

物价难降而外需略有好转，货币政策仍维持紧平衡

——12 月份宏观数据预测

宏观报告

发布时间：2012 年 01 月 06 日

投资要点：

- 12 月份工业增加值回落至 11.9%。PMI 生产指数指向生产稳定，预计环比好转。但主动去库存仍未完成，且去年高基数，增速继续下滑，但降幅有所缩小，预计工业增加值增速在 11.6-12.1%，中值为 11.9%。
- 农产品价格反弹，CPI 难降，预计为 4.2%左右。农产品价格反弹，加上 2010 年的低基数，食品价格环比和同比都将因此走高，预计分别为 1.1%和 10.1%，而非食品价格涨幅略有下降，预计环比和同比分别为 0 和 1.9%，据此，CPI 环比和同比为 0.4%和 4.2%，区间在 0.3-0.5 及 4.1-4.3%。
- PPI 环比负增长幅度缩小，但翘尾因素的消除仍将大幅下拉 PPI，预计同比增长 1.7%。需求疲软和翘尾因素减弱这两个因素没变，环比负增长缩小为 0.3-0.4，同比为 1.6-1.8%。
- 固定资产投资下降至 23.9%左右。新开工项目有望进一步加快落地，因此我们继续调高新开工投资的对冲作用，但房地产投资增速下降加快。我们推算 12 月份投资增速将在 23.9%左右，区间在 23.6-24.1%。
- 12 月消费增速面临两大利空，预计消费增速大幅下降至 16.5%。两大利空为：四省一市家电下乡补贴取消和汽车消费的高基数。补贴政策取消和 2010 年 12 月因汽车购置税优惠政策取消导致汽车消费激增的高基数导致本月加快回落。两者将下拉消费增速 0.8 到 1 个百分点。
- 外需有所好转，出口有望相对稳定，预计出口增速为 14.5%，而进口为 16.7%。欧美 PMI 和消费者指数好转，或有望稳定出口的大幅下滑趋势，预计出口增长 14.5%，区间在 13.1-15.4%，而春节来临下生产降速导致进口继续放缓，预计在 16.7%，区间在 15.6-17.9%
- 信贷预计在 5800 亿左右，而 M1 和 M2 预计分别为 7.7%和 12.8%。媒体报道四大行新增贷款和存款为 2100 亿和 1.25 万亿，据此推算信贷稳定，而 M1 和 M2 分别在 7.6-7.9%及 12.6-13%之间。而元旦并为如期降准说明央行并未打算明显“放水”。即使春节降准，资金紧平衡的格局难以明显改变。

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

12 月份宏观经济数据预测总览

指标	12 月份预测值	11 月份预测值	11 月份实际值	10 月预测误差
GDP 同比				
工业增加值同比	11.9	12.6	12.4	0.2
CPI 同比	4.2	4.3	4.2	0.1
PPI 同比	1.7	3.3	2.7	0.6
城镇固定资产投资同比	23.9	24.6	24.5	0.1
社会消费品零售总额同比	16.5	16.8	17.3	-0.5
出口金额同比	14.5	7.5	13.8	6.3
进口金额同比	16.7	16.1	22.1	6
贸易顺差值（亿美元）	130	140	145	-5
M1 同比	7.7	8.2	7.8	0.4
M2 同比	12.8	12.8	12.7	0.1
新增人民币贷款（亿元）	5800	6100	5622	578

数据来源：东北证券。

一、工业增加值增速将回落至 11.9% 左右

本月物流联合会的 PMI 和汇丰 PMI 指数都略有回升，尤其是生产指数回升明显，其中 PMI 的生产指数为 53.4%，处于扩张的局面。因此，企业生产或有所好转，预计工业增加值的环比增速稳定，或略有提高。企业好转主要在于外需的稳定，且好于预期。

