

2012年宏观经济展望——

周期下行中的平稳回落

中证期货研究部 宏观组

周晋

邮件: zhoujin@citicsf.com

电话: 0755-23993634

尹丹

邮件: yindan@citicsf.com

要点:

- ❖ **我国处于朱格拉周期的下行阶段:** 我国已经经历了五轮经济周期, 分别是 1976-1981 年、1981-1986 年、1986-1990 年、1990-2002 年、2002-2009 年, 2009 年后我国在大规模的刺激政策下经济增速从底部反弹至 2010 年一季度的 12%, 然后扭头向下, 经过详尽的分析, 我们认为目前的经济回落属于朱格拉周期衰退阶段, 同时中间夹杂库存周期的反复, 目前库存风险不断积聚, 在需求不断减弱的情况下, 将面临较大的库存风险, 我们明年将面临朱格拉周期和库存周期向下的双重回落。
- ❖ **2012 经济将实现平稳回落。** 外围经济体复苏疲软, 外围需求将继续维持弱势, 尽管最近几年我国出口结构不断调整, 加大了新兴市场的出口比例, 但是出口到 G3 (美国、欧盟、日本) 的出口金额占总出口比例依旧有 45% 左右, 受成熟市场需求降低影响, 2012 年出口增速全年将放缓至 13% 左右; 投资有望维持稳中略降的局面, 占固投最大比例的制造业投资依旧有望维持在 25% 以上, 铁路运输有望走出资金困局, 保守看投资额与 2011 年持平, 房地产市场虽然存在一定风险, 但是 2011 年已开工和 2012 年预计开工的 800 万套使得 2012 年将是保障房的建设大年, 这将对投资形成一定支撑; 消费在居民收入难以大幅提升的情况下, 财政政策退出透支部分未来消费, 但是通胀下行将对消费造成一定支撑。预计 2012 年将稳中略降。
- ❖ **货币政策归于真正稳健。** 货币政策方面, 我们判断, 2012 年将存在三次左右的降准, 通胀下行趋势明确后, 政策有进一步调整的空间, 随着经济持续回落, 管理层的政策开始由控通胀转移到保证经济平稳回落上来, 以避免经济硬着陆。我们预计春节前明年 1 月份将进行一次准备金的调整, 由于考虑到二季度是经济的低点, 央行逆周期的操作, 在一季度再进行一次调准。第三次调准则预计在二季度。因此, 我们认为是三次调准, 我们预计两次发生在一季度, 一次发生在二季度。
- ❖ **总体来看, 2012 年主基调为“稳”。** 一是, 经济平稳回落, 避免硬着陆; 二是, 政策归于真正意义的“稳健型”货币政策, 财政政策归于积极型, 财政政策将为经济提供更为有力的支撑。我们认为, 2012 年我国经济将呈现前低后高走势, 经济预计在二季度探底, GDP 当季增速在 8% 左右, 随后三、四季度将逐步好转, 全年呈现 V 型复苏。

中证期货主要宏观指标预测

	2012E	201112F	201111
GDP: 累计(%)	8.6	9.2	-
GDP: 当季(%)	-	8.7	-
CPI (%)	3.5	4.3	4.2
PPI (%)	3.2	3.3	2.72
社会消费品零售(%)	16.8	16.5	17.3
工业增加值(%)	12.2	12.1	12.4
出口(%)	13.5	12	13.8
进口(%)	13.5	12.1	22.1
固定资产投资: 累计(%)	21	23.3	24.5
M2 (%)	15.8	14.2	12.7

目录

一、周期向下	1
二、周期下行阶段，2012 年以“稳”为主	3
2.1 经济平稳回落	3
2.1.1 外需不确定性较大，出口结构有所调整.....	3
2.1.2 投资小幅回落，房地产市场风险犹存，但存在对冲.....	4
2.1.3 消费平稳，通胀下行利于消费.....	7
2.2 政策转向：重心放至保证经济平稳回落上来.....	10
2.2.1 通胀回落给给货币政策施展空间，但大幅放松空间有限.....	11
2.2.2 M2 处于历史低位，实体经济缺血	12
2.2.3 财政政策将对经济实现较强支持.....	13

图表目录

图 1: GDP 累计同比增速——我国经历过的四个经济周期	1
图 2: 第二产业-工业占 GDP 的比重, 用来衡量资本支出周期的运行	2
图 3: 目前短期的库存风险不断积聚, 在需求难以提振的情况下, 库存风险较大	3
图 4: G3 双边贸易占贸易总额比重和出口 G3 占总出口的比重	4
图 5: 铜新兴市场双边贸易往来比重及新兴市场出口比重	4
图 6: 同新兴市场毛边贸易增速明显高于 G3 贸易增速	4
图 7: 出口到新兴市场增速明显高于出口 G3 增速	4
图 8: 固定资产投资中, 三足鼎立, 虽均呈回落之势, 但是幅度应有限	5
图 9: 交运行业固定资产投资构成	5
图 10: 制造业固定资产投资构成	5
图 11: 设备类投资增速对制造业投资增速起到重要支撑作用	6
图 12: 铁路投资增速拖累交通运输行业投资增速, 预计明年投资额与今年持平	6
图 13: 商品房销售增速回落, 新开工面积出现回落	7
图 14: 房地产建设资金增速将维持平稳, 地产投资增速将向资金增速曲线靠拢	7
图 15: 同 08 年相比, 此时房地产企业虽然资产负债率有所上升, 但是长期负债比例明显提高, 抗风险能力也强于 08 年	7
图 16: 三大白电增速均有所回落, 空调回落最为明显	8
图 17: 彩电产量当月同比增速, 增速维持在个位数	8
图 18: 汽车行业产销将逐步好转	8
图 19: 通胀伤害居民消费	9
表 1: 限额以上商品批发零售增速	9
图 20: 吃、穿、用类的批发零售增速呈现稳中略胜	10
图 21: 服务类消费则受通胀下行影响, 增速提升较为迅速	10
图 22: shibor 一周利率一度达到 8.4% 的高位	11
图 23: 票面直贴利率创出了 13% 的历史高位	11
图 24: 此轮猪通胀的猪粮比明显低于前一轮猪粮比的高点	12
图 25: 生猪存栏量和能繁母猪存栏的提高, 保障猪的供给	12
图 26: 仔猪价格、生猪价格出现明显的回落	12
图 27: M2 有望从底部反弹, 2012 稳健型货币政策将使 M2 升至 16% 左右	13
表 1: 限额以上商品批发零售增速	9
表 2: 我国稳健型货币政策实施情况	13
表 3: 中证期货宏观组 2012 年主要宏观指标预测	14

一、周期向下

按照学术界对经济周期的划分来看，经济周期由长到短主要分为三类，分别是康德拉季耶夫长周期，持续时间在 50-60 年左右；库兹涅茨周期，持续时间在 15-25 年左右；朱格拉中周期，约为 10 年左右；基钦周期，约为 1-3 年左右。但是国家央行的逆周期货币政策对经济运行周期产生了重要的影响，经济运行周期有不同程度的缩短。熊彼特指出，一个康德拉季耶夫长周期包含六个朱格拉中周期，每一个朱格拉中周期又包括三个基钦短周期。

康德拉季耶夫长周期的驱动因素在学术界争论颇多，主要有技术创新、货币循环、人口理论等等。我们倾向认为技术革命理论造成了长周期的说法。

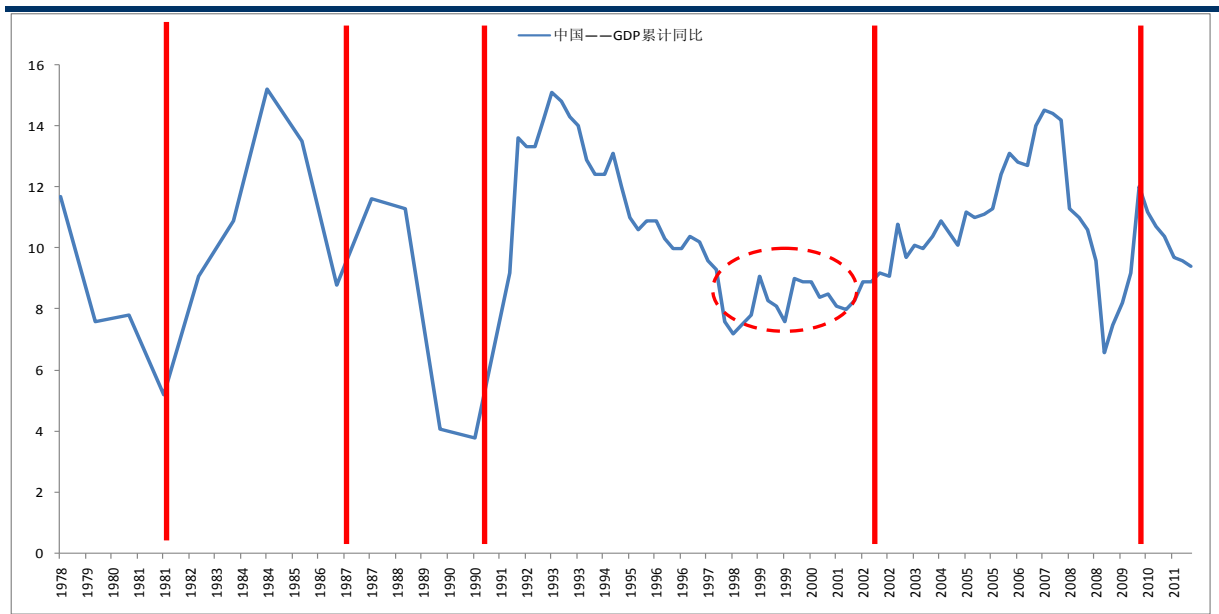
库兹涅茨周期驱动因素为建筑业，也叫建筑周期、房地产周期。

朱格拉中周期驱动因素主要在资本支出。

基钦短周期驱动因素在于存货驱动。

判断目前我国经济处于周期的何种位置，需要对目前经济运行的驱动因素做出判断。我国已经经历了五轮经济周期，分别是 1976-1981 年、1981-1986 年、1986-1990 年、1990-2002 年、2002-2009 年，2009 年后我国在大规模的刺激政策下经济增速从底部反弹至 2010 年一季度的 12%，然后扭头向下，经过详尽的分析，我们认为目前的经济回落属于朱格拉周期衰退阶段，同时中间夹杂库存周期的反复，目前库存风险不断积聚，在需求不断减弱的情况下，将面临较大的库存风险。

图1: GDP 累计同比增速——我国经历过的四个经济周期



资料来源: wind 中证期货研究部

首先，我们认为我国目前在康德拉季耶夫长周期方面与世界同步，目前处于信息和通讯技术驱动的长周期，预计这一技术带来的驱动力将要维持至 2015 年甚至以后。¹

从库兹涅茨周期来考量，由于我国商品房改革从 1998 年才开始，至今 12 年，从库兹涅茨周期的一般长度来看，目前处于库兹涅茨周期衰退的可能性也不大。虽然目前房地产市场遭遇严寒，但是从

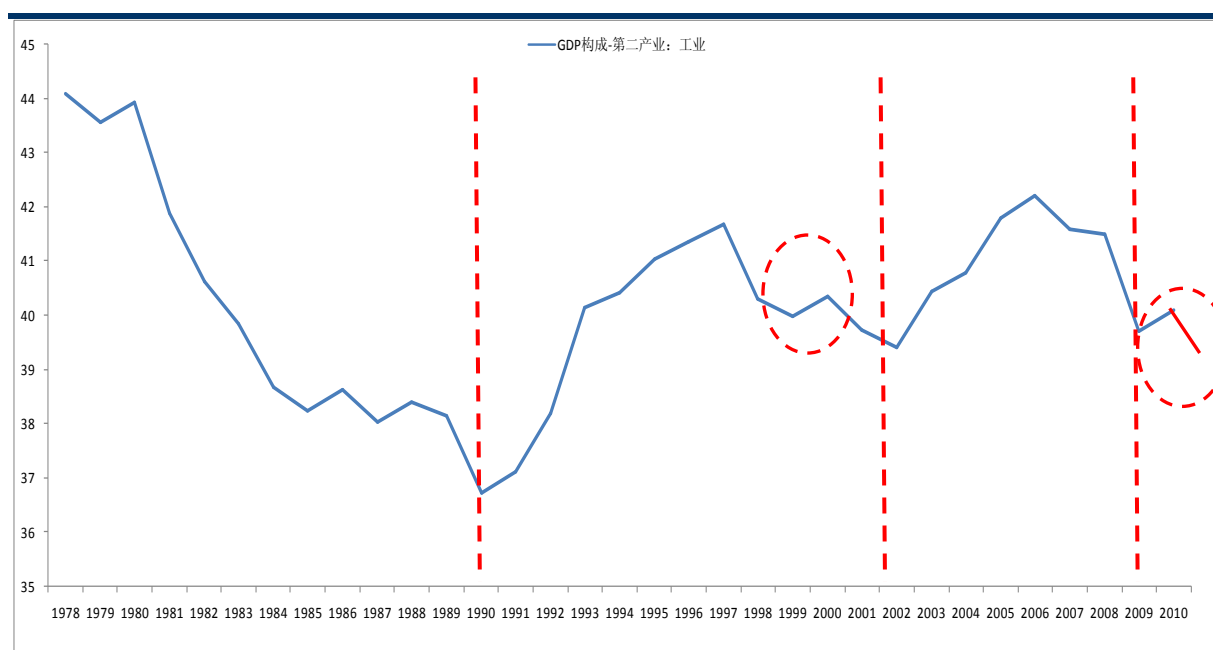
¹ 学术界认为技术创新是长周期的驱动因素的最主要的成就在熊彼特身上。创新理论的发展者 Daniel Šmihula 在 2009 撰文提出了信息技术和通讯技术带来的经济繁荣将持续到 2015 年左右。

中证期货宏观策略专题报告

经济周期运行来看，管理层的政策调控对经济周期会起到延缓、推迟作用，但是不会改变周期运行的路径。因此，虽然目前商品房价格回落，销售和商品房投资放缓，但是这些都是主动调控的结果，房地产主导的库兹涅茨周期仍未结束。因此，我们认为目前房地产投资放缓并不意味着房地产投资的拐点到来。

从朱格拉中周期来考量，由于朱格拉中周期驱动因素在于资本支出，一般从设备投资占 GDP 的比例考虑。但是出于可得数据方面考虑，结合我国目前的工业化进程，我们以第二产业——工业占 GDP 的比例来衡量朱格拉周期。结合前面提到的我国经历的 5 个经济周期，发现 1990 年以后以工业考量的朱格拉周期和我国经历的后两个经济周期基本上是重合的。那么目前的衰退到底是前一轮朱格拉下行周期的延续，还是开启了新一轮经济周期呢，我们认为，从 2008 年出台的大规模刺激政策延缓了上一轮朱格拉周期的下行之势，但是正如我们之前所说的，逆周期政策只能延缓周期的运行，并不能改变周期运行的轨迹。这一例证也可以在 1990-2002 年这一周期中看到，1998 年亚洲金融危机，我国采取了宽松的货币政策，连续四次降息和 6% 的历史低点准备金率应对金融危机，这一逆周期货币政策导致了经济增速的暂时提升，但是后期再次回落至前期低点附近。并未扭转这一周期的轨迹。

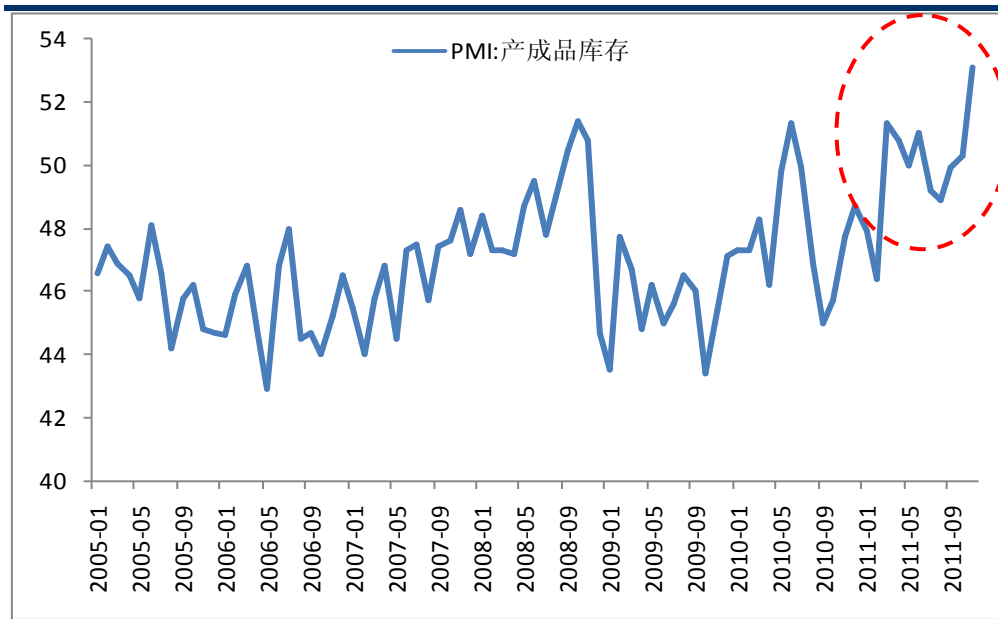
图2：第二产业-工业占GDP的比重，用来衡量资本支出周期的运行



资料来源：wind 中证期货研究部

而朱格拉周期中的这种由于逆周期政策带来的反弹，我们认为这是由于刺激政策带来了需求和产出的复苏，导致了企业库存的变化，也就是前面所说的库存带来的基钦周期，而在我国由于政策干扰比较大，库存变化来的更加剧烈，基钦周期也显得更加剧烈和频繁。从 PMI 的库存指数来看，我国目前库存维持在高位，库存风险不断积聚，短期去库存风险不得不警惕。

图3：目前短期的库存风险不断积聚，在需求难以提振的情况下，库存风险较大



资料来源：wind 中证期货研究部

综合对我国经济周期的判断，我国目前正处于2002年以来的朱格拉周期下行阶段，而2009年以来的复苏，是由于大规模逆周期政策带来的基钦周期变化，目前短时间内面临库存较高的风险。

二、周期下行阶段，2012年以“稳”为主

结合上面我们对以美国为代表的全球经济和我国经济所处的周期阶段做出了判断。目前，全球正处于以信息和通讯技术驱动的康德拉季耶夫长周期，预计将维持到2015年左右。而目前美国经济正处于上一个库兹涅茨周期末端，朱格拉中周期复苏的开始阶段。在长周期方面，中国则于世界同步，但是在中周期方面，则于美国表现不同，我国目前处于2002年以来的朱格拉周期下行阶段，在短周期方面，我国目前正经历基钦周期的下行阶段，预计这一短周期将贯彻2012年。

2012年经济运行将以“稳”为主要特征，这主要体现在两方面，一是，经济平稳回落；二是，货币政策归于真正的稳健。

2.1 经济平稳回落

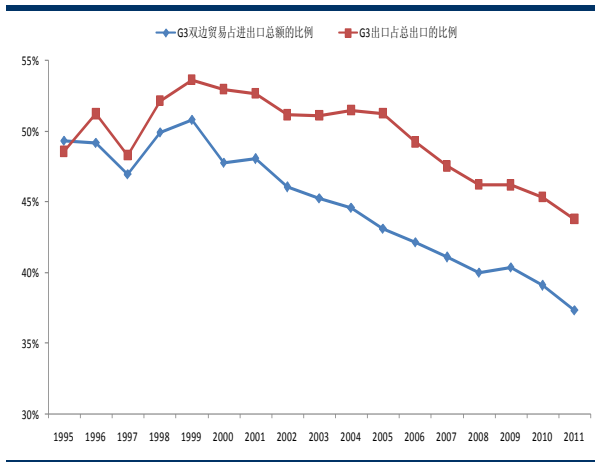
2.1.1 外需不确定性较大，出口结构有所调整

2011年债务危机肆虐，欧债和美债危机轮番上场。目前欧债债务危机愈演愈烈，在外需疲软和国内人民币升值压力不断增大的双重压力下，出口增速在四季度明显放缓。10月份出口当月增速回落至15.89%，出口全年累计增速也由年初的26.42%回落至21.99%。预计全年出口增速在18.83%左右。2012年我们预计美国市场将持续好转，欧洲债务危机将明年上半年随着其到期债务的高峰期迎来再一次的爆发。但是相对发达经济体的低迷，新兴经济体的增长动力要明显占优。

我国对外贸易情况也出现了出口对象的调整，金融危机后这一调整更加明显。美国、日本、欧盟是我国传统的三大贸易区（下称G3），1995年与G3的双边贸易往来和出口到G3的金额约所占进出口和出口总额的比例将近50%。对G3的出口比例一度超过50%。因此，我国对G3的贸易依赖程度较高。但是这一现象自2005年开始转变，同G3的贸易占比持续降低，金融危机后这一回落趋势愈加明显。

与之相反的，我国同新兴市场的贸易往来却逐年提高，虽然2009年这一提高的趋势被打断，但随后这一趋势得以持续，我国同新兴市场贸易往来占贸易总额的比例不断提高，其中出口占比提高的更为明显。

图4: G3 双边贸易占贸易总额比重和出口 G3 占总出口的比重



资料来源: wind 中证期货研究部

图5: 铜新兴市场双边贸易往来比重及新兴市场出口比重

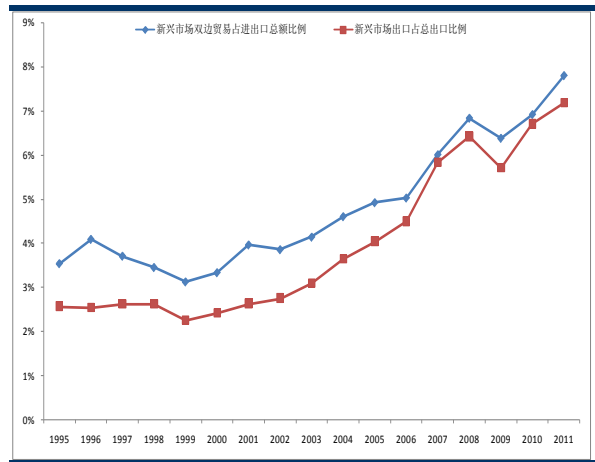
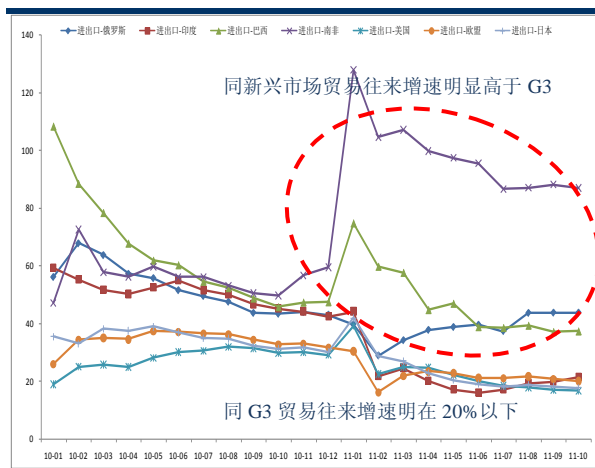
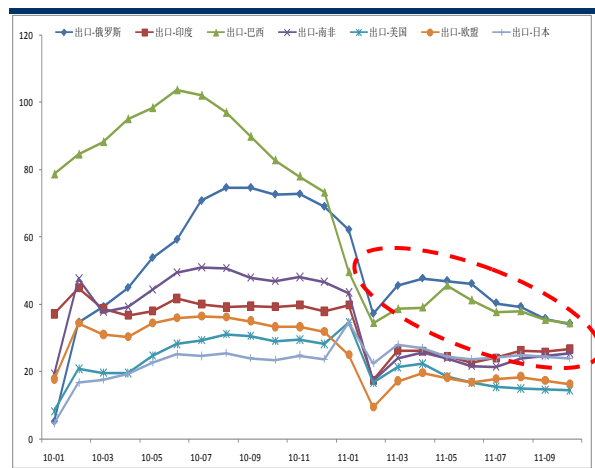


图6: 同新兴市场毛边贸易增速明显高于 G3 贸易增速



资料来源: wind 中证期货研究部

图7: 出口到新兴市场增速明显高于出口 G3 增速



因此尽管美国处于库兹涅茨周期的末端和新周期的起始阶段,中周期正在复苏,外围需求最大的不确定性在于欧盟地区,但是随着我国贸易结构的逐步改变,单一地区对我国贸易影响程度将有所减弱,预计我国 2012 年人民币升值幅度在 3%-4%左右,升值幅度较今年有所放缓。2010 年全年出口增速预计为 18.83%左右,在全球经济继续放缓的大环境下,明年出口增速预计还将进一步放缓,2012 年全年增速在 13.5%左右。

