

2012 年 2 月 1 日

宏观研究

研究所

证券分析师: 邹璐 S0350510120012
0755-83707473 zoul01@ghzq.com.cn

中国经济底部趋近

——2012 年 2 月宏观经济月报

投资要点:

- **中国经济底部趋近** 中国经济已趋近底部, 预计一季度 GDP 环比见底, 二季度同比增速见底。1) 目前 PMI 已趋稳, PMI 原材料库存显示经济正由去库存进入补库存阶段; 2) PPI 同比可反映工业企业收入增长, 由于领先 PPI 同比约 6 个月左右的环比已现企稳, 预计 PPI 同比将于二季度回升, 从而带来工业企业收入改善。PPI-PPIRM 领先工业企业利润增速约 6 个月, 而其目前已现回升; 3) M1 已见底, 货币政策环境宽松微调利于经济底部企稳。
- **需求面尚未改善, 但二季度或逐渐趋于好转** 从三大支出看, 投资和出口均明显回落, 且一季度难有改善迹象, 预计一季度仍面临继续较大幅回落, 二季度或有所改善。1) 外围环境在二季度将趋于明朗, 法国大选 (4 月) 逐渐结束, 7 月份启动 ESM (欧洲稳定机制), 利于出口企稳; 2) 3 月份两会之后政策性投资面临启动, 有利于投资降幅趋缓并逐渐趋稳。消费方面, 短期超预期, 但源于节日因素及前期滞后影响, 预计 1 月份因春节因素继续走高, 但节后则可能回落至 16-17% 左右, 总体仍维持平稳走势。
- **CPI 面临短期反弹, 不改上半年回落趋势** 稳健货币政策及经济回落趋势下, CPI 已步入回落期, 虽然春节因素食品价格上涨, CPI 面临短期反弹, 1 月份同比增速预计反弹至 4.3%, 但之后 CPI 将重新回落, 上半年回落的趋势不改, 年中降至 3% 以下, 下半年随着国内经济企稳, 重新步入小幅回升。PPI 环比现企稳迹象, 预计 PPI 同比增速将于二季度见底, 随后小幅回升, 利于工业企业收入改善。
- **年初信贷面临投放压力, 流动性维持紧平衡** 受制于存贷比压力, 年初信贷投放面临一定难度, 可能低于预期, 1 月难超 1 万亿, 后期随着存准率下降有所好转, 预计全年信贷规模为 8 万亿左右, 比 2011 年略升。由于 2012 年外汇占款维持低增长, 公开市场操作到期量有限, 预计 2012 年 M2 在 13%-14% 左右波动, 虽已至底部, 但难以快速回升, 未来流动性总体维持相对紧平衡。M1 已见底, 随着经济企稳面临一定回升。
- **货币政策仍数量为主, 预计 2 月降准一次** 通胀目前已不是政策的主要关注点, 但经济下行下货币政策难以出现大幅宽松, 仍是宽松微调、结构性宽松为主, 而这也体现在信贷只是小幅回升以及 M2 仍维持底部小幅波动为主。预计货币政策仍以数量调整为主, 利率维持稳定, 存款准备金率预计下调 2-3 次, 主要在于对冲外汇占款回落影响, 考虑到近期逆回购到期以及 2 月央票仅 120 亿到期量, 预计 2 月降准一次, 50BP。财政政策方面, 预计 3 月开完两会后, 财政支出力度有所加大, 政策性投资有望逐渐启动。

目 录

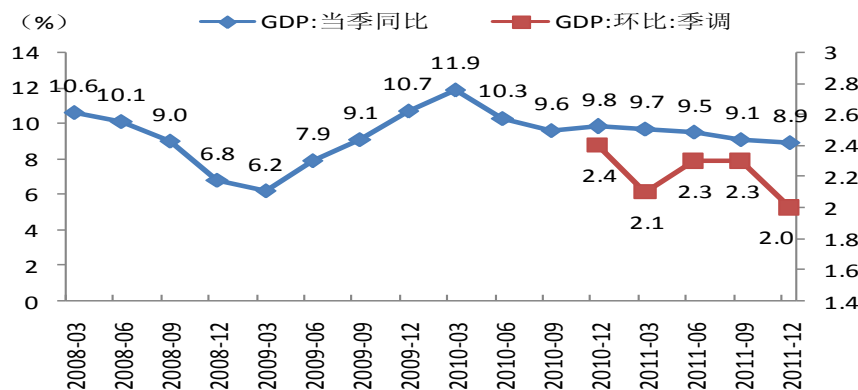
1、经济底部趋近.....	3
1.1、经济趋近底部，预计一季度环比见底.....	3
1.1.1、PMI 指数趋稳，原材料逐渐进入补库存阶段.....	3
1.1.2、PPI 环比趋稳，工业企业收入及利润将于二季度企稳回升.....	5
1.1.3、M1 已见底，货币政策宽松微调利于经济企稳.....	6
1.2、经济同比增速面临继续回落，预计二季度见底.....	6
1.2.1、工业增加值仍面临回落，一季度或较差.....	7
1.2.2、固定资产投资明显回落，一季度快速下滑将继续.....	8
1.2.3、进口及出口增速回落尚未结束，有待内外环境改善.....	9
1.2.4、消费未来平稳增长为主.....	12
1.2.5、未来经济见底后的回升幅度预计有限.....	13
2、物价短期反弹，不改回落趋势.....	14
2.1、1 月 CPI 面临短期反弹，上半年回落趋势不变.....	14
2.2、PPI 环比趋稳，同比二季度面临回升.....	15
3、流动性趋好，但全年仍维持相对紧平衡.....	17
3.1、存贷比制约，年初信贷投放可能低于预期.....	17
3.2、M1 及 M2 见底，但 M2 未来底部小幅波动为主.....	18
3.3、降准具有必要性，预计 2 月降准一次.....	19
4、宏观经济数据预测.....	20