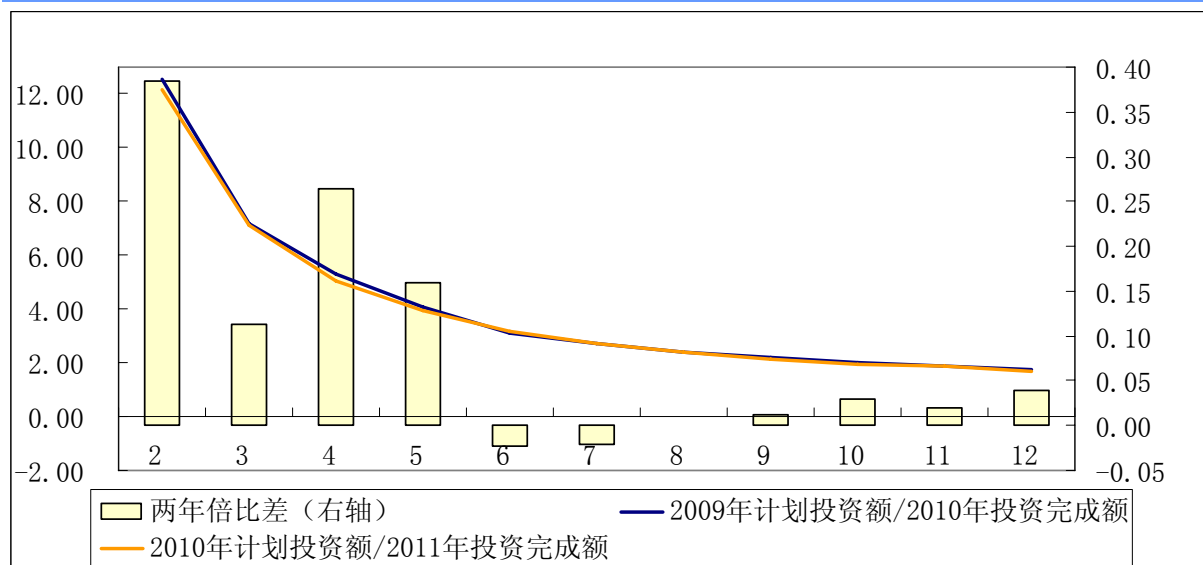
但由于企业库存高企，当前 PMI 产成品库存仍高于 50%，我们预计企业仍未完成主动去库存，企业生产不会明显改善。且 2010 年年底的企业生产有所加快，基数较高，当月工业增加值提高了 0.2 个百分点。

因此，我们认为工业增加值将继续下滑，但速度略有放慢，预计当月工业增加值增速在 11.6-12.1 之间，中值 11.9%。

二、投资增速仍受新开工的提升和房地产投资下滑的影响，预计投资下降至 23.9% 左右

根据我们一贯的逻辑，即上年计划投资额和今年投资额的比值关系看，前三个月该比值持续降低 0.1-0.3 个百分点，这意味四季度的新开工项目逐渐落地，而稳定了投资增速。

随着信贷适度宽松，新开工项目将继续开工建设，投资将进一步落地。因此，进一步调低前述比值至 1.7。那么，12 月份的固定资产投资额将在 30.7 万亿，而投资增速将在 23.6-24.1% 之间，预计在 23.9% 左右。

图 1：上年与本年的投资倍比关系在 12 月份有望继续回升，新开工项目稳定投资

资料来源：wind，东北证券

三、12 月消费增速面临两大利空，预计消费增速大幅下降至 16.5%

根据前两个月的消费结构，家电、食品等家庭日用消费保持高速增长，甚至出现了加快增长。但是尤其是 11 月份，家电出现了加快 9.7 个百分点的现象。但由于 11 月 30 日，三省一市的家电下乡补贴政策到期取消，11 月份的家电大增或来源于政策取消前的抢购行为。以此逻辑，随着家电下乡补贴效应减弱和高基数效应，12 月份的家电难以继续加快增长，我们认为可能降为前值，即 20% 左右。这意味家电增速回落 5 个百分点，可能下拉消费增速 0.35 个百分点。

而消费的另一大主体——汽车消费可能也面临同比增速更大下滑的原因。由于汽车购置税优惠政策在 2010 年的 12 月份到期，政策取消前也催生了当月汽车消费的大增，2010 年 12 月汽车消费额同比增长 37.2%，比当年的 11 月份环比提高了 2.6 个百分点。而 2011 年 12 月份并未有相应的汽车政策刺激，即使汽车消费环比稳定或由于节假日效应略增，我们认为 12 月份的汽车消费额同比也可能下降 2 个百分点，而这可能下拉消费增速 0.55 个百分点左右。

因此，即使临近节假日，其它消费可能继续保持稳定或略有增加，而物价稳定也可能稳定实际消费增速。但难以弥补前两者消费主体的增速下降。

综合判断，我们认为 12 月份的消费增速将回落 0.8 个百分点，至 16.5% 左右。

四、外需有所好转，出口有望相对稳定，预计出口增速为 14.5%，而进口为 16.7%。

11 月份的出口增速为 13.8%，高于预期。其原因在于外需中的美国经济好于预期。而随着欧债危机的相对稳定，德国等经济也有所企稳。因此，我们修正出口数据为高于预期，原因在于：

