旬度经济观察

——2014 年 12 月下旬

高善文[1]　尤宏业[2]　姚学康[3]

2014 年 12 月 31 日

内容提要

12 月份 50 个城市的房地产销售面积环比进一步扩张，同比增速已经加速至 20%的水平。房地产投资的企稳回暖也许在不晚于明年二季度就可以看到。

9 月份以来工业企业利润增速的进一步下滑，主要的拖累来自上游产品价格暴跌。下游企业的盈利状况大体稳定，未来至少会有阶段性的明显改善。

受信贷恢复和年末效应的共同影响，银行间资金明显紧张，这推动了票据和债券收益率的上升，收益率曲线高度平坦化。我们仍然需要等待进一步的信贷市场数据来确认流动性冲击的来源，但看起来长端无风险利率已经处于区间震荡的格局。这也显示中央银行货币政策放松的力度逊于预期，个中缘由值得思索。

全球经济增长相对偏弱，俄罗斯和希腊危机仍然对全球市场存在威胁。受内外因素的影响，目前 A 股市场似乎存在 10-15%高估和透支，这要么通过未来的盈利增长来逐步消化，要么通过指数的调整来完成。考虑到经济基本面的趋势和市场的动量，市场的透支也许还会维持一段时间，甚至继续扩大。市场最终的剧烈调整难以避免，但转折时机令人迷惑。

1 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020
2 宏观分析师，youhy@essence.com.cn，010-66581625，S1450511080007
3 宏观分析师，yaoxk@essence.com.cn，010-66581840，S1450513090003

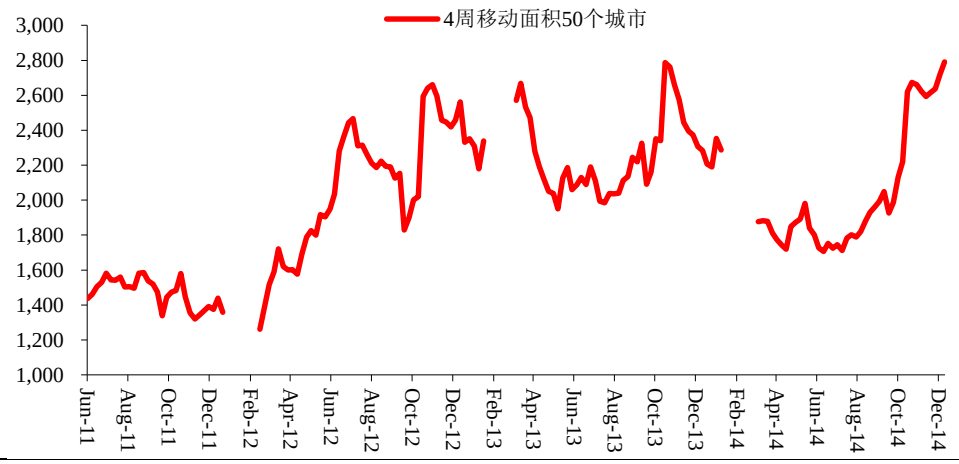
一、经济仍然疲软，地产复苏增强

12 月汇丰 PMI 初值为 49.50，较上个月继续回落 0.5 个百分点。分项指数观察，产出水平已经稳住较上个月回升 0.1 个百分点，但新订单指数仍有明显下行。数据预示着 12 月份的经济运行仍旧疲软。

值得注意的是，12 月份 50 个城市的房地产销售面积在相对 10-11 月的高位水平上，环比进一步出现 7%的扩张。由于环比扩张和基数回落，50 个城市在 12 月的销售面积同比增速已经加速至 20%的水平。考虑到周期性因素和流动性缓解的趋势影响，我们认为房地产市场的恢复是可以持续的。

房地产销售扩张从 10 月份以来明显启动，参考历史上房地产投资滞后销售一两个季度的模式，那么房地产投资的回暖不晚于明年二季度也许就可以看到。地产销售回暖逐步带动投资企稳，在未来无疑会对股票市场相关行业在基本面上产生支持作用。

