



2011.11.17

## 反弹靠放松，增长看转型

### ——2012 年度宏观报告

|                                                                                   |                         |                     |                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|---------------------|-------------------------|
|  | <b>姜超</b>               | <b>吕春杰</b>          | <b>汪进</b>               |
|  | 021-38676430            | 021-38676051        | 021-38674624            |
|  | jiangchao6164@gtjas.com | lvchunjie@gtjas.com | wangjin008085@gtjas.com |
| 编号                                                                                | S0880511010045          | S0880511010058      | S0880511080005          |

#### 本报告导读：

报告主要对 12 年中国经济、通胀、货币政策走势作出分析预测。

#### 摘要：

- 无论从生产法还是支出法出发，有效预测 GDP 的指标最终都是以地产汽车为代表的住行需求。由于 11 年 4 季度地产销售的大幅下滑，我们预计地产投资增速也将显著下降，并对经济增长形成拖累。预计 12 年 GDP 增速将降至 8%，本轮 GDP 同比增速的底部或在 12 年 2 季度，之后将企稳回升。
- 美国及日本的经验表明，房贷是地产销量的决定性因素，而地产销量则影响房价的涨跌。但在中国，我们发现地产销量与信贷总额更相关，而销量对房价的决定性影响同样成立。因而 09 年以后地产泡沫的产生源于天量信贷的发放，当前房价的下跌也与信贷的持续少增有关。
- 美日及中国的经验表明，信贷是非常有效的货币指标，可以反映总需求的变化。今年以来中国经济增速持续回落，其背景也是信贷增速的不断下滑。而需求则是影响短周期通胀的核心因素，基于当前需求的下滑，我们预测未来通胀将持续回落，预测 12 年 CPI、PPI 均将下滑至 3%。
- 中国的货币政策同时针对增长、通胀和房价等多重目标。4 季度 GDP 很可能低于 8.5%，经济减速成为最大风险，而通胀在 11 月也即将下降到 5% 以下，10 月份的全国平均房价也首度同比回落，这意味着货币政策转向已成为必然。
- 货币政策转向的第一步是货币宽松，以 3 年期央票利率的下调为标志，从 1 年期央票利率的下调得到确认，未来很可能会降准降息。货币政策转向的第二步是信贷宽松，利率下降有利于信贷需求恢复，而 10 月信贷的环比多增或意味银行信贷额度的上升。若信贷同比多增，那么经济或将环比见底。
- 在美国，以地产汽车为代表的住行需求同样是经济波动的主要源泉。70 年代以后美国住行需求见顶，工业增速出现趋势性回落，进而带动经济潜在增速下降，但之后的服务业长期保持高增长。其中，以专业商业、信息服务为代表的生产性服务业，以及以教育医疗、金融、文化娱乐为代表生活性服务业增长最为迅猛，未来在中国存在巨大的发展空间。

#### 宏观研究团队

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

王喆

021-38676049

wangzhe@gtjas.com

#### 相关报告

《解铃还须系铃人——2011 年 4 季度海外宏观经济展望》

2011.10.10

《温故而知新》

2011.10.10

《有限滞胀》

2011.06.27

《退一步海阔天空》

2011.06.19

《经济增速全面回落下的确定性增长——2011 年 2 季度宏观策略报告》

2011.03.23

## 目 录

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 住行需求驱动经济 .....          | 5  |
| 1.1. 十年轮回 vs 五年减速 ..... | 5  |
| 1.2. 工业决定经济走势 .....     | 5  |
| 1.3. 上游中游同步经济 .....     | 6  |
| 1.4. 下游趋势更为领先 .....     | 7  |
| 1.5. 工业环比仍在低位 .....     | 7  |
| 1.6. 上中下游依次回落 .....     | 8  |
| 1.7. 地产领先经济走势 .....     | 8  |
| 1.8. 经济仍将继续探底 .....     | 10 |
| 1.9. 投资驱动值得商榷 .....     | 11 |
| 1.10. 地产拖累 12 年投资 ..... | 12 |
| 1.11. 限额消费相对更准 .....    | 14 |
| 1.12. 投资消费还看住行 .....    | 14 |
| 1.13. 进出口趋势均放缓 .....    | 16 |
| 1.14. 欧美衰退影响出口 .....    | 16 |
| 房贷翘起地产泡沫 .....          | 18 |
| 2.1. 房贷影响地产销售 .....     | 18 |
| 2.2. 新房销售影响房价 .....     | 18 |
| 2.3. 房价影响新屋开工 .....     | 19 |
| 2.4. 日本房贷同样关键 .....     | 19 |
| 2.5. 中国总信贷定销售 .....     | 20 |
| 2.6. 地产销售决定房价 .....     | 21 |

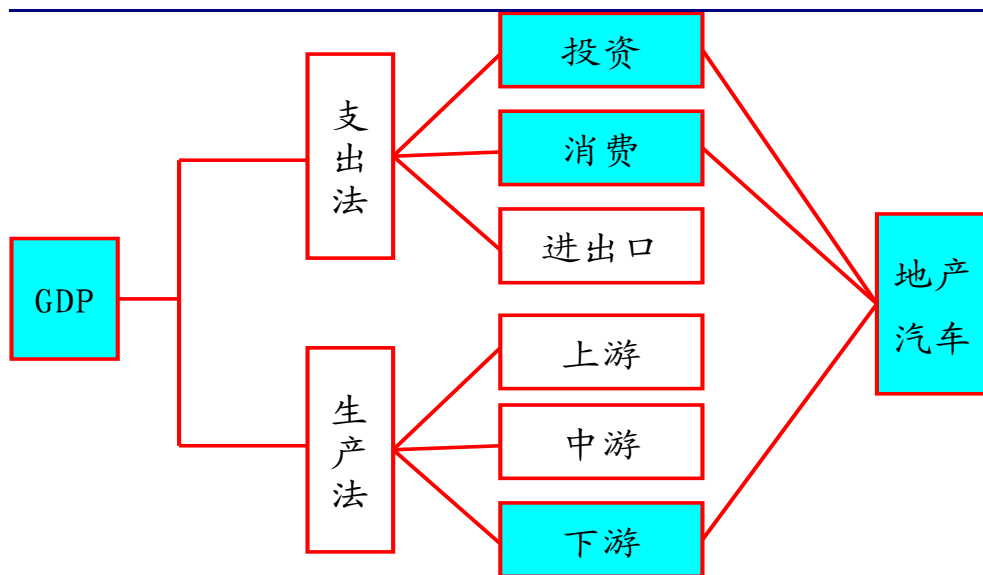
|                           |    |
|---------------------------|----|
| 2.7. 房价同样影响开工 .....       | 21 |
| 信贷影响经济通胀.....             | 22 |
| 3.1. 货币 GDP 相关性变化 .....   | 22 |
| 3.2. 美国信贷依然有效 .....       | 23 |
| 3.3. 日本信贷持续疲软 .....       | 24 |
| 3.4. 货币增速持续下滑 .....       | 24 |
| 3.5. 融资总量未必有效 .....       | 25 |
| 3.6. 信贷决定工业走势 .....       | 25 |
| 3.7. 需求下滑物价回落 .....       | 26 |
| 3.8. PPI 即将大幅回落 .....     | 26 |
| 3.9. CPI 非食品的构成.....      | 28 |
| 3.10. PPI 决定 CPI 居住 ..... | 29 |
| 3.11. 肉禽主导食品价格 .....      | 30 |
| 3.12. 母猪存栏持续回补 .....      | 31 |
| 3.13. 食品消费周期波动 .....      | 32 |
| 3.14. 通胀或将显著回落 .....      | 33 |
| 政策影响经济波动 .....            | 34 |
| 4.1. 经济下滑政策转向 .....       | 35 |
| 4.2. 货币信贷依次宽松 .....       | 35 |
| 4.3. 3 年央票标志微调 .....      | 35 |
| 4.4. 1 年央票正式转向 .....      | 36 |
| 4.5. 预示准备金率下调 .....       | 36 |
| 4.6. 12 年还有降息可能 .....     | 37 |

|                        |    |
|------------------------|----|
| 4.7. 密切关注信贷多增 .....    | 38 |
| 4.8. 信贷放松经济反弹 .....    | 39 |
| 服务需求支撑未来 .....         | 39 |
| 5.1. 地产汽车同步波动 .....    | 40 |
| 5.2. 地产影响经济周期 .....    | 40 |
| 5.3. 70 年代经济已经见顶 ..... | 41 |
| 5.4. 制造业增速显著下滑 .....   | 42 |
| 5.5. 服务业依旧持续高增 .....   | 42 |
| 5.6. 服务业分工逐步细化 .....   | 43 |
| 5.7. 美国服务业全面增长 .....   | 44 |
| 5.8. 专业商业增长最迅猛 .....   | 45 |
| 5.9. 教育医疗业增长迅速 .....   | 46 |
| 5.10. 基金证券业大发展 .....   | 46 |
| 5.11. 中国服务业未来更好 .....  | 48 |
| 5.12. 服务业发展空间巨大 .....  | 48 |
| 附表：经济、货币、政策指标预测 .....  | 50 |

## 住行需求驱动经济

从准确预测中国 GDP 走势的角度出发，无论是生产法还是支出法，有效的指标最终都是以地产汽车为代表的住行需求。由于 11 年 4 季度地产销售的大幅下滑，我们预计地产投资增速也将显著下降，并对经济增长形成拖累。预计 12 年 GDP 增速将降至 8%，本轮 GDP 同比增速的底部或在 12 年 2 季度，之后将企稳回升。

图 1 经济研究框架



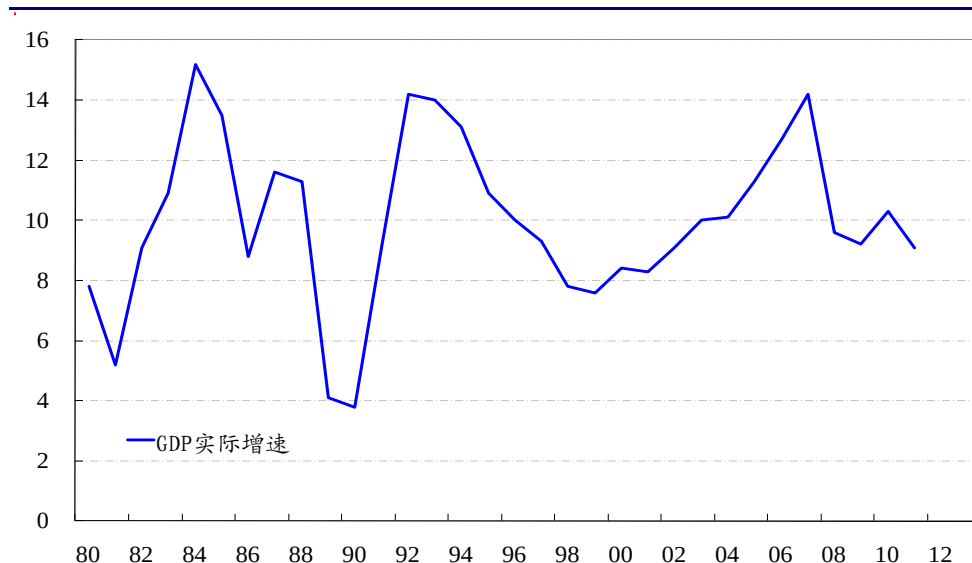
数据来源：国泰君安证券研究

### 1.1. 十年轮回vs五年减速

改革开放以来，中国看似存在着十年左右的经济周期，这也是年初很多人看好 11 年经济增速的重要论据。然而，经济规律没有如此简单，我们也可以从经济下行的视角来看，上两次经济的减速都持续了 5 年以上时间，如今很可能重演。那么，到底是什么在驱动中国经济减速呢？

图 2 GDP 实际增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

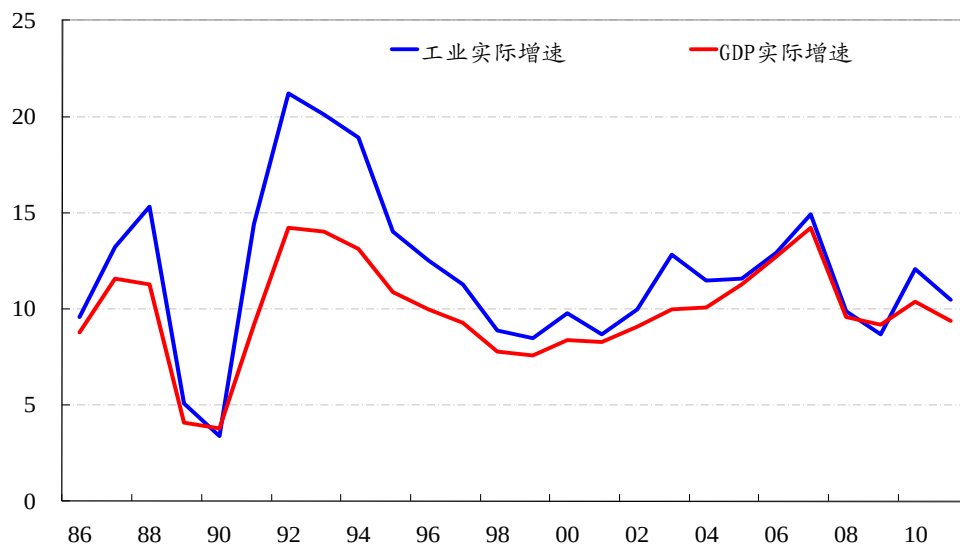
### 1.2. 工业决定经济走势

从三次产业的角度看，中国经济主要由工业驱动。而如果从经济减速的视角来观察中国经济增长史，可以发现本轮经济走势与 90 年代早期如出一辙：89、90 年

经济大幅下滑，92、93 年经济回升，94 年以后持续回落。而本轮中国经济在 08 年大幅下滑，10 年回弹后 11 年又再度回落。因此，从减速角度看，11 年的经济非常类似于 94 年。

图 3 工业和 GDP 实际增速

单位：%



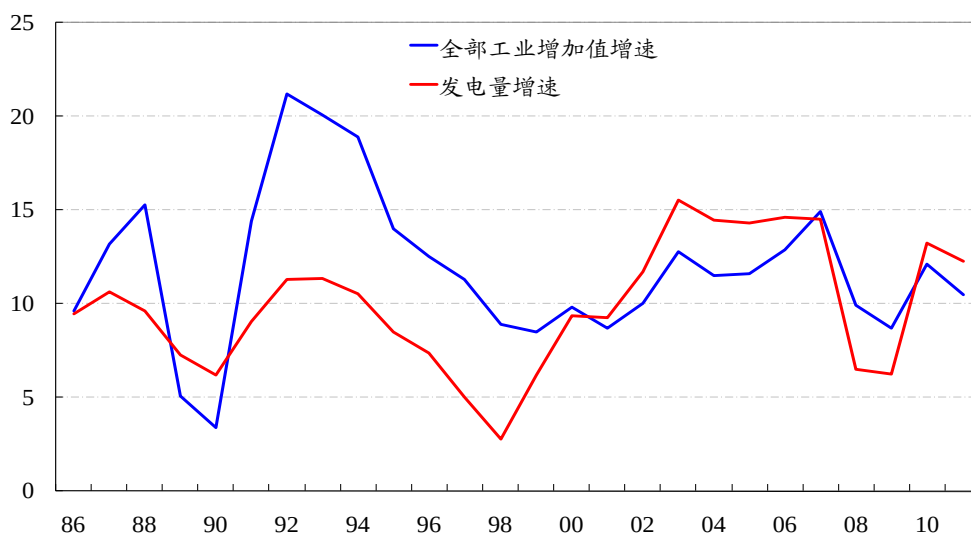
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

### 1.3. 上游中游同步经济

工业生产包括了上中下游的各类产品。从我们对中国经济的观察看，位于上游的发电量增速可以很好地跟踪工业增速的变化。因而我们可以通过预测发电量增速，来预判中国经济走势。近几年经济大起大落的背后，对应的是发电增速的剧烈波动，与 90 年代初类似。

图 4 工业增加值增速和发电量增速

单位：%

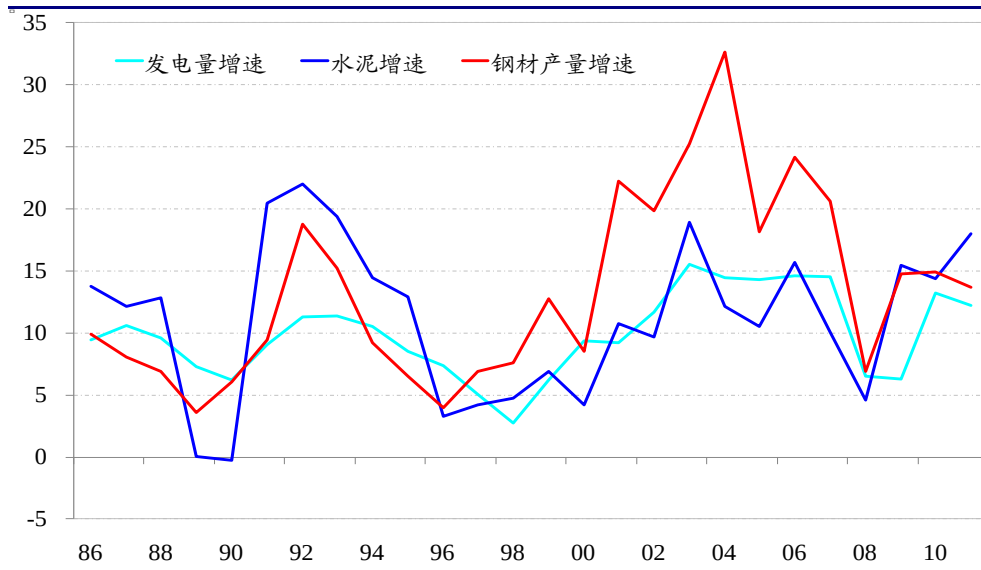


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

隶属中游的水泥和钢材走势与上游发电类似，目前钢材产量增速已经比 10 年回落，而水泥产量增速虽然高于 09 年，但参考 94 年以后的经验，其回落趋势也非常确定。

图 5 发电量、水泥和钢材产量增速

单位：%



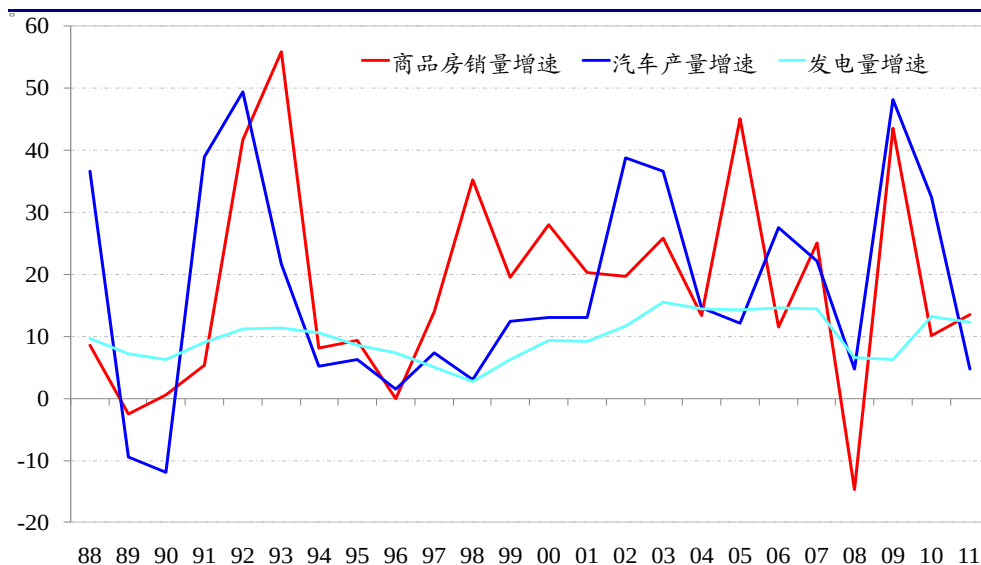
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

#### 1.4. 下游趋势更为领先

而从最下游的房地产和汽车销售增速看，其波动相对更大，且变化趋势领先于中上游。以本轮为例，其地产汽车销量增速的回升始于 09 年，10、11 年开始下滑，均比发电增速的变化早一年左右。由此可见，以工业为主导的中国经济主要由下游的住行需求驱动。

图 6 商品房销量、汽车产量和发电量增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

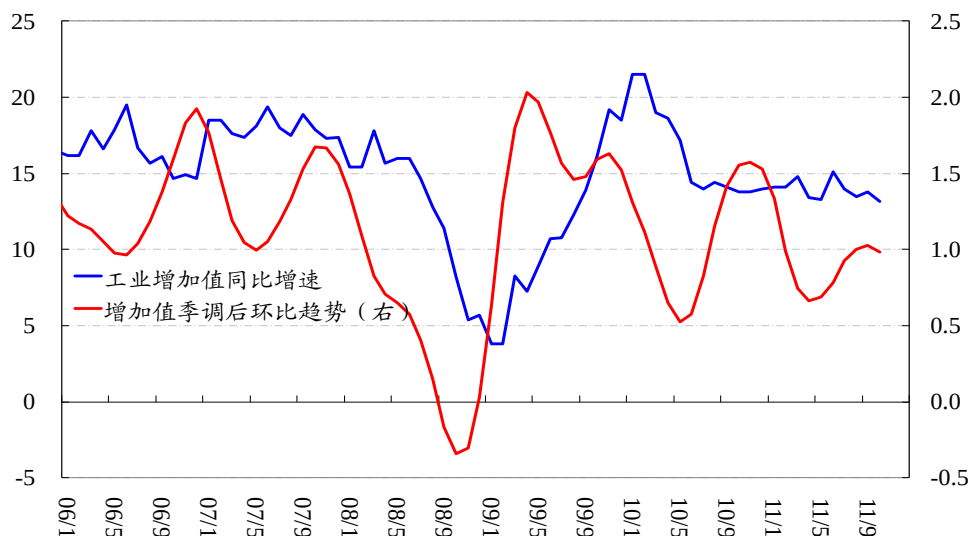
#### 1.5. 工业环比仍在低位

我们对中国经济短期趋势判断的核心基础是对工业经济的分析，11 年初我们在观察到工业季调环比趋势回落以后就对全年经济保持谨慎态度。5、6 月份工业环比出现短期反弹，但最近两月的工业环比在低位再度回落。



图 7 工业增加值同比增速和季调后环比趋势

单位：%



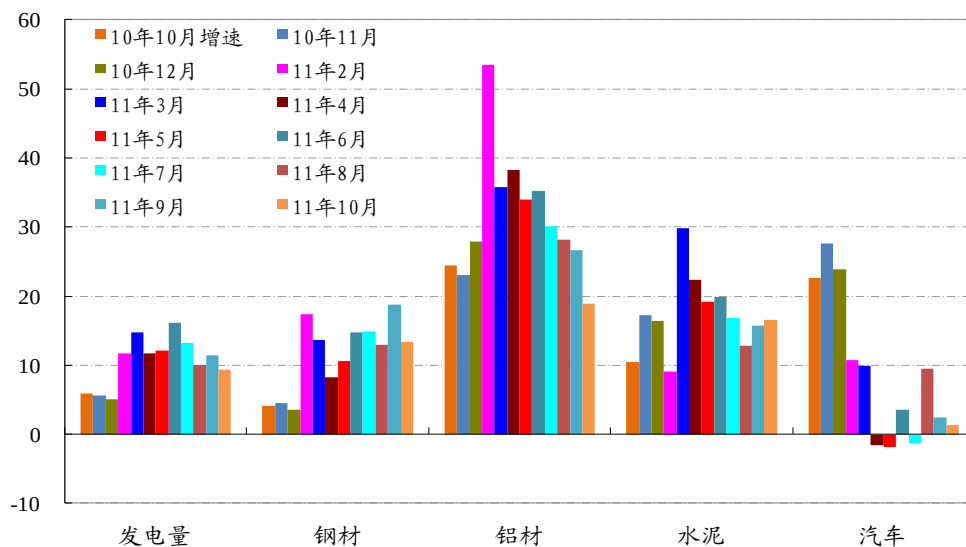
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

### 1.6. 上中下游依次回落

我们可以从上中下游景气传导的角度验证经济的回落过程。10 年 11 月，最下游的汽车产量增速见顶；11 年 2、3 月，中游水泥、铝材、钢材增速见顶；而到了 11 年 6 月，最上游的发电增速见顶回落。这表明 6 月份工业增速的反弹仅是最上游发电增速的回光返照，6 月份以后工业增速已经开始了全面回落。

