

增长放缓，货币政策微调

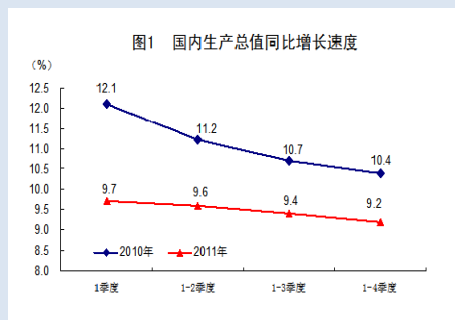
2012 年 2 月 2 日

2012 年 2 月宏观经济走势预测和分析

研究员：郭世涛
执业证书编号：S0170210080001
电 话：0411-39673381
网 址：www.daton.com.cn
邮 箱：guoshitao@daton.com

未经授权刊载或者转发证券研究报告
的媒体，应承担相应的法律责任；
研究报告只是投资决策的参考依据。

中国经济增长率



资料来源：国家统计局

近期相关报告

- 1、货币政策进入观察期
2011/9/30
- 2、增长放缓，通胀压力加大
2011/5/30
- 3、货币政策回归常态
2011/3/31

1. 世界经济增速将减缓

美国将长期保持宽松货币政策，标普下调欧元区 9 国主权信用评级将带来负面影响。

2. 我国经济增长放缓将延续

一季度我国经济增长将放缓到7.8%，1-2月工业增长将放缓到11.5%，1-2月固定资产投资增长放缓到19%，1-2月社会消费品零售总额增速在17.5%，外贸增长放缓已成趋势，2月居民消费价格指数增幅将回落到4%以下。

3. 实施好稳健的货币政策

2月利率调整可能性不大，准备金率将下调，2月新增贷款将达到8000亿，人民币对美元将双向波动。

4. 风险提示

主要发达经济体当前的复苏出现反复，使我国外需恶化。房地产调控政策超预期，经济转型带来的增长放缓，企业盈利能力下滑。滞涨的风险仍存在。

1. 世界经济增速将减缓

世界银行 2012 年 1 月 18 日发布《全球经济展望》报告称，全球经济正处于“非常困难”的阶段，预计全球经济 2012 年和 2013 年的增长率为 2.5% 和 3.1%，增速较半年前公布的 3.6% 分别下调 1.1 和 0.5 个百分点，这主要归结于欧洲主权债务危机和新兴经济体增长动力趋弱。欧洲地区的金融动荡已经部分扩散至此前尚未到达的发展中国家和其他高收入国家，这种传染性推高了世界许多地区的借贷成本，压低了股市表现，并使得流向发展中国家的资本流量急剧收缩。

目前高收入国家的问题是结构性问题，而非正常的周期性问题，这就需要用结构性的调整，如养老金系统和劳动力市场的改革来促进经济增长。发展中国家应准备好应对下行风险进一步增加。发展中国家须对自身的脆弱性进行评估，以应对经济衰退和做好紧急预案，这包括：优先安排社会安全网和基础设施支出以保障更长期的增长；须对国内银行业进行压力测试；另外，危机可能会对严重依赖大宗商品出口和汇款流入的国家的国际收支和政府账户形成压力。

1.1 美国将长期保持宽松货币政策

2011 年 12 月份，包括工厂、矿业和公共事业企业在内的美国工业生产扭转了前一个月的下降趋势，环比上升 0.4%，显示经济复苏动力有所增强。12 月份，美国制造业生产环比上升 0.9%，采矿业生产环比增长 0.3%，由于反常的温暖天气令取暖需求减少，公共事业生产环比下降 2.7%。当月美国工业总设备开工率为 78.1%，比 11 月份经修正后的设备开工率高 0.3 个百分点，但低于 1972 年至 2010 年间美国工业整体设备开工率 80.4% 的平均值。数据显示，2011 年第四季度，美国工业生产按年率计算增长 3.1%，为连续第 10 个季度上升。

去年 12 月份经季节调整后的美国商品零售额，环比增长 0.1%。美国 1 月份消费者信心指数创下 8 个月来新高，从 12 月份的 69.9 点，跃升至 74.0 点。这是美国人对就业前景感到乐观所致。12 月的失业率下降到 8.5%，并新增了 20 万份就业机会，这是自 2009 年 2 月以来最低的失业率。去年长期疲弱的经济增长已获得一定的动力。

美国联邦储备委员会 1 月 25 日宣布，将把联邦基金利率维持在零至 0.25% 的超低区间至少到 2014 年下半年，以刺激美国经济复苏。美联储当天在结束联邦公开市场委员会例会后发表声明说，近期美国经济呈现温和回升，劳动力市

场有所改善，但失业率仍在高位，企业固定资产投资增长放缓，房地产市场仍然低迷。美联储指出，全球金融市场紧缩继续给美国经济前景带来“显著下行风险”。为了支持更强劲的经济复苏，将继续维持当前的高度宽松货币政策，将联邦基金利率维持在零至 0.25% 区间至少到 2014 年下半年。美联储预测，2012 年美国经济增长将在 2.2% 至 2.7% 之间，低于去年 11 月份预测的 2.5% 至 2.9%；2012 年美国失业率将维持在 8.2% 至 8.5% 之间，低于去年 11 月份预测的 8.5% 至 8.7%。倘若经济复苏势头恶化，可能将推出新的宽松货币政策举措。美联储称，将延续去年 9 月份宣布的对其资产负债表进行“卖短买长”和“扭转操作”的调仓决定，即计划到 2012 年 6 月，出售剩余期限为 3 年及以下的 4000 亿美元中短期国债，同时购买相同数量的剩余期限为 6 年至 30 年的中长期国债。此外，还将延续把到期的机构债务和机构抵押贷款证券的本金进行再投资的政策。宽松的政策为股市带来流动性，对美国和世界股市将产生积极影响。

