

旬度经济观察

——2015 年 1 月上旬

高善文¹ 尤宏业² 姚学康³ 郭雪松⁴ (联系人)

2015 年 1 月 12 日

内容提要

12 月 PMI 继续回落，6 大发电集团耗煤量同比增速也较 11 月略有下降，显示国内经济增长动能仍然较弱，受基础商品价格下跌的影响和传导，工业品价格大幅下降，并通过意愿库存水平下降、存货减值和先进先出的成本核算技术等对企业需求和盈利产生短期压制。

元旦以来，房地产市场的销售继续恢复，这一势头似乎开始向三线以下城市扩散。在过去十几年中，一线和三线城市的住房市场显示出很强的同步性，尽管一线城市通常略微领先。合理的解释也许是流动性状况的松紧、住房政策的摇摆和均值回复过程共同驱动了房地产市场的短周期波动，这些因素通常是全局性的。

2014 年上半年房地产市场回落幅度之深是令人惊讶的，这似乎与钱荒造成的第三波冲击存在关联。去年末以来，随着这一冲击的退潮，住房市场信贷条件的改善与均值回复的合力，似乎在推动着目前房地产市场的恢复。

A 股市场的乐观情绪以及全球新兴市场的波动等造成 AH 股溢价进一步扩大到 30% 以上的水平，在此背景下近期港股通的使用率开始提升。

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，yaokx@essence.com.cn，010-66581840，S1450513090003

