

经济仍处“弱回升”

—2 月份经济数据点评

核心要点:

- 1-2 月工业增加值增速小幅回落，轻重工业增速同时出现下降，结束了自去年 8 月份开始的缓慢回升，这其中有一部分原因是受春节的影响，但我们看到投资增速依然较为强劲，经济在未来两个季度依然会较为强劲。随着“国五条”对房地产调控的推进和未来货币政策的“稳中偏紧”，此轮经济的“弱回升”预计在下半年经济增速将逐步回落。1-2 月份社会消费品零售总额下降速度较快，原因主要有两点：一、去年同期社会消费总额增加较多，基数较大，则今年同比增速略有下降；二、餐饮消费总额比上月下降约 6.7%，自 2010 年以来首次出现个位数增长，这与近两个月来国家提倡节俭并控制公务宴请密切相关。
- 物价反弹，2 月份物价同比上涨为 3.2%，高于我们之前预期。受春节影响，食品价格仍大幅上涨，拉动物价上涨 0.92%。其中，蔬菜和肉类价格上涨符合预期，拉动物价上涨 0.33%，水产品 and 水果价格异军突起，共拉动物价上涨 0.49%。非食品价格上涨表现出明显的假日特征，拉动物价上涨 0.18%。本月核心通胀上涨 0.3%，比上月 0.1% 有所增加，春节影响占一定比例。3 月份翘尾影响为 3%，同比增速应低于 3%。
- PPI 在 2 月份同比下降了 1.6%，环比上涨了 0.2%。生活资料出厂价格同比增长 0.7%，生产资料出厂价格同比仍然为负。工业生产者购进价格指数（PPIRM）环比上涨 0.2%，同比下降 1.9%。工业品出厂价格仍然下降，上半年如价格能小幅增加，则工业品出厂价格有望在下半年转正。
- 对于未来通货膨胀形势的判断，我们认为随着经济的在下半年逐步回落，物价上升的压力将出现缓解，并不会产生新一轮通胀。当然，假若货币政策依然维持去年四季度以来这种“稳中偏松”的格局，那么下半年通胀的将显现。
- 我们维持之前判断，此轮经济为“弱回升”，并且在今年下半年经济增速将逐步回落。拉动此轮经济“弱回升”的三大动力：（1）2012 年 9-10 月份发改委批复了一批项目，致使中央投资加大，从而带动了投资企稳；（2）由于货币政策的“稳中偏松”，导致需求的短期回升；（3）由于政府换届导致在房地产调控政策执行力度有所减弱，从而出现房地产市场在 2012 年三季度之后开始回暖，直接拉动了与之相关消费的复苏。近期房地产市场“国五条”调控措施的出台和人民银行开始启动“正回购”回收货币，都显示出决策当局对未来经济出现“虚热”的警惕。随着这些措施的落实，预计下半年经济增速将会有所回落，全年各季度 GDP 增速将处于 7.5%-8.5% 之间运行。

首席经济学家



潘向东

☎: (8610) 8357 4197



panxiangdong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511120003

特此鸣谢

许冬石 (8610) 83574134

(xudongshi@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

经济仍处“弱回升”

