



逆周期调控政策启动，经济企稳预期增强
——2012 年 4 月产业链跟踪报告

研究报告——行业配置

发布日期： 2012 年 5 月 7 日

张青

执业证书编号：S0730512040002

021-50588666-8040

zhangqing@ccnew.com

联系人：

周楷翔

电话：021-50588666-8030

传真：021-505887779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

●4 月产业链的跟踪显示：逆周期调控政策开始发挥效力，主要表现在基建投资的启动，从而对仍处于下滑趋势的房地产与制造业投资部分形成对冲，经济虽然仍在缓慢回落，但我们预计跌幅会显著收窄，实体经济正逐步企稳，周期运行有望从衰退逐步切换至复苏周期。

●投资链条，终端需求层面，1 季度地产投资显著下滑，主要是受商品房销售下滑以及房地产资金来源收紧影响；地产投资的下滑进一步引致制造业投资的趋弱；基建投资明显启动，1 季度增速转负为正，其中水电投资增速迅猛。中游层面看，钢铁、水泥价格有所反弹，预示需求环比改善，但改善力度仍旧不大，尤其是钢铁行业的社会库存尚处于高位，下滑速度慢于往年；工程机械销量环比有所改善，但同比增速仍是负增长。上游资源品，煤炭在供给收紧、需求环比改善刺激下，价格持续反弹，但反弹持续性预计不强；原油价格在前期地缘政治、流动性以及需求等多重利好效应逐步消退带动下，价格高位震荡回落；4 月基本金属价格受益美元走弱，价格有所回升，但未来可能仍受制于美元价格的重回上行趋势。

●出口链条，机电、纺织服装出口依然不振，但北美 BB 值连续 6 月回升，预示高新技术产品景气度逐步走好；航运业 BDI 指数持续反弹，集运价格受益于提价成功也继续反弹上行，但航运行业仍旧受制于全球需求不足以及行业本身的供给过剩。

●消费链条，必需消费品低迷，可选消费品中，3 月汽车消费增速回升；通讯器材类消费增速大幅走高，预示消费电子的需求火爆。

●金融链条，银行业面临两难境地，经济下行则不良贷款率可能上行，经济上行则息差可能缩减。

目录

1.投资链条	3
1.1 下游需求	3
1.1.1 房地产	3
1.1.2 基建投资	4
1.2 中游加工制造	7
1.2.1 玻璃、纯碱	7
1.2.2 水泥	8
1.2.3 钢铁	8
1.2.4 工程机械	10
1.3 上游资源	10
1.3.1 原油	10
1.3.2 煤炭	11
1.3.3 有色金属	13
2.出口链条	14
2.1 纺织服装	14
2.2 机电	14
2.3 航运	15
3.消费链条	16
3.1 必需消费品	16
3.2 可选消费品	17
4.金融	19
重要声明	20

1. 投资链条

1.1 下游需求

1.1.1 房地产

1 季度 GDP 超预期下滑，这主要是受投资下滑的拖累，尤其是地产投资。1 季度房地产开发投资增速 23.5%，较之去年全年以及今年 1~2 月份均大幅下滑。

房地产投资增速的下滑，基本在我们预期之内。1~2 月，房地产开发投资增速一度表现靓丽，增速 27.80%，较之去年全年仅下滑 0.1 个百分点，但这主要是受去年保障房建设主要集中于下半年，而今年保障房建设较之去年各月份相对平滑所致。1~3 月地产投资的显著下滑，说明受制于地产调控的严厉政策以及商品房销售的不振，地产投资仍有较大回落风险。

未来房地产投资，我们认为主要制约因素有二：

首先，商品房销售低迷。商品房销售面积累计增速在去年 8 月份达到阶段性高点，之后增速持续下滑。虽然今年年初在开发商降价销售以及首套房利率下调的刺激下，商品房环比销售有所回升，但同比增速仍旧下滑，1~2 月同比增速一度负增长，虽然 1~3 月下滑幅度有所收窄，但依然负增长。2000 年以来，仅在 08 年金融危机时出现过此种情况。从相关性上看，商品房销售大致领先房地产开发投资 6~12 个月，而自去年 8 月以来商品房销售的持续低迷，无疑会对未来房地产投资形成较大压制。

图 1：商品房销售面积增速负增长

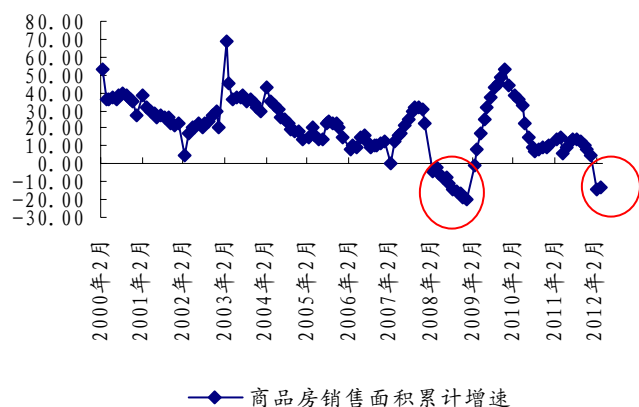
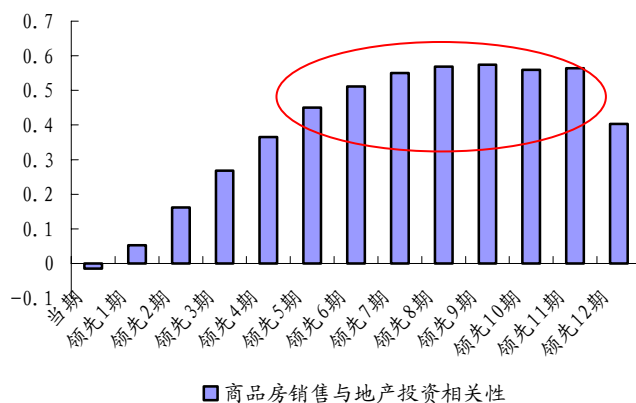


图 2：商品房销售领先地产投资



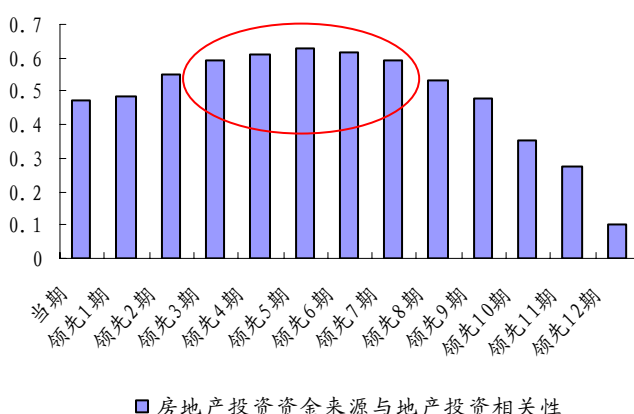
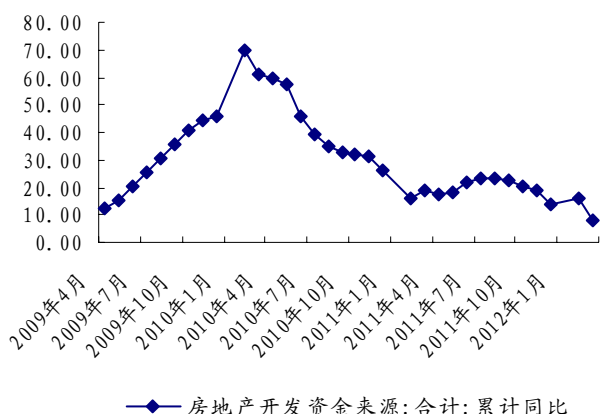
资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