1.2 标普下调欧元区 9 国主权信用评级，将带来负面影响

全球三大评级机构之一的标准普尔 1 月 13 日发布报告，决定将法国、奥地利、马耳他、斯洛伐克和斯洛文尼亚的长期主权信用评级各下调一个等级；将塞浦路斯、意大利、葡萄牙和西班牙的长期主权信用评级各下调两个等级；同时确认比利时、爱沙尼亚、芬兰、德国、爱尔兰、卢森堡和荷兰现有的长期评级。所有这些国家的评级都已被移出负面的信用观察名单。美欧股市大幅波动，欧元兑美元汇率创出新低。

标准普尔在声明中表示，欧洲领导人近期采取的措施不足以彻底解决欧元区面临的系统性压力。这些系统性压力包括：信贷环境紧缩；越来越多的欧元区发行人面临风险溢价增加；政府和居民同时努力寻求去杠杆化；经济增长前景不佳；针对解决挑战的恰当方法，欧洲政策制定者之间存在公开、长期性的分歧。欧元区国家面临的金融问题由欧盟核心国家和边缘国家之间竞争力的外部愈发失衡与分化造成。以财政紧缩措施为核心的改革很可能是弄巧成拙，因为随着消费者对就业保障和可支配收入的担忧加剧，内需呈下降趋势，且冲击国家税收。

标准普尔下调了欧洲金融稳定基金（EFSF）的债务评级，将其从最高的 AAA 降至 AA+。欧洲金融稳定基金的债务信誉取决于其担保成员的主权评级，即欧元区国家的信誉评级。

早些时候，法国意大利称已经获得标准普尔评级公司的通知，主权评级将被调降。法国主权信用评级从 AAA 下调至 AA+，评级展望为负面。目前为止为欧元区救助基金 EFSF 承销的国家中只有德国是 AAA 评级，整个欧元区则仅剩德国、芬兰、卢森堡、荷兰仍保持 AAA 评级。

特定国家再融资成本居高不下的可能性增大，而这些国家融资能力和经济增长前景或进一步恶化，融资环境可能继续承压。欧元区国家主权信用评级仍处于一个较高的水平下，只有葡萄牙、塞浦路斯和希腊 3 国的信用评级低于投资级。从历史情况来看，持有投资级评级的国家违约率非常低。自 1975 年到 2010 年，持有投资级评级的国家违约率仅为 1.02%，而持有 A 级评级或更高级评级的国家从未违约。

经合组织（OECD）此前已将对欧元区 2012 年经济增长的预期由 2.0% 大幅调降至 0.2%，该组织警告称，欧债危机的解决对全球经济复苏至关重要。经合组织呼吁欧洲央行进一步下调基准利率，并继续推进现有的非常规措施。国际货币基金组织呼吁 17 个成员国立即采取行动。该组织在最新发表的《世界经济展望》报告中说，欧元区当前的首要任务是支撑增长、不断调整、遏制去杠杆化，增加流动性和货币政策融通，以便重建市场信心及终结危机。

2. 我国经济增长放缓将延续

2.1 一季度我国经济增长将放缓到 7.8%

初步测算，去年国内生产总值 471564 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.2%，基本符合我们的预期。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%。资本形成总额对 GDP 增长的贡献率是 54.2%，最终消费对 GDP 增长的贡献率是 51.6%，货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献率是 -5.8%。

2011 年，国际金融危机的深度影响仍在继续，发达经济体复苏步履维艰，欧元区主权债务危机仍然不断发酵和扩散，新兴经济体增速回落和物价上涨交织在一起。在这样一种大环境中，中国经济保持了平稳较快的发展，2011 年国内生产总值同比增长 9.2%。这个数据在全世界的经济中仍然是最高的，但是中国在一个快速增长的背景下这还是比较慢的。2011 年 GDP 的逐季回落，也有主动调控的因素在内。在很大程度上符合宏观调控的目标。从中长期看，“十二五”

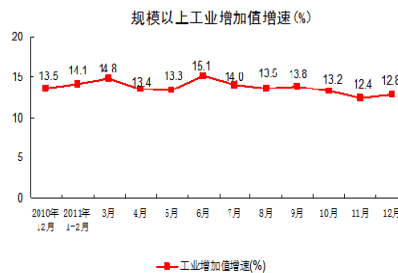
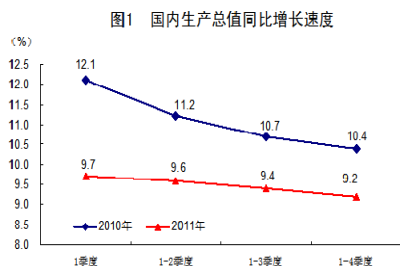
规划确定的目标是 7%，中央更加强调转变方式，调整经济结构。从当时的经济情况看，中央把控制物价摆在宏观调控的首要位置，所以采取了相应的宏观调控措施，把物价控制在了 5.4% 的总水平，这些宏观调控措施的逐步见效，经济增速也会逐步回落。

从环比看，四季度国内生产总值增长 2.0%，比三季度增长 2.3%、二季度增长 2.4% 放缓。如果年化之后，增幅 8%，并不算快。2012 年 1-2 季度中国经济将延续 2011 年增速回落的态势，第一季经济增速将降至 7.8%，但季度增速不会象 08 年那样下滑到 6%。在 2008 年，由于一系列不合时宜的经济政策，使得当时中国经济出现雪崩式的滑坡，金融危机爆发只不过催化当时中国经济的衰退。二季度增长将在 8% 多一点，2012 年 GDP 增长呈现前低后高的态势，将达到 8.5%，我国经济将避免经济硬着陆。经济硬着陆是指一国政府试图在短期内消除严重通货膨胀，实施强力的财政与货币紧缩政策，结果导致市场经济各种均衡关系遭到破坏，经济增速出现严重下滑的现象。经济硬着陆的主要影响是，经济增速严重下滑，市场萧条，企业减产或倒闭，失业增加，人均收入减少，甚至出现政局动荡。这种回落是由于经济刺激政策退出所带来的，应该是可控的，会引发宏观经济政策的转向，2013 年经济增长将小幅反弹。我国潜在增长区间将回落到 8-9%，回到过去超过 10% 的高速增长有很大难度。

