

“冷循环”，“热循环”差距收窄



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

陈勇

SAC 执业证书编号:s1000610120055

(021)5010 6011

chenyongsz@mail.htlhsc.com.cn

联系人

汪毅

(021)6849 8613

wangyiyjs@mail.htlhsc.com.cn

- 冷循环：美国金融体系修复和实体经济增长点培育有待时间，欧元区、日本面临反复；热循环：中国等新兴市场国家投资增长拉动资源价格上升，资源国，新兴市场繁荣。2010 年 12 月以来，冷热循环经济体增速呈现出一幅逐渐收窄的画面，我们认为，2011 年一季度全球经济可能会继续演绎这种格局。
- 美国经济：12 月以来，美国经济增长呈现出各部类更加均衡的趋势，其中，工业生产稳步增长，产能利用率进一步提高；零售消费收益季节因素驱动，同比连续数月保持较高水平；贸易逆差进一步收窄，净出口对 GDP 贡献率提升。而价格依然保持较低水平。除房地产依然在底部调整期外，其他方面均表现出良好的增长状态。基于目前公布的各项经济数据，我们对 11 年一季度美国经济的看法是：经济仍无通胀之忧，整体经济复苏持续，工业生产继续增长，制造业优于服务业，零售消费可能下滑，净出口贡献继续增加。
- 欧元区经济：12 月笼罩在欧债危机的阴影下，欧元兑美元维持弱势格局，进入 1 月，由于各方的努力，欧债问题短期平静，期间，德国经济在工业生产的带动下迎来超预期增长，在此背景下，欧元走出一波上升的行情，未来欧元区经济的增长仍将主要取决于德国投资和出口的复苏，基于欧元区房屋价格上升推动核心通胀在一季度继续上升的判断，我们认为，欧债在 3 月大量到期，可能引起金融市场动荡，届时欧央行将面临捉襟见肘的局面。
- 近期日本经济显露出了细微的复苏迹象，表现在，1. 工业产出已经出现回暖迹象，企业利润正在改善，订单增加，业务投资出现好转；2. 尽管就业情况仍较严峻，但是已经出现初步复苏迹象，零售销售同比小幅增长；3. 整体价格显示日本经济处在温和通缩阶段。但对于日本经济的复苏幅度，我们认为仍不可有太大的期望，从 OECD 日本领先指数来看，已经连续数月维持在 93-94 之间，还未出现任何明确的增长信号，在 G3 发达经济体中，日本弱于美欧的格局在 2011 年将持续。
- 金砖四国和新兴经济体，经济增速和通胀仍然是一对难以调和的矛盾。最新 OECD 领先指标显示，巴西，印度，韩国等国未来的经济增速仍可期待。但短期通胀的压力在各国均同时存在，QE2.0 的扩散，国内外需求的增加加上气候因素引起的一系列的扰动，对通胀的担忧可能引起金砖四国进入连续加息的通道，其中，韩国，巴西已经在 1 月加息，连续的加息无疑将对需求产生负面影响，导致 GDP 增速在 2011 年可能进一步下滑，但相对 G3，仍然处于高位。
- 资源国，澳大利亚目前的通胀已经处于相对稳定的态势，向外输出通胀的力度已经下降。而加拿大在通胀上升后，由于此前采取的货币政策相对温和一些，CPI 在未来依然存在上行的压力，继续向外部输出通胀。

目 录

美国经济	5
欧元区经济	9
日本经济	12
金砖四国及新兴经济体	14
资源国	16

图表目录

图 1 美国消费者信心指数	6
图 2 美国 PMI 指数	6
图 3 美国工业产值	6
图 4 美国设备利用率	6
图 5 美国 CPI	7
图 6 美国核心 CPI	7
图 7 美国 11 月贸易顺差	7
图 8 美国经常帐户余额	7
图 9 美国失业率	7
图 10 美国非农就业人数变化	7
图 11 美国零售销售同比, 环比	8
图 12 美国汽车销售	8
图 13 美国成屋销售	8
图 14 美国新屋销售	8
图 15 美国 M1, M2 同比	8
图 16 德国 ZEW 经济景气指数	9
图 17 欧元区 PMI 指标	9
图 18 欧元区工业产值	10
图 19 欧元区产能利用率	10
图 20 德国制造业新订单	10
图 21 德国工业产值	10
图 22 欧元区消费者价格指数 (CPI)	10
图 23 欧元区核心消费者价格指数 (核心 CPI)	10
图 24 欧元区 CPI-住房价格	11
图 25 欧元区 CPI-食品价格	11
图 26 欧元区经常项目净额	11
图 27 德国进出口	11
图 28 德国零售销售	11
图 29 欧元区零售销售	11
图 30 OECD 日本领先指数	12
图 31 日本进出口	12
图 32 工业产值环比	12
图 33 日本制造业产能利用率	12
图 34 日本失业率	13
图 35 日本零售销售同比	13
图 36 日本 CPI	13
图 37 日本核心 CPI	13
图 38 OECD 巴西, 印度领先指标	14
图 39 OECD 韩国领先指标	14
图 40 巴西工业产值	14
图 41 巴西 CPI	14

图 42 印度工业产值.....	15
图 43 印度 CPI	15
图 44 韩国工业产值.....	15
图 45 韩国 CPI	15
图 46 巴西零售销售.....	15
图 47 巴西食品价格.....	15
图 48 澳大利亚贸易余额.....	16
图 49 加拿大贸易余额	16
图 50 澳大利亚 CPI	16
图 51 加拿大 CPI.....	16

冷循环：美国金融体系修复和实体经济增长点培育有待时间，欧元区、日本面临反复；热循环：中国等新兴市场国家投资增长拉动资源价格上升，资源国，新兴市场繁荣。2010年12月以来，冷热循环经济体增速呈现出一幅短期收窄的画面，我们认为，2011年一季度全球经济可能会继续演绎这种格局。

美国经济

12月以来，美国经济的增长呈现出了各部分更加均衡的态势，其中，工业生产稳步增长，产能利用率进一步提高；零售消费收益季节因素驱动，同比连续数月保持较高水平；贸易逆差进一步收窄，净出口对GDP贡献率提升。而价格依然保持较低水平。除房地产依然在底部调整期外，其他方面的数据均表现出了良好的经济增长状态，具体来看：

先行指标，12月密歇根大学消费者信心指数大幅上升（69.3至74.5），而世界大型企业联合会消费者信心指标基本持平，虽然美国四季度GDP超预期的概率较大，但是数据显示，消费者的情绪依然严重滞后于经济的增长，且短期大幅提高的可能性不大。

