

经济减速准备拐弯，结构转型星火蔓延

投资要点

- **趋势：挥别“高增长、低通胀”时代，进入“转弯等待区”。**驱动中国高速增长的人口红利和制度红利逐步消弭，高速增长动力逐步衰减，投资增速、贸易顺差、通胀水平和货币供应量等拐点将接踵而至，但转型方向和路径并不确定。往左转，是“中等收入陷阱”和“梅佐乔诺陷阱”，并未看到完全避开的迹象；往右转，仍有把握二次红利成功转型的机遇，但需要制度改革的强有力保证。
- **转型：预计政策驱动2012年继续星火蔓延。**经过市场的洗礼和政策的磨合，结构转型2012年会继续向前实质性推进，体现在通过财税杠杆、金融政策继续推进现代服务业发展和专项规划为代表的新兴产业支持政策的陆续落地，新一代信息技术、生物、节能环保、高端装备制造业等产业将持续得到支持。
- **增长：回落至8.7%左右的水平，总体呈前低后高趋势。**房地产和基建投资的回落、外部经济的疲软将导致趋势性回落的态势基本确定。我们同时提示“失速风险”的存在。当前中国的工业增加值、工业品出厂价格、货币增速等的回落幅度已经与2008年8月之前类似，需要警惕是否会出现类似雷曼事件导致“最后一跌”情形的出现。风险可能来自房地产投资下滑的尾部风险与出口增速下滑风险的叠加，时点可能在明年上半年。
- **物价：判断2012年CPI为4%，回落幅度平缓。**考虑价格回落背景下水、电等要素价格恢复性上调，以及本轮通胀更多体现长期性因素，判断2012年CPI为4%，控物价压力仍在，高点出现在一、二月份，低点出现在7月份，呈前高后低走势。
- **政策：稳字当头，“宽转弯，勿触棱”。**预计总体取向将由今年的“抑通胀-调结构-保增长”转为“促转型-稳增长-稳物价”。鉴于2012年的政治周期和经济下行周期的叠加，预计政策将“稳字当头”，其含义包含二重：1) 基准情形：经济下行风险可控时，货币政策总量上仍是稳健基调，重点考虑对在建工程和小微企业的结构性支持政策；财政政策在超收背景之下，发挥作用的空间加大，教育、医疗、水利和环保将是重点领域；2) 极端情形：欧债风险超预期恶化、国际资本持续外流、房地产价格下行风险过大，则政策会果断出手，财政和货币政策力度均会加大，窗口则可能在季初的4、7、10月份。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018
联系人：华中炜 杨现领 何 珮
王 雪 张 森
Tel：010-66500896
Email：huazhongwei@hczq.com

相关研究报告

目 录

一、中国经济挥别“人口拐点”，进入“转弯等待区”，警惕“两大陷阱”	4
（一）中国式“人口拐点”：速度更快、缓冲更短、外围更差	4
1、速度更快	4
2、缓冲更短	5
3、外围更差	5
（二）新的驱动力形成之前，中国经济将进入“转弯等待”，须警惕“两大陷阱” ..	5
1、中等收入陷阱	5
2、“梅佐乔诺陷阱”	6
（三）制度变革带来享受“二次红利”的可能	7
二、2012 年，失速下滑风险与政策反应将主导经济周期的“探底回落”节奏	13
（一）2012 年出口增速将回落到 15%以内，呈“前低后高”，一季度或再现逆差 ...	13
1、欧元区“二次衰退”似成共识，欧洲将成中国出口重灾区	14
2、美国弱增长格局却难以突破	14
3、预计 2012 年出口前低后高，全年增速或回落至 15%之下，一季度或再现逆差	15
（二）2012 年投资拐点已现，温和放缓还是失速下滑主要取决于房地产	16
1、投资的周期性拐点已经呈现	16
2、2012 年投资放缓的节奏取决于几个缓冲性力量	17
3、失速下滑的风险主要来自于房地产冲击	18
（三）2012 年消费平稳增长，消费升级与普及并存，消费结构呈现分化	19
三、2012 年通胀有限回落，4%中枢或成新常态	20
（一）“猪周期”的回落幅度相对有限	20
（二）这取决于非食品价格的回落趋势	22
（三）2012 年通胀有限回落，4%左右 CPI 或成新常态	23
四、政策“宽转弯，勿触棱”：存准下调是观察政策拐点的标志性动作	24
（一）CPI 决策权重降低将会 2012 年最大的政策变化之一	25
（二）存款准备金率统一下调是观察政策拐点的标志性事件	25
（三）财政政策将取向积极，民生领域支出将显著增加	25
（四）4、7、10 月仍将是 2012 年政策“碎步调整”的时间窗口	26

图表目录

图表 1 中国老龄化程度和速度远超日本	4
图表 2 人口拐点时，中国经济面临更为不利的外围环境	5
图表 3 区域收入差距维持高位	6
图表 4 中西部地区后备劳动力资源丰富	7
图表 5 劳动力持续东迁	7
图表 6 中西部投资热情高涨有违比较优势原理	7
图表 7 人均资本形成中西部反超东部	7
图表 8 日本三产业占比不断上升	8
图表 9 韩国三产业占比不断上升	8
图表 10 中国产业结构与日韩越过刘易斯拐点时类似	8
图表 11 中国消费下滑或已接近底部	8
图表 12 教育支出占比最大	9
图表 13 高校扩招导致高等教育毕业人数显著	9
图表 14 低端劳动力供给最为紧张	9
图表 15 低端劳动力集中省份工资上涨快	9
图表 16 现代服务业相关政策规划	10
图表 17 日本第二产业主要行业工业增加值变化情况	11
图表 18 战略性新兴产业及相关十二五规划	12
图表 19 中国主要出口目的国 OECD 经济领先指标齐降	13
图表 20 国际机构对欧元区经济预增速测普遍悲观	13
图表 21 2012 年欧猪五国各月国债本息到期规模（百万欧元）——2、3、4 月为高峰期	14
图表 22 2012 年美国财政紧缩将拖累名义 GDP 增速约 1 个百分点	15
图表 23 2012 年中国出口增速年度情景分析预测（%）	15
图表 24 2012 年中国进出口增速及贸易月季度情景分析预测（%，百万美元）	15
图表 25 2000—2009 年固定资产投资的三大贡献源及占比	16
图表 26 从“九五”到“十一五”期间的投资增速及对比	17
图表 27 2012 年投资增速预测（%）	18
图表 28 商用车销售有望触底反弹	19
图表 29 乘用车 2011 年基数较低	19
图表 30 中国居民收入差距不断扩大	20
图表 31 城镇最富裕阶层消费结构变化较大	20
图表 32 猪粮比的稳步上升为明年供给的扩大提供基本支撑	21
图表 33 最近两轮“猪周期”的上行与下行周期对比	21
图表 34 猪肉价格明年年初达到拐点（元/公斤）	22
图表 35 2011 年国家统计局对居住类的权重调整及拟合结果对比	22
图表 36 居住类各分项同比涨幅（%）	22
图表 37 2004 年之前，工资与 CPI 相关性较弱，此后显著变强	23
图表 38 居住类各分项同比涨幅（%）	24
图表 39 2012 年分月 CPI 走势与 2011 年的对比	24
图表 40 教育、社保等民生类支出较高	26

一、人口拐点正在驱动中国经济增长模式经历重大转折

2004 年中国已跨越“刘易斯拐点”；2010 年中国已加速进入老龄化社会；2010~2015 年中国将迎来“人口红利”关闭的时间窗口；2015 年中国劳动力总量达到峰值；2030 年中国人口总量将达到峰值，这是中国人口结构已经发生或即将发生根本性变化的五个阶段性拐点，而有关中国经济周期与趋势的一些重大转变也将始于这些人口变化。

（一）中国式“人口拐点”可能带来更大的冲击

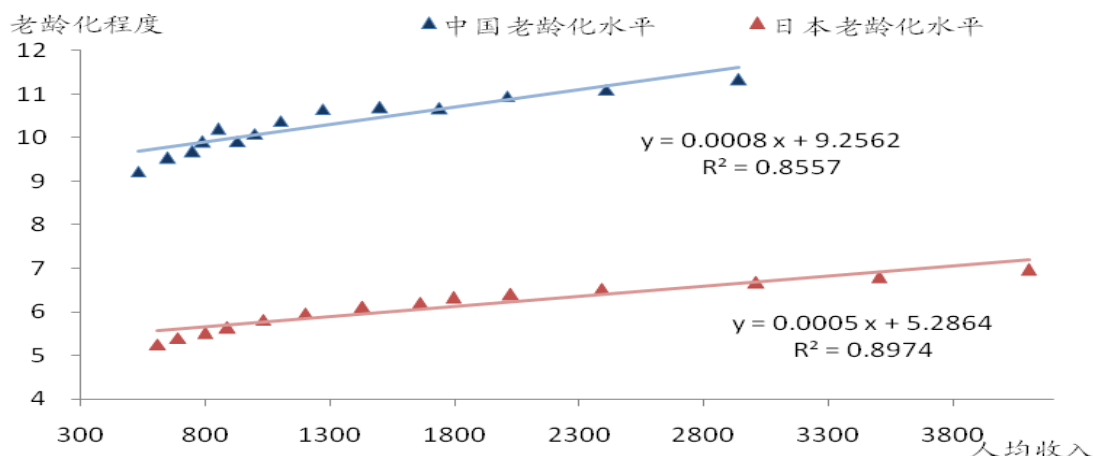
“刘易斯拐点”的来临和“人口红利”的逐步关闭通常意味着经济增长中枢下移、通胀中枢上移，中国目前处于两大人口拐点之间，经济增长的周期驱动力面临转换，4%左右的通胀水平或成新常态。这表现在：（1）劳动力供给紧张导致劳动力价格上升，供给端冲击导致通胀中枢上移。（2）人口老龄化导致劳动力供给短缺、资本形成不足、创新能力下降，劳动、资本、技术三重冲击导致增长中枢下移。（3）人口红利终结导致储蓄率下降，资金成本上升，M2/GDP 或出现系统性下降，流动性充实的条件将改变。（4）刘易斯拐点后，收入分配向劳动者倾斜有利于消费兴起；人口红利拐点后，净消费人口占比上升，净生产人口占比下降，储蓄率下降，消费率上升。（5）出口方面，刘易斯拐点后，低端劳动力成本上升，制造业成本优势逐渐减弱将冲击制造业出口；人口红利拐点后，储蓄率下降，消费率上升，高顺差难以长期持续。

中国经济已确认越过刘易斯拐点，即将到达人口红利拐点，目前处于两大人口拐点之间，现有增长模式仍将持续，未来风险必须加以前瞻性应对，相比于日韩，中国在经历人口拐点时，面临更为不利的环境，具体表现为速度更快，缓冲更短和外围更差，因此也需要承受更大的冲击和压力。

1、老龄化速度更快

按照国际标准，如果将 65 岁以上人口占比从 7%提高至 14%这两个指标作为衡量一国人口“老化”的标志，可以发现西方主要发达国家完成这一转变的时间跨度通常在 40~100 年，亚洲国家完成这一转变所经历的时间远远低于发达国家，日本仅仅在 25 年的时间里就过渡到了“老龄化社会”，中国老龄化的速度，甚至超过了日本。在相同的发展水平上，中国的老龄化程度相当于日本的 2 倍。同时观测回归系数，发现伴随经济增长，中国老龄化的趋势也更快。

图表 1 中国老龄化程度和速度远超日本



资料来源：华创证券

2、转型缓冲时间更短

具有二元经济的国家，一般首先经过刘易斯拐点，但是经过人口红利拐点的时间则因人而异。日本在 60 年代末通过刘易斯拐点，随后在 90 年代遭遇人口红利拐点；韩国在 80 年代通过刘易斯拐点，至今仍在享受人口红利，预期在 2015 年通过人口红利拐点。不同于日韩的情况，中国经过刘易斯拐点和人口红利拐点的时间颇为接近，前后相差不到 10 年，因此面临的劳动力供给压力更大，遭受的负面冲击也更大。

3、外围经济环境更差

相比于日本和韩国经过刘易斯拐点，中国目前面临更为严峻的外围形势。日本在 1965-1970 年经历刘易斯拐点时，恰逢全球经济的高速成长期，这在一定程度上对冲了刘易斯拐点的不利影响；韩国在 1975-1985 年经过刘易斯拐点时，世界经济正处于经济周期的复苏和繁荣阶段，因此所受影响也较小；而中国在 2004 年前后经历刘易斯拐点时，全球经济处于衰退周期，且经历金融危机后，外围需求的恶化和量化宽松的影响进一步加剧了中国经济增速下行，通胀上行的压力，从而使得中国在越过拐点时面临十分不利的外围环境。