凯恩斯主义认为，市场体制存在着固有缺陷，对商品和劳务的总需求不足。可以通过政府支出和货币扩张等措施来人为的增大需求，这种调控手段可以迅速的取得效果。因为政府刺激计划所支出的金额，大部分是依靠从私人信贷市场中借贷而来，它只是重新分配了一下国民收入。一旦政府停止刺激政策，经济往往会再度衰退。2008 年的政策性刺激带来了许多问题：一是地方财政负债加重；二是通货膨胀上升。根据“理性预期学派”的观点，扩张性货币政策从长期看不仅无助于经济增长，反而只是加剧通胀。硬要与经济周期性规律对抗去追求经济增长高速度，政策代价过大，宏观经济目标应该适当调低，并适当调高通货膨胀的目标。顺势减速并利用市场倒逼机制加快经济发展方式转变才是明智之举。

图 1：季度国内生产总值增速

图 2：工业增加值增速



资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

2.3 1-2 月工业增长将放缓到 11.5%

去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%，比 1-11 月份回落 0.1 个百分点。2011 年 12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 12.8%，比 11 月份加快 0.4 个百分点。从环比看，12 月份，规模以上工业增加值比上月增长 1.10%。12 月份，工业企业产品销售率为 98.8%，比上年同月下降 0.6 个百分点。去年 1-2 月份规模以上工业增加值同比增长 14.1%，基数相对较高。预计 1-2 月工业增加值增长将放缓到 11.5%。拉动工业增长的内外需动力减弱。社会消费品零售总额实际增速不高，外贸出口增速总体呈现逐月减缓趋势，投资拉动作用也有所减弱。

受融资环境趋紧、用工成本上升、汇率调整、能源原材料价格高位波动、要素供应紧张等多重因素影响，一些企业成本上升较快。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%。在 39 个大类行业中，36 个行业利润同比增长，3 个行业利润同比下降。比 1-10 月份，全国规模以上工业企业实现利润同比增长 25.3%。比 1-9 月份增长 27%，1-8 月份增长 28.2% 放缓。企业盈利增速最低点可能出现在 2012 年一季度，若企业盈利出现负增长，那么可能导致市场对 2012 全年盈利的担忧，推动动态市盈率升高。1-11 月份，规模以上工业企业主营业务成本占主营业务收入的比重为 84.98%，比前三季度微降 0.09 个百分点。11 月份，规模以上工业企业主营业务收入利润率为 7%。

中国 12 月份制造业 PMI 上升至 50.3，11 月份为 49。PMI 大于 50 意味着扩张。受元旦和春节即将来临节日效应提前释放带动，12 月制造业 PMI 环比上升 1.3 个百分点，表明中国经济减速的势头或许正趋于稳定。从 11 个分项指数来看，同上月相比，产成品库存指数、从业人员指数、供应商配送时间指数下降，其中产成品库存指数下降较为明显，降幅为 2.5 个百分点；新订单指数、生产指

数等 8 个指数上升，升幅多在 1 个百分点以上。本月大型企业 PMI 为 51.1%，比上月提高 2.5 个百分点，是制造业 PMI 重回扩张区间的主要因素；中、小型企业 PMI 继续回落，分别为 49.3%和 48.7%，均位于临界点以下，其中，小型企业 PMI 连续 8 个月低于临界点。12 月 PMI 指数虽回升，能否形成趋势还有待观察，未来指数表现会出现波动。

图 3：采购经理人指数

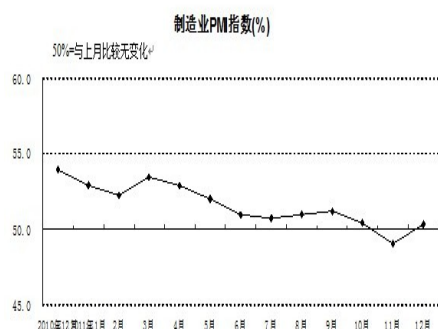
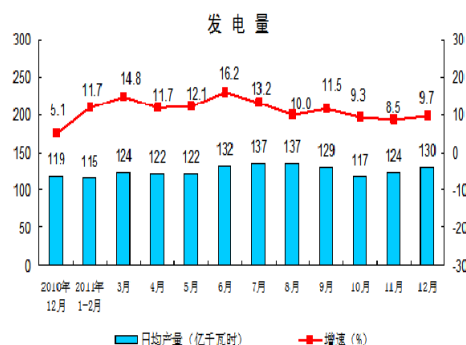


图 4：发电量



资料来源：国家统计局

汇丰银行编制的中国制造业采购经理指数 (PMI)，12 月份由 11 月份的 47.7 回升至 48.7，继续在 50 水平以下，反映制造业活动仍在收缩。汇丰中国制造业 PMI 在过去的六个月中有五个月低于 50。主要是因为从银行获得贷款存在困难的中小型企业，在该指数中所占的权重较大。

央行发布 2011 年第 4 季度企业家问卷调查显示，企业家宏观经济热度指数延续回落趋势，本季较上季下降 6 个百分点至 41.7%，已连续两个季度位于 50% 的景气临界值以下。从占比看，认为宏观经济形势“偏冷”的企业家占比为 24.8%，较上季度上升 6.7 个百分点，而认为宏观经济形势“正常”的企业家从今年 1 季度的 74.3%持续下滑至 67.1%，累计下滑 7.2 个百分点。企业家信心指数为 68.4%，较上季度下滑 1.8 个百分点。

12 月份，重工业增加值同比增长 13.0%，轻工业增长 12.6%。2011 年全社会用电量达 4.7 万亿千瓦时，同比增长 11.7%。12 月发电量 4038 亿千瓦时，日平均发电量 130 亿千瓦时，同比增长 9.7%，增长加快。未来高耗能行业投资增速将低于工业投资平均增速，高载能行业增速将放缓。重工业处于中国经济产业链的上游，轻工业处于下游，重工业增加值占全部规模以上工业增加值七成左右，

