



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 中国经济

程漫江

(8610) 6622 9128
mj.cheng@bocigroup.com

叶丙南

(8610) 6622 9081
bingnan.ye@bocigroup.com

预计中国经济增长将逐步 减速

GDP 增长放缓符合预期。国家统计局公布的数据显示, 2011 年 4 季度, 我国国内生产总值(GDP)增长 8.9%(同比, 下同), 增速较 3 季度的 9.1%和 2 季度的 9.5%进一步放缓。4 季度 GDP 增速完全符合我们的预期, 表明短期内国内经济仍呈现逐步放缓的态势。从季度环比的角度来看, 4 季度 GDP 增长 2%, 增幅较前两个季度的 2.3%和 2.4%明显下降。分行业看, 4 季度第一、第二和第三产业(即农业、工业及建筑业和服务业)分别增长 4.5%、10.6%和 8.9%, 而 3 季度分别增长 3.8%、10.8%和 9%。我们注意到, 在国内房地产市场调整和全球经济不景气的大环境下, 工业和服务业增长均保持放缓趋势。由于未来, 上述两项因素的负面影响将持续释放, 因此中国经济增长将保持逐步减速的态势。

工业增加值季节性反弹。12 月我国规模以上工业增加值增速从 11 月的 12.4%反弹至 12.8%, 这主要是由于农历春节前夕商业活动增加带来的季节性影响。其中, 重工业和轻工业分别增长 13%和 12.6%, 增速均略高于 11 月的 12.4%和 12.4%。期内, 出口交货额增长 12.3%, 增速比上月的 10.1%上升 2.2 个百分点。12 月, 纺织业、化学原料及制品业和非金属矿物制品业分别增长 12.7%、14.8%和 16.7%, 增速较上月的 10.1%、14.5%和 16.5%略有上升。而事实上, 过去几个月中, 大部分行业的增长均持续放缓。12 月, 钢材、水泥和电力产量分别增长 6%、7%和 9.7%, 增速均低于上月的 7.5%、11.2%和 8.5%。机械设备行业中, 通用设备的增速放缓最为明显, 增速由上月的 14.2%降至 11.7%, 而交通运输设备增速也由上月的 11.4%放缓至 10.3%。未来, 由于需求进一步放缓和部分行业的去库存化, 工业增加值增长可能仍将逐步减速。

零售额平稳上升。在居民收入大幅增长的支撑下, 近几个月零售额一直保持平稳增长。12 月, 我国零售总额增长 18.1%, 增速较上月的 17.3%进一步提高。分类来看, 食品、饮料、烟酒类零售额增长 28.5%, 服装类零售额增长 26.7%, 而日用品类零售额增长 23.4%, 11 月上述三项的增速分别为 24.7%、22.5%和 24%。家用电器和音像器材类零售额增速也由 11 月的 25%加快至 33.4%。与此同时, 家具类零售额增长 39.2%, 增速比上月的 34.4%提高了 4.8 个百分点。未来, 基本消费品销售仍将保持平稳增长, 而在持续房地产调控政策的影响下, 一些耐用品的销售可能出现波动。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

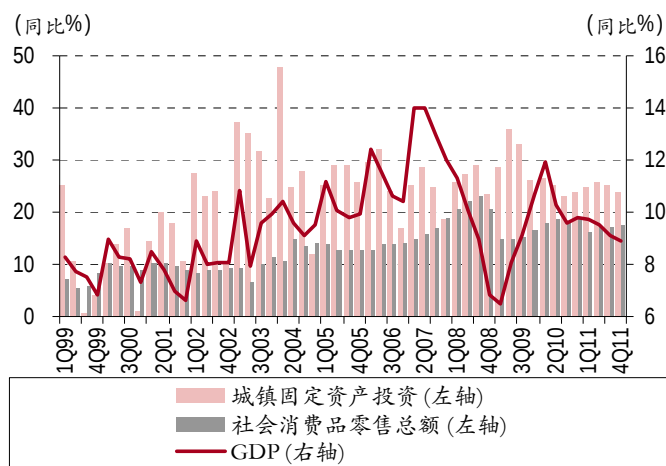
中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371

