

宏观经济分析师

邢微微

010-66276923

xingweiwei@cjis.cn

相关报告

1. 邢微微《政府投资及时性超预期，制造业面临去产能——1-2月固定资产投资点评》2009.03.11
2. 邢微微，《内容未超预期 但更重消费增长——“两会”政府工作报告点评》2009.03.5
3. 邢微微《未来6个月通缩犹存——1月CPI、PPI点评》2009.02.10
4. 邢微微《2009年年度报告-09年中国经济有望筑成“U”型底》2008.12.01
5. 邢微微《三季度经济运行简评-房地产投资难改颓势 政府主导型投资加快》2008.10.24

宏观简评

出口回落导致企业减产 政府投资带动信贷增长

——1-2月生产、消费与信贷点评

本报告认为未来3-4个月内整体工业生产出现明显回暖将依赖于外需稳定甚至出现回暖，这发生在上半年的可能性较小。

主要观点：

- 1-2月份工业生产环比可能继续下降，是历年同期的最低水平。重工业生产以更快的速度下滑，企业继续减产是1-2月工业生产大幅下降的直接原因。
- 外需明显回落是1-2月工业增加值大幅回落的主要原因，而政府投资促进了工业生产增长。剔除出口回落的影响，1-2月工业增加值在7.2%，略低于08年12月7.46%，高于11月6.4%的水平，这说明政府投资扩大提升了近三个月的工业生产。
- 未来3-4个月内，整体工业生产出现明显回暖将依赖于外需稳定甚至出现回暖，这发生在上半年的可能性较小。
- 1-2月，消费实际增速在15.5-16%左右，明显低于去年12月份17.6%的水平。主要与石油制品消费大幅下降及非耐用品消费开始回落有关。
- 汽车消费低迷与房地产市场调整是影响消费的直接影响，而且非耐用品消费也出现下降态势，预计上半年消费继续下滑至10-11%的名义增速，实际增速在12-13%。
- 2月份新增人民币贷款1.07万亿元，基本符合我们预测。当月信贷投放新特征：中长期贷款比重由上月的32%上升至35.6%。M1增速反弹可能与当期政府投资增速大幅增长有关。
- 未来6个月内央行仍会执行宽松的货币政策，预计3月份新增人民币贷款在7000-8000亿元左右。

3月12日，1-2月的工业生产、消费与信贷等经济数据公布。其中，工业生产与消费低于市场预期，而信贷超出市场预期。

1、未来 2-3 个月工业生产或继续“去库存”

1-2月，工业增加值同比增长3.8%，低于市场预测的5.7%，也大幅低于我们的预测值8%。1-2月份工业生产环比（08年11-12月）约下降14%，是历年同期的最低水平，而且也大幅低于1997-1999年。

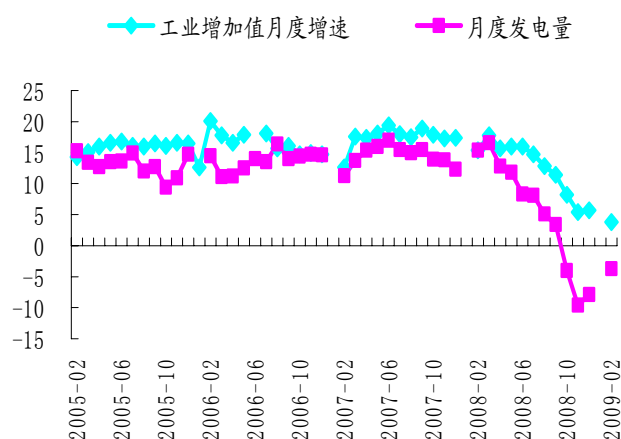
截至今年2月份，重工业生产以更快的速度下滑，重工业增加值增速从去年6月17.1%降至2.7%，轻工业从13.3%降至6.5%。从主要重工业产品来看，剔除去年初低温雨雪影响（与08年1-4月均值比较），2月份原煤产量持平，水泥产量下降14%，粗钢产量下降7%与钢材下降4%。因此，重工业继续减产是1-2月工业生产大幅下降的直接原因。

