

定期报告

却道天凉好个秋

2012 年 9 月 13 日

2012 年四季度宏观经济展望

主要预测

%	11	12E
GDP	9.3	7.8
CPI	5.4	2.7
PPI	6.3	-1.9
社会消费品零售	17.1	14.2
工业增加值	13.9	10.1
出口	20.3	8.1
进口	24.9	6.6
固定资产投资	23.8	20.4
M2	13.6	14.0
人民币贷款余额	15.8	14.4
1 年期存款利率	3.50	3.00
1 年期贷款利率	6.56	6.00
人民币汇率	6.30	6.24

最新数据 (8 月)

工业	8.9
城镇投资	20.2
零售额	13.2
CPI	2.0
PPI	-3.5

资料来源: CEIC, 招商证券

丁安华

首席经济学家

dinganhua@cmschina.com.cn
S1090511030013

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn
S1090512070002

研究助理:

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn

核心观点:

1、受库存调整和政策波动影响, 年初以来中国经济持续放缓。由此, 催生了市场对于潜在增长、产能过剩等长期问题的关注和探讨。我们的判断是, 目前中国经济放缓主要还是受周期性因素的影响, 潜在增速的变化仍然较为缓慢。在此前提下, 逆周期政策不仅必要而且有用。

2、逆周期政策的核心是稳定投资, 即使是在经济潜在增速下行的阶段也是如此。

3、我们预计年内政策仍会取向积极, 维持下半年经济从政策验证到逐步企稳的判断。由此推断, 经济可能在三季度末见底。

4、由于二三季度整体经济状况低于我们预期, 结合目前主要宏观指标推测, 我们将全年 GDP 预测值从 8.1% 下调至 7.8%。

5、对于通胀, 我们认为可能从 8 月开始缓慢回升, 全年通胀水平维持 2.7% 的判断。我们认为在全球同胀全球同治的背景下, 上半年通胀水平逐季下行, 通胀走势在第三季度达到最低点, 第四季度可能略有回升。预计全年 CPI 同比增长 2.7%, 各季度值略做微调为 3.8%, 2.9%, 2.0%, 2.4%。

6、对于货币政策, 我们认为在结构问题突出和中期通胀压力大于通缩压力的背景下, 公开市场操作仍然是首选, 特别是在金融自由化的特定阶段, 央行会通过公开市场操作和影响公开市场利率来提升货币政策的有效性。

至于降准, 我们认为在 9 月仍有必要。对于年内再次降息我们持相对保守的态度。

7、预计从政策角度出发短期流动性中性的情况会逐步改善, 同时需要密切关注外围因素变动对外汇占款的影响及经济主体自身流动性偏好的变化。

8、我们仍然维持此前 2012 年下半年策略报告中人民币升值幅度降至 1% 的判断, 人民币汇率短期已进入相对均衡区间, 双向波动加大。

正文目录

一、逆周期政策推动中国经济于年内见底，调整全年经济增长预测值至 7.8%	3
(一)、目前中国经济放缓主要是受周期性因素的影响，而非结构性因素	3
(二)、逆周期政策可以应对经济放缓	5
(三)、经济走势判断：维持下半年经济从政策验证到逐步企稳的判断	7
(四)、下调全年 GDP 增长预测值至 7.8%	11
二、通胀三季度开始缓慢回升、维持全年 CPI2.7%的判断	12
(一)、自上而下是我们一贯的逻辑	12
(二)、自下而上看，四季度通胀略有反弹	13
三、短期政策偏中性的背景下，需要关注货币市场的变化	14
四、全球视角看国内流动性，需要关注汇率与外汇占款的波动	15
(一)、前期对于外汇占款的判断得到验证	15
(二)、外币存款利率下调推升新增外汇占款	16
(三)、8 月以来国际资金开始回流中国	17
(四)、维持全年人民币升值幅度大约为 1%的判断	18
五、2012 年中国主要经济数据预测	19

受库存调整和政策波动影响，年初以来中国经济持续放缓。由此，催生了市场对于潜在增长、产能过剩等长期问题的关注和探讨。我们的判断是，目前中国经济放缓主要还是受周期性因素的影响，潜在增速的变化仍然较为缓慢。在此前提下，逆周期政策不仅必要而且有用。

我们预计年内政策仍会取向积极，由此推断，经济可能在三季度末见底，而通胀则可能从三季度内开始缓慢回升。预计从政策角度出发短期流动性中性的情况会逐步改善，同时需要密切关注外围因素变动对外汇占款的影响及经济主体自身流动性偏好的变化。

一、逆周期政策推动中国经济于年内见底，调整全年经济增长预测值至 7.8%

（一）、目前中国经济放缓主要是受周期性因素的影响，而非结构性因素

年初以来，中国经济持续放缓，主要宏观指标也都趋于恶化，特别是发电量与工业增加值，没有能够形成较好的企稳迹象。于是市场中人纷纷大谈潜在增速下滑、产能过剩与政策无效。

表 1：中国经济潜在增速预测

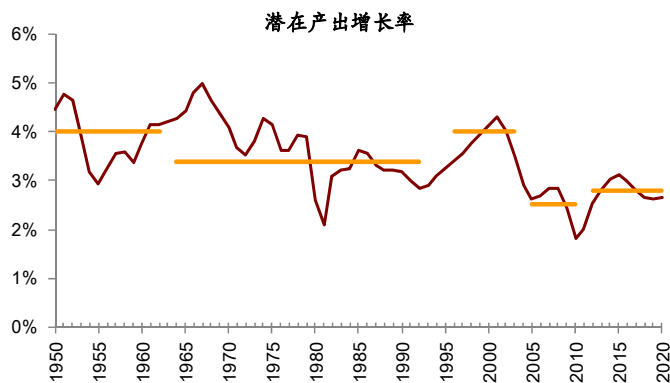
	2010-2015	2015-2020	2020-2025	2025-2035
潜在增长率	8.4	7.0	6.8	5.6
来自 TFP 增长	2.3	2.3	2.2	1.9
来自人力资本的提高	0.5	0.6	0.3	0.3
来自物质资本的提高	5.4	4.6	4.9	4.4

资料来源：世界银行（2007，2010），招商证券

中国经济潜在增速下降这是一个既定的事实，也是我们进行宏观经济分析的大背景。但我们需要厘清潜在增速与经济走势两者之间的关系，特别是辨别当前经济放缓的原因是结构性因素还是周期性因素？否则就会误判未来中国宏观调控的走向和经济形势。

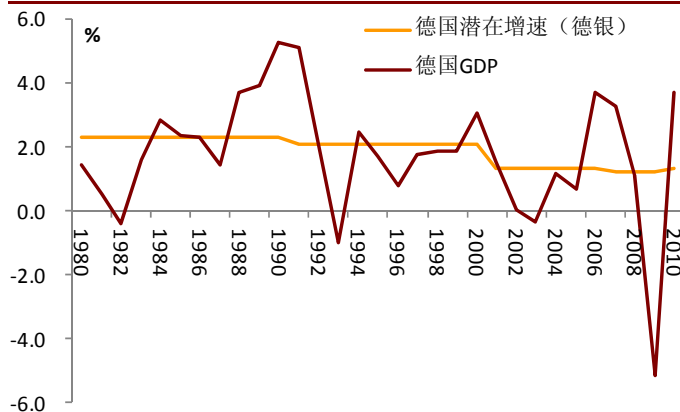
对于潜在增速和经济走势两者之间的关系，应该不用太多的论述，基本界定就是短期经济周期性的围绕潜在增速进行上下波动。美国和德国的例子最能说明这一点。

图 1：美国二战后经济增长与潜在增速变动



资料来源：CEIC，招商证券

图 2：德国 1980 年后经济增速围绕潜在增速上下波动



资料来源：CEIC，招商证券

当然也有例外，潜在增速如果不是缓慢调整而是快速变化，则短期经济可能跟随潜在增速的快速下降而大幅调整。1990 年代的阿根廷、韩国、墨西哥和俄罗斯都出现过类似的情况。但从根本上而言，除非危机时大量的产能损失与结构性缺陷，否则潜在增速是一个缓慢变化的变量。就目前中国而言，虽然结构问题很突出，但毕竟现在是处于后危机时期，再次遭遇大规模危机冲击的概率有所下降，在库存去化的背景下，资产价格大幅贬值和产能损失引致潜在增速出现断崖式下降的可能性较低。