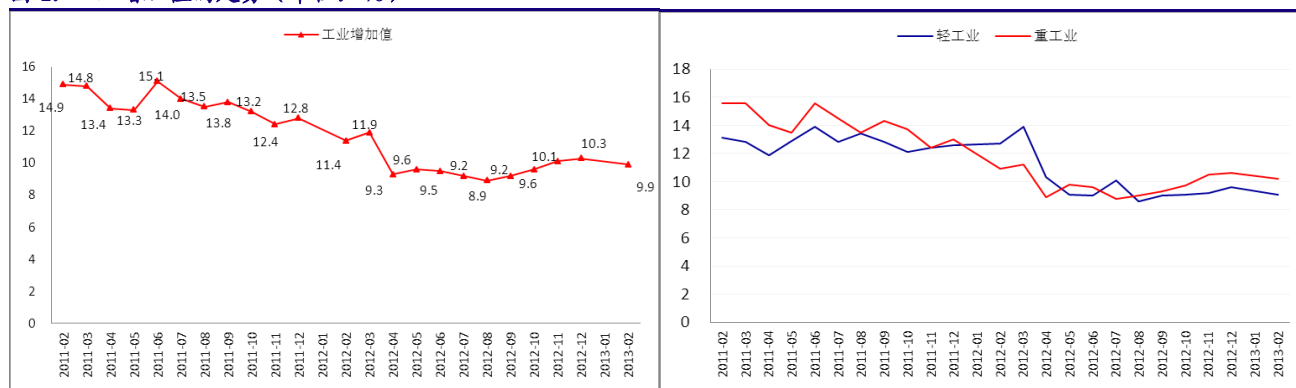
——2月份数据点评

一、投资增速较强劲

3月9日，统计局公布了2012年1-2月中国宏观经济运行数据，经济略有下降。1-2月份的工业增加值同比增速为9.9%，比12月份会略0.4%。环比来看，2月份工业增加值比上月增加了0.79%。从轻重工业来看，1-2月轻工业同比增速为9.1%，比12月份下降0.5%，比去年同期下降3.6%。重工业同比增速继续为10.2%，比12月份下降了0.4%，比去年同期下降0.7%。

工业增加值同比出现回落，结束了自去年8月份开始的缓慢回升，这充分体现了经济“弱回升”的格局。

图1：工业增加值的走势（单位：%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究部

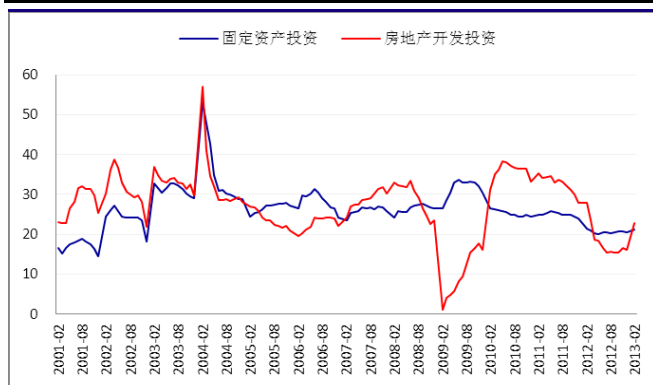
数据来源：WIND 中国银河证券研究部

2013年1-2月，全国固定资产投资25,676亿元，同比增长21.2%，比去年全年增长0.6%，比去年同期回落0.3%。从产业来看，农林牧渔业投资保持快速增长势头，同比增加37.4%，比去年增加5.2%。第二产业中，制造业下滑速度较快，同比增长17.1%，比去年回落5%，历史上，制造业在春节期间投资都会有所下降。基础设施建设投资有所增加，交通运输、仓储和邮政业投资同比增加15.7%，比去年增加6.6%，这是因为道路运输和铁路运输业投资增加，道路运输业同比增加22.9%，比去年全年增加16.3%，铁路运输业投资增加5.2%，比去年增加2.8%，铁路投资建设有所恢复。

2013年开年，房地产投资完成额同比增加22.8%，比去年增长6.6%，但是比去年同期减少5%。房地产市场经过一系列的调控，其投资完成额在2012年全年出现回落，但是2012年下半年以来，调控的执行力度有所减弱，从而房地产的成交随之而来不断回暖，房地产投资也随之出现回暖，这带动了整个固定资产投资的回升。随着“国五条”的推出，房地产市场调控预计将再次从严，这将对房地产相关的消费产生影响。与此同时，房地产的投资和地方政府的基础设施投资预计也将受到抑制，因为，房地产交易的清淡，将导致土地交易市场受到影响，从而地方政府的财政收入也将受到传导。未来货币政策的“稳中偏紧”也将对投资需求产生抑制作用。