其增长速度在近几年工业化进程加速发展期间基本都高于轻工业，未来这一趋势将出现逆转。

2.3 1-2 月固定资产投资增速放缓到 19%

2011 年固定资产投资（不含农户）301933 亿元，比上年名义增长 23.8%（扣除价格因素实际增长 16.1%），2011 年一至四季度，固定资产投资（不含农户）分别累计同比增长 25%、25.6%、24.9%和 23.8%，12 月当月固定资产投资增长 18.3%，比 11 月回落近 3 个百分点。从环比看，12 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.14%。预计 1-2 月固定资产投资增速放缓到 19%，固定资产投资的大幅回落主要受到房地产投资增速回落的影响。2011 年 1-12 月房地产投资增长 27.9%，比 1-11 月回落 2 个百分点。去年 1-2 月份，固定资产投资（不含农户）同比增长 24.9%，基数较高。

图 5：固定资产投资增速

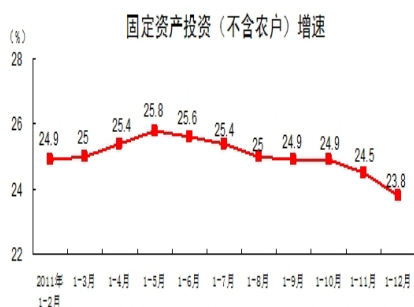
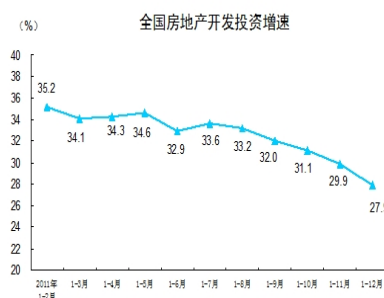


图 6：房地产投资增速



资料来源：国家统计局

2009 年投资占国内生产总值的比重达到 48%；2010 年投资占 GDP 的比重更是达到 54.8%。投资拉动经济增长的模式难以转变。在国内消费没有大规模实质性启动，而外需增长面临不确定性之时，维持投资的较高增长是保持经济平稳增长所必须的。投资仍是拉动经济增长的主要动力。这是对过去十年经济增长的“路径依赖”，而危机强化了这种模式。

去年基础设施（不包括电力、燃气及水的生产与供应）投资 51060 亿元，比上年增长 5.9%，增速比上年回落 14.3 个百分点。投资在当期形成巨大社会总需求，而在远期产生总供给，我国公路、铁路、港口建设的情况已具备一定的规模，基础设施建设五年之后在东、中部地区将会出现饱和，容易导致供给过剩。2009 年制造业投资增长率是 26.8%，2010 年是 27%，去年增长 31.8%；这说明 2009

年以来的大规模投资，到目前已经开始进入到一个新的产能释放高峰。在经济总量足够庞大的时候，容易加剧海外大宗商品进口依赖，引发输入型通胀风险。在需求方面，一方面外需大幅萎缩，另一方面是内需被不合理的经济结构强烈抑制。

固定资产的新开工项目投资是一个先行指标，去年新开工项目计划总投资 240344 亿元，比上年增长 22.5%，说明投资今年初不会下降很快。

2012 年财政支出增加，重点抓好在建和续建工程，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。要抓好水利基础设施建设，扩大小型农田水利建设重点县范围，新建一批高标准农田。未来国家投资的方向可能更为侧重“转型”，节能环保、高端装备制造及云计算、物联网、教育、军工等主题性将受益。《新一代信息技术“十二五”规划》点出了一条长长的产业链，包括信息网络基础设施、新一代移动通信、下一代互联网核心设备、智能终端、三网融合、物联网、云计算、集成电路、新型显示和高端软件及服务器。电力设备、公路交通、铁路基建投资项目去年出现缓建或停建，今年有望增长。根据“十二五”规划和资金情况，2012 年铁道部将安排固定资产投资 5000 亿元，其中基本建设投资 4000 亿元，新线投产 6366 公里。

地方政府在面对经济增长、居民生活改善、财政收入增加等压力下，固定资产投资热情一直不减。到 2015 年，全国城市轨道交通运营里程将达 3000 余公里，到 2015 年，全国城市规划交通总投资或将达 1.2 万亿元。垃圾处理、公路建设、城市信息化等行业都依赖于政府投资。

截至 2010 年底，地方政府性债务余额共计 107174.91 亿元，超过当年全国财政收入，相当于中国 2010 年国内生产总值的 27%，而以国际惯例，政府的债务额应该低于 GDP 总额的 20%。国家审计署发布的 2012 年第一号审计公告显示，截至 2010 年年底，地方债务中出现违规的资金总额达到 5308.58 亿元，其中仅有 2591.93 亿元得到整改，未整改到位的资金还有 2716.65 亿元。有的地方政府债务负担将会超过其偿债能力。过去几年，30-40%的银行贷款被投入到政府基础设施建设项目。未来两年，地方政府债务将进入偿债高峰。2012、2013 年地方债务到期的额度分别为 1.8 万亿和 1.2 万亿，很多地方政府卖地已经大规模减少，第二个还款高峰期在 2016 年到 2018 年，其他年份到期债务约占 14%—17%。财政部批准上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点，允许

地方政府自行发债，有利于缓解地方融资平台集中到付风险。在一定程度上会缓解地方政府投资资金上的压力，保障房和其他基础设施也可以获得新的资金来源。地方举债透支未来的收入，中西部城市偿债能力有限，将加大地方政府的债务风险。政府可以出售国企来应对危机。

今年新增贷款将增加，利于民间投资增长。要加快落实促进民间投资“新36条”，使更多投资领域向民营经济开放。目前很多民间资金找不到投资出路，容易产生离开实体经济的倾向。多发挥市场和民营行业的力量。如果仍然由国有企业主导，势将造成大项目主导型增长，这很容易造成通胀，也不利于就业。