2.1.2 投资小幅回落,房地产市场风险犹存,但存在对冲

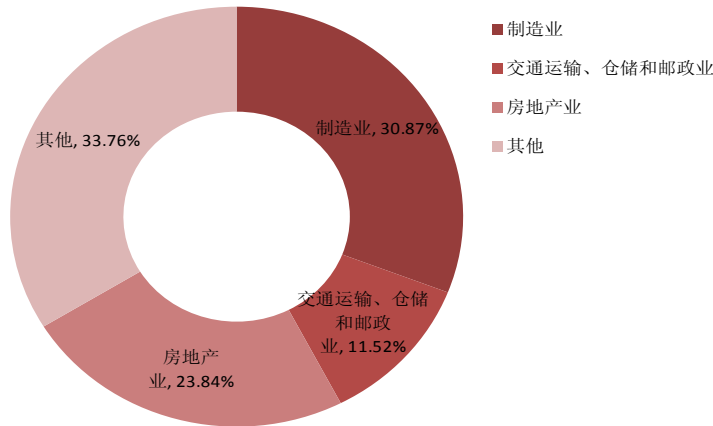
我们认为 2012 年对经济最大的支撑还是来自投资领域。而来年固定投资领域中,房地产行业投资风险依然较大。对于 2012 年的投资,我们认为,制造业投资增速将稳中有降,但降幅较小,增速将继续维持在 25%-30%之间的增速;房地产投资中,保障房建设对其支撑将依旧存在,这主要在于两部分支撑,一是今年已开工的项目继续施工;二是 2012 年新开工 800 万套的规模;而今年饱受资金紧张煎熬的铁路投资将全年投资规模将维持在 5000 亿左右,与今年持平,铁路投资增速呈现前低后高。总体看,投资将维持稳中略降,全年投资增速维持在 21%左右。

从 2010 年固定资产投资完成额来看,固投领域三分天下,制造业投资完成额占比最高,为 30.87%,其次分别为房地产行业投资和交通运输行业投资,2010 年投资完成额分别达到 23.84%、11.52%。制造业所涉及的行业多且繁杂,其中占比较大的我们分为三类,一类是与建筑活动相关的,如非金属矿物制品投资;第二类是设备类投资,包括交运设备、通用设备、专用设备投资;三是,化学原料及化

中证期货宏观策略专题报告

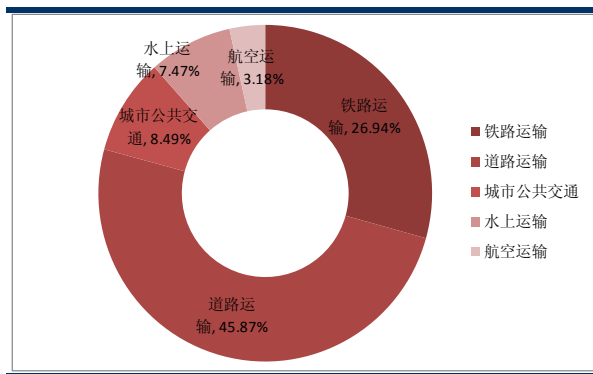
学制品制造业投资。这三类占制造业投资比重将近 53%。而交通运输行业投资，主要由道路运输投资、铁路运输投资组成，分别占交运投资的 45.87%、26.94%。

图8：固定资产投资中，三足鼎立，虽均呈回落之势，但是幅度应有限



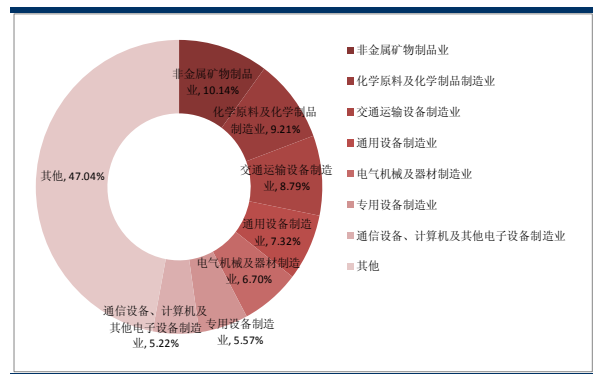
资料来源：wind 中证期货研究部

图9：交运行业固定资产投资构成



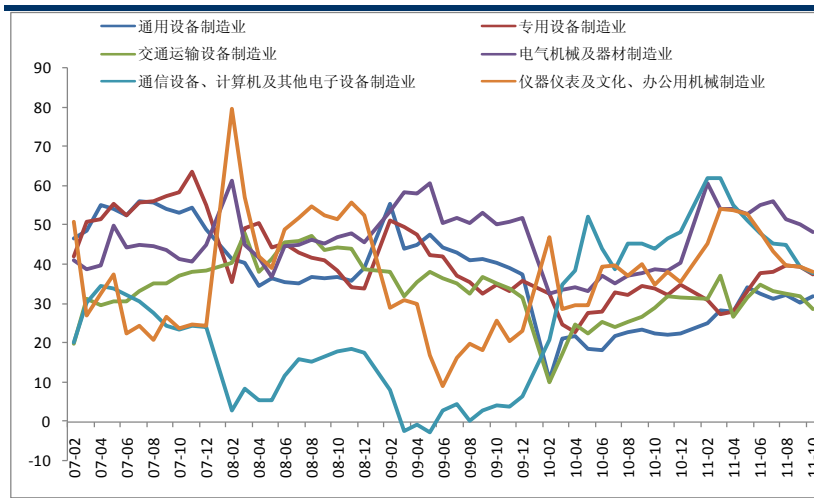
资料来源：wind 中证期货研究部

图10：制造业固定资产投资构成



从这三大类投资来看。制造业投资今年整体表现较好，前 10 月投资增速维持在 31.6%，较去年全年投资增速上升了近 5 个百分点。而其中对制造业投资增速形成最大支撑主要在设备类投资。在 6 类设备固定资产投资完成额增速中除交通运输设备投资增速低于制造业平均增速外，其余均超过制造业平均增速。而专用设备、电气机械、通信设备、仪器仪表机械增速均远超制造业平均增速，超过平均水平在 6-16 个百分点左右。我们预计明年制造业投资在固投各类中，依旧是投资增速最快的，预计将维持在 26%左右的增速。

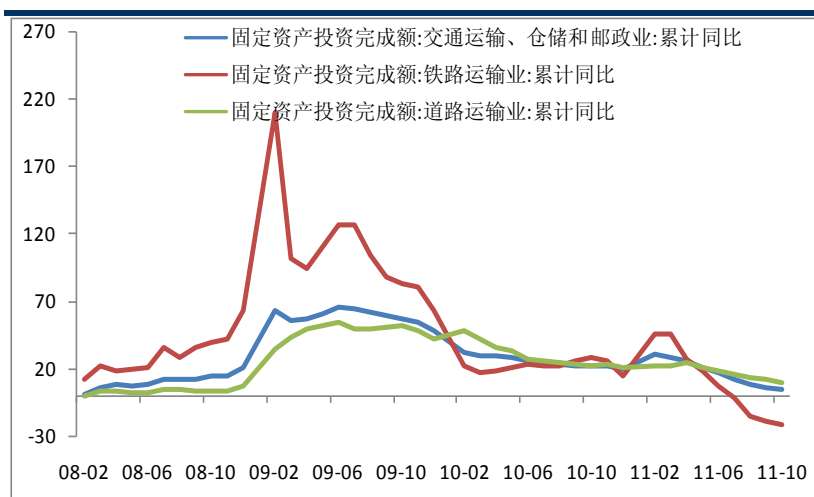
图 11: 设备类投资增速对制造业投资增速起到重要支撑作用



资料来源: wind 中证期货研究部

而交通运输投资增速占固投总额在 11.52%左右。2011 年前 10 个月增速为 4.1%。对其形成拖累最主要是由于铁路投资增速，前 10 个月铁路投资完成额为 3985.51 亿元，增速为-21.9%，道路投资完成 10825.57 亿元，增速为 9.9%。自 7.23 高铁事故发生后，高速发展的铁路投资暴露出来越来越多的问题，加上今年以来的资金严重紧张，铁路投资诸多项目停工、审批项目明显放缓。尽管 10 月份以来，铁路建设资金来源出现缓解现象，但是铁路投资放缓之势已成。预计明年铁路投资额在 5000 亿元左右，与今年基本持平，投资增速也将出现前低后高的局面。我们认为，2012 年铁路投资、基建方面投资资金支持力度要大于 2011 年，大部分重点项目、铁路、公路和在在建项目将在 2012 年加大建设力度，今年下半年基建投资放缓这么明显的迹象明年将得到缓解。

