

“迷惑”的数据难掩“经济下、物价高”态势

——2月份宏观数据点评

发布日期：2011年03月11日

主要观点：

- 2月数据几乎全部超预期，但我们认为，投资和工业增加值增速并不反映真实趋势，总体看仍是“经济下、物价高”的格局。
- CPI上涨4.9%，略超市场预期。上涨原因还在于食品价格，尤其是下游加工食品的上涨。而PPI上涨7.2%，远高于市场预期，CPI在未来2-3个月内成本推动因素将显现。但是我们认为物价大幅走高的可能性相对较小：
- 原因在于：（1）农产品价格呈回落态势；（2）市场担心的服务价格大幅上涨趋势没有形成；（3）PPI的上涨有望触顶。预计二季度前更多月份的CPI将在4.5-5%区间运行，不排除个别月份突破高点。但如果4、5月份不出现大的干旱，跃升过5.5%可能性较小。
- 投资增长24.9%，仅是“假象”，实际上投资增速回落。投资高增长完全在于统计口径的调整，回归原有口径后，城镇固定资产投资仅增长21%左右，回落明显。回落的因素主要是财政政策退出和信贷收紧的结果。但民间投资积极性的回升以及原有投资项目的延续将稳定投资增速，而坚挺的房地产投资在二季度末或出现回调。维持全年投资增速21%左右的判断。
- 工业增加值增长14.1%也是“假象”。统计口径调整后，工业增加值更体现了大中型企业的生产。而根据经验，经济回落时期，大企业好于小企业，数据并不能全面反映生产趋势。而产销率的下降表明生产仍将处于调整。
- 消费超预期回落。累计同比下降3.3个百分点，远超预期。一部分是春节的季节性因素；二是消费政策退出对消费影响大于预期，符合消费回落判断。3月份将反弹。
- “经济下、物价高”的格局使政策调控面临更大的两难选择。以积极财政政策稳增长将是首选，相应的区域经济、保障房、民生、新兴产业等领域有望加大、加快扶持。而稳健货币政策将维持一定调控力度，维持上半年顶多提高一次准备金率和加息一次的判断。

分析师：宏观组

证书编号：S0550511020001

联系人：王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: wanggb@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20

邮编：200002

主要事件:

统计公布 1、2 月份宏观数据。其中, 1-2 月份, 规模以上工业增加值同比增长 14.1%, 比 2010 年 12 月份加快 0.6 个百分点。1-2 月份, 固定资产投资 (不含农户) 17444 亿元, 同比增长 24.9%。全国房地产开发投资 4250 亿元, 同比增长 35.2%。1-2 月份, 社会消费品零售总额 29018 亿元, 同比增长 15.8%, 比 2010 年 12 月份回落 3.3 个百分点。

2 月份, 居民消费价格同比上涨 4.9%, 工业生产者出厂价格同比上涨 7.2%

点评:

一、物价上涨压力仍较大, 但不支持大幅上升

CPI 上涨主要来自于三方面的因素: 食品价格、居住价格以及成本推动的下游工业品价格上升。

农产品价格在 1 月中旬突破 2008 年 2 月初的高点 180 水平后, 持续走高, 并在 2 月 2 日到达 196 的历史高点, 而后随后回落, 但 2 月份始终维持为 186 以上, 2 月份农产品价格指数全月高达 190.51, 环比上涨 2.46%, 同比上涨 10.7%。在农产品价格推动下, 食品价格 2 月份同比增长 11%, 拉动 CPI 上涨 3.3 个百分点, 贡献了 CPI 上涨的 67%, 比 1 月份提高 0.6 个百分点。CPI 上涨由食品推动的格局没有改变。

而 PPI 上涨将成为 CPI 后期上涨的成本推动因素。2 月份 PPI 创下危机以来上涨 7.2% 的新高。PPI 上涨主要是输入性通胀压力, 即大宗商品的大幅上涨。2 月份主要金属价格继续创新高, 其中锡和镍环比涨幅高达 21.6% 和 16.73%。而原有价格更是突破 100 美元的大关。