其次，房地产投资资金来源不畅。受制于持续进行的严厉调控政策，房地产开发投资的资金来源增速大幅下滑，今年1~3增速仅为8.2%，创下自09年2月以来的新低。历史看，房地产投资资金来源累计增速大致领先地产投资增速4~8月，而自去年8月以来，伴随商品房销售的持续低迷，房地产投资资金来源增速也同步下行，这对未来投资地产投资增速也会形成较大扼制。

图 3：房地产开发资金来源累计增速

图 4：资金来源领先地产投资



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

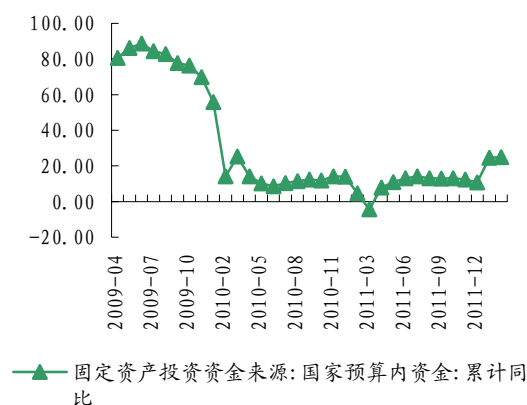
资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

1.1.2 基建投资

基建投资在中央稳增长导向下，虽然1季度整体增速仍在下滑，但较之今年1~2月有企稳迹象，且增速转负为正。

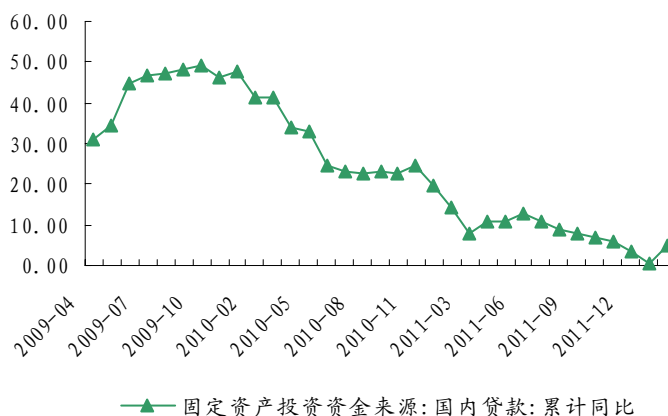
基建投资的企稳回升，是逆周期调控政策逐步发挥作用的结果。作为典型的中央主导投资，基建投资增速与国家预算内资金来源增速密切相关。1~2月份国家预算内资金来源增速大幅回升，而3月累计增速延续了这一趋势，继续小幅回升0.4个百分点；与此同时，前3月国内贷款增速较之去年全年以及今年1~2月也有明显回升。可见，国家一再强调保证重点在建、续建工程的整体定调以及信贷走向宽松，是导致基建投资回升的主要原因。

图 5: 国家预算内资金增速大幅增加



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

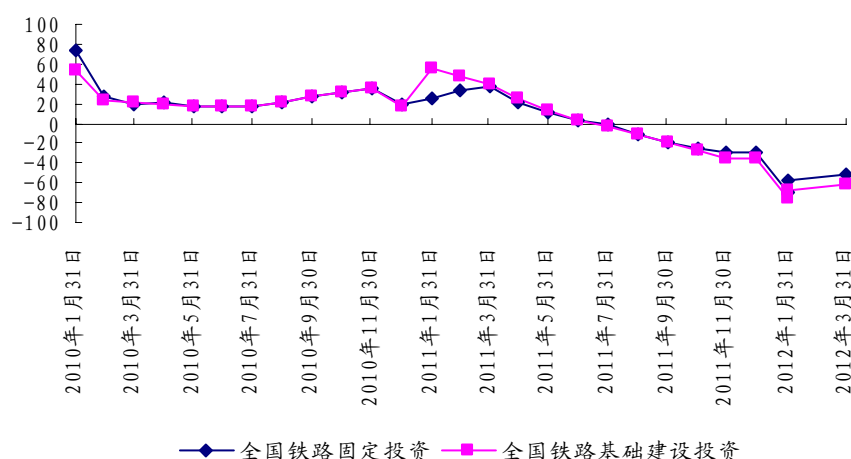
图 6: 国内贷款增速回升



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

基建投资中, 铁路投资 1 季度完成额为 596 亿元, 其中基本建设投资 425 亿。2012 年铁道部计划铁路建设投资 5000 亿元, 略低于去年的 5863 亿元的水平, 这决定了全年铁路投资难以呈现高增长, 但考虑到今年 1 季度铁路投资仅完成全年规划 12%, 随着铁路投资资金的不断到位, 2 季度铁路投资进程有望加快。

图 7: 铁路投资有望提速

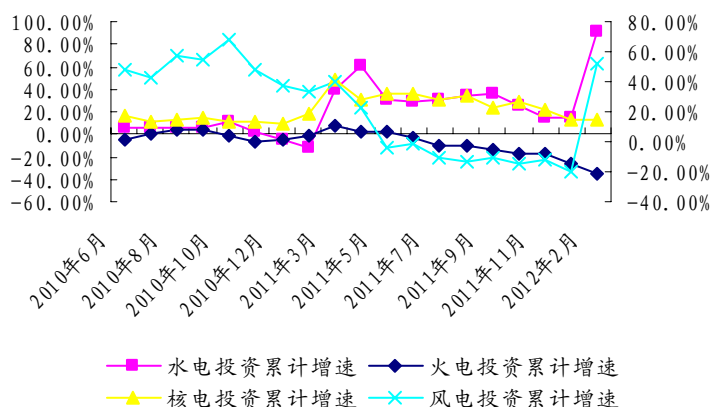
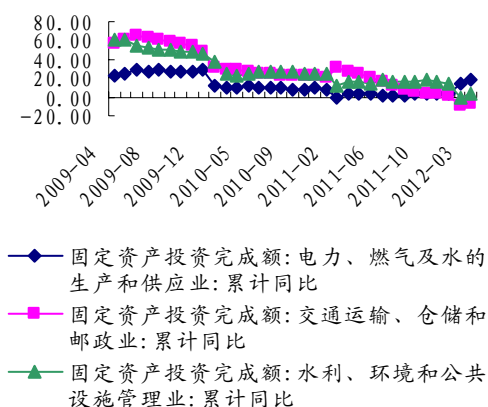


资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

我们发现，基建投资中增速较快的主要是电力、燃气及水的生产与供应业投资，1 季度增速为 18.40%，远高于去年全年 3.80% 的增速。更进一步的分析表明，电力、燃气及水的生产与供应细分投资中，电力投资尤其是水电投资受益于国家农田水利建设的力度加大，年初以来投资明显加速，前两月增速高达 91.76%。3 月七部委又联合发布了《关于进一步做好水利改革发展金融服务的意见》，把水利投资为未来基础设施优先发展领域。另据《中国证券报》报道，发改委日前核准了大渡河、金沙江流域 5 个大中型水电项目，项目累计装机达 580 万千瓦，动态总投资超过 600 亿元。可见，水电发展的思路已从犹豫不决转为坚定不移，国务院总理温家宝 3 月 5 日在十一届全国人大五次会议做政府工作报告时表示“积极发展水电，提高新能源和可再生能源比重。”政府工作报告为今年水电全面建设定调，电源总量缺口和非石化能源发展目标成为发展水电的重要动因。而根据能源局的规划，今年将核准 2000 万千瓦，目前 5 个大型水电项目仅完成任务的 1/4，后续水电投资仍有较大空间。

