

2012 年 4 月 9 日

经济环比底部隐现，关注价格是否能够企稳

- **经济环比底部的特征逐步显现。**我们的月度 GDP 合成指标（去年 12 月至今年 2 月）对应的 GDP 同比增速在 8.6% 左右，以此推断今年一季度 GDP 增速当在 8.4-8.5% 左右。当前的 GDP 月度指标仍在趋势性回落中，但降幅已经不断趋缓，环比底部的特征逐步显现。
- **国内终端需求环比逐步趋于稳定的态势相对比较明显。**尤其是以地产、汽车为代表终端需求环比改善，去年年初政策调整对地产和汽车需求产生负面冲击，环比来看到去年四季度时已经基本得以消化，近期环比已有较明显的反弹。需求端的逐步稳定也是对经济环比见底判断的重要支持。
- **行业景气指数再次出现下滑。**我们以能源、重工业、轻工业和交通运输行业等六个月环比来构建景气合成指数，2 月份整体合成指数为 1.4%，比 1 月的 2.7% 继续回落，去年四季度景气指数一直稳定在 3.5% 左右，最近两个月里再次下滑。
- **价格调整是景气指数下滑的主要因素。**各行业指标都显示，实物量指标降幅相对稳定，而与价格相关的名义指标下滑更加剧烈。相比于实物量的波动，企业盈利能力和景气状况对商品价格更加敏感，今年前两个月规模以上工业企业利润负增长很大程度上也是 PPI 持续下降的结果，价格下滑的冲击正不断凸显。
- **历史数据显示实际 GDP 的季环比、实际 GDP 的同比、名义 GDP 的同比增速拐点的时点并不一致。**对微观企业来说感受到的营业收入、利润等指标都是名义指标，因此对微观企业而言名义 GDP 的底可能更重要一些。当前 PPI 环比受否能企稳有助于我们判断各种名义指标是否能够逐步稳定。

证券分析师

苏畅 A0230511120001

suchang@swsresearch.com

研究支持

祁益峰

(8621)23297596

qiyf@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮

(8621)2329 7484

zhongjin@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

1. 月度GDP合成指标回落节奏趋缓	3
1.1 12月-2月月度数据反映大约8.6%GDP增速	3
1.2 国内终端需求渐稳，外需仍有下滑	4
2. 扩散指数回落，价格下降拉低行业景气	6
2.1 六个月环比的景气指数再次下滑	6
2.2 重工业指数环比趋稳，同比增速可能二季度见底	7
2.3 价格因素带动轻工和交运指标下行.....	8
3. 经济何时见底?	10

图表目录

图 1: 合成指标与GDP增速吻合	4
图 2: 2 月 GDP 合成指标各分项读数变化	4
图 3: 汽车、地产需求稳定, 出口相对偏弱	5
图 4: 地产交易量回升明显	5
图 5: 四大行业整体景气指数 (六个月环比) 再次回落	6
图 6: 重工业合成指数环比基本稳定	7
图 7: 产品价格拉低盈利和景气指标	7
图 8: 能源 (六个月环比) 行业指数基本稳定	7
图 9: 轻工业 (六个月环比) 行业指数回落	8
图 10: 轻工业产量、库存等实物量波动相对温和	9
图 11: 产品价格拉低盈利和景气指标	9
图 12: 交通运输指标 (六个月环比) 继续好转	10
图 13: 经济何时见底取决于用什么指标来看	11
图 14: 微观企业感受的是名义值的变动	11

1. 月度GDP合成指标回落节奏趋缓

统计局公布的 1-2 月经济数据仍然比较弱，工业增加值比去年 12 月回落 1.4 个百分点，主要行业增加值中仅有纺织业增加值增速有回升。工业增加值增速回落也与发电量、钢材产量增速下滑等信号相一致。经济何时到达底部的争议再起。