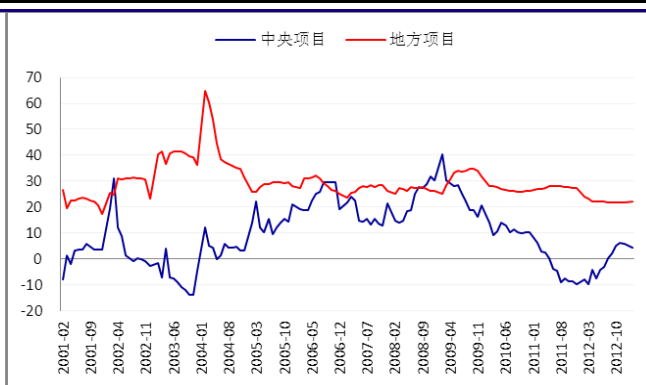
图2：固定资产投资略有上升（单位：%）

图3：中央投资项目开始下降（单位：%）



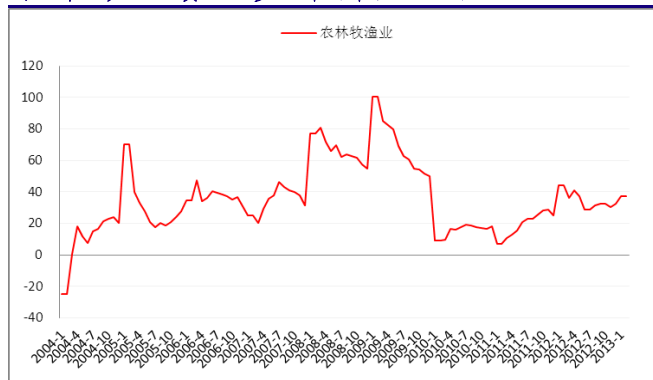
数据来源: WIND 中国银河证券研究部

图 4: 第一产业投资额稳步上升 (单位: %)



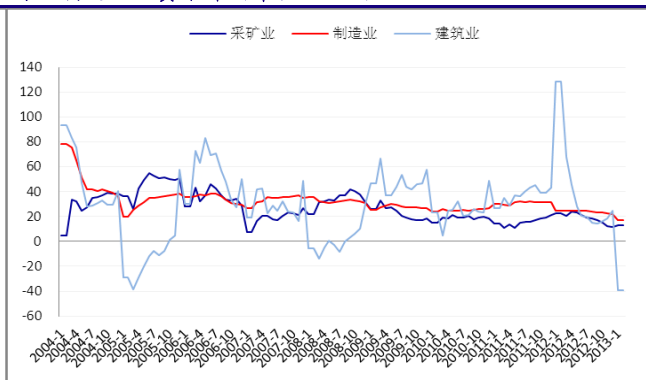
数据来源: WIND 中国银河证券研究部

图 5: 制造业投资下降 (单位: %)



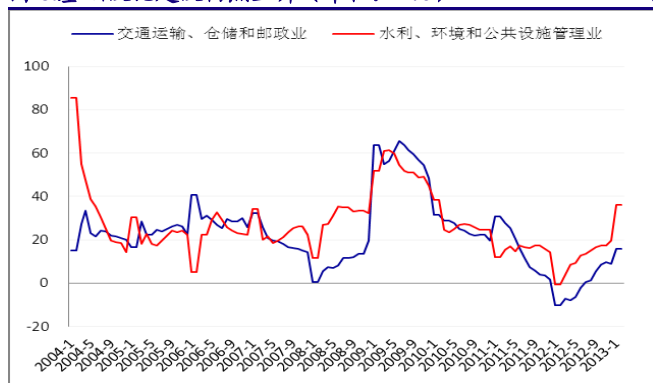
数据来源: WIND 中国银河证券研究部

图 6: 基础设施建设仍然上升 (单位: %)