图 8：基建投资分项增速

图 9：水电投资增速大幅提升



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

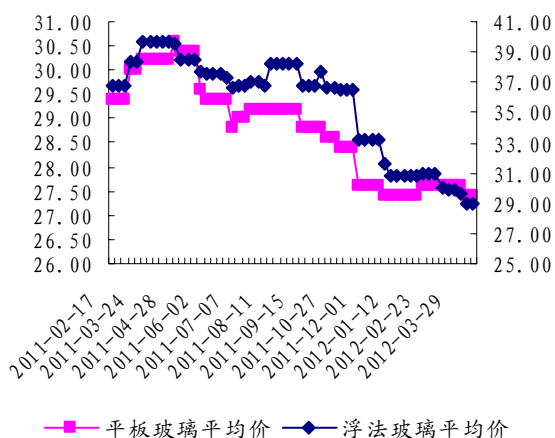
因此，从基建投资的细分项中，我们可以明显发现，以水电、水利为代表的与未来经济结构转型较为密切，且符合民生导向的基础设施是政府投资的主导方向，基建投资不仅是为了熨平经济波动的需要，而是体现出管理层“调结构”的更深远目的。

1.2 中游加工制造

1.2.1 玻璃、纯碱

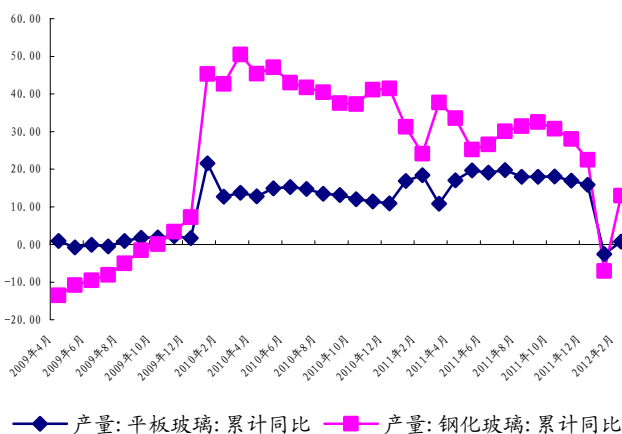
玻璃价格仍未见明显企稳，虽然在华东和华南两地主要企业价格协调带动下，区域价格稍有回升，但能否持续依然取决于下游需求。在房地产投资下滑趋势延续之势下，玻璃行业景气拐点仍要等待。伴随价格低迷、需求不振，玻璃产量增速虽然有所回升，但也处于低位。

图 10: 玻璃价格走势



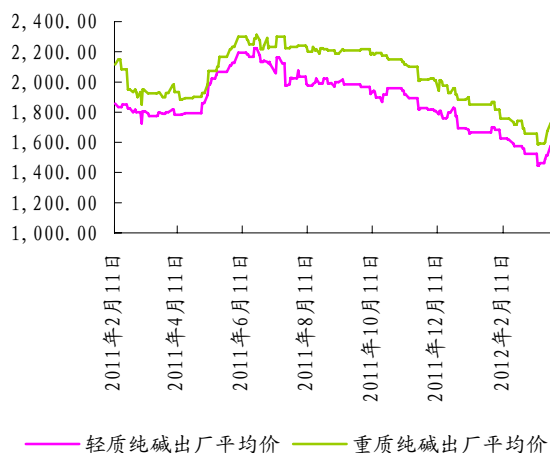
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 11: 玻璃产量增速



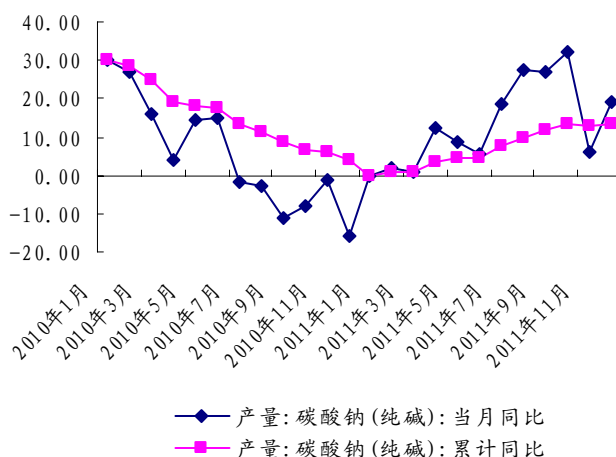
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 12: 纯碱价格触底回升



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 13: 纯碱产量增速回升



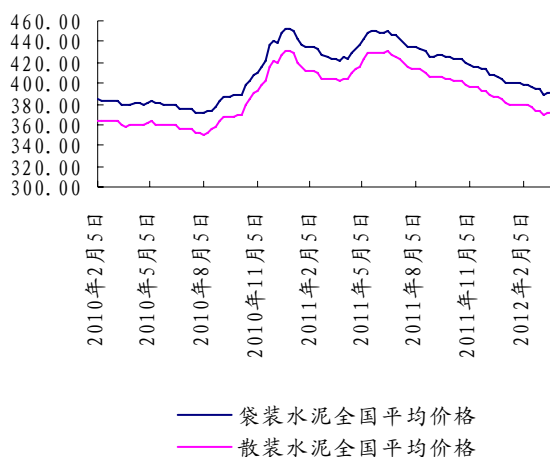
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

玻璃行业上游，纯碱行业景气也处于底部。虽然价格有所反弹，但终端房地产市场低迷，纯碱市场虚涨难以持久，长期看纯碱市场销售压力依然存在，下游面改善无利好因素，价格依然承压。

1.2.2 水泥

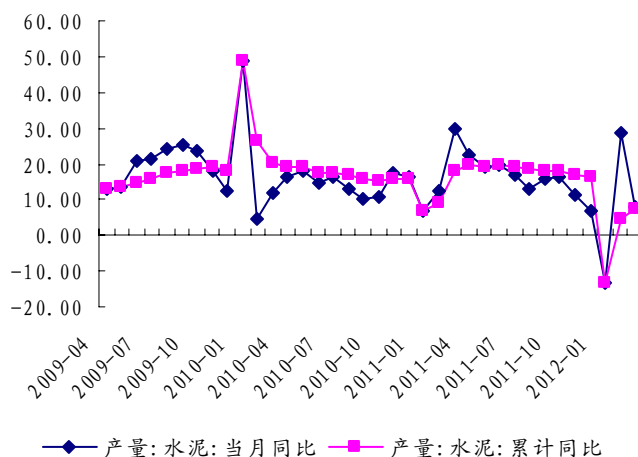
4 月水泥价格小幅回升，主要是受春季开工，需求环比改善的带动，但价格回升幅度较小。其中，甘肃、陕西等西部地区水泥价格回升较为明显。一方面是该区域内今年新增产能较少，供给压力不大，另一方面则是去年停建的铁路项目近期开始复工，需求回暖拉动价格回升。华东地区水泥价格未见起色，仍以回落为主，除了受雨水较多的天气影响之外，也反映了当前发达地区经济增速回落要快于西部地区的状况。

