

2012 年投资将保持较快增长

(2011 年 11 月 14 日)

要点:

- 美国劳动力市场和消费者信心均有好转，贸易逆差收窄。受欧债危机影响，欧洲经济形势仍不乐观，投资者信心继续下降。德国通胀压力缓解，贸易顺差进一步扩大。
- 日本经常项目好转，但核心机械订单进一步下降。韩国失业率下降，央行维持利率不变。印尼央行下调基准利率。
- 国内 10 月份宏观经济数据显示，通胀下行趋势明确，工业增加值增速明显下滑，消费和出口增速放缓，新增信贷大幅反弹。
- 出口失速风险加大，投资无需过分担忧。我们预计，2012 年投资增速在 20%-25% 之间。首先，房地产开发投资增速会有所放缓，但不会大幅回落；其次，制造业投资增速保持强劲；最后，基础设施投资将开始新一轮增长。
- 未来应坚持房地产市场调控政策不放松，同时货币政策在稳健的基调下仍继续进行预调微调，引导新增信贷流向中小企业和“三农”等薄弱领域。

声明:

本报告中的数据和信息均来自于公开资料，但不保证这些数据和信息的准确性与完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对读者的任何投资建议。本报告的版权为中国农业银行战略规划部所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

• 宏观经济研究团队

胡新智 付兵涛
范俊林 王静文
李新祯 李 莉
袁 江 韩 蓓
杨 伟

• 联系方式

010-85107803
macroabc@163.com

• 近期研究

从广交会看明年出口走势
(宏观经济周评, 20111107)

政策如何预调微调 (宏观经济周评, 20111031)

四季度经济形势前瞻 (宏观经济周评, 20111024)

2012 年投资将保持较快增长

上周公布的经济数据表明，美国劳动力市场和消费者信心均有所好转，贸易逆差收窄。受欧债危机影响，欧洲经济形势仍不乐观，投资者信心继续下降。德国通胀压力缓解，贸易顺差进一步扩大。日本经常项目好转，核心机械订单进一步下降，企业商品物价指数继续下降。韩国失业率下降，央行维持利率不变。印尼央行下调基准利率。

美国劳动力市场和消费者信心好转，贸易逆差收窄。美国劳工部上周四公布，经季节性因素调整后，截至 11 月 5 日当周首次申请失业救济人数减少 1 万人，至 39 万人，好于市场预期的 40 万人，是 7 个月以来的最低水平，就业市场呈现复苏迹象。上周五公布的美国 11 月份密歇根消费者信心指数初值升至 64.2，好于此前预期，创今年 6 月以来新高，主要得益于通胀预期下降和申请失业救济人数减少，消费者对未来预期有所改善。美国商务部上周四公布美国 9 月份贸易逆差环比下降 4%，至 431.1 亿美元，低于此前 460 亿美元的预期，主要由于欧债危机导致美国对欧元区进口大幅减少，同时美国出口创历史新高。美国财政部上周五公布，10 月份美国政府预算赤字 984.7 亿美元，同比下降 29.8%，其中，政府支出同比下降 8.7%，至 2615.4 亿美元；财政收入同比上升 11.7%，至 1630.7 亿美元。

但是，美国经济前景仍晦暗不明。美国商务部上周四公布，美国 9 月份批发库存环比下降 0.1%，经过季节性因素调整至 4620.5 亿美元，是自 2009 年 12 月环比下降 0.8% 之后的首次下降，表明在当前疲软的经济环境下，企业由于销售下滑而减少库存。

继续受欧债危机拖累，欧洲经济形势仍不乐观。 欧盟统计局上周一公布，欧元区 9 月份零售销售指数环比下降 0.7%，为今年 5 月以来最大降幅，同比下降 1.5%，弱于市场预期。市场研究机构 Sentix 上周一公布，欧元区 11 月份投资者信心指数为 -21.2，连续第四个月下降，并创 27 个月以来最低水平，欧债危机对市场信心的负面影响仍在扩大。上周公布的德国和法国 9 月份工业产值环比降幅均超出预期。经季节因素调整后，德国 9 月份工业总产值环比下降 2.7%，为 2009 年 1 月以来最大降幅，同比上升 5.4%；法国 9 月份工业产出环比下降 1.7%，主要由于建筑业、电子产品和电子设备制造业产值大幅减少。

