



2012.01.17

## 经济增速超预期，存货周期或重启

### ——点评 12 月 GDP、工业、投资数据（20120117）



姜超



021-38676430



jiangchao6164@gtjas.com

编号

S0880511010045

汪进

021-38674624

wangjin008085@gtjas.com

S0880511080005

#### 本报告导读：

对 11 年 4 季度 GDP、11 年 12 月工业、投资数据展开分析，对 12 年 2 月累计数据进行预测

#### 摘要：

- 11 年 4 季度 GDP 增速为 8.9%，虽然低于 3 季度的 9.1%，但远高于我们 8.3% 的预测值，这意味着目前的经济增速要好于我们之前的预期。我们上调 12 年 GDP 增速从 8% 至 8.4%，其中各个季度增速均有上调，预计未来 4 个季度 GDP 增速分别为 8.4%、8.2%、8.3%、8.5%。
- 从三次产业看，GDP 的下滑主要来自于第二产业，增速从 10.4% 降到 10.1%，但其中的工业增速也要好于我们预期。
- 从月度增速看，11 年 12 月工业增速为 12.8%，比 11 月的 12.4% 小幅回升，高于我们 11.9% 的预测，其中重工业增速回升是工业超预期的主要原因。
- 下游地产、汽车销售绝对量 12 月虽均有所回升，但同比仍在负值区间，表明下游需求不旺是拖累经济下滑的主要原因，从下游需求的走势看，我们认为下游增速或将探底企稳。
- 从主要工业行业增加值增速与主要产品增速看，工业的回升主要源于中上游增长，12 月库存的回补或是中上游回升的主要原因，而信贷同比多增以及 PPI 环比降幅企稳均将有利于库存周期启动。
- 我们认为未来工业增速或将分化，其中下游增速或将探底企稳，而中上游增速虽有回落，但库存的回补或构成支撑。预测 12 年 2 月工业累计同比增速下滑至 11.9%，12 年全年工业增速为 12.2%。
- 11 年 12 月投资增速 18.3%，地产投资增长 12.5%，均比 11 月增速明显回落。12 月新开工投资增速下降至 6%，计划投资增速已降至 0 附近，也预示未来投资的增长并不乐观。再考虑到地产销售的持续下滑仍将带动地产投资的回落，并拖累整体投资的增长，我们预计未来投资增速将持续回落。
- 预计 12 年 2 月投资累计增速为 12.0%，房地产投资累计增速为 8.1%，12 年全年投资增速为 18%，地产投资增速为 11%。

#### 宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

王喆

021-38676049

wangzhe@gtjas.com

#### 相关报告

《消费实际增速或已见底》

2012.01.17

《欧洲金融稳定基金评级或遭下调》

2012.01.16

《外汇占款流出加速，节前降准仍有可能》

2012.01.13

《CPI 下行利于宽松，PPI 预示经济筑底》

2012.01.12

《进口加速下滑，政策或超预期——点评 2011 年 12 月贸易数据》

2012.01.11

## 目 录

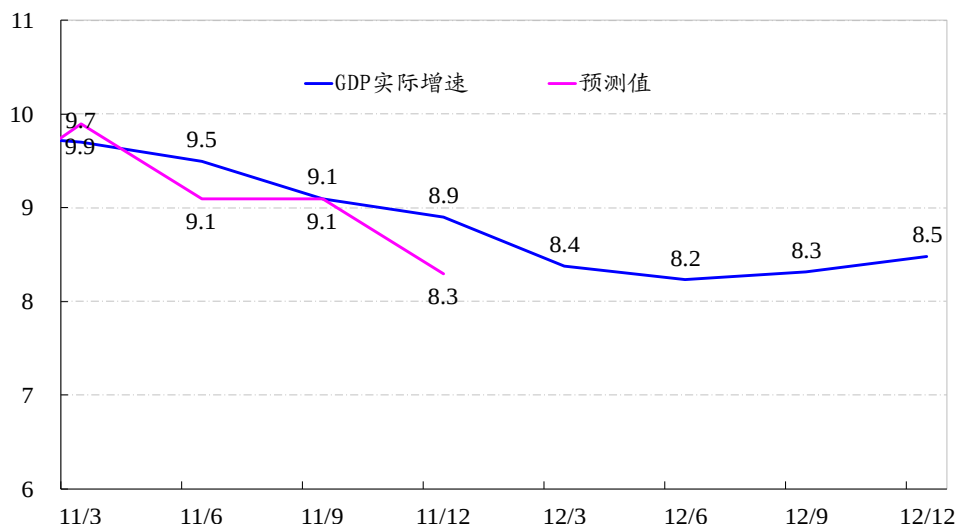
|                    |    |
|--------------------|----|
| 1. 经济增速超出预期 .....  | 3  |
| 2. 第二产业贡献下滑 .....  | 3  |
| 3. 工业下滑低于预期 .....  | 3  |
| 4. 下游行业仍在低位 .....  | 5  |
| 5. 中游上游出现反弹 .....  | 6  |
| 6. 存货周期或将重启 .....  | 7  |
| 7. 工业增速仍将回落 .....  | 9  |
| 8. 投资增速持续回落 .....  | 9  |
| 9. 水利铁路投资骤降 .....  | 10 |
| 10. 地产投资大幅下降 ..... | 11 |
| 11. 投资向下趋势不变 ..... | 11 |

## 1. 经济增速超出预期

11 年 4 季度 GDP 增速为 8.9%，虽然低于 3 季度的 9.1%，但远高于我们 8.3% 的预测值，这意味着目前的经济增速要好于我们之前的预期。我们上调 12 年 GDP 增速从 8% 至 8.4%，其中各个季度增速均有上调，预计未来 4 个季度 GDP 增速分别为 8.4%、8.2%、8.3%、8.5%。

图 1 GDP 实际增速、预测值

单位：%



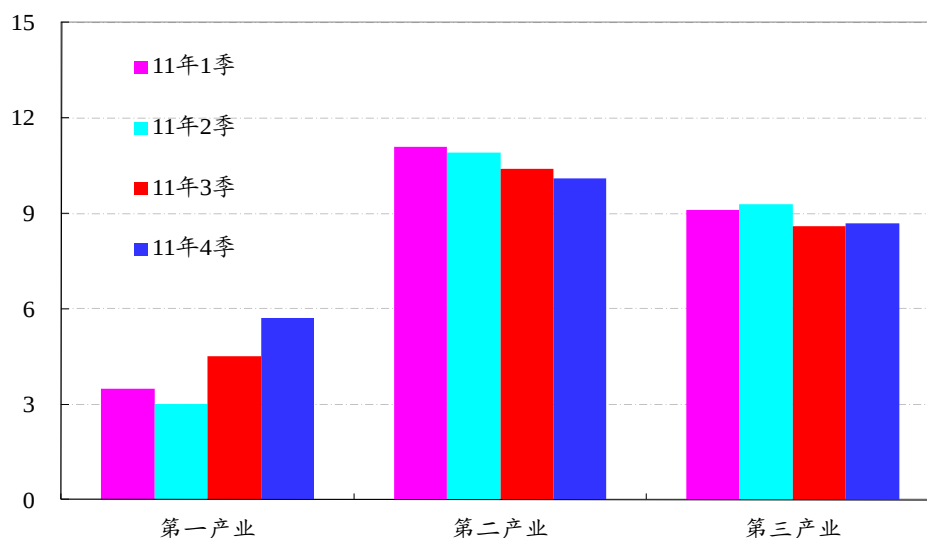
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

## 2. 第二产业贡献下滑

从三次产业看，第三产业增速 4 季度为 8.7%，与 3 季度基本持平，主要的下滑来自于第二产业，增速从 10.4% 下降到 10.1%。

图 2 三大产业增加值同比增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

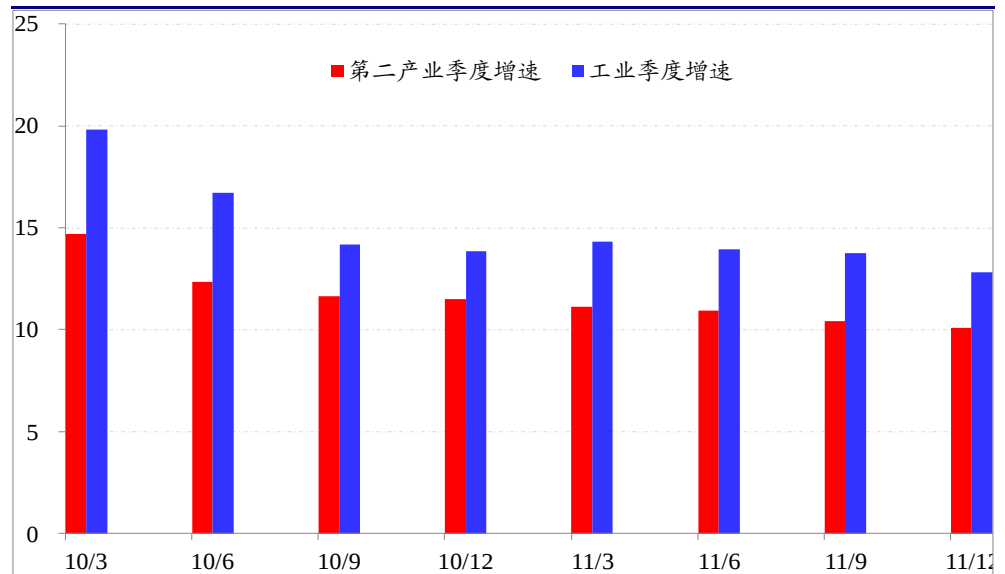
## 3. 工业下滑低于预期

11 年 4 季度的工业增速为 12.8%，比 3 季度的 13.8% 下降 1%，降幅超过第二产

业 0.3% 的下滑，贡献 GDP 下滑幅度约 0.4%。这意味着统计局 4 季度 GDP 增速或对经济的下滑幅度略有低估，与工业增速对应的 GDP 增速约为 8.7%，但后者仍高于我们 8.3% 的预测，表明工业下滑速度也低于我们的预期。

