



分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel: 010-59355914

Email: chenwei@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)

相关研究

《央行加息累积效果显现》 2011-02-09

《PMI 持续下滑确认经济增长势头放缓》

2011-02-01

《宏观月报：经济下滑可控 通胀并未远去》
2010-07-30《宏观周报：转型期投资的契机和希望》
2010-07-26

《通胀水平仍有冲高潜力》 2010-07-19

经济短期回稳难言好转

投资要点

- 当前经济出现了复苏迹象，这很可能表明一季度经济并不十分糟糕，但考虑到主要中下游行业需求仍未复苏，企业去库存化仍没有结束，一季度经济仍将继续探底。
- CPI 子项中具有较多的上涨刚性，如劳动密集型产品价格上涨突出，这将增加 CPI 上涨压力，明显缩小当前政策的放松空间。
- 1 月无论是新增贷款还是货币供应量增速都低于预期，我们认为，这一方面与今年 1 月的春节因素有关，另一方面也与企业 and 居民贷款需求的减弱以及银行贷款冲动有所降低有关，随着节后稳增长措施的发力以及银行贷款能力的逐步增强，一季度贷款增速仍有望小幅回升。

正文目录

宏观经济短期回稳	3
CPI 回落受限价格刚性	4
CPI 反弹难改回落趋势	4
政策放缓低于预期致使贷款少增	6
贷款增速低于预期	6
流动性会逐渐改善	8

图表目录

图 1：中上游推动增加值反弹	3
图 2：食品和消费品价格上涨突出	4
图 3：劳动密集型产品价格上涨突出	5
图 4：贷款需求减弱拖累新增贷款	7
图 5：贷款增速拖累 M2 增速	7

宏观经济短期回稳

今年初以来，经济出现了一些复苏的迹象，如 PMI 连续 2 个月反弹。其中，1 月 PMI 为 50.5%，环比上升 0.2，而如果考虑往年 1 月 PMI 环比下降 0.2 的季节性规律，本月 PMI 趋势性的回升则更为可贵。而提升 12 月 PMI 的项主要是代表了需求的订单指数。如新订单指数为 50.4，环比上升 0.6 个百分点，这表明经济需求自去年底以来出现了明显的改善，而这一程度上提升了企业的生产信心，刺激了生产指数的反弹，如 1 月生产指数反季节性环比上升 0.2。

我们认为，经济短期有回稳的态势与以下因素有关。

第一，海外经济并没有去年底预期的那样糟糕，如美国去年四季度 GDP 增速回升至 2.8%，为 2010 年 3 季度以来的最高值，同时美国无论是房地产市场还是劳动力市场表现都优于预期，这意味着美国经济复苏确定性增强；欧元区 1 月综合 PMI 初值 50.4，创 5 个月新高，这也说明欧债危机对于欧洲经济的影响是小于预期的，这也使得我国外需的回落幅度有限，如 1 月出口同比下降 0.5%，虽然比上月降幅大 13.9 个百分点，但这更多是季节性因素，实际上从环比下降 14% 情况来看，实际是好于春节在 1 月的 2001 年，2004 年，2009 年时期的出口环比 -17%，-25.7%，-18%，这表明 1 月出口增速并没有继续恶化。

第二，当前生产活动复苏主要集中在中上游行业，而这与去年底以来大宗商品价格上涨刺激了它们的生产以及相关行业的补库存有关，如近期海外经济悲观预期的修正以及流动性的泛滥再次激发了去年 11 月底以来大宗商品价格的回升，如 CRB 指数从去年 11 月底的 485 回升至今年 2 月 1 日的 500，受此驱动，有色金属矿采选业增速从 11 月的 12.9% 回升至 12 月的 12.9%，煤炭采选业增速从 11 月的 11.2% 上升至 12 月的 15%，而企业也加大了原材料补库存的力度，PMI 原材料库存指数从去年 11 月的 46.7% 上升至 49.7%。

第三，去年底宏观政策的适度微调开始改善企业过于悲观预期，如去年 12 月，人民币贷款增加 6405 亿元，同比多增 1823 亿元，而积极的财政政策也开始发力，如 11-12 月财政支出达到 3.13 万亿，大大超过原计划的 2.2 万亿，这都一定程度上有利于增强企业信心。

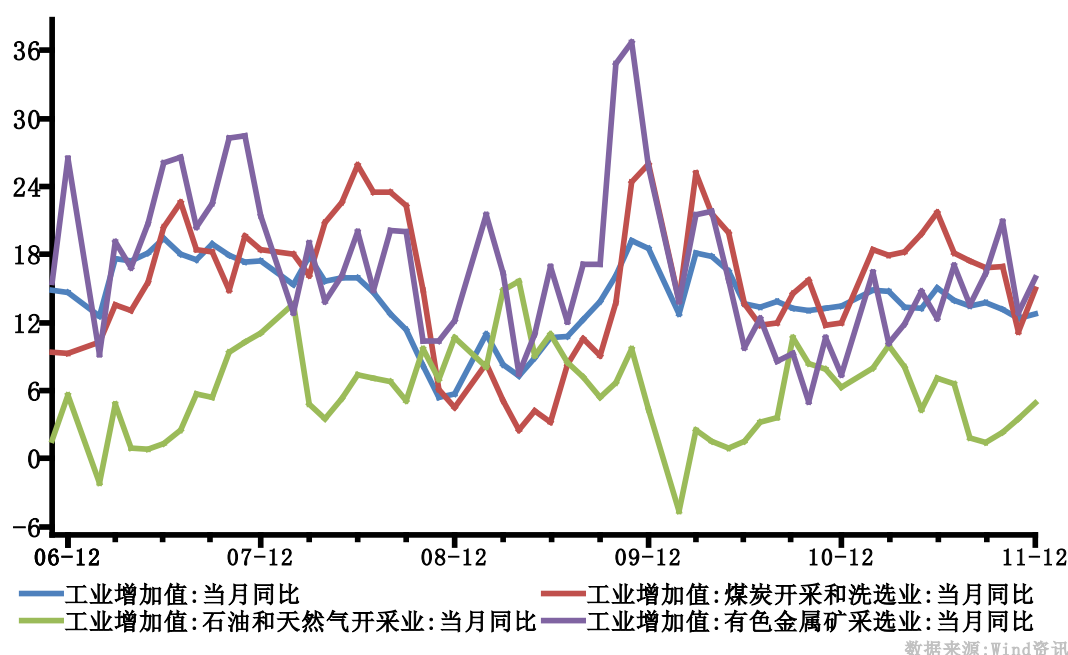
第三，今年 1 月元旦、春节之间间隔较短，节前企业的备货，节日期间消费活动的旺盛都会一定程度上刺激需求和企业的生产，如 1 月生活消费品行业新订单指数达到 58.4%，环比上升 2.3。

尽管如此，我们认为年初的短期经济回稳并不表明经济就此企稳，经济复苏仍是个曲折的过程。

首先，当前主要需求仍比较疲软，如出口方面，出口增长的先行指标：1 月份 PMI 新出口订单指数较上月下降 1.7 个百分点至 46.9%，连续第 4 个月处于收缩区间，这表明出口增长未来几个月仍在探底过程中；房地产、汽车等主要中下游消费增速仍处于寻底过程中，如万科 12 年 1 月份地产销售面积和金额分别为 119 万平米与 122 亿人民币，同比降幅为 -28% 和 -39%，均创下新低，而考虑到房地产调控政策还很难较快放松，短期房市低迷的局面短期还难以改变，这将严重影响诸多投资品行业的景气度。

其次，主要行业仍在经历主动去库存，如去年 12 月产成品同比增速虽然已经连续 2 月下降，但增速 20.8% 仍处于高位，这也会直接限制企业生产，如 1 月全国发电量增速为 -7.5%，和春节在 1 月的历史同期相比，仅强于 09 年 1 月的 -11.8%。

图 1：中上游推动增加值反弹



当然，对于一季度经济也不可过度悲观，应该看到，当前管理层仍在强调加快推出稳增长的措施，如温家宝近期谈到，今年1月份和一季度的经济状况值得关注，要见事早，动作快，预调、微调从一季度就要开始。这意味着节后稳增长的各种措施仍将较快推出，而且还有可能伴随着经济下滑的加快而几大政策实施的力度，它们包括：银行对符合要求的地方平台贷款给予大规模延期，以避免激化地方政府债务压力，支持各地继续推进十二五规划的新项目等。而这些经济动向都已经开始改善实体经济层面的悲观预期，如近期钢铁行业的龙头——宝钢集团公布3月份钢材价格政策，主力产品价格普遍上调，涨幅在50-350元/吨不等，这很可能意味着一季度投资需求并没有市场预期的糟糕。

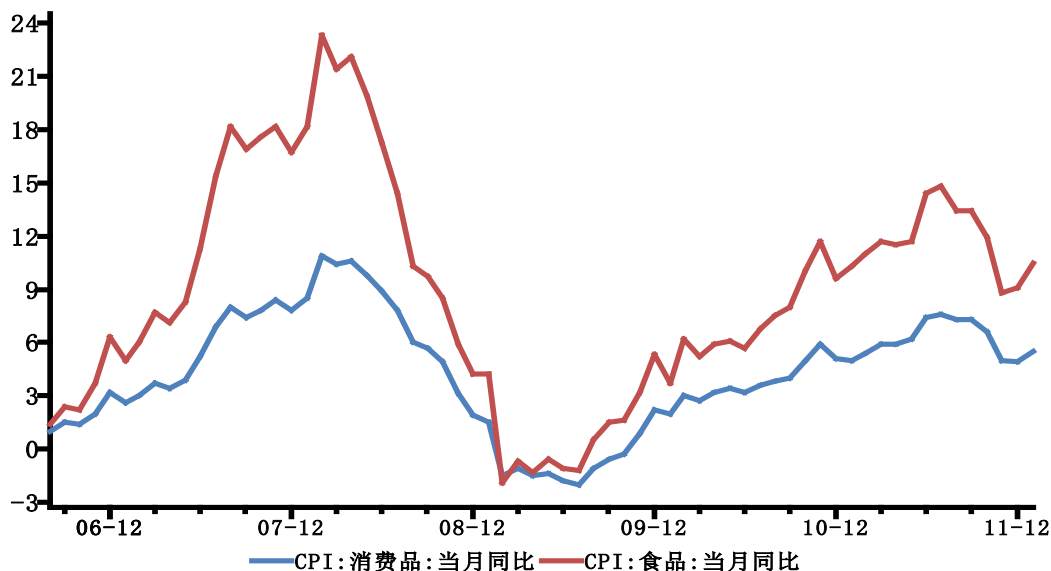
CPI 回落受限价格刚性

2012年1月份，CPI同比上涨4.5%，相比上月反弹0.4个百分点，环比上涨1.5%，也明显超出往年同期，CPI超市场预期上涨较大程度上与今年节日以及气候因素有密切关系，并不值得过分忧虑，但值得我们警惕的是，1月CPI上涨的诸多子项已经具有较强的刚性因素，它们将对CPI上涨构成较大的压力。

CPI 反弹难改回落趋势

推动CPI反弹的主要因素从统计学角度来看是翘尾因素，1月翘尾因素是2012年最高，达到3%，比上月高出3个百分点，而从种类来看，则是食品价格，1月同比上涨10.5%，比上月反弹1.4个百分点，环比也大幅上涨4%，高于近年来春节在1月年份时期平均的2.8%。

图2：食品和消费品价格上涨突出



食品价格中，涨幅比较突出的有：鲜菜价格同比上涨 23.0%，比上月提高 12 个百分点，对食品同比上涨贡献 1.09 个百分点，肉禽及其制品价格上涨 18.7%，比上月提高 2.1 个百分点，贡献食品价格同比上涨 0.45 个百分点，水产品价格上涨 13.2%，比上月提高 3.5 个百分点，对食品价格同比上涨贡献 0.25 个百分点。

这显然有较强的季节性因素，如今年冬天异常寒冷，蔬菜等食品种植和运输过程中的困难造成的供应短缺容易引发它们的上涨，2、3 月后，随着天气转暖，它们的价格也将回落，如农业部的蔬菜价格指数已从 1 月 30 日之后逐渐回落。

非食品价格则继续拖累 CPI 同比反弹，如 1 月它同比上涨 1.8%，比上月回落 0.1 个百分点，而它仍有继续下滑空间，如非食品中权重较大的居住类价格涨幅仍在探底过程中，其中 1 月租房价格上涨 2.6%，比上月回落 0.3 个百分点，而受地产调控持续，这种趋势短期还难以改变；诸多非食品生产所需要的生产资料价格也处于继续回落过程中，如 1 月生产资料价格同比上涨 0.3%，比上月大幅回落 1.1 个百分点，而考虑到当前投资需求仍比较疲软，企业仍处于去库存化过程中，生产资料价格短期还将继续下行，这将抑制下游非食品价格的上涨。

因此，我们预计 CPI 涨幅回落的态势还将延续，2 月 CPI 大约为 3.5%，3 月大约为 3.2%，而二季度将会回落到 3% 之下。

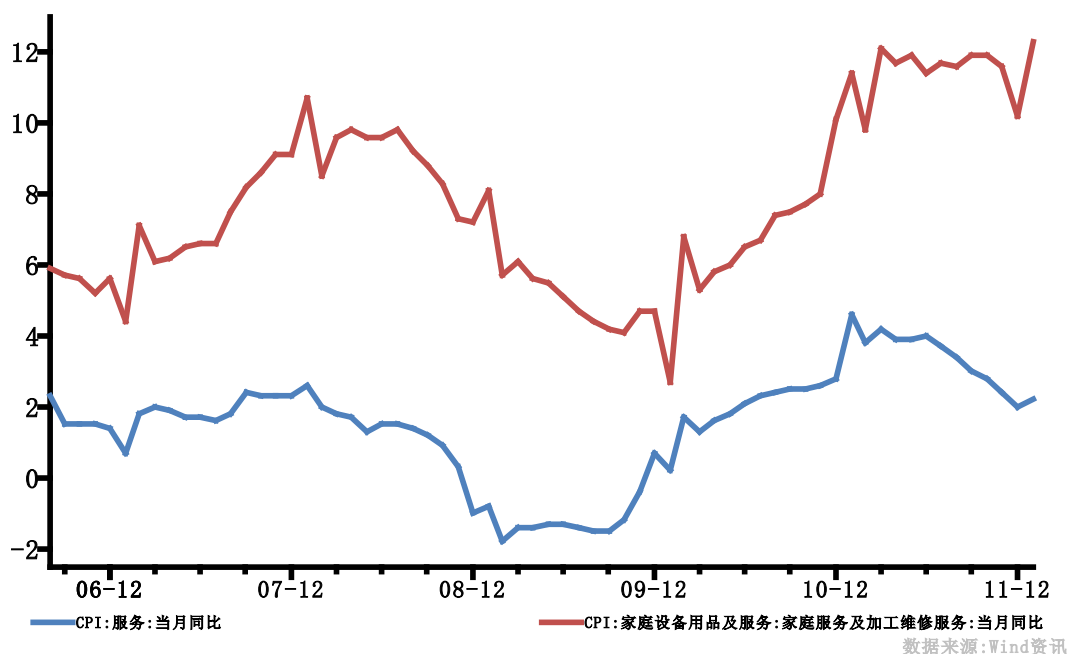
CPI 上涨的刚性

尽管上半年 CPI 下行趋势已定，但我们认为，相对于上一轮物价回落，CPI 回落的空间将会很有限。这主要是因为当前推动 CPI 上涨有了更多刚性因素，如当前我国劳动力和资源产品价格重估已对 CPI 上涨形成较大的压力。

以劳动力为例，当前随着我国 1990 后出生人口的大幅度减少，我国已进入低端劳动力人口加快短缺的时期，它的价格较快上涨也就必然具有较大的刚性，而这会从多个方面影响 CPI。以劳动密集型的蔬菜为例，继去年 12 月价格环比上涨 13.9% 之后，今年 1 月又继续环比大涨 26.1%，这显然超出了季节性因素所能解释的，它的大涨就很可能与去年末人工成本较快上涨有密切关系：去年以来，农民工工资呈现逐季度上涨的态势，如一季度大约为 1800 元每月，年末月均收入已经达到 2049 元，比上年增长 21.2%，比去年提高 1.9 个百分点。而劳动力成本较快上涨影响的不只是蔬菜等食品价格，还有 CPI 中其他劳动密集型产品的价格。如 1 月 CPI 服务同比上涨 2.2%，比上月反弹 0.2 个百分点，CPI 家庭服务及加工维修服务同比上涨 12.3%，比上月反弹 2.1 个百分点。

此外，劳动力价格较快上涨不仅会从供给端加大产品价格上涨压力，还会从需求端刺激相关产品价格的上涨，如近期劳动力收入较快上涨刺激的消费增长已经带动了相关消费品和服务价格的上涨，如 1 月消费品价格上涨 5.5%，比上月提高 0.6 个百分点，娱乐教育文化同比上涨 0.7%，也比上月反弹 0.6 个百分点。

图 3：劳动密集型产品价格上涨突出



再以资源品价格为例，它的上涨也具有较强的刚性，这一方面是因为当前欧美各国为了减轻中长期债务去杠杆化的痛苦，会较长时期维持充裕的流动性，这会支撑国际各类资源品价格，如去年底以来，虽然全球经济并未明显好转迹象，但受美国 QE3 预期以及欧洲实施 LTRO 再融资操作等因素影响，CRB 指数从去年 11 月底的 485 回升至今年 2 月初的 500 左右；另一方面是因为金融危机后，新兴市场加大了内需扩张的步伐，它们也日益成为全球经济增长的主导力量，由此决定资源品需求相对于供给增加更有弹性。而这都会影响相关产品价格涨幅，从而推动 CPI 上涨，如：12 月我国进口原油价格已相对于 11 月环比上涨 3.6%，由此也带动了 1 月原料工业价格上涨 0.2%，而近日发改委为适应近期国际石油价格上涨的趋势，上调了成品油价格，由此带动 CPI 上涨 0.07 个百分点。

因此，针对当前物价上涨具有较强的刚性，央行为保持物价中长期的稳定，也就不会因为短期通胀周期性的回落而明显放松流动性的控制，这也就是为什么央行今年 1 月即使在春节前市场资金面最紧张的时刻，也没有再次降准，而宁愿采用短期性的逆回购等政策来缓解市场的流动性紧张的原因，而我们预计，面对今后 CPI 的继续回落，央行也很难实施降息，以避免向市场释放更强的流动性扩张的信号。

政策放缓低于预期致使贷款少增

1 月无论是新增贷款还是货币供应量增速都低于预期，我们认为，这一方面与今年 1 月的春节因素有关，另一方面也与企业及居民贷款需求的减弱以及银行贷款冲动有所降低有关，随着节后稳增长措施的发力以及银行贷款能力的逐步增强，一季度贷款增速仍有望小幅回升。

贷款增速低于预期

一般来说，由于银行普遍倾向于“早放贷，早受益”，1 月份往往是信贷爆发式增长的窗口期，但今年 1 月人民币贷款仅增加 7381 亿元，虽然比去年 12 月环比增加近 1000 亿，但是却比去年同期少增 2882 亿元。

我们认为，这很可能与今年 1 月份工作日较少有关（如今年 1 月份当月只有 17 个工作日，而去年有 21 个工作日）。但这并不能解释全部原因，因为今年 1 月工作日与 09 年 1 月相仿，但 09 年 1 月新增信贷却达到创纪录的 16200 亿，这说明尽管去年底稳增长措施逐渐发力有利贷款新增，但当前各方面约束条件都不支持贷款的较快增长。

如从部门贷款来看，住户贷款增加 1527 亿元，比去年同期新增减少了 1779 亿，其中，短期贷款增加 367 亿元，比去年同期减少近 1000 亿，环比也减少 251 亿，这是近年来罕见的情形，它说明当前贷款利率的高企以及前期汽车等耐

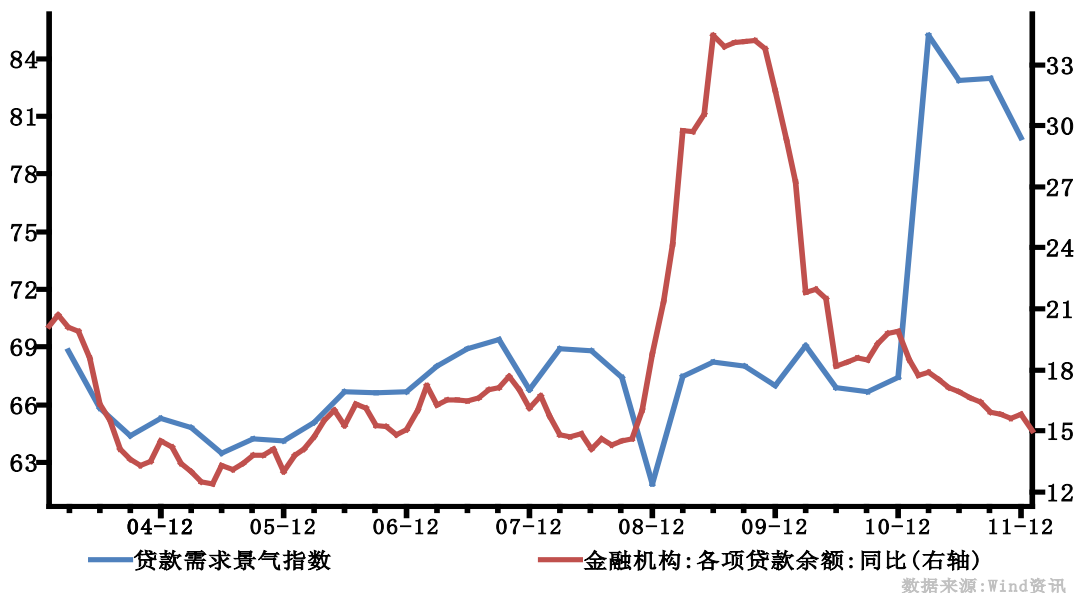
用消费品消费的透支都使得居民减弱了消费贷款需求；中长期贷款增加1160亿元，虽比去年底有所好转，但比去年同期减少783亿，这也表明地产调控的延续使得居民购买房地产的贷款需求仍比较疲软。

而从企业部门贷款来看，非金融企业及其他部门贷款增加5840亿元，虽然比去年底增加783亿，但比去年同期减少了1065亿。仔细分析企业贷款种类，信贷少增很可能与以下因素有关。

第一，1月CPI的反弹，国内经济好于预期，海外流动性的再次泛滥都使得央行自去年底虽然有所放松货币政策，但仍对于银行信贷的较快反弹保持高度警惕，如今年1月央行在银行资金最紧张的时刻，都没有继续下调存准，反而在春节后针对大行信贷增加的迅猛，再次进行了窗口指导，四大行不得不通过压缩票据等方式减少贷款投放，由此也就使得1月票据贷款仅新增80亿，相比于上月的512亿大幅度减少。

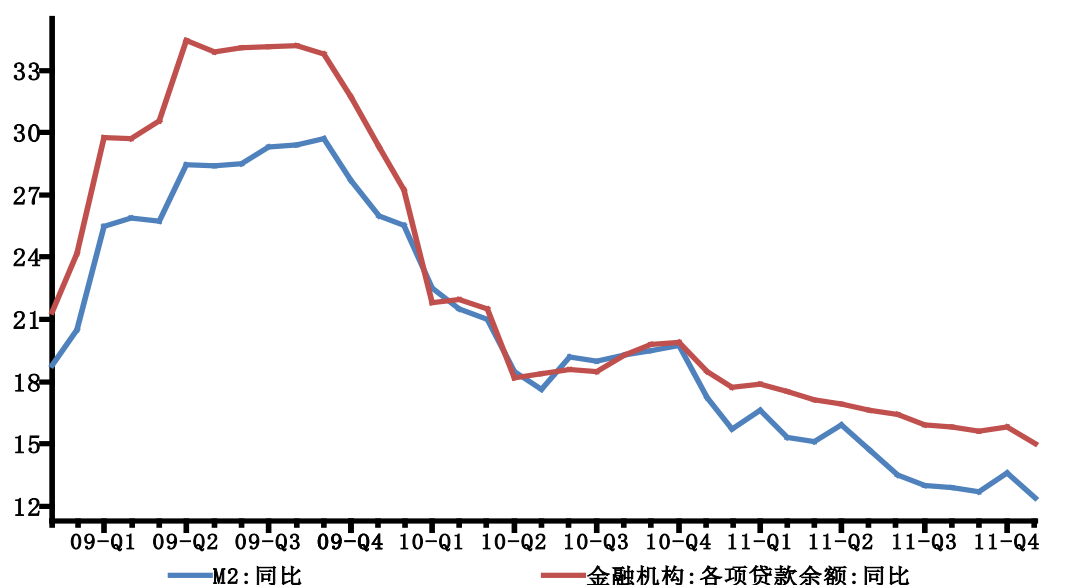
第二，银行遵照管理层要更多支持实体经济的精神，为缓解社会薄弱领域的贷款紧张局面，目前已一定程度上放松了对企业短期贷款需求，由此也使今年1月短期贷款增加3270亿元，比去年同比增加595亿，但从环比来看，却是减少了296亿，这表明在当前企业经营面仍比较疲软情况下，企业短期贷款需求的增长有限。

图 4：贷款需求减弱拖累新增贷款



第三，在管理层去年底强调各地要推进在建和续建项目投资建设的政策方针指引下，银行也主动加大了中长期贷款的投放，今年1月中长期贷款增加2350亿，相比于去年底有大幅度反弹，但是该增量比起近年同期却明显减少，这一方面说明当前企业的投资需求仍没有明显改善，中长期信贷需求难以较快放量，另一方面也可能暗示，由于银行担心今年各地平台贷款风险的暴露，对于中长期信贷投放已持更谨慎的态度。

图 5：贷款增速拖累 M2 增速



1月新增贷款同比的减少也使得流动性增速不及预期，如M2增速仅有增长12.4%，不仅没有延续去年12月底的反弹，反而继续创出本轮M2增速下降以来新低。

而M1增速的下降则更为明显，增速也创下新低，只有3.1%，当然M1增速的下滑还和以下因素有关：1月，企业春节前通过发工资、奖金等方式，将大量企业存款转为居民存款，由此也就减少了包含了较多企业存款的M1，增加了包含居民存款的M2；工资、奖金发放等因素显然无法完全解释如此企业存款的大规模转移，因为从去年的数据来看，企业存款的减少只有12700亿，而今年1月达到2.37万亿元，我们认为，企业存款大规模转移的原因还包括：春节前，企业存款通过大量购买银行理财产品而转化为同业存款，许多负债的企业节前集中偿还债务给居民部门等。

流动性会逐渐改善

尽管1月流动性增速不及预期，但我们认为随着一季度贷款增速的逐渐回升和外汇占款迎来恢复性的增长，一季度流动性仍将会逐渐改善。

如去年2月由于春节因素，新增贷款只有5356亿，而今年2月随着正常工作日的恢复以及多个制约贷款增长的约束性条件的减弱，新增贷款也有望出现同比多增，一季度贷款增速将有望达到15.5%左右，而有利于信贷多增的因素包括以下几个方面。

2月后随着食品价格的大幅度回落，CPI增速也将大幅度回落，我们预计2、3月CPI大约为3.8%，3.5%，央行对于通胀的担心减弱后，信贷的控制有望进一步放缓；从近年来看，春节后大量现金都会重新回归银行，从而使得银行存贷差扩大，存贷比指标也有所改善，这将有利于改善银行的存贷差状况，提高银行的放贷能力；当前房地产调控的政策有微调迹象，如各部门都强调要支持住房的刚性需求，央行也表示要满足首套房贷需求，部分三线城市的地方政府也开始修正前期过于严厉的调控政策，如芜湖新政，这都有利于支持居民房地产贷款的恢复性增加；今年开春后，各地为相应中央提出的要抓紧布局、有序推进新的国家重点项目，保持投资稳定增长的政策目标，许多新的投资项目将会开工，从而促发中长期贷款的需求。

再如，未来几个月外汇占款也有望迎来恢复性的增长，如1月中下旬以来，受到美元走软以及国内经济软着陆预期的强化，人民币NDF汇价扭转了去年四季度以来高于国内人民币汇价的态势而再现升值趋势，这无疑将驱动海外资金进入中国市场，外汇占款增量也将逐渐恢复。

因此，我们预计2、3月M2增速将会温和反弹，而M1增速也有望逐渐回升，这一方面是因为春节等干扰因素消失，另一方面也来自于节后需求逐渐恢复带动的企业生产活动加快也会带动企业短期存款增速的回升。当然，由于今年经济刺激力度较小以及政策放缓比较温和，我们也难以指望贷款和流动性增速回升较快，经济增速的回升也

将是个缓慢过程。

分析师简介

陈伟：2002年毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，6年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。