

2011 年 9 月 28 日

✍ 分析师：黄琳

☎ 联系电话：010-66290440

✉ 邮箱：huangl@gsiq.com.cn

执业证书编号：s0600200010037

✍ 联系人：李雅娜

☎ 联系电话：021-63122950

✉ 邮箱：liyn@gsiq.com.cn

相关研究报告：

《经济兑现放缓预期，政策步入观察周期--7 月宏观月报》

《7 月 CPI 如期创新高 三季度物价形势不容乐观》

《7 月宏观经济数据前瞻》

《经济或继续放缓 稳增长倚重消费提振》

《6 月宏观经济数据前瞻》

《内松外忧下的市场判断》

《多重调控 汇率担纲》

《8 月物价水平或明显回落》

《经济整体疲弱 不乏结构性亮点--9 月宏观观点》

《调控新招对市场影响负面但冲击有限》

《日本信用评级遭降 警惕债务风险扩散》

《8 月 PMI 回升，但须警惕出口下滑》

《经济整体疲弱 不乏结构性亮点--9 月宏观观点》

《经济持续放缓，物价回落有限，政策转向难期--8 月宏观数据分析》

《以财政一体化解决欧债危机》

经济步入温和衰退 流动性改善可期¹

——四季度宏观报告

- 在经济内外交困，通胀仍处高位的背景下，市场关于经济硬着陆的担忧情绪再度蔓延。我们认为四季度经济增速将继续回落，通胀也呈缓慢下行态势，但经济硬着陆风险不大，政策难有根本性改变。不过四季度财政支出增加可能带来流动性改善，货币政策出现结构性调整的概率也较大。
- 通胀峰值已过，四季度将维持在 5% 左右。随着经济增速回落和货币供给增速屡创新低，7 月 CPI 6.5% 的同比增速或为此轮通胀峰值。由于翘尾因素快速下降，通胀同比增速将逐步回落，但是回落幅度有限，并且不排除高位反复的可能，四季度通胀可能维持 5% 左右的高位；从环比角度看，季节性因素使得通胀环比涨幅将在年末回升。目前通胀环比涨幅已经回落至正常年份平均水平，加息可能性很小。
- 硬着陆 VS 软着陆：软着陆概率较大。综合来看，外围经济复苏黯淡，国内紧缩效应显现，三驾马车乏力将使经济增速在四季度继续放缓。但普遍担忧的欧债危机、高利贷资金链断裂和政策超调三大风险仍处于可控状态，管理层调控经验日趋成熟，熨平经济周期的能力加强，经济硬着陆风险不大。
- 四季度流动性或有所改善。四季度影响基础货币的因素主要有四个：法定存款准备金缴纳、公开市场操作、外汇占款和财政存款。目前来看，前三大因素都构成较为不利的影响，而四季度财政存款增加将是最为重要的影响因素。综合四方面来看，四季度或增加 8000 亿基础货币，整体市场流动性有望在 11 月底获得改善。
- 积极财政、稳健货币、定向宽松。政策变化的时间窗口或在 11 月中央经济工作会议前后打开，而政策基调需要视经济与通胀的下行程度而定。如果经济硬着陆，可能采用积极财政和适度宽松货币政策组合，政策将向战略性新兴产业、水利建设、民生和消费倾斜，在刺激经济新一轮增长中实现结构转型。如果经济软着陆，则积极财政、稳健货币政策将贯穿四季度，但在资金紧张的中小企业和政策支持的水利建设等方面或实行定向宽松。我们认为后者可能性较大。
- 经过上述分析，无论是硬着陆还是软着陆，四季度都将迎来经济增速、物价双下行的局面，经济从滞胀走向温和衰退，业绩底短期难以出现。但是，流动性在四季度出现改善是大概率事件，市场在 11 月底或迎来一波反弹。而市场反弹的高度取决于政策的选择，如果经济平稳运行下，紧缩基调不变，那么流动性的改善不具备可持续性，市场反弹高度有限。

¹报告贡献人：强琪菁，中国人民大学金融学硕士，2010 年 7 月加盟东吴证券

图表目录:

图 1: 7 月份 CPI6.5%的同比增速或为此轮通胀峰值	3
图 2: 经济下滑会导致通胀被抑制	3
图 3: 货币增速的持续下行最终会导致物价下行	4
图 4: 根据去年能繁母猪回落状况, 今年四季度肥猪出栏量提高幅度有限	4
图 5:国内投资增速下滑明显, 实际增速接近十一五底部	5
图 6: 消费实际增速连续下滑	5
图 7: 外围经济不容乐观, 出口增速下滑势头	5
图 8:制造业在新增固定资产投资中作出重要贡献	5
图 9:美元指数将继续上行	6
图 10: 四季度公开市场到期量逐步减少	6

在经济内外交困，通胀仍处高位的背景下，市场关于经济硬着陆的担忧情绪再度蔓延。我们认为四季度经济增速将继续回落，通胀也呈缓慢下行态势，但经济硬着陆风险不大，政策难有根本性改变。不过四季度财政支出增加可能带来流动性改善，货币政策出现结构性调整的概率也较大。

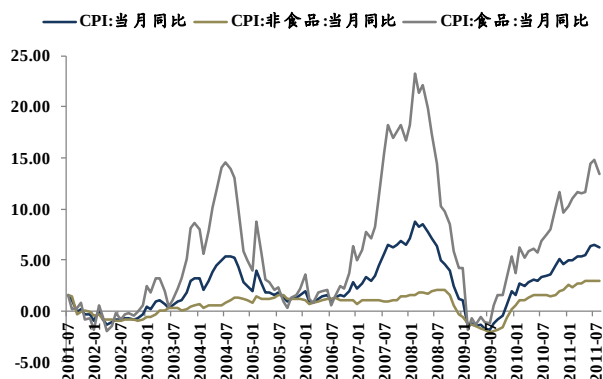
- **通胀峰值已过，四季度将维持在 5% 左右。**随着经济增速回落和货币供给增速屡创新低，7 月份 CPI 6.5% 的同比增速或为此轮通胀峰值。由于翘尾因素的快速下降，通胀同比增速将逐步回落，但是回落幅度有限，不排除高位反复的可能。

从历史规律看，GDP 同比增速约领先 CPI 一年，M1 同比增速约领先 CPI 半年。目前 GDP 已经从 2009 年底 11.4% 的高位连续回落至 9.5% 的位置，而 M1 增速更是从 2010 年初 38.9% 的高位滑落至 8 月的 11.2%，接近历史底部。即使本轮通胀由于内外多重因素叠加导致回落幅度较小，但是在经济还将继续放缓，货币政策仍无放松迹象的背景下，CPI 同比涨幅逐步回落的趋势已然确立。从输入性通胀来看，世界经济二次探底风险增加导致国际大宗商品价格回调，CRB 综合指数从 6 月 2 日 565 点的高位回落至 9 月 26 日的 514 点，跌幅达 8.8%，其中 9 月 1 日-26 日就下滑了 5.56%，大宗商品价格回落减轻了来自外部的通胀压力。

但是劳动力和资金成本高企、通胀预期强烈都使得物价高位回落幅度有限。对分项细节观察也加强了物价将继续高位运行的判断：（1）猪肉价格或仍在高位。从供需面来看，3 月份以后猪病稳定，仔猪存活率上升，8 月以后肥猪出栏量较此前有所提高，但是根据生猪生产 3 个月配种、4 个月孕育及 5 个月成长的周期倒推，去年 10、11、12 月份母猪存栏量阶段性下滑，因此今年四季度肥猪出栏量提高幅度有限。同时，从中秋开始到春节前后都是猪肉消费旺季，猪肉需求逐步回升。供需紧张局面难以根本性缓解，导致猪肉价格可能高位企稳，回落有限。考虑到去年下半年猪肉价格上涨，猪肉同比涨幅将有所收窄，但仍将对物价产生较大影响。（2）食品价格接力非食品价格，季节性因素导致价格难以快速回落。过去 5 年的历史数据显示，10 月是非食品价格环比季节性因素高峰，而 12 月是食品价格环比季节性因素高峰，两相接力，四季度虽然翘尾因素下降，但是环比涨幅较大。（3）国际因素存在不确定性。虽然美国没有推出 QE3，但是欧洲和日本的量化宽松使我国通胀的外部环境不确定性增强。

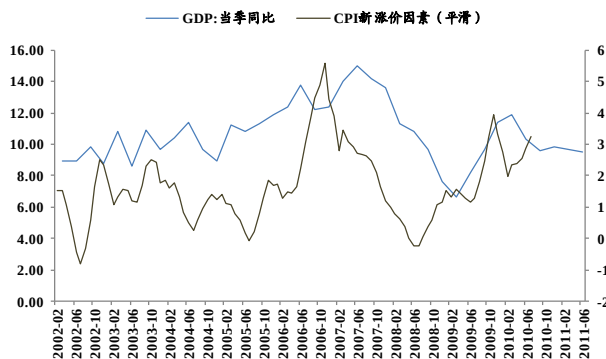
综上所述，预计 9 月 CPI 同比涨幅可能在 6.3% 左右，四季度 CPI 涨幅将有所回落，但仍处于 5% 左右的高位。通胀的适度回落给予政策更多的腾挪空间，由于通胀环比涨幅已经回落至正常年份平均水平，因此再加息一次的概率很小。

图 1: 7 月份 CPI 6.5% 的同比增速或为此轮通胀峰值



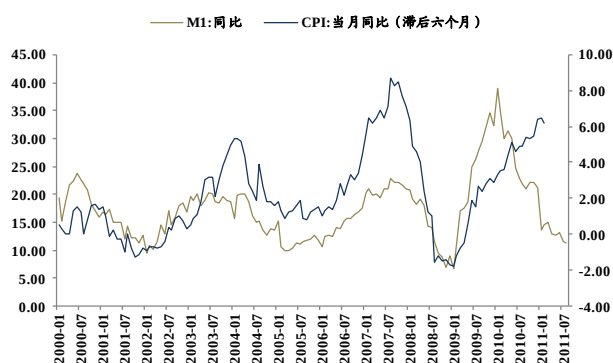
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 2: 经济下滑会导致通胀被抑制



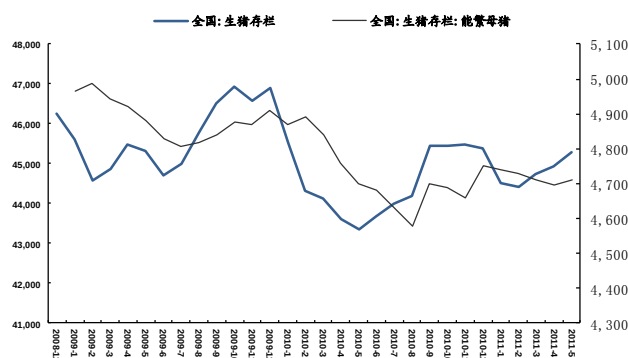
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 3: 货币增速的持续下行最终会导致物价下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 4: 根据去年能繁母猪回落状况, 今年四季度出栏量提高幅度有限



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

- **硬着陆 VS 软着陆: 软着陆概率较大。**欧债危机不断恶化, 美国“扭转操作”效果有限, 全球经济复苏步伐进一步放缓。国内货币紧缩和房地产调控效应逐渐显现, 投资增速下滑明显, 经济硬着陆的担忧情绪开始蔓延。我们认为, 四季度经济增速将逐级下滑, 但是硬着陆的风险不大。

从三驾马车的情况来看, 投资仍是上半年经济增速保持较快增长的主要原因, 上半年 9.5% 的同比增速中, 投资拉动了 5.1%。但是, 下半年“723 动车事件”、房地产调控深化和资金面进一步收紧都使得投资增速逐步下滑, 前 8 月投资实际增速已经下滑至 17.75%, 该水平接近十一五期间投资增速底部。消费方面, 通胀高企和楼市车市低迷制约了消费增长, 消费增速连续两个月低位下滑。出口方面, 虽然表面看来增速较快, 但是很大程度上是由于美元计价问题, 如果出口增速用人民币计价, 那么 8 月我国出口增速将从 24.5% 下滑至 17.5%。分国别看, 我国对欧洲出口明显下滑, 而对美国出口小幅回落, 随着外围金融危机向实体经济扩散, 出口前景不容乐观。虽然三驾马车都无力拉动经济加速向前, 但是目前经济增速放缓是国家主动调控的结果, 普遍担忧的欧债危机、高利贷资金链断裂和政策超调三大风险仍处于可控状态。