1、经济底部趋近

2011 年四季度 GDP 同比增速超市场预期, 消费增长强劲, 货币供应量首现回升, 经济景气指数 PMI 现趋稳, 中国经济基本无硬着陆之忧, 而且数据显示, 中国经济正趋近底部, 预计一季度季调环比见底概率大。

从 GDP 同比增速看, 则可能还要延续两个季度的回落, 且一季度房地产投资和出口同比增速均将继续面临较明显回落, 之后伴随政策趋松, 信贷支持以及保障房等政策性投资推进, GDP 同比增速预计于二季度见底回升。不过需注意的是, 由于为房地产和出口已进入较长的调整期, 未来经济见底后的回升, 难以 V 型快速回升, 更可能是缓慢小幅回升, 且存在一定波动。

图 1、2011 年四季度 GDP 同比增速继续小幅下行



资料来源: WIND、国海证券研究所

1.1、经济趋近底部, 预计一季度环比见底

最新数据显示, PMI 已趋稳、PMI 原材料库存显示经济正由去库存阶段进入补库存阶段, 同时 PPI 环比逐渐趋稳、M1 基本见底, 这些信号显示中国经济正趋近底部, 预计一季度 GDP 环比见底, 二季度同比增速见底。

1.1.1、PMI 指数趋稳, 原材料逐渐进入补库存阶段

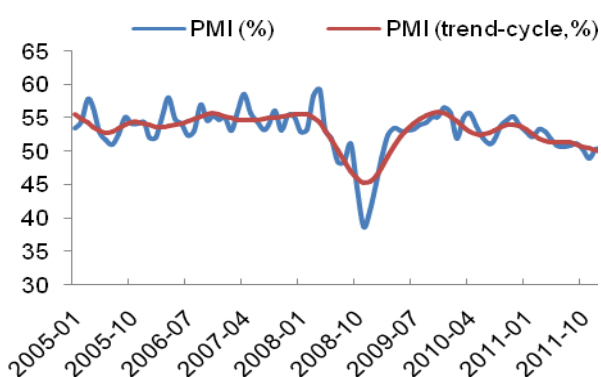
1 月 PMI 为 50.5%, 环比回升 0.2 个百分点, 连续 2 月回升, 显示经济已现企稳迹象。从趋势看, 目前 PMI 仍处下降趋势, 但与前期快速回落相比下降趋势已趋缓, 已有见底迹象。最新公布的汇丰 PMI1 月初值继续回升, 亦显示经济趋稳迹象。PMI 分项指标中, 1 月生产指数及新订单指数分别为 53.6%、50.4%, 相比上月继续回升, 且订单指数已至 50 以上, 不过新出口订单重新回落, 反映出口情况仍不佳。

产成品库存回落, 企业主动去库存逐渐展开。1 月 PMI 产成品库存为 48%, 已连续 2 月回落, 趋势正面临转向, 企业在积累了较高的产成品库存后, 正逐渐进

入主动去库存阶段，短期内虽会加大经济回落压力，但是利于未来经济更好的企稳回升。

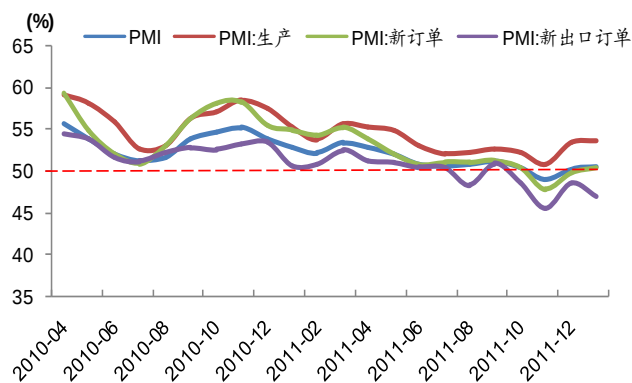
原材料库存回补逐渐启动，将带来经济底部回升。由于工业增加值与 PMI 原材料库存相关性更高，周期性更一致，原材料库存回补阶段往往预示着经济进入阶段性底部，并带来一定回升。1 月 PMI 原材料库存为 49.7%，连续两月回升，季调后的趋势项企稳明显，原材料补库存阶段预计正迎来。而价格指数亦反映这点。PPI 环比与原材料库存走势密切相关，从经济关系上，去库存阶段正是价格快速回落阶段，而价格迎来企稳，也往往预示着去库存面临结束，补库存阶段迎来，而目前 PPI 环比趋势已现企稳。

图 2、1 月 PMI 继续小幅回升，下滑趋势趋缓



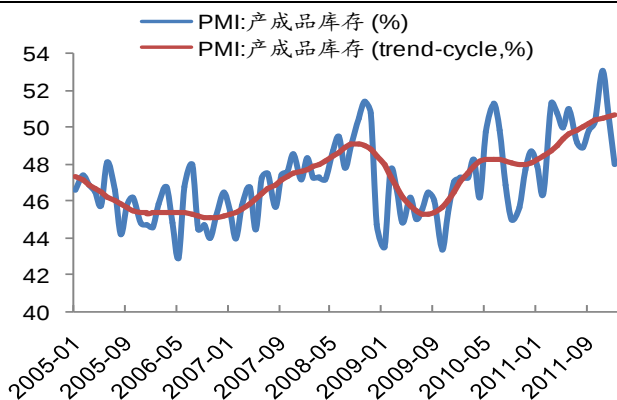
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 3、1 月 PMI 生产、新订单均回升



