

“衰退”与“复苏”间的徘徊

-----2012 年 1 月宏观经济模型更新及周期判断

报告要点

■ 周期判断：“小幅衰退”与“弱势复苏”间的徘徊

结合三个周期变量的变化趋势，我们认为当前经济处在小幅衰退后期，但有向弱势复苏转变的动向。

■ 周期模型变量最新变化的解读

(1) CPI 同比 4.1%，为本轮通胀在 7 月到达阶段性高点后的连续第五个月回落。受节日因素的影响，本月价格回落比预期弱。

(2) 工业增加值同比增长 12.8%，较上月超预期回升 0.4%。价格回落与产出增加往往表明经济处于复苏阶段，但是考虑到工业增加值同比的三期移动平均值仍在下行，对于当前经济周期阶段是否因政策干扰而出现变化仍需持谨慎态度，有待下月的数据来确认。

(3) 从货币供应量上来看，12 月 M1、M2 增速均触底回升。金融机构新增信贷 6405 亿，较上月明显增多。货币数据的变化表明了流动性紧张的状况将有所缓解。并且，随着通胀的继续回落，货币政策宽松的空间将增大，未来存款准备金率的下调带来流动性更为明显的改善。

■ 趋势判断与行业配置建议：

对于最新的经济数据，我们认为：

第一、12 月工业增加值同比的增长在一定程度上验证了短周期的有效性；

第二、数据的公布表明经济快速下降的可能性较低，符合我们一直强调的政策影响下经济中期将缓慢调整的判断。

第三、接下来，如果库存缓慢回落，则其将对经济缓慢调整的判断起到验证作用。一方面，价格回落速度减缓情况下，包括价格因素的工业库存回落也受到直接影响；另一方面，如果工业生产不出现快速下行，则产出的相对平衡将抵补一部分需求，进而使得库存的消耗不会过快。

第四、经济中期缓慢调整是大概率事件，符合政策调控的目标。因此，短期数据的超预期更多地是带来市场情绪从此前对经济快速下行的过于悲观预期中的修正，基于情绪的转变与一季度信贷的季节性放松，市场短期具备反弹的条件。但中期来讲，基于经济缓慢调整的经济见底延后也意味着市场中底部将是被延后的。

相关研究

《基于宏观经济指标的战略资产配置》

2009 年 7 月，邓二勇

《高物价下的经济触底回升，“短利”与“中弊”？——2011 年 7 月宏观模型更新及周期判断》，2011 年 7 月 13 日，邓二勇

《价格加速回落的衰退期，“抵抗式”行情延续——2011 年 12 月宏观模型更新及周期判断》，2011 年 12 月 12 日，邓二勇

分析师：

邓二勇

(8621) 68751589

dengey@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120005

联系人：

吴春杰

(8621) 68751589

wucj@cjsc.com.cn

正文目录

一、十二月宏观经济变量及周期阶段	4
周期判断：“衰退”与“复苏”间的徘徊	4
二、周期模型中各变量最新变化的解读	4
2.1 价格回落趋缓	4
2.2 工业产出继续回落，经济回落担忧加剧	6
2.3 12 月银行信贷投放较为宽松	9
三、经济与市场判断：	9