PMI指数，服务业PMI受季节因素影响从9月开始连续4个月上升（54.4至57），而制造业PMI目前也在稳步回升过程中，不过速度较慢，库存和设备投资因素的弱化，使得制造业PMI可能仍然需要较长的时间才能恢复到2010年4月的高点（60.4）。但从分项指数来看，12月的价格指数，生产指数，新订单指数均显示了较强的增长趋势，我们认为在一季度，季节性因素的减弱，将导致制造业PMI优于服务业PMI的概率较大，而整体先行指标将保持震荡的态势。

工业产出，12月美国的工业产值环比上升0.8%，同比上升5.9%，设备使用率从75.4上升到76，显示出制造业强劲的增长动力。其中，库存销售比从9月的高点（1.28）开始下降，目前的库存销售比（1.25）已经接近2010年4月1.23的低位水平。反映出终端需求的较强的增长。预计一季度制造业的产能利用率和工业产值将继续增长。

产出稳步复苏，而价格一般滞后于产出，其中，房屋租金价格决定核心CPI，而食品和原油价格决定整体CPI趋势，美国12月CPI同比从1.1升至1.5，环比从0.1升至0.5，主要是由于食品和原油价格的上涨。而核心CPI依然维持11月同比0.8，环比0.1的水平不变。考虑到房租追随房价的趋势不变，但房价在同比上涨一波后，目前又开始在底部震荡，影响租金上涨的速度，所以核心CPI增长可能慢于此前的预期，至少在一季度来看，美国仍无通胀之忧。

外贸方面：进口同比13.6%，连续第4个月下降，出口同比14.9%，连续第4个月增加，贸易余额从8月开始连续第4个月逆差收窄。随着1月份胡主席访美，增加中方对美方资本品等订单，将刺激美国的出口增长，特别是制造业需求增加，贸易逆差在一季度有望继续缩小，对GDP增长的贡献度在2011Q1加大。

就业及零售：预期2011年一季度末失业率将降到9.4%附近。私人就业数据持续好转带动非农就业人数增加，虽然失业率仍然较高且持续期长，但居民时薪的增长及股市的连续上升推动零售消费在圣诞季保持了旺盛的增长，连续4个月同比增速达到

8%水平。由于4季度的消费旺季在客观上将透支一部分未来的需求，所以2011年一季度的零售消费增速可能下滑。而汽车消费的增长我们依然看好。

房地产市场：销售量价数据仍在底部震荡，新开工数据小幅下降，一季度无法期待房地产市场带来超预期的增长。

流动性：M2 同比保持缓慢增长，反映出充裕的流动性依然选择在实体经济外的区域活动，目前还看不到M2超预期增长的可能性出现，未来指望流动性向实体经济的释放，依然将是一个缓慢的过程。

基于以上的分析，我们对2011年一季度美国经济的看法是：经济仍无通胀之忧，整体经济复苏持续，工业生产继续增长，制造业优于服务业，零售消费可能下滑，净出口贡献继续增加。

图1 美国消费者信心指数

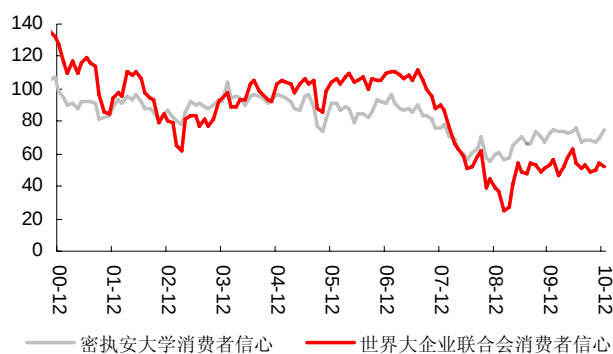
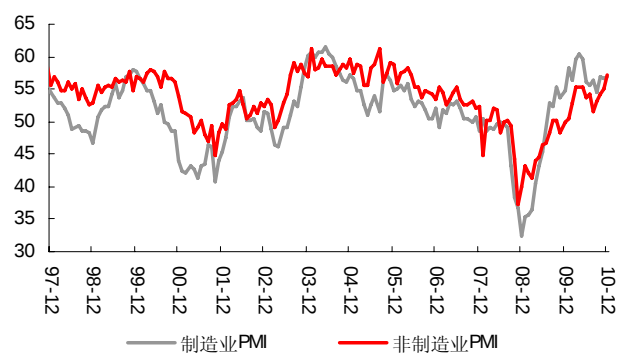


图2 美国 PMI 指数



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

图3 美国工业产值

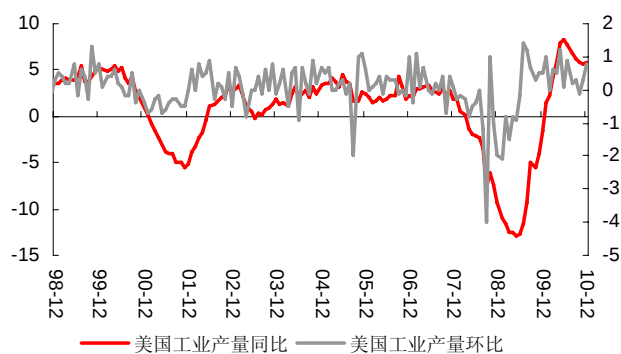


图4 美国设备利用率



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

图 5 美国 CPI

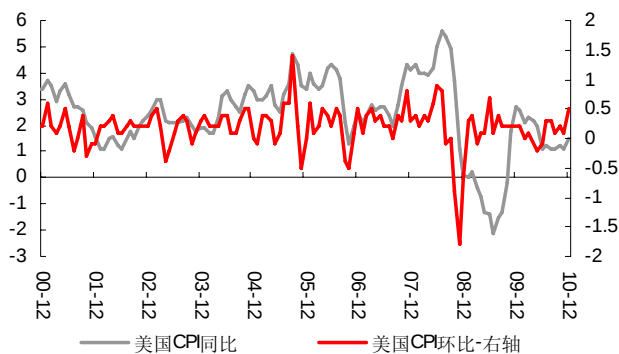
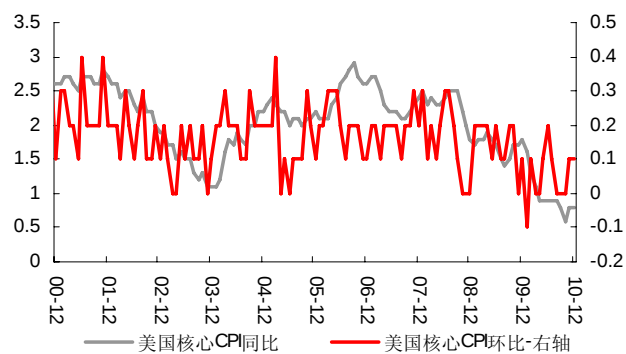


