

日期: 2012 年 1 月 30 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:

金融回归服务实体，维稳是未来重点

——2012 年 2 月宏观研究月报

■ 主要观点:

2011 年年末货币放松或仅为季节性短期现象

2011 年 12 月份货币环境在宽松方向上回弹一步，或仅是季节性的暂时现象。节日因素使得现金需求增多，经济活动季节性放缓，货币流通速度下降，货币当局必须临时性增加货币投放，以满足季节性的资金需求上升。长期来看，与危机前相比，当前的银行间市场资金仍然处于偏紧状态。

全国金融工作会议：金融回归服务实体经济

在今年的全国金融工作会议上，温家宝强调，要坚持金融服务实体经济的本质要求，牢牢把握发展实体经济这一坚实基础，从多方面采取措施，确保资金投向实体经济，坚决抑制社会资本脱实向虚、以钱炒钱，防止虚拟经济过度自我循环和膨胀，防止出现产业空心化现象。

金融风险内涵拓宽，维稳是未来重点

当前我国金融风险的内涵已经不再限于以往的传统范畴，而是进一步拓宽至各类追求短期暴利的投机炒作行为对实体经济以及金融系统稳定运行造成的潜在伤害。由此，打击各类投机炒作行为，维护金融体系安全稳定运行将是 2012 年中央的重点工作之一。

一、经济运行数据分析

■ CPI 同比涨幅继续回落，环比止跌回涨

2011 年 12 月份 CPI 同比 4.1%，与前期相比，2011 年 12 月 CPI 同比增速的下滑幅度明显收窄，其中环比结束了前期连续三个月的下跌趋势出现 0.3 个百分点的上涨。在近期经济没有出现明显利好的情况下，考虑到 2011 年 12 月临近元旦及春节，所以节日及气候因素是 CPI 环比止跌回升的主要因素。与历史同期相比，2011 年 12 月，CPI 指数环比上涨幅度偏低，说明市场需求不振的情况已近堪比 2009 年。目前由于我国 CPI 指数主要受到食品价格变动的主导，而今年的春节假期延续至 1 月末尾，所以我们预计 2012 年 1 月份食品价格水平可能继续上涨，从而带动 2012 年 1 月 CPI 环比继续上涨，CPI 同比增速可能趋于稳定。

■ 出口跌幅收窄，内需不振拖累进口放缓

2011 年 12 月份，我国进出口总值同比增速较 11 月份下降了 5 个百分点，主要受到了进口增速大幅下滑的拖累。12 月份，进口总值同比增长 11.8%，较 11 月份大幅下降 10.3 个百分点。出口增速较 11 月份仅下降了 0.42 个百分点，不仅远远低于 2011 年 9 至 11 月的跌幅，而且还低于金融危机之前正常年份同期跌幅。

2011 年 12 月，我国对美国、欧盟、日本的出口累计增速全面下滑。新兴市场方面，12 月份，我国对东盟、澳大利亚、印度及巴西的出口增速继续 5 个月下降。近期包括印度、巴西在内的新兴市场普遍出现了货币贬值、股市大跌以及外储减少等现象，说明欧债局势的动荡不安促使资本从新兴市场流出已经加重了这些国家的经济下行风险。这意味着，2012 年我国出口贸易面临着更加严峻的市场考验。

■ 工业增速止跌回升但或将不能持续

2011 年 12 月份，规模以上工业增加值同比增长 12.8%，季调环比增长 1.1%。同比增速止跌回升虽然符合历史同期趋势，但仍处于历史低位。重工业的加速增长是拉动工业增加值止跌回升的重要原因。12 月份，重工业增速扩大 0.6 个百分点。

12 月份规模以上工业增加值同比加速增长的趋势在 2012 年一季度并不具备可持续性。12 月拉动工业增加值回升的主要是能源类产业的增速。随着气候的转暖，这一驱动因素将逐步消退，对工业生产的拉动作用也将逐步减弱。并且，从 12 月份 PMI 数据来看，2011 年年末企业库存水平有所下降，但还是处于历史高点。这意味着企业去库存化仍然路途遥遥。所以在这样的环境之下，企业对扩大再生产的动力不足，2012 年一季度，工业增加值继续回落将是大概率事件。