图 14: 水泥价格小幅回升



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 15: 2 月水泥产量增速回升

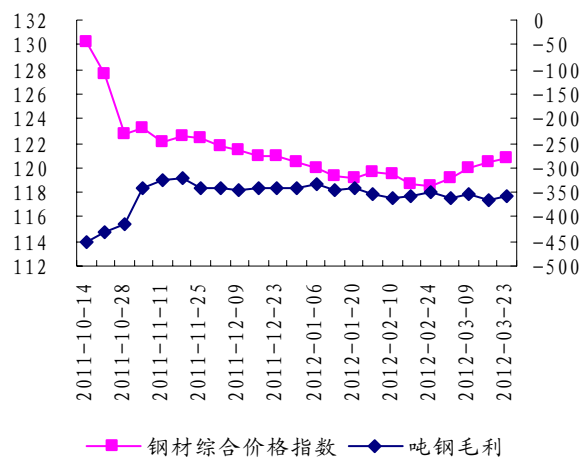


资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

1.2.3 钢铁

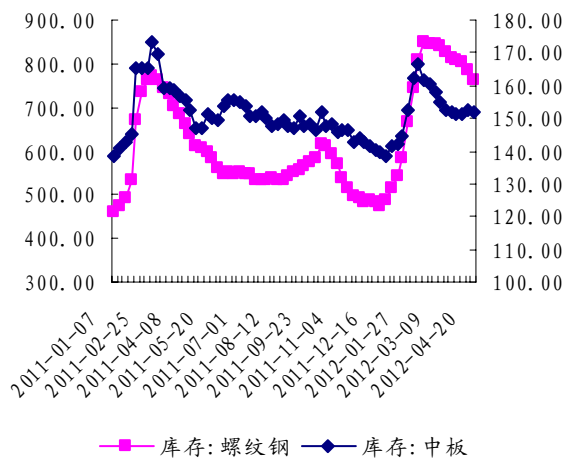
4 月钢铁价格延续 2 月下旬以来的反弹，吨钢毛利有所改善，且社会库存持续下滑，似乎意味经济正走向复苏，但钢价反弹主要是受季节性因素影响，且社科库存下滑过去缓慢，经过连续九周下降之后，总库存仍然高达 1700 万吨，而去年九周下降之后，钢材总库存已经在 1530 万吨。小于历史同期下滑速度，说明钢铁行业的下游需求并未有显著改善。

图 16: 钢铁价格有所反弹



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

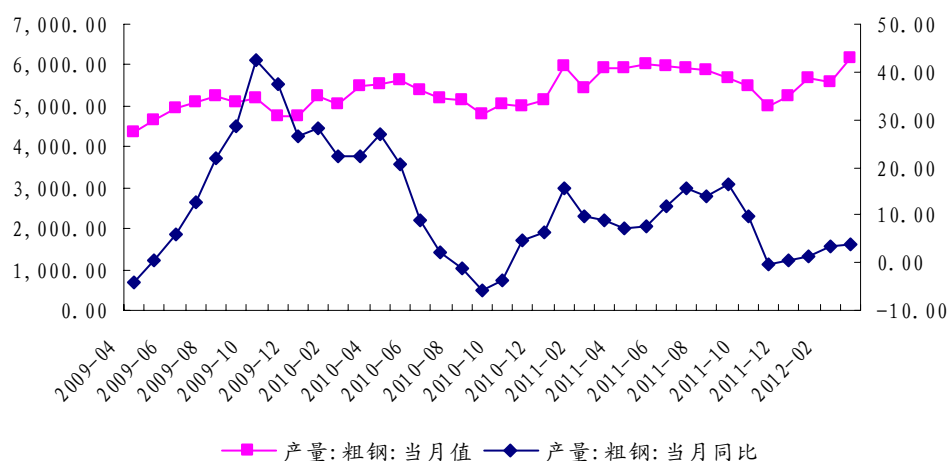
图 17: 社会库存回落, 但速度较慢



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

从供给上看, 3月粗钢产量再创新高, 达6,157.93万吨, 且从同比增速看, 连续4月回升。粗钢产量的大幅增长, 是下游需求季节性改善与新增产能释放的共同结果。不过, 在下游需求仍未显著改善之势下, 产量的持续释放或使得供需格局发生变化, 不排除未来供给进一步上升导致供需压力凸显。

图 18: 粗钢产量增速



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

1.2.4 工程机械

3 月主要工程机械产品如推土机、挖掘机、装载机等销量均环比有所改善，但从同比看依然负增长。当前工程机械的行业景气仍处于低谷，这主要是受房地产投资持续下滑的影响，但随着以铁路为代表的基建项目逐步复工、货币的环境的趋于宽松，2 季度行业逐步企稳也是可期的。

图 19: 推土机、装载机销量增速

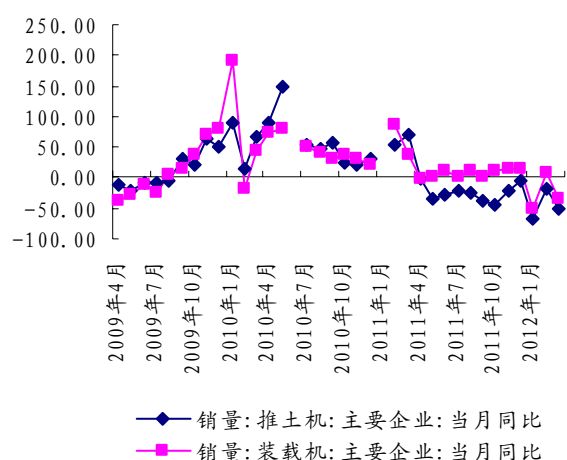
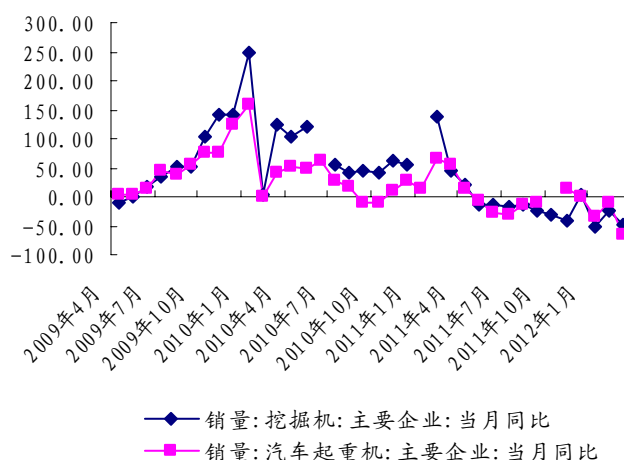


图 20: 挖掘机、起重机销量增速



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

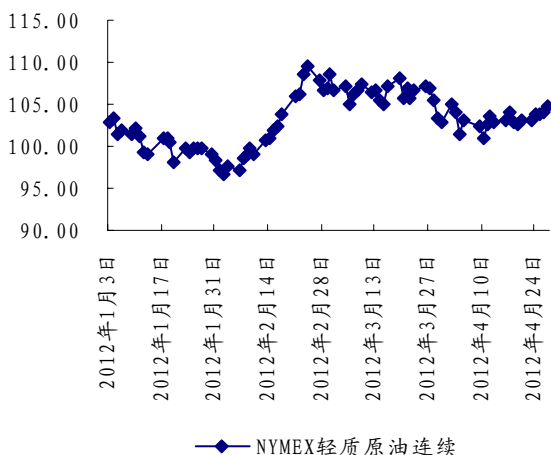
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

1.3 上游资源

1.3.1 原油

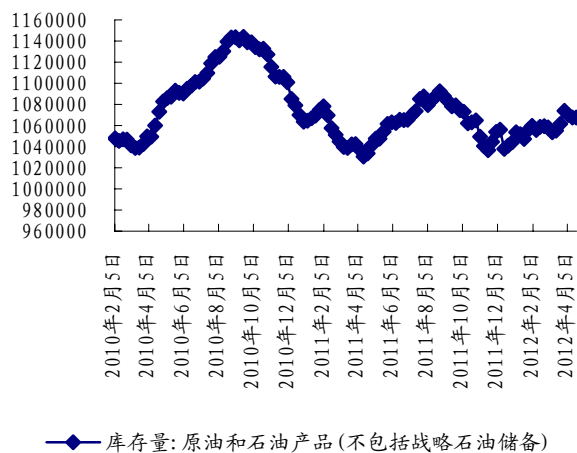
4 月原油价格围绕 100 一线窄幅震荡。展望后市，我们认为原油价格上行动力不强，有震荡回落的风险。从地缘政治上来看，伊朗将于 5 月 13-14 日与国际原子能总署 (IAEA) 恢复谈判，伊朗问题趋于和平化解决方式；流动性上看，上周美国议息会议声明维持现行货币政策不变，同时提高 2012 年美国 GDP 增速预期值 0.2 个百分点，QE3 推出预期弱化；供需层面看，美国能源信息署周五发布报告称，受沙特阿拉伯原油产量增长的支持，全球原油市场今年 3-4 月依然保持供应过剩状态。EIA 公布的数据显示，今年 3-4 月全球原油供应过剩 50 万桶/天。综上所述，支撑原油价格上行的主要因素均有所弱化，原油价格可能高位承压。