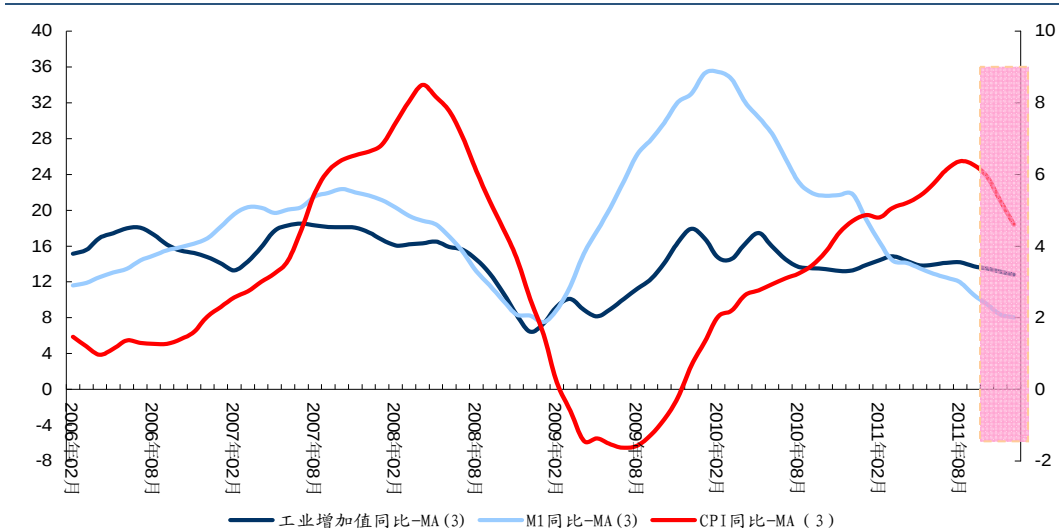
图表目录

图 1: 战术经济周期宏观经济数据更新	4
图 2: CPI 同比与环比均较上月回落	5
图 3: PMI 购进价格指数与 PPI 走势	5
图 4: 大类行业 PPI 走势	6
图 5: 历年各月份 PMI 变化趋势比较	6
图 6: 工业增加值当月同比及季调后环比	7
图 7: 最新库存周期情况	7
图 8: 工业增加值与工业库存同比构建的需求指数	8
图 9: 货币增速以及金融机构新增贷款	9

一、十二月宏观经济变量及周期阶段

周期判断：“衰退”与“复苏”间的徘徊

图 1：战术经济周期宏观经济数据更新



资料来源：Wind 资讯，长江证券研究部

从最新公布的 12 月份经济数据来看，

（1）CPI 同比 4.1%，较上月小幅回落 0.1%，为本轮通胀在 7 月到达阶段性高点后的连续第五个月回落。12 月 PPI 同比 1.69%，上月为 2.72%。综合来看，受节日因素的影响，本月价格回落比预期弱。

（2）工业增加值同比增长 12.8%，较上月超预期回升 0.4%。价格回落与产出增加往往表明经济处于复苏阶段，但是考虑到工业增加值同比的三期移动平均值仍在下行，对于当前经济周期阶段是否因政策干扰而出现变化仍需持谨慎态度，有待下月的数据来确认。

实际上，此前市场对 12 月的工业生产并不看好，多认为工业增加值同比会出现小幅下滑。最终数据的回升在一定程度上有利于市场对经济过于悲观的预期有所修正。

（3）从货币供应量上来看，12 月 M1、M2 增速均触底回升，M1 同比由上月的 7.8% 升至 7.9%。金融机构新增信贷 6405 亿，较上月明显增多。货币数据的变化表明了流动性紧张的状况将有所缓解。并且，随着通胀的继续回落，货币政策宽松的空间将增大，未来存款准备金率的下调带来流动性更为明显的改善。

