

物价环比滞涨而出口风险凸现

——11 月份宏观数据预测

宏观报告

发布时间：2011 年 12 月 07 日

投资要点:

- 11 月份工业增加值回落至 12.6%。强力去库存将是生产企业短期的主要任务，因此在需求相对疲软下，生产只能加快调整，12 月份更有可能跌破 12% 的警戒线。
- 物价环比有望首次滞涨，预计为 4.3% 左右。CPI 大幅回落一方面来源于环比滞涨，我们测算，11 月份 CPI 环比可能为 0，甚至乐观预测可能负增长；另一方面来自于低基数，尤其是食品价格。环比滞涨（负增长）将缓解通胀预期。
- PPI 环比负增长有望继续，翘尾因素减弱将大幅下拉 PPI 至 3.3% 左右。PPI 在需求不振下，环比可能负增长 0.3-0.4%，而翘尾因素减弱 1.4 个百分点，因此 PPI 将从 5% 大幅降至 3.2%。
- 固定资产投资下降至 24.6 左右。检验前两个月的投资预测，我们低估了二季度以来新开工项目的投资增幅，导致预测时低估。为此，我们本月适度调高新开工投资的对冲作用，但认为房地产投资的增速加快下行。我们推算 11 月份投资增速将在 24.6% 左右，区间在 24.3-24.9%。
- 消费增速平稳回落，预计降至 16.8% 左右。住房消费产业链仍可能平稳，而汽车消费在 10 月份的调整后应该平稳增长，因此，11 月份消费总体平稳。但物价出现较大幅度的下降，可能下拉名义增速至 16.6-16.9% 之间，取中值为 16.8% 左右，而实际增速可能回升至 12% 左右。
- 出口寒冬来临，我们预计出口增速降至 7.5% 左右，而进口降至 16.1%。三方面因素促使我们下调出口增速：（1）欧债恶化；（2）PMI 新订单大幅回落；（3）上月实际值接近我们的悲观预测值。出口风险正在来临。而进口也受到加工贸易和内需下降的影响而大幅回落。
- 信贷宽松明显，预计在 6100 亿左右，而 M1 和 M2 继续小幅回落至 8.2% 和 12.8%。为稳增长，信贷控制略有放松，信贷将继续保持高位。而货币创造能力下降继续制约 M1 和 M2 的反弹。

分析师：王国兵
执业证书编号：S0550511110002
TEL: (8621)6336 7000
FAX: (8621)6337 3209
Email: wanggb@nesc.cn
地址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮编：200002

11 月份宏观经济数据预测总览

指标	11 月份预测值	10 月份预测值	10 月份实际值	10 月预测误差
GDP 同比				
工业增加值同比	12.6	13.3	13.2	0.1
CPI 同比	4.3	5.2	5.5	-0.3
PPI 同比	3.3	5.7	5.0	0.7
城镇固定资产投资同比	24.6	24.3	24.9	-0.6
社会消费品零售总额同比	16.8	16.6	17.2	-0.6
出口金额同比	7.5	17.1	15.9	1.2
进口金额同比	16.1	18.3	28.7	-10.4
贸易顺差值（亿美元）	140	300	170	130
M1 同比	8.2	9.6	8.4	1.2
M2 同比	12.8	13.1	12.9	0.2
新增人民币贷款（亿元）	6100	5100	5868	-768

