

海外政策预期修正，国内企业利润下行

数据与事件：

- 伯南克发表关于美国经济增长及前景的讲话，没有提 QE3，并提到可能将在九月中的 FOMC 中讨论刺激措施。
- 1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润 2.8 万亿元，同比增长 28.3%，实现主营业务收入 45.9 万亿元，同比增长 29.8%。
- 穆迪 8 月 24 日下调日本长期主权信用评级，从原来的 Aa2 下调一级至 Aa3；菅直人在 8 月 26 日辞去日本首相职务。

报告摘要：

- 美国经济增长疲软的局面已经得到市场的一致承认，我们维持 8 月 6 日对美国经济核心数据的预测，估计 2011 年美国全年 GDP 增长只有 1.25%，CPI 同比则保持在 3.1%。
- QE3 推出的概率不高，美联储（伯南克）认为实际经济的情况和远景并没有市场担心的这么悲观：不足以推 QE3 的原因在于经济没有明确的下行风险，而不便于推 QE3 的原因在于美国已经不低的通货膨胀率。
- 二季度不利的价格因素，经过存货周期的缓冲后，开始向后传到并侵蚀工业企业利润；1 至 7 月工业企业主营业务利润率出现了下行，从上半年的 6.2% 下降到了 6.11%；即使没有政策转向的刺激，三、四季度实体经济软着陆仍然比较确定，预计 1 至 8 月份工业企业利润同比为 27.9%，收入同比为 29.5%，8 月份中采制造业 PMI 为 50.4。
- 评级下调对日本国债市场影响不大，从经济数据来看，日本正逐渐从大地震引发的经济衰退中复苏，真正的困难依然是避险造成的日元需求所带来的日元升值压力；以日本首相为代表的政治周期在日本 1990 年泡沫破灭后就开始出现日益缩短的趋势，本质上还是日本经济进入高收入陷阱和老年化社会后，经济增长乏力的结果。

联系人：

秦培景

电话：(8621) 5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

分析师：

郇彬 (S1180511050001)

相关研究

欧债危机的逻辑与前景.....	2011/8/7
美债之争.....	2011/7/29
流动性锦标赛：大经济体货币政策前瞻.....	2011/4/24
消费的新支点：个税改革与保障房建设.....	2011/4/6
日本大地震的经济余波与风险提示.....	2011/3/13
全球宏观大图景中东篇：油与血.....	2011/3/13
2011 年宏观经济十大预测：从危机后到后危机.....	2011/1/11
全球宏观经济大图景：三次失衡、三个世界、三足鼎立.....	2010/11/23
日本：高收入水平陷阱.....	2010/9/27

从 8 月 26 日收盘以来到现在以来，发生了不少与宏观经济相关的事件，经过研判，我们的基本观点、测算和预判如下。

1. 伯南克发表关于美国经济增长及前景的讲话

早在 6 月 18 日，欧洲债务危机还在风头浪尖，美国主权信用评级还是 AAA 的时候，IMF 就在其《世界经济展望》的更新中以实际经济运行低于预期，未来下行风险偏大，就业恢复缓慢三个理由，将美国 2011 年经济增长有 2.8% 下调到了 2.52%。

当标普调级事件之后，糟糕的实体经济数据和悲观的市场预期互相加强，导致了主要机构对美国经济增长预期的恶化。8 月 19 日，摩根斯坦利和高盛相继下调了对于美国的经济增长预期，摩根斯坦利把今年第四季度 GDP 增长预期从 2.5% 下调至 1%，将明年一季度的预测从 1.5% 下调至 0.5%。而高盛将美国今年三季度与四季度的 GDP 增长预期由 2% 分别调降至 1% 和 1.5%，2011 年全年 GDP 增长预期由 1.7% 降至 1.5%，这已经是高盛本月第三次下调美国经济预期。在此之前，花旗集团于上周四在报告中指出，其已将美国 2011 年国内生产总值(GDP)增速预期从 1.7% 下调至 1.6%，并将 2012 年 GDP 增速预期从 2.7% 下调至 2.1%。而摩根大通也在一份纪要中表示，预计美国 2011 年第四季度国内生产总值(GDP)年化增速将为 1.0%，远低于之前预期的增长 2.5%，对于美国明年第一季度经济增速，该行预计将增长 0.5%，之前预期为增长 1.5%。

