

一季度为什么是底？



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
(0755)8249 2011
caoyang@mail.htlhc.com.cn

联系人

杨斌

(0755)8277 6426
yangbin@mail.htlhc.com.cn

相关研究

宏观专题:《全球经济的“明斯基时刻”,
不满年代的到来》, 2011/12/05

宏观数据点评:《房地产调整之惑》,
19/10/2011

宏观数据点评:《软着陆可期》, 19/10/2011

宏观专题:《通胀破晓》, 11/09/2011

宏观专题:《投资增速为什么还会下
降?》, 25/07/2011

每周思考：一季度为什么是底？

- 我们刚刚发布的年度报告《寻底 2012》着重从需求冲击和库存调整的角度讨论了经济底以及房地产的影响。鉴于“底部”问题的重要性，我们把把其中的底部问题的论述再重复一下：第一，底部在什么时间？第二，底部在什么水平？
- 底部在什么时间？**
 - 从需求冲击的角度看，经济最坏的情形会出现在明年二季度以前。出口冲击体现较为充分，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。实际出口增速已经降至很低水平。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。
 - 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。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。
 - 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。价格总水平从 7 月份开始拐头向下，预计价格下行最快的时间是今年四季度到明年二季度，这意味着库存调整最集中的时期是明年二季度前。
- 底部在什么水平？**
 - 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%。
 - 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。
 - 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。

目 录

每周思考：一季度为什么是底？	4
见底的时间	4
底部的水平	6
国内经济与政策	8
每周政策动态	8
货币市场	9
价格形势	10
海外经济	11
美国：经济维持温和复苏，房地产市场回暖	11
欧洲：景气度略有回升，经济恐将继续下滑	12
下周经济日历	14

图表目录

图 1:	实际出口增速已经降至很低水平	4
图 2:	2012 年房地产投资“其他资金来源”可能反弹 (%)	5
图 3:	从价格变化到库存变化 (%)	5
图 4:	从库存变化到产出变化 (%)	6
图 5:	工业部门潜在增长率下滑领先于 GDP (%)	6
图 6:	GDP 产出缺口与 CPI	7
图 7:	工业增加值产出缺口与 CPI	7
图 8:	中国的潜在增长率变化—生产要素法 (%)	7
图 9:	7 天期银行拆借与回购利率小幅回升 (%)	9
图 10:	票据贴现利率持续回落 (%)	9
图 11:	央票与正回购到期量继续走低	9
图 12:	央行回笼货币力度减小	9
图 13:	农产品价格触底反弹	10
图 14:	猪粮比有所回升	10
图 15:	黄金价格小幅反弹	10
图 16:	国际油价持续高位徘徊	10
图 17:	美国新屋开工数据持续向好	11
图 18:	美国成屋销售回升	11
图 19:	消费者信息指数有所好转	12
图 20:	美国领取失业金人数持续下降	12
图 21:	欧元区消费者信心继续下滑	13
图 22:	德国企业景气指数快速下滑	13

每周思考：一季度为什么是底？

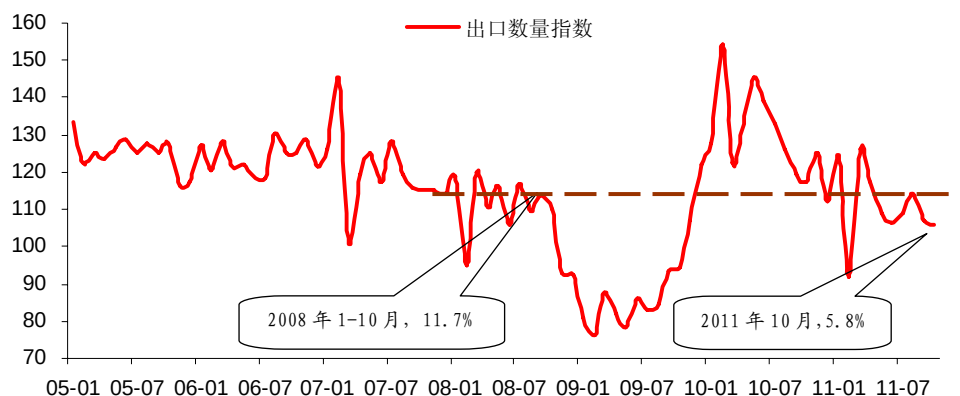
我们刚刚发布的年度报告《寻底 2012》着重从需求冲击和库存调整的角度讨论了经济底以及房地产的影响。鉴于“底部”问题的重要性，我们把其中的底部问题的论述再重复一下：第一，底部在什么时间？第二，底部在什么水平？

