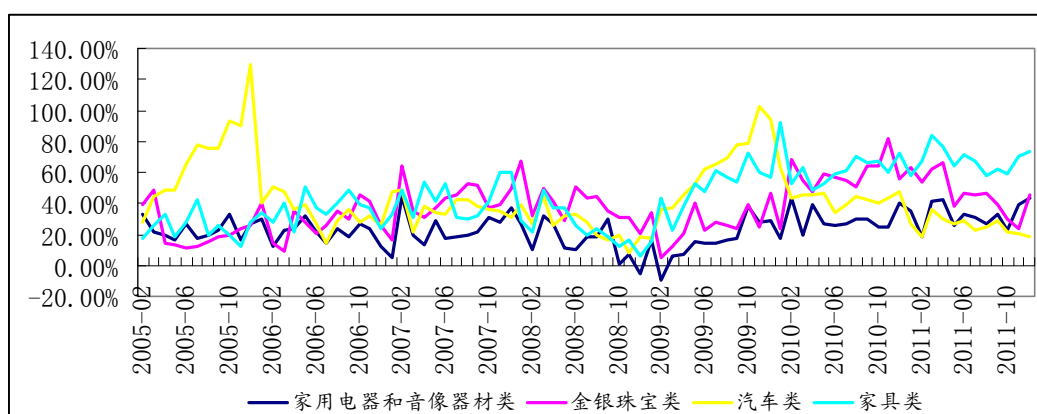
从零售销售数据来看，2011 年社会消费品零售总额 181226 亿元，比上年名义增长 17.1%（扣除价格因素实际增长 11.6%）。其中，汽车类增长 14.6%，增速比上年回落 20.2 个百分点；家具类增长 32.8%，回落 4.4 个百分点；家用电器和音像器材类增长 21.6%，回落 6.1 个百分点。12 月份，社会消费品零售总额同比名义增长 18.1%（扣除价格因素实际增长 13.8%），环比增长 1.41%。受到通胀高企、政策退出以及信贷紧缩的影响，去年耐用消费品的增长速度明显回落。从历史经验来看，在消费信心剧烈下滑的动荡时期，消费的真实表现都不会很好。我们预计，随着明年 CPI 的下降和消费信心的稳定，社会零售品销售总额将会小幅回升至 18%。

图 5：社会消费零售增速稳定



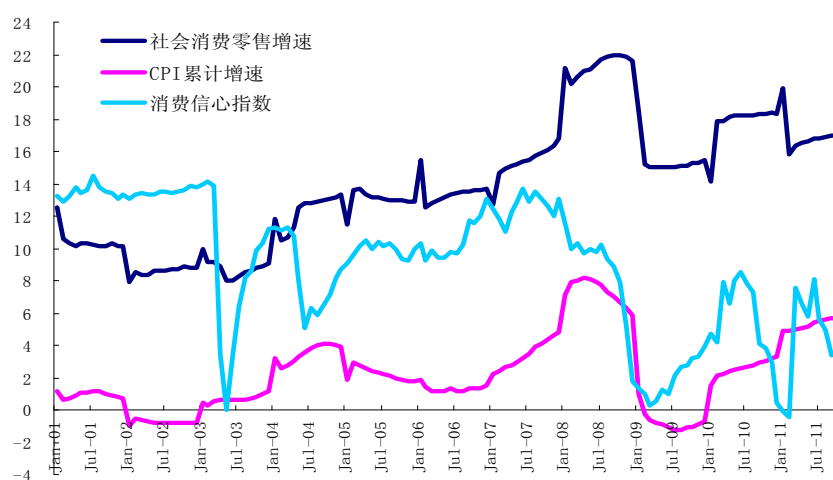
资料来源：长江证券研究部

图 6: 零售销售分项回落明显



资料来源：长江证券研究部

图 7: CPI、消费者信心、零售销售



资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。