图 3 第二产业、工业季度增速

单位：%

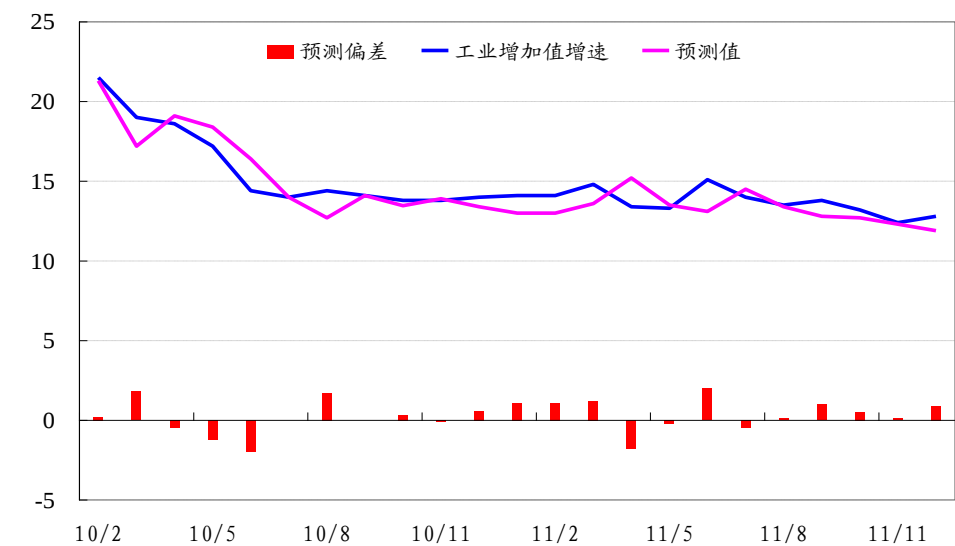


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

从月度增速看，11 年 12 月工业增速为 12.8%，比 11 月的 12.4% 小幅回升，高于我们 11.9% 的预期。

图 4 工业增加值同比增速实际值、预测值及预测偏差

单位：%

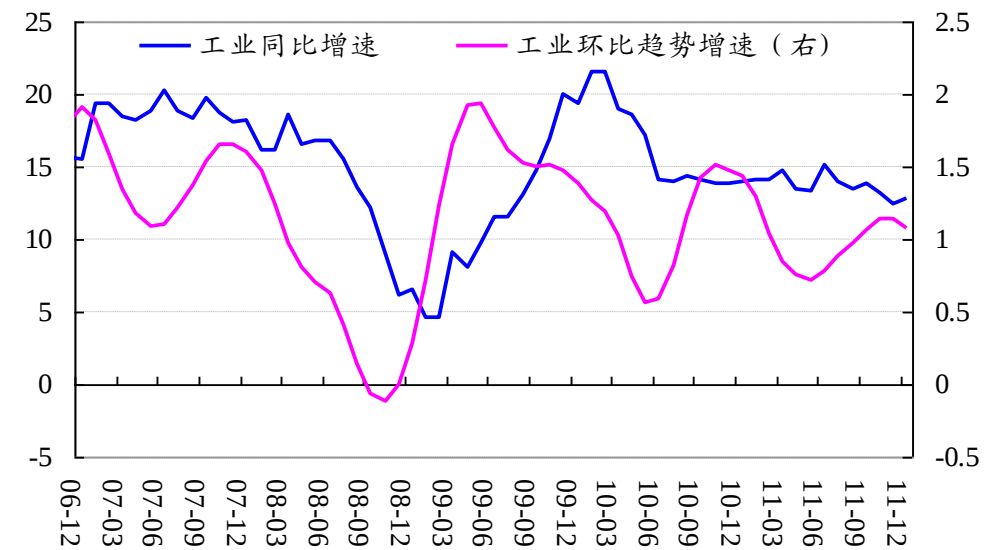


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

统计局公布 11 年 12 月工业增加值环比增速为 1.10%，比 11 月的 0.93% 明显回升。根据我们的测算，12 月的工业增加值环比趋势增速为 1.07%，相比 11 月 1.14% 的增速仍有所回落，但幅度不大。

图 5 工业增加值同比及环比趋势增速

单位：%

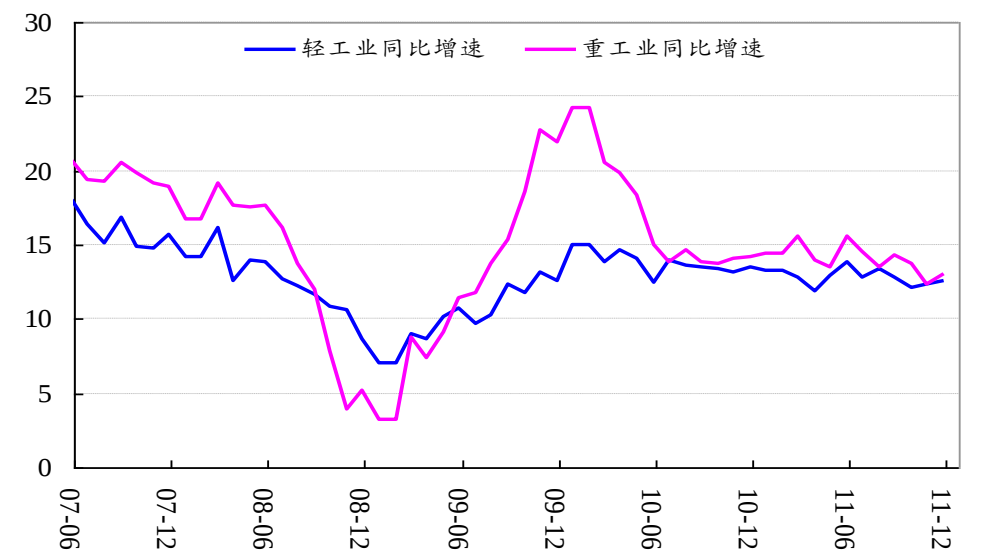


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

分轻重工业看，12月的重工业同比增速为13.0%，增速比11月的12.4%明显回升，轻工业增速为12.6%，增长幅度相对有限，重工业增速回升是工业超预期的主要原因。

图 6 轻工业、重工业增加值同比增速

单位：%



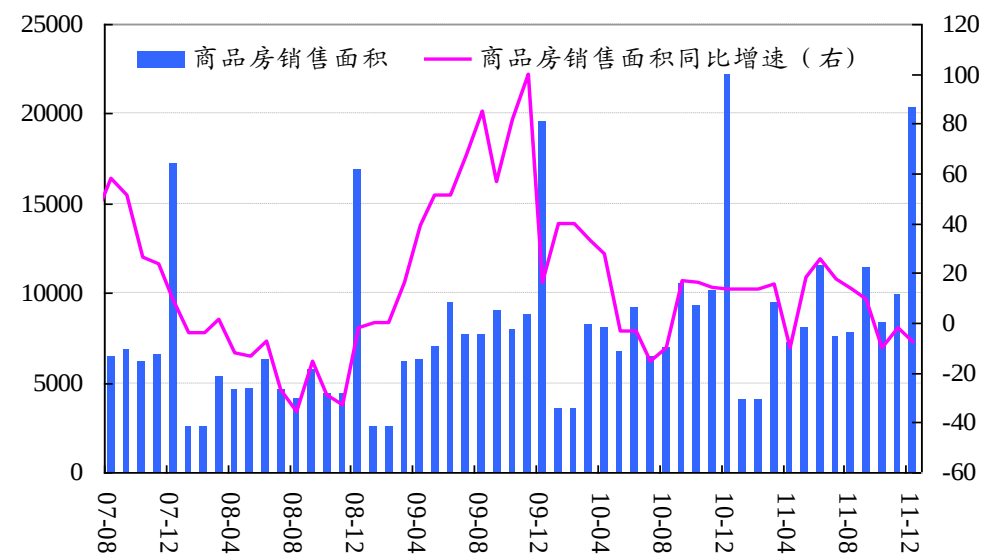
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