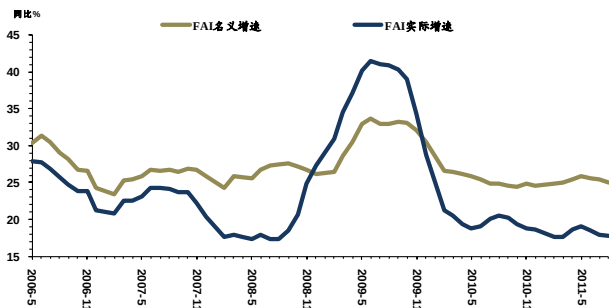
从欧债危机看, 如果事态朝着欧元区解散的方向发展, 那么金融大动荡无疑将使全球经济陷入第二次衰退。由于各国政府实行刺激政策的砝码有限, 第二次经济衰退的时间将长于第一次衰退, 对经济影响的广度和深度也可能高于第一次衰退。但是, 从目前的形势来看, 欧元区正努力扩大救助资金规模和能力范围, 短期内希腊破产风险较小。并且随着欧元区 9-10 月份融资高峰过去, 欧债危机可能暂获平静。

从制造业看, 国内民间高利贷资金链虽开始断裂, 但制造业仍保持了较好的扩张态势。7 月份, 温州民间借贷综合年利率水平为 24.4%, 月息为 4% 至 6%, 年化收益最低可达 48%, 高利贷使得中小制造业企业难以维系。近期, 温州频繁曝出民间借贷资金链断裂, 企业倒闭, 企业主逃跑的消息。如果民间借贷资金链断裂成扩散趋势, 那么这块多米诺骨牌可能导致制造业投资快速下滑, 投资超预期下行。但是, 相关数据显示, 前 8 月制造业累积同比增长 32.2%, 远高于 25% 的整体投资增速。民间固定资产投资累计增速仍然保持在 40% 以上的高位, 且整体投资的新开工项目计划投资增速恢复到正常水平, 制造业快速下行的势头仍未显现。而政策已经开始关注中小企业融资困难问题, 定向宽松在 8 月的信贷数据中已有所体现。

从政府调控能力看, 相比 2008 年, 现在政策调控手段更加灵活, 一旦经济下滑超预期, 政府将出台具有针对性和前瞻性的政策。2007 年底, 由于经济过热迹象明显, 中央经济工作会议决定采用稳健的财政政策和从紧的货币政策, 其实质是财政、货币双收紧。2008 年, 在次贷危机冲击下, 双紧的政策难以灵活掉头。由于对外围冲击估计不足, 宏观政策一年四变, 最终在 2008 年 10 月才确定“保增长”成为宏观调控的首要任务, 而当时 GDP 已经从 2007 年二季度 14.5% 的高位快速回落至 2008 年二季度的 10.6%, 政策前瞻性和灵活性显然不够。当前政府实行积极的财政政策和稳健的货币政策, 松紧搭配的宏观政策更具灵活性。一旦经济加速下滑势头明显, 积极的财政政策和定向宽松的货币政策将形成有效对冲。

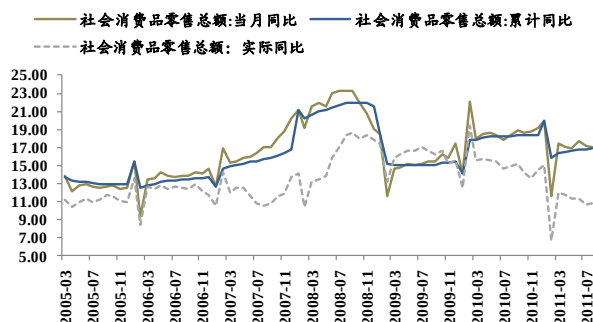
综合来看，外围经济复苏黯淡，国内紧缩效应显现，三驾马车乏力将使经济增速在四季度继续放缓，但管理层调控经验日趋成熟，熨平经济周期的能力加强，经济硬着陆风险不大。