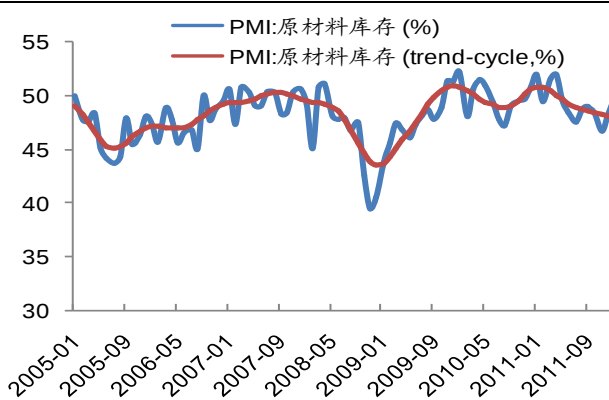
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、1 月 PMI 产成品库存大幅下降，去库存展开



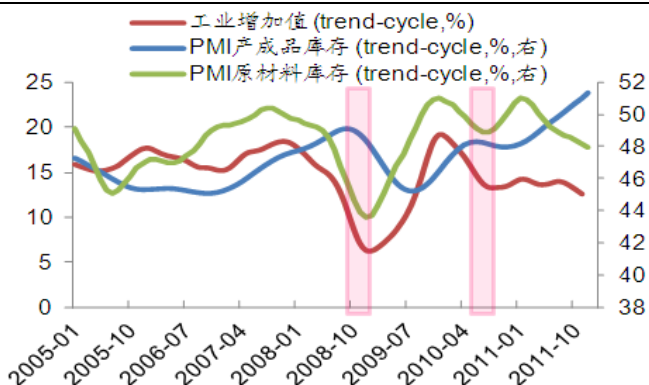
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 5、12 月 PMI 原材料库存回升，下降趋势趋缓

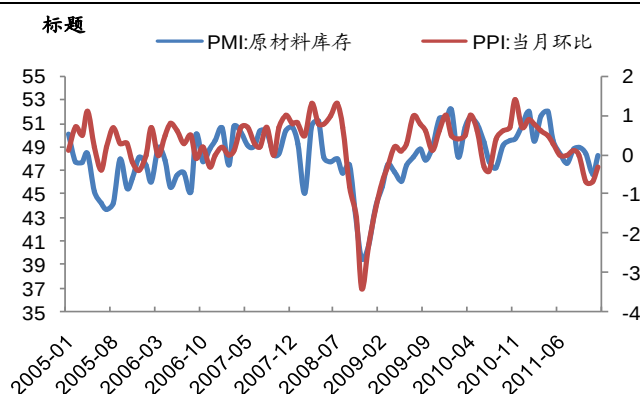


资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6、产成品库存下降初期，工业增加值将继续回落 图 7、PMI 原材料库存与 PPI 环比呈现较高相关性



资料来源：WIND、国海证券研究所



资料来源：WIND、国海证券研究所

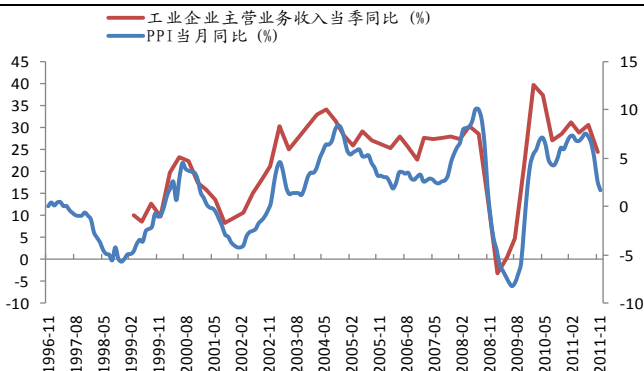
1.1.2、PPI 环比趋稳，工业企业收入及利润将于二季度企稳回升

PPI 作为工业品出厂价格指数，能较好反映工业企业主营业务收入情况，虽然在拐点阶段两者有时并不完全一致（可能源于一个季度数据一个月度数据），但这并不影响两者高相关性（高达 88%）。而 PPIRM 作为工业企业原料燃料动力购进价格指数，反映工业企业的原材料成本情况，PPI-PPIRM(当月同比增速)一定程度上反映企业的收入与成本之差，即反映工业企业的利润情况，不过其与工业企业利润增速走势并不一致，PPI-PPIRM 约领先工业企业利润增速 6 个月左右，这可能源于企业对于价格的反映需要一定时间调整。

PPI 同比预计二季度迎来回升，工业企业主营业务收入亦有望届时底部回升。目前 PPI 与工业企业主营业务收入同比增速均处于继续下滑趋势，但 PPI 环比逐渐趋稳显示 PPI 同比增速正逐渐趋于底部，由于 PPI 环比约领先 PPI 同比 6 个月左右，预计 2012 年二季度 PPI 同比有望迎来底部回升，而工业企业主营业务收入同比增速届时也将有望底部回升，GDP 同比增速亦有望届时见底。

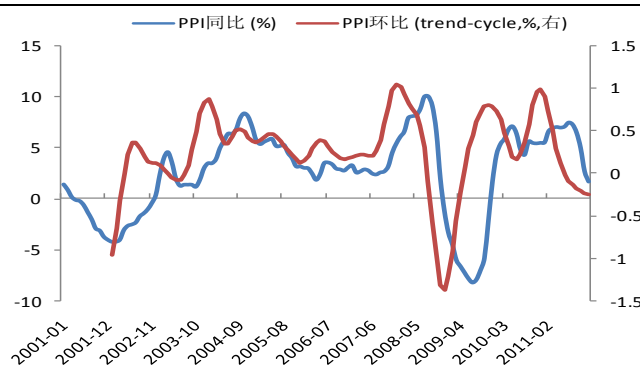
PPI-PPIRM 已现回升，预计工业企业利润也将二季度底部回升。PPI-PPIRM 于 2011 年 10 月起现回升，预计工业企业利润增速于 2012 年二季度亦有望企稳。