图 8 主要工业产品产量增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

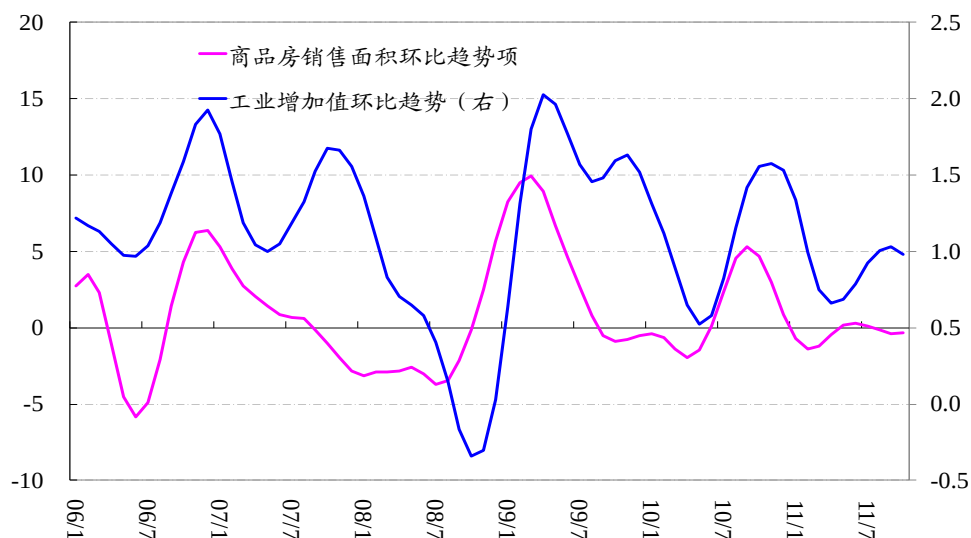
### 1.7. 地产领先经济走势

因此，从上中下游的角度看，最为重要的是下游行业的销量走势，尤其需要关注体量最大的房地产市场。从 06 年以来的经验看，房地产的销售面积与工业经济走势高度相关，而且前者的走势领先于后者，这意味着近年来的中国经济已经被地产绑架。



图 9 商品房销售面积和工业增加值环比趋势

单位：%

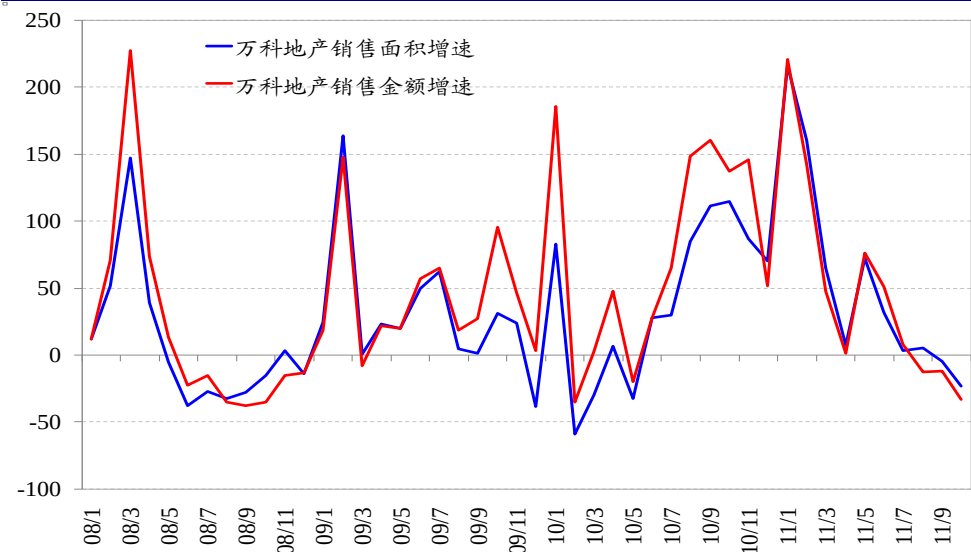


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

目前，龙头地产上市公司均按月发布销量数据，其中万科的数据历史最长。可以发现万科的地产销量增速在08年下半年以及10年上半年均为负，与当时的经济回落高度一致。而在11年8月，万科地产销售增速再次回落到负值区间，10月份的同比降幅还在扩大。

图 10 万科地产销售面积和金额增速

单位：%

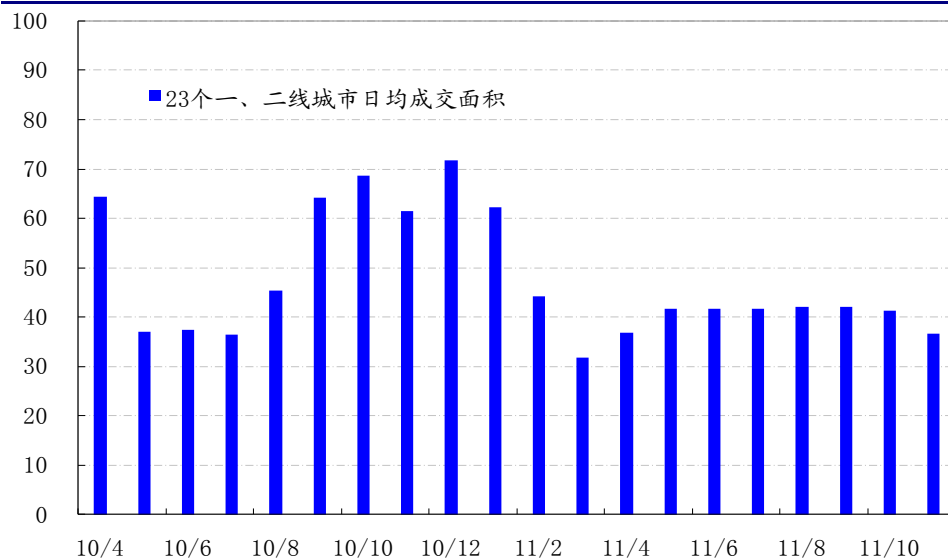


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

对于地产销量，还可以观察更高频的城市交易量日度数据。去年8月的地产销量环比7月上升约20%，9月环比8月上升40%，由此我们在当时及时判断下游启动将推动经济回升。而今年8月的地产销量与7月持平，同比增速已经由正转负。而9月份以后销量环比持续下降，考虑到去年“金九银十”的高基数效应，地产销量同比降幅在不断扩大。

图 11 23 个一、二线城市日均成交面积

单位：%

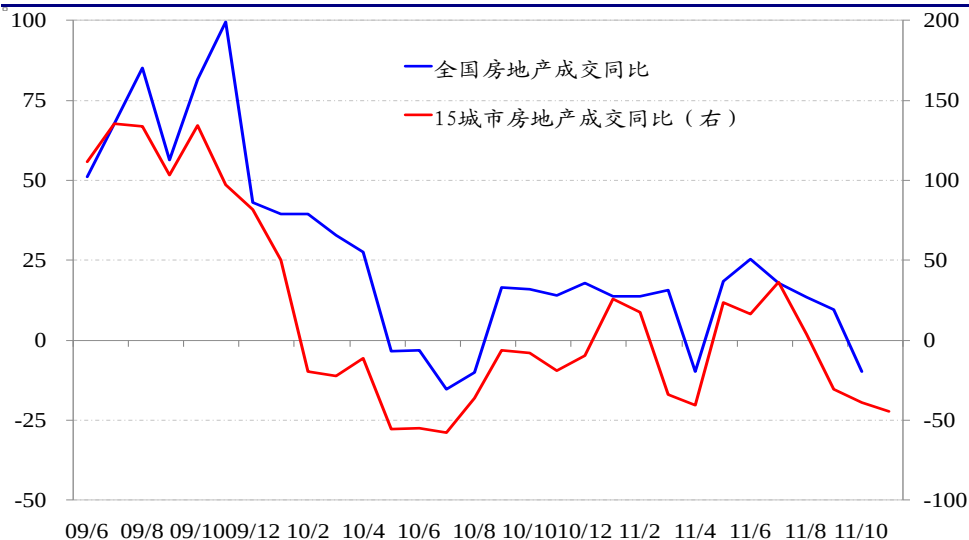


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

在上述 23 个城市中，有 15 个城市的地产销售数据可以追溯到 08 年 6 月，因而可以将其 09 年 6 月以来的销售同比数据与全国数据进行对比。我们发现，两者走势高度一致，由于 15 城市 11 月份月上旬同比降幅高达-45%，因而 11 月全国地产销量同比或将继续负增长。

图 12 全国房地产成交和 15 城市房地产成交同比

单位：%



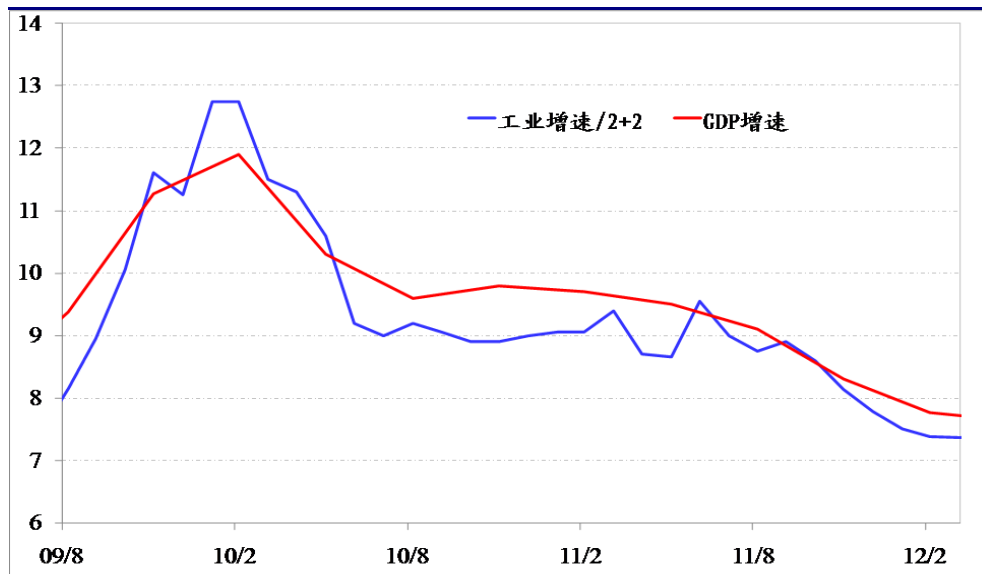
数据来源：国泰君安证券研究，统计局、WIND

### 1.8. 经济仍将继续探底

基于 10、11 月地产销售同比的大幅下滑，我们认为 4 季度地产销售的大幅回落将拖累中上游生产，并使得经济在 4 季度加速下滑，预测 11 月工业增速为 12.3%，12 月为 11.6%，到 12 年 3 月下降到 11% 以下。与之相应，4 季度 GDP 同比增速或降至 8.3%，到 12 年 1 季度降至 8% 以下。

图 13 工业增速调整与 GDP 增速

单位: %

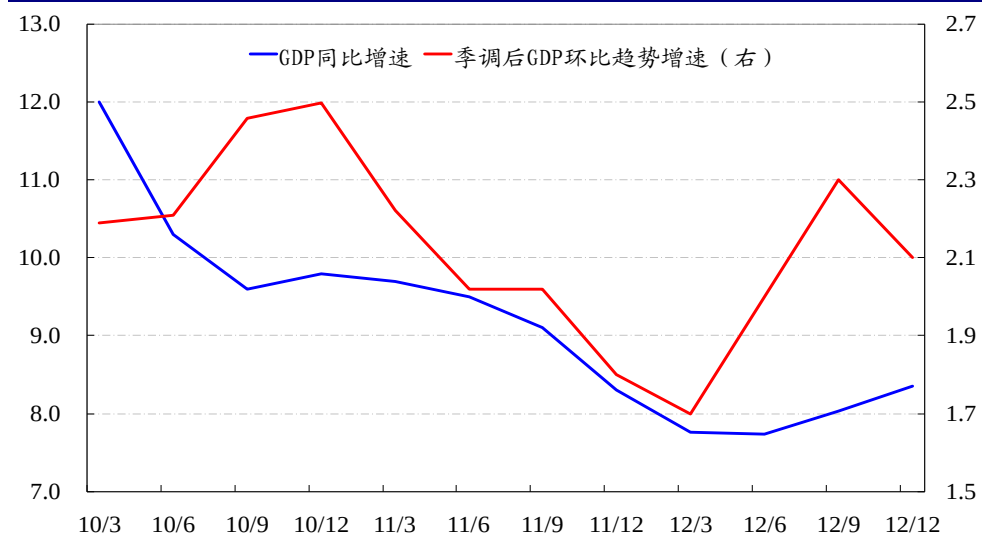


数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

我们预测 GDP 环比增速的底部在 12 年 1 季度, 而同比增速则在 12 年 2 季度见底回稳, 预测 12 年 4 个季度分别为 7.8%、7.7%、8%、8.3%, 全年 GDP 增速为 8%。

图 14 GDP 同比和季调后环比趋势

单位: %



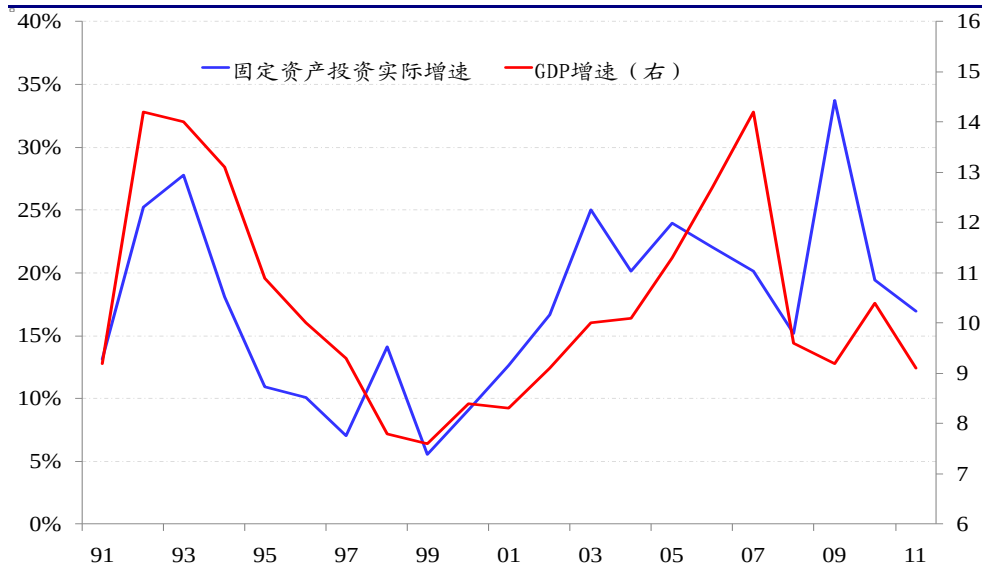
数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

### 1.9. 投资驱动值得商榷

通常认为中国经济的增长主要由投资驱动, 05 年以前这一假设是成立的, 因为投资与 GDP 增速趋势一致。然而 06 年以后投资增速与 GDP 出现显著背离, 投资驱动经济的结论值得商榷。

图 15 固定资产投资增速与 GDP 增速

单位: %



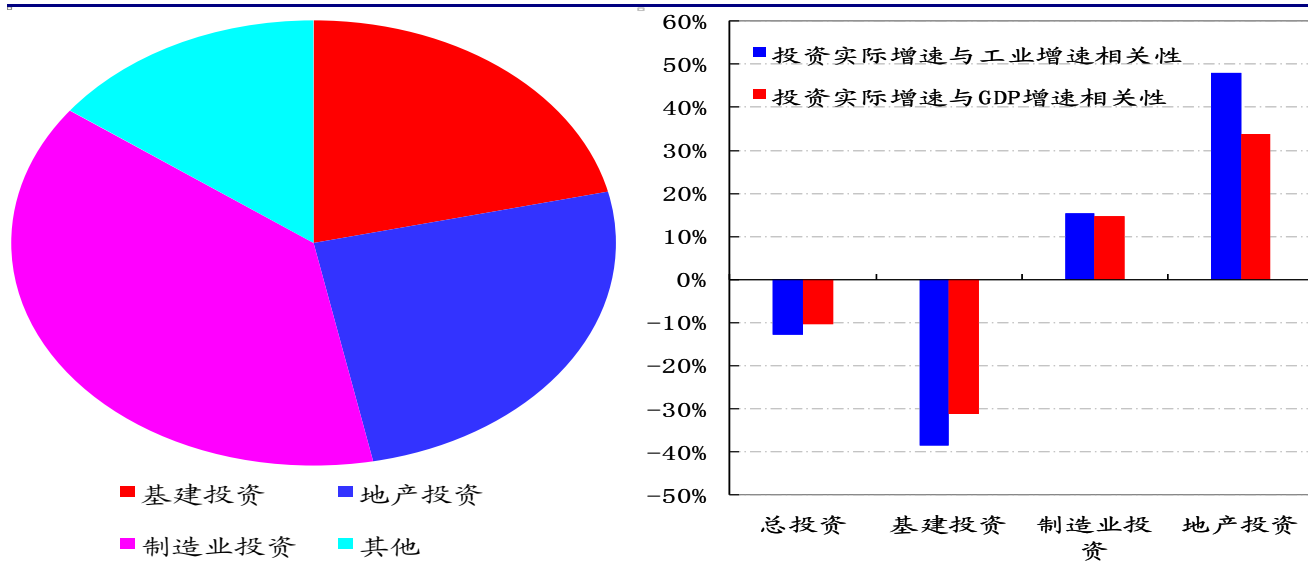
数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

### 1.10. 地产拖累 12 年投资

投资可以分为基建、制造业和地产投资三大类, 其占比均在 30% 左右。以和经济增长的相关性来衡量, 04 年以来总投资、制造业投资和 GDP 增长零相关、基建投资负相关, 只有地产投资是显著正相关, 这意味着地产投资是投资中唯一可以相对准确预测 GDP 趋势的指标。

图 16 固定资产投资构成及其与经济相关性

单位: %

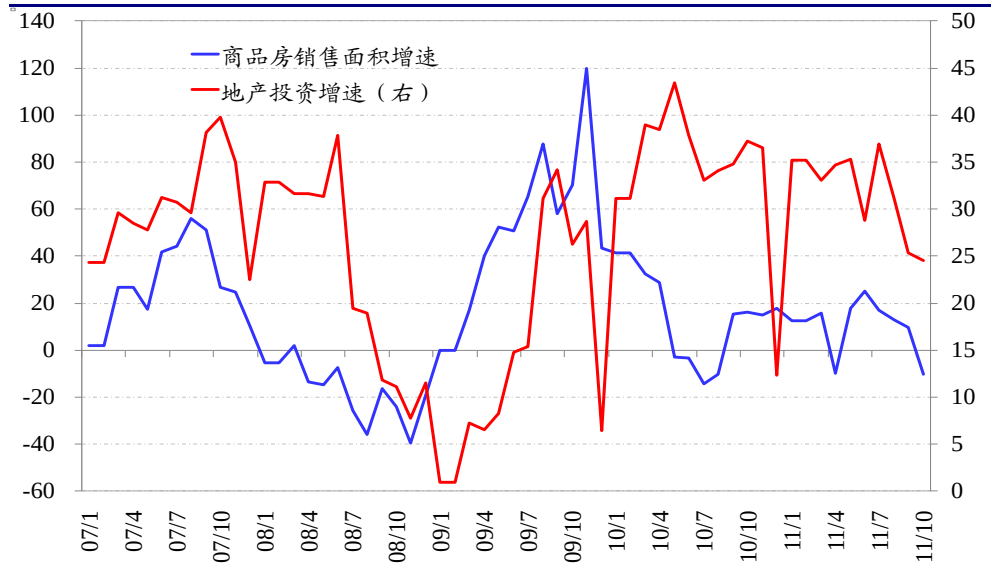


数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

因此, 在各类投资中, 尤其需要关注地产投资增速的回落风险。假如 4 季度商品房销售面积增速降至负值区间, 那么年底的地产投资单月增速或会下降至 20% 以下, 到 12 年 1 季度降至 15% 以下。

图 17 商品房销售面积和地产投资增速

单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

我们预计 12 年投资增速将从今年的 25% 下降至 20%，其中主要的负贡献即来源于地产投资的大幅下滑，从 11 年的 32% 降至 12 年的 15%，从而对经济增长形成拖累。

表 1 总投资和分产业投资增速

单位: %

|      | 总投资  | 第一产业 | 第二产业 | 第三产业 |
|------|------|------|------|------|
| 2008 | 26.1 | 54.5 | 28.0 | 24.0 |
| 2009 | 30.5 | 49.9 | 26.6 | 33.0 |
| 2010 | 24.2 | 18.2 | 20.8 | 25.6 |
| 2011 | 24.9 | 28.2 | 26.5 | 23.3 |
| 2012 | 20.0 | 25.0 | 23.3 | 17.1 |

数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

表 2 第二产业及分项投资增速

单位: %

|      | 第二产业 |      |      |      |      |
|------|------|------|------|------|------|
|      |      | 建筑业  | 工业   | 生活资料 | 生产资料 |
| 2008 | 28.0 | 30.4 | 27.9 | 20.0 | 29.9 |
| 2009 | 26.6 | 57.6 | 26.2 | 26.9 | 26.0 |
| 2010 | 20.8 | 48.6 | 20.0 | 26.6 | 18.3 |
| 2011 | 26.5 | 39.1 | 26.2 | 34.1 | 24.0 |
| 2012 | 23.3 | 25.0 | 23.3 | 25.0 | 22.8 |

数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

表 3 生产资料制造业及分项投资增速

单位: %

|      | 生产资料 |      |      |      |
|------|------|------|------|------|
|      |      | 采掘业  | 原材料业 | 加工业  |
| 2008 | 29.9 | 31.6 | 23.6 | 36.1 |
| 2009 | 26.0 | 18.2 | 20.5 | 33.7 |

|      |      |      |      |      |
|------|------|------|------|------|
| 2010 | 18.3 | 18.1 | 11.5 | 23.7 |
| 2011 | 24.0 | 18.4 | 14.0 | 33.5 |
| 2012 | 22.8 | 18.0 | 12.0 | 33.0 |

数据来源：国泰君安证券研究，统计局

表 4 服务业及分项投资增速

单位：%

| 服务业  |      | 房地产业 | 交运仓储 | 水利环境 | 其他   |
|------|------|------|------|------|------|
| 2008 | 24.0 | 23.0 | 19.7 | 32.2 | 24.8 |
| 2009 | 33.0 | 19.9 | 48.3 | 45.1 | 37.6 |
| 2010 | 25.6 | 33.5 | 19.5 | 24.5 | 18.4 |
| 2011 | 23.3 | 32.3 | 4.1  | 17.3 | 26.4 |
| 2012 | 17.1 | 15.0 | 10.0 | 20.0 | 25.0 |

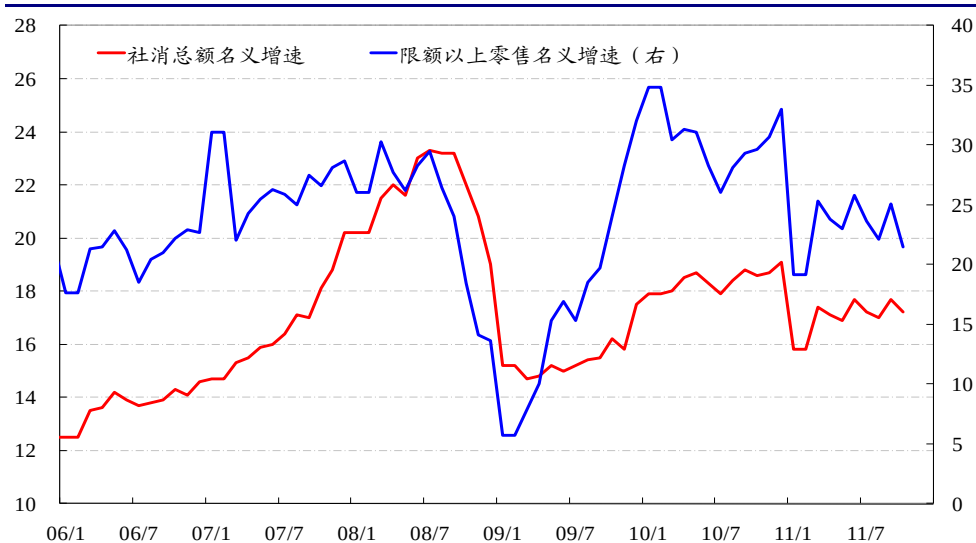
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

### 1.11. 限额消费相对更准

无论是社消总额还是限额以上零售，11 年增速均比 10 年明显回落。考虑到通胀的回落，我们预计社消总额名义增速将从 11 年的 16.9% 下降到 12 年的 14%。但相较于社消总额增速，我们认为限额以上零售增速或更准确，因为 08 年的消费下滑在社消总额增速走势中完全看不出征兆，而限额以上零售增速则更早回落。

图 18 社消和限额以上零售名义增速

单位：%



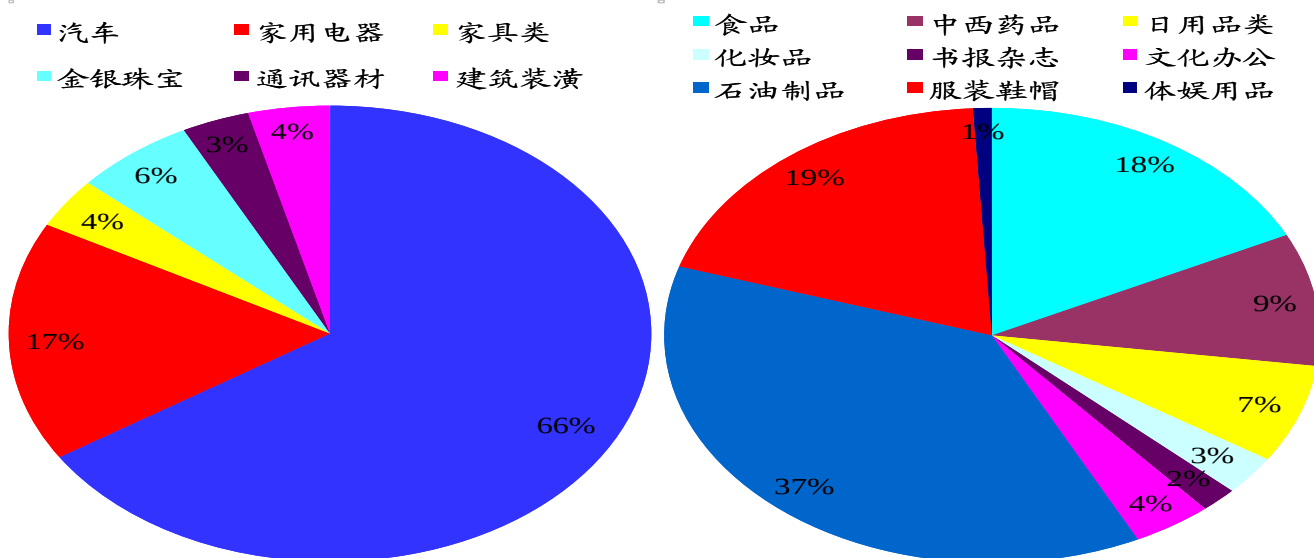
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