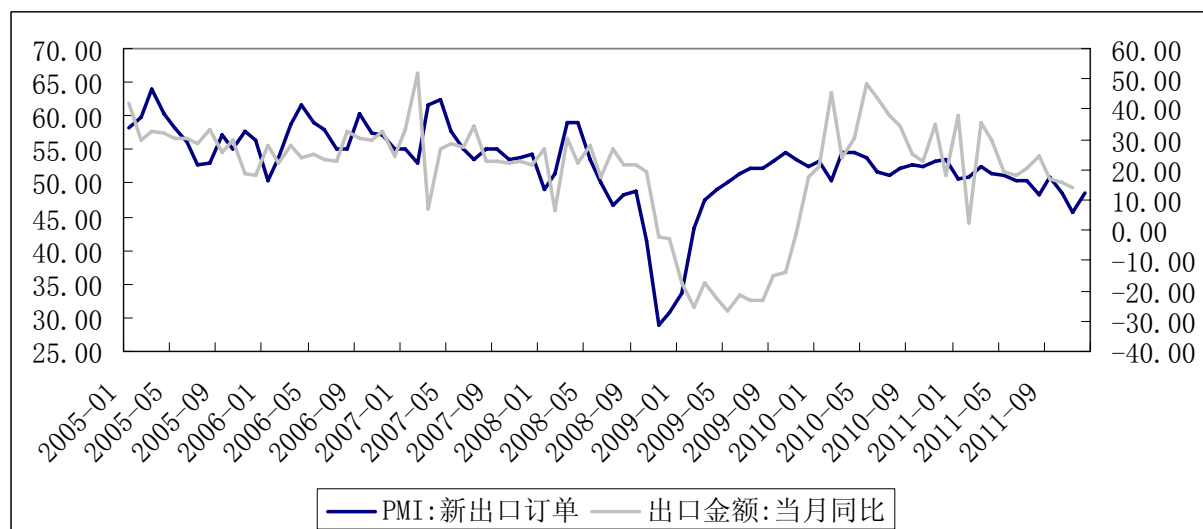
(1) PMI 数据反映美国经济继续稳定复苏，12 月份美国 PMI 为 53.9%，提高了 1.2 个百分点；

(2) 欧债危机有所稳定，德国等经济体经济有所企稳。12 月欧元区 PMI 46.9%，提高了

0.5 个百分点。法德意等国也都出现了回升。

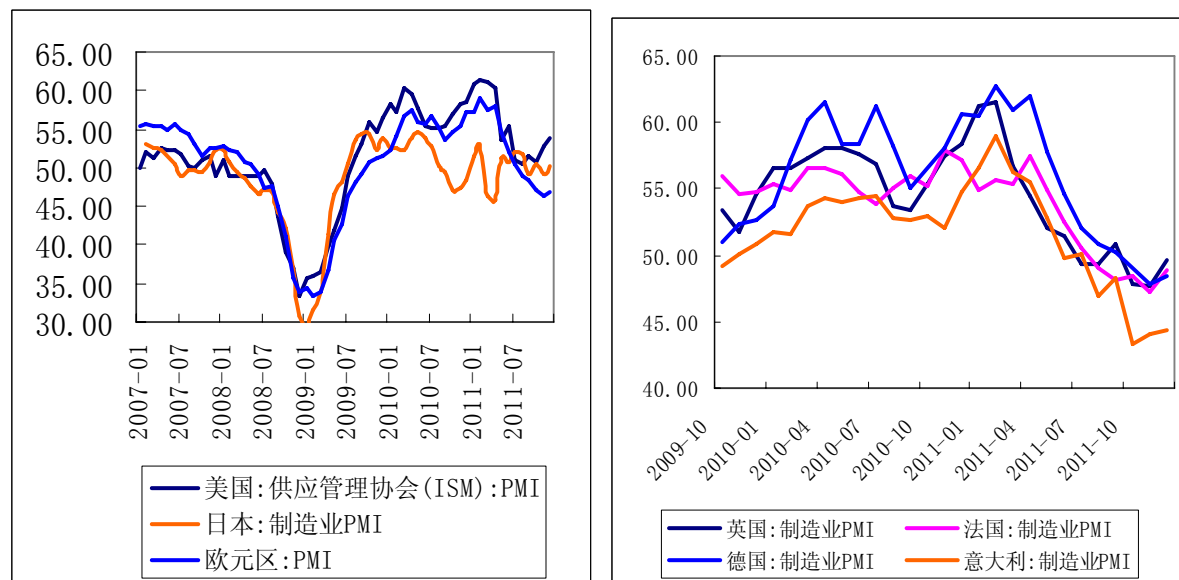
而进口将出现下降，原因是：（1）去库存，国内生产减速；（2）春节临近生产可能受到一定影响。为此，我们预计出口增长 14.5%，区间在 13.1-15.4%，而进口预计在 16.7%，区间在 15.6%-17.9%。