图 8、PPI 与工业企业主营业务收入具有高相关性



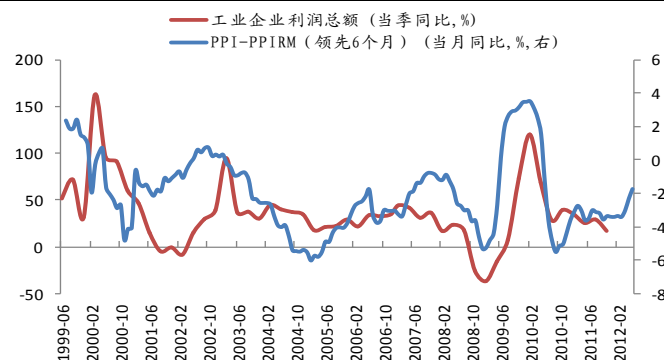
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 9、PPI 环比趋势已趋稳，其领先同比约 6 个月



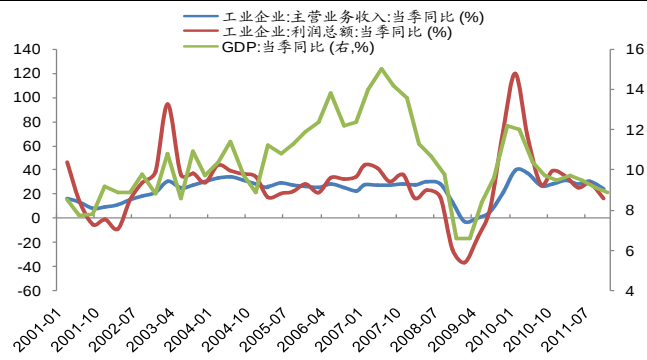
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 10、PPI-PPIRM 领先工业企业利润增速约 6 个月



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 11、工业企业收入、利润增速与 GDP 增速

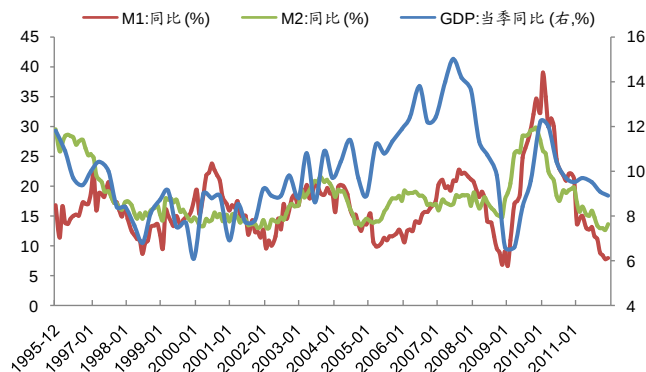


资料来源：WIND、国海证券研究所

1.1.3、M1 已见底，货币政策宽松微调利于经济企稳

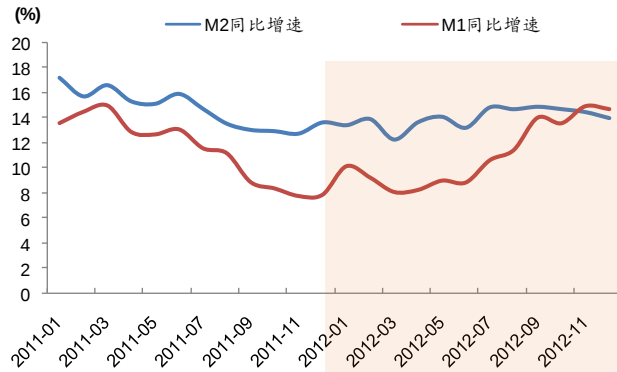
经济运行与货币供应之间具有密切联系，货币环境宽松往往利于经济趋稳走强。从目前来看，中国货币供应量 M1 及 M2 均已至历史低位，通胀回落持续下货币政策宽松微调为其底部企稳提供了政策环境。我们认为目前 M1 和 M2 已基本见底，虽然 2012 年整体政策环境仍相对偏紧，但是货币供应量见底后的趋稳以及未来有所回升，将有利于经济逐渐企稳，并促进经济环比改善。

图 12、GDP 与货币供应量走势具有较强相关性



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 13、M1 及 M2 同比增速预测



资料来源：WIND、国海证券研究所

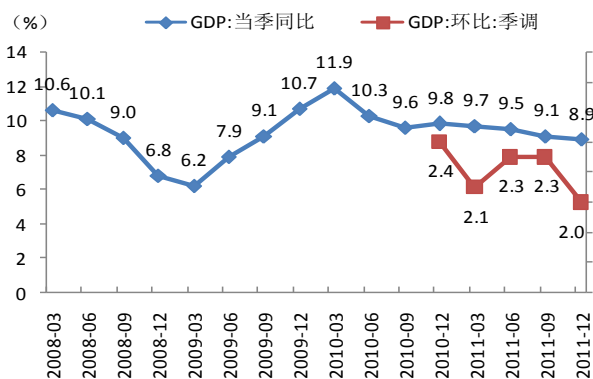
1.2、经济同比增速面临继续回落，预计二季度见底

2011 年四季度 GDP 同比增长 8.9%，相比上季度回落 0.2 个百分点，好于市场预期，其主要在于消费贡献率有所提升，而投资贡献率与上季度相平，显示经济基本无“硬着陆”之忧。不过 GDP 季调环比回落仍较为明显，四季度 GDP 环比增长 2.0%，相比上季度回落 0.3 个百分点。