### 1.12. 投资消费还看住行

限额以上零售可以分为耐用品与非耐用品，其中耐用品占比约 40%。在耐用品中，占比最大的是汽车，占比高达 2/3。

图 19 耐用消费品和非耐用消费品占比图

单位：%

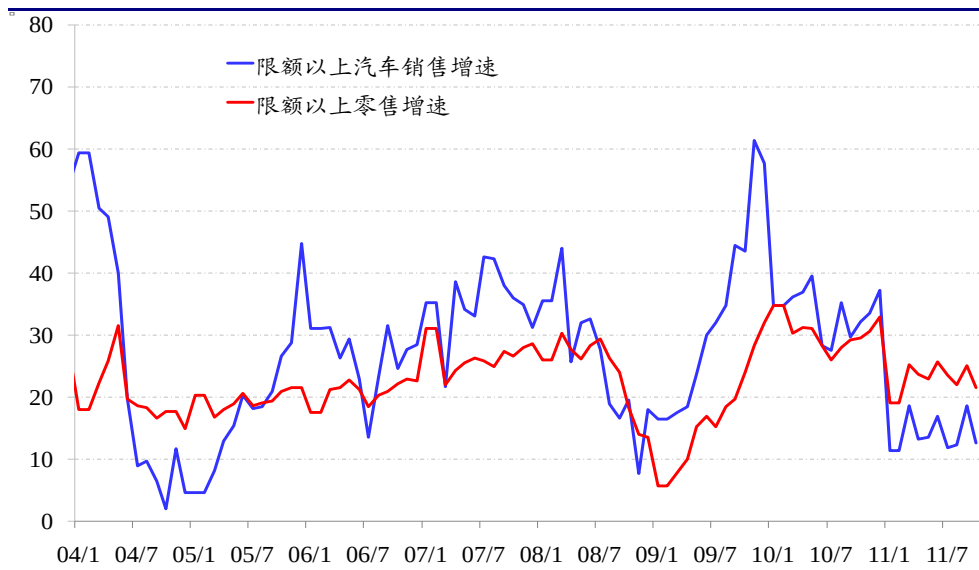


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

而在限额以上零售中，起决定性作用的是汽车消费，其波动决定了限额以上零售增速的变化方向。

图 20 限额以上汽车和限额以上零售增速

单位：%



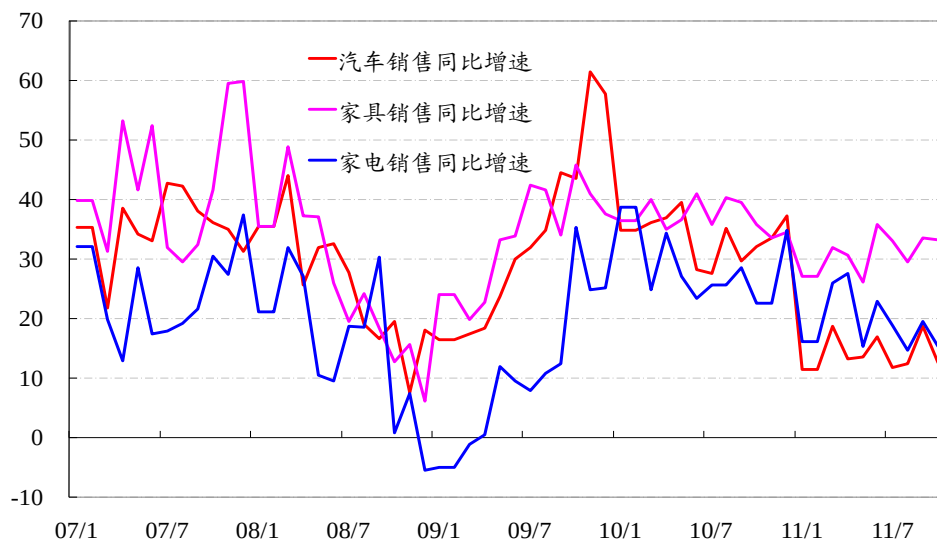
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

此外，我们注意到耐用品中的家具、家电等销售走势与汽车一致，而前两者都与住房消费相关，联系到上文中地产投资的重要地位，这意味着对支出法 GDP 中的投资消费进行分析的核心同样也是对住行需求的判断。



图 21 汽车、家具和家电销售增速

单位：%



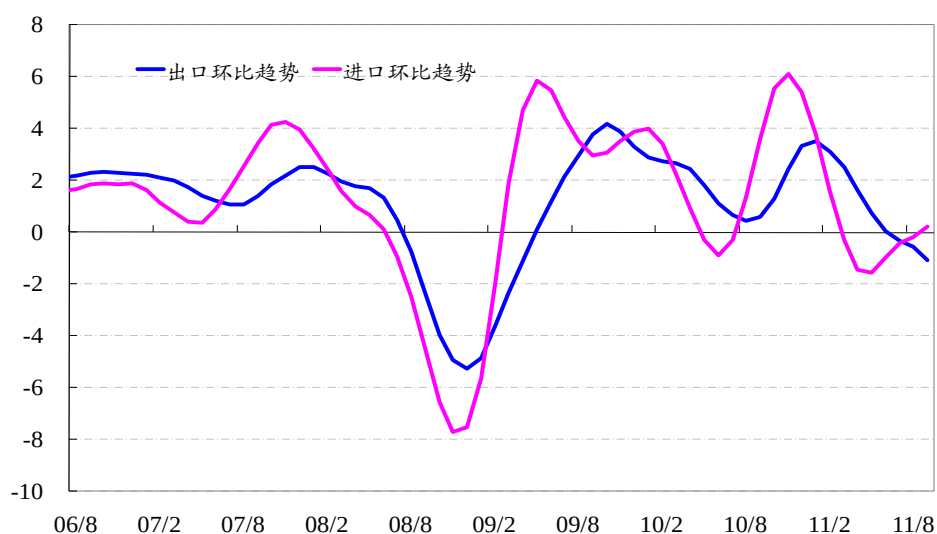
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

### 1.13. 进出口趋势均放缓

10 月的出口环比趋势继续回落，而进口环比虽有反弹，但幅度有限。其中进口环比的下降始于 11 年初，与代表国内经济的工业环比回落同步。而出口环比的回落始于 11 年 1 季度，与全球经济的减速同步。

图 22 进口和出口环比趋势

单位：%



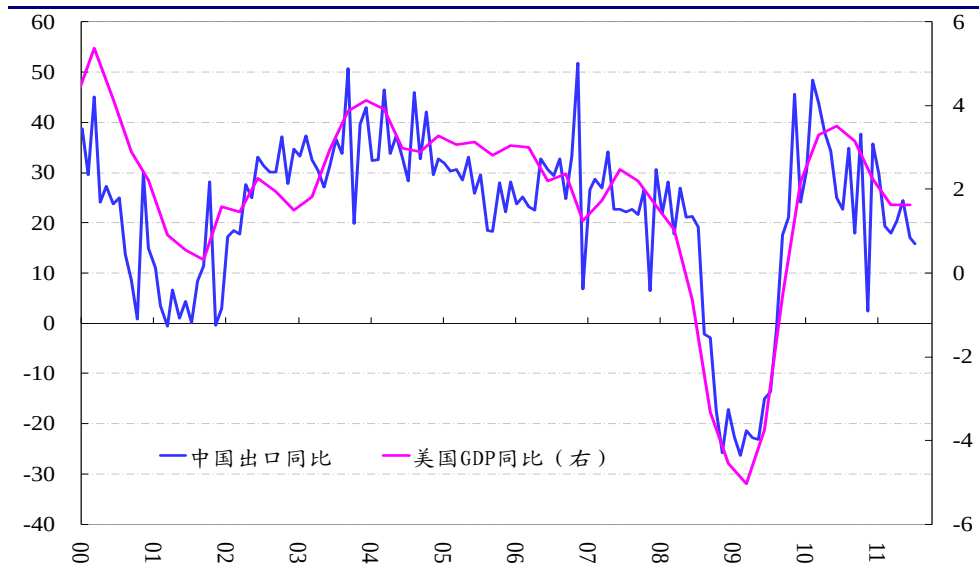
数据来源：国泰君安证券研究，中国海关

### 1.14. 欧美衰退影响出口

从过去的 10 年的数据来看，影响中国出口最重要的因素是以美国为首的全球经济。3 季度美国经济环比虽有回升，但由于高基数影响，同比增速仍在低位，因而未对中国出口形成助力。9 月以后中国出口增速加速回落，与欧债危机加剧后对欧出口的下滑有关。

图 23 中国出口和美国 GDP 同比

单位：%

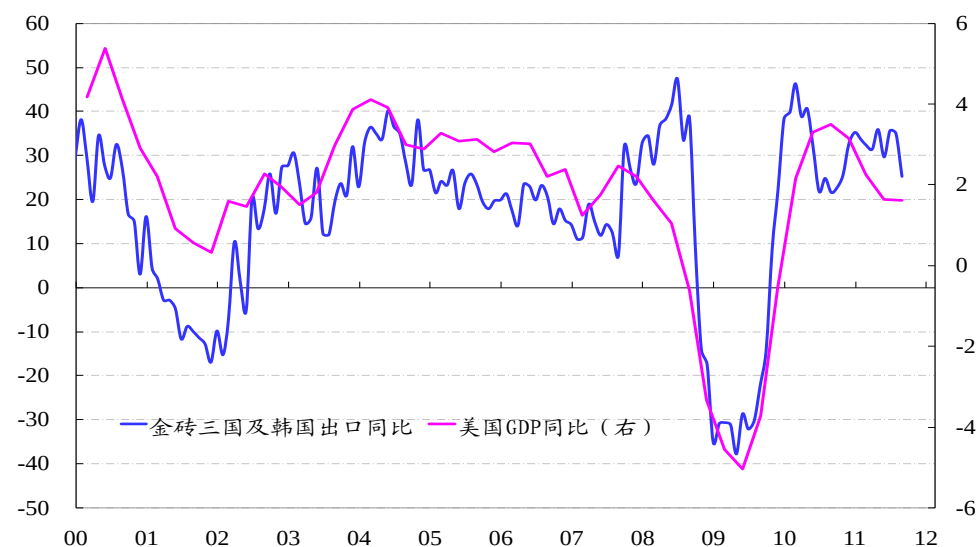


数据来源：国泰君安证券研究，中国海关等

有一种观点认为中国出口开始多元化，因而对新兴市场出口的的稳定可以保证中国出口增速不致大幅下滑。但我们观察到美国经济同样是过去 10 年中决定新兴市场出口的主要因素。因而，未来决定中国出口的还是美国经济。我们认为美国经济趋于温和复苏，因而中国出口增速也有望在 12 年上半年见底回稳，12 年全年增速维持在 15% 左右。

图 24 金砖三国及韩国出口同比和美国 GDP 同比

单位：%

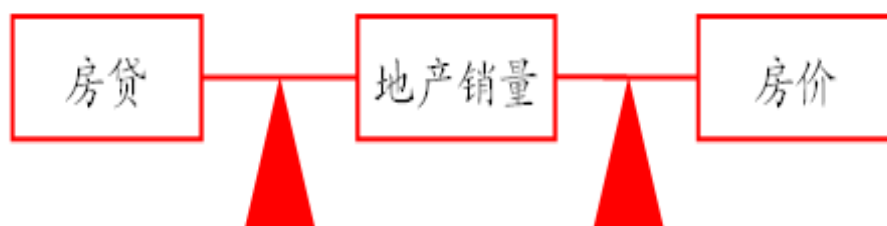


数据来源：国泰君安证券研究，美国统计局等

## 房贷翘起地产泡沫

美国及日本的经验表明，房贷是地产销量的决定性因素，而地产销量则影响房价的涨跌，房价走势又是影响地产开工的核心因素。但在中国，我们发现地产销量与信贷总额更相关，这也意味着与地产有关联的或不仅是名义上占比 20% 的房贷，甚至可能是绝大多数贷款。因而 09 年以后地产泡沫的产生源于天量信贷的发放，当前房价的下跌也与信贷的持续少增有关。

图 25 地产价量框架



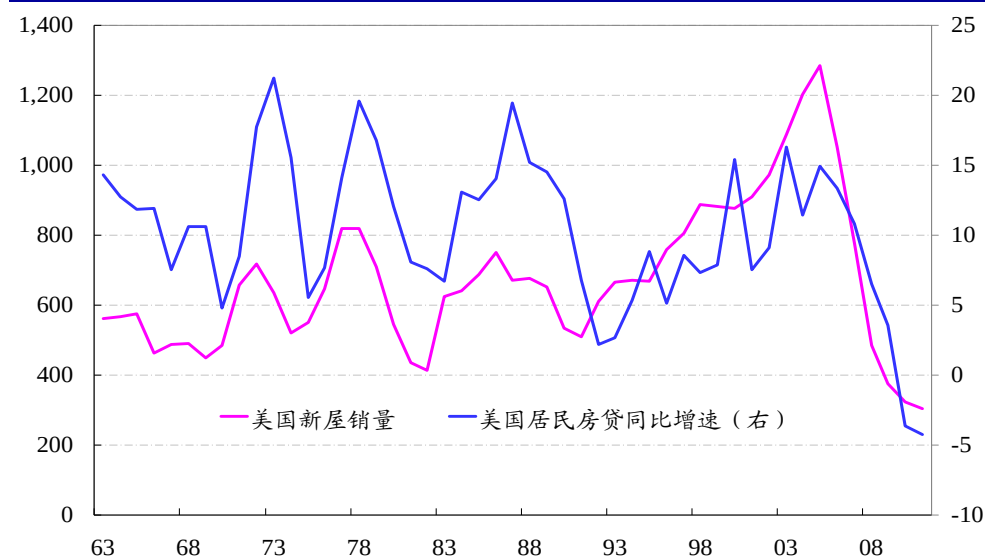
数据来源：国泰君安证券研究

### 2.1. 房贷影响地产销售

从美国过去 50 年的经验看，房贷是决定新房销售的最重要因素，07 年以后地产市场的崩盘其背景就是房贷的大幅跳水。

图 26 美国新屋销量和居民房贷同比增速

左轴单位：千套，右轴单位：%



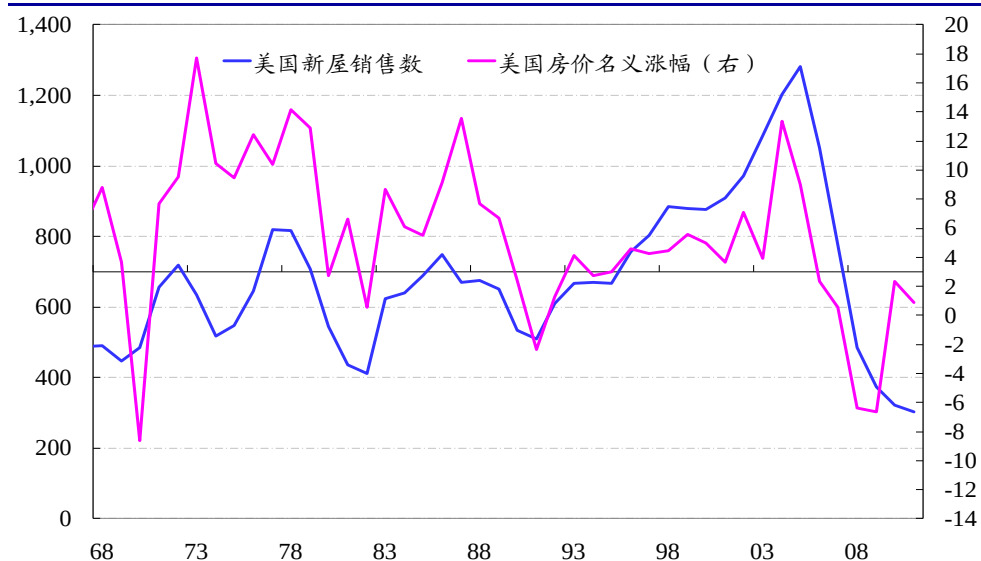
数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

### 2.2. 新房销售影响房价

而新房销售量对房价有决定性影响，当新屋销售上升时，意味着需求回暖，地产商倾向于提价。而当新屋销售回落时，需求下滑，地产商往往需要降价促销。

图 27 美国新屋销售数和房价名义涨幅

左轴单位: 千套, 右轴单位: %



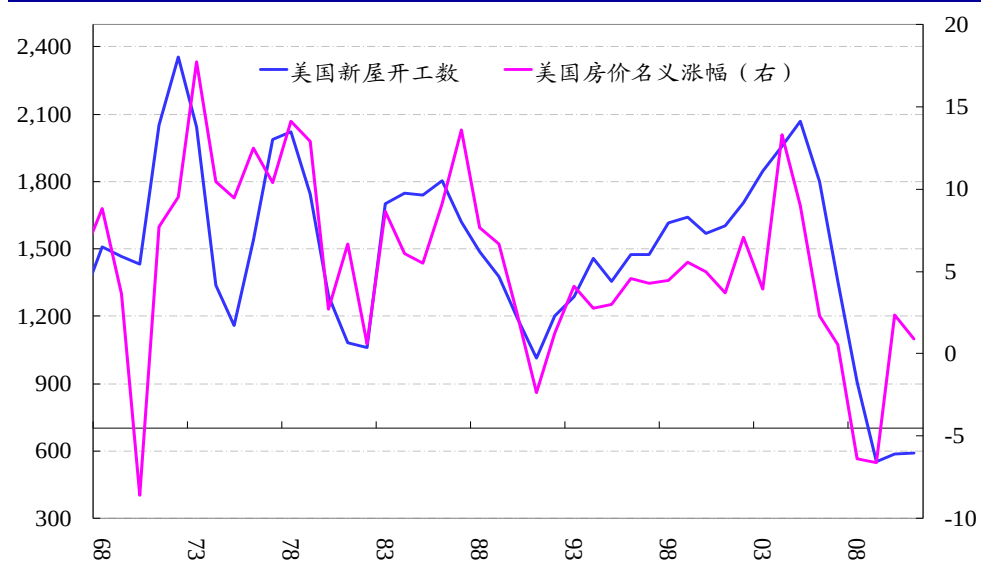
数据来源: 国泰君安证券研究, Bloomberg

### 2.3. 房价影响新屋开工

而房价的变化又会影响地产商的新开工热情。总结而言，房贷是地产市场最主要的决定因素，房贷影响销售，销售影响房价，而房价会影响开工。

图 28 美国新屋开工数和房价名义涨幅

左轴单位: 千套, 右轴单位: %



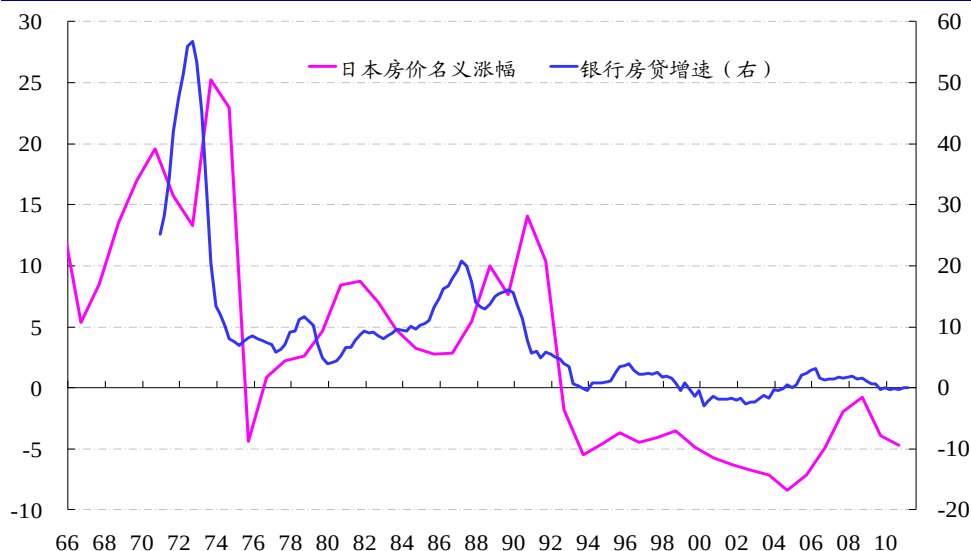
数据来源: 国泰君安证券研究, Bloomberg

### 2.4. 日本房贷同样关键

我们同样可以在日本地产市场上发现房贷的重要地位。70 年代初期是日本房价涨幅最大的时期，当时的银行房贷增速高达 50%。而 90 年代以后日本房价不断下跌，对应的是房贷的持续负增长。

图 29 日本房价名义涨幅和银行房贷增速

单位：%



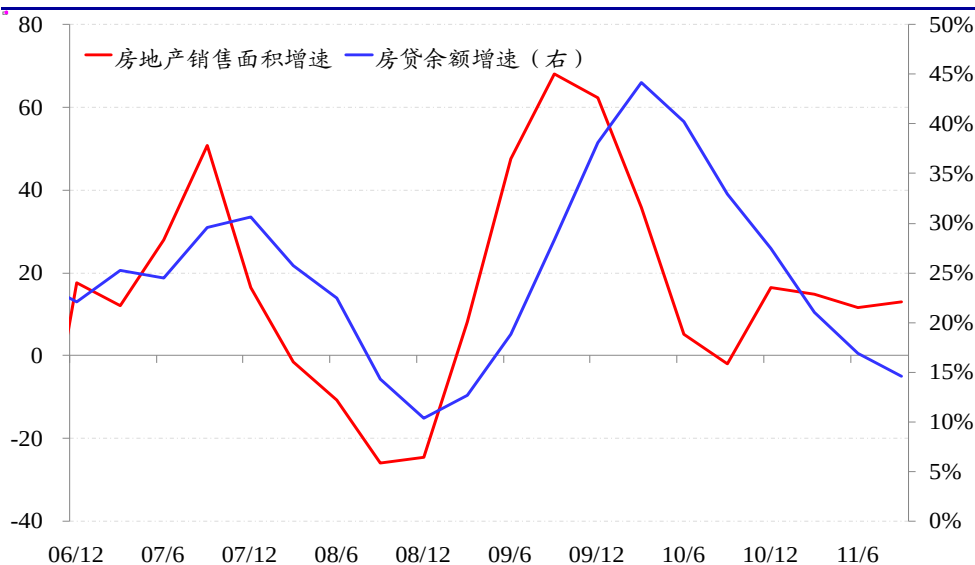
数据来源：国泰君安证券研究，日本统计局

## 2.5. 中国总信贷定销售

从中国过去 5 年的经验看，房贷走势和地产销量增速有一定的相关性，但是在 10 年以后有明显背离，这意味着房贷或许不是中国地产销量的决定性因素。

图 30 中国房地产销售面积增速和房贷余额增速

单位：%

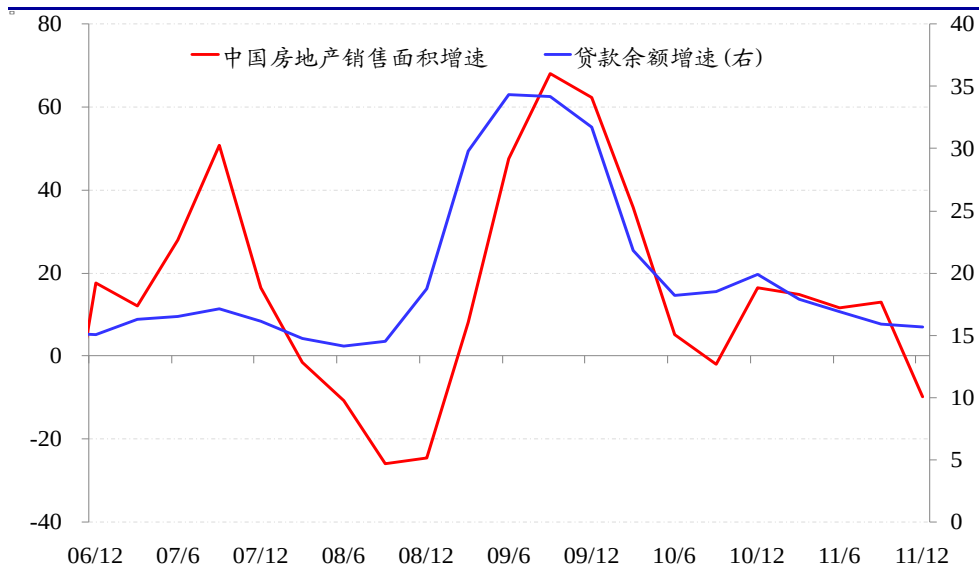


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

我们发现，与中国地产销量增速高度相关的是贷款总余额增速：09 年 3 季度贷款增速见顶，随后地产销售增速回落，而在 10 年下半年贷款增速回升，地产销售也有短期恢复。今年以来贷款增速不断回落，地产销售增速再度下滑，到 10 月份已经下滑至负值区间。这也意味着与地产有关联的或不仅是名义上占比 20% 的房贷，甚至可能是绝大多数贷款。

