

寻底 2012

——2012 年度宏观经济报告



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.htlhc.com.cn

张晶

SAC 执业证书编号:S1000510120033
(0755)8249 2011

zhangjing@mail.htlhc.com.cn

曹阳

SAC 执业证书编号:S1000511050001
(021)-50106413

caoyang@mail.htlhc.com.cn

联系人

杨斌

(0755)8277 6426

yangbin@mail.htlhc.com.cn

相关研究

《全球经济的“明斯基时刻”，不满年代的到来》，2011/12/05；

《通胀破晓》，2011/09/11；

《投资增速为什么还会下降？》，2011/07/25；

《经济着陆与周期定位》，2011/06/21；

《库存调整与产能调整》，2011/04/07。

- 报告集中讨论以下四个问题：第一，当前中国经济处于周期什么位置？第二，本轮周期调整的低点大概出现在什么时间？第三，本次周期调整低点大概位于什么水平？第四，如何看待房地产调整的冲击？
- 典型中周期包含投资周期和库存周期。投资增速继续向下，库存从三季度开始由上转下，经济正在快速探底。
- 经济最坏情形出现在明年二季度以前。需求方面，出口冲击较为充分，固定资产投资下行空间有限，房地产对投资的冲击在 2012 年二季度以前最大；价格方面，价格总水平下行最快的时间是四季度到 2012 年二季度以前；需求冲击叠加价格下行，库存调整在二季度以前较为集中。
- 二季度经济比一季度好。工业库存调整近半，从一季度到二季度，一些行业从去库存到恢复生产或回补库存，季节性生产活动开始活跃，政策继续松动，经济形势逐渐好转。因此，2012 年经济很有可能在一季度见底。
- 经济软着陆。未来一段时间，中国工业增加值增速和 GDP 增速的中枢水平为 12.5% 和 8.4% 左右。中国存在一股内生性增长力量，支撑其不至于陷入一个深度调整。只要不发生 2008 年底雷曼破产式冲击，中国经济将实现软着陆。
- 房地产绑架不了中国实体经济。房地产对实体经济直接影响不大，其直接影响主要体现在对钢筋、水泥、挖掘机等建筑产品上，对投资的影响很不显著。房地产产值对其他行业的拉动作用远远小于建筑业，房地产业对建筑业的影响也不够显著。
- 调房地产就是最大的调结构。房地产改变了中国的资源配置和收入分配，是中国经济失衡的一个主要根源。房地产调控有利于中国长期经济增长。
- 2012 年中国经济有拐点、无趋势。新周期没有启动，下一个繁荣取决于经济转型。
- 坚定的房地产调控，加上一系列减税政策取得实效，中国过去十年中房地产部门和出口部门吸收的资源重新被利用，一个以实体经济发展带动就业和消费、从而带动投资的繁荣周期将值得期待。

目 录

四个问题	5
周期定位	5
需求冲击	6
外需冲击进行时	7
投资与房地产冲击	8
库存调整	12
去库存还是补库存?	12
为什么是明年二季度?	13
行业的库存调整	13
底部的细节	16
见底的时间	16
底部的水平	18
地产与未来	20
2008 年的房地产冲击	21
房地产冲击与固定资产投资	22
房地产与生产和消费	24
房地产直接影响不大	25
房地产与建筑业	25
调房地产就是调结构	27
有拐点，无趋势	29

图表目录

图 1:	投资和库存决定了一个典型的中周期.....	5
图 2:	典型的库存调整周期.....	6
图 3:	欧洲经济信心指数跌至周期性调整的低位	7
图 4:	中国对欧洲出口明显下滑 (%)	7
图 5:	实际出口增速已经降至很低水平	8
图 6:	制造业投资增速平稳 (%)	9
图 7:	基础设施投资经历了大幅下滑 (%)	9
图 8:	水利和铁路投资开始反弹 (%)	9
图 9:	发达地区商品房销售持续低于其他地区 (%)	10
图 10:	发达地区商品房销售比重持续下滑 (%)	10
图 11:	房地产销售下滑带动新开工增速下降 (%)	10
图 12:	房地产开工下降, 房地产开发投资下滑 (%)	10
图 13:	2012 年房地产投资“其他资金来源”可能反弹 (%)	11
图 14:	PMI 产成品库存指数历史新高	12
图 15:	工业部门产品库存还在上升	12
图 16:	库存上升的原因是需求下滑比生产减速更快.....	12
图 17:	四季度到明年二季度, 价格总水平将经历快速下滑 (%)	13
图 18:	煤炭行业库存调整较为充分	13
图 19:	铁矿库存水平较低.....	13
图 20:	纺织业库存水平处于高位.....	14
图 21:	食品制造业库存水平较高.....	14
图 22:	非耐用消费品在通胀挤压下具有一定逆周期 (%)	14
图 23:	纺织业增加值明显反弹 (%)	15
图 24:	食品制造业增加值平稳 (%)	15
图 25:	钢铁行业正在去库存 (%)	15
图 26:	钢铁行业生产有所放缓 (%)	15
图 27:	汽车行业正在去库存 (%)	15
图 28:	汽车生产趋于平稳 (%)	15
图 29:	化学原料及化学制品业库存显著上升 (%)	16
图 30:	化学原料及化学制品业生产未见明显下降 (%)	16
图 31:	从价格变化到库存变化 (%)	17
图 32:	从库存变化到产出变化 (%)	17
图 33:	工业部门潜在增长率下滑领先于 GDP (%)	18
图 34:	GDP 产出缺口与 CPI.....	18
图 35:	工业增加值产出缺口与 CPI	18
图 36:	中国的潜在增长率变化—生产要素法 (%)	19
图 37:	发电量增长较为稳定.....	19
图 38:	汽车生产并没有失速.....	19
图 39:	布的生产稳定.....	20
图 40:	水泥生产缓慢减速.....	20
图 41:	中国经济增长存在长期的内生性动力.....	20

图 42:	2008 年房地产市场经历了深度调整 (%)	21
图 43:	2008 年的房地产开发投资 (%)	21
图 44:	如果没有雷曼破产, 固定资产投资下滑更加缓慢 (%)	21
图 45:	如果没有雷曼破产, 2008 年的经济将是软着陆	22
图 46:	房地产开发投资和基建投资不相关 (%)	22
图 47:	房地产开发投资与其他费用投资更关联 (%)	23
图 48:	房地产投资与通用、交运设备制造业投资 (%)	23
图 49:	房地产投资与化学、建材业投资 (%)	23
图 50:	房地产开发投资与水泥 (%)	24
图 51:	房地产开发投资与钢筋 (%)	24
图 52:	房地产开发投资与混凝土机械 (%)	24
图 53:	房地产开发投资与挖掘机生产 (%)	24
图 54:	房地产销售与家电生产 (%)	25
图 55:	房地产业与建筑业的产值及增长	27
图 56:	房地产业与建筑业的投资增速 (%)	27
图 57:	超过 1/3 的投资没有形成固定资本 (%)	28
图 58:	占 GDP1/4 的固定资产投资没有形成资本 (%)	29
图 59:	国民经济各部门储蓄率 (%)	29
图 60:	下一个繁荣取决于经济转型	30
图 61:	房地产调控有利于长期经济增长	31

四个问题

欧洲挣扎在债务危机和经济停滞的泥潭，美国回旋在窄小政策空间里缓慢复苏，新兴经济体通胀退潮、经济下滑，中国经济在转型中着陆，这是我们对 2012 年全球经济形势的基本判断。

海外政治混乱、中国房地产市场调整，是当前预期中的两个关键不确定性。

对海外政治混乱的关注源于这样的认识：欧美国家在 2012 年都将面临紧缩开支和政治选举，紧缩将增加普遍的社会紧张，政治选举将成为社会张力宣泄的突破口，由此导致政治上难以预见的变化，很有可能改变我们在政策逻辑上的惯性思维。

就海外政治变化进行专业讨论不是我们专长。对于海外经济，我们的同事曹阳博士给出了细致深入的分析（《全球经济的“明斯基时刻”，不满年代的到来》，2011/12/05）。

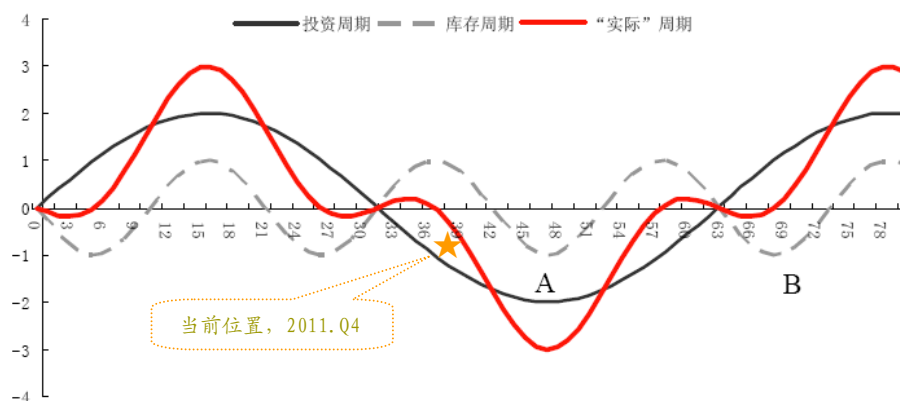
国内经济的核心风险是房地产：刚开始的房地产市场调整，将对中国经济产生持久冲击。对于 2012 年的经济形势，无论做出何种判断，都绕不开房地产问题。

将这些新的变化纳入我们今年以来的分析框架（《库存调整与产能调整》，2011/04/07；《经济着陆与周期定位》，2011/06/21），我们对未来不确定的讨论集中于以下四个问题：第一，当前中国经济处于什么状态？我们继续从库存周期和投资周期两个维度定位；第二，本次周期调整低点大概位于什么水平？第三，本轮周期调整的低点大概会什么时候出现？第四，如何看待正在发生并将继续进行的房地产调整的冲击？

周期定位

一个典型的中周期，所谓的朱格拉周期，其决定性力量有两个：投资和库存。我们下面将以较长篇幅分析中国经济在投资周期和库存周期中的位置、趋势，以及即将到来的拐点。

图 1： 投资和库存决定了一个典型的中周期



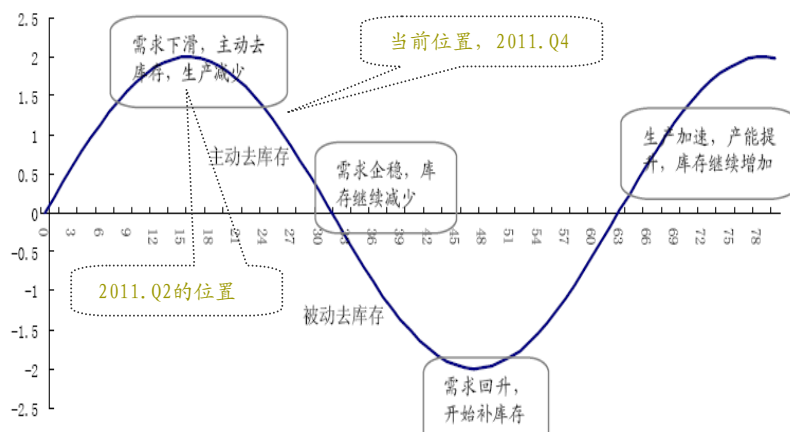
资料来源：华泰联合证券研究所

长期来看，中国的投资增速处于下行趋势中。中国的投资率高达 50%，印度和台湾地区的投资率不到 30%，美国的投资率 10% 左右。中国的高投资率已经到不可持续地步。

就中短期投资增速而言，我们的研究（《投资增速为什么还要下滑》，2011/07/25）认为，虽然政策抑制和需求疲软是影响投资增长的重要因素，但资金紧张将是未来投资增速下滑的最核心的理由。因此固定资产投资增速处于下行过程中。

去库存进程已经开始，我们认为开始时点是三季度。我们 6 月份的报告（《去库存还是补库存》，2011/06/17），从需求和价格的角度分析，认为总量意义上的去库存还没开始，当时的理由是，虽然微观层面的库存和需求情况不一致，但宏观层面的价格总水平还在上升。

图 2：典型的库存调整周期



资料来源：华泰联合证券研究所。坐标数据没有实际经济含义。

但自三季度以来，需求及其预期一致变坏，价格趋势出现拐点，我们可以认为去库存进程已经开始。

按照这样的思路，图 1 表达了我们所定位的中国经济：投资周期和库存周期都在向下，中国经济正在快速探底。我们下面做更多细致的工作，试图对底部的空间和时间进行更精确的判断。

