

薛 华 86-755-82940787

xuehua@cmschina.com.cn

何 钟 852-31896818

hezong@cmschina.com.cn

2009年3月12日

工业环比持续回升 同比低点或已出现

2009年2月份工业零售金融数据点评

2月份主要数据 (单位: %)

工业增加值: 累计	3.8
零售额	15.3
M2	20.5
M1	10.8
人民币信贷余额	24.2
人民币信贷增加: 亿	10700

数据来源: 国家统计局

基本观点:

- **工业同比增速低于预期,但环比增速持续回升。**1-2月份3.8%,剔除春节因素5.2%的工业增速的确低于预期,但也符合情理。这基本延续了去年四季度库存清理导致的生产格局,超短期的情况的确难以准确预测。不过从环比增速来看则是另外一种情况,我们计算的剔除春节因素单月环比增速为13.6%,明显高于1月份的7.7%;季环比增速为14.9%,连续两个月回升。
- **消费实际增速略有回落。**1-2月份消费名义增长15.2%,初看起来回落幅度很大,很重要的因素是价格变化,我们计算的实际增速约为16%,回落温和。由于消费的滞后性,消费实际增速回落的趋势仍将延续至年底。
- **信贷量大幅增长, M1 增速显著回升。**1.07万亿的信贷增量可谓巨量,因为2月份是信贷投放淡季,以往每年都在2000亿左右。信贷投放带动下, M2 增速超过20%,人民币信贷余额增长24.2%。而 M1 增长10.8%,增速提高4.2个百分点,说明1月份 M1 增速下降只是春节因素导致,而非意味着企业拿到贷款却没有从事生产活动。2月份票据融资达到4780亿增量占比接近45%,但即使完全剔除掉该项,2月份信贷增加也达到5920亿。
- **工业生产同比增速低点或许已经出现。**由于春节因素的确难以剔除,根据我们计算的环比增速,并结合 PMI 和行业层面,包括机械汽车销量明显增上升等情况,我们倾向于认为1月份工业生产情况比较低迷,2月份要很多,1-2月份3.8%的累计增速掩盖了2月份生产显著回升的情况。在信贷扩张的拉动下,当前需求已经明显扩张,考虑到本轮扩张周期存货投资相对较少,工业生产环比增速总体将持续回升,当前或许就是同比增速的低点。