■ 固定资产投资下滑还未到底

2011年12月，全社会固定资产投资累计增速连续第七个月回落，下滑至23.8%，同时也创造了2003年12月以来的最低水平。房地产投资的下降仍然是主要的拖累因素。12月，房地产投资较11月回落2个百分点至27.9%，房地产投资连续第五个月下降。从目前地方政府的表态来看，一线城市中，上海、北京、广州、深圳已经明确表态2012年将继续限购。所以在政策层面没有看到支持房地产投资触底的信号。除此之外，年末及年初阶段是建筑开工的低潮区段，所以保障性住房对房地产投资的“托底”作用有限。按照这样的逻辑，2012年年初，房地产投资还将继续下行。受此拖累，我们认为，目前固定资产投资增速下降尚未到底。

■ 2011年年末货币放松或仅为季节性短期现象

2011年12月，M2及M1同比增速及新增人民币贷款较前期出现小幅反弹，M2同比增长13.6%，比11月末高0.9个百分点；M1同比增长7.9%，比11月末高0.1个百分点，新增人民币信贷6504亿元。我们认为，2011年12月份货币环境在宽松方向上回弹一步，或仅是季节性的暂时现象。受“两节”因素的影响，银行间资金市场需求上升。节日因素使得现金需求增多，经济活动季节性放缓，货币流通速度下降，货币当局必须临时性增加货币投放，以满足季节性的资金需求上升。长期来看，与危机前相比，当前的银行间市场资金仍然处于偏紧状态。

二、经济政策与重大事件分析

■ 国务院会议：进一步加强质量工作

1月份国务院仅召开了1次常务会议，主要就加强质量工作等问题做出了政策部署。

1月11日召开的会议指出，质量不仅是企业和产业核心竞争力的体现，也是一个国家文明程度的体现；质量问题不仅是技术和管理问题，更是法治和诚信道德问题。做好质量工作，必须从强化法治、落实责任、加强教育、增强全社会质量意识入手，综合施策，标本兼治，全面提高各行各业的质量管理水平。会议提出的具体措施包括：一要严格企业质量主体责任；二要强化质量安全监管；三要加快质量法治建设；四要加强标准化、计量、认证认可和检验检测等质量基础工作；五要推进质量诚信体系建设；六要大力实施名牌发展战略；七要完善质量工作体制机制；八要加强质量文化建设。

■ 全国金融工作会议：金融回归服务实体经济

作为中国金融界最高规格的会议，今年的全国金融工作会议将重点放在了金融回归服务实体经济和完善制度建设以提振股市信心之上。此

外，今年的会议仍然延续了前三届会议对包括国有银行在内的金融机构改革及强化金融监管在内的重点。

会议上，温家宝强调，要坚持金融服务实体经济的本质要求，牢牢把握发展实体经济这一坚实基础，从多方面采取措施，确保资金投向实体经济，坚决抑制社会资本脱实向虚、以钱炒钱，防止虚拟经济过度自我循环和膨胀，防止出现产业空心化现象。

其次，温家宝要求深化新股发行制度市场化改革，抓紧完善发行、退市和分红制度，加强股市监管，促进一级市场和二级市场协调健康发展，提振股市信心。本次金融工作会议中，已经明确提出今后将在发行、退市和分红上做出进一步完善，特别是近期证监会对于内幕交易的重点打击有助于重树市场信心。预计，今后包括强制性分红以及加快退市制度建立等工作将进一步提速，新股发行中相关定价机制将有所调整。

■ “十二五”能源消耗总量目标明确，倒逼机制建设起步

1月10日，国家发改委副主任、国家能源局局长刘铁男在全国能源工作会议上表示，“十二五”期间，我国能源消费总量目标将控制在41亿吨标煤左右，用电量控制在6.4万亿千瓦时。同时，“十二五”期间我国将逐步建立合理控制能源消费总量的倒逼机制，落实能源消费总量和强度双控的要求。具体而言，就是严格限定各个地方政府的能源消费总量，然后依此逼迫地方政府调整产业结构，改变以能源消耗为主的经济增长模式，进而从多方面入手来抑制各个地方能源消费量的上升。

