



固定收益证券研究中心

经济增速与CPI仍将小幅回落

12月宏观经济月报

联系人

高勇标

电话: 0755-83479956

邮箱: gaoyb@ghzq.com.cn

范小阳

电话: 0755-83471683

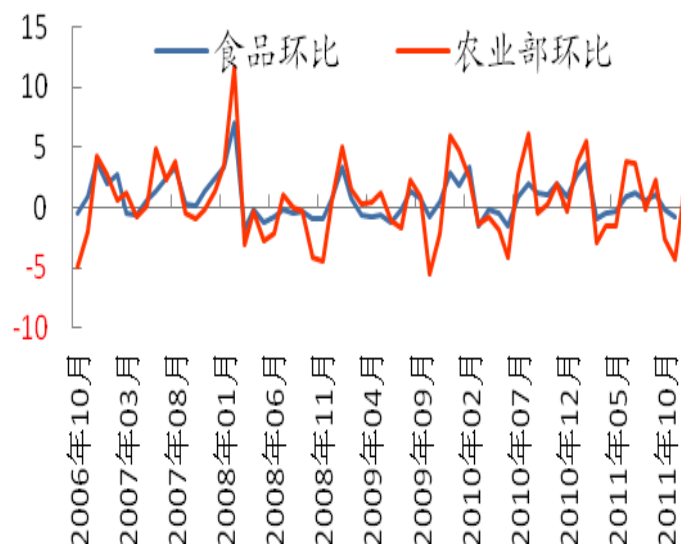
邮箱: fanxy@ghzq.com.cn

- 12月份CPI将继续回落，但降幅已经趋缓，同比值将在3.9-4.0%，环比上涨0.2-0.3%。分项来看，预计CPI食品同比在9.1%附近，环比1.2%；CPI非食品同比下降至1.7%，环比-0.2%。未来1-2个月，CPI将进入平台整理期，同比涨幅将围绕4%的中枢波动，在3月份之后将继续明显下行，年中至3%附近。
- 工业增加值和投资增速继续回落。12月反映中小企业景气的汇丰PMI初值回升并不代表经济下降接近尾声，主要证据在于12月上旬粗钢日均产量继续下降以及前期乘用车销量和商品房销售面积持续萎靡，中下游需求不振预示着工业生产增速仍将下降，预计12月工业增速将下降至12.0%左右。受制造业和房地产投资下降影响，未来固定资产投资增速也将逐步回落，预计12月份固定资产投资累计同比24.1%。
- 消费增速相对平稳，出口继续下降。目前商品房销售面积仍处低位，因此家具和建筑材料类等耐用消费还有下行可能，另外占消费比例较高的乘用车12月前两周的合计销量同比下降6%，比11月前两周的销量下降5个百分点，因此我们预计12月消费名义增速将下降至17%附近。出口方面，由于外围经济增速仍然低迷，外需还处于低位。近期公布的OECD国家10月份消费者信心指数再创新低，表明发达国家未来整体经济复苏状况仍不容乐观，预计12月份出口增速下降至12.1%。
- 新增贷款仍将小幅增长。在“稳增长”的政策定调下，预计12月份新增贷款规模将在6000亿元左右，全年信贷规模在7.4万亿左右。明年信贷将在8-9万亿的水平，在目前的规模上实现适度增长。
- M1和M2同比增速将继续小幅下降，在明年1月份才有可能出现回升。根据推算，12月的M1同比增速约在7.6%附近，而M2同比增速也仍将下滑，预计在12.5%附近，随着政策的进一步放松，明年1月份M1、M2的增速有望触底回升。