从需求角度看，三大支出中，除实际消费增速出现回升，投资和出口仍出现明显回落中，未出现改善。考虑到消费仍有短期及滞后因素影响，经济回落下仍以平稳增长为主，而投资和出口在 2012 年一季度也将继续面临明显回落，需求面在

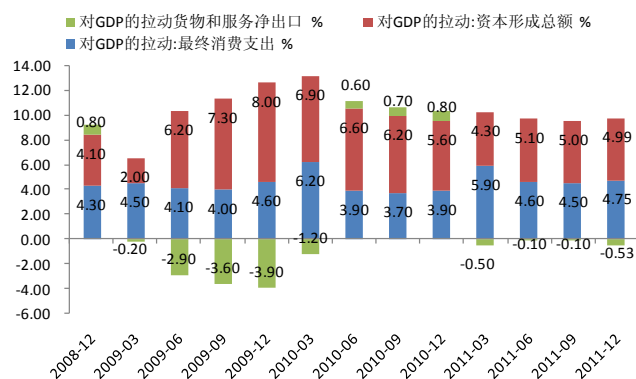
一季度难以见到明显改善。二季度由于欧债危机趋于明朗，法国大选结束，ESM正式启动，出口有望趋稳，而投资开工也将逐渐启动，若保障房、水利、电力等政策性投资加快，则从需求面考虑，二季度 GDP 有望见底，之后小幅回升。

图 14、2011 年四季度 GDP 同比增速继续小幅下行



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 15、GDP 贡献率分解



资料来源：WIND、国海证券研究所

1.2.1、工业增加值仍面临回落，一季度或较差

12 月工业增加值超预期回升，可能主要源于季节及春节提前因素影响。2011 年 12 月工业增加值同比增长 12.8%，相比上月回升 0.4 个百分点，该数据与 PMI 季节性反弹相对应，与季度效应以及春节提前导致生产加快可能有关。

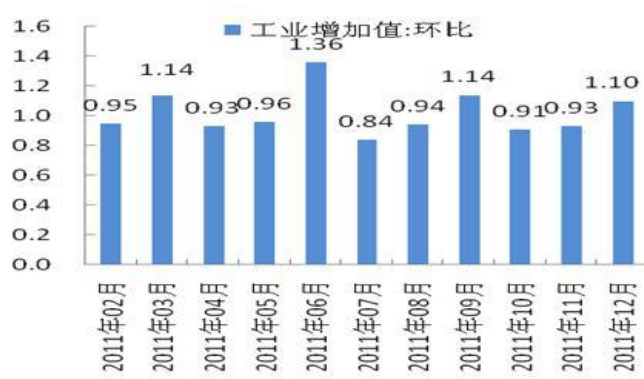
主要工业产品产值中，12 月份钢材、水泥、汽车、平板玻璃产量同比增速仍继续回落，粗钢产量增速也仅小幅回升。由于目前产成品库存仍处高位，预计一季度产成品库存下降，以及需求方面投资和出口继续下滑，将带来工业增加值继续回落，一季度情况可能较差，预计回落至 11% 左右。待产成品去库存而原材料补库存之后，才能见到一定的企稳回升，而这时候可能也将逐渐迎来经济底部。

图 16、2011 年 12 月工业增加值略回升 0.4 个百分点



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 17、工业增加值季末环比回升效应明显



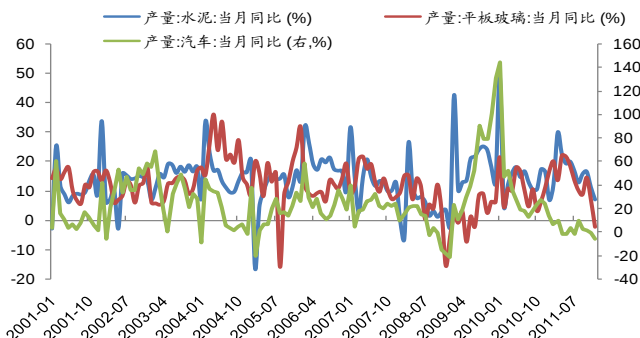
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 18、粗钢及钢材产量同比增速维持低位



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 19、水泥、平板玻璃、汽车产量增速仍处于回落中



资料来源：WIND、国海证券研究所

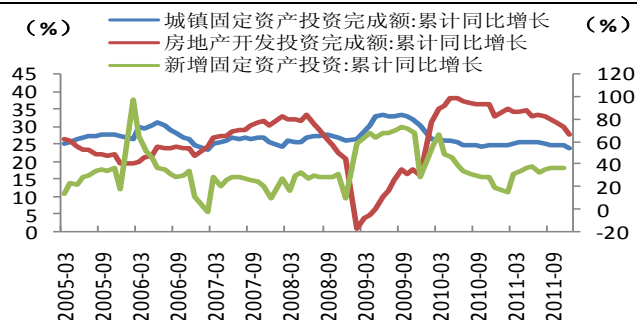
1.2.2、固定资产投资明显回落，一季度快速下滑将继续

固定资产投资进入明显回落期，当月增速见历史低位。2011 年 12 月固定资产投资累计同比增长 23.8%，相比上月回落 0.7 个百分点；房地产投资累计同比增长 27.9%，相比上月回落 2 个百分点，均明显回落，符合预期。从当月同比增速看，2011 年 12 月固定资产投资同比增长 5.7%，回落幅度达 15.6 个百分点，为历史低位；房地产投资同比增长 12.3%，相比上月回落 7.8 个百分点，亦是回落明显。投资回落趋势已日益显著。

投资的几大行业，当月同比增速均呈现回落态势。从固定资产投资的占比最大的几个行业看，制造业和房地产累计增速仍维持较高，且制造业出现小幅回升，电力、水利、交通运输几大行业则维持低位回落。不过从当月同比增速看，这五大行业均出现较大幅度下滑，且水利、电力、交通运输出现同比负增长。

