

期待消费新周期 对应经济自我稳定而政策放松将低于预期

——12 月份宏观数据点评

宏观报告

发布时间：2012 年 01 月 17 日

投资要点:

- **重点关注：**消费增速大幅反弹，GDP 超预期。
- **有别于市场观点：**短期迎消费小周期反弹，12 年有望迎来新的消费周期。经济的自我稳定增强，经济跌破 8% 的可能性较小，政策进一步确定将是灵活应对、小幅缓慢放松。
- **投资增速符合预期，但有加快回落的可能。**12 月份投资增速基本符合预期，增速不算低，下半年仅是小幅度放缓，原因在于 11 年上半年新开工项目进一步加快落地。但房地产、中央、地方项目大幅下降，当月同比增速比上月分别下降 7.6、30 和 8.6 个百分点，且新开工项目计划投资增速同比年内首次负增长，表明 2012 年投资有加快回落的需求。
- **12 月消费增速明显高于预期。**原本认为汽车销售额的增速回落将下拉消费增速，但家电消费意外持续回升弥补了空缺。12 月当月家电上拉消费增速高达 0.6 个百分点，是消费增速提高 0.8 个百分点的主因。而消费增速从年中 5 月份以来处于上升态势，而家电及整个社会零售总额的趋势循环值出现回升，我们认为消费的小周期反弹确定，甚至可以乐观估计 2012 年中期可能迎来新的消费周期。
- **12 月份工业增加值反弹非趋势好转，仍将趋势回落。**工业增加值远高于我们及市场预期，反弹主要在于：（1）外需稳定而消费提高，需求端好于预期；（2）春节提前可能导致 12 月开工率提高。根据我们逻辑，需求端仍不确定，而库存仍处高位，企业生产仍将放缓。根据指标间关系，M1 一般领先 VAI，当前 M1 的趋势值仍是下行，且 VAI 的周期循环下行加快，工业生产调整仍未完成，且有加快回落的要求。
- **考虑到外贸降速高于预期，2012 年的经济降速风险主要在于房地产投资，但消费的小周期反弹，甚至进入新周期，经济的自我稳定增强，我们维持 2012 年增长 8.5%，一季度继续放缓至 8.3%，二季度谨慎看平的判断。**
- **我们认为当前监管层对经济增速的预期确实在调低，一些列高层讲话和元旦以来降准的未兑现，进一步明确政策将是小幅、灵活放缓。春节可能不降准，可能进一步延缓至 3 月份。**

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

主要事件:

根据统计局数据, 2011 年四季度 GDP 增长 8.9%, 全年增长 9.2%。其中, 12 月份规模以上工业增加值同比增长 12.8%, 环比增长 1.1%。全年固定资产投资 (不含农户) 301933 亿元, 比上年名义增长 23.8% (扣除价格因素实际增长 16.1%), 其中, 房地产开发投资 61740 亿元, 比上年名义增长 27.9% (扣除价格因素实际增长 20.0%)。而 12 月份社会消费品零售总额同比名义增长 18.1% (扣除价格因素实际增长 13.8%), 环比增长 1.41%。

点评:

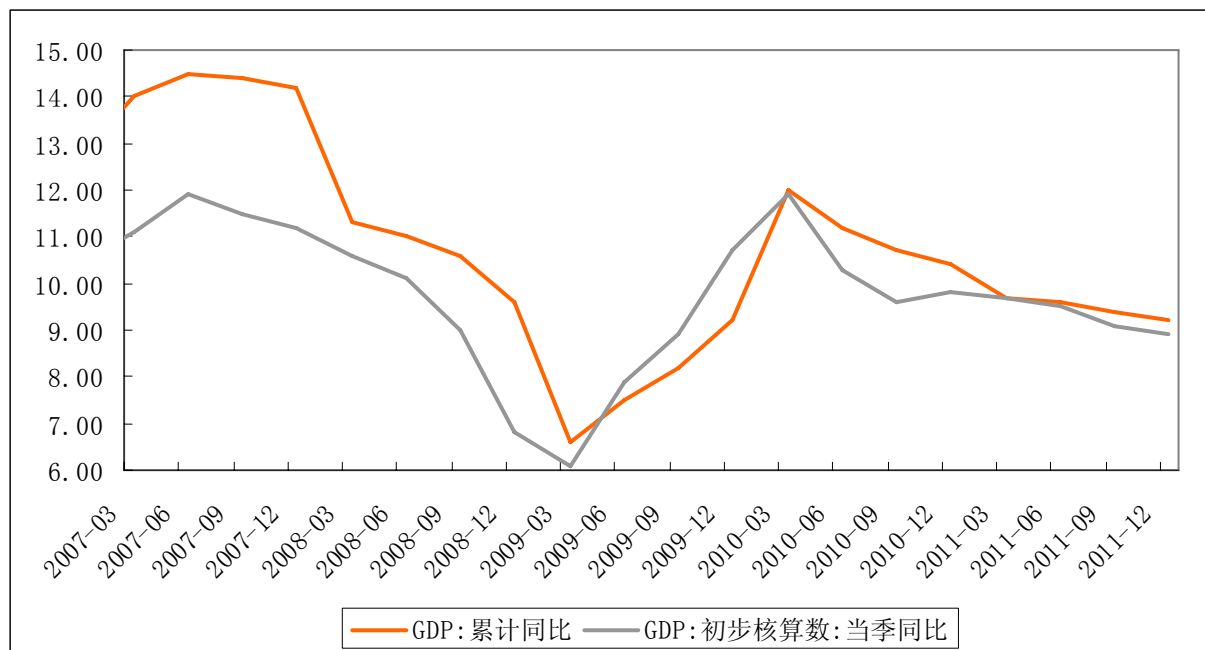
1、GDP 超预期, 自主稳定性提高降低失速风险

显然, 四季度的 GDP 增速高于预期, GDP 超预期主要来自于消费的高增长, 经济自我稳定因素增强。且从三大需求的结构看, 消费贡献也在稳步提高。根据统计局数据, 2011 年, 资本形成总额对 GDP 增长的贡献率是 54.2%, 最终消费对 GDP 增长的贡献率是 51.6%, 货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献率是 -5.8%。

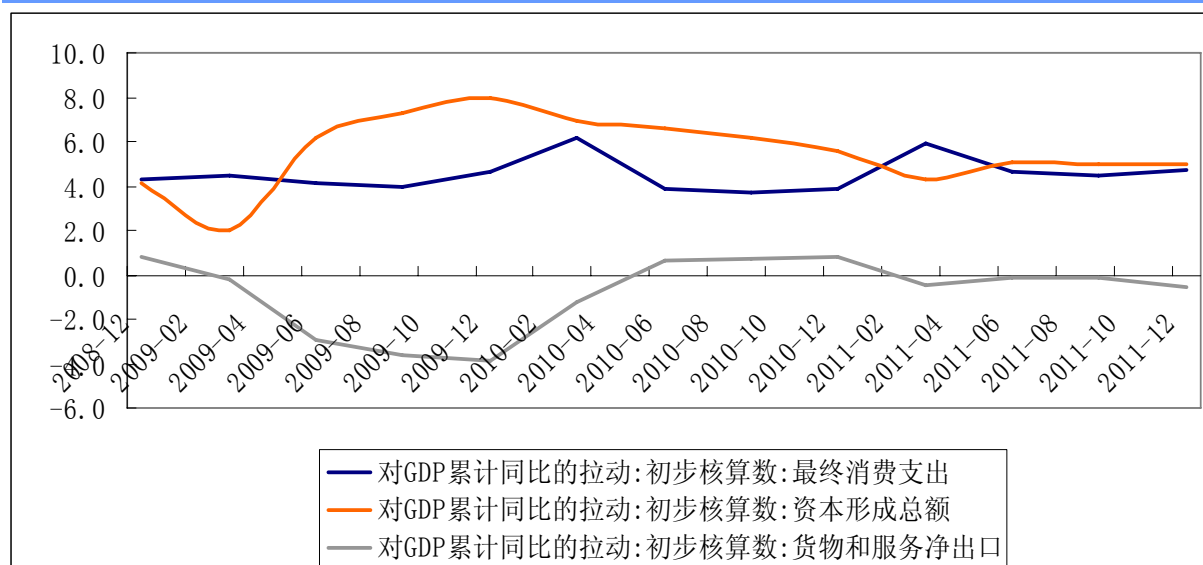
而消费贡献的提高表明经济增长的自主稳定性提高, 我们认为在投资下降风险较大情况下, 消费将真正成为稳定经济增长的主要动力。

根据我们分析, 消费短期将小周期反弹, 甚至乐观估计 2012 年将迎来消费的新周期, 因此, 我们认为经济增速跌破 8% 的可能性较小, 我们维持 2012 年增长 8.5%, 一季度继续放缓至 8.3%, 二季度谨慎看平的判断。

图 1: 四季度 GDP 超预期



资料来源: wind, 东北证券

图 2: 消费对 GDP 的贡献提高, 经济增长的自主稳定性提高

资料来源: wind, 东北证券

2、消费小周期反弹, 乐观估计 2012 年迎新消费周期

原本认为汽车销售额的增速回落将下拉消费增速, 但名义增速高达 18.1%, 明显超预期。

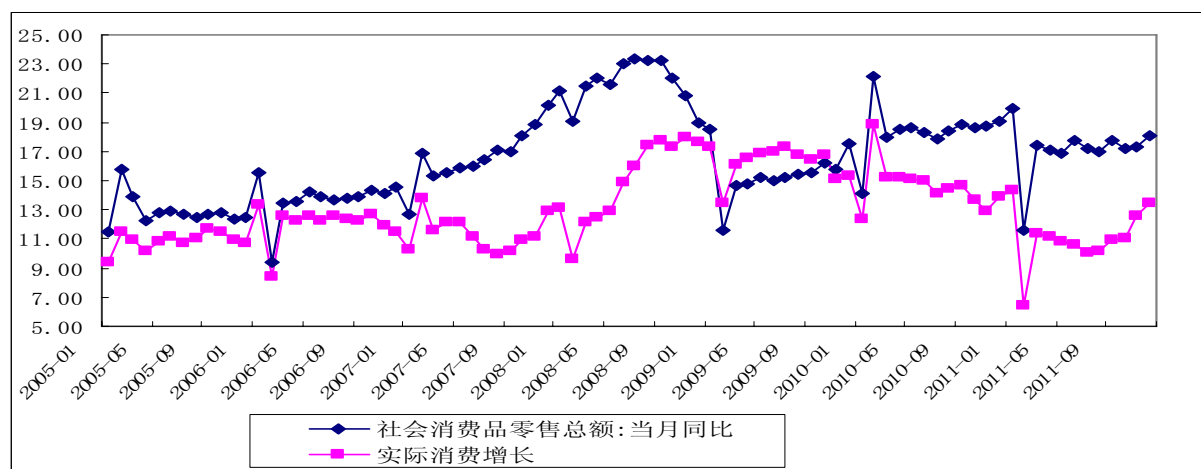
12 月份的消费增速超预期部分来自于节日和季节性因素。根据 CENSUS X12 的计量分析工具, 当月的季调因子为 1.036%, 意味其中有 1.036 个百分点来自于节日和季节性因素, 该数据比 11 月提高 0.03 百分点, 比 2010 年 12 月提高 0.006 百分点。

由于相比于 11 月份, 节日和季节性因素仅提高了 0.03 百分点, 显然不足以解释 12 月份的消费当月增速反弹 0.8 百分点, 增速的提高应来源于消费能力的扩张。从统计局公布的数据看, 家电的增速反弹应是主要因素。12 月份家电增速反弹 8.4 个百分点, 此将提高消费增速在 0.6 个百分点左右。从三年的趋势看, 家电消费仍处于新的消费扩张周期, 而家电消费增速短期反弹也表明有望迎来一个小周期反弹。但是汽车消费消费仍处于调整过程, 此将可能抑制消费增速的高度。

整体看, 消费有望在家电等日常消费用品的带动下迎来一个小波的反弹。该类消费的高增长且增速回升反映了两年经济高速增长及收入提高带来的消费升级效应正在体现。

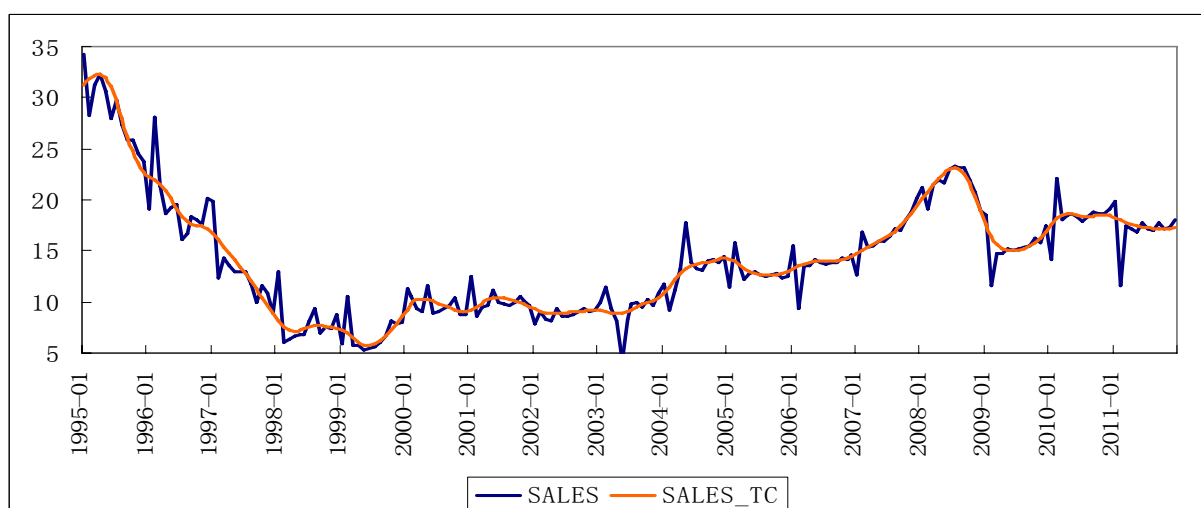
根据我们进一步分析, 消费增速的趋势循环值已经在 9、10 月企稳见底, 虽然趋势值仍在下降, 但循环因子已经明显上升。而即使从名义增速看, 消费增速从 2011 年的 5 月份以来处于上升态势, 且家电及整个社会零售总额的趋势循环值出现回升, 我们认为消费的小周期反弹来临, 甚至可以乐观估计 2012 年中期可能迎来新的消费周期。因此, 我们认为消费短期仍将比较强劲。

图 3: 消费增速反弹, 实际增速反弹更加明显



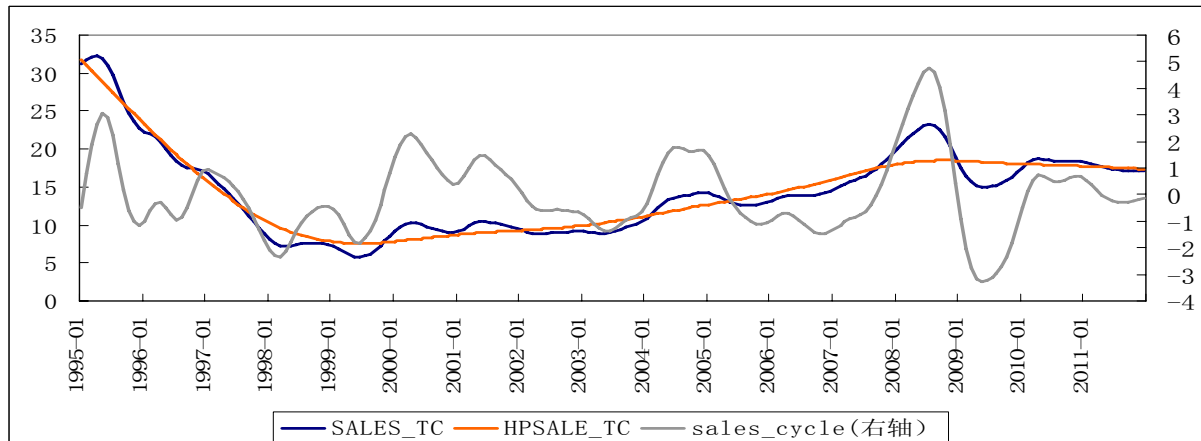
资料来源: wind, 东北证券

图 4: 消费增速的趋势循环值已经拐头向上, 消费迎短期小周期反弹

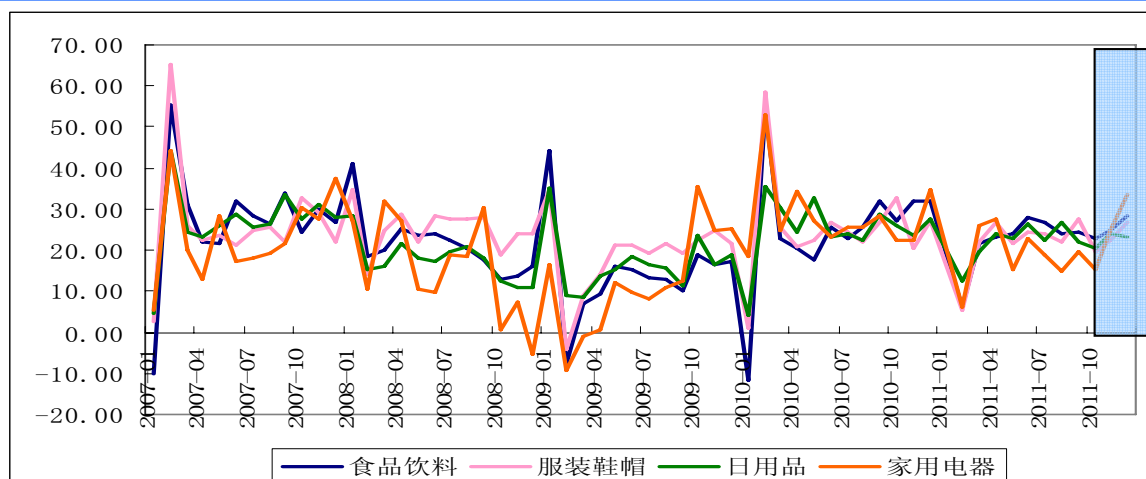


资料来源: wind, 东北证券

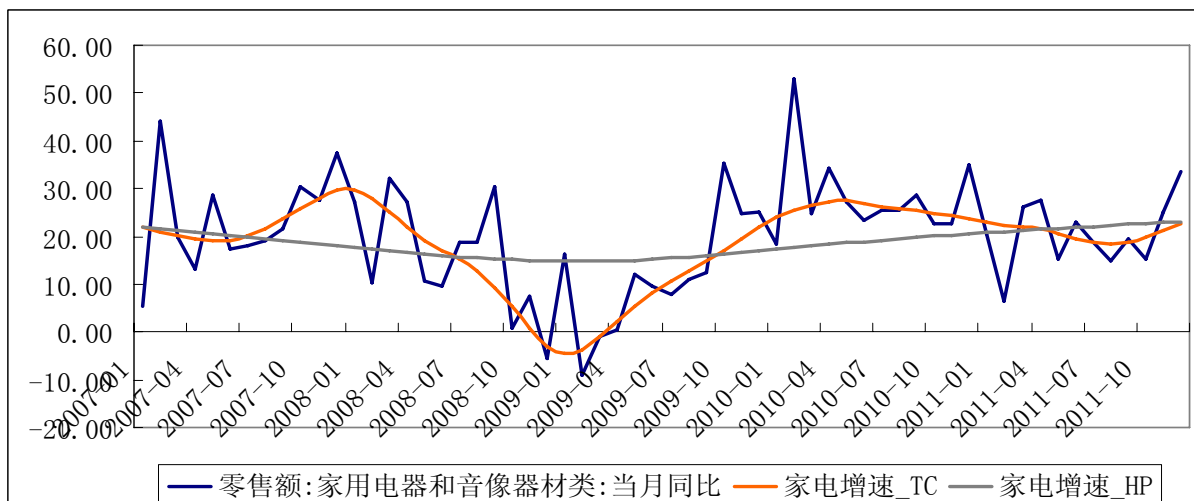
图 5: 消费的趋势值仍下行, 表明消费有调整需求但循环因素将上拉消费增速



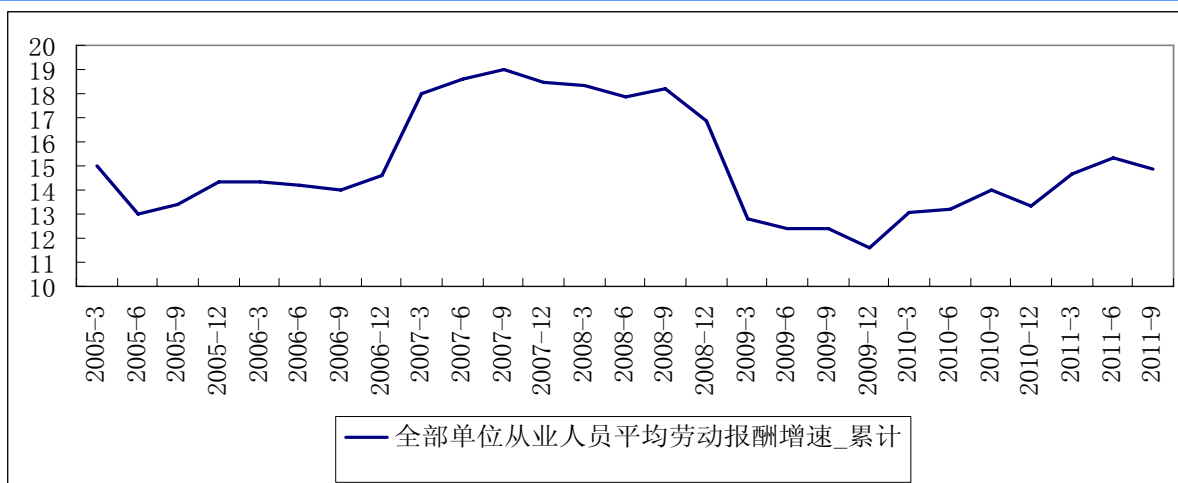
资料来源: wind, 东北证券

图 6: 日常消费增速保持高速增长, 且持续一季度左右, 或收入效应明显

资料来源: wind, 东北证券

图 7: 家电消费增速的小周期向上明显

资料来源: wind, 东北证券

图 8: 工资收入明显提高, 收入带来消费升级或正在体现

资料来源: 新华 08, 东北证券

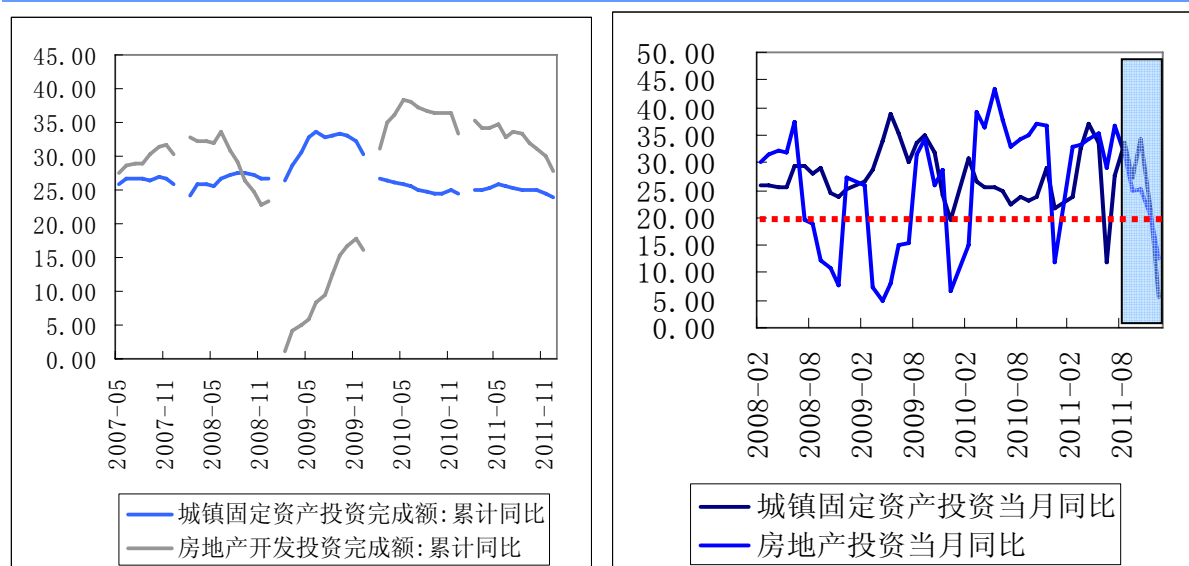
3、投资增速仍存在较快下降的需求

12 月份投资增速为 23.8%，基本符合预期，增速不算低，下半年仅是小幅度放缓，原因在于新开工项目进一步加快落地。但房地产、中央、地方项目大幅下降，当月同比增速比上月分别下降 7.6、30 和 8.6 个百分点，且新开工项目计划投资增速同比年内首次负增长，表明投资有加快回落的需求。

但投资的下滑隐忧仍未消除，房地产调控、4 万亿项目的空缺以及地方融资平台制约下成为三大制约因素。

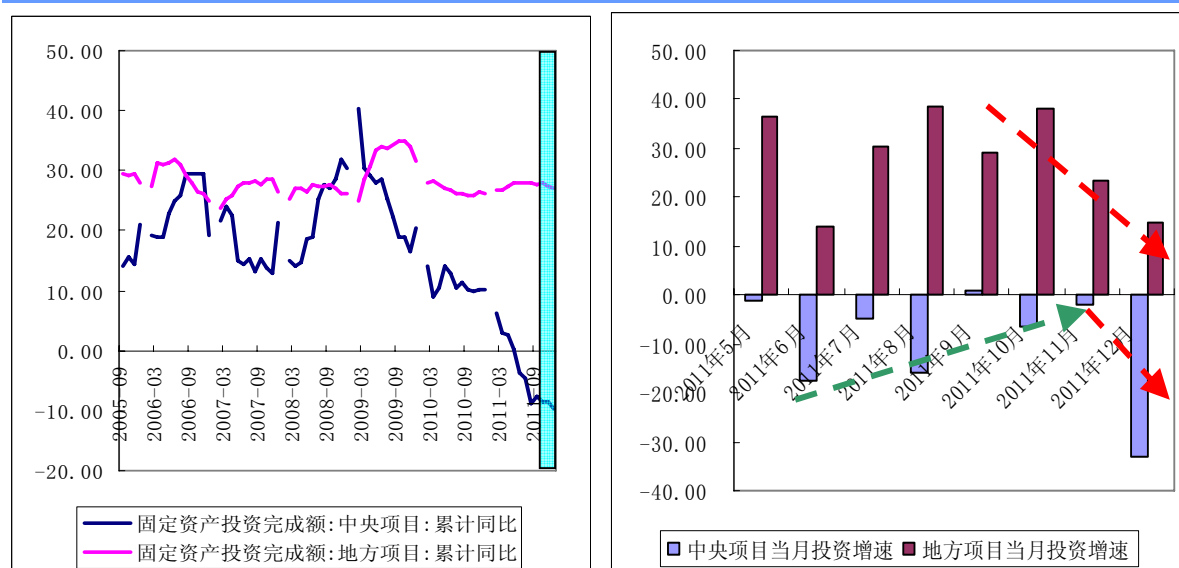
而从投资主体看，不管是外资和还是民营资本，投资增速处于明显下行通道，投资积极性并未得到提升，而从新增信贷结构看，12 月份的企业中长期贷款仅为 717 亿元，比 11 月份内进一步减少 96 亿元，该指标也反映了投资的下降风险。