欧债危机由边缘国家向核心国家蔓延。上周意大利成为欧债危机的焦点，意大利 10 年期国债收益率一度升至 7.45% 的高位，尽管在欧洲央行购买国债和意大利参议院批准新预算法后，该收益率降至 7% 的“生死线”以下，但是意大利的债务形势仍然严峻。

德国和英国部分经济数据较为乐观。德国通胀压力缓解，联邦统计局上周四公布，德国 10 月份 CPI 终值环比持平，同比上升 2.5%，升幅比 9 月份下降 0.1 个百分点，剔除能源价格上升因素后，CPI 同比上升 1.4%。德国 9 月份经季节性因素调整后的出口额环比增加 0.9%，连续第二个月上升，进口额环比下降 0.8%，贸易盈余进一步扩大至 153

亿欧元，好于此前预期。英国国家统计局上周二公布，9月份英国制造业产值环比增长0.2%，略高于此前预期，为5月份以来首次环比增长。英国抵押贷款机构Halifax上周一公布，经季节性因素调整后10月份英国房屋价格环比上涨1.2%，为三个月来首次上升，但是同比仍然下降1.8%。

日本经常项目好转，但核心机械订单进一步下降。上周三日本财务省公布，9月未经调整的经常账户盈余为1.585万亿日元，同比减少21.4%，连续第七个月下降，主要原因是日元升值和全球经济放缓拖累出口，而3月份自然灾害后对能源进口增加。但是经常账户盈余规模比8月份有所扩大，降幅也好于预期。日本内阁府上周四公布，日本9月份核心机械订单同比上升9.8%，环比继续下降8.2%，降幅大于预期，主要由于全球需求放缓和日元汇率升值导致企业投资意愿下降。日本央行上周五公布，10月份国内企业商品物价指数同比上升1.7%，环比下降0.7%，降幅大于预期。

韩国失业率下降，央行维持利率不变；印尼央行下调基准利率。韩国政府上周三公布经季节性因素调整后，10月份韩国失业率小幅降至3.1%。上周五韩国央行连续第五个月维持基准利率不变，符合市场预期。而印尼央行上周四将利率下调50个基点至6%，已是两个月内第二次下调利率，表明印尼准备进一步放松货币政策以维持经济增长。

国内方面，上周公布的10月份宏观经济数据显示，通胀下行趋势明确，工业增加值增速明显下滑，消费和出口增速放缓，投资增速继

续保持高位，新增信贷大幅反弹。

通胀下行趋势明确。10月份CPI同比上涨5.5%，较上月回落0.6个百分点，环比上涨0.1%。CPI指数回落一方面是紧缩性货币政策的影响效应继续显现，另一方面是由于翘尾因素影响，10月份翘尾因素导致的基数效应拉低CPI同比0.6个百分点。从分项数据来看，涨幅较高的食品和居住价格同比涨幅均回落，分别为11.9%和4.4%。食品CPI环比下降0.2%，低于前十年上升0.2%的均值，猪肉价格环比下降1.8%，鲜菜、蛋和水产品价格环比下降明显，食品价格涨幅总体呈下降趋势。非食品CPI环比上涨0.2%，也低于过去十年的平均涨幅，其中，环比涨幅较大的是衣着和烟酒及用品类，分别上涨1.6%和0.5%。我们预计，11、12月份CPI单月增速将进一步回落至4.5%左右。10月份PPI同比上涨5%，涨幅比上月回落1.5个百分点，既受去年基数较高的影响，也有国际大宗商品价格回落的原因。值得注意的是，10月PPI环比下降0.7个百分点，是2010年8月以来首次负增长，反映国内需求或面临放缓的风险。另外，工业生产者购进价格同比涨幅继续回落至8%，企业生产成本持续降低，加之未来国际大宗商品价格比较稳定，PPI涨幅会继续回落。

工业增加值增速下滑明显。10月份规模以上工业增加值同比增长13.2%，较9月份回落0.6个百分点。其中，轻、重工业增加值增速均明显回落，比9月份分别下降0.7和0.6个百分点至12.1%和13.7%。除通用设备制造业增速有所反弹外，其他主要行业工业增加值增速也有所放缓，包括纺织业、交通运输设备制造业、化学原料及化学制品

业、黑色金属冶炼及压延业、通信设备计算机制造业等。历史数据显示，消费、投资增速与规模以上工业增加值增速的走势大体一致，出口与出口交货值增速走势一致，因此，我们认为，工业增加值增速放缓是需求疲软造成的，主要由于消费和出口增速放缓。尽管目前投资继续保持较快增长，但是市场上担忧投资增速不可持续的声音渐多。我们根据“三驾马车”10月份的数据，将对未来走势的判断概括为：**消费继续保持稳健，投资无需过分担忧，出口失速风险加大。**

消费继续保持稳健。10月份社会消费品零售总额同比增长17.2%，较9月份下滑0.5个百分点，主要是由于通货膨胀回落，剔除价格因素后，实际同比增长11.3%，较上月略有反弹。限额以上企业商品零售额增速大幅下滑，尽管金银珠宝、化妆品等高端消费品增速下滑比较明显，但仍然保持在高位，未来大幅下滑的可能性较小。汽车、家电等耐用消费品同比增速也有所回落，分别比9月份下降6.1和4.2个百分点。但是，今年以来整体消费增长态势比较平稳，未来在以下因素的支撑下仍将保持稳健，一是随着提高最低工资水平和个税改革等政策的实施，城乡居民收入不断增加，推动居民增加消费；二是汽车消费将逐步走稳，今年以来汽车消费增速下降主要是受购置优惠政策取消的影响，随着市场对政策的消化，汽车消费增速将趋稳；三是消费环境持续改善为消费增长创造条件，例如，10月底三部委曾联合下发《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》，提出为创造扩大消费的良好环境和氛围，每年确定一个月为“消费促进月”。

出口失速风险加大。10月份我国出口同比增速降至15.9%，低于市场预期，经季节性因素调整后环比下降1.4%，当月贸易顺差170.3亿美元，同比收窄36.5%。我们判断明年出口风险加大，主要基于以下几方面的考虑：一是对欧盟的出口将继续减少。受欧债危机的影响，我国对欧盟出口已经连续三个月环比下降，10月份环比下降9.1%，是历史上除春节月度外的最大降幅。从目前来看，欧债危机仍在发酵，影响不断深化，正开始由边缘国家向核心国家蔓延，由国债市场向银行业蔓延，未来我国对欧盟出口的风险会进一步暴露。二是对美国出口形势不乐观。10月份对美国出口同比增速升至13.9%，但是环比下降5%，表明美国经济不景气对我国出口的影响也将逐渐显现。三是对日本出口难免下滑。今年以来，对日本的出口一直保持较快增长，主要由于经受自然灾害的日本经济处于恢复期，需要大量进口，随着日本经济形势好转，进口将有所下降。

相比之下，投资大幅回落的风险较小。前10个月，城镇固定资产投资同比增长24.9%，与上月持平，其中，房地产开发投资同比增长31.1%，已经连续第三个月放缓。由于房地产开发投资在固定资产投资中的占比超过20%，有人担忧在房地产市场调控政策的影响下，未来房地产投资的减少会拖累固定资产投资增速。然而我们认为，明年房地产开发投资增速会放缓，但不会大幅回落，另外，制造业和基础设施建设投资继续稳健增长，也会对固定资产投资增速形成支撑。这三类行业在固定资产投资占比超过80%，基本能够决定未来投资的走势。

首先，房地产开发投资增速会放缓，但不会大幅回落。一方面，

房地产开发投资与房价走势有一定关联度，随着房地产调控政策影响的深入，房价拐点已经临近，未来房地产投资难以保持 30% 以上的高增长。在房价回落的 2009 年，房地产开发投资增速一度降至 16.1%。另一方面，在保障房建设投资的拉动下，房地产投资增速不会大幅下滑。一般情况下，保障房建设周期在 2 年至 2 年半之间，今年保障房开工方面的投资最多占全部保障房建设完成所需资金的 30%，明年才是保障房建设投资的高峰期，投资占比约 50%。另外，明年保障房在 800 万套左右的开工规模也在一定程度上支撑房地产投资增速。我们预计，明年房地产开发投资增速回落至 22% 左右。