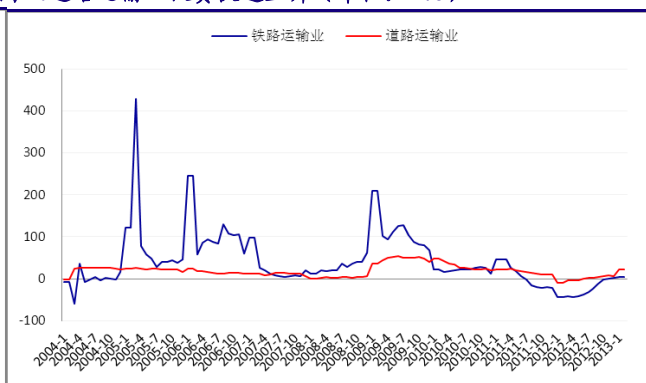


数据来源: WIND 中国银河证券研究部

图 7: 道路运输业投资快速上升 (单位: %)



数据来源: WIND 中国银河证券研究部

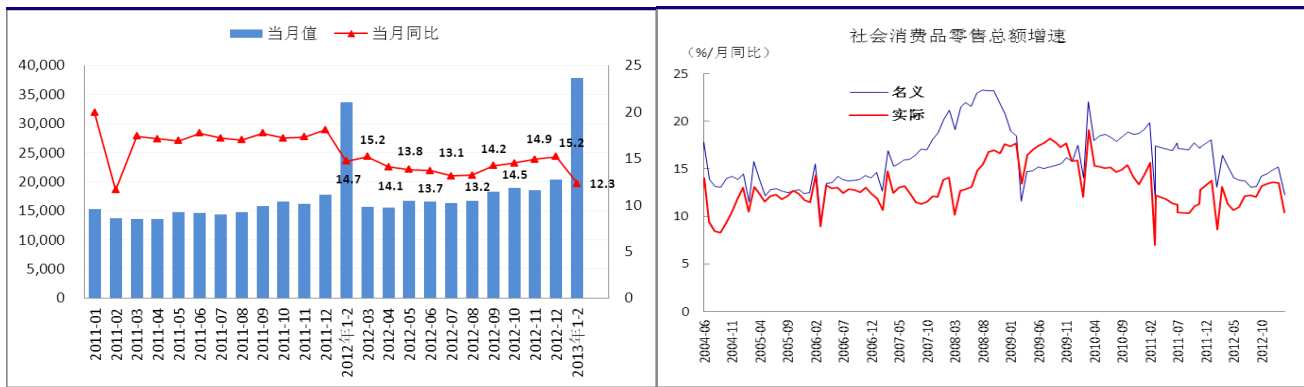


数据来源: WIND 中国银河证券研究部

2013 年 1-2 月份，社会消费品零售总额同比增长 12.3%，比 2012 年 12 月减少 2.9%，扣除价格因素实际增长 10.4%，比 12 月份减少 3.1%。1-2 月份社会消费品零售总额 37,810 亿元，比 12 月份增加 174,16 亿元，比 2012 年 1-2 月份增加 4,142 亿元。分项来看，占比居民零售消费总额 40% 的汽车及石油制品类消费总额分别上涨 6.9% 和 11.2%，比 12 月份分别减少 2.1% 和 7.8%。与居民消费息息相关，同样占居民消费零售总额 35% 以上的食品、服装、中西药品同比涨幅比 12 月份出现下降，只有家用电器和音像制品同比涨幅出现上升。