需求冲击

消费一般可认为是稳定¹的。则需求冲击主要体现在投资与出口方面，当前市场恐慌的根源也大都源于此。

悲观的市场人士担心，如果欧债危机进一步恶化，中国出口再次遭受重创，加上房地产市场的深度调整，中国经济有可能出现如 2008 四季度的硬着陆。在我们看来，如果中国政府对于海外动荡的应对策略是“管好自己”，则来自于欧债危机和房地产市场调整对实体经济的冲击可以归结到出口和投资方面。

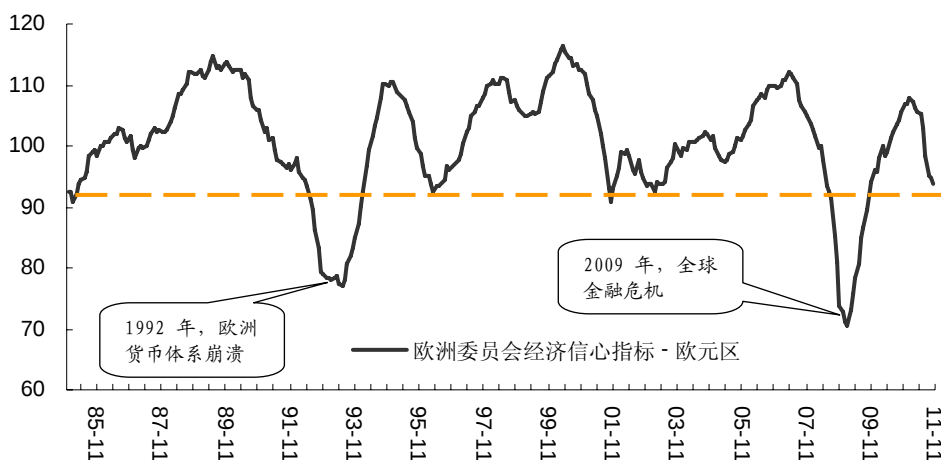
¹ 本报告对消费问题不做重点讨论。我们对消费问题进行了很多有意思的研究，包括：第一，因为网购发展迅猛，社会零售总额这一指标低估了消费增长（《消费增速有那么低吗》，2011/09/02）；第二，从消费倾向的角度看，房价下跌可能对消费具有刺激作用（《什么是消费增长的有效指标》，2011/11/18）；第三，区分可选消费和必需消费，虽然可选消费顺周期，但价格上涨对必需消费具有负面冲击，价格下跌有利于必需消费增长（《消费的周期性》，2011/12/16）。

外需冲击进行时

实际上，外需冲击不仅在预期层面得到实现，而且已经体现在实际经济数据当中。如图 1，欧洲委员会的经济信心指数已经跌至一个正常周期性调整的低位。对照历史情况，如果这一指数继续显著下跌，则需要经济形势的进一步恶化，比如发生 1992 年欧洲货币体系崩溃或 2008 年全球金融危机情形。

上述极端情形，我们在多次场合中予以否定（如，《全球经济的“明斯基时刻”，不满年代的到来》，2011/12/05）。简单而言，就前期全球金融市场的大幅波动而言，如果说前期是因为欧洲还没有找到一个明确的解决方案，但如今，这一方案——即建立一个具有法律约束力的欧洲财政联盟²，已经明确。

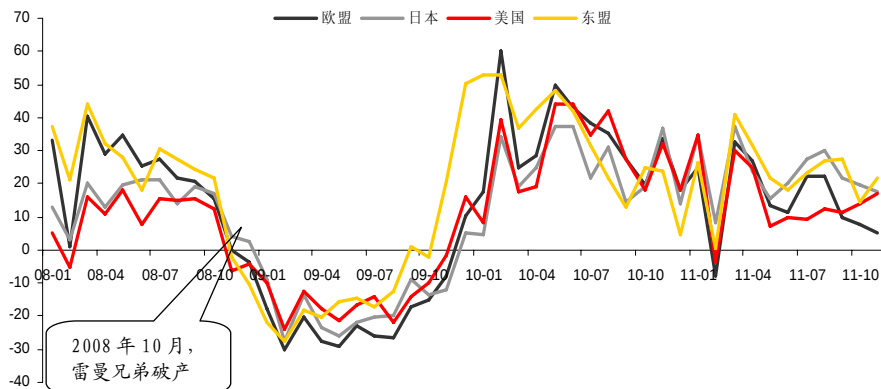
图 3： 欧洲经济信心指数跌至周期性调整的低位



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

海外经济疲软已经在中国出口数据中得到体现。在图 2 我们看到，11 月份中国对欧洲出口增速已经低至 5.0%，但对其他主要贸易伙伴出口，如美国、日本和东盟，出口增速相对稳定。

图 4： 中国对欧洲出口明显下滑（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

² 这只是其中一个可选方案而已。在欧元崩溃以前，欧洲还有几个方案可以实施，这包括：欧洲央行直接购买融资困难国家的国债、发行统一的欧元债券、建立某种形式的财政联盟。如果欧元区解体或某个欧元区国家债务无序违约，将在全球造成一个比雷曼兄弟破产更大的冲击，这一局面谁都无法面对，再考虑欧洲大陆对统一欧洲具有强烈和历史悠久的政治意愿，这种可能性基本可以被排除。

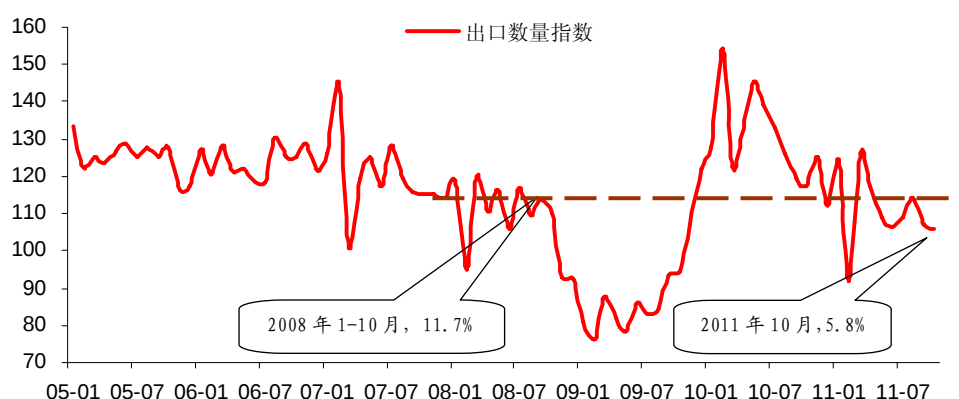
这是不是意味着我们还要担心出口进一步大幅下滑呢？没必要。

第一，中国出口目的地多元化趋势明显。2012 年，中国对 G3(欧美日)国家的出口份额达 48.7%，中国对非洲、拉美和亚洲国家的出口增速仍然在 20%以上。也就是说，未来中国出口适度增长的主要理由不是外需的强劲，而是份额的扩大。

第二，实际出口增速已经降至很低水平。2011 年 10 月已经低至 5.8%（11 月份数据未公布，可以判断低于这一水平）。如果没有雷曼破产式的外部冲击，中国出口增速下降空间不大。

我们预测 2012 年出口增速 14.6%。

图 5： 实际出口增速已经降至很低水平



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

投资与房地产冲击

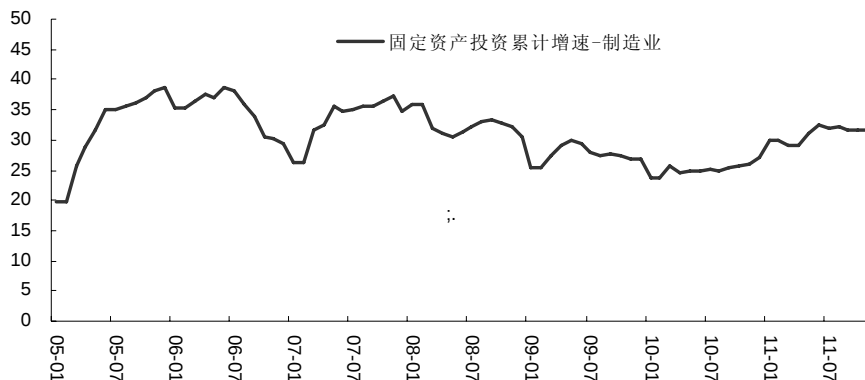
投资增速下滑是一个既定趋势。我们的研究表明，以地方政府和国有企业为主要推手，他们存在天然的扩张冲动，投资增速的下滑主要是因为资金问题。因此投资增速下滑将是一个缓慢的过程，我们预计 2012 年投资增速为 18%。这一判断基于以下考虑：

第一，高层领导和国家部委多次强调³，要“重点抓好在建和续建工程”。按照这一政策，投资增长的惯性依然很大。如果不考虑其他因素，这一惯性增长将保证明年投资增速达 20.9%。在调结构主基调和信贷增速受控的条件下，明年投资增速将低于这一水平。

第二，制造业投资增速下滑平缓。考虑其自身惯性，2012 年制造业投资有望实现 26% 的增速。重型制造业不仅反映了产业升级需求，也是政策扶持的重点，是制造业投资增速稳定的基石。

³ 刚刚闭幕的中央经济工作会议指出，“要保持适度投资规模，优化投资结构，重点抓好在建和续建工程，确保国家已经批准开工的在建水利、铁路、重大装备等项目资金需求”。

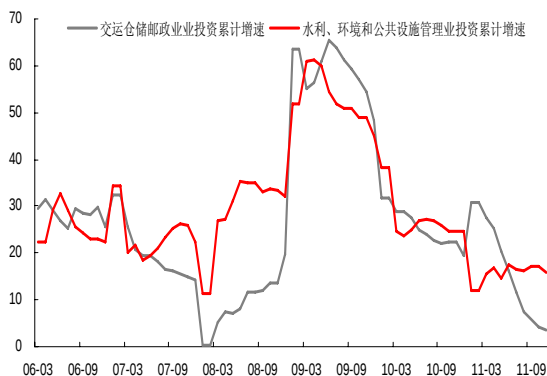
图 6: 制造业投资增速平稳 (%)



资料来源: CEIC, WIND, 华泰联合证券研究所

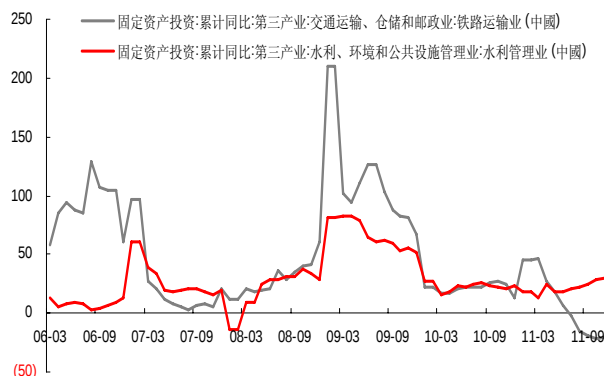
第三, 包括水利、交通、公共设施在内的基础设施投资有望反弹。今年以来, 这部分基础设施投资经历了显著下滑, 预计 2012 年将出现反弹。截止到 11 月份, 水利和铁路投资增速已经开始回升。

图 7: 基础设施投资经历了大幅下滑 (%)



资料来源: CEIC, WIND, 华泰联合证券研究所

图 8: 水利和铁路投资开始反弹 (%)



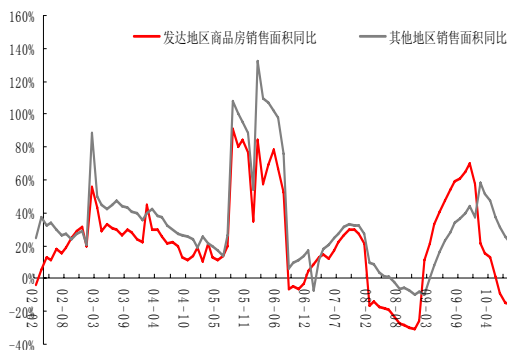
资料来源: CEIC, WIND, 华泰联合证券研究所

第四, 对固定资产投资冲击最大的方面来自于房地产市场调整。对于当前季度悲观的市场预期, 房地产方面的以下情况值得注意:

首先, 三四线城市房地产销售增长仍有空间。对房地产开发投资的极度悲观主要是由于一二线城市的房地产销售状况不佳, 但在广大的三四线城市和中西部地区, 城镇化进程和商品房销售仍然值得期待。截至 2011 年 10 月, 发达地区⁴商品房销售面积累计同比负增长 2.9%, 其他地区商品房销售累计同比增长 15.6%。发达地区商品房销售占全国比重已跌至 27%, 而 2002 年同期下这一比重高达 51%。