另外，在此次会议上，国家能源局还公布了《合理控制能源消费总量工作方案（征求意见稿）》。《征求意见稿》指出，今后我国将研究开征化石能源消费税，研究煤炭资源税从价计征。

此次会议明确今后将逐步建立能源倒逼机制意味着除开以往对单位GDP能源消费强度的监控之外，我国今后将增加能源消费总量这一定量控制指标。对于一些过于依赖资源消耗的地区来说，这样的变革能够抑制地方政府过度追求GDP发展而忽视能源使用效率及环境保护的现象，有助于提高经济发展质量，推动经济结构转型的进程。

三、经济走势和政策预测

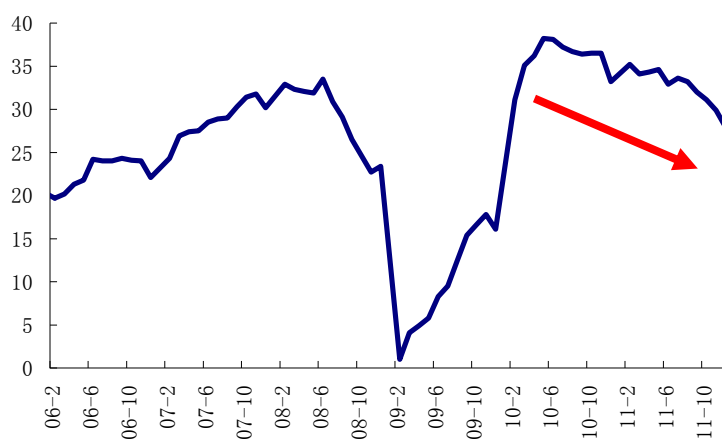
■ 一季度经济或将继续下行，但几无可能“硬着陆”

国家统计局公布的2011年四季度经济增长率达到8.9%，显著超过了8.5%的市场普遍预期水平，打消了市场对经济“硬着陆”的担忧。

从12月份的月度数据表现来看，节日因素成为推动年末各项指标超预期反弹的主要因素。这一点在消费上表现尤为突出，但是考虑到节日因素的消退，反弹将难以在今年一季度持续。并且，包括家电以旧

换新在内的政策在 2011 年年底结束，在新政出台之前的政策真空期内，社会消费很可能呈现趋势性回落。在投资方面，房地产投资下滑已经连续多月成为拖累固定资产投资增长的负面因素，并且很可能将继续拖后腿。包括主要城市限购令在内的调控政策没有放松是最重要的决定因素。从住宅类商品房销售面积同比增速等领先指标看，持续下滑的趋势预示今年一季度房地产投资难以出现改观。另一方面，年初一般为新开工淡季，所以保障房建设无法起到显著的“兜底”作用。在制造业投资方面，企业长期信贷持续萎缩反映出企业扩大生产的动力继续处于低迷状态。

图 1: 2011 年 12 月份房地产投资增速下降（累计同比，%）



数据来源：国家统计局，上海证券研究所

在进出口方面，2011 年 12 月出口增速跌幅有所收窄，显示下跌的趋势正在逐渐趋稳。但今年一季度是欧洲各国偿债高峰，包括希腊、意大利及西班牙等国是否能够顺利融资是决定未来欧债危机走势的重要因素。并且近期新兴市场出现的经济下行风险对我国出口贸易形成了严峻考验。综合以上分析，今年一季度很可能成为我国经济运行的低谷区段。

另一方面，虽然面临经济继续下行的压力，中央已经明确货币政策基调不会放松，但是考虑到“保增长”仍然是重中之重，所以一旦经济出现过度下滑的风险，我们判断货币政策的调整力度将加强，仍然存在“硬着陆”的可能。