4 助理宏观分析师，guoxs@essence.com.cn，010-66581533

一、经济增长动能较弱

12月中采PMI和汇丰PMI继续回落，6大发电集团耗煤量同比增速也较11月略有下降，显示12月工业增速可能比11月继续放缓，国内经济增长动能仍然较弱。

PMI分项数据中，生产指数、新订单指数、主要原材料购进价格连续下行，产成品库存有所提高，工业品价格大幅下降带来的原材料库存调整无疑对短期经济有不利影响。

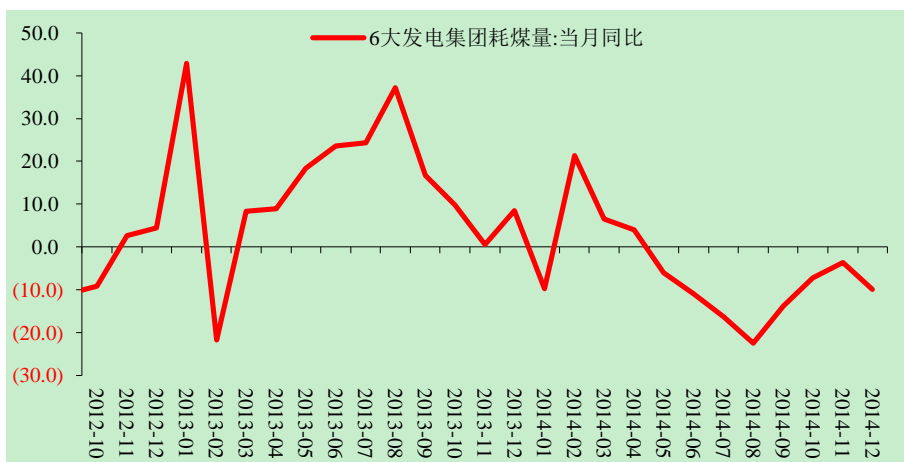
螺纹钢、水泥价格延续11月以来下行趋势，显示固定资产投资仍然较弱。

元旦以来，房地产市场的销售继续恢复，这一势头似乎开始向三线以下城市扩散。在过去十几年中，一线和三线城市的住房市场显示出很强的同步性，尽管一线城市通常略微领先。

合理的解释也许是流动性状况的松紧、住房政策的摇摆和均值回复过程共同驱动了房地产市场的短周期波动，这些因素通常是全局性的。

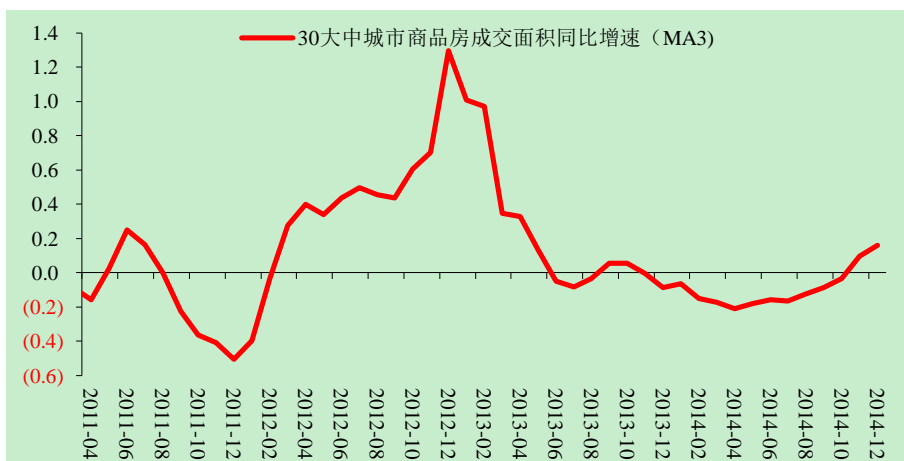
2014年上半年房地产市场回落幅度之深是令人惊讶的，这似乎与钱荒造成的第三波冲击存在关联。去年末以来，随着这一冲击的退潮，住房市场信贷条件的改善与均值回复的合力，似乎在推动着目前房地产市场的恢复。

图1： 6大发电集团耗煤量同比增速（%）



数据来源：Wind，安信证券

图2： 30大中城市商品房销售面积增速（%）



数据来源：Wind，安信证券

图3： 百城住宅价格指数



数据来源：Wind，安信证券

二、PPI 跌幅扩大，CPI 维持低位

12 月 PPI 环比-0.6%，同比-3.3%，为连续第 34 个月负增长。

分细项看，12 月采掘工业价格跌幅扩大，原油、铁矿石价格继续下行，煤炭价格平稳。受到甲醇、石油苯、苯乙烯等化工品以及橡胶的影响，原材料价格跌幅小幅扩大。金属原材料价格下行，螺纹钢、板材价格继续走弱。水泥价格略有下行，玻璃价格稍有回升。生活资料价格与 11 月持平。

1 月上旬，工业品期货价格小幅反弹，绝对水平回到 12 月均值水平附近。能化、工业金属、贵金属期货价格均出现不同程度反弹。

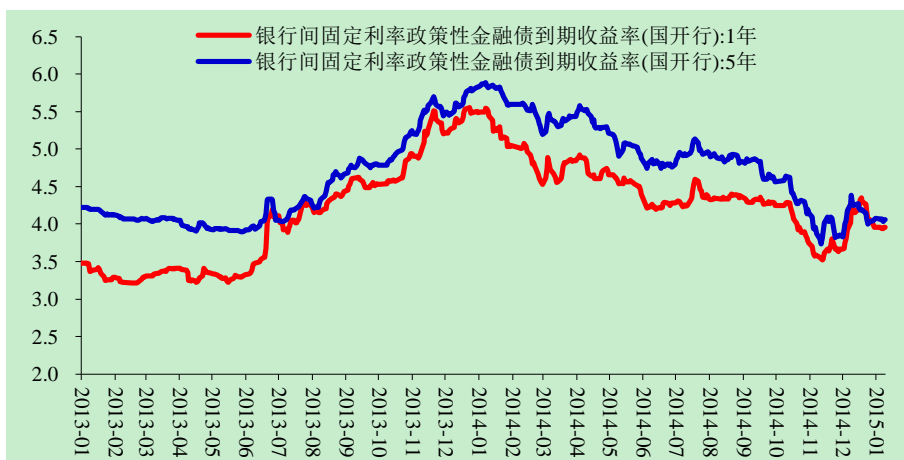
原油价格持续暴跌，驱动能源和化工产品价格跌幅不断扩大。原油价格下降逐步向中下游行业传导，使得生产成本出现一定下降，但对工业品价格有抑制作用。

12 月 CPI 同比增长 1.5%。蔬菜和鲜果价格涨幅较大，带动食品价格上涨，对 CPI 起到一定支持作用。由于经济动能仍然偏弱、原油价格下跌的影响在未来几个月将持续向终端消费行业传导，短期内 CPI 同比增速仍将较低。