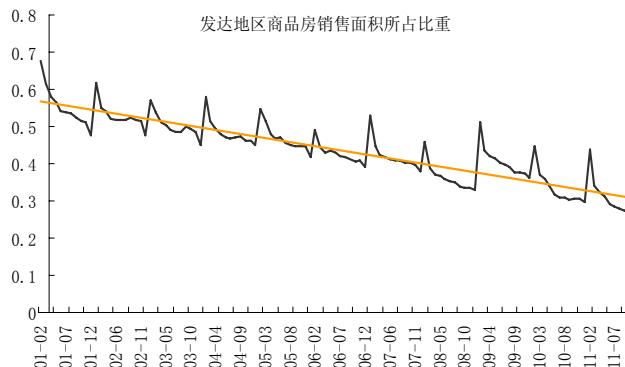
⁴ 我们所指的发达地区包括京津沪渝四个直辖市和广东、江苏、浙江三个发达省份。

图 9： 发达地区商品房销售持续低于其他地区（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

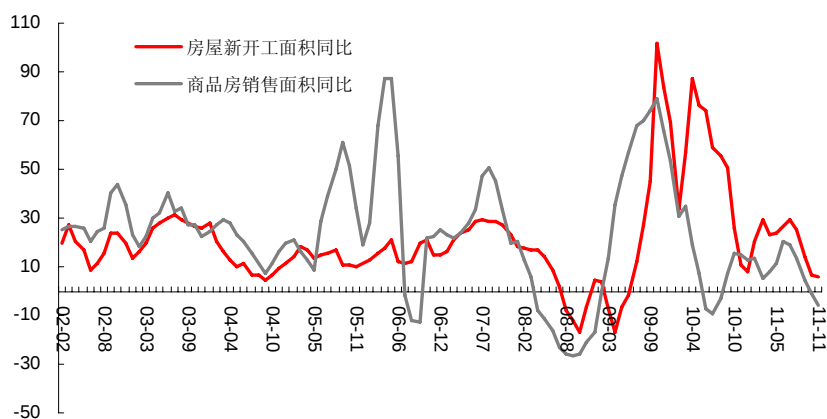
图 10： 发达地区商品房销售比重持续下滑（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

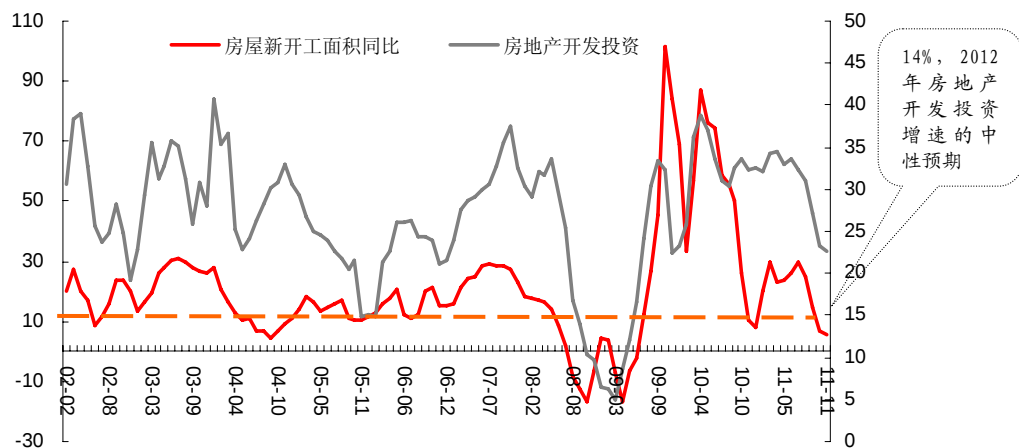
其次，按照市场中性预期，房地产投资增速下滑空间不大。房地产销售下滑带动了新开工增速下降，两者波动基本呈同步变化。在新开工下降以后的一个季度以内，往往伴随房地产开发投资增速的下滑。2011 年 11 月，房地产开发投资同比增速为 20%，比四个月前的高点下滑 16 个百分点。

图 11： 房地产销售下滑带动新开工增速下降（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所。数据为月度增速三个月移动平均。

图 12： 房地产开工下降，房地产开发投资下滑（%）



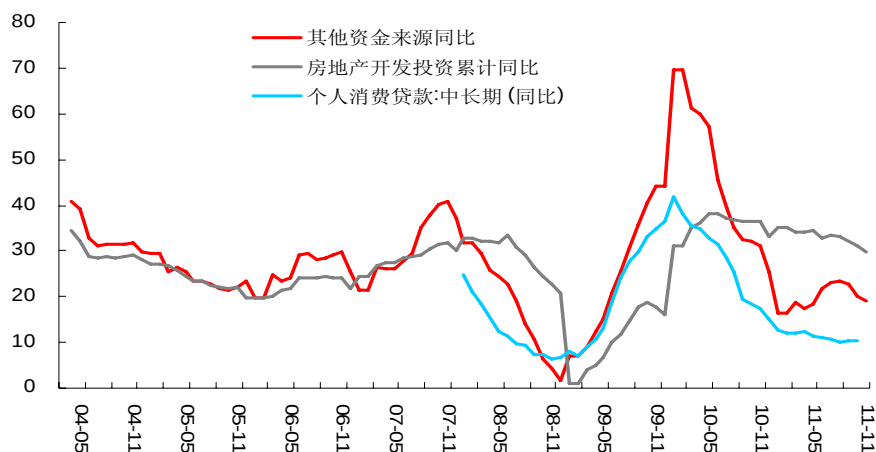
资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所。数据为月度增速三个月移动平均。

市场机构对 2012 年房地产开发投资增速的预期大都在 10%-20%。华泰联合地产给出的预测是 14%，按照这一预测，房地产开发投资增速还有 6 个百分点的下滑⁵。

再次，资金问题的缓解可以支撑房地产投资适度增长。从房地产投资自身逻辑看，我们在 7 月份的一份报告（《投资增速为什么还要下滑？》，2011/07/25）中曾指出，包括决定房地产在内的投资增长的主要因素是资金⁶，对于房地产投资而言，权重最大、影响最直接的来源是“其他资金来源”⁷。

在一个弱假设下，2012 年房地产投资的“其他资金来源”增速可能面临反弹。2011 年开始的限购和限贷政策抑制了正常购房需求，如果 2012 年信贷规模扩张，对首套和改善性购房者的信贷松动（媒体报道一些地区已经有了松动），其他资金来源将面临反弹，这将对房地产开发投资形成直接支撑。

图 13： 2012 年房地产投资“其他资金来源”可能反弹（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所。

最后，保障房投资将对商品房投资可能的下滑形成补充。商品房建设下滑越快，保障房建设力度将越大。

因此我们认为，房地产相关指标正在显著下滑，下滑空间开始收窄。按照市场的中性预期，以当前的调整速度，这样的调整空间在不长的时间内可以实现。考虑到资金和库存因素，房地产市场调整所造成的需求冲击在明年二季度以前最大。

⁵ 对于房地产投资增速的预测，乃至投资数据本身，是一个很难从研究角度进行准确把握的问题，读者有很多理由进行质疑。

华泰联合地产研究员认为，当前的城市化进程可以支撑 8 亿平方米住宅商品房的正常需求，如果 2012 年维持这一水平，则房地产销售零增长，房地产销售会影响房地产开工和投资，影响有多大呢？我们可以提供一组数据作为参考：2006、2008 和 2010 年是有数据统计以来房地产销售较差的年份，其相关数据为：年份（商品房销售面积增速，房地产开发投资增速）——2006（11.5%，23%），2008（-14.7%，21%），2010（10.6%，33%）。以此看来，2012 年 10-20% 的房地产开发投资增速并不是很乐观的预期。

⁶ 在这个意义上，房地产销售直接影响了开发商的资金，从而影响房地产开发投资进度。而市场一般逻辑认为：先是销售变化，然后通过新开工变化影响到房地产开发投资。

⁷ 按照统计部门解释，其他资金来源包括“定金、预收款和个人按揭贷款”，这和房贷直接相关。

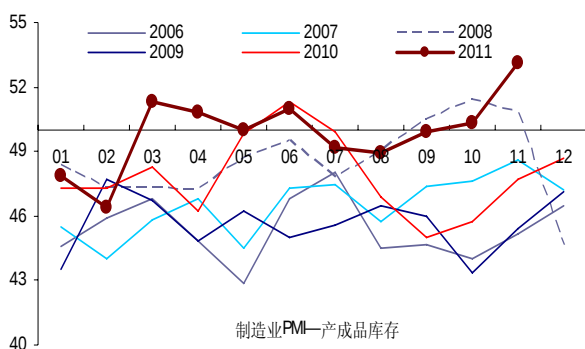
库存调整

主动去库存三季度已经开始，这一进程很有可能在明年二季度告一段落。这是我们对库存问题的最新看法⁸。

去库存还是补库存？

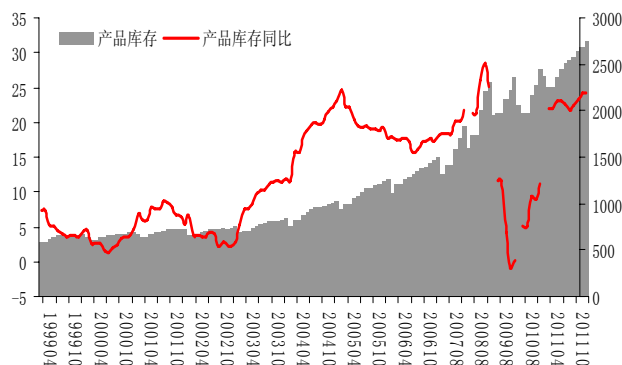
一个困惑是：工业库存水平和 PMI 指数还在上升，为什么是在去库存而不是补库存？如下图，PMI 产成品库存指数 11 月份创历史新高，最新的工业部门库存水平还在上升。

图 14： PMI 产成品库存指数历史新高



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

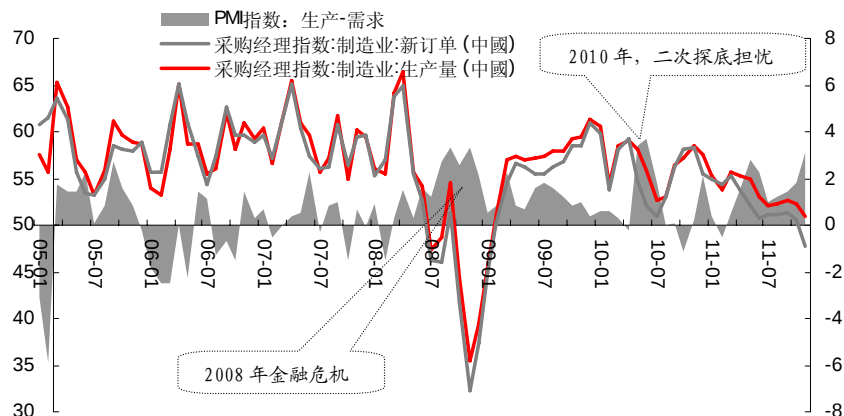
图 15： 工业部门产品库存还在上升



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

主要的原因在于，需求下滑比生产减速更快。有很多容易得到的数据可以说明生产的减速和需求的下滑。两者的相对变化可以 PMI 分项指数进行说明，如下图，PMI 新订单指数比生产指数下降得更多。

图 16： 库存上升的原因是需求下滑比生产减速更快



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所。

⁸ 库存问题一直是存在争议，我们 2011 年曾多次讨论这个问题（《库存调整与产能调整》，2011/04/07；《去库存还是补库存》，2011/06/17；《经济着陆与周期定位》，2011/06/21），就现在情况看来，我们的判断还没有错。读者需要注意下面一些问题：需求、价格与库存，主动去库存和被动去库存，PMI 库存指数与工业库存数据。

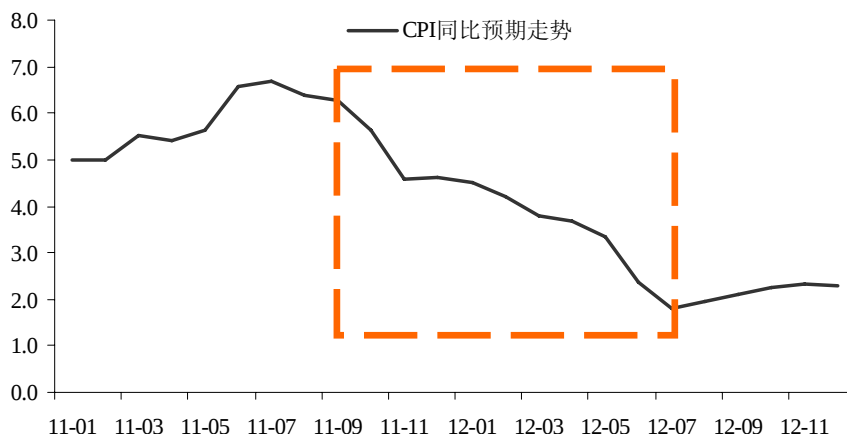
为什么是明年二季度？

从需求冲击和价格走势看，库存调整将主要发生在二季度以前。

前文的研究认为，在欧元体系不崩溃、欧元区国家不发生无序违约的假设下，极低的出口实际增速很大程度上反映了外需的疲软。房地产市场调整是固定资产投资面临的主要冲击，固定资产投资增速下滑空间有限，明年二季度以前将是冲击最严重时期。