图 6 美国核心 CPI



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所。

图 7 美国 11 月贸易顺差

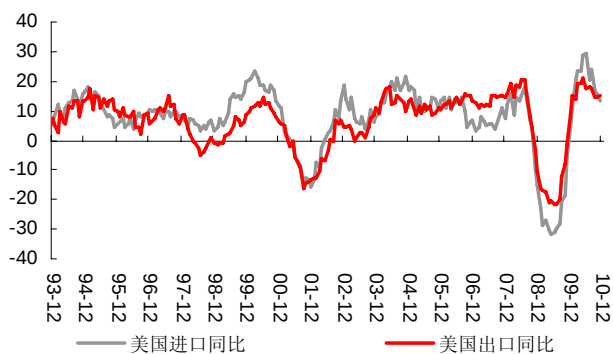
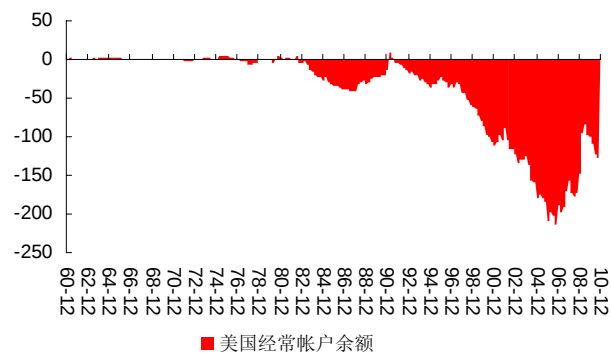


图 8 美国经常帐户余额



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所。

图 9 美国失业率

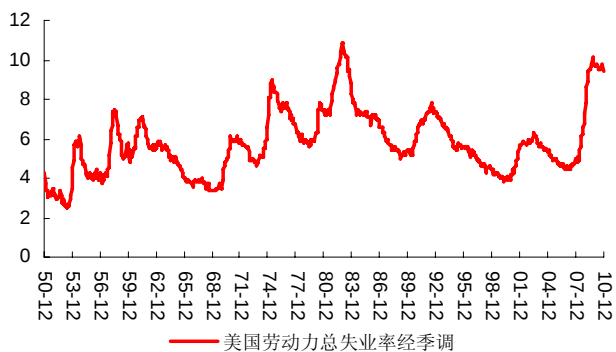
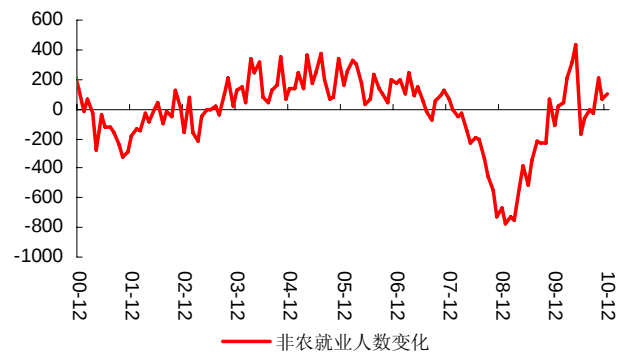


图 10 美国非农就业人数变化



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所。

图 11 美国零售销售同比，环比

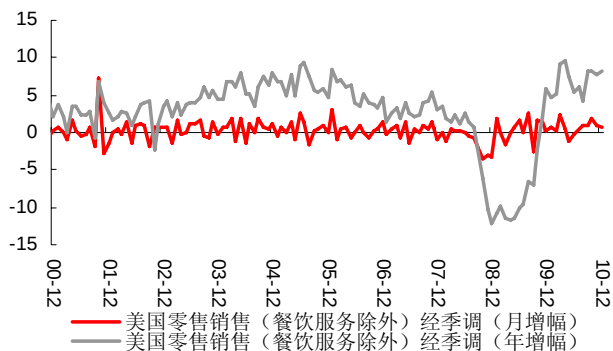
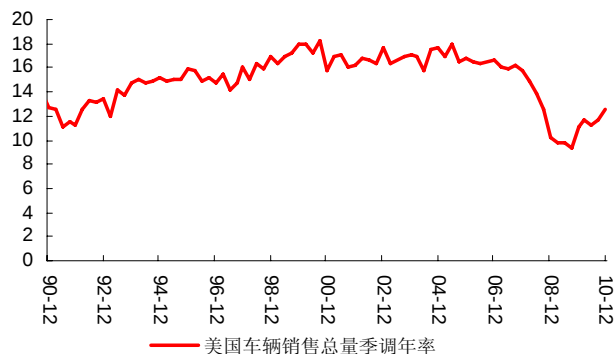


图 12 美国汽车销售



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

图 13 美国成屋销售

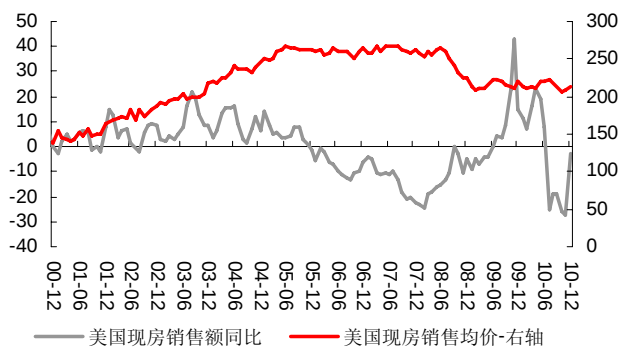
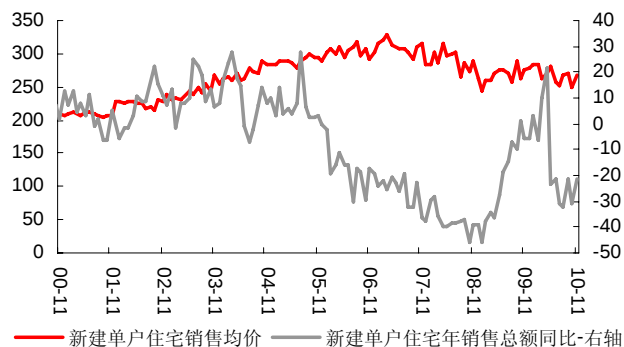
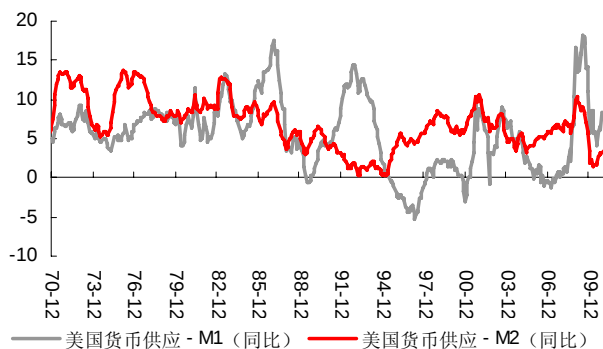


