

“低速”的迷雾与“见底”影子

——2月份宏观数据点评

宏观报告

发布时间：2012年03月09日

投资要点:

- 核心观点：开年遭遇消费和生产的超预期回落，加重对经济下行空间和时间的担忧。我们认为消费低增长主要是节日消费和优惠政策取消后的调整，而VAI快调有趋势因素，但更在于基数原因。“低速”增长是短期现象，不应过分悲观。而轻工业见底反弹、新开工项目投资加快以及M2的拐点出现，隐约看见经济“见底”的影子，二季度可能见底回升。
- 投资增速高于预期的根本在于“维稳”政策的推动。具体体现在：（1）财政项目和预算资金加快落地。预算内资金增速提高13.7个百分点至24.5%，而第一产业投资增速升至43.9%；（2）保障房的推进稳定房地产投资。房地产投资增速提高15个百分点至27.8%；（3）新开工项目升至23.2%，预示后期投资仍将平稳。但第二产业及民间投资继续回落表明市场动力依旧疲软，政策仍需加力。
- 短期因素放大消费降速。主因在于：（1）通胀回落改变消费行为，体现在金银珠宝消费增速回落32个百分点；（2）节后和优惠政策取消后的调整。家电负增长2.9%应是优惠政策取消结果，日用品、服装等消费回落属节后消费的调整。
- 我们认为消费大幅回落应是短期现象，原因在于：（1）经济不会出现深调，对收入预期难以造成大幅影响；（2）居民收入平稳增长，消费能力提高；（3）刺激消费政策仍将陆续出台。且2月份消费环比折年率高达20.4%，1-2月份平均折年率为16.7%，回落是暂时现象，二季度或迎消费底部。
- 工业增加值大降有趋势性下行因素，更多在于基数原因。需求不旺和去库存，企业生产疲软导致环比回落至0.7。而大幅下降在于11年1、2月份增速比10年12月份加快了1.4个百分点。而轻工业回升12.7%，季调后趋势回升，隐约看到生产在二季度末见底的影子。
- 综合看，经济仍处在下行调整期，但随着“维稳”政策进一步落地以及外围经济体的复苏，三驾马车不会失速，而轻工业见底反弹、新开工项目投资加快以及M2的拐点出现，隐约看见经济“见底”的影子，经济调整接近尾声，谨慎乐观判断经济可能在二季度见底回升。

分析师：王国兵
执业证书编号：S0550511110002
TEL: (8621)6336 7000
FAX: (8621)6337 3209
Email: wanggb@nescn
地址：上海市延安东路45号20楼
邮编：200002

主要事件:

根据统计局数据, 2012 年 1-2 月份规模以上工业增加值同比增长 11.4%, 环比增长 0.7%。固定资产投资 (不含农户) 增长 21.5%, 其中, 房地产开发投资增长 27.8%, 社会消费品零售总额同比名义增长 14.7%, 2 月份环比增长 1.41%。

点评:

1、短期因素放大消费增速回落, 季调环比折年率显示增速仍处于正常区间

消费增速远低于预期, 主要受到短期因素影响。主因在于:

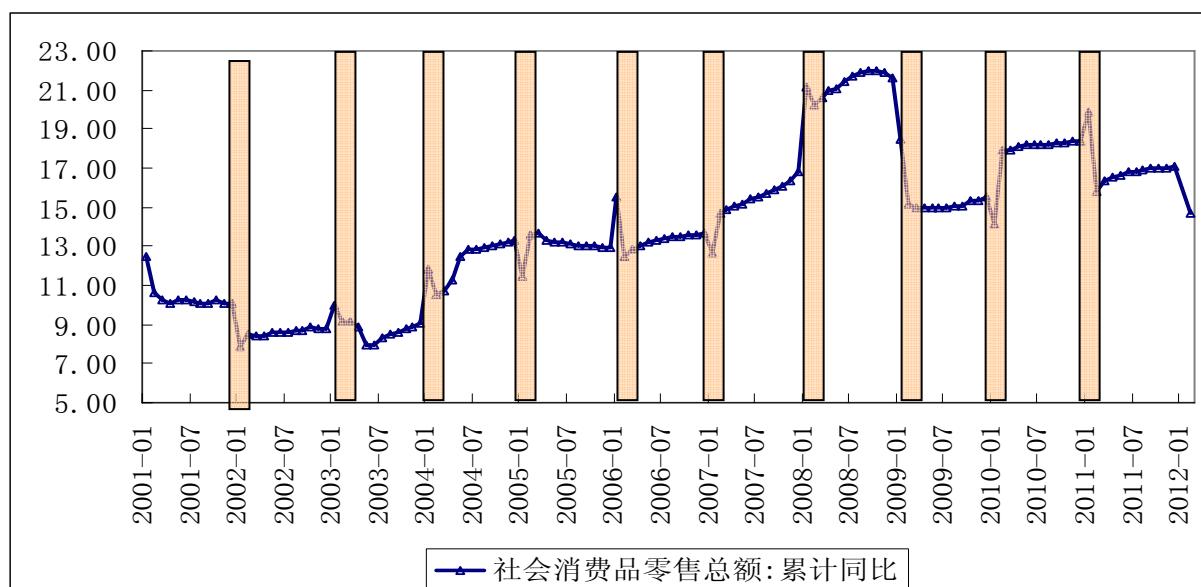
(1) 通胀回落改变消费习惯。在通胀明显回落背景下, 居民基于的消费意愿和积极性有所降低, 持续 2 年的金银珠宝消费高增速明显回落反映了这种特征。1-2 月金银珠宝消费增速从去年 12 月的 35.6% 跌落至 19.1%。

(2) 节日后和优惠政策取消后的调整。1-2 月份家电消费负增长 2.9%, 应是优惠政策取消结果。随着节日消费消除, 节后食品、服装等消费明显回落。

我们认为消费大幅回落或是短期现象, 原因在于: (1) 经济不会出现深调, 对收入预期难以造成大幅影响; (2) 居民收入平稳增长, 消费能力提高, 1-2 月汽车消费增速比去年同期提高 1.8 个百分点, 而比去年 12 月份提高 2.5 个百分点, 表明消费热点并未消除; (3) 刺激消费政策仍将陆续出台。

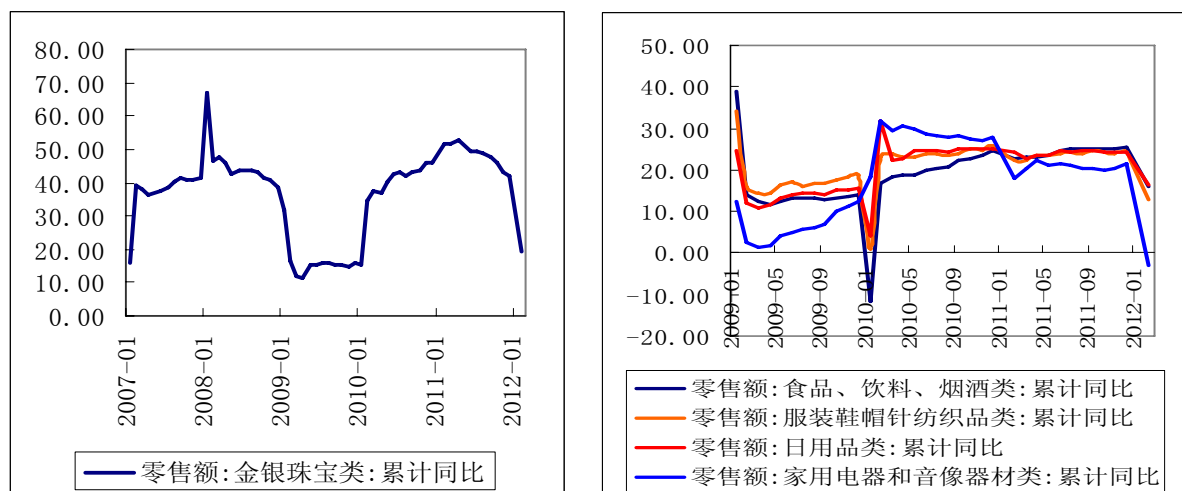
且 1、2 月份消费增速季调后环比分别为 1.02% 和 1.56%, 折年率分别为 12.95% 和 20.4%, 1-2 月份平均折年率为 16.7%, 仍处在正常的增速范围。因此, 我们认为消费大幅回落受春节因素放但, 加速回落是表征和暂时现象, 短暂调整后 will 平稳回升, 甚至乐观估计 2012 年中期可能迎来新的消费底部而进入新的消费周期。