图表 2 人口拐点时，中国经济面临更为不利的外围环境



资料来源：UN、华创证券

(二) “转弯等待区”：警惕两大陷阱

人口拐点的来临意味着支持中国高增长的内外因素将发生逆转，未来必将面临低增长、高通胀、高要素价格、低投资的不利冲击，在新的增长驱动力形成之前，中国经济将进入所谓的“转弯等待区”。同时，与其他国家相比，中国经历人口拐点时，面临速度更快、缓冲更短、外围更差的三重打击，因此挑战更为严峻，转型之路也将更为艰辛，如果不及时推动改革，重寻发展契机，未来仍有可能落入“中等收入陷阱”和“梅佐乔诺陷阱”。这两大陷阱将是未来五到十年必高悬在中国经济之上的一把利剑，顺利避之，则峰回路转，不幸碰之，则元气大伤。

1、中等收入陷阱

目前，中国的收入分配状况依然处于恶化状态，基尼系数从 1978 年的 0.3 上升到 1997 年的 0.4，超过国际警戒线，目前更是达到 0.46。中国经济仍然处于“库兹涅茨”拐点左侧。在收入分配问题上，中国面临极大的问题，这不仅体现在高收入群体和低收入群体之间，也体现在城乡和地区之间。

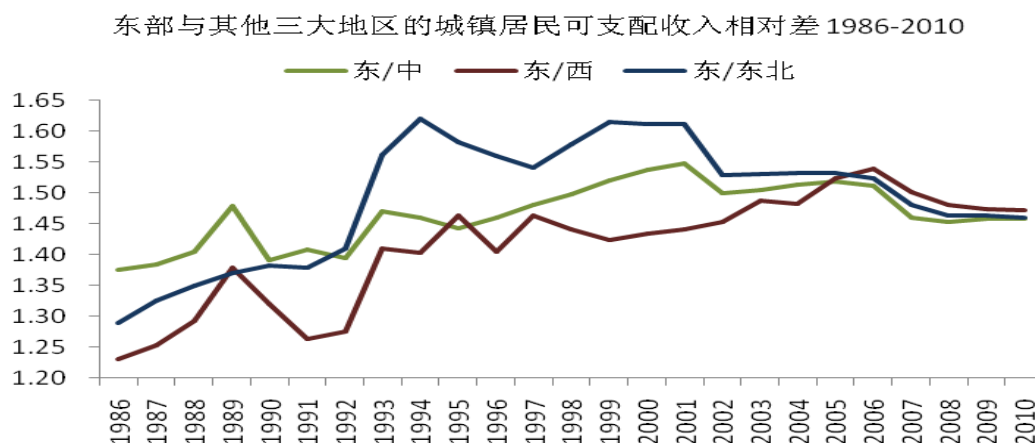
首先，高收入群体和低收入群体收入差距扩大。自 1985 年以来，高低收入等级居民的收入差距持续扩大。目前城镇最高收入阶层的收入已经 10 倍于最低收入阶层。自 2003 年以来，虽然收入分配差距扩大的态势有所缓和，但是收入收敛的趋势也没有形成。

其次，城乡居民收入差距持续扩大。2010 年与 1978 年相比，城镇居民比例从 1978 年的 35.7% 上升到 2010 年的 75.7%，上升 40 个百分点，年均上升 1.2 个百分点；农村居民收入比例则从 1978 年的 64.3% 下降到 2010 年的 24.3%，下降 40 个百分点，年均下降 1.2 个百分点。

再者，地区收入差距不多扩大。东部和中、西、东北部地区的收入相对差距自 1986 年以来持续扩大，虽然在 2003 年以后，伴随着刘易斯拐点的越过和中西部政策扶植的加大，地区收入差距有所缩窄，但是仍维持高位。

但是，值得关注的一点是，自 2004 年以后，城乡收入差距、地区收入差距和不同收入等级居民之间的收入差距虽然仍维持高位，但是并未进一步扩大。这些趋势开始的时点都在 2004 年左右，这正是中国农村剩余劳动力转移趋于结束，劳动力市场出现供给紧张趋于开始的时点。因此人口拐点的到来为中国摆脱中等收入陷阱提供了良好契机，中国应该顺应人口结构的变化，加快收入分配改革进度，推行户籍制度改革，加速城镇化进程，以促使收入分配差距的拐点提前到来，避免中国陷入“中等收入陷阱”。

图表 3 区域收入差距维持高位



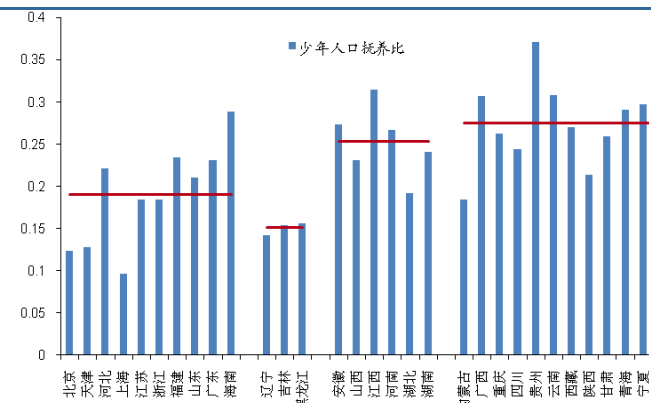
资料来源：wind、华创证券

2、“梅佐乔诺陷阱”

所谓的“梅佐乔诺陷阱”是指一个经济体内部，不同区域之间经济增速长期不能趋同的现象。这一结果的产生主要源于错误的区域发展战略，即为落后地区提供赶超所需的物质资源，但没有建立起自身的发展激励机制，没有遵循该经济体的比较优势，因而所形成的产业结构并不能保证增长的可持续性，在经济发展史上，意大利等不少欧洲国家均曾出现此类不均衡发展现象。

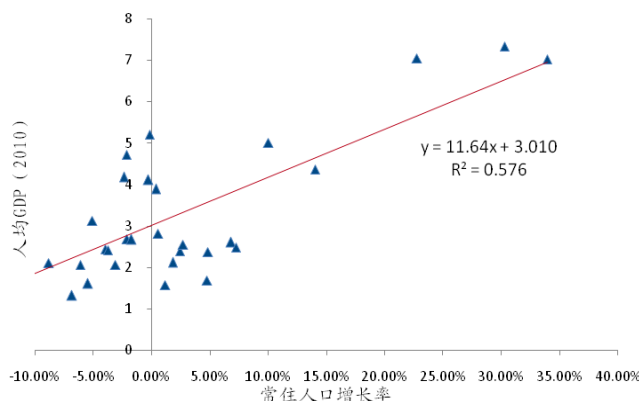
中国的“大国经济”特点决定了东中西部在发展阶段、要素禀赋和比较优势上均存在较大的差异。具体的，在人口拐点方面表现为：东中西部跨越人口拐点的时间不同，中西部晚于东部。在劳动禀赋上，相比于东部地区，中西部地区将在较长的一段时间具有比较优势。中国可以利用劳动力禀赋方面的差异，形成自己的雁阵模型，促使劳动密集型产业向中西部迁移。从而形成东部依靠资本和技术优势，发展技术密集型产业，中西部依赖劳动力优势，发展劳动密集型产业的产业梯队。可以看出，由于出生率的不同，中西部地区的少年人口抚养比显著高于东部，意味着中西部地区仍拥有较为丰富的劳动力后备资源，因此能够有效承接劳动密集型产业转移。相反，如果中国中西部发展过程中，违背劳动力比较优势原理，盲目发展资本密集型产业的做法，将可能使得中国陷入又一个“梅佐乔诺”。

图表 4 中西部地区后备劳动力资源丰富



资料来源: wind、华创证券

图表 5 劳动力持续东迁

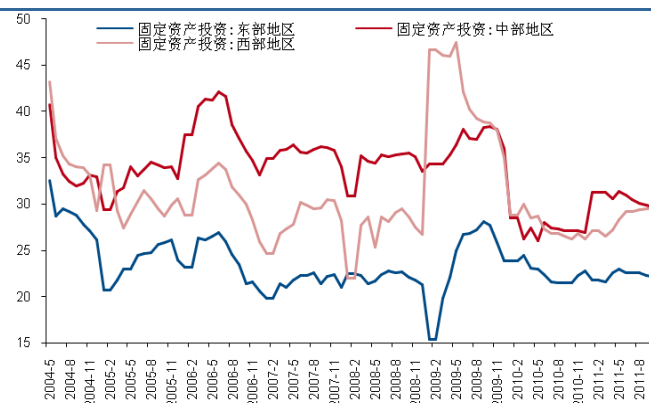


资料来源: wind、华创证券

事实上,分析资本密集度,可以发现中西部的经济高增长是政府主导实行赶超战略的结果。由于政绩考核和地区竞争的影响,全国各省份出现了增长模式的趋同,原本资本稀缺的中西部地区依然选择加快固定资产投资,发展资本密集型产业,以此拉动地区经济的高速发展。可以看出,不管是从总量水平上,还是人均水平上,中西部地区的资本投资均高于东部。与此同时,东部地区受制于宏观紧缩下的信贷紧张,难以自主进行设备升级和技术改造,因此在劳动密集型产业西迁之后,没有形成具有新的资本和技术密集型的主导型产业。相反,紧缩政策的持续和二元金融结构的存在,反而助长了东部地区产业空心化的风险。

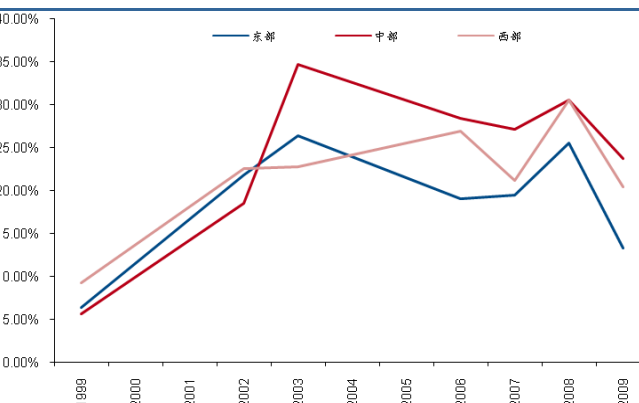
事实上,中西部地区人口拐点到来的时间不同,为中国经济的发展争取了难能可贵的喘息之机。在东部地区面临人口拐点到来的不利冲击时,中西部地区还将享有较为充裕的劳动力后备资源。中国应该顺应比较优势原理,实现中国的雁阵模式。

图表 6 中西部投资热情高涨有违比较优势原理



资料来源: wind、华创证券

图表 7 人均资本形成中西部反超东部



资料来源: wind、华创证券

(三) 制度变革带来享受“二次红利”的可能

人口拐点后,一方面中国经济将面临增长中枢下移,通胀中枢上移的冲击。同时中国收入分配差距继续扩大,陷入“中等收入陷阱”的风险扩大。此外,中国区域发展过程中的轻劳动,重资本选择,也将使得中国产业升级的“雁阵模式”难以实现,陷入“梅佐乔诺陷阱”的可能加深。但是另一方面,人口拐点越过后,消费兴起投资下滑将有利于优化中国的经济增长模式。同时劳动力工资上升将改善收入分配状况,从而为中国顺利摆脱“中等收入陷阱”提供可能。此外,中国“大国模式”下,区域人口结构差异也将为“雁阵模式”发展,产业成功转移,区域差距收敛提供契机。

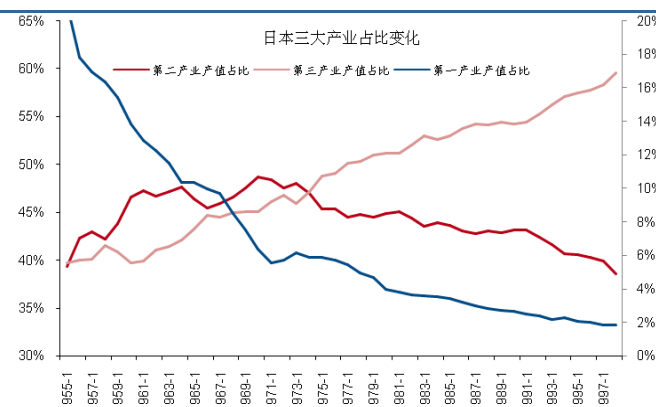
向左走，被动承受人口拐点到来的不利冲击，中国将可能陷入“中等收入陷阱”和“梅佐乔诺陷阱”；向右走，合理利用人口拐点到来的有利契机，中国仍将享有“二次红利”和进一步发展的机会。所谓二次红利，是指在抚养比从下降转为上升之后，通过制度建设，技术创新等方法，抵消人口结构变化的不利影响，挖掘经济增长的新的动力。事实上，综合内外情况，中国正处于转型改革的最优时间窗口。一方面，后危机时代，刺激政策的效果淡去，经济急需找到新的增长点，此时前瞻性地考虑到人口拐点的影响，未雨绸缪，提前布局结构转型，完成经济增长动力从劳动数量投入向劳动生产率的提高，具有必要性；另一方面，2012年正值换届选举，同时经济下滑态势也将在一季度停止，政治周期叠加经济周期使得明年宏观经济运行的风险降低，推行结构改革的阻力和约束将弱化，因此将结构改革任务作为重要目标，也具有可能性。在这一背景下，我们将看到2012年促进转型的点点星火逐渐燃起：

