

宏观经济分析师

署名人: 邢微微

S0960209040251

010-63222923

xingweiwei@cjis.cn

参与人: 张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

相关报告

《3 月 PMI 小幅回升》, 2011 年 4 月 2 日

《经济前稳后落, 而通胀不断攀高一二季
度国内经济报告》, 2011 年 3 月 30 日

《1-2 月份出口回落不改全年高增长势
头》, 2011 年 3 月 10 日

《3、4 月份补库存小周期来临, 物价将再
次攀升》, 2011 年 3 月 2 日

相关指标预测

	%	2 月	3 月 F
工业增加值		14.1	13.7
城镇固定资产投资		24.9	24
社会消费品零售		11.6	17
CPI		4.9	5.4
PPI		7.2	7.5
出口增速		2.4	16
进口增速		19.4	5
贸易顺差 (亿美元)		-73	50
贷款 (万亿元)		0.53	0.6
贷款增速		17.7	17.6
M2 增速		15.7	16.5
1 年期存款利率		3	3
存款准备金率		19.5	20
人民币兑美元汇率		6.57	6.56

宏观研究报告

工业增速反弹持续性有待观察

■ 工业生产增速回升

- 开年伊始, 我国工业生产增速明显回升。1-2 月份, 全国规模以上工业增加值同比增长 14.1%, 比去年三季度、四季度以及 12 月份分别加快 0.6、0.8 和 1.9 个百分点,
- 从行业来看, 轻、重工业增加值同比增速都呈现明显的上扬态势。1-2 月份, 轻、重工业增加值分别增长 13.3% 和 14.4%, 比去年四季度加快 0.4 个和 0.9 个百分点。
- 工业投资稳步增长, 制造业投资是拉动工业投资增长主要动力。1-2 月份, 工业投资同比增长 24.7%, 低于固定资产投资增速 0.2 个百分点。
- 高耗能行业生产重新抬头。六大高耗能行业增加值同比增长 11.7%, 比去年 12 月份加快 1.9 个百分点。
- 工业品出口呈现恢复性增长。相对于劳动密集型产品, 工业品的出口在春节期间较少受到节前抢关出口、节后用工短缺的影响, 前两个月工业品出口较 12 月份明显回升。

■ 工业生产增速反弹持续性有待观察

- 总需求放缓抑制工业产出的持续加快。供给是对需求变动的反映, 但其反映具有滞后性。高通胀挫伤消费意愿, 信贷持续紧缩下固定资产投资需求趋缓, 库存投资体现对未来需求的预期, 伴随着总需求的回落, 企业库存调整, 三者将导致总需求回落。
- 节能减排任务的深化落实制约重工业的持续扩张。伴随工业产出回升发电量的更快增长、轻重工业增速差的扩大以及高耗能产业的抬头都表明工业产出回升更大程度上是去年底“拉闸限电”后被抑制产能的集中释放。作为“十二五”的开局元年, 今年的节能减排压力小于去年, 但节能减排任务伴随经济结构调整还将深化, 重工业带动的工业产出反弹将回归常态。
- 工业企业盈利下滑压力较大, 不支撑工业产出的持续回升。去年下半年以来, 我国规模以上企业的利润增速形成了一个宽幅的倒“V”型。目前, 紧缩政策导致总需求回落, 资金紧张、经营环境变差, 上游产品价格上升压缩企业盈利空间, 如果后续紧缩政策持续, 工业企业盈利增速存在较大的进一步下滑压力, 这将迫使企业减少库存、削减生产。
- 目前的工业增速回升是去年底产能被抑制后的集中释放, 体现为企业滞后于需求变动的补库存行为, 紧缩政策下总需求回落、节能减排任务的深化落实以及盈利趋势下降将对工业生产的持续回升形成抑制, 工业生产增速反弹的持续性有待观察。

■ 风险提示:

总需求放缓、盈利趋势下滑等导致工业生产大幅下滑

一、开年伊始，工业增速反弹

开年伊始，我国工业生产增速明显回升。1-2 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 14.1%，比去年三季度、四季度以及 12 月份分别加快 0.6、0.8 和 1.9 个百分点，其中，2 月份规模以上工业增加值更是同比大增 14.9%。从行业来看，轻、重工业增速都呈现明显的上扬态势。1-2 月份，轻、重工业增加值分别增长 13.3%和 14.4%，比去年四季度加快 0.4 个和 0.9 个百分点。具体来看，39 个大类行业全部同比增长，主要工业部门增速比去年 12 月底加快。

图 1：2 月份我国工业生产增速反弹

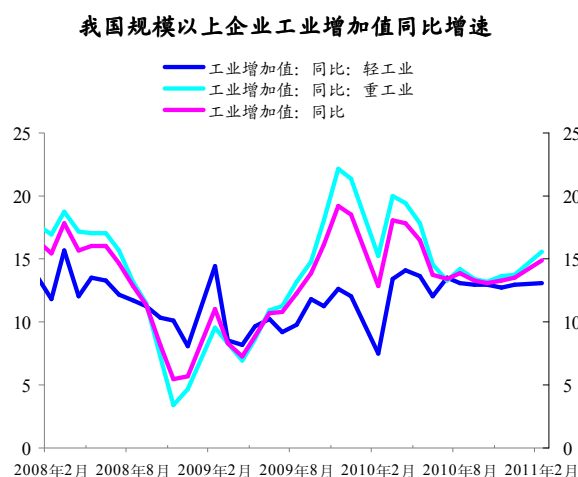
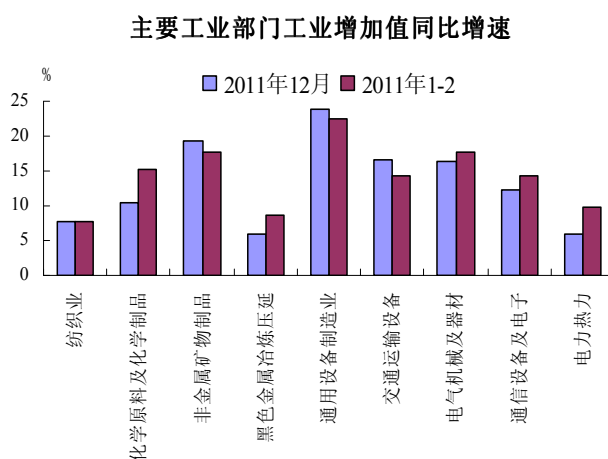


图 2：主要工业部门工业增加值增速回升



资料来源：CEIC、中投证券研究所

我国工业投资占固定资产投资的 40%左右，其投资增速从 08 年开始一直保持较平稳的态势，从去年初以来，工业投资稳步增长（图 3），1-2 月，工业投资比去年 12 月份加快 1.5 个百分点，同比增长 24.7%。虽然工业投资增速低于固定资产投资整体增速 0.2 个百分点，但从三大产业的对比来看，仅工业投资的增长是同比加快的，工业投资的增长主要靠制造业投资的拉动，1-2 月份，制造业投资同比增长 29.9%（图 4）。

图 3：工业投资增速相较于去年底稳步增长

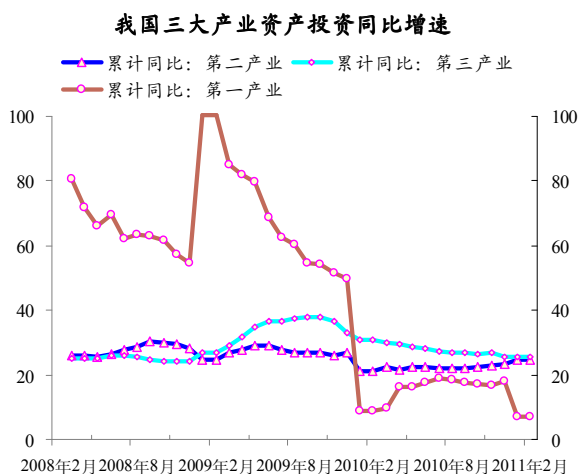
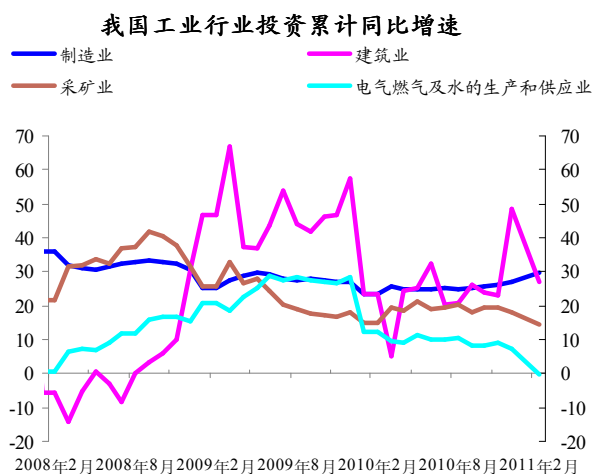


图 4：工业投资增长主要靠制造业拉动



资料来源：CEIC、中投证券研究所

高耗能行业生产出现反弹迹象。开年伊始，六大高耗能行业生产再次抬头，1-2月，六大高耗能行业增加值同比增长11.7%，比去年12月份加快1.9个百分点。其中，化学原料及化学制品制造业、石油加工炼焦及核燃料加工业和黑色金属冶炼及压延加工业、电力热力的生产和供应业回升幅度明显，分别比去年12月份加快4.8个、2.2个、2.7个百分点和3.8个百分点，其中仅有色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业回落1.2个和1.5个百分点。六大高耗能行业的增速回升是去年底“拉闸限电”政策被压制的产能集中释放的表现，同时也与上游相关产品涨价预期导致企业补库存等因素有关。

图 5：高耗能行业生产出现反弹迹象

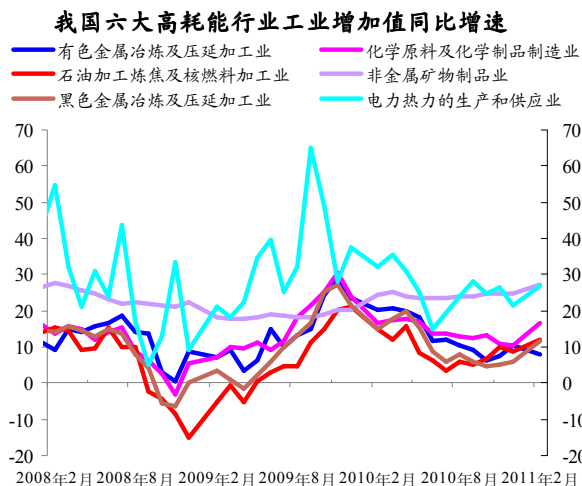
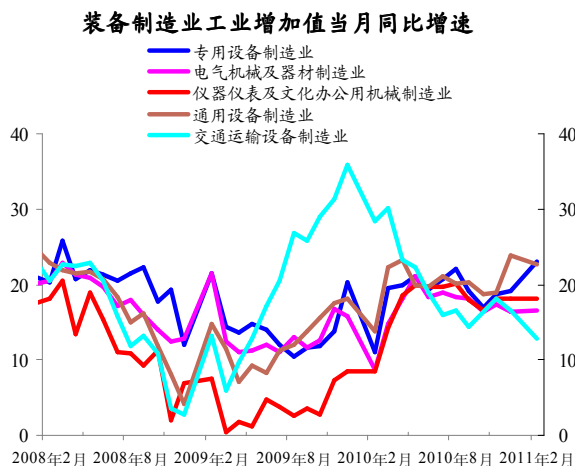