结合三个周期变量的变化趋势，我们认为当前经济处在小幅衰退后期，但有向弱势复苏转变的动向。

二、周期模型中各变量最新变化的解读

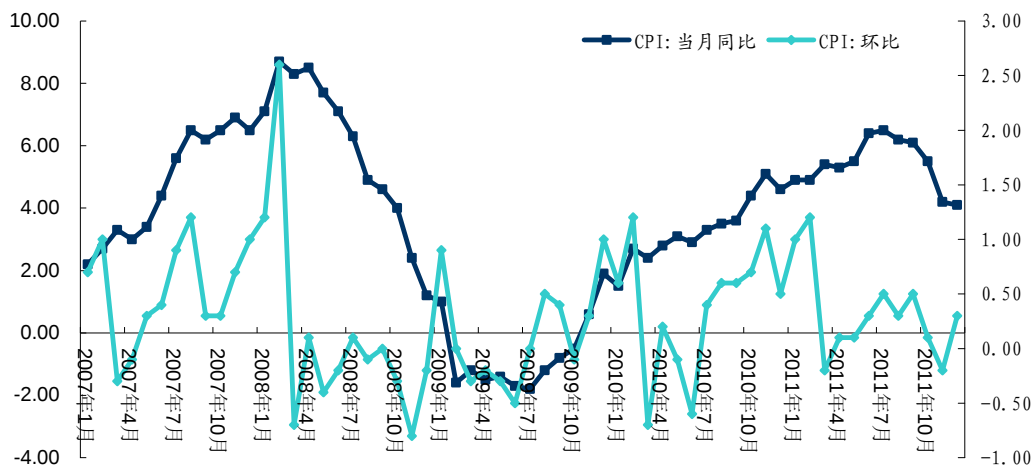
2.1 价格回落趋缓

CPI 同比微降，环比回升

12 月 CPI 同比增长 4.1%，较上月仅下降 0.1%。而 CPI 环比在前两个月为负的情况下，12

月并没有延续环比下降的趋势。从居民消费价格同比水平的回落幅度来看,受节日因素的影响,节前价格回落速度明显减弱。

图 2: CPI 同比与环比均较上月回落



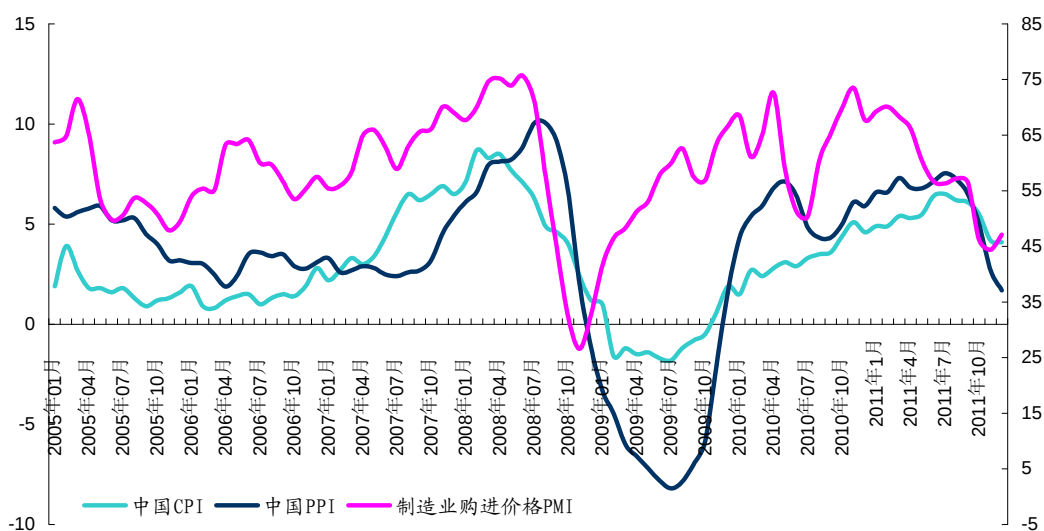
资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

PPI 同比回落速度同样减缓

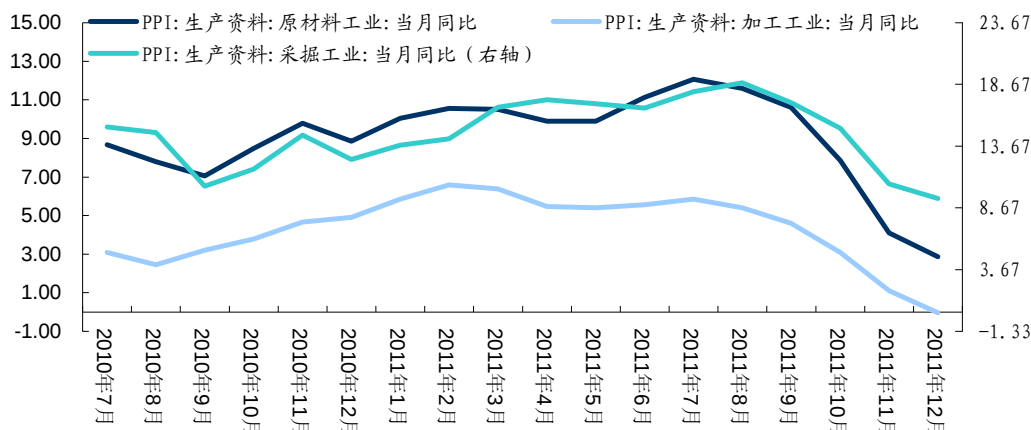
从 12 月的 PMI 购价格指数的反弹, 我们已经预测价格回落的速度将会放缓。最新的 PPI 同比由上月的 2.72% 回落到 1.69%, 工业生产者出厂价格指数同比的回落速度较上月明显减弱。