相关报告

1、《2009年2月份投资外贸数据点评-外需继续恶化 内需已然启动》

2009/3/11

2、《2009年2月份CPI/PPI点评-同比转负符合预期 转正或早于预期》

2009/3/10

3、《2009年政府工作报告点评-4%的通胀目标为经济刺激留下足够空间 通胀再起或将早于预期》

2009/3/6

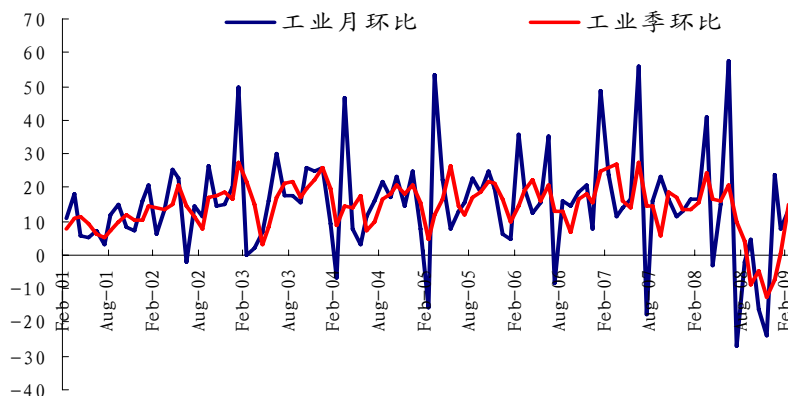
4、《2009年1月份外贸数据点评-进出口大幅回落有春节不可比因素》

2009/2/11

5、《2009年1月份物价指数点评-物价指数跌幅趋缓 经济可能开始转暖》

2009/2/10

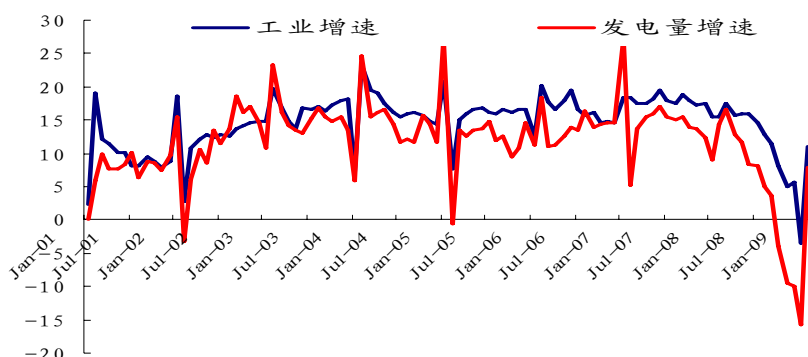
图 1: 剔除春节因素的工业增加值环比增速连续回升 (单位: %)



数据来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

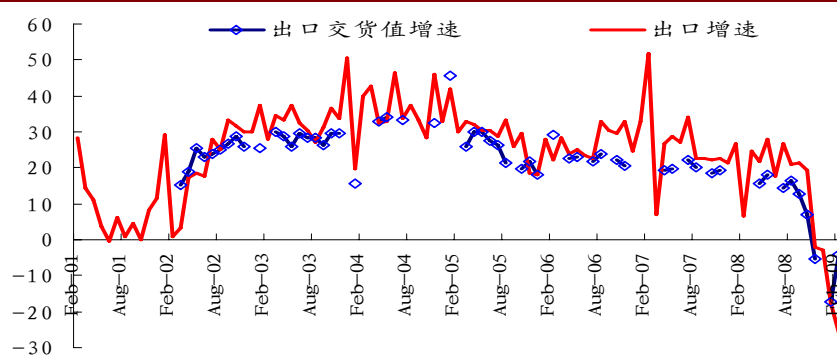
2 月份工业生产主要指标较 1 月份明显回升有春节因素，直观上难以判明实际情况。根据计算的环比增速，结合 PMI 和行业层面，我们倾向于认为 2 月份生产较 1 月明显回升。

图 2：2 月份工业、发电量同比增速明显回升，有春节因素（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 3：2 月份出口交货值增速反弹（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

表 1：主要行业增加值累计增速（单位：% ，除注明外，月度数据为单月）

	06 年比重	07 年	1Q08	0804	0805	1H08	0807	0808	0809	0810	0811	0812	09 年 1-2 月
工业增加值	100	18.5	16.4	15.7	16.0	16.3	14.7	12.8	11.4	8.2	5.0	5.7	3.8
轻工业	30.4	16.3	14.7	12.1	13.5	13.8	12.2	20.9	19.6	17	13	10.7	6.5
重工业	69.6	19.6	17.3	17.2	17.0	17.3	15.7	29.1	24.3	15.3	5.2	2.4	2.7