1、人口拐点到来催生服务业发展机会

人口拐点后的到来，将从需求和供给两个层面带来服务业的发展机会。

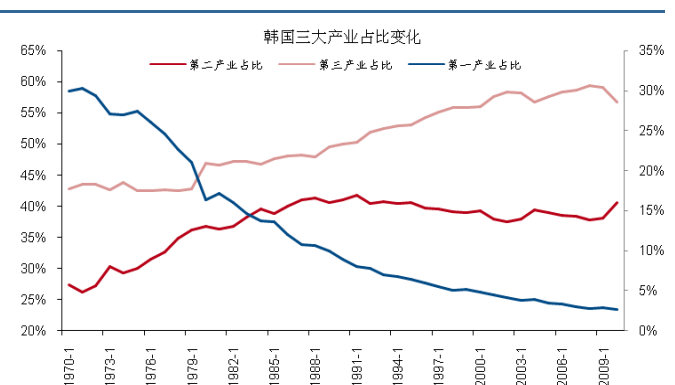
- 从需求端来看，刘易斯拐点后，需求拉动将带来生活性服务业的机会。生活性服务业兴起的动力来源于两个方面，一是劳动力工资上升带来的消费数量扩张和消费升级，二是农村劳动力转移过程中的城镇化发展带来的集聚效应。根据日韩经验，两国分别在20世纪60年代末期和70年代末期越过刘易斯拐点，伴随着劳动者报酬的逐渐提高，第三产业占GDP的比重不断上升。此外，人口红利拐点后，中国的净消费人口占比上升，净生产人口占比下降，老龄化程度加深将进一步扩大生活性服务业的需求。

图表 8 日本三产业占比不断上升



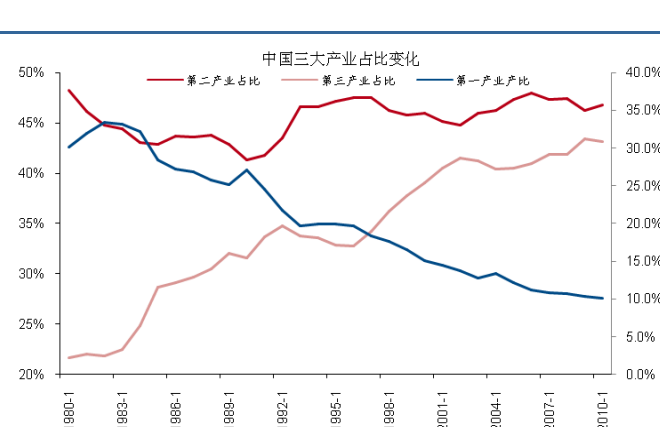
资料来源：CEIC，华创证券

图表 9 韩国三产业占比不断上升



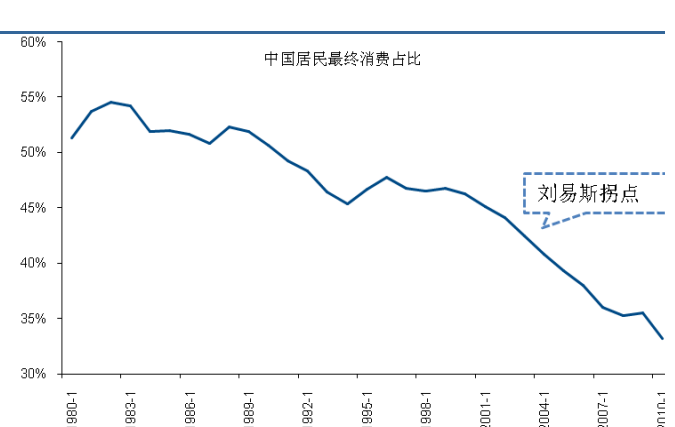
资料来源：CEIC，华创证券

图表 10 中国产业结构与日韩越过刘易斯拐点时类似



资料来源：CEIC，华创证券

图表 11 中国消费下滑或已接近底部

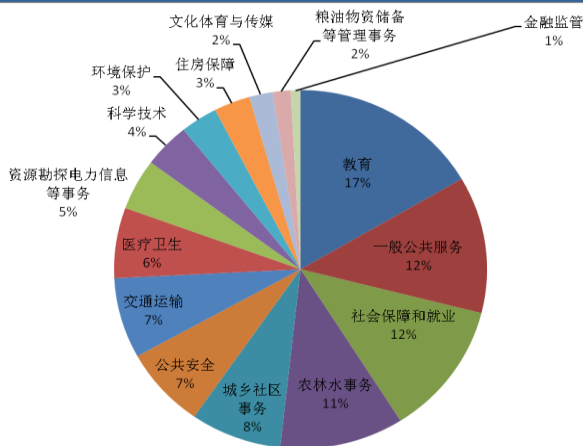


资料来源：CEIC，华创证券

➤ 从供给端来看，刘易斯拐点后，供给优化将带来生产性服务业的发展机会。

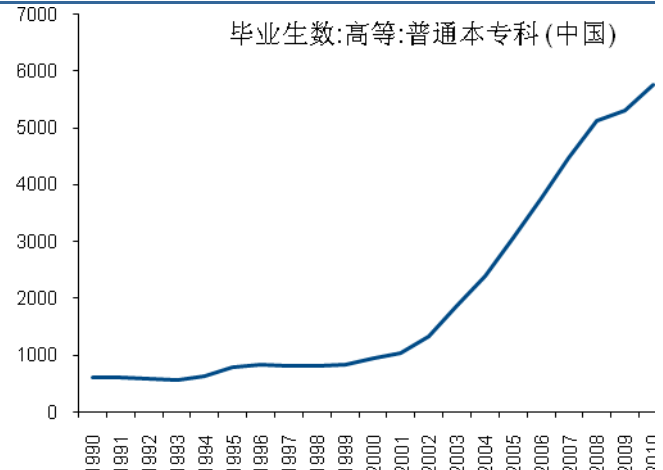
第一，劳动力成本上升将促使中国挖掘二次红利机会，加强人力资本培育，促使劳动生产率提高将是关键选择。而这将从供给优化角度促进服务业的产业升级。目前来看，中国已经加大了教育投资，最近几年，教育支出都是财政支出中占比最大的领域，目前来看，教育支出约占 GDP 支出的 4%，支出数额巨大。受此影响，中国劳动力素质将显著提高。

图表 12 教育支出占比最大



资料来源：CEIC，华创证券

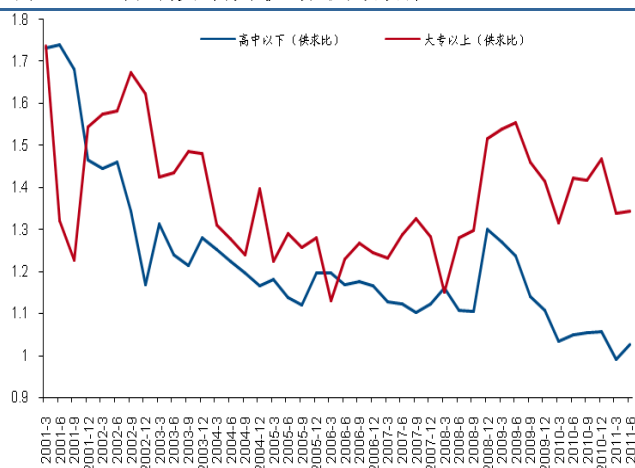
图表 13 高校扩招导致高等教育毕业人数显著



资料来源：CEIC，华创证券

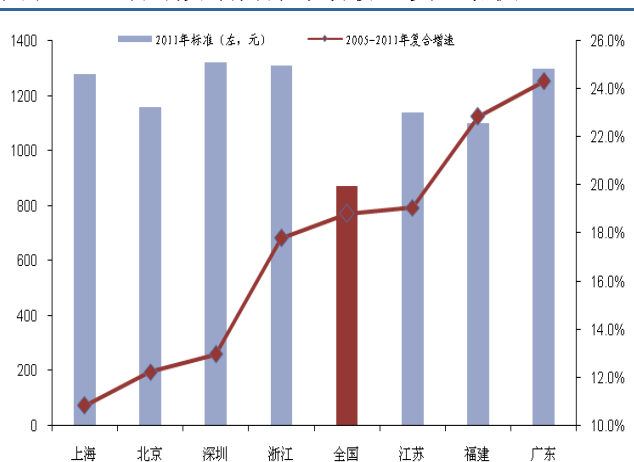
第二，刘易斯拐点后，低端劳动力供给更为紧张，工资上涨压力更大。而受益于高校扩招等政策，高端劳动力供给较为充裕，工资涨幅较小，这将使得中国的生产性服务业拥有良好的成本优势和发展空间。

图表 14 低端劳动力供给最为紧张



资料来源：CEIC，华创证券

图表 15 低端劳动力集中省份工资上涨快



资料来源：CEIC，华创证券

第三，低端劳动力成本压力上升将倒逼东部地区的产业升级和产业转移。在这一过程中，现代物流、现代金融、商务服务等领域将获得发展机会。政策已经确定“把推动服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点，加大提升生产性服务业的力度”。预计系列专项规划的出台、财税政策扶持的进一步深入，将会对生产性服务业发展起到重要促进作用。

十二五规划中，明确了加快发展生产性服务业和生活性服务业的要求。在生产性服务业发展中，要求有序拓展金融服务业、大力发展现代物流业、培育壮大高技术服务业和规范提升商务服务业；在生活性服务业发展中，提出优化发展商贸服务业、积极发展旅游业、鼓励发展家庭服务业等。具体政策和配套措施如下：

图表 16 现代服务业相关政策规划

	主要内容
国家“十二五”规划	把推动服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点。营造有利于服务业发展的政策和体制环境，拓展新领域，发展新业态，培育新热点，推进服务业规模化、品牌化、网络化经营，不断提高服务业比重和水平；
	加快发展生产性服务业。1、有序拓展金融服务业；2、大力发展现代物流业；3、培育壮大高技术服务业；4、规范提升商务服务业；
	大力发展生活性服务业。1、优化发展商贸服务业；2、积极发展旅游业；3、鼓励发展家庭服务业；4、全面发展体育事业和体育产业；
	完善服务业政策。实行鼓励服务业用电、用水、用热与工业同价；工业企业退出的土地优先用于发展服务业；结合增值税改革，完善生产性服务业税收制度；支持符合条件的服务业企业上市融资和发行债券；扩大政府采购服务产品范围；推动特大城市形成服务经济为主的产业结构。
	加快推进服务领域改革。立公平、规范、透明的市场准入标准，打破部门分割、地区封锁和行业垄断，扩大服务业开放领域，鼓励和引导各类资本投向服务业，大力发展多种所有制服务企业，建立统一、开放、竞争、有序的服务业市场。深化机关事业单位后勤服务社会化改革。探索适合新型服务业态发展的市场管理办法。推进国家服务业综合改革试点，探索有利于服务业加快发展的体制机制和有效途径。
各部门相关配套政策：工信部	工信部未来将在公共服务平台、担保融资、培训等多方面支持企业从事生产性服务业，在中小企业比较积聚的地区形成现代服务业体系，相关策将涉及云计算、电子商务、新型通信技术等领域。
央行	央行将配合国家发改委制定《加快发展高新技术服务的指导意见》，鼓励金融机构积极推进产权质押贷款、推进高新技术服务企业与中小企业的集合票据发行，继续加大非金融机构从事支付服务的支持力度。
财政部	进一步完善现代服务业优惠税收政策，在增值税立法中将服务业考虑进去，为现代服务业发展营造宽松的税收环境，逐步建立财政促进现代服务业发展的长效机制，促进工业经济尽快向服务业经济转型发展。
环保部	制定《环境服务业“十二五”发展规划》，仿照合同能源管理模式，在环保领域引入合同环境服务概念。
发改委	进一步推进服务业改革开放，扎实推进国家服务业综合改革试点，完善服务业统计标准，尽快建立科学全面协调的服务业统计调查制度。