固定资产投资增速明显放缓。2011 年全年，我国固定资产投资(不含农户投资)增长 23.8%，增幅相比 1-11 月的 24.5% 小幅放缓。从单月数据来看，11 月和 12 月，非农固定资产投资增速分别从 10 月的 24.9% 下降至 21.3% 和 19%。投资增长降温主要反映出在持续的房地产调控政策下，房地产开发商和地方政府的建设步伐放缓。2011 年全年，农业、第二产业和服务业城镇固定资产投资分别增长 25%、27.3% 和 21.1%，而前 11 个月增速分别为 28.8%、27% 和 21.1%。2011 年全年房地产投资增速也由前 11 个月的 29.9% 进一步放缓至 27.9%。从单月数据来看，12 月房地产投资增速已降至 20% 以下。国家统计局数据显示，2011 年全年开发商购地总面积增长 2.6%，增速较前 11 个月的 3% 和上半年的 18.4% 进一步回落，这表明 2012 年房地产投资可能持续减速。未来，制造业投资将保持平稳增长，而房地产投资将进一步放缓。与此同时，由于土地转让收入缩水、银行信贷紧缩，未来几个月基础设施投资将保持相对较低增长。我们维持 2012 年全年非农固定资产投资增速将下降至 16%-17% 的预测。

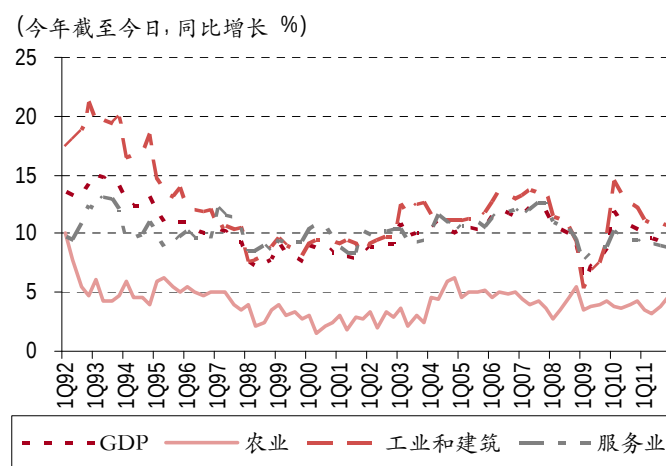
未来经济增长进一步放缓，政策或将微调。过去几个月中，中国经济一直保持逐步放缓态势，大部分需求层面的指标均持续收缩。随着海外经济低迷和国内房地产市场调控的影响进一步释放，未来，中国的经济增长和通胀可能面临更大的下行压力。从目前形势判断，未来几个月中，房地产市场的销售和价格可能进一步下滑。由于土地销售增长回落以及地方融资平台的去杠杆化，未来几个月，交通运输、公共设施和其他基础设施行业的固定资产投资增长将相对缓慢。房地产投资，尤其是商品房建设，也将逐步回落。通胀方面，由于最近几个月全球商品价格走势疲软，工业品出厂价格指数(PEFPI)环比将保持低速增长，预计 1 季度 PEFPI 同比增速将稳步下滑。上半年，居民消费价格指数(CPI)同比增速也有望逐步回落。我们认为，中国政府将根据经济形势的动态变化，采取逐步、温和的方式对宏观经济政策进行微调。央行可能在今年上半年再次下调法定准备金率，而是否会降息仍要取决于未来的通胀走势。

图表 1. 固定资产投资、零售额和 GDP 增长



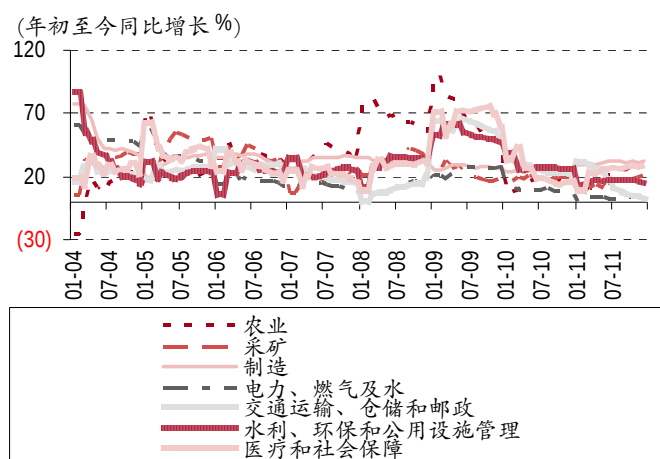
资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 2. 各产业 GDP 增长