数据来源：CEIC，中国经济统计数据库，招商证券研发中心

表 2：主要工业品产量累计增速（单位：% ，除注明外，月度数据为单月）

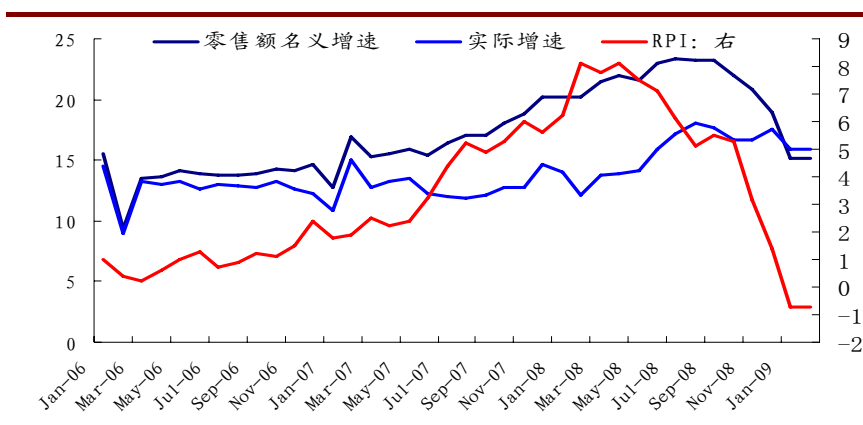
	1Q07	1H07	3Q07	07 年	1Q08	1H08	0808	0809	0810	0811	0812	0902	1-2 月	0901
原煤	14.8	11.4	11	6.9	14.6	14.8	12.1	10.8	9.2	5.2	-1.3	16	3.6	-8.8
天然原油	1.5	1.7	1.4	1.1	2.2	1.7	1.6	2.5	3.9	4.9	0.4			
水泥	14.5	16	15	9.9	9.2	8.7	1.5	3.1	1.1	2.8	3.5	42.5	17	-8.5
发电量	15.5	16	16.4	14.4	14	12.9	5.1	3.4	-4.0	-9.6	-7.9	5.9	-3.7	-13.3
生铁	19.7	16.8	15.7	15.2	7.6	7.9	-1.5	-6.1	-16.8	-16.2	-9.4			
粗钢	22.3	18.9	17.6	16.8	8.6	9.6	1.3	-9.1	-17	-12.4	-10.5	4.9	2.4	-0.1
钢材	26.2	23.9	24	21.3	12.2	12.5	1.5	-5.5	-12.4	-11	-1.7	8.3	3.1	-2.1
汽车	22.3	22.9	23.6	22.1	15.8	17.6	-3.3	3.2	-0.7	-15.9	-18.9	22.9	-1.7	-26.3

数据来源：CEIC，中国经济统计数据库，招商证券研发中心，09 年 1 月份为推算数

1-2 月份消费名义增长 15.2%，初看起来回落幅度很大，很重要的因素是价格变化，我们计算的实际增速约为 16%，回落温和。由于消费的滞后性，消费实际增速回落的趋势仍将延续至年底。

从细分行业看，建筑及装潢材料和家具类销售增速反弹非常明显，这或许反映了房地产交易活跃的情况。

图 4：零售额实际增速平稳回落（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

表 3：社会零售额分类增长（单位：% ，除注明外，月度数据为单月，其他为累计数）

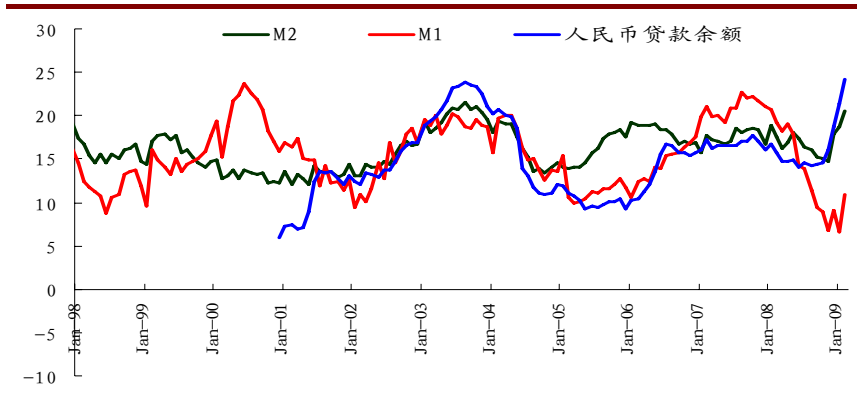
	07	1Q08	1H08	0807	0808	3Q09	0810	0811	0812	09 年 1-2 月
零售总额	16.8	20.6	21.4	23.3	23.2	22.0	22.0	20.8	19.0	15.2