图 14 美国新屋销售



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

图 15 美国 M1，M2 同比



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

欧元区经济

12月，欧元区笼罩在欧债危机的阴影下，欧元兑美元弱势，汇率在1.29-1.34之间波动，进入1月后，由于爱尔兰问题的解决及欧央行各方的努力，欧债问题短期平静，期间，在德国经济的强劲增长及欧债短期平息的情形下，欧元走出一波上升的行情，但我们基于对欧元区通胀压力的增大及葡萄牙等国债务恶化的担忧，认为其持续性难以长久。

工业投资带动德国经济强劲增长，12月德国ZEW经济景气指数大幅超预期，达到15.4，预期仅为6.8。工业产值同比连续数月达到10%以上的水平，而制造业新订单的同比数据也达到20%以上，推动欧元区工业产值同比达到7%以上，欧元区12月制造业PMI也大幅上升到57.1。进出口也保持了较高的增速，11月出口同比增长20.8%，进口同比32.8%，贸易顺差收窄，但总体保持了对经济贡献的稳定。

除投资和出口外，零售消费增长低迷，最新的数据显示，欧元区11月零售环比下降-0.8，德国11月零售环比下降2.4%。我们认为未来一段时间，紧缩的财政政策预期致零售消费的增长仍无法期待。

最后来看欧元区的通胀，12月CPI同比2.2，核心CPI同比1.1，原油价格大幅上升至交通运输类价格12月环比上升1.4，而食品价格环比亦增长0.4，这两类因素使整体CPI环比在12月达到了0.6的水平。最令人担心的是，核心CPI的重要因素，房屋价格，从数据来看环比有逐渐上升的趋势，虽然特里谢认为欧元区短期通胀压力大于中期通胀压力，但我们仍认为欧元区的核心通胀会在一季度继续上升，欧债问题平稳尚可，一旦3月份出现欧债问题的反复，欧央行届时将面临捉襟见肘的局面。

综上，虽然短期欧元区经济在德国的带动下取得了不错的经济数据，但是我们认为美强欧弱的格局在整个2011年可能都成为主导的趋势，特别是3月份欧债集中到期及葡萄牙80%债务为国外投资者持有，新一轮欧债的波动可能在3月前重新扰动金融市场。进而影响欧元区的消费者信心及零售数据。

图 16 德国 ZEW 经济景气指数

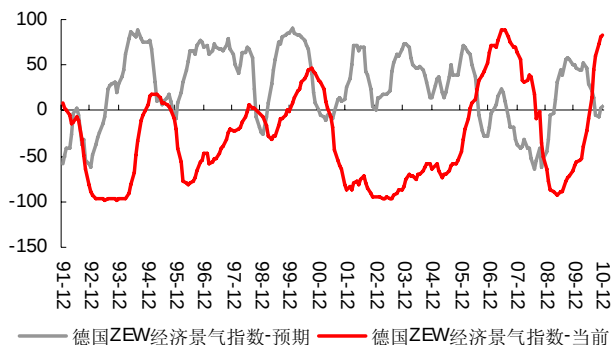
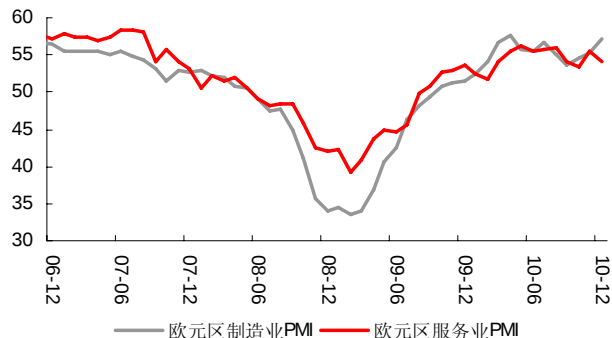


图 17 欧元区 PMI 指标



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

图 18 欧元区工业产值

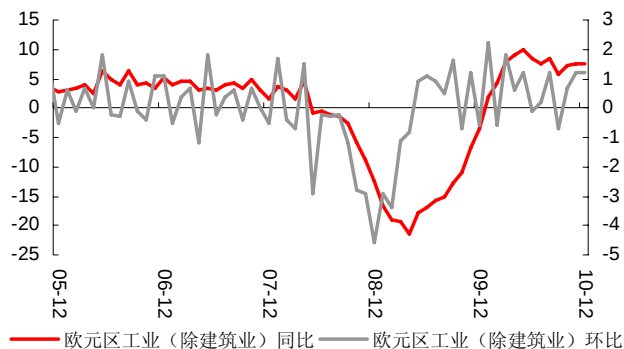
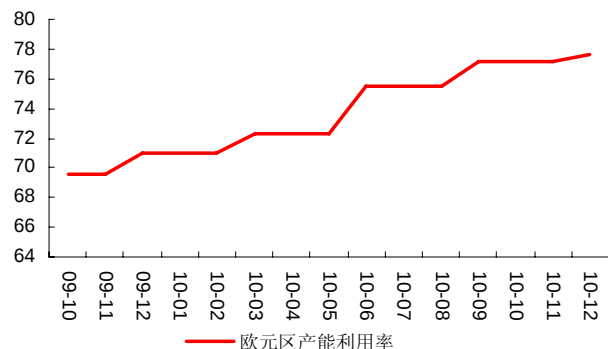


图 19 欧元区产能利用率



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

图 20 德国制造业新订单

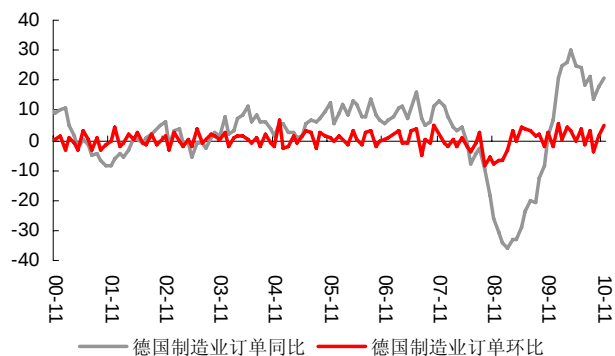
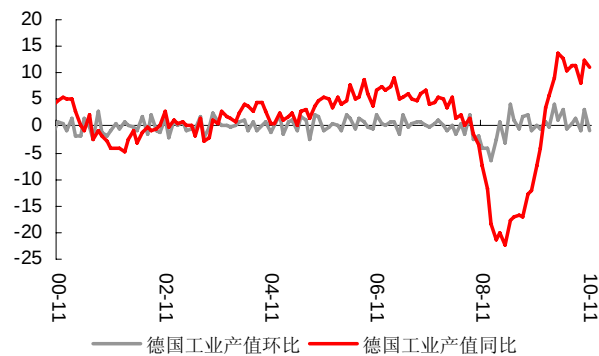