在明年二季度以前到现在的时间里，价格总水平经历了一个快速下降过程。在需求和价格的共同作用，这段时间将发生一次较快的去库存过程。

图 17： 四季度到明年二季度，价格总水平将经历快速下滑（%）



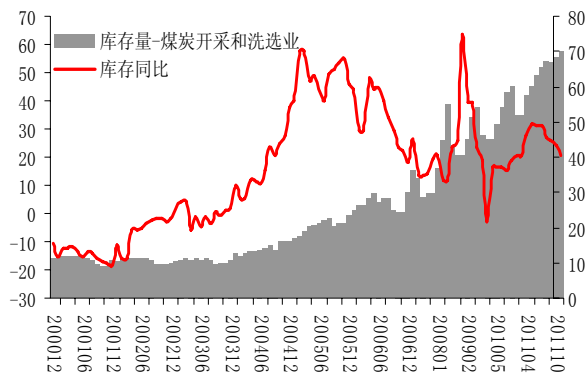
资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所。2011 年 12 月后为预测数据。

行业的库存调整

上游行业库存调整较为充分，如煤炭采选业和铁矿采选业，这些行业库存已经处于历史较低水平，只要需求出现企稳，就有可能开始库存回补。

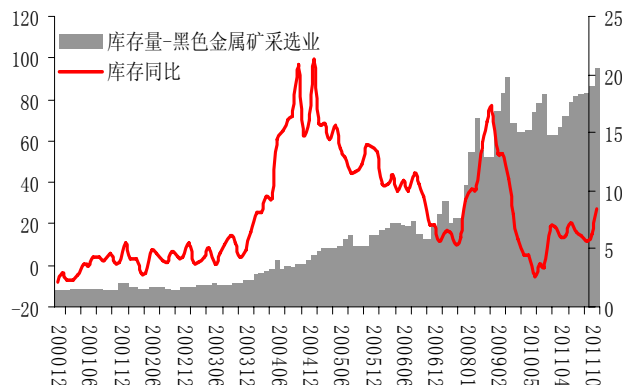
需求最有可能什么时候企稳？2012 年二季度，届时季节性生产活动将开始活跃。

图 18： 煤炭行业库存调整较为充分



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

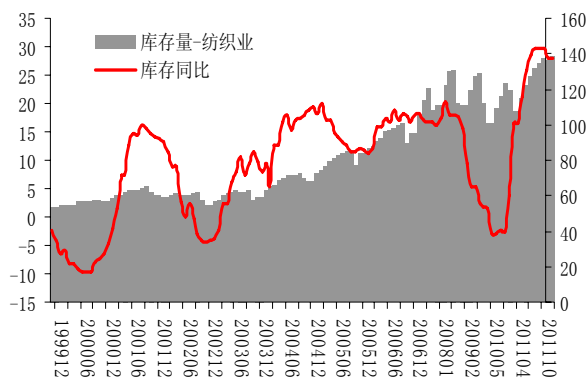
图 19： 铁矿业库存水平较低



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

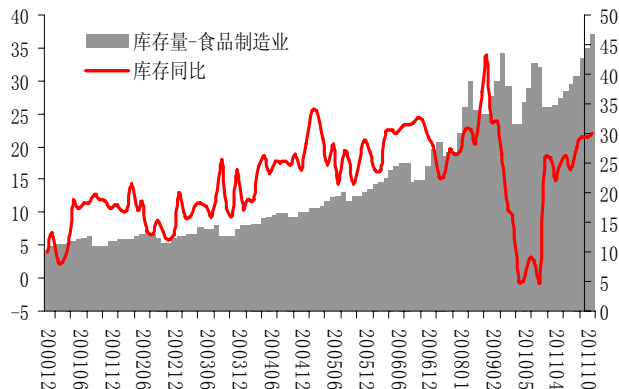
下游行业库存处于高位。考虑到这些行业本身的消费属性，通常情况下其库存调整相对缓和，如食品制造业和纺织业 2003-2004 年的库存变化。

图 20： 纺织业库存水平处于高位



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

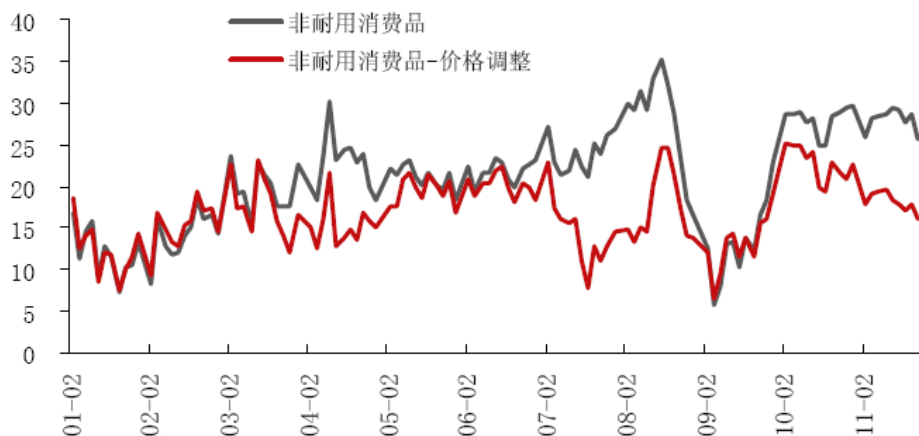
图 21： 食品制造业库存水平较高



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

下游的非耐用品制造行业，其需求和库存受价格影响较大：第一，价格下降直接影响了产成品库存价值，导致其库存水平下降；第二，价格下降增加了居民对必须消费品的需求。我们的研究表明（《消费的周期性》，2011/12/16），非耐用消费品在高通胀的挤压下具有一定的逆周期特征。这样看来，价格下降过程中，下游非耐用制造品行业的库存变化，主要取决于其产成品的需求价格弹性。

图 22： 非耐用消费品在通胀挤压下具有一定逆周期（%）

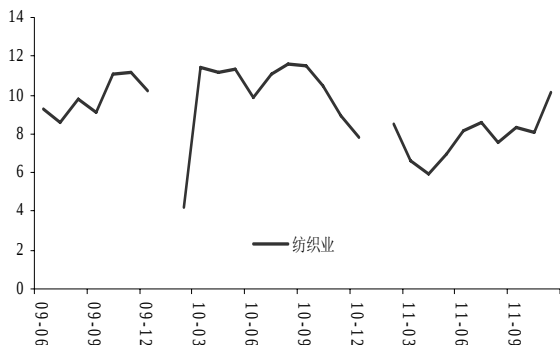


资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所。：采用了每年 1-2 月的平均值计算。

食品制造和纺织业等非耐用消费品行业的产出增长稳中有升，虽然其库存水平较高，但生产并没有明显放缓。在去库存要求强烈情况下，为什么生产没有减速？

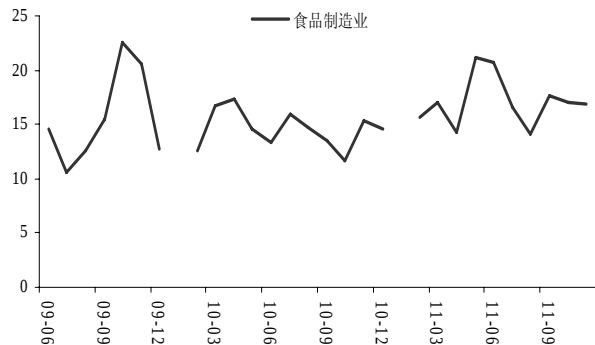
我们能想到的一个解释是，这些行业产成品库存水平较高主要是前期高原材料价格所致，而当前产出反弹可能源于价格下降所释放的需求增加。以此看来，在价格水平趋稳以前，其库存增速下降将是一个自然过程。

图 23： 纺织业增加值明显反弹（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

图 24： 食品制造业增加值平稳（%）

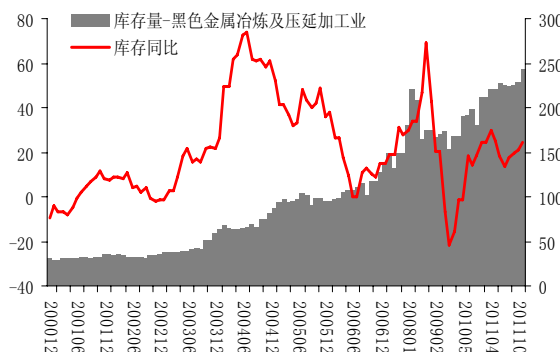


资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

中游行业库存情况较为复杂。典型的中游行业，如钢铁和汽车，其库存水平不高，生产先后经历了一个减速过程，行业去库存正在进行中。

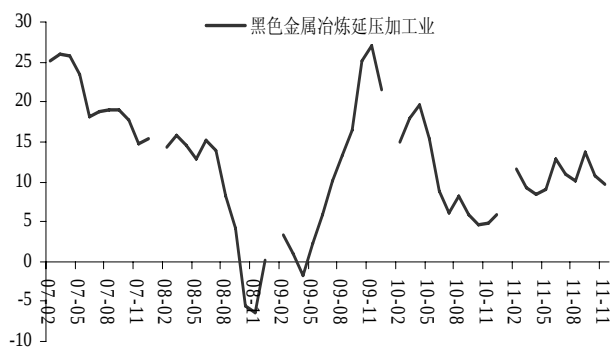
从这两个行业的库存和生产情况看，供给（生产）和需求可能接近一个阶段性平衡。在其他条件不变情况下，库存水平将被动减少。在这之后，如果需求超预期下滑，将再次主动去库存，如果需求企稳反弹，库存回补也将开始。基于同样理由，这个时点最有可能发生在 2012 年二季度。

图 25： 钢铁行业正在去库存（%）



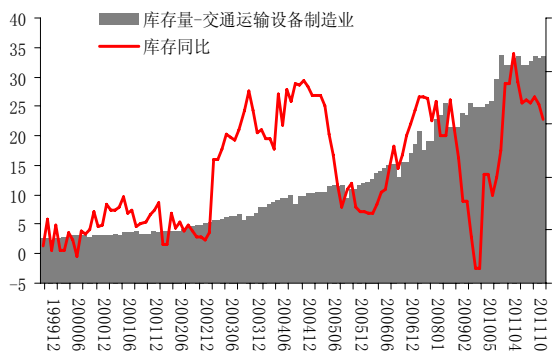
资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

图 26： 钢铁行业生产有所放缓（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

图 27： 汽车行业正在去库存（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

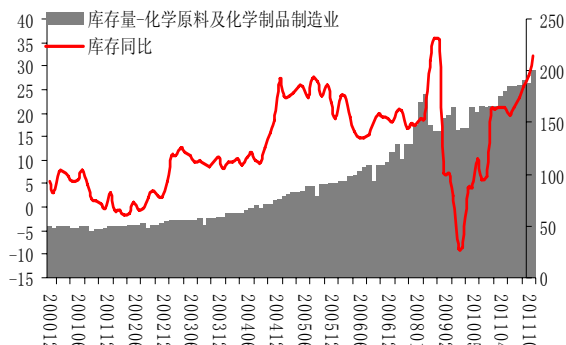
图 28： 汽车生产趋于平稳（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

化学制造业库存水平很高。这个行业包括较为复杂的子行业，我们这里不打算就这个行业做更深入细致的讨论。由于它是一个偏后的中游行业，去库存进程显得滞后，未来其生产还将面临下滑。

图 29： 化学原料及化学制品业库存显著上升（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

图 30： 化学原料及化学制品业生产未见明显下降（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

总结而言，工业部门去库存至少进行了一半。上游行业（煤炭、铁矿等采矿业）和重要的中游行业（钢铁、汽车等），库存水平不高，主动去库存已经取得了进展，而在偏后的中游行业（化工）和下游行业（纺织、食品等），库存水平依然较高。到明年二季度，至少一些中上游行业可能开始库存回补。

底部的细节

底部的细节包括两个问题：底部在什么时间？底部在什么水平？在需求、价格与库存的讨论基本完成，这些问题的答案就变得逐渐清晰。

见底的时间

从需求方面看，出口冲击体现较为充分，固定资产投资下行空间有限，房地产对投资的冲击在 2012 年二季度以前最大；从价格方面看，价格总水平下行最快的时间是四季度到 2012 年二季度以前；从库存情况看，主动去库存至少进行了一半，库存调整到二季度以前较为集中。因此，本轮调整最坏情况将出现在二季度以前。