见底的时间

从需求冲击的角度看，经济最坏的情形会出现在明年二季度以前。

出口冲击体现较为充分，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。实际出口增速已经降至很低水平。2011 年 10 月已经低至 5.8%。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 1： 实际出口增速已经降至很低水平

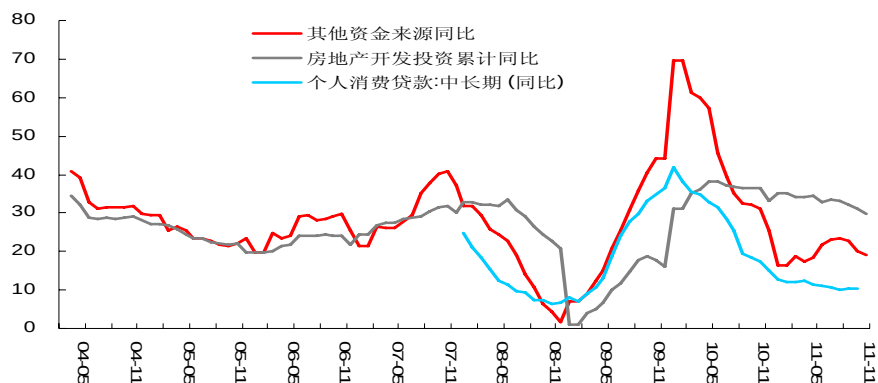


资料来源：CEIC，WIND，华泰联合证券研究所

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。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。

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。

图 2: 2012 年房地产投资“其他资金来源”可能反弹 (%)

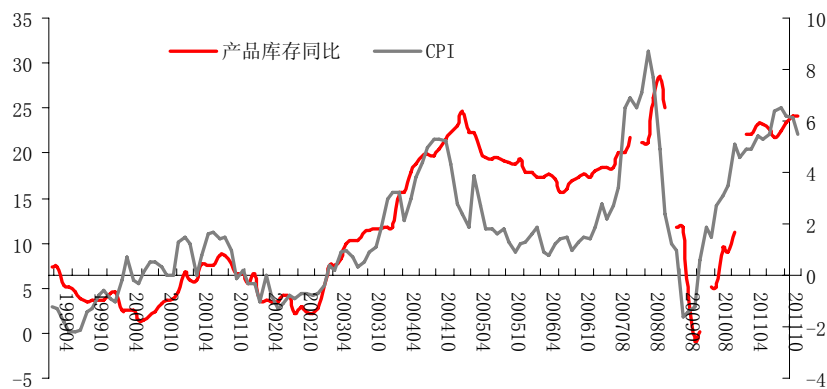


资料来源: CEIC, WIND, 华泰联合证券研究所。

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。价格总水平从 7 月份开始拐头向下，预计价格下行最快的时间是今年四季度到明年二季度，这意味着库存调整最集中的时期是明年二季度前。

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¹。

图 3: 从价格变化到库存变化 (%)