图 1: 春节期间, 消费增速都出现了大的波动



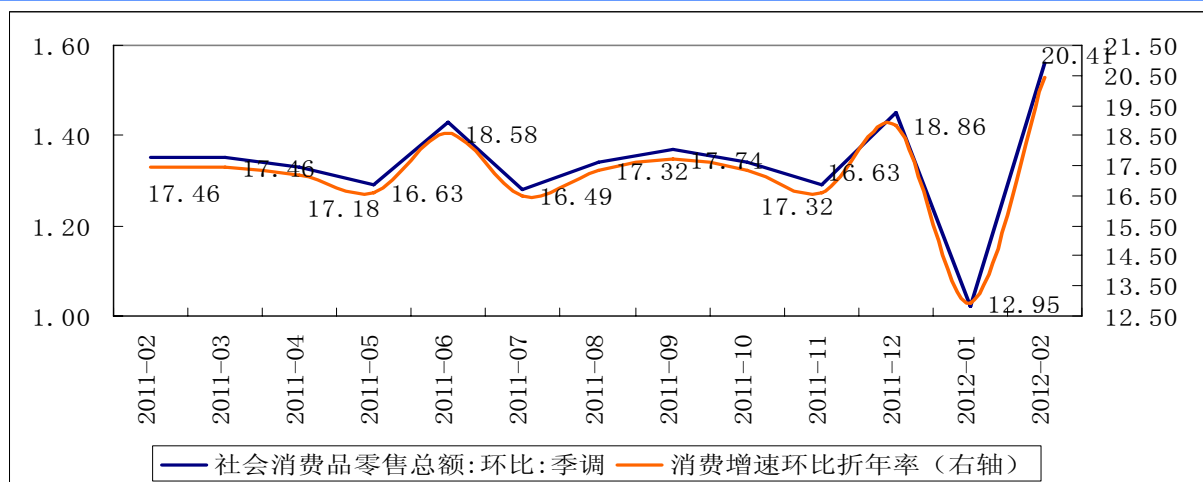
资料来源: wind, 东北证券

图 2: 物价回落、优惠政策取消及节日消费消除, 珠宝、家电及服装日用品等消费下降



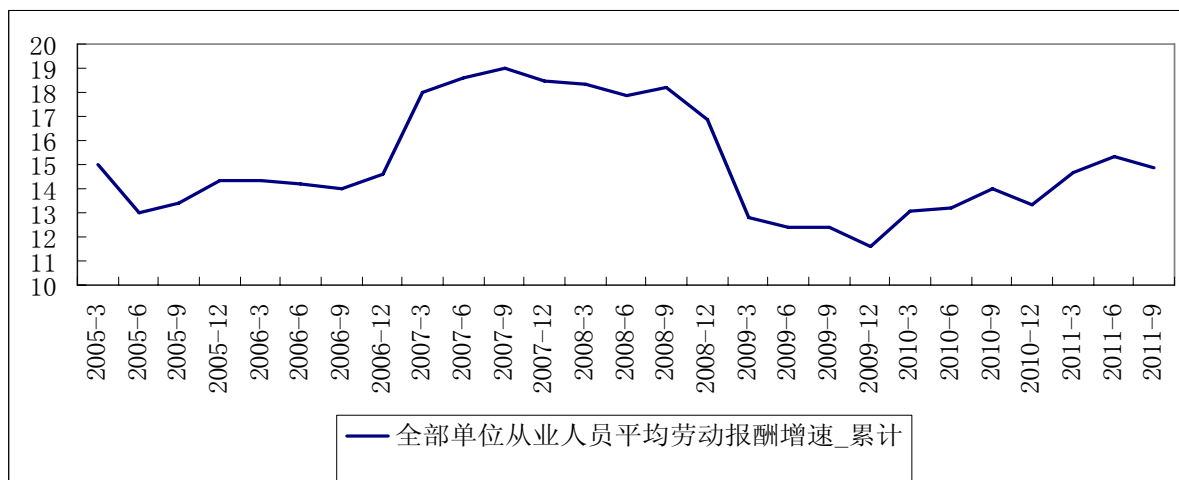
资料来源: wind, 东北证券

图 3: 1-2 月份消费增速季调后环比折年率均值为 16.7%, 处于正常增速



资料来源: wind, 东北证券

图 4: 工资收入明显提高, 消费能力提升



资料来源: 新华 08, 东北证券

表 1: 2012 年消费增速比 2011 年加快的消费品

	家具	建筑及装潢	化妆品	金银珠宝	通讯器材	汽车
2011-02	20.40	20.80	16.10	51.40	23.20	10.90
2012-02	25.00	25.30	18.50	19.10	43.10	12.70