数据来源：东北证券。

一、工业增加值增速将回落至 12.6% 左右

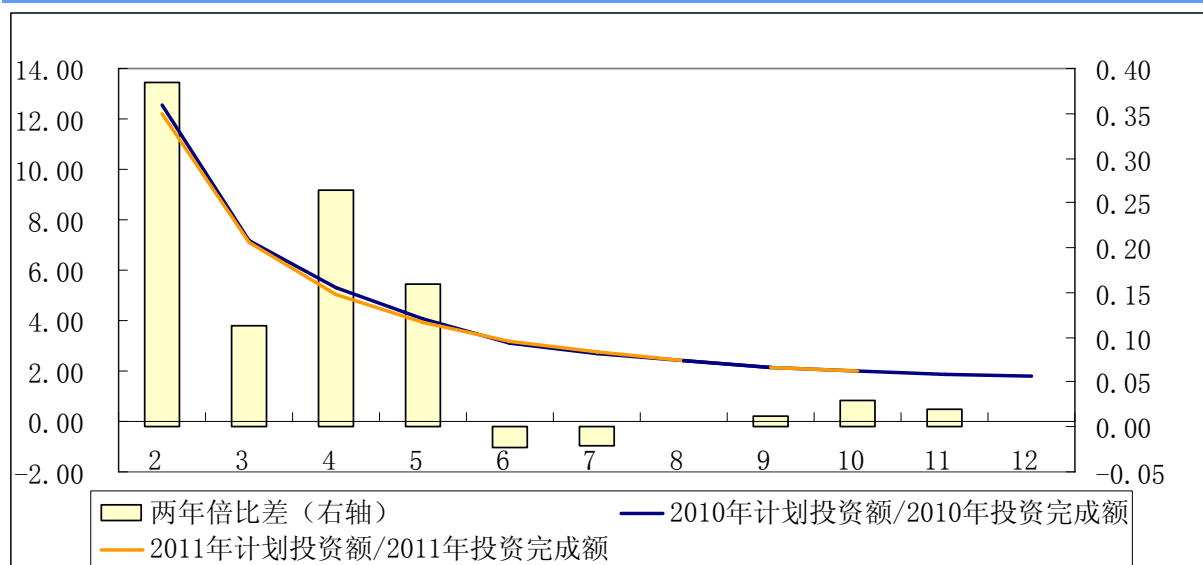
本月物流联合会的 PMI 和汇丰 PMI 指数都跌落至 50% 的分界线下，表明经济基本面进一步恶化，而两者的生产指数都出现了大幅度的回落。因此，本月工业增加值的环比增速将出现回落，但由于产成品库存的高企，或在一定程度上掩盖生产的回落幅度，我们判断 11 月的工业增加值增速将跌至 12.6% 左右。

而生产领域的考验将真正来临，由于本月新订单首次跌破 50%，意味着至少在 2 个月左右时间，企业面临订单相对不足的局面，且当前产成品库存高居 53% 的历史高位，企业后期将只能减产强力去库存，这也意味着企业生产将可能加快回落，12 月份有可能跌破 12%。

二、新开工项目稳定投资而房地产投资下降下拉投资，预计投资下降至 24.6% 左右

我们自二季度以来一直对高投资存疑问，也一直认为随着房地产调控的延续房地产投资将加快回落，因此，认为 9、10 月份的投资增速将出现加快回落之势。但相反，这两个月的投资增速都保持在 24.9%，比我们预期的要乐观。

为此，我们反思判断中的上、下行力量对比，从逻辑关系看，决定投资增速的仍是房地产投资的下行力量和新开工项目的稳定力量。二季度以来新开工项目明显增加，到 10 月份新开工项目计划投资额累计增长 24.1%，增速较快。而房地产投资在 9、10 月份增速仍较稳定，表明房地产投资下降并没有想象的那么快，同时，新开工项目的投资也在加快落地。鉴于这种趋势，我们略为调整了本月预测时的参数。仍以去年施工项目计划投资对今年固定资产投资完成的倍比值看，9、10 月份的值低于上一年，表明今年的开工项目加快。11 月的倍比关系仍将高于去年，但房地产投资回落可能加快。我们综合评价，倍比值取 1.85 和 1.86，测算得到，11 月份的固定资产投资在 26.8-26.9 万亿元之间，对应的固定资产投资增速在 24.3-24.9% 之间，取均值为 24.6%。