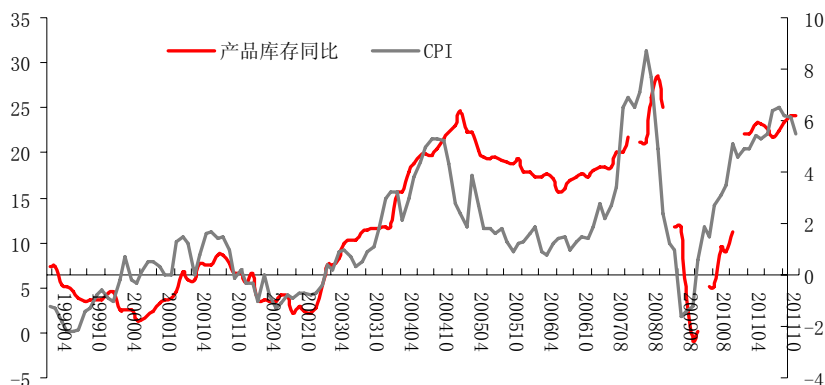
进一步地，我们还可以从价格、库存和产出的变化，对最坏的时间点做更精确的判断。

从价格变化到库存调整，存在比较稳定的领先滞后关系。根据历史上的库存周期调整，滞后期长达 3-6 个月⁹。

这在逻辑上是可以得到解释的。中长期来看，价格变化可以看成是总需求变化的集中反映，当需求和价格变化以后，厂商逐渐发现库存超出了合意水平，于是进行库存调整。在库存调整前期，不同厂商对需求和价格变化判断不一致，库存调整较为缓慢。对生产进度调整也较为缓慢，此时库存水平还将惯性地持续一段时间。直到所有厂商对需求和价格变化取得一致认识，库存调整才较为迅速，库存变化与价格变化才取得一致。

⁹ 本报告用 CPI 代表价格总水平，用 PPI 也可以得出同样结论。CPI 与 PPI 拐点并不总是完全一致，这也可能对库存调整进程构成影响。

图 31： 从价格变化到库存变化（%）

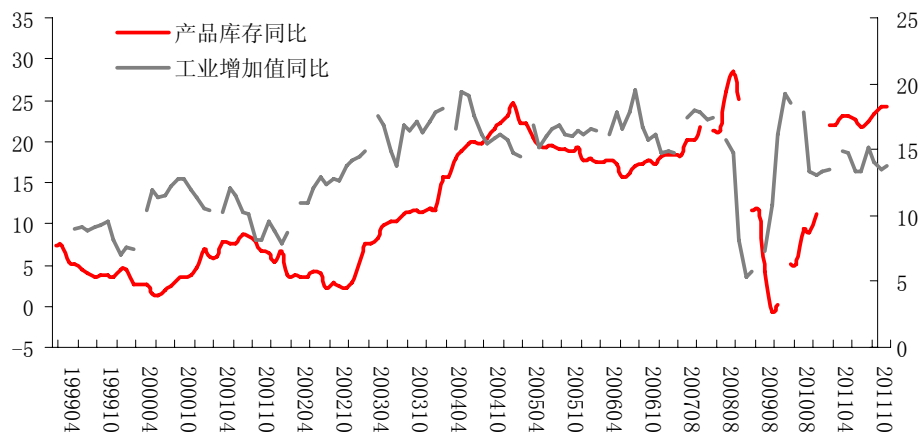


资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所。

无论是去库存还是补库存，不可能一直进行下去。当主动去库存进行一段时间以后，虽然厂商不再减少开工，但库存还在减少，这样的过程被认为是被动去库存。生产是否放慢，是区分被动去库存和主动去库存的标志。在被动去库存阶段，生产逐渐恢复，但库存水平继续降低，因为需求企稳或反弹，销售进度快于生产进度。

在下图我们看到了这种规律。当工业库存同比增速下滑大约 3 个月以后，工业产出开始止跌回升。

图 32： 从库存变化到产出变化（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所。

按照这样一个规律，本轮去库存开始于三季度，主动去库存大约会持续到 2012 年一季度，到二季度，一些行业的库存开始回补。

从一季度到二季度，一些行业从去库存到恢复生产或回补库存，季节性生产活动开始活跃，政策在继续恶化的经济形势下继续松动，经济形势逐渐好转。因此，2012 年经济很有可能在一季度见底。

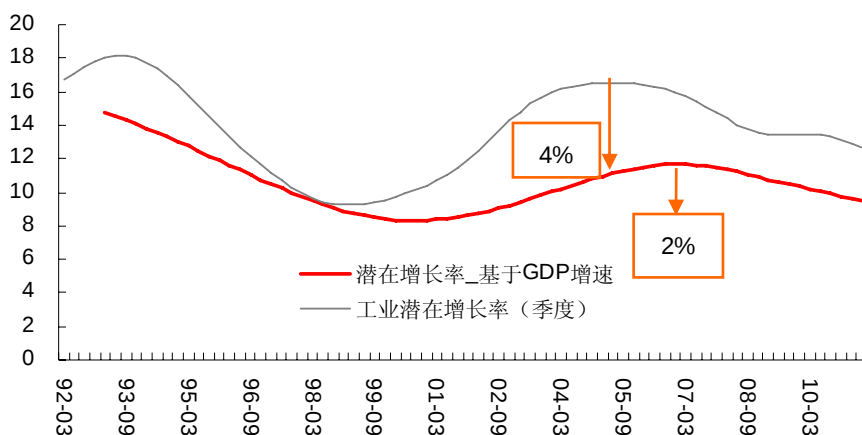
底部的水平

从周期角度，潜在增长率可以看成是产出增速的中枢，当经济增速低于这一水平时，便存在反弹的要求。

我们在 8 月份做过这样的研究（《滞胀新解》，2011/08/19），研究认为，中国 GDP 潜在增长率确实在下降，而且比实际增速下降得更快。

这个结论可以在工业部门潜在增长率与 GDP 潜在增长率对比中得到体现。采用 HP 滤波方法，本轮周期调整以来，工业潜在增长率已经下降 4 个百分点至 16.5% 附近，而 GDP 潜在增速似乎仅下滑 2 个百分点至 9.5%。

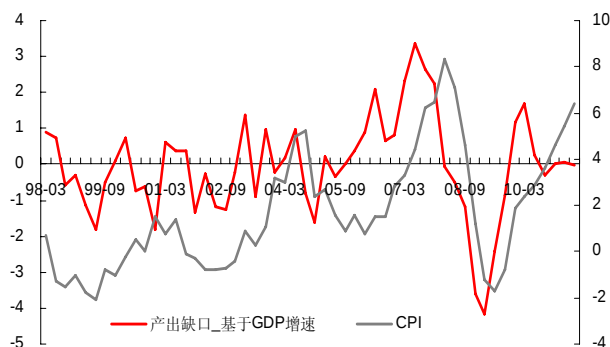
图 33： 工业部门潜在增长率下滑领先于 GDP (%)



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所。

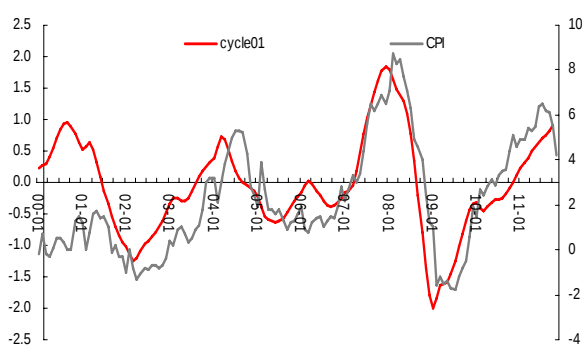
9.5% 的 GDP 潜在增速并不是一个可靠的估算，因为按照这一计算的 GDP 产出缺口和通胀并不具有良好的相关性，而工业产出缺口与 CPI 显著相关。

图 34： GDP 产出缺口与 CPI



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

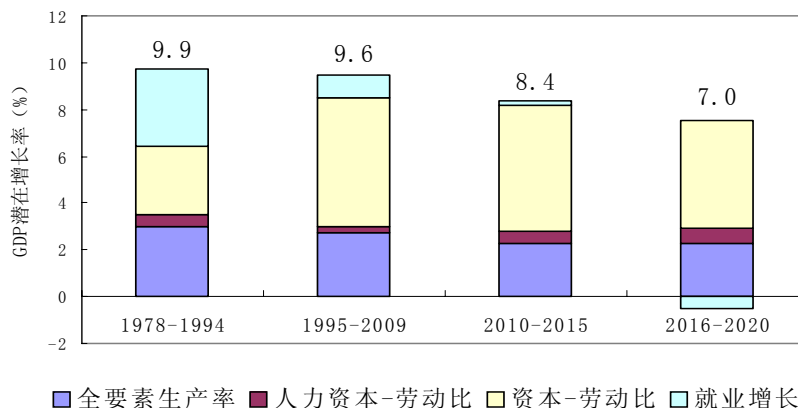
图 35： 工业增加值产出缺口与 CPI



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

我们采用生产函数法对 GDP 潜在增速进行估算，未来几年，中国潜在增速在 8.4% 左右。这个结果能解释这样一个悖论：自 2010 年初中国经济减速以来，中国通胀持续上行。因为潜在增速比实际增速下降更多。

图 36： 中国的潜在增长率变化—生产要素法（%）



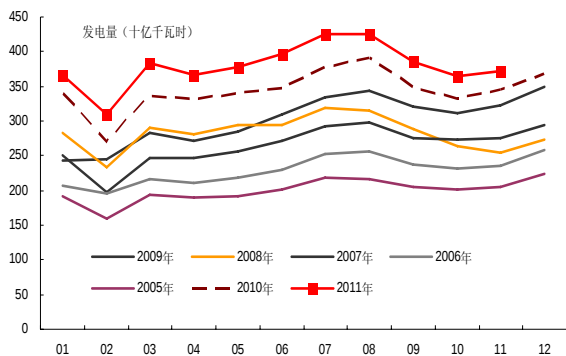
资料来源：华泰联合证券研究所，转引自蔡昉（2011）

因此我们判断，未来一段时间以内，中国工业增加值增速和 GDP 增速分别维持在 12.5% 和 8.4% 左右的水平波动。

但是，还有一个让人不踏实的问题：经济是否会失速？下面的一些重要工业数据告诉我们，经济虽然在减速，但仍处于一个正常而可控的状态，这是和 2008 年相比明显的区别。

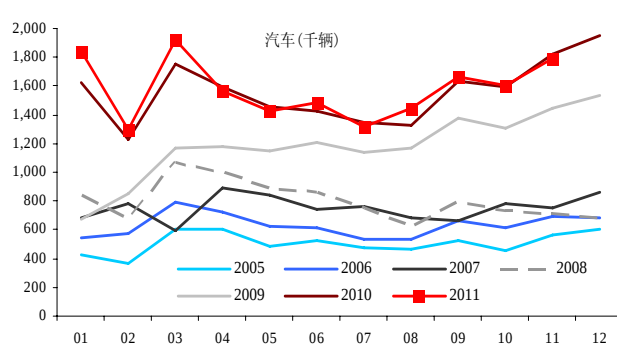
发电量和工业生产密切相关，虽然同比增速有所收窄，但环比增长依然稳定；汽车行业正在经历减库存，生产放缓，但其环比增长稳定；汽车属于可选消费品，作为必需消费品的布的生产，处于稳定的增长状态；即便是市场很不看好的中间品——水泥的生产，虽然同比增速下滑，但环比增长仍属稳定。这些重要工业数据表现相比 2008 年的经济调整有明显的反差。

图 37： 发电量增长较为稳定



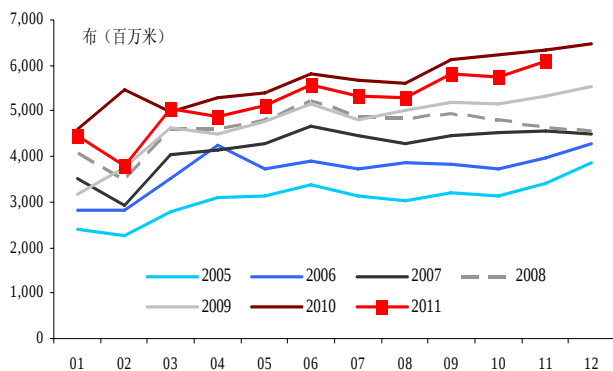
资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

图 38： 汽车生产并没有失速



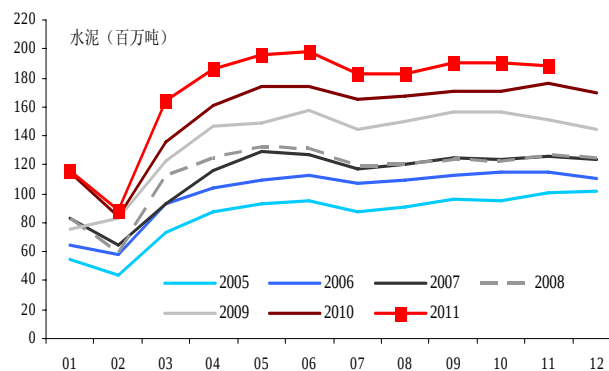
资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