#### 4. 下游行业仍在低位

分上中下游看，11年12月下游地产销售面积仅为2.04亿平米，绝对量环比11月大幅回升，但同比仍下降8.4%。

图 7 商品房销售面积、同比增速

左轴：万平米 右轴：%



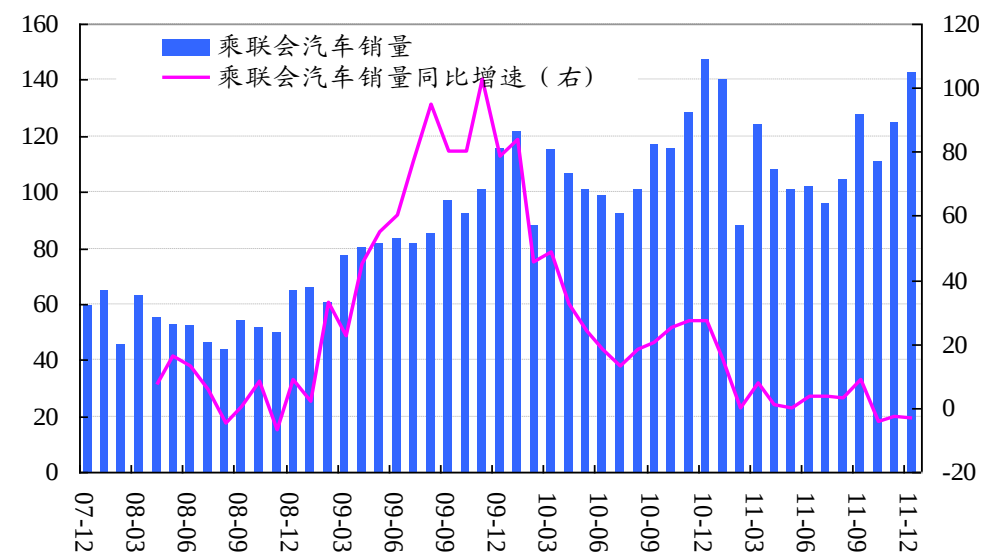
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

再看汽车销售，从乘联会公布数据看，12月全国乘用车销量为142.5万辆，比11月124.8万辆的销量有所回升，但同比仍下降3.3%，降幅仍有扩大。

下游地产、汽车销售绝对量虽均有所回升，但同比仍在负值区间，表明下游需求不旺是拖累经济下滑的主要原因，从下游需求的走势看，我们认为下游增速或将探底企稳。

图 8 乘联会汽车销量、同比增速

左轴：万辆 右轴：%



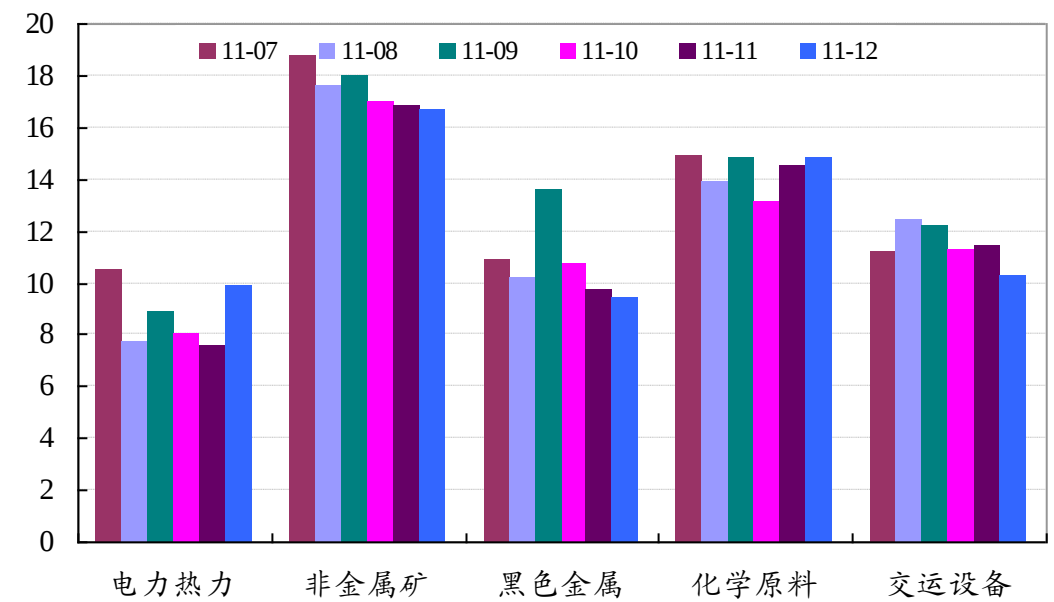
数据来源：国泰君安证券研究，乘联会

## 5. 中游上游出现反弹

受下游汽车销售下滑的影响，交运设备行业工业增速仍在低位，而中上游电力热力、化学原料行业工业增加值增速出现反弹。

图 9 主要工业行业增加值同比增速

单位：%

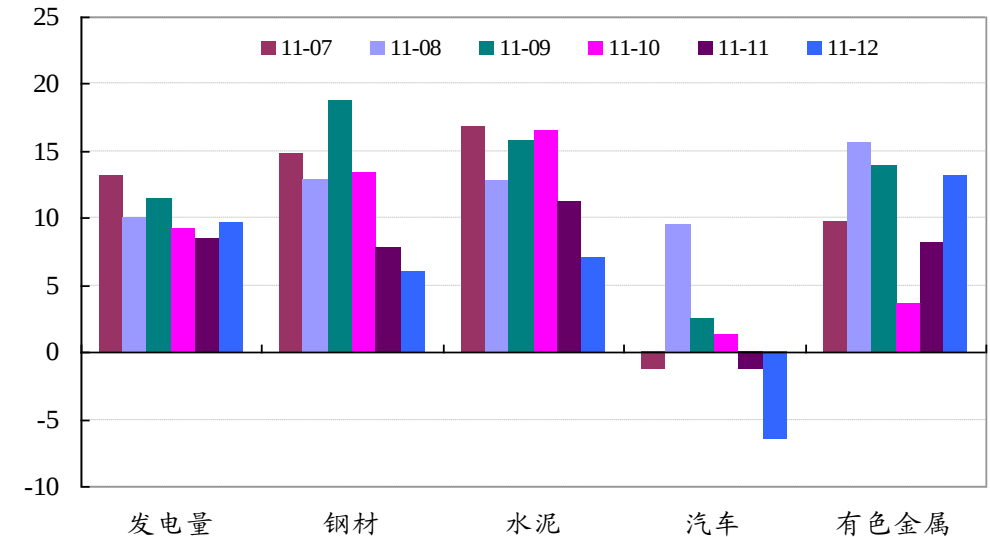


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

再从主要的工业产品产量同比增速看，中上游发电量、有色出现回升，但钢铁、水泥、汽车持续下滑的趋势并未改变。不管是从主要工业行业增加值增速还是从主要产品增速看，工业的回升主要源于中上游增长。

图 10 主要工业品产量同比增速

单位：%



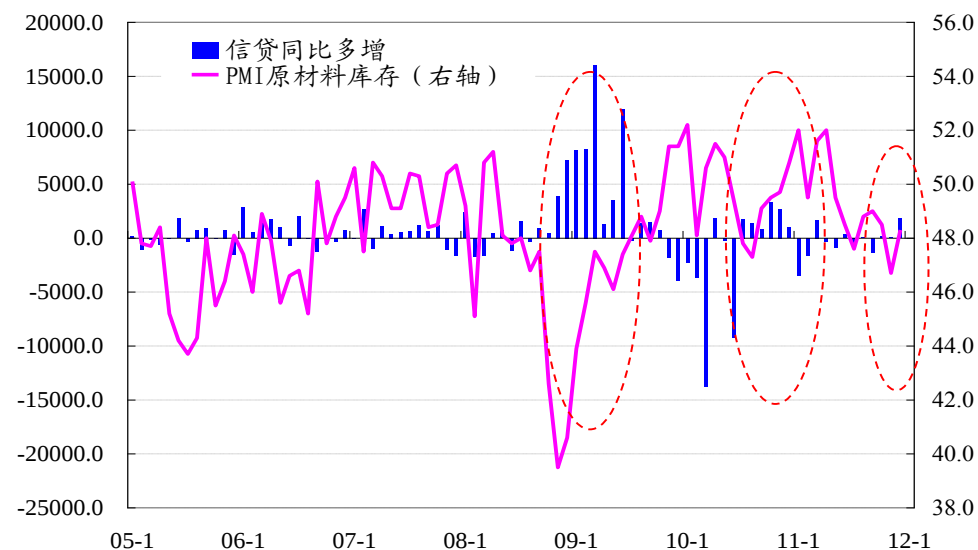
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

## 6. 存货周期或将重启

我们认为 12 月库存的回补或是中上游回升的主要原因。11 年 12 月 PMI 原材料库存为 48.3%，已经较 11 月上升 1.6%，由于未来信贷将持续同比多增，原材料库存将有所回升、带动经济企稳。

图 11 PMI 原材料库存与信贷同比多增

左轴：亿元；右轴：%

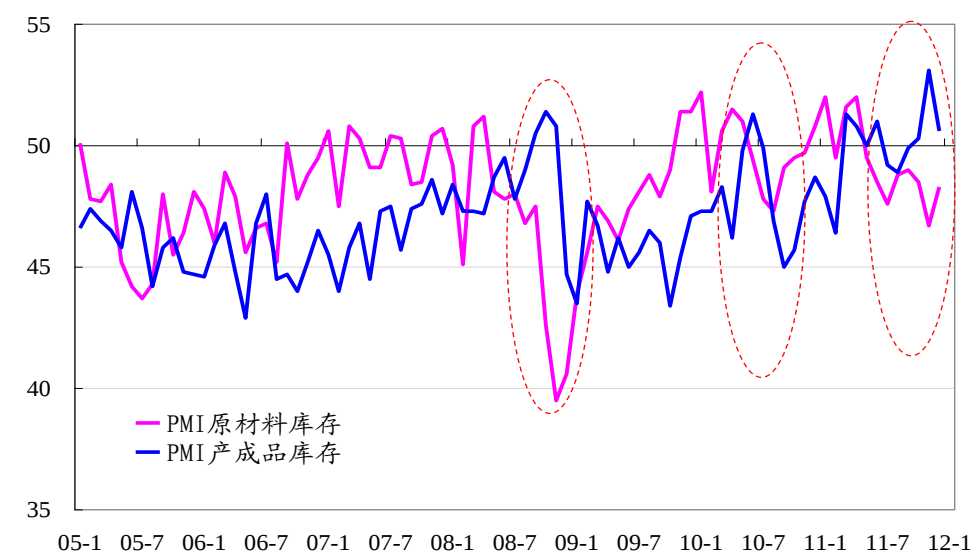


数据来源：国泰君安证券研究，人民银行，统计局

11 年 12 月 PMI 产成品库存从历史最高的 53.1%下降至 50.6%，根据我们对库存周期的研究，产成品库存的高点对应着经济环比的低点，例如 2008 年 10 月和 2010 年 6 月产成品库存都见顶、此后经济开始回升。

图 12 PMI 原材料库存与产成品库存指数

单位：%



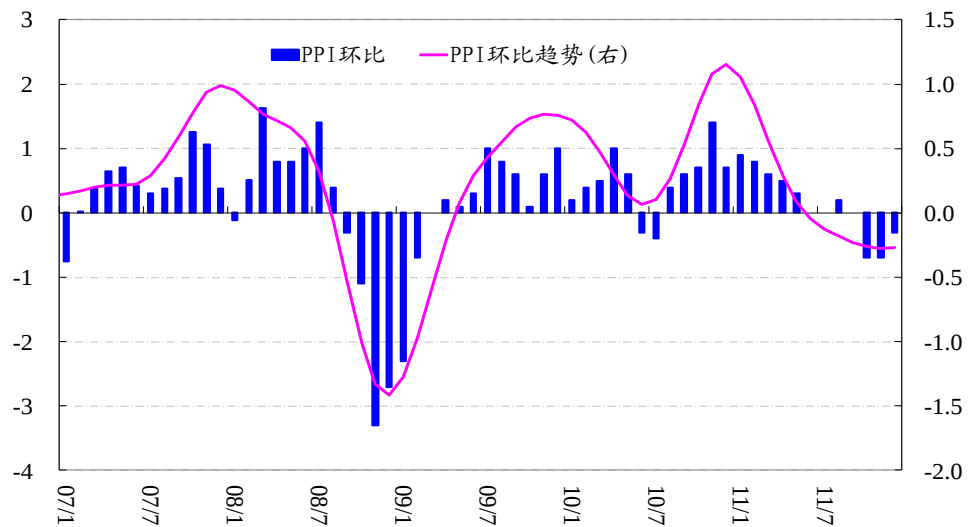
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