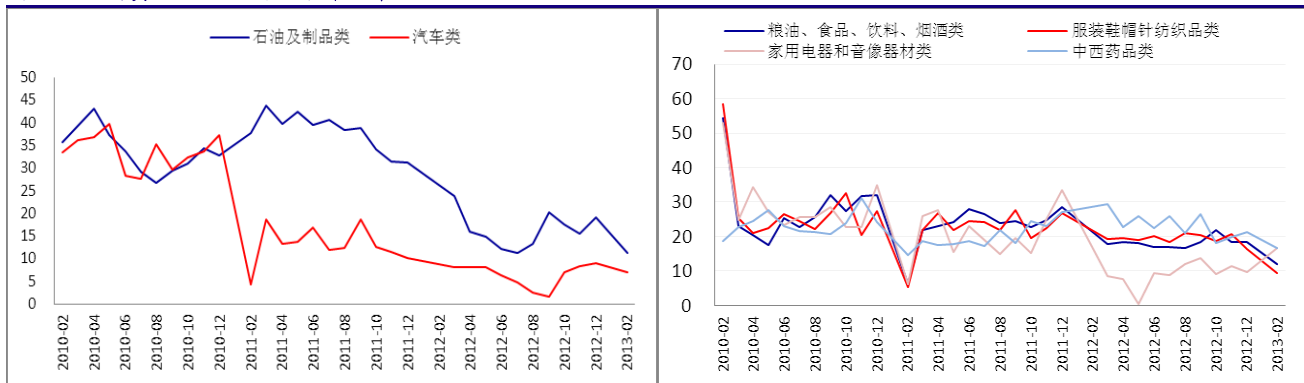
1-2 月份社会消费品零售总额增速出现回落，去除掉物价原因，实际零售总额增速下降更为明显。原因主要体现在两个方面：一、去年同期社会消费总额增加较多，基数较大，则今年同比增速略有下降；二、餐饮消费总额比上月下降约 6.7%，自 2010 年以来首次出现个位数增长，这与近两个月来国家提倡节俭并控制公务宴请密切相关。未来由于房地产市场的调控和政府抑制公款消费的延续，预计消费增速将维持稳中趋降的格局。

图 8: 社会消费品零售总额同比回落 (单位: 亿元, %)



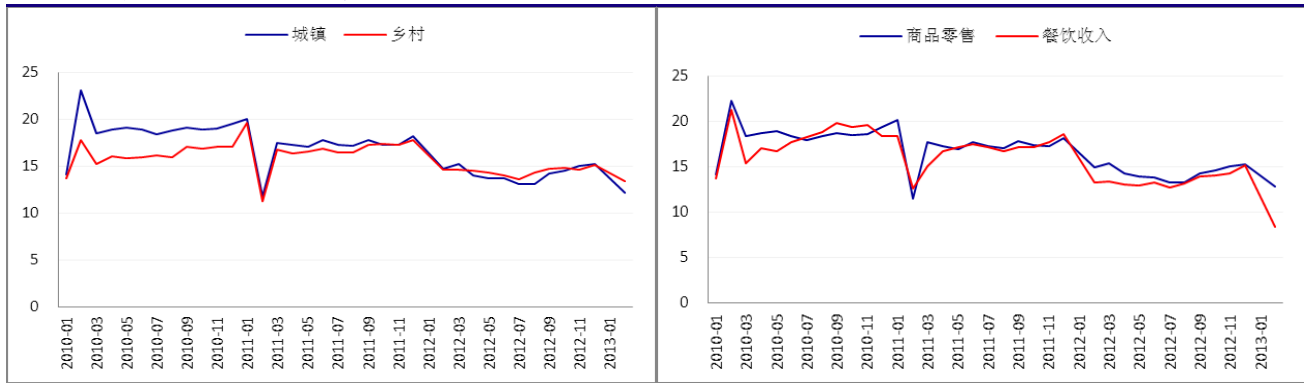
数据来源: WIND 中国银河证券研究部

图 9:居民消费支出大项同比下降 (单位: %)



数据来源: WIND 中国银河证券研究部

图 10:居民餐饮消费快速下降 (单位: %)