图 39： 布的生产稳定



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

图 40： 水泥生产缓慢减速

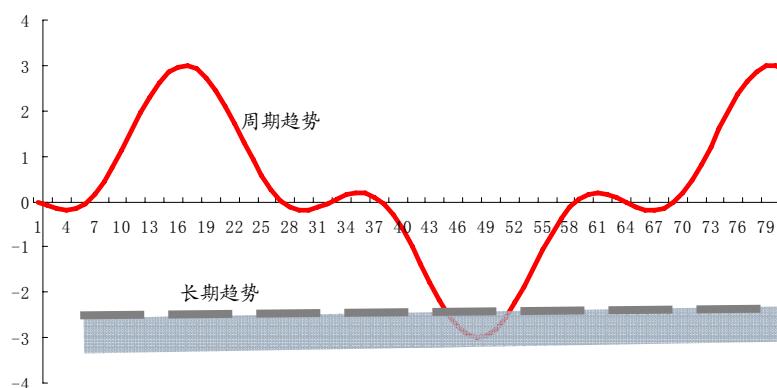


资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

这使我们意识到，在持续一年多的紧缩之后，虽然中国经济正在经历周期性的调整，但是经济增长仍然存在内生性增长力量，这一力量是与中国进入特定发展阶段相关的，即，中国跨入中等收入国家行列，消费升级和大众消费兴起仍然支撑经济以一定的速度增长。

我们把这些想法构思成下图：存在一股内生性增长力量，支撑中国经济不至于陷入一个深度调整。我们下面还将说明，只有在国内冲击不一起发生时（如 2008 年底），这一判断才是可靠的。

图 41： 中国经济增长存在长期的内生性动力



资料来源：华泰联合证券研究所。

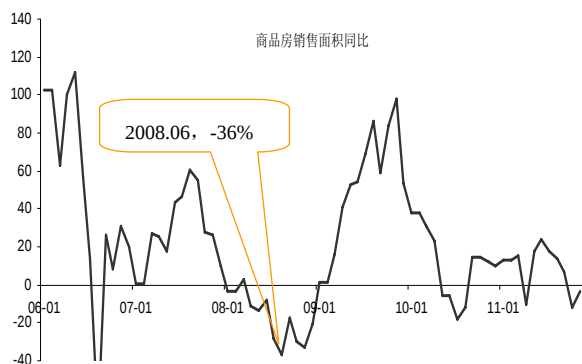
地产与未来

无论是中短期经济调整，还是长期经济增长模式，房地产都是不容许回避的问题。我们这里主要讨论经济探底过程中的房地产冲击。

2008 年的房地产冲击

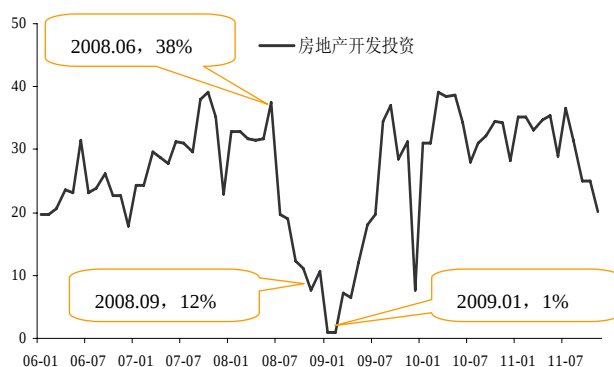
在有数据统计以来，房地产冲击最大的一次是 2008 年。2008 年房地产市场的表现是：商品房销售面积从年初开始负增长，2008 年 6 月份同比降低 36%，2008 年 6 月房地产开发投资开始大幅下滑，到 9 月份，从 38% 下滑至 12%，下滑幅度 26 个百分点，到 2009 年初下滑至 1% 的水平。

图 42： 2008 年房地产市场经历了深度调整 (%)



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

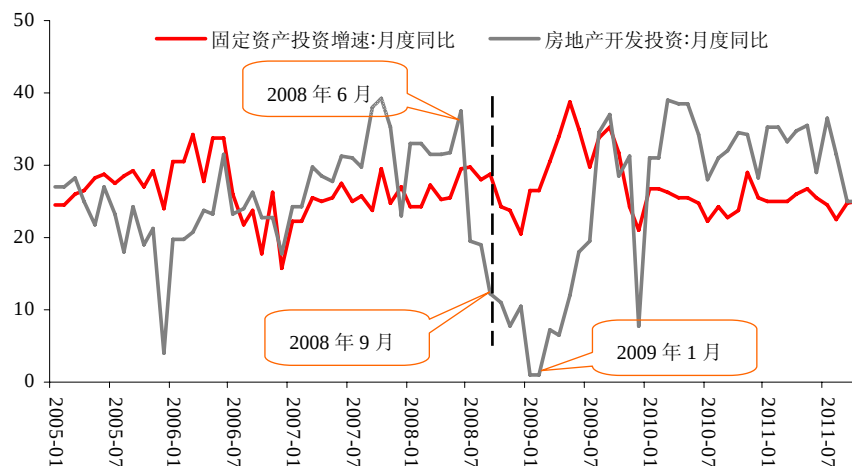
图 43： 2008 年的房地产开发投资 (%)



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

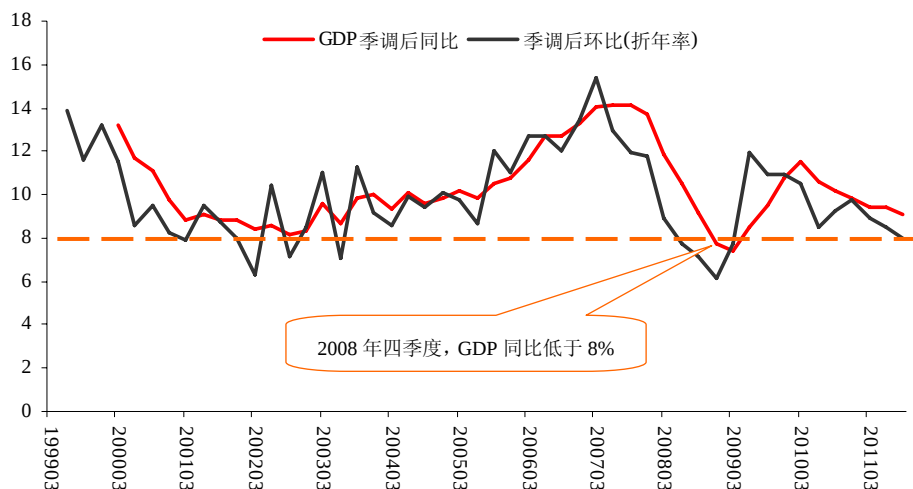
在这样的一种冲击下，从 6 月到 9 月，城镇固定资产投资增速仅下滑不到 2 个百分点，9 月份以后下滑 8 个百分点。2008 年第三季度的 GDP 增速为 9.7%，比二季度低 1.1 个百分点，三季度以后快速下滑至 7% 以下。

图 44： 如果没有雷曼破产，固定资产投资下滑更加缓慢 (%)



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 45： 如果没有雷曼破产，2008 年的经济将是软着陆



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所。我们季调后的环比与统计局数据有些 0.1-0.2 的绝对差异。

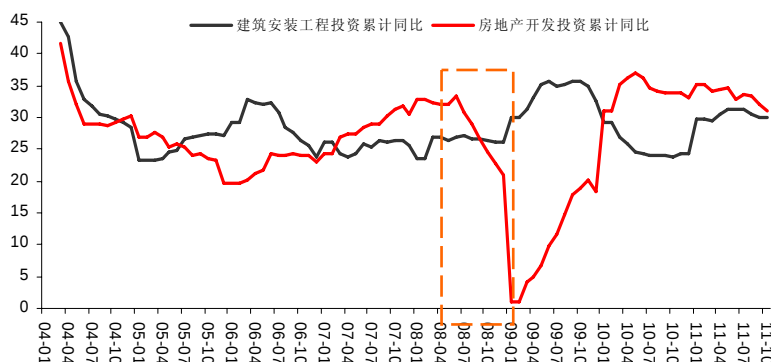
也就是说，2008 年的房地产市场调整从年初就已经开始，如果没有雷曼兄弟破产的冲击，房地产市场调整对固定资产投资和 GDP 增长的冲击并没有想象的那么大。以此看来，当前正在进行的房地产调整，如果没有外部因素的“配合”，我们对底部的判断具有一定合理性。

房地产冲击与固定资产投资

上述判断或许能给人安慰，但不够踏实。中国房地产之“强大”，谁都无法回避，其影响到底在何处？我们根据一些通用的逻辑逐一梳理。

房地产与基建投资。通常的逻辑是，当房地产投资出现大幅下滑时，基建活动会大幅萎缩。这一说法得不到数据的支撑。从数据上看，房地产开发投资与基本建设投资基本上没有相关性。

图 46： 房地产开发投资和基建投资不相关（%）

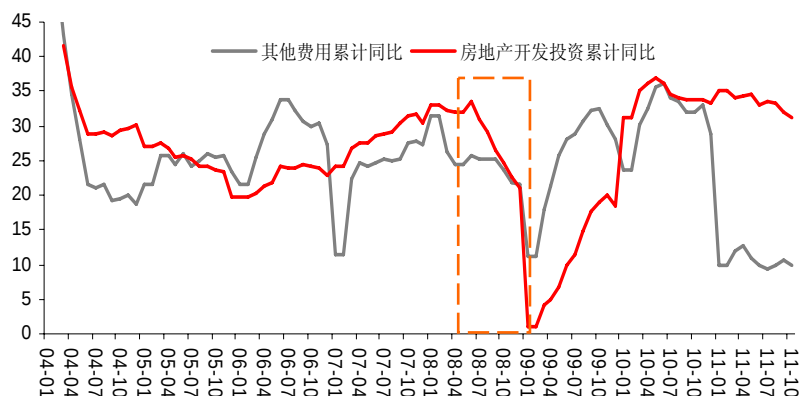


资料来源：CEIC, WIND, 华泰联合证券研究所。

解释这种现象可以从两方面入手：第一，两者的交集不够大，2010 年，建安工程投资占总投资比重为 62%，房地产开发投资占比 20%，而房地产开发投资中的建安工程比重为 60-70%。

第二，房地产开发投资和其他费用投资¹⁰更关联。这反映了一个很有意思的现象：从资金投入角度，中国的房地产开发与其说是基建活动，倒不如说是土地及纷繁复杂费用的交易活动。

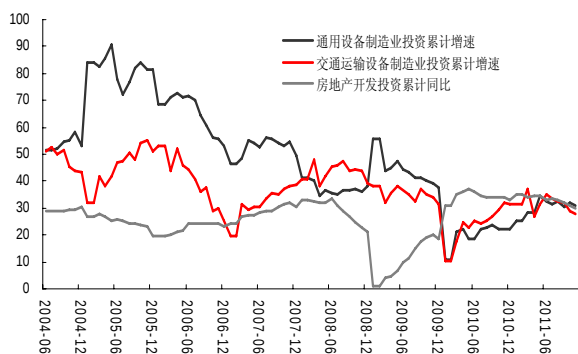
图 47： 房地产开发投资与其他费用投资更关联（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所。

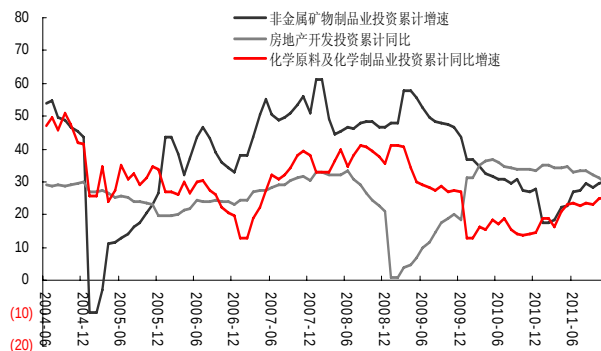
房地产与周期行业投资。如果房地产不行，相关的周期性行业投资也不行，这个逻辑经得住考验吗？