11 年 12 月 PPI 环比为-0.3%，仍为环比负增，但降幅较前 2 个月的-0.7%已经明显收窄。从环比趋势增速看，目前 PPI 环比降幅已经企稳，未来有望底部回升，并促进库存周期启动。

我们认为未来工业增速或将分化，其中下游增速或将探底企稳，而中上游增速虽有回落，但库存的回补或构成支撑。

图 13 PPI 环比、PPI 环比趋势增速

单位：%



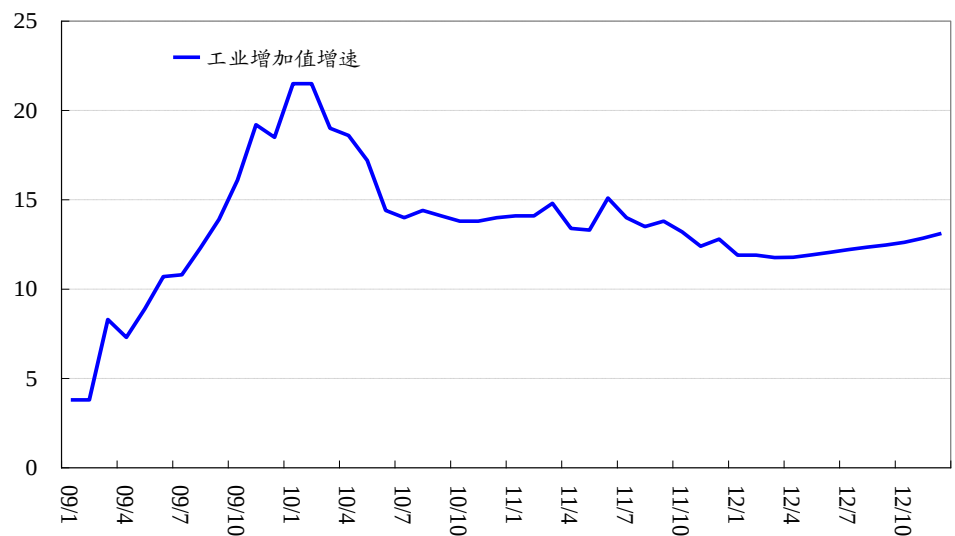
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

## 7. 工业增速仍将回落

考虑到下游需求仍在回落，未来工业同比增速下滑的趋势并不会改变，考虑到库存周期的启动，我们认为经济环比的底部或在 1 季度出现。预测 12 年 2 月工业累计同比增速下滑至 11.9%，预测 12 年全年工业增速为 12.2%。

图 14 工业增加值同比增速预测

单位：%



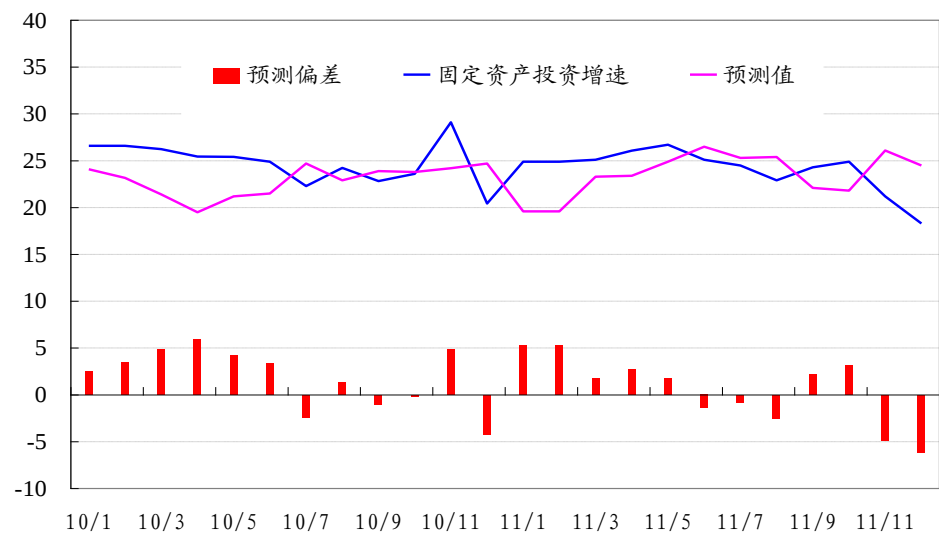
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

## 8. 投资增速持续回落

2011 年 12 月，固定资产投资增速为 18.3%，低于 11 月 21.2%的增速，投资增速的持续回落符合我们预期。

图 15 固定资产投资同比增速实际值、预测值及预测偏差

单位：%

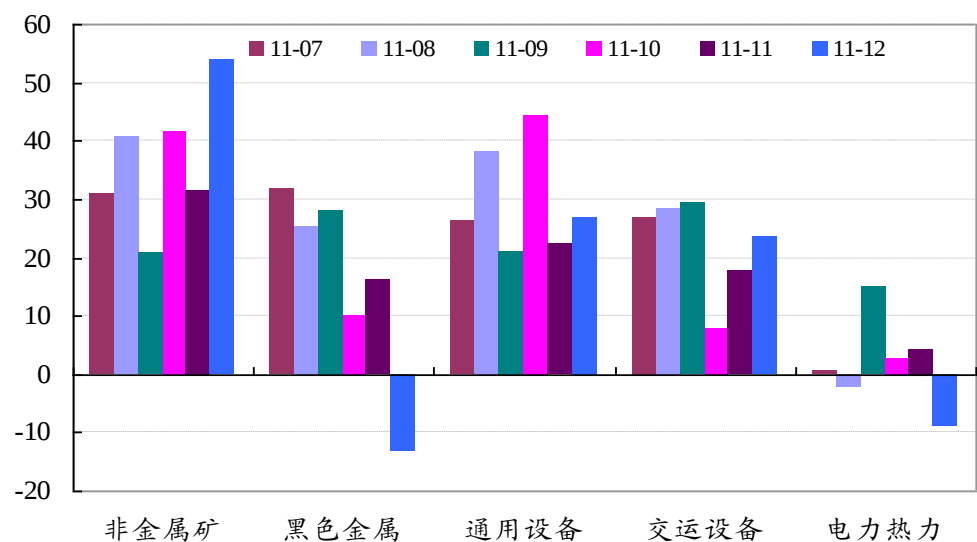


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

从细分行业投资增速看，除非金属矿外其他行业投资增速并未有明显改善，电力、黑色金属行业投资更是加速下滑，工业投资下滑将拖累整体投资增速。

图 16 主要工业行业投资同比增速

单位：%



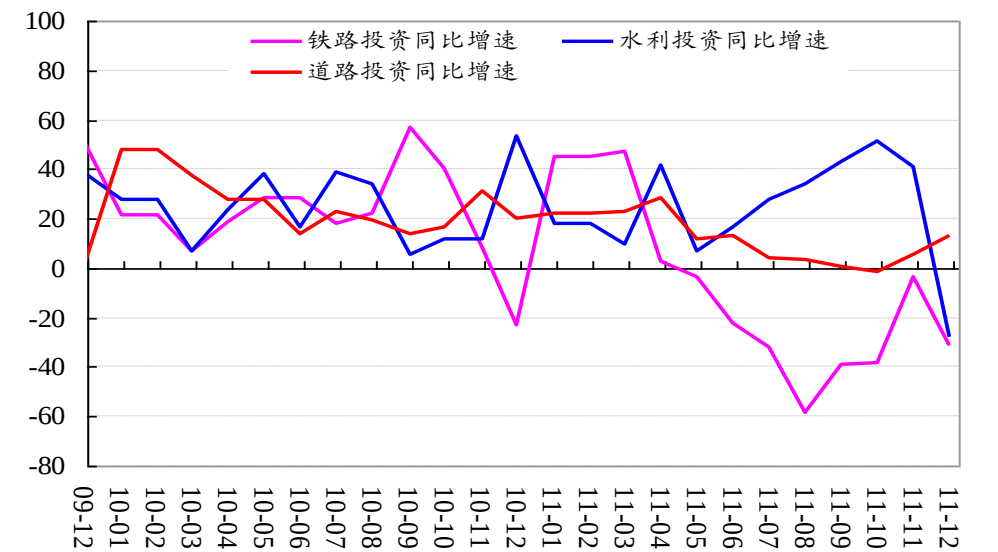
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

## 9. 水利铁路投资骤降

再看基建投资，12月水利铁路投资的大幅下滑是总投资下滑的又一原因，其中水利投资的下降或有季节性因素，而未来铁路投资的放缓或是大概率事件，预测未来基建投资或主要为结构性机会。

图 17 铁路、水利、道路投资同比增速

单位：%



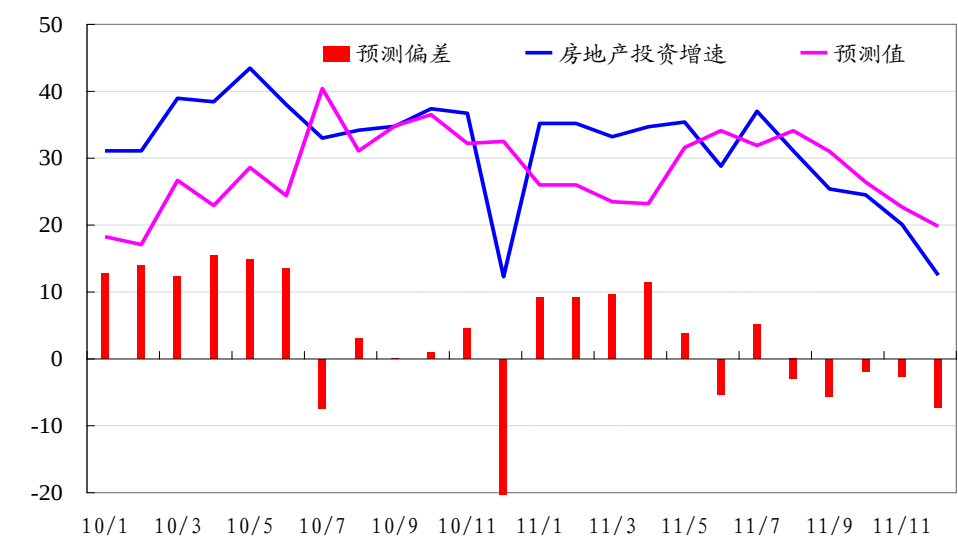
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

## 10. 地产投资大幅下降

2011 年 12 月，房地产开发投资同比增速为 12.5%，远低于 11 月的 22.7%，同样也低于我们 19.8% 的预测值，房地产连续四个月出现显著回落。

图 18 房地产投资同比增速实际值、预测值及预测偏差

单位：%



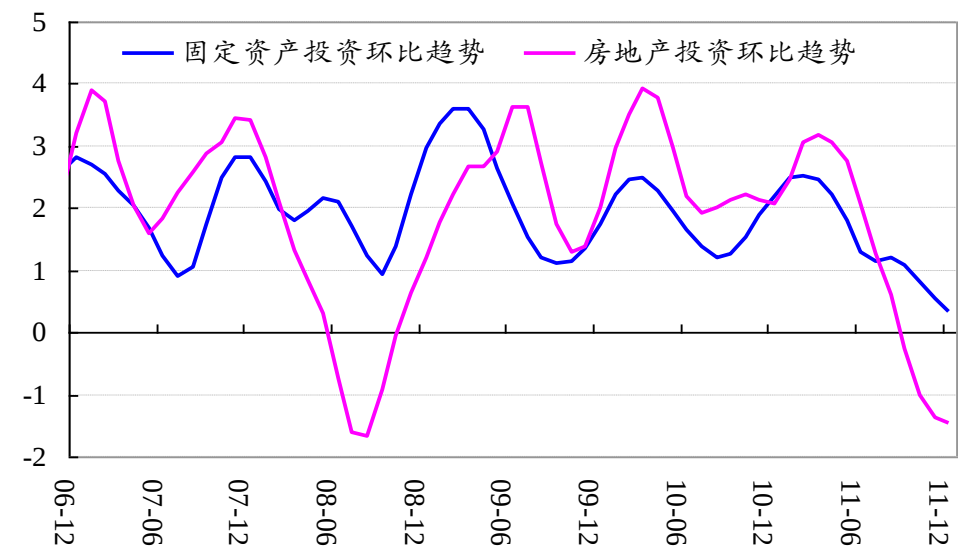
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