图 21: 原油价格震荡回落



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 22: EIA 原油库存低位攀升



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

1.3.2 煤炭

环渤海动力煤价格连续 6 周回升, 焦煤价格则继续保持平稳。动力煤价格的企稳回升, 主要促发因素有二, 一是随着季节转暖, 下游复工带动需求环比改善, 二则由于大秦铁路检修, 供给阶段性收紧, 二者共同作用导致煤炭港口库存的高位回落, 从而引致价格的企稳回升。

不过, 后续煤炭价格的上行动力或有所减弱。首先, 下游需求改善程度仍旧不大, 直供电厂库存虽然有所下滑, 但依然高于去年同期水平, 而 4 月日均粗钢产量虽然环比再创新高, 但从同比看, 可能增速较之 3 月下滑, 且钢铁行业本身景气度尚未明显复苏; 其次, 国际动力煤价格持续回落, 与国内形成背离, 从而煤炭进口有所增加, 国际煤价的回落预计会对国内价格形成拖累; 最后, 从煤炭沿海运费看, 3 月以来运费价格持续走低, 反映煤炭运输市场并不火爆, 也验证了下游需求的疲弱。

图 23: 动力煤价格企稳回升

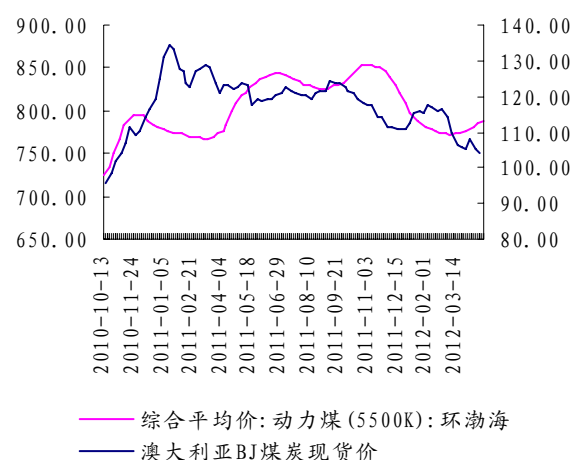
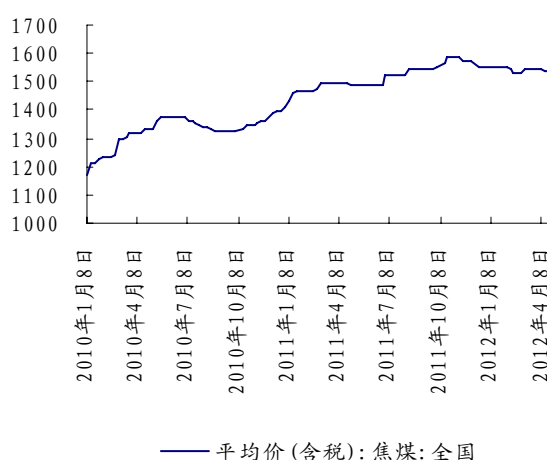


图 24: 焦煤价格高位平稳



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 25: 煤炭港口库存

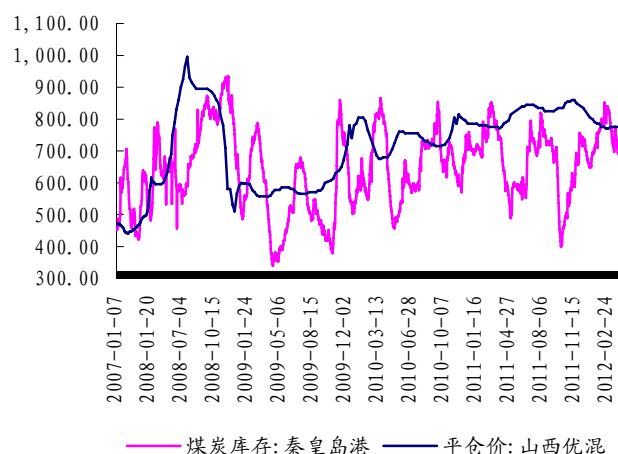
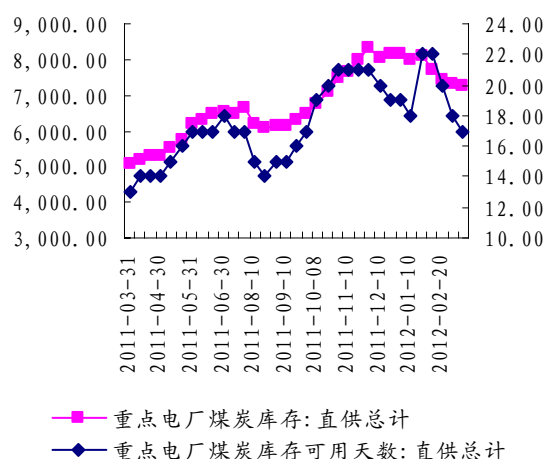


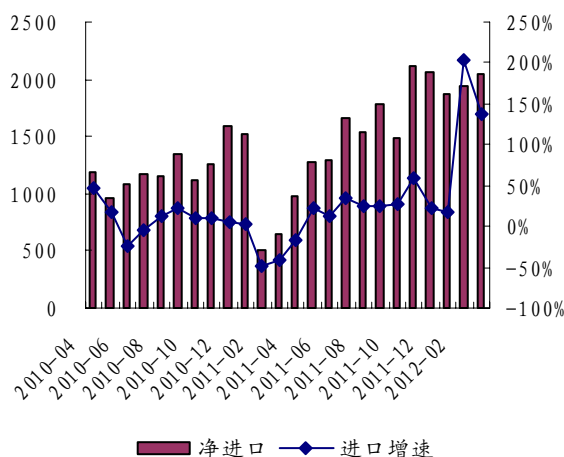
图 26: 重点电厂库存



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

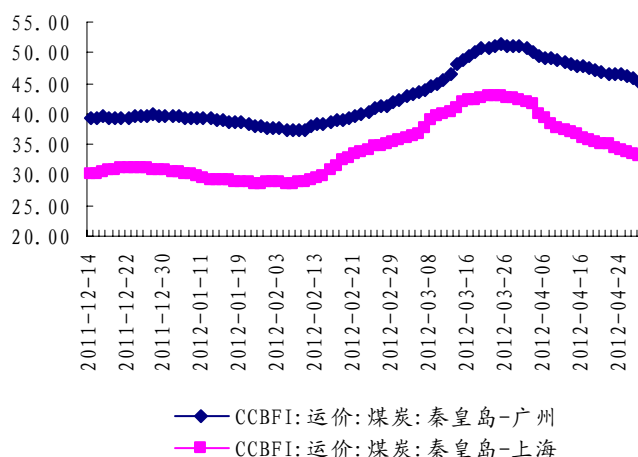
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 27: 煤炭净进口走高