图 5: 国内投资增速下滑明显，实际增速接近十一五底部



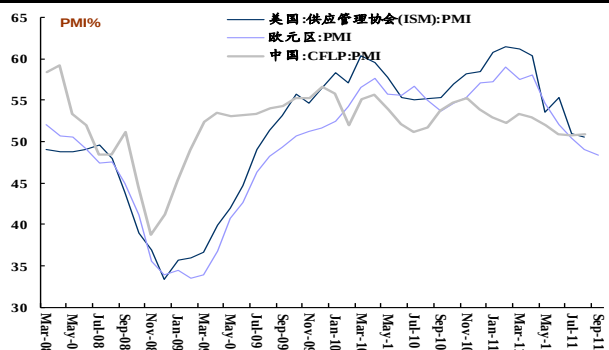
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 6: 消费实际增速连续下滑



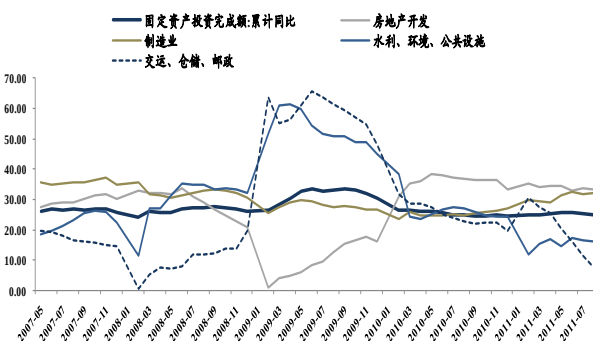
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 7: 外国经济不容乐观，出口增速下滑势头



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 8: 制造业在新增固定资产投资中作出重要贡献



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

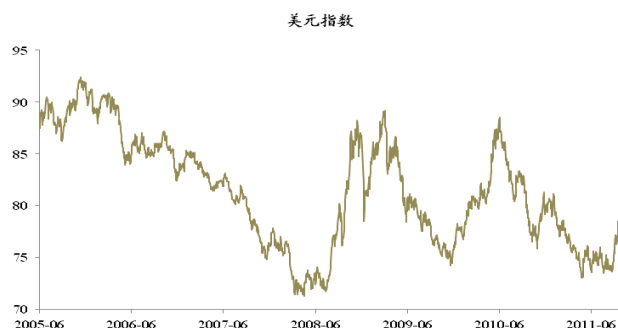
- **四季度流动性或有所改善。**四季度影响基础货币的因素主要有四个：法定存款准备金缴纳、公开市场操作、外汇占款和财政存款。目前来看，前三大因素均构成较为不利的影响。首先，四季度公开市场到期资金量为 5550 亿，而扩大存准基数需要补缴的准备金为 5373 亿，两者基本持平。但是公开市场不可能不回笼货币，从 8 月和 9 月的情况来看，大约回收到期量的 50%，因此，预计公开市场投放 2800 亿左右，低于需要补缴的存款准备金。

外汇占款方面，由于世界经济二次探底的可能性增加，避险情绪增强；并且欧日实行量化宽松，而美国以“扭转操作”代替了 QE3，这两方面都增强了美元走强的预期。同时，经历了 8 月和 9 月人民币的加速升值，四季度人民币升值预期减弱，目前 NDF 隐含人民币升值预期为负值。因此，预计四季度外汇占款将有所下降，回到 2000 亿左右的平均水平。根据前几个月的平均水平，假设四季度每月新增存款 5000 亿，在 20% 的存款准备金率下，将缴纳 1000 亿准备金。综合以上三方面，每月将被收走 1900 亿基础货币，市场资金将更趋紧张。

但是，四季度财政存款将是重要的有利因素。2011 年 1-8 月财政收支差额为 14824 亿元，较上年同期高出 4108 亿元，而今年财政预算赤字为 9000 亿，如果严格执行预算赤字，那么 9-12 月将净支出 2.3 万亿，假设财政存款的减少为净支出的 70%，那么财政存款减少将在市场投放 1.6 万亿。根据往年规律，时点集中于 12 月，因此四季度整体投放或在 1.4 万亿左右。