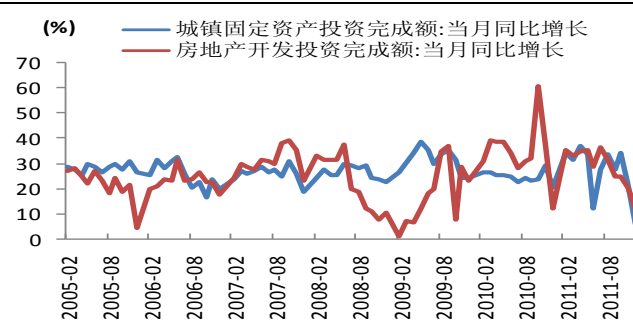
投资新开工步入负增长，未来投资面临继续回落。固定资产投资和房地产新开工已步入负增长，未来投资面临继续回落。由于房地产调控难以放松，房地产销量持续低迷，资金的紧张及未来行业低景气度预期仍将继续制约未来投资增长，房地产投资将继续明显回落。同时，制造业投资方面也难以维持高增长，其已步入回落周期。预计 2012 年一季度固定资产投资增速将较低。若 3 月后保障房、高铁、电力、水利等政策性投资能够有所加快，一定程度可能减缓投资的下滑，降低经济下行压力，并带来未来经济环比的改善。

图 20、2011 年 12 月固定资产和房地产投资明显回落



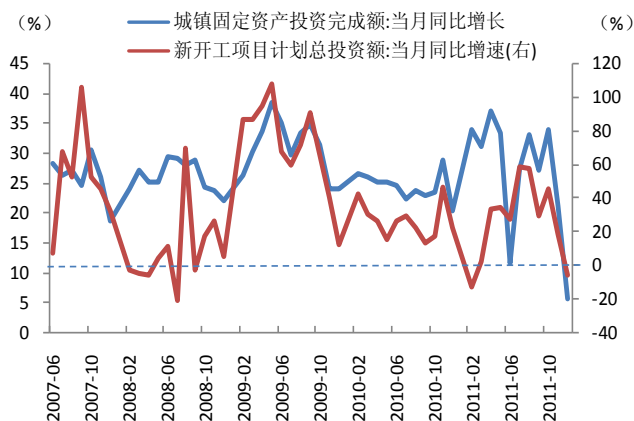
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 21、2011 年 12 月份投资当月增速降至历史低位



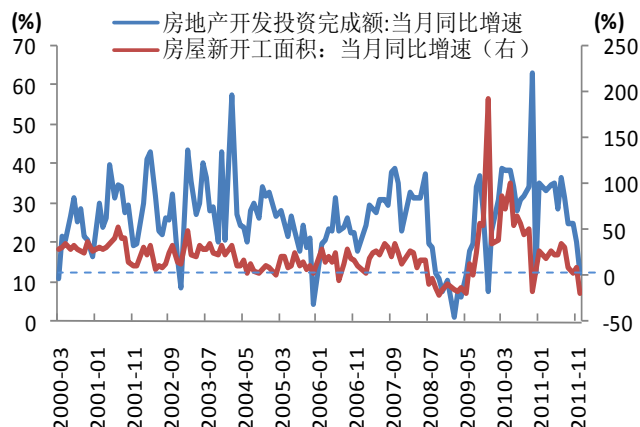
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 22、2011 年 12 月固定资产投资新开工步入负增速



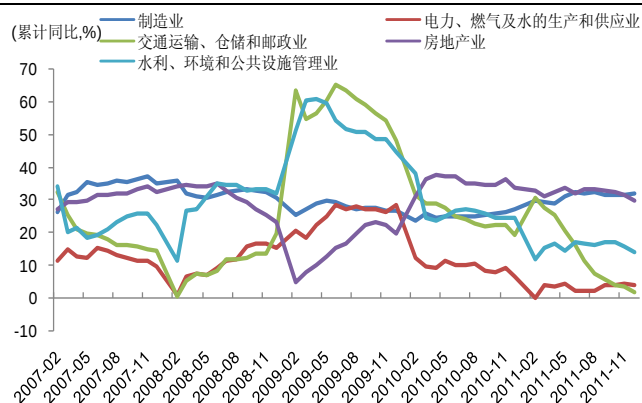
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 23、2011 年 12 月房屋新开工面积同比负增长



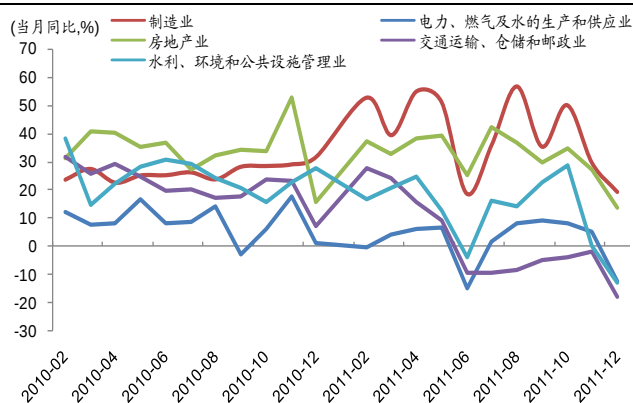
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 24、投资相关几大行业均继续回落，制造业略回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 25、当月同比增速看，均出现较大幅回落