图 21 德国工业产值



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

图 22 欧元区消费者价格指数（CPI）

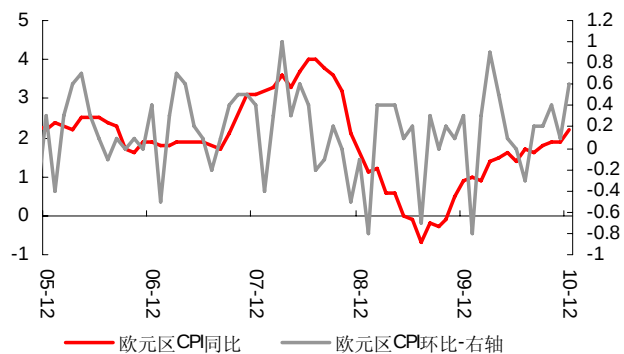
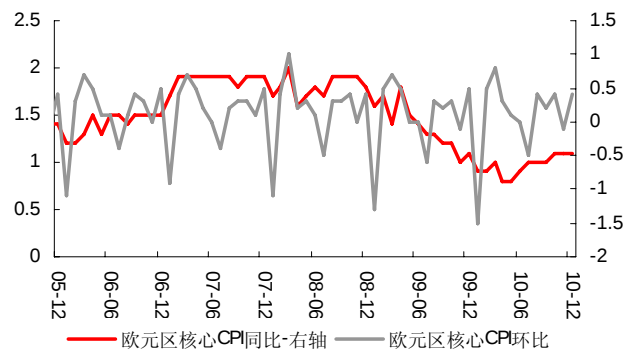


图 23 欧元区核心消费者价格指数（核心 CPI）



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

图 24 欧元区 CPI-住房价格

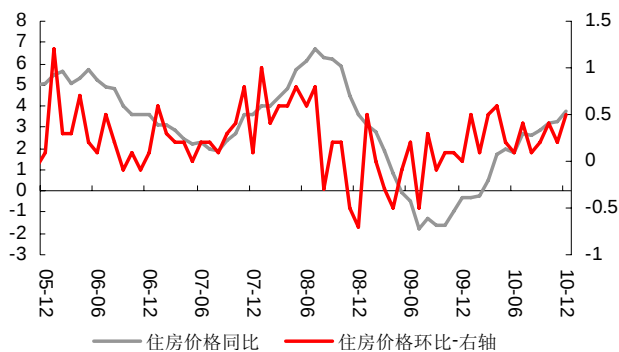
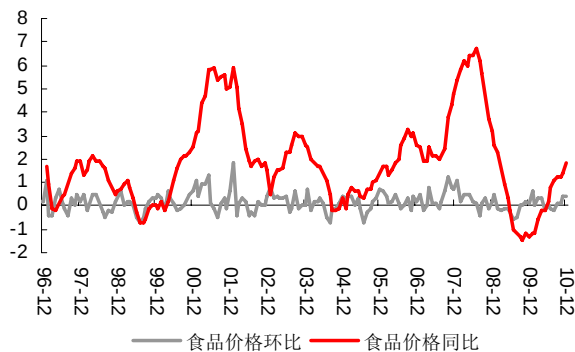


图 25 欧元区 CPI-食品价格



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

图 26 欧元区经常项目净额

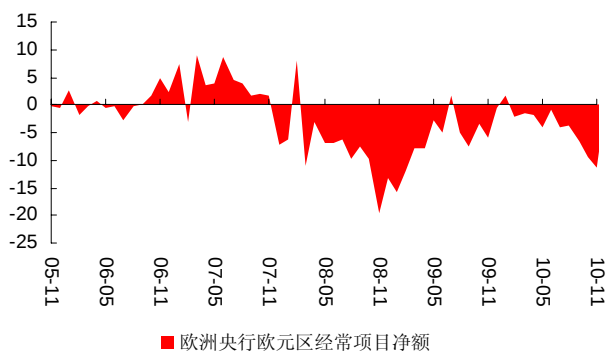
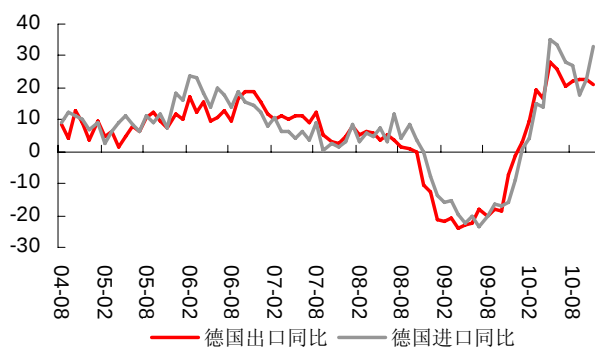


图 27 德国进出口



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

图 28 德国零售销售

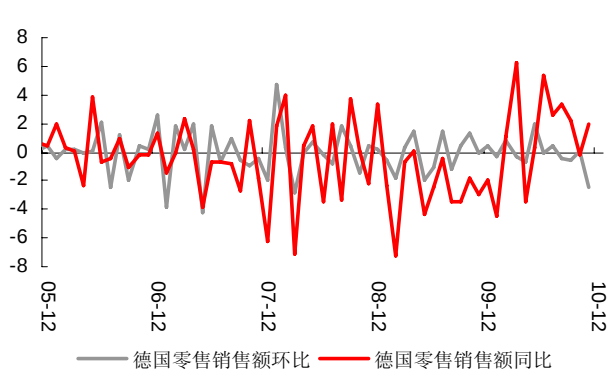
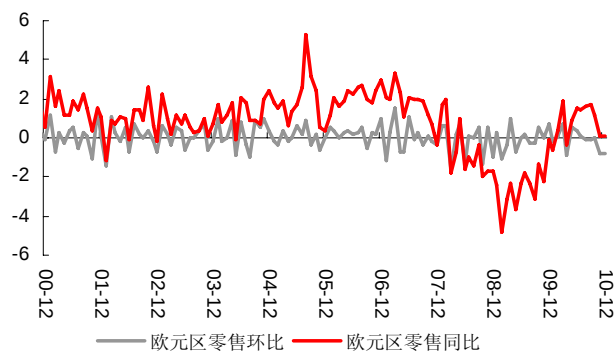


图 29 欧元区零售销售



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

日本经济

短期日本经济显露出了细微的复苏迹象，日本内阁府在1月21日公布的1月份月度经济报告中，把对该国经济整体形势的评估从“停滞不前”上调为“虽处于停滞状态，但部分领域可以看到改善迹象。我们从投资，出口，消费几个角度来看日本的经济复苏，近期有以下几个特征：

第一，工业产出已经出现回暖迹象，12月产能利用率上升到了86.7，11月工业产值同比增加5.8%，企业利润正在改善，业务投资出现好转，11月机械订单同比增速达到11.6%；

