



2011.01.21

经济步入滞胀期，紧缩进入下半场

——点评经济、工业、投资数据（20110121）



姜超

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880209110638

本报告导读：

对 10 年 12 月经济、工业、投资数据展开点评。

摘要：

- 4 季度 GDP 增长 9.8%，超出我们乐观预期，但由于本轮经济回升的最大动力是存货周期的回补，其长期动力不足，因而 GDP 环比增速的高点或已出现，同比增速高点在 11 年 2 季度。
- 10 年 12 月的工业增加值增速为 13.5%，高于我们预测的 12.9%，但环比趋势增速已经连续两月回落。由于工业增长动力主要在中上游，而非下游，因此持续动力不足。
- 预计 11 年前两月的工业增加值增速为 12.4%，2 季度的工业增速小幅回升，到 3、4 季度再度下行。
- 10 年 12 月的城镇固定资产投资同比增速为 20.4%，投资增速大幅回落。12 月的地产投资增速为 12.3%，远低于 11 月的 36.7%，出现断崖式的下降。
- 12 月的新开工投资增速大幅回落，而计划投资增速则掉入负值区间，这也预示着未来投资增速将持续下滑。
- 下调 11 年投资增速预测至 19%，地产投资增速至 15%。预测 11 年前两月投资增速为 19.6%，地产投资增速为 26%。预计未来地产以及总投资增速均将持续下滑至 11 年下半年。
- 展望 11 年上半年，CPI 同比增速仍趋上升，而 GDP 环比增速步入回落通道，因而经济或陷入滞胀区域。
- 通胀的上升意味着紧缩压力依然存在。根据我们对 CPI 全年 4.8% 的预测，预计存款利率在 11 年上半年仍有两次上调的可能。
- 但是考虑到经济环比增速的回落，基于经济过热而对贷款利率加息的必要性在减低，我们将贷款利率上调次数下调为一次，时间或在 1 季度。即预测在 11 年 1 季度还有一次存贷款同步加息，二季度有一次存款单边加息，而下半年紧缩政策将逐步淡出。
- 从本轮紧缩周期来看，10 年 4 季可以视为紧缩的上半场，政策如疾风骤雨一样出台，而自 11 年起紧缩政策将步入下半场，政策的出台势必要考虑经济的回落走势，其力度将逐步缩小。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《PPI 或成通胀焦点》

2011.01.20

《2 月上中旬将出现今年第一次加息的时间窗口》

2011.01.17

《2010 年 12 月主要宏观经济数据预测》

2011.01.17

《再次上调预期之内，不改流动性宽松格局》

2011.01.17

《M2 远超预期、外汇占款激增》

2011.01.12

目 录

1、经济反弹看似强劲.....	3
2、经济环比或已见顶.....	4
3、工业环比高位回落.....	4
4、轻重工业均现回落.....	6
5、上中下游走势殊途.....	6
6、投资环比创出新低.....	11
7、地产投资大幅回落.....	11
8、投资增速持续下滑.....	12
9、经济步入滞胀区域.....	13
10、加息压力仍然存在.....	13
11、紧缩政策步入中局.....	14

4 季度 GDP 增长 9.8%，超出我们乐观预期，但由于本轮经济回升的最大动力是存货周期的回补，其长期动力不足，因而 GDP 环比增速的高点或已出现，同比增速高点在 11 年 2 季度。

10 年 12 月的工业增加值增速为 13.5%，尽管高于我们预测的 12.9%，但环比趋势增速已经两个月回落。分上中游看，由于工业增长动力主要在中上游，因此持续动力不足。

10 年 12 月的城镇固定资产投资同比增速为 20.4%，比 11 月的 29.1% 大幅回落，投资增速下滑主要是受地产投资大幅下滑拖累。预计未来地产投资以及总投资增速均将持续下滑，到 11 年下半年或将见底回升。

展望 11 年上半年，CPI 同比增速仍趋上升，而 GDP 环比增速步入回落通道，因而经济或陷入滞胀区域。

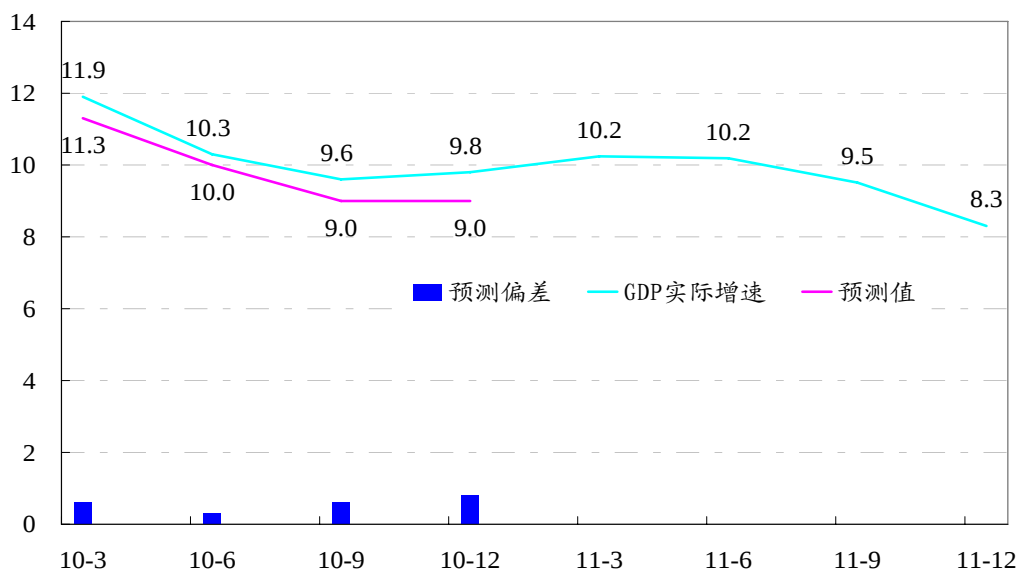
通胀的上升意味着紧缩压力依然存在，预计存款利率在 11 年上半年仍有两次上调的可能。但是考虑到经济环比增速的回落，基于经济过热而对贷款利率加息的必要性在减低，预计 11 年 1 季度还有一次存贷款同步加息，二季度有一次存款单边加息，而下半年紧缩政策将逐步淡出。

从本轮紧缩周期来看，10 年 4 季可以视为紧缩的上半场，政策如疾风骤雨一样出台，而自 11 年起紧缩政策将步入下半场，政策的出台势必要考虑经济的回落走势，其力度将逐步缩小。