图 9：房地产投资和投资总额当月投资增速快速下降

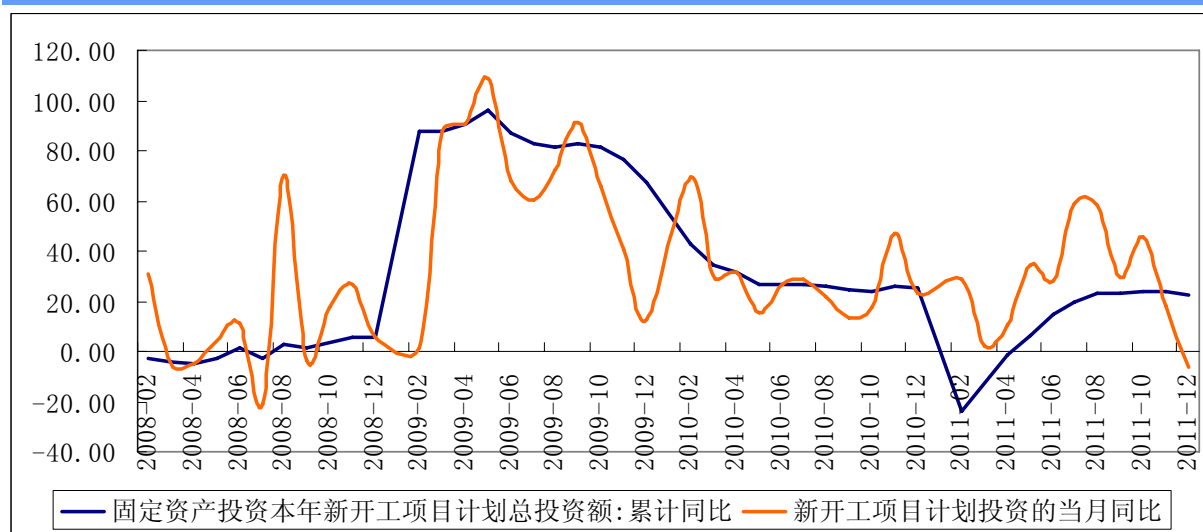


资料来源：wind，东北证券

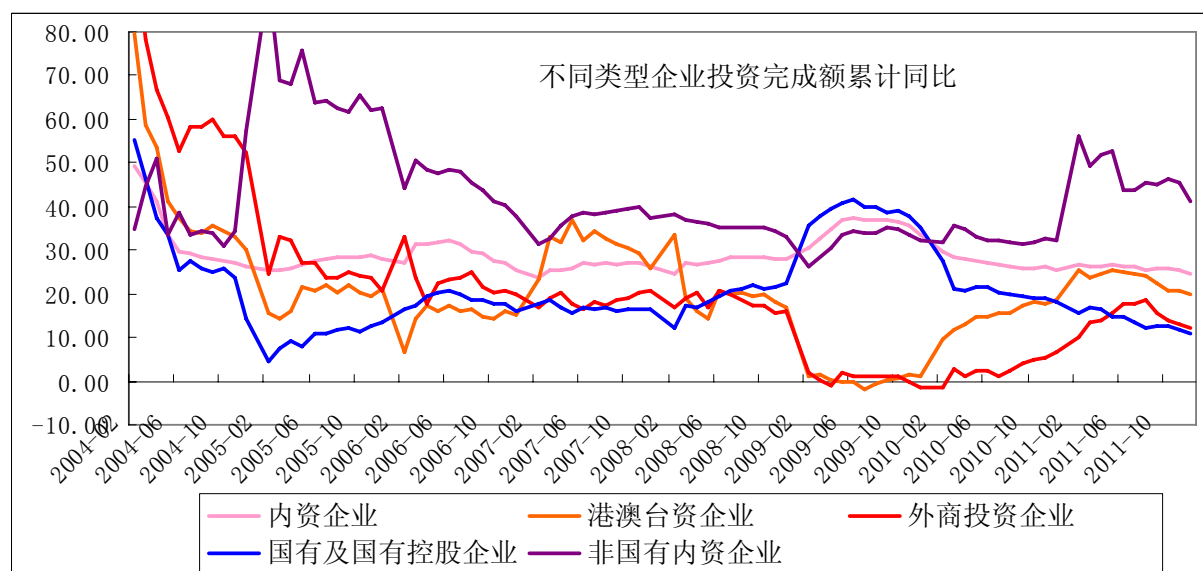
图 10：地方项目投资持续下降，而中央项目出现波动，投资下行风险仍然较大



资料来源：wind，东北证券

图 11: 新开工项目计划投资额当月同比增速负增长意味 2012 年的 2 季度存较大下调可

资料来源: wind, 东北证券

图 12: 微观投资主体的投资积极性并未提高, 投资难以提升

资料来源: wind, 东北证券

4、工业增加值增速反弹非趋势

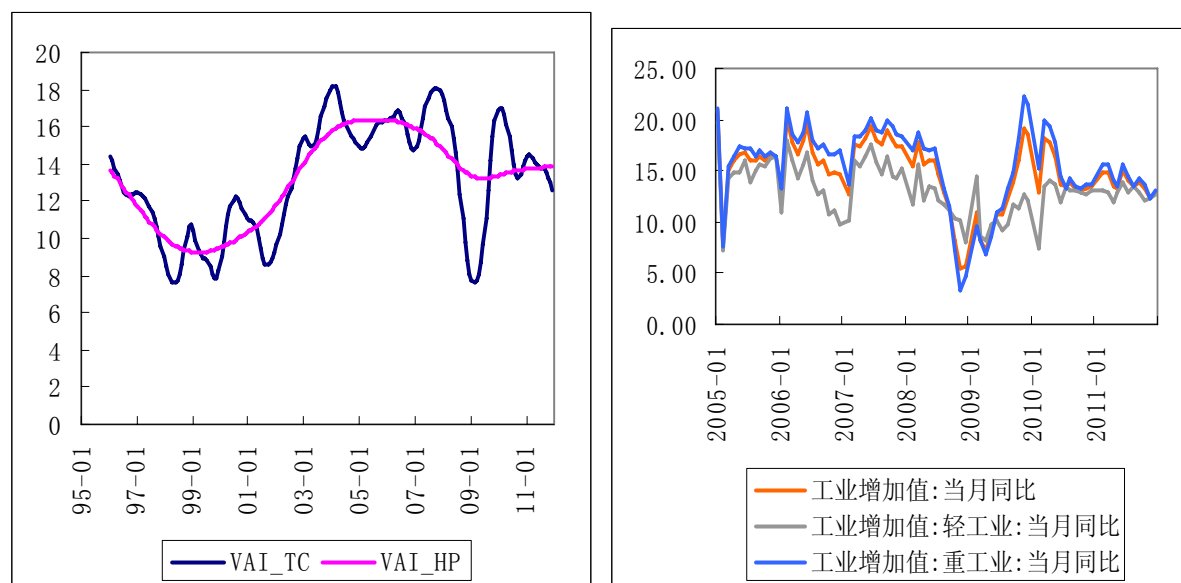
12 月份工业增加值反弹从 12.4% 反弹至 12.8%，增速明显回升，远高于我们及市场预期。我们认为工业增速的反弹主要在于：

(1) 外需稳定而消费提高，需求端好于预期，因此，生产下调的速度并未明显放大；

(2) 春节提前可能导致 12 月开工率提高。今年春节在 1 月份，考虑到务工人员的假期因素，企业可能在 12 月份加大生产力度，以防止 1、2 月份的假期冲击。

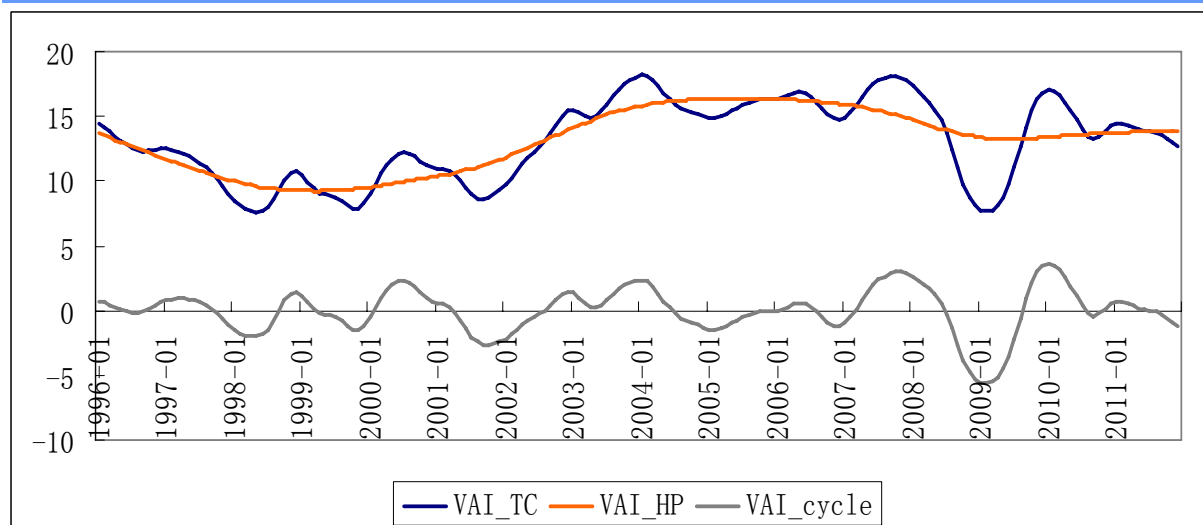
根据我们逻辑，需求端仍不确定，而库存仍处高位，企业生产仍将放缓。而根据指标间关系，M1 一般领先 VAI，当前 M1 的趋势值仍是下行，且 VAI 的周期循环下行加快，工业生产调整仍未完成，且有加快回落的要求。

图 13: VAI 增速反弹, 但趋势循环值仍然下降, 表明反弹非趋势

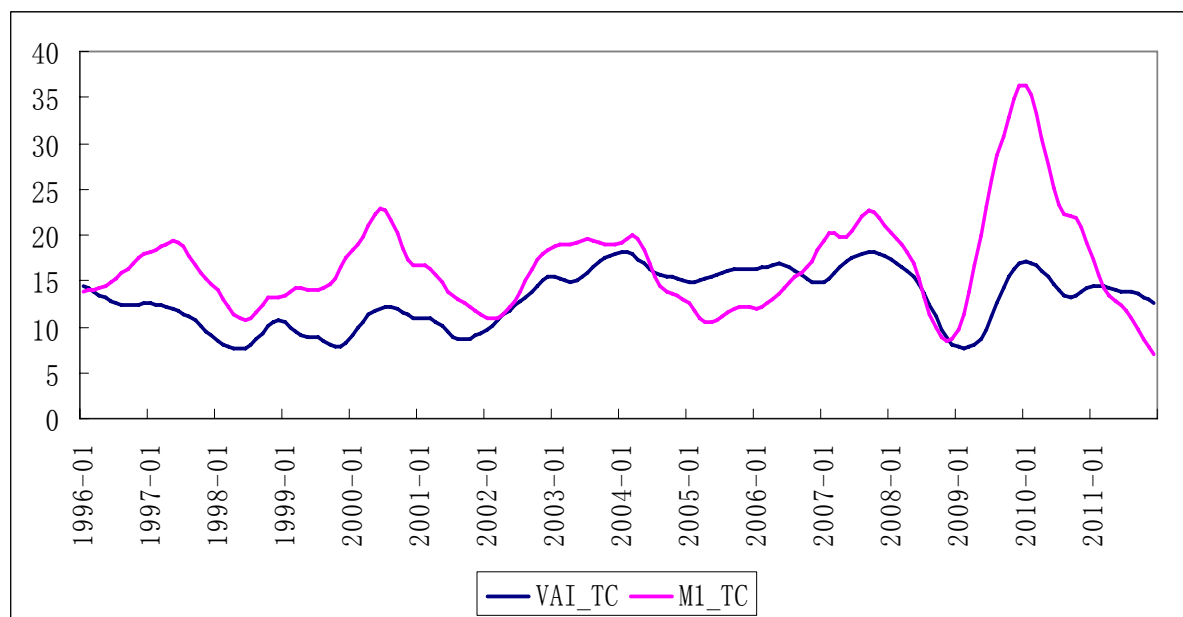


资料来源: wind, 东北证券

图 14: 生产负缺口, 且周期循环因素加快回落, 工业生产仍未企稳



资料来源: wind, 东北证券

图 15: VAI 的领先指标 M1 仍处于趋势下行, 生产调整未结束

资料来源: wind, 东北证券

总体看, 考虑到外贸降速高于预期, 2012 年的经济降速风险主要在于房地产投资, 但消费的小周期反弹, 甚至进入新周期, 经济的自我稳定增强, 我们维持 2012 年增长 8.5%, 一季度继续放缓至 8.3%, 二季度谨慎看平判断。

我们认为当前监管层对经济增速的预期确实在调低, 一些列高层讲话和元旦以来降准的未兑现, 进一步明确政策将是小幅、灵活放缓。春节可能不降准, 可能进一步延缓至 3 月份。

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。