图1：50 个城市销售面积（月移动平均）（万平方米）



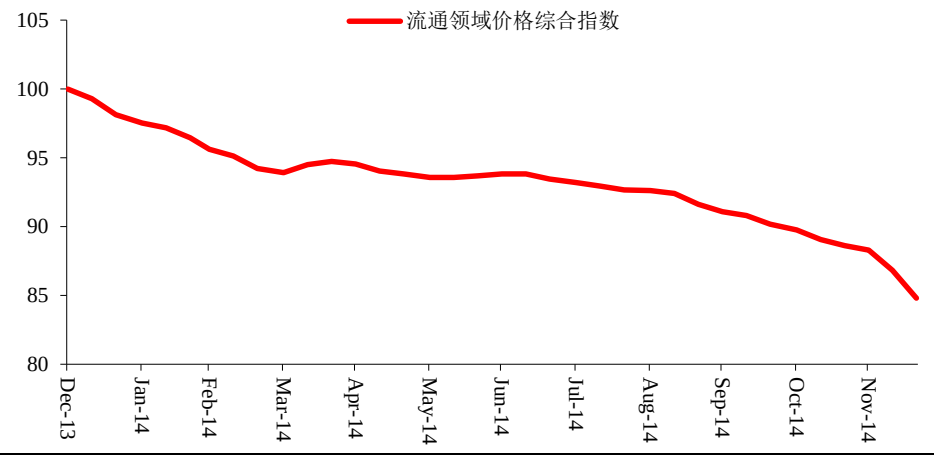
数据来源：Wind，安信证券

二、企业利润受商品下跌拖累

近期受原油暴跌冲击和需求低迷的双重影响，工业品期货和现货价格继续趋势下行。期货方面，铜、螺纹钢和铁矿石价格较为坚挺，化工品价格出现全面下跌。此外，动力煤和焦炭价格也有一定程度下降。现货层面，11 月下旬以来流通领域主要工业品价格出现了加速下跌。受原油下跌逐步传导的影响，化工和油气类价格环比出现暴跌。而钢铁、有色和建材的现货价格跌幅较前期有所扩大。

由于现货价格下跌和期货企稳的影响，螺纹钢的期现价差出现了明显收窄。

图2：流通领域价格综合指数（2013 年 12 月=100）

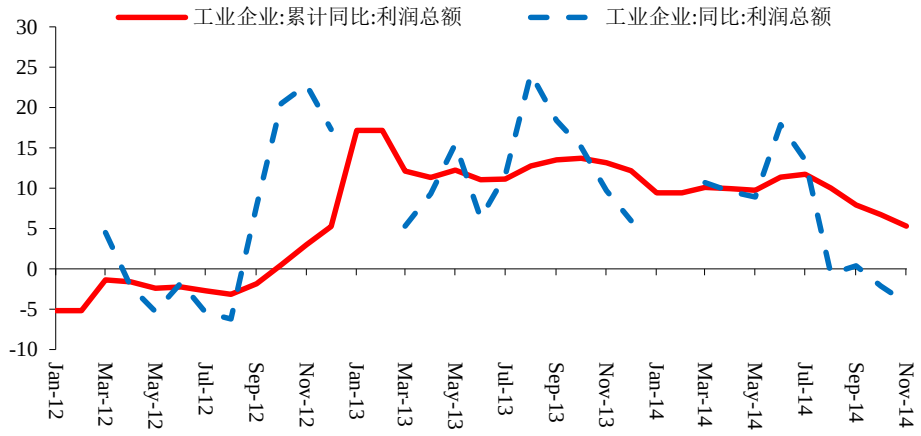


数据来源：Wind，安信证券

前期公布的 11 月工业企业财务数据显示，企业利润增速出现进一步下降。今年四季度是自 2012 年三季度以来工业企业利润增速首次出现负增长。受需求下滑影响，8 月份利润增速明显下滑至零增长附近。但 9 月份以来利润增速仍然继续下滑至 11 月-4.2%的水平，其中主要的拖累来自上游利润暴跌。测算的上游单月利润增速自 9 月份以来下降了约 30 个百分点，对整体工业利润增速的拖累在 3 个百分点左右。而中下游行业利润增速下滑比较温和，大致在 1 个百分点左右。中

下游盈利下降也可能部分来自于油价下跌传导造成的存货减值等影响。在商品价格暴跌初期，中下游行业利润受存货减值冲击较大，整个经济活动也会受到去存货的抑制。但随着原材料价格进一步下降并维持低位，受成本下降的影响，未来一两个季度特别是下游企业的盈利状况至少会有阶段性的明显改善。

图3：工业企业利润累计同比和同比增速（%）



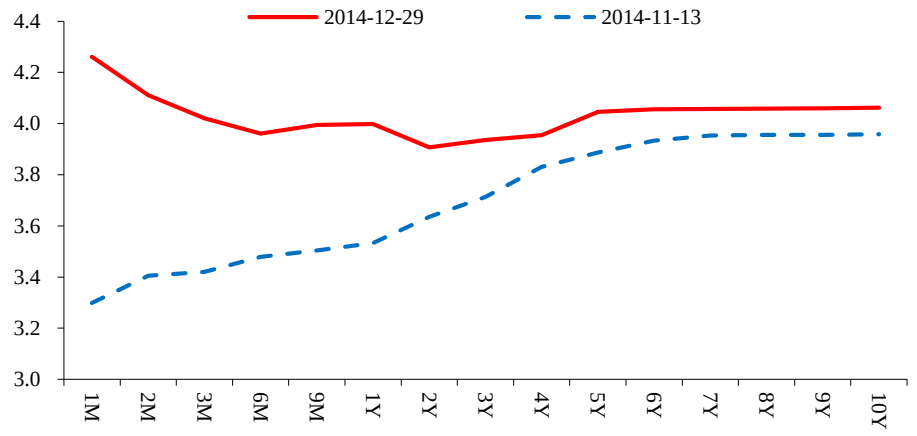
数据来源：Wind，安信证券

三、短期利率上行，收益率曲线倒挂

自 11 月中旬以来，银行间资金有趋势变紧的迹象，隔夜和 7 天利率较一个月前上升了约 100 个 BP。这可能部分受跨年和打新股等因素扰动。但值得注意的是，1 个月和 3 个月期的回购利率出现大约 150BP 左右的更明显的上升，票据利率的年化水平从 11 月初低点上升了约 150 个 BP。这些变化很难说是因为跨年等短期因素造成的，我们怀疑更可能的原因是货币信贷的逐步恢复对资金面形成的挤压。

受资金面趋紧的影响，债券市场的收益率出现的普遍上升。短端 1 年期金融债利率较 11 月低点上升了约 50 个 BP，长端 10 年期上升了近 20 个 BP。期限利差接近为零，在短期收益率曲线有明显倒挂。

图4：国开债收益率曲线（%）



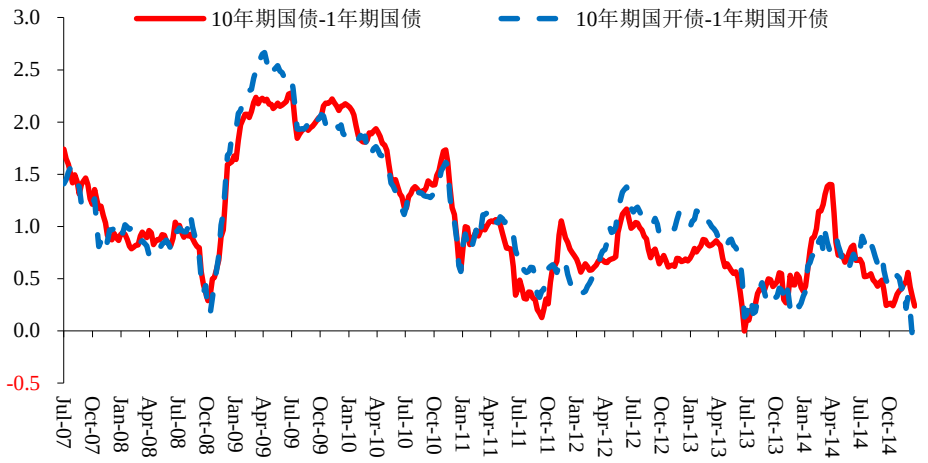
数据来源：Wind，安信证券

在信用债市场，利率上升更为明显。AAA 的 1 年期信用债利率上升 70 个 BP。AA 信用债上升了 120 个 BP，信用利差明显扩大。低评级债券利率上升可能受政策变化的影响。但高等级信用债利差扩大暗示了流动性收紧冲击的影响。

央行从 2015 年起对存款统计口径进行调整，将部分原在同业往来项下统计的存款纳入各项存款范围，且暂不缴纳存款准备金。这一政策短期缓解了存贷比的约束压力，有利于商业银行扩张信贷，还可能诱发金融机构在不同类别存款科目之间的套利行为。

目前利率债的 10 年和 1 年期利差在零附近，从国开债收益率曲线两年内的利率出现了倒挂。期限利差极度收窄可能受到短期流动性偏紧和未来利率下降预期的影响。从历史上看，期限利差为零似乎预示着长端收益率阶段性见底。

图5：国债和国开债利率债期限利差（%）



数据来源：Wind，安信证券

四、AH 股溢价创出新高

近期公布的 Makit PMI 初值显示日本和欧洲的经济略有回升，美国 PMI 持续回落。前期公布美国三季度经济增长强劲，支持了美国股市和美元指数继续创出新高。受油价下跌拖累，俄罗斯和部分新兴经济有明显收缩迹象。整体来看，全球经济仍处在偏弱增长态势之中。

在 12 月中旬以来，随着卢布贬值趋势暂时企稳，全球风险偏好有所回升。发达国家和新兴经济体股指出现一定的反弹。但由于美元升值和资本回流美国的拖累，新兴市场的反弹相对乏力。值得注意的是，近期希腊政局不稳，市场担心希腊未来有退出欧元区的风险，欧元区风险溢价有所回升。未来全球经济增长还面临来自俄罗斯等新兴经济和欧洲的不确定性。

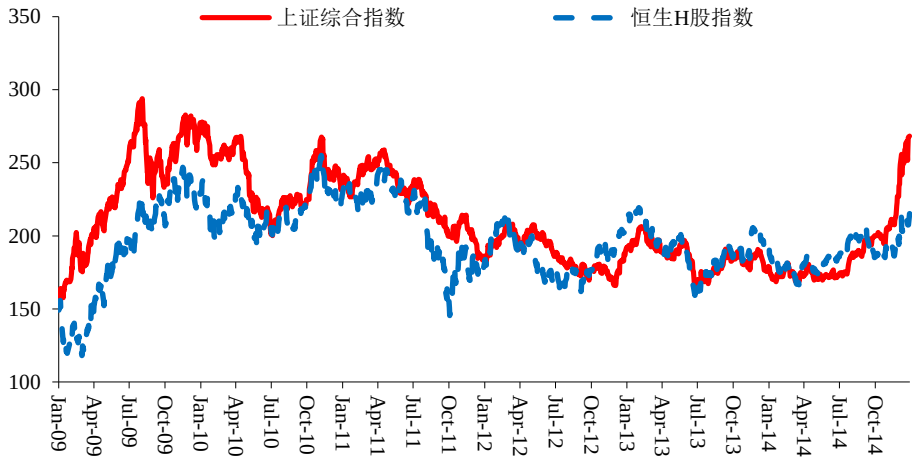
自央行降息以来，A 股出现了急促的上涨。AH 股溢价指数从 100 附近的水平上涨至近 130，为 2009 年下半年以来的最高水平。AH 股的基本面是类似的，溢价波动主要来自流动性和风险偏好的差异。2011 的 9、10 月份 AH 溢价的扩张主

要是因为港股受欧债危机冲击造成。而近几个月港股可能部分受新兴市场低迷和“占中”抑制，也许这种抑制对恒生指数有 10%的影响。

图6：恒生 AH 股溢价指数（%）

数据来源：Wind，安信证券

图7：恒生 H 股和上证综合指数



数据来源：Wind，安信证券

数据说明：2006 年 1 月为起点 100.

2009 年 AH 股溢价极大扩张并创出高点主要发生在 09 年 1-2 月份，国内信贷的天量投放极大改善了国内流动性。之后随着美国第一轮 QE，港股更快加速上涨，AH 股溢价从 3 月初的 160 附近水平逐步回落至 8 月份的 130 附近水平。

考虑到这些背景，目前 A 股市场似乎存在 10-15%高估和透支，这要么通过未来的盈利增长来逐步消化，要么通过指数的调整来完成。考虑到经济基本面的趋势和市场的动量，市场的透支也许还会维持一段时间，甚至继续扩大，并最终引发市场的剧烈调整。

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士，中国人民银行研究生部博士。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

尤宏业，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学双学士。2008 年 5 月加盟安信证券研究中心。

姚学康，宏观分析师，北京大学经济学学士、经济学硕士。2011 年 7 月加盟安信证券研究中心。

郭雪松，助理宏观分析师，上海交通大学学士，清华大学 MBA，曾在国家统计局工作 5 年，2014 年 7 月加入安信证券研究中心。

分析师声明

高善文、尤宏业和姚学康分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558027	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034