机构一致下调美国经济增长预期说明**美国经济增长疲软的局面已经得到市场的一致承认**，经济陷入衰退的风险大增，市场近期的大幅波动就体现了这一点，而美联储是否会冒着通胀的风险推出 QE3 依然是市场关注的焦点与最大变数。其实，我们早在 8 月 6 日的报告《美国主权债务评级下调的冲击》就已经下调了美国的经济增长（如下表），目前仍然保持该观点，估计 2011 年美国全年 GDP 增长只有 1.25%，CPI 同比则保持在 3.1%。

表：美国宏观经济核心指标季度数据历史及预测汇总

指标	单位	2010				2011				2012			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
经济活动													
实际GDP	环比折年%	3.90	3.80	2.50	2.30	0.40	1.30	1.30	1.25	2.05	1.82	1.96	1.63
CPI	同比%	2.33	1.77	1.13	1.27	2.13	3.47	3.40	3.20	2.50	1.90	2.15	2.20
失业率	失业率%	9.70	9.63	9.57	9.63	8.90	9.10	8.90	8.70	8.55	8.40	8.20	8.00
国际收支平衡													
经常账户	占GDP%	-2.80	-3.02	-3.15	-3.19	-3.17	-3.10	-3.10	-3.10	-3.10	-3.00	-3.00	-2.90
财政收支平衡													
预算收支差额	占GDP%	-9.4	-9.1	-8.8	-8.6	-9.4	-8.2	-9.0	-9.2	-9.0	-5.6	-6.5	-7.0

数据来源：Bloomberg，蓝色字体为预测值；宏源证券研究所。

8 月 27 日（美国东部时间 8 月 26 日），伯南克在堪萨斯联储银行发表了题为“美国经济近期和长期前景”的讲话。首先，讲话中没有提到任何与 QE3 有关的内容，甚至没有任何暗示；之前市场普遍预期这次讲话将至少就一项刺激措施做讨论，而实际上伯南克唯一提到的是将在 9 月中旬的 FOMC 中考虑采取举措刺激经济增长。其次，伯南克强调虽然按历史标准来看增长比较温和，但美国的周期性的复苏进程已经进入第九个季度；金融领域的大部分功能，特别是银行渠道的资本，已经得到了较大的修复；家庭的信心和消费能力也随着资产负债表改善而恢复到正常水平。再次，美国的经济恢复虽然明显低于预期，这主要是因为日本地震和主权债务等短期因素冲击导致的，随着这些因素的消失，下半年美国经济产出将有一定好转，但是，仍然不能达到降低目前失业率的增长水平，重要

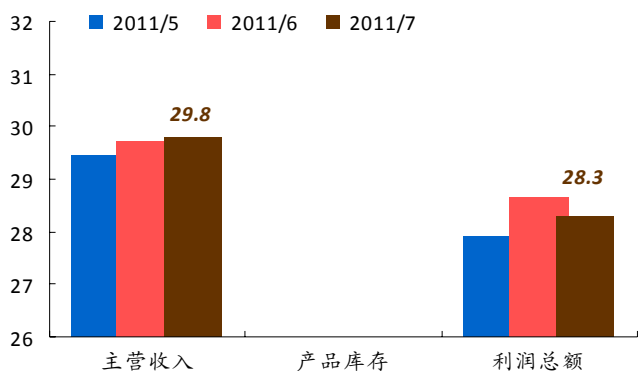
原因在于房地产市场的信心和新开工规模仍然非常低。总之，我们认为 QE3 推出的概率不高，美联储（伯南克）认为实际经济的情况和远景并没有市场担心的这么悲观：不足以推 QE3 的原因在于经济没有明确的下行风险，而不便于推 QE3 的原因在于美国已经不低的通货膨胀率。