2.4 1-2月社会消费品零售总额增速在17.5%

去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%），2011年12月份，社会消费品零售总额17740亿元，同比名义增长18.1%（扣除价格因素实际增长13.8%）。从环比看，12月份社会消费品零售总额增长1.41%。预计1-2月社会消费品零售总额增速在17.5%。

图7：社会消费品零售总额增幅



图8：轿车日均产量及增速



资料来源：国家统计局

去年城镇居民人均总收入23979元。其中，城镇居民人均可支配收入21810元，比上年名义增长14.1%，扣除价格因素，实际增长8.4%。在城镇居民人均总收入中，工资性收入比上年名义增长12.4%，转移性收入增长12.1%，经营净收入增长29.0%，财产性收入增长24.7%。农村居民人均纯收入6977元，比上年名义增长17.9%，扣除价格因素，实际增长11.4%。其中，工资性收入比上年名义增长21.9%，家庭经营收入增长13.7%，财产性收入增长13.0%，转移性收入增长24.4%。去年四季度消费者信心总指数为90.4，比前三季度提高0.4，结束了此前连续两个季度回落的态势。通胀局面的缓解是消费者信心提升最主要的原因。

中国国内贸易发展的具体目标是到2015年,全国社会消费品零售总额从15.7万亿元上升到30万亿元。未来促消费政策将会继续延续下去,不过,刺激的重点可能跟以前有所不同,未来刺激的重点或在节能型、环保型的消费产品。如LED照明、太阳能光伏产品、新能源汽车等等。二级市场来看,利好节能环保、新能源、新能源汽车、锂电池、电子等与节能环保消费产品相关的上市公司。从消费方式的转变看,未来扩大消费将对物流行业带来明显利好。从近两年来的社会消费状况看,实体销售店的压力越来越大,很多企业正加快网络销售步伐。

中国汽车工业协会的最新统计显示,2011年中国国产汽车产销约同比增长3%,是最近十几年增长最低的一年。从2011年伊始,中国车市告别了持续10年的一路高歌猛进,而逐渐进入平稳理性的增长阶段。中国汽车工业协会常务副会长董扬预测,2012年的中国汽车市场将好于去年,预计今年中国汽车产销量有望实现8%到10%的增长,特别是伴随着中国汽车核心竞争力的增加,汽车出口在今年将会保持明显增长。家电下乡政策的激励重点有望发生变化。相关部委目前正在研究将太阳能类产品,如太阳能热水器等,作为家电下乡政策的激励产品。

中国经济的内部失衡,主要表现为投资过度和消费不足。要使经济从投资——外贸的体外循环,变为投资——消费的体内循环,这种良性循环才能使我国经济发展真正具有可持续性。目前,中国经济正处在工业化中后期,消费率提升有很大的空间。投资拉动转到消费的拉动,这个过程是很长的,逐步过渡到投资和消费并重,然后再逐步过渡到消费的拉动为主。

2.5 外贸增长放缓已成趋势

2011年,我国外贸进出口总值36420.6亿美元,比2010年同期增长22.5%,外贸进出口总值刷新年度历史纪录。其中,出口18986亿美元,增长20.3%;进口17434.6亿美元,增长24.9%。贸易顺差1551.4亿美元,比上年净减少263.7亿美元,收窄14.5%。

2011年12月,我国进出口总值为3329.2亿美元,增长12.6%。其中出口1747.2亿美元,增长13.4%;进口1582亿美元,增长11.8%。11月份,我国进出口总值为3344亿美元,增长17.6%。其中出口1744.6亿美元,增长13.8%;10月份,我国出口1574.9亿美元,增长15.9%;出口增长放缓已成趋势。预计2012年1-2

出口增长将放缓到 12%。1-2 月进口增长在 11%，进口增速的回落反映了国内实体经济的疲弱；大宗商品价格的回落趋势也导致微观层面补库存需求的回落。

世行报告预测，全球货物和服务出口增速将由 2010 年的 12.4% 降至 2011 年的 6.6% 和 2012 年的 4.7%。世界经济复苏进程决定了中国外需回升步伐。多数国家企业投资意愿不强，产能利用率仍处低位，经济内生增长动力明显不足。就业形势严重滞后于经济复苏，势必进一步影响居民收入和消费，延缓复苏进程，影响我国出口增长。

2011 年，中欧双边贸易总值 5672.1 亿美元，增长 18.3%，较同期我国进出口总体增速低 4.2 个百分点。欧盟是中国出口的最大市场之一，自 2010 年 2 季度开始，中国对欧盟的贸易增速就进入了下行通道。如果欧债危机愈演愈烈，欧元区经济的整体下行必将影响中国出口。

2010 年中美双边贸易总值 3853.4 亿美元，占中国贸易总额的 12.9%。2011 年中美双边贸易总值为 4466.5 亿美元，增长 15.9%，较同期我国进出口总体增速低 6.6 个百分点。中国贸易顺差主要来源于美国和欧盟，截至 2010 年，中国已经连续 16 年成为全球遭受反倾销调查最多的国家，连续 5 年成为全球遭遇反补贴最多的国家。

中国经济对美欧等发达经济体的依存度也在降低，实现出口市场多元化，2011 年贸易伙伴多元化成效明显，对新兴市场国家贸易增长强劲。我与东盟双边贸易总值为 3628.5 亿美元，增长 23.9%，高出同期我国进出口总体增速 1.4 个百分点。其中，我对东盟出口 1700.8 亿美元，增长 23.1%；自东盟进口 1927.7 亿美元，增长 24.6%；对东盟贸易逆差 226.9 亿美元，扩大 37.1%。对巴西、俄罗斯和南非等国家双边贸易进出口总值分别为 842 亿、792.5 亿和 454.3 亿美元，分别增长 34.5%、42.7% 和 76.7%，均高于同期我国总体进出口增速，表明我对新兴市场国家贸易增长强劲。

随着人民币兑美元升值，出口成本上涨，劳动密集型行业出口利润空间将进一步收窄。服装行业最先受冲击的是中小型企业，大量订单将流失至周边竞争国，整个行业将重新洗牌。机械行业对外依存度比较高的公司受影响较大。