城市消费品零售额	17.2	21.2	22.1	24.0	23.9	22.7	22.1	20.3	19.0	14.4
县及县以下	15.8	19.3	20.0	21.8	21.8	20.6	21.9	21.8	19.0	17.0
批发和零售业零售额	16.7	20.4	21.3	23.3	23.2	22.0	21.9	20.6	18.9	14.8
住宿和餐饮业	19.4	23.6	24.0	26.5	26.3	24.8	25.8	25.1	22.8	18.9
其他行业零售额	/	4.2	4.4	4.7	2.6	4.0	3.0	3.0	3.4	2.6
限额以上批发和零售										
吃	/	25.5	25.0	22.3	20.3	23.3	13.1	13.8	/	14.2
穿	/	24.3	25.1	27.5	27.6	25.9	18.7	24.1	/	15.9
用	/	30.1	29.1	31.1	27.4	28.6	19.4	12.5	/	7.6
粮油类	/	38.1	33.1	18.3	23.1	28.6	10.2	5.9	/	16.3
肉禽蛋	/	31.3	28.9	18.4	26.7	25.6	13.1	13.9	/	12.0
服装类	/	24.3	25.6	26.8	29.5	26.5	20.3	25.4	/	17.4
文化办公用品类	/	29.2	25.4	16.1	13.3	21.6	16.6	12.7	/	8.3
体育、娱乐用品类	/	21.0	20.8	18.3	10.1	18.0	2.1	6.4	/	13.5
日用品类	/	19.5	19.2	19.5	20.8	19.3	12.4	11.1	/	12.0
家用电器和音像器材类	/	22.5	18.3	18.8	18.6	21.6	0.8	7.5	/	2.7
家具类	/	33.3	32.3	19.6	24.2	19.6	12.8	15.7	/	27.1
化妆品类	/	22.3	21.2	31.8	26.6	28.0	14.5	16.3	/	14.6
金银珠宝类	/	47.5	43.9	43.6	44.3	42.9	30.6	31.1	/	16.3
通讯器材类	/	3.7	3.5	6.1	4.5	4.4	-7.0	-4.8	/	-9.2
汽车类	/	37.1	33.4	27.8	19.0	29.1	19.6	7.7	/	9.3
石油及制品类	/	42.5	44.4	55.2	49.4	46.4	39.7	21.2	/	0.7
建筑及装潢材料类	/	-3.1	-1.8	-3.4	-9.7	-5.7	-14.8	-32.6	/	22.4