图 31 中国房地产销售面积增速和贷款余额增速

单位: %



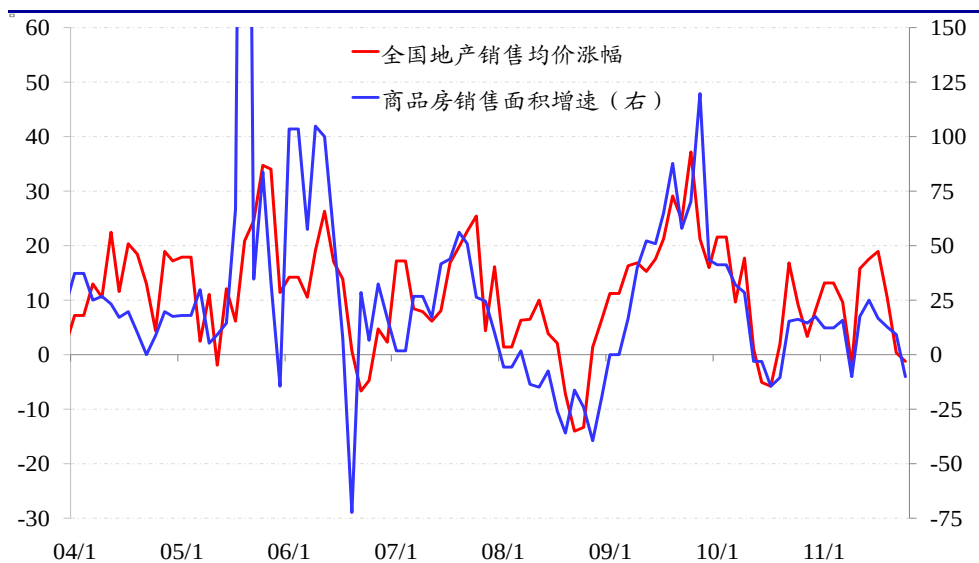
数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

## 2.6. 地产销售决定房价

而商品房销售面积增速与地产均价涨幅的走势高度一致, 11 年 10 月份的全国地产销售均价同比再度下跌, 其背景也是 10 月份的地产销售面积增速由正转负。因此, 如果未来地产销售持续负增长, 房价同比必将持续下降。

图 32 全国地产销售均价涨幅和销售面积增速

单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

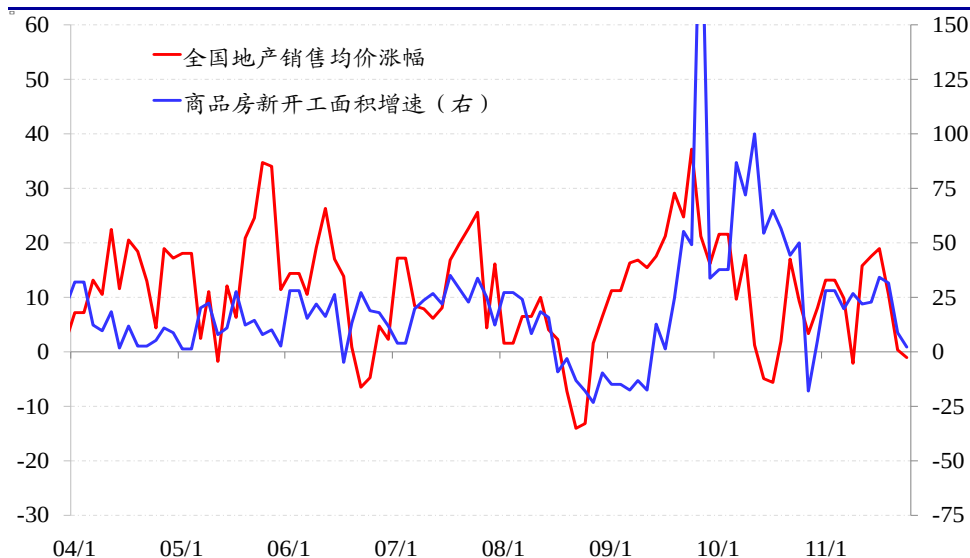
## 2.7. 房价同样影响开工

而中国的房价涨幅同样对新开工有决定性影响, 如果未来房价下跌, 商品房新开工面积的大幅下滑不可避免, 进而会对地产投资、总投资形成拖累。

总结来说, 09 年以后地产泡沫的产生源于天量信贷的发放, 当前房价的下跌也与信贷的持续少增有关。因而未来的房地产市场走势取决于新增信贷的变化。

图 33 全国地产销售均价涨幅和新开工面积增速

单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

## 信贷影响经济通胀

中国目前开始编制融资总量指标, 然而美国与之类似的 M3 指标已被联储弃用, 表明货币指标并非越大越好。从美日的经验看, 有效的货币指标应能代表总需求的变化, 其中信贷指标到目前为止依然适用。

而中国近 10 年的经验表明, 信贷是非常有效的货币指标, 今年以来经济增速持续回落, 其背景也是信贷增速的不断下滑。而需求则是影响短周期通胀的核心因素, 基于当前需求的下滑, 我们预测未来通胀将持续回落, 预测 12 年 CPI、PPI 均将下滑至 3%。

图 34 信贷影响经济通胀路径



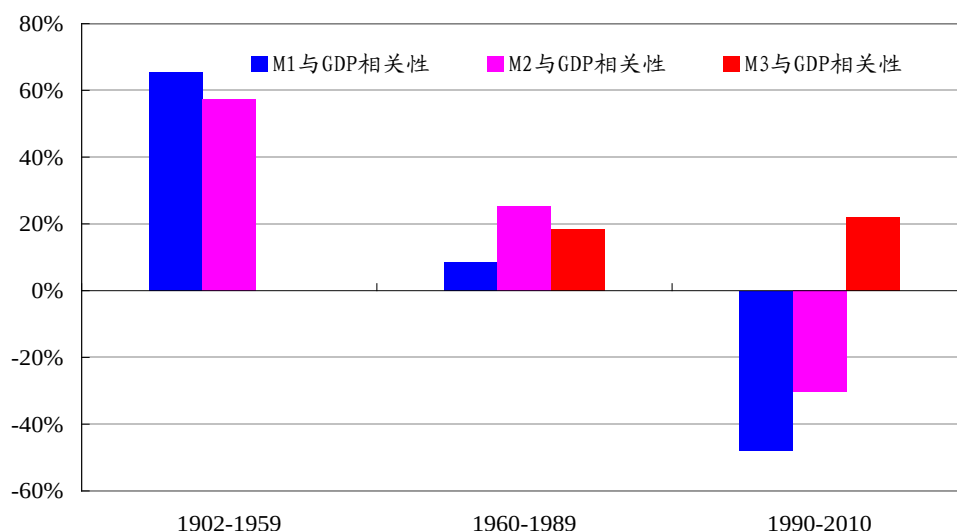
数据来源: 国泰君安证券研究

### 3.1. 货币GDP相关性变化

研究美国货币数据的历史可以发现, 1960 年是一个分界, 此前货币数据与 GDP 显著正相关, 后来相关性逐渐丧失, 为此美联储还发明了 M3 等更加广义的货币指标。

图 35 美国货币供应量与 GDP 相关性

单位：1

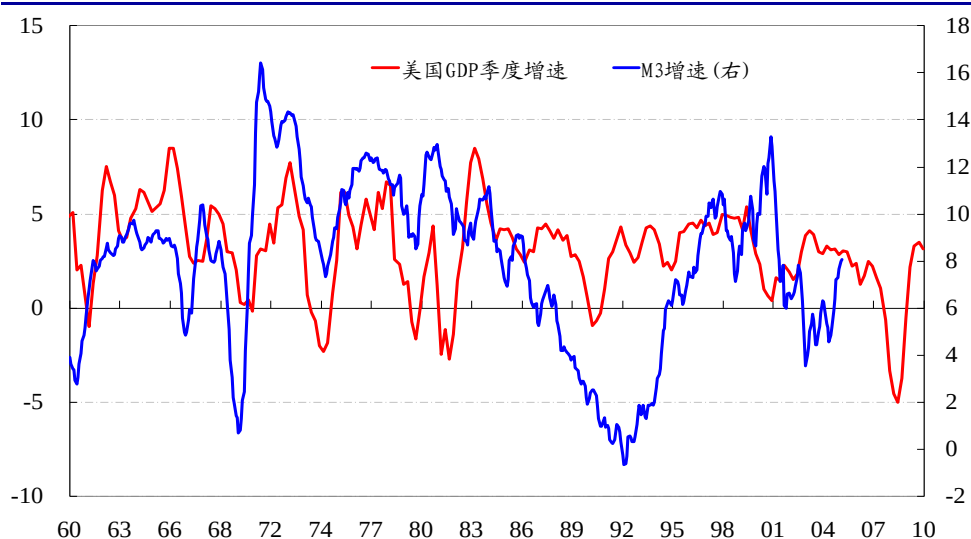


数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

然而在 06 年美联储正式放弃了对 M3 数据的跟踪，原因是 80 年代以后美国 M3 数据与 GDP 的偏差太大，因而继续跟踪的意义不大。由此可见，货币指标并非越大越好，能够代表总需求趋势的就是有效的货币指标。

图 36 美国 GDP 季度增速与 M3 增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

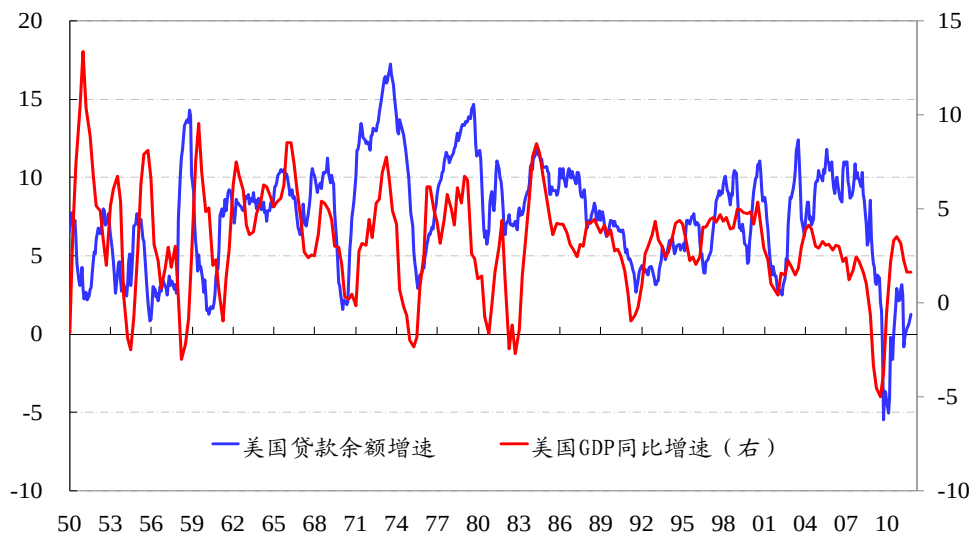
### 3.2. 美国信贷依然有效

从代表总需求的角度，我们发现美国贷款增速依然有效，其与 GDP 的正相关性在 80 年代以后依然成立。01 年以后美国经济在地产支撑下进入虚假繁荣，背景是信贷的急剧增长，大量信贷被借给没有还款能力的买房人。07 年以后信贷崩盘，地产泡沫随之破灭。



图 37 美国贷款余额和 GDP 增速

单位：%



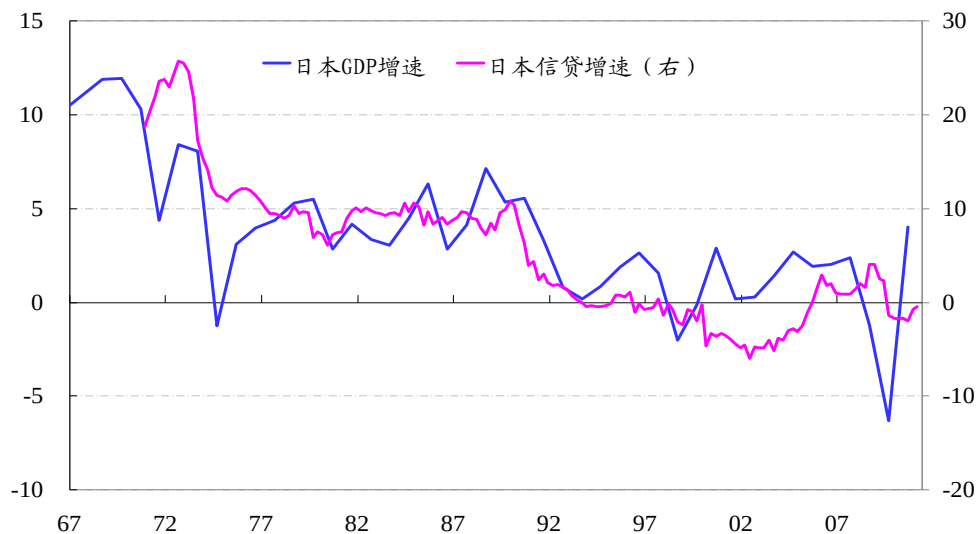
数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

### 3.3. 日本信贷持续疲软

90 年代以后日本的经济萧条有多种解释，但从直接原因观察，信贷增长的持续疲软应是重要的线索。地产泡沫破灭使得银行资产负债表受损，进而导致了信贷供给的持续低迷。

图 38 日本 GDP 和信贷增速

单位：%



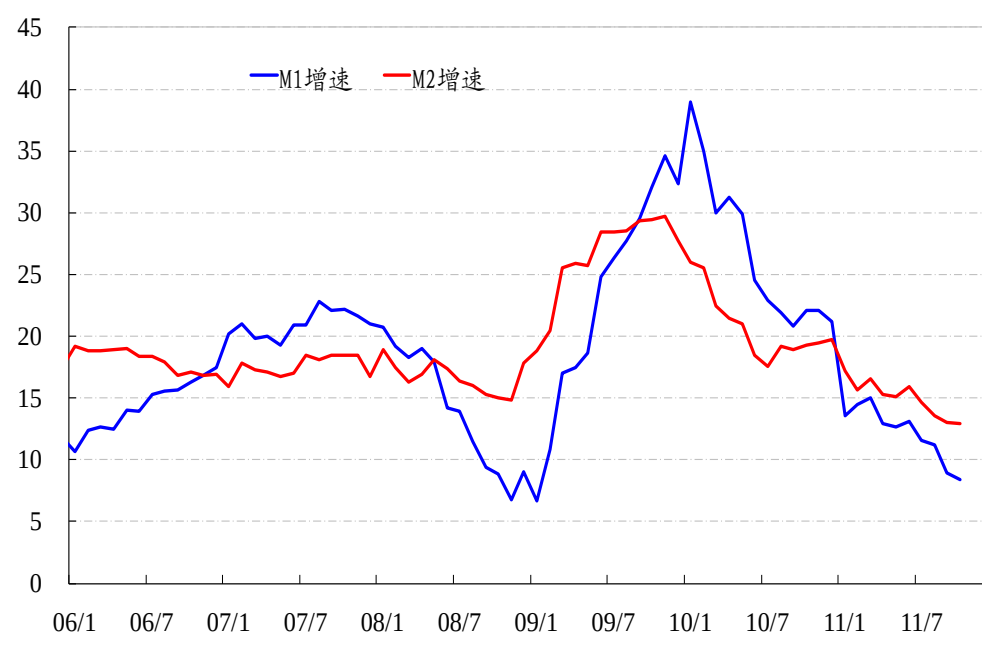
数据来源：国泰君安证券研究，日本统计局

### 3.4. 货币增速持续下滑

今年以来，M1 和 M2 增速持续下滑，目前都已经接近历史低位水平。但也有观点认为，近两年银行表外理财业务发展迅速，使得货币增速被严重低估，因而对货币增速回落不必过于担心。

图 39M1 和 M2 同比增速

单位：%



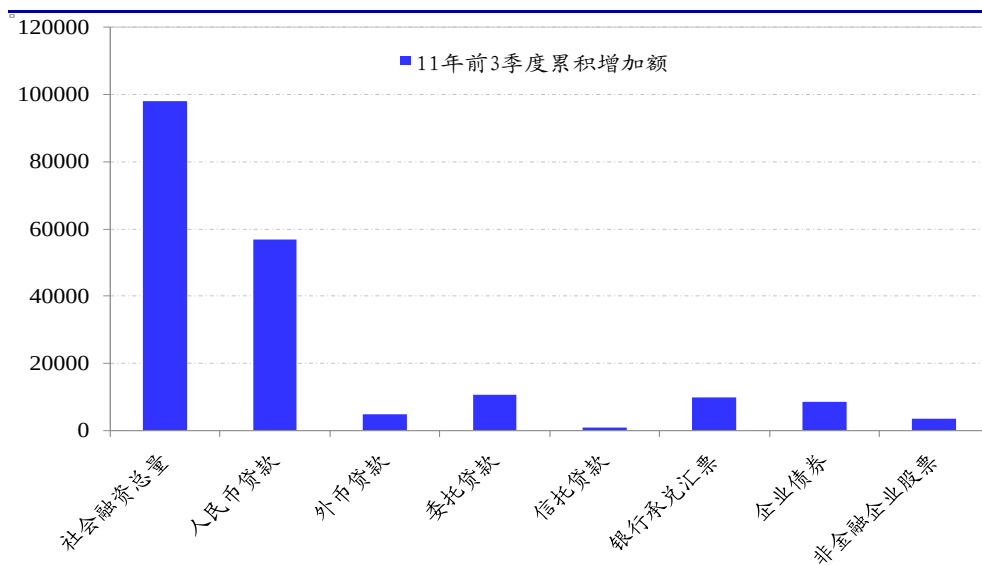
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

### 3.5. 融资总量未必有效

或许是感觉到已有货币指标的局限性，央行今年开始着手编制范围更广的社会融资总量数据。但从美国的经验看，M3 以上的货币数据最终也都被放弃，这也就意味着新编的社会融资总量数据未必更有效。

图 4011 年前 3 季度融资量增加额

单位：亿元



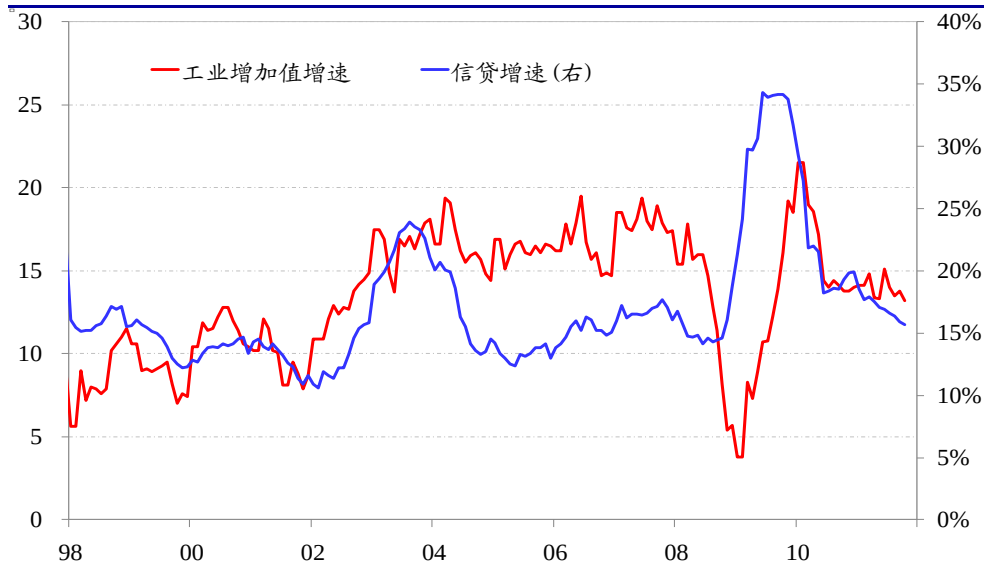
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

### 3.6. 信贷决定工业走势

如果将和经济的相关性作为筛选标准，再回顾 08 年底经济复苏的经验，可以发现信贷是最为重要的货币指标。08 年 11 月起信贷同比持续多增，随后经济回升股市上涨。我们 08 年底策略报告的题目是《信贷决定论》，核心逻辑就是信贷决定经济。今年以来经济增速持续回落，其背景也是信贷增速的不断下滑。

图 41 工业增加值增速和信贷增速

单位: %



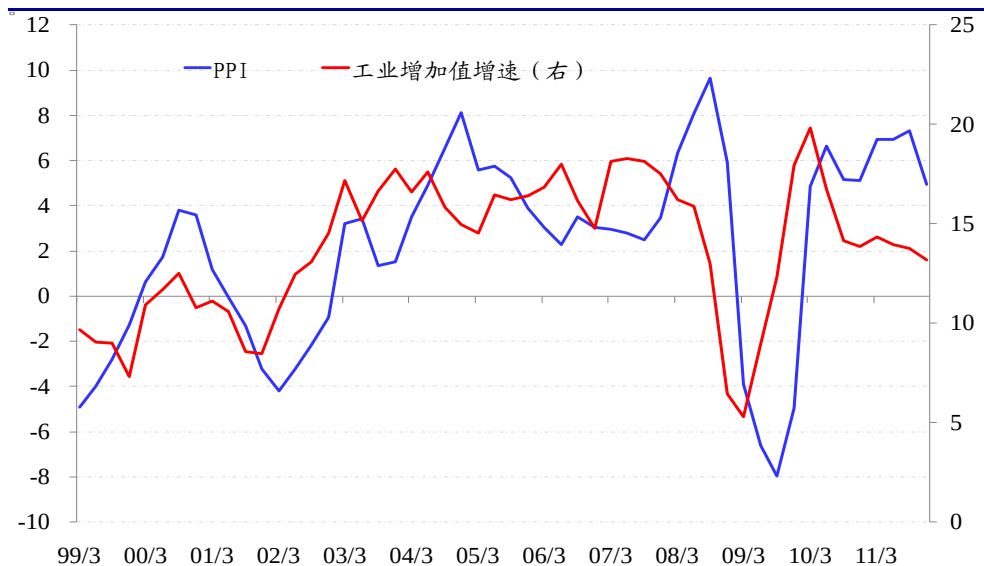
数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局、人民银行

### 3.7. 需求下滑物价回落

我们认为信贷决定总需求变化, 而需求则是影响短周期通胀的核心因素。中国近十年的工业与 PPI 走势高度一致, 而且前者还略有领先, 也印证了总需求对通胀的影响力。目前工业增速在持续下滑, 而 10 月的 PPI 也出现了加速回落的趋势。

图 42 PPI 和工业增加值增速

单位: %



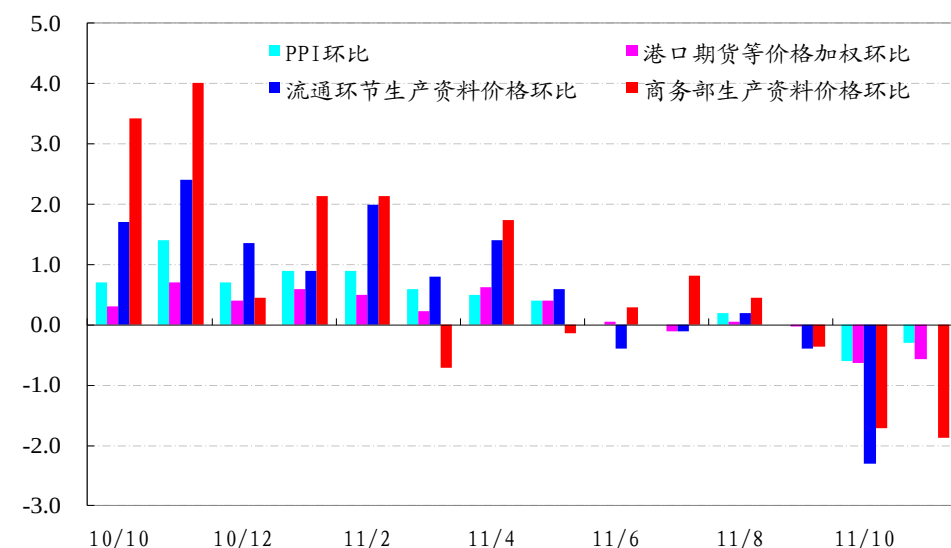
数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

### 3.8. PPI即将大幅回落

对 PPI 的监测包括商务部生产资料价格等多种指标, 然而根据我们的经验, 对港口期货价格的高频跟踪效果最好。目前 PPI 已经连续五个月环比零或负增长, 11 月 PPI 环比或也在负值区间。