图 2: PMI 新订单有所企稳



资料来源：wind，东北证券

图 3: 欧美经济体 12 月份 PMI 回升预示经济有所企稳



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%

根据媒体报道，12 月份四大行存款增加了 1.25 万亿，而当月四大的新增贷款规模为 2100 亿，与 10、11 月份的新增信贷额基本持平。因此，12 月份的信贷将基本稳定，预计在 5600-6100 之间，中值为 5800 亿元。

12 月份四大行的人民币存款新增 1.25 万亿，存款增加多来源于财政存款，因此，存款增

加主要体现在大银行。根据 65%的经验数据,12 月份新增存款或在 1.92 万亿左右,存款余额同比将在 13.3%左右。据此,M2 营在 12.6-13%之间,中值在 12.8%左右。而 M1 和 M2 的剪刀差难以缩小,因此,M1 或在 7.5-7.9%之间,中值在 7.7%。

六、农产品价格反弹狙击 CPI 回落,预计 CPI 同比持平于 4.2%,PPI 降至 1.7%

12 月份农产品价格出现了明显反弹。根据农业部的监测,12 月份的农产品价格环比上涨 2.2%,而同比上涨 7.7%。相比 11 月份,环比和同比分别提高 5.6 和 2.9 个百分点。而 2010 年农产品价格在 12 月份继续走低,我们预计在农产品价格的推动下,食品价格环比和同比都将因此走高。而商务部的监测数据也表明,12 月份的农产品价格也反弹明显,食用油、肉、蔬菜等价格持续回升。

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,我们预计食品价格环比和同比分别为 1.1%和 10.1%,而非食品价格涨幅略有下降,预计环比和同比分别为 0 和 1.9%。我们预测,CPI 环比和同比为 0.4%和 4.2%,区间在 0.3-0.5 及 4.1-4.3%。

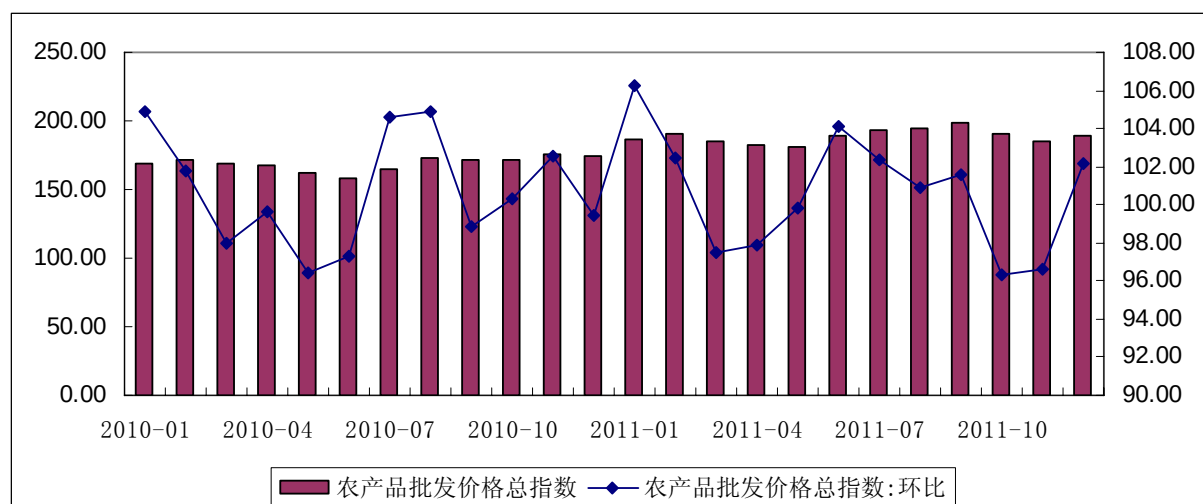
而推动 PPI 继续下行的两个方面因素仍将发挥效应:

(1) 翘尾因素。本月 PPI 的翘尾因素消除。

(2) 生产和需求的疲软生产资料价格再次回落。11 月份我国主要生产资料价格有所回升,但 12 月份大部分生产资料价格环比负增长。而 CRB 环比下降 3.1%,降幅继续扩大。虽然 PMI 购进价格指数略有回升,但是我们认为主要反映的是物价低位的止跌,PPI 总体仍是下行。