数据来源：华创证券整理

2、自主创新带动产业升级

- **传统制造业压力上升，倒逼设备投资和产业升级。**刘易斯拐点和人口红利拐点的到来，将导致劳动力工资趋势性的上升，传统的劳动密集型产业将面临成本上升压力。这将倒逼传统制造业企业进行设备投资和升级，以对冲成本上升压力。观察日本历史，可以看出，伴随着工资水平的快速上升，制造业行业内部出现了明显分化。传统劳动密集型制造业，如钢铁、皮革制造、橡胶制品、食品、纺织等行业增速放缓；而具有高附加值的，技术和资本密集型的制造业，如电气设备、交运设备、通用设备、精密仪器仪表等行业则保持了高速增长。这些行业的高速增长一方面来源于劳动力成本上升下倒逼机制下的制造业升级，另一方面也体现了制造业行业设备升级、机器代替人工以降低成本的诉求。

图表 17 日本第二产业主要行业工业增加值变化情况

	1950-1960	1960-1970	1970-1980	1980-1990	1990-2000
第二产业	3.23	2.57	0.49	0.48	0.00
制造业	3.92	2.65	0.50	0.48	0.00
塑料制品		6.39	0.47	0.42	(0.07)
电气设备制造	14.00	5.13	1.34	2.06	0.52
交运设备制造	5.75	4.65	0.78	0.33	(0.08)
石油及煤炭制品	8.19	4.05	0.27	(0.11)	0.19
通用设备制造	5.73	3.76	0.50	0.60	(0.13)
钢铁	3.31	3.20	0.33	0.10	(0.10)
金属制品		2.97	0.40	0.18	(0.14)
化学制品	3.94	2.89	0.64	0.66	0.19
精密仪器仪表	8.29	2.74	2.41	0.72	(0.30)
非铁金属	3.09	2.37	0.50	0.30	0.10
纸制品	4.50	1.92	0.37	0.47	0.10
陶瓷、土石制品	2.87	1.82	0.31	0.12	(0.20)
皮革制品	2.79	1.74	0.16	(0.09)	(0.44)
橡胶制品	2.88	1.63	0.65	0.29	(0.04)
食品	1.83	1.25	0.26	0.09	0.00
纺织	2.81	1.20	0.03	(0.10)	(0.42)
木材加工	1.00	0.62	(0.15)	(0.18)	(0.41)
家具制造				0.14	(0.37)
其他制品				0.64	(0.24)
采矿	0.57	0.11	(0.29)	(0.25)	(0.15)

数据来源：华创证券整理

面临拐点，中国传统制造业将面临成本压力，但这也带来了传统制造业设备投资，技术创新和产业升级的机遇，根据历史经验，设备制造业将引来发展契机

- **各国重寻增长动力，技术创新成为共识。**从外部因素看，金融危机后各国均在寻求新的增长动力，日本 2009 年出台《面向光辉日本的新成长战略》，韩国颁布《新增长动力规划及发展战略》，美国制定《重整美国制造业政策框架》。在这一背景下，中国也需要加快技术创新和产业升级的步伐。过去中国赖以增长的劳动力比较优势正在消失，基于技术模仿的后发优势也即将终结，中国必须实现增长动力的切换，技术进步，产业优化将是重要手段。
- **投资扩张难以为继，政策着力投资优化。**目前中国经济正处于变革的十字路口，增长模式亟需转换。虽然依靠投资拉动经济的模式难以为继，但是短期来看中国经济还难以承受投资的大幅下滑的冲击，尤其在外围经济形势偏弱的情况下。因此国家将更重视对于投资领域的结构优化，而非对于投资总量的严格约束。在这一背景下，未来国家将更重视对于战略新兴产业的扶植，并将以此对冲传统产业投资下降的不利影响。预期政策出发点将集中在与关键技术和装备的支持上，新一代信息技术、生物、节能环保、高端装备制造制造业等产业将持续得到支持。

图表 18 战略性新兴产业及相关十二五规划

	国家“十二五”纲要重点发展子行业	相关部门	具体产业政策规划
节能环保	高效节能、先进环保、资源循环利用关键技术装备、产品和服务。	发改委环资司	《“十二五”节能环保产业发展规划》：“十二五”末将达到 2 万亿以上，到 2015 年，中国节能环保产业总产值将达到 GDP 的 7%—8%，成为新的支柱产业；到 2020 年环保产业将成为中国国民经济的支柱产业。
新一代信息技术	新一代移动通信、下一代互联网、三网融合、物联网、云计算、集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器和信息服务。	工信部	《新一代信息技术产业发展“十二五”规划》：新一代信息技术产业重点发展新一代移动通信、下一代互联网、三网融合、物联网、云计算、集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器和信息服务。
生物	生物医药、生物医学工程产品、生物农业、生物制造。	工信部	《生物医药产业“十二五”规划》：未来我国生物产业将重点发展生物医药、生物农业、生物能源、生物环保、生物服务外包五大方面；生物医药“十二五”规划还确定了生物医药发展的重点，包括基因药物、蛋白药物、单抗克隆药物、治疗性疫苗、小分子化学药物等，国家将拿出超过 100 亿元来支持重大新药创制。全国生物产业产值到 2015 年达到 4 万亿元，到 2020 年达到 8 万亿至 10 万亿元。
高端装备制造	航空装备、卫星及应用、轨道交通装备、智能制造装备。	工信部	《“十二五”高端装备制造业产业规划》：预计到 2015 年，高端装备制造业年销售产值将在 6 万亿元以上；力争到 2020 年，高端装备制造业销售产值占装备制造业销售产值的 30%以上，国内市场满足率超过 25%。
新能源	新一代核能、太阳能热利用和光伏光热发电、风电技术装备、智能电网、生物质能。	国家能源局	《能源科技“十二五”规划》：在原来的化学需氧量和二氧化硫两个子约束指标基础上，新增氨氮、氮氧化物各减排 10%；非化石能源到 2020 年达到 15%的目标，重点要发展三类非化石能源，即核电、水电、非水能的其他非化石能源（包括风能、太阳能、生物质能）
新材料	新型功能材料、先进结构材料、高性能纤维及其复合材料、共性基础材料。	发改委、工信部	《新材料产业“十二五”发展规划》：我国新材料产业将重点发展特种金属功能材料、高端金属结构材料、先进高分子材料、新型无机非金属材料、高性能复合材料和前沿新材料。
新能源汽车	插电式混合动力汽车、纯电动汽车和燃料电池汽车技术。	工信部	《节能与新能源汽车产业规划》将于年底正式出台。到 2020 年，新能源汽车累计产销量达到 500 万辆，中/重度混合动力乘用车占乘用车年产销量的 50%以上。

数据来源：华创证券整理

- **转型之火形成燎原之势还需要大量制度建设和改革的推进。**这包括：（1）户籍制度改革。解除人口流动的障碍，促进劳动力资源的优化配置。真正实现农民工的市民化，解放农民工的消费能力，促进消费兴起。（2）创新体系建设。提高人力资本投入，提升劳动生产率，以劳动生产率的提高抵消工资上升压力。（3）服务业有力开放。当前生产和生活性服务业劳动生产率，以劳动生产率的提高抵消工资上升压力。领域准入壁垒依然较为严重，需要改革的有力推进其开放。（4）金融体系深化改革。利率市场化的推进，保证市场配置资源的顺畅进行，以保证东部地区通过资本投入获得劳动生产率提高过程的实现，同时促进劳动密集型产业向中西部转移。

二、失速风险与政策应对节奏将主导明年经济“探底回落”形态

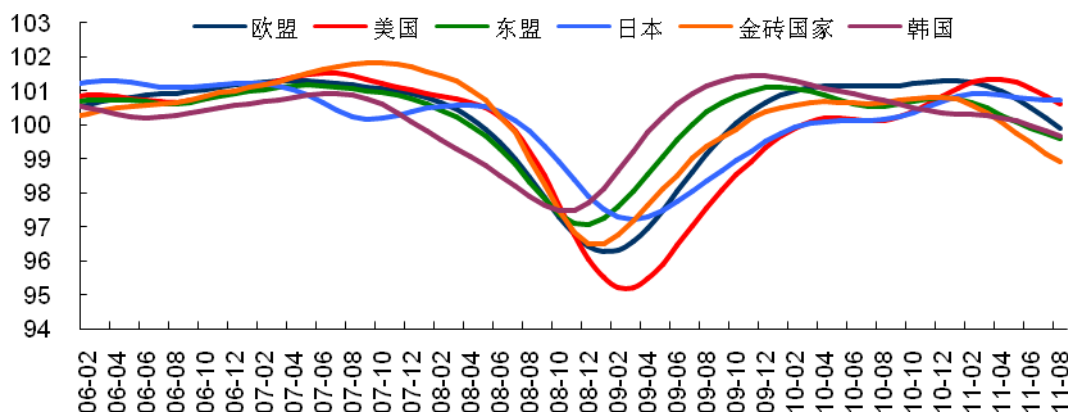
从人口结构的长周期来看，2012~2015 年处于“刘易斯拐点”和“人口红利拐点”之间，属于长周期的末端，潜在增长率下移、通胀中枢上移、流动性条件趋于常态化、资产价格面临下行压力均将成为 2012 年及未来更长时间的潜在挑战。

从“三驾马车”的短周期来看，2012 年除了面临中长期的挑战之外，还将面临海外不确定性冲击下出口下滑、房地产市场“量价齐跌”冲击下的投资下滑两大经济失速风险，如果不考虑这两个极端冲击，2012 年中国宏观经济仍将延续周期性“探底回落”节奏，中性预测，GDP 同比拐点将在二季度出现，但是如果考虑到这两个冲击及相应的政策应对力度和时点，GDP 回落的节奏及拐点出现的时间则会出现不确定性。

（一）出口增速将回落到 15%以内，单个月份或再现逆差

从领先指标上来看，中国主要出口目的国 OECD 经济领先指标近期均延续了回落的趋势，且欧洲、东盟及金砖国家的下行趋势更为陡峭。全球成熟与新兴经济体经济增速双降，叠加价格同向回落，这意味着未来我国出口增速下行压力不减。伴随出口增速回落，中国以加工贸易为主的贸易结构决定了我国进口增速也将随之回落。预计未来中期，进口增速降幅将会小于出口，贸易盈余会继续收窄，但是考虑到出口促进政策是中国政策系统中最为完备和持久的框架之一，一旦发生出口急剧回落的情况，预计仍将一系列促进出口的政策出台。

图表 19 中国主要出口目的国 OECD 经济领先指标齐降



资料来源：CEIC, 华创证券

图表 20 国际机构对欧元区经济预增速测普遍悲观

国际机构对欧元区各季度 实际 GDP 年化季环比预测	2011				2012			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
J.P. Morgan Chase	3.1	0.7	1.5	-0.5	-0.9	-1.7	-0.1	1.1
HSBC Holdings	3.1	0.7	1.1	-0.9	0.3	0.7	2.0	1.9
德国商业银行	3.1	0.7	1.1	-0.9	-0.5	0.3	0.3	0.7
德国 DekaBank 银行	3.1	0.7	0.3	-0.9	-0.5	1.9	2.0	1.5
德意志银行	3.1	0.7	-0.0	-0.1	0.3	0.7	1.6	1.9
UBS	3.1	0.7	1.1	0.7	0.7	1.1	1.5	1.5
瑞典北欧联合银行	3.1	0.7	0.7	-0.9	0.3	0.7	2.4	1.9

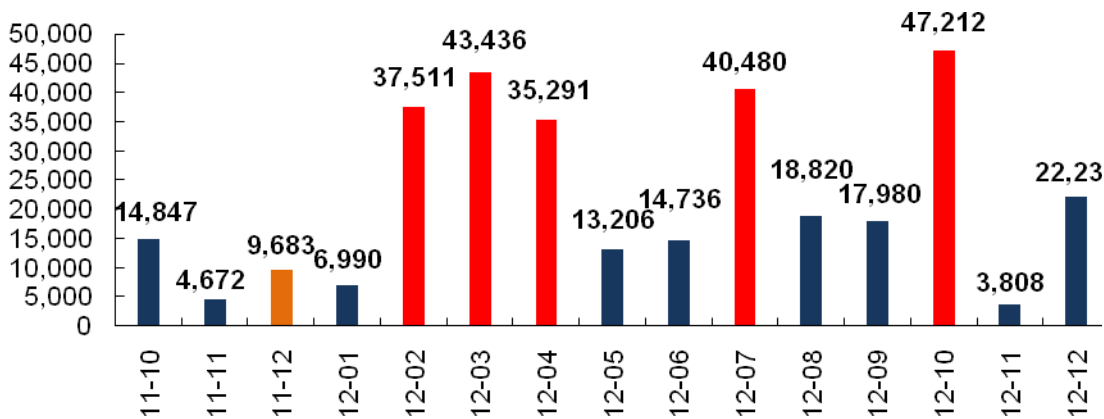
资料来源：Bloomberg, 华创证券

1、欧元区“二次衰退”似成共识，欧洲将成中国出口重灾区

欧洲主动财政紧缩和被动信贷紧缩叠加可能引发经济再度衰退趋势越发明显，欧盟新救助计划虽使得债务问题燃眉之急缓解，但长期担忧难除，在 2012 年 2、3、4 三个月南欧国家另一个偿债高峰期，欧洲可能会迎来新一轮市场动荡。