从各大类生产资料的价格指数走势来看, 均呈回落趋势。其中加工类生产资料价格指数同比降为负值, 为 -0.3%。表明, 对于加工类企业来讲, 其成本压力将得到有效的缓解。

图 3: PMI 购进价格指数与 PPI 走势



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究所

图 4：大类行业 PPI 走势


资料来源：WIND 资讯，长江证券研究所

工业生产者出厂价格下降有两个直接且重要的影响。第一、在需求没有启动的情况下，工业生产者出厂价格的回落将导致企业营业收入下降，当然在这一过程中，部分行业的成本压力也会得到改善；第二、从量与价的关系来看，当价格从高水平回落时，需求仍处于价格低弹性区。从我们此前的研究来看，当加工类 PPI 同比降至 2.5% 以内时，需求的增长才能足以弥补价格回落给企业盈利带来的负面影响。12 月加工类 PPI 同比为 -0.3%，连续两个月在临界值以下。如果本轮经济周期沿传统路径演绎，则我们将看到价格刺激下需求的启动。但考虑到当前经济可能面临潜在经济增速回落，这种情况下，价格刺激到需求启动的时间间隔将被延长，因此需求的启动也将被延后。

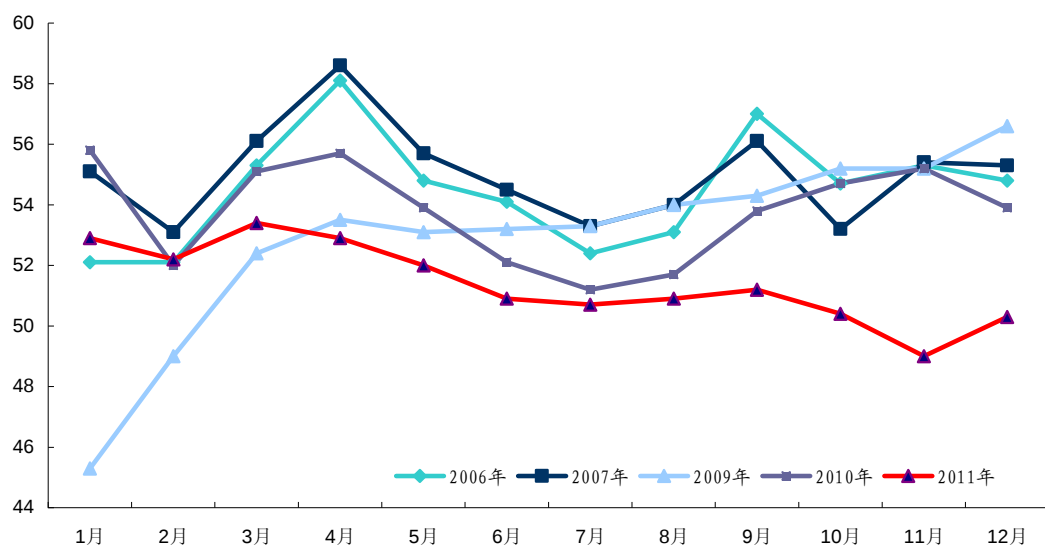
2.2 工业产出继续回落，经济回落担忧加剧

工业增加值同比回落符合预期

工业增加值同比回落是对前期货币政策持续紧缩的滞后反映。月初公布的制造业 PMI 再次反弹至 50 以上，表明在政策调整下企业家前期对经济过度悲观的预期存在修正的趋势。剔除季节因素影响后的 12 月工业增加值的环比数据为 1.1%，为年内最高水平。对于工业生产的超预期上行，我们认为前期政策可能采取了一些财政政策，其对经济的刺激效果开始显现。