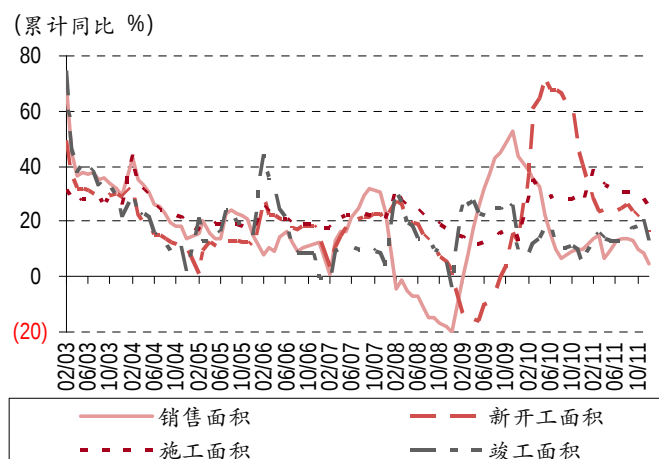
资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 3. 各行业固定资产投资增长



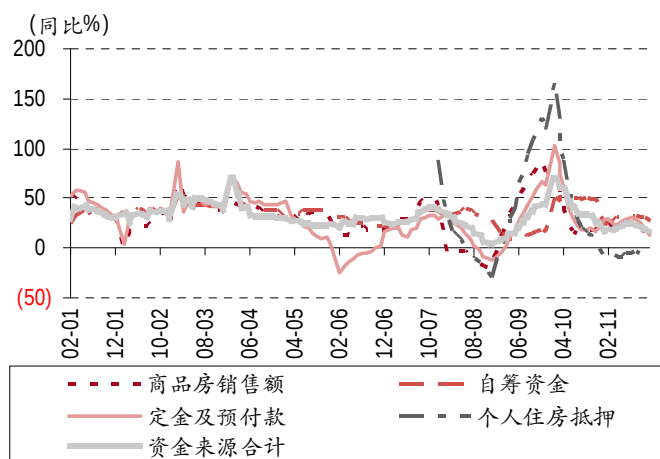
资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 4. 房地产市场指标



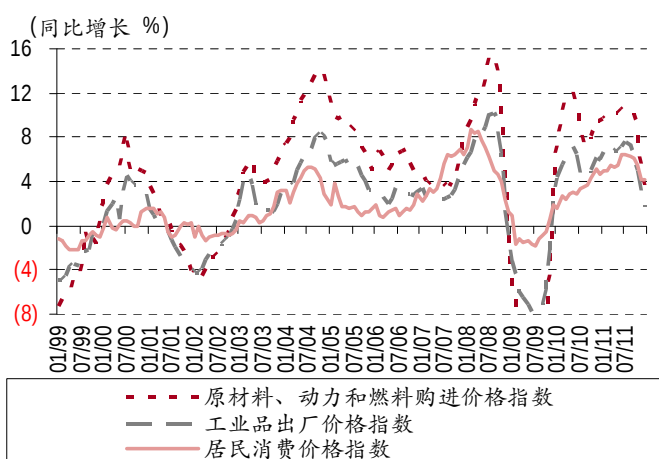
资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 5. 房地产投资来源



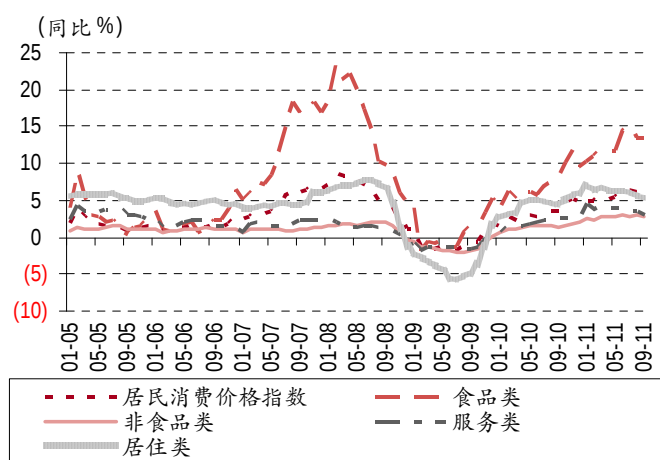
资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 6. 我国通胀水平