数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

1.07 万亿的信贷增量可谓巨量，因为 2 月份是信贷投放淡季，以往每年都在 2000 亿左右。信贷投放带动下，M2 增速超过 20%，人民币信贷余额增长 24.2%。而 M1 增长 10.8%，

增速提高 4.2 个百分点，说明 1 月份 M1 增速下降只是春节因素导致，而非意味着企业拿到贷款却没有从事生产活动。2 月份票据融资达到 4780 亿增量占比接近 45%。但即使完全剔除掉该项，2 月份信贷增加也达到 5920 亿。

图 5：货币信贷增速继续提高，M1 增速显著回升（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

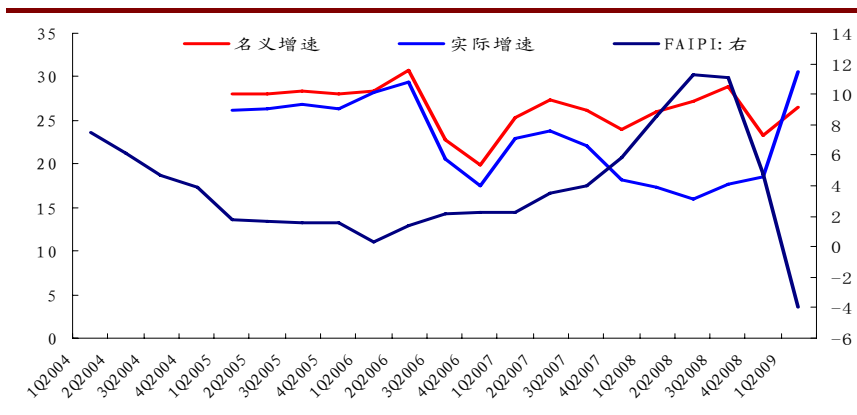
表 4：人民币存贷款增量结构（单位：%、亿元）

	金额						占比					
	06 年	07 年	08 年	0811	0901	0902	06 年	07 年	08 年	0811	0901	0902
新增贷款	31800	36300	49100	4769	16200	10700	100	100	100	100	100	100
居民户	6119	11800	7010	208	1214	439	19.2	32.5	14.3	4.4	7.5	4.1
短期	2377	3257	2907	/	621	303	7.5	9.0	5.9	0.0	3.8	2.8
中长期	3742	8541	4103	/	593	137	11.8	23.5	8.4	0.0	3.7	1.3
非金融公司及其他	25700	24500	42100	4561	15000	10300	80.8	67.5	85.7	95.6	92.6	96.3
短期		12500	13300	558	3404	1582		34.4	27.1	11.7	21.0	14.8
票据	9974	-4414	6461	1603	5229	4780	31.4	-12.2	13.2	33.6	32.3	44.7
中长期	15200	16500	21100	2105	6239	3678	47.8	45.5	43.0	44.1	38.5	34.4
存款增加	49300	53900	76900	4038	15100	16500	100	100	100	100	100	100
居民户	20900	11300	46300	3827	15300	4562	42.4	21.0	60.2	94.8	101.3	27.7
非金融公司及其他	24800	34500	28700	1616	-919	10900	50.3	64.0	37.3	40.0	-6.1	66.1

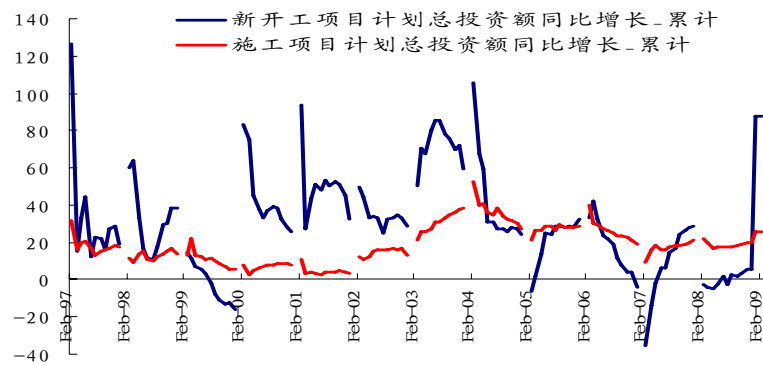
数据来源：CEIC，人民银行，招商证券研发中心

1-2 月份投资实际增速达到 30%，较去年同期提高 14 个百分点，需求已经明显启动。

图 6：1-2 月份投资实际增长 30%（单位：%）



数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

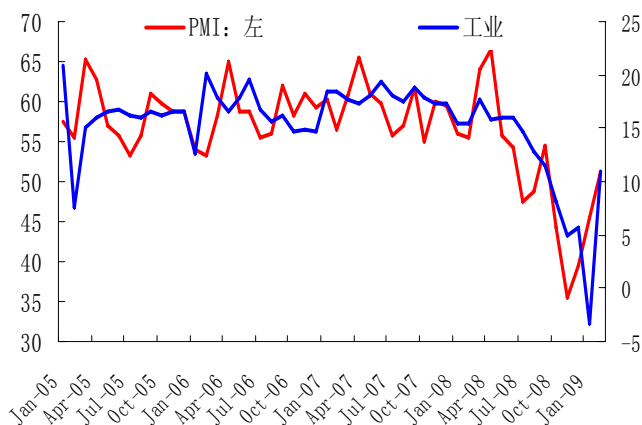
图 7：新开工项目投资大幅增长（单位：%）


数据来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

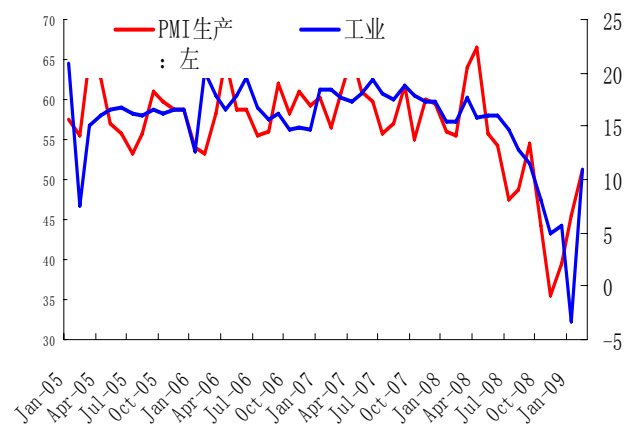
PMI 指数连续三个月回升，2 月份生产和新订单指数超过 50，PMI 出口订单有所反弹。原材料库存指数反弹更多反映了价格上涨的预期而非需求不足导致库存增加，因为存货投资是顺周期变量。