■ 金融风险内涵拓宽，维稳是未来重点

在 1 月召开的全国金融会议及央行工作会议上，加强金融风险的监测、评估和处置，全力维护金融稳定成为管理层在 2012 年重点强调的任务之一。虽然严控金融风险几乎年年在提，但不同于以往的是，2012 年的金融风险被赋予了更加广泛的内涵。

在今天的全国金融会议上，“抑制社会资本脱实向虚、以钱炒钱，防

止虚拟经济过度自我循环和膨胀”被明确提出。2010开始，我国先后经历了几轮明显的投机炒作风潮。从“炒房”到“姜你军、辣翻天、糖高宗”到各类艺术品及酒类交易所乱象丛生，再到以温州民间借贷为代表的“以钱炒钱”，这些投机炒作实际上蕴含了巨大的系统性金融风险。

首先，在这些投机活动的背后几乎都存在着从实体经济中流出的民间资本，这部分资本规模庞大，由于其中牵涉到复杂的信用借贷关系以及实业经营，一旦出现资金链断裂将直接影响实体经济的正常运行，加剧银行信贷风险，甚至是引起社会不稳定因素。第二，炒作资金中牵涉了相当数额的银行信贷资金，对银行系统安全构成直接威胁。在2011年多起银行违规操作中都涉及到了信贷资金违规参与各类投机炒作。第三，过度投机炒作将吸引资金流出实体经济导致产业空心化倾向。2011年下半年温州民间借贷资金链断裂导致实体业“老板跑路潮”更为部分区域“过度金融化”形成的资产泡沫风险敲响了警钟。所以，金融风险的内涵已经不再限于以往的传统范畴，而是进一步拓宽至各类追求短期暴利为代表的投机炒作行为。由此，打击各类投机炒作行为，维护金融体系安全稳定运行就将是2012年中央的重点工作之一。

■ 2012 年地方政府流动性或有惊无险

按照审计署的公告，2011年及2012 年将是我国地方政府债务集中到期的高峰时间段。由于2011年到期债务大部分将以再融资的方式周转到2012年，我们预计2012年到期债务本金额或超过3万亿，成为我国地方政府债务风险最大的时期。2012年如能平安度过，地方债务风险压力将大为减轻。

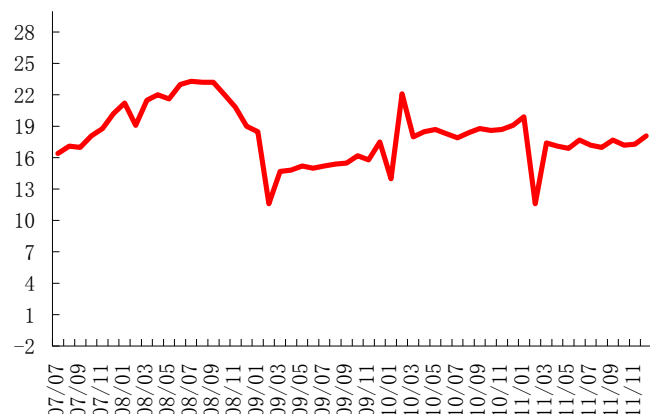
如果将2011年周转到2012年的债务数额考虑在内，2012年地方政府到期债务本金达35988亿元，1/3的本金支付将达11876亿元，再加上利息支付，2012年全年地方政府的资金需求达18338亿，即使扣除2011年结余的自有资金2000亿，仍需筹资约1.6万亿左右。另一方面，作为政府筹资的最重要来源，2012年的土地拍卖收入将再下降到1.6万亿左右。再考虑到2012年保障房建设所需资金超过5000亿，如果没有新的融资渠道，2012年政府显然将入不敷出，资金缺口或达5000至10000 亿。

总体来看，2012 年地方政府债务流动性风险上升的重要原因，在于作为地方政府债务最重要的还款来源的土地拍卖收入下降。因此，2012 年地方政府债务的流动性风险会否转化为现实压力，关键看地方政府对其它资金来源的开辟情况。一方面，2012 年信贷和货币增速将下降，但绝对规模仍将有较大增长，意味着地方政府的新增借贷水平仍有可能增长；另一方面，推进经济转型的改革目标要求地方政