12月CPI在3.9-4.0%的区间

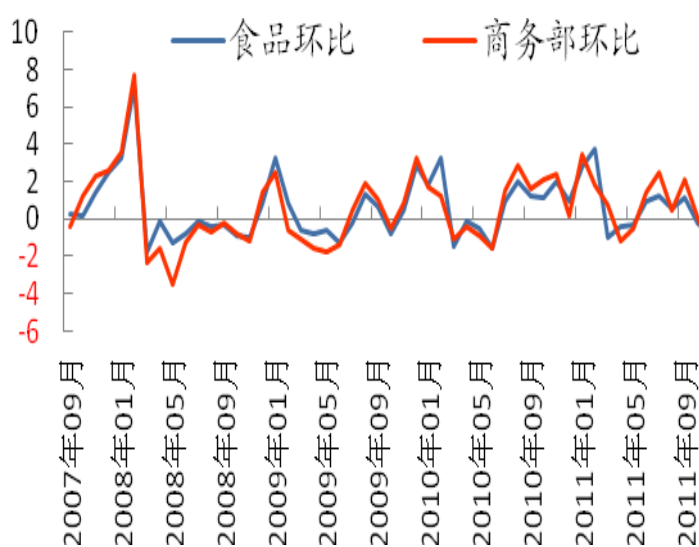
各口径的统计数据都显示，12月食品价格涨幅明显扩大。其中，农业部的农产品批发价格指数自11月25日的184.1上升至12月22日的191，上涨幅度达到了3.4%；而商务部公布的周环比也在逐次上升，11月底以来的三个周的环比涨幅分别为0.35、0.70和0.88；统计局的旬数据也显示食品价格较11月出现了明显的上涨。因此，我们预计12月的食品价格环比涨幅1.2%左右，对应的同比涨幅约9.1%。

图 1 农产品批发价格指数环比出现回升



资料来源：wind，国海证券

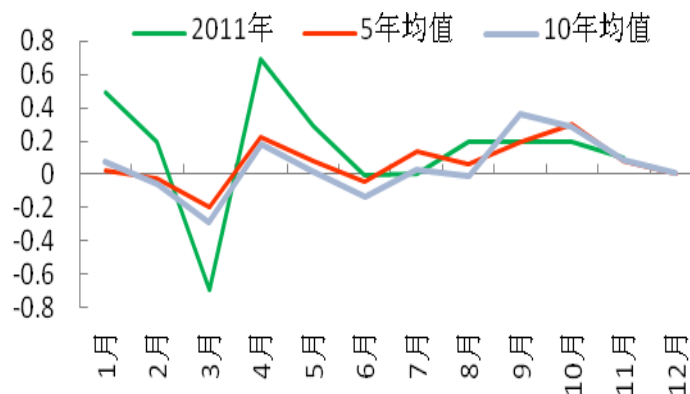
图 2 商务部拟合环比也明显回升



资料来源：wind，国海证券

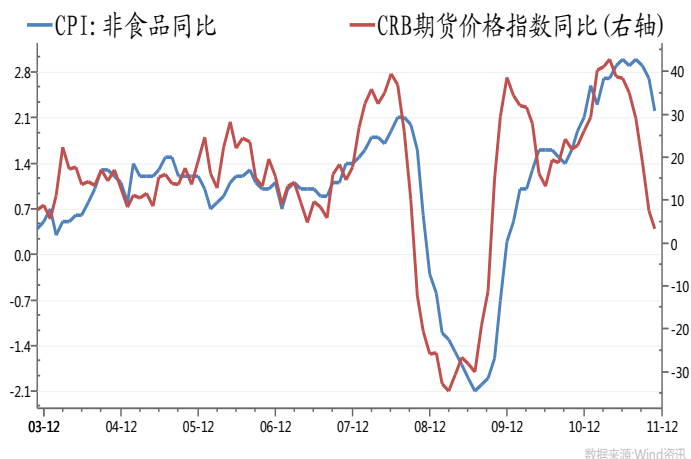
首先，从历史均值看，12月的非食品环比在11月的基础上继续下降，11月非食品环比已经降到了0.1%；其次，由于CRB期货价格指数同比领先CPI约2个月，从这一指标看，12月的CPI同比将继续下行。第三，根据测算，CRB期货价格同比每下降1%，将影响2个月后的CPI非食品同比下降0.56%。10月的CRB期货价格指数同比较9月份下降约11%，因此，12月CPI非食品环比将比11月下降0.6个百分点，即同比1.6%。考虑到近期大宗商品价格的变化，预计12月CPI非食品同比在1.7%附近，环比-0.2%。