表 1: 主要金属价格在 2 月份大幅上涨

	LME3 个月 铜	LME3 个月 铝	LME3 个月 锌	LME3 个月 铅	LME3 个月 锡	LME3 个月 镍
12 月价格	9126.33	2371.21	2296.45	2422.52	26069.17	24158.10
1 月价格	9528.90	2457.95	2387.95	2549.68	27393.20	25641.75
2 月价格	10388.05	2673.37	2628.68	2708.76	33311.84	29932.11
1 月环比增长	4.41	3.66	3.98	5.25	5.08	6.14
2 月环比增长	9.02	8.76	10.08	6.24	21.61	16.73
2 月环比涨幅增减	4.61	5.11	6.10	0.99	16.53	10.59

资料来源: wind, 东北证券

我们认为, 当期物价的走势反映了上涨压力的高企, 农产品价格依旧维持在较高水平, 同比涨幅预计仍在 10%, 而 PPI 的上涨带来的成本压力继续增加。但是我们认为物价大幅走高的可能性相对较小:

第一, 农产品价格持续回落。随着天气的好转, 下降趋势有望保持。在农产品回落的情况下, 下游的食品价格上涨幅度将缩小。因此, 我们认为 3 月份 CPI 环比出现负增长仍是可能。如果 4、5 月份不出现大的干旱情况, 上年突破 5.5% 的界限可能性较小。

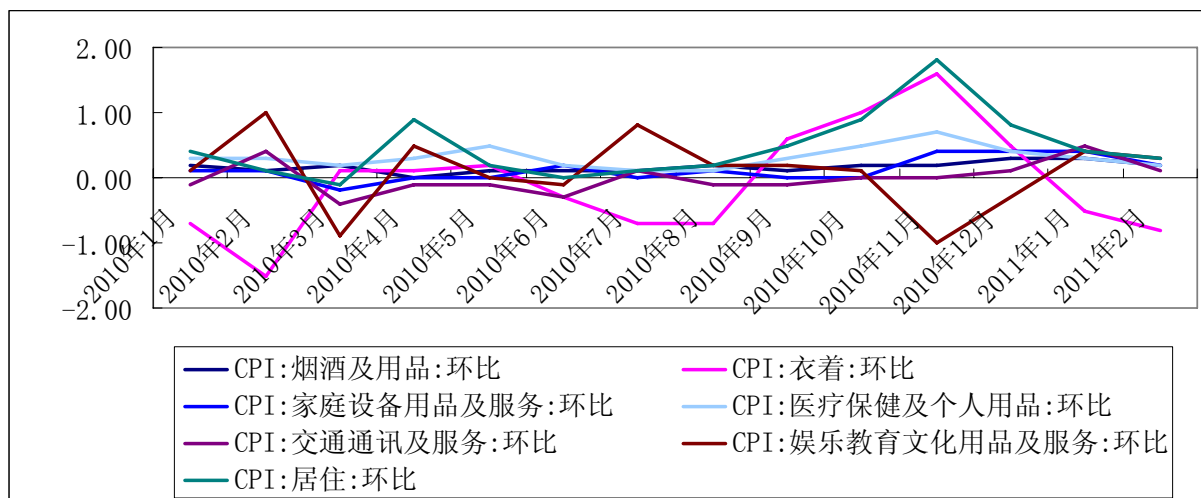
第二, 市场担心的服务价格大幅上涨的态势没有形成。2 月份 CPI 各分项的环比增速都出现了不同程度的回落。包括房租价格也并未出现明显调升。因此, 服务价格难以大幅提高。

第三, PPI 的上涨有望触顶。触顶的理由在于内外部条件的改变。从内需情况看, 我国经济增速仍将下行, 需求端不支持大幅上涨。而当前 PPI 上涨主要是国际大宗商品价格的大幅上涨。从目前看, 全球经济复苏不支持大宗商品大幅回落, 但大幅上升的空间有限。随着油价的回落, PPI 短期内回落的可能性较大。

