

全球宽松货币趋势渐成 经济或已离底部不远

——2012 年 2 月宏观经济月报

分析师: 周喜

SAC NO: S1150511010017

2012 年 2 月 6 日

联系人

岳安时

SAC NO: S1150111080015

010-68784232

anshi86@126.com

内容提要:

● 世界经济

1 月份, 世界经济复苏显现一定积极信号: 美国经济数据整体仍在维持良好态势, 欧元区方面在欧债危机风险略微平复的情况下经济回落幅度开始企稳。新兴市场国家仍在延续“软着陆”态势。从 PMI 来看, 不论发达还是新兴经济体均出现回升迹象, PMI 的阶段性底部开始形成, 但仍徘徊于荣枯分界线的态势暗示全球经济复苏仍尚未由企稳达到回升的地步。近期 IMF 以及世界银行相继公布了最新的世界经济预测, 2012 年全球增速被进一步调低。根据 IMF 预测, 全球经济将在 2012 年呈现出“前低后高”态势, 全年增速预计为 3.3%。

央行动态方面, 美联储 1 月议息会议宣布将 0-0.25% 的超低联邦基金利率至少延长到 2014 年下半年, 刚刚发布的非农就业数据以及失业率表明美国就业市场持续好转, 大大减轻美联储短期推出 QE3 的预期, 评估当前通胀以及经济形势, QE3 的推出可能要到下半年。欧元区方面, 月底召开的欧盟峰会成果再度乏善可陈, 希腊债券谈判以及即将到来的各国偿债高峰令市场仍存担忧, 预计欧央行一季度仍将由有一次降息举动。新兴市场国家方面, 1 月份巴西、菲律宾和泰国降息, 印度下调存款准备金率。在发达国家延续宽松货币政策的背景下, 可以预计越来越多新兴市场国家亦将跟进。

● 中国经济

1 月官方制造业 PMI 为 50.5%, 连续两个月回升, 显示制造业仍处于小幅扩张态势。虽然新订单指数回升以及库存指标显现出积极变化, 但是由于 1 月份春节因素的叠加, 因此我们对于 1 月 PMI 仍持谨慎态度, 经济或仍将继续寻底。

物价方面, 商务部及农业部监测的数据均显示食品价格在 1 月份再度经历了一轮较为显著的上涨。我们维持 1 月 CPI 同比 4.1% 涨幅的预测。

货币政策方面, 央行节前通过逆回购向市场注入 3520 亿元, 且节后一周并未重启央票发行。虽然逆回购已于 2 月初到期, 但是从 SHIBOR 利率来看, 并未出现此前预期的资金面趋紧态势。此前市场预期的节前降准并未实现, 原因在于: 第一, 近期经济数据普遍好于预期减轻了经济回落担忧; 第二, 年末近 1.2 万亿的财政存款切实改善了市场流动性, 也部分对冲了外汇占款回落的短期影响; 第三, 预计 1 月信贷投放达到 1 万亿的可能性较大; 第四, 人民币经历前期逼之后, 近期再度重回升值通道, 且随着国际避险情绪的暂时回落, 外汇占款已经出现回升的可能。因此, 在银行体系资金仍较为宽松的局面下, 央行或将维持“稳中有松”的基调, 降准的时点或将略微延后至 2 月中旬。

相关研究报告

宏观经济周报: 经济好于预期 节后资金放松仍可期

“软着陆”趋势下的经济平稳增长——2012 年宏观经济研究报告

目 录

1 世界经济	4
1.1 全球经济复苏显现积极信号，企稳回升尚需时日	4
1.1.1 美国补库存拉动GDP增长，就业市场持续好转	8
1.1.2 欧元区经济略微企稳，欧盟峰会继续乏善可陈	10
1.2 美联储延长超低利率，多国继续考虑降息	13
2 中国经济	16
2.1 经济仍将寻底，但大幅回落担忧减弱	16
2.2 CPI由于春节因素仍高企，2月起或将明显回落	19
2.3 货币政策强调短期灵活性，总体将遵循“稳中有松”原则	21

图表目录

图 1: 全球PMI开始显现筑底回升迹象	4
图 2: 固定投资成发达经济体复苏增长点	4
图 3: IMF全球经济预测	5
图 4: 部分主要国家今明两年经济增速预测	5
图 5: 全球经济较前期有所企稳	7
图 6: 美日经济均现积极变化	7
图 7: 欧元区及其主要国家略有好转	7
图 8: “金砖四国”分化现象愈加严重	7
图 9: 1月欧元区ZEW指数大幅回升	7
图 10: 美日经济景气度均有所回升	7
图 11: 美国第四季度GDP初值不及预期	9
图 12: 1月制造业PMI继续回升	9
图 13: 非农人数增长大超预期	10
图 14: 失业率意外回落	10
图 15: 1月密歇根大学消费者信心指数继续回升	10
图 16: 人均可支配收入环比大幅回升	10
图 17: 1月制造业PMI显著回升	12
图 18: 德法两国PMI略有分化	12

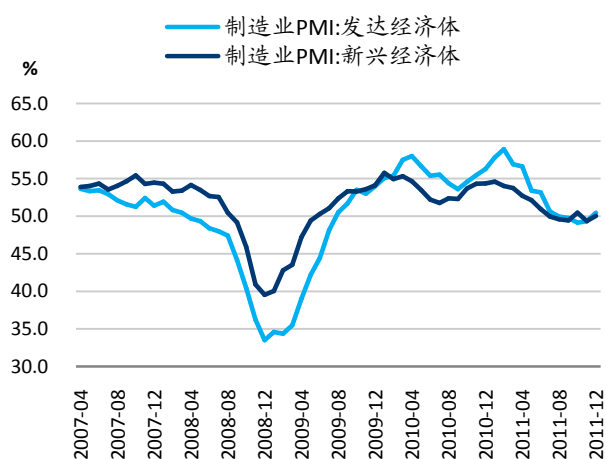
图 19: 11 月工业生产好于预期.....	12
图 20: 不排除欧央行继续降息可能.....	12
图 21: 国际大宗商品价格近期持续反弹.....	15
图 22: 美元指数 1 月整体回落.....	15
图 23: 美 12 月 CPI 回落, 但核心 CPI 仍居高不下.....	15
图 24: 欧元区通胀压力略有回落.....	15
图 25: 四季度 GDP 增速超出市场预期.....	16
图 26: 投资与消费贡献率大体持平, 净出口成拖累.....	16
图 27: 工业增加值反弹或为暂时.....	18
图 28: 房地产投资继续拖累整体投资增速.....	18
图 29: 消费增速大幅回升部分受季节因素影响.....	18
图 30: 出口增速下滑幅度符合预期, 未来仍将回落.....	18
图 31: PMI 回升, 但趋势仍处回落态势.....	18
图 32: 库存指数向好, 但由于春节因素仍待观察.....	18
图 33: 食品价格略有反弹.....	20
图 34: 猪肉和蛋价格经历了显著的回落.....	20
图 35: 1 月份农产品价格再度经历显著上涨.....	20
图 36: 猪粮比近期高位徘徊.....	20
图 37: 生猪存栏稳步提高, 为节后价格回落奠定基础.....	20
图 38: 1 月翘尾因素为全年最高.....	20
图 39: 12 月 M1 与 M2 走势基本符合预期.....	22
图 40: 2011 全年新增贷款 7.47 亿元.....	22
图 41: 节前逆回购已于近日到期.....	22
图 42: SHIBOR 利率并未过多受逆回购到影响.....	22
表 1: OECD 领先指标概览 (%).....	5
表 2: 1 月 Sentix 指数概览.....	6
表 3: 美国第四季度 GDP 初值分项贡献度 (%).....	8
表 4: 美国 1 月制造业 PMI 分项指数概览 (%).....	9
表 5: 欧洲工业生产环比增长 (%).....	11
表 6: 1 月全球央行动态.....	13
表 7: 美国 12 月 CPI 分项指标概览 (%).....	14
表 8: 下期央行会议一览.....	15
表 9: 12 月 CPI 分项数据概览 (%).....	19
表 10: 1 月主要经济指标预测.....	22

1 世界经济

1.1 全球经济复苏显现积极信号，企稳回升尚需时日

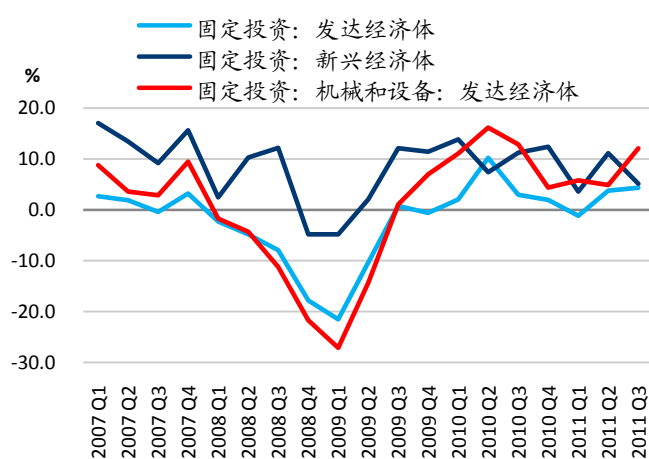
从 2011 年底至今，从我们跟踪的一系列指标来看，世界经济复苏显现一定积极信号：美国方面经济数据整体仍在维持良好态势，欧元区方面 PMI 开始阶段性筑底，多项数据超出市场预期，显示在欧债危机风险略微平复的情况下经济回落幅度开始企稳。以中国为首的新兴市场国家仍在延续“软着陆”的态势，世界经济整体较去年二、三季度有所好转。从经济先行指标 PMI 来看，不论发达还是新兴经济体均出现回升迹象，PMI 的阶段性底部开始形成，但仍徘徊于荣枯分界线的态势暗示全球经济复苏仍尚未由企稳达到回升的地步。而伴随着全球贸易持续疲弱以及各国内需不振，固定资产投资，尤其是在发达国家方面，成为支撑近期经济企稳的着力点。美国第四季度 GDP 中私人固定资产投资的大幅增长与这一情况是吻合的。