我们的月度 GDP 合成指标（去年 12 月至今年 2 月）对应的 GDP 同比增速在 8.6% 左右，以此推断今年一季度 GDP 增速当在 8.4-8.5% 左右。当前的 GDP 月度指标仍在趋势性回落中，但降幅已经不断趋缓，环比底部的特征逐步显现。

相比于中游生产环节，国内终端需求环比逐步趋于稳定的态势相对比较明显。尤其是以地产、汽车为代表终端需求环比改善，但出口领域仍在下滑，海外经济的稳定尚未在我国的出口数据有直观的反应。需求端的逐步稳定也是对经济环比见底判断的重要支持。

1.1 12 月-2 月月度数据反映大约 8.6% GDP 增速

基于最近几个月的中观数据，我们拟合的 GDP 月度指标仍在趋势性回落中，1、2 月合成指数较上月的回落幅度分别是 0.9% 和 1.2%，比 11、12 月的降幅继续收窄，比起 9、10 月份单月 4-5% 的降幅显著好转，经济下滑幅度放缓，环比底部的特征逐步显现。

我们合成指标（去年 12 月至今年 2 月合计）对应的 GDP 同比增速在 8.6% 左右，以此推断今年一季度 GDP 增速当在 8.4-8.5% 左右。

从各个具体分项指标来看，这几个月里各个分项指标普遍继续延续下降趋势，但回落幅度比较温和。以往房地产和股市两个分项指数弹性较大，而在最近阶段里各指标的贡献比较相近，终端需求、轻重工业生产、乃至金融业、地产和股市的降幅都基本相当。

图 1：合成指标与 GDP 增速吻合



资料来源：CEIC，申万研究估计

图 2：2 月 GDP 合成指标各分项读数变化

	2月		1月	
	绝对读数	环比变化	绝对读数	环比变化
下游需求指数	-0.8%	-1.8%	1.1%	-0.5%
重工生产指数	-5.0%	-2.3%	-2.7%	-3.1%
金融业指数	18.6%	-1.7%	20.3%	-1.1%
房地产指数	0.7%	-1.3%	2.0%	-0.5%
轻工生产指数	7.6%	0.4%	7.2%	1.4%
股市变化指数	-23.9%	-0.2%	-23.7%	-1.5%
合成指数	-0.5%	-1.2%	0.7%	-0.9%

资料来源：CEIC，申万研究估计

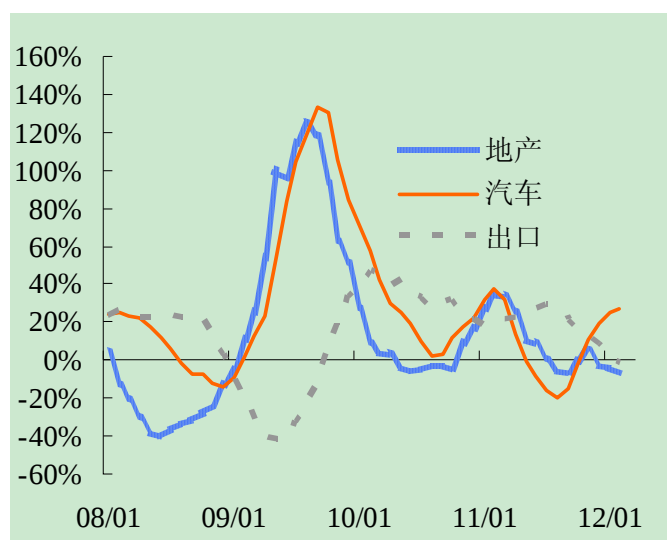
1.2 国内终端需求渐稳，外需仍有下滑

相比于中游生产环节，国内终端需求已经出现环比逐步趋于稳定的态势，尤其是以地产、汽车为代表终端需求都有明显的环比改善。

最近几个月里，国内最重要的两大终端需求——地产和汽车销售增速均有好转。汽车季调后的环比年化增速超过 20%，而地产销量接近去年年中的水平。回顾过去一年销量增速的走势，地产和汽车的阶段高点都出现在去年年初，地产限购以及汽车税收优惠政策退出的影响导致增速大幅下滑，到了四季度政策冲击的负面影响基本得以消化，后期同比增速的下降仅仅是兑现去年的基数影响。