图 1： 上年与本年的投资倍比关系回升，新开工项目稳定投资

资料来源：wind，东北证券

三、物价回落推高消费的实际增速但预计名义增速降至 16.8%

11 月份的消费既没有大的政策变动，也没有结构性的消费项目变动。消费的稳定力量或者仍旧来自于房地产消费链条的稳定，从前几个月，年底的住房消费产业链（家电、装潢、家具）等仍旧比较平稳，而汽车可能也在 10 月份的调整保持平稳。

因此，本月的消费增速在环比上预计基本持平。增速的变动主要受到物价的影响，根据我们的预测，11 月份的 CPI 将降至 4.3% 左右，因此，在一定程度上，实际消费增速将有所提升，而名义价格的回落将导致名义消费增速的回落。我们推算，11 月份消费增速可能会在 16.6-16.9% 之间，取中值为 16.8% 左右。

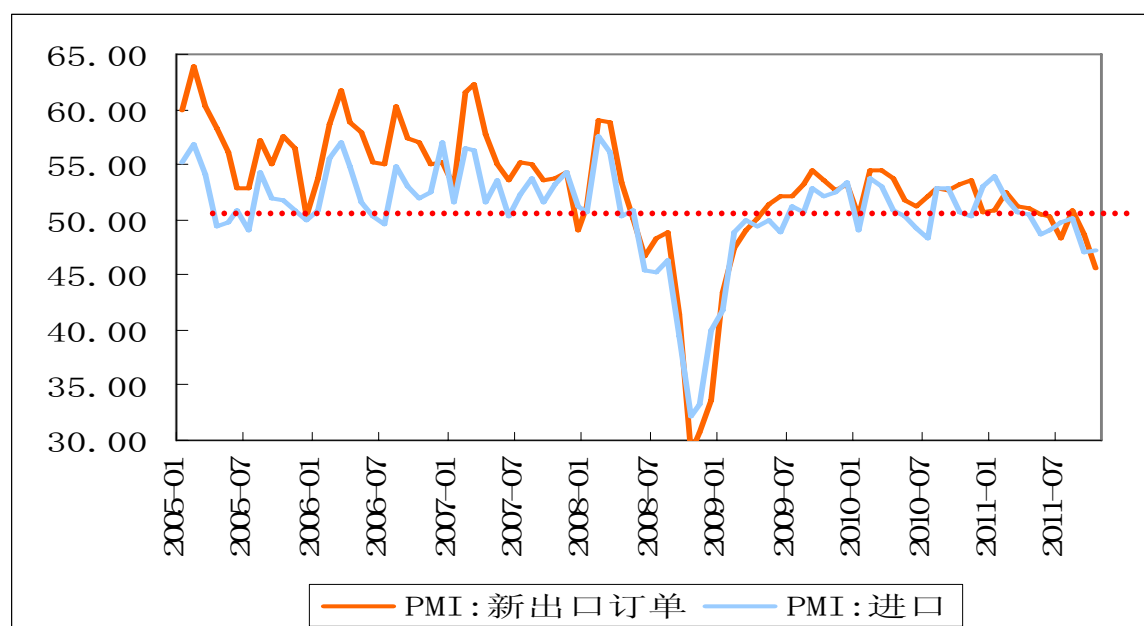
四、出口风险进一步体现，预计出口可能降至 7.5%，而进口降至 16.1%

根据中性偏悲观的估计，我们把在 11 月 10 日预测的 11 月份出口增速从 10% 的初始预测下调为 7%。

原因在于：（1）欧债危机进一步恶化，外需将继续恶化；（2）上月的实际值接近我们的悲观预测值。10 月的出口增速仅为 15.87%，与我们当时悲观预测的 15.4% 相近，提醒我们在作预测的时候不可低估出口下行的力度；（3）PMI 的新订单指数雷同于 2008 年危机冲击时的走势，即从 9 月份开始大幅下降。出口下行，且低于历史趋势值是大概率事件。