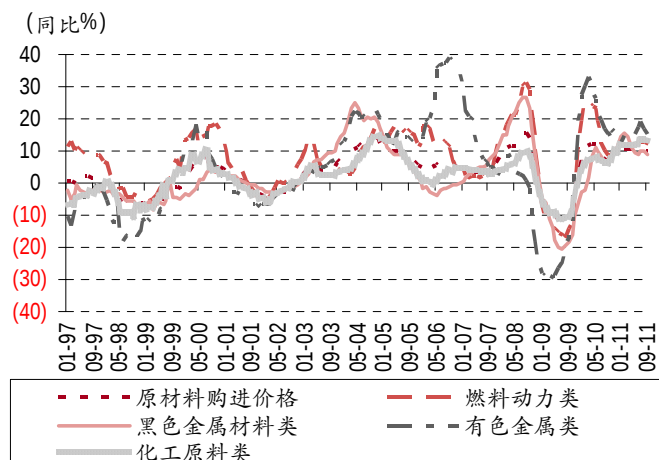
资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 7. 国内 CPI 增长



资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 8. PPI 增长



资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 9. 季度经济指标

同比增长(%)	2009				2010				2011			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
GDP	6.5	8.1	9.1	10.7	11.9	10.3	9.6	9.8	9.7	9.5	9.1	8.9
工业增加值	5.1	9.1	12.4	17.9	19.6	15.9	13.5	13.3	14.4	13.9	13.8	12.8
固定资产投资	28.6	33.6	33.3	30.5	26.4	25.5	24.5	24.5	25.0	25.9	25.1	23.8
社会消费品零售总额	15.0	15.0	15.3	16.5	17.9	18.5	18.4	18.6	16.3	17.3	17.3	17.5
居民消费价格指数	(0.6)	(1.5)	(1.3)	0.7	2.2	2.9	3.5	4.7	5.0	5.7	6.3	4.6
工业品出厂价格指数	(4.6)	(7.2)	(7.7)	(2.1)	5.2	6.8	4.5	5.7	7.1	6.9	7.1	3.1
原材料购进价格指数	(7.1)	(10.4)	(11.1)	(3.0)	9.9	11.7	7.7	9.1	10.2	10.4	10.5	5.5
出口	(19.7)	(23.4)	(20.5)	0.2	28.7	40.9	32.3	3.2	26.5	23.2	20.6	14.3
进口	(30.9)	(20.3)	(11.8)	22.6	64.6	44.1	27.1	4.4	32.6	22.1	24.6	20.4
贸易余额(十亿美元)	62.3	34.7	39.2	61.5	14.5	41.2	65.6	63.1	(1.0)	46.7	64.5	128.8
实际外商直接投资(十亿美元)	21.8	20.4	20.8	26.2	23.4	23.5	22.9	31.4	26.0	27.2	26.0	25.6
外汇储备(十亿美元)	1,953.7	2,131.6	2,272.6	2,399.2	2,447.1	2,454.3	2,648.3	2,847.3	3,044.7	3,197.5	3,201.7	3,181.2
汇率: 人民币/美元	6.836	6.833	6.829	6.828	6.827	6.817	6.746	6.660	6.575	6.472	6.355	6.342
M0	10.9	11.5	16.0	11.8	15.8	15.7	13.8	16.7	14.8	14.4	12.7	13.8
M1	17.0	24.8	29.5	32.4	29.9	24.6	20.9	21.2	15.0	13.1	8.9	7.9
M2	25.5	28.5	29.3	27.7	22.5	18.5	19.0	19.7	16.6	15.9	13.0	13.6