府将经营性资产向民营资本开放，这也会使地方政府收回大量的资金。从规模上看，新借债务和资产转让，不仅能弥补土地出让收入的下降，而且足以覆盖当期新增加的债务偿付资金需求。因此可以预期，政府完全有能力化解不断上升的债务压力，2012 年地方政府债务流动性风险或“有惊无险”。

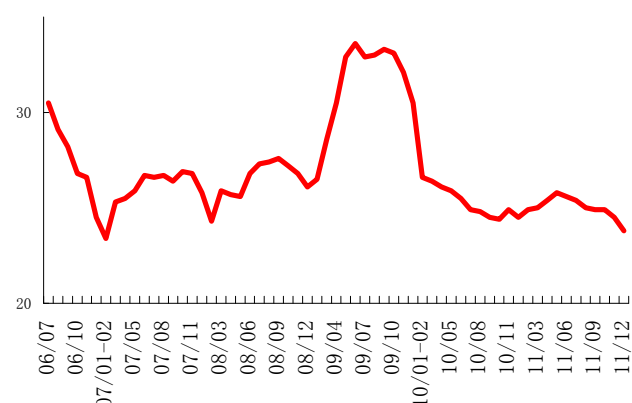
2011 年 12 月宏观经济数据

图 1 社会消费品零售总额月度同比 (%)



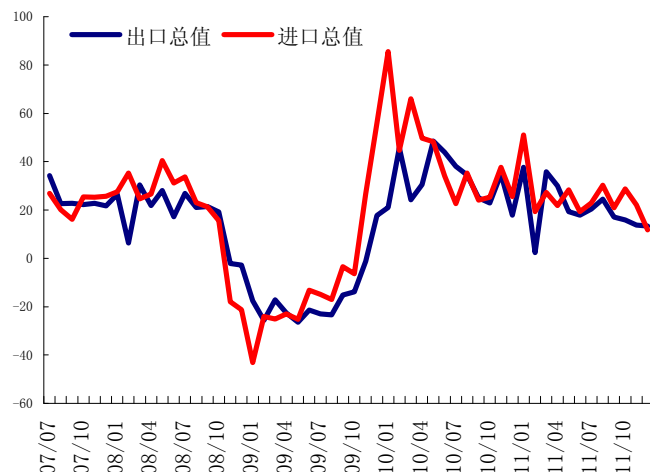
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 2 固定资产投资累计同比 (%)



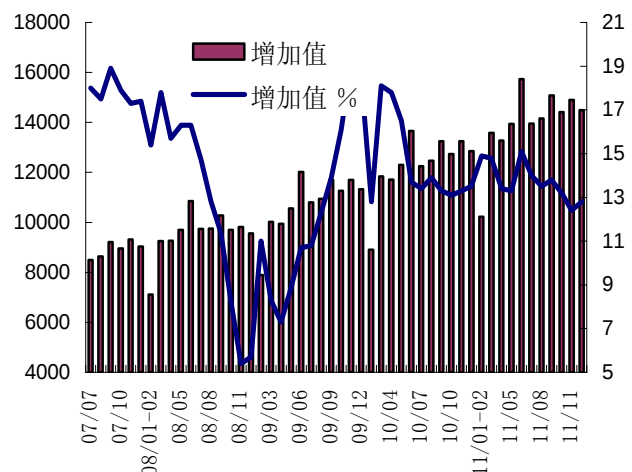
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 3 进口总值与出口总值的月度同比 (%)