综合考虑，我们认为工业生产同比增速低点或许已经出现。由于春节因素的确难以剔除，我们计算的环比增速，并结合 PMI 和行业层面，包括机械汽车销量明显增上升等情况，我们倾向于认为 1 月份工业生产情况比较低迷，2 月份要很多，1-2 月份 3.8% 的累计增速掩盖了 2 月份生产显著回升的情况。在信贷扩张的拉动下，当前需求已经明显扩张，考虑到本轮扩张周期存货投资相对较少，工业生产环比增速总体将持续回升，当前或许就是同比增速的低点。

附录：PMI 细分项与主要宏观指标同比变动关系

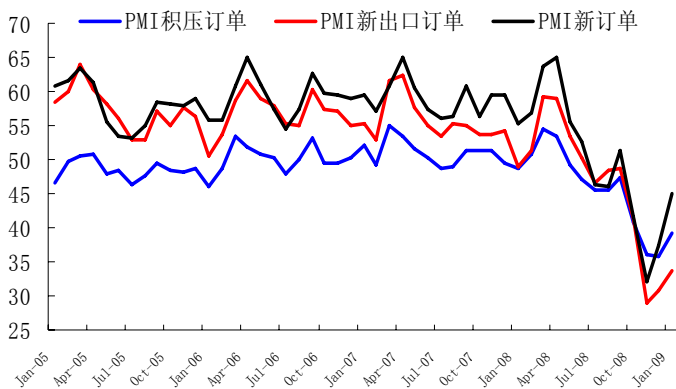
图 8：PMI 连续回升（单位：%）


资料来源：CEIC，物流协会，招商证券研发中心

图 9：PMI 生产指数连续回升，2 月份超过 50（单位：%）


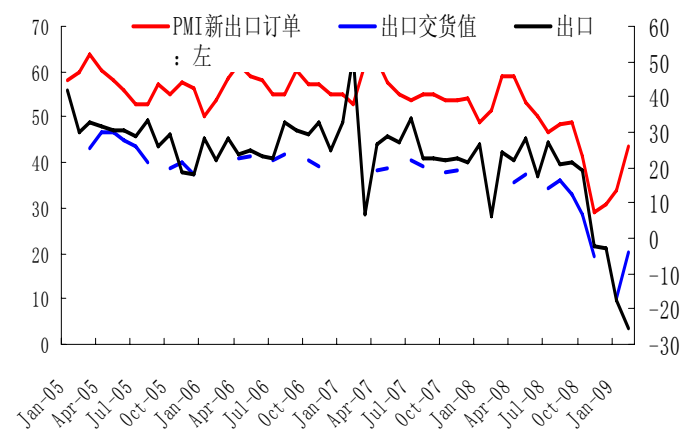
资料来源：CEIC，物流协会，招商证券研发中心

图10: PMI新订单指数持续回升, 2月份超过50 (单位: %)



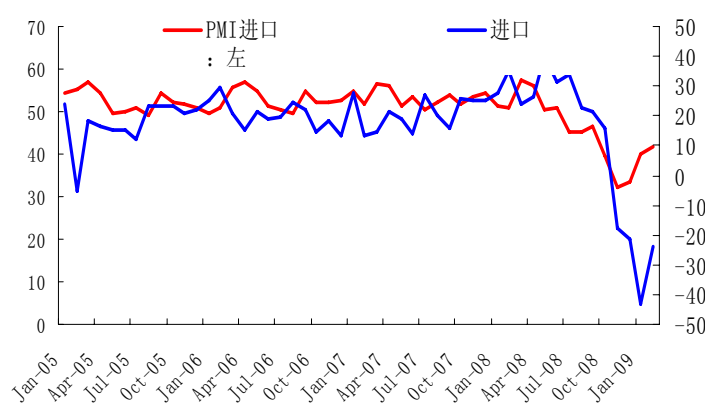
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图11: PMI新出口订单连续回升 (单位: %)