图 3 CPI 非食品环比历史均值



资料来源: wind, 国海证券

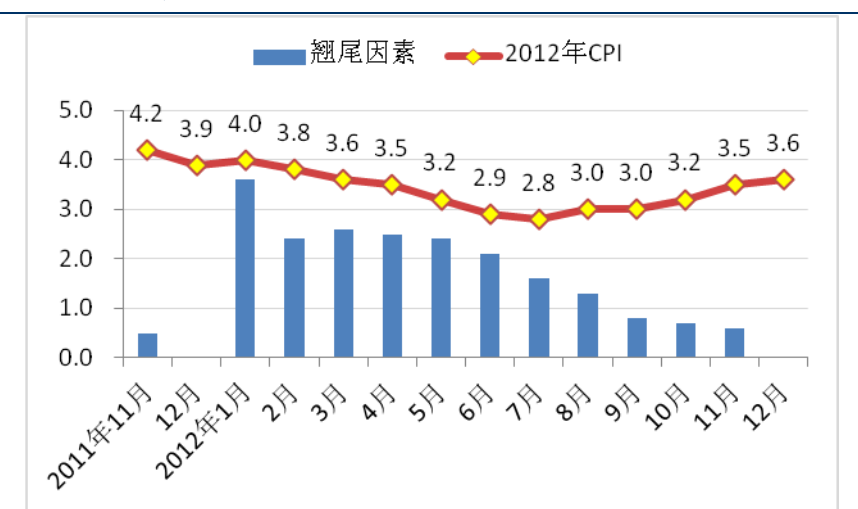
图 4 CRB 期货价格指数同比领先 CPI 非食品



资料来源: wind, 国海证券

综合食品和非食品的数据，预计12月份CPI同比值将在3.9-4.0%的区间。同比增速仍在下降，但降幅已经较前期减缓。未来1-2个月，CPI将进入平台整理期，同比将围绕4%的中枢波动，在3月份之后将继续明显下行，年中至3%附近。

图 5 2012 年 CPI 预测

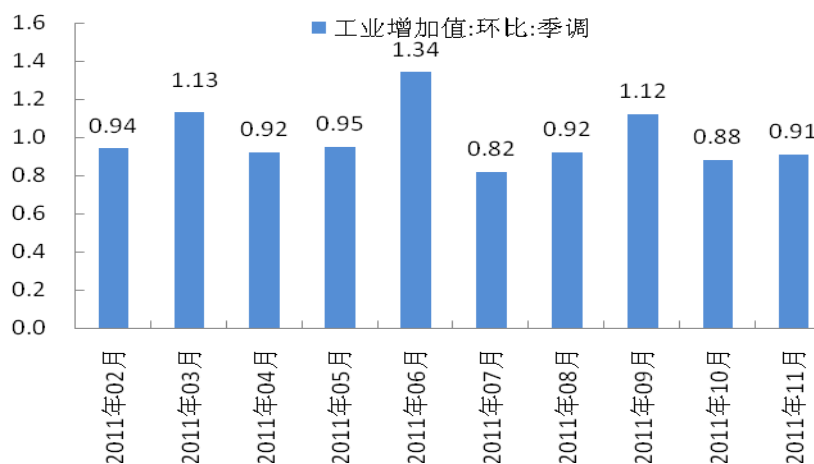


资料来源: wind, 国海证券

12 月份工业增加值增速小幅下降

11 月份工业增加值同比增速 12.4%，较 10 月份回落了 0.8 个百分点，完全符合我们的预期，也与之之前官方 PMI 和汇丰 PMI 指数走势完全一致。11 月工业季调后的环比增速为 0.91%，比上个月小幅回升 0.03 个百分点，但我们认为环比小幅反弹不改未来同比增速放缓的趋势。

图6 工业增加值季调后环比增速



资料来源: wind, 国海证券

12月反映中小企业景气的汇丰PMI初值大幅回升1.3个百分点至49%，一方面是由于12月份季节性回升，另一方面可能与近期商业银行加大对小微企业贷款支持有关，但汇丰PMI初值回升并不代表经济下降趋势接近尾声。主要证据有：12月上旬粗钢日均产量为167.36万吨，比去年同期仅增长0.4%，比11月上旬下降了2.2个百分点。另外从下游的需求端来看，工业生产增速也面临着下降压力：11月的乘用车销量大幅下降至0.29%，商品房销售面积当月增速也保持在较低的水平-1.7%。

综上，我们认为随着中下游需求的持续放缓，工业生产增速仍将继续下降，预计12月工业增加值增速下降至12.0%左右。

图7 工业增加值和粗钢当月同比

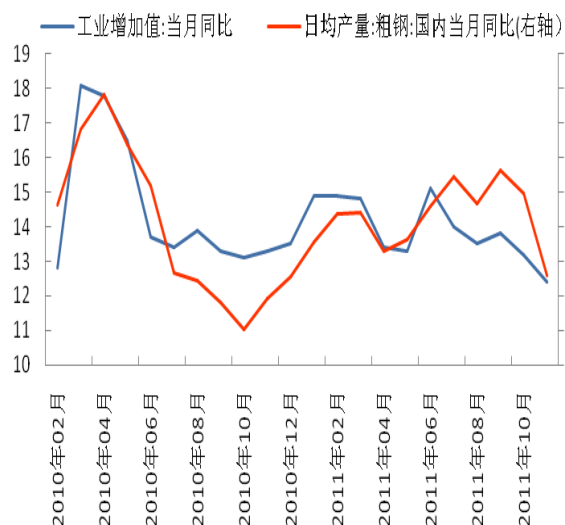
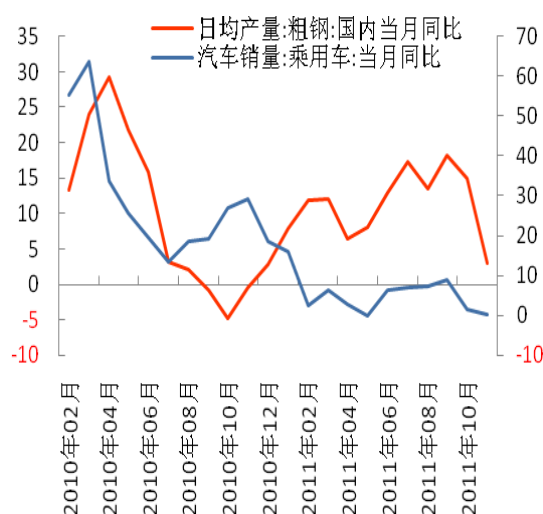


图8 乘用车和粗钢当月同比



资料来源: wind, 国海证券

固定资产投资继续下降

11 月份固定资产投资累计同比增长 24.5%，比 1-10 月份下降 0.4 个百分点，基本符合预期。用 PPI 生产资料价格指数消涨之后，其实际累计增速为 17.4%，与 1-10 月基本持平。从当月来看，其同比增速回落 4.4 个百分点至 20.5%，环比增速也由 10 月份的 1.23% 下降至 -0.19%，继今年 6 月之后再现负增长，显示当前投资增速开始加速下滑。综合考虑制造业、基建和房地产投资未来的表现，预计 12 月份固定资产投资增速继续下降至 24.1%。

图 9 固定资产投资名义增速和实际增速

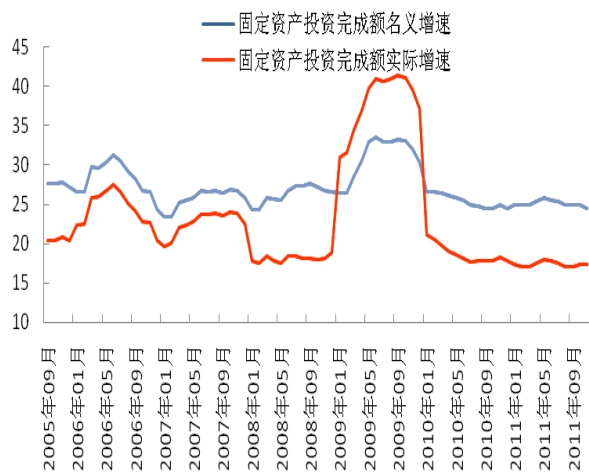
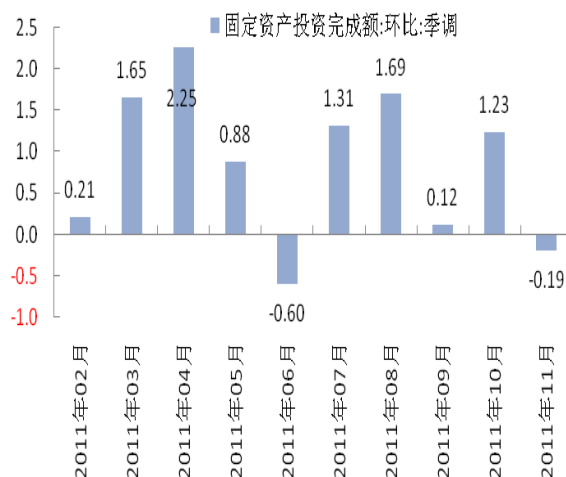


图 10 固定资产投资季调后环比增速



资料来源: wind, 国海证券

分行业来看，11 月制造业累计增速仍高达 31.5%，仅回落 0.1 个百分点至 31.5%。今年以来制造业投资一直处于 30% 左右的增速，处于较高的水平，这主要是制造业投资对房地产投资和出口的反应较为滞后。不过未来制造业投资也将逐步下降，主要原因是今年以来出口和房地产的冷却，对相关制造业投资的负面影响将逐渐显现。另外从影响企业投资行为的角度看，企业利润增长放缓也使得制造业投资意愿减弱。近期工业企业利润增速呈现下滑态势，而利润增长短期内也难以显著改善。预计 12 月份制造业投资累计增速下降 0.3 个百分点至 31.2%。

图 11 制造业投资当月同比和累计同比

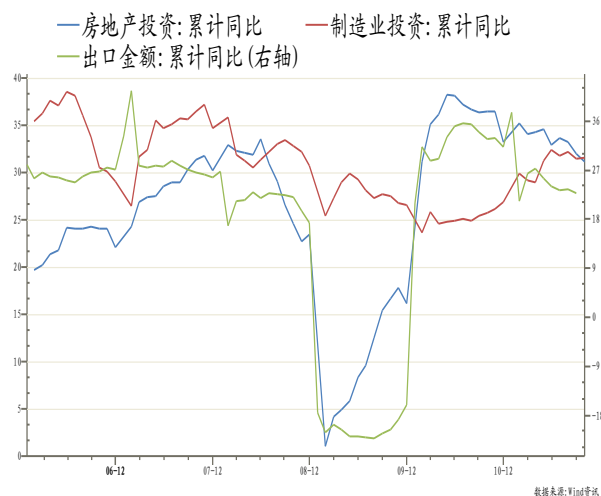
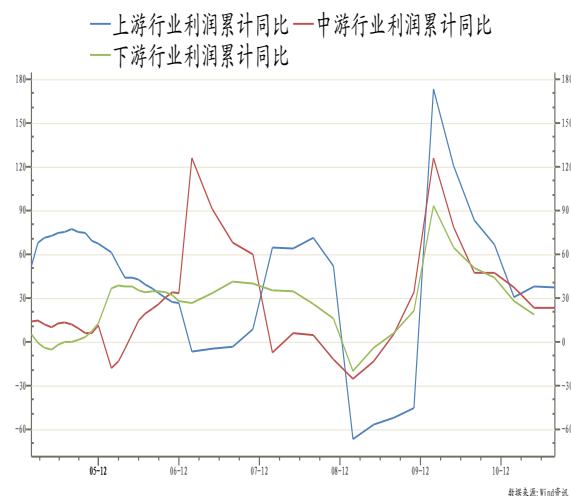


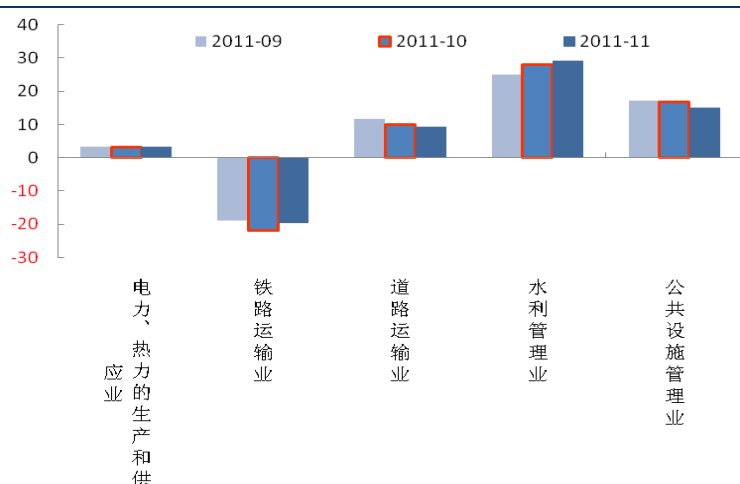
图 12 上中下游行业利润累计同比



资料来源: wind, 国海证券

11 月基建投资累计增速回落 0.7 个百分点至 5.9%。从具体行业来看，11 月道路运输业和公共设施管理业投资继续下降，而铁路运输业有所回升，水利管理业投资增速则继续稳步上升，反映了近期财政政策针对水利投资的定向宽松。我们预计随着铁道部通过发行企业债募集的 1000 亿资金到位，其投资增速将逐步企稳回升，而明年政府继续加大对水利投资有利于拉动基建投资出现一定幅度的反弹。

图 13 基建投资分行业累计同比



资料来源: wind, 国海证券

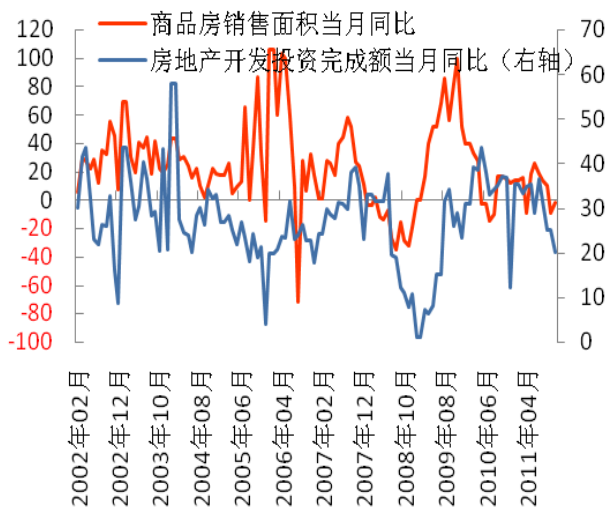
1-11 月房地产投资完成额累计同比增长 29.9%，比 1-10 月下降 1.2 个百分点，当月同比增长 20.1%，比上个月大幅下降 4.9 个百分点。商品房销售面积累计同比 8.5%，比上个月下降 1.5 个百分点，当月增长-1.7%，虽然比上个月回升了 8.2 个百分点，但仍处较低水平。商品房销售面积累计增速的进一步下降，预示着未来房地产开发投资仍将继续放缓。按房地产投资滞后商品房销售面

积 7 个月计算, 预计 12 月份房地产投资完成额累计增速为 29.2%, 比 1-11 月份下降 0.7 个百分点。

图 14 商品房销售面积和房地产投资累计同比



图 15 商品房销售面积和房地产投资当月同比



资料来源: wind, 国海证券

消费增速平稳

11 月份, 社会消费品零售总额名义同比增速为 17.3%, 比 10 月份回升了 0.1 个百分点; 消费实际同比增速 (剔除 CPI) 为 13.1%, 比 10 月份回升了 1.4 个百分点。从具体产品来看, 由于 11 月份商品房销售面积当月同比增速有所回升, 与之相关的家具类和建筑装潢材料类当月同比也出现了小幅反弹, 其中家具类同比回升 1.1 个百分点至 34.4%, 建筑及装潢材料类回升 2.3 个百分点至 28.4%。在零售总额中占比较高的汽车类消费则继续下降, 从 10 月的 12.6% 下降到 11.4%, 这可能与之前轿车补贴政策退出有关。

由于目前商品房销售面积仍处低位, 因此家具和建筑材料类消费等耐用消费还有下行可能。另据全国乘用车市场信息联合会统计, 进入 12 月以来, 乘用车前两周的合计销量同比下降 6%, 比 11 月前两周的销量下降 5 个百分点, 因此我们预计 12 月消费名义增速将下降至 17% 附近。

图 16 11 月份社会消费品零售总额名义增速和实际增速

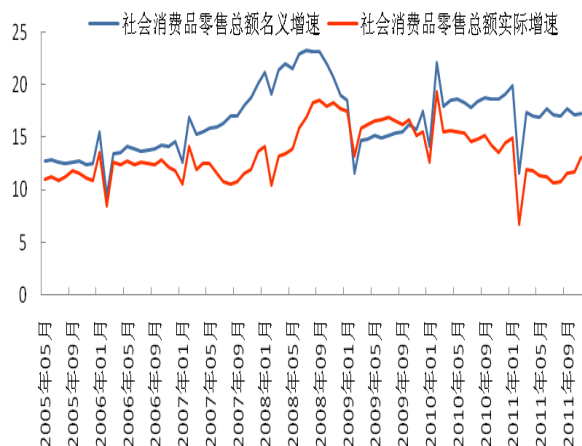


图 17 限额类消费产品增速

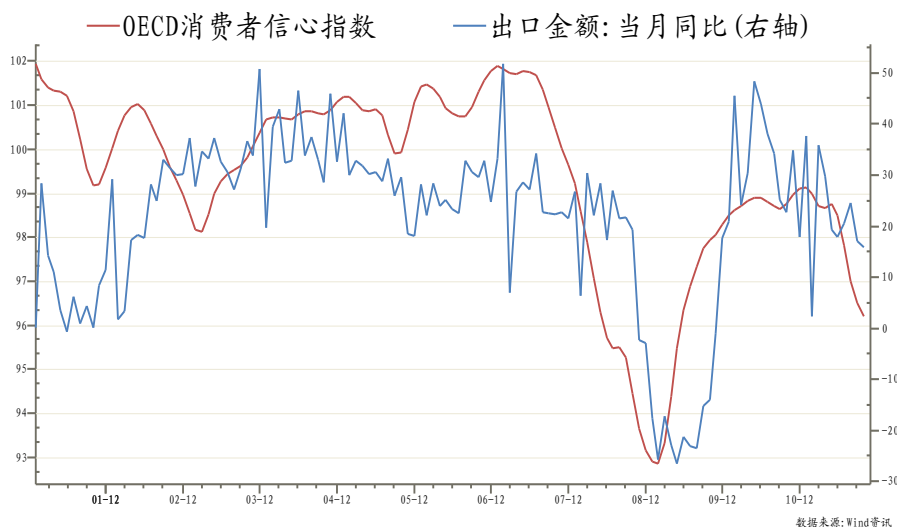


资料来源：wind，国海证券

出口增速不容乐观

11 月份我国出口 1744.6 亿美元，比上个月增加了 170 亿美元，同比增速为 13.8%，比上个月下降了 2.1 个百分点。11 月我国出口增速继续下降的主要原因是：外围经济增速仍然低迷，外需还处于低位。近期公布的 OECD 国家 10 月份消费者信心指数为 96.2，创下 2009 年 6 月以来新低，这表明发达国家未来整体经济复苏状况仍不容乐观，预计 12 月份出口增速下降至 12.1%。考虑到今年春节在 2 月份，而明年在 1 月份，因此明年 1 月份出口增速可能会下降至 3.4%，而 2 月份大幅回升至 27.8%，不过 1-2 月份总体的累计增速仍然下降了 3.5 个百分点。

图 18 OECD 消费者信心指数与我国出口增速



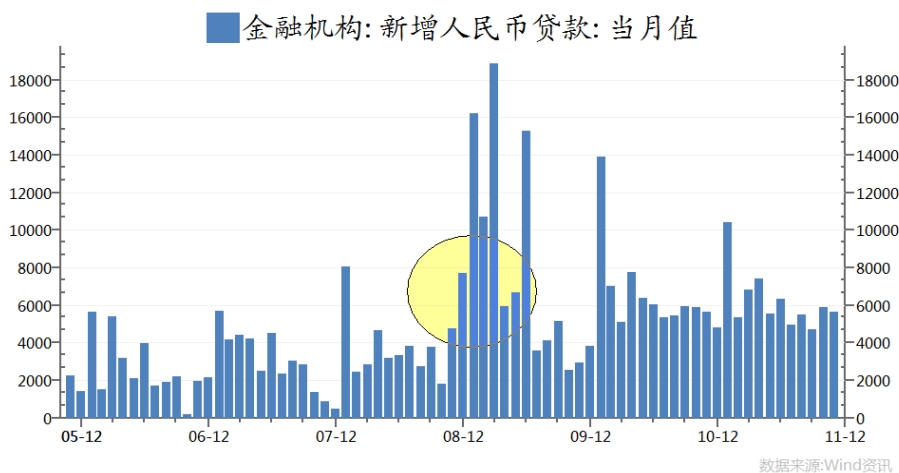
数据来源：WIND、国海证券

新增贷款 6000 亿元左右

首先谈一下我们对“稳增长”的理解：其关键意义在于防止经济的过大回落，而不是将经济重新拉回到前期的高增长水平，一定程度的增速下降在管理层的可接受范围内。因此，我们判断，政策不会出现金融危机时期大幅快速放松的情况，更有可能的是逐步小幅放松。