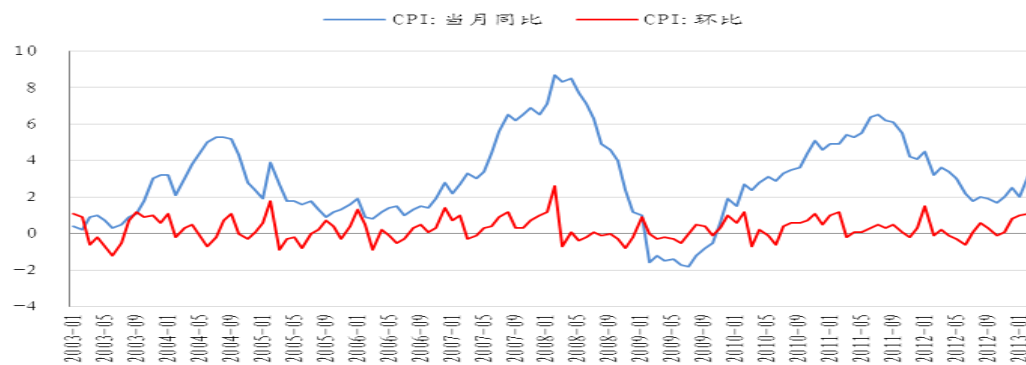
数据来源: WIND 中国银河证券研究部

二、物价节日性上涨

2 月份物价回升, CPI 同比上涨了 3.2%, 环比上涨了 1.1%。2 月份春节效应明显, 食品价格继续大幅上涨, 其中蔬菜和猪肉价格上涨符合预期, 水产品 and 水果价格加速上涨, 食品价格上涨 2.7%, 拉动 CPI 环比上涨 0.92%。非食品价格上涨也同样显示出明显的节日特征, 家庭服务及加工维修服务价格环比上涨 2.4%, 旅游价格环比上涨 3.4%。非食品价格上涨拉动物价环比上涨 0.18%。

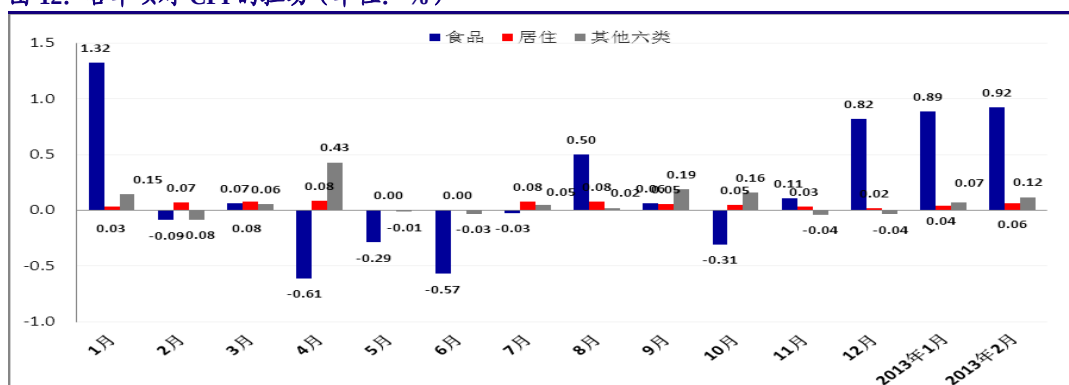
本月核心 CPI 环比上涨 0.3%, 比上月增加 0.2%, 春节有一定影响。3 月份翘尾约为 3.0%, 春节过后是消费淡季, 价格随之下降。预计 3 月份物价环比增长为负, 3 月份同比不超过 3%。

图 11: 物价节日大幅上涨 (单位: %)



资料来源：中国银河证券研究部

图 12: 各单项对 CPI 的拉动 (单位: %)