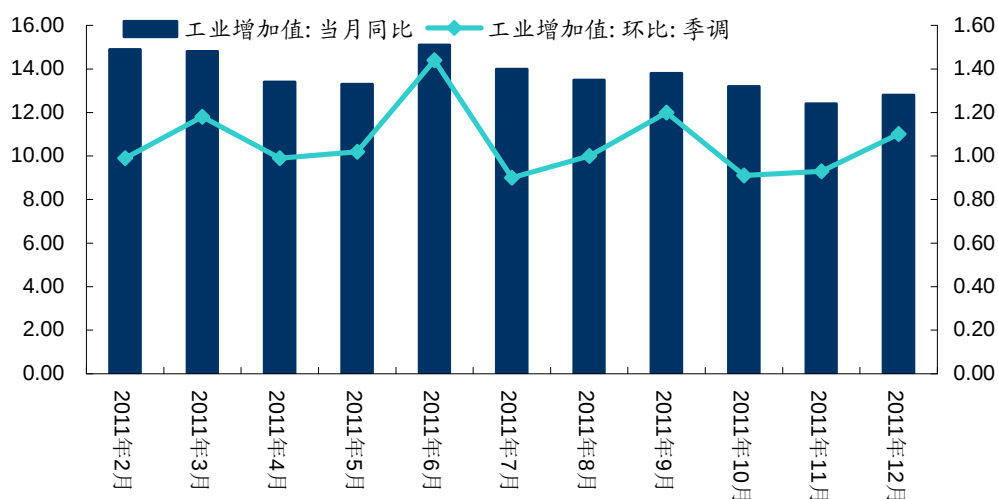
根据统计局最新公布的工业库存数据，11 月同比增长 22.79%，较上月下降 1.38%，上月为 24.17%。11 月工业增加值同比 12.4%，较 10 月回落 0.8%。由库存同比与工业增加值同比数据显示的库存周期处在主动去库存阶段。从微观角度来看，以工业增加值同比-库存同比差值所构建的工业行业销量指标能够反映整体的工业企业供给与需求的制衡力。11 月的销量指指标仍然为负值，为 -10.39%，较上月的 -10.97% 微幅回升，但为年初以来的次低值。销量指标的持续低位反映需求较弱。

图 5：历年各月份 PMI 变化趋势比较



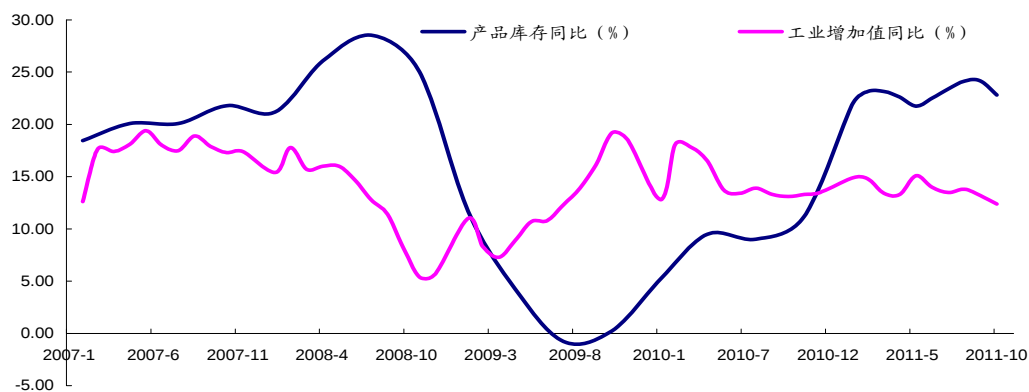
资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

图 6：工业增加值当月同比及季调后环比



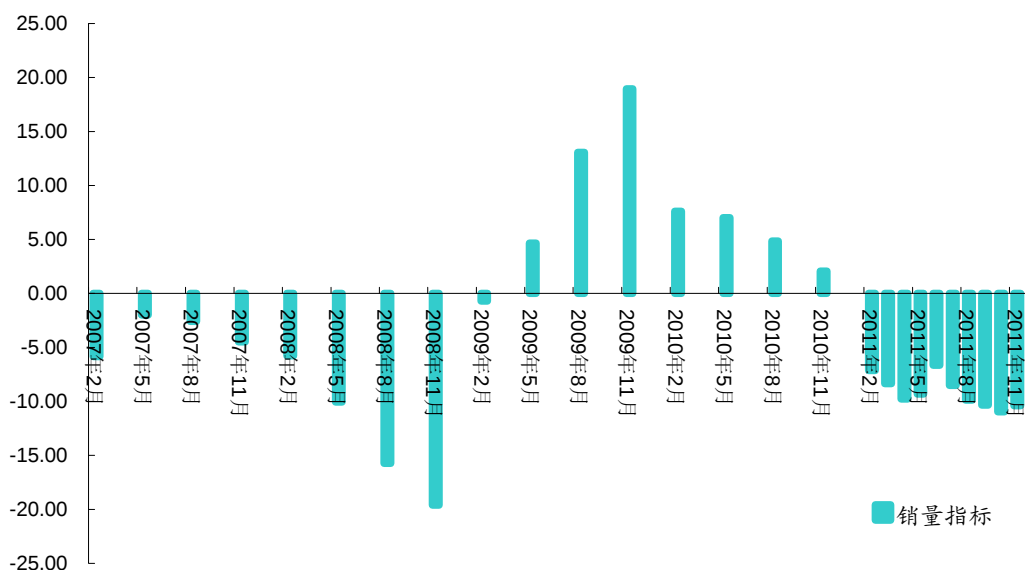
资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

图 7：最新库存周期情况



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

图 8：工业增加值与工业库存同比构建的需求指数



资料来源：中国物流与采购联合会，长江证券研究部

工业增加值增减趋势的行业分化

从主要行业的工业增加值同比变化上来看，周期性的黑色金属冶炼及压延制造业、非金属矿物制品业、通用设备以及交通运输设备制造业的工业增加值同比仍是向下的。其中，这些行业产出的增长与房地产行业投资有着紧密的联系。在严厉的房地产调控政策影响下，钢铁、建材、机械均受到较大程度的负面影响。在而工业增加值上涨的行业包括电气机械及器材制造业、通信设备计算机及其他电子设备制造业以及电力、热力的生产和供应业。在房地产投资链条上的相关行业的生产因需求减弱而明显回落的同时，电气、通信计算机以及公用事业的基本面相对较好，产出表现为一定的增长。

表 1：主要行业工业增加值同比较上月增减（%）

指标名称	化学原料及化学制品制造业	非金属矿物制品业	黑色金属冶炼及压延加工业	通用设备制造业	交通运输设备制造业	电气机械及器材制造业	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	电力、热力的生产和供应业
2011 年 2 月	16.4	18.9	11.5	22.7	12.8	16.6	14.5	13
2011 年 3 月	14.7	20.2	9.3	20.3	13.7	17.3	16.1	13.5
2011 年 4 月	13.9	18.1	8.5	19.9	9.7	14.3	14.6	11.7
2011 年 5 月	13	18.5	9	18.9	7.8	14.2	11.4	10.9
2011 年 6 月	15.8	19.8	12.8	18.5	10.7	16.2	15.6	11.3
2011 年 7 月	14.9	18.8	10.9	15.8	11.2	12.9	15	10.5
2011 年 8 月	13.9	17.6	10.2	15.7	12.4	13.4	16.9	7.7
2011 年 9 月	14.8	18	13.6	14.7	12.2	13.3	17.7	8.9

2011年10月	13.1	17	10.7	15.8	11.3	10.8	15.6	8
2011年11月	14.5	16.8	9.7	14.2	11.4	11.6	13.4	7.6
2011年12月	14.8	16.7	9.4	11.7	10.3	13.3	15.4	9.9