三、利率和汇率

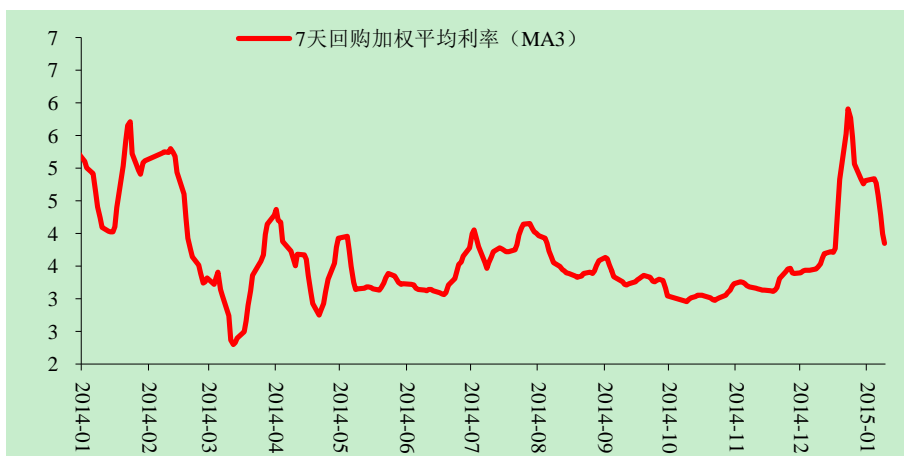
12 月下旬以来，中证登质押政策调整带来的冲击逐步消退，债券收益率开始回落。1 年期和 10 年期国债收益率略有下行，分别下降 34 和 13 个 BP；1 年期和 5 年期国开债收益率分别下行 41 和 23 个 BP。目前 7 天回购利率回到 2014 年平均水平。

图4： 1年、5年期国开债到期收益率（%）



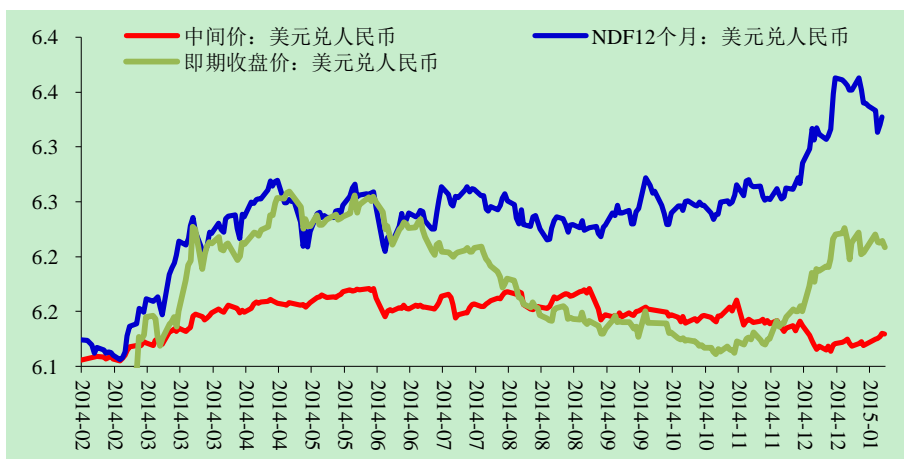
数据来源：Wind，安信证券

图5： 7天加权回购利率（%）



数据来源：Wind，安信证券

图6： 人民币汇率



数据来源：Wind，安信证券

2015 年首周，人民币即期汇率稳定在 6.21 左右，NDF 市场显示人民币贬值预期有所改善。

政策方面，12 月 30 日楼继伟在全国财政工作会议上强调 2015 年要继续实施积极的财政政策并适当加大力度。媒体报道，政府在 2014 年底陆续批准了不少大规模的基础设施项目，这些变化显示财政政策的基调仍然倾向于“保增长”。

1 月 8 日，人民银行召开年度工作会议，强调将继续实施定向调控，引导金融机构盘活存量、用好增量，建立存款保险制度，稳步推进人民币资本项目可兑换，强调“保持银行体系流动性合理充裕”、“加强对关键领域信贷支持”、“进一步降低融资成本”。这些表述显示货币政策的基准立场倾向于适度宽松，并将加速金融改革的推进进程。

四、海外经济

年初美国 PMI 数据较弱，原油价格暴跌，担心全球经济恶化使得标普指数短暂回调，VIX 指数上升。随后公布的美国私人部门就业数据超出预期，12 月失业率 5.6%，为 2008 年 6 月以来最低。就业市场加速回暖显示美国经济持续恢复的进程较为确定，标普指数回升。

1 月 7 日，美联储 12 月会议纪要显示，4 月前不大会加息，美国 10 年期国债收益率跌破 2.2%。在核心通胀率较低背景下，美联储首次加息可能略晚，且加息的节奏可能较为缓慢。美国经济持续恢复以及市场预期欧央行采取更多刺激措施，支持了美元指数不断上涨。强势美元的出现对全球资产市场和新兴经济体的影响值得考虑。

