旬度经济观察

——2015 年 1 月中旬

高善文[1] 姚学康[2] 尤宏业[3]

2015 年 1 月 20 日

内容提要

继去年 12 月创出历史新高后，今年 1 月上半月，30 个大中城市商品房成交开始走弱。从这一数据的长期序列来看，在历史上房地产市场恢复过程中，成交量的间歇性起伏比较常见。我们认为房地产市场的成交值得继续观察，但对其恢复趋势仍然抱有信心。

近期全球市场对欧央行重启宽松政策的预期逐步升温，这推低了欧元区主权债收益率和欧元汇率，并部分地刺激美元指数上涨和美国国债收益率回落。1 月以来人民币汇率转跌为升，银行间债券收益率下行，似乎也部分地反映了全球市场这一预期变化的影响。考虑到欧央行宽松政策很快将正式落地，这一过程可能已经接近尾声。

油价持续下跌增加俄罗斯等国家出现债务违约的风险、希腊政局的变化、瑞士央行的弃限以及总体上偏弱的全球经济数据造成全球市场风险偏好的下降，在 VIX 指数攀升的同时，铜价等商品价格大跌、美元和黄金等出现上涨。这对全球权益市场、特别是新兴市场带来了一定压力。

1 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020
2 宏观分析师，yaoxk@essence.com.cn，010-66581840，S1450513090003
2 宏观分析师，youhy@essence.com.cn，010-66581625，S1450511080007

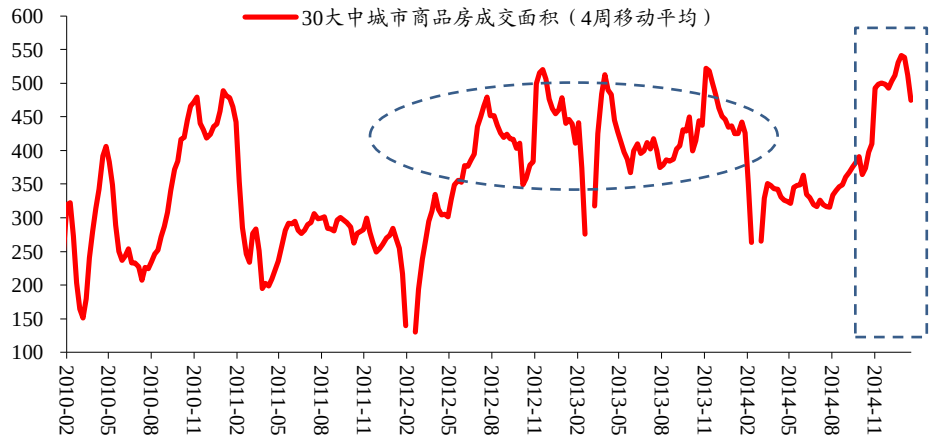
一、稳增长政策逐步落地，基建融资开始扩张

12 月份大中城市商品房成交量创历史新高，房价环比跌幅继续收窄，一线城市二手房价格普遍止跌回升。

1 月上半月，成交有所走弱，这可能受开发商推盘节奏放缓、售房者观望情绪等影响。在过去几轮市场恢复过程中成交数据出现一些波折，其实比较常见（图 1）。未来几个季度，商品房成交即便在过去三个月平均水平上维持，那么 2015 年上半年销售同比的回升也将是非常惊人的。

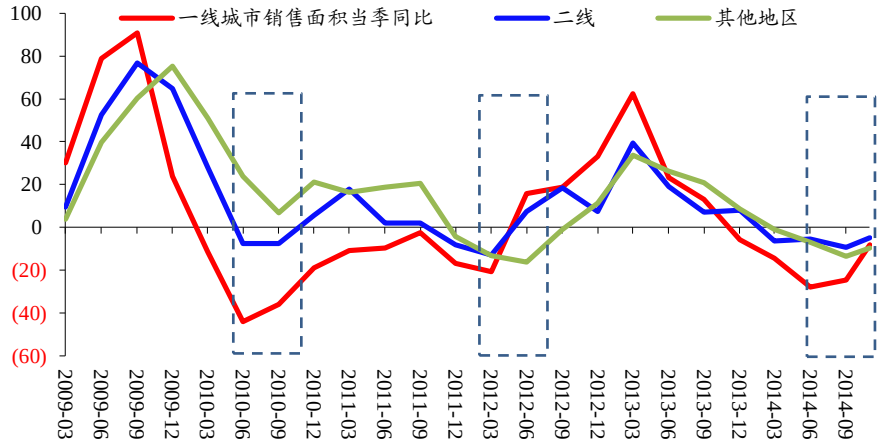
从历史数据来看，一二线城市商品房成交有一定的领先性（图 2）。近期房市回暖也显现出向三四线城市扩散的积极势头，一些存货偏高的城市例如温州、常州等均在回暖。

图1：大中城市商品房成交面积（万平米，4 周移动平均）



数据来源：Wind，安信证券

图2：一二三线商品房销售面积当季同比（%）



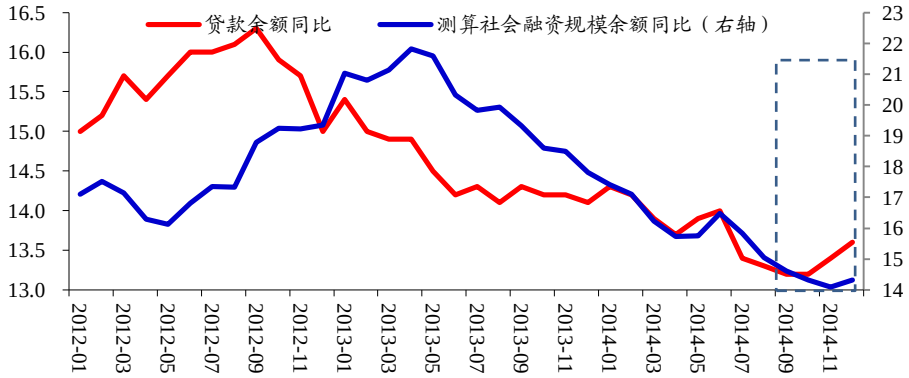
数据来源：Wind，安信证券

11-12 月银行信用投放扩张（图 3），企业中长期信用增长尤其显著。

房地产开发投资在销售回升带动下出现周期性改善，可能还需要一些时间的酝酿；私人部门投资增速下降的惯性也许已经大大减弱，但重新扩张的迹象暂时也不明显。因此，11-12 月银行信用投放扩张可能主要体对接基建融资需求。

平台公司年底突击举债（财政部锁定地方存量债务、新《预算法》实施等导致），毫无疑问，对 11-12 月基建融资、银行总的信用投放造成了冲击性的影响。但在方向上，考虑到国务院稳增长意愿的增强，2015 年上半年，基建融资扩张的趋势应该是可以维持的，并将逐渐地对经济动能形成支持。

图3：贷款余额同比与社融余额同比（%）



数据来源：Wind，安信证券

目前经济在需求端面临的格局，与 2012 年 3 季度有一些相似之处，例如在房地产市场上，销售改善的势头开始确立，但房地产开发投资尚未恢复；例如在基建投资方面，政府稳增长意愿较强，基建融资开始扩张等。下一季度，经济是否走出相同的曲线？在判断短期经济走势时，这样的历史比较，或许能够给予我们一些启发。

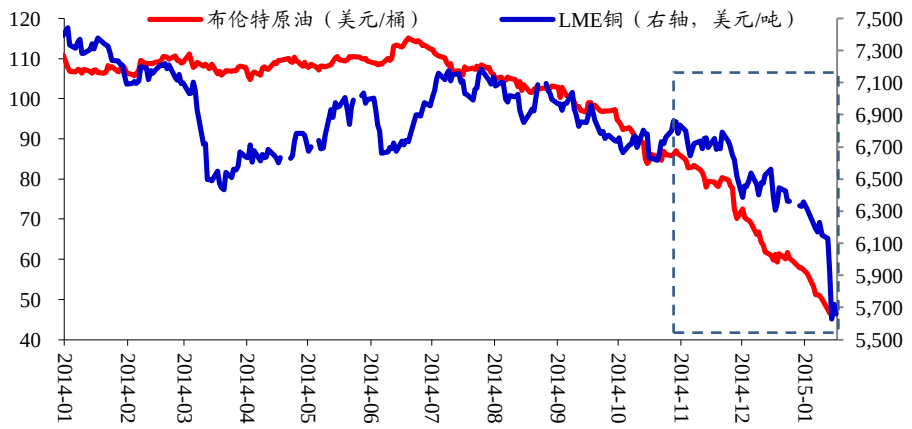
二、春节延后或至 1 月 CPI 较大幅度下行，商品暴跌继续压制短期 PPI

1 月上中旬鲜菜价格环比由升转降。生猪价格、奶制品价格延续前期下行趋势。粮食和油脂环比涨幅较大。合并来看，上中旬食品类综合价格涨幅是比较有限的。同时考虑到今年春节比较靠后，1 月 CPI 同比可能大幅滑落至 1%附近水平。

在经济动能偏弱、油气价格下行局面下，未来几个月 CPI 同比大概率继续低位运行。

较低的 CPI 给货币政策宽松留下更大的空间。

图4：原油与铜价



数据来源：Wind，安信证券

1 月上半月，流通领域生产资料价格表现依然低迷。原油价格继续下跌（图 4），拖累石油天然气、化工品价格大幅走弱。1 月中旬，铜期货现跳水行情，铜价创下五年多来的低点（图 4）。基本面弱势是没有疑问的，但短期的大幅下跌，与全球风险偏好的下降可能有很大的联系。黑色金属价格表现也偏弱。

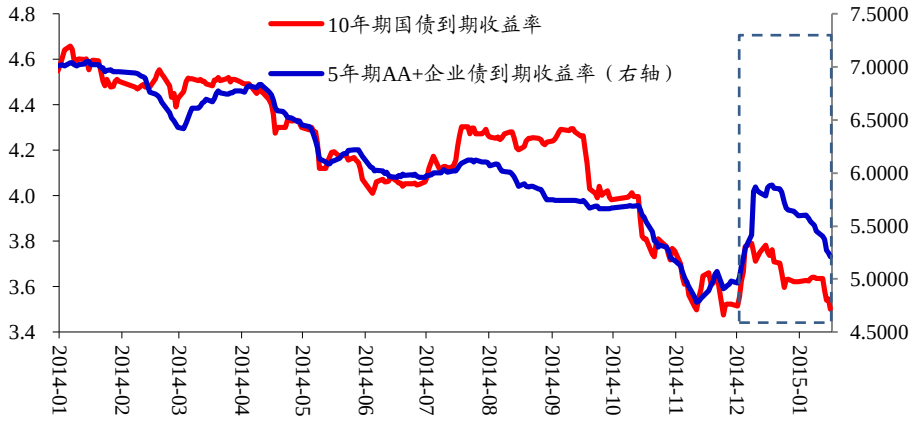
其他生产资料，例如水泥、煤炭、农产品、林业产品等价格均走势较弱。

预计 1 月 PPI 环比-0.5%，同比-3.8%，或创下 2010 年以来的同比最低点。

三、欧洲宽松预期，影响 1 月以来人民币汇率与银行间债券利率

银行间利率债和信用债收益率分别在 12 月月中及 12 月下旬触及阶段性高点，随后下行，目前水平接近 11 月中旬低点（图 5）。

图5：国债与 AA+企业债到期收益率（%）



数据来源：Wind，安信证券

中证登质押政策调整影响的消退，无疑是债券收益率下行的部分原因。但就 1 月份债市表现而言，欧央行货币宽松预期的影响也许同样存在。

过去一段时间，欧央行多位官员就货币宽松计划发声，欧盟法院的判决，瑞士央行意外“弃限”等等一系列事件，使得市场相信，在即将到来的 1 月 22 日欧央行议息会议上，欧版 QE 计划有非常大的概率获得通过。

近期美元指数创下 2004 年以来的高点；德国、法国长债收益率创历史新低，美国长债收益率大幅下行。发达国家金融市场上的这些重要变化，可能部分地体现了参与者对欧央行货币宽松的预期。

在此背景下，近期人民币即期和远期汇率结束了 11 月以来的贬值势头，转而小幅升值，并伴随国内广谱利率水平小幅回落（图 6）。

随着欧央行宽松政策落地，这一过程也将随之结束，并可能出现技术性回调。

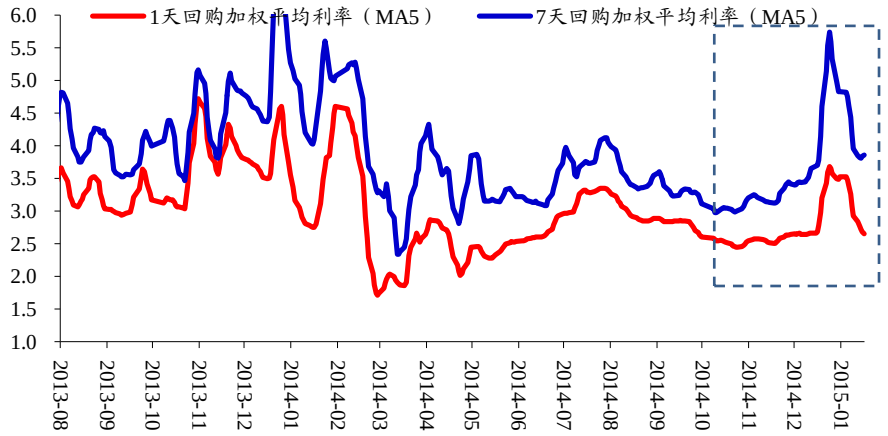
在趋势上，考虑到银行体系对实体经济的信用支持，银行间债券收益率大幅下行的空间可能是比较有限的，维持 11 月以来对债券市场收益率区间震荡的判断。

图6：美元兑人民币即期汇率（%）

数据来源：Wind，安信证券

1 月以来，银行间拆借利率大幅回落，但目前绝对水平仍处于高位。例如，7 天债券回购加权利率回落了 120BP 至 3.9%附近，依然较 2014 年下半年低点高出 90BP（图 7）。结合央行公开市场操作来看，货币政策短期仍未有显著的宽松。

图7：银行间债券回购加权利率（%）



数据来源：Wind，安信证券

委托贷款业务缺乏严格的监管，常与影子体系紧密联系在一起。1 月 16 日，银监会下发《商业银行委托贷款管理办法(征求意见稿)》，这意味着，对影子体系的又一监管新规即将落地。

短期内，委托贷款渠道的清理规范，影响银行体系对实体经济的信用支持。但在目前存贷比口径调松、国务院稳增长意愿较强的背景下，影子渠道的信用压缩，有望在表内贷款层面得到一定的弥补。监管带来的紧缩效应较前几轮也许要更小一些。

四、金融市场风险偏好回落

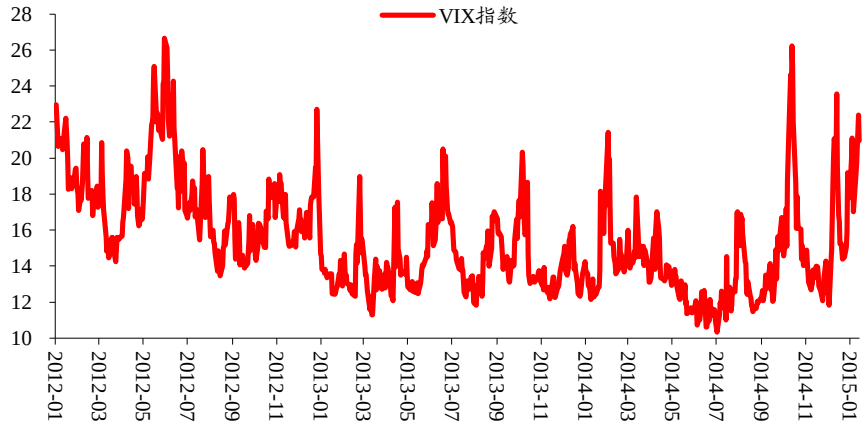
油价持续下跌引发俄罗斯等出现债务违约的担忧、希腊政局的变化、以及总体上偏弱的全球经济数据造成全球市场风险偏好的下降，在 VIX 指数攀升的同时，铜价等商品价格大跌、美元和黄金等出现上涨。这对全球权益市场、特别是新兴市场也带来了一定压力。

美国方面，前月零售数据环比大幅低于预期，制造业和非制造业 PMI 走弱，引发市场担忧，VIX 指数攀升，处于 2012 年年中以来最高水平附近（图 8）。

外汇市场上，瑞士央行的意外“弃限”，引起震动。“弃限”之后，瑞郎瞬间大幅升值，空头蒙受巨大损失。这增强了市场对黑天鹅事件的担忧。

在全球经济数据总体偏弱的背景下，铜等商品价格出现暴跌，美元和黄金上涨，权益市场表现不佳。

图8：VIX 指数



数据来源：Wind，安信证券

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士，中国人民银行研究生部博士。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

尤宏业，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学双学士。2008 年 5 月加盟安信证券研究中心。

姚学康，宏观分析师，北京大学经济学学士、经济学硕士。2011 年 7 月加盟安信证券研究中心。

郭雪松，助理宏观分析师，上海交通大学学士，清华大学 MBA，曾在国家统计局工作 5 年，2014 年 7 月加入安信证券研究中心。

分析师声明

高善文、尤宏业和姚学康分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558027	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034