图 43 生产资料价格环比对比

单位：%

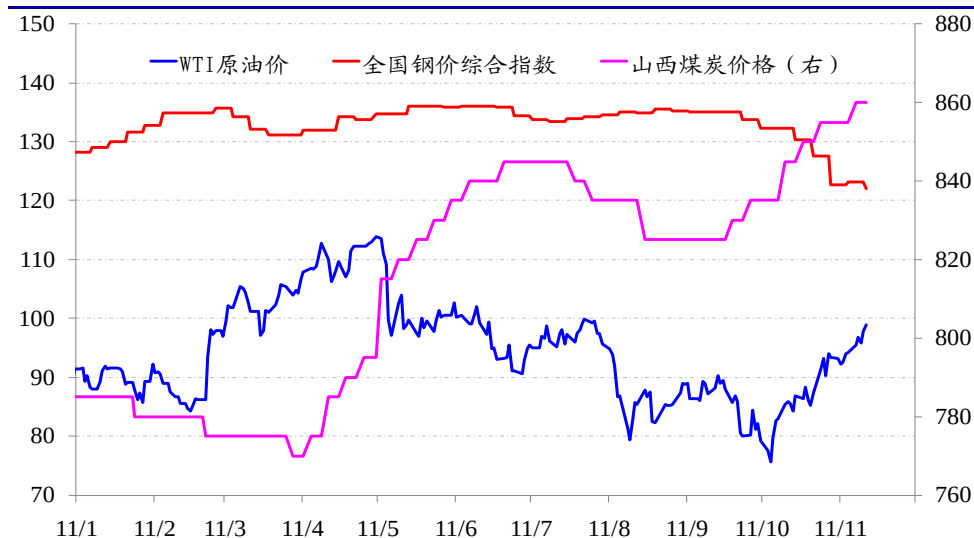


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

我们对 PPI 港口期货价格的跟踪主要是观察煤、油和钢三大价格：钢价在十月份大幅下跌，近 5 周累积跌幅接近 10%，煤价继续反弹，而油价则在低位有所回升，主要是受欧洲债务危机取得进展刺激国际油价短期回升的影响。

图 44 煤、油、钢价日度走势

单位：元/吨，美元/桶

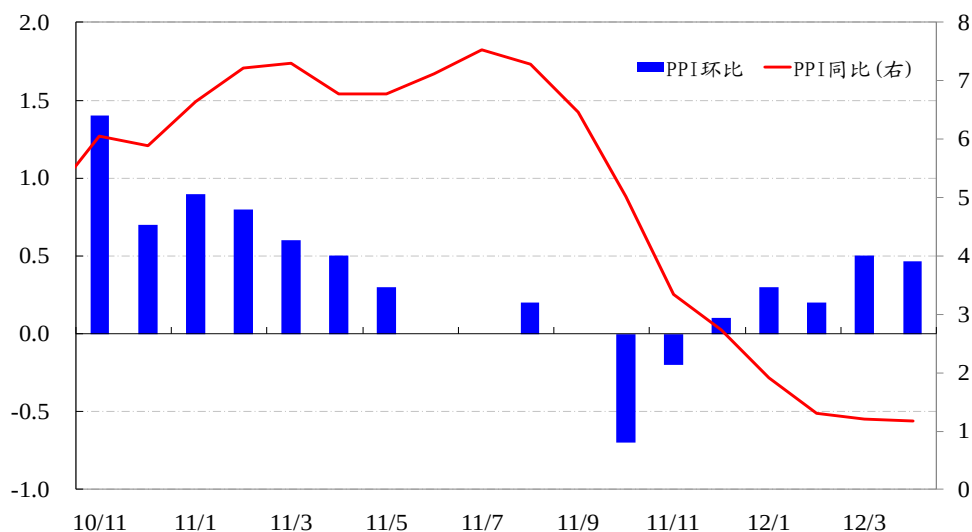


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

我们通常讨论的 PPI 指的是同比涨幅，相当于 12 个月环比的连乘积。因而本月 PPI 同比相对于上月同比的变化，等于本月 PPI 环比与去年同期 PPI 环比的差值。由于去年 11 月以后的 PPI 月均环比为 1% 左右，这意味着如果未来 PPI 环比继续零增长，那么 PPI 同比每月的降幅将接近 1%。

图 45PPI 环比和同比涨幅

单位：%



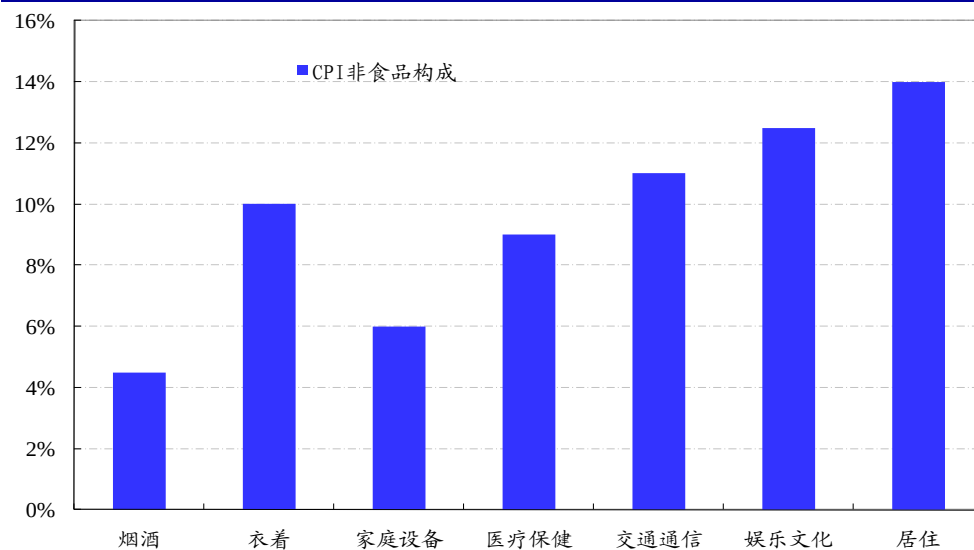
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

### 3.9. CPI 非食品的构成

再来分析 CPI 走势。CPI 可以分为食品与非食品价格，其中前者占比约 1/3，后者占比约 2/3。而在 CPI 非食品中，主要包括烟酒、衣着等七大项，其中各项占比差别不大。

图 46CPI 非食品构成

单位：1

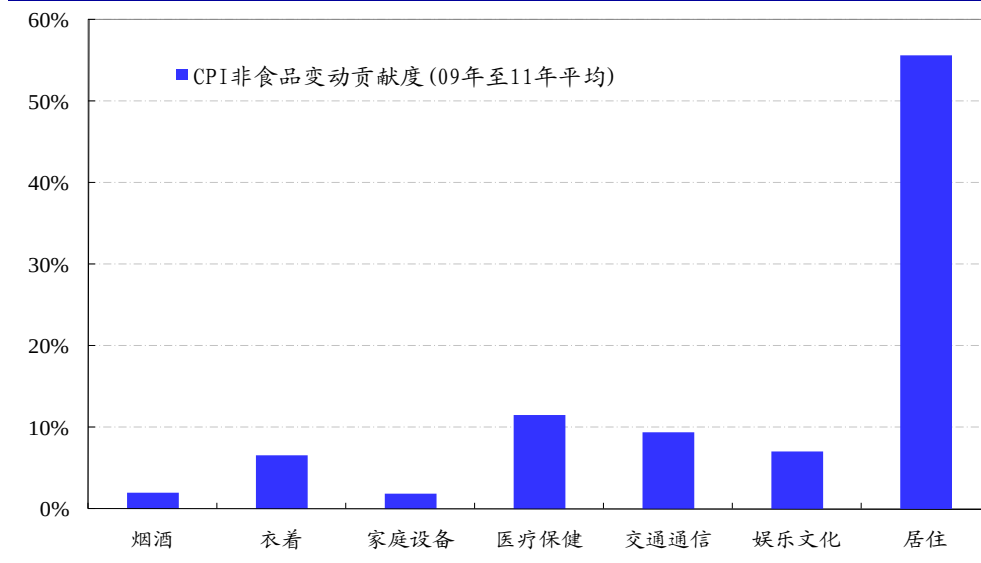


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

而对近三年 CPI 非食品价格变动的分析显示，居住一项的贡献约 50%，其余各项贡献较为均匀。由此可见，对 CPI 非食品价格的分析主要在于分析居住价格的变动。

图 47CPI 非食品变动贡献度

单位: 1



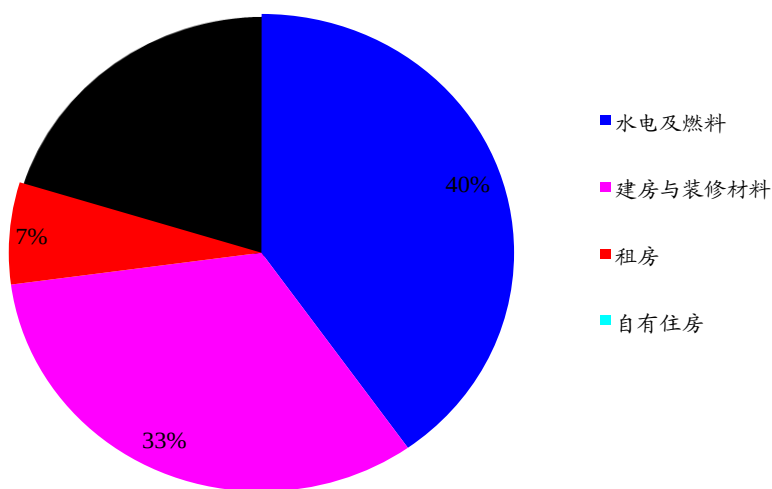
数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

### 3.10. PPI决定CPI居住

而 CPI 居住价格并不等同于房租价格, 后者占比不到 30%, 真正占据 CPI 居住价格主体的成分是水电燃料及建材等工业品价格。

图 48CPI 居住价格构成

单位: 1

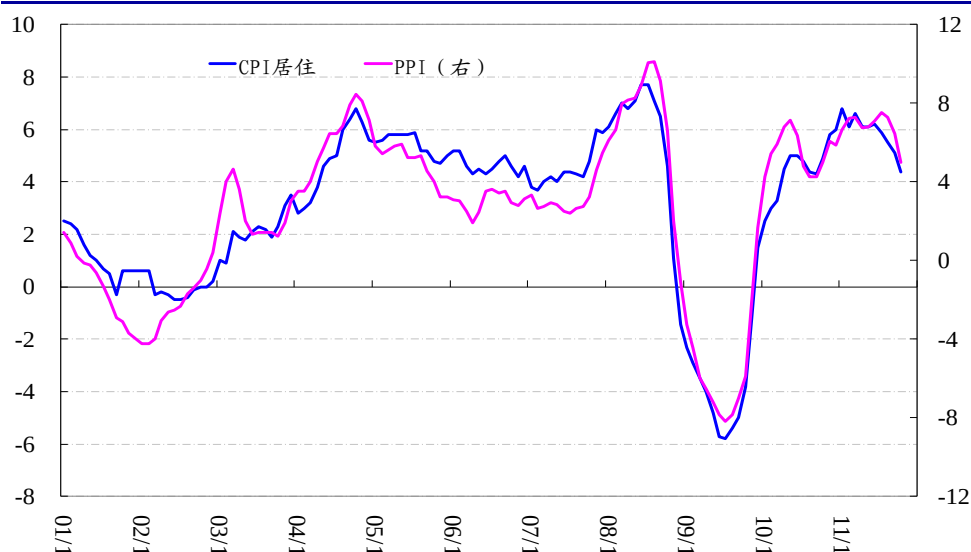


数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

正是由于 PPI 与 CPI 居住价格的构成非常类似, 因而过去 10 年的 PPI 价格和 CPI 居住价格走势高度一致, 两者在 11 年 10 月份均出现大幅下滑。未来如若 PPI 大幅回落, CPI 居住价格也将大幅回落。

图 49CPI 居住价格与 PPI

单位：%

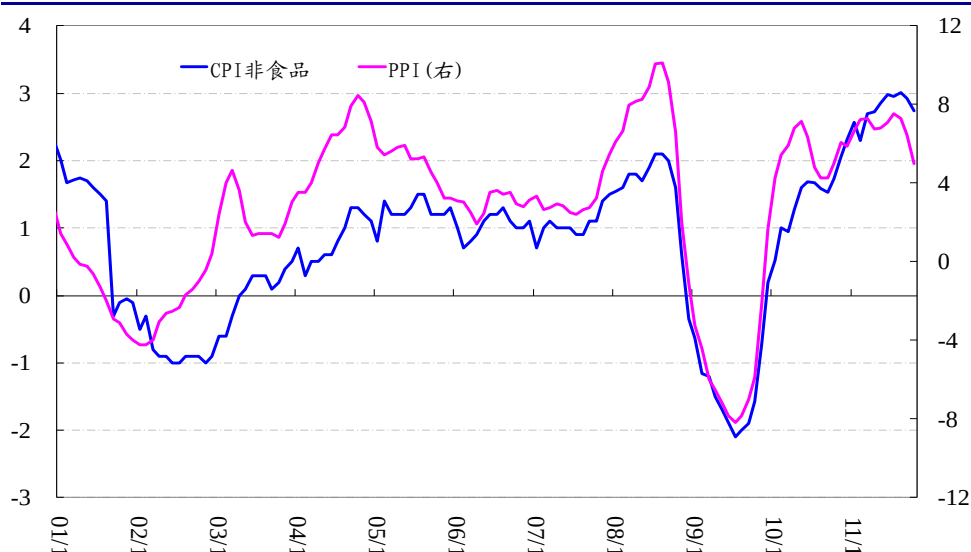


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

由于 CPI 居住是 CPI 非食品波动的主要成分，而前者与 PPI 高度相关，因而也不难理解 PPI 对 CPI 非食品的传导，在 10 月份的 CPI 非食品价格同比也出现明显下降。

图 50CPI 非食品价格与 PPI

单位：%



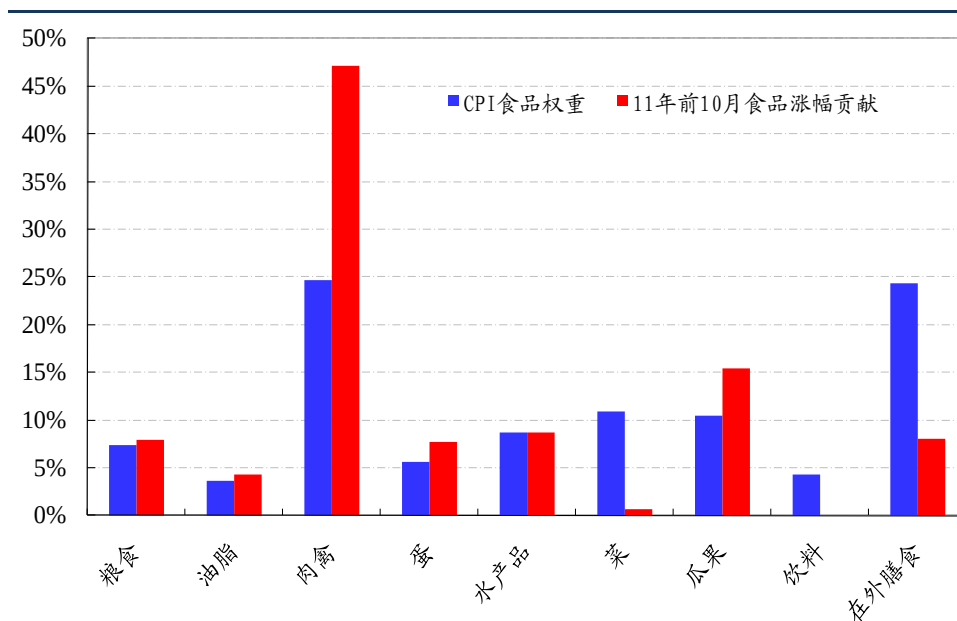
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

### 3.11. 肉禽主导食品价格

再来看 CPI 食品价格，其中肉禽类的占比最大，占比接近 1/4，今年前 10 月肉禽价格累积涨幅约 23.6%，对 CPI 食品价格涨幅的贡献为 5.8%，几乎占前 10 月 CPI 食品价格累积涨幅 12.4%的一半。因此对未来 CPI 食品价格的预测，主要在于分析肉禽价格走势。

图 51CPI 食品权重与 11 年前 10 月食品涨幅贡献

单位: 1



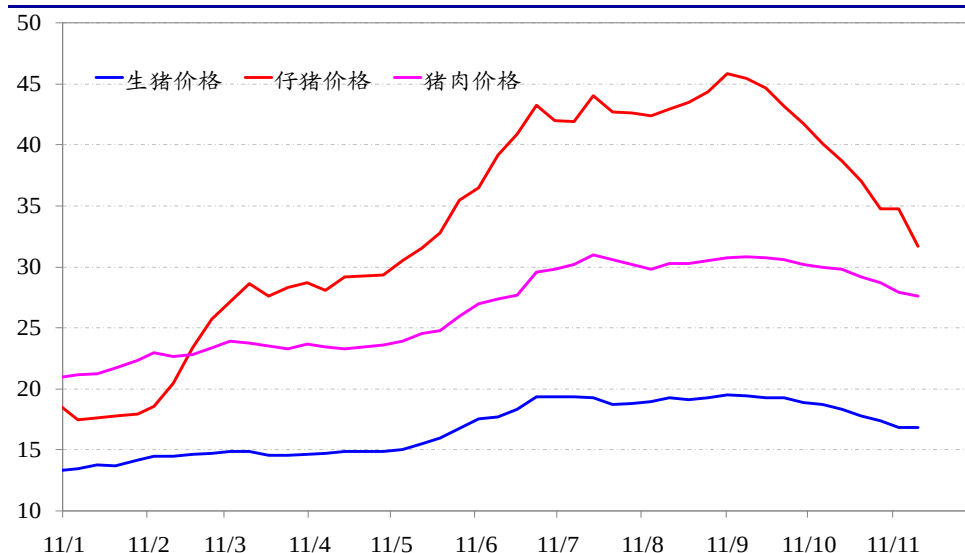
数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

### 3.12. 母猪存栏持续回补

搜猪网数据显示, 9 月初以来猪肉价格连续 9 周下跌, 自最高点的累积跌幅已经超过 10%。目前猪肉价格已在 28 元/千克以下、仔猪价格更是跌破 32 元/千克。虽然猪肉下跌有近期疫情蔓延、出栏加快的因素, 未来价格仍有一定支撑, 但目前仔猪价格大幅回落反提供了补栏机会, 在稳步补栏、需求稳定的背景下其同比涨幅也将继续快速回落。

图 52 搜猪网猪肉价格

单位: 元/千克



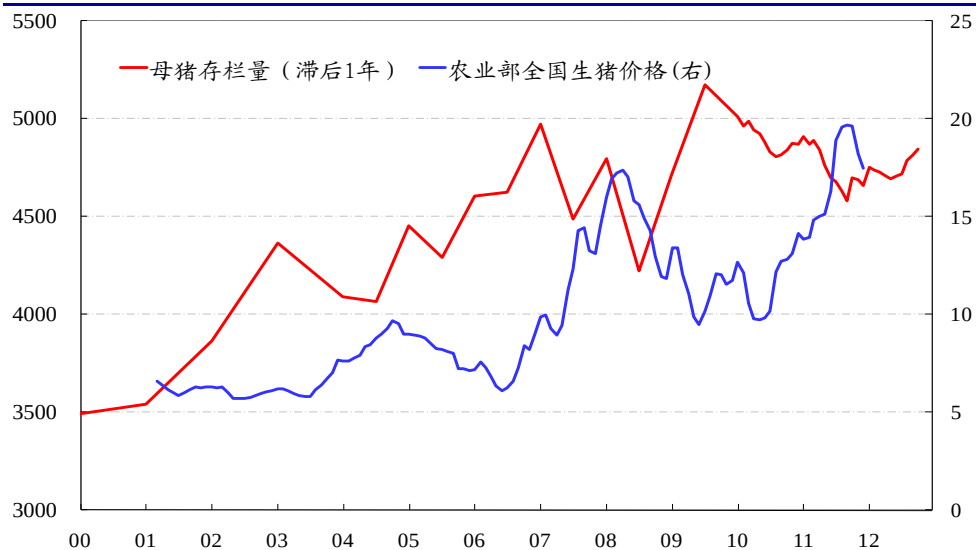
数据来源: 国泰君安证券研究, 搜猪网

历史数据表明, 猪价涨跌符合蛛网模型, 其中母猪存栏的变化是供给方面的决定性变量, 通常母猪存栏的拐点领先生猪价格拐点一年左右时间。从农业部数据看, 本轮母猪存栏的最低点在 10 年 8 月, 因而 11 年 8 月以后的猪价就存在见顶可能。而根据我们 8 月份在河南调研生猪产业的结果, 目前的母猪补栏情况良好, 最晚到 12 年春节应可见到猪肉绝对价格的高点。



图 53 母猪存栏量和农业部生猪价格

左轴单位：万头；右轴单位：%



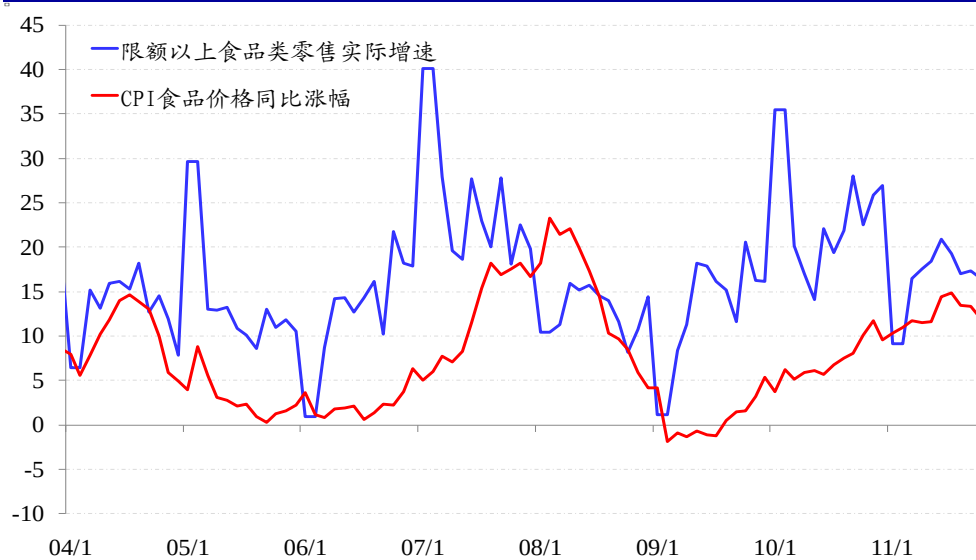
数据来源：国泰君安证券研究，农业部

### 3.13. 食品消费周期波动

另一影响食品价格的因素是食品消费的周期性波动。当经济下滑时，作为必需消费品的食品消费增速也会回落，从而带动食品价格的走低。

图 54 限额以上食品类零售实际增速和 CPI 食品涨幅

单位：%

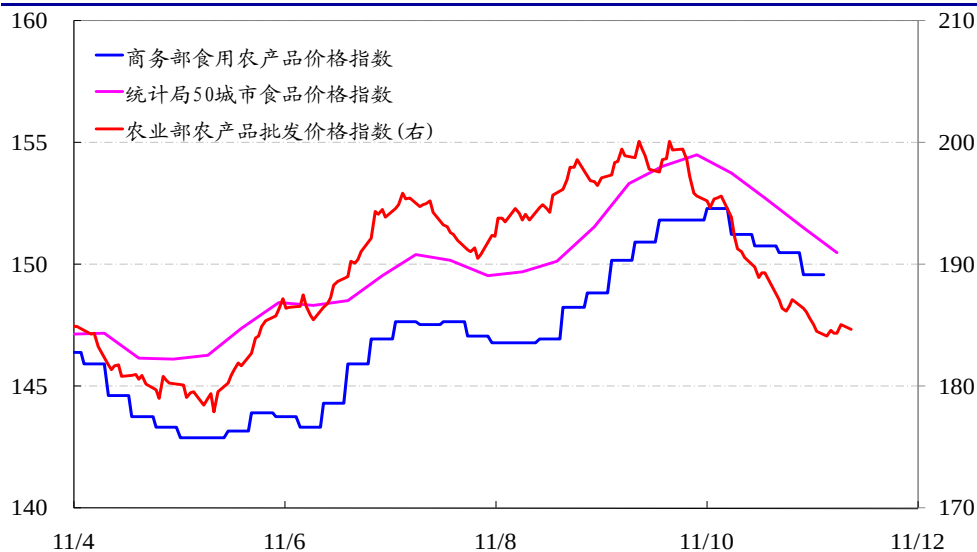


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

我们跟踪的农业部食品价格数据更新至 11 月 14 日，统计局食品价格更新至 11 月 10 日，商务部食品价格更新至 11 月 6 日，均显示 11 月以来食品价格继续回落。

图 55 商务部、统计局和农业部食品价格指数

单位: 1

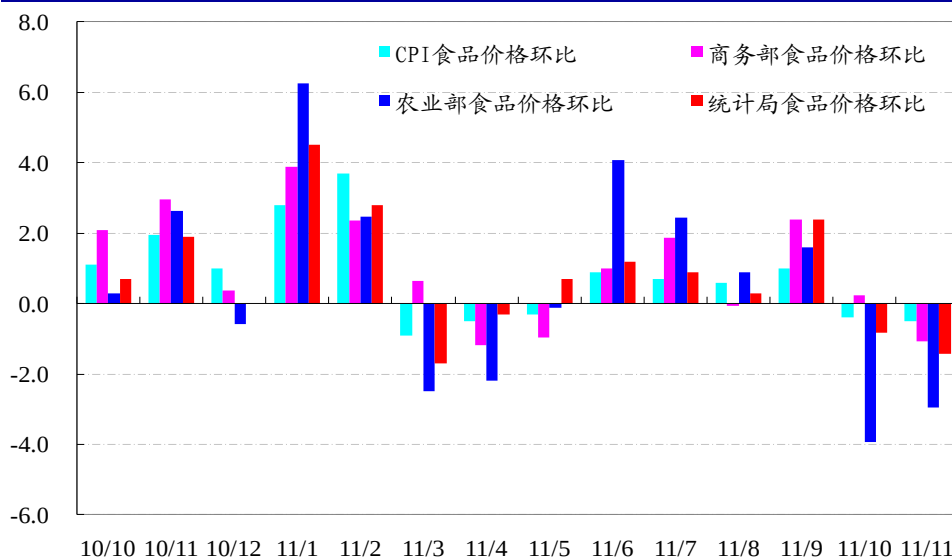


数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局等

11 月前 14 天农业部食品价格环比 10 月下跌 2.9%, 商务部 11 月第一周食品价格环比 10 月下跌 1.1%, 统计局 11 月上旬食品价格环比 10 月下跌 1.4%, 我们预计 11 月 CPI 食品价格环比下跌 0.5%, 对应同比涨幅将下降到 9.2%。