资料来源：WIND、国海证券研究所

1.2.3、进口及出口增速回落尚未结束，有待内外环境改善

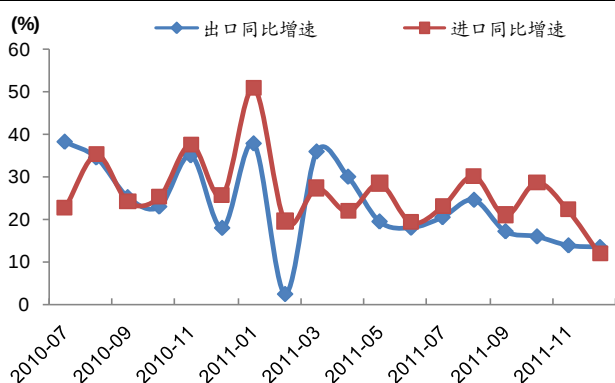
2011 年 12 月进口增速明显回落，出口小幅回落，主要对非 3G 国家出口较好。2011 年 12 月进口同比增长 11.8%，相较上月同比下滑 10.3 个百分点，明显回落，其主要在于去年基数较高以及进口价格下降较大，进口数量则保持相对平稳，如铁矿石进口价格连续 3 个环比负增长，12 月下滑 13%，而数量 12 月环比仅回落 0.2%。同时进口当月值仍保持了较高增长。

2011 年 12 月出口同比增长 13.4%，相比上月回落 0.4 个百分点，略好于预期。从出口国别看，主要在于对非 3G 国家出口较好，占中国出口的比重继续上升，如对东盟的出口仍维持了 20% 的较高增长。3G 国家中，对欧盟的出口增速略回升，主要在于受欧债危机较小的德国、荷兰出口增长较好，近期德国经济数据如 PMI、失业率均好于预期，带动了德国进口增长。对美国出口则继续有所回落。

进口和出口增速面临继续回落，2012年上半年维持较低增长。由于房地产投资增速正面临较快回落，国内经济同比增速上半年仍面临继续回落，进口下降态势尚未结束。而欧债危机仍持续，美国经济虽现好转，亦仍存较多问题，如失业率快速下降的背景在于劳动参与率的快速回落，而房地产市场仍低迷。因此，在内外经济总体仍不乐观的形势下，预计进口及出口增速面临继续回落。考虑到1月春节因素，预计1月进口及出口增速将降至个位数甚至出现小幅负增长，2月季节性反弹，总体上上半年维持低增速，下半年或可见到一定回升。

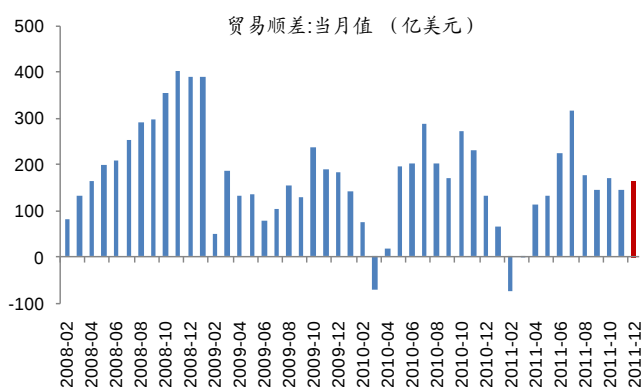
预计2012年一季度现贸易逆差。虽然2011年12月贸易顺差有所回升，但2011年全年相比2010年贸易顺差减少263.7亿美元，收窄14.5%，基本符合前期预期。我们认为在内需相较外需仍较好的背景下，预计2012年贸易顺差仍将小幅回落，且一季度可能出现贸易逆差。汇率方面，预计波动将有所加大，升值预期降低，但全年预计仍可能小幅升值2%左右。

图 26、2011 年 12 月进口及出口增速继续回落



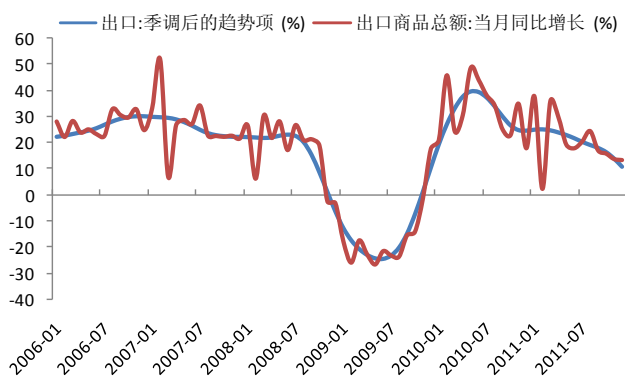
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 27、2011 年 12 月贸易顺差略回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 28、出口增速呈趋势回落态势



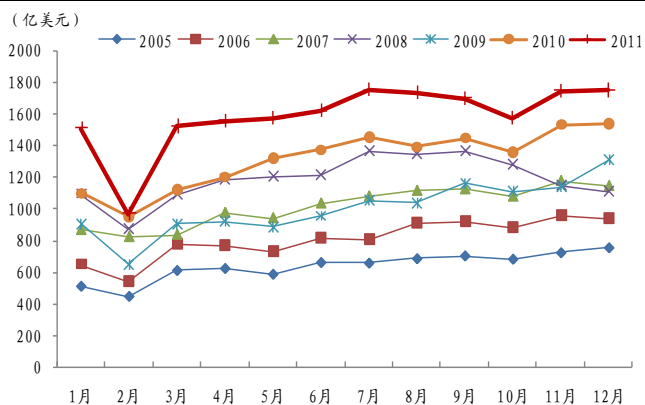
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 29、进口增速呈趋势回落态势