第二，尽管就业情况仍较严峻，但是已经出现初步复苏迹象，零售销售同比小幅增长；

第三，进口增速快于出口增速，贸易顺差进一步收窄；

第四，近期整体价格走势表明，日本经济处在温和通缩阶段。

对于日本经济的复苏，仍不可有太大的期望，OECD日本领先指数连续数月维持在93-94之间，仍未出现明确的增长态势，发达经济体中，日本弱于美欧的格局2011年均将持续。

图 30 OECD 日本领先指数

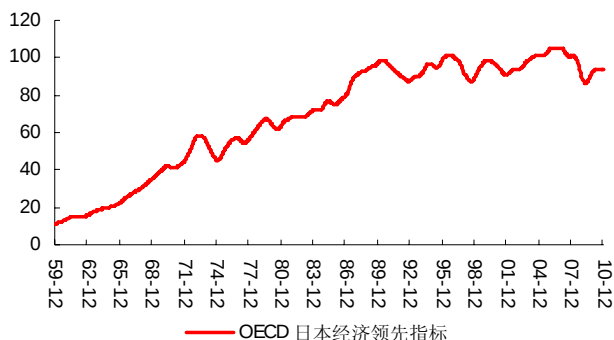
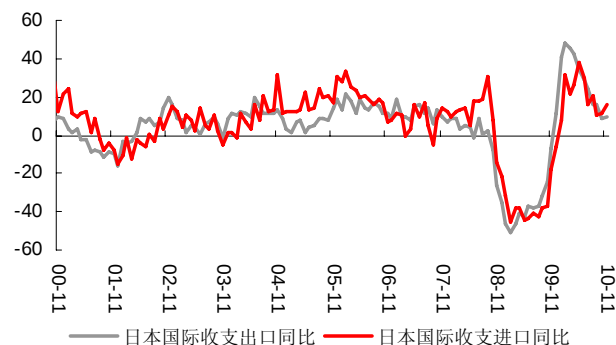


图 31 日本进出口



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

图 32 工业产值环比

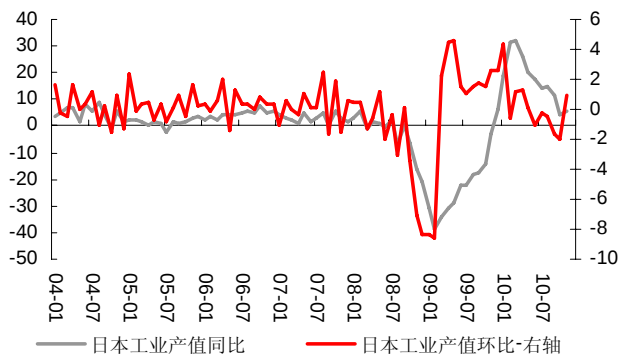
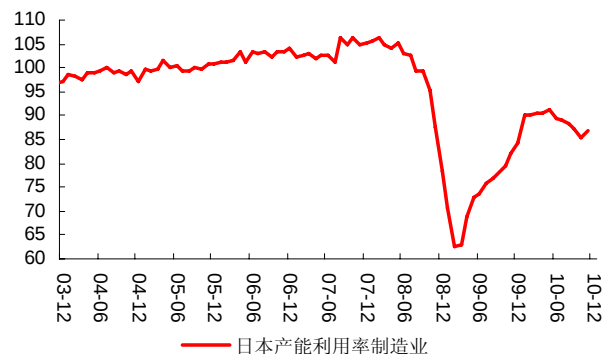


图 33 日本制造业产能利用率



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

图 34 日本失业率

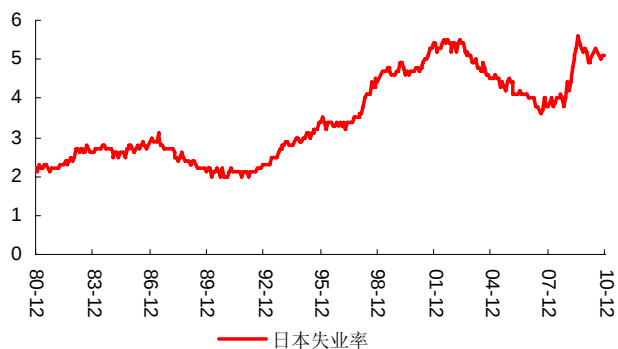
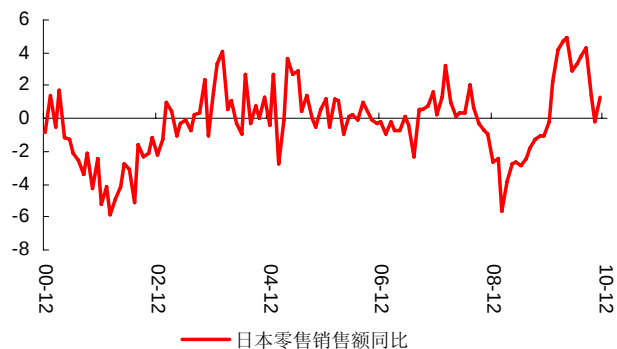


图 35 日本零售销售同比



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所。

图 36 日本 CPI

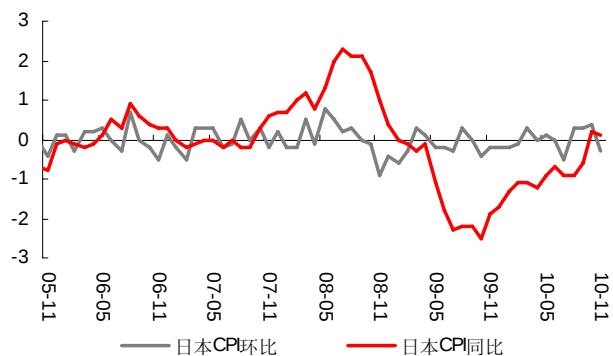
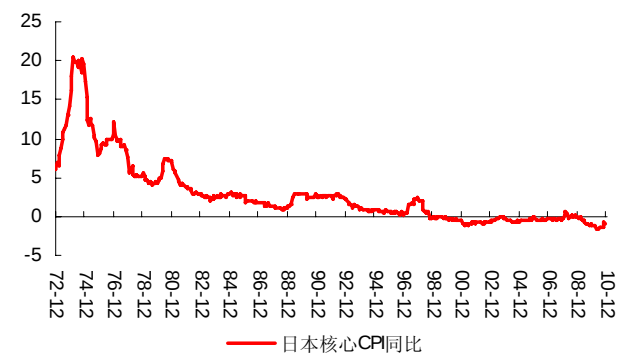