出口构成了中国产业升级换代的动力，为规模巨大的城市化、基础设施建设以及固定资产投资提供了经济合理性，一旦出口过分失速，出现大量中小企业倒闭、

大规模失业潮、投资减速、内需快速下滑等问题，导致中国经济常规减速恶化为硬着陆。2008 年出口崩溃带来的经济打击可以作为警示。

中国应保持出口政策的基本稳定，稳定出口退税政策，加大对外贸企业的信贷支持力度，改善对小企业的金融服务，健全出口信用风险保障机制。保持人民币汇率基本稳定，避免给外贸企业造成过大冲击。推动与产业结构调整相一致的外贸产品结构调整，由以劳动密集型为主的产业结构向资本和技术密集型的产业结构转变，扩大高新技术产业的外向性程度，培育品牌、营销网络和研发设计等方面，由“中国制造”向“中国创造”转变。促进发达国家对华解除高技术产品禁售。寻求各国对中国市场经济地位的认可。发展服务贸易，提高中国服务业的国际竞争力。

2.6 2 月居民消费价格指数将回落到 4%以下

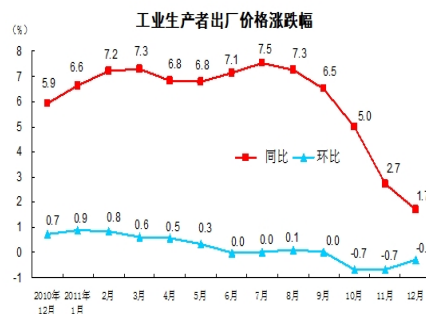
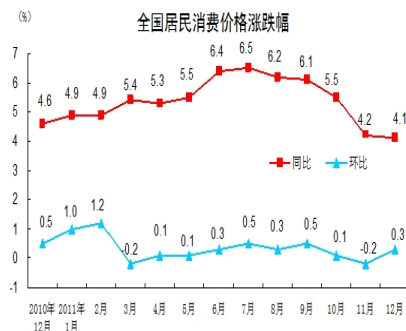
2011 年 12 月份，全国居民消费价格总水平同比上涨 4.1%，其中，城市上涨 4.1%，农村上涨 4.1%；食品价格上涨 9.1%，非食品价格上涨 1.9%；消费品价格上涨 4.9%，服务项目价格上涨 2.0%。全国居民消费价格总水平环比上涨 0.3%。其中，城市上涨 0.3%，农村上涨 0.3%；食品价格上涨 1.2%，非食品价格下降 0.1%；消费品价格上涨 0.5%，服务项目价格下降 0.2%。

2011 年，全国居民消费价格总水平比上年上涨 5.4%。超过 2011 年 CPI 的预期调控目标 4%。2011 年 7 月份居民消费价格同比上涨 6.5%，创 37 个月新高。8 月份居民消费价格涨幅 6.2%，9 月份涨幅 6.1%，10 月份涨幅 5.5%，11 月份涨幅 4.2%。A 股的底部区域与 CPI 见顶有几个月的时滞。1 月份受节日影响，食品价格会有一定提升，冬季我国不少地区气候寒冷，推升了蔬菜、瓜果等应季食品的价格；物价会反弹，1 月份 CPI 涨幅在 4.3%。2 月，在翘尾因素回落和节假日因素消失的双重作用下，CPI 涨幅可能回落至 4%以下，从而开启新一轮的 CPI 下行过程。全年涨幅在 3.8%，呈现前高后低的走势，三季度见底，四季度略有回升。

房地产调控自去年 4 月开始，我国房地产价格已经出现了松动，前期价格上涨的势头得到了明显遏制。2012 年一季度房地产市场将在交易、价格、投资等方面全面回落，有利于物价下降。

图 9：居民消费价格指数

图 10：工业生产者出厂价格指数



资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

随着国家扶持生产、调控市场各项政策措施效果的进一步显现，主要农产品市场供求关系趋于改善。2011 年全国粮食总产量达到 57121 万吨，比 2010 年增产 2473 万吨，增长 4.5%。其中，稻谷、小麦、玉米三种主要粮食作物总产量达到 5.1 亿吨，稻谷总产量达到 20078 万吨，同比增长 2.6%；小麦总产量 11792 万吨，同比增长 2.4%；玉米总产量 19175 万吨，同比大幅度增长 8.2%。中央经济工作会议提出，坚持不懈抓好“三农”工作，增强农产品供给保障能力。要加大对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。要毫不放松抓好粮食生产，稳步提高粮食最低收购价，国家对小麦、稻谷的最低收购价格每 50 公斤分别提高 5-7 元和 9-23 元。增加粮食生产直接补贴，加大粮食主产区利益补偿力度。2011 年国家主要用于粮食的农业“四补贴”规模扩大到 1406 亿元，比去年增长 17%，对粮油生产大县的奖励资金增加到 225 亿元，增长 21.6%。要落实好“米袋子”省长负责制和“菜篮子”市长负责制。要强化农产品全程质量安全管理，完善储运和市场体系，规范流通秩序，降低农产品流通成本。

根据“蛛网理论”，农产品价格围绕供需平衡点左右波动，而先期价格上涨导致的供给增加，很可能成为下一轮降价的推手。除大豆外，我国主要粮食品种基本都能自给自足，粮食对外依存度较低。目前我国主要粮食品种库存充裕。我国粮食连续 7 年丰收，夯实了保障国家粮食安全的物质基础。农业生产的成本明年将持续升高，使粮价处于高位。从长期看，至少在未来 20 年，由粮价所推动的消费物价上涨将是一个长期趋势，这是由中国人口增长耕地却不断减少的国情决定的。

2011 年 12 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 1.7%，环比下降 0.3%。2 月 PPI 涨幅将在 2% 左右，有利于降低企业成本，“PPI-CPI”大幅降至负数，意味着利润正在迅速向下游行业和消费类行业传导。由于 PPI 一般而言领先 CPI 的走势，未来的几个月，CPI 将继续走弱。