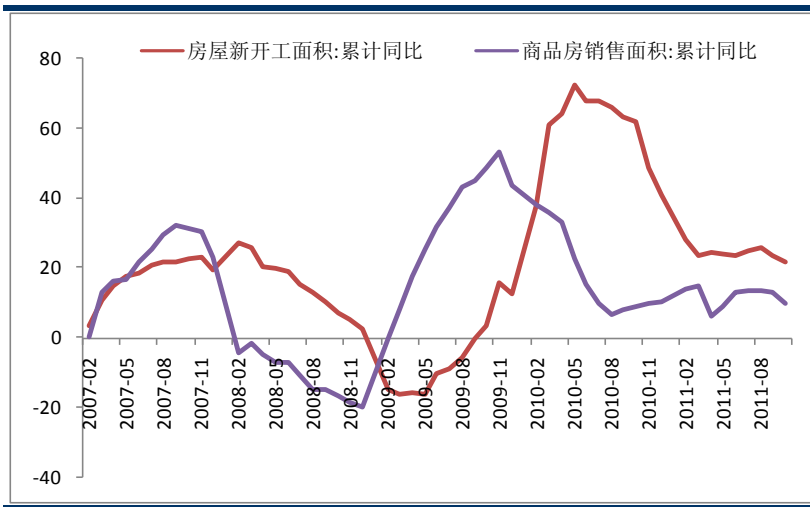
图 12: 铁路投资增速拖累交通运输行业投资增速，预计明年投资额与今年持平



资料来源: wind 中证期货研究部

房地产投资增速今年前 10 个月为 31.1%，新开工面积增速为 21.7%，商品房销售面积同比增速 10%。整个房地产市场在政策持续调控的情况下，整个行业出现了销售——新开工面积——投资完成额回落的局面。新开工面积在保障房开工的支撑下（住建部承认保障房存在挖坑开工的情况），尽管维持在高位，但是进入第四季度随着保障房开工的完成（住建部公布数据来看），新开工持续回落。明年保障房建设将有所缩水，预计开工 800 万套。保障房对房地产支撑也将减弱。而商品房销售情况出现明显回落，将使商品房市场投资明显放缓。但是，尽管房地产市场受到政策紧缩、销售回落的影响，但是今年开工和明年继续开工的保障房工程，明年将迎来建设期，这对房地产投资完成额将带来一定支撑。

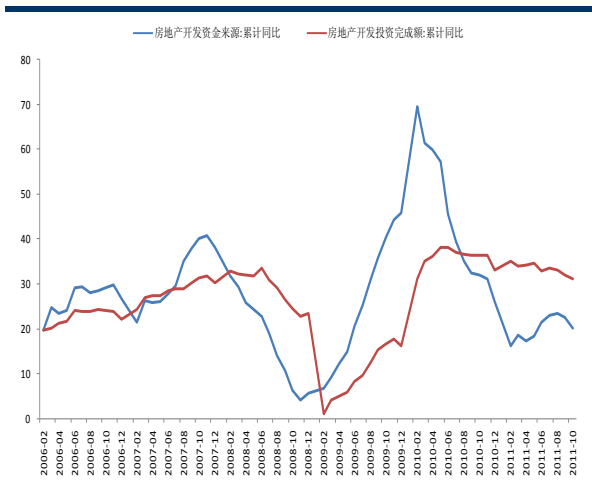
图13：商品房销售增速回落，新开工面积出现回落



资料来源：wind 中证期货研究部

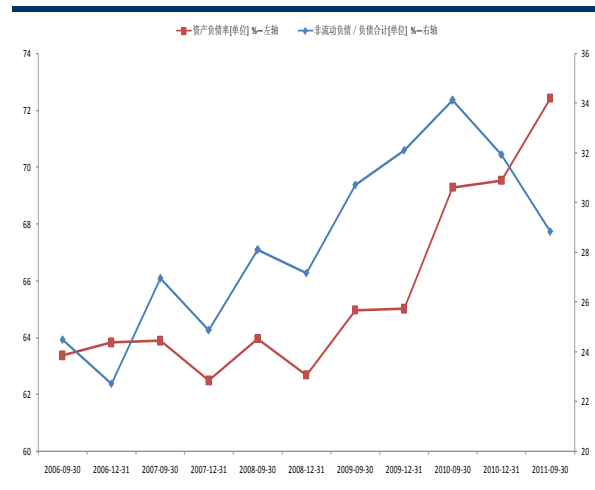
我们认为，明年困扰房地产市场的最大因素还是政策调控带来的资金紧张局面。但是从房地产企业的负债结构来看，经过金融危机后，房地产企业的非流动负债增多，流动资金增多。09-10年房地产行业的流动比率、负债结构都处于自2004年以来的最优时期。我们认为房地产行业增速将向资金增速曲线靠拢，2011年房地产资金来源增速在20%左右，明年房地产市场调控难以明显大范围放松，房企资金依然处于偏紧局面，我们预期全年房地产市场投资完成额增速为15%左右。

图14：房地产建设资金增速将维持平稳，地产投资增速将向资金增速曲线靠拢



资料来源：wind 中证期货研究部

图15：同08年相比，此时房地产企业虽然资产负债率有所上升，但是长期负债比例明显提高，抗风险能力也强于08年



2.1.3 消费平稳，通胀下行利于消费

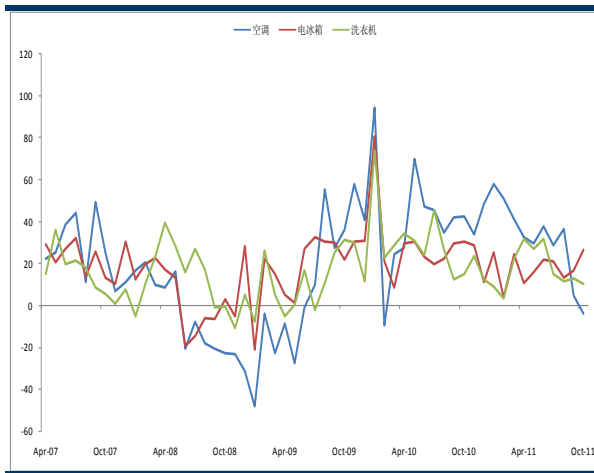
在管理层进行经济结构调整，扩大内需对经济拉动力的背景下，消费理当成为经济最主要的增长力，但是消费提高非一朝一夕可成。2012年消费将维持稳中略降。回落的主因在于财政刺激政策的退出以及前期财政刺激政策透支部分消费力，导致部分消费增速放缓。尽管我国消费市场长期空间犹存，但是短期难有作为。这种放缓更主要体现在耐用品消费行业，一是家电行业；二是受房地产产业链影响较大的家具等行业。而市场所担心的汽车行业，我们则认为自日本震后恢复以后，汽车行业产销虽

中证期货宏观策略专题报告

依旧低迷，但是却透出转好迹象。对消费唯一乐观在于，通胀明显回落带来的消费意愿的增强。预计2012年全年社会消费品零售总额增速在16.8%左右。

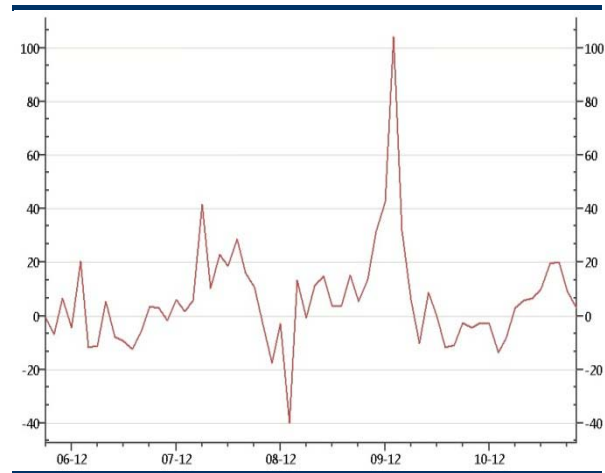
我国自2007年退出家电下乡，随后相继推出家电以旧换新、节能惠民工程后，近几年来，我国家电行业消费明显提速，其中家电下乡销售情况良好。2011年6月节能惠民工程退出，2011年年底预计家电下乡和以旧换新将相继退出市场，家电市场的刚需支撑时代来临。受财政政策退出影响，家电行业产销增速出现明显回落，10月份三大白电（空调、冰箱、洗衣机）当月增速分别为-3.83%、26.89%、10.36%，其中空调产量增速回落明显。