而进口我们从 19% 的初始预测值下调为 16.1%，原因是：（1）出口下行超预期，影响加工贸易的进口额；（2）当前企业面临强力去库存，生产将明显放缓，而进口将出现较大的调整。

图 2: PMI 新订单持续大幅回落预示出口风险大增



资料来源: wind, 东北证券

五、信贷额度明显放宽，但货币内生增加较弱，预计 M1 和 M2 分别为 8.2%和 12.8%

11 月份的信贷可能再次像 10 月份那样出现月末突击放款而导致的信贷较大投放的格局。根据媒体报道，截至 11 月 28 日，四大行新增贷款规模约为 1400 多亿元，而在 12 月 6 日媒体报道，11 月末的最后三天四大行的新增贷款可能高达 900 亿。这意味着 11 月份四大行的新增信贷仍可能高达 2300 亿元。因此，11 月的信贷规模不会低。

尤其是随着差别准备金率的下调，小银行的信贷可能略有增加。为此，我们推算，11 月份的信贷可能略高于 10 月，有可能在 6100 亿左右。

因为预计信贷有所提高，11 月份 M2 的增速有所稳定，我们预计在 12.8%。而随着物价的回落和生产的减速，企业购销的交易行为仍将下降，我们预计在 M1 增速下降仍可能大于 M2，预计 11 月 M1 增速为 8.2%左右。

六、物价环比滞涨，CPI 同比大幅下降至 4.3%，PPI 降至 3.3%

11 月份的农产品价格出现近 1 年来的最大降幅，根据农业部的监测，11 月份的农产品价格环比下跌 3.4%，连续 2 个月负增长。而由于去年的基数原因，11 月份的农产品价格的同比从 11.4%大幅下降至 4.8%，增速放缓高达 6.5 个百分点。

而商务部的监测数据也表明，11 月份的农产品价格持续回落，其中肉类称下拉的主要因素，11 月份猪肉价格连跌四周，环比跌幅高达 4.5%。但是蔬菜价格在月末明显回升，抵消部门效应。

根据我们的测算，11 月份的食品价格环比将下跌 0.1-0.2 个百分点，而 11 月份非食品价格环比涨幅都出现了回来的趋势，因此，加上当前经济减速和消费相对平稳，我们判断 11 月份非食品价格环比涨幅可能在 0-0.1 个百分点之间。

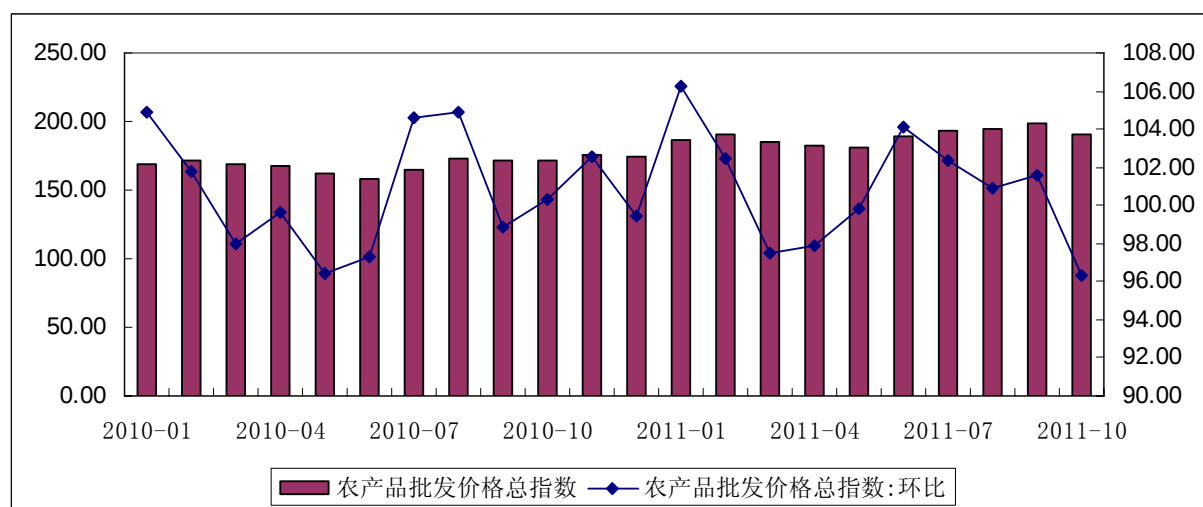
据此推算，我们认为 11 月份 CPI 环比可能为 0，物价年内首次出现环比滞胀。如果乐观