从黑色金属与非金属制品的PMI产成品库存与新订单来看，其面临继续“去库存”压力。2月份，黑色金属冶炼与压延加工业产成品库存上升至56.7%，但新订单却下降至31.9%，而且2月中旬以来钢价持续大幅下降至08年低点，因此，钢铁业的下游需求未出现好转，面临再次去库存的压力。此外，2月份，非金属制品产成品库存上升至31.6%，但新订单只略增2.6%至31.3%，而且水泥价格仍在下降。因此，钢铁与水泥行业仍面临继续“去库存”的压力，其上游煤炭行业可能减产。

外需明显回落是1-2月工业增加值大幅回落的主要原因，而政府投资促进了工业生产增长。在工业总产出中，出口交货值的占比在18-20%（2006-2008年），而1-2月出口交货值降至-17.1%，造成工业增加值下降3.4个百分点。因此，剔除出口回落的影响，1-2月的工业增加值增速在7.2%，略低于08年12月7.46%，高于11月6.4%的水平，这说明政府投资扩大提升了近三个月的工业生产。

未来3-4个月内，外需仍存在进一步恶化的可能，这将导致企业继续减产，而政府投资继续高增长将带动工业生产增长。而整体工业生产出现明显回暖将依赖于外需稳定甚至出现回暖，这发生在上半年的可能性较小，3-6月份工业增加值增速在6-7%。

图 1：2 月发电量与工业生产背离属正常情况



资料来源：Wind 中投证券研究所

图 2：工业增加值环比预测

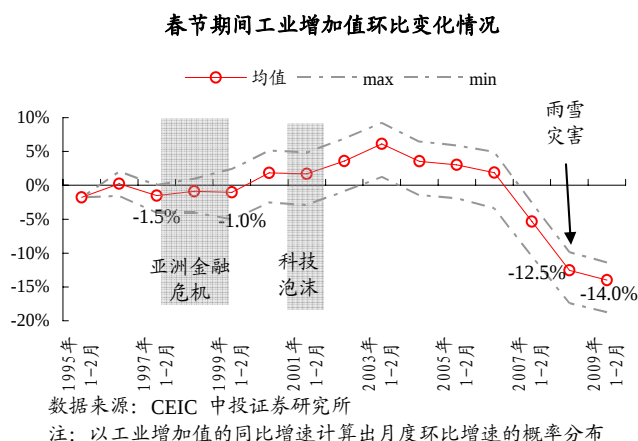
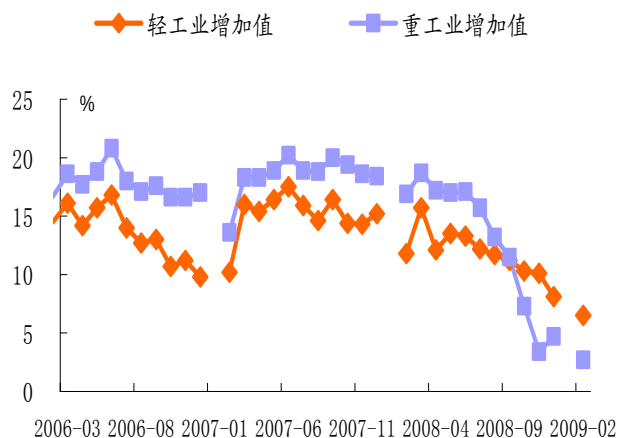
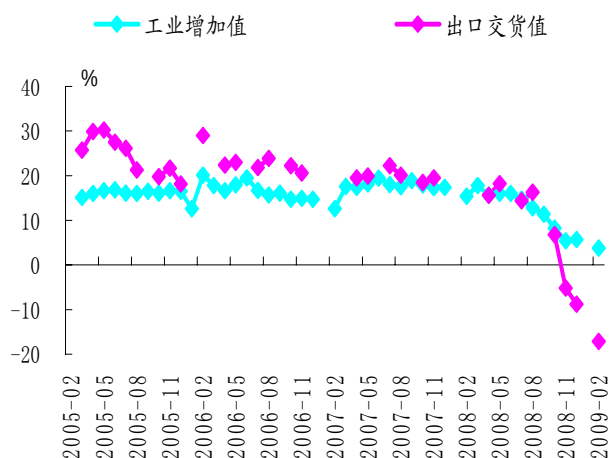


图 3：重工业增加值比轻工业跌幅更快、更深



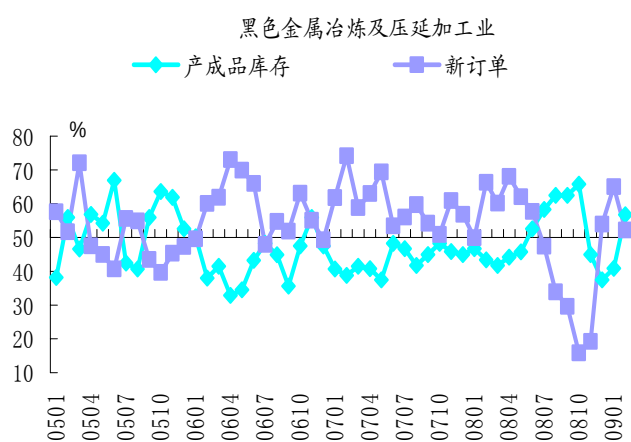
资料来源：Wind 中投证券研究所

图 4：出口交货值是影响工业生产的主要因素



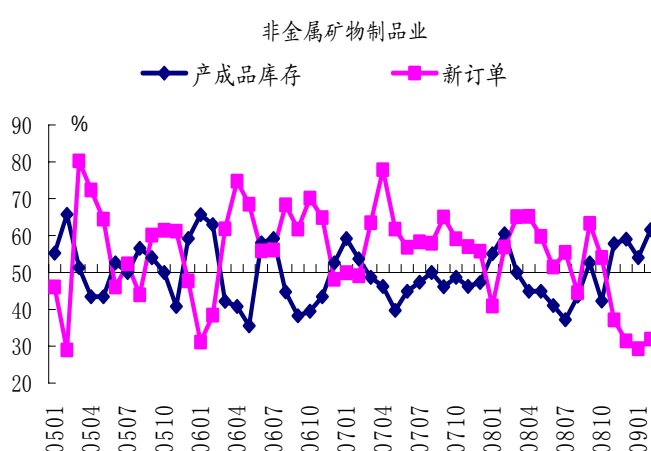
资料来源：CEIC 中投证券研究所

图 5：黑色金属面临再次“去库存”压力



资料来源：中采咨询 中投证券研究所

图 6：非金属制品库存压力较大



资料来源：中采咨询 中投证券研究所

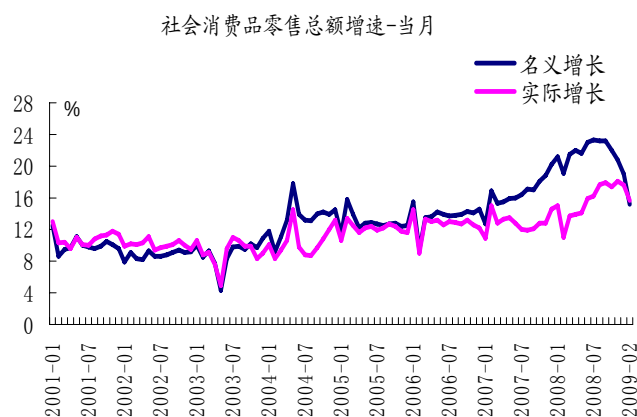
2、非耐用品消费开始下降与石油消费走低导致消费加快下滑

1-2 月，社会消费品零售总额同比增长 15.2%，低于市场预期 17% 的水平。当期消费实际增速在 15.5-16% 左右，明显低于去年 12 月份 17.6% 的水平。

从限额以上批发和零售业来看，耐用品消费中汽车增长 9.3%，主要是汽车业降价与政府降税等措施刺激前期需求集中释放；家用电器与音像制品消费继续低迷至 2.7%；与房地产消费相关的家具与建筑及装潢材料类同比增速大幅上升至 27.1% 与 22.4%，这可能与去年同期低温雨雪造成基期数值低有关。值得关注的是占比达 20% 的石油制品消费降至 0.7%，实际增速在 6-8% 左右，与去年底 6.5% 的实际增速接近，但大幅低于去年 1-10 月高达 28% 的实际增速。汽车消费低迷抑制了居民石油制品的消费。此外，非耐用品中食品、饮料与烟酒等消费在去年 12 月降至 16%。