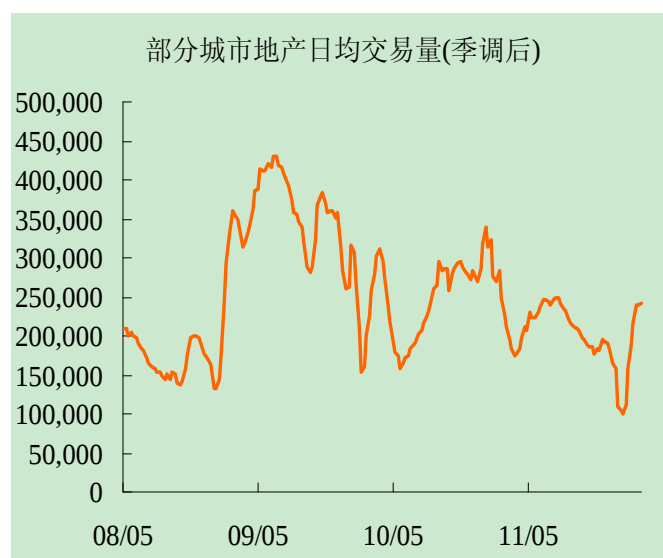
以当前销售数据的趋势判断，如果后期没有进一步的政策加码，房产与汽车再次加速下降的风险有限。即便短期内地产和汽车两块需求没有继续显著改善，但已经继续拖累工业生产的概率很小。

图 3: 汽车、地产需求稳定，出口相对偏弱



资料来源：CEIC，申万研究

图 4: 地产交易量回升明显



资料来源：CEIC，申万研究

但出口领域仍在下滑，海外经济的稳定并未在我国的出口数据有直观反映。当然由于出口商品以金额作为估量需求的指标，出口金额增速的回落本身也包含了一定程度的价格影响。整体来看，外需改善进而拉动出口仍需时日。

2. 扩散指数回落，价格下降拉低行业景气

在 GDP 总量指标之外，在我们从中观到宏观的研究框架中，还按照实体经济中各大门类的划分，构建了四个行业观察指标：分别是能源、重工业、轻工业和交通运输行业的景气和扩散指数，我们以六个月环比作为时间尺度来观察指标的变化。将这四大类指标合并后可以看到，今年前几个月整体的景气指数比去年四季度再度回落。2 月份整体合成指数为 1.4%，比 1 月的 2.7%继续回落，较去年四季度大致稳定在 3.5%左右的读数再次下滑。

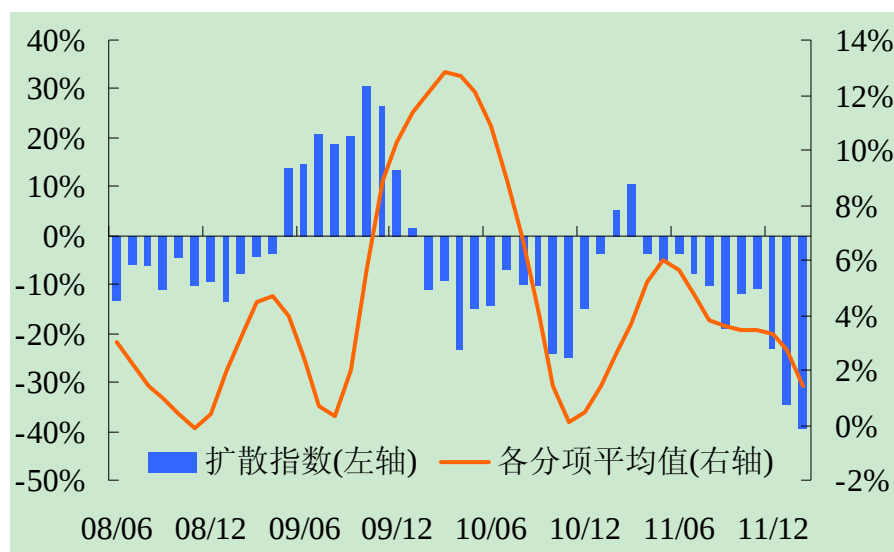
各个行业指标具有一个共同的特点，以具体产品产量衡量的实物量指标降幅比较稳定，而与价格相关的名义指标下滑更加剧烈。相比于实物量的波动，企业盈利能力和景气状况对商品价格更加敏感，今年前两个月规模以上工业企业利润负增长很大程度上也是 PPI 持续下降的结果，价格下滑的冲击正不断凸显。

