

筑底恢复或可期待

——四季度经济数据点评

高善文¹ 尤宏业² 姚学康³

2015年1月21日

内容提要

经济增长在去年四季度呈现底部企稳的迹象，并且一部分数据在近一两个月表现出回暖的初步趋势。12月工业增速超预期恢复，固定资产投资和货币信贷在近两个月也有小幅改善。工业品价格的下跌更多体现为商品成本下降的影响，加工工业的价格变化相对稳定，和中国内需更密切的期货价格相对稳定。考虑到房地产销售前期持续的复苏，基建支持力度的加大，这一系列证据可能暗示着经济已经企稳，并在逐步接近改善的拐点。

尽管市场对2015年的经济仍然看得较为悲观，我们认为短期和中长期的积极的因素可能正在酝酿。今年上半年，房地产、基建和财政的周期性恢复是支持经济回升的主要力量，出现这一情况的概率是比较大的。考虑到供应收缩、改革推进、利率下降和全球复苏等因素，我们对中长期的私人投资企稳恢复也看得相对积极。此外，原油价格高位下跌和未来PPI价格企稳后的库存重建也将对中国经济产生不小影响。我们倾向于对2015年的经济基本面看得更为积极。

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

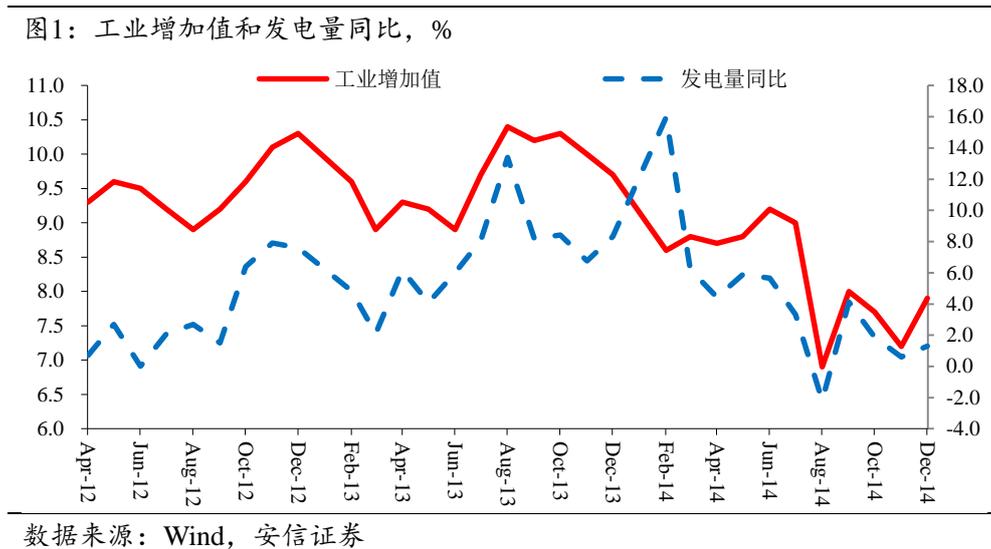
2 宏观分析师，youhy@essence.com.cn，010-66581625，S1450511080007

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

一、 增长出现一些积极信号

过去的一段时间里全球各类市场，包括中国的股票市场均出现不小动荡，这吸引了投资者较大的注意力。市场动荡相当一部分来自政策冲击和风险偏好的摆动。在市场波涛下面，中国经济增长的基本面可能正在发生着一些积极变化。

12月工业增速同比回升0.7个百分点至7.9，增速回升大部分来自环比改善。这与之前PMI显示的趋势有所不同，显著高于市场预期。分项来看，上中下游主要行业的产量增速大多有一定地恢复。

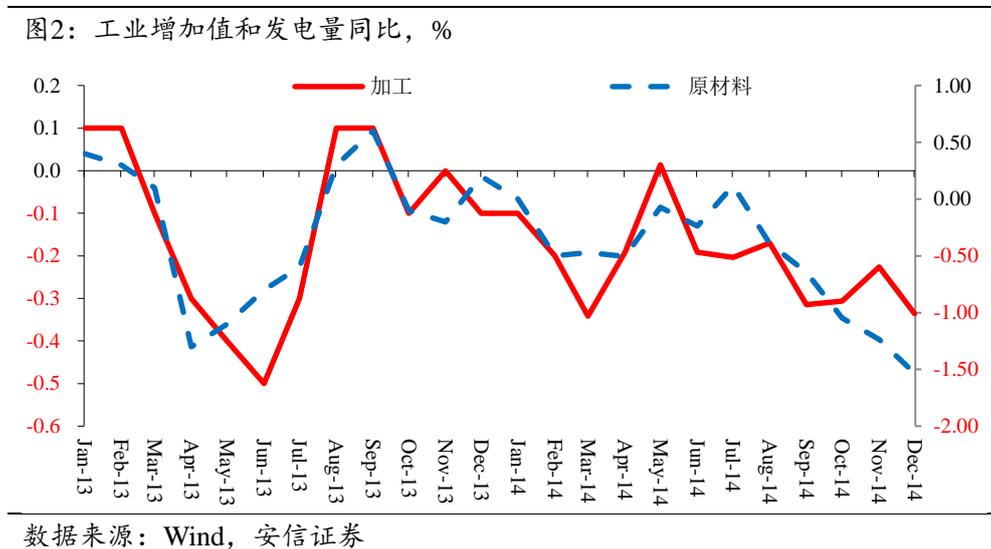


12月工业增加值的恢复并非是孤立的现象。我们测算的单月固定资产投资增长在近两个月较前期低点回升了1个百分点左右。同时，货币信贷的新增和余额增速也略有改善。此外，出口和消费的数据表现并不差，但其未来的趋势值得进一步观察。

经济增长改善令人意外，除了因为与PMI背离之外。原油暴跌造成的商品价格冲击，在一定程度上掩盖了需求变化对工业品价格的影响。PPI的加速下降使

大家产生了需求下滑的错觉。但本轮原油价格的下跌更多来自供应层面的因素，这与 08 下半年的需求崩溃导致的商品价格暴跌有很大区别。而我们在技术上剔除油价冲击以后，PPI 环比情况是相对稳定的。

除了技术性剔除以外，还有几个自然的角度的可以粗略地考察中国需求对工业品价格的真实影响。与商品价格关系密切的 PPI 采掘和原材料环比跌幅去年四季度在加速扩大，但相对下游的加工工业环比跌幅稳定（图 2）。这与过去几年需求变动导致的原材料和加工工业价格同步变化的模式有所不同。其次，我们观察和中国内需变化相关度更高的期货品种走势，比如铁矿石和螺纹钢。自去年 11 月份以来，整体上螺纹钢和铁矿石价格处于横向震荡之中。这可能暗示了需求并未出现超预期下滑。



通过对数据的广泛梳理，至少可以说经济增长在去年四季度呈现底部企稳的迹象，并且一部分数据在近一两个月表现出回暖的初步趋势。驱动数据变化的可

能逻辑是相对清晰的，房地产销售复苏逐步带动房地产投资的企稳⁴，基建项目审批和开工进度的加快也是有托底作用。这些力量的发酵会体现在固定资产投资的企稳反弹，货币信贷的改善和工业特别是重化工业产品增速的回升上。这些证据链在最近的数据中也被观察到了，尽管其幅度和力度仍然比较弱。

除了地产和基建的积极影响仍有待发酵以外，我们认为财政支出的增速也将有所恢复，流动性的缓解对经济的支持也会逐步体现。整体来看，经济正在底部运行，可能不用太久就会有所回升。

二、对 2015 年不悲观

回顾 2014 年，中国出口增速较之前有所回升，消费下滑幅度较小，投资是拖累经济的主要力量。固定资产投资增速从 2013 年的 19.6 下滑至 15.7，下降幅度甚至要大于 2012 年。其中房地产投资下滑了 9.4 个百分点，是驱动投资下滑的主要力量。投资拖累也体现在工业生产领域，14 年全年重化工业增长低迷。水泥、粗钢和发电量增速分别为 0.9, 1.8 和 3.2，这一水平较整体经济增长显著更低，也比 2012 年增速低不少。

在经济已经受投资下滑明显抑制的背景下，2015 年市场主流预期经济增长仍然会继续下行。近期 Wind 平均预期 2015 年 GDP 增速为 7.1。尽管市场对经济一片看空，但我们对 2015 年并不悲观。

展望 2015 年，至少对于前两三个季度而言，房地产投资在销售明显好转的背景下将出现周期性转暖。基建投资和政府财政开支在保增长和财政约束缓解背

⁴ 12 月单月房地产投资的大幅下降有数据模式的问题。历史上因为年度汇总调整等原因，测算的 12 月单月房地产投资增速经常出现大幅地下滑。

景下，也将会对经济有所支持。房地产、基建和财政的周期性恢复是 2015 年支持经济增长的第一棒，我们认为上半年出现这一情况的概率是比较大的。

而相对更中长期的私人投资企稳回升，虽然目前来看仍有不确定性，但我们也倾向于看得更为积极。考虑到过去三年投资下降和供应收缩的背景，中下游企业供需基本面和盈利状况将有所恢复。改革推进和利率下降也有助于提升私人投资意愿。中长期看，全球经济或许处于缓慢复苏之中，这也将对中国经济提供后劲。私人投资企稳回升是下半年以后经济可持续扩张的主要力量。

此外，可能容易被忽视的两个阶段性的力量是原油下跌和库存重建。

根据一般的估算，原油大幅下跌并维持低位对中国经济增长的正面贡献可能在 0.5 个点以上。而过去因为需求低迷和商品供应扩张，工业品价格连续下跌三年，整个社会工业品库存处于相对不高的水平。原油价格的下跌不可能一直持续，需求也会有所恢复，PPI 环比可能在年中左右逐步转正。需求和价格转折一旦确认会带来比较大范围的库存重建活动。这对经济也有阶段性的明显支持。

综合起来，上半年房地产、基建和财政可能会有周期性回暖。未来私人投资的前景可能没有那么悲观。原油价格高位回落和库存重建无疑对经济有阶段性支持作用。我们对 2015 年的经济增长和企业盈利并不悲观。

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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@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
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@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