图7: 美元指数

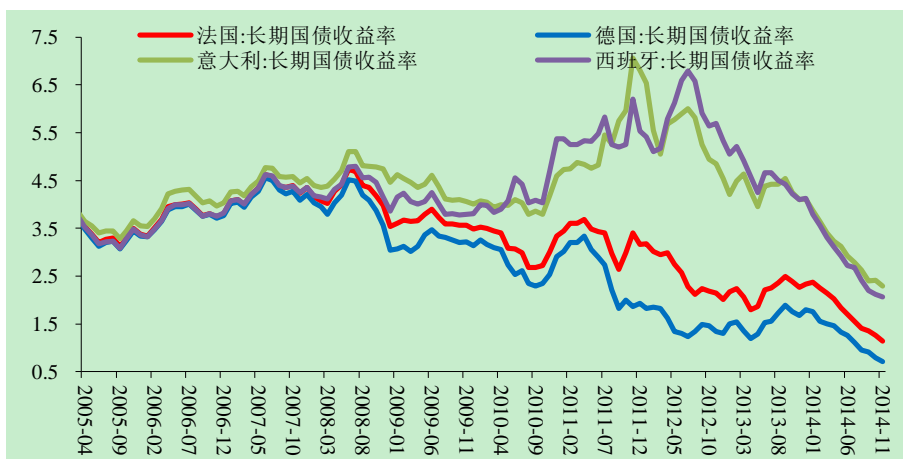


数据来源: Wind, 安信证券

欧元区 12 月 CPI 初值同比下降 0.2%，是 2009 年以来首次跌入负值区间，PPI 下滑 0.3%，但剔除能源价格影响的核心通胀仍然维持正值，市场对欧洲央行即将采取刺激措施的预期继续升温。

希腊危机发酵，反对紧缩政策的左翼政党有望获胜，德国、法国对其施压。资金向避险资产流动，希腊债券收益率飙升，德国国债收益率跌至新低。

图8: 欧元区国家长期债券收益率 (%)



数据来源: Wind, 安信证券

12月原油价格跌幅进一步扩大，布伦特原油价格环比下跌20%，2014年全年跌幅近50%。沙特、阿联酋和科威特等国继续强调OPEC不会削减产量，2015年第一周布伦特原油价格跌破50美元/桶，创2009年5月以来新低。

卢布继续下跌，俄罗斯信用违约互换(CDS)飙升，主权债务违约风险剧增，国际评级机构惠誉国际将俄罗斯信用评级降至BBB-。

目前美国半数页岩油产区保本价低于当前美国市场原油价格，此前举债开采的页岩油公司面临较大压力，部分公司开始破产。油服公司数据显示，美国运作的石油钻井平台数大降。这意味着短期美国石油生产商有减产意愿。中长期来看，随着页岩油开采技术的进步和在全球范围的扩散，全球原油供给能力持续提升。更加重要的是，这些技术进步提升了能源市场供应的价格弹性，有助于降低未来市场的波动性。

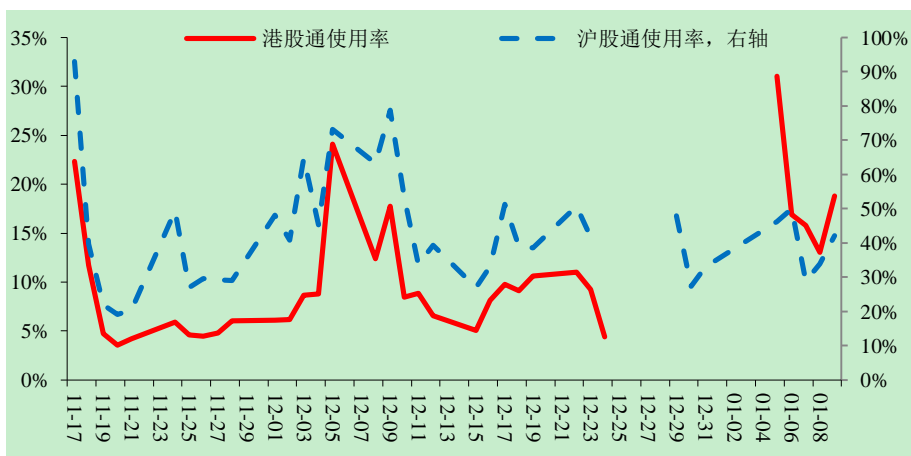
A股市场的持续走强隐含了对房地产销售改善的确认和经济企稳的预期，同时也包含了市场情绪等影响因素。H股市场则在一定程度上受到新兴市场低迷的压制。两者合并造成了AH股溢价的不断扩大，并到达30%以上的罕见水平，这一水平在长期内恐怕难以维持。在此背景下，值得注意的是近期港股通使用率较前期开始提升。

图9：恒生AH股溢价指数



数据来源：Wind，安信证券

图10：沪港通使用率



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