图 48： 房地产投资与通用、交运设备制造业投资（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

图 49： 房地产投资与化学、建材业投资（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

¹⁰ 根据统计部门解释，固定资产投资中其他费用，指在固定资产建造和购置过程中发生的，除建筑安装工程和设备、工器具购置投资完成额以外的费用，不指经营中财务上的其他费用。包括土地出让金、大市政费、四源费（煤、热、自来水、污水）、不可预见费、旧房屋购置，基本畜禽支出，林木支出，退耕退牧还林还草、土壤改良、城市绿化，办公生活用家具、器具购置，建设单位管理费，土地征用、购置及迁移补偿费，政府收费，勘察设计费，研究实验费，可行性研究费，临时设施费，施工机械转移费，设备检验费，负荷联合试车费，土地占用、使用费，建设期应付利息，包干结余，企业债券发行费，合同公证费及工程质量监测费，国外借款手续费及承诺费，汇兑损益，调整器材调拨价格折价，坏帐损失，固定资产亏损及损失等。

答案也是否。从图上看，一些与房地产在逻辑上直接关联的行业，如，交通运输设备制造业、通用设备制造业、化学原料和化学制品制造业，以及建材行业，其投资增速与房地产投资几乎没有关联。

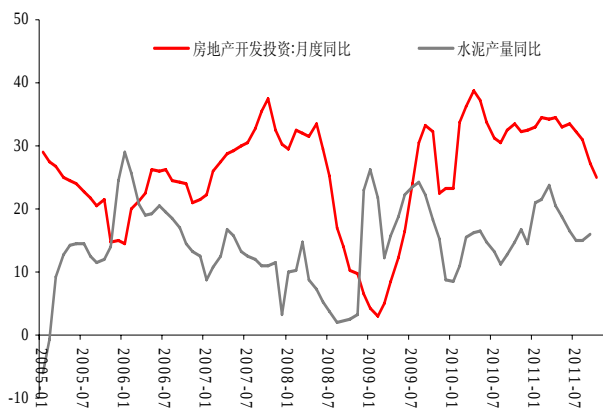
这种现象也可以得到解释。房地产投资中存在大量的土地和税费等交易活动，其中的基建活动只占全部投资中的一小部分。而且，上述大型制造业中，都是国企或与地方政府有关，其决策主体更加注重规模，而不是需求或利润¹¹。

房地产与生产和消费

当房地产出现调整时，向上的关联是钢筋、水泥、挖掘机。混凝土机械等。

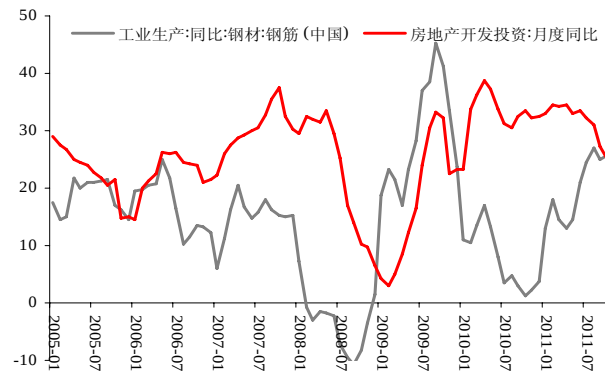
从数据上看，房地产开发投资与水泥、钢筋和挖掘机生产具有一定的相关性，这种相关性在极端情况下才表现明显（如 2008 年）。只有在房地产开发活动大幅减速时，水泥和钢铁行业才会受到影响。但是，我们很难观察到房地产投资对混凝土机械的显著影响。

图 50： 房地产开发投资与水泥（%）



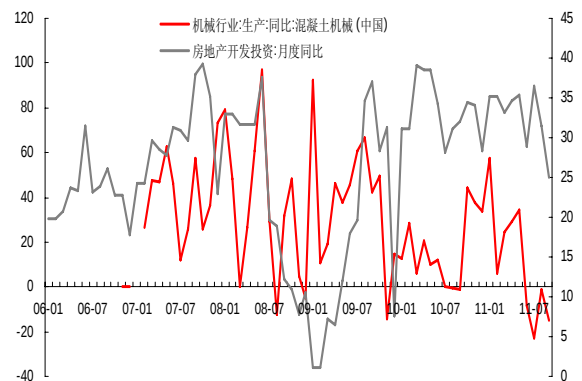
资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所。数据为 3 月移动平均

图 51： 房地产开发投资与钢筋（%）



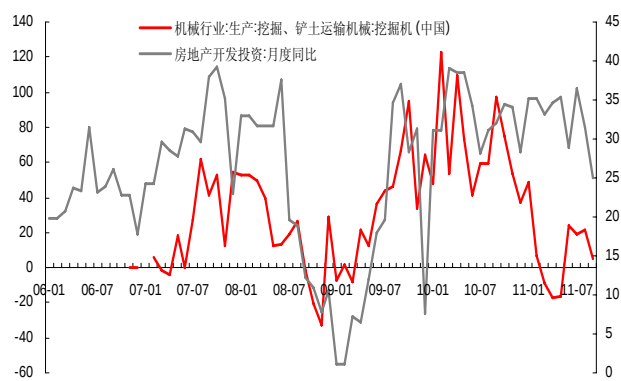
资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所。数据为 3 月移动平均

图 52： 房地产开发投资与混凝土机械（%）



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图 53： 房地产开发投资与挖掘机生产（%）

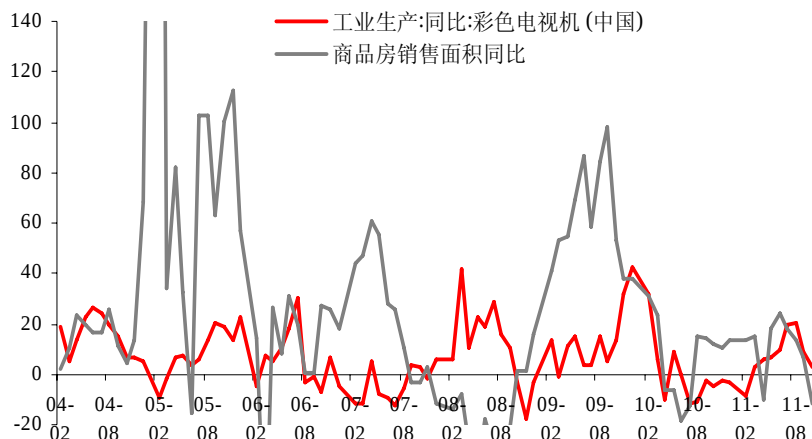


资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

¹¹ 我们早前的一份深度研究报告（《投资增速为什么还要下滑？》，2011/07/25）就指出了这个问题。

房地产行业向下关联就是消费。以彩电为例，我们在图中看不到与房地产销售很强的相关性。即便其中存在滞后关系，其滞后期也是不稳定。2008 年，房地产市场大幅向下调整时，彩电生产却大幅增加。而在 2009 年如果没有家电下乡政策，家电销售也不一定跟随房地产销售大幅增长。

图 54： 房地产销售与家电生产（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所。

房地产直接影响不大

从逻辑上讲，房地产由于其体量之大、产业链之长，其重要性之大，一直被认为“绑架”了中国经济。对于其可能的调整，无论是民众、管理层，还是资本市场，都感觉如临大敌。但简单直观的数据分析并不支持这种看法。

首先，从总量效应看，2008 年房地产销售和投资的下滑并没有造成固定资产投资和经济增长的显著下滑，2008 年底的经济硬着陆不是因为房地产市场调整、而是海外冲击(雷曼兄弟破产)所致。

从结构效应看，第一，房地产开发投资对中国的基建活动的影响不显著，相反，它与固定资产投资中的其他费用具有较高关联，这似乎可以说明，从资金投入角度，中国的房地产开发与其说是基建活动，倒不如说是土地及纷繁复杂费用的交易活动。房地产行业的基建活动并不是总投资的最主要部分。

结构效应的第二个方面，房地产行业只对一些产品和行业的生产有影响，包括水泥、挖掘机和钢筋，其影响在极端情况下才显著。一些逻辑上有影响的产品或行业，如家电、混凝土机械等，数据上几乎没有相关性。

结构效应的第三个方面，房地产开发对交运、机械等重型制造业投资和建材、化工业投资几乎没有影响。

房地产与建筑业

为什么房地产对实体经济的影响在逻辑上强大，但其在数据上重要性却小很多？我们认为，从实体经济角度，要对房地产市场做两个减法：

第一，房地产市值要减去开发商利润和炒房者收益；第二，开发成本要减去土地转让金和各项税费。

这样，把房地产开发看成是以建筑施工为主的经济活动，其经济规模就大为减小。再把房地产行业 and 建筑业对比分析，我们可以得出了不同寻常的结论。

估算一个行业对其他行业的拉动作用，投入产出表给了一个精确的依据。在最新的 2007 的投入产出表中，我们发现，就对行业额的拉动作用而言，房地产与建筑业不可同日而语。

在产业关联最大的两个行业中，建筑业对金属冶炼及延压加工业和非金属矿物制品业的消耗系数高达 0.4 和 0.28，而房地产行业对化工行业和金融业的消耗系数仅为 0.09 和 0.08。两者不在一个数量级。

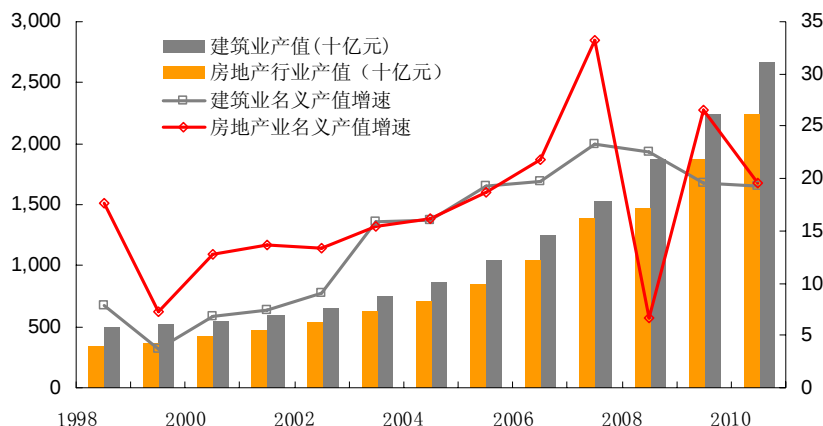
表 1：房地产业和建筑业对相关行业的影响

行业	建筑业的完全消耗系数	行业	房地产行业的完全消耗系数
金属冶炼及压延加工业	0.403	化学工业	0.094
非金属矿物制品业	0.28	金融业	0.079
化学工业	0.22	批发和零售业	0.072
电力、热力的生产和供应业	0.159	金属冶炼及压延加工业	0.064
交通运输及仓储业	0.151	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	0.06
石油加工、炼焦及核燃料加工业	0.119	建筑业	0.053
通用、专用设备制造业	0.119	租赁和商务服务业	0.048
电气机械及器材制造业	0.089	通用、专用设备制造业	0.045
金属制品业	0.083	电力、热力的生产和供应业	0.043
石油和天然气开采业	0.082	电气机械及器材制造业	0.041
金属矿采选业	0.067	交通运输及仓储业	0.039
批发和零售业	0.066	住宿和餐饮业	0.038
金融业	0.057	交通运输设备制造业	0.037
煤炭开采和洗选业	0.057	食品制造及烟草加工业	0.036
通信设备、计算机及其他电子设备制造	0.052	石油加工、炼焦及核燃料加工业	0.032
交通运输设备制造业	0.049	居民服务和其他服务业	0.031
农林牧渔业	0.049	金属制品业	0.03
非金属矿及其他矿采选业	0.041	纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品业	0.029

资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

紧接着的问题是：房地产业是不是对建筑业有直接带动作用？数据给出的答案还是否。在下图，我们不仅发现建筑业产值波动与房地产不同步（如 2008 和 2009 年的极端情况），而且还了解，建筑业产值显著高于房地产业产值。

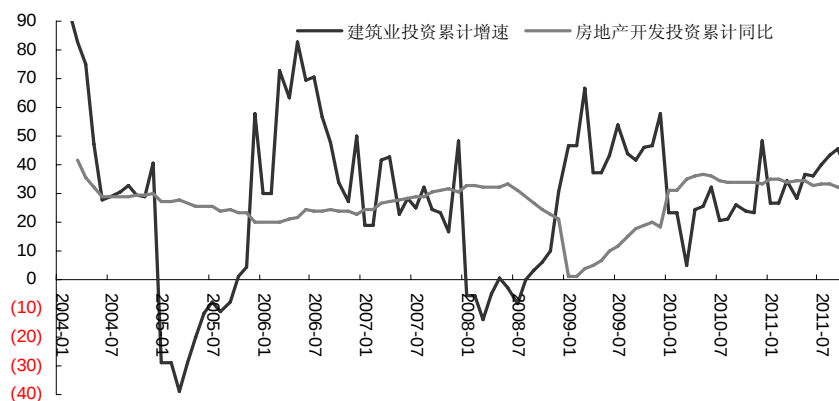
图 55： 房地产业与建筑业的产值及增长



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所。

我们对年度产值数据还不放心，将两个行业的月度投资增速进行对比。下图告诉我们，建筑业扩张与房地产行业几乎没有关系。

图 56： 房地产业与建筑业的投资增速 (%)