表 2：危机冲击下资产价格快速贬值和产能损失导致潜在产出断崖式下降的情况

	扣除物价因素后实际资产价格变动	经常账户/GDP	工业产出	私人消费
阿根廷 (94.4-95.1)	-27.82	4.05	-9.26	-4.12
韩国 (97.4-98.1)	-9.79	10.97	-7.20	-9.48
墨西哥 (94.4-95.1)	-28.72	5.24	-9.52	-6.44
俄罗斯 (98.3-98.4)	-59.37	9.46	-5.20	-3.12

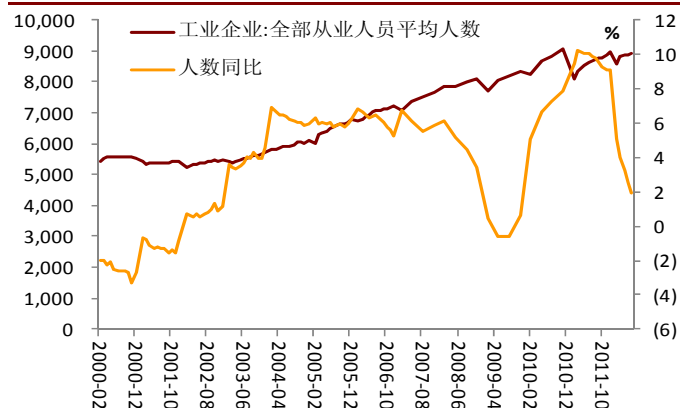
资料来源：QUANTITATIVE IMPLICATION OF A DEBT-DEFLATION THEORY OF SUDDEN STOPS AND ASSET PRICES，招商证券

而所谓结构性的原因，其实就是指导致潜在增长速度下滑的那些主要因素。具体而言主要有以下三种：1、资本积累下降；2、人口红利消失 3、全要素生产率下降。在潜在增速缓慢变化的前提下，结构性因素本身的变化亦会相对缓慢。

其实判断当前经济的走势是结构性因素主导还是周期因素主导，只要观察一下 2010 年以来通胀与经济的走势就会清楚结论。通胀随需求起伏的结果明显制约了结构性因素对通胀形态的解释力。

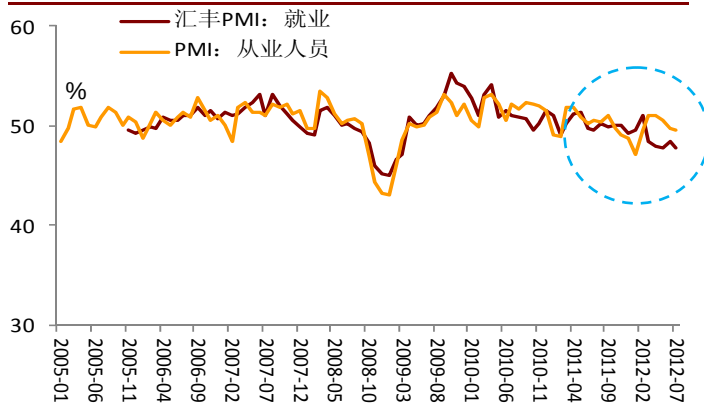
另一个观察就是就业，增长持续低于潜力就会导致就业压力，如果目前经济的放缓主要来自潜在增速的下行，则不用担忧就业问题。但是我们从最近两个月的 PMI 就业指数和规模以上工业企业用工情况可见，就业压力在持续上升，这表明周期因素导致经济走势偏离了潜在增速。

图 3: 工业企业用工人数同比增速持续下滑



资料来源: CEIC, 招商证券

图 4: 先行指标显示就业情况在恶化



资料来源: CEIC, 招商证券

总体而言，从我们的分析中可以得出如下结论：年初以来的经济放缓主要来自周期性因素的影响，用结构性原因解释过去两个季度经济的快速放缓，是非常勉强的。

（二）、逆周期政策可以应对经济放缓

在潜在增速下滑的背景下，如果判断经济放缓主要由结构性因素决定，则其政策含义就是，宏观政策不需要放松，放松也没有用，反而有坏处。而我们一旦厘清决定当前经济走势的主导因素是周期性因素，则结论恰好相反，按照周期与相机抉择的逻辑，经济一旦持续放缓，就需要启动逆周期政策。逆周期政策不仅需要而且有用。这样对于宏观调控和政策的解读就会更为客观和准确。

那么，我们现在需要怎样的逆周期政策？

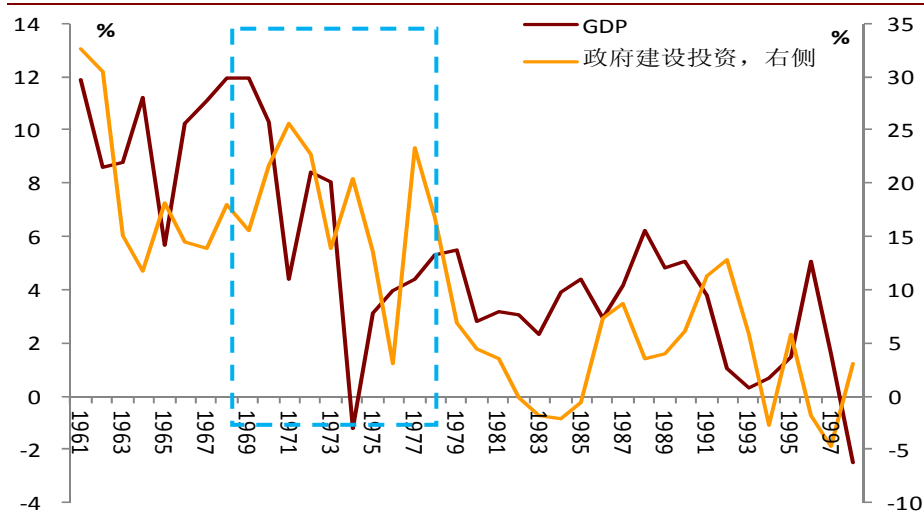
很多人认为，稳增长不能再靠政府主导的投资，而应该靠调整结构（即促消费）和改革（鼓励民营企业投资）。但这两项都是典型“顺周期”的，短期内没有作用。目前的问题在于经济的自主筑底回升的能力非常弱。短期经济问题主要应该靠“逆周期”政策手段来应对。基本上，只有广义的政府投资才是“逆周期”政策，辅以放松的货币政策和财政支持。

首先，逆周期政策的核心是稳定投资，即使是在经济潜在增速下行的阶段也是如此。

投资依然是中国经济增长的首要驱动力。从逆周期和稳增长的角度出发，拉动投资依然是当前宏观政策的必然选择。

尽管在转变经济增长方式和提高经济增长质量的大背景下，长期看投资的拉动作用可能会渐渐弱化，但在短期内投资对经济的影响还不可撼动。日本的经验就很好的说明了这一点。

图5：日本政府建设投资在经济潜在增速下滑阶段逆周期扩张



资料来源：WIND，招商证券

因此，我们认为政策转向稳增长主要还是通过投资来稳定经济调整过程，可能领域包括：水利、城市公用事业、铁路（含城市轨道交通）、电力和农村农业，核电建设换届后有望重启。

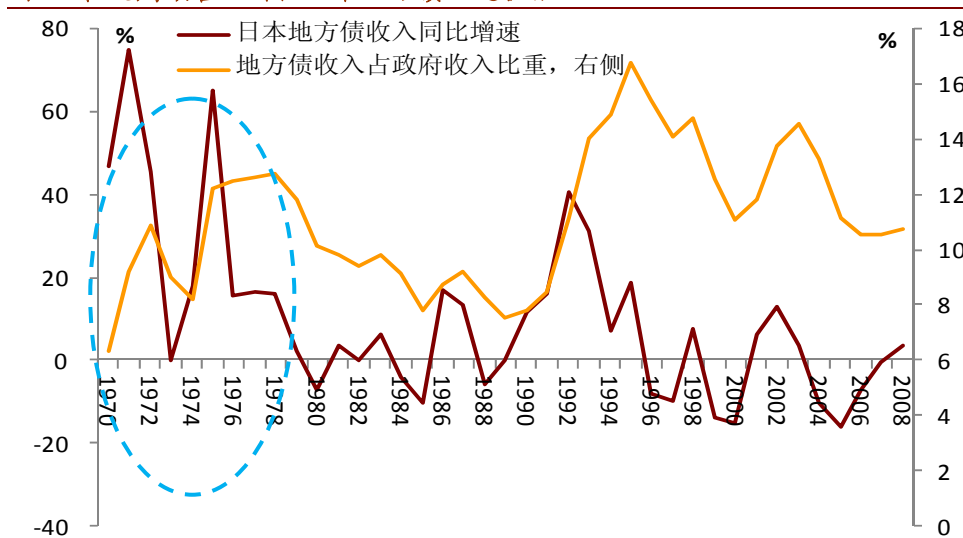
其次、放松货币条件。

固定资产投资中国家预算内资金和国内信贷是其他资金的领先指标。地方政府债务中80%来源于银行贷款，因此，无论是稳投资，还是财政支持企业生产和需求，都需要信贷资金的支持。而放松货币条件是前提。