图 37 日本核心 CPI



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所。

金砖四国及新兴经济体

对于金砖四国和新兴经济体，我们关心的依然是经济增速和通胀这一对难以调和的矛盾。最新 OECD 领先指标显示，巴西，印度，韩国等国未来的经济增速仍可期待。其中，韩国，印度领先指标增长强劲，巴西稍弱，但短期通胀的压力在各国均同时存在。

印度，11 月的 CPI 为 8.33，但由于受粮食、石油和原物料价格上涨影响，12 月的 CPI 加速至 8.43%。本月 25 日市场对印度央行加息的预期非常强烈。

巴西自 2010 年 7 月加息后，通胀略有缓和之后又开始上升，12 月的 CPI 达到 5.91，一方面国内需求升温，同时国际大宗商品价格持续大涨，另一方面近期的洪水则让情况更加复杂。在 19 日结束的新年首次议息会议上，巴西央行的决策委员会毫无异议地宣布，将基准利率上调 50 基点，至 11.25%。

韩国在去年 7 月及 11 月已分别加息 0.25 个百分点，12 月 CPI 同比达到 3.5，环比上升 0.6，韩国政府于 13 号宣布加息 25 个基点利率增至 2.75%，提前对抗可能出现的又一轮通胀压力。

对通胀的担忧将引起金砖四国可能进入连续加息的通道，对需求毫无疑问会负面影响，导致 GDP 增速可能进一步下滑，但相比 G3 经济体，仍处于高速。

图 38 OECD 巴西，印度领先指标

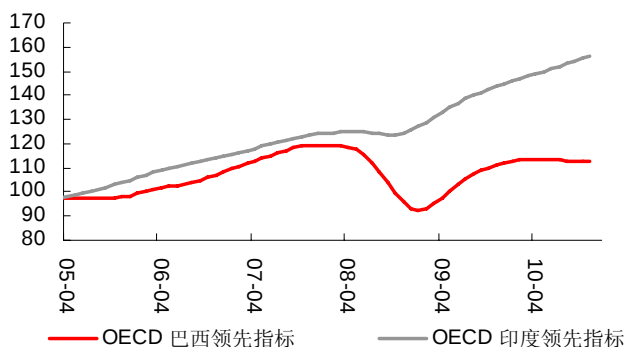
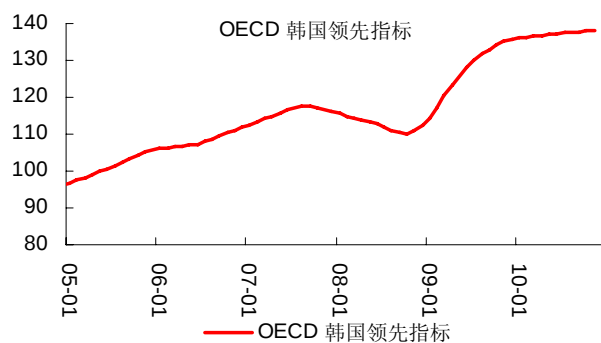


图 39 OECD 韩国领先指标



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

图 40 巴西工业产值

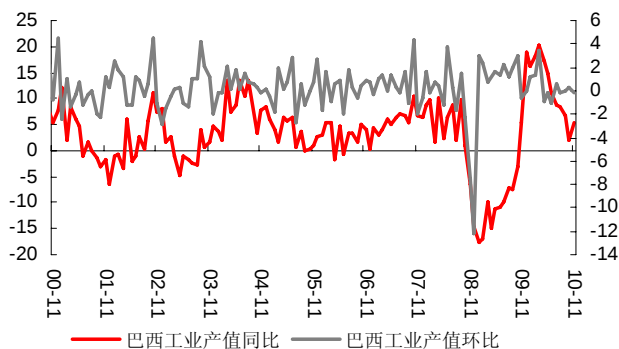
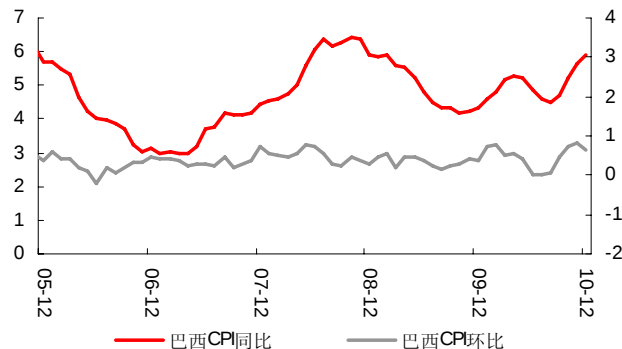


图 41 巴西 CPI



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

图 42 印度工业产值

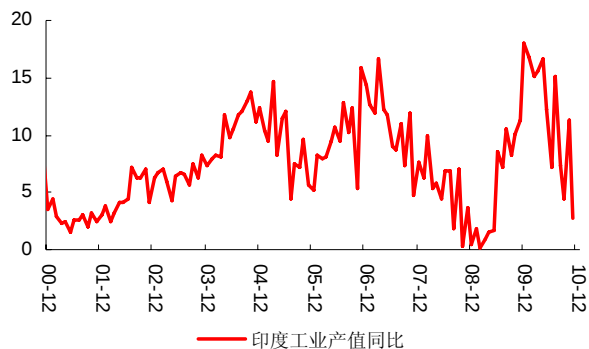
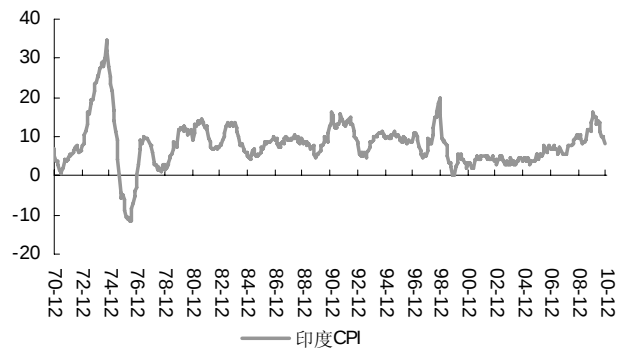