图16：三大白电增速均有所回落，空调回落最为明显



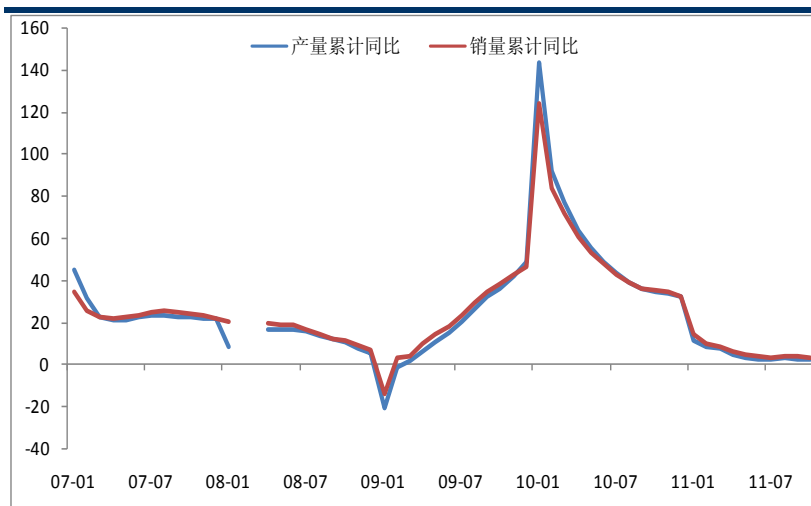
资料来源：wind 中证期货研究部

图17：彩电产量当月同比增速，增速维持在个位数



汽车今年以来受到双重打击。一是在去年12月份宣布的汽车限购政策；二是几年三月份发生的日本大地震。汽车行业首次双重影响，产销低迷。但是日本自7月份左右开始从震后开始恢复，汽车行业也自此开始缓慢的复苏。我们认为汽车行业处于底部向上的区间，2012年行业产销将迎来逐步好转，我们预计明年汽车产销增速为3%—5%左右。

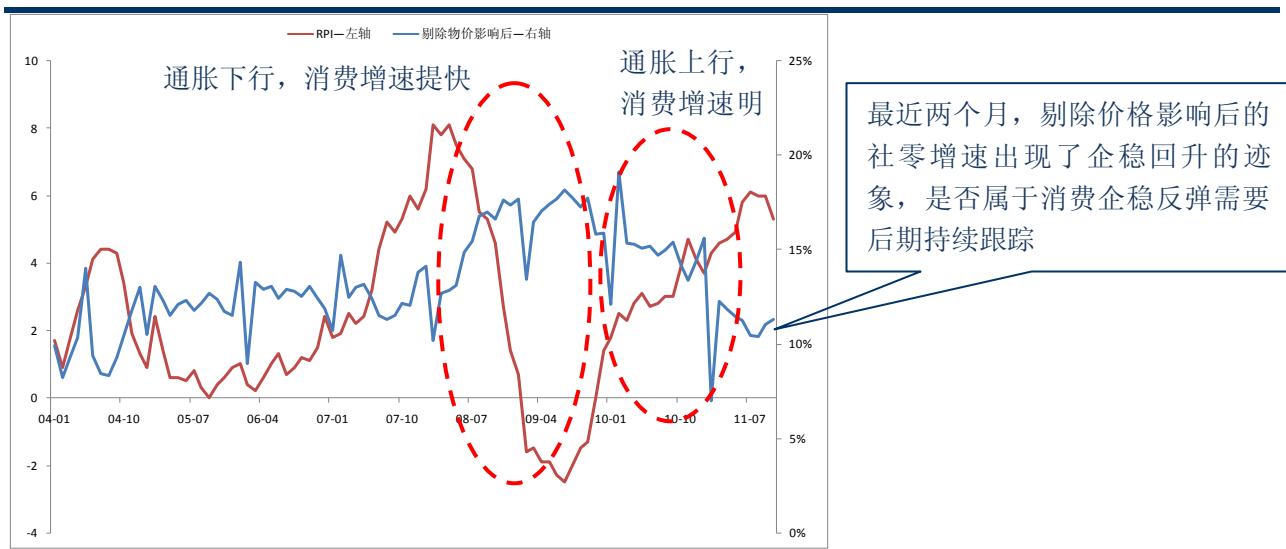
图18：汽车行业产销将逐步好转



资料来源：wind 中证期货研究部

尽管消费受财政政策推出而使部分消费品出现放缓现象，但我们认为通胀回落将给消费带来一定乐观情绪。我们通过对剔除价格影响社会零售品总额增速和零售价格指数（RPI）的对比研究发现，通胀在一定程度上抑制居民消费意愿，通胀会伤害消费。

图 19: 通胀伤害居民消费



资料来源: wind 中证期货研究部

从最近两个月数据看，尽管社零总额增速连续回落，但剔除价格因素影响后的社零总额增速明显呈提速之势，10月、11月剔除价格影响后的社零总额增速分别提快2.6%、6.3%。从限额以上批发零售品来看，最近两个月吃、穿、用（主要指的是食品、饮料、烟酒类、服装鞋帽针纺织品类和日用品类）零售增速小幅提升，而高端消费出现明显回落，以金银珠宝类零售为代表，而增速提升最快的属于娱乐等偏向于服务类产品的消费（主要包括体育、娱乐用品类、家用电器和音像器材类和通讯器材类），最近两个月呈现明显的提速，增速增幅也在所有类别中最大。我们认为，随着通胀的回落，这类偏向服务业的可选类消费将逐步提速。但是这一趋势是否能演变为消费的触底反弹，目前还难以确定，后期我们将持续关注消费中这一变化。

表 1: 限额以上商品批发零售增速

	2011-09	2011-10	较上月 change	2011-11	较上月 change
零售额:文化办公用品类:当月同比	35.30	35.70	0.40	34.50	-1.20
零售额:家具类:当月同比	33.60	33.30	-0.30	34.40	1.10
零售额:石油及制品类:当月同比	38.70	34.20	-4.50	31.40	-2.80
零售额:通讯器材类:当月同比	24.80	24.50	-0.30	31.30	6.80
零售额:建筑及装潢材料类:当月同比	26.50	26.10	-0.40	28.40	2.30
零售额:家用电器和音像器材类:当月同比	19.50	15.30	-4.20	25.00	9.70
零售额:食品、饮料、烟酒类:当月同比	24.40	22.70	-1.70	24.70	2.00
零售额:日用品类:当月同比	22.00	20.40	-1.60	24.00	3.60
零售额:服装鞋帽针纺织品类:当月同比	27.60	19.50	-8.10	22.50	3.00
零售额:化妆品类:当月同比	19.50	15.50	-4.00	17.30	1.80
零售额:金银珠宝类:当月同比	38.50	32.30	-6.20	16.20	-16.10
零售额:体育、娱乐用品类:当月同比	1.30	9.80	8.50	15.10	5.30
零售额:汽车类:当月同比	18.70	12.60	-6.10	11.40	-1.20

资料来源: wind 中证期货研究部

吃、穿、用消费稳中略升，服务业类消费明显提速

图20：吃、穿、用类的批发零售增速呈现稳中略胜



资料来源：wind 中证期货研究部

图21：服务类消费则受通胀下行影响，增速提升较为迅速



资料来源：wind 中证期货研究部

总体来看，我们认为短期内消费难以见到明显的反弹，在财政政策退出影响下，部分耐用品消费将受到影响而放缓，但是长期消费空间和通胀下行带来的消费改善将起到一定程度支撑作用。我们认为2012年社会零售品总额将出现小幅回落，全年呈现前低后高的走势，预计2012年增速维持在16.8%左右。