2. 7 月份工业企业财务数据

8 月 26 日周六早上 10 点发布了 7 月份工业企业财务数据。1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润 2.8 万亿元，同比增长 28.3%，与上半年实现利润累计同比 28.7 相比下降了 0.4 个百分点，实现主营业务收入 45.9 万亿元，同比增长 29.8%，比上半年累计高 0.1%（图 7）。该数值符合我们的预期，考虑到 7 月份 CPI 和 PPI 同比都创下了年内新高（分别是 6.5% 和 7.5%，但 PPI 的环比已经为零，预计将保持稳定），而且更重要是 PPI 购进价格指数在 7 月份也已创下年内新高 11%。二季度不利的价格因素，经过存货周期的缓冲后，开始向后传到并侵蚀工业企业利润。我们觉得更值得注意的数据是，1 至 7 月工业企业主营业务利润率出现了下行，从上半年的 6.2% 下降到了 6.11%。

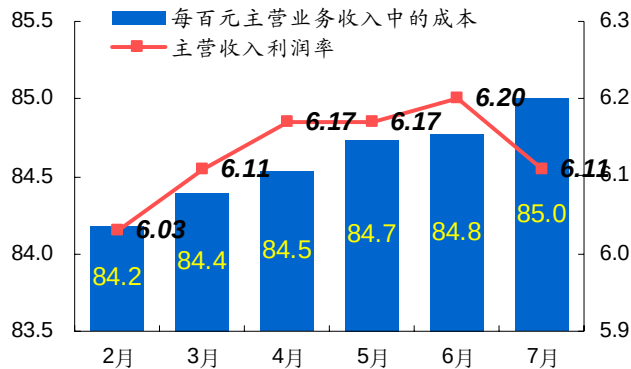
我们对工业企业利润和收入在近年剩下时间内的走势此中性偏悲观的态度，从 8 月份用电监控的数据来看，工业增加值的数据也不容乐观。虽然 CPI 同比在 8 月份很有可能因为翘尾因素明显下降的技术性原因降到 6% 至 6.3% 的区间，而且海外大宗商品因为欧美债务问题而出现了明显下降，但由于物价环境的改善需要时间，8~9 月份价格环境对企业盈利的不利作用仍将延续。数量方面，今年下半年投资增长略微放缓，地区间投资增速平衡的趋势比较确定，出口增长受欧美经济低增长压制的情况下，我们认为三、四季度实体经济软着陆仍然比较确定，即使没有政策转向的刺激。预计 1 至 8 月份工业企业利润同比为 27.9%，收入同比为 29.5%，8 月份中采制造业 PMI 为 50.4。

图 1：工业企业主要财务指标（累计同比%）



数据来源：CEIC；宏源证券研究所

图 2：工业企业利润和成本情况（元，%）



数据来源：国家统计局；宏源证券研究所

3. 日本主权信用评级下调、菅直人辞去首相职务

8 月 24 日，美国评级机构穆迪投资者服务公司宣布将日本长期主权信用评级从原来的 Aa2 下调一级至 Aa3，其降级原因是“过去 5 年日本频繁更换首相，妨碍了政策执行的一贯性”这导致了“日本巨额的财政赤字难以得到改善”。两天后，菅直人于 8 月 26 日辞去日本首相职务，作为筹码，“公债发行特例法案”和“再生能源特别措施法案”在参议院全体通过。

日本将迎来六年里第六位新首相。显然，日本动荡的政治局势，经济增长动力的缺失以及“3.11”大地震的打击都使得日本经济前景不容乐观。经合组织曾预测，日本政府债

务将在明年达到 GDP 的 219%，这么高的债务负担加上悲观的经济前景，下调日本的评级在市场的预期之中。需要特别注意的是“公债发行特例法案”是日本政府发行赤字国债所必需的一项法律，并在财年预算执行方面起着重要作用，经济层面上无疑是不利于日本的财政稳定和整固的。3 月份大地震后，基于基础设施回复和救灾以及后续的需求，日本政府今年计划发行 37 万亿日元（约合 4800 亿美元）国债，相当于 2011 财年财政收入的大约 40%。已经债台高筑的日本在“高收入陷阱”中无疑将陷得更深；大灾之后，为了恢复元气而加强财政支出情有可原，但评级机构下调评级也是顺理成章了。