最后，缓解地方融资压力，关键在于中央和地方对部分平台补充资本金。

一直以来地方政府是投资的主导者。而目前，平台的问题是困扰地方投资增长的主要原因，部分地方平台补充资本金，改善其资产负债表，使其成为合格的借款人。如果财力有限，可以考虑适当扩大地方债的规模。提升银行的贷款意愿支持投资增长，达到“保增长”和“减不良贷款”的目的。监管部门应及时清理平台类别，让银行将有足够资本金和项目现金流的项目，划为正常项目，适用正常的风险权重。

图6：在逆周期管理阶段日本地方债加速扩张



资料来源：WIND，招商证券

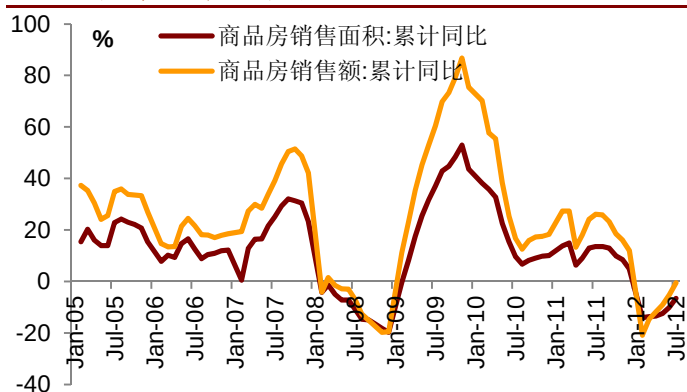
（三）、经济走势判断：维持下半年经济从政策验证到逐步企稳的判断

上半年政策转向稳增长，考虑到时滞，政策对经济的刺激作用将在下半年逐步显现。按照我们在中期策略报告中的观点，三季度是政策验证期。

首先，虽然目前总体经济在放缓，但是在近期公布的数据中我们依然可以观察到如下积极因素：

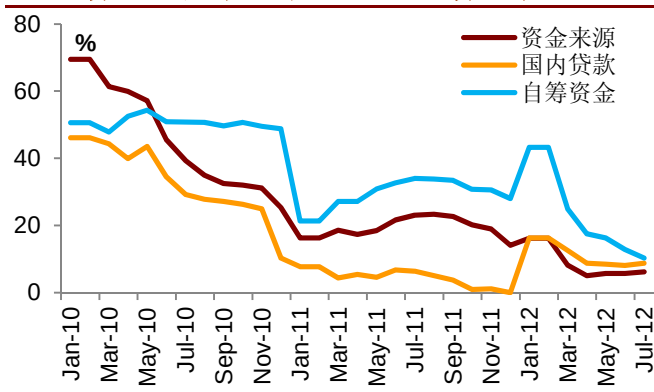
第一，房地产销售形势好转。从2011年年底起，房地产政策开始出现了微调迹象。所以，今年2月以来商品房销售数据持续好转。房地产行业库存的下降有利于未来房地产投资的恢复。下面需要密切关注房地产新开工投资的走势。

图7：房地产销售形势持续好转



资料来源：CEIC，招商证券

图8：资金是房地产销售能否刺激投资回升的关键



资料来源：CEIC，招商证券

第二，固定资产投资资金到位情况好转，基建投资恢复性增长已较为明确。3月以来发改委项目审批速度开始加快，通过的审批项目主要集中于清洁能源、农田水利、基础设施建设、城市轨道交通以及近期被新闻媒体广泛报道的湛江和防城港的两个钢铁项目。

表 3：3 月以来发改委主要审批项目梳理

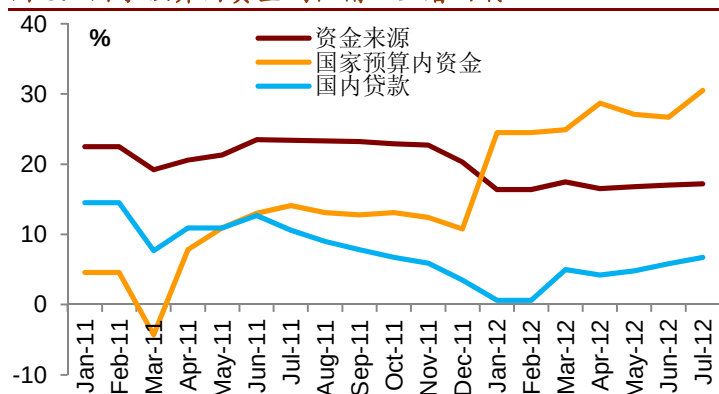
项目类型	具体内容	投资额
中央预算内以工代赈项目	农田水利和小流域综合整治工程	11892 万
	乡村道路和桥梁工程	15572 万
	综合开发工程	2302 万
机场项目	四川稻城亚丁机场	
	贵州凯里黄民机场	
	湖南衡阳南岳机场	
	新建四川阿坝红原民用机场	
	甘肃庆阳机场扩建工程	
	新疆石河子机场扩建工程	
	重庆江北国际机场东航站区和第三跑道工程	
	新建黑龙江抚远民用机场工程	
城市轨道交通项目	南京地铁 3 号线二期工程	
	武汉轨道交通 3 号线一期工程	
	武汉轨道交通 6 号线二期工程	
交通项目	国道 317 线雀儿山隧道	
	长江南京以下 12.5 米深水航道一期工程	
	广东平原至兴宁公路	
	甘肃兰州绕城公路南段	
水利工程项目	甘肃积石山引水工程	
	四川南江县红鱼洞水库及灌区工程项目	
	四川大渡河沙坪二级水电站	
	四川大渡河枕头坝一级水电站	
	四川大渡河安古水电站	
	金沙江鲁地拉水电站	
	金沙江开口水电站	
	湖南金塘冲水库工程项目	
钢铁项目	广西防城港	693.9 亿
	广东湛江	696.8 亿
	河北唐山首钢搬迁工程	

资料来源：国家发改委，招商证券整理

今年以来，国家预算内资金到位增速维持高位，近期银行贷款资金到位也有所好转，因此，从 6 月起，基建投资增速显著回升。而今年制造业投资持续好于预期，基建投资发力是投资增速在 6、7 月间已企稳的主要原因。

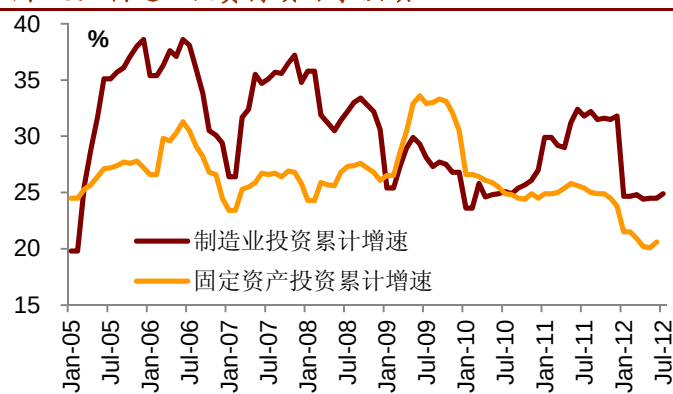
随着资金落实的好转，上半年开始加快的项目审批已经逐渐显现对投资和经济的拉动作用。考虑到房地产投资已逐步接近底部，基建投资恢复增长已较为明确，未来主要关注制造业投资是否还能维持现有增速，若能维持，则下半年投资增速将相对乐观，进而对全年经济走势有相对乐观的预计。