根据当前的走势, 我们认为后期物价主要在 4.5-5% 的高位运行, 不排除个别月份升至

5-5.5%之间，但是总体上看难以突破5.5%的水平。

图 1：服务价格并未出现持续调升的情况



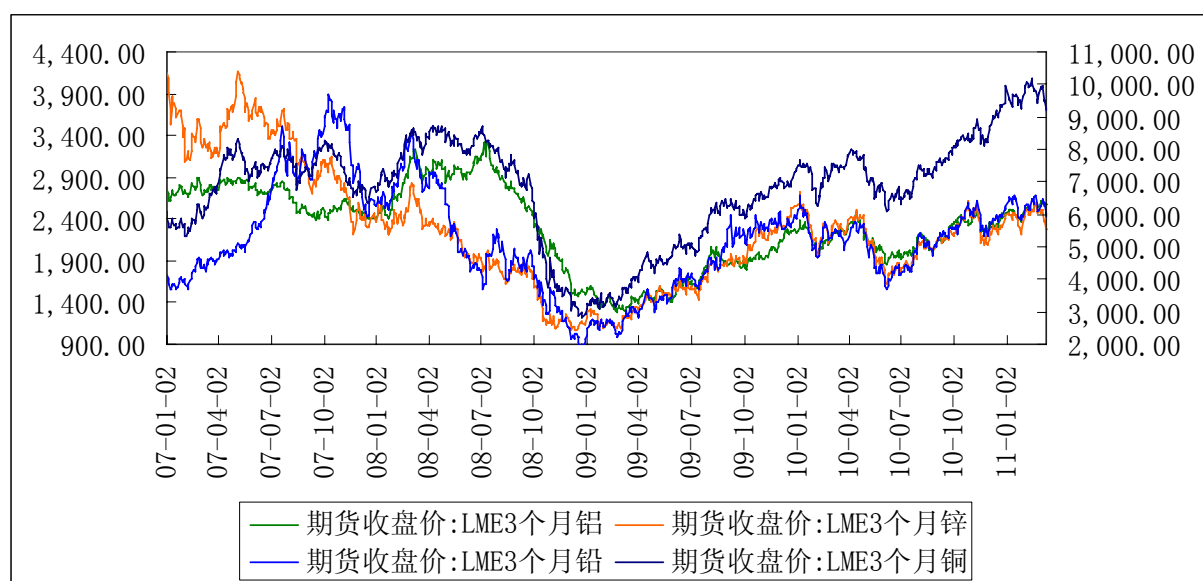
资料来源：wind，东北证券

图 2：农产品维持高位，但呈回落态势



资料来源：wind，东北证券

图 3: 金属价格有见顶迹象

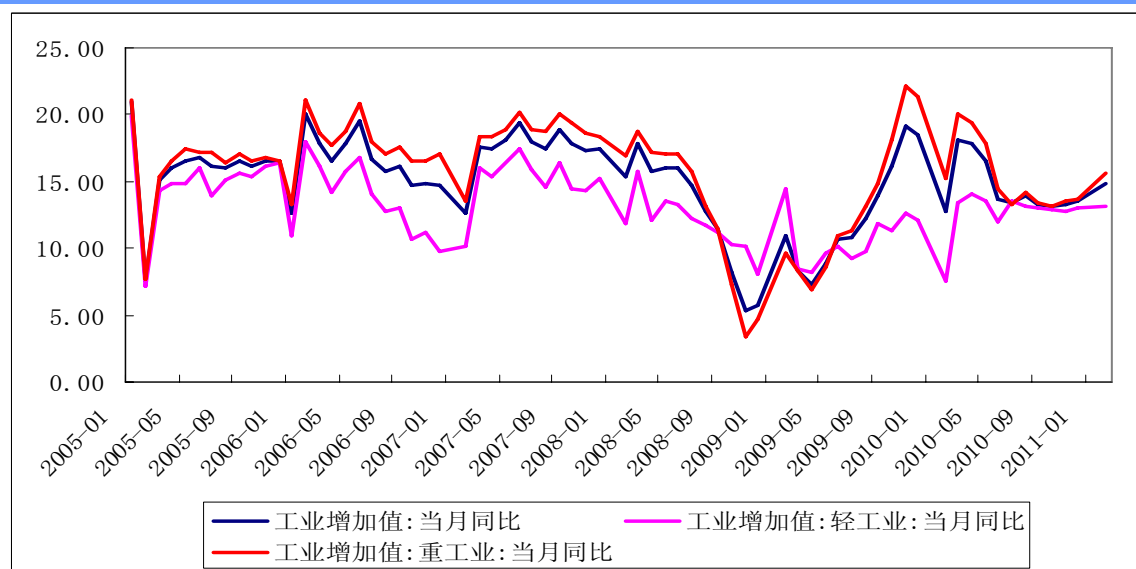


资料来源: wind, 东北证券

二、“迷惑”的工业增加值增速不代表工业增速加快，工业增速趋缓是方向

1-2 月份，规模以上工业增加值同比增长 14.1%，比 2010 年 12 月份加快 0.6 个百分点。工业生产似乎又在加快！但是我们认为 2 月份工业增加值增速主要是统计口径的调整，不代表工业增速加快！

图 4: 新的统计口径下工业增加值增速明显加快



资料来源: wind, 东北证券