资料来源: 国家统计局、中国人民银行、海关总署、商务部、中银国际研究

图表 10. 月度经济指标

同比增长(%)	2010					2011											
	8月	9月	10月	11月	12月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
工业增加值	13.9	13.3	13.1	13.3	13.5	14.1	14.8	13.4	13.3	15.1	14.0	13.5	13.8	13.2	12.4	12.8	
- 轻工业	13.1	13.0	12.9	12.7	13.0	13.3	12.8	11.9	12.9	13.9	12.8	13.4	12.8	12.1	12.4	12.6	
- 重工业	14.2	13.4	13.2	13.6	13.7	14.4	15.6	14.0	13.5	15.6	14.5	13.5	14.3	13.7	12.4	13.0	
出口交货值	26.7	21.5	21.6	20.8	18.3	20.2	21.1	20.1	14.9	16.3	16.6	17.2	13.9	13.6	10.1	12.3	
城镇固定资产投资	24.8	24.5	24.4	24.9	24.5	24.9	25.0	25.4	25.8	25.3	25.4	25.0	24.9	24.9	24.5	23.8	
- 第一产业	18.6	17.7	17.2	16.6	18.2	6.9	10.8	12.6	15.6	20.6	22.8	23.0	25.5	28.2	28.8	25.0	
- 第二产业	22.2	22.0	22.3	22.7	23.2	24.7	24.8	24.6	26.3	27.1	26.7	27.0	26.9	26.9	27.0	27.3	
- 第三产业	27.0	26.7	26.4	26.9	25.6	25.6	25.6	26.5	25.9	24.7	24.5	23.6	23.4	23.3	22.4	21.1	
- 房地产开发投资	36.7	36.4	36.5	36.5	33.2	35.2	34.1	34.3	34.6	32.9	33.6	33.2	32.0	31.1	29.9	27.9	
社会零售额	18.4	18.8	18.6	18.7	19.1	15.8	17.4	17.1	16.9	17.7	17.2	17.0	17.7	17.2	17.3	18.1	
- 城市	18.8	19.1	18.6	19.0	19.5	15.9	17.5	17.3	17.0	17.8	17.3	17.1	17.8	17.2	17.3	17.2	
- 县及县以下	15.9	17.0	18.9	17.0	17.0	15.4	16.7	16.3	16.5	16.8	16.4	16.4	17.3	17.4	17.2	16.7	
居民消费价格指数	3.5	3.6	4.4	5.1	4.6	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1	5.5	4.2	4.1	
工业品出厂价格指数	4.3	4.3	5.0	6.1	5.9	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3	6.5	5.0	2.7	1.7	
原材料购进价格指数	7.5	7.1	8.1	9.7	9.5	10.4	10.5	10.4	10.2	10.5	11.0	10.6	10.0	8.0	5.1	3.5	

资料来源: 国家统计局, 中银国际研究

图表 11. 主要行业工业增加值

同比增长(%)	2010				2011											
	9月	10月	11月	12月	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
全部	13.3	13.1	13.3	13.5	14.1	14.8	13.4	13.3	15.1	14.0	13.5	13.8	13.2	12.4	12.8	
纺织	11.5	10.5	8.9	7.8	7.7	6.6	5.9	7.0	8.2	8.6	7.6	8.3	8.1	10.1	12.7	
化学原料及制品	12.5	13.3	11.0	10.5	15.3	14.7	13.9	13.0	15.8	14.9	13.9	14.8	13.1	14.5	14.8	
非金属矿物制品	16.7	17.0	18.0	19.3	17.8	20.2	18.1	18.5	19.8	18.8	17.6	18.0	17.0	16.5	16.7	
黑色金属	20.2	4.6	4.9	5.9	8.6	9.3	8.5	9.0	12.8	10.9	10.2	13.6	10.7	9.7	9.4	
通用设备	14.4	18.8	19.0	23.9	22.4	20.3	19.9	18.9	18.5	15.8	15.7	14.7	15.8	14.2	11.7	
交通运输设备	18.2	16.4	18.1	16.6	14.4	13.7	9.7	7.8	10.7	11.2	12.4	12.2	11.3	11.4	10.3	
电气机械及器材	11.6	16.3	17.4	16.4	17.7	17.3	14.3	14.2	16.2	12.9	13.4	13.3	10.8	11.6	13.3	
通信设备、计算机和其他电子设备	8.6	13.3	14.0	12.2	14.3	16.1	14.6	11.4	15.6	15.0	16.9	17.7	15.6	13.4	15.4	
电力热力生产和供应	5.8	6.8	7.1	5.9	13.0	13.5	11.7	10.9	11.3	10.5	7.7	8.9	8.0	7.6	9.9	
产量:																
-粗钢	4.5	4.1	4.6	3.5	14.5	13.7	8.3	10.6	14.8	14.9	12.9	18.8	13.4	7.5	6.0	
-钢材	10.3	10.5	17.3	16.4	9.1	29.8	22.4	19.2	19.9	16.8	12.8	15.7	16.5	11.2	7.0	
-水泥	17.8	23.0	27.6	23.9	10.3	9.9	(1.6)	(1.9)	3.6	(1.3)	9.5	2.5	1.3	(1.3)	(6.5)	
-汽车	8.1	5.9	5.6	5.1	11.7	14.8	11.7	12.1	16.2	13.2	10.0	11.5	9.3	8.5	9.7	

