

投资加速下行 软着陆趋势不变

数据与事件:

- 国家统计局 1 月 17 日公布的数据显示, 2011 年 12 月, 规模以上工业增加值同比增长 12.8%, 比 11 月份回升 0.4 个百分点。
- 2011 年 12 月份社会消费品零售总额 17740 亿元, 同比增长 18.1%。增速比 11 月份增长了 0.8 个百分点, 环比上升 1.41%, 上个月的 1.27% 相比出现回升。
- 2011 年 12 月份, 我国年内固定资产投资 (不含农户) 累计完成 30.2 万亿元, 同比增长 23.8%

报告摘要:

- 本月工业生产的数据并没有出现进一步的收缩而是有所回升, 但是我们认为对于中国供给端的整体趋势依然不能轻易乐观。政策面的回暖当然有着一定的改善预期的作用, 这可能是 12 月数据回升的主要原因; 但是, 一方面目前的政策还没有完全放开的倾向, 另一方面目前政策的提振效应终究是有限和短期的, 难以逆转整个工业生产的下行, 因此我们继续提示中国经济供给端收缩的风险, 并认为这一风险将在一个比较长的时间内困扰中国经济走出本波下行的周期。至少, 现在并不是过度乐观的时候。
- 本月实际消费数据继续出现增长, 这一点符合我们的预期, 我们也预计, 同样的因素导致 1 月份的消费数据的增长是有保证的, 但是中国经济持续下行的大趋势依然威胁着中国消费预期的回升, 我们提示季节因素过去之后可选消费数据回调的风险。
- 本月投资部门的下行显得非常明显, 房地产部门投资再次出现了增长率上的跳水, 而我们认为消极的投资预期对于投资部门整体性的负面影响还将随着中国经济的继续下行而在相当长的时间中得以保持, 并对中国上半年的生产情况产生持续性的压力。
- 从政策上来看, 货币政策数量上保持稳中有松, 使得流动性情况从底部回升是一个概率比较大的事件, 但是由于中国供给端的相对弱势, 货币宽松的刺激并不必然能够带来实体经济的拐点, 毕竟修正预期来使得企业重新开始进行投资进行生产并非易事。草率的数量放松只会导致通胀风险提高。

联系人

秦培景

电话: (8621) 5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

分析师

郇彬 (S1180511050001)

相关研究

- 主权债务风暴下的经济着陆.....2011/10/3
- FED 两难: 从 QE 到 OT.....2011/9/22
- 美国主权债务评级下调的冲击.....2011/8/7
- 欧债危机的逻辑与前景.....2011/8/7
- 美债之争.....2011/7/29
- 流动性锦标赛: 大经济体货币政策前瞻.....2011/4/24
- 消费的新支点: 个税改革与保障房建设.....2011/4/6
- 日本大地震的经济余波与风险提示.....2011/3/13
- 全球宏观大图景中东篇: 油与血.....2011/3/13
- 2011 年宏观经济十大预测: 从危机后到后危机.....2011/1/11
- 全球宏观经济大图景: 三次失衡、三个世界、三足鼎立.....2010/11/23
- 日本: 高收入水平陷阱.....2010/9/27