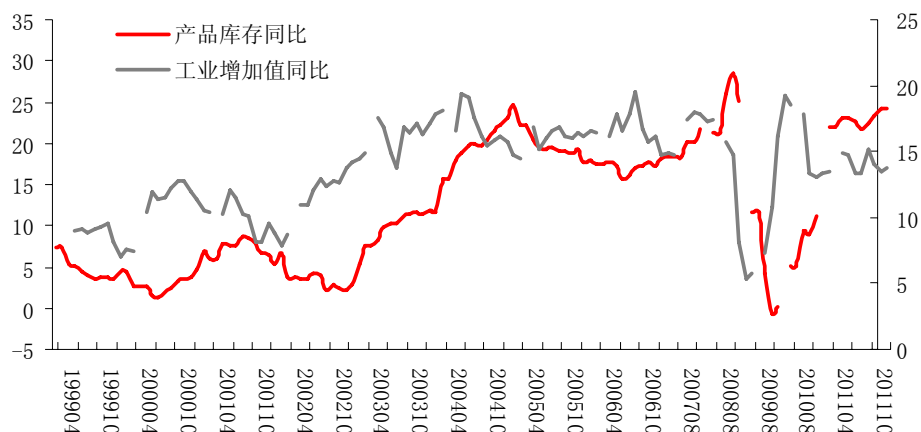
资料来源: CEIC, WIND, 华泰联合证券研究所。

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。

¹ 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，这可能也对库存调整进程构成影响。

图 4: 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。

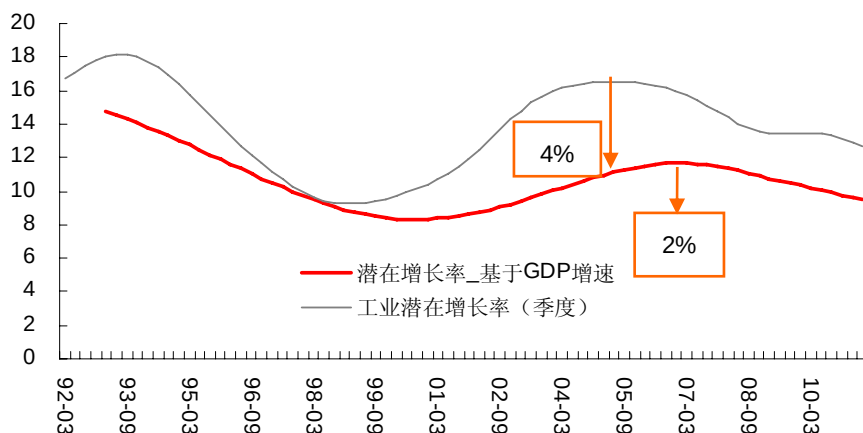
底部的水平

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%。

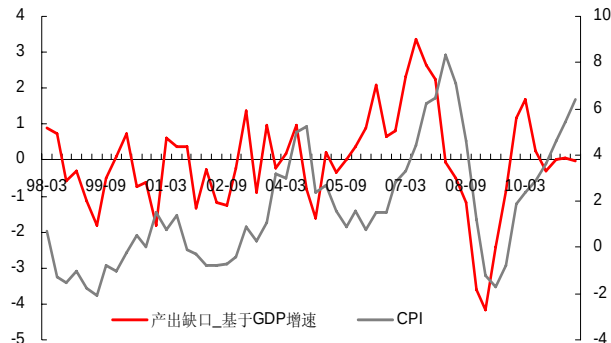
图 5: 工业部门潜在增长率下滑领先于 GDP (%)



资料来源: CEIC, WIND, 华泰联合证券研究所。

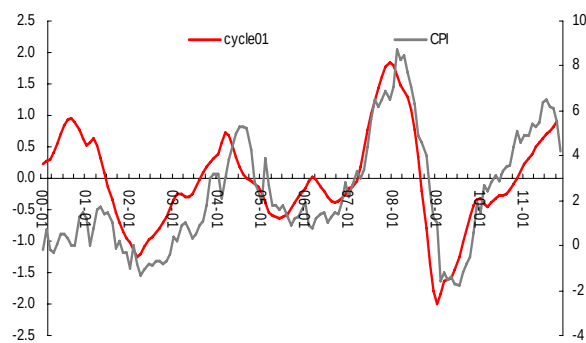
9.5%的 GDP 潜在增速并不是一个可靠的估算，因为按照这一计算的 GDP 产出缺口和通胀并不具有良好的相关性，而工业产出缺口与 CPI 显著相关。