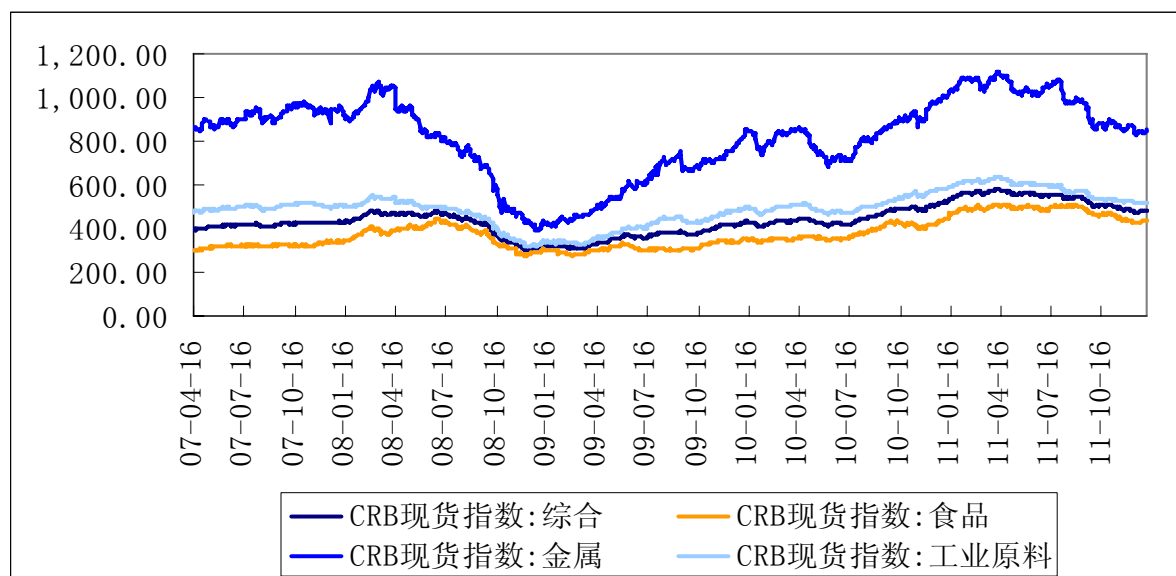
我们判断 PPI 环比下跌 0.3-0.4 个百分点,对应的 PPI 同比上涨 1.6-1.7%,预计 12 月份的 PPI 为 1.7%。

图 4: 农业部监测的 12 月份农产品价格明显反弹,环比上涨 2.2 个百分点



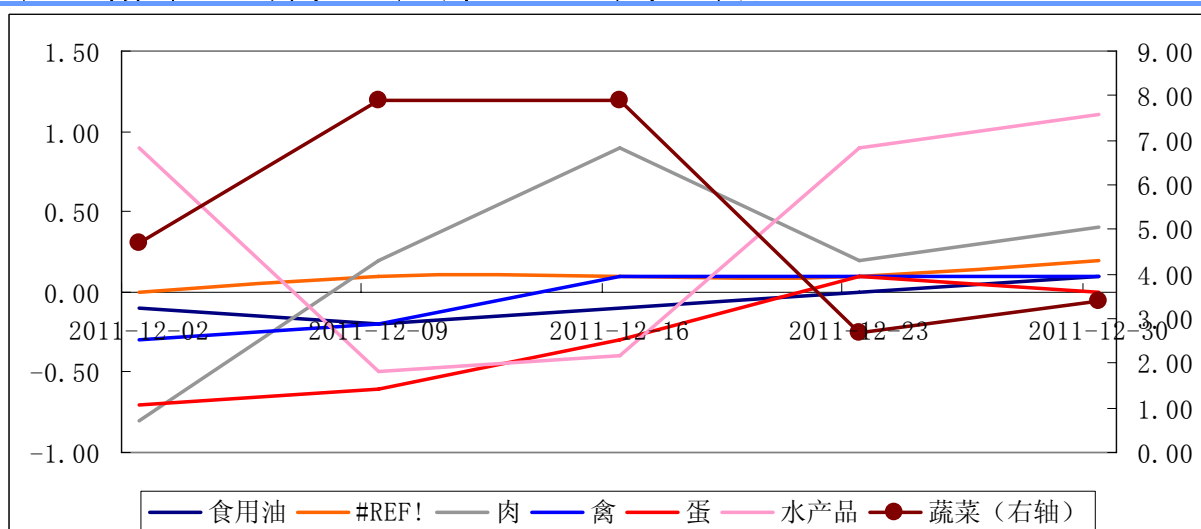
资料来源: wind, 东北证券

图 5: 12 月份 CRB 指数逐渐见底, 但总体仍是下降



资料来源: wind, 东北证券

图 6: 商务部监测的农产品价格周环比, 蔬菜等反弹明显



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。