刘易斯拐点来临，劳动力价格长期上升、资源价格改革等长期性因素也将持续推高 CPI。西方国家宏观政策上没有出现明显变化，流动性还是比较充足，来自于国外的输入性的通胀压力仍然比较大。

3. 实施好稳健的货币政策

全国金融工作会议 1 月 6 日至 7 日在北京举行。国务院总理温家宝要求金融部门和金融机构认真贯彻中央经济工作会议精神，做好今年金融工作。一要实施好稳健的货币政策，进一步提高针对性、灵活性和前瞻性，保持社会融资规模合理增长。二要优化信贷结构，加强对国家重点在建续建项目和保障性住房建设，对符合产业政策的企业特别是小型微型企业，对企业技术改造的信贷支持。三要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。四要敏锐观察和跟踪分析国内外经济形势，做好应对预案，切实防范经济金融风险。

中央经济工作会议提出：继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，增强调控的针对性、灵活性、前瞻性，继续处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系。

随着 CPI 进一步走低，国内货币政策开始微调，11 月 8 日，央行将一年期央票利率下调 1 个基点，这是 28 个月以来首次下调一年期央票利率。1 月 6 日，央行公告称，春节前暂停央行票据发行并根据实际需求开展短期逆回购操作。在此之前，已连续两周停发 3 月期央票。

当实际经济增长率高出 10% 时，就要实行适度的紧缩性宏观调控政策；当实际经济增长率低于 8% 时，就要实行适度的扩张性宏观调控政策；当实际经济增长率处于 8%—10% 的区间时，可实行中性的宏观调控政策。一季度经济增速可能低于 8%，很可能出现一个中小企业的倒闭高潮，经济学界普遍认为中国可接受的失业率应低于 6%，超过 6%，将影响经济社会健康发展。资金开始宽松时，要

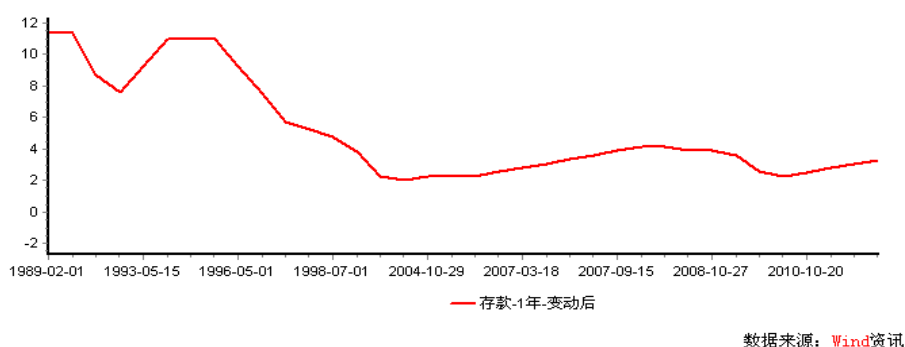
在货币政策放松三个月之后。市场行情将取决于放松的幅度，二季度，货币政策放松的幅度可能加大，政策放松将带来企业盈利上升和估值上升。

货币政策拐点出现并不意味着宏观经济政策基调要完全改变，对政策松动的速度和幅度不可预期过高。当前中国经济不能再次采用 08 年的调控手法，一方面经济减速的压力还没那么大，另一方面，通胀压力仍然存在。正因为政府政策将被市场主体理性预期所抵消，所以政府的政策最好是中性的。好的政策是帮助大家形成一个相对稳定的预期，只有在相对稳定预期下，企业家才能正确地决策。

如果欧美二次探底，中国将不得不采取进一步的刺激政策，但中国不可能象 08 年那样推出 4 万亿投资计划。

3.1 利率调整可能性不大

图 11：存款利率



资料来源：大通证券研发中心 Wind 资讯

自 2011 年 7 月 7 日起金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，1 年期存贷款利率分别上调至 3.50% 和 6.56%。经济增速放缓，加息可能性不大。2007 年以来的货币政策，长时间处于负实际利率状态，未来通胀下行还没有形成正利率，不会降息。除非季度经济增长降到 7% 以下，可能考虑降息。

3.2 准备金率将下调

截至 2011 年四季度末，中国外汇占款余额为 253587.01 亿元，较三季度末的 255118.23 亿元下降 1531.22 亿元，其中 12 月末我国外汇占款达 253587.01 亿元，较 11 月末的 254590.31 亿元减少 1003 亿元。这是我国在 2011 年 10 月和 11 月外汇占款分别减少了 249 亿元和 279 亿元之后，外汇占款连续第三个月出现负增长。今年年初人民币需求将继续下降，国际短期资本流出较大。目前全球经济增长面临很大不确定性，国际资本因中国经济增速下滑、房地产市场和资本

市场萎靡、人民币升值的预期改变等因素流出中国市场。美元指数强劲上扬，避险需求驱动全球范围资金回流美元的压力将持续存在。外汇占款的负增长，将使得国内货币投放相应减少，对市场流动性将有一定的收紧影响。要防范国际热钱大规模集中离境，导致人民币汇率波动和资产价格的大幅度下跌。

从 2011 年 12 月 5 日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。自 2010 年初起，中国央行已 12 次上调存款准备金率。本次全面下调金融机构存准率，为三年来的首次下调。本次下调后，中国大型金融机构的存准率将由 21.5% 的历史高位回落至 21%。存款情况不容乐观，存贷比指标、资本充足率指标不会放松，考虑到对中小企业的信贷支持，2012 年 2 月存款准备金率将下调 0.5%。准备金率下调，货币乘数就变大，从而增加了整个商业银行体系创造信用、扩大信用规模的能力，其结果是社会的银根偏松，货币供应量增加，利息率降低，投资及社会支出都相应增加。