图 9：国家预算内资金到位情况显著好转



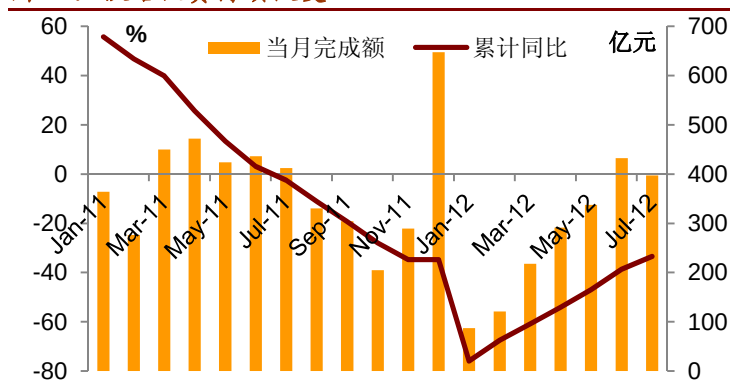
资料来源：CEIC，招商证券

图 10：制造业投资持续好于预期



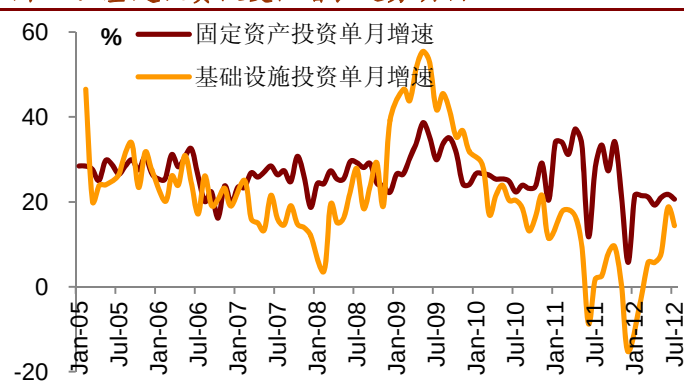
资料来源：CEIC，招商证券

图 11：铁路投资持续恢复



资料来源：铁道部，招商证券

图 12：基建投资恢复性增长趋势明确



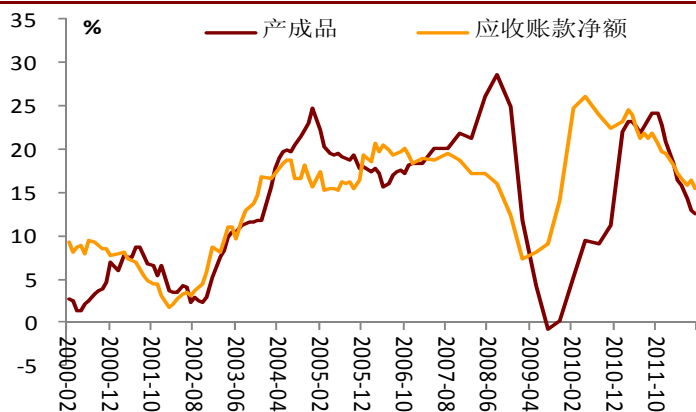
资料来源：CEIC，招商证券

其次，短期经济走势取决于库存调整情况，从目前已知的库存指标来看，经济主体应该处于主动去库存阶段的末期，三、四季度间有可能出现主动去库存向被动去库存的转变，由此带来总需求的环比改善。

当前企业总体库存压力依然较高，结合工业企业产成品资金和应收账款的增速变化，我们认为目前工业企业虽然仍处于去库存的阶段，但是需要关注应收账款净额的变化。从历史数据来看，应收账款净额是产成品资金的领先指标，一般领先 2-3 个季度，6 月应收账款净额增速出现半年来的首次回升，当时我们判断如果这一变化不是季节性的暂时现象，则未来 2 个季度左右工业企业产成品资金可能会见底回升。

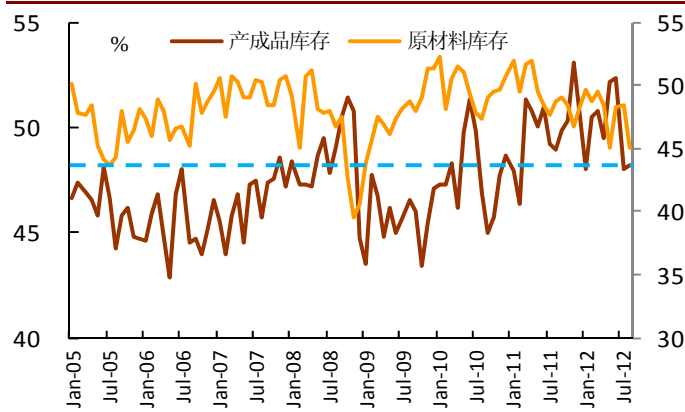
需要提示的是，7 月的数据对此前的判断造成干扰，究其原因，在于当前的需求状态和政策行为影响了企业的库存行为。去库存或者说库存调整的进程较为复杂。

图 13: 企业应收账款同比增速再次下滑



资料来源: CEIC, 招商证券

图 14: PMI 库存指数显示当前库存水平仍有下降空间

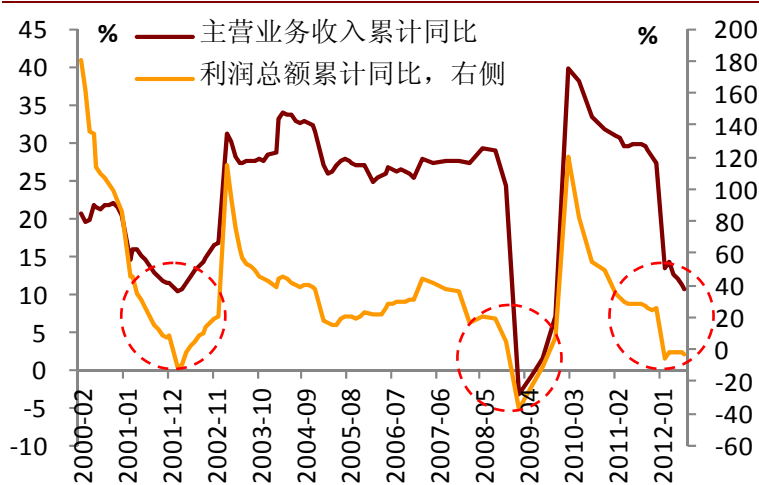


资料来源: CEIC, 招商证券

最后，从历史比较来看，年内经济可能在三季度见底。

历史比较，年初利润大幅下滑年份对于整体经济需求相对较弱。2012 年 1-2 月工业企业利润同比增速出现负增长，相比 2011 年年底增速出现大幅下滑。从 2000 年以来，年初工业企业利润和营业收入同比增速出现明显下滑年份分别是：2001、2002、2005、2008、2009、2011 年，出现同比负增长的年份分别是：2002 年和 2009 年。与历史同期比，整体需求不振应该是季节因素之外引致工业企业利润下滑的主因。

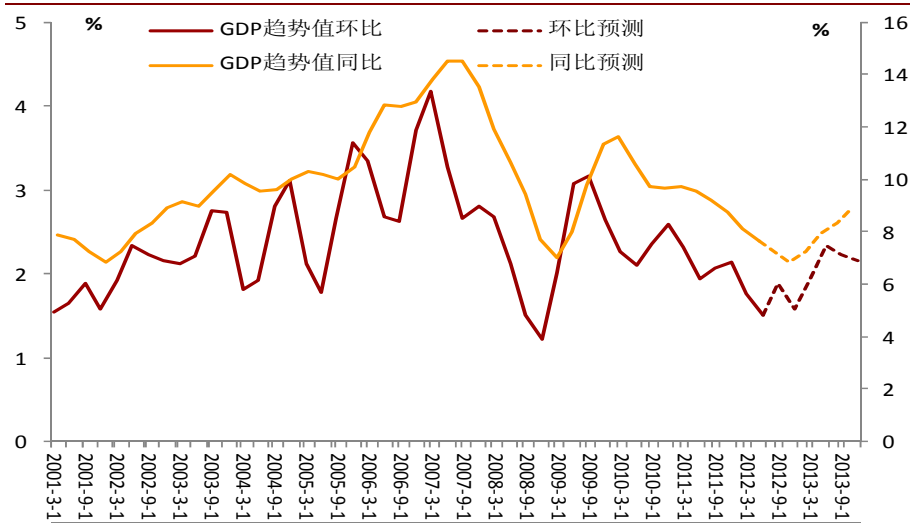
图 15: 需求疲弱引致利润增速明显下滑



资料来源: WIND, 招商证券

从目前的经济走势判断，最乐观的估计也只能是环比二季度见底，同比三季度见底，而如果参照 2001-2002 年的经济状况简单模拟，则经济环比见底的时间可能是二季度，但是同比见底的时间可能会有所推后。原因在于内外需的调整，加上政策取向中性，这就造成经济需要依靠自身的动力来修复。这一修复过程相对要更加缓慢和复杂。