图 6：装备制造业部门工业生产保持较快增长



资料来源：CEIC、中投证券研究所

工业品出口呈现恢复性增长。去年二季度以来，我国工业品出口交货值增速一直在下降（图 8）。虽然前两个月我国出口同比增速放缓，但是工业品的出口却较 12 月份明显回升，1-2 月，规模以上工业出口交货值增速比去年 12 月份加快 1.9 个百分点。这是因为相对于劳动密集型的产品，工业品的出口在春节期间较少受到节前抢关出口、节后用工短缺的影响。

图 7：前两个月，我国出口增速同比下滑

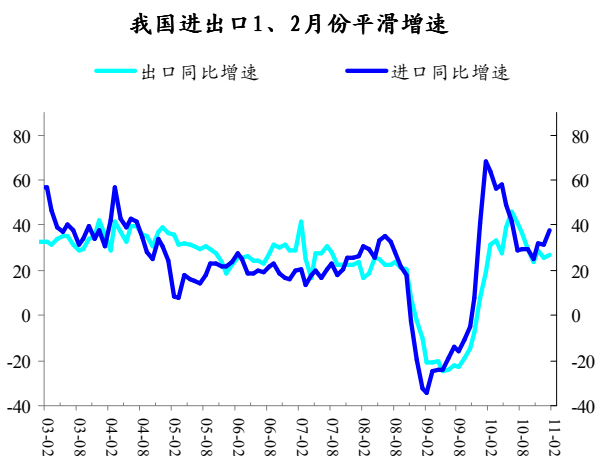
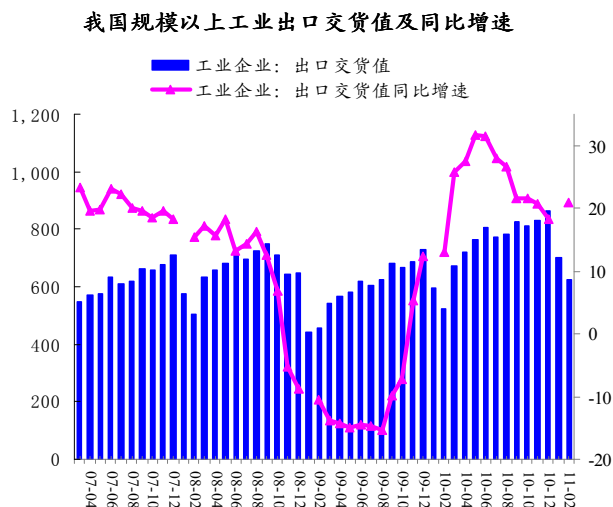
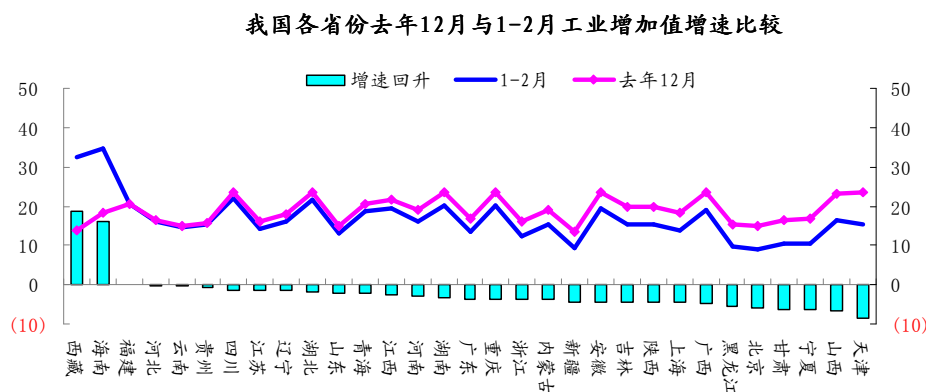