图 3：日本一年期国债到期收益率（%）



数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

图 4：日元汇率走势（JPY/USD）

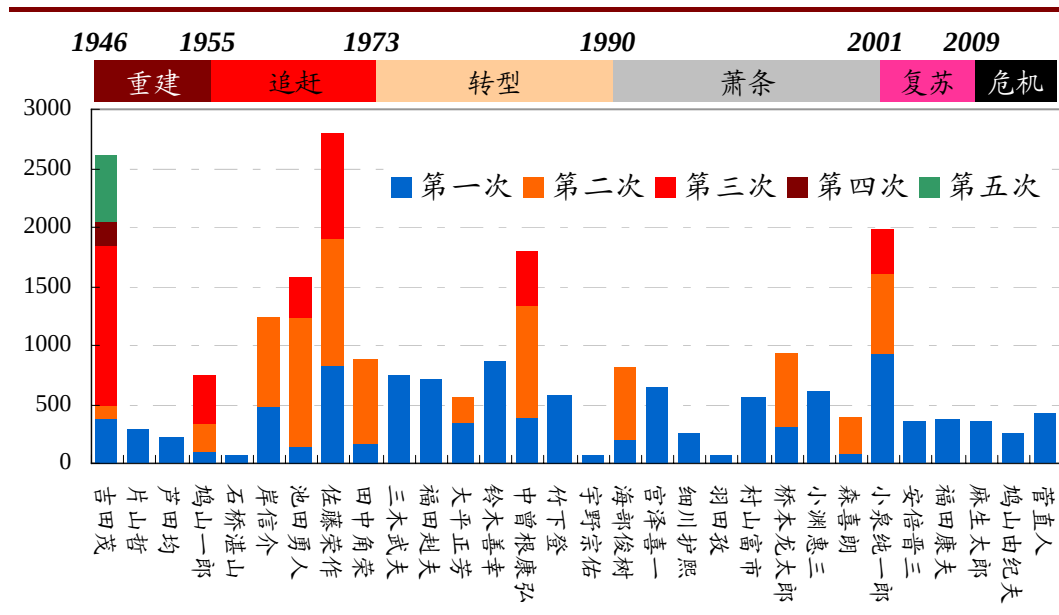


数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

但是，和本月初美国降级引发市场大幅动荡不同，本次日本降级，市场几乎可以用风平浪静来形容，日经指数收盘仅下跌 1%（香港股市当日收盘下跌 2%），而日本国债几乎未受任何影响，在汇率方面也几乎没有任何反应。除了本次日本的降级在市场的预期范围以内以外，更重要的原因源于日本经济的特殊结构：本土偏向性明显的日本的私人部门源源不断地向政府部门提供融资，这使得日本政府可以以极低的成本来维持极高的政府负债水平，弥补政府赤字。这种特殊的投资者结构也使得即使是在如此敏感的当下，本次日本的降级也不会给全球市场带来什么冲击，相反，从经济数据来看，日本正逐渐从大地震引发的经济衰退中复苏，真正的困难依然是避险造成的日元需求所带来的日元升值压力。

长期来看，日本首相更迭频繁并不是近年来才有的事（图 11）。这不仅是因为日本在东方政治文化的基础上移植西方议会民主后的排斥反应，也是首相产生的制度决定的。我们从经济学的角度分析，以日本首相为代表的政治周期在日本 1990 年泡沫破灭后就开始出现日益缩短的趋势，本质上还是日本经济进入高收入陷阱和老年化社会后，经济增长乏力的结果。与战后日本经济的重建、追赶和转型期不同，在萧条时期日本首相的主要职责在于振兴日本经济，因此只有小泉纯一郎在任期间，因为日本经济出现了复苏的迹象，所以才出现了较长时间的连任。日本政坛上，经济上的作为是最重要的政治筹码。小泉的周期过后，到现在，日本将在六年内迎来第六任首相，短暂的政治周期导致了经济政策难以长期推行，因此菅直人要求更多地将经济上的主张以立法的形式体现出来，至少在形式上更有利于日本经济政策的稳定。

图 5：二战结束以来日本首相执政界数和天数（天，柱状颜色类数表示届数）



数据来源：Wiki，这里仅统计正式就任的首相，代理行驶首相职权的不计在内；宏源证券研究所

分析师简介:

郇 彬: 宏源证券研究所首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

秦培景: 宏源证券研究所宏观分析师, 复旦大学金融学博士, 主要研究领域为开放宏观经济学, 对外经济政策, 人民币汇率; 曾供职于国泰君安研究所, 于 2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jjahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。