2.1 六个月环比的景气指数再次下滑

将能源、重工业、轻工业和交通运输四大行业景气指标合并后可以看到，2 月份整体合成指数为 1.4%，比 1 月的 2.7%继续回落，较去年四季度大致稳定在 3.5%左右的读数再次下滑。

从扩散指数看，目前各项指标中环比恶化的指标所占比重较前两个月显著增加，特别是产品价格下滑已经逐步影响到企业盈利能力，使得合成指数再次向下。

图 5: 四大行业整体景气指数（六个月环比）再次回落



资料来源：CEIC，申万研究估计

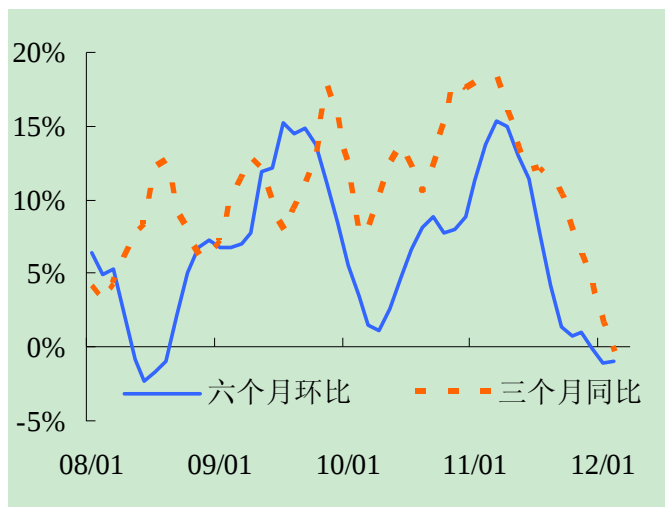
2.2 重工业指数环比趋稳，同比增速可能二季度见底

我们的重工业合成指数由产量、价格、需求、库存等指标构建，指数三个月同比与六个月环比走势之间存在明显差异。从三个月同比的角度看，2 月合成指数的读数接近零增长，是 2008 年以来的最低水平，以历史经验数据来判断，进一步下降空间不大。

另一方面，该合成指数六个月环比的读数目前正在低位逐步趋稳，同时扩散指数显著改善，也就是说，越来越多的指标环比开始不再继续回落。从具体的分项指标来看，具有一定领先意义的需求类指标读数较高，仍在下滑的更多是产量和价格类指标。这样的变化结构也显示重工业部门环比降幅进一步放大的风险较小。

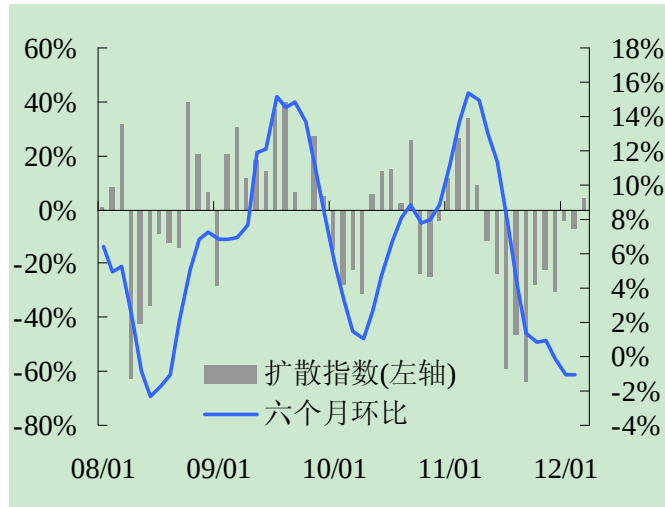
在环比趋稳的前提下，同比增速的走势很大程度上取决于去年的基数。去年重工业的大幅回落肇始于 4 月份，从二季度开始去年的基数会有比较明显的下降。重工业指标的同比增速可能在二季度见底。

图 6: 重工业合成指数环比基本稳定



资料来源：CEIC，申万研究

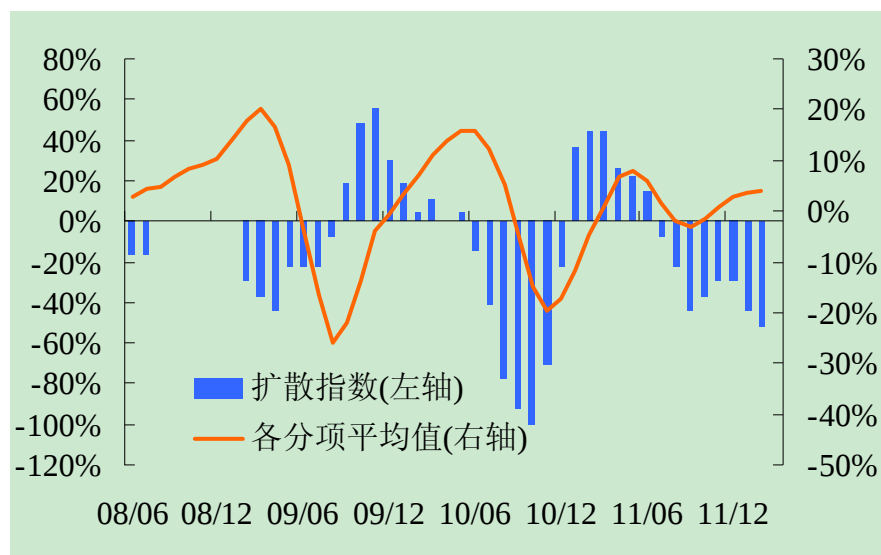
图 7: 产品价格拉低盈利和景气指标



资料来源：CEIC，申万研究

本月能源行业整体的景气合成指标继续小幅回暖。但在各分项指标中，环比恶化指标的比重明显上升，比环比改善指标高出了 50%，即大多数指标环比处于恶化的方向，重工业景气回落对能源领域的负面影响仍在逐步显现。