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 28: 煤炭运价有所下滑



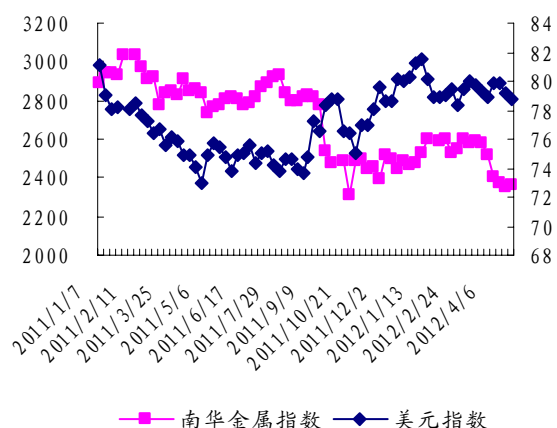
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

1.3.3 有色金属

4 月基本金属的价格走势依然与美元高度负相关。故对美元未来走势的分析, 成为预测基本金属价格的关键。

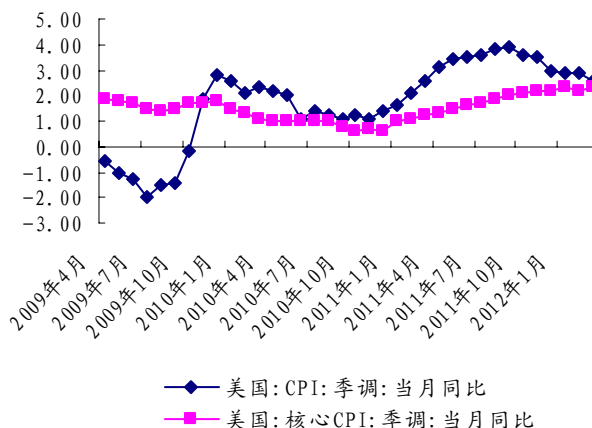
我们依然坚持美元价格震荡上行的观点。美元价格的上行源自欧美两大经济体的基本面对比。近期美国经济复苏虽然有所反复, 且 1 季度 GDP 增速低于预期, 但复苏趋势仍旧不变, 而欧元区经济数据依然糟糕, 且法国、荷兰政治风险上升; 另外, 前期打压美元走势的最大因素在于 QE3 预期, 但考虑到美国经济复苏趋势未变, 且通胀率温和上行, 已经超过 2% 的目标值, 预计 QE3 近期推出的概率不大。

图 29: 金属期货价格高位震荡



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 30: 美国 CPI 温和上行



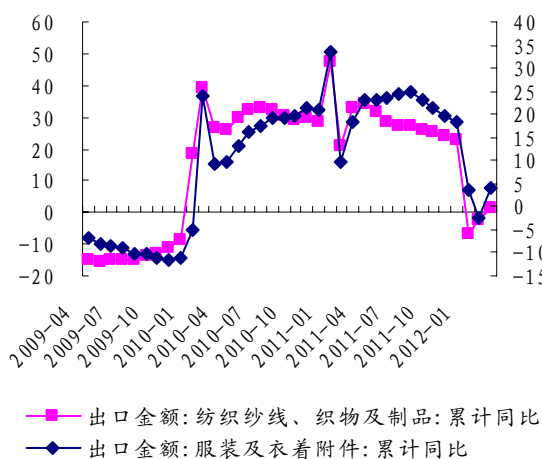
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

2. 出口链条

2.1 纺织服装

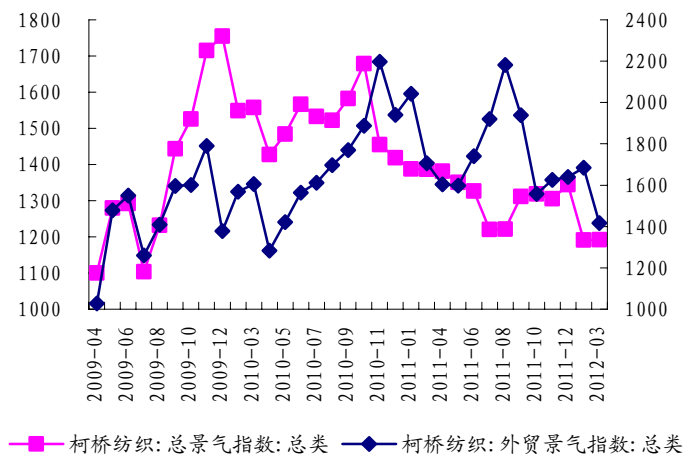
1 季度纺织服装出口低迷，增速大幅下滑，且从柯桥纺织景气指数看，无论是总景气指数还是外贸景气指数均处于低位。另外，根据今年广交会的反映，多数订单规模增长缓慢，订单规模“下降一成”是普遍看法。综合数家中小企业进出口流程服务平台行业数据发现，4000 余家中小企一季度订单下降一成，广交会“短、小、散”的特点显露无遗。

图 31：纺织服装出口低迷



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 32：柯桥纺织景气指数位于低位

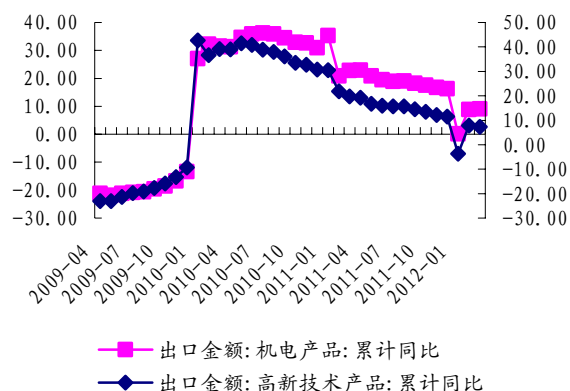


资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

2.2 机电

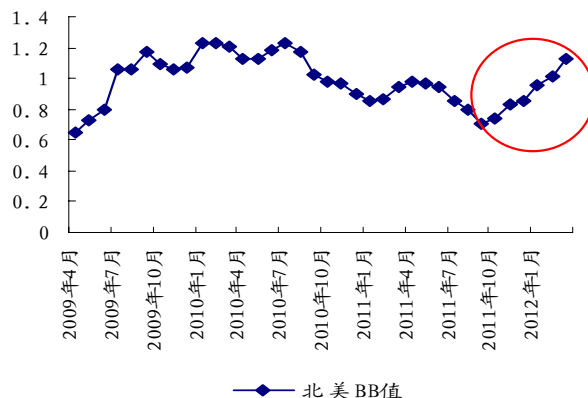
1 季度机电与高新技术产品出口增速较之去年大幅下滑，主要是受海外经济体，尤其是欧盟区经济恶化影响，这与整个出口增速的走势基本一致。不过，电子元器件行业景气正在逐步恢复中。北美半导体设备制造业上订单额与出货额增速均在缓慢回升，且 BB 值连续 6 月上升，2、3 月 BB 值更是重回 1 以上，预示行业景气逐步转好。

图 33: 机电与高新技术产品出口



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 34: 北美电子需求触底回升



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

2.3 航运

4 月 BDI 指数继续超跌反弹。不过, 目前行业离盈利还有较远距离, 一方面欧债危机影响短期内难以消化、中国需求增长减速等因素导致需求不振, 另一方面运力过剩持续施压运价涨幅, 行业基本面反转仍需等待。