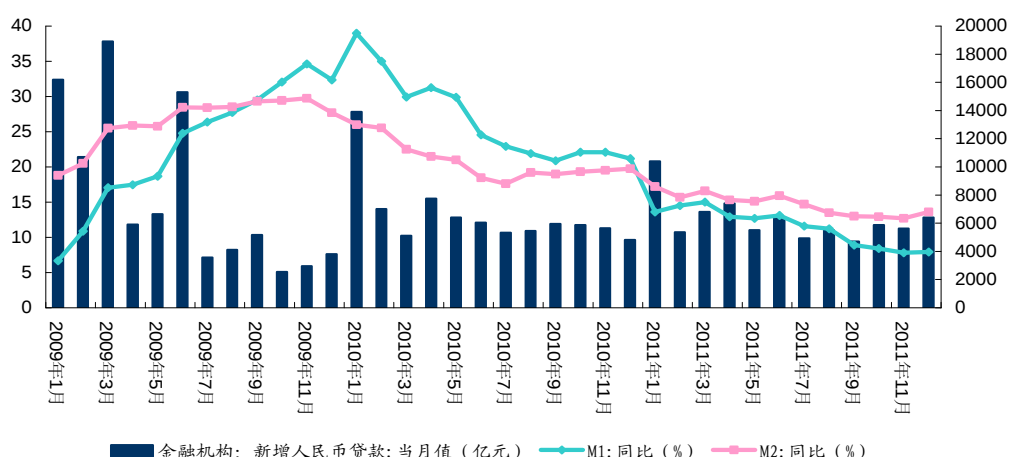
资料来源：WIND 资讯，长江证券研究所

2.3 12月银行信贷投放较为宽松

12月信贷投放相对宽松，当月金融机构新增人民币贷款 6405 亿元。M1 同比增速由上月的 7.8% 小幅上涨 0.1%；M2 同比增速由上月的 12.7% 升至 13.6%。从金融机构新增人民币贷款与货币供应量速度的变化，一方面可以看出年底银行体系内资金需求的增长；另一方面，央行维持紧缩货币政策的意图随着通胀压力的缓解而有所减弱。

对于未来流动性的变化趋势，我们认为，年初往往是信贷与货币均较为宽松的时期，并且当前处于历史高位的存款准备金率也将面临向正常水平的回落，一季度流动性不会过于紧张。

图 9：货币增速以及金融机构新增贷款



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究所

三、经济与市场判断：

对于最新公布的经济数据，我们认为：

第一、我们在年度策略中所阐述的在传统周期中，价格回落 3-4 个月后会看到需求的启动，7 月价格开始回落已持续 5 个月，基于传统周期的运行逻辑，我们看到了工业增加值同比增长，这在一定程度上验证了短周期的有效性；

第二、此前市场对经济快速下行的预期较多，数据的公布进一步排除了经济快速下降的风险，符合我们一直强调的在政策影响下经济中期缓慢调整的思路。经济的缓慢调整将使得经济与市场见底时间的延后。

第三、接下来，工业库存将是我们需要重点跟踪的后验指标。一方面，当前我们看到价格回落速度减缓，而工业库存是一个包括价格因素的指标；另一方面，如果工业生产不出现快速下行，则产出的相对平衡将抵补一部分需求，进而使得库存的消耗不会过快。如果我们看到库存的缓慢回落，则对经济缓慢调整的判断起到验证作用。

第四、经济中期缓慢调整是大概率事件，符合政策调控的目标。因此，短期数据的超预期更多地是带来市场情绪从此前对经济快速下行的过于悲观预期中的修正，基于情绪的转变与一季度信贷的季节性放松，市场短期具备反弹的条件。但中期来讲，基于经济缓慢调整的经济见底延后也意味着市场中期底部将是被延后的。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

吴春杰，复旦大学经济学硕士，南开大学金融学学士，长江证券宏观策略研究助理，主要研究领域为行业比较。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。