从目前欧洲实体经济运行状况来看，一些列经济先行指标均暗示二次探底的趋势日益明显。欧洲央行于 11 月 3 日的议息会议中将基准利率紧急下调 25bp 至 1.25%，此举就旨在预防在债务危机反复动荡背景下，主动财政紧缩和被动信贷紧缩叠加所可能引发的经济再度衰退。10 月欧元区 PMI 制造业和非制造业指数均跌至 50 下方，新订单增速锐减，创 2009 年 7 月以来新低，意味着欧洲整体经济活动陷入萎缩。此外，欧元区消费、工业、服务业信心以及企业景气指数均跌至 1 年多新低，这也预示未来欧洲经济的下滑趋势。目前，不少大型国际金融机构预期在今年四季度和明年上半年，欧洲经济出现一至两个季度的环比负增长将是大概率事件。作为我国第一大出口目的区域，其经济如果出现萎缩，将会连动拖累出口增速出现明显回落。

图表 21 2012 年欧猪五国各月国债本息到期规模（百万欧元）——2、3、4 月为高峰期



资料来源：CEIC, 华创证券

2、美国弱增长格局却难以突破

ECRI 经济领先指标和消费者信心指标趋势下行预示美国弱增长格局尚未突破。目前，美国债务、就业等制约经济长期增长的因素未有扭转，库存周期及房地产周期均未有重新启动的迹象，其经济依旧处于新一轮经济周期启动之前的调整阶段，基本面没有发生明显改观，即在货币及财政刺激政策触及瓶颈后，美国经济正在经历着寻找其内生性动力可以支撑的经济增长中枢的过程，在这个过程中私人与公共部门的双重去杠杆化将使其经济增长中枢下移。

根据目前美国国会两党对削减赤字的计划，第一部分为十年内削减 0.9 万亿美元（已经启动），第二部分为在 2011 年 11 月底未有新减持方案出台的情况下的规模为十年 1.2 万亿美元的自动削减财政赤字机制（未定），虽然目前对削减的重点和方式并未达成一致，但可以初步判断十年内美国政府将至少削减 2.1 万亿美元的财政赤字。按照目前美国名义 GDP 约 15 万亿美元的规模计算，该赤字削减计划将在十年内每年至少拖累 GDP 增速 1 个百分点，因此，未来中期财政收支平衡目标很可能导致美国经济增长中枢下移。

图表 22 2012 年美国财政紧缩将拖累名义 GDP 增速约 1 个百分点

美国	2012	2013	2014	2015	2016	2017
紧缩额度(亿美元)	1620	1620	1620	1620	1620	1620
名义 GDP(预测, 亿美元)	158065	164388	170964	177802	184914	192311
拖累 GDP (%)	1.02	0.99	0.95	0.91	0.88	0.84

资料来源: CEIC, 华创证券

3、预计 2012 年出口前低后高，全年增速或回落至 15%之下

从预测的角度看，中国主要出口目的国经济增速和人民币实际有效汇率这两个变量是影响出口的关键因素，线性的数量关系是：中国出口年增长率 = $1.03 + 6.97 \times \Delta$ 中国主要出口目的国年度经济综合增长率 - $0.23 \times$ 人民币实际有效汇率年增长率。即中国主要出口目的国年度经济综合增长率每上升或下降一个百分点，对应中国出口年增长率上升或下降约 6.97 个百分点；人民币实际有效汇率每上升或下降一个百分点，对应中国出口年增长率下降或上升约 0.23 个百分点。

综合上述两个变量的乐观、中性及悲观情景假设，预测：（1）2012 年中国出口增速中性值在 15%，为大概率事件；悲观增速将回落至 6%，风险不可排除；乐观情况下增速或达到 24.7%，概率极低，仅供参考对比。（2）预计 2012 年进口增速较出口增速高 4.6 个百分点（近四年均值），对应三种情景下进口增速依次为：中性 19.5%，悲观 10.3%，乐观 24.7%。（3）在三种情景假设下，2012 年贸易顺差依次为：中性 958 亿美元，悲观 818 亿美元，乐观 1108 亿美元。

在季度数据方面：由于四个季度进出口额占全年比重具有明显的季节性特征，我们将 2012 年各季度进出口额占全年的比重设定为 2005 年至 2010 年比重的历史均值（剔除 2008 和 2009 年金融危机的干扰数据）。依次模拟出，2012 年贸易增速前低后高，预计出口增速在二季度触底，单月同比增速或出现 10%冰点以下的情况，这与欧洲债务问题在 2012 年上半年再度爆发的判断相符。并且模拟结果显示，2012 年一季度再现逆差是大概率事件，且逆差额度较 2011 年会有显著扩大。

图表 23 2012 年中国出口增速年度情景分析预测 (%)

2012 年中国出口增速情景分析			预测变量二：人民币实际有效汇率升值幅度		
			中性	乐观	悲观
			4.4	1.4	8.4
预测变量一：中国主要出口国经济年增长率(按出口比重加权计算)	中性	1.5 (为大概率事件)	14.9	15.6	14.0
	乐观	2.7 (仅供对比参考)	24.0	24.7	23.0
	悲观	0.3 (风险不可忽视)	6.7	7.4	5.7

资料来源: CEIC, 华创证券

图表 24 2012 年中国进出口增速及贸易月季度情景分析预测 (%，百万美元)

		Q1	Q2	Q3	Q4	全年
中性	出口季度同比	11.3	10.4	14.0	22.9	14.9
	进口季度同比	12.3	19.4	22.5	22.8	19.5
	季度贸易余额	-4,772	13,210	34,036	53,327	95,800
乐观	出口季度同比	20.8	19.8	23.7	33.4	24.7
	进口季度同比	21.5	29.2	32.5	32.9	29.3
	季度贸易余额	-3,716	16,001	38,751	59,726	110,763

悲观	出口季度同比	2.4	1.6	4.9	13.1	5.7
	进口季度同比	3.6	10.2	13.0	13.4	10.3
	季度贸易余额	-5,765	10,590	29,609	47,319	81,753

资料来源：华创证券

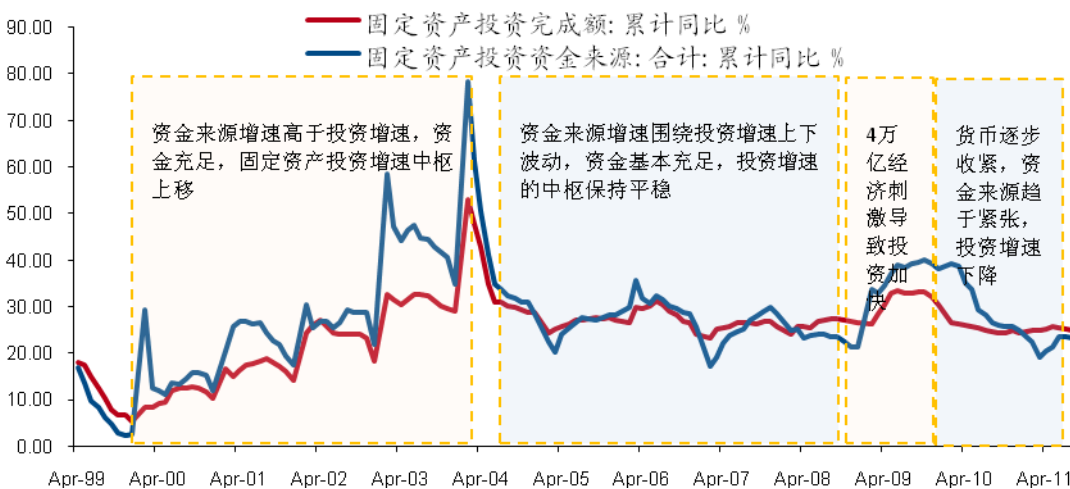
（二）固定资产投资拐点已现，失速风险不容忽视

从趋势上讲，伴随过去 30 多年中国经济增长的“十年轮回”周期，资本形成在 GDP 中占比已阶梯式提升至峰值水平，最终消费在 GDP 占比则下降至谷底水平。从最后一轮经济周期观察（2000～2009 年），固定资产投资平均增速为 23.5%，制造业、房地产、基础设施三项分别拉动 8.2、5.7、6.1 个百分点。

1、投资的周期性拐点已经呈现

历史经验显示，25～30%之间的固定资产投资增速是经济过热和通胀抬升的“高压区”，2009 年四万亿刺激计划在将投资增速拉升到 30%的高位时，也为延续到今天的通胀压力和紧缩政策埋下伏笔。目前来看，投资或已进入周期性下行通道：（1）从先行指标看，2009 年新开工项目累计增加 87694 个，2010 年累计减少 9746 个，2011 年截至 9 月份累计减少 6746 个，预示着未来的投资增速将会下降。（2）从资金来源看，2011 年以来严格的信贷额度控制和存贷比考核明显压缩了银行对投资的支持力度，截至 2011 年 9 月份，信贷在资金来源中的占比已下降至 13.8%，为有史以来最低水平，较 2009 年峰值下降了 9 个百分点。虽然自有资金占比有所扩大，但整体资金来源增速已明显下降，且资金使用成本已明显高于历史常规水平。（3）从投资驱动力来看，刺激政策的退出和融资平台的清理已经使基础设施导致从 2009 年 42%的同比增速、下滑到 2010 年的 18%、目前已再度下滑到不足 10%，这使得基础设施作为驱动本轮投资的周期性动力大为减弱。随着保障房的对冲能力趋于消失，房地产投资拐点已经出现，分歧仅在于回落的幅度。制造业投资是 2011 年投资整体维持高位的主要推动力，然而，考虑到未来的外部需求疲弱，潜在的过剩产能风险意味着当前超过 30%的制造业同比增速可能已到峰值。

图表 25 2000—2009 年固定资产投资的三大贡献源及占比



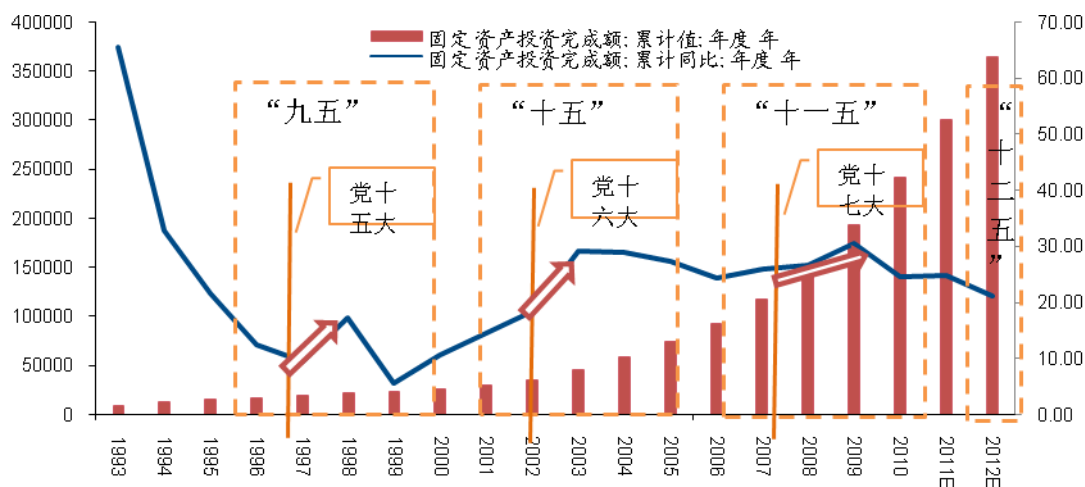
数据来源：国家统计局，华创证券整理

2、2012 年投资放缓的节奏取决于三大缓冲性力量

目前来看，虽然投资增速的拐点已经出现，但回落的形态，即 2012 年投资是继续延续目前这种温和回落趋势，还是会呈现失速下滑仍然存在分歧。目前判断，2012 年投资的回落形态主要取决于缓冲性力量与失速下滑风险之间的平衡结果。