图 6: GDP 产出缺口与 CPI



资料来源: CEIC, WIND, 华泰联合证券研究所

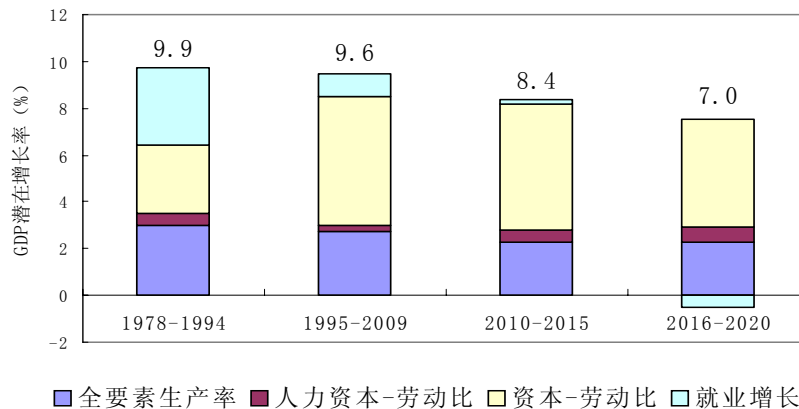
图 7: 工业增加值产出缺口与 CPI



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 8: 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。

国内经济与政策

每周政策动态

事件:

12月16日,全国发展和改革工作会议在京召开,发改委主任张平发表讲话,提出2012年八项工作重点。

我们的看法:

发改委2012年工作重点与中央经济工作会议的基调基本一致,但对明年的工作任务表述更为具体。该会议有以下几个看点:

1、经济增长放首位。这与中央经济工作会议的基调一致。会议提出稳增长的具体措施,一是扩大消费,重点在提高居民可支配收入和提高社会保障上;二是投资,重点在优化投资结构,重点续建项目及收尾工程将得到资金保障,“十二五”规划重大项目、水利工程、三农、保障房等领域是投资重点。区域方面,新疆西藏及其他藏区是政策倾斜对象;三是出口,将维持和完善出口退税及加工贸易等政策。

2、控物价措施将主要集中在供给及流通环节,主要包括保障市场供应、加强产运销衔接、降低流通费用等,这意味着物价调控将进入常规化。值得注意的是,会议仍然提出要把稳定物价作为宏观调控的重要任务,温家宝总理江西调研中也指出经济下行与物价高位并存,加大了宏观调控的难度,这说明物价问题仍不可小觑,在放松流动性的过程中管理层必然要考虑对物价的影响。

3、会议其他看点,一是阶梯电价、成品油价格改革、天然气价格改革等方案预计明年将会陆续出台;二是保障民生方面,重点在新农保和城镇居民社会养老保险的全覆盖;三是会议提到的扶持行业,除战略新兴产业和高技术产业外,服务业、文化产业、红色旅游等也被提及。

本周政策其他看点:

12月20日,温家宝在江苏考察时指出:经济下行与物价处于高位并存,加大了宏观调控的难度。

12月18日,证监会主席郭树清表示,地方社保基金、住房公积金和政府预算余额需要考虑开设投资途径,像全国社保基金一样进行投资。

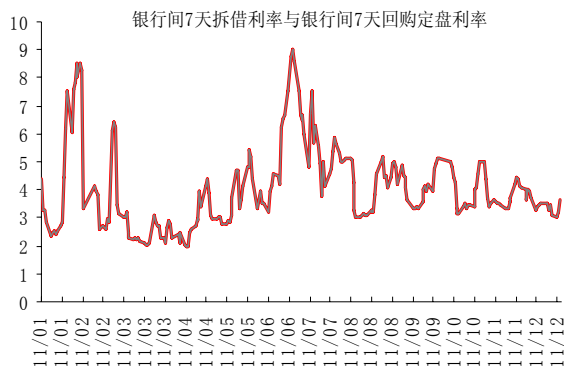
12月22日,各地签明年保障房建设军令状,2012年全年保障性安居工程开工总量基本确定在700万套,竣工总量确定为400万套。

详情请关注《华泰联合证券每周政策动态》。

货币市场

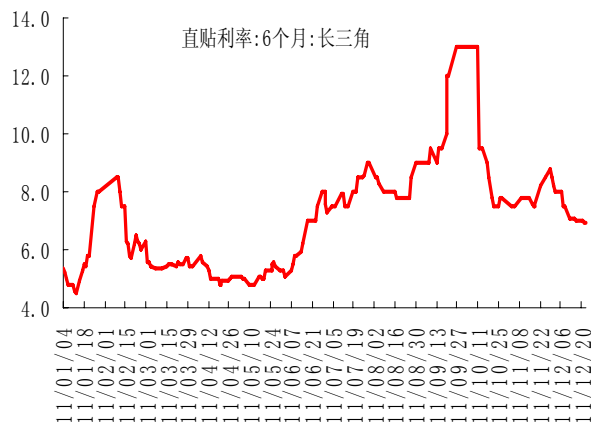
央行连续第四周在公开市场上净回笼资金，本周实现净回笼 90 亿元，回笼力度有所下降。由于央行公开市场连续净回笼，同时外汇占款连连下降，一定程度上抵消了最近降准对资金面的补给作用，7 天回购利率小幅攀升。年末临近，银行均面临考核压力，但是考虑到年末财政存款投放，市场资金面仍有望保持适度宽松状态。