图 8: 能源（六个月环比）行业指数基本稳定

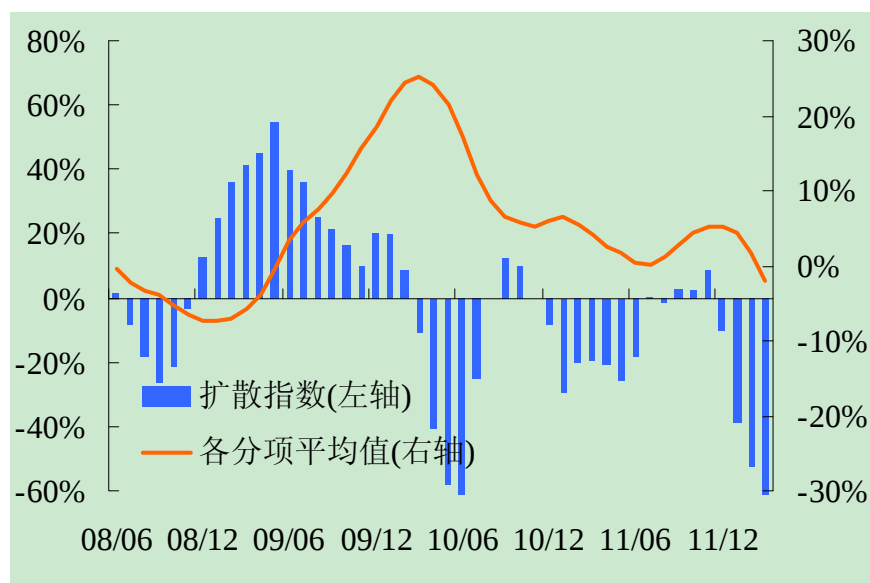


资料来源：CEIC，申万研究估计

2.3 价格因素带动轻工和交运指标下行

六个月环比尺度上，轻工业的合成指数同样出现回落。最近几个月里义乌、柯桥、中关村等重要的行业性市场都反馈出现了产品价格下跌，景气程度下滑，盈利状况下降的“三降”现象。

图 9: 轻工业（六个月环比）行业指数回落



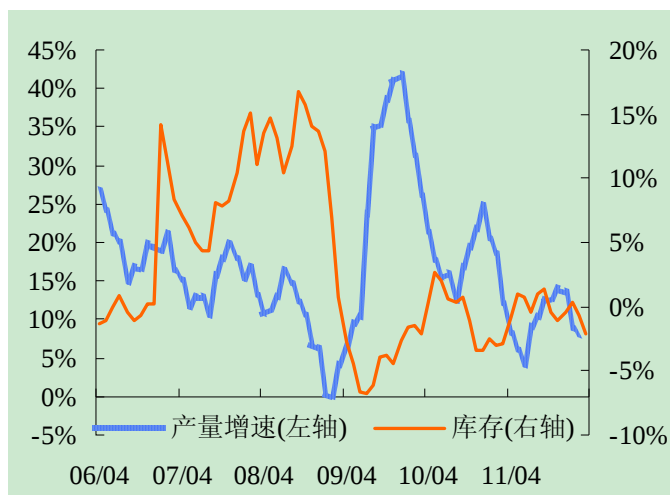
资料来源：CEIC，申万研究估计

从轻工行业的各个分项指标来看，产量与库存等实物量指标的调整幅度相对较小，基本仍在延续前期平稳波动的状态，而产品价格、企业景气感受、盈利状况等指标滑落较为明显。也就是说，产品价格下跌带来利润滑落，正导致轻工行业整体的景气感受出现明显下降。

最近一两个季度里美国经济增速回升，但从国内行业的数据来看，对中国出口相关行业的拉动并不明显。与之相参照的是，作为出口领域重要窗口的深圳市，今年前两个月规模工业增加值同比下降 3.0%。销售收入下降 5.4%，出口总额同比下降 6%。

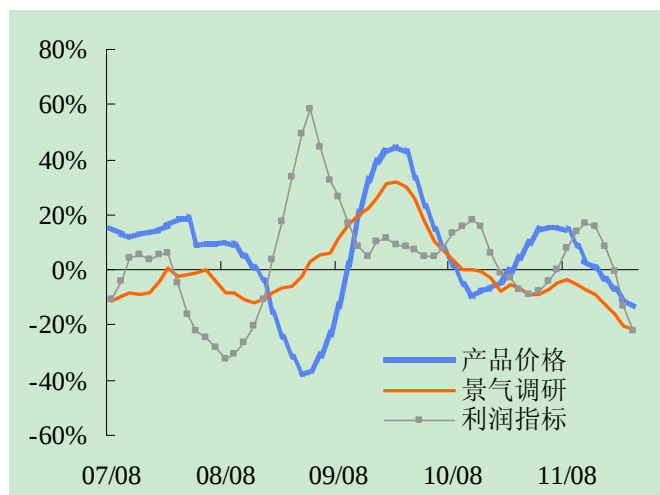
轻工行业出现“实物量相对稳定，盈利与景气随价格回落”的现象，实际上能够很大程度上解释 GDP 等宏观指标尚可，但微观企业调研反馈信息比较弱的反差。企业的销售收入与利润都是名义变量，随着通胀形势的好转，PPI 指数持续回落，企业压力更明显。