第一种缓冲性力量是基础设施在建项目投资。4 万亿刺激计划的投资项目已在 2010 年底全开工、部分项目已竣工，但 2 万多亿为基础设施项目中（8000~9000 亿铁路项目、6400 亿公路项目、1210 亿桥梁项目、2700 亿核电及电网项目等合计超过 2 万亿），约计有 7000 亿为 2012 年以后计划竣工，另外原计划 2011 年底竣工的项目由于融资平台清理和信贷收缩，工期可能延后。预计 2012 年处于在建的基础设施项目投资规模可能超过 1 万亿。考虑到目前银监会已明确提出“保重点、保续建”，并为融资平台贷款提供有条件展期和借新还旧，那么 4 万亿刺激计划的在建和后续项目仍将是 2012 年基础设施投资的有效缓冲。

图表 26 从“九五”到“十一五”期间的投资增速及对比



数据来源：国家统计局，华创证券整理

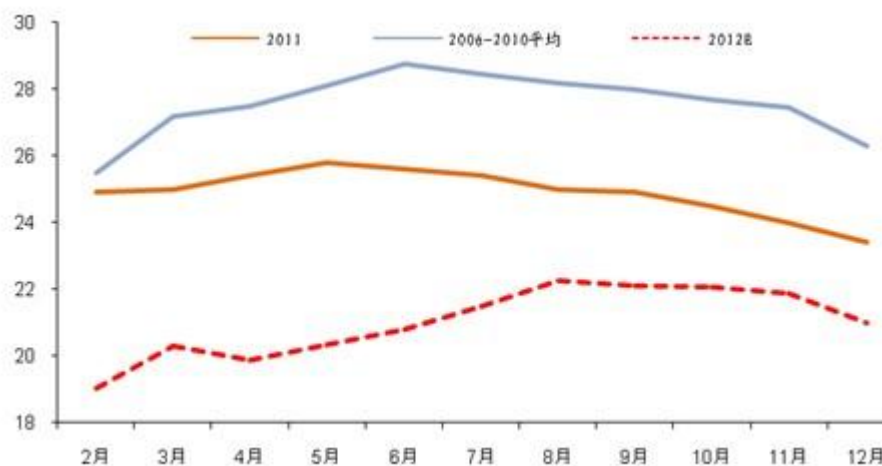
第二种缓冲性力量是新上项目。2012 年作为“十二五”规划第二年，属于项目布局与集中开工建设的高峰期之一，但其实质性效果和对冲程度主要还是取决于信贷条件而非投资意愿。从“九五”到“十一五”的三个“五年计划”来看，一个五年计划中各年的平均投资增速分别为 17.0%、17.8%、24.3%、21.6%、20.7%，前两年是布局期和项目开工期，投资增速不是非常高，第三年（也即是党代会的次年，政府换届的第一年）是建设项目投资高峰期，后两年是平稳收尾期。2012 年作为“十二五”规划的第二年，在建项目和新建项目仍然会带动较为可观的投资体量，不过地方政府的投资意愿在多大程度上变成投资效果最终还是取决于信贷条件。2011 年压制地方政府基础设施投资的关键因素是地方融资平台清理，如果决策者不再进一步实施更为严厉的管控政策，预计 2012 年地方政府投资较之 2011 年将有所增加，体现为一种恢复性的增长。

第三种缓冲性力量是保障房。2011 年 1000 万套保障房是房地产投资的一股对冲性力量，它的存在使之整体维持在高位，但 2012 年保障房将成为一股缓冲性力量，在于阻止房地产投资下滑的幅度，但难以逆转下滑趋势，区别在 2012 年保障房对投资的缓冲作用在季度间的分布将更为均匀。目前框算，2011 年的保障房投资既包括 2010 年新开工、2011 年在建的项目，也包括 2011 年新开工项目的前期投资（主要为土地开发投资），合计投资规模约计 7000~8000 亿，远低于官方部分年初统计的 1.2 万亿。考虑到 2011 年开工的 1000 万套保障房明年全部处于在建，即使明年保障房建设目标下调至 800 万套，预计明年的总体投资规模不会低于今年，财政和信贷支持力度应该和 2011 年持平或略有增加。然而，同样的投资规模对投资增速的推动作用却明显不同，即使 2011 年 7000 亿投资较之 2009 年也有一个大幅的同

比增幅，但 2012 年较之今年基本持平，不会有明显的同比贡献。这样以来，2012 年的保障房的作用主要体现在“保投资”，即阻止房地产投资下滑的幅度，但预计难以全部对冲负面冲击。不过，一个明显的区别是：2012 年保障房项目落地和新开工节奏则可能明显提前，投资的季度分布更为均匀化：第一，今年保障房主要考核开工目标，投资完成额不足总量的三分之一，这是正常情况，今年的开工项目所形成的投资将主要体现在 2012 年；第二，湖北省要求 2012 年保障房项目“落地”时间将在今年年底之前，从而使得明年年初即开始进入项目开工与建设期，全年投资拉动作用在季度间的分布将更为平均化，不像今年主要集中在四季度。第三，从我们实地调研的情况来看，湖北省明年保障房建设规模将大于今年，预计中部省份与湖北的情况类似，而其它较发达的省份则可能略低于今年，地方政府希望在中央重视保障房之时，把“十二五”的建设任务集中到前三年，特别是前二年完成。

考虑到这些缓冲性力量的存在，总体判断 2012 年固定资产投资增速为 21%，在不发生意外冲击的中性预测情景下，呈现温和减速节奏。分季度看，考虑到 2011 年紧缩政策的滞后效应以及季节性因素，2012 年四个季度呈现“两头低、中间高”的走势。分结构来看，基础设施投资 2012 年将呈现恢复性增长，制造业投资增速回调，房地产投资存在较大幅度下滑，从而使基础设施投资成为明年的支撑。

图表 27 2012 年投资增速预测 (%)



数据来源：国家统计局，华创证券整理

3、失速下滑的风险主要来自于房地产冲击

第一条冲击渠道是房地产投资下滑的直接影响，目前来看，房地产投资已明确进入下行通道，不确定性仅在于下一阶段下滑的幅度及时点，未来 3 个月是重要风险窗口。从先行指标上判断房地产投资，信贷条件和销售回款速度是最强的领先指标，新开工率次之，施工面积为同步指标，通常每一轮地产投资的调整会演绎信贷调控、销售趋减、减少土地购置、控制新开工、放缓在建施工的节奏。目前来看，开发商信贷资金来源已降低至历史低谷，销售额单月同比增速从 2011 年 10 月份开始已负增长，信贷资金与销售资金的同向负增长将明显加大开发商的资金压力，从领先滞后关系来看，未来 3~5 个月将是房地产市场大幅调整、投资明显回调的时间窗口。如果未来几个月房地产投资增速由当前 30% 以下回落到 10% 甚至个位数，则对固定资产投资的直接下拉冲击为 5 个百分点，下拉 GDP 名义增速 2 个百分点，考虑到房地产产业链的间接冲击，其冲击则更大。

第二条冲击渠道是房地产市场“量价齐跌”会明显放大商业银行的不良率，金融系统与经济系统的风险可能交织恶化。首先，银行业的压力测试表明，如果同时考虑销量和房价两个参数，那么银行不良率的敏感度会明显上升。其次，由于目前一、二、三套及以上住房的按揭

贷款比例分别为 30%、40%、60%，除非房价下跌幅度超过 30%，否则直接的线性冲击可能尚在控制范围，风险点在于房价下调会引发土地、房产等抵押资产价格的重估，考虑到这一非线性冲击，房价下调的金融风险则可能大为扩大，从而会影响银行对实体经济的支持能力。

第三条冲击渠道是房地产市场调整会对地方土地出让金、税收产生冲击。首先，预征的土地增值税、营业税及附加、预征的所得税加总之后占销售额的比例为 10%以上，那么销售额每减少 10 个百分点，对税收的负面影响为 1 个百分点。其次，开发商会减少住宅用地购置节奏与规模。

（三）消费升级与普及并存，消费结构呈现分化

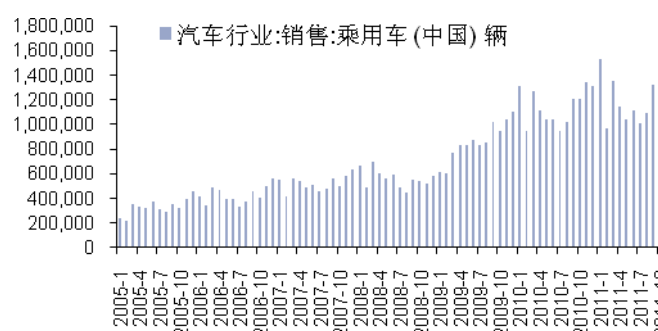
2012 年预计社会消费品零售总额将增长 18.6%，实际增速 14.6%，略高于 2011 年。

- **经济增速触底回升，汽车消费面临回暖。**目前中国人均 GDP 已经接近 4000 美元，在这一阶段，对于汽车、住房的消费需求将快速上升。中性预测 2012 年二季度宏观经济将触底反弹，对于商用车的需求将恢复正常；同时受益于 2011 年较低的基数水平，2012 年乘用车同比增速将出现回升。

图表 28 商用车销售有望触底反弹



图表 29 乘用车 2011 年基数较低

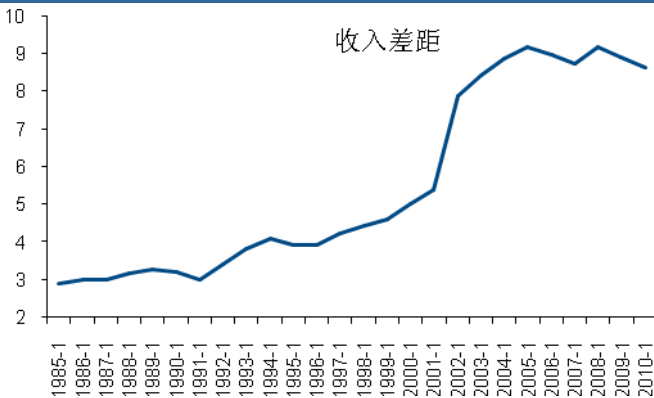


资料来源：华创证券

资料来源：华创证券

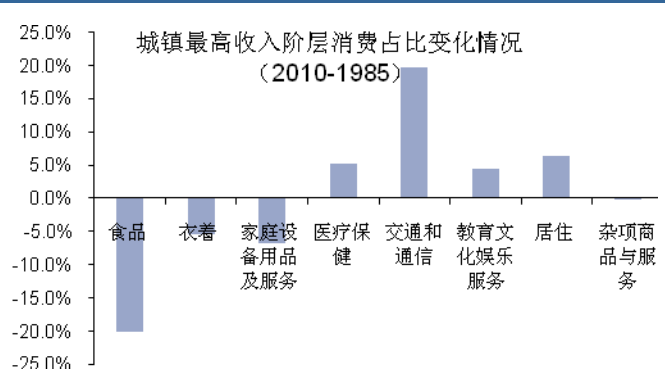
- **财政支出偏向民生，有助于消费增长。**2012 年欧洲债务危机变数仍在，发达经济体弱势增长将加大中国出口失速的可能性，房地产投资和基建投资迅速回落也将导致投资增速有所下滑，在这一背景下，扩大内需，刺激消费将成为稳定经济的重要着眼点，因此财政政策在民生领域的支出将继续扩大。目前民生类支出，包括科教文卫和社会保障支出已经占财政支出的三分之一以上，如果考虑到投资类支出中，水利建设，交通运输等支出也是直接和民生相关，财政支出用于民生的比例将更高。
- **农村居民收入快速增加，低端耐用品消费有望提速。**2011 年，农村居民收入增速大幅提高带来农村居民消费增速的加快。我们认为，目前中国经济已经越过刘易斯拐点，农村劳动力工资增速将面临趋势性上升，受此影响农村居民收入增速有望继续维持高增长。从总量来看，由于农村居民收入较低，边际消费倾向较高，农村居民收入提升对消费提高的影响较大；从结构来看，农村居民对耐用消费品的需求将显著提升，低端耐用品消费有望提升。目前农村居民收入水平与城镇居民 1999 年的收入水平接近，但是在洗衣机、电冰箱、空调、部分电子器材方面的消费与城镇差距较大，未来这些领域有望成为消费热点。

图表 30 中国居民收入差距不断扩大



资料来源：华创证券

图表 31 城镇最富裕阶层消费结构变化较大



资料来源：华创证券

➤ **消费升级与消费普及并存，消费面临结构分化。**未来消费将向高低两端同时扩展，以高端奢侈品和服务业拉动的消费升级与低端耐用品拉动的消费普及将长期并存。收入差距不断扩大，高收入人群服务业需求旺盛。中国收入分配差距不断扩大，近年来城镇最高收入等级居民与最低收入等级居民的收入差距高达 8 倍左右，若考虑农村居民，则差距更大。这意味着中国高收入阶层财富扩张的速度较快，受此影响，消费升级的过程正在加速。可以看出，随着收入水平提高，富裕阶层对于食品、衣着、甚至家用电器的需求均已饱和，这些领域的消费占比下降迅速。相反，对于高端耐用品，如汽车、高端电子产品的需求扩张最为迅速。交通和通信消费从 1985 年的占比接近 0% 上升到占比高达 25%，这与中国从工业化社会向后工业化社会的转化高度吻合。值得注意的是，服务业需求在近年来提升迅速，富裕阶层更加重视对于精神诉求和生活品质的追求，将带动医疗、教育、文化、娱乐等服务行业的发展。