图 9： 7 天期银行拆借与回购利率小幅回升(%)



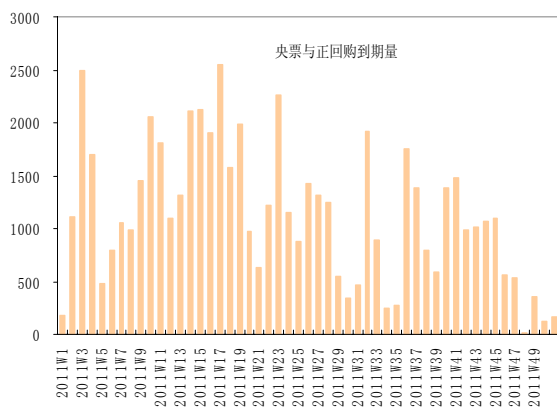
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 10： 票据贴现利率持续回落(%)



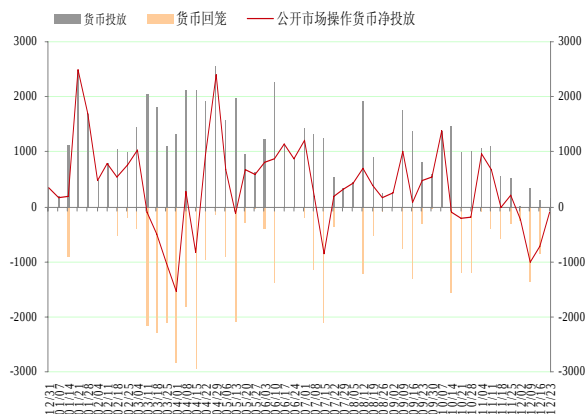
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 11： 央票与正回购到期量继续走低



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 12： 央行回笼货币力度减小

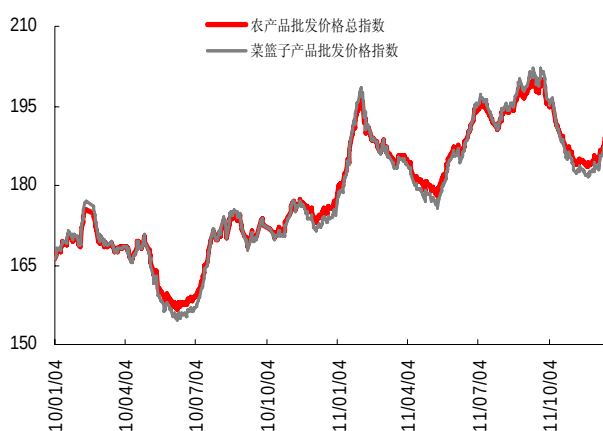


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

价格形势

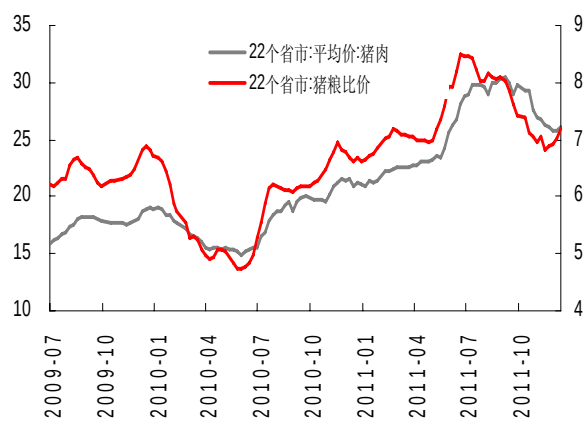
近期，农产品价格触底反弹，保持了平稳上涨的势头，蔬菜价格连续六周上涨，猪肉价格也持续小幅回升。随着元旦春节的临近，食品价格仍有进一步反弹的可能，但考虑到前期物价在一系列宏观调控措施的干预下已得到明显控制，食品价格出现大幅波动可能性较小。大宗商品价格受欧债危机略有好转的提振，出现反弹迹象。黄金重上1600美元关口，原油价格逼近100美元。预计未来原油价格仍将持续高位震荡，伊朗问题使油价获得支撑