图 10: 轻工业产量、库存等实物量波动相对温和



资料来源：CEIC，申万研究

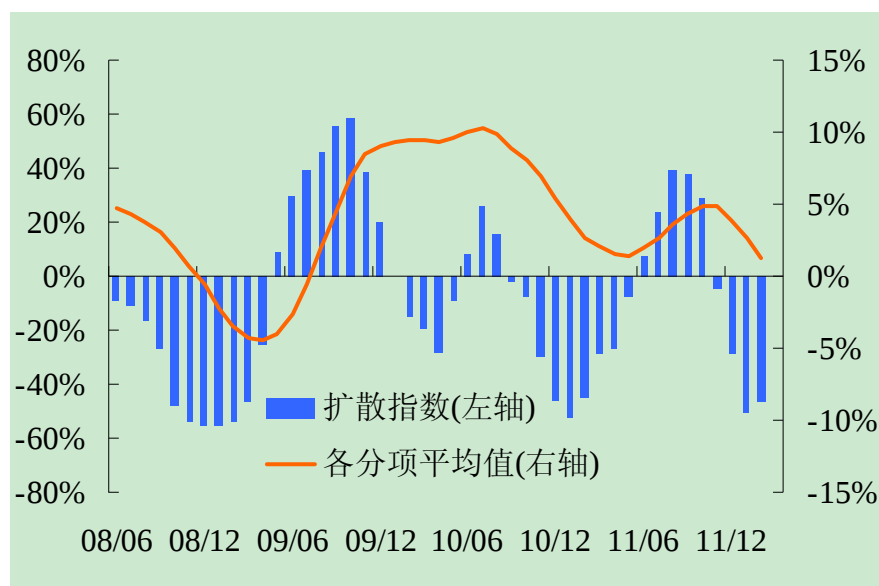
图 11: 产品价格拉低盈利和景气指标



资料来源：CEIC，申万研究

与轻工行业的走势类似，2 月份交通运输行业的景气指标也有下滑，包括客、货运周转量六个月环比增速都有小幅放缓，各分项中下降最为明显的仍然是运价指标。相比于其他指标的变化，货运周转量增速回落可能更值得关注。目前货运周转量的降幅仍然比较温和，与轻重工业实物产量增速小幅下降相匹配。