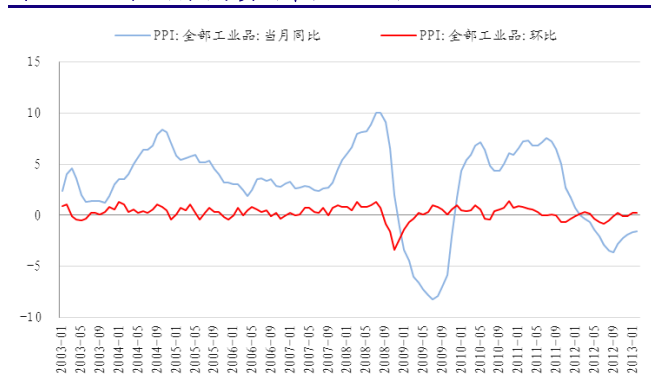


资料来源：中国银河证券研究部

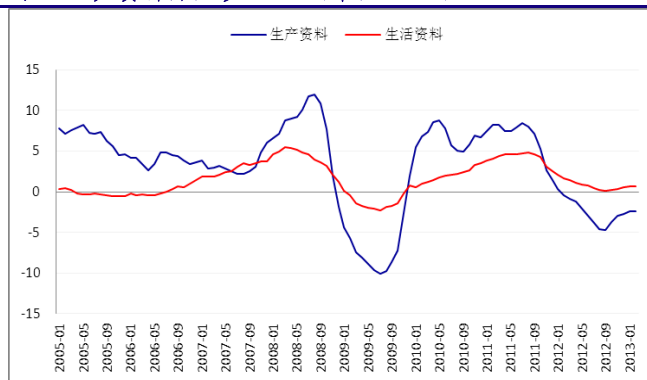
工业品出厂价格指数(PPI)2 月份同比下降了 1.6%，与上月持平，环比上涨了 0.2%。生活资料出厂价格同比增长 0.7%，环比与上月持平，生产资料出厂价格同比下降 2.4%，环比增加 0.2%。其中，采掘出厂价格同比下降 5.2%，原材料出厂成本同比下降 2.6%，但是生产资料环比都为正。工业生产者购进价格指数 (PPIRM) 环比上涨 0.2%，同比下降 1.9%。工业品出厂价格仍然下降，上半年如果价格如能小幅增加，则工业品出厂价格有望在下半年转正。

图 13: PPI 同比仍然为负 (单位: %)

图 14: 生产资料价格影响 PPI (单位: %)



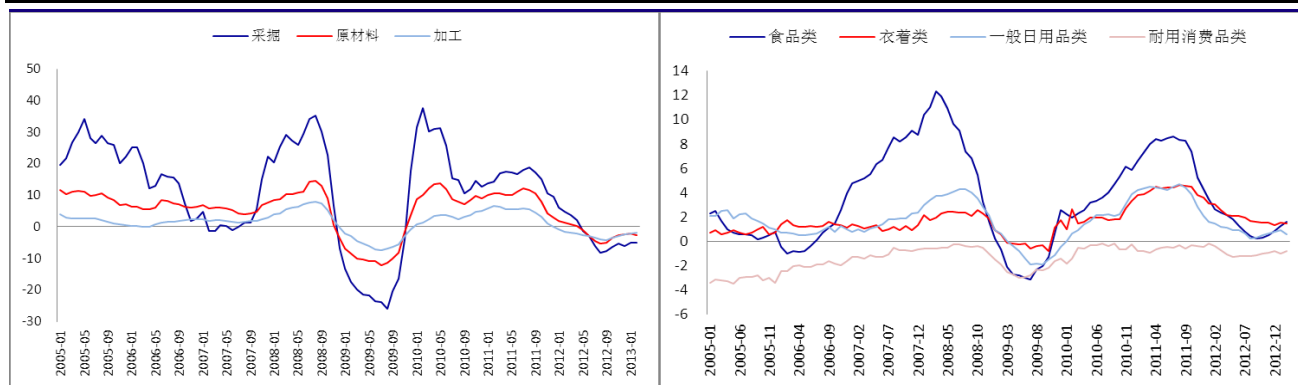
数据来源：WIND 中国银河证券研究部



数据来源：WIND 中国银河证券研究部

图 15: 生产资料各项均负增长 (单位: %)