图 43 印度 CPI



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所。

图 44 韩国工业产值

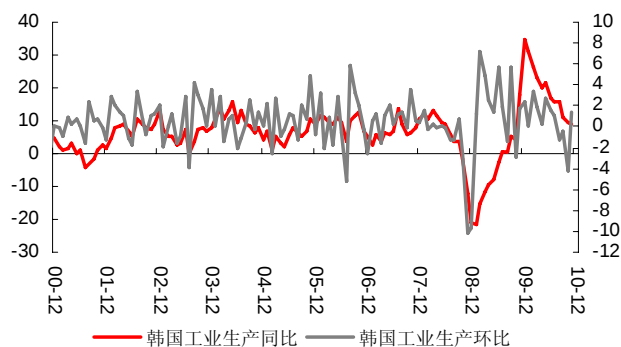
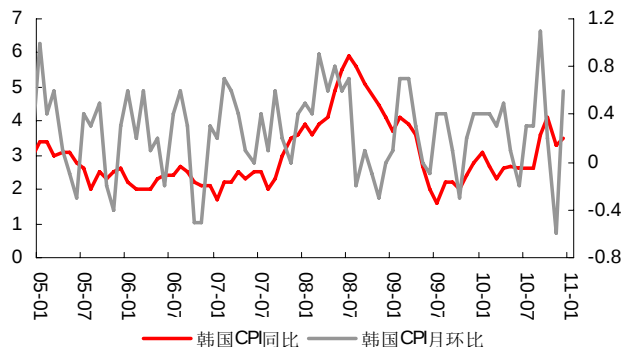


图 45 韩国 CPI



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所。

图 46 巴西零售销售

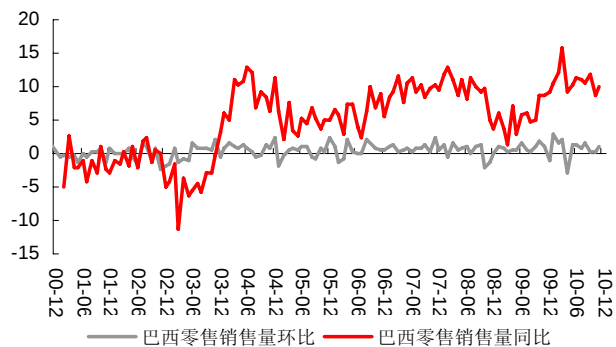
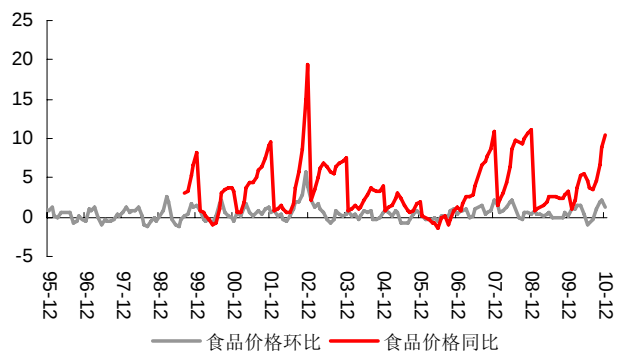


图 47 巴西食品价格



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所。

资源国

对资源国的分析，我们侧重于贸易与价格，澳大利亚进出口同比在 2010 年下半年开始持续增长，11 月进口略快于出口，贸易余额小幅收窄。加拿大进出口增速也保持了较好的水平，12 月出口增速略快于进口增速，贸易逆差收窄。

价格上来看，澳大利亚在此轮经济复苏中，是所有国家中最先进行调整的，通胀上升的最早，经过 2009-2010 年多次连续加息后，目前的通胀已经处于相对稳定的态势，向外输出通胀的力度已经下降。而加拿大在通胀高企后，由于对经济增长的担心，采取的货币政策相对温和一些，故 CPI 在未来依然存在上升的压力，继续向外部输出通胀。

图 48 澳大利亚贸易余额

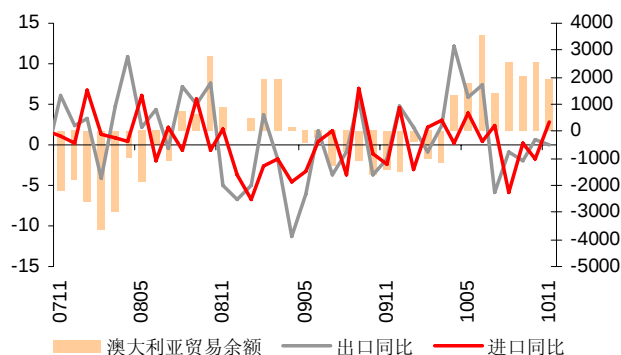
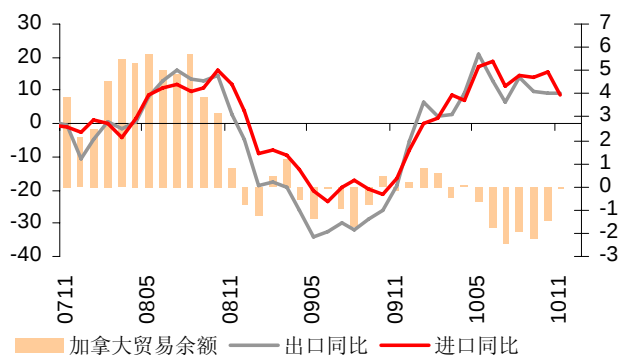


图 49 加拿大贸易余额



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。

图 50 澳大利亚 CPI

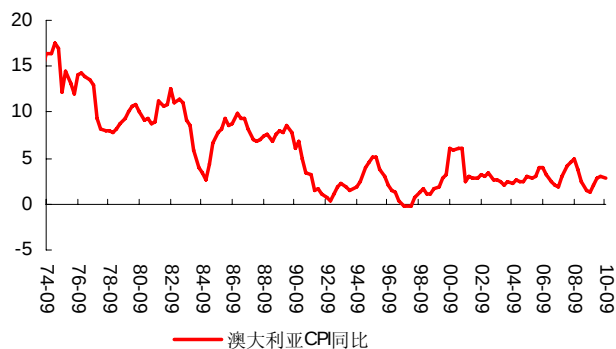
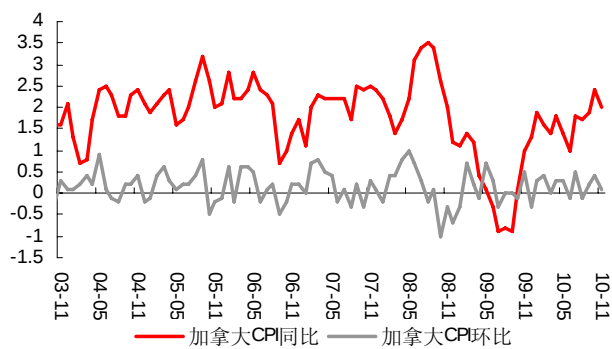
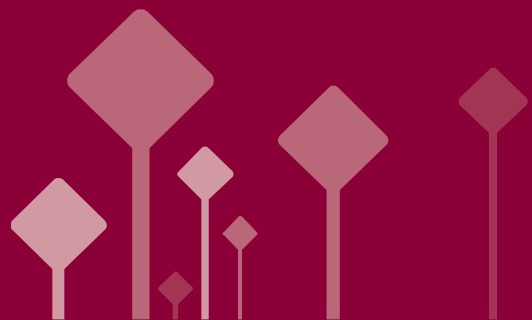


图 51 加拿大 CPI



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成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收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn