

春节扰动不改 CPI 回落趋势

(2012 年 2 月 6 日)

要点:

- ADP 就业调查、劳工部失业救济人数和非农就业及失业率调查数据，均显示美国劳动力市场持续改善，但美国个人支出、消费者信心等低于预期
- 欧洲经济虽未继续恶化，但仍低位徘徊，1 月份制造业 PMI 低于 50%，失业率高达 10.4%，金融市场紧张抑制经济转好，去年四季度银行信贷标准明显提高
- 日本经济略好于预期，工业产出增长较快，就业状况基本稳定
- 内需改善推动 PMI 回升，我国 1 月份制造业 PMI 反季节增加 0.2 个百分点，不过，行业分化明显，消费类企业状况较好，而能源、工业制品类企业较差
- 预计 1 月份 CPI 同比与去年 12 月份基本持平，最近两个月之所以未延续快速回落趋势，主要受春节因素影响。春节后，在货币政策维持稳健、国际大宗商品价格难以快速上涨、房地产调控持续、以及猪肉价格下降等因素作用下，CPI 同比增速将逐步回落。

• 联系方式

010-85107803
macroabc@163.com

• 近期研究

美国房市：潜龙在渊（宏观经济周评，20120130）

出口如何稳中求进（宏观经济周评，20120116）

2012 年需要重点关注的五个问题（宏观经济周评，20120109）

春节扰动不改 CPI 回落趋势

上周，主要经济体公布了 1 月份制造业 PMI，近期表现较好的美国 PMI 略低于预期，欧元区继续低于 50%，日本和英国则低位小幅反弹。中国 1 月份制造业 PMI 为 50.5%，比上月反季节小幅反弹 0.2 个百分点，连续两个月维持在 50% 以上，考虑到春节因素，制造业逐渐企稳，不过行业分化较为明显。预计 1 月份 CPI 同比增速与去年 12 月份基本持平，春节因素导致最近两个月回落速度趋缓，2 月份及以后将快速下降。

美国就业市场持续改善，部分指标略低于预期。上周三，民间就业服务机构 ADP 公布，受小型企业雇员增加推动，1 月份美国就业人数增加 17 万人，连续五个月超过 10 万人。美国劳工部上周四公布，截至 1 月 28 日当周首次申请失业救济人数减少 1.2 万人，至 36.7 万人；首次申请失业救济人数四周均值减少 0.2 万人；截至 1 月 21 日持续申请失业救济人数减少 13 万人，至 343.7 万人，为 2008 年 9 月 6 日以来最低水平。美国劳工部上周五公布，1 月份非农就业人数增加 24.3 万人，达到去年 4 月份以来最低水平；当月失业率 8.3%，比前月下降 0.2 个百分点，创下 2009 年 2 月份以来最低水平，均明显好于预期。其中私营部门就业增加 25.7 万人，抵消了联邦及地方政府减少的 1.4 万人，反映出私营企业对经济前景信心增加。美国三种就业统计

样本和手段各有不同，但整体均显示就业市场持续改善，说明美国经济持续转好。上周，美国供应管理协会发布，1月份制造业 PMI 为 54.1%，为 7 个月以来高点；服务业 PMI 为 56.8%，为 12 个月以来高点。

部分指标不及预期，显示欧债危机对美国的负面影响仍不容忽视。美国大型企业联合会上周二公布，1 月消费者信心指数下滑至 61.1，远低于市场预期；12 月修正后数据为 64.8，初值为 64.5。美国商务部上周一公布，去年 12 月份个人收入环比上涨 0.5%，为去年 3 月份以来最快增速，但个人支持环比持平，为去年 6 月份以来最低增速，个人消费仍相当谨慎。

欧元区失业率维持高位，金融市场紧张抑制经济改善。 欧盟统计局上周二公布，欧元区去年 12 月份失业率 10.4%，为 1998 年 4 月以来最高水平，11 月份失业率由 10.3%修正至 10.4%。其中西班牙失业率 22.9%，欧元区成员国最高；爱尔兰和葡萄牙失业率也均在 10%以上，分别为 14.5%和 13.6%。Markit 上周公布，1 月份欧元区制造业 PMI 为 48.8%，好于前月的 46.9%，但连续 6 个月低于 50%；服务业 PMI 为 50.4%，5 个月以来首次回升至 50%以上。英国制造业 PMI 略好于预期，为 52.1%，四个月以来首次超过 50%。PMI 显示，欧洲经济逐渐触底企稳但低位徘徊。

金融市场持续紧张抑制了欧洲经济改善。欧央行上周三公布，去年四季度欧元区 35%的银行提高了信贷标准的现象，去年三季度该比例是 16%，1/4 银行业者预计未来数月将对企业提高信贷标准。上周一欧盟峰会公布的决议草案认为，欧洲经济表现出“暂时企稳”的迹象，

但金融市场紧张对经济构成压力。

日本经济略好于预期。上周公布数据显示，日本 1 月份制造业 PMI 为 50.7%，比上月增加 0.5 个百分点，是 5 个月以来最高水平；服务业 PMI 为 50.1%，比上月回落 0.3 个百分点。日本经济产业省上周二公布，因泰国洪灾导致的供应链中断部分恢复，日本去年 12 月份工业产出环比上涨 4%，好于预期。日本总务省上周二公布报告，去年 12 月份失业率 4.6%，比前月上升 0.1 个百分点，报告认为，虽然强势日元对就业有负面影响，但灾后重建使就业情况有所改善。

国内方面，**1 月份制造业 PMI 反季节上升，显示我国经济趋稳。**上周三，中国物流与采购联合会公布，1 月份制造业 PMI 为 50.5%，比前月回升 0.2 个百分点，连续两个月处于 50% 以上。虽然我国制造业 PMI 经季节调整，但并不充分，表现为春节当月 PMI 明显较前后月份回落，今年春节所在的 1 月份制造业 PMI 不降反升，显示经济经历快速回落后开始企稳，主要原因是年初信贷状况改善，以及近期人民币贬值预期消失，外汇占款可能重回增长，两者均有利于企业融资。

从 PMI 细项数据看，以下几点值得注意：一是内需增长推动生产改善。相比去年 12 月份，新订单和原材料库存指数回升推动 1 月份 PMI 上涨，因 1 月份新出口订单继续回落（从 48.6% 降至 46.9%），因此国内订单和原材料采购增加是推动 PMI 上升的主要原因。二是行业分化明显。去年下半年以来，PMI 指数维持在 50% 以上行业集中在烟草、食品加工等行业，原材料、能源和工业制品类企业持续在 50% 以

下，这可能主要是房地产调控持续、房地产投资需求下降所致。三是春节导致购进价格指数回升。1月份购进价格指数50%，比上月增加2.9个百分点，主要是生活消费品，特别是食品价格快速上涨所致，原材料和能源类企业购进价格仍在50%以下，无须过分担忧通胀卷土重来。

商务部节前公布，截至1月15日当周食用农产品价格环比上涨0.7%，四周累计上涨2.7%。商务部未公布春节前一周食品价格涨幅，参考统计局公布旬度数据，1月份食品价格涨幅在3%左右（春节同在1月份的2006年和2009年食品价格环比分别为3.2%和3.3%）；根据以往经验，春节当月非食品价格环比涨幅在0.2%~0.3%，考虑到近期非食品价格回落趋势，估计今年1月份在0.1%~0.2%。综合分析，1月份CPI环比1%左右，对应同比增速为4.1%，与去年12月份持平，值得注意的是，最近两个月CPI回落速度放缓主要由于春节因素影响。今年春节在1月份，去年12月份食品价格开始快速上升，而去年春节在2月，春节因素对食品价格的影响主要表现在1月末和2月初，错位影响，最近两个月CPI同比中基数较低、新增因素较多，但这不改CPI快速回落趋势，主要原因如下：

一是货币政策不会快速大幅放松。去年12月初央行首次下调存准率，但货币政策放松的速度低于预期，年前银行间市场资金再度紧张，央行并未如期下调存准率，而是选择以逆回购向市场释放流动性。春节后回购到期，资金回流央行，上周公开市场净回笼资金3510亿元。此轮政策放松慢于预期，主要与就业状况较好有关，虽然去年三、四

季度经济增速回落，但劳动力供求比均在 1.04 的高位，说明就业并未显著恶化，政策不会快速放松，像 2008 年那样大幅放松的可能性更是几近于零，况且从政策放松传导至物价尚需一定时间，因此新一轮物价上涨周期不会很快到来。

二是国际大宗商品价格重回涨势难度较大。受欧债危机影响，全球经济增速放缓，对大宗商品的需求明显回落，如美国截至 1 月 27 日当周原油库存大幅增加 420 万桶。近期全球经济有所好转，如 1 月份摩根大通全球制造业 PMI 为 51.2%，连续 2 个月回升，相比之前连续 3 个月在 50% 以下的情况明显改善，但与去年上半年及以前 53% 以上的水平尚有不小差距，缺少需求拉动，大宗商品价格重回快速上涨轨道的可能性不大。近期 CRB 现货指数回落至 500 左右并相对稳定，缓解了我国物价的输入压力。

三是房地产调控持续，居住价格回落。去年 12 月份，居住价格环比下降 0.2%，季调后下降幅度更大，受基数效应影响，同比增速由去年上半年的 6% 以上降至 2.1%。今年限购政策将继续执行，决定了房价和房地产投资仍将面临下行压力。因居住相关价格在 CPI 中占据近 20% 的比重，房价回落带动居住价格下降和 CPI 回落。

四是猪肉价格将进入下降周期。因权重大、波动明显、调整周期长，猪肉对 CPI 走势具有重要影响，有人戏称中国的 CPI 周期也是猪周期（China Pig Index）。去年物价上涨也与猪肉价格关系密切，猪肉价格同比增速最高 57.1%，创下危机以来最高水平。截至今年初，

猪粮比价超过 1 年半时间维持在 6 以上，带动生猪存栏量和能繁母猪均回升至 4%左右的增速，以此判断，本轮猪肉价格上涨周期基本结束，春节后猪肉价格将进入下降通道，将带动 CPI 增速回落。

附 1：宏观经济主要数据概览

		10-12	11-1	11-2	11-3	11-4	11-5	11-6	11-7	11-8	11-9	11-10	11-11	11-12
国内生产总值 自年初累计														
GDP	人民币, 十亿	40151			9710.1			20578			32122			47156
	同比增长, %	10.4			9.7			9.6			9.4			9.2
工业生产 当月														
增加值	同比增长, %	13.5	-	14.90	14.80	13.40	13.3	15.1	14.0	13.5	13.8	13.2	12.4	12.8
其中: 轻工业	同比增长, %	13.0	-	13.10	12.80	11.90	12.9	13.9	12.8	13.4	12.8	12.1	12.4	12.6
重工业	同比增长, %	13.7	-	15.60	15.60	14.00	13.5	15.6	14.5	13.5	14.3	13.7	12.4	13.0
消费 当月														
消费品	人民币, 十亿	1533	1525	1377	1359	1365	1470	1457	1441	1471	1586	1655	1613	1774
零售	同比增长, %	19.1	19.9	11.6	17.4	17.1	16.9	17.7	17.2	17.0	17.7	17.2	17.3	18.1
其中: 城镇	人民币, 十亿	1326	1326	1192	1180	1185	1277	1258	1249	1278	1354	1436	1397	1532
固定资产投资 自年初累计														
固定	人民币, 十亿	24141	-	1744	3947	6272	9025	12457	15242	18061	21227	24137	26945	30193
资产投资	同比增长, %	24.5	-	24.9	25.0	25.4	25.8	25.6	25.4	25.0	24.90	24.9	24.5	23.8
房地产	人民币, 十亿	4827	-	425	885	1334	1874	2625	3187	3778	4422	4992	5548	6174
投资	同比增长, %	33.2	-	35.2	34.1	34.3	34.6	32.9	33.6	33.2	32.00	31.1	29.9	27.9
外商直接投资 自年初累计														
实际利用	美元, 十亿	105.74	10.03	17.82	30.34	38.80	48.03	60.89	69.19	77.63	86.68	95.01	103.77	116.01
金额	同比增长, %	17.4	23.4	27.1	29.4	26.0	23.4	18.4	18.6	17.7	16.6	15.9	13.2	9.7
外贸 当月														
出口	美元, 十亿	154.1	150.7	96.7	152.1	155.6	157.0	161.9	175.2	173.2	169.6	157.4	174.5	174.7
	同比增长, %	17.9	37.7	2.4	35.8	29.9	19.4	17.9	20.4	24.5	17.1	15.9	13.8	13.4
进口	美元, 十亿	141.1	144.3	104	152	144.3	144.1	139.7	143.6	155.6	155.2	140.5	159.9	158.2
	同比增长, %	25.6	51.0	19.4	27.3	21.8	28.4	17.9	22.9	30.2	20.9	28.7	22.1	11.8
贸易差额	美元, 十亿	13.1	6.5	-7.5	0.08	11.4	13.0	22.2	31.5	17.8	14.5	17.0	14.5	16.5
通货膨胀 当月														
居民消费价格指数同比, %		4.6	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1	5.5	4.2	4.1
商品零售价格指数同比, %		4.1	3.7	4.3	4.6	4.7	4.9	5.8	6.1	6.0	6.0	5.3	4.0	3.8
工业品出厂价格指数同比, %		5.9	6.6	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3	6.5	5.0	2.7	1.69
货币														
M0	人民币, 十亿	4463	5806	4727	4485	4549	4460	4448	4518	4578	4715	4658	4731	5075
	同比增长, %	16.7	42.5	10.3	14.8	14.7	15.4	14.4	14.3	14.7	12.7	11.9	12.0	13.8
M1	人民币, 十亿	26662	26176	25920	26626	26677	26928	27466	27055	27339	26719	27655	28142	28985
	同比增长, %	21.2	13.6	14.5	15.0	12.9	12.7	13.1	11.6	11.2	8.9	8.4	7.8	7.9
M2	人民币, 十亿	72585	73388	73613	75813	75738	76339	78082	77292	78085	78741	81683	82549	85159
	同比增长, %	19.7	17.2	15.7	16.6	15.3	15.1	15.9	14.7	13.5	13.0	12.9	12.7	13.6
金融机构	人民币, 十亿	71824	71283	72602	75284	75620	76733	78643	77973	78680	79410	79188	79511	80937
存款	同比增长, %	20.2	17.3	17.6	19.0	17.3	17.1	17.6	16.3	15.5	14.2	13.6	13.1	13.5
金融机构	人民币, 十亿	47920	48350	48887	49474	50210	50769	51403	51894	52243	52913	53499	54060	54794
贷款	同比增长, %	19.9	18.5	17.7	17.9	17.5	17.1	16.9	16.6	16.4	15.9	15.8	15.6	15.8
贷款利率	一年期, %	5.81	6.06	6.06	6.06	6.31	6.31	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56
存款利率	一年期, %	2.75	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
汇率(期末)	人民币/美元	6.623	6.589	6.575	6.556	6.499	6.485	6.472	6.442	6.3867	6.3549	6.3233	6.3482	6.3009

数据来源: Wind 资讯、Bloomberg、农业银行战略规划部

本报告中的数据和信息均来自于公开资料, 但不保证这些数据和信息的准确性与完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见, 不构成对阅读者的任何投资建议。本报告的版权为中国农业银行战略规划部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。