2.2 政策转向：重心放至保证经济平稳回落上来

2011年管理层定调为稳健的货币政策，实则为明显紧缩，这也导致了资金成本出现明显高企的局面。其中银行间shibor利率达到8.4%的高位，票面直贴利率均创出了13%的历史新高。这对实体经济造成了明显的伤害，出现了温州中微型企业主由于资金链断裂出逃的事件。我们认为这一局面将在2012年得到明显改观，政策将出现适度的放松，使得货币政策回归真正的稳健。预计2012年将实现2次左右的降准，利率在2012年调整的概率较小。

图22: shibor 一周利率一度达到8.4%的高位

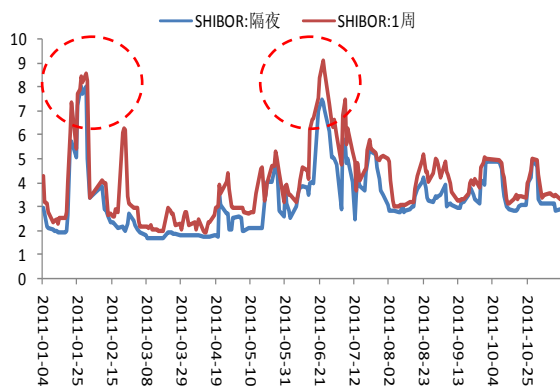
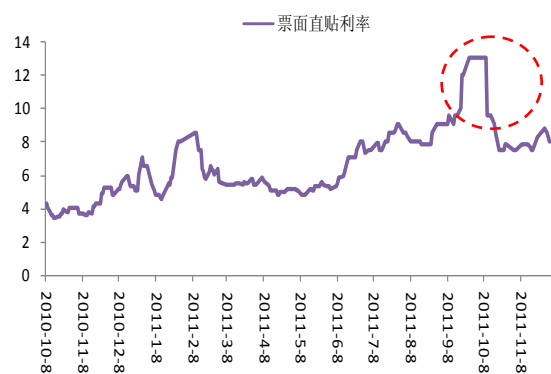


图23: 票面直贴利率创出了13%的历史高位



资料来源: wind 中证期货研究部

2.2.1 通胀回落给货币政策施展空间，但大幅放松空间有限

2011年招致明显偏紧的货币政策主凶在于通胀水平的不断高企。2011年7月份CPI创出6.5%的本轮通胀高点，随后步入了回落周期。10月份CPI为5.5%，11月份在猪肉价格、蔬菜价格和购进价格指数持续回落的情况下，CPI将出现更为明显的回落，预计11月份CPI回落在4.5%-4.8%之间。预计明年CPI全年在3.5%左右。

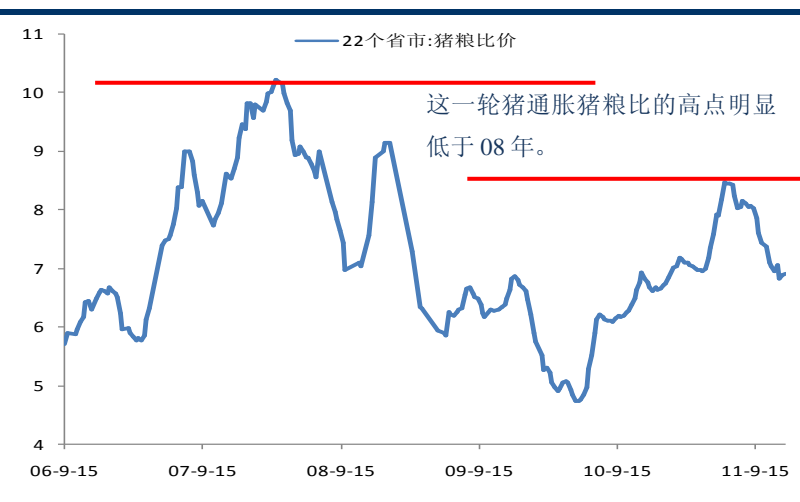
通胀虽然回落，但是后期走势依旧不容忽视。

我国CPI受食品类价格因素主导，而其中猪肉在食品类中占比将近30%，因此我国的通胀被称为“猪通胀”，在这一轮通胀中，猪肉价格同样出现了大幅上涨的局面，但是除此之外，此轮通胀出现了一些不一样的苗头，释放了通胀结构中的一些微妙的变化——非食品类价格屡创新高，且居高不下。我们认为这主要的影响因素在于劳动力成本在某些领域的提高，导致了非食品类价格出现这种情形，这也将是非食品类价格处在高位的时间较往常长。但是这一新的特征，无疑将抬高CPI的底部去点，我们认为CPI未来底部区域将在3.5%-4%之间。

猪肉价格由于我国很大程度上集中度不够，农村散户散养的情况居多。在猪肉价格上涨的时候积极跟进补栏，在猪肉价格偏低的时候养猪和补栏意愿偏低。而猪从配种到出栏大约为1年的时间（母猪配种三个月—母猪妊娠4个月—生猪出栏5个月），而猪的供需呈现明显的蛛网模型，猪的供给由前一期的价格决定，供给极易从供不应求发展到供过于求，这样的散户行为更加进一步加剧了猪肉价格的暴涨暴跌。目前猪肉价格随着母猪存栏和生猪存栏量的不断提高，猪价再次从高位开始回落，全国大中型城市猪粮比也从8.53的高位回落至7.14，仔猪、生猪价格也出现明显回落，猪价持续回落通胀也将随之而落，能繁母猪和生猪存栏的不断推高，力保后期猪的供给，猪价有望持续回落。

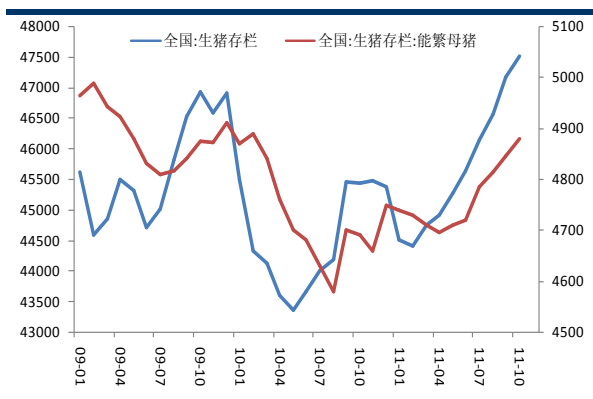
但是这一轮的猪通胀与07年相比，猪粮比高点远低于08年的10.19的高位，这也说明，在盈利驱动下的补栏没有08年来时汹汹，这势必使得猪价难以出现08年4月份以后的大跌，因此猪价对CPI影响依旧不容忽视。

图24：此轮猪通胀的猪粮比明显低于前一轮猪粮比的高点



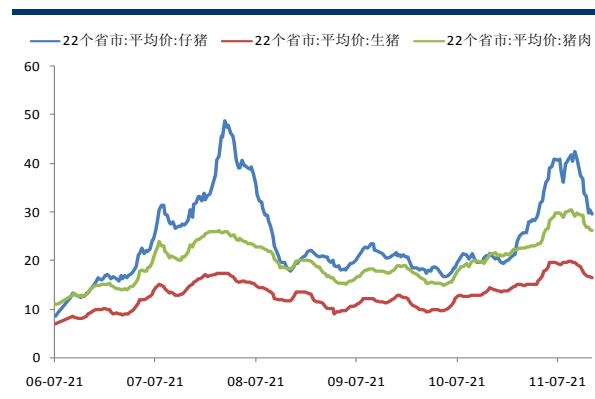
资料来源：wind 中证期货研究部

图25：生猪存栏量和能繁母猪存栏的提高，保障猪的供给



资料来源：wind 中证期货研究部

图26：仔猪价格、生猪价格出现明显的回落



尽管我们认为通胀将下行，政策空间变大。但是2012年政策大幅放松的可能性偏低，这主要在于两点，一是，我们认为2012年经济将平稳回落，实现软着陆；二是，通胀的复杂性，以及全球流动性有可能再次放松的情况下，输入性通胀依然不容小视，这也制约了政策大幅放松。所以，我们认为，明年货币政策归于稳健，更多的采用准备金+公开市场操作手段，在经济增速没有大幅回落至低于8%的水平情形下，央行应不会出台降息的措施。