对比 08 年底的情况：当时信贷规模在 12 月份大幅增至 7700 亿元，并在 1 季度维持在了 1 万亿以上。根据逐步小幅放松的判断，我们预计，12 月新增信贷将小幅增长至 6000 亿元左右，据此测算，今年的信贷规模约在 7.4 万亿左右。根据我们年报中的观点，明年信贷规模约在 8-9 万亿，由于季节性因素和经济下行的背景，在明年 1 季度的单月有可能达到 1 万亿左右的水平。

图 19 新增人民币信贷规模



资料来源: wind, 国海证券

M1 和 M2 继续小幅下降，明年 1 月有望触底反弹

M1、M2 增速已经跌至历史低点，货币政策收紧的效果仍在显现。M1 的主要成分是企业活期存款，从数据上看，考虑到经济下行的背景 and 政策的逐步小幅放松，预计 12 月 M1 环比增量在 7000 亿元左右，根据公布同比与折算同比的计量关系，预计 M1 同比增速约在 7.6% 附近，同比继续小幅下降。对于 M2，一般的估算方法是根据贷款和外汇占款的规模来大概估算 M2 的增量，但从 12 月 M2 环比增量的历史数据来看，08-10 年 3 年中，M2 环比增量都在 1.5 万亿左右，参考历史数据，我们预计 M2 在 12 月的新增量为 1.5 万亿左右，同比增速上仍将继续下降，预计在 12.5% 左右。

进入 2012 年，随着 1 季度新增贷款规模的扩大，企业现金流情况有望好转，企业活期存款上

升，而贷款的增加将扩大 M2 的新增规模，因此，明年 1 月份 M1、M2 有望触底回升。

图 20 M1、M2 已经降至历史低位

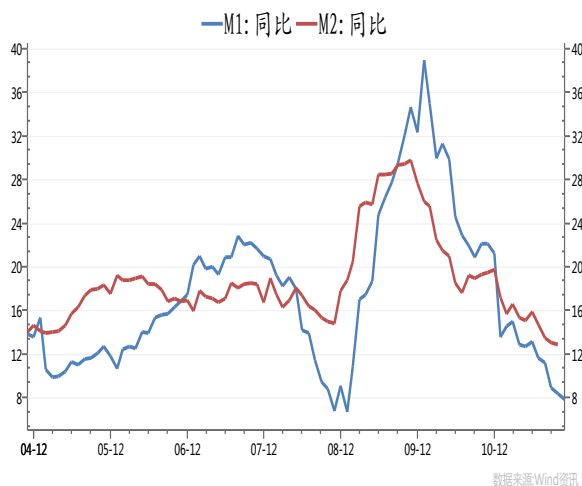
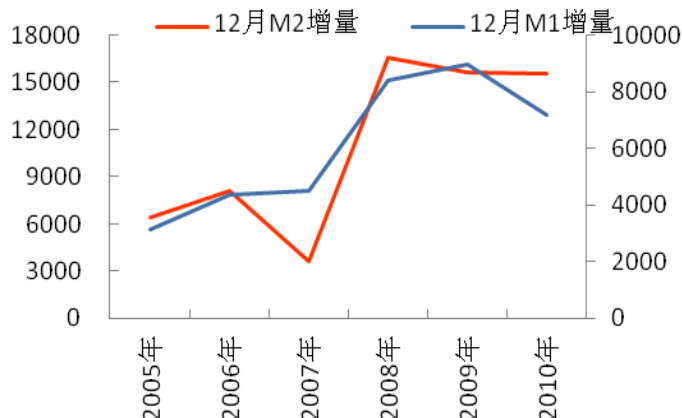


图 21 历年 12 月份 M1、M2 环比增量



数据来源：WIND、国海证券

表 1 主要宏观经济数据预测值

	20111A	201112E	201201E	201202E
CPI：当月同比	4.2	3.9	4.0	3.8
工业增加值：当月同比	12.4	12.0	—	11.6
固定资产投资完成额：累计同比	24.5	24.1	—	23.8
社会消费品零售：当月同比	17.3	17.0	17.4	17.1
出口：当月同比	13.8	12.1	3.4	27.8
M1 增速	7.8	7.6	8.1	8.5
M2 增速	12.7	12.5	13	13.4

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。