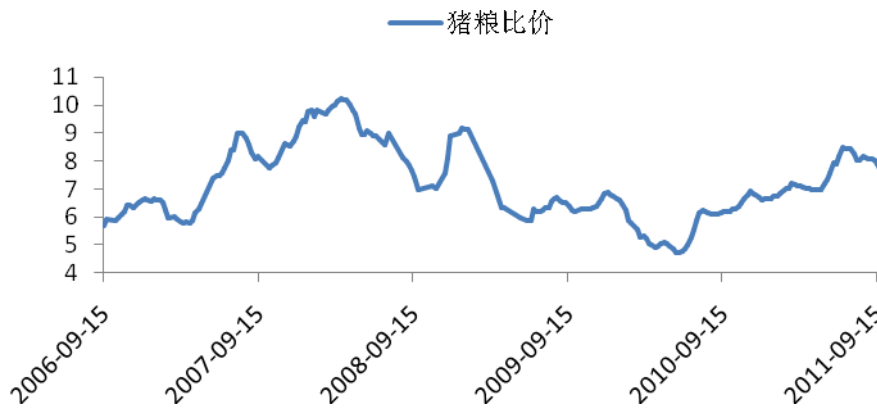
三、2012 年通胀有限回落，4% 中枢或成新常态

本轮通胀周期在 2011 年 7 月翻越顶部、进入下行周期。然而，本轮通胀周期在诸多方面表现出了与历史不同的结构性特征：1) 食品对非食品价格的传递效应增强，且非食品的中枢水平明显抬升；2) “猪周期”更大程度上反应了市场力量，而非突发的外生冲击，这导致猪价上行的持久性比以往更长，且未来的回落幅度则会更小；3) 历史上出口下滑具有明显的反通胀力量，CPI 回落要么与出口回落同步发生，要么紧随而来，然而这次出口增速早已在 2010 年二季度高位见顶，但 CPI 的见顶回落却姗姗来迟了 4 个季度，显示 CPI 已开始较多地反应国内消费周期。展望 2012 年的 CPI 走势，以下几个因素将决定通胀的回落幅度。

(一) “猪周期”的回落幅度相对有限

通过 2004 年和 2008 年这两轮猪价上涨引领的通胀周期，可观察到如下规律：(1) 猪价跌至低于 6 倍左右的猪粮比是成本线，如果猪肉价格下跌导致猪粮比低于成本线，并持续 6~9 个月左右，那么猪肉供给便会减少，从而引发猪价攀升；(2) 猪价总是大起大落，下行周期中猪价格降幅越大，上行周期中的反弹就越剧烈。(3) “猪周期”的上行周期通常为 15~20 个月，之后猪肉供给会逐步释放，成为猪价下行的基本推动力。

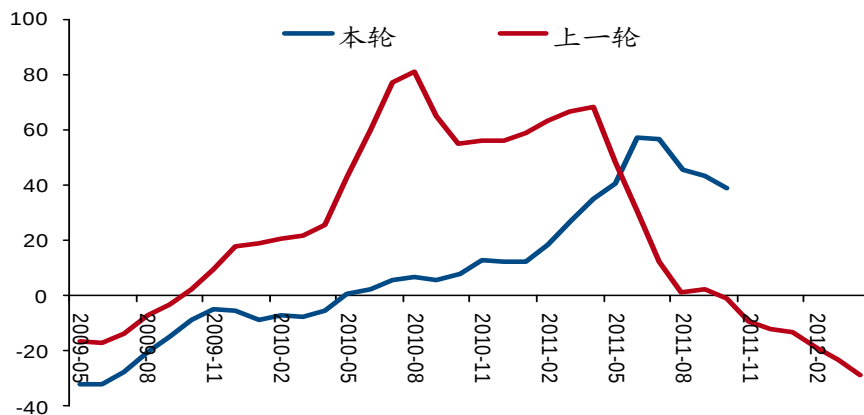
图表 32 猪粮比的稳步上升为明年供给的扩大提供基本支撑



数据来源：华创证券

2011 年随着猪价的上升，猪粮比已经保持在 7~8 倍之间，超出 6 倍的长期均衡水平，养猪收益明显提高，预计 2012 年初以后猪肉供给将逐步增加，从而使猪价进入明确的下行轨道，但由于本轮周期猪粮比一直稳定在合理水平，预计 2012 年猪价下降幅度也将明显小于上一轮。从历史经验对比，猪粮比是观察猪价变动趋势的一个前瞻性指标：1) 2002~2003 年，猪价下降温和，使得猪粮比保持在 5~6 倍，与均衡水平的偏离和对供给的影响不是太大，因此，2004 年的猪价上涨幅度也相对较小，猪粮价上升到 6~7 倍。2) 2008 年之后，猪价下降幅度很大，猪粮比由 10 倍左右的峰值下降到 2010 年年中的不足 5 倍，这直接导致 2011 年猪肉供给明显减少，并带来这轮猪肉价格的上涨。3) 对比而言，这轮“猪周期”，猪粮比已经连续 10 个月稳定在 6~7 倍的相对合理水平，这一方面说明本轮猪价涨幅较上一轮有所减缓，另一方面也意味着 2012 年猪价的回落幅度也将更为温和。“猪周期”大起大落的情况在 2012 年可能有所缓和。

图表 33 最近两轮“猪周期”的上行与下行周期对比

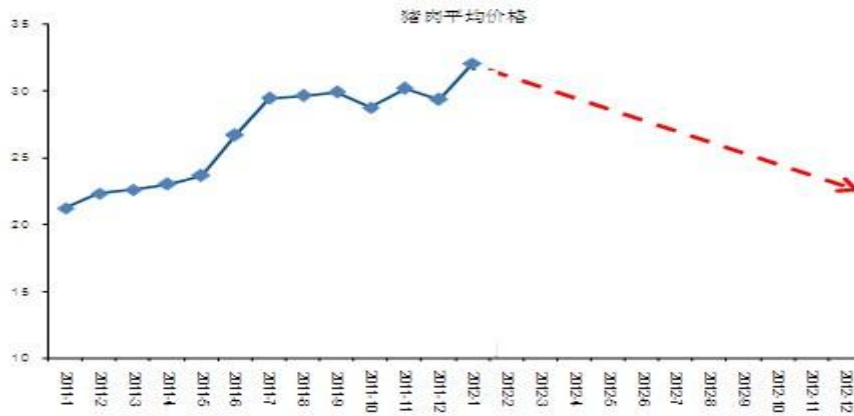


数据来源：华创证券

2012 年猪肉价格的高低取决于能繁母猪和生猪补栏的“猪周期”以及饲料和人工两类主要成本的变动。从猪周期上看，由于能繁母猪以及生猪补栏周期的影响，猪肉价格有望将在明年年初达到拐点，猪肉价格将呈现回落趋势，但考虑玉米、豆粕等主要饲料价格的稳步上升以及刘易斯拐点之后劳动力成本不断上升在一定程度上制约了猪肉价格的下降幅度。

总体上预测预计猪肉价格在 2012 年一季度达到高点，约为 32.1 元/公斤，随后进入下降周期，在年末下降至约 21 元/公斤。对应 2012 年猪肉价格较 2011 年同比下降两个百分点，对 CPI 的拉动为-0.1 个点，对 CPI 的贡献较 2011 年减少 1.2 个百分点。即在假设所有其他因素不发生变化的理想情况下，仅猪肉价格的回落就将导致明年 CPI 回落至 4.3%。

图表 34 猪肉价格明年年初达到拐点（元/公斤）



数据来源：华创证券

（二）非食品价格的回落存在粘性

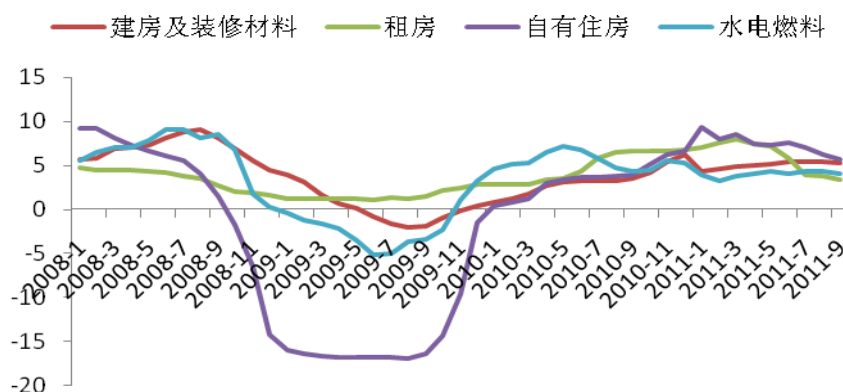
本轮通胀周期中，非食品价格涨幅超出历史平均水平的关键因素是居住类价格，其中租房和自有住房价格上涨是其主要推动力。这里的主要原因是：1）从技术上讲，2011 年始国家统计局提高了居住类在 CPI 篮子中的权重，从之前的 13.6% 提高到目前的 17.8%，通过进一步拟合测算表明，提升的权重主要被分配给居住类中子项“租房和自有住房”，该子项调整前在居住类中的占比为 32%，调整后为 47%。2）从各分项对比，今年以来，决策者为了抑制通胀，放缓或者暂停了水、电及燃料的价格上调，使得该分项价格一直稳中有降；2011 年初以来，持续的房地产调控抑制了住房需求，同时也抑制了建房和装修材料上涨的幅度，使该分项自 2011 年初明显下降之后未能重返上涨；然而，通常的统计方式中，自有住房价格以按揭利率衡量，去年底以来的五次加息和首套优惠利率的取消，使得自有住房价格上涨幅度明显高于其它三个分项；最后，房地产调控也在一定程度上提高了租房价格。3）总体上，权重的上调、利率的上调及房地产调控使租房和自有住房价格上涨成为推动居住类和非食品价格上涨的主要动力。

图表 35 2011 年国家统计局对居住类的权重调整及拟合结果对比

	2011 年之后	2011 年之前
居住	17.80%	13.60%
建房及装修材料	21%	27%
租房和自有住房	47%	32%
水电燃料	32%	41%

数据来源：国家统计局，华创证券

图表 36 居住类各分项同比涨幅（%）

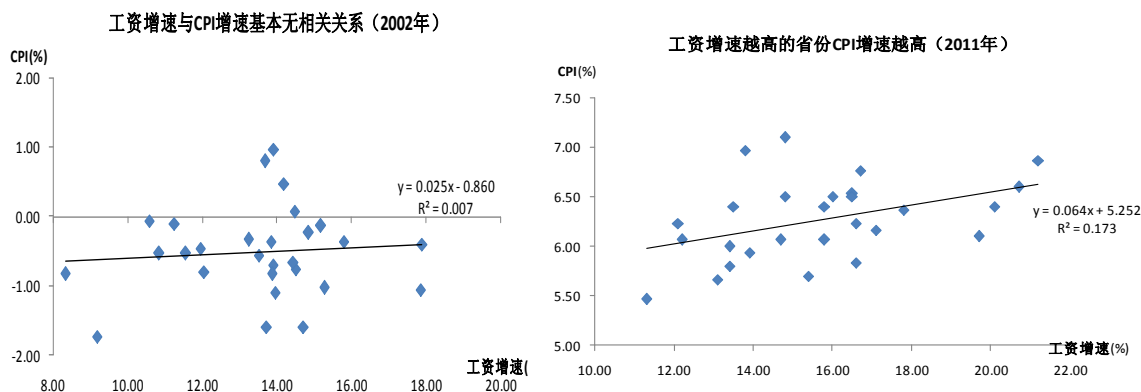


数据来源：华创证券

本轮通胀周期中，非食品价格超常规上涨的其它推动力分别来自于车用燃料、家庭服务及加工维修服务、衣着加工服务费、衣着材料，这背后反映的是能源、人工及棉花等农产品价格的上涨，更多地体现为趋势性因素，预计 2012 年仍难以明显回落。从过去几轮通胀周期对比来看，以上四类价格的涨幅赶上甚至超过了 08 年时的水平，而且持续性更强，即使在整体 CPI 见顶回落之后，这几个分项价格仍然在高位徘徊。