图 12: 交通运输指标（六个月环比）继续好转



资料来源：CEIC，申万研究估计

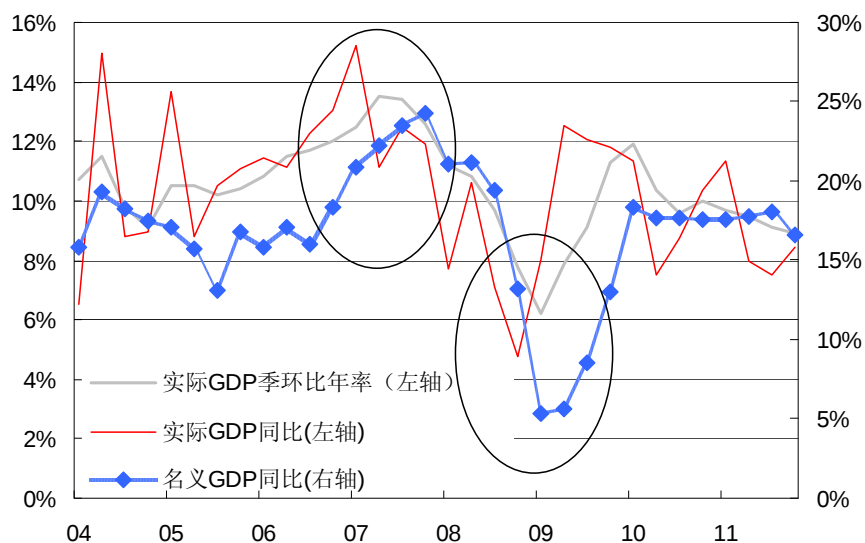
3. 经济何时见底？

当前投资者比较纠结的问题之一是经济何时见底，从我们前面讨论的扩散指标来看这个问题的答案并不简单，此外还有必要明确的是大家讨论的“经济底”到底是指什么，是指实际 GDP 的季环比、实际 GDP 的同比还是名义 GDP 的同比。事实上历史数据显示这些底往往并不一致，如图 13 所示实际 GDP 季环比的底可能领先于实际 GDP 同比增速的底，实际 GDP 同比增速的底又可能领先于名义 GDP 同比增速的底。

如果当前实际 GDP 季环比增速触底企稳的迹象可以延续，实际 GDP 同比增速企稳可能会滞后一到两个季度也可以观察到，但名义 GDP 增速则可能要到 3 季度才能确认企稳。当前值得关注的一个指标是各个微观层面上的价格情况，GDP 名义增速的底也离不开这些价格的稳定。

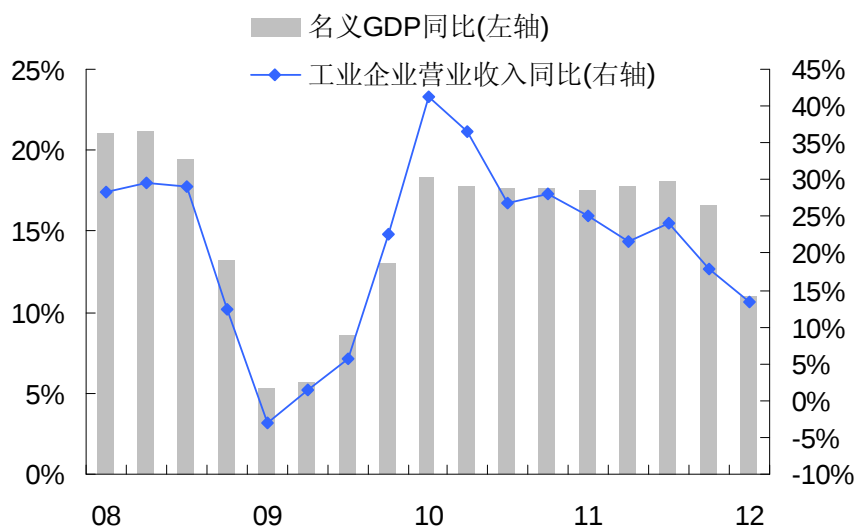
对微观企业来说感受到的营业收入、利润等指标都是名义指标，因此对微观企业而言名义 GDP 的底可能更重要一些。统计局公布的初步数据显示名义 GDP 增速在 2010-2011 年 3 季度期间维持基本稳定，但 2011 年 4 季度-2012 年 1 季度名义 GDP 的增速出现了比较明显的下滑（图 14），相应的工业企业营业收入增速也经历了比较明显的下滑，因此看到 1-2 月工业企业利润同比下降 5.2% 并不奇怪。当前 PPI 环比受否能企稳有助于我们判断各种名义指标是否能够逐步稳定。

图 13: 经济何时见底取决于用什么指标来看



资料来源: CEIC, 申万研究估计

图 14: 微观企业感受的是名义值的变动



资料来源: CEIC, 申万研究估计

信息披露

证券分析师承诺

苏畅:经济。

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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.sw108.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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。

本报告系根据服务协议应个别客户委托特别制作。本公司委派胜任专业人员承担委托任务并指定专人审核，尽力适当考虑个别客户的投资目标、财务状况或需要。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本公司仍然建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。