图 1：全球 PMI 开始显现筑底回升迹象



资料来源：IMF，渤海证券研究所

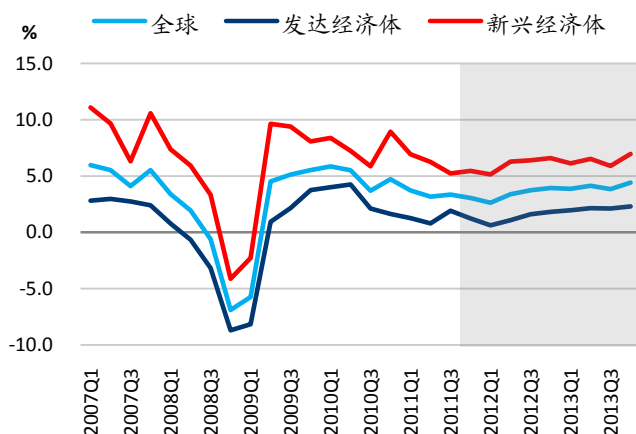
图 2：固定资产投资发达经济体复苏增长点



资料来源：IMF，渤海证券研究所

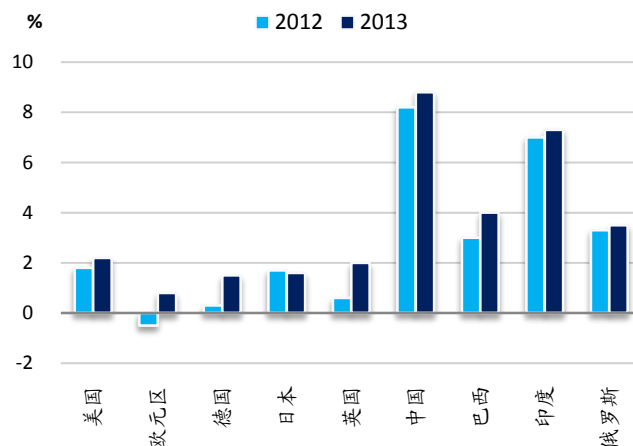
近期 IMF 以及世界银行相继公布了最新的世界经济预测，2012 年全球增速被进一步调低。根据 IMF 预测，全球经济将在 2012 年呈现出“前低后高”态势，全年在 3.3%，二季度起可能企稳回升，整体延续温和增长态势。分国家看，相比去年 9 月 IMF 预测，只有对美国 2012 年经济增速并未调降，而对其余国家均有不同程度下调。其预测显示，2012 年美国经济增长速率为 1.8%、欧元区将出现负增长，为 -0.5%；中国经济增速被下调至 8.2%，处于预测区间的偏下区间。至 2013 年，全球经济将较今年有所回升，美国温和复苏、欧元区重新回归增长、而中国方面经济增速将继续回升至 9% 左右。世界银行的预测要低于 IMF，2012 年经济增长速率为 2.5%，对欧元区的预测同样为负增长，对于中国来说，其预测 2012 年经济增长速率为 8.4%，略高于 IMF。

图 3: IMF 全球经济预测



资料来源: IMF, 渤海证券研究所

图 4: 部分主要国家今明两年经济增速预测



资料来源: IMF, 渤海证券研究所

近期看, 监测经济未来走势的重要指标——11 月 OECD 领先指标 (CLI) 显示, 全球主要经济体的增长继续逐步放缓, 但环比降幅收窄显示经济企稳态势已经显现。OECD 数据显示, 11 月的领先指标已连续第八个月下降, 当月下跌 0.1 个百分点至 100.1。本期经济增长展望中日本、美国和俄罗斯出现“积极变化”, 其余国家展望仍维持“放缓”。美国 11 月 CLI 指数由 10 月的 101.0 回升到 101.2, 与近期美国经济数据向好的情况一致; 欧元区指数则由 10 月的 98.7 下滑至 98.3, 降幅由上一期的 0.6 个百分点继续收缩至 0.4 个百分点, 欧洲主要国家如德、意、英、法 CLI 指数虽仍有所下降, 但降幅均有所收窄, 这与近期欧债危机的暂时缓和有密切关系; 日本经济情况亦现积极变化, 其指数由维持在 10 月的 101.5; “金砖四国” CLI 仍延续分化, 巴西指数继续下滑, 而印度降幅缩小, 中国指数仅回落 0.1 个百分点, 继续体现“软着陆”趋势。

表 1: OECD 领先指标概览 (%)

	领先指标			环比			增长展望
	2011-09	2011-10	2011-11	2011-09	2011-10	2011-11	
OECD	100.4	100.2	100.1	-0.4	-0.2	-0.1	放缓
欧元区	99.3	98.7	98.3	-0.8	-0.6	-0.4	放缓
亚洲五国*	99.3	99.1	98.9	-0.3	-0.2	-0.2	放缓
G7	100.5	100.3	100.2	-0.4	-0.2	-0.1	放缓
加拿大	99.6	99.3	99.1	-0.4	-0.3	-0.2	放缓
法国	98.9	98.5	98.2	-0.7	-0.5	-0.3	放缓
日本	101.6	101.5	101.5	-0.2	-0.1	0.0	积极变化
德国	99.6	98.6	97.9	-1.2	-1.0	-0.8	放缓
意大利	97.1	96.3	95.8	-1.1	-0.8	-0.5	放缓
英国	99.4	98.8	98.4	-0.7	-0.6	-0.4	放缓
美国	101.0	101.0	101.2	-0.2	0.0	0.2	积极变化

巴西	94.9	94.2	93.3	-1.1	-0.9	-0.8	放缓
中国	100.2	100.1	100.0	-0.1	-0.1	-0.1	放缓
印度	94.3	93.8	93.6	-0.7	-0.5	-0.3	放缓
俄罗斯	102.2	102.3	102.5	0.0	0.1	0.2	积极变化

注：亚洲五国为中国、印度、印度尼西亚、日本和韩国。

资料来源：OECD，渤海证券研究所

从市场情绪来看，投资者对未来世界经济复苏情况所持态度较上月继续有所好转。研究机构 Sentix 公布的数据显示，全球投资者信心指数由 12 月的 -7.3 回升至 1 月的 1.8。投资者对于美国经济信心回升较快，而欧元区由于经济暂时企稳，投资者信心有所回升，但从现况指数看，欧元区投资信心仍不容乐观。此外，本月公布的主要经济体 ZEW 经济景气指数亦均出现好转，欧元区指数在经历去年 8 月份的暴跌后，本月出现大幅度回升，而美国和日本 ZEW 经济景气指数均从本期由负转正。

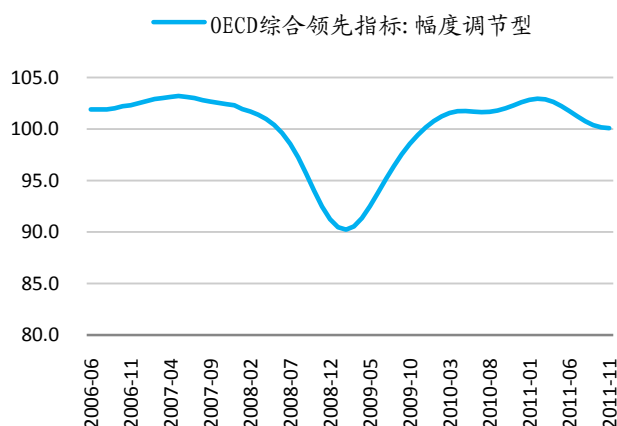
表 2：1 月 Sentix 指数概览

	Sentix 投资者信心指数		Sentix 现况指数		Sentix 预期指数	
	2011-12	2012-01	2011-12	2012-01	2011-12	2012-01
全球综合	-7.3	1.8	-1.8	9.2	-12.6	-5.3
欧元区	-24.0	-21.1	-17.3	-18.8	-30.5	-23.5
美国	-6.4	5.6	-3.8	8.5	-9.0	2.8

资料来源：Sentix，渤海证券研究所

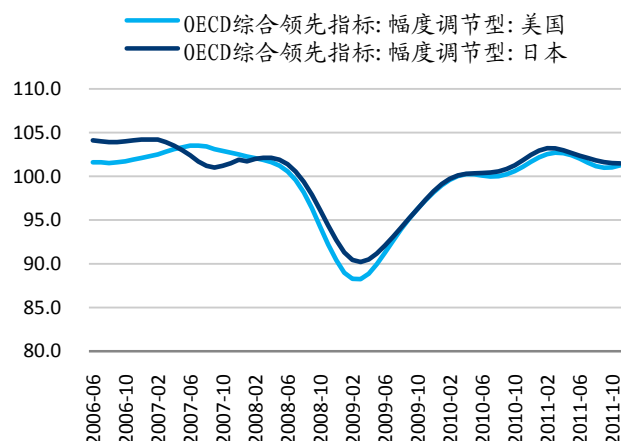
四季度由于美国经济的回暖以及欧元区方面债务危机的暂时缓和，发达国家表现成为近期支撑全球经济的亮点，新兴市场国家方面整体回调态势仍未改变。展望未来，我们认为全球经济尚需时间以继续筑底，这期间风险在于美国经济回暖的延续性以及欧元区债务危机是否会再起波澜。近期成为焦点的美伊之争可能会影响到国际石油价格，进而扰动全球大宗商品价格，从这方面讲，频发的地区冲突和政治因素都将成为世界经济复苏的不确定性。对于 IMF 的本期经济预测，总体上我们认同其对于全球经济增速的判断，但对于中国经济增速，我们认为 2012 年回落至 8.5% 的概率将不会很大。

图 5：全球经济较前期有所企稳



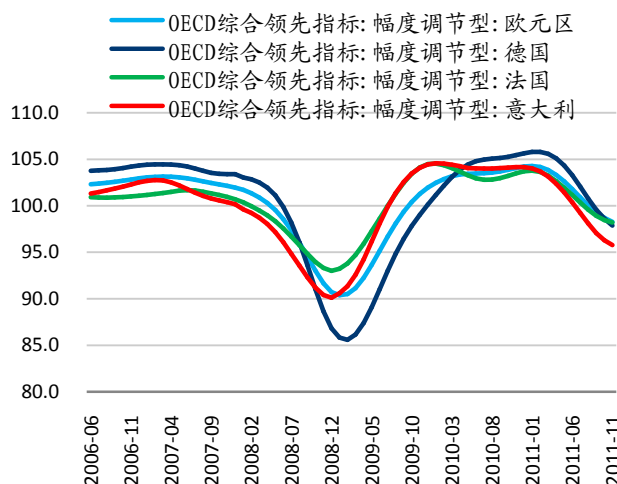
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 6：美日经济均现积极变化



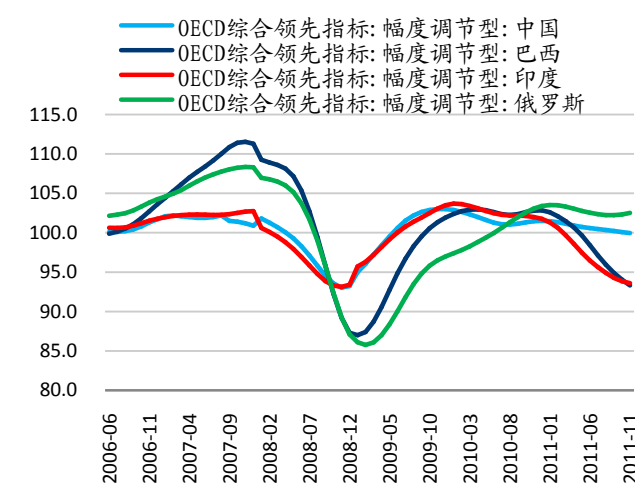
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 7：欧元区及其主要国家略有好转



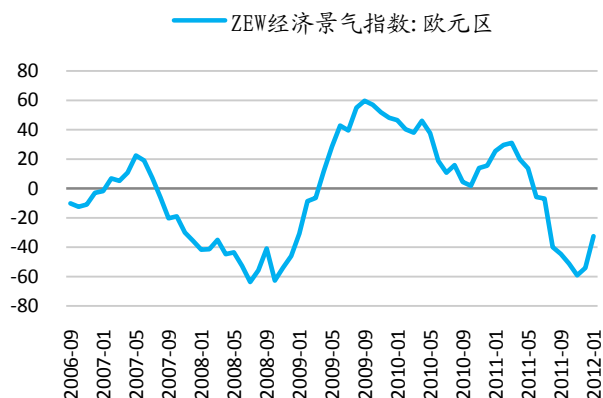
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 8：“金砖四国”分化现象愈加严重



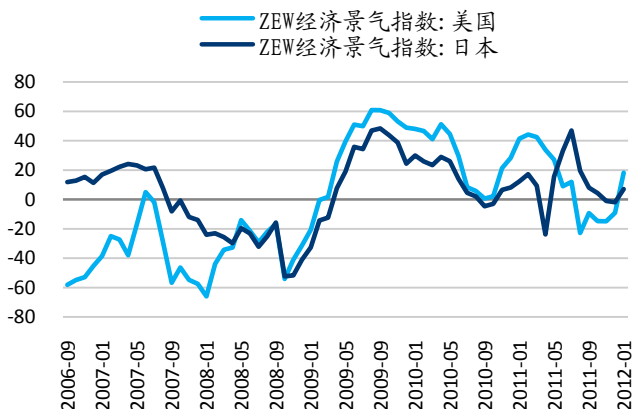
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 9：1 月欧元区 ZEW 指数大幅回升



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 10：美日经济景气度均有所回升



资料来源：wind，渤海证券研究所

1.1.1 美国补库存拉动 GDP 增长，就业市场持续好转

经济增长方面，第四季度美国 GDP 环比折年率增长 2.8%，低于市场预期的 3.0% 的水平。从去年全年看，美国经济呈现出逐季增长态势，从分项贡献度来看，被寄予厚望的个人消费支出贡献度并未出现大的涨幅，前期零售销售以及消费者信心指数屡次好于预期的表现似乎并未给美国经济增长带来超预期的贡献，接下来 GDP 还将经过两次修正，个人消费支出项有被上修的可能，但我们认为即使上修幅度亦将不会很大，因为从去年下半年以来，消费者个人可支配收入增速以及美国平均每小时工资增速是持续下滑的，从这个角度讲，个人消费支出在第四季度以及接下来的几个季度中都可能不会出现实质性涨幅。

本次拉动 GDP 增长的主要原因是私人存货的大幅增加，其对 GDP 的贡献度由第三季度的-1.35%增加至 1.94%，这一大幅增加与四季度美国工业生产的恢复是吻合的，即，国内企业经历了一轮较为明显的阶段性补库存过程，但是，由此带来的问题是，一旦需求端出现问题，现有库存的积压将很容易拖累未来经济增速，而从当前美国个人消费情况看，这一隐忧确实存在。

表 3: 美国第四季度 GDP 初值分项贡献度 (%)

	2010-Q4	2011-Q1	2011-Q2	2011-Q3	2011-Q4
GDP	2.3	0.4	1.3	1.8	2.8
个人消费支出	2.48	1.47	0.49	1.24	1.45
商品	1.87	1.10	-0.38	0.33	1.34
服务	0.61	0.36	0.87	0.90	0.10
国内私人总投资	-0.91	0.47	0.79	0.17	2.35
固定资产投资	0.88	0.15	1.07	1.52	0.41
私人存货变化	-1.79	0.32	-0.28	-1.35	1.94
产品和服务净出口	1.37	-0.34	0.24	0.43	-0.11
出口	0.98	1.01	0.48	0.64	0.64
进口	0.39	-1.35	-0.24	-0.21	-0.75
政府消费支出和总投资	-0.58	-1.23	-0.18	-0.02	-0.93

资料来源：BEA，渤海证券研究所

2 月 1 日 ISM 公布的 1 月制造业 PMI 指数为 54.1%，较上月增长 1.0 个百分点，但略低于市场预期的 54.5%。分项来看，生产指数回落了 3.2 个百分点，原因在于，圣诞节后终端需求有所回落。但从新订单情况看，2.8 个百分点的升幅说明美国制造业当前仍能保持较为乐观增长，且从自有库存和原材料库存指标来看，本月均经历了较为明显的上涨，自有库存已经接近于扩张区间，即企业生产意愿仍在逐步提高，四季度 GDP 初值中体现出来的企业阶段性补库存状态仍有可能延续。价格指数的回升体现了近期大宗商品价格反弹的趋势，且由萎缩转为扩张区间为美国企业控制前端生产成本带来较为不利的影响。

表 4: 美国 1 月制造业 PMI 分项指数概览 (%)

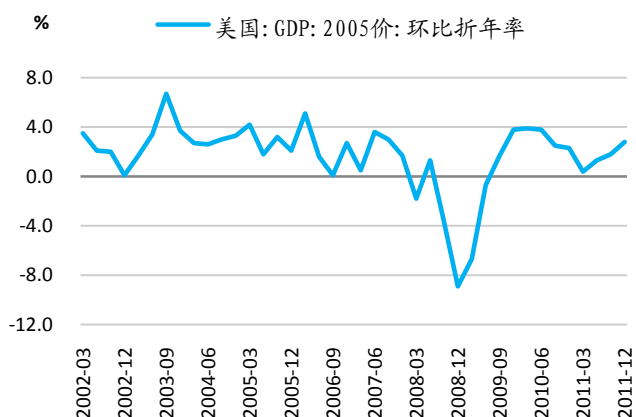
指标	2012-01	2011-12	变化率	方向	变化速度	趋势
PMI	54.1	53.1	+1.0	增长	加快	30
新订单	57.6	54.8	+2.8	增长	加快	33
生产	55.7	58.9	-3.2	增长	减缓	32
就业	54.3	54.8	-0.5	增长	减缓	28
供应商供货	53.6	51.5	+2.1	放缓	加快	31
自有库存	49.5	45.5	+4.0	收缩	减缓	4
客户库存	47.5	42.5	+5.0	过低	减缓	2
价格	55.5	47.5	+8.0	上升	由收缩转为增长	1
积压库存	52.5	48.0	+4.5	增长	由收缩转为增长	1
出口	55.0	53.0	+2.0	增长	加快	3
进口	52.5	54.0	-1.5	增长	减缓	2
经济总览				增长	加快	32
制造业部门				增长	加快	30

注：“趋势”代表在该方向上持续的月份。

资料来源：ISM，渤海证券研究所

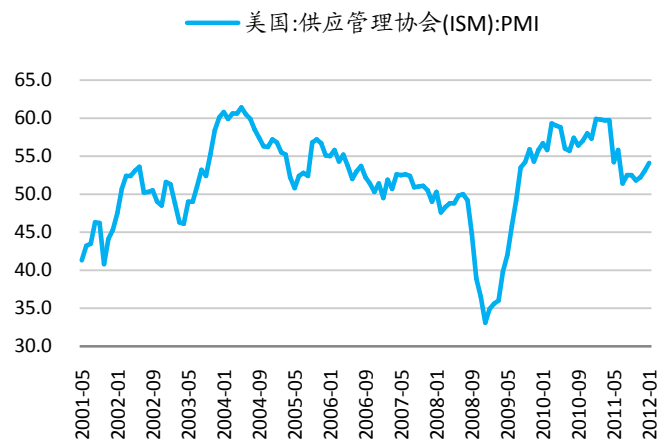
就业市场方面，近期良好表现得以延续，3 日公布的美国 1 月非农就业人数大增 24.3 万人，超出上期的 20 万人以及市场预期的 15 万人；另外，失业率也由 8.5% 意外下滑至 8.3%。良好的就业数据与近期美国经济的回暖情况一致，就业市场的好转伴随的是消费者信心的持续回升，从监测的密歇根大学消费者信心指数来看，当前已快速回升至金融危机后美国经济强劲复苏时的水平；与此同时，美国人均可支配收入也出现上涨，其中 12 月环比较 11 月大幅上涨 0.35%。美国经济回暖的势头我们预计仍将持续，但通胀可能仍是经济复苏中的风险之一。

图 11: 美国第四季度 GDP 初值不及预期



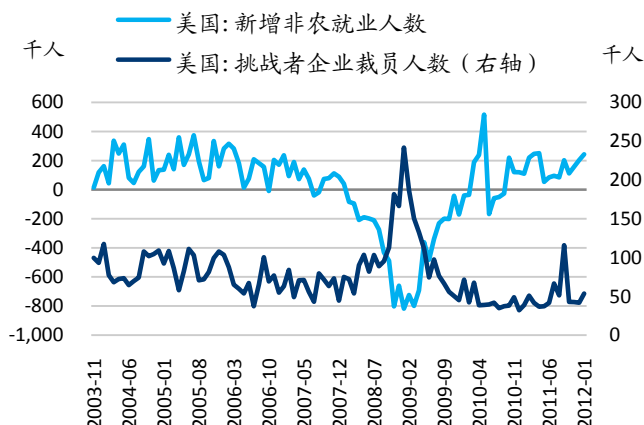
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 12: 1 月制造业 PMI 继续回升



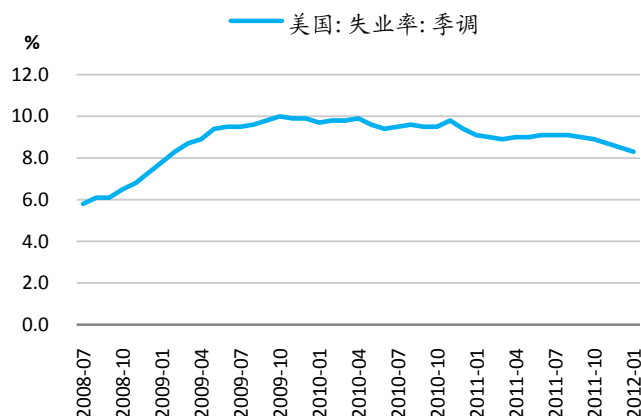
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 13: 非农人数增长大超预期



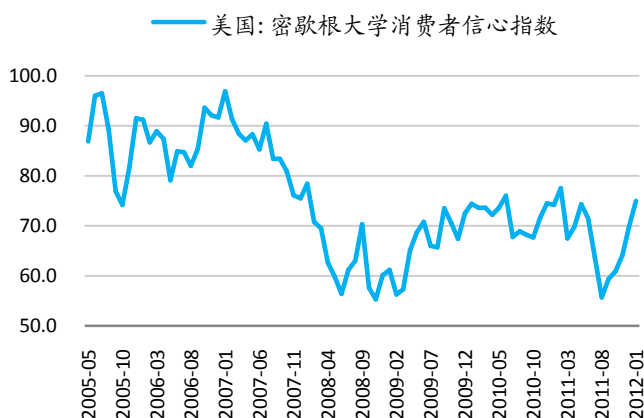
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 14: 失业率意外回落



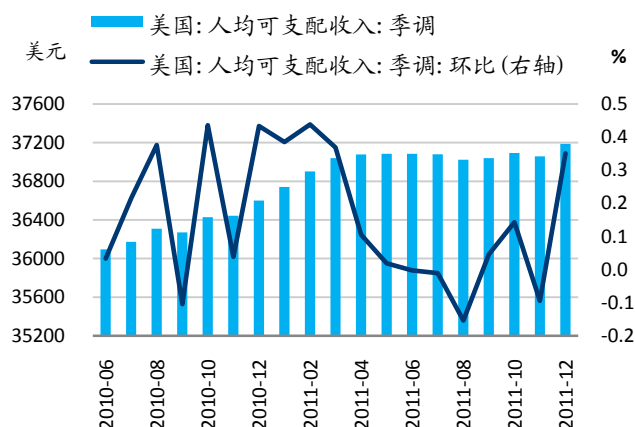
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 15: 1 月密歇根大学消费者信心指数继续回升



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 16: 人均可支配收入环比大幅回升



资料来源: wind, 渤海证券研究所

1.1.2 欧元区经济略微企稳，欧盟峰会继续乏善可陈

欧元区方面实体经济恢复的信心有所增强，24 日 Markit 公布数据显示，欧元区 1 月制造业 PMI 初值由上期的 46.9%回升至 48.7%，回升显著，同时高于市场预期的 47.3%。两个核心国家，德国 PMI 已由 48.4%回升至 50.9%，重回增长区间；而法国 PMI 由 48.9%小幅回落至 48.5%。同时，11 月工业订单环比为-1.3%，亦好于市场预期的-2.2%。

另外，本月公布的欧元区 11 月工业生产环比回落 0.1%，好于 10 月的-0.3%，同时亦好于市场预期。整体来看，欧元区经济仍未摆脱疲软态势，分国家看，核心国家工业生产表现仍未见起色，德国工业增长环比回落 1.0%，法国工业增长环比上升 1.1%。其他国家如爱尔兰、希腊、葡萄牙等国环比波动幅度较为剧烈，显示

经济增长仍存高度不确定性。

表 5: 欧洲工业生产环比增长 (%)

	2011-06	2011-07	2011-08	2011-09	2011-10	2011-11
欧元区	-0.7	0.8	1.2	-2.1	-0.3	-0.1
欧盟	-0.7	0.7	0.9	-1.4	-0.3	-0.1
德国	-0.6	3.1	-0.3	-2.9	0.8	-1.0
爱尔兰	-1.5	1.5	6.1	-4.1	6.7	-9.4
希腊	-2.4	9.8	-3.3	-1.4	-5.6	1.1
西班牙	-1.1	-0.6	1.1	-1.3	-1.3	-1.0
法国	-1.7	1.6	0.4	-2.3	0.2	1.1
意大利	-0.7	-0.6	3.6	-4.7	-0.9	0.3
葡萄牙	-3.1	-3.1	8.6	-5.9	0.6	-1.6
英国	0.2	-0.4	0.3	0.0	-1.0	-0.6

资料来源：欧盟统计局，渤海证券研究所

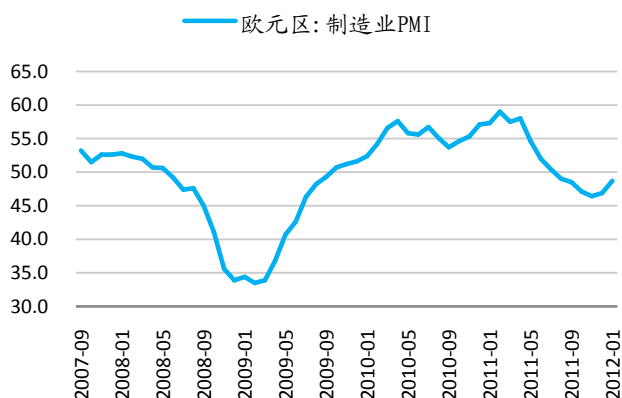
本月欧元区经济数据的略微向好来自于欧债危机四季度末的暂时缓和。1 月份以来，评级机构再度出手调降了欧元区部分国家债务评级。13 日，标普宣布下调欧元区 9 国评级，法国、奥地利分别下调一级失去最高的 3A 评级，意大利、西班牙和葡萄牙则分别被下调两级。27 日，惠誉出手下调了意大利、西班牙、比利时等欧元区 5 国信用评级。由于去年四季度标普已经提前声明，因此本月评级机构两度出手并未引起市场过度震动，这也从一方面反映出当前欧债危机已经确实出现了一些积极的变化。

30 日召开的欧盟峰会并无过多亮点，欧元集团主席容克称本次峰会解决债务危机采取的措施“严重不足”，欧盟领导人将在三月初再次召开会议。本次会议主要有两项成果：第一，达成加强除英国以外的欧盟成员国预算以及债务的纪律性，且消息称欧盟 27 国中将有 25 个国家愿意加入该财政协议；第二，2012 年 7 月起欧洲稳定机制将开始生效，而会后各成员国将签订 ESM 条约，欧洲理事会将在 3 月份重新评估 5000 亿欧元救助规模。我们认为，本次会议所达成的成果依然乏善可陈，其中第一项成果依然是着眼于中长期，且缺乏具体操作手段，因此对于短期欧债危机的解决并无太大帮助；另外，希腊债券谈判在前期取得进展，此前结束的欧元区财长会议决定将票息定在 4% 以下，而据悉私营部门债权人准备接受 3.75% 的票息，即意味着私营部门债权人将承受 70% 左右的减记损失。但本次会议上，希腊债权谈判再无进展，而与私营部门债权人达成协议，是希腊政府获得下一轮 1300 亿欧元援助的前提。

总体来说，我们对于欧元区经济短期内出现的积极变化持谨慎态度。即将到来的今年第一波偿债高峰将给欧元区带来何种冲击，市场仍在持续评估中，而欧盟达成措施速度过于迟缓也一定程度上抑制了市场信心。美联储已经宣布继续延长超

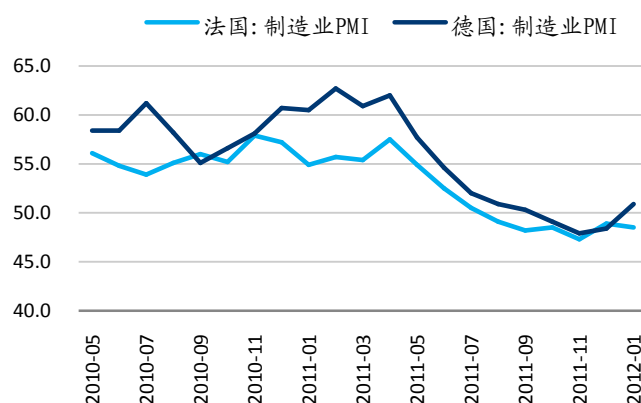
低利率至 2014 年底，因此预计欧洲央行未来也将继续实行宽松政策，不排除一季度欧洲央行继续降息的可能。

图 17: 1 月制造业 PMI 显著回升



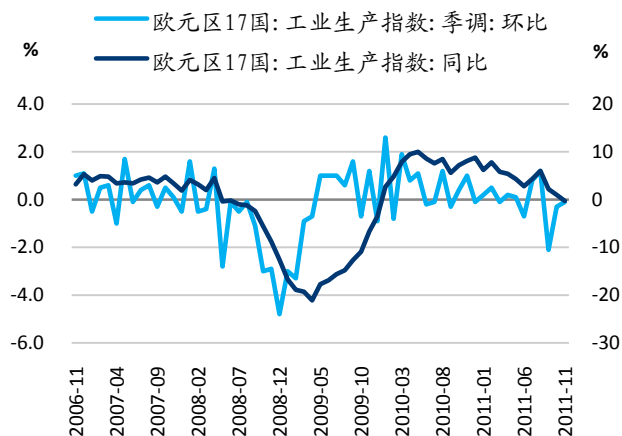
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 18: 德法两国 PMI 略有分化



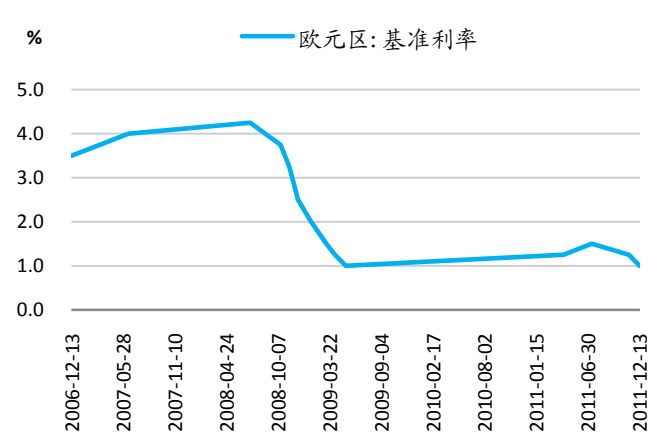
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 19: 11 月工业生产好于预期



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 20: 不排除欧央行继续降息可能



资料来源: wind, 渤海证券研究所

1.2 美联储延长超低利率，多国继续考虑降息

表 6：1 月全球央行动态

日期	央行	发言人	声明简介
2012-01-12	欧央行	1 月利率决议	维持基准利率在 1.00% 不变。欧央行在会后声明中表示，经济前景面临不确定性和下行风险，消费、商业信心下降和资产负债表调整打击了经济增长，金融市场的持续紧张可能会打压经济活动，预计欧元区经济在 2012 年缓慢复苏，低利率、全球性需求和欧央行举措将为经济复苏提供支持。
2012-01-25	美联储	1 月利率决议	维持 0-0.25% 的基准利率水平不变，并且预期这一极低的利率水平将至少维持至 2014 年年底。美联储认为过去一个月美国经济继续温和复苏，预期未来几个月通胀将继续维持温和，长期通胀预期仍维持稳定；预期下一季度经济继续温和增长，失业率仅小幅回落。美联储委员莱克反对将维持极低利率的时间框架明确化；伯南克在新闻发布会上表示美联储正在讨论新一轮量化宽松政策，但尚未做出决定。
2012-01-27	日央行	12 月议息会议纪要	维持 0-0.10% 的基准利率水平不变。会议纪要还显示，部分委员认为最近扩大资产购买规模已经发挥了效用，有些委员认为需要继续买入企业债券；有些委员强调保持金融稳定的重要性，认为继续美元融资操作很重要；大部分委员认为包括德国在内的欧元区更多国家经济增长放缓，海外经济放缓速度较 10 月预期要快；若海外经济疲弱，日本出口和内需亦将受到拖累。

资料来源：DailyFX，渤海证券研究所

美国方面，通胀压力有所消退，政策愈加宽松。美国 12 月消费者物价指数 (CPI) 同比上涨 3.0%，季调后环比与上月持平；核心消费者物价指数同比上涨 2.2%，季调后环比上涨 0.1%。美国 CPI 自去年 9 月达到 3.9% 的高点后连续下降，本月美国食品价格环比上涨 0.2%，除交通外其余项价格均出现上涨。交通类环比降幅达 0.7 个百分点，平抑了其余价格涨幅。其中，汽油价格环比下跌达 2.0%，是导致本月 CPI 回落的主要原因。因此，当扣除食品及能源价格后，实际上美国本月核心 CPI 仍处与居高不下态势。

从 PPI 来看，本月 PPI 同比涨幅为 4.8%，较上月 5.9% 下滑 1.1 个百分点，且季调后环比为回落 0.1 个百分点。虽然 PPI 仍处于回落态势，但前期大宗商品价格暴跌过后，近期又出现了一轮较为明显的反弹，这从 PMI 中价格指数可以看出。基于此，那么期望终端价格在未来出现持续性大幅下滑可能并不具备条件。

25 日，美联储宣布将把 0-0.25% 的超低联邦基金利率至少延长到 2014 年下半年，较之前宣布的 2013 年中期推迟了一年有余。伯南克当日在发布会上表示，如果通

胀率持续低于目标值，并且失业率改善不明显的话，不排除美联储将推出新的刺激政策。目前美国 12 月 CPI 为 3.0%，虽然连续三个月回落，但核心通胀仍维持在 2.2% 的高位，意味着，一旦食品及能源价格出现大幅波动，CPI 回落仍将承压。不过也要看到，虽然通胀仍然是政策掣肘，但当前高企的失业率也在不断催促美国政府继续刺激经济。但总体来说，我们认为如 QE3 等新的刺激政策当前可能仍未到恰当的推出时机。

表 7: 美国 12 月 CPI 分项指标概览 (%)

	2011-10		2011-11		2011-12	
	同比	环比	同比	环比	同比	环比
所有项目	3.5	-0.1	3.4	0.0	3.0	0.0
食品和饮料	4.5	0.1	4.4	0.1	4.5	0.2
住房	1.9	0.1	1.9	0.1	1.9	0.1
服装	4.2	0.4	4.8	0.6	4.6	-0.1
交通	9.2	-1.1	8.0	-0.8	5.2	-0.7
医疗	3.1	0.5	3.4	0.4	3.5	0.4
娱乐	0.3	-0.1	0.3	0.1	1.0	0.4
教育和通信	1.4	0.2	1.4	0.2	1.7	0.1
其他商品和服务	1.7	0.1	1.9	0.5	1.7	0.1
除食品和能源外所有项目	2.1	0.1	2.2	0.2	2.2	0.1

注：同比数据未经季调，环比数据经过季调。

资料来源：BLS，渤海证券研究所

欧元区通胀压力略有回落，预计一季度欧央行仍有一次降息。2 月 1 日，欧元区公布的数据显示，11 月消费者物价调和指数初值同比上升 2.7%，符合市场预期。欧央行认为中期成本和物价压力仍表现温和，通胀在未来几个月将继续位于 2% 上方，其上扬风险与商品价格有关。但从此前欧央行连续两次降息的举动来看，当前通胀的重要程度已经不及稳定经济下滑态势重要。近期欧元区经济的暂时企稳得益于此前的降息以及欧债危机的企稳。但当前我们看到，希腊债券谈判以及即将到来的各国偿债高峰仍是市场担忧所在。我们预计，第一季度欧央行仍将有一次降息的举动。

新兴经济体方面，采取宽松货币政策的国家正在日渐增多。1 月 18 日，巴西央行宣布连续第四次降息 50 个基点至 10.5%，目前巴西国内通胀率仍未出现好转，但在其之后发布的会议纪要中称，为保障经济增长，巴西央行正在考虑将基准利率调降至 10% 以下的可能性。19 日，菲律宾央行下调利率 25 个基点至 4.25%、25 日泰国央行下调利率 25 个基点至 3.00%，此外，印度央行于 24 日下调存款准备金率，此为其 2009 年以来首次下调。由于美联储延长超低利率以及欧央行降息预期，在发达国家普遍采取宽松货币政策的背景下，新兴经济体也将政策重心渐转向为“保增长”，可以预计，越来越多的新兴市场国家将以此跟进。

表 8: 下期央行会议一览

央行	上一次利率改变时间	当前利率水平	下一次会议时间	预期
澳央行	2011 年 12 月 6 日降息 25 点	4.25%	2012 年 2 月 7 日	利率不变
英央行	2009 年 3 月 5 日升息 50 点	0.50%	2012 年 2 月 9 日	利率不变
欧央行	2011 年 12 月 8 日降息 25 点	1.00%	2012 年 2 月 9 日	利率不变
日央行	2010 年 10 月 20 日降息 10 点	0-0.10%	2012 年 2 月 14 日	利率不变
纽储行	2011 年 3 月 9 日降息 50 点	2.50%	2012 年 3 月 8 日	利率不变
加央行	2010 年 9 月 8 日升息 25 点	1.00%	2012 年 1 月 17 日	利率不变
美联储	2009 年 1 月 28 日降息 75 点	0-0.25%	2012 年 3 月 13 日	利率不变
瑞央行	2011 年 8 月 3 日降息 25 点	0.00%	2012 年 3 月 15 日	利率不变

资料来源: DailyFX, 渤海证券研究所

图 21: 国际大宗商品价格近期持续反弹



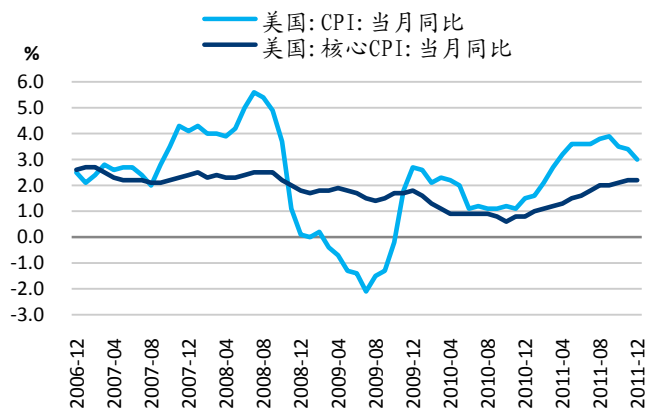
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 22: 美元指数 1 月整体回落



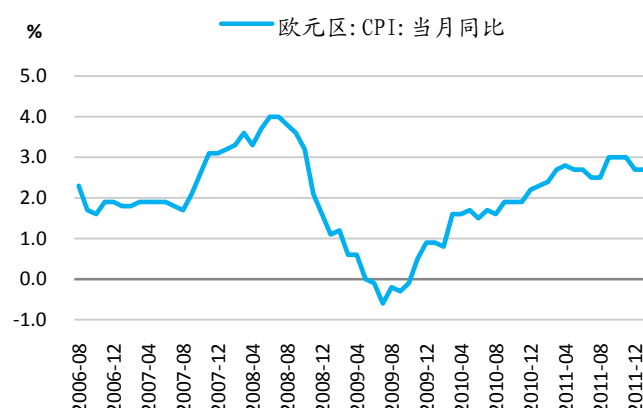
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 23: 美 12 月 CPI 回落, 但核心 CPI 仍居高不下



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 24: 欧元区通胀压力略有回落



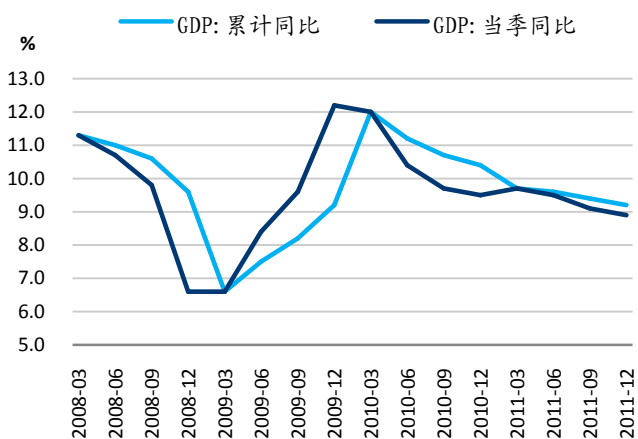
资料来源: wind, 渤海证券研究所

2 中国经济

2.1 经济仍将寻底, 但大幅回落担忧减弱

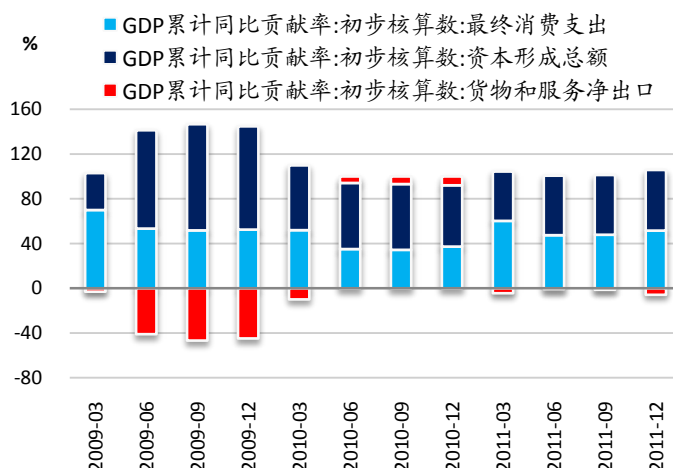
1月公布的宏观经济数据显示, 2011年全年GDP增速为9.2%, 整体符合预期。分季度看, 第四季度增长8.9%, 在内外需均较前期回落的情况下, GDP增速仍然高于市场以及我们的预期, 说明当前中国经济内生性动力依旧较为强劲, 危机后对节能减排、产能过剩等问题的处理可能使得中国经济弹性有所改善。以支出法看, 投资以及消费对GDP的贡献率基本持平, 分别为54.2%和51.6%, 而净出口在2011年拖累GDP, 贡献率为-5.8%。从三次产业来看, 2011年第二、三产业累计增速均持续回落, 第二产业回落幅度要明显高于第三产业, 受粮食增产影响, 第一产业累计增速持续提高, 为带动第四季度GDP超预期的主要原因。

图 25: 四季度 GDP 增速超出市场预期



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 26: 投资与消费贡献率大体持平, 净出口成拖累



资料来源: wind, 渤海证券研究所

从“三驾马车”看, 投资和出口继续回落, 消费受季节因素走高。第一, 1-12月投资增速为23.8%, 比1-11月份回落1.1个百分点; 房地产开发投资增速为27.9%, 较1-11月继续下降2.0个百分点。12月投资同比增速出现较为明显的下滑, 主要原因来自于房地产投资的快速萎缩。目前来看, 房地产领域的投资回落风险可能正在逐步加大, 从先行指标看, 商品房销售面积2011年累计同比增速已经回落至4.9%, 其中12月份回落幅度十分明显, 而今年一季度则很有可能出现负增长。

第二, 消费方面, 12月份社会消费品零售总额同比名义增长18.1%, 实际增长13.8%。名义增速较11月上升0.8个百分点, 大幅高于市场以及我们的预期。分类别看, 汽车以及通讯器材类产品增速均有所下滑, 而其他大部分商品12月增速均出现了不同程度的反弹。消费增速的大幅度回升存在一部分的季节性因素, 而这一因素或将继续支撑1月份消费增速达到18%左右。未来随着通胀的进一步回落, 消费名义增速仍有继续下滑的空间, 而从近几个月消费实际增速看, 或已呈现出企稳

的态势。

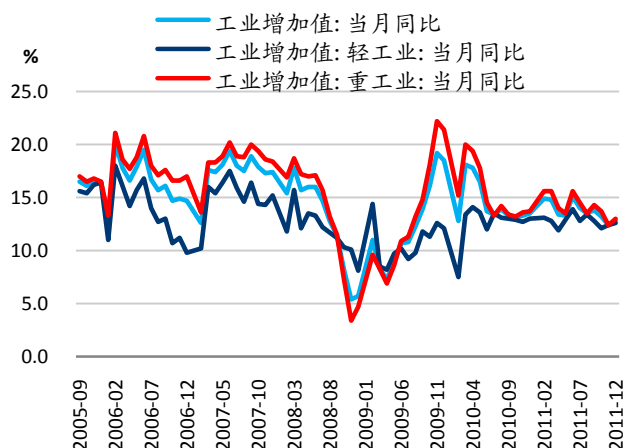
第三, 12 月出口增速符合市场预期, 在大多数国家出口增速回落的情况下, 是由于对欧盟出口增速的小幅回升而此消彼长, 使得出口数据并未出现大的起伏。展望未来, 12 月 PMI 数据中新出口订单指数由 11 月的 45.6% 回升至 48.6%, 但仍旧维持在萎缩区间。另外, 由于 OECD 领先指标仍旧处于下行趋势内, 也佐证了出口增速整体上可能仍将继续放缓。我们认为, 接下来一段时间出口增速的不确定性在于, 美国经济向好的势头能否在一季度持续, 以及欧债危机在一季度是否会继续恶化。预计 1 月份出口增速小幅回落至 9.5% 左右, 2 月份由于去年基数效应的影响, 可能使得出口增速出现畸高。

进口回落速度超除预期, 综合来说, 12 月进口增速的超预期是由多因素叠加造成的。一方面, 受经济减速预期的影响, 国内需求依然处于偏弱态势, PMI 新订单指数已连续两个月跌破荣枯分界线, 原材料库存以及产成品库存指数均暗示当前企业生产意愿仍较为谨慎, 这其中可能有临近春节导致企业生产意愿不强的短期因素, 但总体来看去库存化仍未结束。另一方面, 12 月大宗商品价格的普遍回落也使得进口金额有所降低。一季度, 由于近期流动性改善预期渐强, 进口增速回落空间已经不大。

从先行指数 PMI 来看, 1 月 PMI 有所回升, 但由于春节因素的叠加, 我们对其仍持谨慎态度。虽然官方 PMI 已经连续两个月回升, 且仍在荣枯分界线上, 显示制造业仍处于小幅扩张, 但是从季调后的趋势来看, 当前 PMI 仍处于弱势。从分项指标来看, 虽然生产以及新订单指数的回升均受到了春节因素的扰动, 但是从整体趋势来看内需回落不必过于担心。新出口订单指数官方与汇丰出现背离, 由于汇丰 PMI 为季调后数据, 因此我们判断季节性因素可能导致官方 PMI 新出口订单指数出现显著回落。近期美国公布的第四季度 GDP 初值并未达到预期, 而私人消费方面是主要原因之一; 而伴随着未来欧元区经济增速的继续回落, 预计出口情况仍存在较大不确定性, 新出口订单指数或仍将维持在萎缩区间。产成品及原材料库存指数显示出了企业补库存的意愿, 但同样从行业层面看, 两个指数也受到了一定春节因素影响, 因此未来仍需继续观察。购进价格指数回升反映了前期大宗商品价格反弹所带来的影响。中长期看全球经济增长减速将减少大宗商品需求, 但是短期内地区冲突、政治影响等因素将增加大宗商品价格的不确定性。

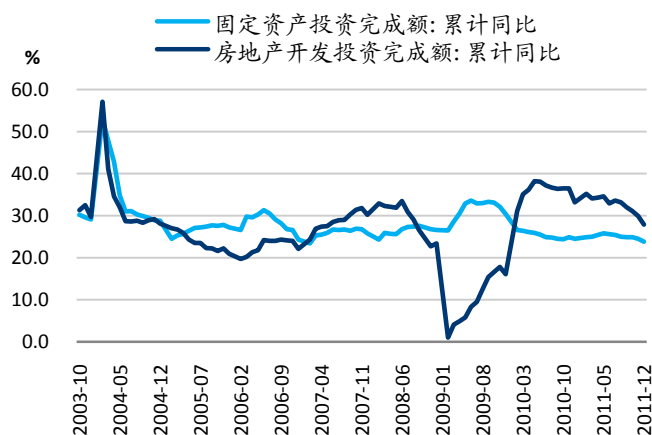
结合近期 PMI 以及对于四季度宏观经济数据的分析, 我们相信消费以及部分投资项对于经济近期所表现出来的支撑作用并不会快速消失, 如果出口数据不至于太难看的话, 第一季度 GDP 增速有可能仅回落至 8.5% 左右, 同样好于此此前市场的预期。

图 27: 工业增加值反弹或为暂时



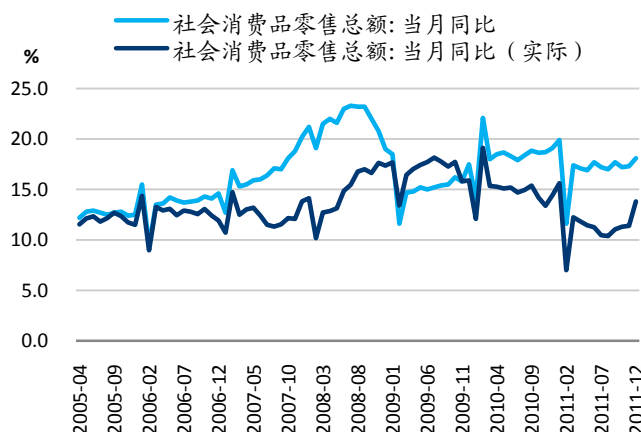
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 28: 房地产投资继续拖累整体投资增速



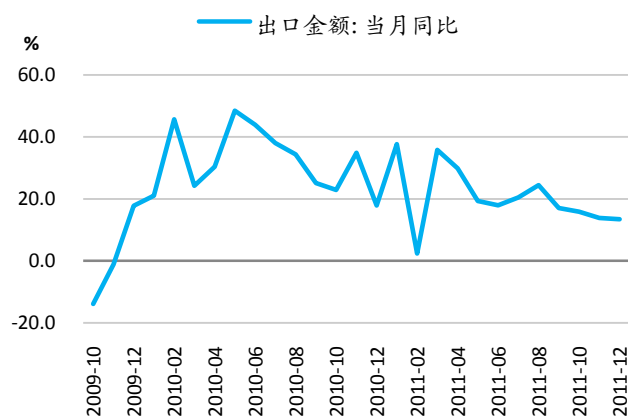
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 29: 消费增速大幅回升部分受季节因素影响



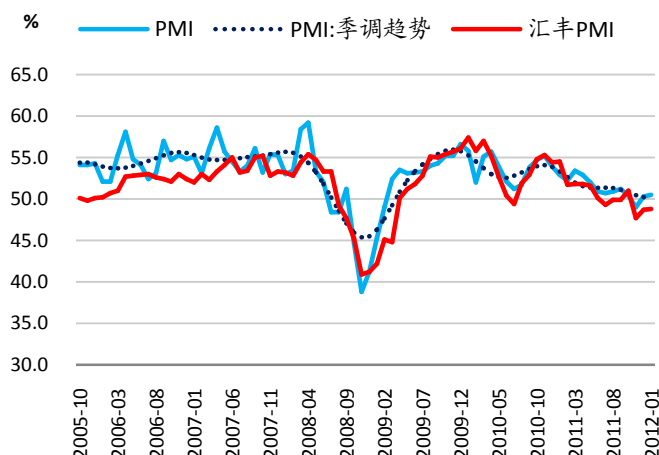
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 30: 出口增速下滑幅度符合预期, 未来仍将回落



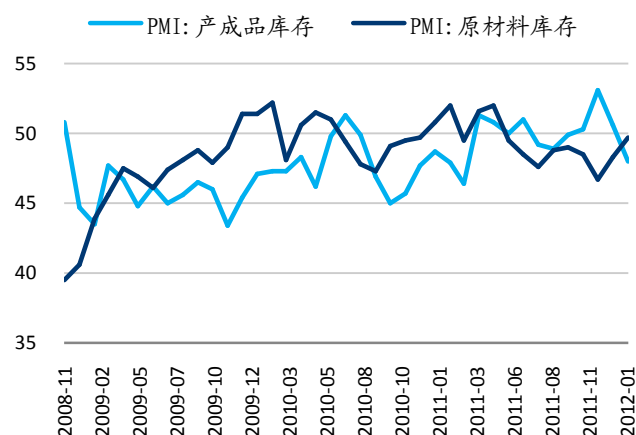
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 31: PMI 回升, 但趋势仍处回落态势



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 32: 库存指数向好, 但由于春节因素仍待观察



资料来源: wind, 渤海证券研究所

2.2 CPI 由于春节因素仍高企，2 月起或将明显回落

12 月 CPI 同比增长 4.1%，较 11 月回落 0.1 个百分点，2011 年全年 CPI 同比涨幅为 5.4%，大幅高于年初设定的 4% 的目标。但下半年以来，随着紧缩效应的逐步释放、主要农产品供需回归平衡以及国内需求的逐步放缓，物价下行趋势已经较为明朗。

表 9：12 月 CPI 分项数据概览（%）

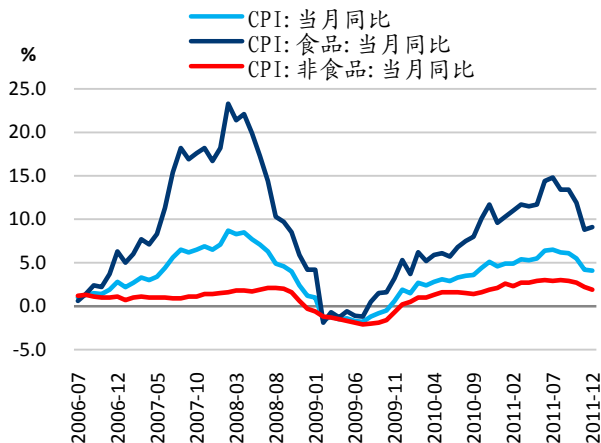
	同比			环比
	10 月	11 月	12 月	12 月
居民消费价格	5.5	4.2	4.1	0.3
食品	11.9	8.8	9.1	1.2
粮食	11.6	8.9	6.9	—
猪肉	38.9	26.5	21.3	-2.0
蛋类	12.6	4.4	1.2	-1.7
非食品	2.7	2.2	1.9	-0.1
烟酒及用品	3.7	3.8	3.9	0.3
衣着	3.7	3.5	3.8	0.4
家庭设备用品及维修	3.1	2.9	2.5	0.0
医疗保健和个人用品	3.5	3.2	2.8	-0.1
交通和通信	0.8	0.5	0.3	-0.1
娱乐教育文化用品及	0.0	0.1	0.1	-0.3
居住	4.4	3.0	2.1	-0.2

资料来源：国家统计局，渤海证券研究所

12 月 CPI 中，虽然翘尾因素消失，拉低了 CPI 同比 0.5 个百分点，但食品价格的季节性因素显现使得同比增速仅较 11 月回落了 0.1%。从食品类分项来看，猪肉价格同比上升 21.3%，增速继续回落，影响价格总水平上涨约 0.22 个百分点；鲜菜价格出现明显涨幅，上涨 11.5%，影响价格总水平上涨约 0.3 个百分点。

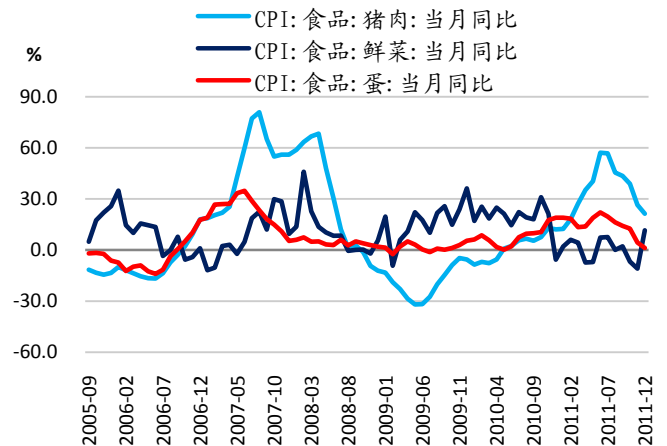
1 月份由于春节因素，食品价格的不断攀升使得 CPI 回落承压。商务部和农业部监测的价格指数均显示，食品价格在 1 月份再度经历了一轮较为显著的上涨。商务部监测的数据显示，春节期间，与节前一周相比，蔬菜价格再度上涨 3.7%，猪肉价格上涨 0.5%，其余各项农产品出现微幅的涨跌互现。而农业部监测的农产品批发价格总指数和菜篮子产品批发价格指数 1 月环比分别上涨 7.3% 和 8.6%。食用农产品上涨的代表品种为蔬菜和猪肉，而蔬菜因季节性因素较为强烈，大体可以预计。而猪肉价格节后如何，仍将是左右节后食品类 CPI 的关键。目前，能繁母猪存栏继续增长，节后随着对猪肉需求的回落，猪肉价格步入下行通道应无大碍，但从当前猪粮比以及仔猪价格来看，猪肉价格的回落恐将是一个较为漫长的过程。1 月份由于翘尾因素较高，为 3.0 个百分点，因此在食品类价格大幅攀升的情况下，CPI 回落至 4% 以下仍存一定难度，我们预计 1 月 CPI 同比增速为 4.1%。

图 33: 食品价格略有反弹



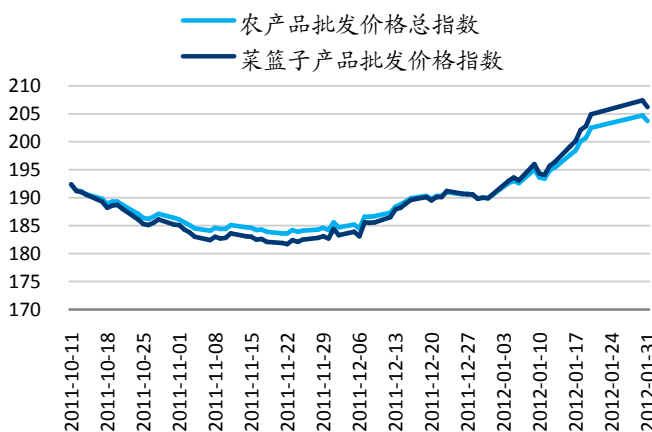
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 34: 猪肉和蛋价格经历了显著的回落



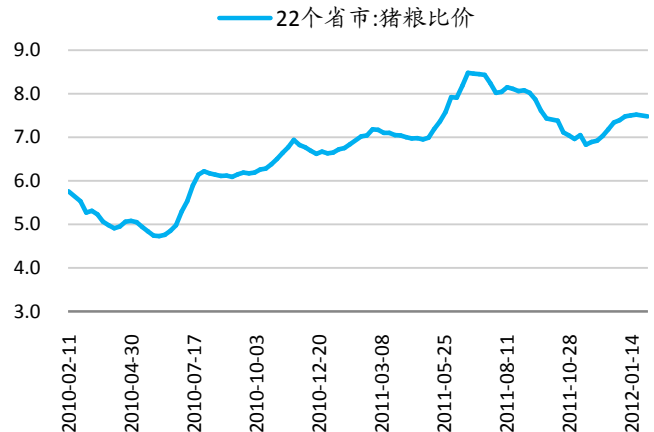
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 35: 1 月份农产品价格再度经历显著上涨



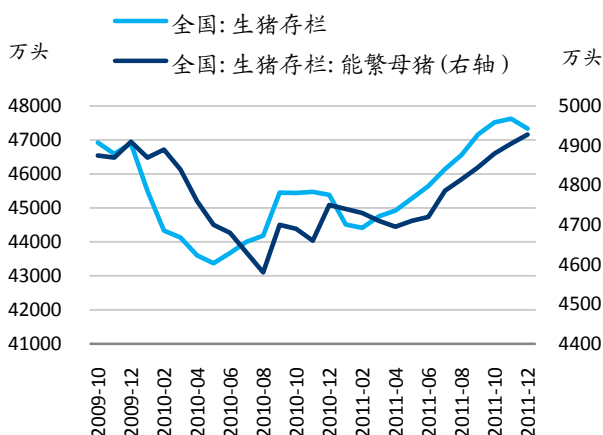
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 36: 猪粮比近期高位徘徊



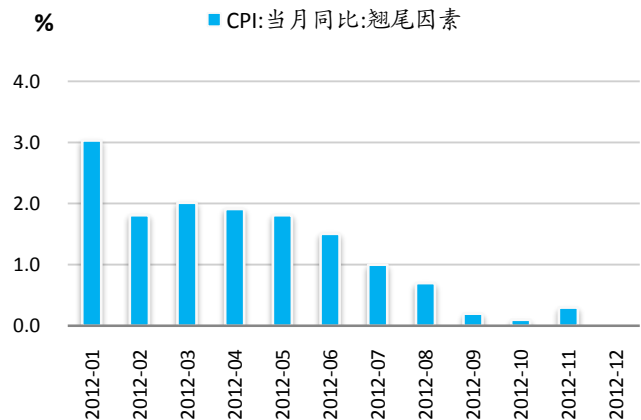
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 37: 生猪存栏稳步提高, 为节后价格回落奠定基础



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 38: 1 月翘尾因素为全年最高



资料来源: wind, 渤海证券研究所

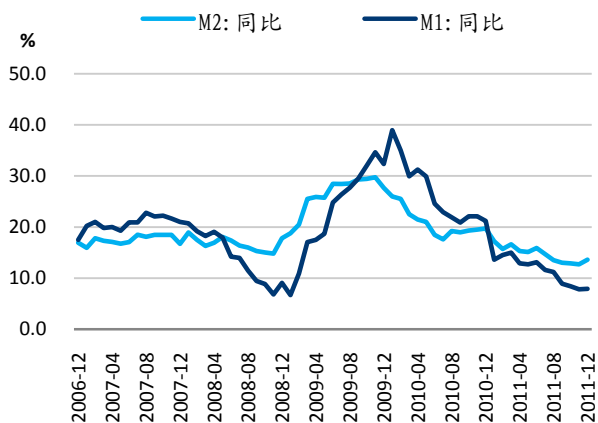
2.3 货币政策强调短期灵活性, 总体将遵循“稳中有松”原则

1 月初, 全国金融工作会议在京召开, 本次会议做出今后一个时期金融改革发展的八项部署。金融工作会议后, 央行召开工作会议部署今年总体工作要求, 总体上要求与中央经济工作会议一致, 在货币政策方面, 继续强调“综合运用利率、汇率、公开市场操作、存款准备金率等多种政策工具……按照总量适度、审慎灵活、定向支持的要求……着力优化信贷结构”。政策支持力度仍在向保障性住房以及符合产业政策的小微企业等方面倾斜。我们从央行工作会议并未看出太多不同, 不过再度确立了两点内容——“稳中求进”和“有保有压”。

同时, 8 日晚间央行公布 2011 年金融统计数据, 其中 M2 同比增长 13.6%, M1 同比增长 7.9%, 本期 M1 与 M2 走势均符合我们之前的预期, 但 M2 增速回升幅度比我们预计的要大, 原因是由于 12 月人民币存款方面大幅增长 1.43 万亿所致。本月新增贷款为 6405 亿元, 较上月明显放大, 全年为 7.47 万亿元, 整体上符合市场以及我们的预期, 12 月信贷规模的放大体现了政策预调微调的效果。

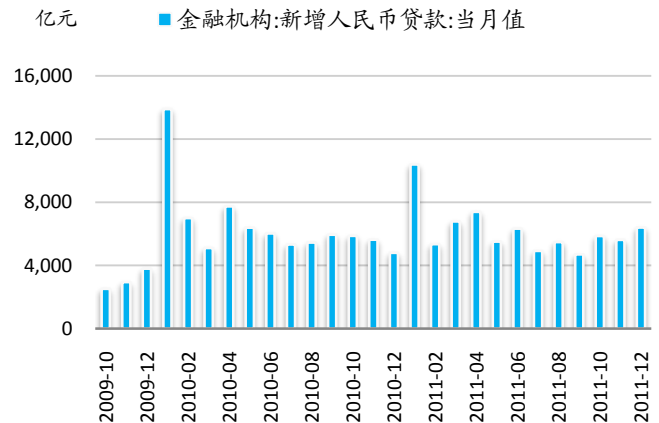
春节前, 市场普遍预期央行将再度下调存款准备金率, 原因主要为春节资金备付需求、外汇占款连续三个月回落导致货币投放渠道受阻以及考虑到银行一季度信贷投放要求。但事实上, 央行节前并未再度下调存准, 而是通过公开市场逆回购向市场注入资金。节后, 央行并未重启央票发行。虽然逆回购已于 2 月初到期, 但是从 SHIBOR 利率来看, 并未出现此前预期的资金面趋紧态势。此前市场预期的节前降准并未实现, 原因在于: 第一, 近期经济数据普遍好于预期减轻了经济回落担忧; 第二, 年末近 1.2 万亿的财政存款切实改善了市场流动性, 也部分对冲了外汇占款回落的短期影响; 第三, 预计 1 月信贷投放达到 1 万亿的可能性较大; 第四, 人民币经历前期逼之后, 近期再度重回升值通道, 且随着国际避险情绪的暂时回落, 外汇占款已经出现回升的可能。因此, 在银行体系资金仍较为宽松的局面上, 央行或将维持“稳中有松”的基调, 降准的时点或将略微延后至 2 月中旬。

图 39: 12 月 M1 与 M2 走势基本符合预期



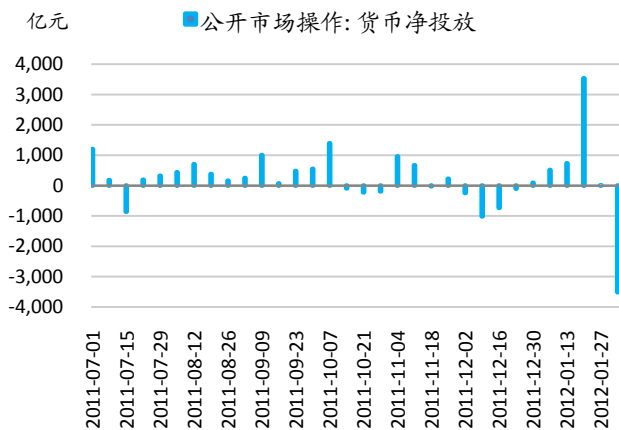
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 40: 2011 全年新增贷款 7.47 亿元



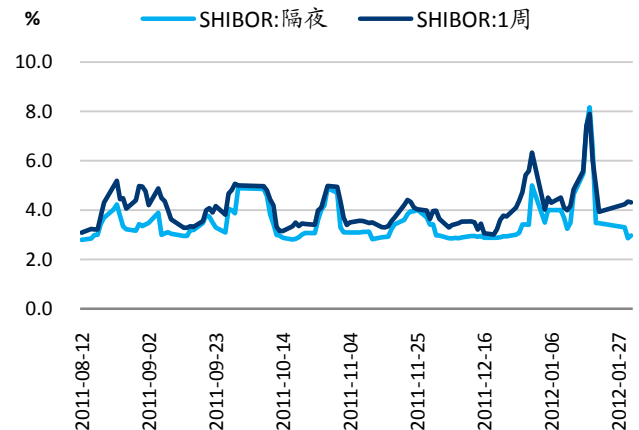
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 41: 节前逆回购已于近日到期



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 42: SHIBOR 利率并未过多受逆回购到影响



资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 10: 1 月主要经济指标预测

指标	2011-09	2011-10	2011-11	2011-12	2012-01
CPI (同比, %)	6.1	5.5	4.2	4.1	4.1
PPI (同比, %)	6.5	5.0	2.7	1.7	0.8
固定资产投资 (同比, %)	24.9	24.9	24.5	23.8	16.2
工业增加值 (同比, %)	13.8	13.2	12.4	12.8	12.1
社会消费品零售总额 (同比, %)	17.7	17.2	17.3	18.1	18.8
当月新增人民币贷款 (亿元)	4700	5868	5622	6405	11000
M2 (同比, %)	13.0	12.9	12.7	13.6	13.7
进口 (同比, %)	20.9	28.7	22.1	11.8	6.8
出口 (同比, %)	17.1	15.9	13.8	13.4	4.5
贸易顺差 (亿美元)	145.1	170.3	145.3	165.2	95

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有, 未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“渤海证券股份有限公司”, 也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

23 of 24

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn