

旬度经济观察

——2015年1月下旬

高善文¹ 尤宏业² 姚学康³

2015年1月29日

内容提要

近期 PMI 和发电耗煤数据有所好转，可能进一步暗示去年 8 月份以来的经济下降过程基本结束，经济活动已经开始触底改善。1 月份房地产成交的下滑属于正常的市场波动，我们认为全年地产销售仍会维持在高位。

原油等原材料价格下跌带来工业品价格下降和企业存货减值。过去几个月原油等在加速下跌，由此对工业品价格和企业利润的冲击在不断扩大。这在很大程度上解释了在经济增长相关数据较为平稳的情况下，工业品价格和企业利润的快速恶化。这一冲击性影响是短期和暂时性的，随着时间的推移，原油价格等成本因素下降的正面影响将逐步显现，并最终起到主导性作用。

近日人民币在即期市场贬值引发关注，这是否存在央行干预和引导的成分需要等待后续数据的证实。但值得注意的是，近期欧洲央行的量化宽松引发欧元短期内的大幅下跌和国际金融市场的波动，这可能是人民币走弱的重要背景。在强势美元已经形成的格局下，在中国经济重新获得增长内在动力之前，人民币相对

1 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

2 宏观分析师，youhy@essence.com.cn，010-66581625，S1450511080007

3 宏观分析师，yaoxk@essence.com.cn，010-66581840，S1450513090003

美元可能已经转入阶段性的弱势局面，但出现汇率大幅度贬值和金融恐慌的可能性应该很小。

全球制造业近期显露出一些改善迹象，OECD 领先指标前期开始转暖，欧洲 PMI 开始恢复，日本和新兴经济体底部企稳。欧洲 QE 对流动性和新兴市场经济恢复应该也有积极作用。

目前主要的不确定性来自希腊局势的演变以及包括俄罗斯在内的商品出口国的经济调整等。

一、增长呈现部分积极信号

1月汇丰PMI初值为49.80，较上个月小幅回升0.3个百分点，强于预期。分项指数观察，产出和新订单均出现小幅回升，暗示制造业活动可能企稳回升。观察全球，中国PMI企稳恢复并不孤立，除美国呈现走软趋势外，欧洲、日本和新兴经济体的PMI近期均有企稳回升的迹象。

值得注意的是，6大发电集团日均耗煤量自12月中旬以来呈现环比上升，1月均值较12月环比扩张约10%。而历史上（包括春节较晚年份）1月和12月耗煤量并没有显著的季节性差异。火电增速明显回升，小部分来自水电波动和春节滞后因素，但更多的也许来自用电需求的回升。这部分数据值得密切关注和追踪。

图1：6大发电集团旬度耗煤（万吨）

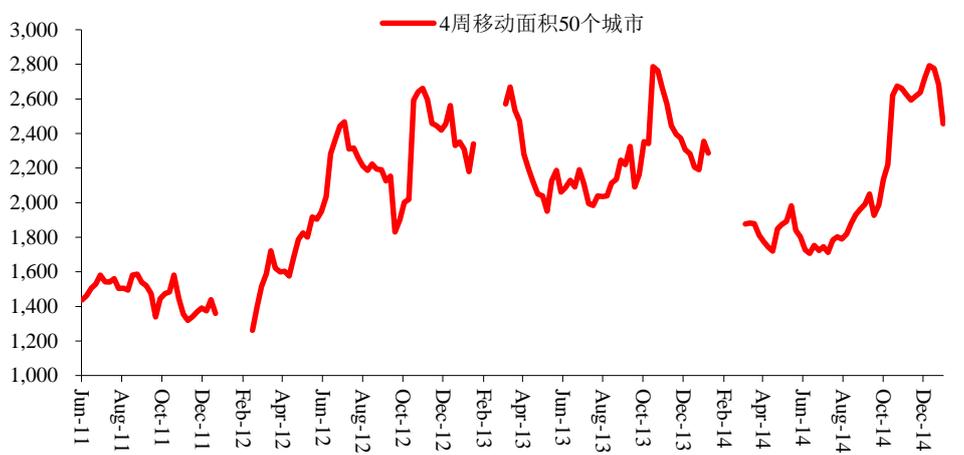


数据来源：Wind，安信证券

1月份以来房地产销售面积出现一定的回落，我们认为这是市场正常的波动。回顾2012-2013年的房地产复苏周期（图2），50城市销售面积从12年3月环比扩张至7月就接近顶部，接下来的一年半时间里（直至14年12月）基本

处于横向震荡的模式。我们对比本轮房地产复苏自9月份启动至12月环比扩张了4个月，扩张时间长度与2012年相仿。可能去年12月销售面积已经接近未来震荡区间的顶部。考虑到流动性和经济等基本面因素，我们认为2015年房地产销售可能在此较高水平附近横向整理。即使销售面积不再扩张，目前的水平较2014年均值仍有较大的恢复。

图2：50个城市销售面积（月移动平均）（万平方米）



数据来源：Wind，安信证券

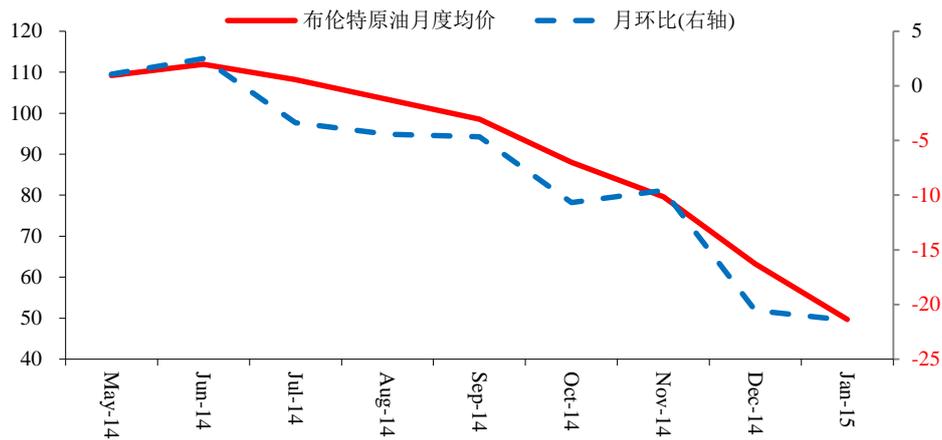
二、原油加速下跌的冲击

12月以来工业品现货和期货价格较前期出现加速下跌，工业企业利润进一步恶化，单月利润增速为-8%。这是近年少见的。这一现象来自需求还是其它层面的原因？在需求层面，工业增速，主要工业品产量似乎都比较平稳甚至较前期有所改善。我们认为原油价格加速下跌可能是重要原因。

虽然去年7月份以来，原油价格呈现逐步下跌的趋势，并在去年9月份以后更快地斜率下跌。但从月均价格环比的角度，原油下跌的速度一直在加速（图

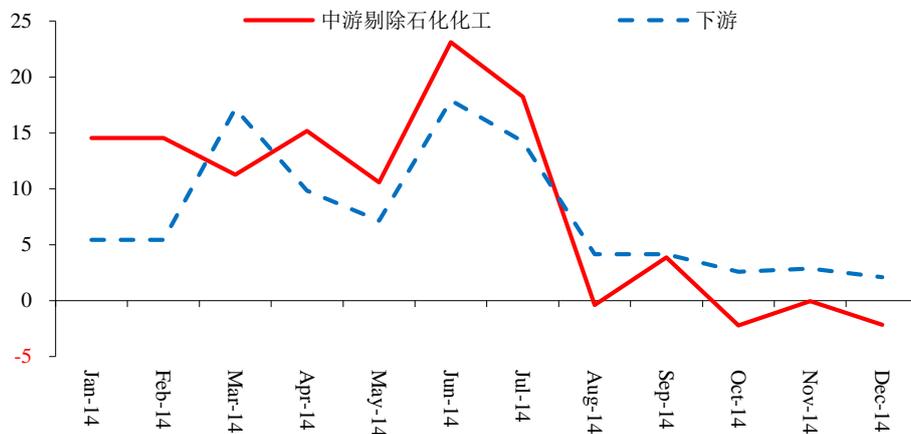
2)。去年7-9月份月均环比是-5%左右，10-11月是-10%，而12月和1月是-20%。这使得原油下跌带来的冲击效应也一直在扩大。

图3：布伦特原油月度均价和环比（%）



数据来源：Wind，安信证券

图4：测算单月工业企业利润增速（%）



数据来源：Wind，安信证券

原油下跌带来的冲击效应在物价层面表现为成本下移推动的工业品价格下跌，在企业利润层面，特别是中上游领域体现为明显的产成品和原材料的存货减值。如果原油下跌在加速，意味着工业品价格的环比下降和存货减值对利润的冲

击都在不断扩大。这在一定程度上可以理解近期经济增长数据相对平稳，但工业品价格和企业利润不断恶化的趋势。

分行业的数据也支持这一看法。12月石油煤炭采掘，石化和化工的利润下降占整体工业企业利润下降总量的八成。最近三个月，中游剔除石化化工后的利润增速是稳定的，下游的利润增速是稳定的（图4）。这说明利润的下降并非是需求出了大的问题，而是原油价格下跌的冲击在不停地放大。