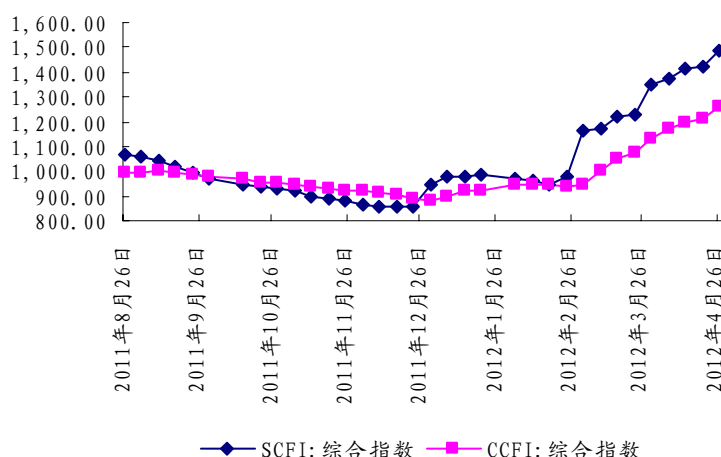
集装箱方面, 中国及上海集装箱运价指数延续年初以来的反弹走势, 反弹源自持续提价的成功。从目前看来, 运价恢复行动获得了空前成功, 但是此番运价的提升完全凭借班轮公司的高度集中度, 并未顾及运力的供求关系, 因此高价位能维持多久有待于市场的考验, 当前应重点关注下游客户对于提价的接受程度。

图 35: BDI 指数超跌反弹



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 36: 集装箱运价指数



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

3. 消费链条

1 季度社会消费品零售总额增速 15.20%，较之 2011 年全年下滑 2.9 个百分点，即使剔除物价因素影响，仍旧下滑了约 1 个百分点。限额以上企业零售总额增速也出现了同步下滑，1 季度名义增速较之 2011 年全年大幅下滑 7.5 个百分点，剔除价格后的实际增速下滑了 6 个百分点左右。可见，居民消费增速的大幅下滑，除了受物价回落影响之外，更重要的是源自经济增速的回落。

图 37: 社消品零售总额增速大幅下滑

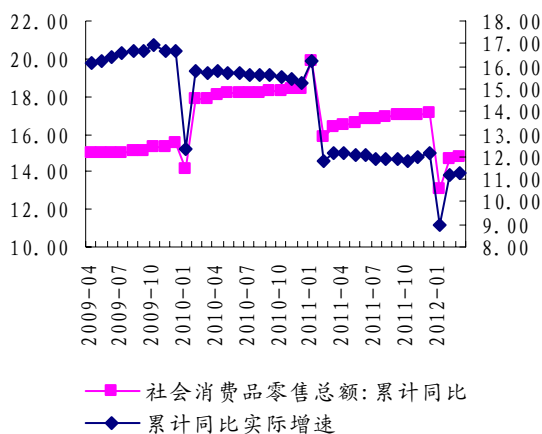
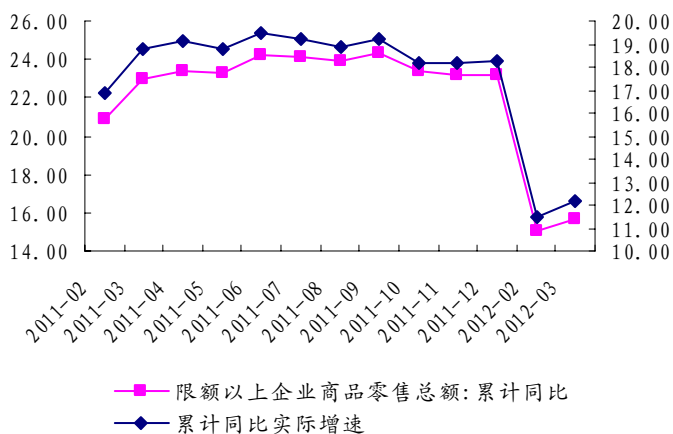


图 38: 限额以上企业商品零售总额增速



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

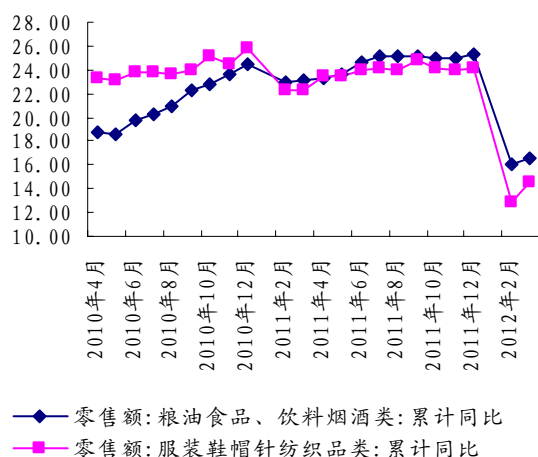
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

3.1 必需消费品

必需消费品中，“吃”、“穿”、日用品等必需消费回落幅度较大，1~3 月粮油食品与饮料烟酒类增速、服装鞋帽针纺织品类增速、日用品类增速分别为 16.6%、14.6%、16.3%，较 2011 年同期分别回落 6.5 个百分点、7.7 个百分点、6.4 个百分点。

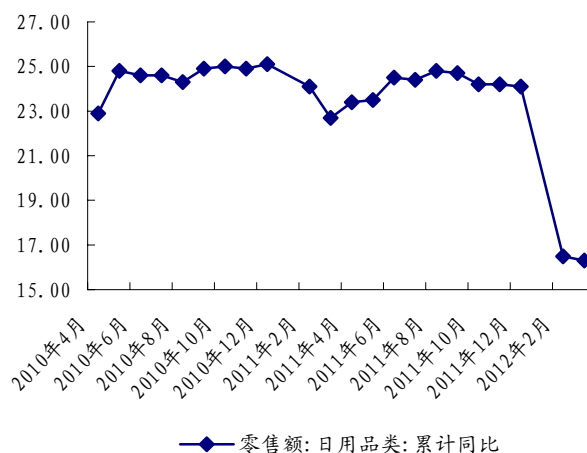
必需消费品的增速回落，一方面是通胀回落所致，但更重要的是源自经济持续下滑的滞后效应。

图 39: 食品、服装消费增速下滑



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 40: 日用品类消费增速下滑

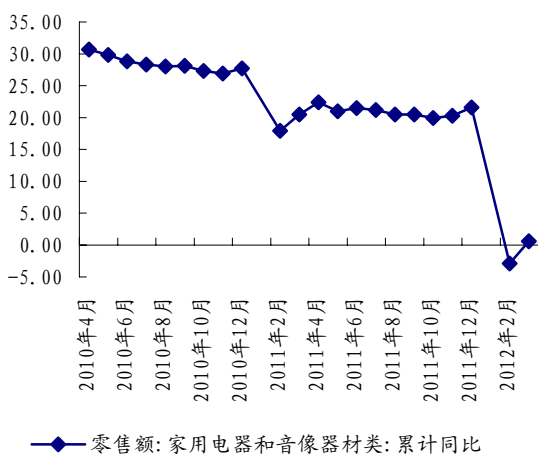


资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

3.2 可选消费品

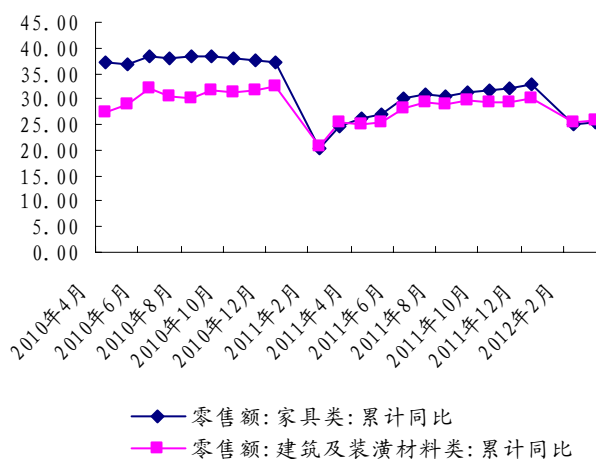
可选消费品中, 1-3 月家用电器和音像器材类增速为 0.6%, 较去年同期的 20.5% 呈现大幅度回落, 而家具类、建筑及装潢材料类增速分别为 25.4%、25.7%, 与去年同期增速相比略有回升。