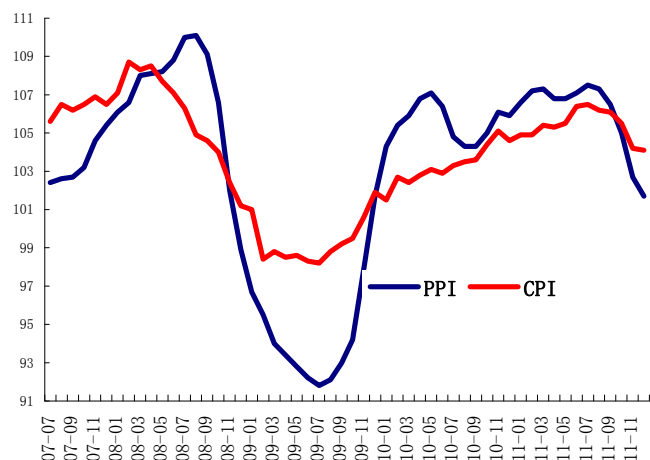
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 4 工业增加值月度同比 (%)



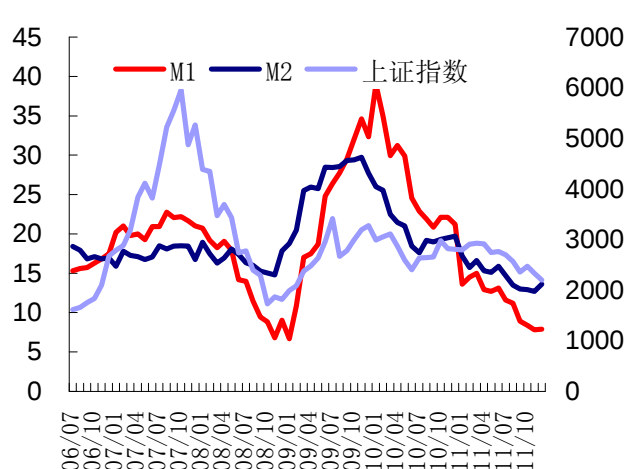
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 5 CPI&PPI 月度同比



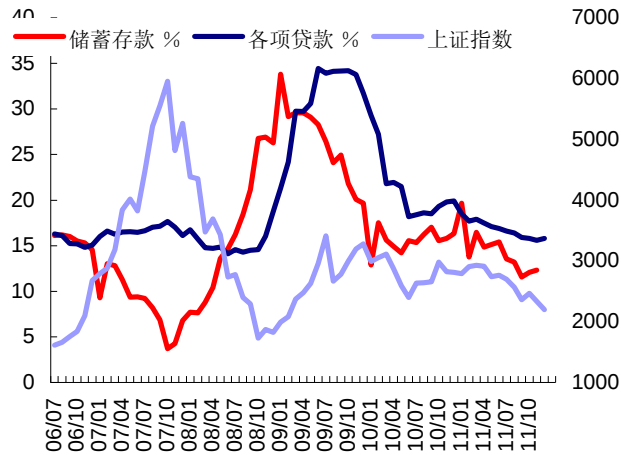
数据来源：国家统计局、上海证券研究所

图 6 货币供应量增长月度变动 (%)



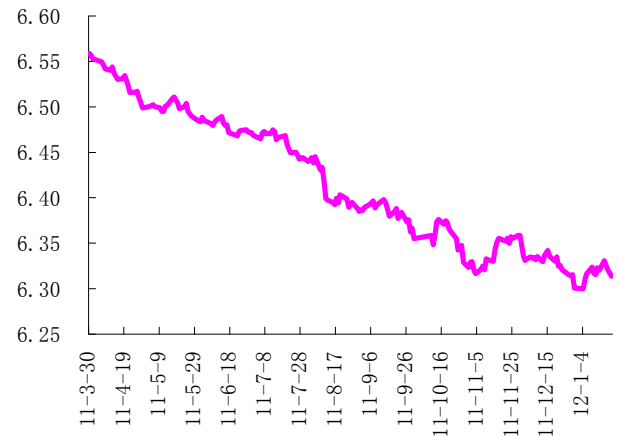
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 7 储蓄存款余额与各项贷款余额的月度变化



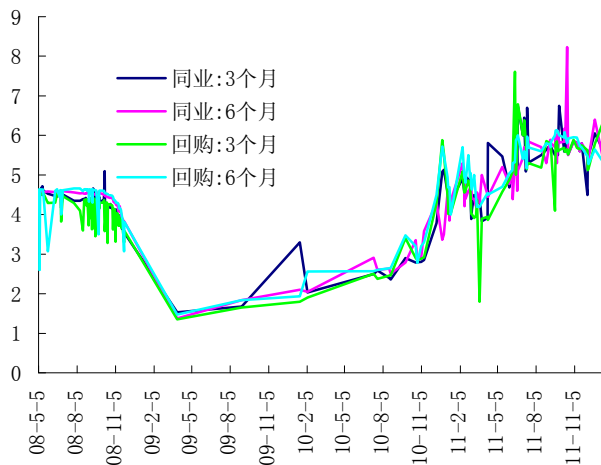
数据来源：人民银行、上海证券研究所

图 8 美元兑人民币期末汇率走势



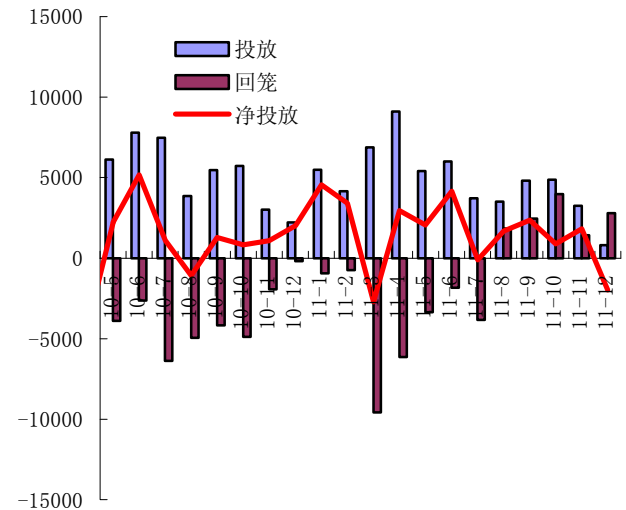
数据来源：外汇管理局、上海证券研究所

图 9 银行间同业拆借、回购加权平均利率 (%)



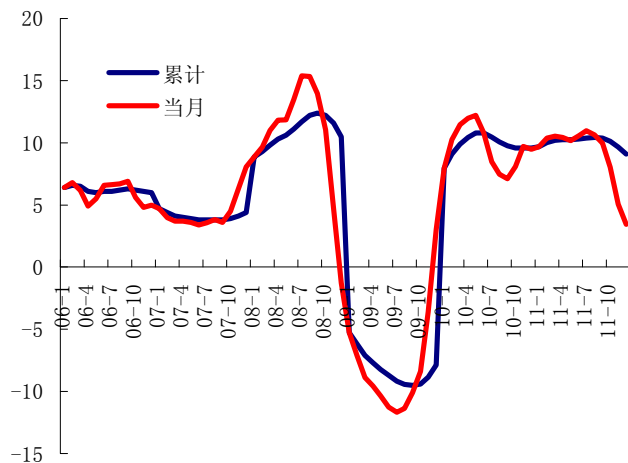
数据来源：wind、上海证券研究所

图 10 央行公开市场操作货币投放与回笼



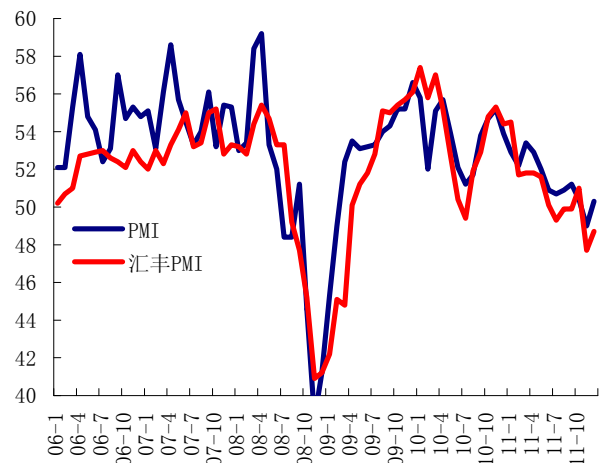
数据来源：wind、上海证券研究所

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。

免责声明

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声明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。