



固定收益证券研究中心

12 月份 CPI 回落幅度有限，经济继续向好

12 月宏观经济数据预测

联系人

高勇标

电话：0755-83479956

邮箱：gaoyb@ghzq.com.cn

陈滢

电话：0755-83479106

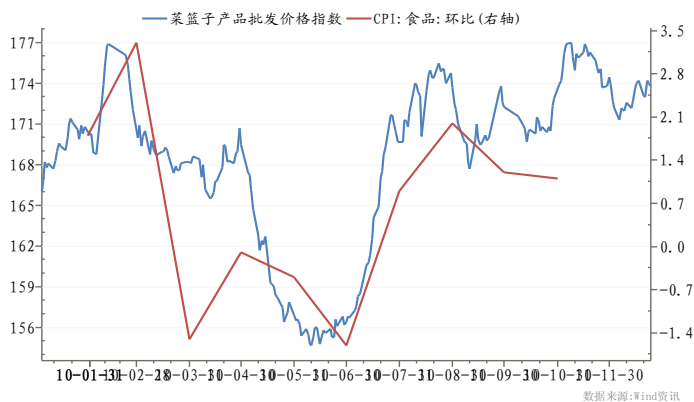
邮箱：chenying_753@hotmail.com

- **预计12月份CPI为4.8%。**尽管12 月前两周肉类和蔬菜价格环比数据为负值，但到了第三周，各类食品价格周环比值回归至0 以上。由此看来食品价格并未得到足够有效的抑制来维持回落的态势。同时非食品类CPI在国际能源价格上涨和国内油价上调的推动下继续上行。我们预计12月CPI可能也仅仅降至4.6-4.8%，高于此前预期，控制通胀预期的压力增大，这恐怕是央行此次加息的一个重要原因。
- **12 月份工业增加值继续向好，增速为 13.6%。**11 月份工业增加值同比增速 13.3%，较 10 月份上升了 0.2 个百分点，比我们之前预测的 12 月份出现反弹提前了一个月。实际上工业增加值环比趋势已于三季度见底回升，预示着同比增速在四季度也将见底回升，同时 PMI 生产指数已经连续四个月回升，说明企业的生产意愿继续上升。
- **M2 增速回落至 18.5%。**11 月份 M2 增速为 19.5%，比上月高 0.2 个百分点，接近于我们的预测值 19.6%。预计 12 月份新增外汇占款仍将不低于 3000 亿；由于前 11 月累计新增贷款已达 7.44 万亿，全年超过 7.5 万亿目标值已不可避免，预计 12 月份新增贷款将大幅减少至 3000 亿左右，由此，预计 12 月份 M2 增速回落至 18.5%左右。

12 月非食品类价格影响加大，CPI 回落至 4.8%

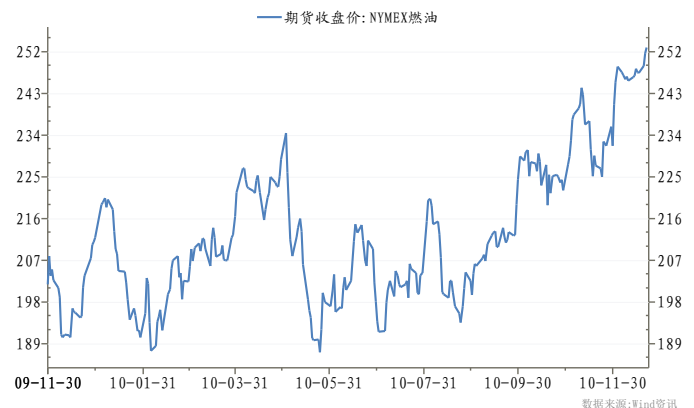
- ▶ 尽管 12 月前两周肉类和蔬菜价格环比数据为负值，但到了第三周，各类食品价格周环比值回归至 0 以上。由此看来食品价格并未得到足够有效的抑制来维持回落的态势，参考目前公布的三周数据及变化趋势预计，12 月食品类 CPI 环比增速降至 0.2%，那么食品类 CPI 同比将为 8.8% 左右，较 11 月有所回落。
- ▶ 12 月非食品类 CPI 将继续上行。居住类价格维持较高的贡献率，同时，由于国际能源价格出现大幅上行，12 月 22 日国内油价也进行了上调。非食品类价格对 CPI 的推动作用加大。预计非食品类 12 月同比增速达 2.5-2.9%。
- ▶ 尽管食品类 CPI 同比增速有下降，但是非食品类价格贡献度上升，导致 12 月 CPI 可能也仅仅降至 4.6-4.8%，通胀压力仍然维持在较高的水平。12 月 CPI 可能高于此前预期，控制通胀预期的压力增大，这恐怕是央行此次加息的一个重要原因。

Figure 1 菜篮子批发指数和 CPI 环比走势



资料来源: wind, 国海证券

Figure 2 国际原油价格上涨



资料来源: wind, 国海证券

12 月份工业增加值同比增速继续上升

▶ 12 月份工业增加值同比增速将继续上升

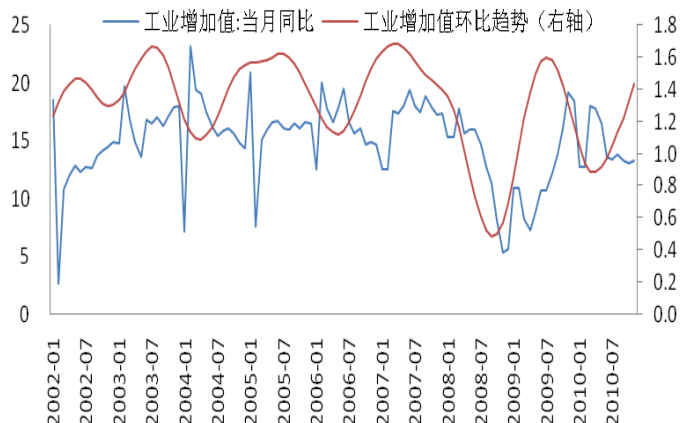
11 月份工业增加值同比增速 13.3%，较 10 月份上升了 0.2 个百分点，比我们之前预测的 12 月份出现反弹提前了一个月。实际上工业增加值环比趋势已于三季度见底回升，预示着同比增速在四季度也将见底回升。

结合 PMI 指数来看，工业增加值环比趋势与企业的产成品库存周期存在一致的趋势。从 2008 年经济下行周期的历史经验来看，PMI 产成品库存指数在 10 月见顶回落，生产指数和工业增加值环比趋势在 11 月见底回升。同样，PMI 产成品库存在今年 6 月份见顶回落，7 月的 PMI 生产指数和工业增加值环比趋势即开始触底回升。

11月PMI产成品库存指数为47.7%，较上月上升2个百分点，仍在可接受范围内（没超过50%荣枯分界线），整体来看，企业库存将继续回补，意味着企业的生产意愿继续上升（PMI生产指数已经连续四个月回升），带动工业增加值环比趋势进一步上升。

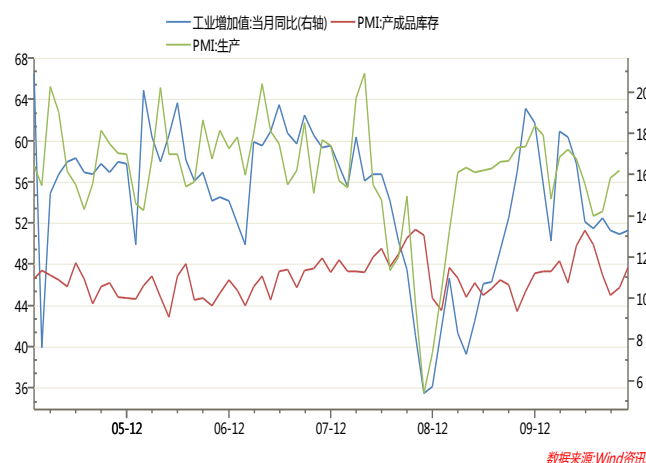
我们上调2010年12月工业增加值同比增速0.1个百分点至13.6%，预计2011年1、2月份累计同比增速为14.5%，3月份达15.7%。

Figure 3 工业增加值环比进一步上升



资料来源: wind, 国海证券

Figure 4 工业增加值与PMI生产、产成品指数



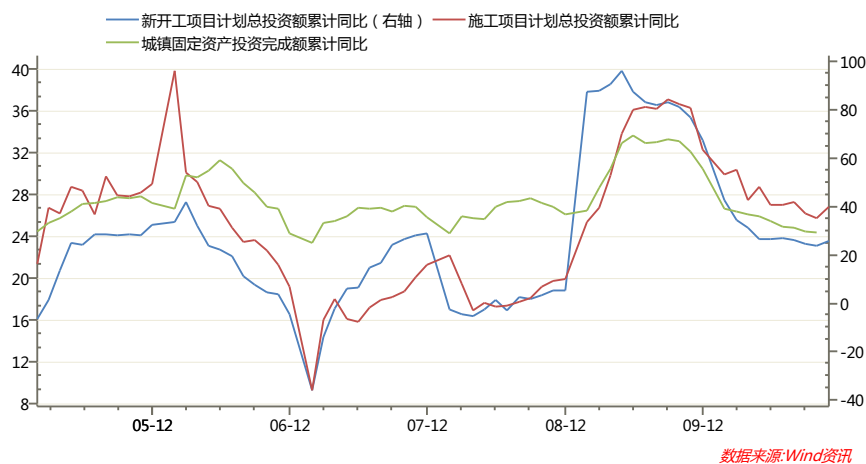
数据来源: Wind资讯

资料来源: wind, 国海证券

► 固定资产投资企稳

1-11月份，城镇固定资产投资累计增长24.9%，比1-10月份上升了0.5个百分点，反映固定资产投资的先行指标新开工项目和施工项目在11月份出现反弹，两者都上升了1.1个百分点。预计12月份固定资产投资在新开工项目的带动下继续企稳，增速约为25.1%。

Figure 5 1-11月份新开工和施工项目出现反弹



数据来源: Wind资讯

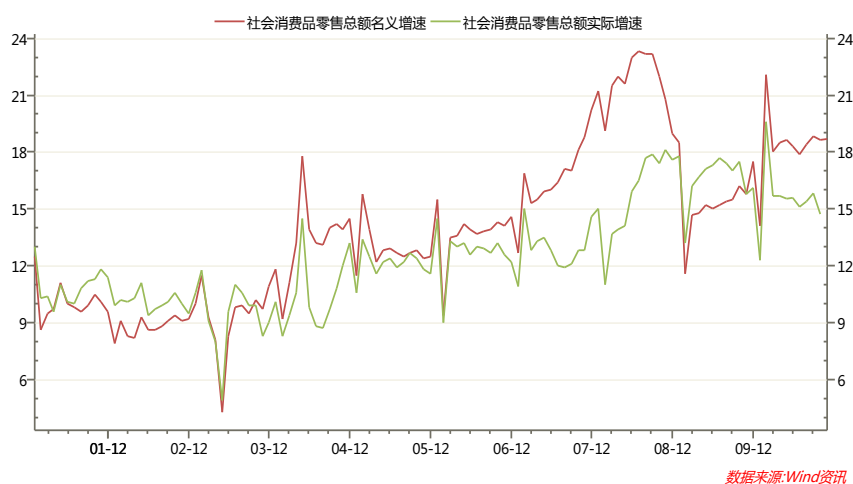
资料来源: wind, 国海证券

► 社会消费品零售总额名义增速稳定增长

11 月份，社会消费品零售总额同比增长 18.7%，比 10 月份上升 0.1 个百分点，略低于我们 18.9% 的预期。剔除价格波动，11 月份社会消费品零售总额实际同比增速从 10 月份以来持续下降，说明在当前 CPI 较高的情况下居民消费需求有所减小。

央行近期公布的问卷调查也显示，今年第四季度，居民对物价满意度创 1999 年 4 季度以来最低纪录，但由于 12 月份 CPI 回落幅度低于我们的预期，我们维持之前对 12 月份社会消费品零售总额增速为 18.6% 的判断。