这一冲击性影响是短期和暂时性的，随着时间的推移，原油价格等成本因素下降的正面影响将逐步显现，并最终起到主导性作用。

三、人民币贬值风险可控

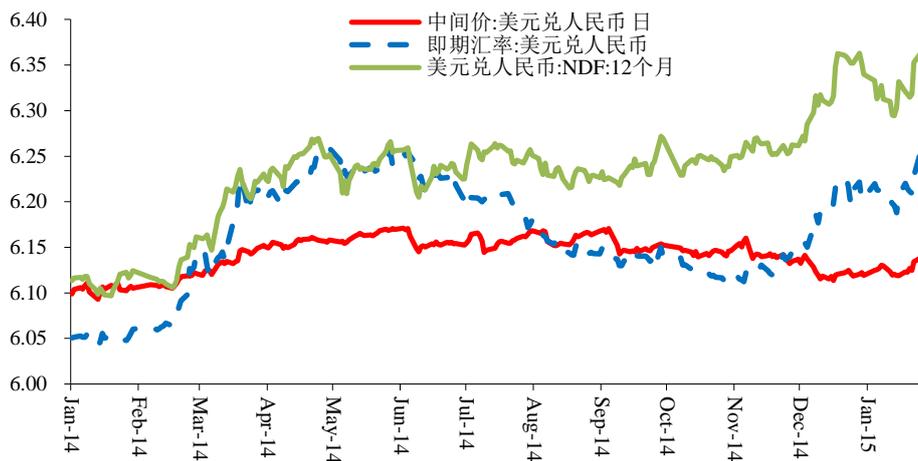
周一人民币贬值引起市场的注意。短期触发人民币贬值的主要因素似乎来自欧元。上周欧央行宣布QE两天内，欧元兑美元汇率下跌400个基点。造成短期人民币即期汇率兑美元贬值0.7%，相对中间价触及了2%的波动上限。欧元在全球经济和货币体系中的重要性仅次于美元，欧元短期大幅贬值导致几乎所有其他货币兑美元出现贬值。相比人民币的贬值幅度是非常有限的，其兑一揽子货币有效汇率应该出现了明显升值。

最近两周银行间和票据利率相对稳定，短期和长期的债券收益率普遍出现了10-20个BP的下降。这显示汇率贬值并未对境内金融市场形成压力。相反，欧央行的量化宽松也许在边际上还导致了境内市场流动性的改善。

人民币的走势过去一年整体的涨跌幅和韩元接近，要弱于印度卢比。但都要显著强于商品国货币（巴西、俄罗斯和南非）。说明去年人民币的相对坚挺在新

兴经济体（商品进口国）里是常见的。但人民币波动，特别在去年上半年与其它新兴经济体货币多有出入，显示了央行阶段性干预的影响。

图5：人民币汇率（%）



数据来源：Wind，安信证券

图6：人民币即期、韩元和印度卢比兑美元汇率（2013年12月31日=100）



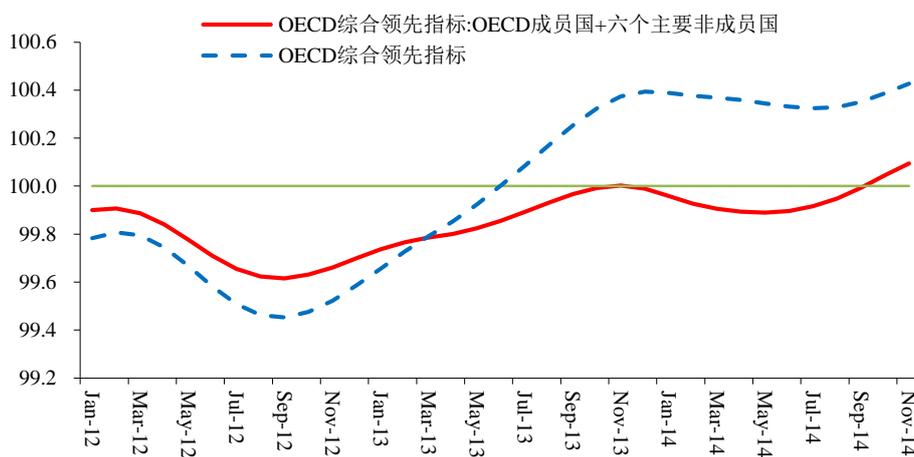
数据来源：Wind，安信证券

在强势美元已经形成的格局下，在中国经济重新获得增长内在动力之前，人民币相对美元可能已经转入阶段性的弱势局面，但出现汇率大幅度贬值和金融恐慌的可能性应该很小。

四、全球经济仍然存在不确定性

全球经济显露出一些早期的积极迹象。OECD 领先指标在去年 8 月份以来呈现出环比的扩张。欧洲 PMI 连续两个月恢复，日本和新兴经济体 PMI 开始筑底，但美国仍在走弱。从全球工业观察，去年四季度欧洲和美国工业产出的扩张带动全球工业和贸易反弹。但不利因素是美国工业近期有放缓迹象，新兴经济体工业仍然在底部徘徊。全球经济仍处于底部震荡之中。

图7: OECD 综合领先指标



数据来源: Wind, 安信证券

全球经济面临诸多不确定因素。欧洲 QE 政策出台有助于增强信心和实体经济的恢复，但希腊左翼政府上台后，未来政策的不确定性影响了近期欧洲金融的稳定性。希腊股市暴跌和债券收益率大幅上升反映了市场的担忧情绪。此外，美国部分经济数据出现短周期放缓迹象，而步入 2015 年美联储对加息的想法将影响金融市场。目前美国国债和联邦利率远期期货暗含的加息速度是十分缓慢的，一旦美联储收紧力度超预期将会对美国债券市场产生较大的影响。而在新兴经济体内部，拉美和俄罗斯经济面临较大挑战。

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