2012 年比 2011 年加快程度	4.60	4.50	2.40	-32.30	19.90	1.80

资料来源: wind, 东北证券

2、政策落地，投资增速高于预期且有望平稳增长

1-2 月投资增速虽然从去年年底的 23.8% 降至 21.5%，但远高于 18.7% 的预期。原因在于房地产投资的高增长以及开工项目的增加。其背后体现是维稳政策出台和落地。具体体现在：

(1) 稳投资政策加码，财政资金和信贷增加缓解资金缺口。多指标反映稳投资政策在加快落地，从产业结构看，第一产业投资增速提高近 19 个百分点至 43.9%，预算内财政资金增速提高 13.7 个百分点至 24.5%。而从信贷看连续投放超过 7000 亿，票据利率跌至 4.95%，投资并不缺钱。

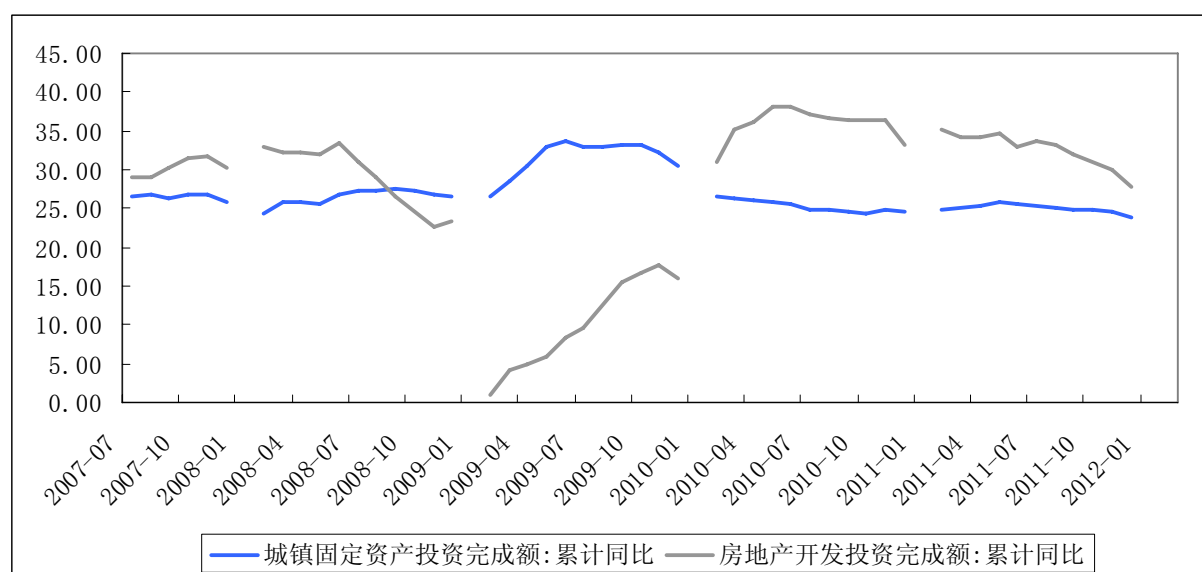
(2) 保障房的推进稳定房地产投资。房地产投资增长 27.8%，比 12 月提高 15 个百分点，大大高于预期。

(3) 新开工项目不降反升预示后期投资仍将平稳。新开工升至 23.2%，表明批准项目增加，且开始落地。

但是从投资动力看，受经济调整及预期影响，投资增速体现为政策推动，而市场的动力仍未明显启动，表现在第二产业投资增速从 27.3% 跌至 24.9%，而从投资主体看，除了外资企业投资略有加快外，其他各类型企业投资总体都再降速。

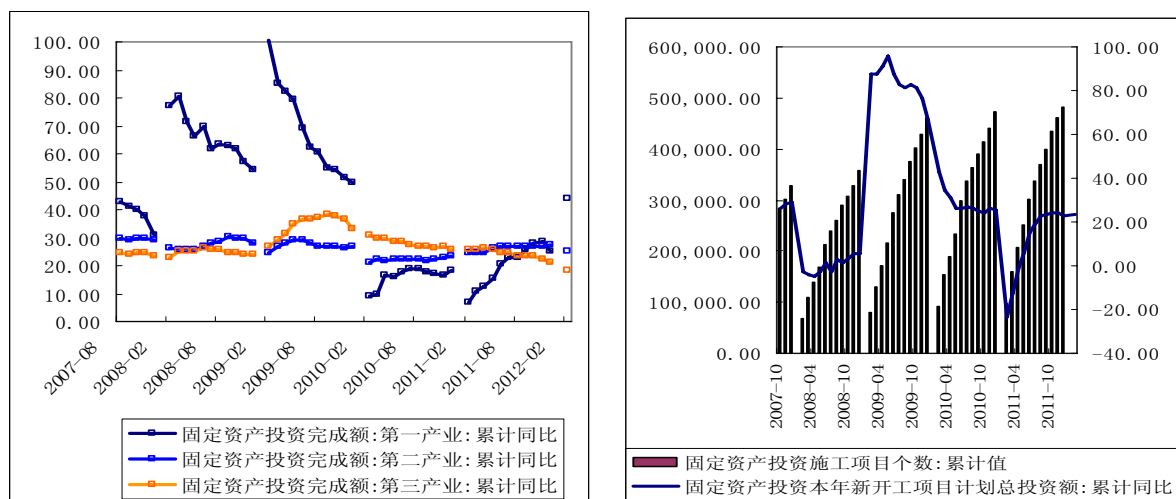
因此，短期看，投资仍可能向下调整，但在政策推动下，将比较平稳。

图 5：房地产投资和固定资产投资增速保持高位



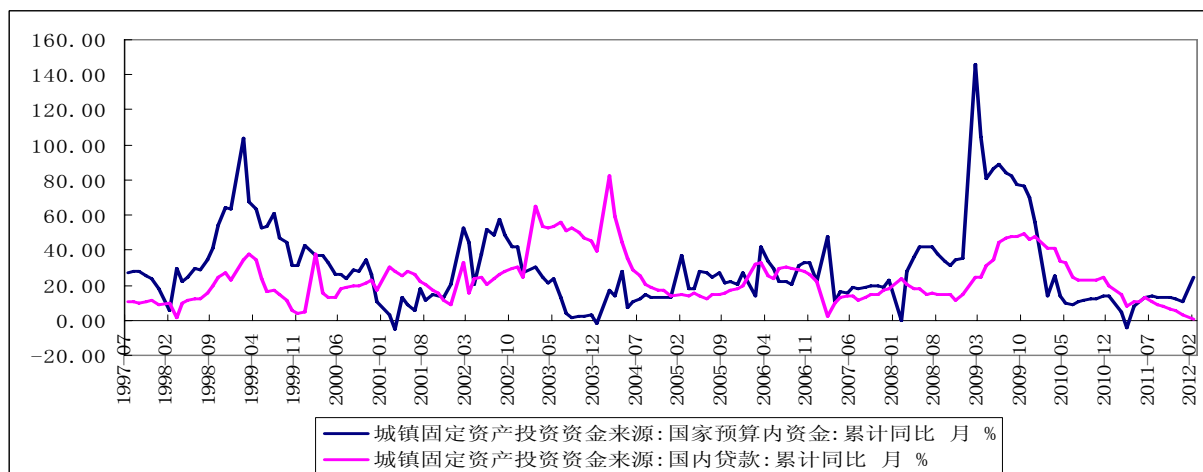
资料来源: wind, 东北证券

图 6：第一产业和新开工项目加快，表明扶持政策加速落地



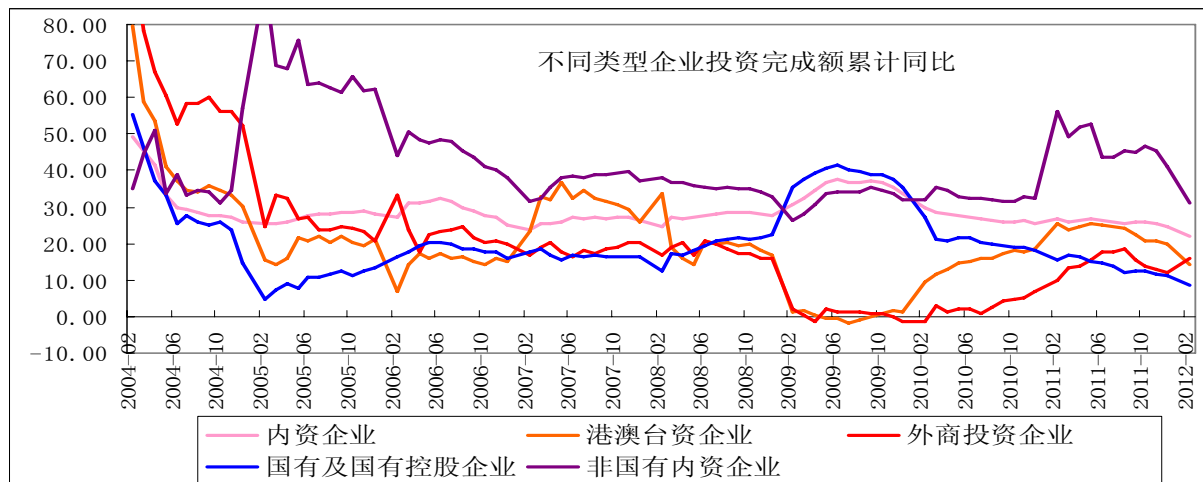
资料来源: wind, 东北证券

图 7: 虽然信贷低于以往, 但预算内资金加快到位表明稳投资政策稳步推进



资料来源: wind, 东北证券

图 8: 微观投资主体的投资积极性并未提高, 投资仍需政策维护



资料来源: wind, 东北证券

3、工业增加值增速加速回落更多是基数原因, 且轻工业见底回升, 工业调整近尾声

在 12 月份的工业增加值反弹时曾判断，工业生产调整仍未完成，且有加快回落的要求。而 2012 年 1-2 月份工业增加值增速回落至 11.4%，增速回落 1.4 个百分点，完全我们预期及稍早给出的预测值。

我们认为，1-2 月工业增加值大降有趋势性下行因素，更多在于基数原因。既然需求不旺，而企业去库存并未完成，企业生产必然疲软，生产增速环比应该回落。2 月份工业增加值环比回落至 0.7，不及 12 月的 0.9%。趋势性回落大概贡献了 1/3 左右。

从趋势性下降的来源看，重工业的增速回落是根本。1-2 月轻工业增速加快 0.1 个百分点，从 11 年 12 月的 12.6% 提升至 12.7%，而重工业却 2.1 个百分点，从 13% 降至 10.9%。显然，基于投资下降预期导致的去库存加速重工业减速。

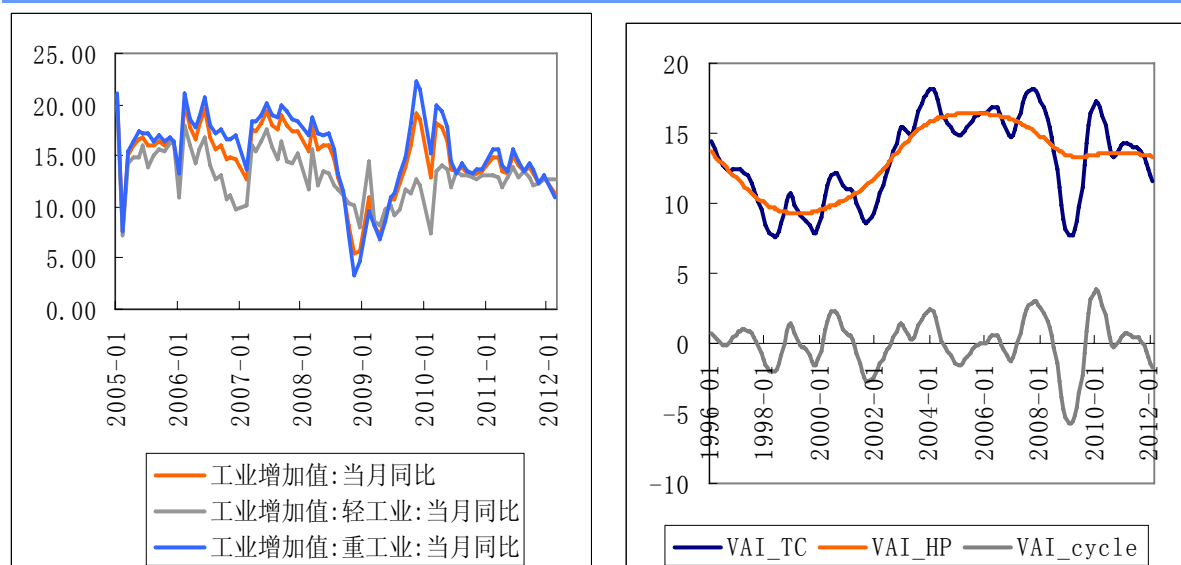
而工业增加值大幅下降主要在于基数，11 年 1、2 月份增速比 10 年 12 月份加快了 1.4 个百分点，在环比增速并未加快的情况下，高基数将导致 1-2 月份的工业增加值相应回落 1 个百分点左右，基数原因贡献了近 2/3。

不过，从未来趋势，工业增加不会持续大幅度回落。从需求拉动看，1-2 月投资增长 21.5%，高于预期，且稳增长政策陆续出台，投资不会大幅减速，有望渐趋平稳。而经过四季度的快速去库存，企业主动去库存的力度也会减弱。因此，需求端不会大幅下拉工业增速，预计在需求在二季度有所好转。

而从经济运行内在逻辑看，轻工业已经企稳。一般情况下轻工业作为下游需求端，领先重工业，时间在 2-6 个月。因此，轻工业若进一步企稳，预示重工业在二季度有望见底回升。从货币与生产的关系看，M1 一般领先 VAI，而我们预计 M1 在 3、4 月份见底，那么工业增加值增速有望在二季度末企稳回升。这与轻工业对重工业的领先时间相符。

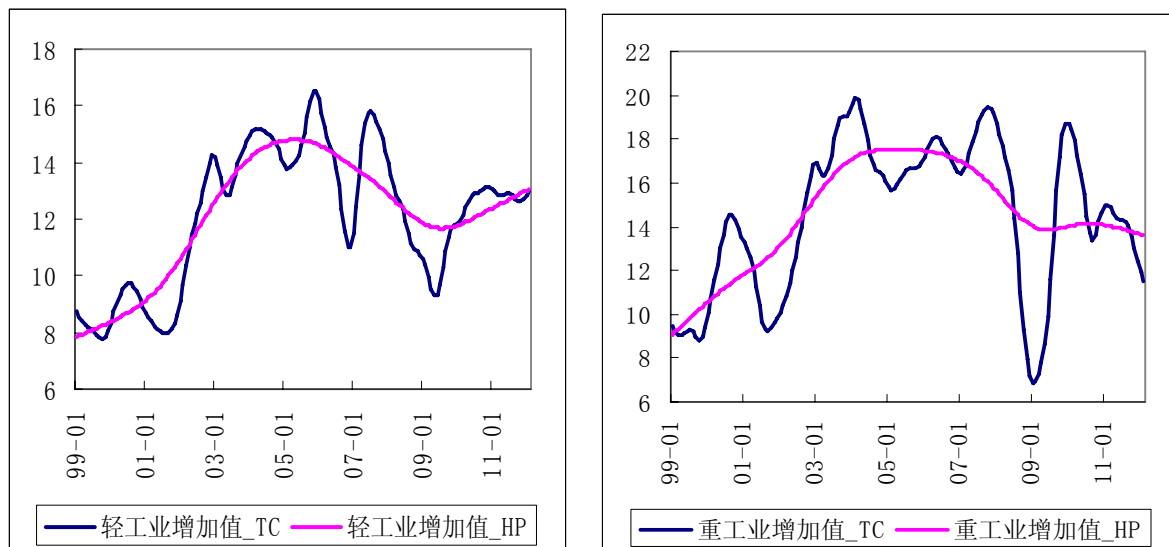
因此，从经济运行逻辑看，我们认为工业生产正在调整的尾声，接近底部。二季度企稳回升有较大可能。

图 9：受重工业带动，工业增加值趋势下行



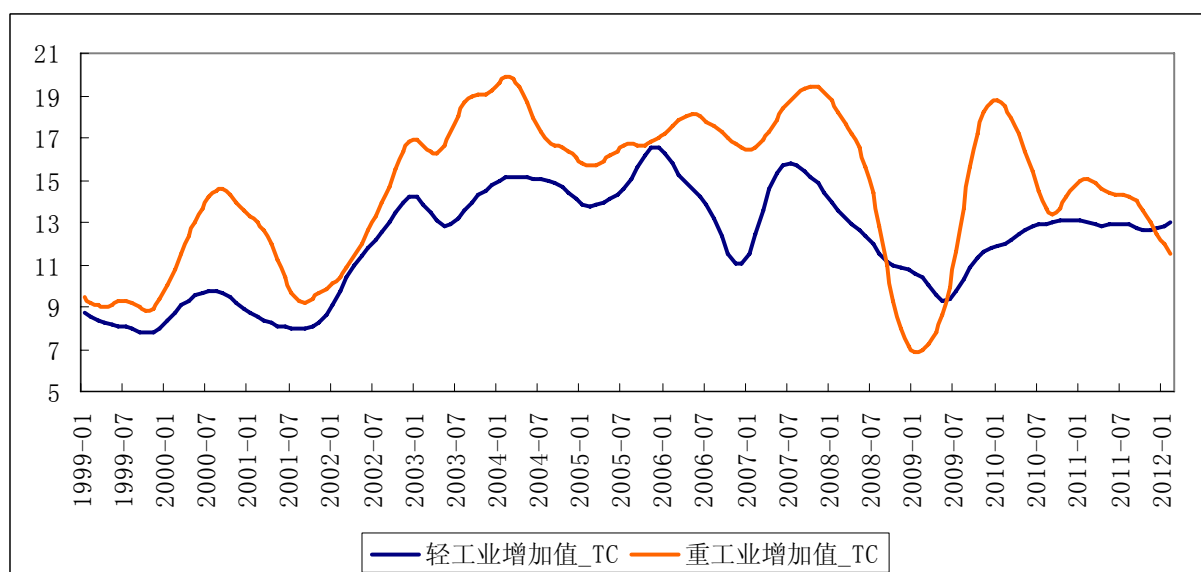
资料来源：wind，东北证券

图 10：轻重工业工业增速分化，轻工业已见底回升



资料来源: wind, 东北证券

图 11: 轻工业领先重工业, 轻工业得见底预示重工业有望二季度见底回升



资料来源: wind, 东北证券

综合看, 经济仍处在下行调整期, 但随着“维稳”政策进一步落地以及外围经济体的复苏, 三驾马车不会失速, 而轻工业见底反弹、新开工项目投资加快以及 M2 的拐点出现, 隐约看见经济“见底”的影子, 经济调整接近尾声, 谨慎乐观判断经济可能在二季度见底回升。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。