图 16: 食品和衣着类出厂价格上涨 (单位: %)



数据来源: WIND 中国银河证券研究部

数据来源: WIND 中国银河证券研究部

对于未来通货膨胀形势的判断,我们认为随着经济的在下半年逐步回落,物价上升的压力将出现缓解,并不会产生新一轮通胀。当然,假若货币政策依然维持去年四季度以来这种“稳中偏松”的格局,那么下半年通胀的将显现。

三、防“虚热”将成为首要任务

我们维持之前判断,经济仍然处于“弱回升”的格局。从最新公布的数据来看,经济仍然处于“弱回升”态势。2013年1、2月份中国制造业采购经理指数 PMI 分别为 50.4 和 50.1,连续第五个月处于 50 以上的扩张范围。同时信贷需求已经开始转暖,中长期信贷已经回升,预计 2013 年一、二季度整体经济仍会惯性回升。

但需要看到的是目前经济的回升仍然是通过刺激政策实现的回升。引领此次经济回升的两大动力在未来缺乏持续性:首先,政府投资的回暖带动了整个投资增速的回暖,但经历了 2008 年政府投资的快速扩张之后,政府负债已经快速上升,这导致其未来的扩张能力是有限的;其次,货币政策的“稳中偏松”和对房地产调控政策执行力度的减弱,产生了 2012 年三季度以来房地产市场的快速回暖,带动与之相关消费行业的回暖和房地产投资的企稳。但需要看的是,任何逆周期经济刺激政策都会对经济体所产生的“后遗症”,会增加经济运行的复杂性和不确定性。

人口结构的变化,这将导致我国潜在增长率的下移,换一个角度,即:即便出现经济增速的回落,只要就业状况没有出现恶化,我们就没有必要由于担心经济增长而采用扩张性的刺激政策。2011 年,我国少儿抚养比为 0.2,老年抚养比为 0.23,两者之和为 0.43,达到历史最低,之后逐年攀升,到 2017 年将达到 0.5 的水平。从新增就业人口来看,1987 年我国的出生人口为 2500 万左右,之后逐年下降,到 1995 年,出生人口为 2000 万左右,减少了 500 万人。这说明,未来我国的就业压力在逐步的减缓,同时环境对投资驱动型的高增长承受力已经快速下降。面对这一现实,我们更应该是接受潜在增长的下降。但从今年各地方的两会情况来看,经济增长显然还放在显著的位置,除上海把 2013 年的经济增速目标定在 7.5% 之外,全国 31 个省区市有 24 个省区市将 2013 年 GDP 增长目标定在 10% 以上,所占比例接近八成,其中,增速定在 12% 以上的达到 11 个,13 个省份将 GDP 增长目标定在 10%,最高的省市超过了 14%,从中不难看出,追求投资主导的高增速观念并没有改变。若中央政府上半年没有出台对地方融资平台治理整顿和对房地产市场加码调控的措施,下半年经济将面临“虚热”的风险。

近期房地产市场“国五条”调控措施的出台和人民银行开始启动“正回购”回收货币,都显示出决策当局对未来经济出现“虚热”的警惕。随着这些措施的落实,预计下半年经济增速将会有所回落,全年各季度 GDP 增速将处于 7.5%-8.5% 之间运行。

作者介绍

潘向东，首席经济学家，清华大学经济管理学院应用经济学博士后。《经济研究》和《世界经济》审稿专家。主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。2011 年加入中国银河证券。

许冬石，宏观研究员，英国邓迪大学金融学博士，2010 年 11 月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。

作者承诺

潘向东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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171
fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612
hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719
zhanlu@chinastock.com.cn