图 56 食品价格环比对比

单位: %



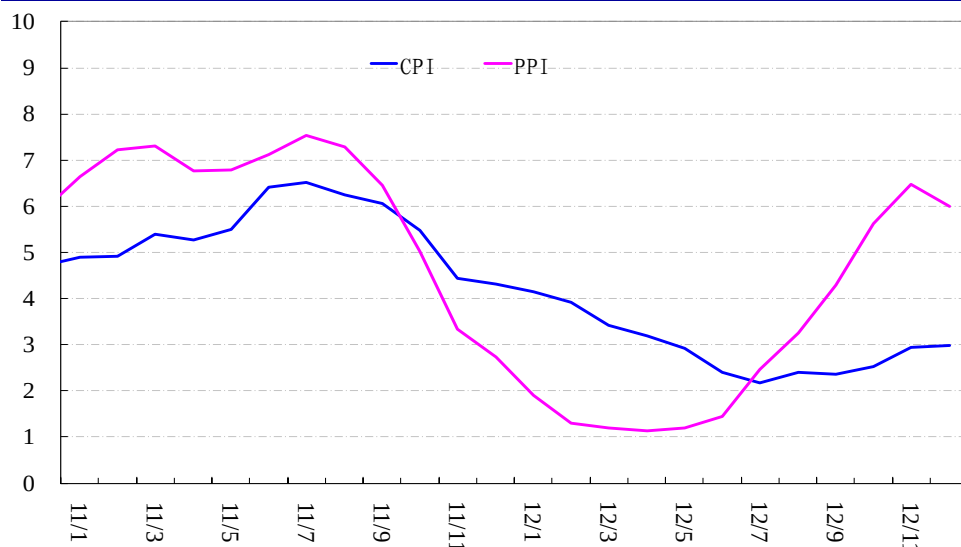
数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局等

### 3.14. 通胀或将显著回落

综上所述, 我们预测 11 月 CPI 为 4.4%, PPI 为 3.4%。预计 4 季度经济将加速下滑, 猪肉价格涨幅也不断回落, 并带动通胀不断回落。预计 12 年 CPI、PPI 均为 3%, 通胀底部将出现在 12 年中期, PPI 最低值约为 1%, CPI 最低值约为 2%。

图 57CPI 和 PPI 走势及预测

单位：%

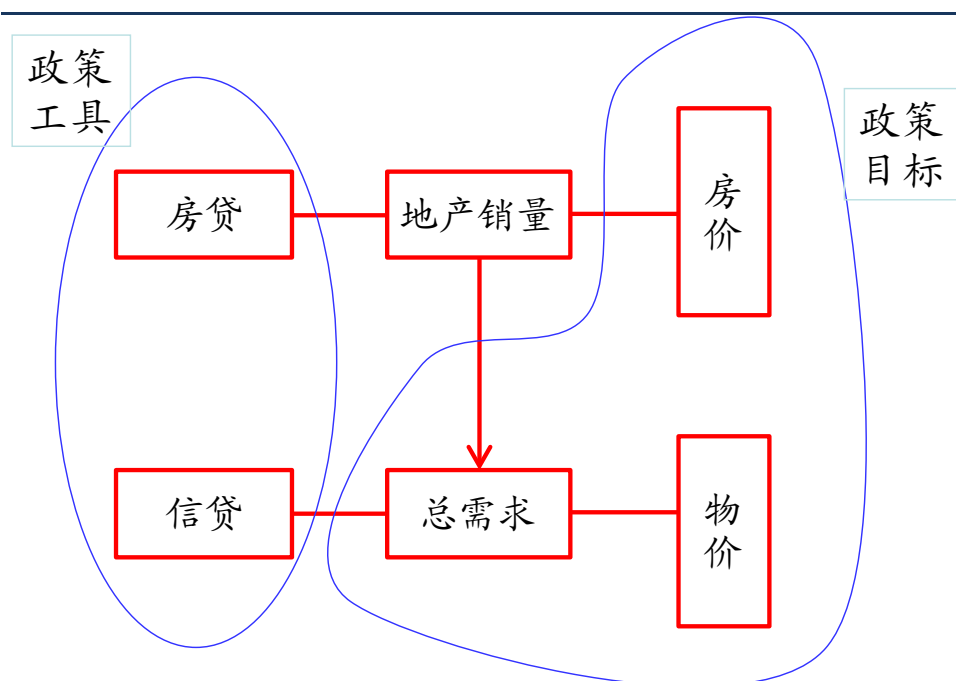


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

## 政策影响经济波动

中国的货币政策同时针对增长、通胀和房价等多重目标。4 季度 GDP 很可能低于 8.5%，经济减速成为最大风险，而通胀在 11 月也即将下到 5% 以下，10 月份的全国平均房价也首度回落，这意味着货币政策转向已成为必然。货币政策转向的第一步是货币宽松，以 3 年期央票利率的下调为标志，从 1 年期央票利率的下调得到确认，未来很可能还会降准降息。货币政策转向的第二步是信贷宽松，利率下降有利于信贷需求恢复，而 10 月信贷的环比多增或意味银行信贷额度的上升。若信贷同比多增，那么经济或将环比见底。

图 58 政策影响分析框架



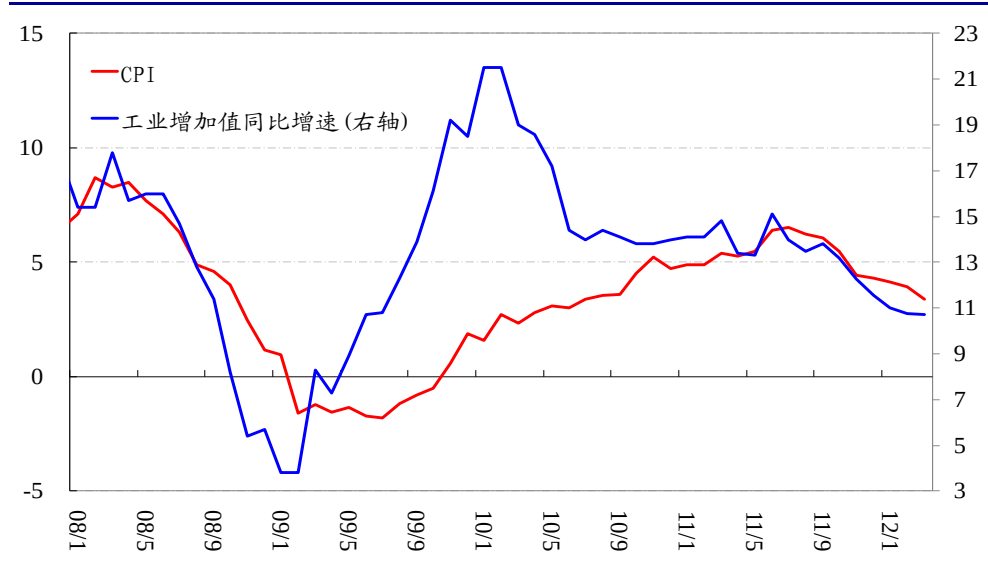
数据来源：国泰君安证券研究

#### 4.1. 经济下滑政策转向

我国的货币政策是多重目标导向的，同时兼顾通胀、增长和房价等多个目标。08年9月货币政策转向，其背景是工业增速低于13%，GDP出现破8%的风险。09年3季度开始信贷紧缩，背景是工业增速突破13%，经济即将过热。10年10月加息的背景是通胀即将破5%，且房价继续上涨。而在11年10月工业增速回到13%附近，11月CPI也将下降到5%以下，10月全国房价同比下跌，由此可见政策的转向已经成为必然趋势。

图 59 CPI 同比增速、工业增加值同比增速

单位：%



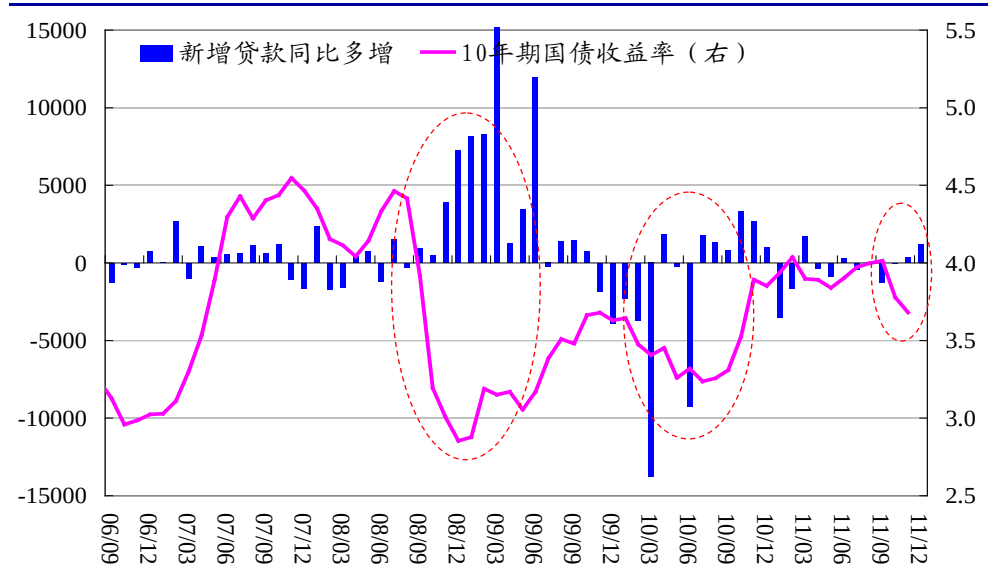
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

#### 4.2. 货币信贷依次宽松

我们认为货币政策的放松首先体现在货币宽松上，亦即央行回笼货币减少，银行资金充裕，进而引发长期国债上涨，利率下降。而货币宽松出现之后，会逐渐过渡到信贷宽松。08年的信贷宽松滞后货币宽松3个月，10年滞后约6个月。而如果11月信贷超过6000亿，就意味着信贷宽松的出现，滞后货币宽松约2个月。

图 60 新增信贷同比多增、10年期国债收益率

左轴：亿元；右轴：%



数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

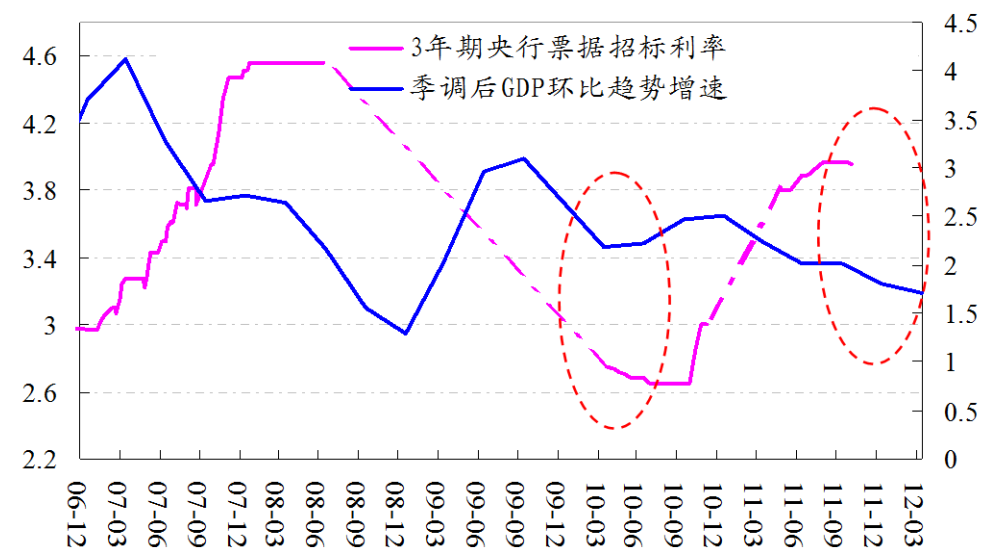
#### 4.3. 3 年央票标志微调

货币宽松的标志性信号是10月份3年期央票招标利率的下调。回顾10年2季度

经济二次探底时，由于通胀持续上行，央行难以通过下调存贷款利率刺激经济。在此背景下，3 年期央票招标利率的下行意义重大，代表了当时货币政策由从紧向宽松的转变，而随后 3 季度经济开始回升。因此，本次 3 年期央票招标利率的下行也应代表了货币政策的微妙变化，标志着货币政策正式由偏紧转向中性。同时也验证了我们此前认为年内 3 年期央票利率存在下调可能的判断。（参见 2011 年 6 月 19 日报告《退一步海阔天空》）

图 61 GDP 环比增速与 3 年期央票招标利率

单位：%



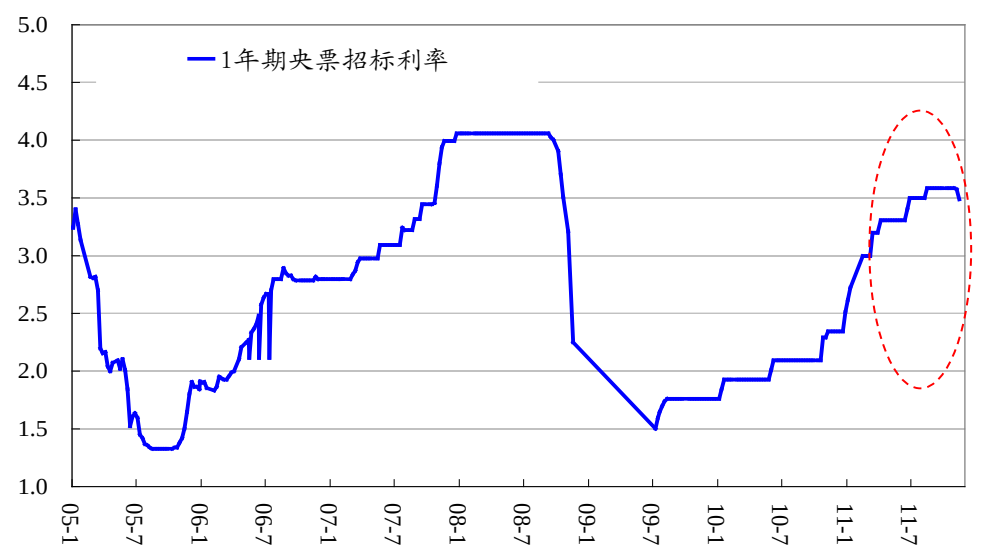
数据来源：国泰君安证券研究，统计局，人民银行

#### 4.4.1 年央票正式转向

而 11 月 8 日 1 年期央票招标利率下调 1 个 bp，15 日央票招标利率再次下调近 9 个 bp，则可视为货币政策正式转向的信号。理由如下：一、确认了 3 年期央票利率下调所释放的转向信息；二、07 年以后央票招标利率的变动是趋势性的，例如 09 年 7 月以来持续上升，代表的是紧缩周期的启动；本次央票利率连续下行，代表的是趋势性的下降。三、1 年期央票招标利率与 1 年定存利率关系紧密，通常被视为是否加息的风向标，因而其下调意味着未来不排除降息可能。

图 62 1 年期央票招标利率

单位：%



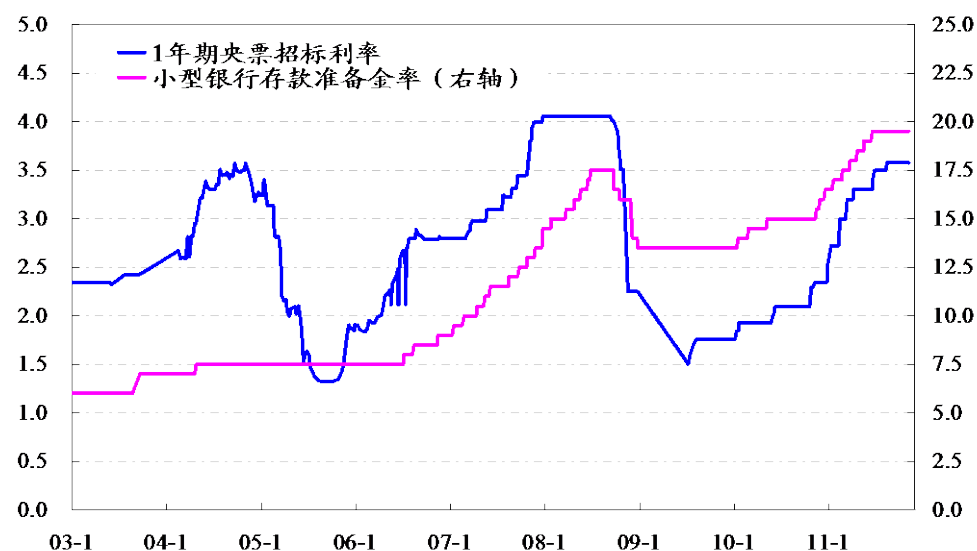
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

#### 4.5. 预示准备金率下调

此外，央票招标利率的下行也预示着未来存款准备金率存在下调可能。08年9月16日1年期央票招标利率下降后，9月25日中小型银行存款准备金率就出现下调，10月15日大型银行存款准备金率下降；同样，09年7月招标利率上行后，10年1月中小型和大型存款准备金率都上升了0.5%。我们预计年底前中小型银行存准率或被下调。

图 63 1 年期央票招标利率、中小型银行存款准备金率

单位：%



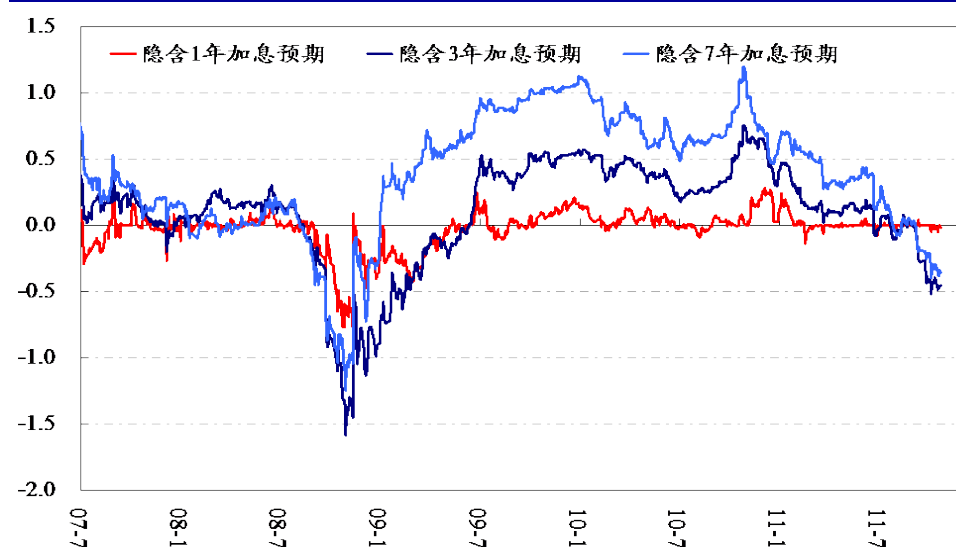
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

#### 4.6. 12 年还有降息可能

此外，从债券市场的浮息债价格走势观察，目前所隐含的信息是1年内或会降息，3年内降息2次左右。根据我们对经济通胀走势的判断，12年1季度以后存在降息的可能。

图 64 隐含1年、3年、7年加息预期

单位：%

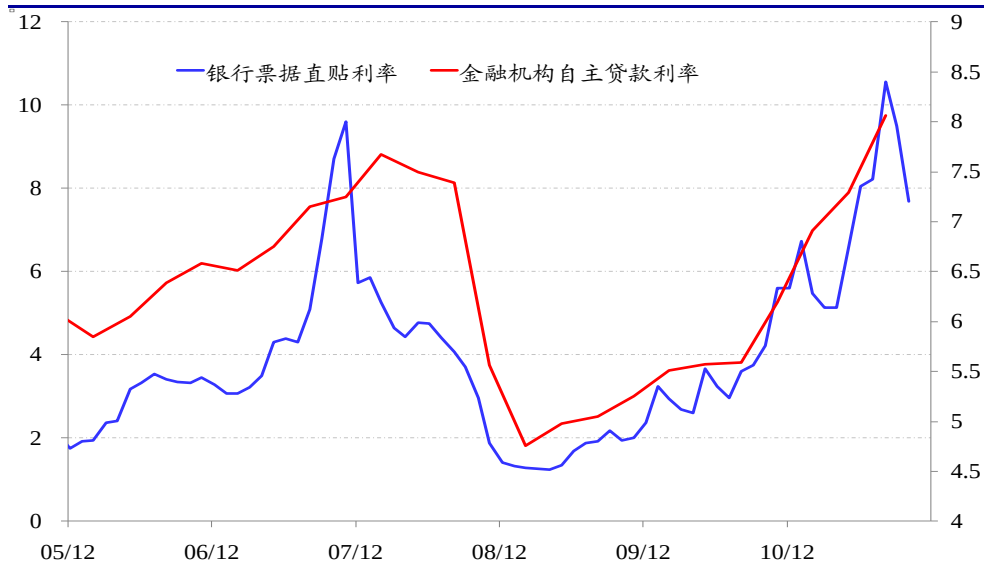


数据来源：国泰君安证券研究，统计局，人民银行

货币宽松使得债券利率下降，进而会带动票据利率以及贷款利率的下降。我们观察到10月份以来银行票据直贴利率已经大幅下降，而企业的贷款平均利率或已经从3季度的高点回落。

图 65 银行票据直贴利率、金融机构自主贷款利率

单位：%



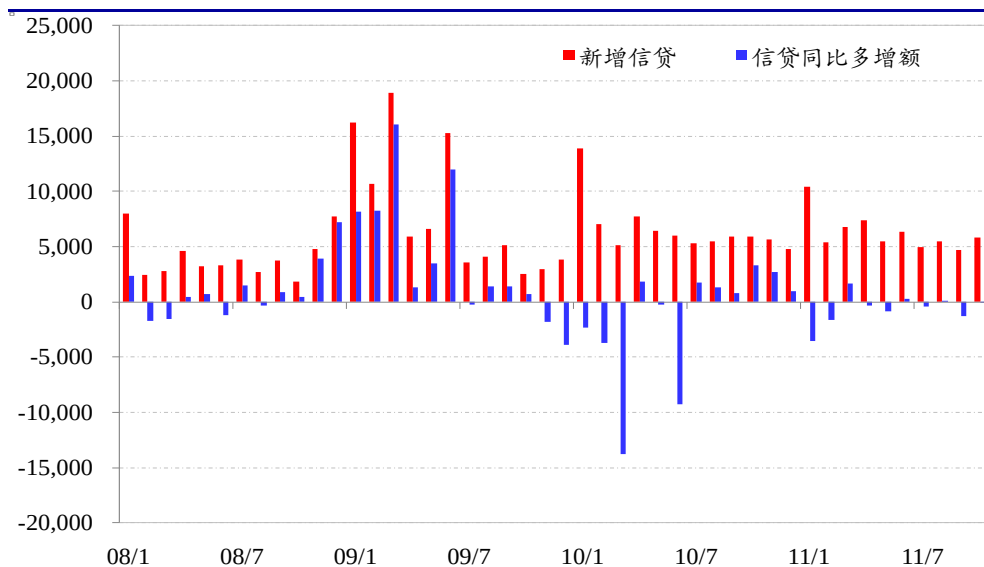
数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

#### 4.7. 密切关注信贷多增

而在确定货币宽松之后，下一步需要确定的是信贷宽松。10 月份的信贷达到 5868 亿，环比明显多增，信贷宽松已经呼之欲出。从 08 年以来的经验看，信贷宽松的标志是新增信贷的连续同比多增，若未来两月的新增信贷达到 6000 亿以上，或意味着信贷宽松已经开始。

图 66 新增信贷、信贷同比多增

单位：亿元

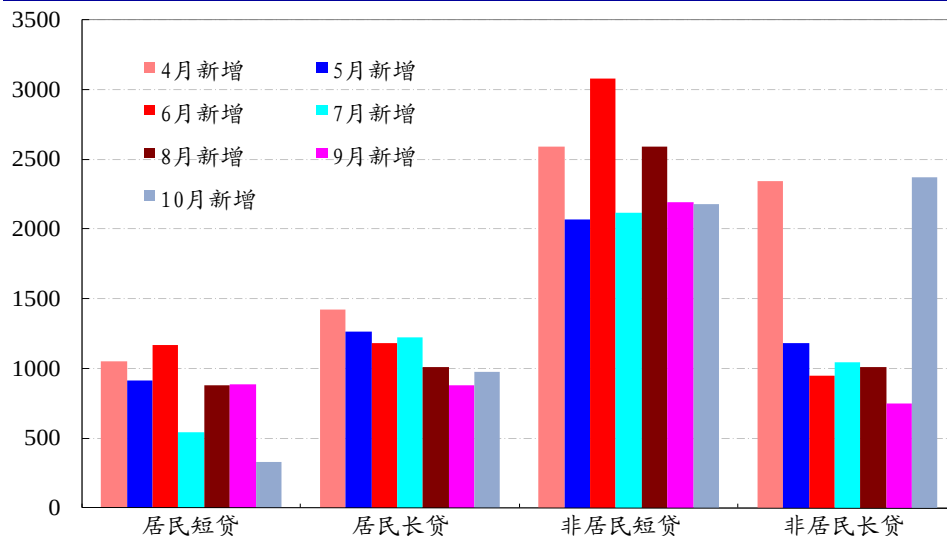


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行

除了信贷总量数据以外，信贷的结构数据也可以反映经济变化。11 年 5 月份起企业长期贷款就下降到 1000 亿左右水平，为 09 年以来的最低水平，考虑到企业不太可能动用 1 年以内的短期贷款进行长期投资，因而企业长贷的下降早在 5 月份就预示了经济活动的低迷，而 10 月企业长贷出现显著回升，或是经济逐步探底的讯号。

图 67 新增信贷结构

单位: 亿元



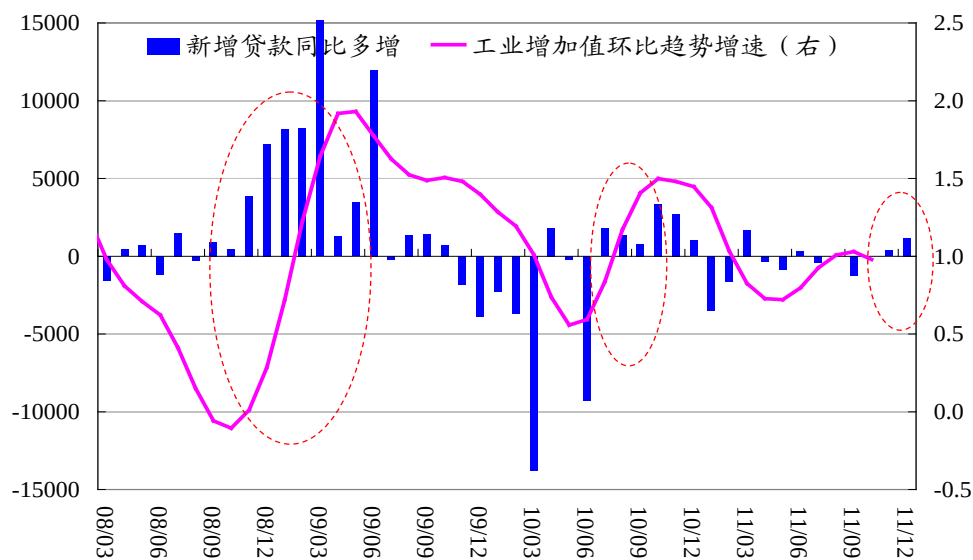
数据来源: 国泰君安证券研究, 人民银行

#### 4.8. 信贷放松经济反弹

而按照我们的逻辑, 信贷是决定需求的最关键因素, 从 08 年以来的经验看, 如果信贷出现同比多增, 那么经济很可能即将环比见底, 经济同比增速也有望在 12 年上半年见底回升。

图 68 新增贷款同比多增、工业增加值环比趋势增速

左轴: 亿元; 右轴: %



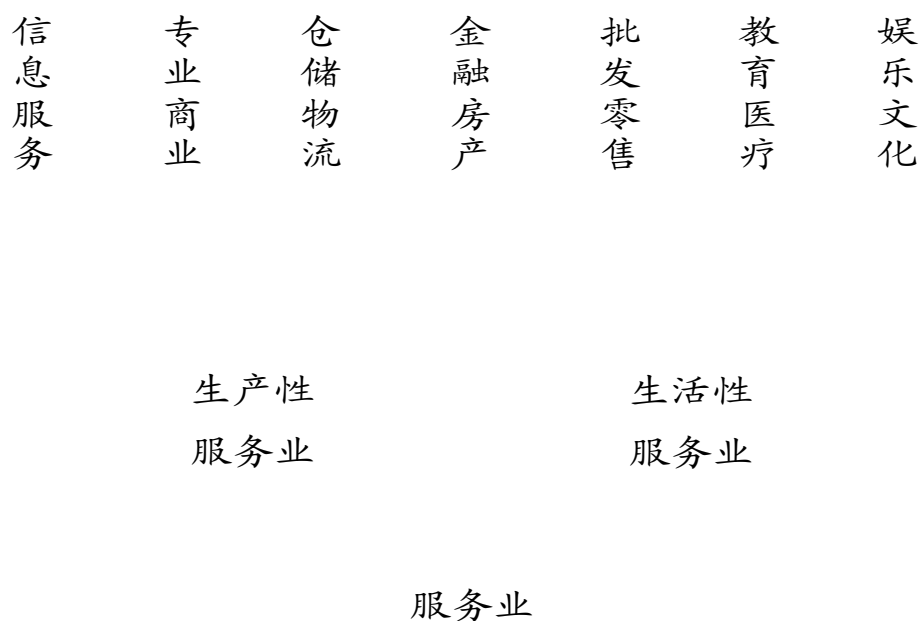
数据来源: 国泰君安证券研究, 人民银行

### 服务需求支撑未来

从美国的发展史来看, 以地产汽车为代表的住行需求同样是经济波动的主要源泉。70 年代以后美国住行需求见顶, 工业增速出现趋势性回落, 进而带动经济潜在增速下降。但之后的服务业长期保持高增长, 且期间几乎没有经历过衰退。其中以专业商业、信息服务为代表的生产性服务业, 以及以教育医疗、理财、文化娱乐为代表生活性服务业增长最为迅猛, 而这些行业也是目前中国服务业中占比相对较小的行业, 未来存在巨大的发展空间。



图 69 服务业分析框架



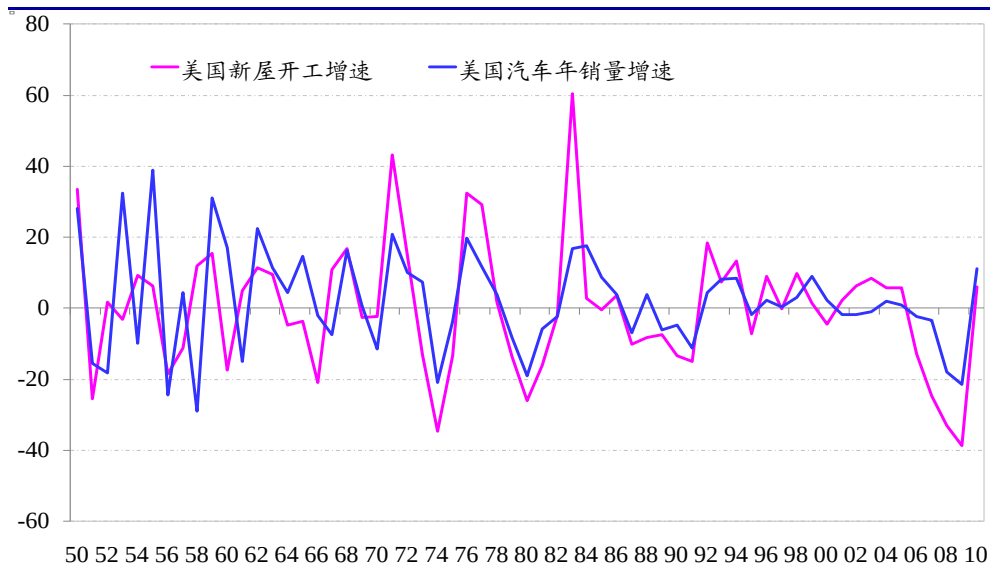
数据来源：国泰君安证券研究

### 5.1. 地产汽车同步波动

美国的数据表明，80 年代以前地产和汽车销量存在明显的周期性波动，而且两者的波动周期基本同步。

图 70 美国新屋开工增速、汽车年销量增速

单位：%



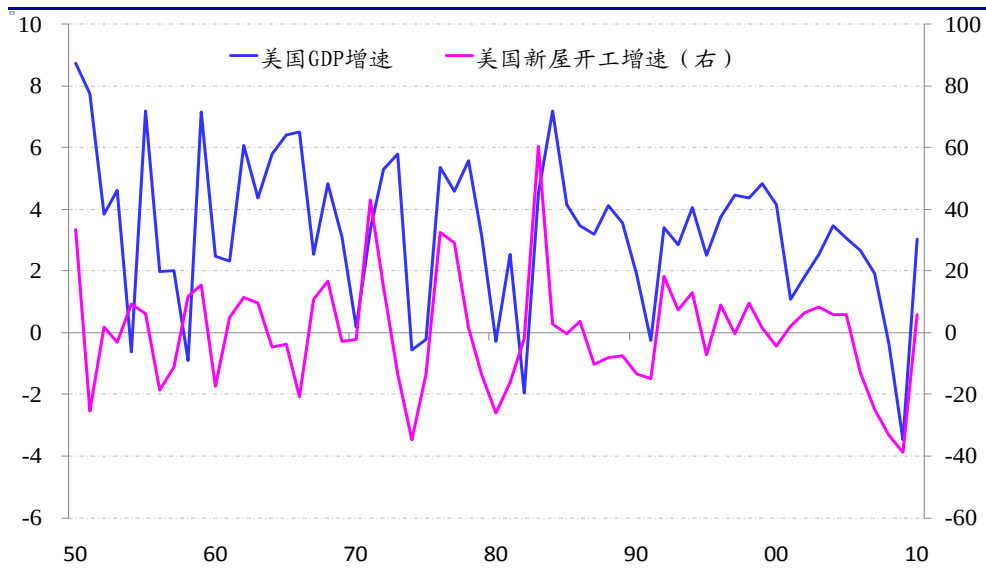
数据来源：国泰君安证券研究，BEA

### 5.2. 地产影响经济周期

观察美国 50 年代以来的经济衰退，在之前大多出现过地产开工的明显下滑，由此可见住行消费的波动同样是美国经济周期的主要原因。

图 71 美国 GDP 增速、新屋开工增速

单位：%



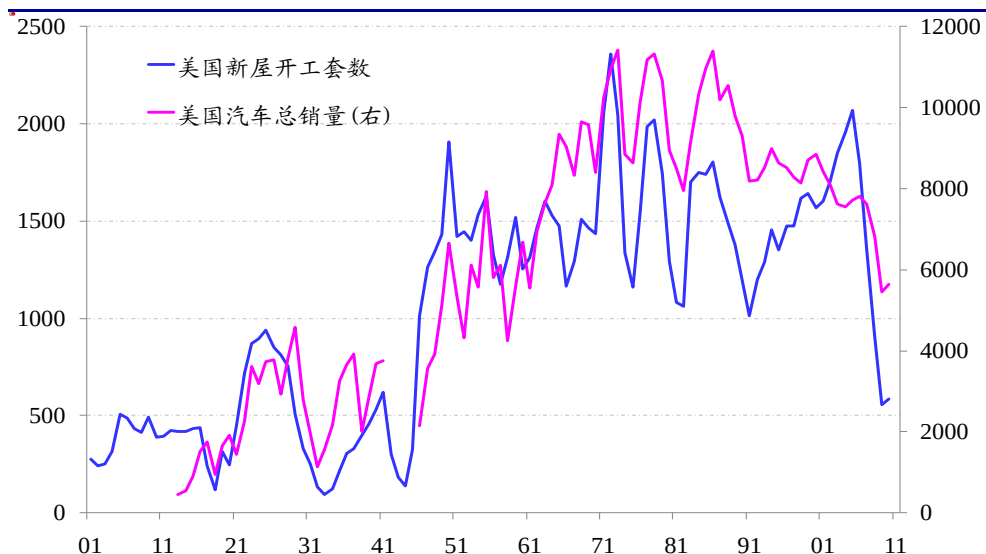
数据来源：国泰君安证券研究，BEA

### 5.3. 70 年代经济已经见顶

而从美国住房、汽车消费的绝对量看，70 年代初达到顶点，之后保持高位振荡的走势。

图 72 美国新屋开工套数、美国汽车总销量

左轴：千套；右轴：千辆

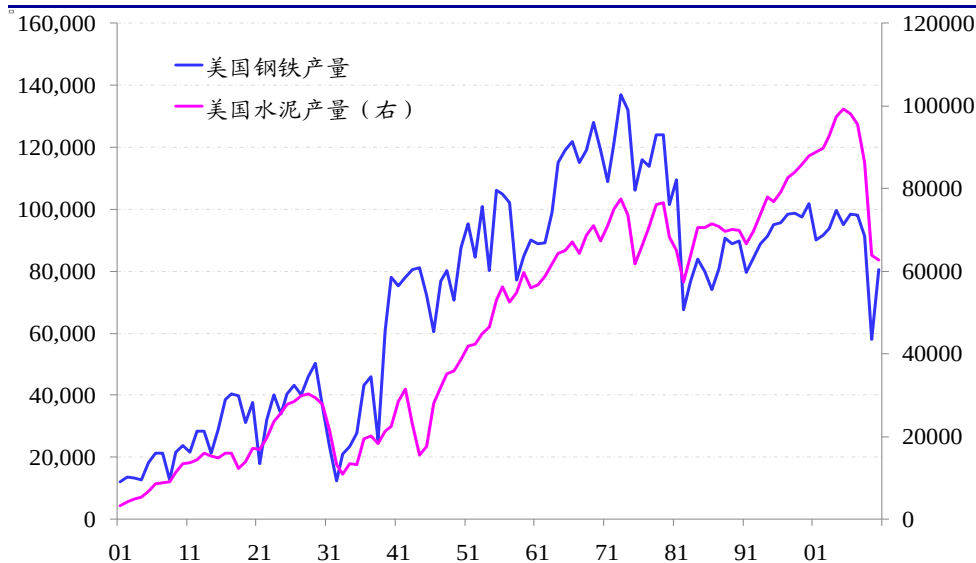


数据来源：国泰君安证券研究，BEA

下游景气的变化会传导到中游。随着 70 年代下游地产汽车的见顶，中游的钢铁和水泥行业也几乎在同时见顶。

图 73 美国钢铁产量、美国水泥产量

单位：千吨



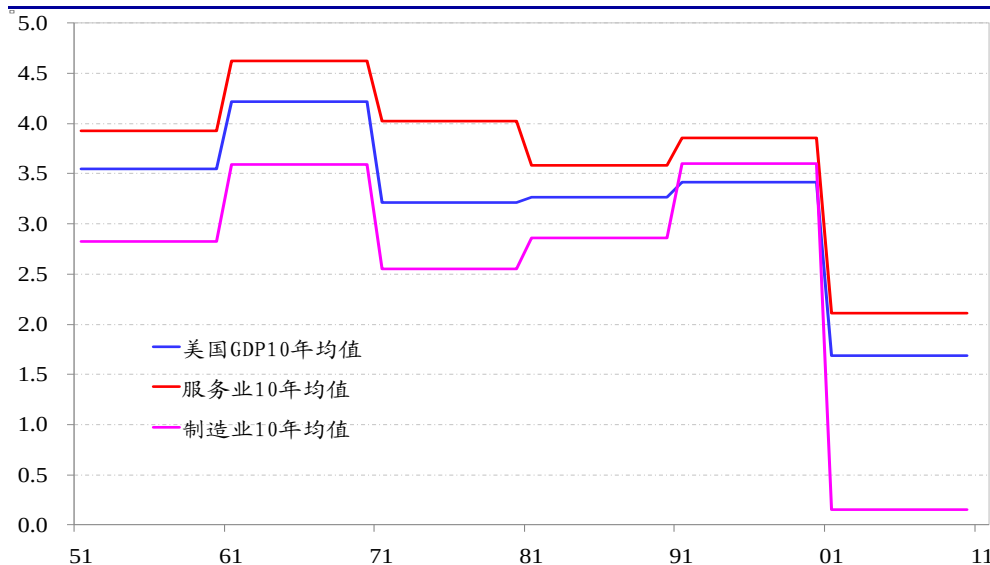
数据来源：国泰君安证券研究，BEA

#### 5.4. 制造业增速显著下滑

由于下游的地产汽车及其相关联的中游行业产量见顶，美国的制造业增速在 70 年代显著下滑，并带动美国潜在经济增速步下台阶。

图 74 美国 GDP、服务业、制造业 10 年均值

单位：%



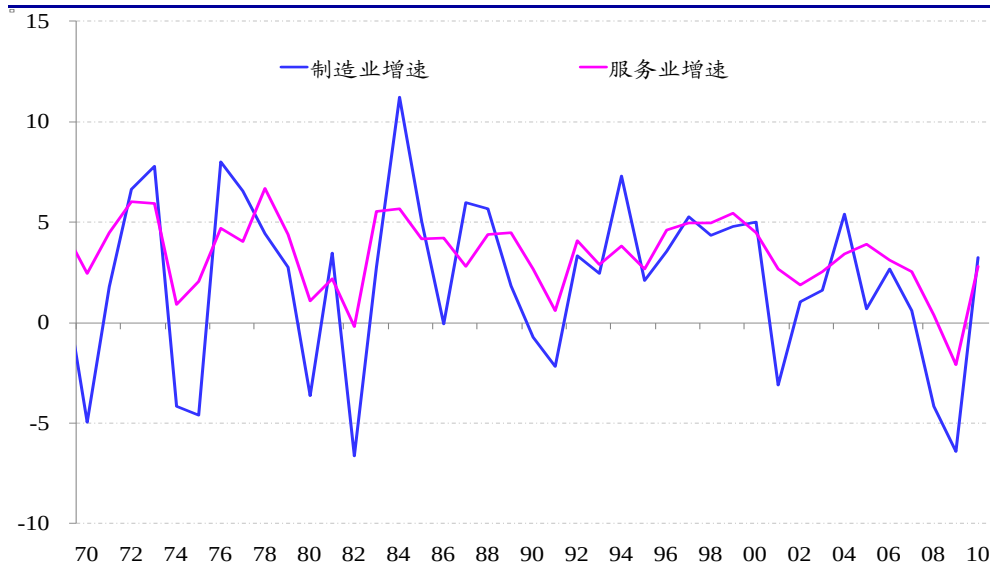
数据来源：国泰君安证券研究，BEA

#### 5.5. 服务业依旧持续高增

而 70 年代以后美国的服务业持续高增：一是其平均增速远高于制造业；二是其在 70 年代以后几乎没有经历过衰退，唯一一次的负增长是 08 年金融危机，而 10 年美国的服务业已经高于危机以前的水平。

图 75 美国制造业增速、服务业增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，BEA

### 5.6. 服务业分工逐步细化

随着经济增长、社会分工的细化，服务业的分工也逐步细化。我们可以将服务业分为三大类：满足企业需求的生产性服务业，满足居民需求的生活性服务业，以及政府提供的公共服务业。

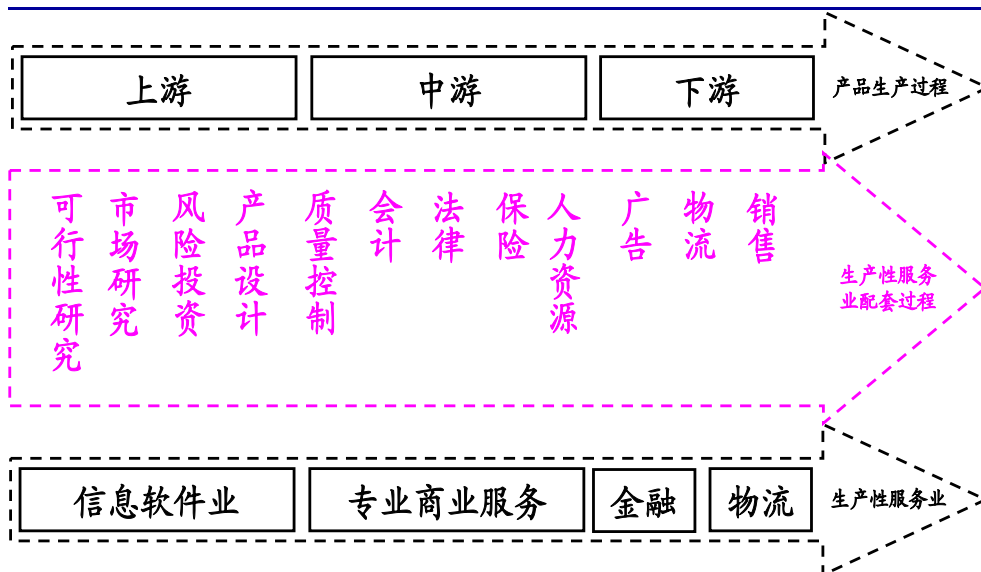
表 5 服务业分类

|      | 生产性服务              |                           | 生活性服务                    | 公共服务                 |
|------|--------------------|---------------------------|--------------------------|----------------------|
| 功能   | 满足企业的生产需求          |                           | 满足最终消费需求                 | 提供公共产品               |
| 需求性质 | 中间需求               |                           | 最终需求                     | 中间和最终需求              |
| 行业细分 | 交运仓储、物流、批发、金融信息服务等 | 研发设计、技术咨询、工程建筑服务、会计律师、广告等 | 体育娱乐、文化艺术、餐饮、医疗卫生、教育、房地产 | 政府服务、义务教育、社会福利、公立医院等 |
| 要素密集 | 资本和技术密集            | 人力资本密集<br>知识密集            | 劳动力密集                    |                      |

数据来源：国泰君安证券研究

生产性服务业可以定义为“产业的中间人”，其贯穿了工业企业产业链的始终，其中与上游相伴的包括市场研究、风险投资、产品设计等信息服务行业，与中游相伴的包括质量控制、会计、法律、保险和人力资源等专业商业服务业，而与下游相伴的包括广告、物流和销售等行业。

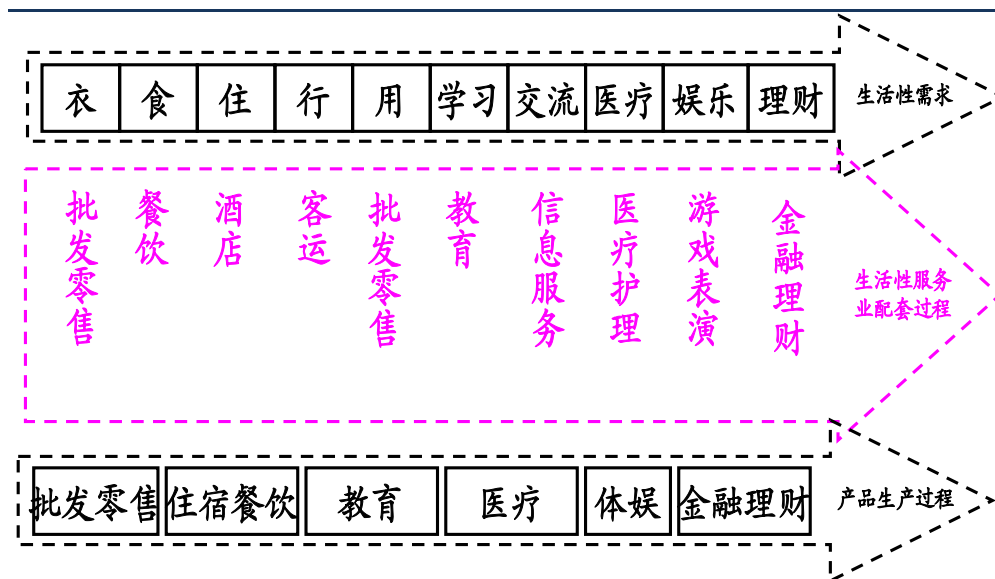
图 76 生产性服务业



数据来源：国泰君安证券研究

而生活性服务业直接面对居民的各类需求，以衣食住行用为代表的基本需求催生了批发零售、餐饮、酒店、客运等行业，而以学习、交流、医疗、娱乐、理财为代表的升级需求则催生了教育、信息服务、医疗护理、游戏表演及金融理财等行业。

图 77 生活性服务业



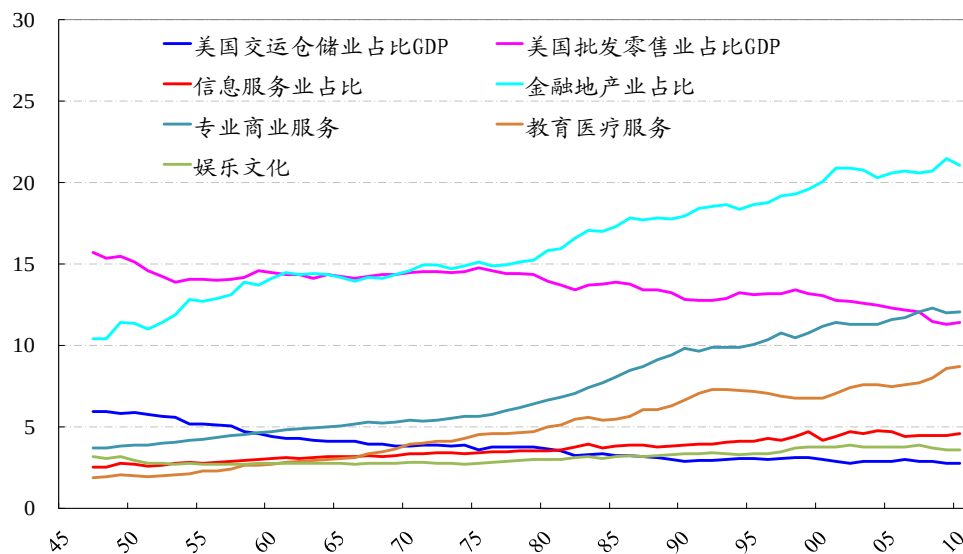
数据来源：国泰君安证券研究

### 5.7. 美国服务业全面增长

目前美国的私人服务业从大到小包括金融地产、专业商业、批发零售、医疗教育、信息服务、娱乐文化、交运仓储等七大类。（不考虑政府提供的公共服务）。其中金融地产、专业商业、教育医疗服务业占 GDP 比例持续上升，仅有批发零售业占比持续下滑。