图 41: 家用电器类消费增速走低



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

图 42: 家具、建材类消费增速相对稳定



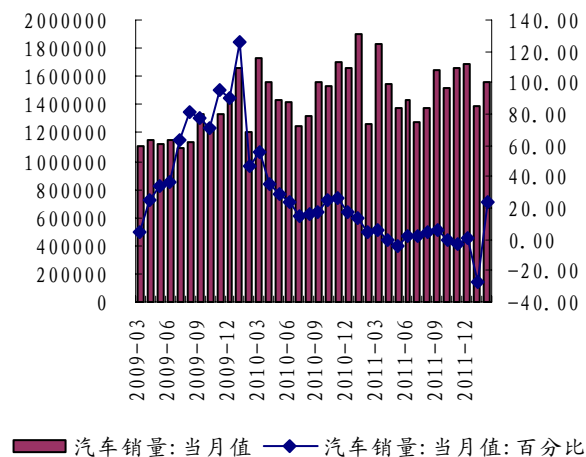
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

汽车在限额以上消费中占比较大, 其走势对整个消费影响较大。

虽然 1~3 月限额以上汽车类消费累计增速较之去年继续下滑, 但从中汽协公布的数据看, 3 月份同比增速相对前期有所提升, 根据我们汽车行业研究员的

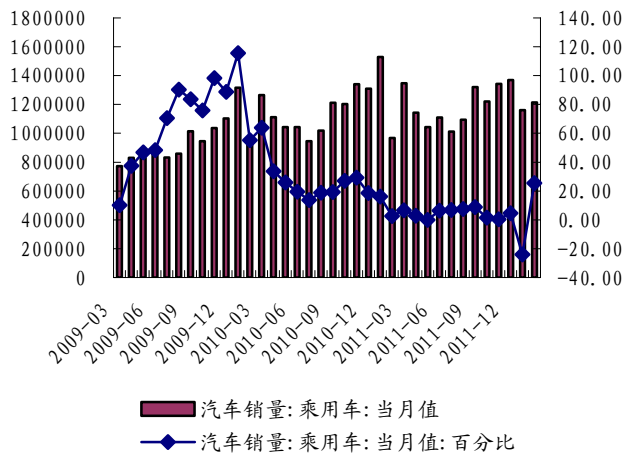
观点，这意味着可能已经显示出一定的复苏迹象。另从狭义乘用车来看，3月增速也有所回升，表明狭义乘用车复苏迹象显现。

图 43：3 月汽车销量增速有所回升



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

图 44：3 月乘用车销量有所回升

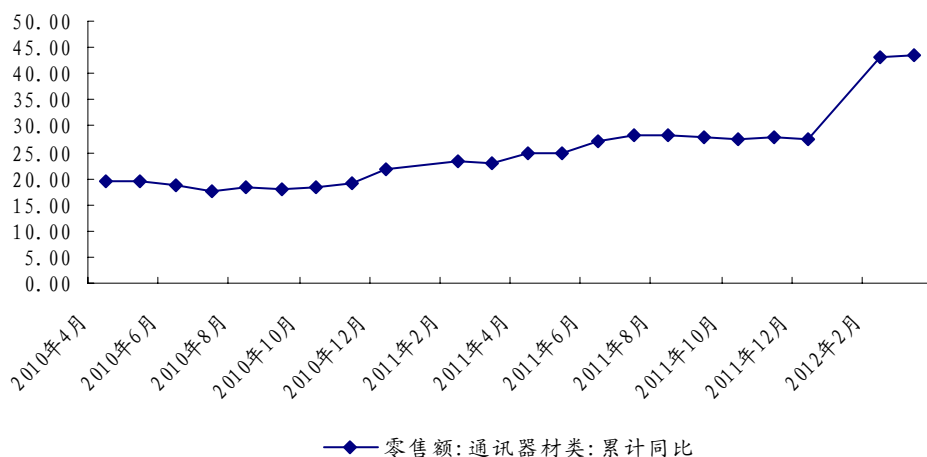


资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

主要消费品中通讯器材类消费表现靓丽。1~3 月累计增速 43.4%，不仅较之去年全年增速大幅提升，同时较之 1~2 月增速也继续上行。

通讯器材类增速的大幅上行，既反映了消费电子行业景气正处于触底回升之势，也同时说明了新兴消费的兴起，是未来中国消费升级的重要方向。

图 45：通讯器材类消费增速大幅上升



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

4. 金融

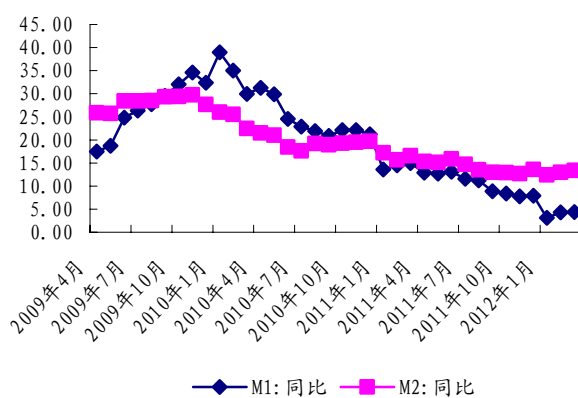
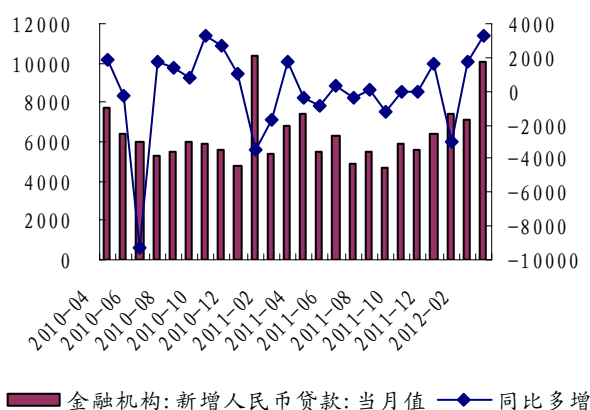
1 季度信贷投放 2.46 万亿，较之去年同期增加 2038 亿元，尤其是 3 月信贷大幅超预期，投放规模一举突破万亿大关，伴随信贷的放量，货币供给显著改善，M1 与 M2 增速均连续两月回升，进一步确立了货币政策的基调开始转向，预调微调得以显现。根据历年各季度贷款 3: 3: 2: 2 的大致比例关系，我们预计 2012 年全年信贷投放有望达到 8.2 万亿元左右，其中 2 季度贷款预计与 1 季度持平，规模在 2.5 万亿元左右。

不过，虽然信贷规模大幅增加，但信贷结构并未明显改善。3 月信贷的大幅增加，主要是短期贷款所致，中长期贷款改善不明显，且同比依然少增。尤其是，中长期贷款中环比增加主要是住户贷款，部门是受房市回暖所致，但非金融部门中长期贷款不仅环比略微少增，且同比少增 590 亿元。信贷结构的未显著改善，说明当前经济需求层面仍旧疲弱，而需求刺激仍需财政政策与相关产业政策的配合。

根据我们银行业研究员的观点，目前银行业面临两难境地。一方面银行面临着由于信贷需求下降而引发的议价能力下降问题；另一方面经济的筑底期，未来走势不明朗，市场预期亦较为多变，市场对银行资产质量的担忧仍难以解除。

图 46: 3 月信贷规模大幅上升

图 47: M1 与 M2 同比增速持续回升



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。