Figure 6 社会消费品零售总额名义增速和实际增速



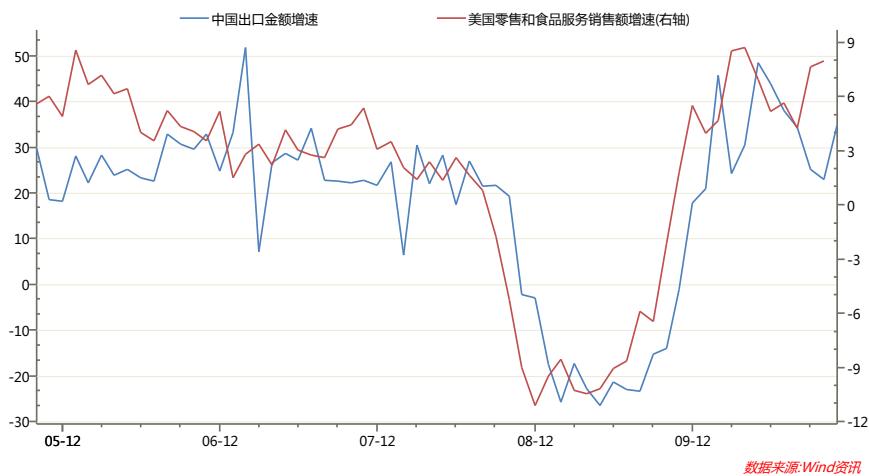
资料来源: wind, 国海证券

► 出口增速高位回落

11 月份出口金额同比增速为 34.9%，比上月大幅提高了 22 个百分点，远超我们的预期。11 月份出口增速的超预期主要得益于欧美国家传统消费旺季的到来，出口环境得到明显改善。

一般来说，美国零售销售同比增速领先于中国的出口金额增速，11 月份美国零售销售同比增速为 7.7%，虽然比 10 月份 8.0% 有所回落但仍处较高水平。我们上调 12 月份出口增速至 28%。

Figure 7 美国零售和食品服务销售增速领先于中国出口增速

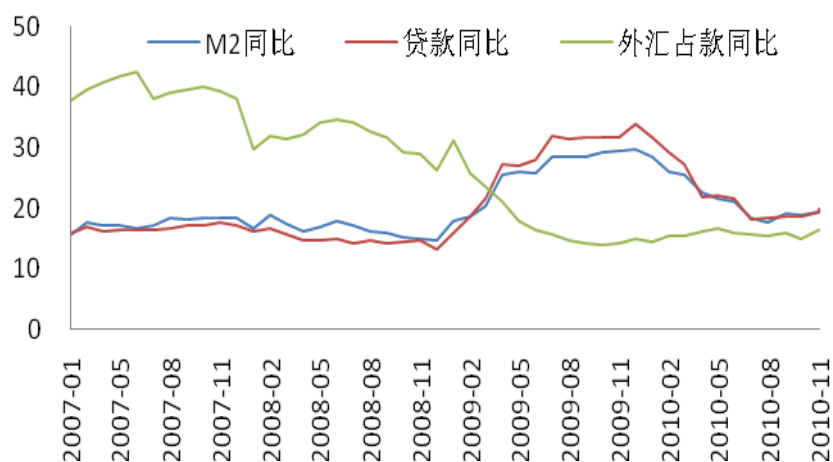


资料来源: wind, 国海证券

M2 增速 12 月可能回落至 18.5%，2011 年 1 月份下降至 17.7%

- 11 月份新增贷款为 5640 亿元，新增外汇占款 3196 亿元，M2 增速为 19.5%，比上月高 0.2 个百分点，接近于我们的预测值 19.6%。预计 12 月份新增外汇占款仍将不低于 3000 亿；由于前 11 月累计新增贷款已达 7.44 万亿，全年超过 7.5 万亿目标值已不可避免。预计 12 月份新增贷款将大幅减少至 3000 亿左右，由此，预计 12 月份 M2 增速回落至 18.5%。
- 由于 2011 年实行稳健货币政策和加强对通胀预期管理，决定了明年信贷投放规模不会超过今年的规模。另一方面我国经济将保持一定的增速，并且明年是“十二五”规划第一年，经济增长短期内难以脱离对信贷的依赖，信贷需求不会大幅下降。预计明年新增贷款约 7-7.5 万亿，同比增速约 15%，并将严格按照 3:3:2:2 比例投放。预计 2011 年 1 月份 M2 增速下降至 17.7%。

Figure 8 贷款、外汇占款与 M2 增速



资料来源: wind, 国海证券

Table 主要宏观经济数据预测值

	201011A	201012E	201101E	201102E	201103E
CPI: 当月同比	4.8	4.8	5.1	4.9	5.0
工业增加值: 当月同比	13.3	13.6	—	14.5	15.7
固定资产投资完成额: 累计同比	24.9	25.1	—	23.5	22.5
社会消费品零售: 当月同比	18.7	18.6	18.7	19.1	18.5
出口: 当月同比	34.9	28	24.5	22	22.5
M2 增速	19.5	18.5	17.7	17.2	16.8

数据来源: wind, 国海证券

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。