3.3 2 月新增贷款将达到 8000 亿

去年年末，本外币贷款余额 58.19 万亿元，同比增长 15.7%。人民币贷款余额 54.79 万亿元，同比增长 15.8%，比 11 月末高 0.2 个百分点，比上年末低 4.1 个百分点。全年人民币贷款增加 7.47 万亿元，同比少增 3901 亿元。分部门看，住户贷款增加 2.42 万亿元，其中，短期贷款增加 9519 亿元，中长期贷款增加 1.46 万亿元；非金融企业及其他部门贷款增加 5.04 万亿元，其中，短期贷款增加 2.78 万亿元，中长期贷款增加 2.10 万亿元，票据融资增加 112 亿元。12 月份，人民币贷款增加 6405 亿元，同比多增 1823 亿元。

为应对 2008 年爆发的国际金融危机，2009 年中国新增人民币贷款达 9.6 万亿元，创出近年贷款增量的最高纪录，其后于 2010 年新增信贷回落至近 8 万亿元。

去年四季度银行贷款需求指数为 79.9%，比上季下降 3 个百分点。分行业看，农业、制造业和非制造业贷款需求指数分别为 64.6%、73.3% 和 67.1%，比上季下降 1.3、1.9 和 3.2 个百分点，房地产业和建筑业需求指数分别为 56.5% 和 58.5%，分别比上季下降 4.2 和 2.8 个百分点；分企业规模看，大、中、小型企业贷款需求均比上季有所回落。问卷反映本季度贷款需求变化的主要原因：排在第一位的是市场需求变化（占比达 83.3%），第二位的是宏观经济政策变化（占比 78.7%），

第三位的是存贷款利率变化(占比 23.8%)。

2012 年 2 月新增贷款将达到 8000 亿，M2 同比增速也将出现反弹。一季度新增信贷将集中投放，超过去年同期的水平，资本市场流动性出现改善。从 2006 年以来上证走势与新增贷款关联度增大，贷款增长推动了 2005 年到 2007 年的行情。2008 年政府推出 4 万亿刺激政策，2009 年上半年贷款创出历史新高，带来股市上涨，但从下半年政府开始控制贷款，政策退出与实体经济复苏，必然会分流虚拟经济领域的资金，引起股市大幅波动。贷款增长既要消除通胀的货币因素，又要满足实体经济对金融的合理需求。

银行业金融机构自觉将国家宏观调控政策纳入中长期发展战略规划和年度经营计划，完善优化信贷结构的体制机制，按照“十二五”规划要求，切实加大对战略性新兴产业、节能环保、科技创新、现代服务业、文化产业的金融支持力度，推动传统产业改造提升，引导出口结构升级。积极支持西部大开发、中部崛起和东北老工业基地振兴，推动区域经济协调健康发展。持续加强小微企业金融服务，积极推进机构准入、存贷比考核、资本计量以及不良贷款容忍度等方面的差异化监管政策“落地”；强化涉农金融业务的差别化监管政策，鼓励完善涉农金融服务体制机制，充分发挥政策性金融、商业性金融和合作性金融的作用，引导更多信贷资金投向“三农”，加大对农业科技和农村基础设施等重点领域和薄弱环节的支持力度，确保小微企业和“三农”金融服务继续实现“两个不低于”目标。

3.4 人民币对美元将双向波动

去年 11 月人民币对美元贬值 0.39%，境外美元对人民币 1 年期 NDF（无本金交割远期）汇价持续在 6.40 附近。中国出口前景转坏，中国顺差缩减或将成为常态，经济增速放缓，国内通胀压力纾缓，人民币在某些特定阶段不排除会出现贬值的情况。国际清算银行公布的数据显示，去年 12 月人民币实际有效汇率指数为 107.97，环比上升 1.3%。去年全年人民币实际有效汇率上升 6.12%。去年 12 月，人民币对美元保持升值态势，这是当月人民币实际有效汇率升值的主要原因。当月美元指数走势仍较强劲，上涨 2.4%，收于 80.22。当月人民币对美元保持波动中升值的态势，人民币对美元中间价由月初的 6.3353 升至月末的 6.3009。当月欧元对美元贬值 3.67%，人民币对欧元升值 3.55%。今年 1 月以来，

人民币对美元中间价有所走软。预计美元兑人民币今年在 6.10 元-6.45 元之间波动。

日本、德国的本币升值经验表明，必须以国内货币政策为主，不能以汇率政策左右货币政策。要注意吸取日本的教训，1985 年到 1995 年，日元升值了接近三倍，五六年后对经济造成了巨大的伤害。美国近期采取了一系列施压人民币升值的举动，以便在人民币最高价时置换美元。如果市场人民币买盘不足，我国央行或商业银行出面购买人民币，那将是“热钱”在最高位脱手人民币的最理想状态。如果人民币汇率有升有降，根据自己的经济特点自己主宰汇率，海外热钱将会无利可图。

在汇改之前，我国基本上是盯住美元的固定汇率制，对资本流动实行管制，货币政策保持较高的独立性。使得人民币对美元汇率缺乏弹性，不能实时反映市场对于人民币的需求，不适应贸易投资货币多元化的需要。人民币汇改更加强调人民币相对一篮子货币汇率的变化，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，这有利于形成更为科学合理的汇价水平。中国需要将外汇储备更加多元化，这样就可以将对美国的依赖度降低。

从长远看，人民币汇率改革是中国调整经济结构，奠定可持续发展基础的重要政策，通过让人民币汇率比较真切地反映其价值，发挥市场信号作用，以便重新在各个产业之间进行资源再分配，使外贸和内需更为平衡，并在此过程中淘汰落后产能，让产业整体升级。航空、造纸、银行、地产是人民币升值受益的板块。

4. 风险提示

我们面临许多不确定因素，主要发达经济体当前的复苏出现反复，使我国外需恶化，如果欧洲债务危机持续下去，带来的冲击恐怕不会弱于美国金融危机。房地产调控政策超预期，房地产去库存的影响则还未完全显现。经济转型带来的增长放缓，企业盈利能力下滑。中国经济仍旧存在滞涨的风险。中国的信贷、房地产、债务问题若单独来看，都还处于可承受范围，但问题如果一起发作，将令国内大型银行面临系统性风险。