2011年12月中国宏观数据发布情况（截至1月10日13:04）

		2011			最新		12月		
指标	单位	9月	10月	11月	12月	发布日期	市场预测	宏源预测	
国民经济核算									
实际GDP	同比%	9.10			8.90 ↓	2012年1月		8.5	↑
实际GDP	季调环比%	2.30			2.00 ↓	2012年1月			
名义GDP	十亿人民币	11491			15087 ↑	2012年1月			
工业活动									
工业增加值	季调环比%	1.12	0.88	0.91	1.10 ↑	1月17日			
工业增加值	同比%	13.8	13.2	12.4	12.8 ↑	1月17日	12.3	↑	12.1 ↑
工业增加值: 累计	同比%	14.2	14.1	14.0	13.9 ↓	1月17日	13.8	↑	13.9 =
工业企业利润: 累计	同比%	27.0	25.3	24.4		2月3日			
工业企业收入: 累计	同比%	29.6	29.1	28.2		2月3日			
消费									
名义消费品零售	季调环比%	1.34	1.30	1.27	1.41 ↑	1月17日			
名义消费品零售	同比%	17.7	17.2	17.3	18.1 ↑	1月17日	17.3	↑	17.5 ↑
名义消费品零售: 累计	同比%	17.0	17.0	17.0	17.1 ↑	1月17日	17.0	↑	17.1 =
名义消费品零售	十亿人民币	1587	1655	1613	1774 ↑	1月17日			
实际消费	同比%	11.0	11.3	12.8	13.8 ↑				
投资									
固定资产投资	季调环比%	0.12	1.23	-0.19	-0.14 ↑	1月17日			
固定资产投资: 累计	同比%	24.9	24.9	24.5	23.8 ↓	1月17日	24.1	↓	23.9 ↓
固定资产投资: 累计	十亿人民币	21227	24137	26945	30193 ↑	1月17日			
FDI实际利用额	同比%	7.9	8.7	-9.8		1月10日			
对外贸易									
贸易差额	十亿美元	14.5	17.0	14.5	16.5 ↑	1月10日	8.8	↑	104.0 ↑
出口额	十亿美元	170	157	174	175 ↑	1月10日			
进口额	十亿美元	155	140	160	158 ↓	1月10日			
出口	同比%	17.0	15.8	13.8	13.3 ↓	1月10日	13.4	↓	14.2 ↑
进口	同比%	21.1	29.1	22.6	12.1 ↓	1月10日	18.0	↓	18.6 ↓
价格									
CPI	环比%	0.5	0.1	-0.2	0.3 ↑	1月12日			
CPI	同比%	6.1	5.5	4.2	4.1 ↓	1月12日	4.0	↑	4.2 ↓
CPI-非食品	同比%	2.9	2.7	2.2	1.9 ↓	1月12日			
CPI-食品	同比%	13.4	11.9	8.8	9.1 ↑	1月12日			
PPI	环比%	0.0	-0.7	-0.7		1月12日			
PPI	同比%	6.5	5.0	2.7	1.7 ↓	1月12日	1.6	↑	1.8 ↓
PPI-购进价格指数	同比%	10.0	8.0	5.1	3.5 ↓	1月12日			
PPI-生产资料	同比%	7.1	5.2	2.6	1.4 ↓	1月12日			
PPI-生活资料	同比%	4.6	4.2	3.1	2.5 ↓	1月12日			
货币金融									
M1 货币供应	同比%	8.9	8.4	7.8	7.9 ↑	1月8~22日	7.9	=	7.5 ↓
M2 货币供应	同比%	13.0	12.9	12.7	13.6 ↑	1月8~22日	12.9	↑	12.4 ↑
新增人民币贷款	十亿人民币	470	587	562	641 ↑	1月8~22日	575	↑	532 ↑
新增外汇占款	十亿人民币	247	-25	-28		1月8~22日			
官方外汇储备	十亿美元	3202	0	0					

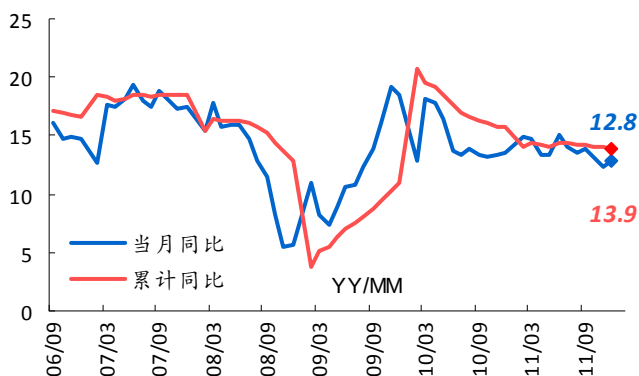
数据来源: Bloomberg, CEIC, “市场预期”值为Bloomberg市场调查的中位数; 宏源证券研究所