图16: 以2001-2002年经济形态复制2012-2013年GDP走势情况



资料来源: WIND, 招商证券

结合当前行业层面的数据来看,水泥库存环比开始下降,同时涨价的区域渐渐增多,以此推测,政策可能正在渐渐起效。同时观察 8 月主要宏观指标,发电量和水泥产量的增速在回升,同时房地产投资也出现了一年来的首次反弹,就此推测,三季度经济见底的可能性较高。

(四)、下调全年 GDP 增长预测值至 7.8%

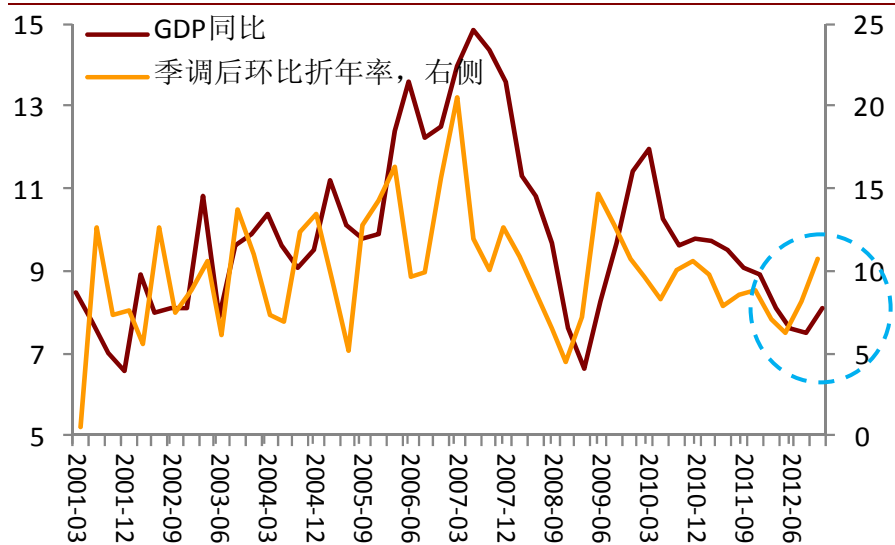
在《2012 年宏观经济展望——一岁一枯荣》中,我们首次给出了 2012 年全年 GDP 增长的预测值 8.1%,从目前已经公布的数据推测,全年 8.1%的增长目标应该较难实现。

按照我们的经济走势分析,三季度 GDP 同比增速应该会低于二季度,按照工业增加值简单外推,我们初步估计大约 7.5%。如果前期政策的效果在近期逐步体现,同时政府在外需下滑的背景下进一步运用逆周期政策,比如上周发改委对基建项目的再次集中审批,则四季度经济增速可能会高于三季度。

同时考虑到去年四季度技术相对较低的因素,我们预估四季度 GDP 增速可能会回到 8% 左右。如果照此推测,则全年经济增速大约为 7.8%。

按照支出法分解,三驾马车的贡献如下:投资对经济拉动大约 3.6%,消费大约拉动 4.9%,净出口大约拉动-0.7%

图17: 政策影响下四季度经济环比折年率可能出现较大幅度回升



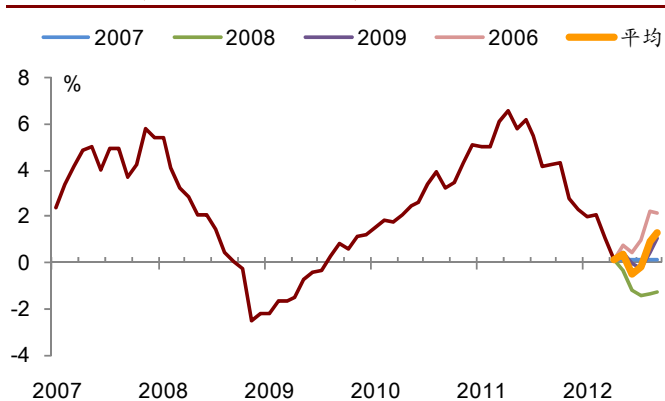
资料来源: WIND, 招商证券

综上，对于全年经济我们下调全年增速的预测值至 7.8%，对于经济走势我们修正为三季度见底。

二、通胀三季度开始缓慢回升、维持全年 CPI 2.7% 的判断

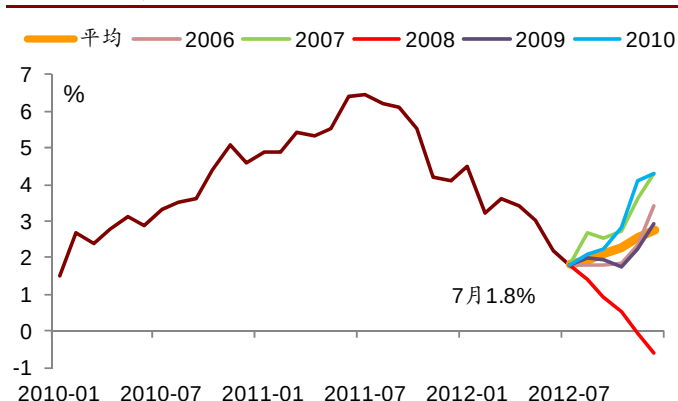
我们依然坚持在《2012 年宏观经济展望——一岁一枯荣》中对于 2012 年 CPI 走势形态预测，总的判断是：全球通胀全球同治的背景下，上半年通胀水平逐季下行，通胀走势在第三季度达到最低点，第四季度可能略有回升。预计全年 CPI 同比增长 2.7%，各季度值略做微调为 3.8%，2.9%，2.0%，2.4%。

图 18: 历年数据预测食用农产品价格走势



资料来源: CEIC, 招商证券

图 19: 历年数据预测 CPI 走势



资料来源: CEIC, 招商证券

（一）、自上而下是我们一贯的逻辑

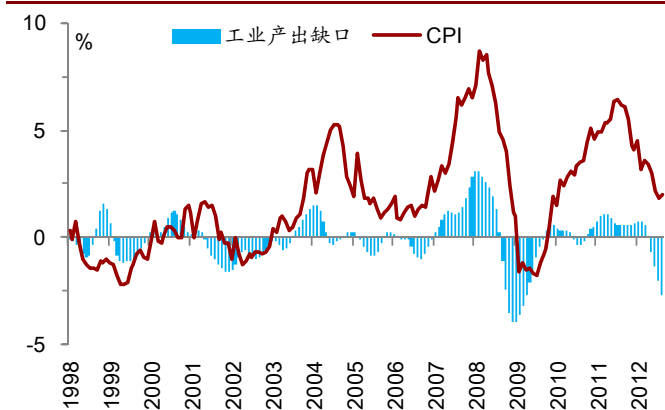
按照我们一贯的逻辑，通胀是经济的结果，分析核心通胀未来的走势，首先要看产出缺口。从近期的产出缺口以及对 2012 年工业增加值的预测来看，6 月至 8 月产出缺口有

明显的扩大趋势，实际产出已经显著低于潜在产出，从中长期走势来看，通胀水平不存在大幅上涨的基础。

由于目前库存水平较高，通胀水平有可能会与产出缺口的暂时背离。根据商务部、统计局、农业部的高频数据来看，8月的通胀水平在1.9%至2.1%之间，这一数值较7月略有回升，也就是说年内通胀可能已经见底。而产出缺口的计算依据之一是根据生产法计算的工业增加值，而从今年二季度的数据来看，扣除价格因素，固定资产投资和进出口的需求量比一季度略有回升，而消费基本持平。因此，从需求层面来看，还是保持稳定的格局，不过由于库存规模较高，不少行业仅仅消化库存就可以满足需求。因此工业增加值处于下降的趋势，而通胀反映的是居民生活方面的需求，特别是食品价格的影响较大，工业增加值的走势可能会与居民平时感受到的通胀水平不一致。