图 78 美国服务业占比

单位: %



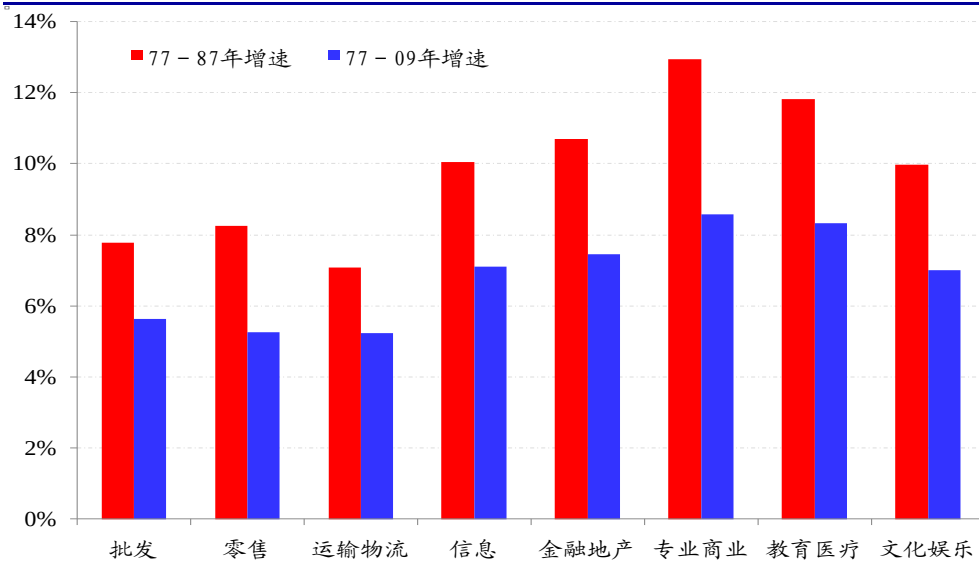
数据来源: 国泰君安证券研究, BEA

### 5.8. 专业商业增长最迅猛

在 70 年代经济转型开始的 10 年中, 以专业商业、教育医疗、金融地产、文化娱乐及信息服务业为代表的五大服务业增长最为迅猛。

图 79 美国服务业增速均值

单位: 1

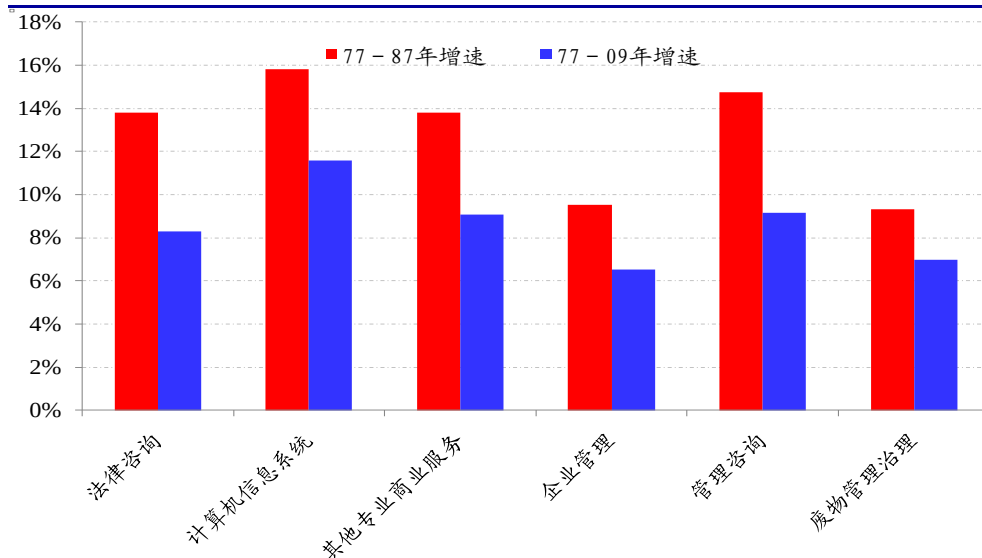


数据来源: 国泰君安证券研究, BEA

从 77-87 年 10 年的平均增速看, 专业商业增速最快。再细分行业看, 在专业商业服务中, 计算机管理信息系统、企业管理咨询、法律咨询等行业发展相对较快。

图 80 美国专业商业类服务业增速均值

单位: 1



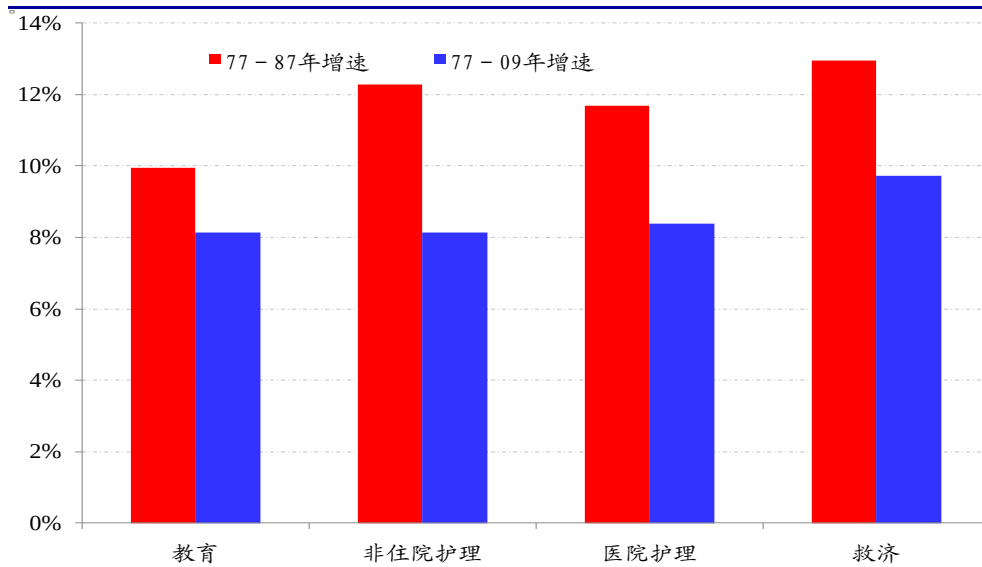
数据来源: 国泰君安证券研究, BEA

### 5.9. 教育医疗业增长迅速

从 77-87 年 10 年的平均增速看, 教育医疗业增速也接近 12%, 仅次于专业商业。在教育医疗行业中, 医疗和救济行业发展更快。

图 81 美国教育医疗类服务业增速均值

单位: 1



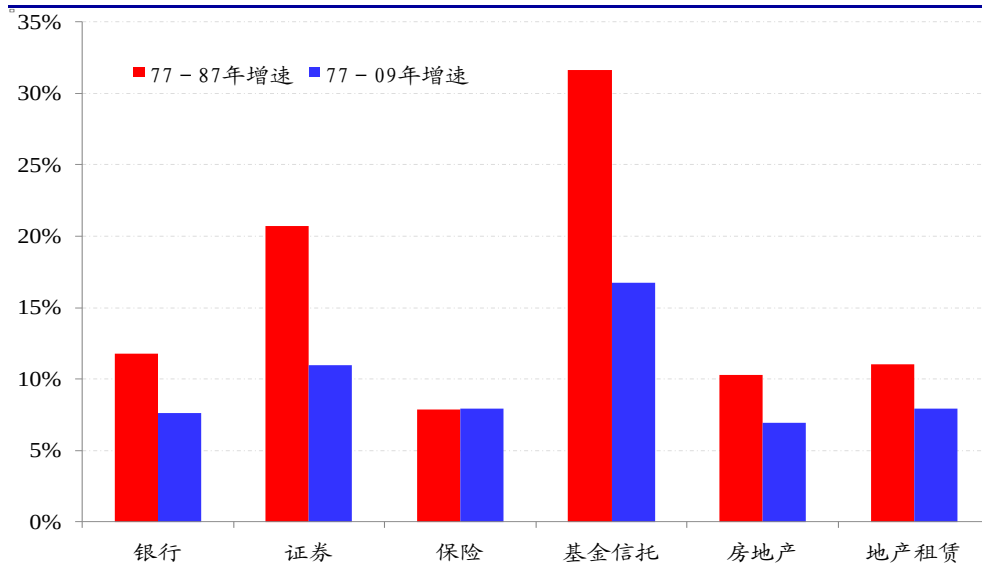
数据来源: 国泰君安证券研究, BEA

### 5.10. 基金证券业大发展

在金融地产服务业中, 基金信托发展属于所有服务业中最快的, 其在 77-87 年的平均增速高达 32%, 远超同期 8.8% 的名义 GDP 增速。即便是在 77-09 的 30 年间, 其平均增速也达到惊人的 17%, 远超同期 6% 的名义 GDP 增速。证券业的发展也相对较快。

图 82 美国金融地产类服务业增速均值

单位：1

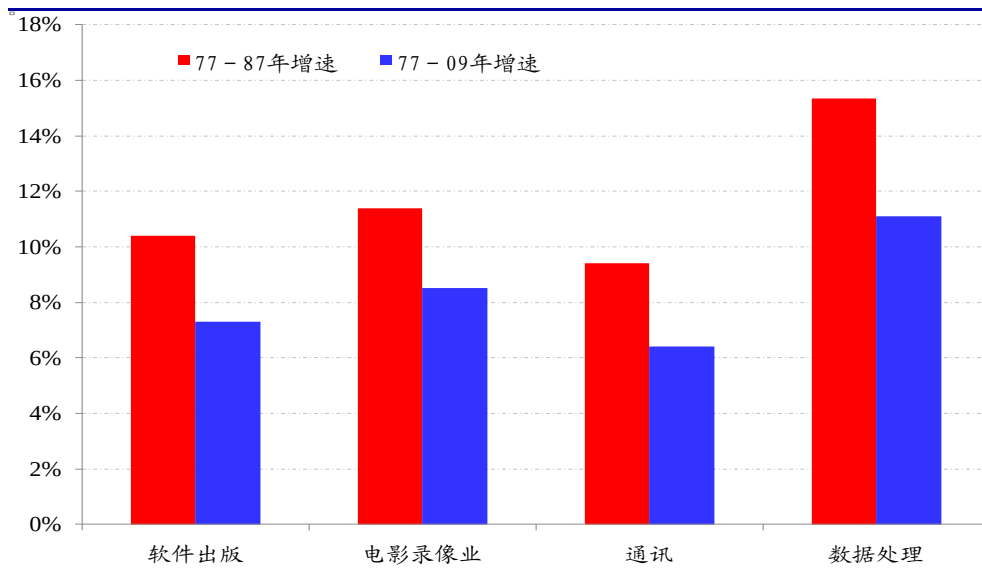


数据来源：国泰君安证券研究，BEA

信息服务业在 77-87 年 10 年的平均增速也达到 10%。细分信息服务业看，数据处理、电影录像业发展相对更快。

图 83 美国数据处理、电影录像类服务业增速均值

单位：1



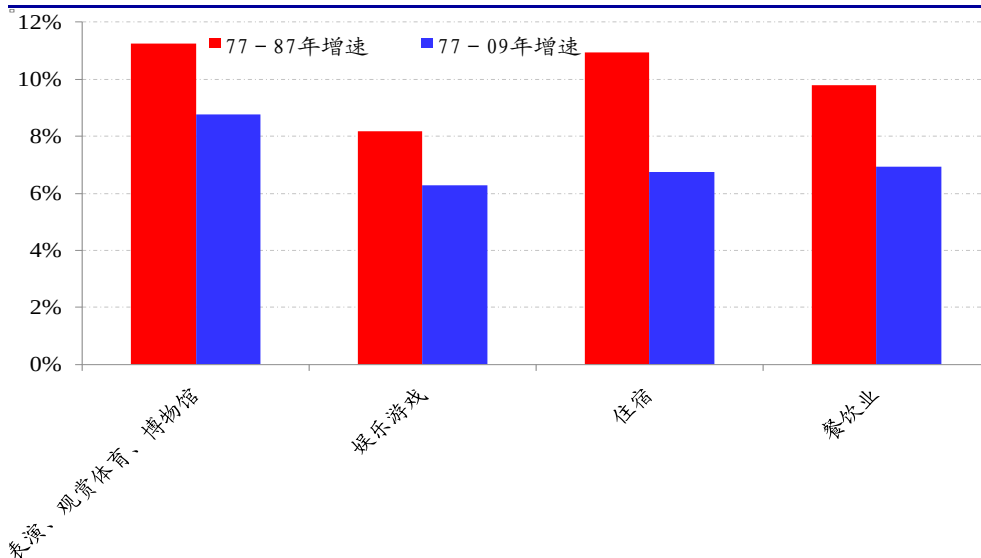
数据来源：国泰君安证券研究，BEA

娱乐文化业增速与信息业相当，增速也达到 10%。细分娱乐文化业看，表演、观赏体育及博物馆业发展迅速，住宿业发展也很快。



图 84 美国表演住宿餐饮类服务业增速均值

单位: 1



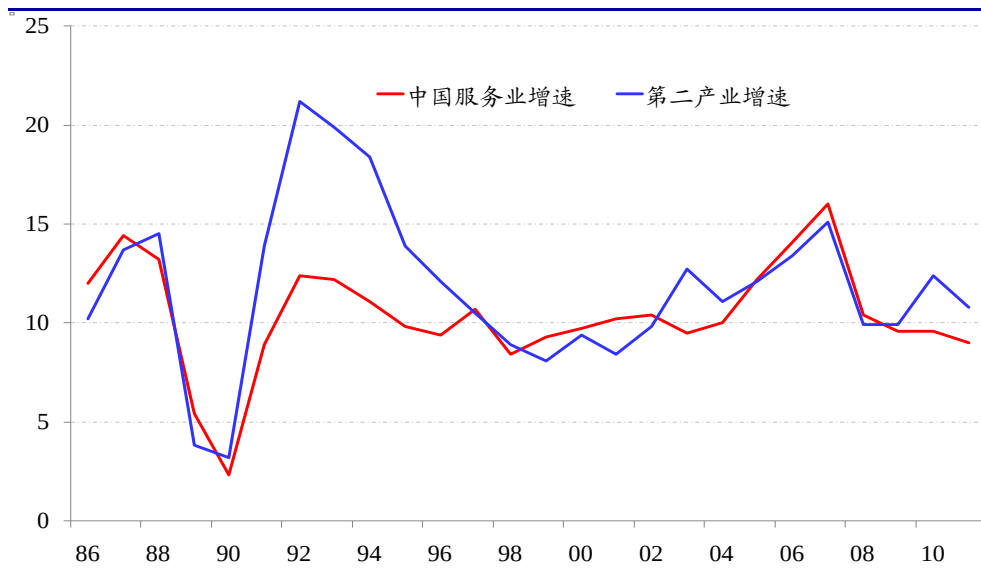
数据来源: 国泰君安证券研究, BEA

### 5.11. 中国服务业未来更好

再来看中国的情况。在 95 年以后经济减速的数年中, 服务业增速持续超过第二产业增速。这也意味着如果未来中国经济潜在增速下滑, 那么从历史经验看, 服务业或相对更好。

图 85 中国服务业、第二产业增速

单位: %



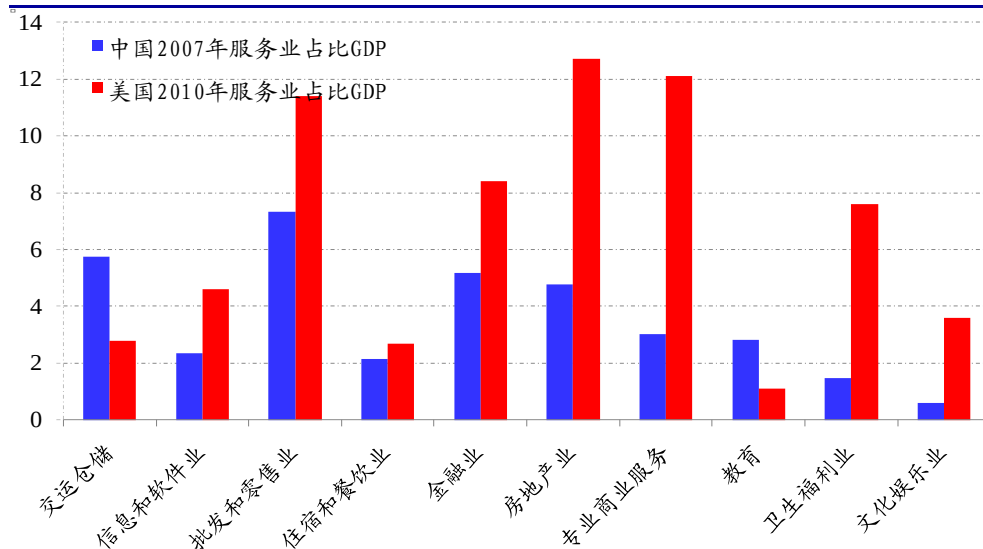
数据来源: 国泰君安证券研究, 统计局

### 5.12. 服务业发展空间巨大

目前最新的中国服务业结构数据更新到 2007 年, 我们将其与美国 2010 年的服务业结构进行比较, 发现卫生福利、文化娱乐业差距最大, 美国占比是中国 5 倍以上。专业商业服务业是中国的 4 倍。房地产业是中国的 2.7 倍, 但美国房地产业包括自有住房估算的租金, 因而夸大了差距。信息软件、金融、批发零售、住宿餐饮业占比都是中国的一倍以上。相应的行业在未来均存在发展机会

图 86 中美服务业占 GDP 比例对比

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局，BEA

## 附表：经济、货币、政策指标预测

**表 6 月度经济指标预测**

| 指标      | 月份  | 11-8  | 11-9  | 11-10 | 11-11 | 11-12 | 12-1  | 12-2  | 12-3  |
|---------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CPI     | 实际值 | 6.2   | 6.1   | 5.5   |       |       |       |       |       |
|         | 预测值 | 6.0   | 6.0   | 5.3   | 4.4   | 4.3   | 4.2   | 3.9   | 3.4   |
| PPI     | 实际值 | 7.3   | 6.5   | 5.0   |       |       |       |       |       |
|         | 预测值 | 6.8   | 6.8   | 5.1   | 3.4   | 2.7   | 1.9   | 1.3   | 1.2   |
| 社会消费品零售 | 实际值 | 17.0  | 17.7  | 17.2  |       |       |       |       |       |
|         | 预测值 | 16.5  | 16.5  | 16.5  | 16.3  | 16.1  | 16.1  | 15.6  | 14.7  |
| 工业增加值   | 实际值 | 13.5  | 13.8  | 13.2  |       |       |       |       |       |
|         | 预测值 | 13.4  | 12.8  | 12.7  | 12.3  | 11.6  | 11.0  | 10.8  | 10.7  |
| 固定资产投资  | 实际值 | 22.9  | 24.3  | 24.9  |       |       |       |       |       |
|         | 预测值 | 25.4  | 22.1  | 21.8  | 26.1  | 25.2  | 23.6  | 21.4  | 18.8  |
| 房地产投资   | 实际值 | 31.1  | 25.4  | 24.5  |       |       |       |       |       |
|         | 预测值 | 34.1  | 31.0  | 26.4  | 22.7  | 20.4  | 18.0  | 15.4  | 12.9  |
| 出口      | 实际值 | 24.5  |       |       |       |       |       |       |       |
|         | 预测值 | 19.1  | 22.3  | 21.5  | 15.4  | 13.0  | 9.4   | 34.6  | 8.6   |
| 进口      | 实际值 | 30.2  |       |       |       |       |       |       |       |
|         | 预测值 | 21.3  | 23.9  | 23.9  | 21.6  | 17.4  | 7.6   | 28.3  | 14.1  |
| 顺差      | 实际值 | 177.5 |       |       |       |       |       |       |       |
|         | 预测值 | 209.5 | 182.8 | 300.9 | 176.2 | 81.8  | 93.0  | -35.4 | -83.5 |
| 新增信贷    | 实际值 | 5485  | 4700  | 5868  |       |       |       |       |       |
|         | 预测值 | 5500  | 5500  | 5000  | 6000  | 6000  | 11500 | 7000  | 7000  |
| M1      | 实际值 | 11.2  | 8.9   | 8.4   |       |       |       |       |       |
|         | 预测值 | 10.4  | 10.4  | 7.0   | 7.2   | 7.1   | 7.5   | 8.2   | 8.8   |
| M2      | 实际值 | 13.5  | 13.0  | 12.9  |       |       |       |       |       |
|         | 预测值 | 13.9  | 14.1  | 13.1  | 12.6  | 12.3  | 12.4  | 12.7  | 12.1  |

**表 7 货币政策指标预测**

| 指标       | 月份  | 11-8  | 11-9  | 11-10 | 11-11 | 11-12 | 12-1 | 12-2 | 12-3 |
|----------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|
| 1 年存款利率  | 实际值 | 3.50  | 3.50  | 3.50  |       |       |      |      |      |
|          | 预测值 | 3.50  | 3.50  | 3.50  | 3.50  | 3.50  | 3.50 | 3.50 | 3.25 |
| 1 年贷款利率  | 实际值 | 6.56  | 6.56  | 6.56  |       |       |      |      |      |
|          | 预测值 | 6.56  | 6.56  | 6.56  | 6.56  | 6.56  | 6.56 | 6.56 | 6.31 |
| 1 年央票利率  | 实际值 | 3.58  | 3.58  | 3.58  |       |       |      |      |      |
|          | 预测值 | 3.49  | 3.58  | 3.58  | 3.50  | 3.40  | 3.30 | 3.20 | 3.00 |
| 人民币兑美元汇率 | 实际值 | 6.39  | 6.35  | 6.32  |       |       |      |      |      |
|          | 预测值 | 6.35  | 6.35  | 6.32  | 6.30  | 6.30  | 6.30 | 6.30 | 6.30 |
| 法定准备金率   | 实际值 | 21.50 | 21.50 | 21.50 |       |       |      |      |      |
|          | 预测值 | 21.5  | 21.5  | 21.5  | 21.5  | 21    | 20.5 | 20   | 20   |

表 8 季度、年度经济指标预测

| 指标      | 月份  | 11-6    | 11-9    | 11-12   | 12-3    | 2011 年 | 2012 年 |
|---------|-----|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| GDP     | 实际值 | 9.5     | 9.1     |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 9.1     | 9.1     | 8.3     | 7.8     | 9.1    | 7.8    |
| 第一产业    | 实际值 | 3.0     | 4.5     |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 2.9     | 2.0     | 4.3     | 4.8     | 3.8    | 4.5    |
| 第二产业    | 实际值 | 10.9    | 10.4    |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 10.5    | 10.5    | 9.1     | 9.4     | 10.4   | 8.4    |
| 第三产业    | 实际值 | 9.3     | 8.6     |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 8.6     | 8.4     | 8.9     | 8.6     | 9      | 8.2    |
| CPI     | 实际值 | 5.7     | 6.3     |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 5.6     | 6.1     | 4.7     | 3.8     | 5.5    | 2.8    |
| PPI     | 实际值 | 6.9     | 7.1     |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 7.0     | 6.9     | 3.7     | 1.5     | 6.2    | 3.3    |
| 社会消费品零售 | 实际值 | 17.2    | 17.3    |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 17.3    | 16.9    | 16.3    | 15.5    | 16.9   | 14     |
| 工业增加值   | 实际值 | 13.9    | 13.8    |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 13.9    | 13.6    | 12.2    | 10.8    | 13.6   | 11     |
| 固定资产投资  | 实际值 | 26.0    | 23.9    |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 24.9    | 24.3    | 24.4    | 21.3    | 25.0   | 20     |
| 房地产投资   | 实际值 | 33.0    | 31.2    |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 29.6    | 32.3    | 23.2    | 15.4    | 29     | 15     |
| 出口      | 实际值 | 22.4    | 22.4    |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 24.8    | 20.0    | 16.6    | 17.5    | 21.8   | 18.0   |
| 进口      | 实际值 | 23.2    | 26.6    |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 24.2    | 23.3    | 21.0    | 16.6    | 25.7   | 21.0   |
| 顺差      | 实际值 | 467.5   | 492.4   |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 486.4   | 655.9   | 558.9   | -25.9   | 1688.0 | 1421.0 |
| 新增信贷    | 实际值 | 19251.0 | 15111.0 |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 19000.0 | 17000.0 | 17000.0 | 25500.0 | 74000  | 80000  |
| M1      | 实际值 | 12.9    | 8.9     |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 13.1    | 10.4    | 7.1     | 8.8     | 7.1    | 16.7   |
| M2      | 实际值 | 15.4    | 13.0    |         |         |        |        |
|         | 预测值 | 15.0    | 14.1    | 12.3    | 12.1    | 12.3   | 13.0   |

作者简介:

姜超:

执业资格证书编号: S0880511010045

电话: 021-38676430

邮箱: jiangchao6164@gtjas.com

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

|                                                                                                                  | 评级   | 说明                       |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准<br>投资评级分为股票评级和行业评级。<br>以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                  | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|                                                                                                                  | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%   |
|                                                                                                                  | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 2. 投资建议的评级标准<br>报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。                                                | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|                                                                                                                  | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|                                                                                                                  | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gt.jaresearch@gt.jas.com     |                              |                               |