一、工业生产数据略升，不可乐观

国家统计局 1 月 17 日初步公布的数据显示，全年国内生产总值 471564 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.2%。分季度看，一季度同比增长 9.7%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 8.9%。从环比看，四季度国内生产总值增长 2.0%。

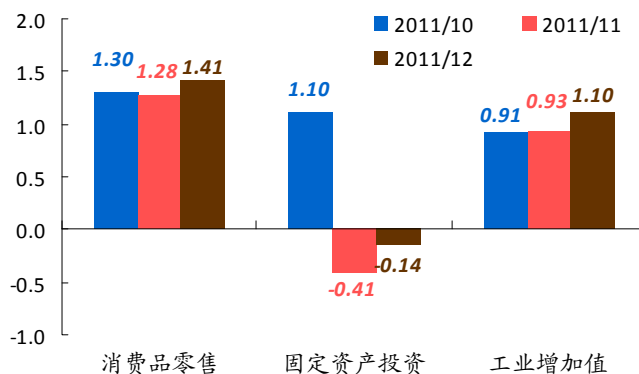
2011 年 12 月份规模以上工业增加值同比增长 12.8%（**市场：12.3%↑，宏源：12.1%↑**，图 1），比 11 月份回升 0.4 个百分点，高于市场和我们的预期。1 至 12 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.9%（**市场：13.8%↑，宏源：13.9%！**），比市场以及我们的预期略高，同 1 至 11 月相比下降 0.1 个百分点。从环比看，12 月份规模以上工业增加值增长 1.1%，与 11 月份 0.93% 相比出现回升（图 2）。

图 1：工业增加值概况（%）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

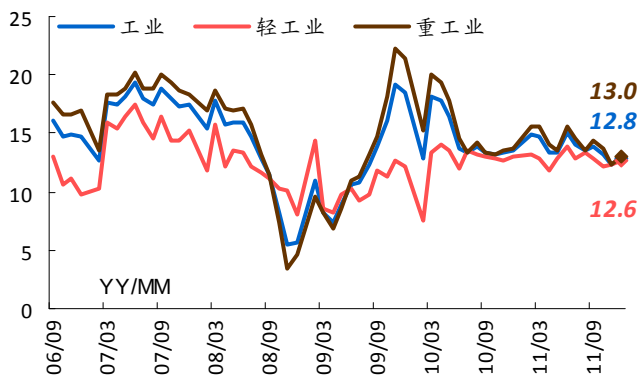
图 2：实体经济核心指标环比情况（%）



数据来源：CEIC，其中消费品零售和工业增加值都经过季节调整；宏源证券研究所

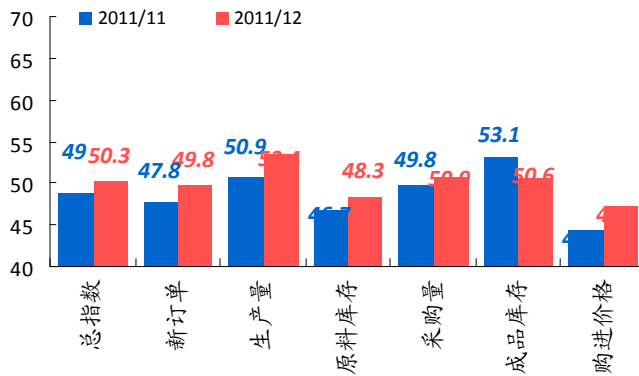
虽然本月工业增加值出现了小幅的回升，但是我们认为，这种回升并不能完全改变目前宏观经济特别是供给端的弱势。这一点从主要工业产品的同比增速可以看出，钢材产量同比从 7.8% 进一步下降为 6%，水泥同比从 11.2% 下降为 7%，其他工业产品，如发电量（从 8.5% 回升至 9.7%），原油加工量（从 3.2% 回升至 4%）等虽然出现了回升，但是同比增长依然非常缓慢，我们认为过去几个月工业生产增长减速停滞的局面并没有改变，汽车产量的增速出现了进一步的下降，降至 -6.5%，也佐证了目前中国工业生产增长趋势的疲软。在我们看来，本月的数据的回暖更像是一个波动，显然不是趋势改变的信号，我们保持中国工业生产供给端仍然存在过度收缩风险的基本判断。

图 3：工业增加值同比（%）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

图 4：中国制造业 PMI 分项指数（%）



数据来源：CEIC；宏源证券研究所

结合 PMI 的数据来看，本月 PMI 数据同样出现了回升，但是与我们对于工业增长值的判断是一致的，即这只是一个政策预期的提振以及季节效应而造成短期的波动而不是一个长期趋势的改变。从数据来看，49.8 的新订单指数说明需求端依然处于收缩的趋势中，而从生产量，采购量等数据来看，虽然有回升，但是在当下这样一个时点以及较弱的供给端趋势下，我们依然不能过于乐观。

表 1: 2011 年 12 月工业主要行业增加值与产品生产状况 (%)

主要行业增加值	同比	累计同比
纺织业	12.7	8.3
化学原料及化学制品制造业	14.8	14.7
非金属矿物制品业	16.7	18.4
通用设备制造业	9.4	9.7
交通运输设备制造业	11.7	17.4
电气机械及器材制造业	10.3	12.0
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	13.3	14.5
电力、热力的生产和供应业	15.4	15.9
黑色金属冶炼及压延加工业	9.9	10.1
主要产品产量		
发电量（亿千瓦时）	9.7	12.0
钢材（万吨）	6.0	12.3
水泥（万吨）	7.0	16.1
原油加工量（万吨）	4.0	4.9
十种有色金属（万吨）	13.2	10.6
乙烯（万吨）	8.8	7.4
汽车（万辆）	-6.5	3.0
其中：轿车（万辆）	-5.9	5.9

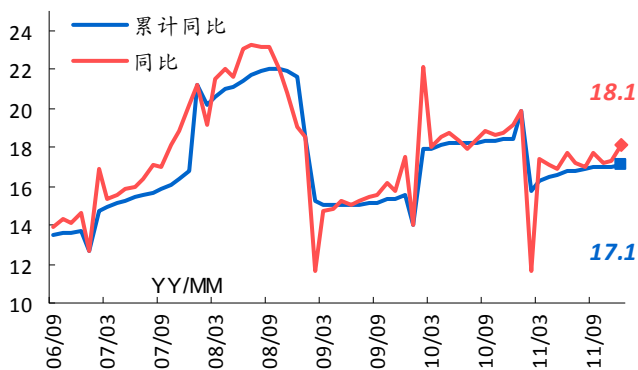
数据来源：中国国家统计局，宏源证券研究所

总结来说，本月工业生产的数据并没有出现进一步的收缩而是有所回升，但是我们认为对于中国供给端的整体趋势依然不能轻易乐观。政策面的回暖当然有着一定的改善预期的作用，这可能是 12 月数据回升的主要原因，但是我们一方面认为目前的政策还没有完全放开的倾向，另一方面目前政策的提振效应终究是有限和短期的，难以逆转整个工业生产的下行，因此我们继续提示中国经济供给端收缩的风险，并认为这一风险将在一个比较长的时间内困扰中国经济走出本波下行的周期。至少，现在并不是过度乐观的时候。