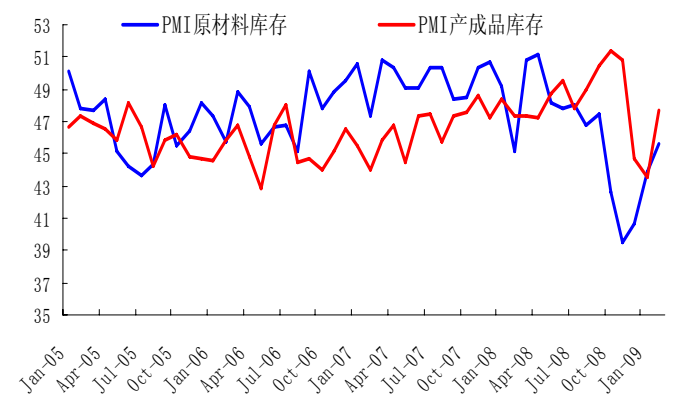
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图12: PMI进口指数反弹 (单位: %)



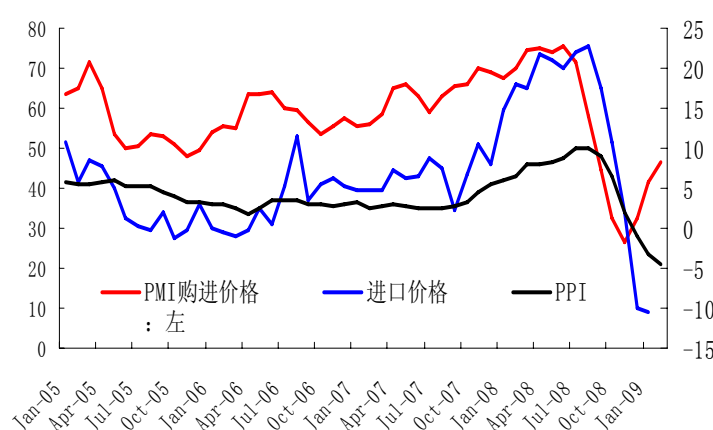
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图13: PMI原材料库存反弹, 反映了价格上涨预期 (单位: %)



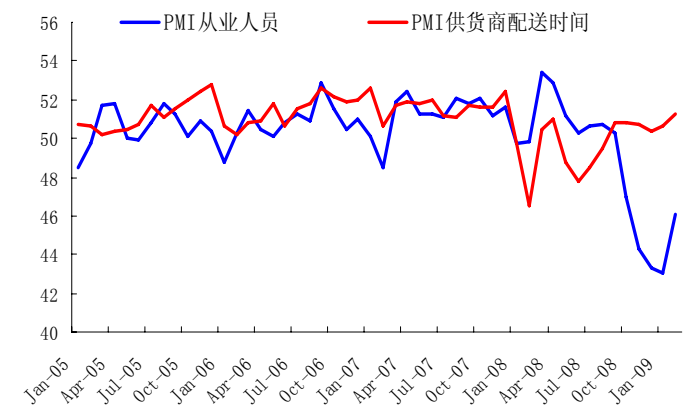
资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图14: PMI购进价格反弹 (单位: %)



资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

图15: PMI从业人员指数上升 (单位: %)



资料来源: CEIC, 物流协会, 招商证券研发中心

分析师简介

何钟: 现为招商证券国际部董事, 招商证券(香港)公司副总经理及研究部主管。在加入招商证券之前, 何钟先生曾任 ING 投资管理公司亚太地区大中华经济学家。在此之前, 他曾任招商基金投资委员会委员, 固定收益委员会主席, 基金经理。在此之前, 他曾就职于中国人民银行和中国保险监督管理委员会。何钟先生拥有美国南加州大学(USC) MBA 学位。

薛华: 东北财经大学经济学硕士, 拥有证券从业资格, 五年从业经验。2002.4-2005.3 中国证券市场研究设计中心研发部宏观经济分析师。2005.3-2006.5 国信证券经济研究所宏观经济分析师, 首席经济学家助理。曾获 2005 年度新财富最佳分析师宏观经济第四名(集体)。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起, 调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准, 公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下: (详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》)

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准(沪深 300 指数)的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准(沪深 300 指数)的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料, 我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。我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。我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。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。