从实证结果观察，本轮非食品价格的超常规上涨反应了中国跨越“刘易斯拐点”之后，工资上涨与成本上涨日益成为推动中国非食品 CPI 攀升的长期驱动力，而且本轮非食品价格中，一个突出的特点是服务业价格上涨，这不仅反应了劳动力成本的因素，而且由于服务业生产效率提升的空间有限，也不存在通常制造业所谓的产能过剩问题，且具有的较强的加价能力，因此，当劳动力成本上涨由制造业扩散至服务业，这也同时意味着非食品价格更加容易周期性上升，却难以趋势性下降。为验证劳动力上涨的影响，我们梳理了中国不同省份的劳动力成本与 CPI 的面板数据，发现，2004 年之前，两者几乎不存在明显的相关关系，而在此之后，相关系数显著上升。

图表 37 2004 年之前，工资与 CPI 相关性较弱，此后显著变强



数据来源：华创证券整理

总体上，2012 年非食品价格难以大幅回落。从历史规律看，非食品价格回落一般滞后于总体 CPI 的回落，并且本轮通胀上升过程中非食品价格超常规上涨更多体现了能源、人工及农产品价格上涨等趋势性因素。进一步考虑到：（1）明年行政干预措施的退出可能会导致部分前期受限的商品价格补涨；（2）在通胀回落通道，水电价格通常会面临一定上调压力；（3）资源价格改革也可能部分推高明年的非食品 CPI，这些因素意味着 2012 年非食品价格难以明显回落。

（三）4%左右水平 CPI 或成新常态

初步预测 2011 年全年 CPI 为 4%，翘尾因素为 1.7%，新涨价因素 2.3%，四个季度 CPI 呈现“前高后低”走势，峰值可能出现在 1、2 月份，低谷出现在 7 月份。

从技术上来看，1）翘尾因素明年全年为 1.7%，较 2011 年的 2.7%下降 1 个百分点，有利于总 CPI 的下降。分季度看，2012 年翘尾因素一季度最高 2.8%，然后逐季回落，有利于 CPI 回落。2）新涨价因素明年预计为 2.3，较 2012 年的 2.8 下降 0.5 个百分点，控制物价的压力仍然很大。

分季度看，物价的环比变动表现出较强的季节性：1）一季度 CPI 依然较高。由于冬季季节性涨价因素明显，节日消费旺盛导致新涨价因素较高，CPI 还将保持在 4 以上；2）5—7 月

份是 CPI 明显下降期。天气回暖，产品上市量增加，此段时间是一年中物价最重要的环比下降期，历史降幅分别约为-0.2，-0.6，-0.2 个百分点，再考虑到 2011 年这三个月价格逆势上涨了 0.1，0.3，0.5 个百分点，导致基数较高，因此，明年的 5-7 月将是 CPI 明显的下降期，为底部区域。3) 三季度末到四季度：季节性回升。到了 8 月以后，季节性涨价因素加强，物价环比上涨压力较大，CPI 可能轻微上升。

总体上，考虑到中国当前的经济环境已发生明显变化，增长与通胀之间的取舍关系日趋明显，且通胀对经济上行的敏感度越来越大，对经济下行的敏感度却有所减小，即经济略微过热就有可能引发通胀，相反，为了抑制通胀需要付出的增长代价有所扩大。因此，4%左右的 CPI 可以成为中国通胀水平的新常态，在此种情形下，如果决策者试图让通胀回到更低如 2~3% 的水平，则将过多地牺牲增长，特别是在 2012 年海外环境仍然存在较大不确定的情况下，预计决策者将会逐步接受略高的通胀水平，4%仍将是 2012 年的通胀控制目标。

图表 38 居住类各分项同比涨幅 (%)

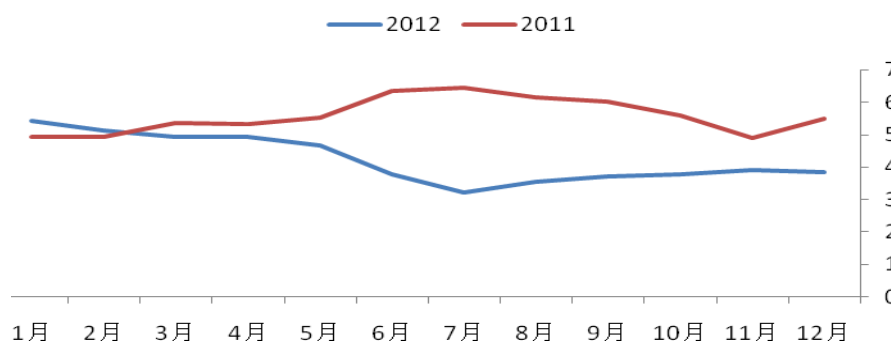


数据来源：华创证券

四、政策 “宽转弯，勿触棱”：存准下调是观察政策拐点的标志性动作

目前展望 2012 年的政策走向，最大变化将会是通胀的决策权重略为降低和后移，预计总体取向将由今年的“抑通胀-调结构-保增长”转为“促转型-稳增长-稳物价”，这对于资本市场而言，无疑是一个有利的变化，这意味着政策的主基调不再是紧缩，而是真正意义上的回归常态化。从政治周期的角度考量，鉴于 2012 年的政治周期和经济下行周期的叠加，预计政策将“稳字当头”，其含义包含二重：1) 基准情形：经济下行风险可控时，货币政策总量上仍是稳健基调，重点考虑对在建工程和小微企业的结构性支持政策；财政政策在超收背景之下，发挥作用的空间加大，教育、水利和环保将是重点领域；2) 极端情形：欧债风险超预期恶化、国际资本持续外流、房地产价格下行风险过大，则政策会果断出手，财政和货币政策力度均会加大，窗口则可能在季末的 4、7、10 月份。

图表 39 2012 年分月 CPI 走势与 2011 年的对比



数据来源：华创证券

（一）CPI 决策权重降低将会 2012 年最大的政策变化之一

回顾 2011 年，CPI 走势是影响政策紧缩节奏与市场波动的关键变量，CPI 一季度平稳（5.1%），二季度攀高（5.7%），三季度见顶（6.2%），四季度回落（E4.9%）的走势决定了政策一、二季度“三率齐动”，三季度“紧缩加时”，四季度“边际改善”的紧缩节奏。因此，2011 年 CPI 趋势基本决定了政策的走势。

从 2012 年的情况来看，虽然基于多种结构性因素的叠加，除非发生显著的海外冲击或国内房地产失速下滑，预计将物价控制 4% 以内仍然存在一定困难，但是与 2011 年不断攀升的 CPI 走势相比，2012 年控制物价的压力将小于 2011 年，这也基本决定了政策基调至少会以回归常态化为主，而不是持续的紧缩。

从当前的情况来看，M1 与 M2 同比增速已经回落至 2008 年底水平，基于结构性因素对通胀的推动作用更为持久，对经济周期的敏感度较低，继续抑制货币增速难以促进通货膨胀回落。从长期来看，刘易斯拐点的经过和人口红利拐点的越过将导致投入要素价格的重估，劳动力成本、资金成本等面临趋势性的上升，体现在通胀水平上，是核心通胀的系统性提升。在这种情况下，紧缩政策仅仅加大了实体经济的回落程度，对抑制通胀作用相对有限。由于中国中长期通胀的中枢水平已经提高，货币政策容忍较高的通胀率，回归中性水平会逐步成为一种合理选择。

（二）存款准备金率下调是观察政策拐点的标志性事件

目前来看，宏观经济形势与金融危机之后有许多相同之处，GDP 回落，CPI 回落，出口回落，房地产调控投资和销量开始下滑，货币增速显著下滑。关键的区别在于回落的幅度与冲击的大小。总体来看，目前许多经济指标与 2008 年具有一定的可比性，但是差异也较为明显。因此，从实体经济层面考虑，政策未来放松的速度和幅度可能与 2008 年存在一定的不同。在金融危机后，各国迅速推出了财政刺激和量化宽松政策，导致经济 V 型反转；但是目前，在经济缓慢下滑的过程中，在发生大的外部冲击之前，政策突破“边际改进”的必要性降低，毕竟存款准备金率下调仍然被视为一个放松信号过强的政策工具，这个标志性动作的到来预计会伴随几个事件：第一，岁末年初流动性再现突发性紧缩；第二，外汇占款连续几个月负增长或显著放缓；第三，欧元债务危机致使全球流动性紧，资金风险偏好发生逆转，资本从新兴市场流出加剧；第四，国内房地产资产价格下行幅度过大。不过，前面两个条件下的存准下调基本属于央行正常的维持银行间流动性的做法，只不过数量型工具的使用由被动走向主动，只有后面两个条件下，央行超出市场预期的存准下调更适宜视为政策放松的标志。

（三）财政政策将取向积极，民生领域支出将显著增加

- 需求平稳回落背景下，财政政策将着力推进结构调整，改善民生需求。从数据上观察，近年来财政收入和财政支出占名义 GDP 总量的比例高度稳定，预期 2012 年将分别达到 21% 和 23% 左右，财政赤字率 2% 左右。
- 分领域来看，教育、社保等仍将是财政支出的主要领域，预计 2012 年教育支出占财政支出总量将接近 4%，为财政支出第一大项，其余支出规模将大的项目是：一般公共服务（16.6%），社会保障（12.3%），农林水事务（10.7%）。从增速来看，近年来增速较快的类别有医疗卫生（超过 50%）、城乡社区事务（超过 40%）、农林水事务（超过 30%）、教育，文化（接近 30%）。
- 水利、环保等领域近年来受到重视，未来财政支出仍将高速增长。同时，虽然市场对保障房建设仍然存在较大怀疑，但是 2012 年预计保障房的财政支出规模将大于今年，总体投资规模也将大于今年，且在四个季度之间的分布更为均匀化。

图表 40 教育、社保等民生类支出较高

	2010-12	占比		2010-12	占比
教育	1,255.00	16.6%	医疗卫生	480.42	6.4%
一般公共服务	933.72	12.3%	资源勘探电力信息等事务	348.50	4.6%
社会保障和就业	913.06	12.1%	科学技术	305.22	4.0%
农林水事务	812.96	10.7%	环境保护	244.20	3.2%
城乡社区事务	598.74	7.9%	住房保障	237.69	3.1%
公共安全	551.77	7.3%	文化体育与传媒	154.27	2.0%
交通运输	548.85	7.3%	粮油物资储备等管理事务	117.20	1.5%

数据来源：华创证券整理

（四）4、7、10 月仍将是 2012 年政策“碎步调整”的时间窗口

中国的货币政策决策具有惯常的逻辑和程序，政策基调一旦确定，除非出现突发的外围冲击，否则难以出现大的方向性变化。通常，观察中国的政策基调，需要把握三个时间点：第一个是每年 11 末、12 月初的中央经济工作会议，不出大的意外，这次会议所确定的政策基调不会有大的变化；第二个时间点是次年的两会，决策者会将宏观调控政策的所有意向公布于众，有关 GDP 和 CPI 的目标、货币与信贷的操作目标也会具体确定，通常，两会不会改变中央经济工作会议的基调，仅会做适当调整；第三个时间点是次年年中 7 月中旬左右，这个时间通常会对上半年宏观经济的运行及调控政策的执行情况进行总结，并确定下半年的政策是否需要微调。按照这种决策节奏，今年 12 月中旬的中央工作经济会议将对明年全年进行定调，如不发生重大的内部或外部冲击，该基调将贯穿全年，确定大局，但是结构性或局部性的微调通常会发生在 4、7、10 月。

- 第一个时间窗口是当前到明年两会前：当前的政策调整仅在控制经济回落的幅度与节奏，而不是逆转经济回落的趋势，预计 12 月中央经济工作会议定调之后，直到明年两会之年，政策调整仍以稳为主。
- 第二个时间窗口是 3 月中到 4 月，这可能是政策微调的第一个时间点：两会之后，决策者有可能会对中央经济工作会议的定调进行一些适当的微调，如 2011 年两会之后，关于物价的表述由“突出位置”变成“首要位置”。
- 第三个时间窗口是 7、10 月：7 月和 10 月是连结季末和季初的时间点，决策者会对上个季度的经济形势进行分析，并对下个季度的政策安排和工作进行部署
- 总体上看，考虑到明年一、二季度之交是房地产投资下滑、出口失速风险大幅度释放的时间点，这个期间出现政策调整的概率较大。

宏观组分析师介绍

华中炜

宏观策略研究主管。华中科技大学经济学博士，曾担任路透集团金融分析员、中国银行间市场交易商协会研究部主管

杨现领

宏观高级研究员，华中科技大学经济学博士

何珮

宏观分析师，英国诺丁汉大学金融硕士，曾任天相投资顾问有限公司宏观分析师

王雪

宏观助理研究员，中国人民大学金融学博士

张森

宏观助理研究员，中科院农业政策中心农业经济学硕士

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558