二、名义与实际消费继续回升

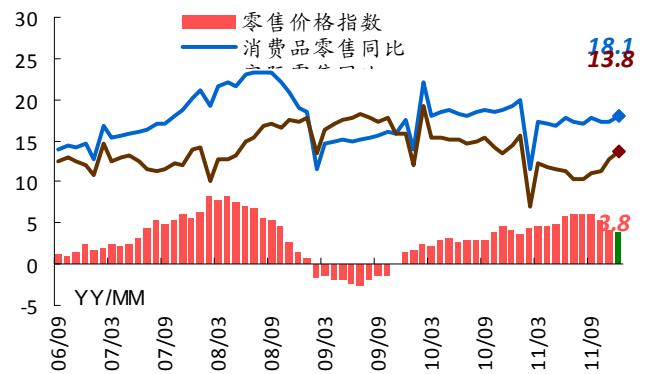
2011 年 12 月份社会消费品零售总额 17740 亿元，同比增长 18.1%（**市场：17.3%↑**，**宏源：17.5%↑**），高于我们和市场的预期。增速比 11 月份增长了 0.8 个百分点，环比上升 1.41%，比 11 月也略有回升。2011 年全年社会消费品零售累计总额 18.1 万亿元，同比增长 17.1%（**市场：17.0%↑**，**宏源：17.1%↑**），增速与 1-11 月份小幅上涨 0.1 个百分点。12 月份实际消费增速 13.8%，和 11 月份增长 1 个百分点，符合我们对于实际消费增长的期待（图 6）。

图 5: 消费品零售增长率 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 6: 名义与实际消费年同比增长 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

由于消费旺季来临, 本月的消费数据出现了一定程度的回升, 这一点基本符合我们的预期。必须消费品中, 汽车的同比增速出现了进一步下降至 11.4%, 但是家电和音响器材的同比增速却从上个月的 15.3% 回升至 25%, 消费季的效应通过这一可选消费的增长就可以看出来。但是我们必须提示由于消费者对于中国经济预期的悲观, 在季节因素过去之后, 可选消费有出现回归性下行的风险。必须消费品的增长依然比较稳定, 是支撑消费增长的主干力量。

表: 2011年12月限额以上企业商品零售情况 (亿元, %)

排序	类别	零售额	当月同比	当月环比
1	汽车	2371	11.4	25.0
2	石油及制品	1303	31.4	4.0
3	食品饮料烟酒	1068	24.7	16.1
4	纺织服装	950	22.5	18.0
5	家电和音像器材	568	25.0	29.1
6	中西药品	373	23.0	8.9
7	其他	未公布	19.4	5.2
8	日用品	277	24.0	10.4
9	文化办公用品	198	34.5	21.9
10	建筑及装潢材料	180	28.4	18.2
11	金银珠宝	180	16.2	26.4
12	家具	141	34.4	15.9
13	化妆品	111	17.3	12.6
14	通讯器材	109	31.3	13.5
15	书报杂志	未公布	12.1	13.5
16	体育娱乐用品	37	15.1	18.9
合计		8381	23.1	17.41

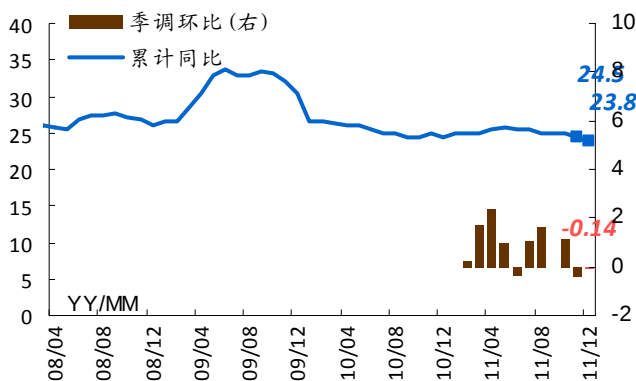
数据来源: CEIC, 宏源证券研究所整理

我们已经强调过, 由于价格明确的下行趋势, 名义消费的同比数据很难有明显的上升, 但是实际消费可能会出现回升, 主要依赖于价格可能出现的下行对消费的刺激。本月在上述因素和季节性消费因素的交叠下, 实际消费数据继续出现增长, 这一点符合我们的预期, 我们也预计, 同样的因素会导致 1 月份的消费数据的增长是有保证的, 但是中国经济持续下行的趋势依然威胁着中国消费预期的回升, 我们也因此提示季节因素过去之后可选消费数据回调的风险。

