

内需显著下降，流动性趋近拐点

高善文¹ 尤宏业² 姚学康³（联系人）

2012 年 2 月 15 日

内容提要

1 月份 CPI 超预期可能并非短期扰动。蔬菜价格的趋势上升背后是“大小年”模式和劳动力成本推动。考虑到劳动力成本导致的通胀中轴抬升，2012 年通货膨胀下降的幅度可能比此前预期略小，幅度可能接近 0.5 个百分点。

贸易盈余和货币信贷数据的变化超出了春节因素所能涵盖的范围。我们认为，投资需求的明显下降导致了进口回落和贸易盈余的显著扩张。与此伴随的资金需求的显著放缓使得货币增速和信贷增量大幅低于之前的预期，春节效应进一步放大了这一影响。

从流动性平衡的角度看问题，投资活动减弱降低了对资金的需求，贸易盈余恢复增加了资金的供应，再加上经济名义增速的下降，这暗示我们正在进一步接近流动性由紧到松的转折点。需要承认的是：由于仍然存在一些竞争性的解释，转折点的判定还需要等待进一步的证据。

过去三个月在全球范围内，风险偏好的恢复推动了金融市场的反弹，再加上超预期的经济数据似乎显示美国经济处于温和复苏的过程中，外围经济环境看起来有所改善。

¹ 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

² 高级宏观分析师，youhy@essence.com.cn，010-66581625，S1450511080007

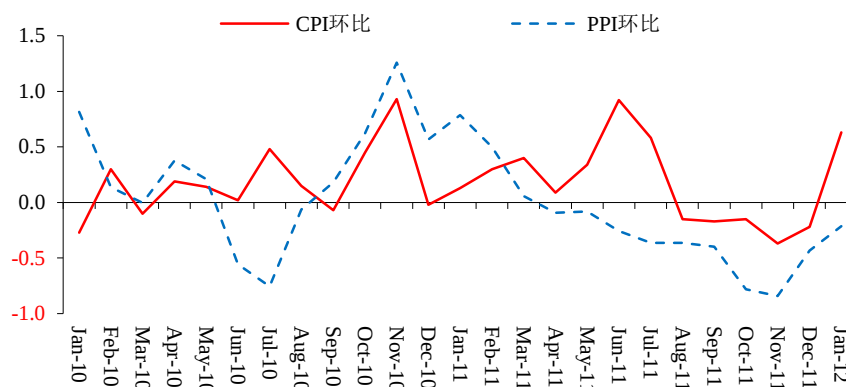
³ 助理宏观分析师，yaoxk@essence.com.cn，010-66581840

每年一、二月份的春节因素都会对经济数据形成较大扰动，这使得单月数据不宜过度解读，但我们怀疑今年一月份的数据超出了正常春节因素可以合理解释的范围，数据变化的背后，一些新的趋势似乎正在浮现，有必要加以关注。

一、蔬菜上涨并非偶然

1 月份 CPI 同比 4.5%，环比新涨价超越历史平均 0.6 个百分点，明显高过之前半年以来的趋势（图 1）。其中春节提前因素可能有所贡献。但春节因素多少在市场预期之内，而且新涨价的幅度明显超出正常的节日扰动。

图1： 中国 CPI 和 PPI 环比较历史平均的增速差（%）



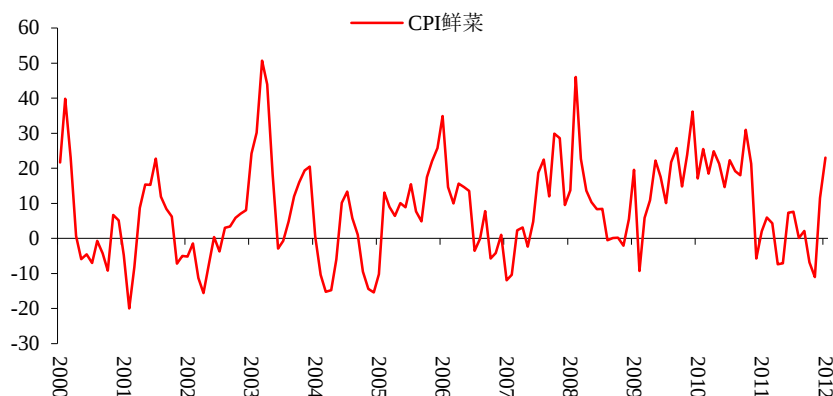
数据来源：CEIC，安信证券

数据说明：CPI 历史平均环比取 2001-2010 年

PPI 历史平均环比取 2003-2010 年

从细项数据看，蔬菜价格的大幅上涨解释了 CPI 超预期的大部分，而粮食、肉禽等其他农产品的价格趋势是符合预期的。除了 1 月份蔬菜涨势凶猛，我们观察到去年 12 月份的蔬菜价格环比涨幅也明显超越历史平均水平。从过去 7 年的历史数据来看，蔬菜价格环比涨幅连续两个月显著超越历史平均非常少见。

图2：CPI 鲜菜价格同比 (%)



数据来源：CEIC，安信证券

数据说明：CPI 鲜菜的历史平均环比取 2005-2010 年

从历史数据来看（图 2），蔬菜价格有明显的大小年模式，而且在 2007 年之后，随着劳动力价格持续上涨，蔬菜价格上涨的中轴有显著上升。我们推断 2012 年是蔬菜价格的大年，同比涨幅可能回到 20%左右的水平。这可能意味着：尽管蔬菜价格在最近两个月大幅上升有春节因素的作用，但未来春节因素影响消失后，其水平也不会出现明显下降。

从我们对通货膨胀的理解框架来看，农产品的价格趋势受库存调整的影响，从而和经济整体通货膨胀压力同步。所以，我们看到猪肉、粮食的价格涨跌和 PPI 高度一致。但蔬菜因为难以存储，价格受自身供求影响更大。近期蔬菜价格的上涨，更多地是反映了蔬菜大年 and 劳动力成本的因素。（详细论述请参考我们 2011 年 8 月的论述中国通货膨胀理解框架的报告《揭开货币的面纱三》）

蔬菜价格的上涨并不意味着通货膨胀趋势的反转。我们认为在经济减速、工业品价格回落的背景下，未来半年的通货膨胀仍然处于下降通道。但在刘易斯拐

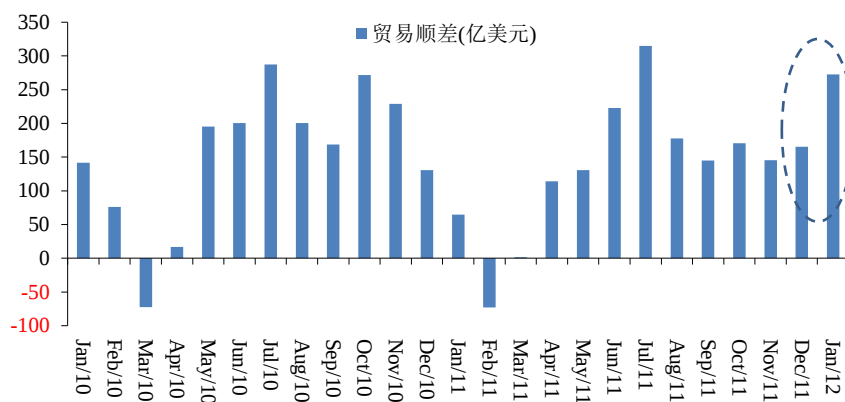
点和劳动力价格持续高速上涨的冲击下，我们观察到过去几年蔬菜、衣着和家庭服务等劳动力密集型产品和服务的价格涨幅都处于历史上很高的水平。因为通胀中轴的抬升，今年通胀下降的幅度可能比此前预期要小，幅度可能接近 0.5 个百分点。

二、投资需求显著下降

1、2 月份是经济总量增长数据的真空期。然而，我们还是可以结合几个总量数据指标判断经济的变化。

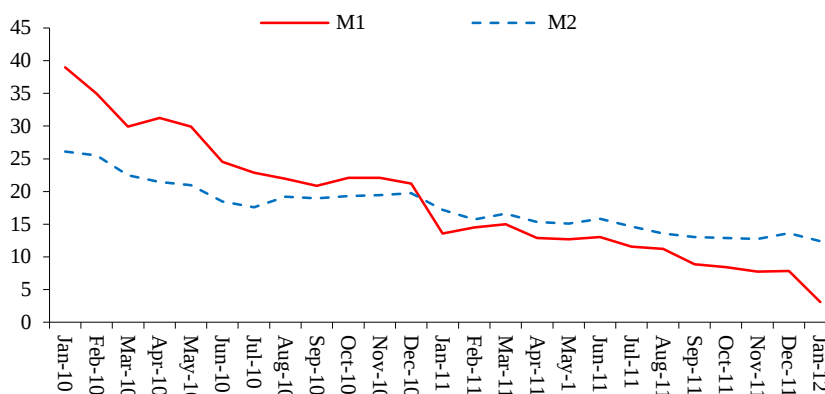
首先，我们观察贸易盈余数据。去年 12 月份贸易盈余开始恢复（图 4），今年 1 月大幅上升至 270 亿美元。从历史上看，1 月份出现如此大量的贸易盈余是很少见的。其次，从货币信贷数据来看，信贷大幅低于预期，M1 供应增长创出了历史上的新低（图 5）。这些特征和去年 11 月份之前相比，出现了一些新的重要变化。

图3： 中国的贸易顺差（亿美元）（%）



数据来源：CEIC，安信证券

图4： 中国的 M1 和 M2 同比增速（%）



数据来源：CEIC，安信证券

结合一些草根数据的变化，我们给出的解释是，经济活动、特别是投资领域的经济活动可能从去年 12 月以来经历了显著和快速地下降。投资活动的下降会对贸易盈余、资金需求、重工业活动、发电和货物运输产生很大的影响。

因为投资活动变得疲弱，经济预期普遍恶化，春节前经济活动的减速比往年要早，草根证据暗示节后的恢复似乎也比往年要更慢。这显示今年的春节因素放大了经济活动疲弱的影响。

中国的进口品包含大量的工业原料，和投资活动密切相关。出口增速创下金融危机以来的新低，似乎与春节因素有关。但投资需求的下降使得进口增速经历更大的下降，所以最近两个月的贸易盈余出现明显扩张。

投资活动的减速和春节的放大效应，使得实体经济对中长期信贷的需求有明显下降，造成了 1 月份的信贷增长大幅低于预期。企业悲观的预期使得其交易性货币需求下降，这表现在：春节因素导致企业活期存款大量转换为居民储蓄和现

金，这属于正常的季节效应，但今年企业同时把相当数量的活期存款转换为定期存款，这在正常的春节月份十分少见，并使得 M1 增速看起来异常地低。

我们认为这反映了企业悲观的经济预期和下降的交易性货币需求。一个关联的佐证是：在银行表外市场，理财产品量出现异常下降；同时，短期资金价格在快速回落（图 5）。这种下降看起来超越了季节性的模式。

图5： 珠三角 6 个月票据直贴利率（%）



数据来源：CEIC，安信证券

一种竞争性的解释认为：信贷的萎缩体现了贷存比的限制，这在中小银行中表现更加突出。我们认为在需求减弱之外，这样的解释合乎逻辑，但其影响是否关键，需要等待信贷市场的利率走向数据来作出判定：如果加权利率水平出现下降，那么贷存比的解释就不重要；如果加权利率继续快速上升，那么情况将比较复杂。

存在一些证据显示消费活动可能有所上升。消费上升也许使得去年四季度的经济下滑较为温和，同时 1 月份 PMI 超预期从细项来看似乎与消费走稳存在关联。

我们认为经济增速在今年上半年可能触底，其水平可能在 8.5 附近，但经济可能需要在底部徘徊几个季度的时间。

三、流动性接近拐点

从流动性平衡的角度看问题，投资活动的减弱降低了对资金的需求，贸易盈余的恢复加大了对资金的供应，再加上经济名义增速下降带来的影响，这意味着我们正在进一步接近流动性由紧到松的转折点。由于信贷数据解释方面的不确定性，以及一些其他的原因，我们认为转折点的确认还需要进一步的证据。

如果流动性的转折能够得到确认，那么就可以认定市场转入了估值修复过程，而制约市场的力量则转向了对于盈利，特别是相对预期而言的盈利强弱的看法。

四、全球经济似乎好于预期

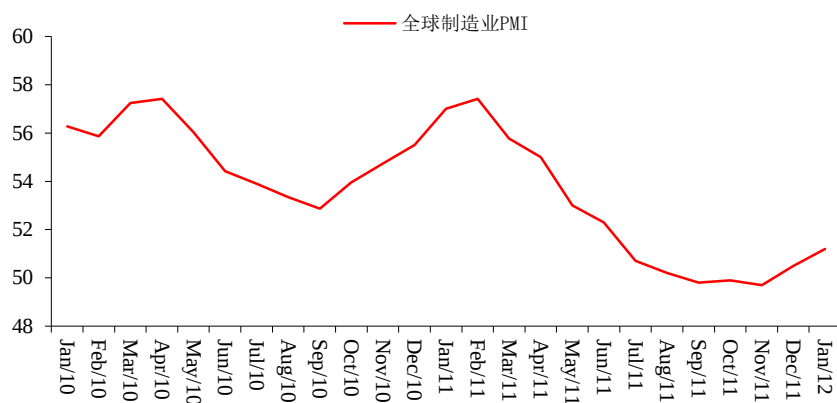
从国际经济数据来看，在相对先导的金融市场、商品市场和汇率市场出现了一系列积极的变化。全球流动性改善的推动因素之外，这似乎暗示美国经济继续处于温和复苏过程，全球经济表现也好于预期。

全球流动性改善和经济恢复的早期迹象带动了包括钢材和铜等一些商品和原材料价格的企稳反弹（图 7）。

需要承认，目前全球经济和市场的经济变化有流动性改善的重要影响，经济基本面在继续改善的同时还存在许多深层次的问题，复苏的基础仍然脆弱，中东地缘政治风险、欧债危机等问题都还存在恶化的可能性，中国房地产市场的调整

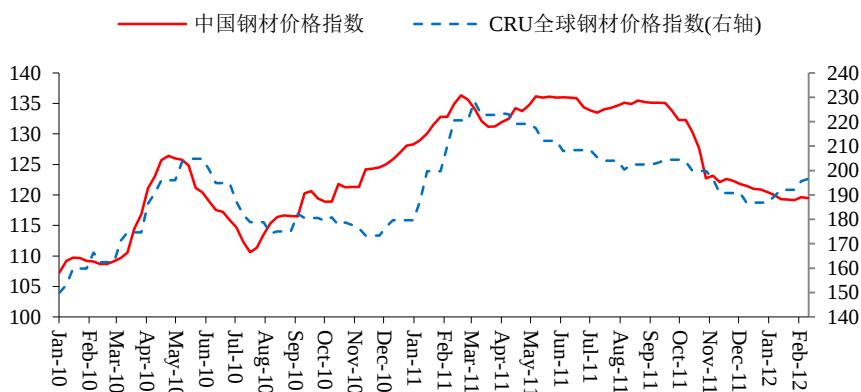
也刚刚开始，因此密切跟踪和关注经济事件和数据的发展，并对风险保持警惕仍然十分必要。

图6： 全球制造业 PMI (%)



数据来源：CEIC，安信证券

图7： 中国和全球钢材价格指数 (%)



数据来源：CEIC，安信证券



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，助理宏观分析师，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。

分析师声明

高善文、尤宏业分别声明，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

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	黄方禅	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@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