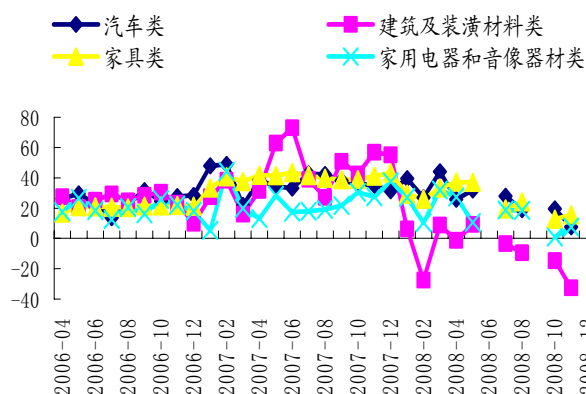
08 年，城镇居民可支配收入与农村居民纯收入实际增速分别降至 8.4% 与 8.0% 的增速，是 05 年来的新低水平，这将抑制 09 年的消费增长。汽车消费低迷与房地产市场调整是影响消费的直接因素，而且非耐用品消费也出现下降态势，预计上半年消费继续下滑至 10-11% 的名义增速，实际增速在 12-13%。

图 7：09 年 2 月，消费实际增速明显回落



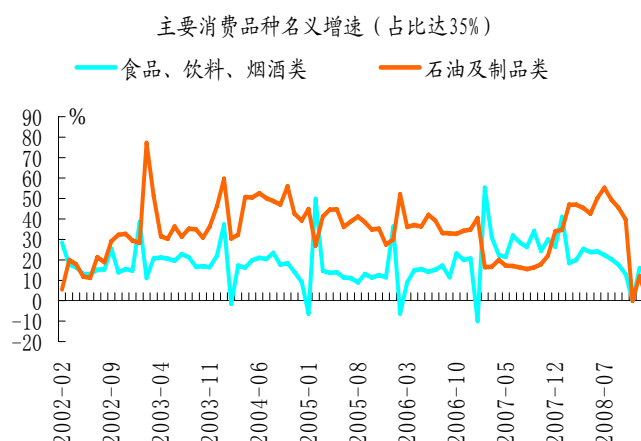
资料来源：CEIC 中投证券研究所

图 8：主要耐用品消费走势（当月）



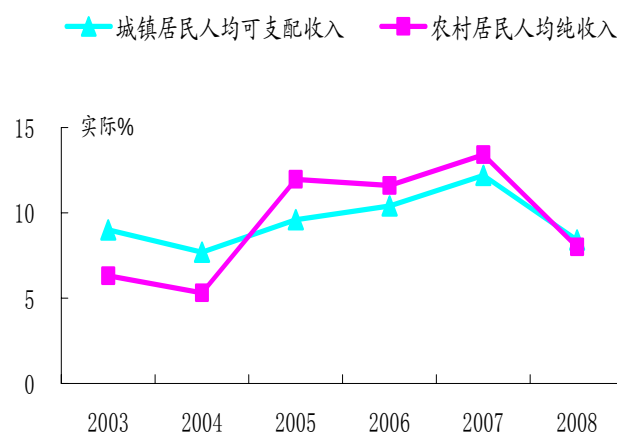
资料来源：CEIC 中投证券研究所

图 9: 占比高的食品类与石油消费明显下降



资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 10: 居民实际收入抑制消费增长



资料来源: CEIC 中投证券研究所

3、中长期贷款比重回升, M1 反弹可能有政府投资影响

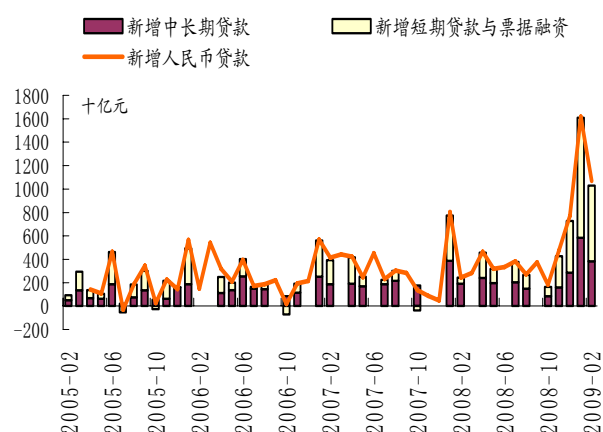
2 月份,新增人民币贷款 1.07 万亿元,基本符合我们周报预测(8000-10000 亿元),但明显高于市场预期(5000-7000 亿元)。而且当月信贷投放出现新特征:中长期贷款比重出现上升,由上月的 32% 上升至 35.6%,但票据融资占比再次上升,由上月的 38.5% 上升至 45%。