三、房地产投资再次跳水

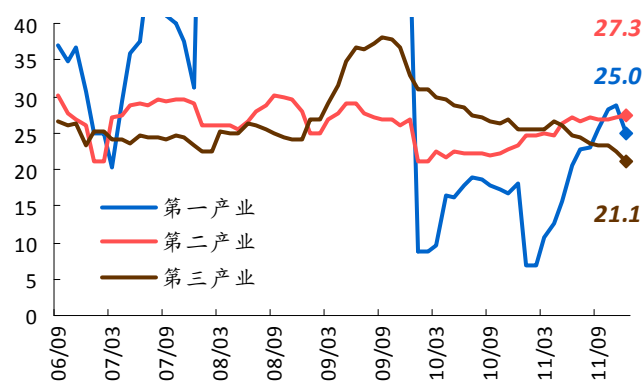
2011 年 12 月份，我国年内固定资产投资（不含农户）累计完成 30.2 万亿元，同比增长 23.8%（市场：24.1%↓，宏源：23.9%↓，图 7），增速比 1-11 月回落 0.7 个百分点，低于我们和市场的预期。12 月，固定资产投资单月同比增速为 5.7%，相比于上个月的 21.3% 的单月同比增速出现了非常大幅度的下降。从环比看，12 月份固定资产投资继续出现了环比的下降，幅度为-0.14%。分产业看，2011 年，第一产业投资同比增长 25%；第二产业投资增长 27.3%；第三产业投资增长 21.1%（图 8）；分地区看，1-12 月份，东部地区投资增长 21.3%，中部地区投资增长 28.8%，西部地区投资增长 29.2%（图 9）。

图 7：城镇固定资产投资增长情况（%）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所

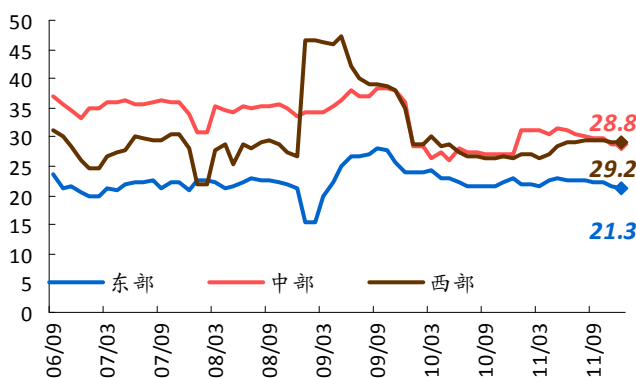
图 8：三大产业固定资产投资累计完成同比（%）



数据来源：CEIC；宏源证券研究所

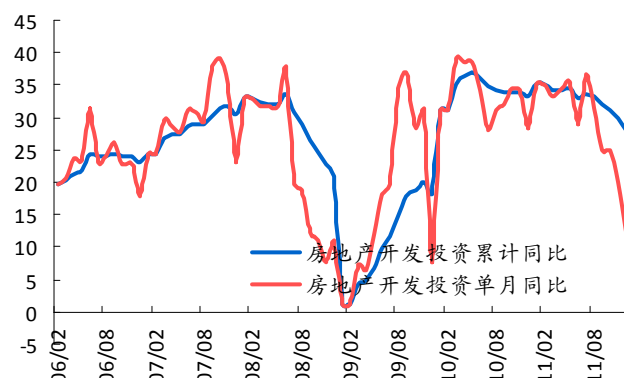
2011 年，全国房地产开发投资 61740 亿元，比上年增长 27.9%，增速比上年回落 5.3 个百分点，比 1-11 月回落 2 个百分点。从单月同比的数据来看，房地产投资的下降趋势更加明显，12 月，房地产投资单月同比降至 12.3%，再次出现数据的跳水。地产投资在年末连续走出大幅度的下降显然是受到了调控政策的影响，虽然这一点在我们和市场的预期之中。

图 9：各区域固定资产投资累计完成同比（%）



数据来源：CEIC，2011 年 1 月至 10 月，宏源证券研究所

图 10：房地产投资同比增速（%）



数据来源：CEIC；宏源证券研究所

从土地购置，房屋销售等数据中，我们在很早的时候就预测房地产投资会在降至 15%，但是本月下降的幅度之大还是有些超出预期。这说明，房地产投资意愿已经彻底进入冰点，我们认为，在货币政策全面转向宽松之前，房地产投资资金紧缺的格局并不会发生任何改变，房地产投资会在低点形成平台。而即使货币放松，一方面政策层面可能采用定向性的政策来继续对房地产部门施压，另一方面受到预期的影响，地产商的开发意愿也已经明显

非常低落,这意味着我们在 2012 年上半年都不可能指望房地产部门出现明显的回暖迹象。作为政策调整首当其冲的对象,房地产行业的这一个冬天会很长。在今年 4 月份左右房地产投资信托到期的高峰期,可能引发一波房地产企业资金链的风险。

在上个月的月报中,我们指出企业预期下行影响并不仅仅局限于受到政府打压的房地产领域,这种影响是全面性的以至于钢铁,有色金属,通用设备这样的基础工业的投资意愿都受到的影响,并出现了下行。本月整个投资部门的单月同比投资增速出现了大幅度的下行,显然并不全是受房地产单一部门的影响,我们认为,受悲观预期影响的基础工业部门投资的下行的趋势有加速的趋势,而这种投资的下行在一个生产周期以后将会转变成为未来产出供给的下行,基于此,我们对于房地产部门的判断对于中国实体经济同样适用,整个 2012 年上半年中国实体经济都会处于软着陆的通道中。

四、总结:消费季节性回升,投资加速下行,前景依然悲观

本月的实体经济数据有好有坏,受季节性的需求刺激,消费数据继续出现回升,且可选消费中家电和音像器材同比大幅增长,这当然是一个好的趋势,但是我们认为在 1 月份季节性因素终结之后,消费增长的趋势可能会出现停滞。因此,我们对于消费领域的乐观持保留态度,毕竟在经济增长乏力的大环境下,消费预期难以独善其身。与之类似的还有工业生产的数据,虽然本月工业生产的数据出现了一定程度的回升,但是我们认为,这种回升没有改变大趋势上的弱势,从主要工业品的生产数据上来看,生产性需求依然非常弱势。在这一点上,主要工业产品的价格依然在下降可以提供部门的呼应和佐证。我们认为,下行周期中的企业预期和企业去库存的操作还会在相当长的一段时间中导致中国供给端的收缩。与上述两者不同,本月投资部门的下行显得非常明显,房地产部门投资再次出现了增长率上的跳水,而我们认为消极的投资预期对于投资部门整体性的负面影响还将随着中国经济的继续下行而在相当长的时间中得以保持,并对中国上半年的生产情况产生持续性的压力。

从政策上来看,货币政策开始平稳中转向宽松,使得流动性情况从底部回升是一个概率比较大的事件,我们对于中国的流动性水平特别是 2 季度之后的流动性水平其实并不是非常的担心,但是关键的问题在于,由于中国供给端的弱势,货币宽松的刺激并不必然能够带来实体经济的拐点,毕竟修正预期来使得企业重新开始进行投资进行生产可能并不是一件非常容易的事情。

需要提示的风险还在于,需求刺激政策反而会带来通胀的反复并对货币政策的放松操作造成障碍。在供给端和需求端都处于弱势的情况下,如果宽松的货币政策开始投放,弹性较供给端更大的需求端的回升会领先于供给端,这会导致中国整体供需的再次失衡,通胀再次抬头。从现象上来看,这种通胀的反复会和货币政策的刺激直接联系在一起,从而导致央行在再次投放货币政策的时候再次陷入投鼠忌器的窘境。从这个角度来说,在本轮经济下行周期中,政策当局从供给端着手的政策,如“结构性减税”以及对于新兴产业的扶持政策或许更应该成为我们关注的重点。

分析师简介:

邴 彬: 宏源证券研究所首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

秦培景: 宏源证券研究所宏观分析师, 复旦大学金融学博士, 主要研究领域为开放宏观经济学, 对外经济政策, 人民币汇率; 于 2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。