一点估计, CPI 环比可能在-0.05%左右。因此, 我们总体判断 11 月份 CPI 将回落至 4.3%左右, 区间将落在 4.2-4.5%之间。

而 PPI 将在前期大宗商品价格的回落下拉下来更加明显。两个方面使得 PPI 出现大幅回落: (1)翘尾因素。本月 PPI 的翘尾因素仅为 0.7, 比 10 月的 2.1 下降 1.4 个点; (2)生产和需求的疲软终使 8、9 月份以来大宗商品价格的回落得以体现。本月 CRB 环比继续下降 2.2%, 加上累计, CRB 已经从 8 月下跌了 10%。

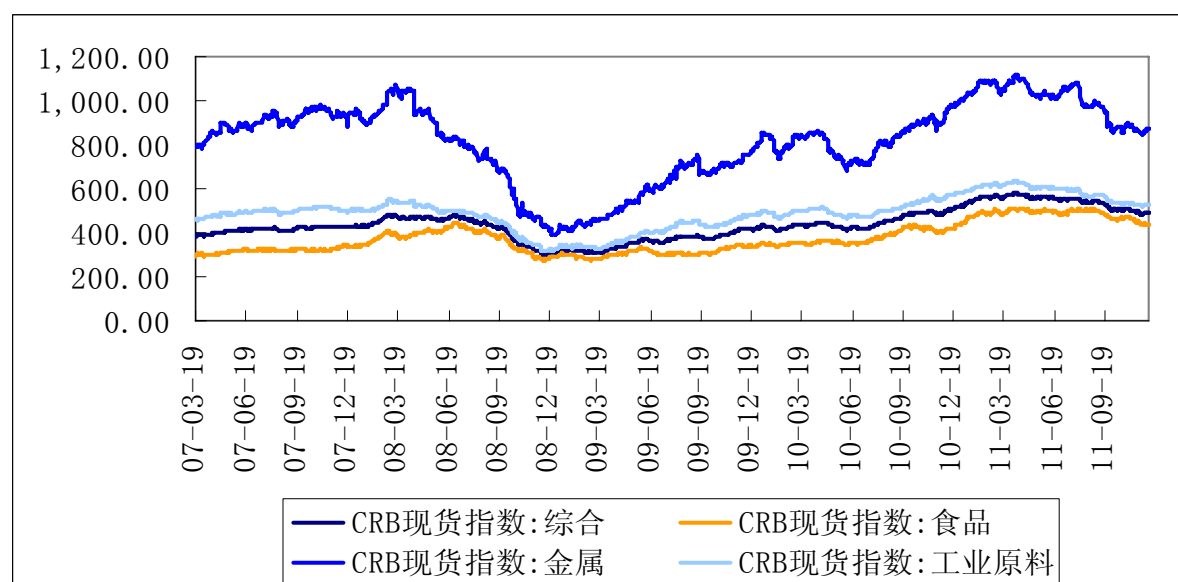
我们判断 PPI 环比下跌 0.3-0.4 个百分点, 对应的 PPI 同比上涨 3.1-3.4%, 预计 11 月份的 PPI 为 3.3%。

图 3: 农业部监测的 11 月份农产品价格明显回落, 环比下跌 3.4 个百分点



资料来源: wind, 东北证券

图 4: 11 月份 CRB 指数小幅回落



资料来源: wind, 东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。