2.2.2 M2 处于历史低位，实体经济缺血

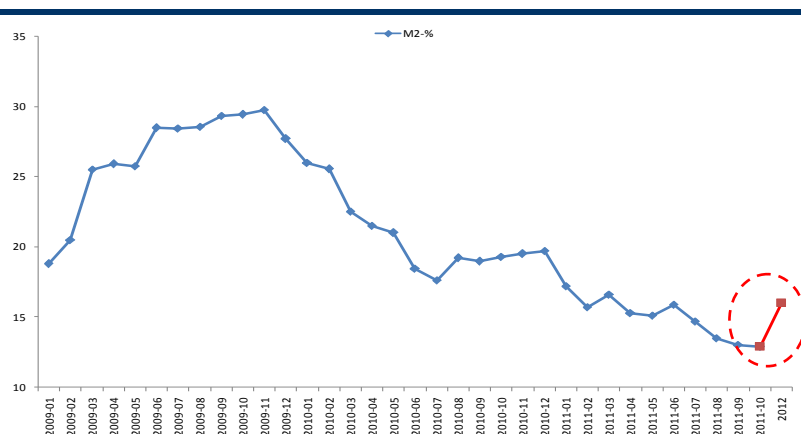
目前M2增速在12.9%左右，平历史最低位。2011年的持续调控，是的资金紧张，M2也持续回落。央行稳健性货币政策。我们对1997年以来央行货币政策基调进行了分析，我国自1997年开始稳健型货币政策的口号，1997-2002年的“稳健型”货币政策倾向于增加货币供给，2003-2007年的“稳健型”货币政策倾向于收紧银根，2012年我们认为更加倾向于第一种稳健，适度放松银根(相比2011年而言)。因此我们认为，M2在2012年将从底部反弹至16%左右。

表 2: 我国稳健型货币政策实施情况

	%	M0 同比增长	M1 同比增长	M2 同比增长
	1997	15.60	16.50	19.60
	1998	10.10	11.90	14.80
“稳健型”偏向 增加货币供应	1999	20.10	17.67	14.70
	2000	8.90	16.00	12.30
	2001	7.10	12.70	14.40
	2002	10.10	16.80	16.80
1997—2007 “稳健型”货币 政策执行年份	2003	14.30	18.70	19.60
“稳健型”偏向 收紧银根, 提高 利率、准备金率	2004	8.72	14.09	14.46
	2005	11.94	11.78	17.57
	2006	12.65	17.48	16.94
	2007	16.17	21.02	16.73
	均值	12.33	15.88	16.17

资料来源: wind 中证期货研究部

图 27: M2 有望从底部反弹, 2012 稳健型货币政策将使 M2 升至 16% 左右



资料来源: wind 中证期货研究部

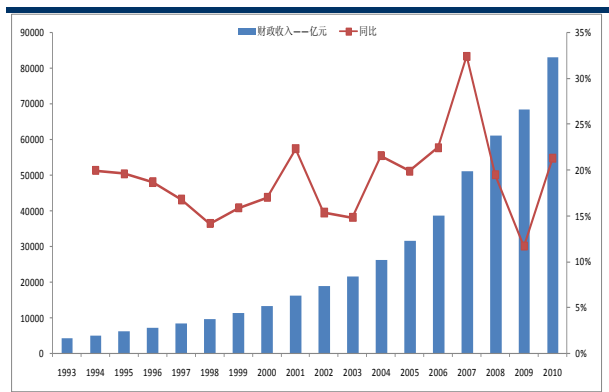
2.2.3 财政政策将对经济实现较强支持

2010 年我国实现财政收入 8.3 万亿, 财政支出近 9 万亿, 赤字 6773 亿元, 赤字占 GDP 比重为 -1.69%。我国过去十年财政收入实现飞跃发展, 过去十年 CAGR 为 20.02%。财政支出虽然也呈快速增长态势, 但是十年 CAGR 为 18.92%, 低于财政收入增速。

2012 年财政政策将加大支出力度, 实际上, 2011 年积极财政政策在通胀下行明朗后, 管理层明显有意增加财政政策力度, 2011 年修订个人所得税法全面减轻个人税负、增值税扩围开始试点, 以及近期提高营业税增值税起征点、延长税收优惠、减免其他部分税费等一系列降低税负的措施。除此之外, 2011 年展开了地方债发行试点, 在上海、浙江、广东、深圳四地展开。地方债试点的进行, 尽管初期规模较小, 但是可以缓解积极财政政策带来的地方财政压力。

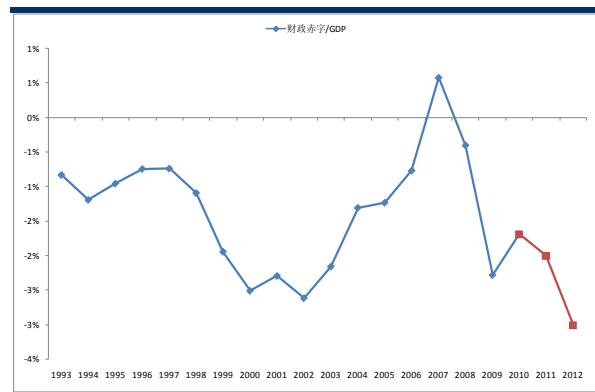
此外, 我国目前财政赤字占 GDP 比例为 1.69%, 占比较小, 完全可以施行积极财政政策, 适度提高财政赤字占 GDP 的比例, 预计 2011 年全年财政赤字扩大到 1 万亿以上, 2012 年财政赤字继续增加 4000 亿以上, 赤字/GDP 比例达到 3% 左右。2012 年财政将对实体经济提供较大支持。

图 28: 财政收入增速



资料来源: wind 中证期货研究部

图 29: 财政赤字占 GDP 比重



总体来看, 2012 年主基调为“稳”, 一是, 经济平稳回落, 避免硬着陆; 二是, 政策归于真正意义的“稳健型”货币政策, 财政政策归于积极型, 财政政策将为经济提供更为有力的支撑。我们认为, 2012 年我国经济将呈现 V 型走势, 经济预计在二季度探底, GDP 当季增速在一季度由于去库存回落幅度较大在 8.2% 左右, 二季度当季增速在 8% 左右, 随后三、四季度将逐步好转, 全年呈现 V 型复苏。

在政策实施节奏上看, 我们预计春节前明年 1 月份将进行一次准备金的调整应对春节前的资金需求, 由于考虑到二季度是经济的低点, 央行逆周期的操作, 在一季度再进行一次调准。第三次调准则预计在二季度。因此, 我们认为是三次调准, 我们预计两次发生在一季度, 一次发生在二季度。

表 3: 中证期货宏观组 2012 年主要宏观指标预测

	2012E
GDP: 累计 (%)	8.6
CPI (%)	3.5
PPI (%)	3.2
社会消费品零售 (%)	16.8
工业增加值 (%)	12.2
出口 (%)	13.5
进口 (%)	13.5
贸易顺差 (亿美元)	1600
固定资产投资: 累计 (%)	21
M2 (%)	15.8
人民币贷款: 新增 (亿元)	80000
美元/人民币	6.07
1 年期存款利率 (%)	3.5
1 年期贷款利率 (%)	6.52

资料来源: 中证期货研究部

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中证期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使中证期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中证期货有限公司。未经中证期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中证期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中证期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中证期货有限公司认为可靠，但中证期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而中证期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中证期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中证期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中证期货有限公司 2011 版权所有。保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场二期 14 层

邮编：518048

电话：(0755)83200909 400-6789-819

传真：(0755)83217421

网址：<http://www.citicsf.com>

上海营业部

地址：上海市浦东区世纪大道

1777 号东方希望大厦 9 层 H 室

邮编：200122

电话：(021)68401585

传真：(021)61019873

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 14 号

顺驰第一国际 18 层 1803 号

450003

(0371)65613352

(0371)69102132

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号

大连国际金融中心 A 座期货大厦 2508 室

116023

(0411)84806372

(0411)84806872

青岛营业部

地址：青岛市香港中路 6 号

世贸中心 B 座 105 室

邮编：266071

电话：(0532)85917799

传真：(0532)85917780

杭州营业部

杭州延安路 515 号

国信大厦 11 楼 1117 室

310006

(0571) 85060830

(0571) 85069980

北京营业部

北京市朝阳区建国门外大街

8 号国际财源中心 A 座 8 层 801

100007

(010) 57762888

(010) 57762999