

“滞胀”新解



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

陈勇

SAC 执业证书编号:S1000510120044
(021)5010 6011
chenyongsz@mail.htlhsc.com.cn

张晶

SAC 执业证书编号:s1000510120033
(0755)8249 2011
zhangjing@mail.htlhsc.com.cn

曹阳

SAC 执业证书编号:s1000511050001
(0755)8249 2011
caoyang@mail.htlhsc.com.cn

联系人

杨斌

(0755)8277 6426
yangbin@mail.htlhsc.com.cn

每周思考：为什么经济还在“过热”

- 本轮滞胀持续的时间显著较长，通常的解释包括，流动性和食品价格周期叠加、经济增长下行滞后、和刘易斯拐点后的持续高通胀。我们从潜在增长率和产出缺口的角度给出解释认为，中国潜在增长率的下滑快于实际增速下滑，因此产出缺口被低估，经济增速虽然下滑，但仍显得“过热”，使得通胀水平仍然较高，从而导致“滞胀”。
- 通常潜在增长率的计算和产出缺口是联系在一起的。滤波法计算的潜在增长率为 9.5%，它的缺陷在于，对长期增长率的估算只是根据历史趋势。根据生产要素法估算潜在增长率有前瞻性，这种方法通过对劳动、资本、教育和技术进步的估算，从供给角度计算经济的长期增长率，它计算当前我们的潜在增长水平为 8.5%，显著低于前者。
- 产出缺口反应了经济过热的程度。当前的产出缺口被低估。指望经济增长的缓慢下行达到通胀下行的结果是靠不住的。因为，潜在增长率的下行快于实际增速的下降。当前的经济仍显得有些过热。
- 经济的潜在增长水平短期难以改变，因为包括劳动、资本、技术进步、教育，甚至资源能源环境的生产能力在短期内既定，这就意味着，控通胀，需要总需求进一步下降，唯有这样，实际产出缺口才可能逐渐转负，从而拉动通胀下行。

一周观点：海外经济疲弱，国内通胀仍有压力

- 本周经济基本面值得注意的方面包括：1、食品价格仍然上涨，通胀压力较大；2、官员表态地方政府融资平台和房地产贷款风险可控；3、央票收益率上涨，加息预期再起；4、法德峰会无实质性成果，欧债危机困扰市场；5、美国经济数据疲软，投资者避险情绪上升。
- 综合而言，海外经济前景不容乐观。欧洲方面，欧债危机仍无明确的解决方法，导致了金融市场的反复震荡；而美国经济复苏始终未见起色，房地产市场和就业市场持续恶化，难以在短期内明显改善。而海外经济的疲软表现或将拖累中国出口，对国内经济产生负面影响。
- 目前通胀仍是国内经济的关注重点。虽然此前市场预期将在 7 月见顶，但通胀见顶后是保持高位运行，还是快速回落并无明确趋势。目前看来，通胀虽然再创新高的可能性不大，但也并没有明显的下滑迹象，我们仍需要观察通胀见顶后的政策走向。

目 录

本周思考：为什么经济还在“过热”	4
本轮“滞胀”持续时间有点长.....	4
潜在增长率计算：人脑 PK 电脑.....	5
产出缺口与通货膨胀.....	6
需求不下，则通胀不下	7
国内经济与政策	8
每周政策动态	8
加息将是未来不得不考虑的政策选项.....	8
货币市场	9
价格形势	10
海外经济	11
欧洲债务危机跟踪.....	11
美国：经济疲弱，通胀上行	12
欧洲：增长乏力、危机未解	13
日本：复苏超预期，日元升值成障碍.....	14
下周经济日历	16

图表目录

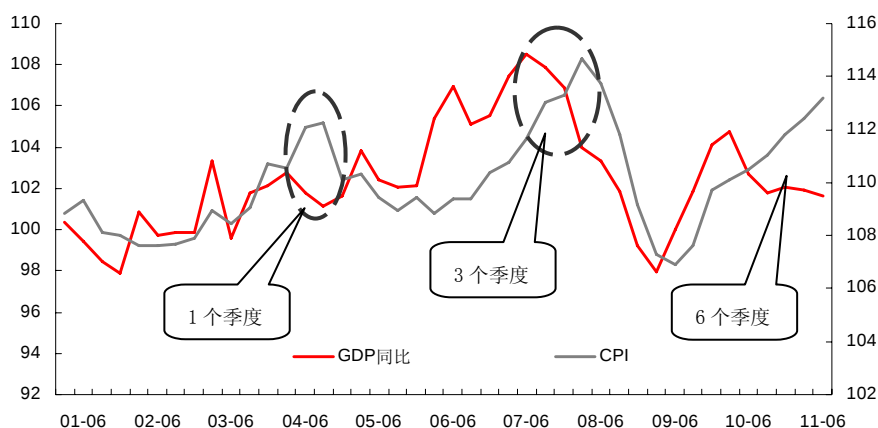
图 1:	本轮“滞胀”持续时间有点长.....	4
图 2:	中国的潜在增长率变化—滤波法(%)	5
图 3:	中国的潜在增长率变化—生产要素法(%)	5
图 4:	GDP 产出缺口与 CPI (%)	6
图 5:	工业增加值产出缺口与 CPI (%)	6
图 6:	工业部门潜在增长率领先于 GDP (%)	7
图 7:	7 天期银行拆借与回购利率低位徘徊(%).....	9
图 8:	票据贴现利率高位回落(%).....	9
图 9:	央票与正回购到期量下滑	9
图 10:	货币净投放有所回升	9
图 11:	农产品价格指数再度回升	10
图 12:	猪肉价格高位震荡.....	10
图 13:	禽蛋价格快速上涨.....	10
图 14:	牛羊肉价格开始补涨	10
图 15:	原油价格仍在低位调整	10
图 16:	有色金属领跌工业品价格指数(上周=100)	10
图 17:	PIIGS 相对德债利率居高不下, 欧债危机仍困扰市场.....	11
图 18:	美国 CPI 仍处高位, 核心 CPI 缓步上升	12
图 19:	美国营建许可继续下滑	12
图 20:	美国旧屋销售环比下降	13
图 21:	美国新屋开工环比小幅回落	13
图 22:	美国工业产值反弹.....	13
图 23:	美国初请失业金人数小幅下降.....	13
图 24:	欧元区经济出现下滑	14
图 25:	德国经济增速大幅放缓	14
图 26:	英国 CPI 攀升但央行仍未加息	14
图 27:	英国失业率居高不下	14
图 28:	日本 GDP 增速小幅反弹.....	15
图 29:	日本经济预期显著改善	15
图 30:	日本汇率持续走强.....	15

本周思考：为什么经济还在“过热”

本轮“滞胀”持续时间有点长

我们的讨论源于一个疑惑：本轮“滞胀”持续的时间实在有点长。通常认为，如果只考虑经济因素¹，滞胀是经济周期末端常见的组合：产出下行，价格上行。因为在经济周期末端，主要经济指标都将下行，只是因为价格滞后于产出，产出先下和价格未下的情形，就是典型的“滞胀”。如下图的标注。

图 1： 本轮“滞胀”持续时间有点长



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

问题是，本轮经济调整中，滞胀持续的时间着实有点长。以季度数据来看，2004 年的滞胀持续 1 个季度（2004.Q2-2004.Q3），2007 年的滞胀持续了 3 个季度（2007.Q2-2008.Q1），而如今，从 2010 年一季度 GDP 增速高点以来，所谓的滞胀已经持续了 6 个季度。

面对这个问题，通常有三种反应：

第一种认为，由于 2009 年开始的刺激政策力度过大，货币投放过多，叠加农产品价格上涨的周期性，导致了本轮通胀持续时间较长。这种说法不无道理，但只解释“胀”的问题，没有解释“滞”的问题，也没有解释滞、胀并存时间过长的的问题。

第二种认为，从产出（经济增速）下行到通胀回落需要持续一段时间，流动性存量过大是通胀持续时间长的主要原因，通胀未下，只是时间未到而已。这种看法不能解释通胀什么时候下、什么条件下的问题。

第三种看法认为，中国已过刘易斯拐点，农产品价格和工资成本上升将是一个长期现象，未来较高通胀可能是一个常态。这种说法忽略了两个因素：农产品价格周期，以及劳动生产率提升对工资成本的消化。

我们从潜在增长率和产出缺口的角度给出另一个解释。

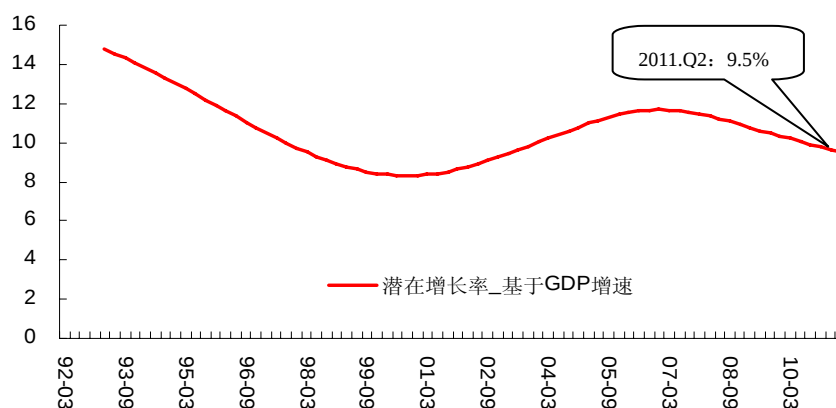
¹ 这里其实隐含这样的意思：上个世纪七十年代两次滞胀，与当时的石油危机不无关系，而石油危机的直接源于地缘政治冲突，非经济因素。也就是说，曾经两次著名的滞胀是外生冲击的结果。

潜在增长率计算：人脑 PK 电脑

通常潜在增长率的计算和产出缺口是联系在一起的，其原理是：利用特定的计算方法，根据长期数据拟合出经济增长的长期趋势，这个长期趋势反映了潜在增长率，而实际增长对长期趋势的偏离被定义为产出缺口。

对季度数据进行 HP 滤波计算的潜在增长率如图 2。它至少可以告诉我们两个信息：第一，中国的潜在增长率不是一成不变，2007 年开始有所下滑；第二，中国的潜在增长率仍然很高，2011 年大约为 9.5%。

图 2： 中国的潜在增长率变化—滤波法（%）

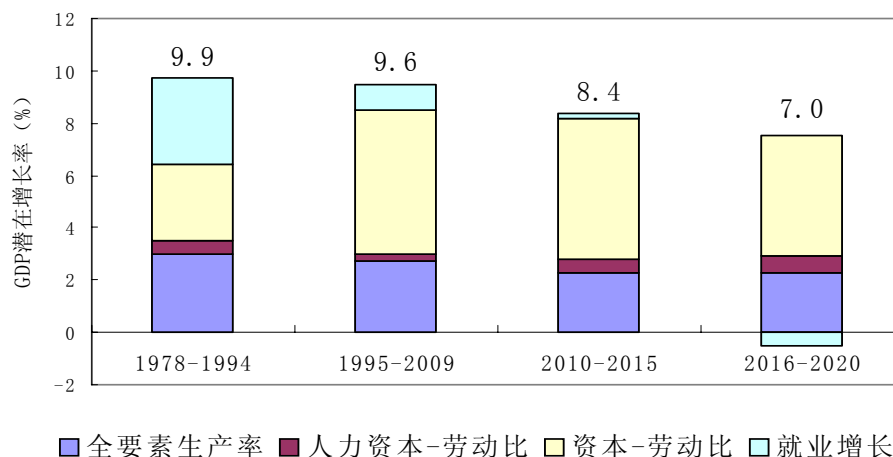


资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

我相信，这种流行的算法把一些研究人士带进了误区。它的缺陷在于，这种计算方法只是根据历史趋势，电脑无法预见未来。

用一些简单的逻辑和计算，我们可以得到中国潜在增长率的另一种结果，这是根据生产要素法估算的。这种方法通过对劳动、资本、教育和技术进步的估算，从供给角度计算经济的长期增长率。在经济发展史上，劳动、资本、教育和技术进步被为是最重要的生产要素。

图 3： 中国的潜在增长率变化—生产要素法（%）



资料来源：华泰联合证券研究所，转引自蔡昉（2011）

对比图 2 和图 3，我们可以得到，电脑高估了我国的长期增长率。从逻辑上讲，我们倾向生产法得到的较低的长期增长率，因为我国劳动人口数量即将步入减少趋势，资本积累速度不可能再快，资源、能源、环境已经面临瓶颈，技术进步（广义上的）依赖于大的制度改进和技术潮流。

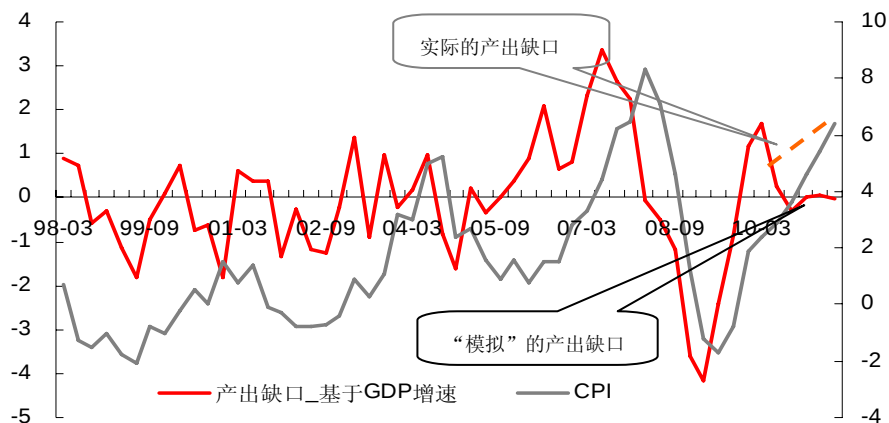
按照图 3 的计算，我国当前的潜在增长水平为 8.5%。

产出缺口与通货膨胀

如果潜在增长率被高估，则产出缺口被低估。

如图 4，产出缺口与 CPI 从 2010 年二季度以后的相关性消失。这反证了中国潜在增长率确实在下行，去年二季度以来，10%左右的经济增速确实在模拟的潜在增速附近，但它可能显著高于实际的潜在增速。也就是说，实际产出缺口高于模拟数据。

图 4： GDP 产出缺口与 CPI (%)

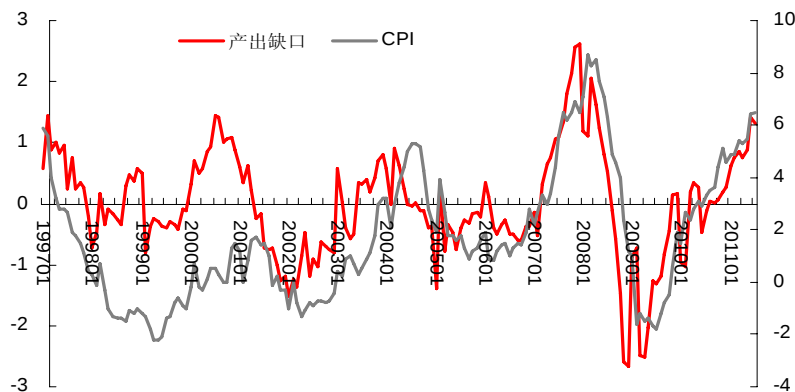


资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

产出缺口反应了经济过热的程度。图 4 说明，虽然经济增速有所下滑，但我国经济可能还显得过热，因为潜在经济增长率相对于实际经济增速下降更多。

我们还可以给出证明。工业增加值的产出缺口与通胀的相关性更加明显。图 5 我们看到，虽然工业增加值增速已经下滑，但产出缺口依然在上升，其原因可能是两方面：一是工业增加值增长基数较高；二是工业潜在增长率下降得更快。

图 5： 工业增加值产出缺口与 CPI (%)

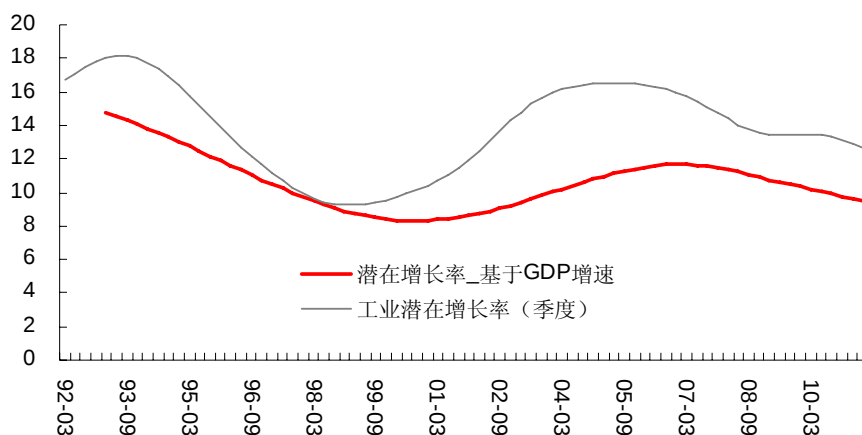


资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 6 显示，模拟的工业部门潜在增长率确实在快速下降。从 2007 年最高的 16.54% 已经降至 2011 年 7 月的 12.54%，降幅达 4 个百分点。这从另一角度证明了，我们此前认为中国工业最快时期已经过去的说法是正确的。

为什么模拟的工业潜在增速比潜在 GDP 增速下降得更快？我们的初步判断是，工业是边际上波动最大的部门，它可以被认为是 GDP 增速变化的领先指标。

图 6： 工业部门潜在增长率领先于 GDP (%)



资料来源：华泰联合证券研究所，转引自蔡昉（2011）

需求不下，则通胀不下

我们从滞胀出发，发现中国的潜在增长率被“电脑”高估，由此得出实际产出缺口更高，这可能是高通胀持续不下的一个主要理由。

我们的研究还表明，指望经济增长的缓慢下行达到通胀下行的结果是靠不住的。因为，潜在增长率的下行快于实际增速的下降。当前的经济仍显得有些过热。

经济的潜在增长水平短期难以改变，因为包括劳动、资本、技术进步、教育，甚至资源能源环境的生产能力在短期内既定，这就意味着，控通胀，需要总需求进一步下降，唯有这样，实际产出缺口才可能逐渐转负，从而拉动通胀下行。

国内经济与政策

每周政策动态

本周值得关注的事件有三：

- 1、8月15日，胡锦涛总书记在广东省深圳、广州等地考察工作。
- 2、8月18日，李克强赴香港出席“十二五”规划与两地经贸金融合作发展论坛和香港大学百年庆典并视察香港特区；周小川披露扩大香港人民币池子多项具体措施。
- 3、8月18日，银监会主席刘明康在接受采访时表示，地方政府融资平台和房地产贷款风险可控，此外，刘明康还要求严防“影子银行”风险传递。

我们的看法：

- 1、胡锦涛总书记在深圳、广州的考察有两个看点：其一、胡总书记所参观企业多数为科技创新类民营企业，显示了中央对经济转型的决心；其二、保障房等民生工作是胡总书记的另一考察重点。从近期中央领导各地考察来看，民生问题成为今年中央关注的核心问题之一。
- 2、李克强在香港提出的推动内地与香港经贸金融合作的六点措施，无疑是对近期出现衰退势头的香港经济注入了强心剂。六点措施中特别值得关注的是对香港金融业的推动：一是被称为“港股半直通车”的港股 ETF 被明确即将推出，此举将增加港股交易量；二是境内机构赴香港发行人民币债券将会提高规模，按周小川的表态，年内将提高到 500 亿的规模；三是巩固了香港人民币离岸中心地位，并允许 RQFII 投资境内证券市场，起步金额为 200 亿元。此举对内地股市利好，同时也有利于规范国际热钱的流入。
- 3、近期央行和银监会官员频繁表态，从中透露以下几个信息：第一，银监会表态的次数明显增加，表明高层关注对金融风险问题更加重视；第二，金融风险主要集中在地方债务问题和民间借贷问题，两者风险正在逐渐暴露，但后果仍未可知，保持政策总量紧缩是控制风险进一步扩大的基础；第三，中小企业融资问题将是未来政策结构性松动的优先领域。

详情请关注《华泰联合证券每周政策动态》。

加息将是未来不得不考虑的政策选项

8月16日，央行发行一年期央票的中标收益率上涨逾8个基点，此举使得市场关于加息的预期再度升温。我们认为，加息预期升温值得重视，加息仍将是未来不得不考虑的政策选项。关于加息或不加息的理由，市场存在下面的疑问：

- 疑问 1：通胀或已触顶回落，加息理由不充分。这个疑问有颠倒因果之嫌。通胀回落的预期不能成为不加息的理由，相反，正因为未来有加息等紧缩政策，关于通胀回落的预期才变得可靠。2004 年的经验表明，即使通胀水平真的回落，也不能排除加息。负利率始终是通胀的一个隐患。当金融处于被抑制状态，持续的负利率将导致通胀风险。
- 疑问 2：近期人民币快速升值，加息必要性不大。这个理由值得重视，但仍不充分。从 2007 年底开始，加息动作停止，货币政策价格工具转而采用汇率，人民

币兑美元快速升值。但是，2007 年底以后，除了加速升值之外，宏观调控还有一个更有力手段——直接的价格干预。

- 疑问 3: 地方融资平台风险开始暴露，管理层不愿加息。加息 25 个基点增加 250 亿元的利息成本，对全年 10 万亿的财政收入和 2 万亿的土地收入来说微不足道。地方融资平台风险将是一个逐渐暴露和逐渐释放的过程，相对于通胀可能造成的经济风险和社会风险，地方融资平台问题的重要性较低。只有通胀得到控制，经济成功实现软着陆，地方融资平台风险才有更好条件去化解。
- 疑问 4: 再次加息可能导致经济硬着陆。这一说法似是而非。加息对需求抑制不明显。实体经济对利率不太敏感，其融资成本早已超过基准利率。加息有利于抑制通胀预期，这是抑制通胀和实现经济软着陆的关键。在通胀如此高的情况下，避免硬着陆的唯一选择是软着陆。而软着陆的关键是通胀下行到一个可控水平。

详情请见《加息预期四问》(2011-08-16)。

货币市场

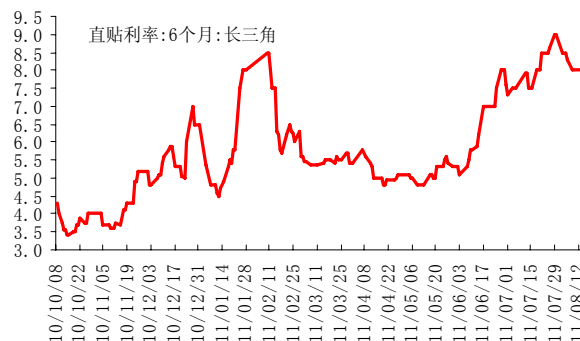
资金面继续保持较为宽松的态势，作为市场标杆的 7 天期银行拆借利率始终保持在 3% 附近的低位运行。央行 16 日发行的 1 年期央票中标收益率上涨逾 8.58 个基点至 3.584%，引发了市场对加息的担忧。但从回购定盘利率的情况来看，此次央票发行利率上行对资金面情况似乎并未产生太大直接影响。本周央票或正回购到期量较上周大幅回落，当前资金面宽松的情况是否能够持续仍需要进一步观察。

图 7: 7 天期银行拆借与回购利率低位徘徊(%)



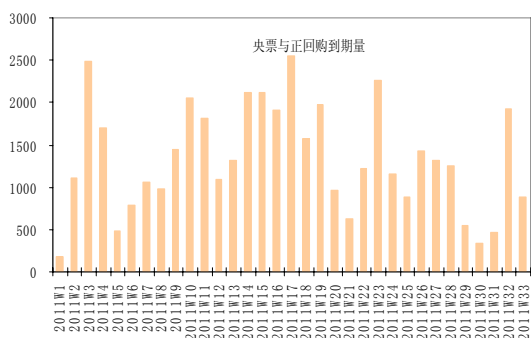
资料来源: Wind 华泰联合证券研究所

图 8: 票据贴现利率高位回落(%)



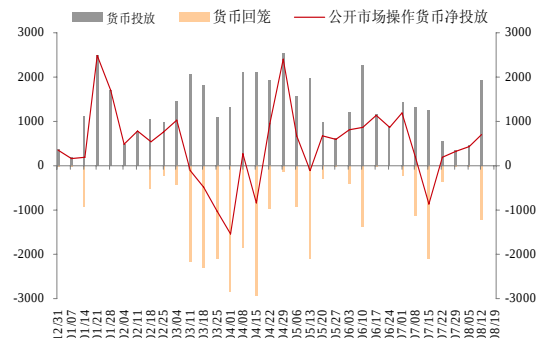
资料来源: Wind 华泰联合证券研究所

图 9: 央票与正回购到期量下滑



资料来源: Wind 华泰联合证券研究所

图 10: 货币净投放有所回升

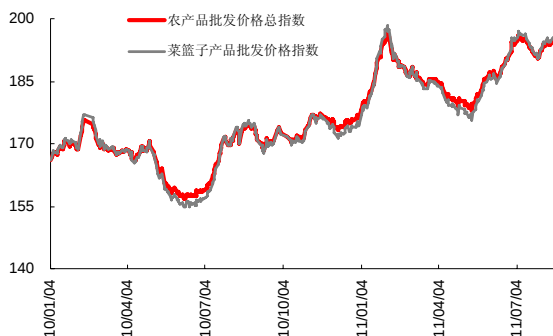


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

价格形势

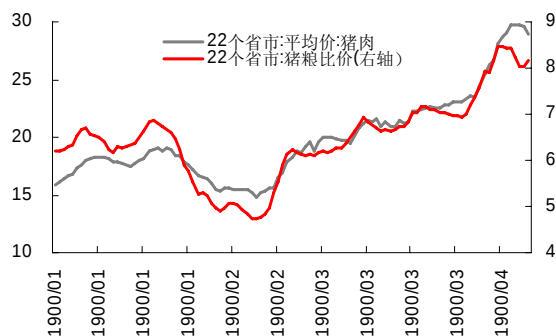
农产品价格保持震荡向上的态势，其中猪肉价格为主的肉禽蛋价格并未出现明显回落，考虑到食品类价格在CPI的权重较高，后期通胀仍面临较大压力，或难在短期内出现明显回落。受欧美经济可能再度陷入衰退的影响，工业品价格均出现不同程度的下滑，PPI压力短期有所缓解，而黄金价格则再创新高。短期来看，国内输入型通胀的压力有所减弱。

图 11：农产品价格指数再度回升



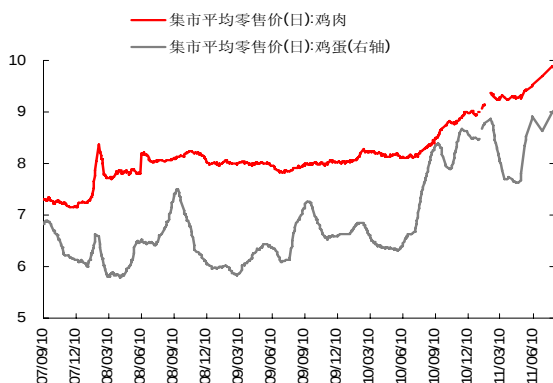
资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 12：猪肉价格高位震荡



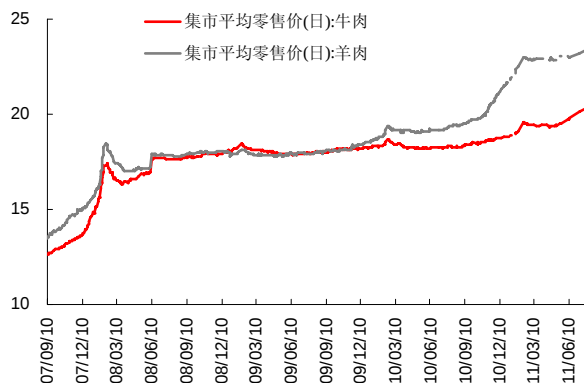
资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 13：禽蛋价格快速上涨



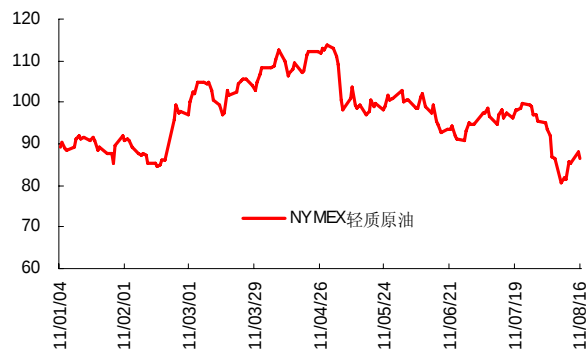
资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 14：牛羊肉价格开始补涨



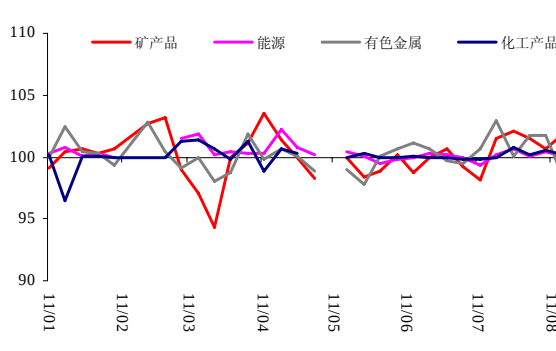
资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 15：原油价格仍在低位调整



资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 16：有色金属领跌工业品价格指数（上周=100）



资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

海外经济

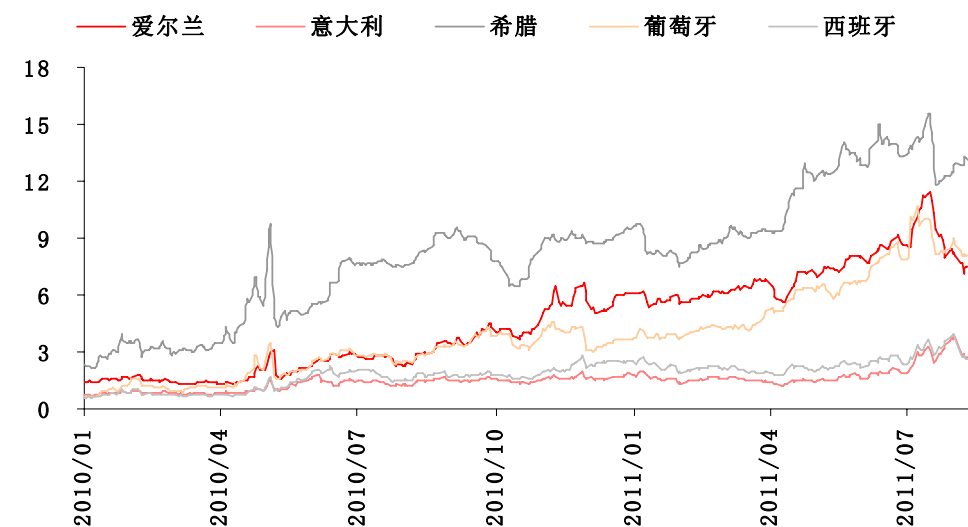
欧洲债务危机跟踪

16日，德法两国领导人在巴黎进行会晤。双方提议对经济政策实施更加密切的联合管理，提议建立欧洲经济政府（European Economic Government），征收金融交易税等一系列措施，希望能够遏止目前越演越烈的欧元区主权债务危机。但对于此前市场密切关注的欧元债券，双方均表示无意推动发行，也没有进一步扩大欧洲稳定基金规模的计划。

由于德法峰会的结果没有实质性利好，未能提振市场信心。**第一，双方在联合发行欧元债券上没有取得一致。**所谓欧元债券是以欧元区17国，而非发债国本身的国家信用作为担保，由于德国信誉较高，联合发债可以降低投资者对希腊、葡萄牙等国要求的风险溢价，但是这种附加担保会增加德债的发行成本，由此德国未必支持这一“搭便车”行为；**第二，两国领导人建议成立欧洲经济政府，并将推动将欧元区17国将平衡预算写入宪法，但是我们认为短期难以成行。**其一，各国财政情况分化、在统一货币后在上收各国财政政策权力，在经济周期不同步时将进一步减少政府调控手段，其二，这一议题需要各国议会通过，会在较长时间面临纷争；**第三，双方未对扩大欧洲金融救助机制规模达成协议。**目前该机制担保额在4400亿欧元，在对希腊、西班牙和葡萄牙救助中已经使用一半以上，根据估计如果意大利情况恶化，新的资金规模需要2万亿欧元左右，为现有规模的5倍，在经济走弱时增资必将面临本国选民的压力。

前瞻的看，我们依然认为欧洲债务危机是最重要的风险点，危机失控的概率仍在增加。联合发债和统一财政是欧元区近乎唯一的选择，如对债务率超标国家建立征收1—2%GDP的惩罚性税收来建立硬约束、各国让渡更多的国家主权，但这一方案达成概率很小。

图 17：PIIGS 相对德债利率居高不下，欧债危机仍困扰市场



资料来源：华泰联合证券研究所

美国：经济疲弱，通胀上行

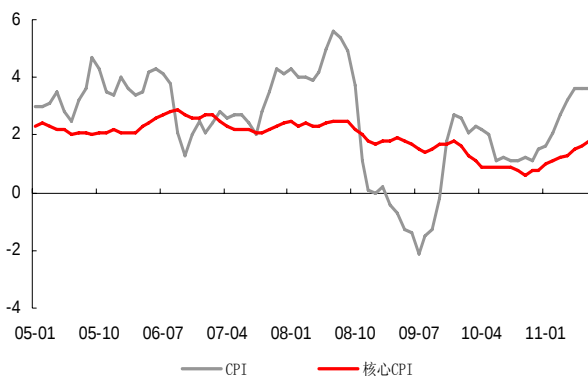
美国国内物价水平继续走高，7月消费者价格指数(CPI)环比上涨0.5%，同比增幅达到3.6%，均高于市场预期的环比0.2%和同比3.3%，扣除食品和能源的核心通胀同比增长1.8%，高于预期值1.7%，创2009年12月以来新高。由于投入品价格上涨，工业品价格指数(PPI)同比上涨7.2%，核心PPI涨幅达到2.5%。

美国6月CPI月率曾下降0.2%，油价走低使美国通胀一年来首次出现下降。但7月份汽油和食品价格持续上涨，美国通胀水平继续上升。通胀水平走高，使美联储没有充分的理由推出新一轮货币宽松措施，而制造业活动增速降低，费城联储的总体经济指数本月跌至-30.7，为2009年3月份经济衰退以来的最低水平，美国经济可能面临新一轮滞涨的风险。

美国房地产市场仍未摆脱低迷。7月新屋开工数年化数为60.4万套，略高于市场预期的60万套，环比下降1.5%，好于预期的下降4.6%，同比增长9.8%。7月单一家庭住宅开工数量月比下降4.9%，多户家庭住宅的开工数量月比上升7.8%。7月营建许可为59.7万套，环比下降3.2%弱于预期的下降1.8%，折合年率为60.6万套。新屋开工仍然低于健康水平。此外，存屋销售数据弱于预期，存屋销售仅为467万，环比下滑-3.5%，低于市场预期的492万，终结了此前连续2个月的增长势头，数据表明房地产市场依然疲弱。

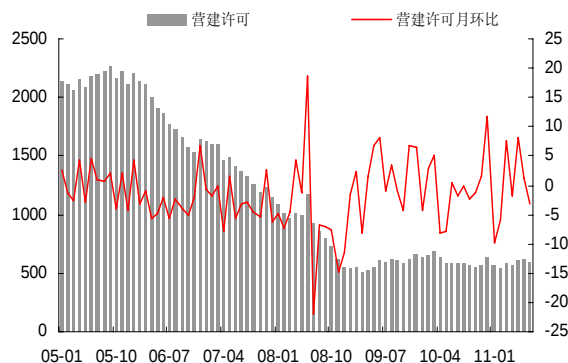
从就业数据来看，当周申请失业金人数上升到40.8万，高于市场预期的40万，相比上周增加了0.9万人。失业率仍维持在9%以上，就业市场并未明显好转。美国7月工业产出月率上升0.9%，好于预期的0.4%，当月工业产能利用率为77.5%，高于预期的76.9%，创下2008年8月以来最高。7月份美国工业产出好于预期，但工业产出好转并未有效改善就业市场情况，如果美国三季度经济复苏力度不及预期，高企的失业率进一步或将影响居民消费支出的增长。

图 18： 美国 CPI 仍处高位，核心 CPI 缓步上升



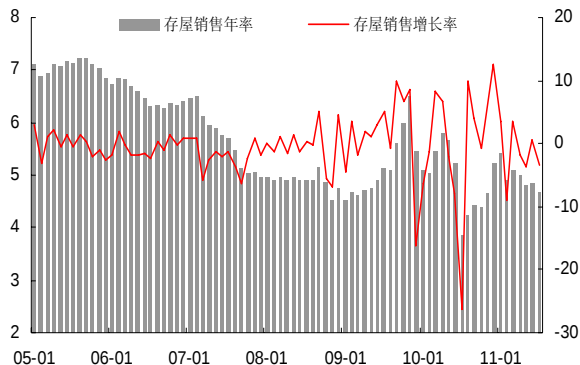
资料来源：华泰联合证券研究所

图 19： 美国营建许可继续下滑



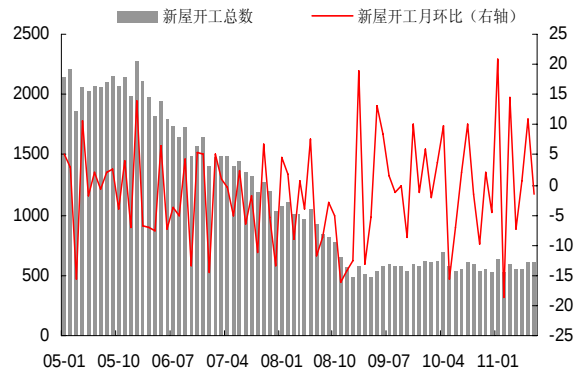
资料来源：华泰联合证券研究所

图 20: 美国旧屋销售环比下降



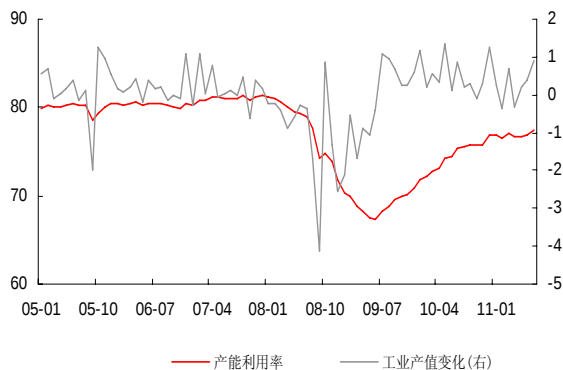
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 21: 美国新屋开工环比小幅回落



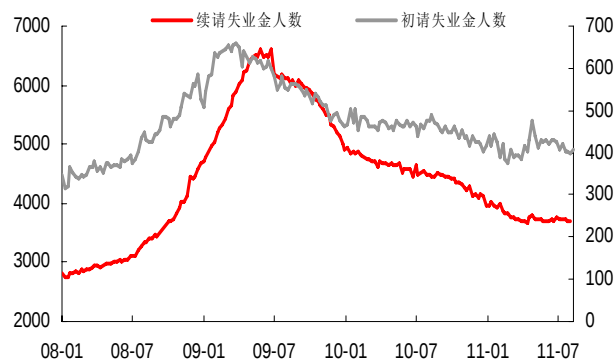
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 22: 美国工业产值反弹



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 23: 美国初请失业金人数小幅下降



资料来源: 华泰联合证券研究所

欧洲: 增长乏力、危机未解

欧元区第二季度经济增长低迷, 作为欧元区火车头的德国经济增速放缓是主要原因。德国经济第二季度环比增长了 0.1%, 远低于市场预期的 0.5%, 是 2009 年第一季以来的最差表现, 上一个季度的增速为 1.3%。受此拖累, 欧元区第二季度季调后 GDP 初值环比增长 0.2%, 低于预期的增长 0.3%, 且远低于第一季度的增长 0.8%, 创 2009 年第二季度以来新低。

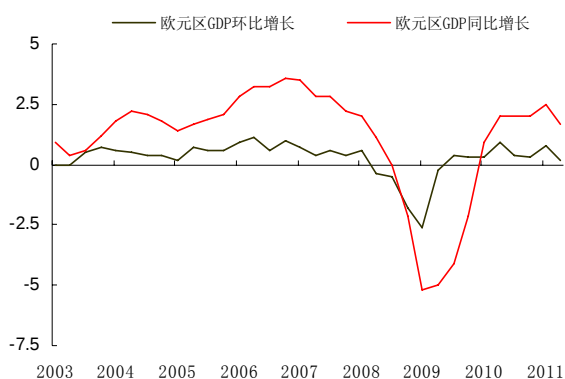
我们认为经济增长乏力是解决欧债危机的根本难题所在。在欧元区经济核心德法两国增长乏力的背景下, 欧元区经济下半年很难有明显的扩张, 这会给解决债务问题带来更大难度。而由于经济增长前景低迷, 欧洲央行可能被迫采取更为宽松的政策立场。随着近期局势恶化, 欧洲央行明显加大了救市力度, 开始从二级市场收购意大利、西班牙等国家的国债, 这也是自今年 2 月份以来欧洲央行再次采取类似重大举措。我们预期欧洲央行或将延长政策观察期, 延缓加息脚步, 2012 年之前可能不会再次加息。

英国 7 月消费者物价指数(CPI)月率持平, 预期下降 0.1%, 年率为上升 4.4%, 高于预期的 4.3%, 前值上升 4.2%。同时, 英国 7 月核心 CPI 月率持平, 前值下降 0.2%; 年率上升 3.1%, 前值上升 2.8%。英国 7 月 CPI 增速略快于预期, 英国央行表示, 英国

经济的最大威胁来自全球金融市场的动荡，预计未来数月通胀将在5%的水平见顶，之后将回落至2%的目标水平之下。央行将密切关注这一进程，不排除未来将通过提高利率来控制通胀的可能性。

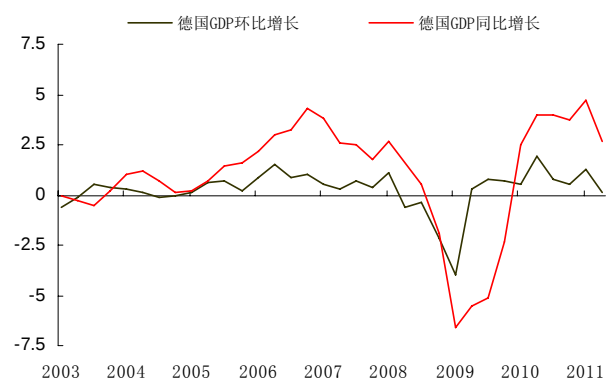
英国7月失业金申请人数增加3.71万人，升幅为2009年5月以来最高。申领失业救济金人数比率为4.9%，前值为4.7%。6月ILO失业率为7.9%，创2009年9月以来最高水平，高于预期值7.7%。受高通胀、政策财政紧缩政策的影响，英国经济复苏乏力，使其就业市场很难好转。