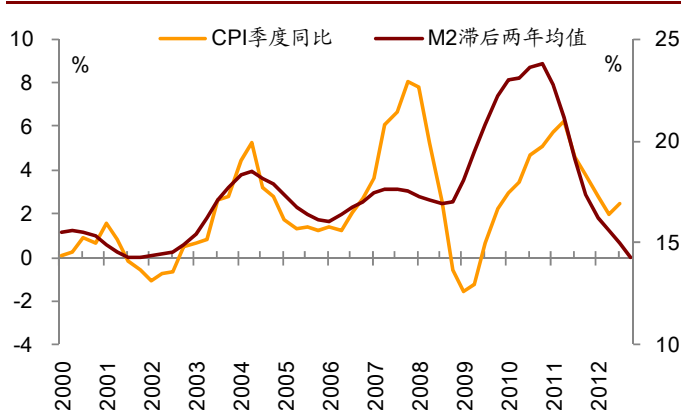
其次，从货币条件看，货币供给影响总需求，在长期内决定通胀的走势形态。目前，M2的中期增速维持在低速水平，结合季调后CPI趋势值环比领先指标来看，今年通胀整体水平不高，也不支持通胀出现大幅的反弹。

图 20：产出缺口持续向下



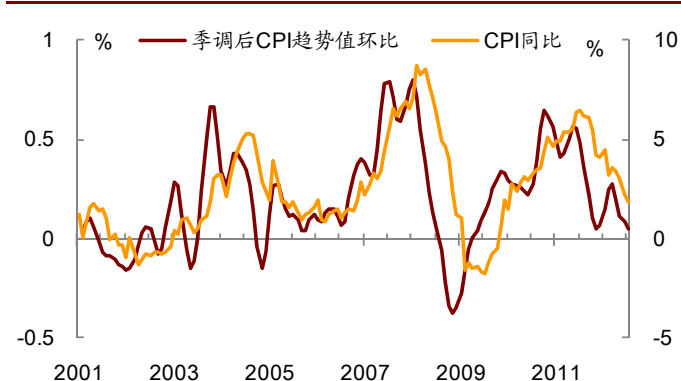
资料来源：CEIC，招商证券

图 21：货币供应量传导至通胀有滞后性



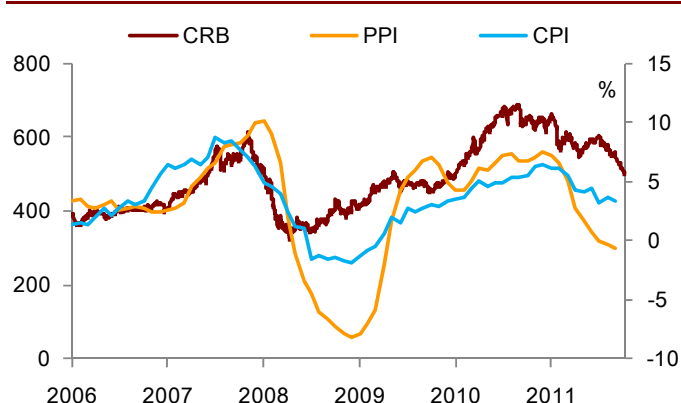
资料来源：CEIC，招商证券

图 22：CPI 季调后趋势值环比增速领先通胀 9 个月



资料来源：CEIC，招商证券

图 23：CRB 指数大幅回落输入性通胀压力显著减缓



资料来源：CEIC，招商证券

（二）、自下而上看，四季度通胀略有反弹

从微观的角度分析，8月通胀水平反弹主要是受到食品价格的影响和原油价格的上升。

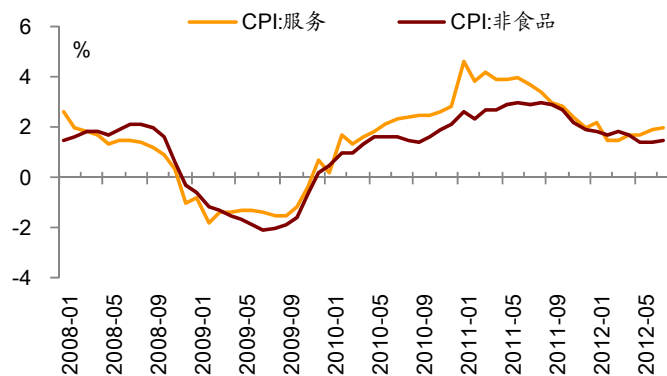
食品价格上升主要是受到世界范围内极端气候频发的影响。受美国和俄罗斯罕见的干旱，大豆严重减产，油脂类价格上升最快；其次，国内不同地区接连受到多个台风的侵扰，粮食、蔬菜和水果作物的收成受到影响，加之成品油价格上升导致运输成本增加，而这些生活必需品的消费是比较稳定的，因此，蔬菜和水果的止跌回升是必然的。

肉禽价格的变动依然是主导通胀变化的主要因素。招商农林牧渔组研究员认为年内猪肉价格依然处于猪周期的下降趋势中。不过近期玉米、豆粕价格上涨带来养殖成本的上升，部分养殖户面临亏损。此外，考虑到疫病爆发和国家启动收储调节价格的可能性，猪肉价格的下降空间也是有限的。

非食品价格重点关注原油价格和劳动力成本的上升。春节后至 7 月，服务价格同比稳步小幅上升，从 1.5% 涨至 2.0%，涨幅快于非食品的增速。

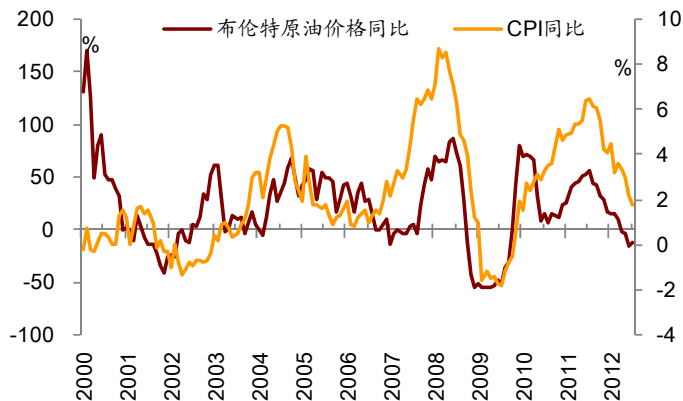
因此，我们判断四季度通胀仅略有反弹。

图 24：劳动力成本易上难下



资料来源：CEIC，招商证券

图 25：仍然需要持续关注原油价格的变化



资料来源：CEIC，招商证券

三、短期政策偏中性的背景下，需要关注货币市场的变化

目前央行仍然执行稳健的货币政策，以预调微调为主。但是央行调控市场的方式以及企业融资方式近期发生的变化需要引起我们的关注。

首先，中国央行近期频繁使用逆回购政策举动，在金融自由化的特定阶段，央行会通过公开市场操作和影响公开市场利率来提升货币政策的有效性。我们在 8 月 31 日的报告《潜在增速下滑、金融自由化与日本货币政策演变》中回顾 1955 年以来日本货币政策工具的选择和演变过程，对理解中国目前央行的操作以及货币政策中间目标十分有借鉴意义。

随着金融自由化的推进，传统工具的作用已经开始弱化，央行在具体货币政策操作和管理流动性方面更加依赖公开市场的操作。央行对于公开市场操作不同方式的重要性发生变化。公开市场操作的重要作用不仅仅包含流动性管理，同时还包括利率引导。为适应利率市场化改革需要，央行此前逐步加强公开市场操作对商业银行日常流动性的调控，还通过影响金融市场利率来调节。此前主要是通过央票来达到这一目的，但从今年以来，央票从未被发行，央行对于利率的引导和调控只能通过正回购和逆回购利率来实现。采用逆回购和正回购分别调节资金的投放量和回笼量。2 月至 5 月以正回购操作回笼货币

为主，6月至8月以逆回购净投放货币为主。由于期限较短，以7天和14天为主，单月发行和到期的回购规模巨大。以8月为例，逆回购8200亿，逆回购到期5780亿，实际净投放3440亿。

其次，债券融资在企业融资中的重要性上升。企业债券的前7个月净融资规模为1.08万亿，同比增长53.5%。同期的商业银行新增信贷为5.39万亿，同比增长15.4%。属于中长期融资的企业债和中票在企业债券中的占比较高，分别为31.3%和30.5%。从历史数据来看，债券融资成本低于银行贷款。企业利润不断下滑，财务费用负担依然较重。对于有资质选择的企业来说，会偏向用债券融资来替换成本较高的银行贷款。债券供给量增加必然在一定程度上推高了票息，增加了企业的融资成本，而贷款利率又在向下调整的过程中，企业融资对于债券融资的偏好有所降低，但是债券融资对于商业银行贷款的分流也会降低贷款的需求。