图 13：农产品价格触底反弹



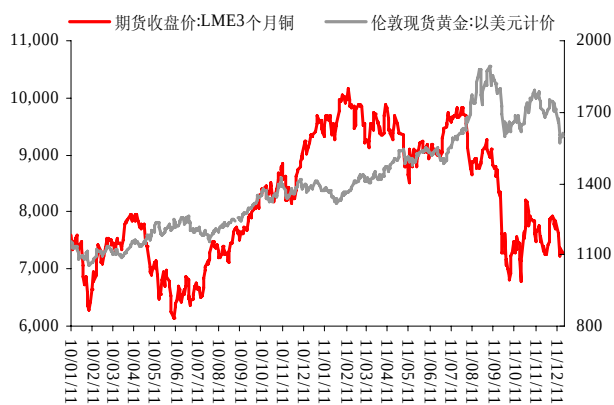
资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 14：猪粮比有所回升



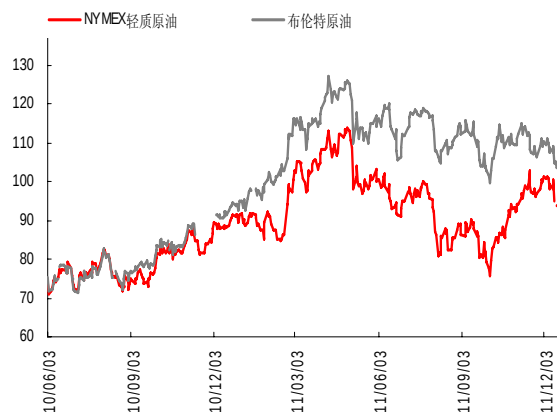
资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 15：黄金价格小幅反弹



资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 16：国际油价持续高位徘徊



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

海外经济

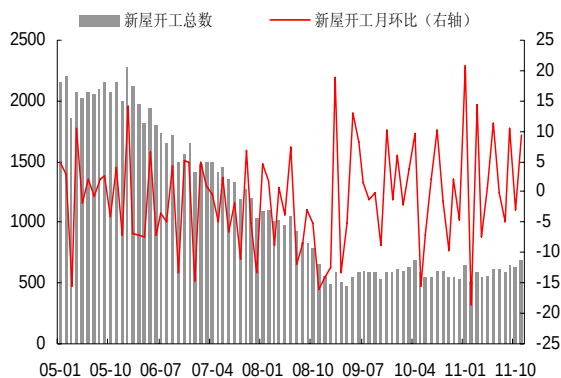
美国：经济维持温和复苏，房地产市场回暖

美国三季度实际国内生产总值(GDP)年化季率上升1.8%，低于上升2.0%的初值和预期水平。数据显示，美国经济增长水平走低的主要原因在于消费者支出下降，三季度消费者支出年化季率终值上升1.7%，初值上升2.3%。而商业库存投资的走升部分抵消了消费者支出的走低。美国企业盈利继续上升。美国三季度企业获利修正值年化季率上升2.1%。三季度出口终值上升4.7%，进口终值上升1.2%。GDP遭小幅下修，因消费者支出不及最初预期的水平。不过美国出口增速加快、企业利润上升，预示美国经济继续呈温和增长。

美国11月新屋开工总数年化68.5万户，好与预期的63.2万，新屋开工总数环比上升9.3%，创2010年4月以来最高。数据还显示，美国11月营建许可总数年化68.1万户，高于预期值63.8万，营建许可总数年化月率上升5.7%。美国11月份成屋销售环比上升4%，折合成年率为442万套，好于预期的上升2%；11月份成屋售价中值为164,200美元，较上年同期的170,200美元下跌3.5%。挂牌待售的成屋库存数量降5.8%至258万套；库存空置指标为7个月，略微高于健康水平的6个月。

