

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel: 010-59355914

Email: chenwei@chinans.com.cn

地址：金融大街5号新盛大厦7
层(100140)

相关研究

《宏观周报：今年库存调整周期较长》
2011-06-27

《宏观周报：希腊不会违约 欧债危机远未
结束》 2011-06-20

《宏观周报：资产价格与美国经济增长互为
因果》 2011-06-13

经济回落幅度小于预期

投资要点

- 2011年12月份PMI为50.3%，环比上升1.3%，一举脱离了50%的经济繁枯分界线，这虽然与即将到来的两节节日效应提前释放有关，但也很可能说明当前经济回落的幅度并不如市场预期的这样悲观，经济回落的态势依然比较稳定。
- 今年经济下滑的幅度将不会超出预期，二季度GDP增速很可能就会企稳，上半年GDP将会在8%以上，但由于过去几年经济过度刺激的后遗症没有消除，市场内生增长动力不足等因素，今年经济复苏的力度也仍会偏弱。

正文目录

一、财经要点	3
1、明确实行稳健货币政策	3
二、本周视点	3
1、经济回落幅度低于预期	3
经济回落态势稳定	3
政策维稳有利经济软着陆	4

图表目录

图 1：企业主动去库存初见成效	3
表 1：2012 年保障房投资测算表	4

一、财经要点

1、明确实行稳健货币政策

近日，温总理去湖南省调研时指出，稳中求进的稳不是不动，而是要稳定增长，保持物价总水平基本稳定，促进社会和谐稳定，同时还要实现结构调整和经济发展方式转变的进步、技术改造的进步、管理和效益的进步、改革开放的新突破。这才是稳中求进。温总理的讲话透露了明年稳中求进的政策含义，即稳的含义是：明年实行稳健的货币政策的核心是因时因势进行预调微调，考虑到一季度经济资金环境比较困难，信贷同比增长将会有所改善，而国家重点支持的基建领域也将迎来恢复性的增长，进的含义是：政府将出台一系列政策促进消费和产业的升级，下大决心、下真功夫转变发展方式。

二、本周视点

1、经济回落幅度低于预期

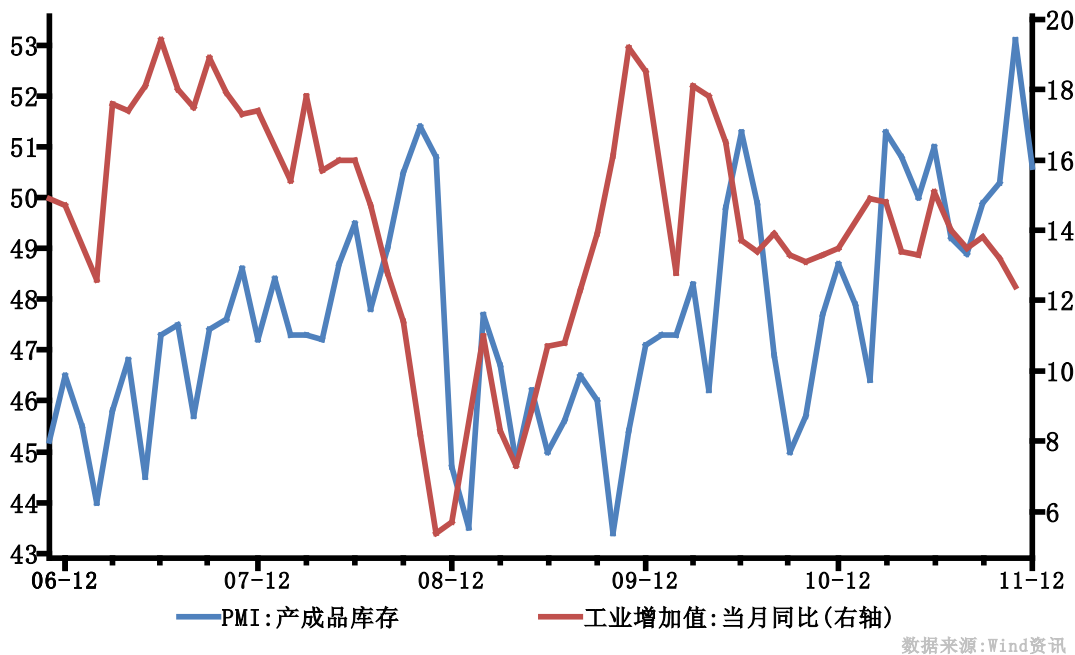
2011年12月份，PMI为50.3%，环比上升1.3%，一举脱离了50%的经济繁枯分界线，这虽然与即将到来的两节日效应提前释放有关，但也很可能说明当前经济回落的幅度并不如市场预期的这样悲观，经济回落的态势依然比较稳定。

经济回落态势稳定

提升12月PMI的子项主要是代表了需求的订单指数。如12月新订单指数为49.8，环比上升2个百分点，其中，新出口订单指数更是大幅回升3个百分点，这意味着当前海外经济对于我国的出口冲击并不太差，如随着美国经济复苏势头越来越明显，我国对于美国出口增速自从去年7月的9.5%回升至11月的16.9%，而我国对于欧盟出口增速虽然持续回落，从去年8月的22%下降至11月的4.9%，但只要欧盟不爆发大规模的金融危机引发经济快速衰退，今后回落的幅度将会比较有限，而在当前欧洲央行已开始实施类似量化宽松的再融资操作以防止银行流动性出问题的情况下，这种可能性比较小。

需求的回升也有利地带动了生产指数的反弹，本月生产指数为53.4%，比上月上升2.5个百分点，上升幅度仅次于08年大规模经济刺激计划实施的同期，这可能一定程度上与节日效应导致的企业扩大生产有关，但另一方面也很可能于今年四季度以来政策逐渐加大经济稳定力度而改善了企业的预期有关，如前期陷入轻度衰退的原材料与能源、中间品类企业的PMI生产指数本月再次回升至50%以上。

图1：企业主动去库存初见成效



此外,需求的回升还很好地支持了企业的去库存,如本月产成品库存指数为 50.6%,改变了去年 7 月以来持续上升的状态,环比回落 2.5 个百分点。这表明企业主动去库存已初见成效,而这将有利于改善企业资产负债表,也有利于刺激企业重新开始采购原材料,恢复生产,如本月的采购量已环比上升 1.1%,重新上升至 50 以上。

政策维稳有利经济软着陆

由于节日因素的干扰,12 月 PMI 的回升在多大程度上意味着经济很快企稳回升还很难判断,但是一个比较确定的事实是,当前宏观政策维稳力度的逐渐加强是有利于经济上半年实现软着陆。

如中央经济工作会议确定了今年宏观政策稳中求进的基调,中央财政支出增幅预计将会明显超过 2011 年,由此可以预期,今年中央财政推动的各类投资增长将会比去年会有一定的改善。如铁路投资方面,虽然 5000 亿的投资总量与去年基本相当,但是增幅将会明显好于去年的-34%,保障房投资领域,今年累积施工的规模也将明显超出去年的规模,而由于中央政府对于各地保障房建设考核目标责任书的提前签订,今年一季度累积的施工规模增速也将出现增速高点,同比增速接近 130%,而这也将会有力对冲一季度商品房投资增速下行带来的经济冲击。

表 1: 2012 年保障房投资测算表

	一季度	二季度	三季度	四季度	假设条件
2011 年	550	970	1350	1250	5 月底 34%, 7 月底 72%, 9 月底 98%, 竣工 400 万套
2012 年	1265	1350	1435	1450	12 年 700 万套, 2 月开工, 每月 70 万套, 竣工 500 万套
同比增速	130%	39%	6.3%	16%	

此外，今年随着地产疲软对经济的冲击更加明显，政府还会对当前过于严厉的房地产调控措施进行修正，如限购政策的适当放松，适当鼓励首套房购买等，这都有利于下半年房地产销售及投资增速的企稳，市场担心的房地产投资增速过度下滑的情形很可能不会出现。

因此，今年经济下滑的幅度将不会超出预期，二季度 GDP 增速很可能就会企稳，上半年 GDP 将会在 8% 以上，但考虑到以下因素，今年经济复苏的力度也仍会偏弱。

第一，由于国内存量流动性过剩现象仍比较突出，国内劳工成本已进入中长期较快上升阶段，国内加快资源品价格改革等因素，今年通胀回落的空间有限，且通胀压力很难根本消除，这就使得只要需求有所回稳，价格水平就很容易上升，如 12 月 PMI 购进价格指数本月购进价格指数为 47.1%，比上月回升 2.7 个百分点，而这一方面将直接制约市场刚性需求的回升，另一方面也会制约政策的刺激空间。

第二，过去几年经济过度刺激的后遗症消除也将限制经济的回升。如今年作为换届和十二五规划的第二年，本该迎来地方投资增速的上升，但是 09 年、10 年地方政府积累的庞大债务规模带来的债务偿还困难将会直接限制各地的投资增速；今年信贷形势虽然比去年稍微宽松，但过去持续调控导致的企业效益恶化，房地产等资产价格较长时间的疲软都会直接影响到企业投资加杠杆的空间；今年经济回落带来的就业疲软，居民收入分配恶化格局短期难以改善也会一定程度上抑制居民的消费热情。（分析师 陈伟）

分析师简介

陈伟，2002年毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，6年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

王小军：天津大学数量经济学专业，硕士学历，具有3年证券业从业经历。2009年1月加入民族证券研究发展中心，负责宏观策略研究。对全球尤其是美国经济和股市有较深的理解和认识，国际宏观经济、金融市场跟踪密切，对全球股市的估值有深入研究。2009年和2010年对世界经济、全球金融市场形势把握准确。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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、价值及投资收入可能会波动，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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。