最后，我们维持全年新增信贷8万亿的判断。由于8月信贷超预期，如果政策进一步关注增长的话，投放节奏不排除会略有调整，为配合基建投资而有所加快。

央行的逆回购降低频繁下调存款准备金率的必要性。近期央行的行为确实与两次激进的降息时判若两人，大约是其背后“看不见的手”一时暂停掣肘。央行虽迟迟未如市场预期降准，但还是加大了逆回购的力度。尽管7天回购利率不降反升，但更长期限的利率水平回落。从各国央行的发展经验来看，通过公开市场操作进行短期流动性干预是可行的，但是如果长期使用就会存在成本和风险问题，下调存款准备金率可以有效的缓解长期资金面的紧张局面。

有鉴于此，我们认为，如果8月及9月新增外汇占款的规模低于1000亿，且欧美央行未推出大规模量化宽松货币政策，则央行在9月末仍有必要降准。

我们仍对年内再次降息持保守态度。我们认同必须降低企业融资成本才能推动经济回升的观点，之所以同时对降息持保守态度是因为，在房地产敏感和高货币存量及高通胀预期条件下，减息有如“核武器”，对经济增长的影响有限，但对房价及通胀的推动作用强。

从相机抉择的逻辑出发，全年14%货币目标无需担心，下半年货币条件总体偏稳健。

四、全球视角看国内流动性，需要关注汇率与外汇占款的波动

（一）、前期对于外汇占款的判断得到验证

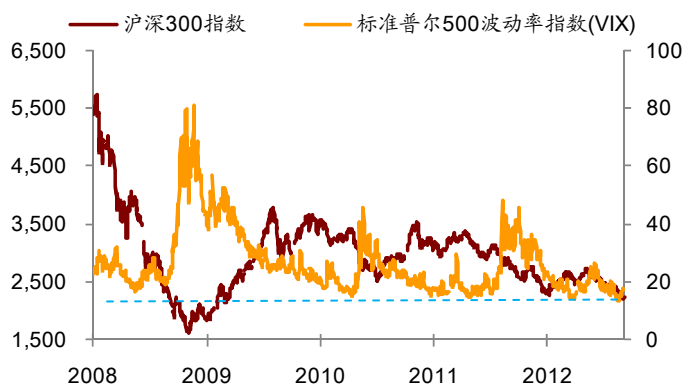
我们在5月的报告《外部冲击对国内资本市场和宏观经济的影响分析--三重冲击波》中，我们曾对连续多月外汇占款低迷对于市场和经济的影响进行分析，并且给出我们的判断——综合考虑当前的国内货币政策导向和欧元区银行体系状况，本轮外部冲击的负面影响有限，持续时间和对资本市场的影响力度都会小于2011年下半年的全球“美元荒”时期。

从美国以及欧元区的风险因素来看，风险偏好降低，有利于国内风险资产价格回升。美

国的风险溢价指标均处于最近5年的历史最低水平,从6月初以来连续三个月持续向下,一方面与美国经济稳步复苏相关,另一方面,也与美联储再度出手刺激经济加速回升和降低失业率做准备,推出变相QE3的可能性增加相关。欧洲的风险溢价指标,欧元利率与隔夜指数掉期利率之间的利差今年不断收窄,规模近万亿的两次再融资操作成功的给欧元区银行间市场注入流动性,同时银行信贷冻结的状况也有所好转,德国与欧洲央行虽然对购债具体方案还处于博弈之中,但是德国在欧洲央行有条件购债、捍卫欧元方面的立场是一致的。而购债有利于帮助高负债的政府降低借贷成本,有利于维持欧元区的稳定。

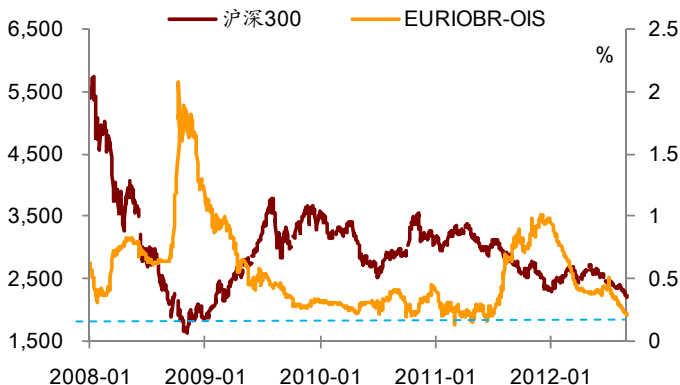
风险偏好的回落、宽松货币政策的预期走强有利于美元走弱和银行信贷的回暖,则带来新兴经济体的国际资本流入规模上升,而中国也将从中受益,外汇占款的正增长可望持续。这一点我们在8月16日《7月外汇占款的点评》中已经提到外汇占款出现向常态恢复的迹象。外部冲击的弱化有利于出口需求的好转,但是对大宗商品的价格有可能持续走高,特别是7、8月已经出现了原油价格的大幅回升,对于经济的影响是负面的。

图 26: 美国风险溢价指标处于最近 5 年的历史最低水平



资料来源: WIND, 招商证券

图 27: 欧洲银行的信贷压力已降至危机前水平



资料来源: WIND, 招商证券

(二)、外币存款利率下调推升新增外汇占款

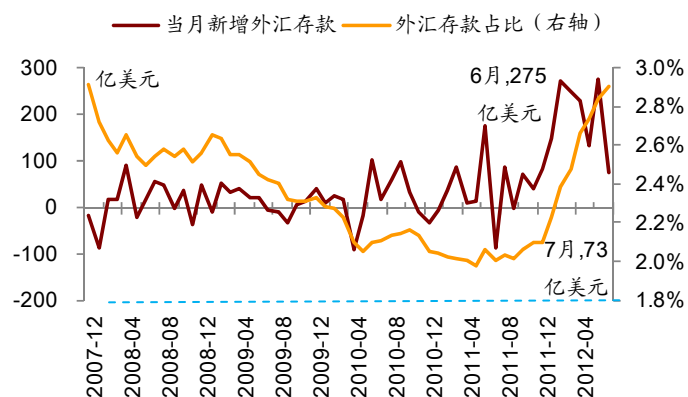
7月13日建行开始下调外币存款利率,随后的7月27日和8月23日,中行、农行和工行也分别下调了美元、欧元的外币存款利率,各个期限的利率均有调整,降幅在25%以上,缩小了境内外外币存款的利差。随后,外资行汇丰和渣打也调整了外币存款利率。同时,外币的理财存款的收益率也相应的下调。

外汇存款利率的下调导致外币的吸引力降低,虽然外币存款的占比仍在增加,但是增速已经显著减缓。由于外币存款基数较小的原因,外币存款在本外币存款总额中的占比从2011年9月的2.1%逐渐上升至目前的2.9%。7月外币存款的新增量为73亿美元,相比6月275亿美元与上半年月均217亿美元的规模,分别下降了73%和66%,单月新增量出现明显的下降。

外币存款利率下降相应降低居民和企业的持汇意愿,推升新增外汇占款。近期的即期汇率的变动也可能受此影响,8月即期汇率价格出现了持续的升值,虽然相比年初依然贬值-0.7%,但是与7月25日相比年初贬值-1.5%,情况已经发生了好转。同时,即期汇率与中间价的变动也显著缩小,恢复至汇改前的水平。相比7月20日,即期汇率与