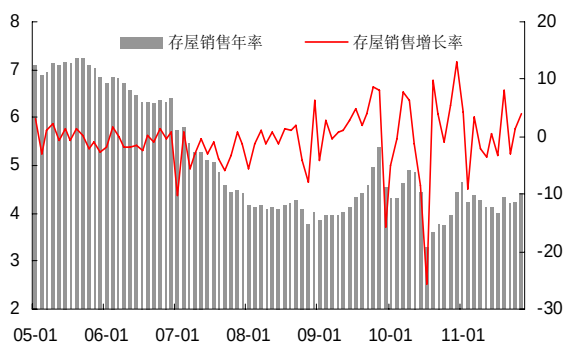
综合来看，美国11月房地产数据表现外强劲，无论是房价水平还是成交水平均有明显好转，但增速仍较缓慢，预计未来仍将呈缓慢复苏的态势，能否形成趋势性回升仍有待观察。

图 17： 美国新屋开工数据持续向好



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 18： 美国成屋销售回升



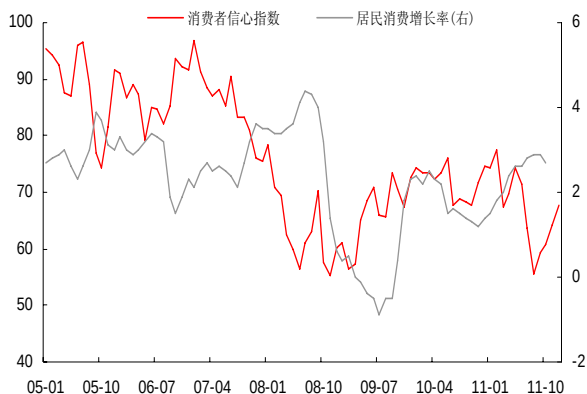
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

美国12月密歇根大学消费者信心指数终值为69.9，高于预期的68.0，消费者对未来一年通胀率的预期仍为3.1%，较月初持平。美国11月谘商会领先指标月率增长0.5%，这是该指标连续第七个月上升。10个分类指标中有7个指标上升，其中升幅最大的是利差指标和建筑许可指标。房地产市场和就业市场的好转，为提振消费者信心营造了条件，假期消费旺季即将到来也拉动美国消费者信心指数升至高点，领先指标稳步

上升，表明美国经济正在聚集更多动能。

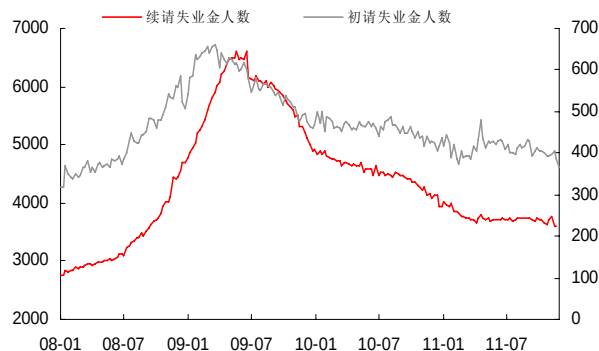
12月17日当周首次申领失业救济金人数继续减少0.4万，至36.4万。续请失业金人数下降7.9万人，至356.6万人，低于市场预期的360.0万，创08年9月中旬以来最低水平。初请失业金人数连续降至40万人下方，为就业市场向好提供证据，我们预计如果就业市场向好势头得以保持，将支撑美国消费支出，提振经济增长。

图 19： 消费者信息指数有所好转



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 20： 美国领取失业金人数持续下降



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

欧洲：景气度略有回升，经济恐将继续下滑

欧洲央行以1%的低利率，通过3年期的长期再融资操作（LTRO）为银行提供资金，根据相关统计有523家银行参与，总的资金提供规模高达4890亿欧元，远超过市场预期的2930亿欧元，此外欧央行还提供了330亿的14天短期美元融资。