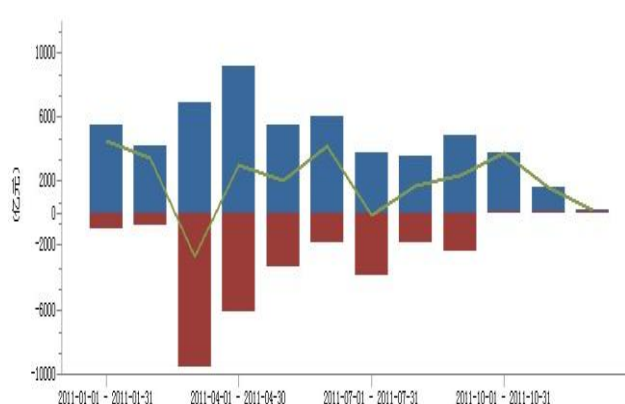
综合上述四因素，四季度或增加约 8000 亿基础货币，整体市场流动性有望获得改善，而改善的时间窗口应在 11 月底。

图 9: 美元指数将继续上行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 10: 四季度公开市场到期量逐步减少



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

- **积极财政、稳健货币、定向宽松。**在通胀和经济双下行的背景下，市场预期政策转向为市场注入新的动力。如果政策变化，则时间可能在 11 月中央经济工作会议前后，而政策基调需视经济与通胀的下行程度而定。

(1) 如果经济硬着陆，物价回落与经济下滑快于预期，则政府可能采用积极财政和适度宽松货币政策组合，政策目标将从稳定物价转向保增长。有机构宣称，如果世界经济出现衰退，中国可能推出高达 4.65 万亿元的经济刺激措施。但是，我们认为中国出台大规模刺激政策的可能性较小。

首先，我国对外需依赖程度显著低于 2008 年之前。在 2006-2007 年的那轮经济过热中，出口对经济的拉动在 2-2.5%，在次贷危机冲击下，2008 年出口对经济拉动 0.8%，2009 年出口对经济产生负拉动达到 3.9%，经济增速大幅下滑。经过危机后的结构调整，2011 年上半年在出口拉动-0.1%的情况下，GDP 仍旧保持 9.5% 的增速。我国对外依存度下降，因此，即使外围经济疲弱，对我国的冲击也要小于 2008 年。

其次，中国劳动力成本上升，尤其是低端劳动力成本的上行显示中国正在跨越刘易斯拐点，人口结构的变化使得目前就业压力较 08 年有所减轻，政府对经济下行的承受能力提高。

在此背景下，政府推出 08 年那样的强力刺激政策可能性很小。积极财政和适度宽松货币政策将是比较可能的政策组合，政策将向战略性新兴产业、水利建设、民生和消费倾斜，在刺激经济新一轮增长中实现结构转型。

(2) 如果经济软着陆，物价回落与经济下滑相对温和，那么积极财政、稳健货币政策将贯穿四季度。如果经济增长缓慢回落，而物价仍在较高水平运行，那么以物价、房价为指针的调控政策将延续，紧缩基调不变，但在资金紧张的中小企业和政策支持的水利建设等方面将实行定向宽松。财政方面，由于 2011 年 1-8 月财政收支差额为 14824 亿元，较上年同期高出 4108 亿元，而 2011 年财政赤字预算与 2010 年基本持平，因此 2011 年四季度财政支出将明显增加，财政的宽松是大概率事件。

经过上述分析，无论是硬着陆还是软着陆，四季度都将步入经济增速、物价双下行的通道。从经济周期来看，经济从滞胀走向温和衰退是大概率事件。在此周期中，企业利润将受到挤压，上市公司业绩将进一步下滑，业绩底短期内难以出现。但是，流动性在四季度出现改善可能性较大，市场在 11 月底或迎来一波反弹。而市场反弹的高度取决于政策的取向，如果经济温和下滑，物价仍处高位，紧缩总基调不变，那么流动性的改善不具备可持续性，市场反弹高度有限。

宏观研究团队:

黄琳: 北京大学学士、硕士、中国人民大学博士, 东吴证券研究所副所长。

邮箱地址: hl-huang@yeah.net 联系方式: 010-66290440

强琪菁: 中国人民大学金融学学士、硕士, 2010 年 7 月加盟东吴证券。

邮箱地址: qqjdangdang@yahoo.com.cn 联系方式: 010-66290442

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司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,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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有,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。如引用、刊发,需征得东吴证券研究所同意,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:**行业投资评级:**

买入: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上;

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级:

买入: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所宏观部

北京市西城区金融大街 17 号

邮政编码: 100140

传真: (010) 66290653

公司网址: <http://www.dwjq.com.cn>