

通胀快降、经济回落延续，政策继续微调

——代表券商最新宏观观点

简单回顾，7月宏观数据公布后券商较一致认识：一是通胀7月见顶；二是海外因素增加政策微调概率。8月宏观数据公布后券商较一致认识：一是对政策微调的预期消退；二是对经济回落趋势延续预期趋于一致。9月宏观数据公布后券商较一致认识：虽然工业增速反弹维持经济继续回落判断，12Q1是GDP同比最低点8.3%。

10月宏观数据公布后，我们继续总结长期跟踪的几个代表性券商宏观团队观点，较一致的认识是：通胀快降、经济回落趋势延续，政策继续微调。

较个性化的观点是：国君认为经济下滑速度较快，四季度GDP同比8.5%以下；中信、瑞银对房地产投资担忧较大；中金提出“不排除年内下调准备金率的可能，但主要会从银行的差别准备金率入手”。

我们的感想和思考：

1、房地产投资终于得到重视

我们早在9月就提出重视该问题，10月做了些前瞻性分析，最近分析了房地产投资增速回落可能对相关行业盈利的影响。（见《策略甜点21：重视朴素规律：从“李爹”到地产投资——兼评上海机构路演反馈20110911》、《策略甜点26：历史角度看房地产投资可能底——兼评卖方一致预期经济12Q1见底20111021》、《执地产投资牛耳看相关行业盈利20111108》）

2、如何看待政策微调？

当前较乐观者的主要理由是：政策微调信号说明政府出手了，因此一切都不是问题。这个故事在不久前的08年生动地上演过，此想法非常正常且合乎逻辑。但我们仍需思考两个问题：第一，政府到底会出多大力？第二，政策出手后真的不用担忧经济和盈利的下滑了吗？

第一个问题关乎非常暧昧的“微调”。目前看11-12月新增信贷月均6000-7000亿，是比较认同的微调。问题是，止步微调还是不断加码？我们曾从政治、经济两个角度做过思考，再继续跟踪。（见《策略思考27：2012的中国：政治困境甚于经济困境？——卡扎菲身亡、欧债漩涡之后20111025》、《策略思考28：帮总理算笔经济账：对照2011年初计划20111104》）

第二个问题本身与第一个问题交织。政策如足够强，似乎不用担忧。但如果，政策只是修修补补呢，市场能否不Care盈利的回落呢？这又涉及到股价隐含悲观预期的问题，我们之前也做过一些探讨。（见《策略思考29：“二阶”角度探讨Price in——以工程机械、水泥做对比20111110》）

券商	核心观点	相关报告
安信 证券	经济增长减速，通胀加速下行趋势在未来一段时间可能延续，并促成流动性平衡和政策立场方面相对积极的转变。资金价格可能已经出现松动迹象，但还存在一些风险和不确定性，如地产投资和出口快速恶化。 GDP同比低点可能明年1季度8.0% - 8.5%，2季度CPI同比有可能回落到3%以下。	《通胀明显下行，政策试探放松》
国泰君安	工业同比增速的回落仍将持续到明年1季度 ，预测11月工业同比增速大幅下滑至12.3%，12月增速可能回落至11.6%， 4季度GDP增速低于8.5%概率或大幅增加 。预计11月CPI为4.4%，PPI为3.4%，从历史上看货币政策存在调整可能。	《工业将破 13%，GDP 或破 8.5%》、《CPI 首次大幅回落，11 月通胀继续下降》
申银万国	确认经济从滞胀进入衰退，政策将以预调微调为主，主要选择定向宽松和结构性减税等 。维持 11 月 CPI 回落到 5% 以下，明年 3、4 月回到 4% 以下，维持 四季度 GDP 增长 8.8% 。	《经济从滞胀到衰退，政策暂宜微调应对》
中信 证券	经济增速回落（导致需求下降）和大宗商品价格下降将导致 PPI 快速下降 ，预计 11 月 CPI 同比 4.6%，PPI 同比 3.5%。 房地产投资四季度末或明年一季度单月增速可能个位数甚至零附近。	《增长通胀双降》
中金 公司	10月宏观数据显示经济活动在放缓，但仍然属于较温和的放缓。 政策将维持偏紧基调，以预调微调为主 。财政政策仍将以定向宽松为主，货币政策主要通过公开市场加大流动性投放，同时在信贷上进行微调， 不排除年内下调准备金率的可能，但主要会从银行的差别准备金率入手。	《增长温和放缓，政策微调继续》
海通 证券	预计国内经济增长将维持软着陆的态势，这种 减速态势可能将延续到2012年上半年，2011年第四季度预计为8.8%左右 。随着通胀压力缓解、房地产价格松动，总需求有所回落， 宏观政策将继续保持微调姿态，但货币政策全面转向还需等待。	《通胀压力进一步缓解宏观政策将继续保持微调趋势》
瑞银 证券	政策微调会一直持续到明年初，到那时预计财政和信贷政策将会更显著地放松 。实体经济活动的增长动力是政策转向的充分条件，关注出口和房地产建设活动。 预计出口将在未来数月大幅放缓，房地产建设活动也将进一步走弱。	《通胀下行、房地产进一步走弱》