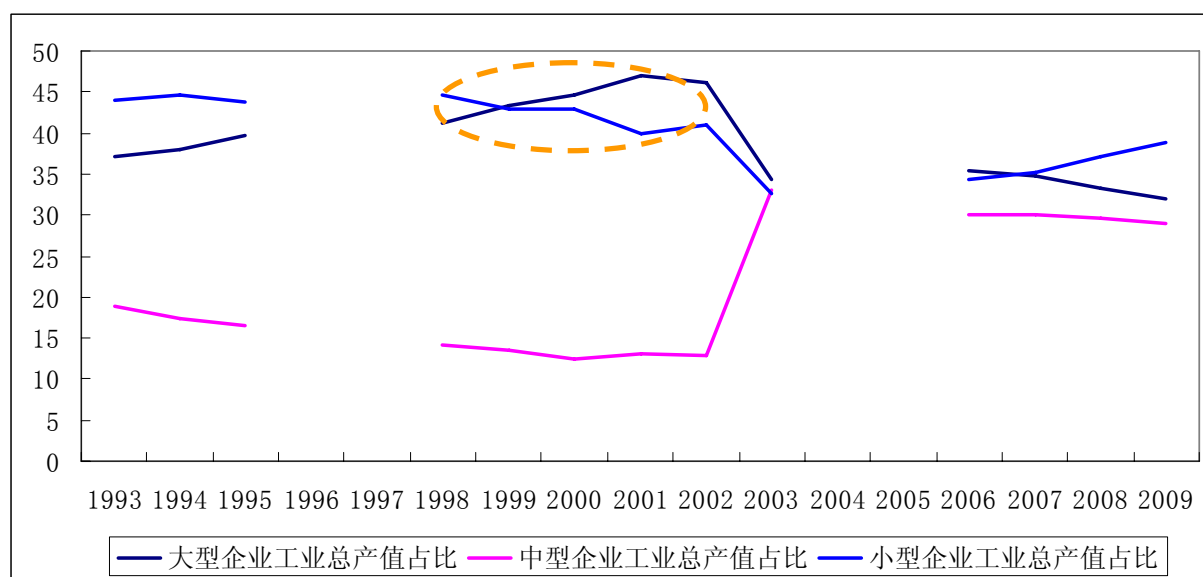
经国务院批准，国家统计局从 2011 年 1 月起提高工业、固定资产投资统计起点标准，其中纳入规模以上工业统计范围的工业企业起点标准从年主营业务收入 500 万元提高到 2000 万元。由于没有具体的分级别统计，我们难以精确统计此标准提高后剔除掉多少的工业企业及工业增加值。为了做一定的比较，我们利用大中小型企业来修正数据。根据我国大中型企业的划分标准，销售额 3000 万元以下的为小型企业。那么，按照新的规模以上工业企业标准，我国一大部分的小

企业将被剔除。

而根据我国大中小企业在不同经济时期的表现，我们发现在经济增速下滑的时候，我国小企业受到冲击是最大的，而相反大中型企业更容易得到国家扶持政策支持。在上一轮经济周期中，小企业的总产值比重从1998年的44.5%左右下降至2001年的39.9%，而大型企业却从41.3%提高到47%。因此，我们在当前的背景下，提高规模以上工业企业的标准，反映的是大中型企业的生产规模。此比例的提高不意味着工业生产的增加，虽然不能判断说是更坏，但不能确认提高。