我们的主要看法如下：

第一，超出市场60%以上的融资金额反映市场流动性确实紧张，欧央行的操作将减缓银行业为获得流动性现金而被迫进行的资产出售，间接稳定边缘国家债券收益率；

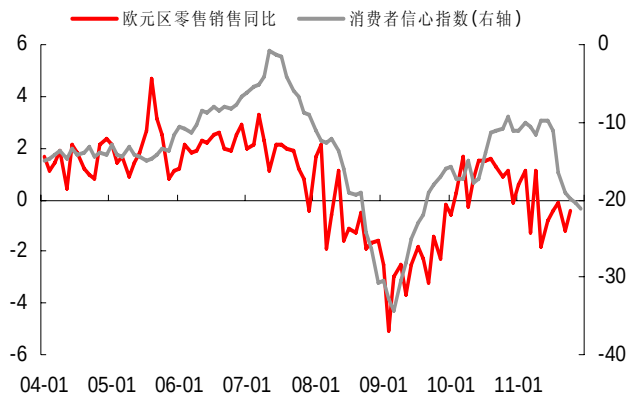
第二，考虑目前欧洲银行业的融资压力，这部分现金注入实体经济，带动企业、私人信贷扩张的可能性亦不大，银行惜贷将使得宽松货币政策对于实体经济的促进有限。

第三，在欧盟峰会关于财政新约落实等消息前，欧洲央行对于扩大债券购买依然保守，市场亦会呈现高波动性。本次的近5000亿的资金提供不会对风险资产价格形成提振。

12月欧元区消费者信心跌至-21.2，低于市场预期的-20.4，呈继续下滑势头，这也是该指标自2008年9月以来的最低水平。消费者信心指数的下跌预示着欧元区总体消费仍将持续低迷，进入2012年，主权债务危机仍将严重影响欧元区消费者信心，欧洲央行已将2012年欧元区GDP增速有1.3%下调至0.3%，而消费增速由0.8%下调至0.1%。

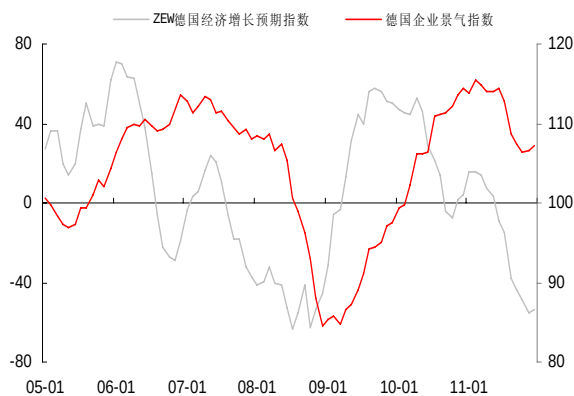
德国12月IFO商业景气指数从11月的106.6升至107.2，高于市场预期的106.1。其中商业现况指数持平116.7，制造业景气指数持平11月的8.6，服务业景气指数从11月的15.1升至19.6。批发业景气指数从9.8升至11.4，零售业景气指数从1.3升至5.8。IFO景气指数回升显示德国经济有回稳迹象，但是从经济增长预期指数看，该指标往往领先景气指数3-6个月出现拐点，预计德国经济仍有进一步下探的要求。

图 21： 欧元区消费者信心继续下滑



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 22： 德国企业景气指数快速下滑



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

下周经济日历

日期	事件	期间	预期值	前值
美国				
12/27/2011	标普/CS 综合指数-20 同比	OCT	-3.23%	-3.59%
12/27/2011	消费者信心	DEC	58	56
12/29/2011	首次失业人数	23-Dec	- -	- -
12/29/2011	持续领取失业救济人数	16-Dec	- -	- -
欧元区				
12/29/2011	欧元区 M3 季调 (同比)	NOV	2.60%	2.60%
德国				
12/30/2011	零售销售额(同比)	NOV	- -	-0.40%
日本				
12/27/2011	失业率	NOV	4.50%	4.50%
12/27/2011	国民消费物价指数同比	NOV	-0.40%	-0.20%
12/27/2011	零售额同比	NOV	0.00%	1.90%
12/27/2011	工业产值 (月环比)	NOV P	-0.80%	2.20%
中国				
12/26/2011	工业利润 年迄今 同比	NOV	- -	25.30%
12/26/2012	领先指数	NOV	- -	100.4
12/29/2011	汇丰银行制造业 PMI	DEC	- -	47.7
12/31/2011	PMI 制造业	DEC	49.1	49

**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。本报告中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。