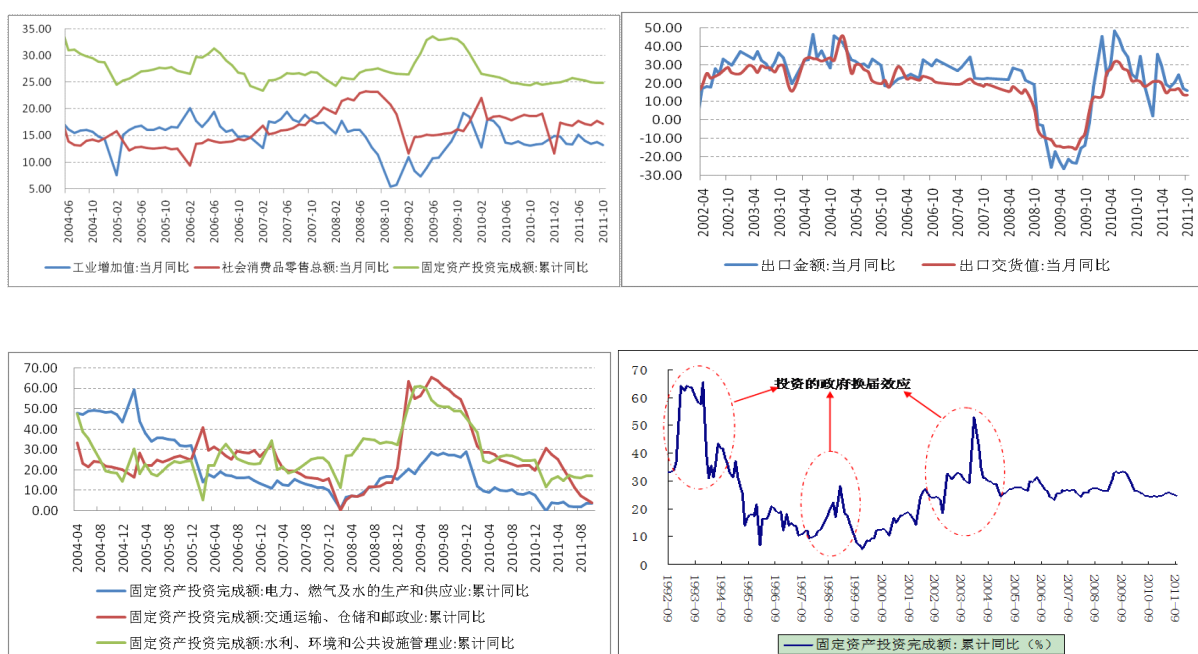
其次，制造业投资增速仍保持强劲。前 10 个月，制造业投资同比增长 31.6%，比前 9 个月加快 0.1 个百分点，今年制造业大多子行业投资增速均有所回升，主要受去年基数较低的影响。展望明年，制造业投资增速小幅放缓，但在民间投资快速增长的情况下仍能保持较高增速。据我们测算，制造业在民间投资中的占比超过 60%¹，前 10 个月民间投资同比增加 34.7%，未来随着鼓励民间投资相关政策细则的落实，其增速保持较高水平。因此我们预计，明年制造业投资增速也将保持强劲，在 28% 左右。

最后，基础设施建设投资将开始新一轮增长。基础设施行业包括交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业，电力、燃气及水的生产和供应业。第一，铁路投资增速已降至历史低点，未来

¹ 参加《民间投资的投向分析》，农业银行宏观经济周评，2011 年 8 月 29 日

在政府政策（政府支持债券、减半征收利息收入所得税）支持下，增速将回归常态。第二，今年前三季度水利建设投资约2600亿，与全年5000亿计划投资额相差较大，未来有望加大水利投资的支持力度。第三，地方政府换届完成后，投资冲动较强，一般倾向于投资基础设施行业，这将带动基础设施建设投资新一轮增长。我们预计，明年基础设施行业投资增速在18%左右。

按照我们对三大类行业增速的测算，明年投资增速在20%-25%之间。因此，我们无需过分担忧房地产投资减少会使固定资产投资失速，未来应坚持房地产市场的调控政策不放松。同时实行定向宽松的货币政策，这种趋势已经有所体现，上周人民银行公布10月份国内新增贷款5868亿元，比9月份多增24.9%，但市场流动性仍然偏紧，M2同比增速继续回落至12.9%，因而未来货币政策在稳健的基调下将继续进行预调微调，引导新增信贷流向中小企业和“三农”等薄弱领域。



数据来源：Wind 资讯，农业银行战略规划部

附 1：宏观经济主要数据概览

		10-10	10-11	10-12	11-1	11-2	11-3	11-4	11-5	11-6	11-7	11-8	11-9	11-10
国内生产总值 自年初累计														
GDP	人民币, 十亿	39798			9631.1			20445			32069			
	同比增长, %	10.3			9.7			9.6			9.40			
工业生产 当月														
增加值	同比增长, %	13.1	13.3	13.5	14.90	14.80	13.40	13.3	15.1	14.0	13.5	13.8	13.8	13.2
其中: 轻工业	同比增长, %	12.9	12.7	13.0	13.10	12.80	11.90	12.9	13.9	12.8	13.4	12.8	12.8	12.1
重工业	同比增长, %	13.2	13.6	13.7	15.60	15.60	14.00	13.5	15.6	14.5	13.5	14.3	14.3	13.7
消费 当月														
消费品零售	人民币, 十亿	1429	1391	1533	1525	1377	1359	1365	1470	1457	1441	1471	1586	1655
	同比增长, %	18.6	18.7	19.1	19.9	11.6	17.4	17.1	16.9	17.7	17.2	17.0	17.7	17.2
其中: 城镇	人民币, 十亿	1240	1205	1326	1326	1192	1180	1185	1277	1258	1249	1278	1354	1436
固定资产投资 自年初累计														
固定	人民币, 十亿	18756	21070	24141		1744	3947	6272	9025	12457	15242	18061	21227	24137
资产投资	同比增长, %	24.4	24.9	24.5		24.9	25.0	25.4	25.8	25.6	25.4	25.0	24.90	24.9
房地产	人民币, 十亿	3807	4270	4827		425	885	1334	1874	2625	3187	3778	4422	4992
投资	同比增长, %	36.5	36.5	33.2		35.2	34.1	34.3	34.6	32.9	33.6	33.2	32.00	31.1
外商直接投资 自年初累计														
实际利用	美元, 十亿	82.00	91.71	105.74	10.03	17.82	30.34	38.80	48.03	60.89	69.19	77.63	86.68	
金额	同比增长, %	15.7	17.7	17.4	23.4	27.1	29.4	26.0	23.4	18.4	18.6	17.7	16.6	
外贸 当月														
出口	美元, 十亿	136.0	153.3	154.2	150.7	96.7	152.2	155.7	157.2	161.2	175.1	173.3	169.7	157.5
	同比增长, %	22.9	34.9	17.9	37.7	2.4	35.8	29.9	19.4	17.9	20.4	24.5	17.1	15.9
进口	美元, 十亿	109.1	131.0	141.1	144.3	104	152	144.3	144.1	139.7	143.6	155.6	155.2	140.5
	同比增长, %	25.6	37.7	25.6	51.0	19.4	27.3	21.8	28.4	17.9	22.9	30.2	20.9	28.7
贸易差额	美元, 十亿	27.1	23.0	13.1	6.5	-7.5	0.08	11.4	13.0	22.2	31.5	17.8	14.5	17.0
通货膨胀 当月														
居民消费价格指数	同比, %	4.4	5.1	4.6	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1	5.5
商品零售价格指数	同比, %	3.9	4.7	4.1	3.7	4.3	4.6	4.7	4.9	5.8	6.1	6.0	6.0	5.3
工业品出厂价格指数	同比, %	5.0	5.1	5.9	6.6	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3	6.5	5.0
货币														
M0	人民币, 十亿	4165	4225	4463	5806	4727	4485	4549	4460	4448	4518	4578	4715	4660
	同比增长, %	16.6	16.3	16.7	42.5	10.3	14.8	14.7	15.4	14.4	14.3	14.7	12.7	11.9
M1	人民币, 十亿	25330	25940	26662	26176	25920	26626	26677	26928	27466	27055	27339	26719	27660
	同比增长, %	22.1	22.1	21.2	13.6	14.5	15.0	12.9	12.7	13.1	11.6	11.2	8.9	8.4
M2	人民币, 十亿	69980	71030	72585	73388	73613	75813	75738	76339	78082	77292	78085	78741	81680
	同比增长, %	19.3	19.5	19.7	17.2	15.7	16.6	15.3	15.1	15.9	14.7	13.5	13.0	12.9
金融机构存款	人民币, 十亿	70279	70878	71824	71283	72602	75284	75620	76733	78643	77973	78680	79410	79210
	同比增长, %	19.8	19.6	20.2	17.3	17.6	19.0	17.3	17.1	17.6	16.3	15.5	14.2	13.6
金融机构贷款	人民币, 十亿	46870	47439	47920	48350	48887	49474	50210	50769	51403	51894	52243	52913	53500
	同比增长, %	19.3	19.8	19.9	18.5	17.7	17.9	17.5	17.1	16.9	16.6	16.4	15.9	15.8
贷款利率	一年期, %	5.56	5.56	5.81	6.06	6.06	6.06	6.31	6.31	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56
存款利率	一年期, %	2.50	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
汇率(期末)	人民币/美元	6.691	6.676	6.623	6.589	6.575	6.556	6.499	6.485	6.472	6.442	6.3867	6.3549	6.3233

数据来源: Wind 资讯、Bloomberg、农业银行战略规划部

附2：金融市场主要数据概览

指数名称	收盘	涨跌幅(%)				
		最近一周	最近两周	最近一月	2011年至今	2010年至今
主要股指						
上证指数	2481.08	-1.87	0.31	2.04	-11.64	-23.5
深成指	10418.93	-2.62	-1.35	-0.19	-16.37	-23.0
道琼斯工业平均指数	12153.68	1.42	-0.63	4.37	4.98	14.8
标准普尔500指数	1263.85	0.85	-1.65	3.21	0.49	11.5
FT100	5545.38	0.33	-2.75	1.45	-6.01	0.8
东京日经225指数	8514.47	-3.26	-5.92	-2.67	-16.76	-20.1
香港恒生指数	19137.17	-3.56	-4.41	3.43	-16.92	-12.3
利率						
3个月LIBOR	0.45722	4.51	6.47	15.02	50.99	79.7
3个月SHIBOR	5.6542	-0.88	-0.18	0.07	22.30	208.8
汇率						
美元/人民币	6.3421	0.03	-0.28	-0.59	-4.01	-7.1
欧元/人民币	8.6608	-1.08	-4.02	-1.58	-1.84	-11.4
美元指数	76.945	-0.02	2.50	0.42	-2.64	-0.7
欧元/美元	1.375	-0.30	-2.81	-0.95	2.73	-4.0
国际原油						
伦敦期货	114.16	1.96	3.87	-0.45	20.49	42.5
纽约期货	98.99	5.02	6.08	13.78	8.33	21.4
有色金属						
铜	7639	-2.94	-6.56	1.03	-20.43	1.9
铝	2162	1.03	-3.57	-2.83	-12.47	-4.6
农产品						
小麦	620.00	-2.63	-4.17	-0.44	-21.94	11.2
玉米	645.50	-1.56	-1.60	1.14	2.62	54.2
大豆	1158.00	-4.49	-5.04	-8.82	-16.91	10.3
秦皇岛动力煤						
山西优煤	855.00	0.00	-0.58	0.00	8.92	9.6
山西大混	750.00	0.00	-0.66	0.00	8.70	11.9
焦煤	1420.00	0.00	0.00	0.00	4.03	5.2
黄金	1788.68	1.94	2.58	6.42	25.89	63.0
钢铁	4334	0.96	2.02	-5.62	-6.41	13.4
波罗的海干散货指数	1835	2.86	-9.07	-12.87	3.50	-41.6

注：本数据报告日期为2011年11月11日，其中LIBOR以美元计价，SHIBOR以人民币计价。美元指数为纽约期货交易所DXY美元即期收盘价；原油价格单位为美元/桶；黄金为国际黄金现货价格，单位为美元/盎司；钢为螺纹钢（25毫米）各城市平均价，铜、铝为伦敦金属交易所LME3个月期货价格，美元/吨；小麦、玉米、大豆为芝加哥商品交易所期货价格，单位为美分/蒲式耳。

数据来源：Wind资讯、Bloomberg、农业银行战略规划部

本报告中的数据和信息均来自于公开资料，但不保证这些数据和信息的准确性与完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对读者的任何投资建议。本报告的版权为中国农业银行战略规划部所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。