并且，我们认为判断工业生产是否持续改善的重要先行指标是产销率。1-2月份，工业企业产品销售率为97.7%，比上年同期提高0.4个百分点，但是比去年12月份下降1个百分点。因此，工业生产并不会出现明显的回升，反而继续小幅回落的可能性更大。

图 5：在下行经济周期，大企业生产好于小企业



资料来源：wind，东北证券

三、“迷惑”的投资高增速源于统计口径的扩大，城镇投资增速实际降至 21%左右

(1) 回归原口径统计，投资明显下降

1-2 月份，固定资产投资（不含农户）17444 亿元，同比增长 24.9%。貌似增加的固定资产投资实际上来源于统计口径的扩大。根据统计的公告，2011 年月度固定资产投资统计制度进行了完善，即将月度投资统计的范围从城镇扩大到农村企事业单位，并将这一统计范围定义为“固定资产投资（不含农户）”。从统计口径的调整看，本次公布的 2 月份固定资产投资中涵盖了农村投资（非农户）。而从历史数据看，非农户完成的农村投资占城镇和非农户的投资比例在 10.36-12.5%之间，考虑到当前对农业和农村以及水利设施的建设，2011 年前两个月非农户完成的投资所占比例至少在 10%以上。如果按 10%的比例剔除，那么城镇投资完成额在 15700 亿元左右，对比 2010 年 13014 亿元的投资规模，同比增速 20.7%。显然该数据不仅远低于公布的 24.9%的数据，也低于 23% 的市场预期。我们认为在信贷紧缩和 4 万亿财政投资减少情况下，投资增速下降是正常的结果。

表 2：城镇投资和非农户完成的农村投资情况

	城镇固定资产投资完成额	农村固定资产投资完成额:非农户	城镇投资占比 (%)	非农户农村投资占比 (%)
2000	26,221.80	3,791.60	87.37	12.63
2001	30,001.20	4,235.70	87.63	12.37
2002	35,488.80	4,887.90	87.89	12.11

2003	45,811.70	6,554.00	87.48	12.52
2004	59,028.20	8,086.60	87.95	12.05
2005	75,095.10	9,737.90	88.52	11.48
2006	93,368.70	12,193.30	88.45	11.55
2007	117,464.50	14,736.20	88.85	11.15
2008	148,738.30	18,138.30	89.13	10.87
2009	193,920.40	23,243.90	89.30	10.70
2010	241,414.90	27,910.92	89.64	10.36
2011-2	15699	1744	90	10

资料来源: wind, 东北证券

(2) 城镇投资增速下降仍是趋势, 但总体平稳

对投资下降的判断主要是在信贷紧缩下, 投资预期的改变以及财政投资的逐渐退出的影响。

我们可以发现, 2011 年前两个新开工项目已经出现了大的下降, 1-2 月份新开工项目计划总投资 9264 亿元, 同比下降 23.6%。但是从总体的趋势看, 2011 年投资不会出席大的下降, 稳定因素来自于两个方面:

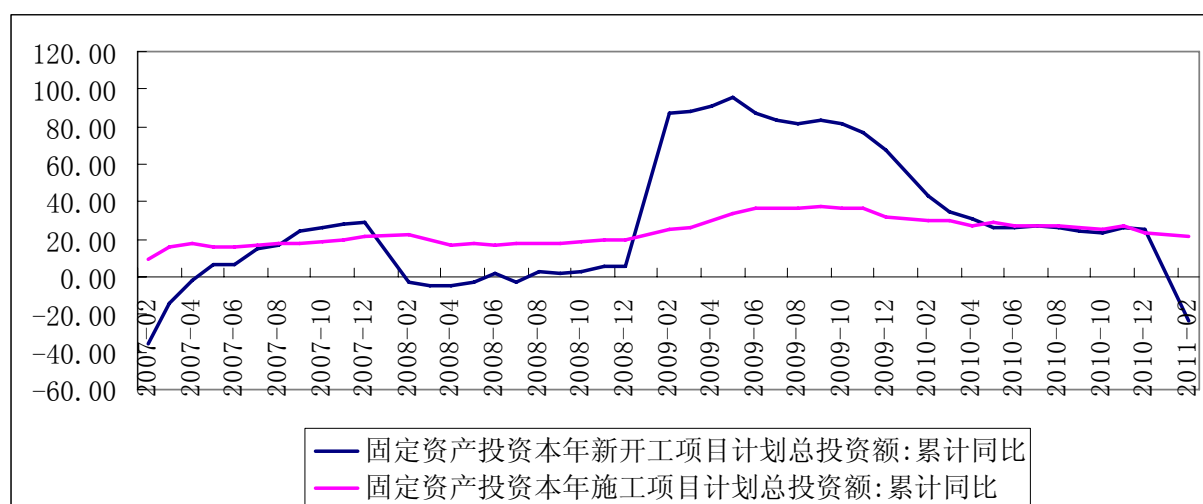
一是 2011 年大量投资项目要维持开工建设, 1-2 月份, 施工项目计划总投资 260031 亿元, 同比增长 21.4%, 即反映了比较稳定的投资趋势。

二是民间投资积极性依旧较高。1-2 月份, 除了国有及国有控股企业外, 民营性质的企业投资增速都出现了较大幅度的提高。其中提高最显著为非国有内资企业, 累计同比提高 56.3%, 同时, 港澳台资企业和外商投资企业都出现了较快的提高。民间投资积极性的提高有助于稳定投资增速。

而中央和地方项目的增速明显反映了民间投资的稳定和财政投资的渐退情况。前两个月, 中央项目投资进增长 6.3%, 增速回落 2.6%; 而地方投资项目为 26.9%, 提高 0.6 个百分点。

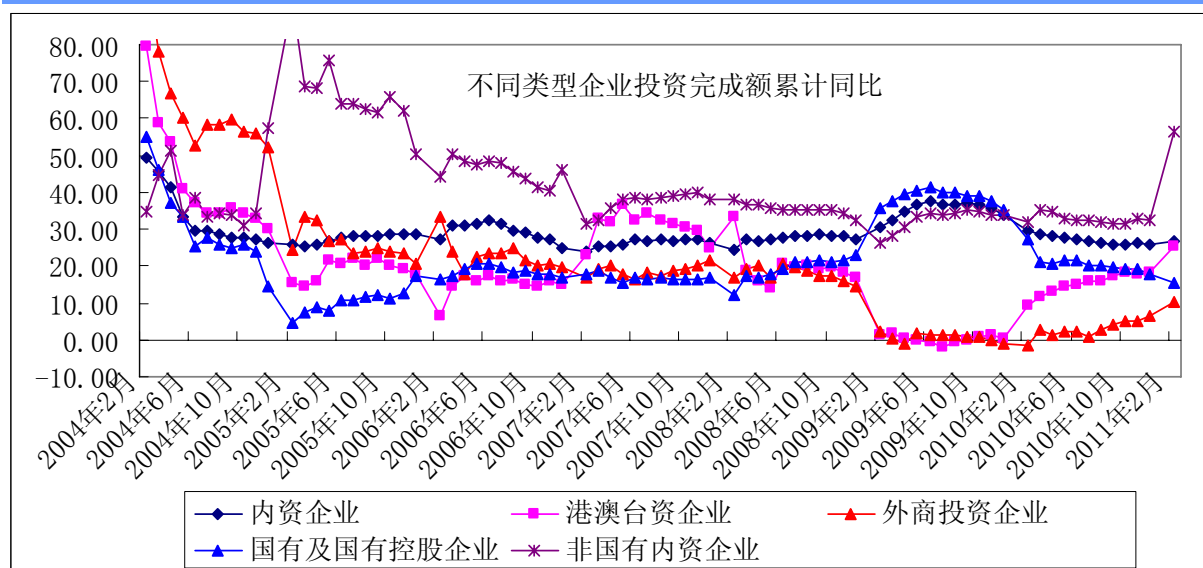
因此, 总体上看, 我们认为 2011 年投资增速将下降, 维持原来在 21%左右的判断。

图 6: 新开工项目计划投资大幅下降



资料来源: wind, 东北证券

图 7：非国有内企业投资同比增长反映民间投资积极性较高

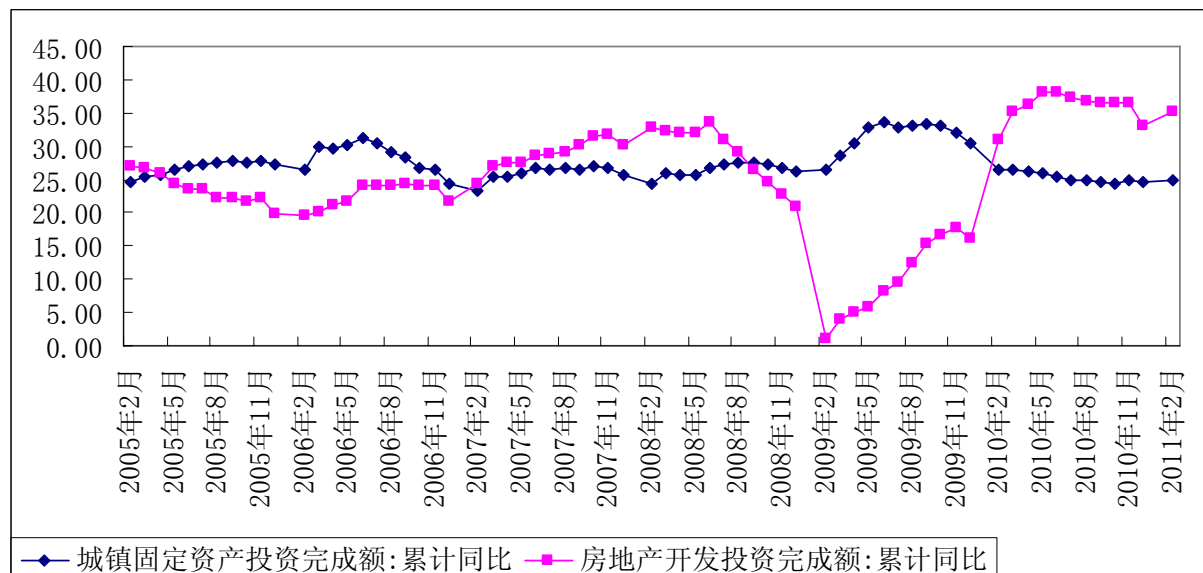


资料来源：wind，东北证券

（3）房地产投资增速不减，但存调整的可能

前两个月，房地产投资同比增长 35.2%，比去年 12 月份提高 2 个百分点。1 月份出台的限购政策等严厉的调控政策并未明显体现。但是，我们认为，房地产投资仍存在不确定的因素，新一轮的房地产调控政策效果如何？对房地产商的投资行为将产生多大的影响还不是很明确。但是根据 2010 年的调控情况看，政策出台需要 3-4 个月左右的消化，那么房地产开发投资的增速下降程度需要到 2011 年的 5、6 月份才能明确。但是商品房开发投资下降将是大概率事件，但是大量保障房的开工建设，将在一定程度上弥补。

图 8：房地产投资维持较高增速



资料来源：wind，东北证券

四、消费增速大幅回落，季节性和消费疲软双重作用

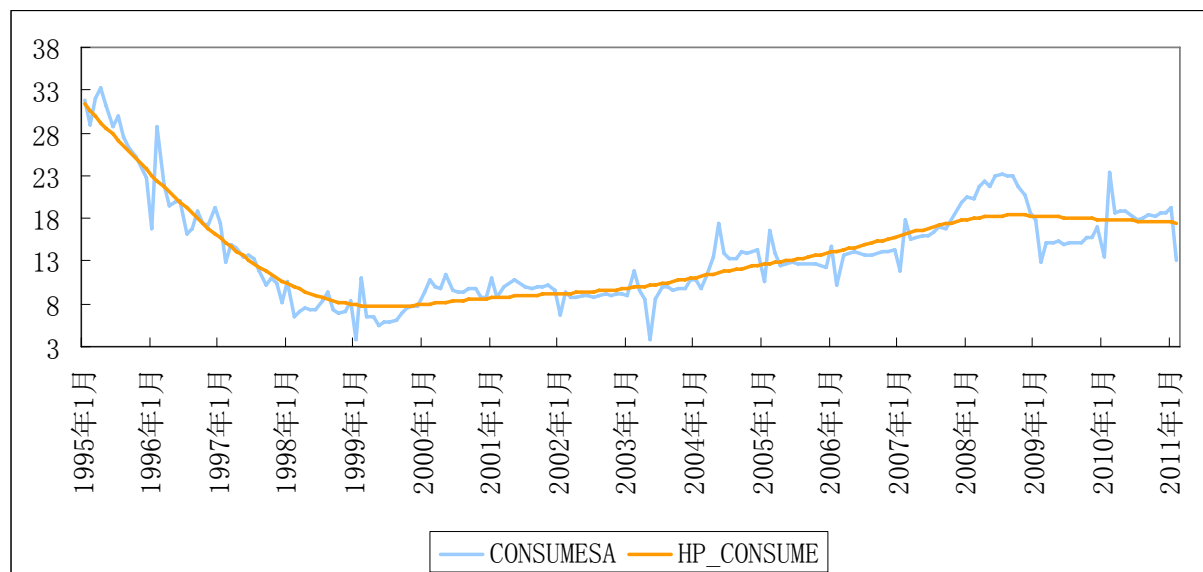
1-2 月份，社会消费品零售总额 29018 亿元，同比增长 15.8%，比 2010 年 12 月份回落 3.3 个百分点。其中，限额以上企业（单位）消费品零售额 12724 亿元，增长 20.7%。

2月份消费的大幅度回落主要在于季节性的调整。2月初的春节假期导致假期消费大幅提前至1月份消费，这导致1月份消费同比增长19.9%，创下危机以来的高点。

但是2月份的消费回落远超历史水平，累计同比比去年12月份下降3.3个百分点，说明消费动力明显减弱。而减弱因素在于消费政策的退出导致了相关消费品的减少。最显著的代表为汽车、家电等行业。其中汽车增速下降33个百分点至增长4.2%，而家电增速下降28.4个百分点至6.3%。显然，汽车下乡、税收优惠政策的取消以及家电下乡政策效应的减退，消费出现了一定的疲软。

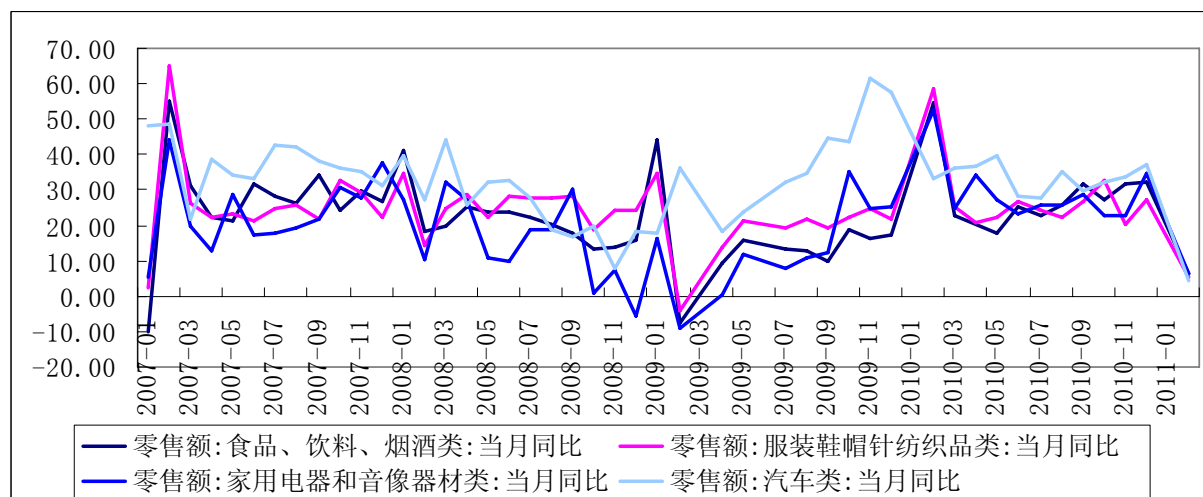
但是，3月份的消费增速将随着季节性因素的消减而反弹。

图9：消费累计同比大幅下降



资料来源：wind，东北证券

图10：汽车、家电等大幅下降



资料来源：wind，东北证券

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。