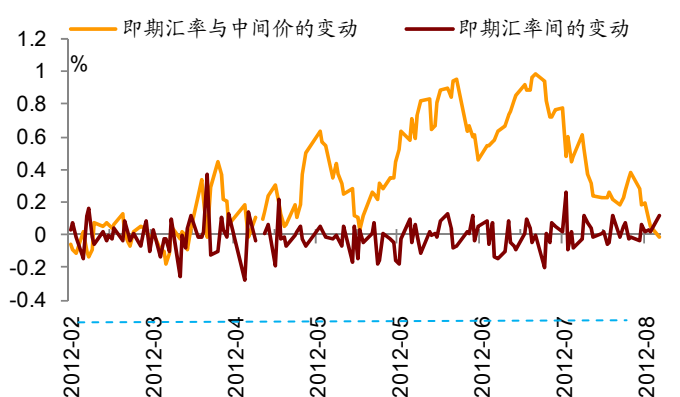
中间价几近“跌停”，此后的状况不断好转。

图 28: 7 月外币存款的增速显著减缓



资料来源: WIND, 招商证券

图 29: 中间价和即期汇率的差距缩小至汇改前水平

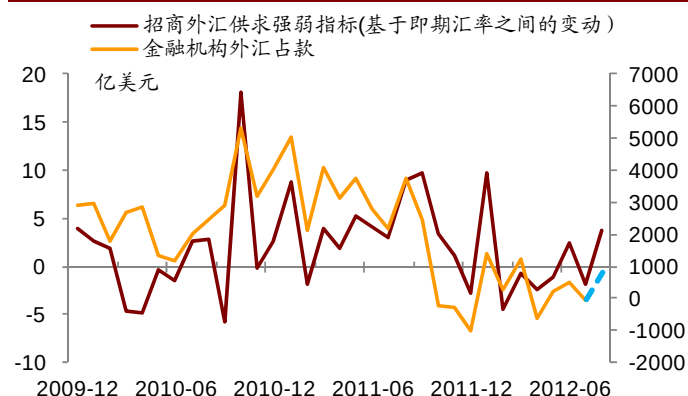


资料来源: WIND, 招商证券

（三）、8 月以来国际资金开始回流中国

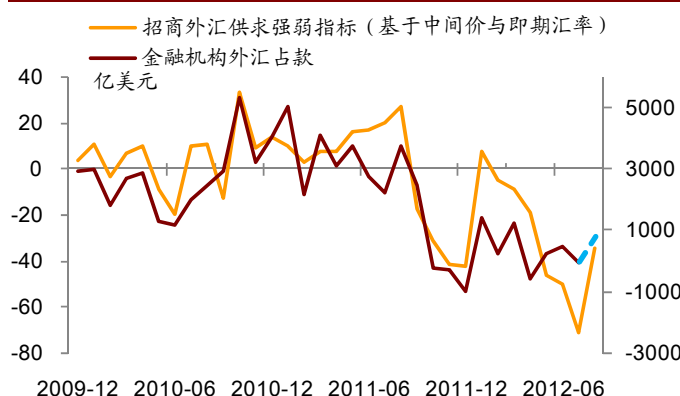
按照我们一贯的分析框架，招商外汇供求指标是国际资本流动的晴雨表，是判断外汇占款变动的重要高频参考指标。8 月不同基准的汇率的招商外汇供求强弱指标，特别是基于中间价的招商外汇供求强弱指标在连续多月下滑后出现转折点，均预示资金流入国内，我们预计 8 月的外汇占款在 300 至 1300 亿之间。

图 30: 8 月基于即期汇率的招商外汇供求强弱指标回升



资料来源: WIND, 招商证券

图 31: 基于中间价的招商外汇供求强弱指标出现回升

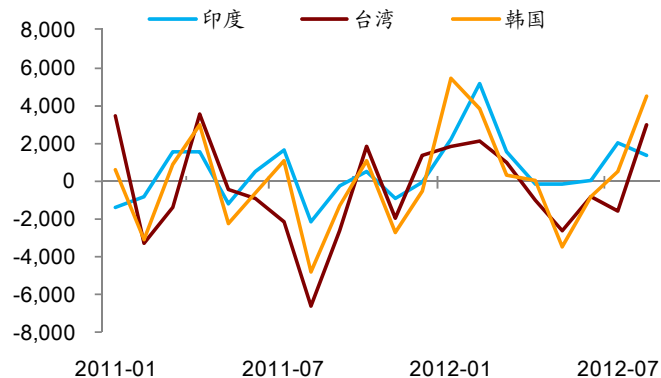


资料来源: WIND, 招商证券

我们还观察作为流入内地资金中转地的香港资金流动情况，6-8 月香港利差持续收窄，港元汇率稳定地处于强势区间，也预示资金持续流入香港。

新兴市场的国际资本流动与中国存在相似性。6-7 月新兴国家台湾和韩国资本市场资金基本以流出为主，中国的外汇占款低速增长；8 月新兴国家和地区的资本市场流入状况出现明显好转，这与招商外汇指标显示资金流入国内一致。流入台湾资本市场的资金创年内新高，韩国也处于年内高位，印度也持续流入资金，伴随着资金的流入，这些新兴国家和地区的股市也出现了回升。

图 32: 8 月新兴市场国际资本流入位于年内高位



资料来源: WIND, 招商证券

图 33: 8 月新兴国家和地区的股市出现回升



资料来源: WIND, 招商证券

（四）、维持全年人民币升值幅度大约为 1%的判断

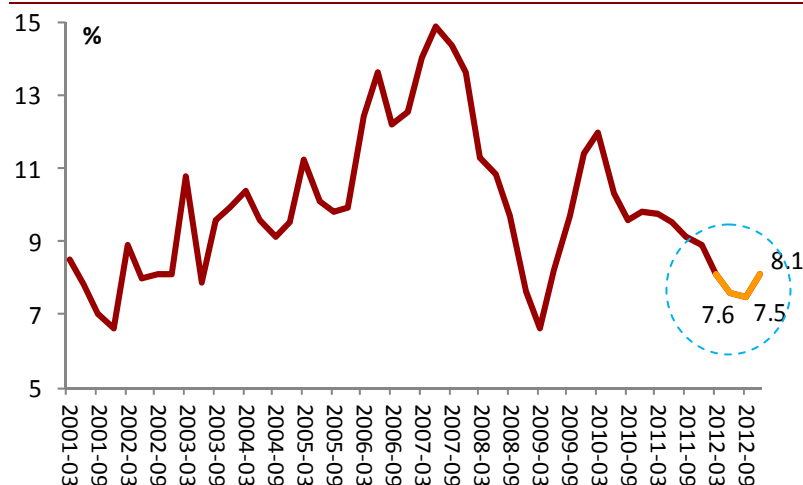
我们仍然维持此前 2012 年下半年策略报告中人民币升值幅度降至 1% 的判断，人民币汇率短期已进入相对均衡区间，双向波动加大。理由有两点：

第一，国际收支状况显示人民币汇率已经接近均衡汇率水平。经常项目余额与 GDP 之比在 $\pm 4\%$ 之间时，该国际收支是可持续的，而在此状态下的汇率水平被认为是均衡汇率水平。7 月 25 日，IMF 在其官方网站发布的报告中认为人民币低估程度减轻，相对一篮子货币存在“中度低估”，不同于以往的“严重低估”。IMF 重要的评判依据是经常账户占 GDP 的比率。根据国家外汇管理局《2011 年中国国际收支报告》，我国去年经常项目顺差与 GDP 之比为 2.8%，相比 2007 年的顶峰 10.1% 已明显回落。IMF 预期 2012 年与 2013 年分别为 2.3%、2.5%，都在均衡水平之内。

第二，人民币汇率的表现已经度过了贬值预期最强烈的阶段。相比今年 7 月 25 日最低的即期汇率而言，8 月以来人民币即期汇率出现了明显的好转，升值幅度为 0.6%。风险偏好回落、宽松的货币政策预期，国际资金开始流向新兴国家和地区来看，以及国内反周期的政策出台对经济形成一定的支撑，预计全年美元兑人民币汇率升值 1% 左右。

五、2012 年中国主要经济数据预测

图34: 预计经济三季度末开始缓慢回升



数据来源: CEIC, 招商证券

表 4: 中国主要宏观数据及预测 (单位: 同比增长%)

指标	2011	2012E	1Q	2Q	3Q	4Q
GDP	9.3	7.8	8.1	7.6	7.5	8.1
CPI	5.4	2.7	3.8	2.9	2.0	2.4
PPI	6.3	-1.9	0.2	-1.4	-3.4	-2.9
社会消费品零售	17.1	14.2	14.8	14.4	13.5	14.1
工业增加值	13.9	10.1	11.6	9.5	9.1	9.5
出口	20.3	8.1	7.6	10.5	5.1	9.0
进口	24.9	6.6	6.8	6.5	6.0	7.0
固定资产投资	23.8	20.5	20.9	20.4	20.4	20.5
M2	13.6	14.0	13.4	13.6	13.7	14.0
人民币贷款余额	15.8	14.4	15.7	16.0	15.8	14.4
1年期存款利率(%)	3.50	3.00	3.5	3.25	3.00	3.00
1年期贷款利率(%)	6.56	6.00	6.56	6.31	6.00	6.00
人民币汇率(¥/\$)	6.30	6.24	6.30	6.33	6.27	6.24

数据来源: 国家统计局, 招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

丁安华：现任招商证券副总裁兼首席经济学家。曾任招商局集团战略研究部总经理、招商银行（600036）董事、招商证券（600999）董事。1998年至2001年任职于加拿大皇家银行，拥有加拿大投资经理（Canadian Investment Manager）资格。1989年至1997年任教于华南理工大学工商管理学院。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

闫 玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。