下表是《策略甜点 26：历史角度看房地产投资可能底——兼评卖方一致预期经济 12Q1 见底 20111021》中统计的 10 月数据公布后主要券商宏观观点。

券商	核心观点	相关报告
安信	将增长和资金层面的数据结合起来考虑，投资活动比较活跃，与 新周期的假说比较一致 。到今年 12 月 CPI 可能回落到 4.5%附近，PPI 可能跌破 4%。此前短期利率下降可能主要是季节性或临时性， 市场反转更为确定信号将是广谱市场上利率的全面下降 。	《经济稳定，通胀见顶——3 季度宏观经济数据评论》
国君	3 季度 GDP 同比增长 9.1%，反映 经济下滑速度加快 。9 月工业增速反弹源于钢铁、水泥、化学原料等中游行业短反弹，M1 增速大幅下滑预示工业增速下滑趋势不改，预测 4 季度 GDP 同比增速将回落至 8.3%，明年 1 季度回落至 8%以下 。	《经济回落速度加快，工业反弹难以持续》
申万	工业增加值和消费的单月反弹， 不改未来回落趋势 。 增长的拐点或在明年 1、2 季度之间出现 ：外围增长放缓，出口将继续回落；持续房地调控政策下，房地产投资增速将继续下滑。	《单月反弹不改回落趋势》
中金	近期主要经济活动仍属稳健， 硬着陆的风险小 ，通胀回落， 增长平稳放缓，政策处于观察期，未来可能微调 ，可能遵循定向宽松、公开市场操作、准备金率下调的顺序。	《增长继续放缓，政策或将出现微调》
海通	需求疲弱和库存高位将驱动工业增速下行 ，但基期因素，预计 10 月工业增加值增速 13.7%。翘尾弱化和政策效应共同作用， 通胀将呈现缓慢回落态势 ，10、11 月 CPI 同比分别为 5.6%、4.6%。	《需求疲弱和库存高位将驱动工业增速下行》
瑞银	预计随着出口和建设活动趋弱， 四季度 GDP 同比增速将放缓至 8-8.5%，2012 年一季度降至 8%以下 。2012 年初前不会有较大政策基调放松，但流动性或将微调并选择性放松。	《经济增长稳健但将下行》

声明：《策略甜点》推荐观点独到、分析深刻，具有启发意义或知识普及的报告、论文、文章等，是自己日常大量阅读中的精选，以 mail 形式发给客户，每周不少于 1 篇。投资研究领域的工作者，大多有阅读的习惯，而今随着桌面互联、移动互联的普及，信息爆炸和泛滥背景下，读到真正的精品，就好比午后的一个甜点，爽口惬意。自己一直有习惯对精品做珍藏，与朋友们一起分享，推荐的观点并不代表研究所观点（研究所观点见有海通 Logo 的报告）。

回顾：

- 《策略甜点》1：龚方雄“未来十年是资本市场黄金十年” 20110409
- 《策略甜点》2：核心券商二季度策略殊途同“归” 20110411
- 《策略甜点》3：陶冬“5%的 CPI 是下半年常态”——落不落，真理在少数人手里？ 20110413
- 《策略甜点》4：超预期数据催生券商政策研判微妙变化 20110419
- 《策略甜点》5：千亿以上基金公司中部分基金二季度看法 20110426
- 《策略甜点》6：陈员外“10 年 10 倍企业的逆向思考” 20110428
- 《策略甜点》7：“天堂”和“地狱”的差异——主流券商对本轮涨跌前三行业的研报 20110514

- 《策略甜点》8: 机构投资者的两大代表性担忧——上海地区路演反馈 20110521
- 《策略甜点》9: 总体混沌, 部分博反弹——北京地区路演反馈 20110529
- 《策略甜点》10: 主基调是“分歧”——广深地区路演反馈 20110604
- 《策略甜点》11: “乐观、悲观”的悲欢离合——数据公布后券商观点归纳 20110616
- 《策略甜点》12: 龚方雄的潜台词: “没有理由不乐观”——海通中期策略会侧记 20110622
- 《策略甜点》13: “多”数派和“少 (Short)”数派——主要券商中期策略观点 20110627
- 《策略甜点》14: 大势较趋同, 行业有分歧——北京地区路演反馈 20110710
- 《策略甜点》15: 二季度数据后卖方对经济增长更乐观 20110716
- 《策略甜点》16: 基金看后市行业: 自家孩子自己爱 20110721
- 《策略甜点》17: 经济周期的判断是难点——核心券商策略观点回顾 20110803
- 《策略甜点》18: 经济、政策逻辑再回 2008? ——卖方观点、市场演绎 20110813
- 《策略甜点》19: 谁的气场谁更牛——牛股简单统计 20110820
- 《策略甜点》20: 卖方的无奈: 不悲观的等待 20110831
- 《策略甜点》21: 重视朴素规律: 从“李爹”到地产投资——兼评上海机构路演反馈 20110911
- 《策略甜点》22: 抛弃政策幻想, 维持增长回落——代表券商观点归纳 20110915
- 《策略甜点》23: 博弈市中期望反弹——北京机构路演小结 20110925
- 《策略甜点》24: 多数认为底部区域——券商近期策略观点 20110928
- 《策略甜点》25: 2012 年全球大换届——不可小视的政治环境 20111012
- 《策略甜点》26: 历史角度看房地产投资可能底——兼评卖方一致预期经济 12Q1 见底 20111021
- 《策略甜点》27: 多数看震荡筑底、反弹, 有 2 个担忧——大型基金公司代表性基金三季报总结 20111028
- 《策略甜点》28: 集体看反弹, 主推可选消费、政策主题——券商近期策略观点 20111102