图 8：我国工业品出口恢复性增长



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 9：我国 28 个省份规模以上工业达到两位数增长



数据来源：EDB、中投证券研究所

资料来源：CEIC、中投证券研究所

二、工业增速反弹持续性有待观察

1-2 月份工业产出明显加快，但是这种相较去年下半年，特别是去年底的增速回升，我们认为更大程度上是产能抑制后的集中释放表现，而这种反弹的持续性如何还有待观察。

总需求放缓抑制工业产出的持续加快。供给是对需求变动的反映，但其反映具有滞后性，今年开年以来工业产出的加快一定程度上是对去年四季度我国经济增长整体呈现回升的反映，因此工业产出伴随着产成品库存的同步增长。3 月份全国制造业 PMI 的生产指数、产成品库存指数、积压订单指数大幅增长，但新订单指数回升幅度却相对有限，这表明需求后续动力不足，而从 1-2 月份的经济数据也可以看出。

图 10：高通胀下消费者消费意愿下降

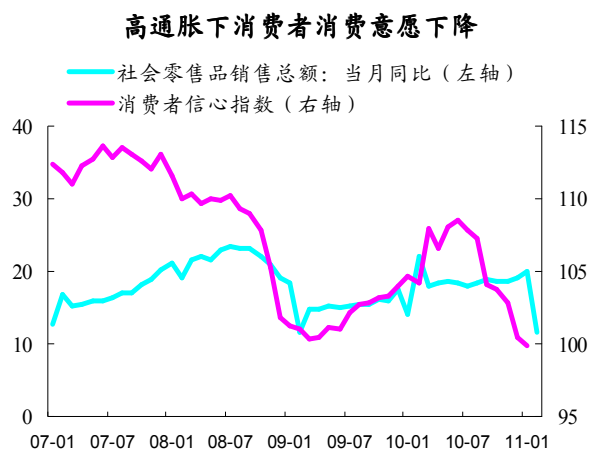
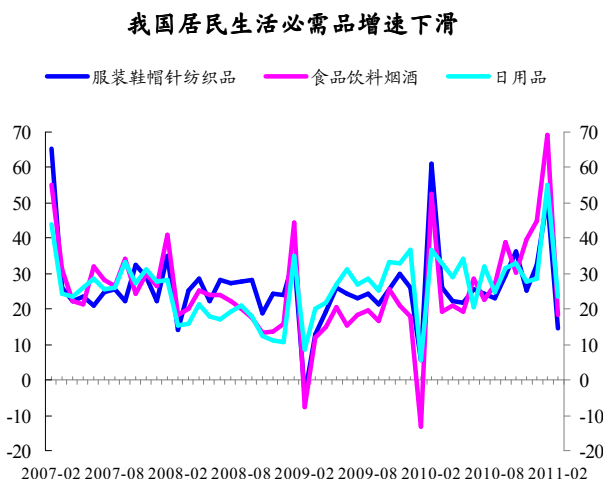


图 11：我国居民生活必需品增速下滑



资料来源：CEIC、中投证券研究所

从消费来看，高通胀是影响消费意愿的重要因素，前两个月社会消费品零售总额增速大幅调整。高通胀下，我国居民一般采取选择替代品、寻求更廉价的消费模式、推迟消费计划等，消费的内生动力还尚未形成，受高通胀的影响短期内消费需求还将相对疲软。从投资来看，信贷紧缩的累积效应正逐步体现，

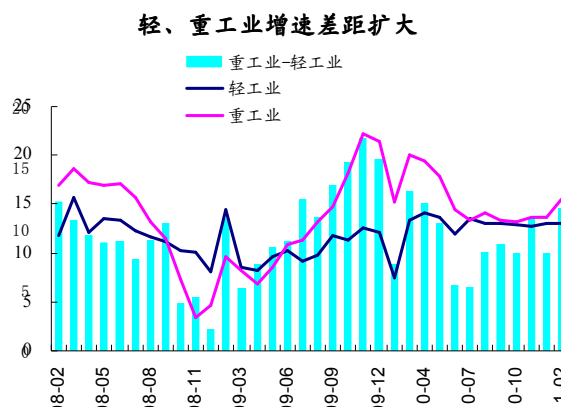
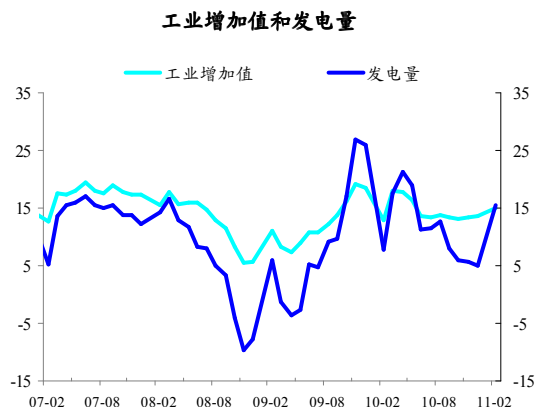
投资需求将逐步放缓。1-2 月份，固定资产投资到位资金同比增长 22.5%，增速为 2009 年以来的最低值，其中，国内贷款资金同比仅增加 14.5%，而前两个月新开工项目同比下滑 23.6%。信贷持续紧缩下，投资需求中的固定资产投资也将趋缓。库存投资是对需求变动的反映，也体现对未来需求的预期，伴随着总需求的回落的企业库存调整也将抑制产出的持续回升。

年底的“拉闸限产”的政策导致一些生产暂时停止，今年初地方企业对节能减排目标在短期内有所“放松”是导致工业生产增速反弹的重要因素。伴随工业产出回升发电量的更快增长、轻重工业增速差的扩大以及高耗能产业的抬头都表明工业产出回升更大程度上是去年底强制性“拉闸限电”后的一种反弹。

开年初工业产出的回升更多是由重工业拉动的，这从用电量上可以看出。1-2 月份，重工业用电增速明显高于轻工业，轻工业用电仅增长 6%，而重工业用电则增长 12.5%，而冶金、机械、能源(电力、石油、煤炭、天然气等)、化学、建筑材料等重工业是典型的高耗能行业，也是被“拉闸限电”的重点对象。

图 12：工业产出加快伴随发电量的更快增长

图 13：我国轻、重工业增速差距扩大

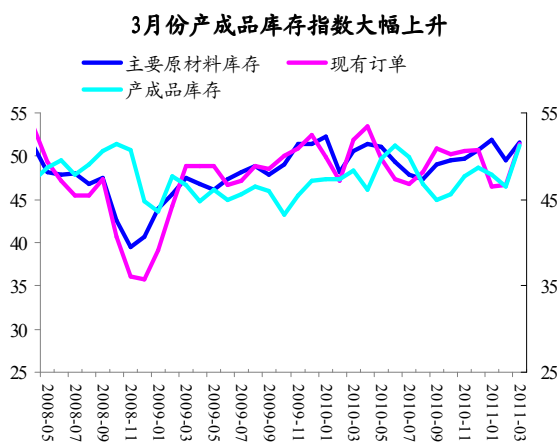
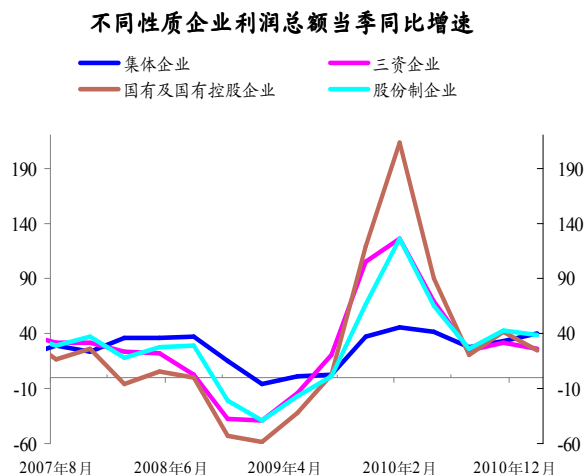


资料来源：CEIC、中投证券研究所

工业增加值增长较快的部门多与相关价格上涨相关，这表明工业增加值增速反弹的另一原因是高通胀预期下企业补库存行为。前两个月，机械、建材行业增速较快，同比增速分别达到 18.1% 和 19%。而在日益高涨的通胀预期下，黑色金属矿采选、非金属矿采选等行业增速分别达到 22.7% 和 27.1%，而这些行业的产品正是涨价幅度较为明显的上游原材料产品。

图 14：不同性质工业企业盈利增速下降

图 15：3 月份产成品库存指数大幅上升



资料来源：CEIC、中投证券研究所

工业企业盈利趋势下滑压力较大，不支撑工业产出的持续回升。去年下半年以来，我国规模以上企业的主营业务收入一直在上升，而利润总额的变动却形成了一个宽幅的倒“V”型。企业盈利的这种变化是通胀下的一种必然趋势。原材料由于供给刚性，相比较工业制成品更容易涨价。原材料涨价造成的成本增加，工业企业只能部分通过价格转移的方式把增加的部分转嫁给下游部门，而不能转嫁的部分则侵蚀企业的利润。目前，紧缩政策导致总需求回落，资金紧张、经营环境变差，上游产品价格上升压缩企业盈利空间，如果后续紧缩政策持续，工业企业盈利增速存在较大的进一步下滑压力，这将迫使企业减少库存、削减生产。

图 16: 工业企业利润增速呈现宽幅倒“V”型

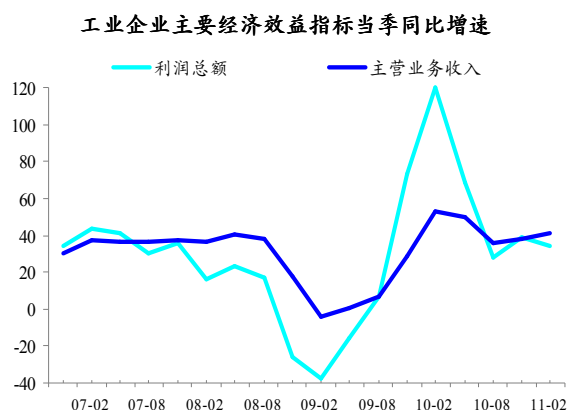
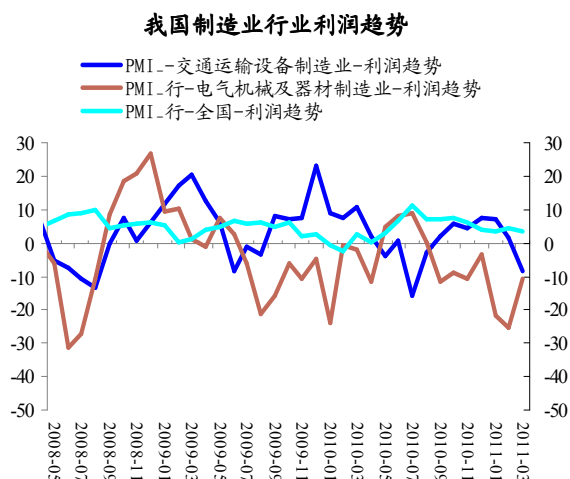


图 17: 我国制造业行业利润趋势下滑



资料来源: CEIC、中投证券研究所

目前的工业增速回升是去年底产能被抑制后的集中释放，体现为工业企业滞后于需求变动的补库存行为，紧缩政策下总需求回落、节能减排任务的深化落实以及盈利趋势下降将对工业生产的持续回升形成抑制，工业生产增速反弹的持续性有待观察。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

邢微微，中投证券宏观经济分析师，中国人民大学金融学硕士。5 年证券从业经验，负责宏观经济研究，领域覆盖国内经济走势与财政货币政策等。

张 捷，中国社会科学院金融学博士，中投证券研究所宏观经济研究员。在《财经研究》、《南开经济研究》等国内外期刊上发表论文数篇，研究成果在 2008 年度证券业协会学术课题评选中获一等奖，目前研究领域涵盖海外经济、国内宏观、政策研究等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434