2 月末 M1 同比增长 10.87%, 高于前 5 个月水平。我们初步认为 M1 增速反弹可能与当期政府投资增速大幅增长有关。此外,由于 M1 领先 CPI 6 个月,因此今年 8 月份以后通胀压力是否出现上升, 仍要观察 M1 反弹是否可持续。

截至 08 年 12 月末, M3 增长 16.95%, 比 11 月反弹 0.5 个百分点, 是 06 年来的次低水平。由于 M3 领先于工业生产 3-6 个月, 这可能预示今年 3-6 月份的工业生产继续在 6-7% 的低位运行。

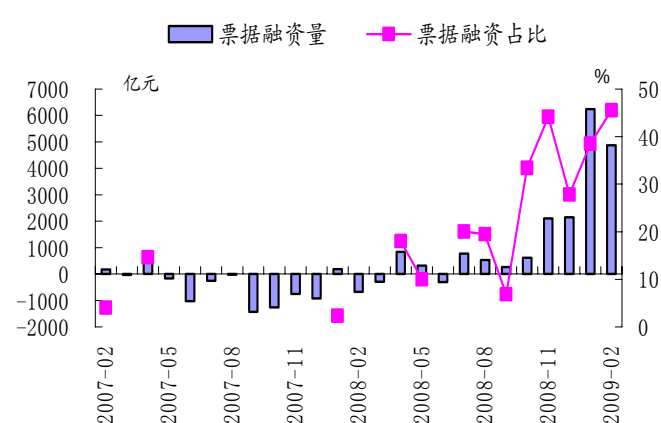
从 08 年四季度央行货币政策报告与近期央行领导人的发言来看, 未来 6 个月内仍会执行宽松的货币政策, 而且认为票据融资猛增具有合理性。我们预计 3 月份, 新增人民币贷款在 7000-8000 亿元左右。

图 11: 月度新增人民币贷款变动



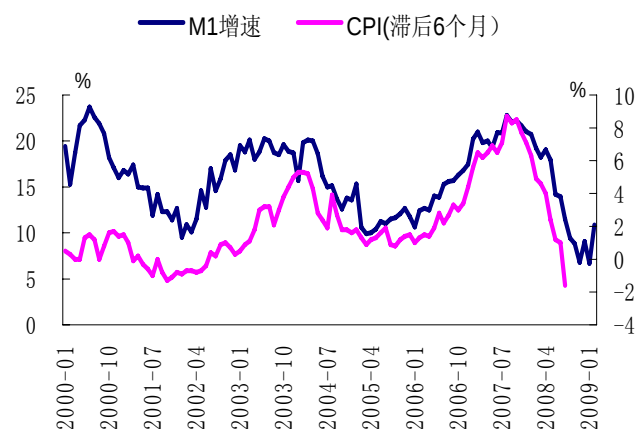
资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 12: 票据融资占比再次上升至 45%



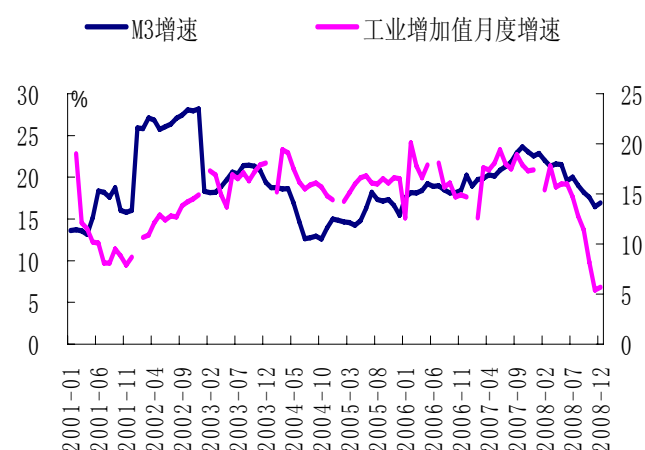
资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 13: 2 月份 M1 增速反弹



资料来源: CEIC 中投证券研究所

图 14: M3 领先于工业生产 3-6 个月



资料来源: CEIC 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

邢微微, 中投证券研究所宏观经济分析师, 金融学硕士。主要研究覆盖国内经济走势, 央行货币政策及人民币汇率。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街1号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434