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所。

我们现在基本上可以放心地下个结论：房地产对实体经济直接影响不大。房地产的直接影响主要体现在对钢筋、水泥、挖掘机等建筑产品上，对 GDP 和投资的影响远没有想象的那么大。房地产产值、及其对其他行业的拉动作用远远小于建筑业，房地产对建筑业的影响也不显著。

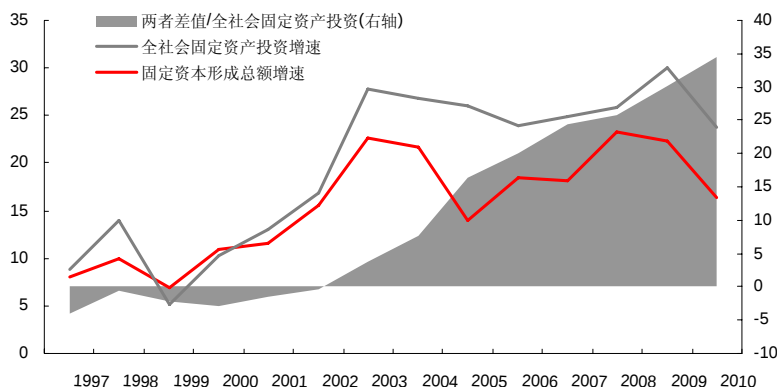
那么，“常识”错在哪里呢？第一，房地产行业有太多的“水分”，包括土地、税费和开发商利润等；第二，房地产总被认为是经济周期的先导性行业，问题是，中国的房地产周期（如果有的话），能直接套用正常商业周期逻辑解释吗？

调房地产就是调结构

正因为房地产对实体经济影响不大，对其他方面的影响就显得更大。在我们看来，房地产市场发展极大改变了中国的经济结构。

房地产改变了中国的资源配置和收入分配。2003 以来，中国房地产市场开始火爆，固定资产投资增速显著快于资本形成速度，非生产性投资快速增加，到 2010 年，35% 的固定资产投资竟然没有形成固定资本，非生产性投资的规模之大令人咋舌。

图 57： 超过 1/3 的投资没有形成固定资本（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

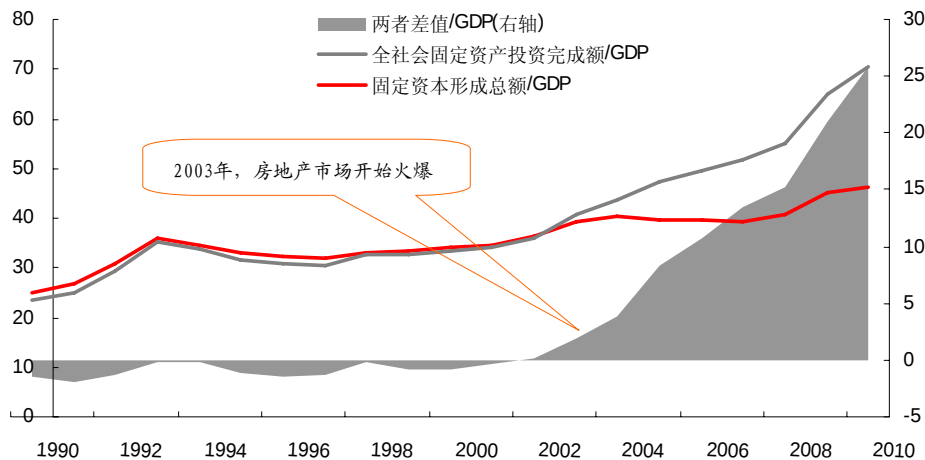
2010 年，全社会固定资产投资占 GDP 比重高达 70.5%，而固定资产形成占 GDP 比重仅占 46.2%，两者偏差达 9.6 万亿元。虽然内涵上有区别，但两者的偏差在 2002 年以后才迅速扩大。

造成如此大偏差的原因是什么？主要是房地产。根据统计局官员解释¹²，两者偏差有四：1、土地购置费、旧建筑和就设备购置费；2、城镇和农村非农户 50 万元以下项目的固定资产投资；3、矿藏勘探、计算机软件等无形生产资产支出；4、房地产开发商的房屋销售收入和房屋建造投资成本之间的差额。第一项和第四项与房地产有关，第二项和第三项占比很小，其增速和比重在 2002 年以后不大可能有急剧的变化。

我们大概可以这么认为，由于房地产这个工具，投资领域中占 GDP 约 1/4 的资金没有直接进入后续生产领域，而是参与了财富再分配。

¹² 全社会固定资产投资与固定资本形成总额在内涵上有四个区别：一是全社会固定资产投资包括土地购置费，旧设备和旧建筑物购置费，而固定资本形成总额不包括这些费用；二是全社会固定资产投资不包括城镇和农村非农户 50 万元以下项目的固定资产投资，而固定资本形成总额包括这部分投资，这部分投资难以匡算，如参考农村农户固定资产投资和建房，2010 年其规模达 8912 亿元，相当于全社会固定资产投资的 3.2%；三是全社会固定资产投资不包括矿藏勘探、计算机软件等无形生产资产方面的支出，2010 年，中国信息软件业增加值 8490 亿元，相当于全社会固定资产投资的 3.1%；四是全社会固定资产投资不包括房地产开发商的房屋销售收入和房屋建造投资成本之间的差额，而固定资本形成总额包括这部分差额，2010 年，全国房地产开发企业利润 6111 亿元，相当于全社会固定资产投资的 2.2%。具体解释可参见许宪春 2009 年 5 月份文章《如何理解今年一季度支出法 GDP 增长率》。

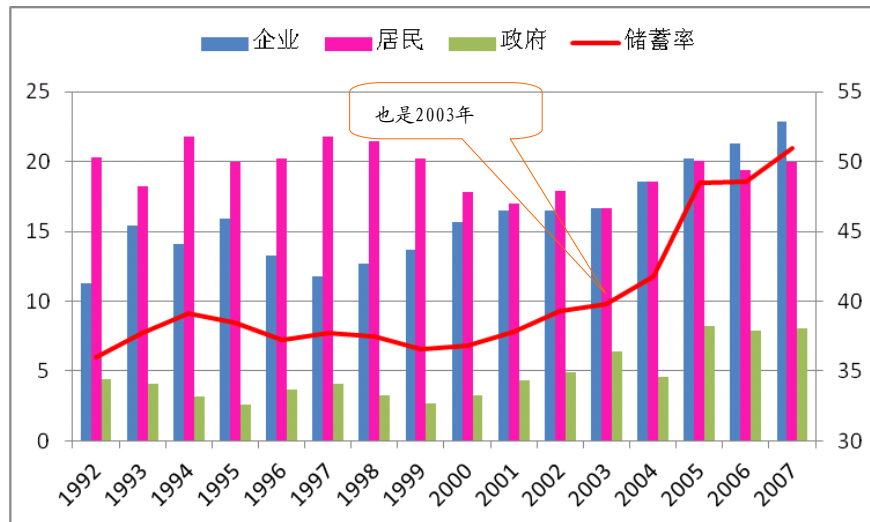
图 58： 占 GDP1/4 的固定资产投资没有形成资本（%）



资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所。

其中一个后果是，中国的储蓄率在 2003 年以后大幅上升，这主要归功于企业储蓄的快速上升，如图 59。从上世纪 1997 年代到 2007 年，居民储蓄率下降 2 个百分点，政府储蓄率上升 3 个百分点，而企业储蓄率大约上升 14 个百分点。储蓄率上升不仅反映了财富在各部门间的转移，也导致了贸易顺差和投资增速居高不下，这是中国经济失衡的一个集中体现。在这个意义上，调房地产就是最大的调结构。

图 59： 国民经济各部门储蓄率（%）



资料来源：华泰联合证券研究所，刘煜辉（2011）。

有拐点，无趋势

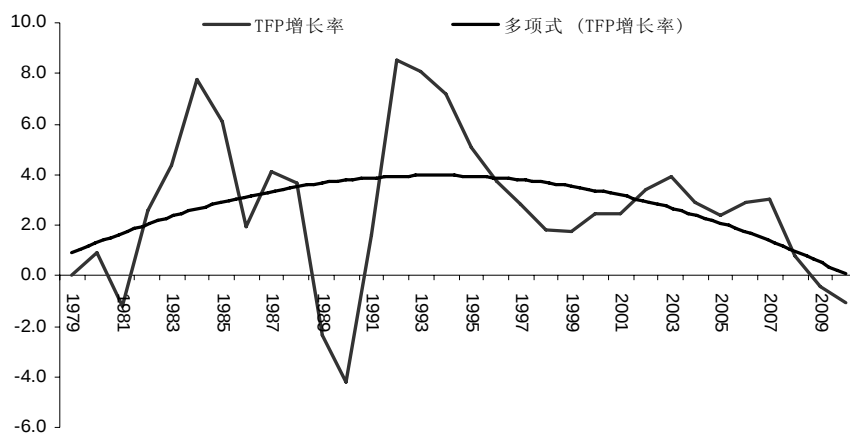
有太多问题值得深究，但从资本市场可操作性的角度，我们的研究只是为了找到报告开头想要的答案：经济一季度见底，房地产冲击不大。这只是一个对经济的中期走势判断，作为年度报告，我们需要顾及更远的未来。

新周期没有启动，下一个繁荣取决于经济转型。基于年初同样的理由：经济未见底、产能调整不充分、没有新的增长点（《库存调整与产能调整》，2011/04/07），我们坚持认为新周期仍没有启动的迹象。

从生产要素角度，中国的投资增速不能更快，劳动人口即将面临下降，未来经济增长的动力在于技术进步和制度变革。改革开放以来的三个周期，都是由制度变革带来的经济繁荣，下一次制度变革无疑是经济转型。

经济转型是一个长期渐进过程。因此就 2012 年而言，经济趋势性上升很难预期，在一季度经济止跌回稳以后，不大可能发生经济的趋势性上升。我们称之为“有拐点，无趋势”。

图 60： 下一个繁荣取决于经济转型

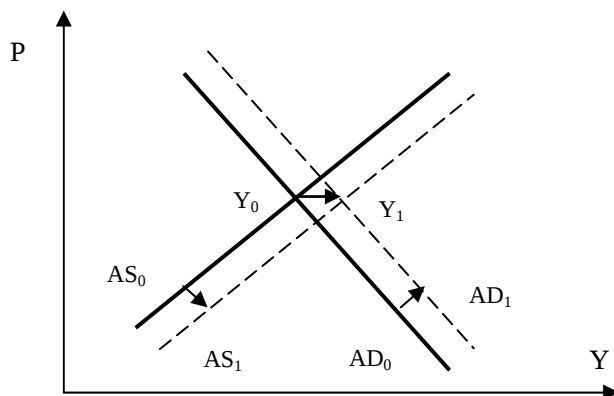


资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所。

调房地产就是调结构，对房地产市场的调控增加了我们对长期中国经济转型的信心，刚刚闭幕的五中全会坚定了这一信心。

房地产不仅影响商务成本、生活成本，甚至有关粮食和蔬菜的种植成本，成本的下滑使得总供给曲线右移。另一方面，房地产调整将改善收入分配，降低总储蓄率，释放居民购买力，增加工资性收入者的消费倾向，可能导致总需求曲线向右移动，如图 61。如果房地产调控见效，产出水平将从 Y_0 上升到 Y_1 ，也就是说，房地产调控有利于中国长期经济增长。

图 61： 房地产调控有利于长期经济增长



资料来源：华泰联合证券研究所。

进一步地，如果管理层所宣示的一系列减税政策取得实效，中国过去十年中房地产部门和出口部门吸收的资源重新被利用，一个以实体经济发展带动就业和消费、从而带动投资的繁荣周期将更加值得期待。

附：宏观经济指标预测

表 2：宏观经济指标预测

	2009Y	2010Y	2011F	2012F
GDP 增速%	9.1	10.3	9.3	8.5
规模以上工业增加值	11	15.7	13.5	13
城镇固定资产投资	30.5	24.5	22	18
社会消费品零售总额	15.5	18.3	19.6	16.5
CPI	-0.7	3.3	5.5	3.3
PPI	-5.4	5.5	6.6	3.5
出口	-16	31.3	20.3	14.6
进口	-11.2	38.7	25.6	17.9
贸易差额 (亿美元)	1961	1831	1485	1123
M2	27.7	19.7	13	13.2
M1	32.4	21.2	13	14
人民币贷款 (亿元)	95900	79270	75000	80000
一年期定期存款利率	2.25	2.75	3.5	3.25
人民币兑美元汇率(期末)	6.83	6.62	6.32	6.2

**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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。