图 24： 欧元区经济出现下滑



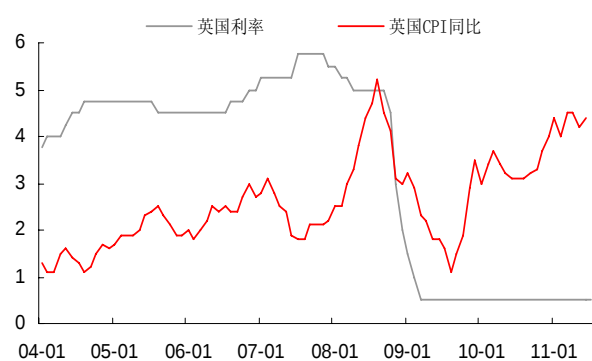
资料来源：华泰联合证券研究所

图 25： 德国经济增速大幅放缓



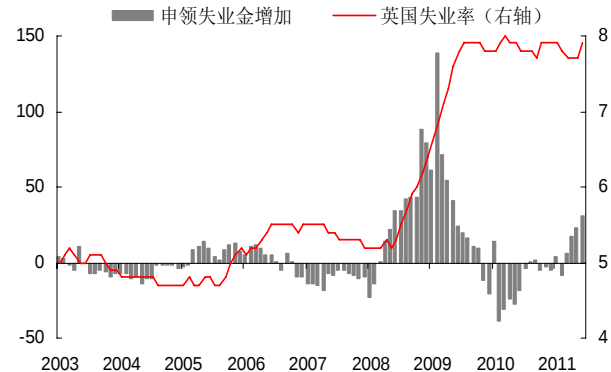
资料来源：华泰联合证券研究所

图 26： 英国 CPI 攀升但央行仍未加息



资料来源：华泰联合证券研究所

图 27： 英国失业率居高不下



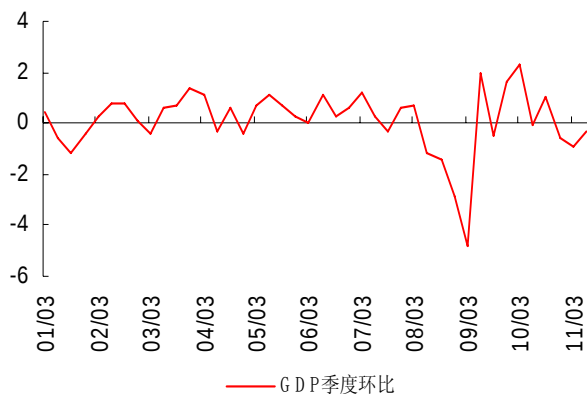
资料来源：华泰联合证券研究所

日本：复苏超预期，日元升值成障碍

日本二季度GDP 初值环比下降0.3%，好于预期的0.6%，年率为下滑1.3%，而预期值为下降2.6%。日本经济连续三个季度出现萎缩，为2009年第一季度以来持续最长的萎缩期，但下滑速度好于预期。虽然日元走强使出口面临威胁，但日本经济复苏迹象明显，地震和海啸的影响已逐步消退。日本经济第三季可望恢复增长，但长期来看仍受全球经济增长放缓等不确定因素的影响。

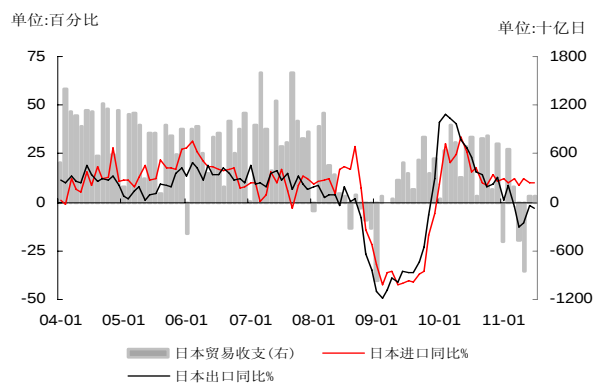
日本7月份贸易顺差为725亿日元，继6月以来连续第二个月为顺差。7月出口同比增幅由6月的-1.6%下滑至-3.3%，降幅大于此前预期的-2.6%；而进口则相对稳定，由上月的9.8%小幅上升至9.9%，低于预期值11%。出口增速同比下滑或因日元汇率持续走强，而汇率上升降低了日本产品的竞争力，日本政府已表示将继续关注日元升值，如有必要将采取措施干预汇价。日本经济增长严重依赖出口拉动，但过去3个月，日元兑美元上涨5%。

图 28： 日本 GDP 增速小幅反弹



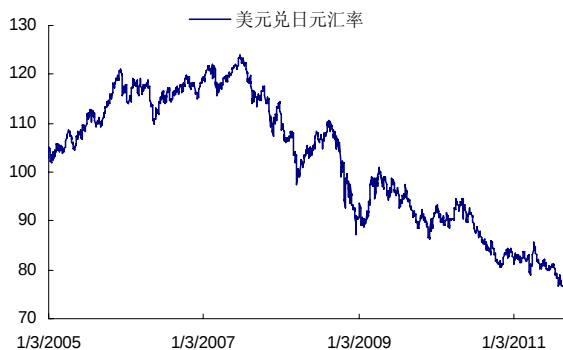
资料来源：华泰联合证券研究所

图 29： 日本经济预期显著改善



资料来源：华泰联合证券研究所

图 30： 日本汇率持续走强



资料来源：华泰联合证券研究所

下周经济日历

日期	事件	期间	预期值	前值
美国				
22-26 AUG	房贷拖欠比率	2Q	--	8.32%
08/23/2011	里士满联储制造业指数	AUG	--	-1
08/23/2011	新建住宅销售	JUL	315K	312K
08/23/2011	新建住宅销售 月环比	JUL	1.00%	-1.00%
08/24/2011	MBA抵押贷款申请指数	19-Aug	--	--
08/24/2011	耐用品订单	JUL	2.00%	-2.10%
08/24/2011	住宅价格指数 月环比	JUN	--	0.40%
08/25/2011	首次失业人数	19-Aug	--	--
08/25/2011	持续领取失业救济人数	13-Aug	--	--
08/26/2011	个人消费	2Q S	--	0.10%
08/26/2011	核心个人消费支出 季环比	2Q S	2.10%	2.10%
08/26/2011	密执安大学消费者信心	AUG F	57.5	54.9
欧元区				
08/23/2011	PMI Composite	AUG A	--	51.1
08/23/2011	PMI 制造业	AUG A	--	50.4
08/23/2011	PMI 服务业	AUG A	--	51.6
08/23/2011	ZEW 调查 (经济情绪)	AUG	--	-7
08/23/2011	欧元区消费信心	AUG A	--	-11.2
08/24/2011	工业新订单 未经季调(同比)	JUN	--	15.50%
08/24/2011	工业新订单 经季调 (月环比)	JUN	--	3.60%
日本				
08/23/2011	机床订单 (同比)	JUL F	--	34.60%
08/25/2011	东京消费价格指数	AUG	--	0.50%
08/25/2011	国民消费物价指数同比	JUL	--	0.20%
中国				
21-25 AUG	汇丰中国制造业采购经理指数	AUG	--	48.9
24-28 AUG	领先指数	JUL	--	101.76
08/26/2011	工业利润同比	JUL	--	28.70%



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