1、经济反弹看似强劲

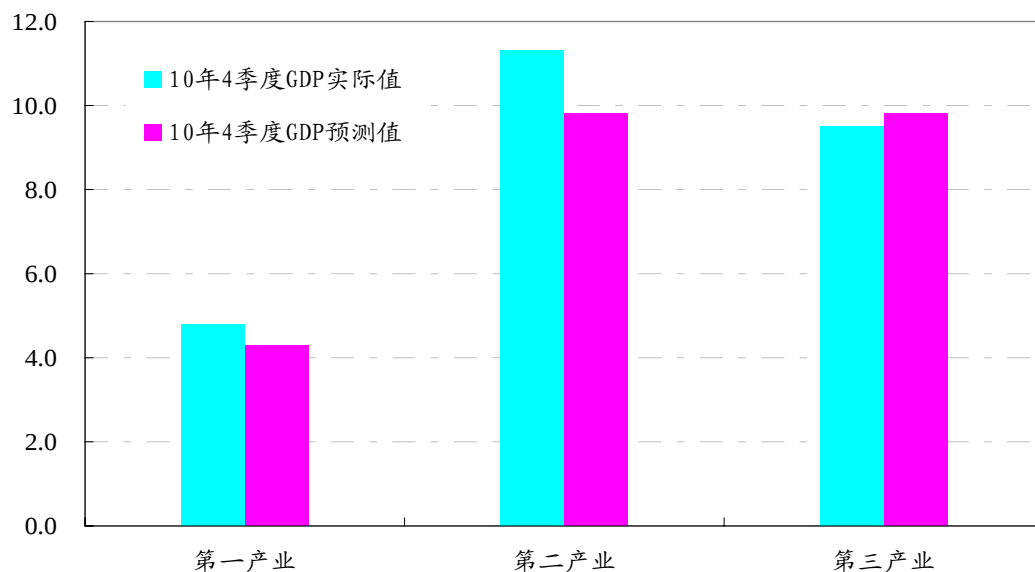
10 年 4 季度的 GDP 增速达到 9.8%，不仅超出我们 9% 的乐观预期，而且超过 3 季度 9.6% 的增速。预计 11 年 1 季度 GDP 增速将达到 10.2%，经济看似出现强劲回升的势头。

图 1：
GDP 实际增速、预测值及
预测偏差
(2010.3-2011.12)
单位：%



分三次产业看，10 年 4 季度 GDP 的超预期主要来源于第二产业，其实际增速达到 11.3%，远超我们预测的 9.8%。而第三产业实际增速为 9.5%，略低于我们预测的 9.8%。

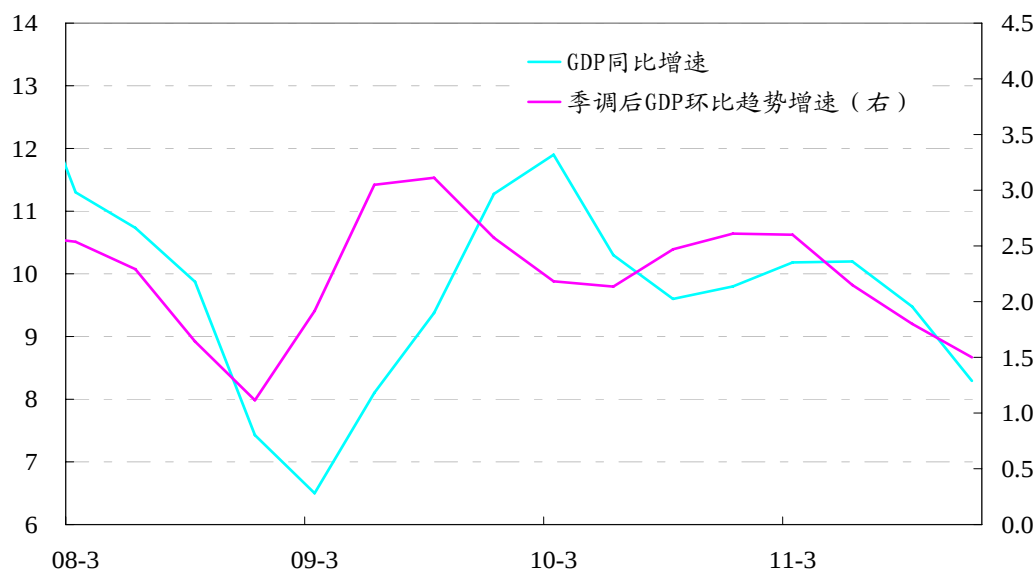
图 2:
 10 年 4 季度 GDP 实际增
 速、预测值
 单位: %



2、经济环比或已见顶

虽然 GDP 同比增速超预期，但从环比增速看，其见顶迹象日益清晰。我们认为本轮经济回升的最大动力是存货周期的回补，其特点是短期动力强劲而长期动力不足。因而 GDP 环比增速的高点或已出现，对应 11 年 2 季度为本轮 GDP 同比增速高点。

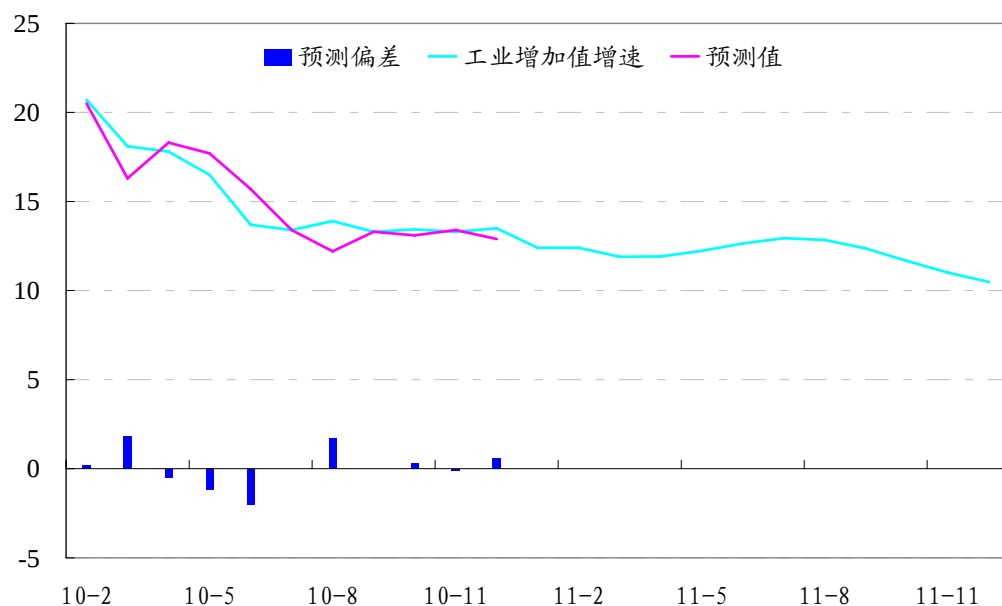
图 3:
 GDP 同比增速、季调后
 GDP 环比趋势增速
 (2008.3-2011.12)
 单位: %



3、工业环比高位回落

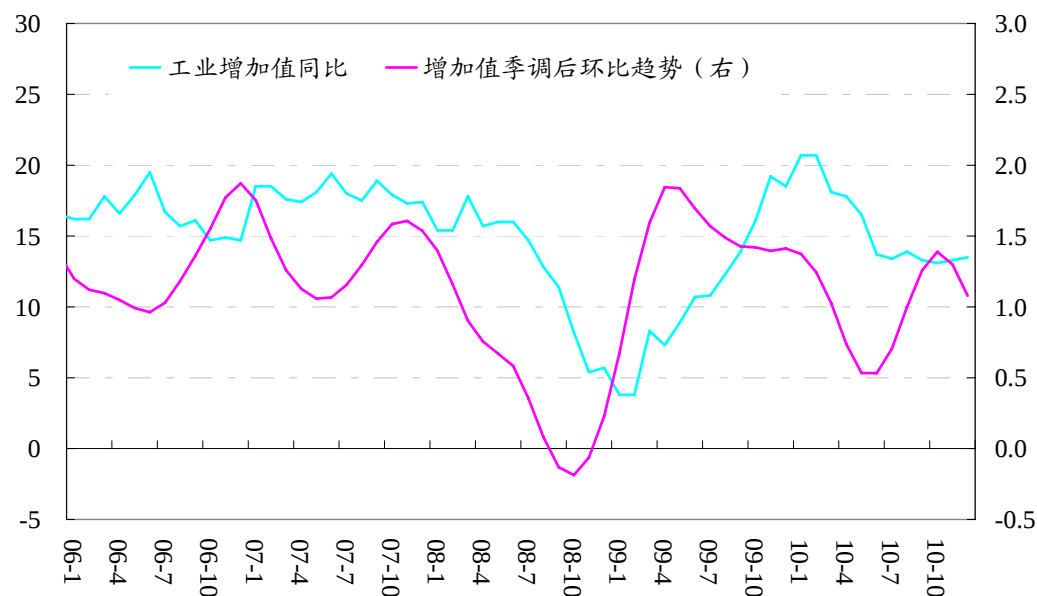
12 月的工业增加值增速为 13.5%，高于我们预测的 12.9%。预计 11 年前两月的工业增加值增速为 12.4%，2 季度的工业增速小幅回升，到 3、4 季度再度下行。

图 4:
 工业增加值同比增速、预
 测值及预测偏差
 (2010.2-2011.11)
 单位: %



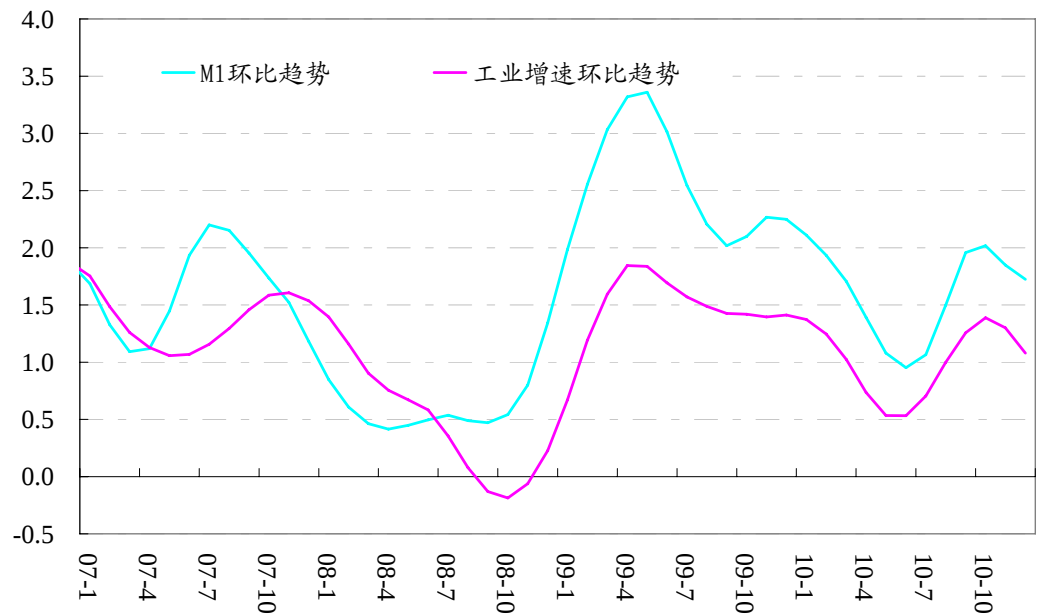
虽然工业同比增速超预期，但从环比趋势增速看，目前的工业环比增速已经连续两月回落。

图 5:
 工业增加值同比增速、工
 业增加值季调后环比趋势
 (2006.1-2010.11)
 单位: %



M1 的主要成分为企业存款，其与工业增加值的趋势一致。在最近的两个月，反映企业流动性的 M1 环比增速同样出现回落的迹象。

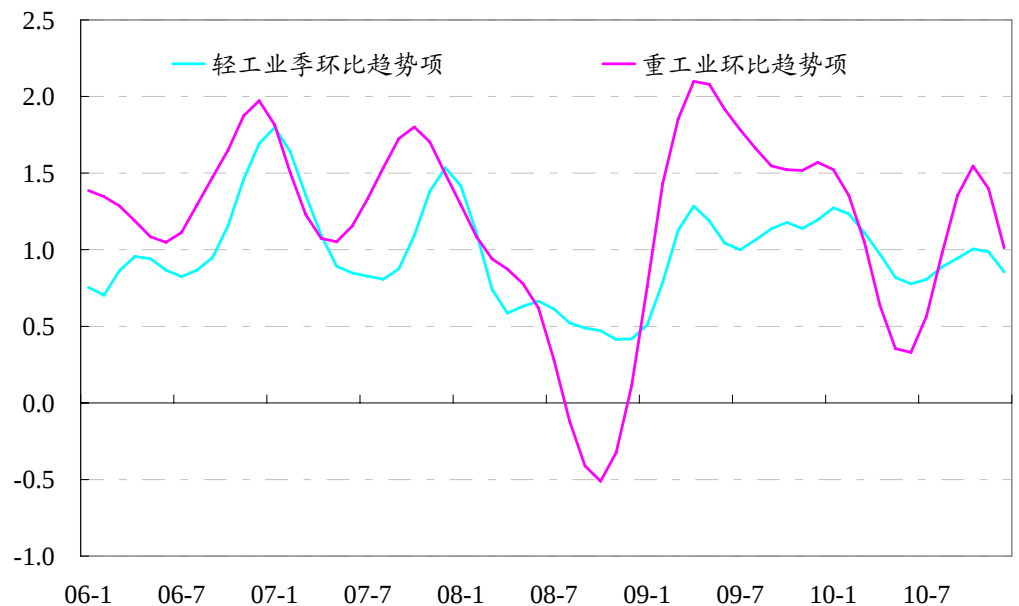
图 6:
M1 环比趋势、工业增加值
季调后环比趋势
 (2007.1-2010.12)
 单位: %



4、轻重工业均现回落

分轻重工业来看，轻重工业增加值环比趋势项同样连续两月回落，其中重工业增速下滑更快。

图 7:
轻工业增加值季调后环比
趋势、重工业增加值季调
后环比趋势
 (2006.1-2010.12)
 单位: %

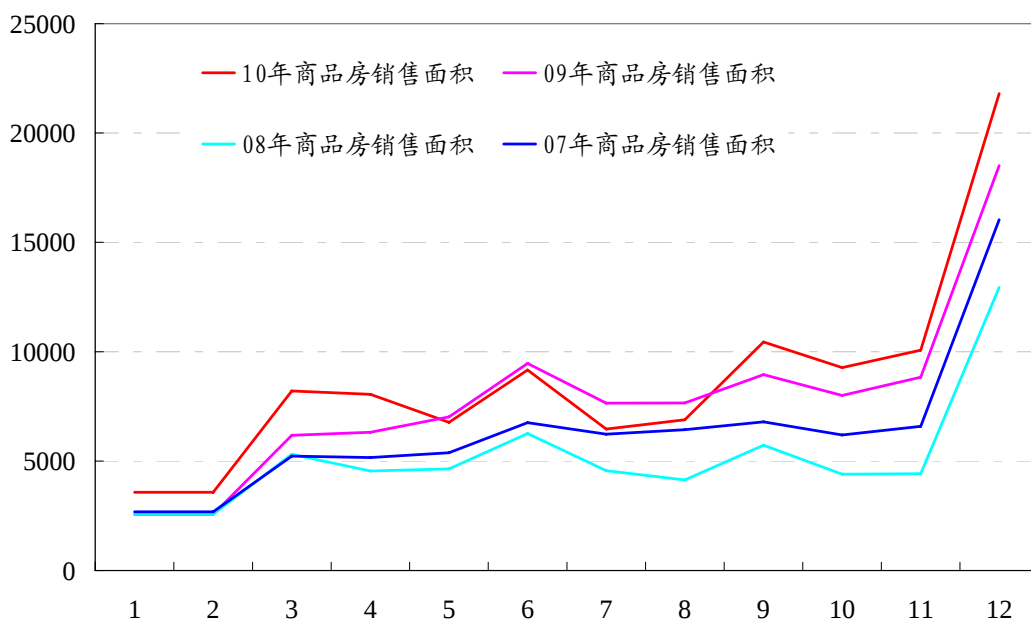


5、上中下游走势殊途

分上中下游看，下游行业主要关注地产、汽车行业。

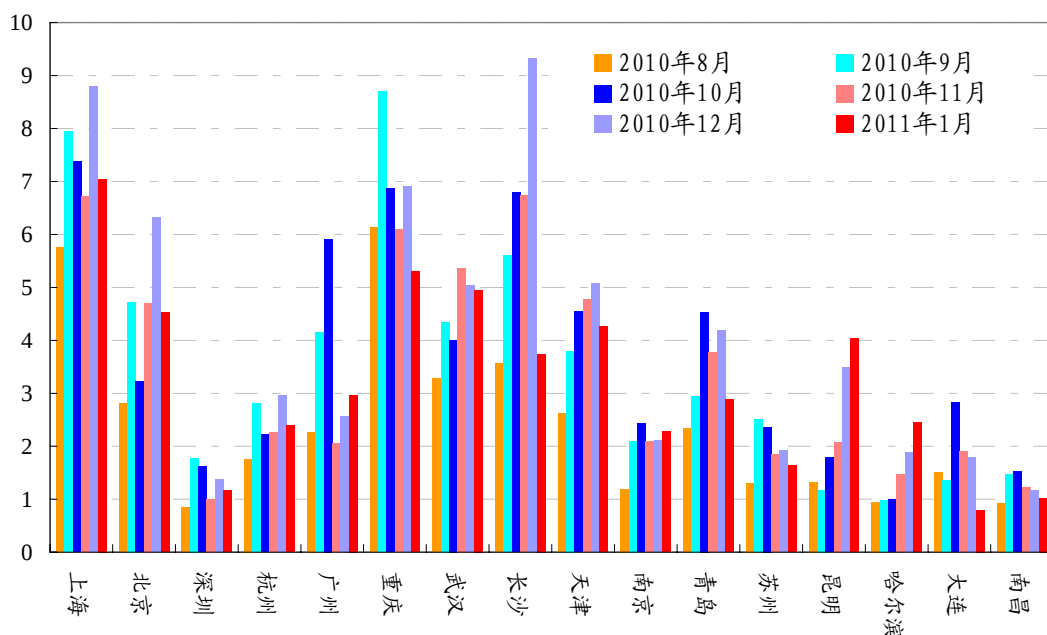
首先看地产行业，从统计局公布的地产销量数据看，10 年 12 月的商品房销售面积达到 2.18 亿平米，远高于去年同期的 1.85 亿平米，创下历史新高。

图 8:
全国商品房销售面积
(2007-2010)
单位: 万平方米



从全国 16 个主要一、二线城市的日均商品房成交数据看, 在 12 月成交创出新高以后, 1 月份的销量普遍下滑, 其中上海、北京、长沙、重庆、青岛、大连等城市环比下滑较为显著。

图 9:
国内主要城市商品房日均
销售面积比较
(2010.8-2011.1)
单位: 万平米

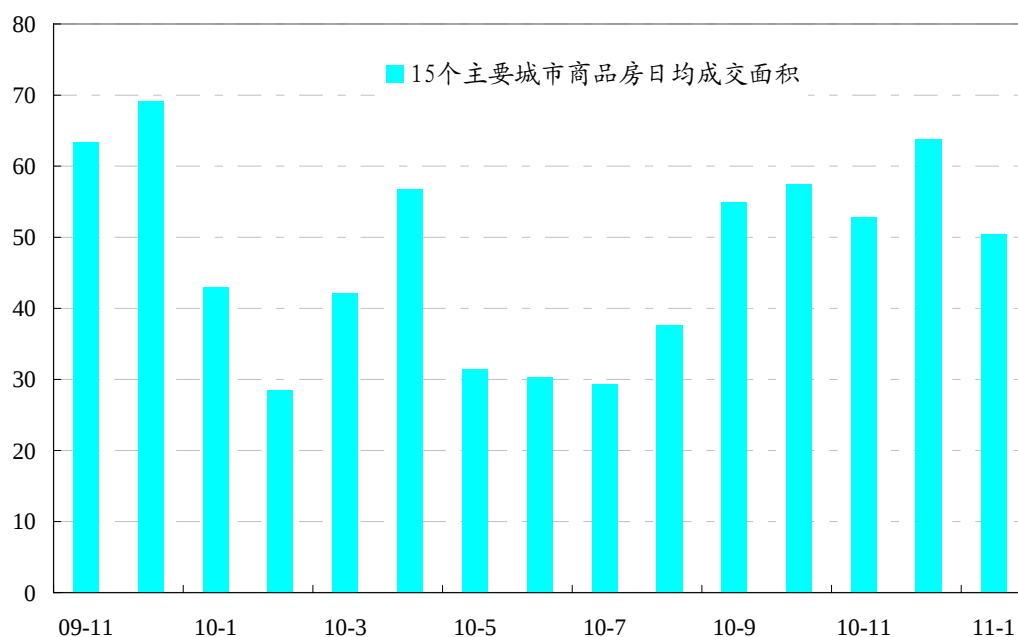


综合上述有可比数据的 15 个城市地产日均成交数据来看, 1 月中上旬的商品房日均成交面积为 50.4 万平米, 比 12 月明显下降, 但仍远高于 10 年同期的 42.9 万平米以及 10 年 6、7 月的底部成交水平。

图 10:
15 个主要城市商品房日均成交面积和

(2009.11-2011.1)

单位: 万平方米

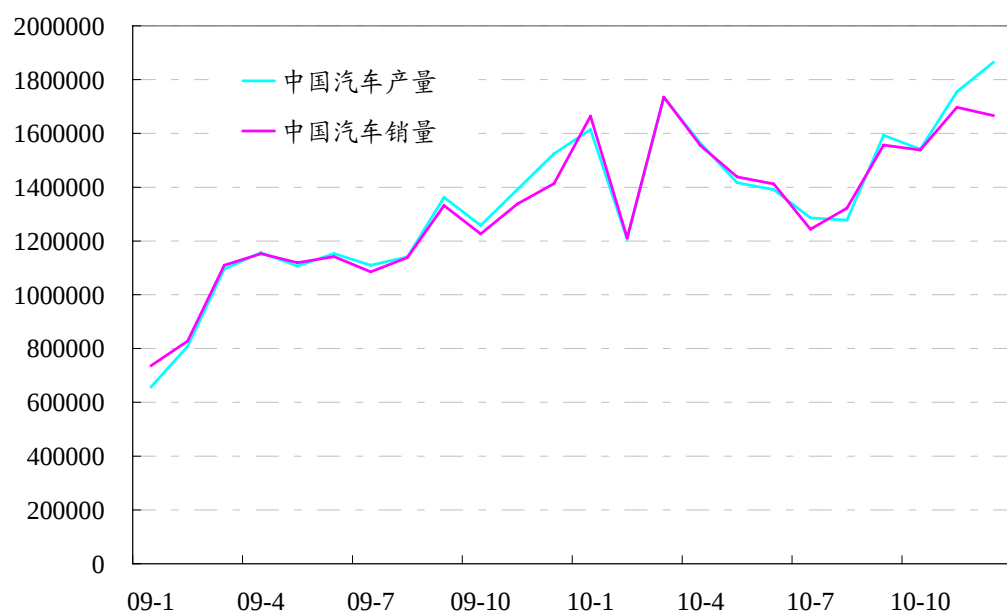


再看汽车产业,从中国汽车工业协会公布的汽车产销数据看,虽然 10 年 12 月的汽车产量创下新高,但汽车销量环比 11 月小幅回落,而且在最近两月的汽车产量都高于销量。

图 11:
中国汽车产量、中国汽车销量

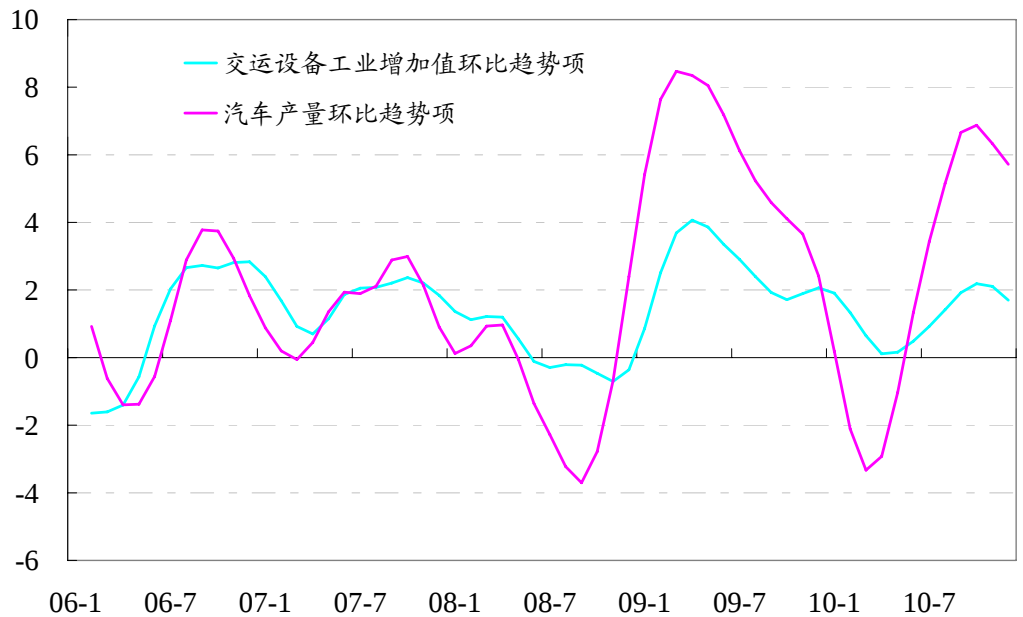
(2009-2010)

单位: 辆



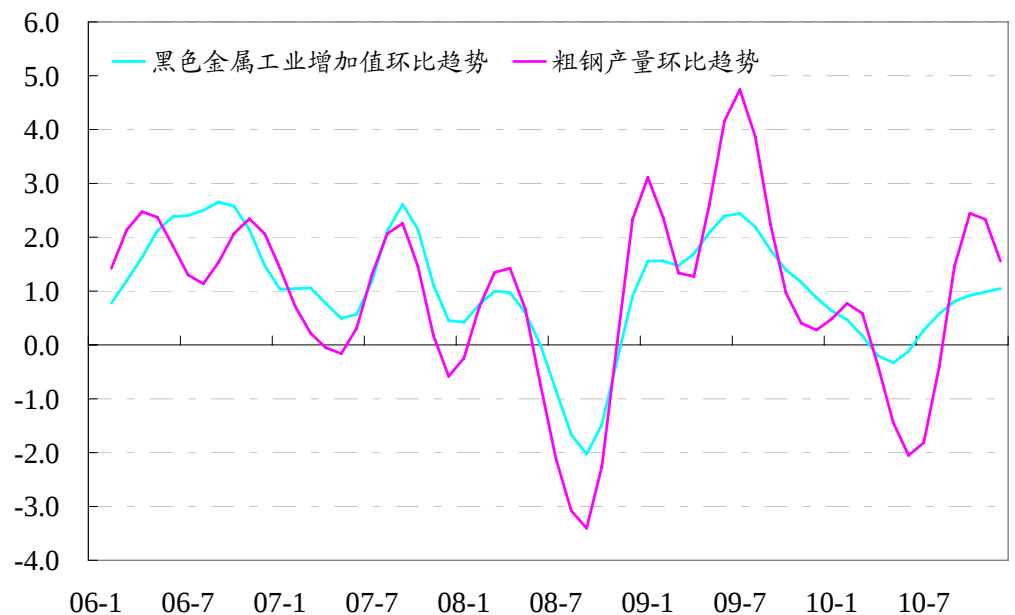
而 12 月的汽车产量虽然创下新高,但产量的环比增速已经高位回落。从交运设备工业增加值的环比增速看,同样连续两月回落。综合地产和汽车两大下游行业来看,已经出现回落迹象。

图 12:
交运设备工业增加值环比趋势、汽车产量环比趋势
 (2006-2010)
 单位: %



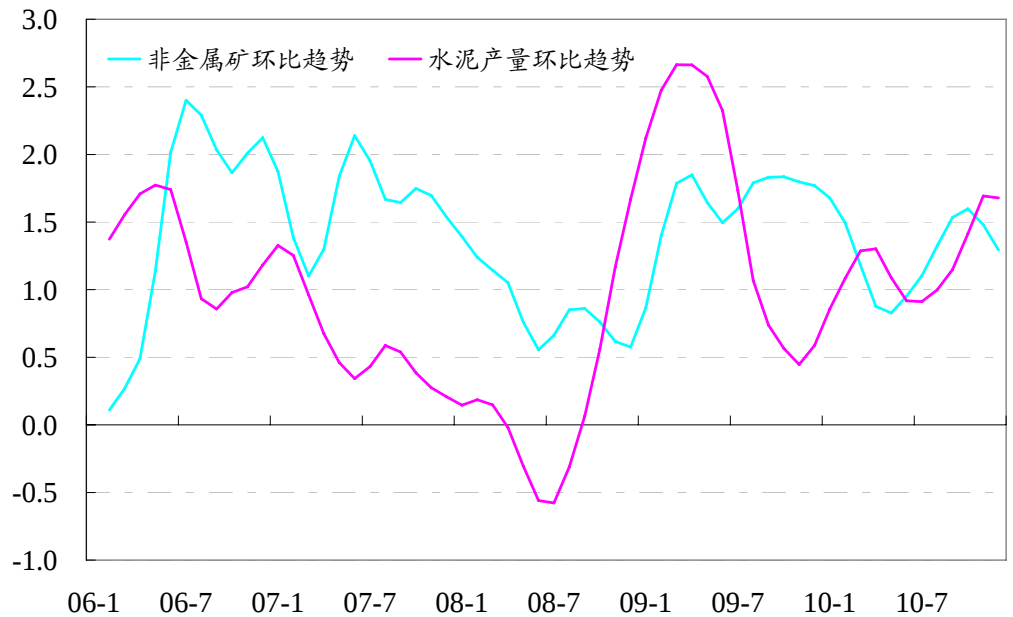
下游汽车和地产行业的产销量均出现回落迹象，而中游主要关注钢铁和水泥行业，其中钢铁行业增加值环比虽在上升，但其产量环比同样出现回落迹象。

图 13:
黑色金属工业增加值环比趋势、粗钢产量环比趋势
 (2006-2010)
 单位: %



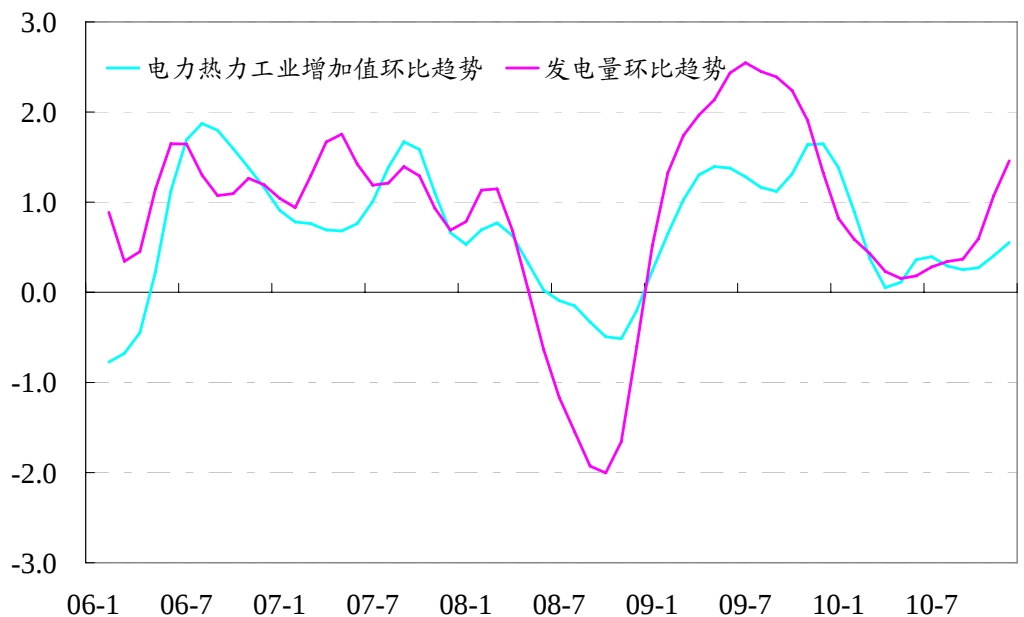
12 月的水泥产量环比增速首次出现回落迹象，而非金属矿业增加值环比增速已经连续两月回落。

图 14:
非金属矿工业增加值环比趋势、水泥产量环比趋势
 (2006-2010)
 单位: %



目前，最上游的电力工业增加值增速环比回升，发电量增速环比也同样在回升，表明目前的工业增长动力主要在中上游，而非下游，因而其持续动力也不足。

图 15:
电力热力工业增加值环比趋势、发电量环比趋势
 (2006-2010)
 单位: %

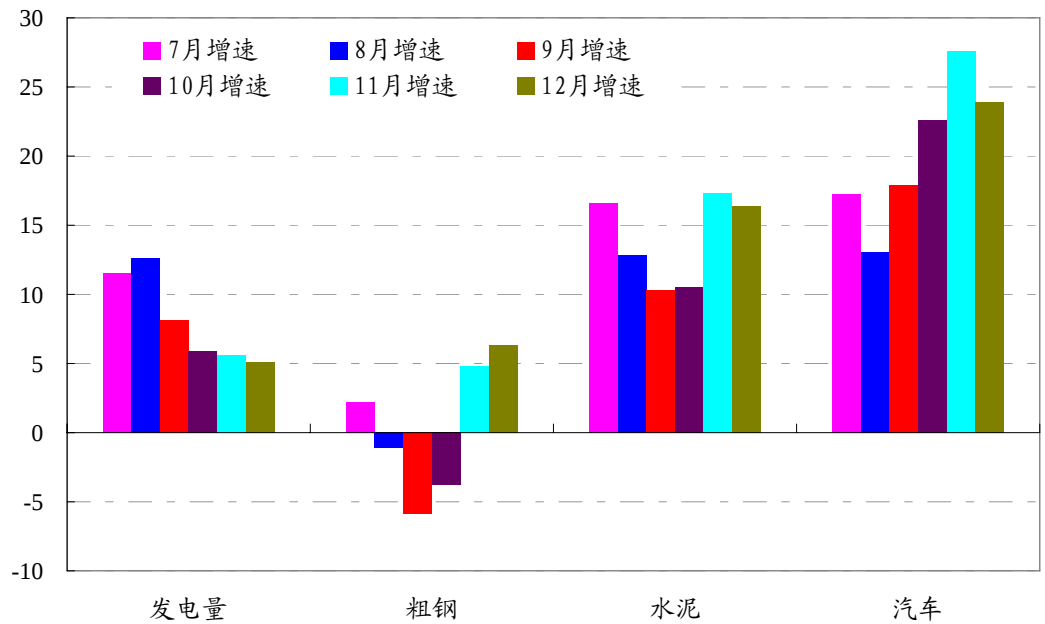


从主要工业品产量同比增速看，属于下游的汽车同比增速冲高回落，而属于中游的粗钢产量增速持续回升，但水泥产量增速亦冲高回落。发电增速正加速探底，未来有望回升。

图 16:
 国内主要工业品产量的同比增速

(2010.7-2010.11)

单位: %



6、投资环比创出新低

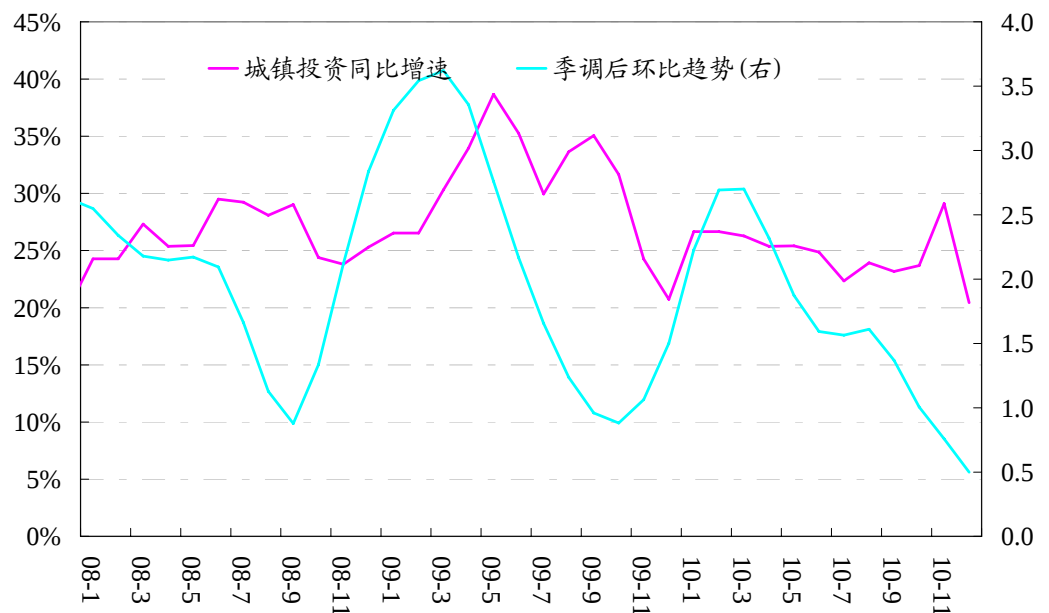
10 年 12 月的城镇固定资产投资同比增速为 20.4%，比 11 月的 29.1% 大幅回落。从环比趋势看，12 月的投资环比增速创下近 3 年的最低值。

图 17:
 城镇固定资产投资同比增速、季调环比趋势

(2008-2010)

左轴单位: %

右轴单位: %



7、地产投资大幅回落

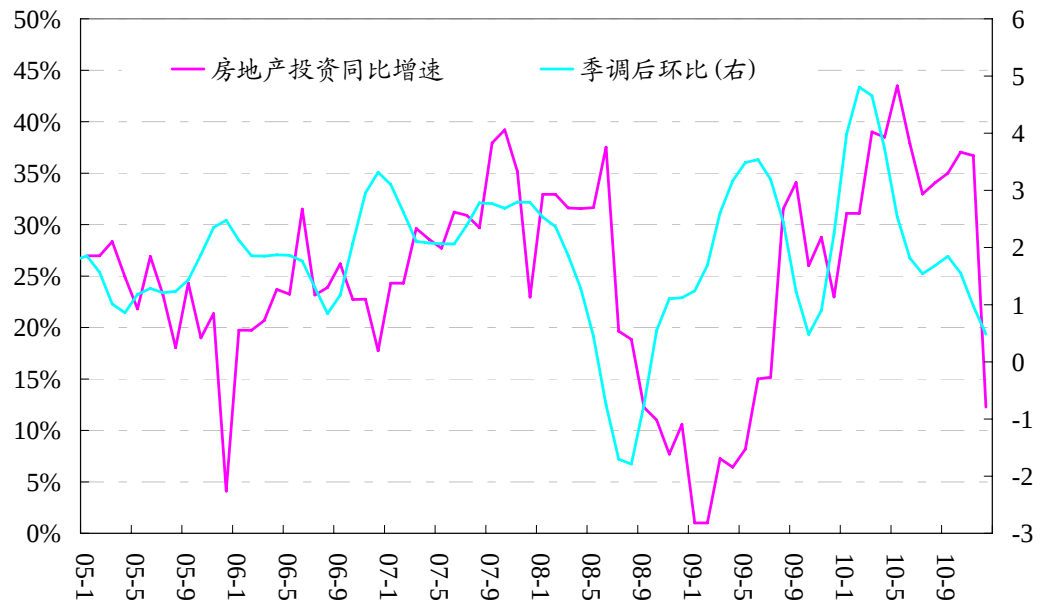
投资增速下滑主要是受地产投资大幅下滑拖累。12 月的地产投资增速为 12.3%，远低于 11 月的 36.7%，出现断崖式的下降。从环比增速看，同样出现大幅下滑。

图 18:
房地产投资同比增速、季
调环比趋势

(2008-2011)

左轴单位: 1

右轴单位: %



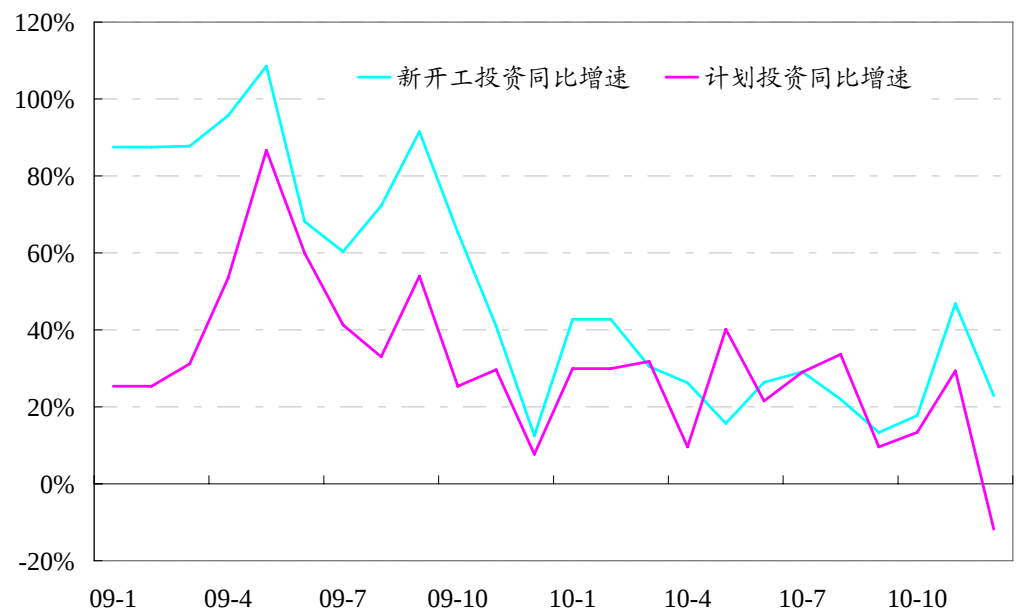
8、投资增速持续下滑

12月的新开工投资增速大幅回落，而计划投资增速则掉入负值区间，这也预示着未来投资增速将持续下滑。

图 19:
新开工投资同比增速、计
划投资同比增速

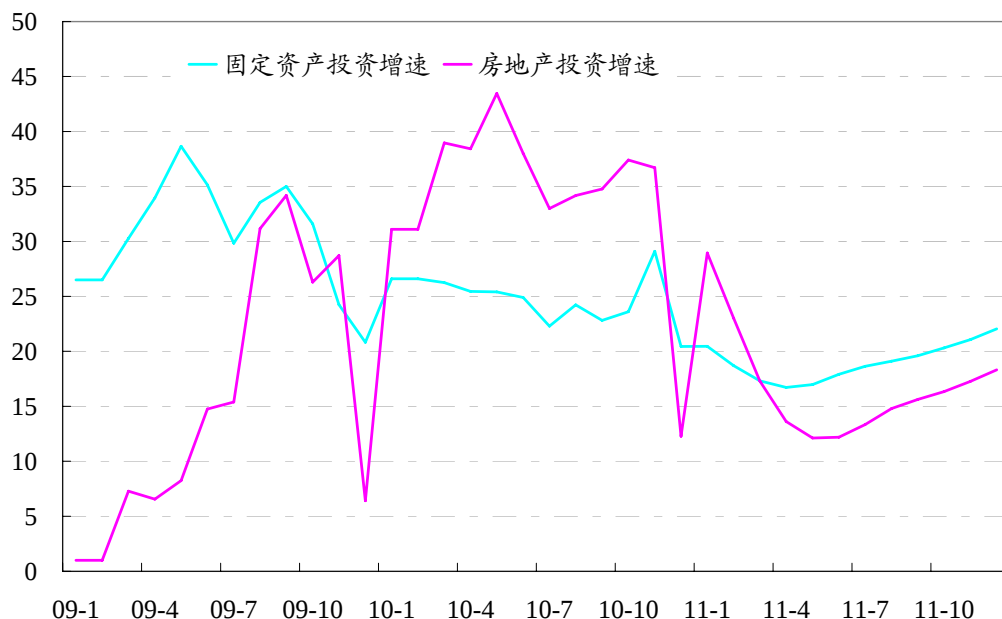
(2009-2010)

单位: 1



下调 11 年投资增速预测至 19%，地产投资增速预测至 15%。预测 11 年前两月投资增速为 19.6%，地产投资增速为 26%。预计未来地产投资以及总投资增速均将持续下滑，到 11 年下半年或将见底回升。

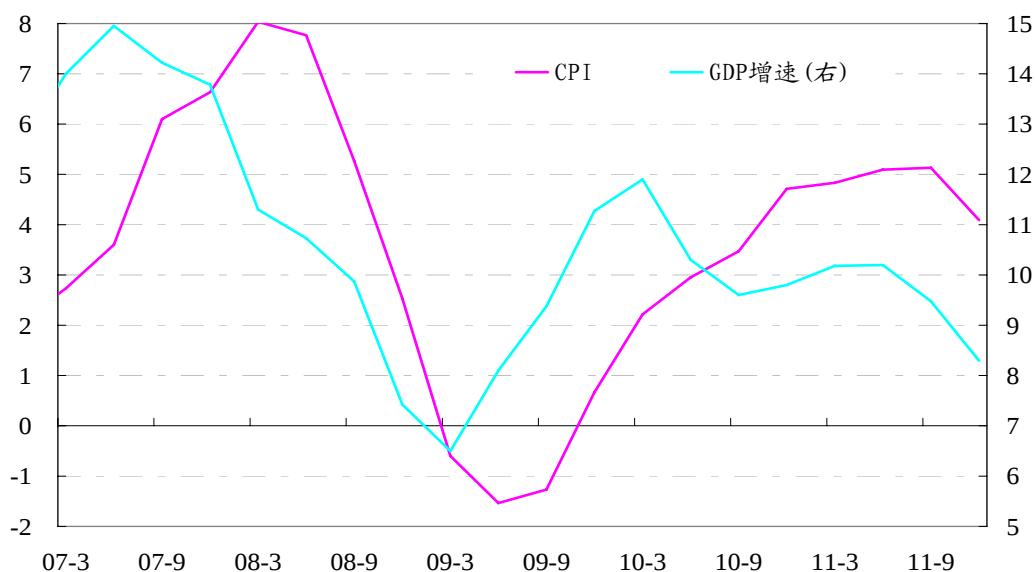
图 14:
固定资产投资增速与房地
产投资增速预测
 (2009.1-2011.12)
 单位: %



9、经济步入滞胀区域

展望 11 年上半年, CPI 同比增速仍趋上升, 而 GDP 环比增速步入回落通道, 因而经济或陷入滞胀区域。

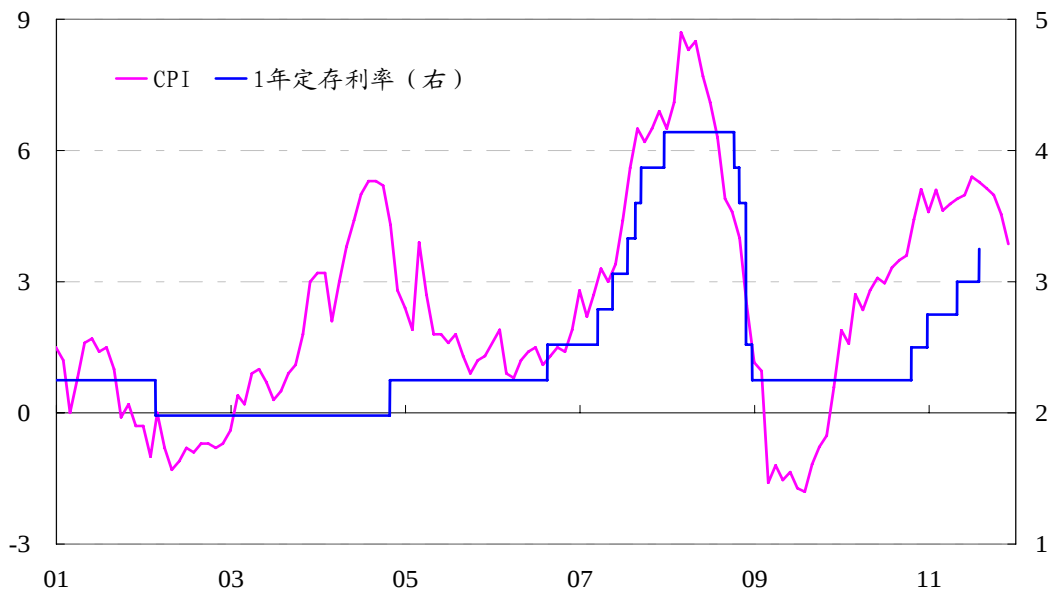
图 14:
CPI 同比增速、GDP 增速
 (2007.3-2011.12)
 单位: %



10、加息压力仍然存在

通胀的上升意味着紧缩压力依然存在。根据我们对 CPI 全年 4.8% 的预测, 预计存款利率在 11 年上半年仍有两次上调的可能。

图 14:
CPI 同比增速、1 年定存利率
 (2001-2011)
 单位: %

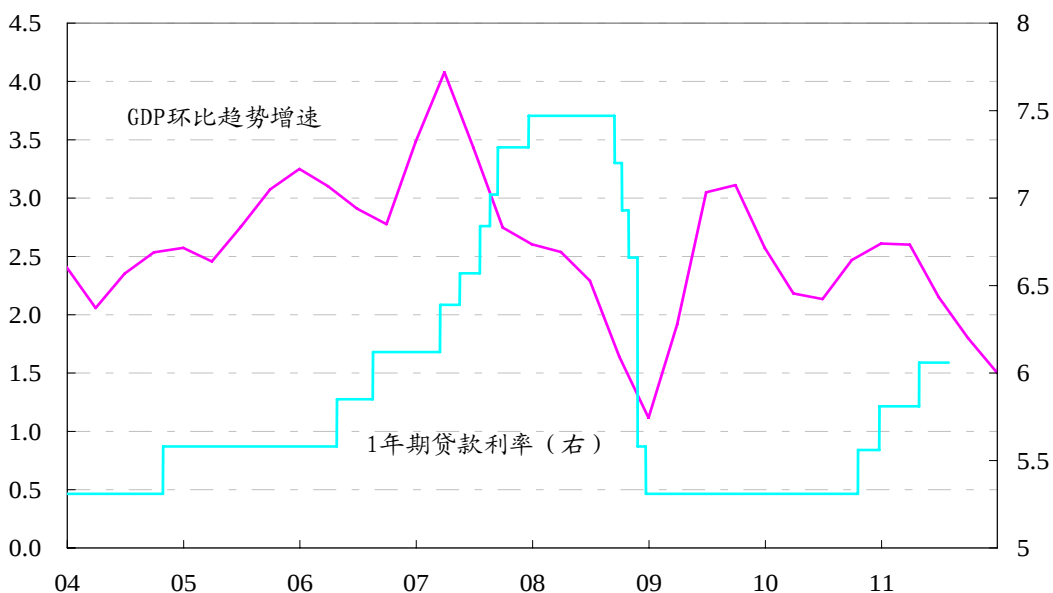


11、紧缩政策步入中局

但是考虑到经济环比增速的回落，基于经济过热而对贷款利率加息的必要性在减低，我们将贷款利率上调次数下调为一次，时间或在 1 季度。也就是我们认为在 11 年 1 季度还有一次存贷款同步加息，二季度有一次存款单边加息，而下半年紧缩政策将逐步淡出。

从本轮紧缩周期来看，10 年 4 季可以视为紧缩的上半场，政策如疾风骤雨一样出台，而自 11 年起紧缩政策将步入下半场，政策的出台势必要考虑经济的回落走势，其力度将逐步缩小。

图 14:
GDP 环比趋势增速、1 年期贷款利率
 (2004-2011)
 单位: %



作者简介:**姜超:**

S0880209110638

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06至10年入围新财富债券最佳分析师，08年获第三名，09、10年获第二名。

汪进（贡献作者）:

S0880110024648

021-38674624

wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士；2009年7月加入国泰君安研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		