## 11. 投资向下趋势不变

根据我们测算，11 年 12 月固定资产投资环比趋势增速大幅回落，而房地产投资环比趋势增速下滑幅度更大，其中投资环比增速回落也与统计局公布的投资环比增速走势一致。

图 19 固定资产投资环比趋势、房地产投资环比趋势

单位：%

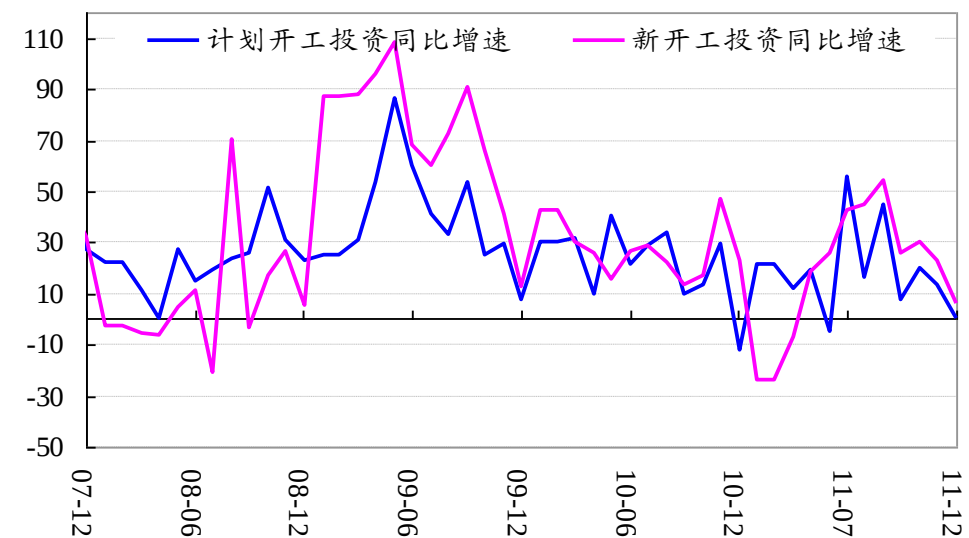


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

从新开工与计划投资增速看，12 月新开工投资增速下降至 6%，计划投资增速也已降至 0 附近，也预示未来投资的增长并不乐观。

图 20 新开工与计划投资同比增速

单位：%



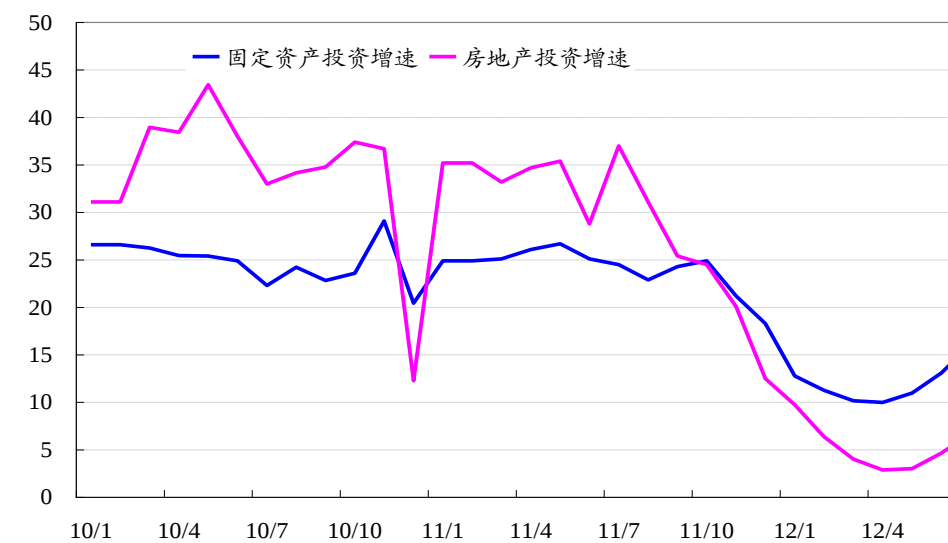
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

再考虑到地产销售的持续下滑仍将带动地产投资增速的回落，并拖累整体投资的增长，我们预计未来投资增速将持续回落。

预计 12 年 2 月固定资产投资累计增速为 12.0%，房地产投资累计增速为 8.1%，未来固定资产投资增速与地产投资增速将逐步回落。预测 12 全年固定资产投资增速为 18%，地产投资增速为 11%。

图 21 固定资产投资、房地产投资增速预测

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

**作者简介:****姜超:**

执业资格证书编号: S0880511010045

电话: 021-38676430

邮箱: jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士; 现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。11 年获新财富、水晶球及金牛奖宏观最佳分析师第二名。08 至 11 年获新财富、水晶球债券最佳分析师前三名。

**汪进:**

执业资格证书编号: S0880511080005

电话: 021-38674624

邮箱: wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士; 2009 年 7 月加入国泰君安研究所, 从事宏观经济研究。2011 年“金牛分析师”、“水晶球最佳分析师”、“新财富最佳分析师”宏观方向第二名。

## 本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

|                                                                                                                         | 评级   | 说明                       |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--------------------------|
| <b>1. 投资建议的比较标准</b><br>投资评级分为股票评级和行业评级。<br>以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                         | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|                                                                                                                         | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|                                                                                                                         | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| <b>2. 投资建议的评级标准</b><br>报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。                                                | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|                                                                                                                         | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|                                                                                                                         | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gt.jaresearch@gt.jas.com     |                              |                               |