资料来源: 国家统计局, 中银国际研究

图表 12. 各行业零售额

同比增长(%)	2010				2011											
	9月	10月	11月	12月	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
社会零售额	18.8	18.6	18.7	19.1	15.8	17.4	17.1	16.9	17.7	17.2	17.0	17.7	17.2	17.3	18.1	
城市	19.1	18.9	19.0	19.5	15.9	17.5	17.3	17.0	17.8	17.3	17.1	17.8	17.2	17.3	18.2	
县及县以下地区	17.0	16.8	17.0	17.0	15.4	16.7	16.3	16.5	16.8	16.4	16.4	17.3	17.4	17.2	17.8	
限额以上企业商品零售	29.3	29.6	30.7	33.0	18.5	25.3	23.8	23.0	25.8	23.6	22.5	25.1	21.5	21.4	23.1	
食品、饮料、烟酒类	31.9	27.3	31.8	32.1	22.9	21.8	23.1	24.2	27.9	26.6	24.0	24.4	22.7	24.7	28.5	
服装鞋帽、针、纺织品类	26.7	32.6	20.4	27.3	22.2	21.9	26.8	21.8	24.6	24.1	21.9	27.6	19.5	22.5	26.7	
化妆品类	16.7	15.4	15.0	21.3	16.1	21.2	23.3	20.3	19.8	19.5	14.8	19.5	15.5	17.3	16.9	
金银珠宝类	54.9	45.6	67.0	47.7	51.4	52.4	54.3	43.0	42.2	45.0	44.4	38.5	32.3	16.2	35.6	
日用品类	28.9	26.0	23.6	27.4	24.1	19.8	24.2	22.8	26.3	22.5	26.9	22.0	20.4	24.0	23.4	
体育、娱乐用品类	24.9	20.6	20.9	36.0	21.6	13.0	13.5	10.5	14.3	10.4	8.2	1.3	9.8	15.1	14.1	
家用电器和音像器材类	28.5	22.6	22.6	34.9	17.9	26.0	27.6	15.4	22.9	18.9	14.8	19.5	15.3	25.0	33.4	
中西药品类	20.6	23.9	31.3	24.3	21.2	18.6	17.4	17.8	18.7	17.2	22.0	18.0	24.6	23.0	27.2	
文化办公用品类	31.3	24.4	25.9	23.6	20.7	18.5	14.6	19.8	25.9	27.1	26.2	35.3	35.7	34.5	34.1	
家具类	39.6	35.8	33.6	34.5	20.4	31.9	30.6	26.1	35.8	33.1	29.5	33.6	33.3	34.4	39.2	
通讯器材类	14.8	23.3	26.8	49.4	23.2	21.3	29.5	24.8	36.0	33.6	27.8	24.8	24.5	31.3	24.8	
石油及制品类	29.3	31.0	34.4	32.7	33.7	43.8	39.7	42.3	39.5	40.6	38.4	38.7	34.2	31.4	31.1	
建筑及装潢材料类	39.0	30.1	33.5	37.8	20.8	33.0	22.9	23.9	35.8	32.4	25.4	26.5	26.1	28.4	37.2	
汽车类	29.7	32.2	33.6	37.2	10.9	18.7	13.2	13.6	16.9	11.9	12.4	18.7	12.6	11.4	10.2	

资料来源: 国家统计局, 中银国际研究