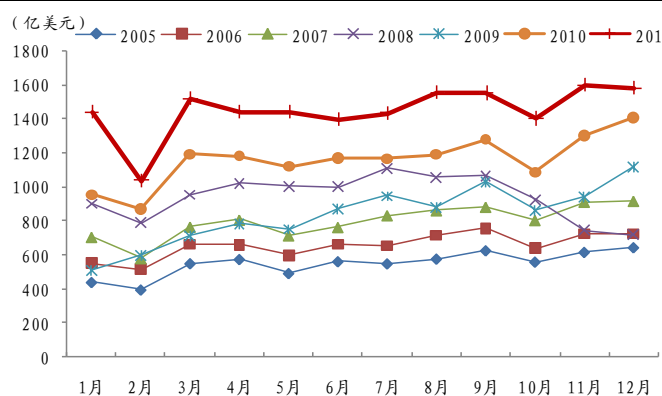
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 30、2011 年 12 月出口当月值与上月基本持平



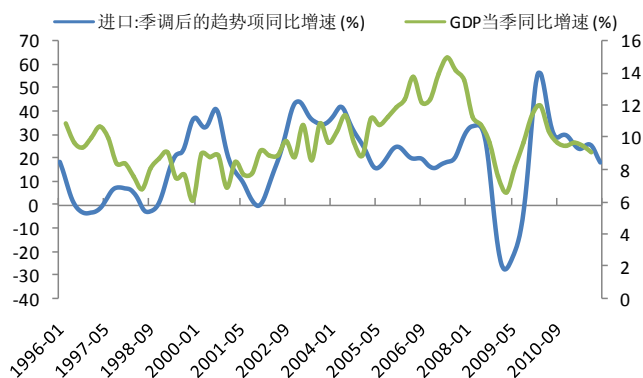
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 31、2011 年 12 月进口当月值回落



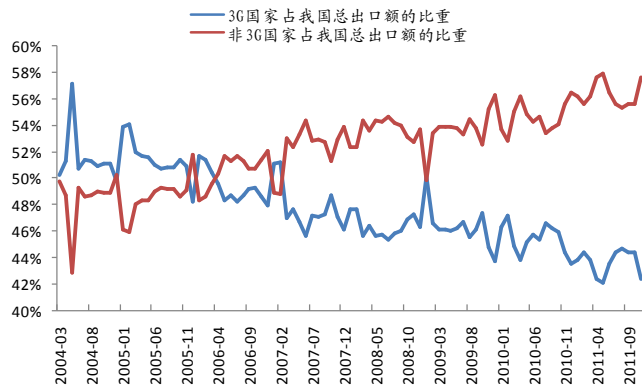
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 32、进口增速与 GDP 增速走势



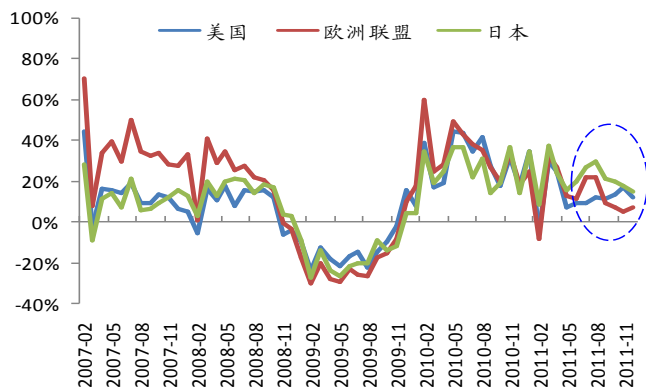
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 33、对非 3G 国家的出口比重较快回升



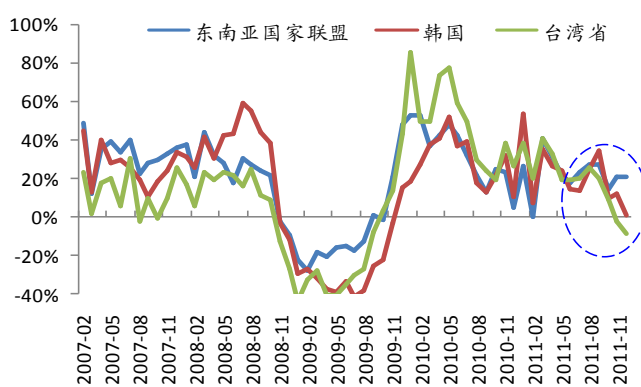
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 34、对欧盟出口小幅回升



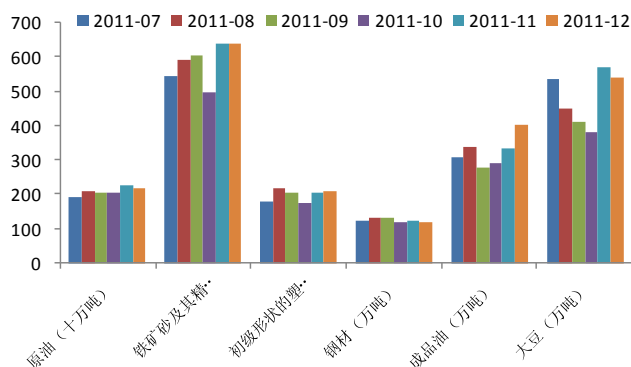
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 35、东南亚国家联盟的出口增速维持高位



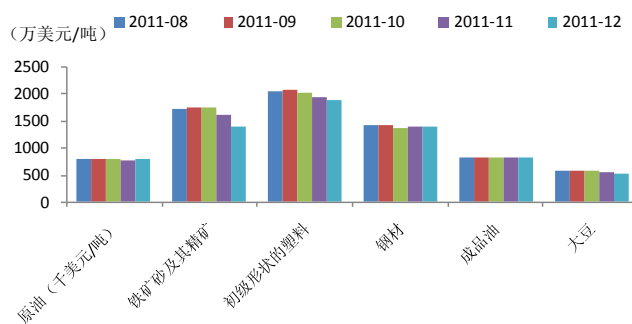
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 36、主要进口产品的进口数量下降幅度不大



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 37、主要进口产品的进口价格呈回落态势



资料来源：WIND、国海证券研究所

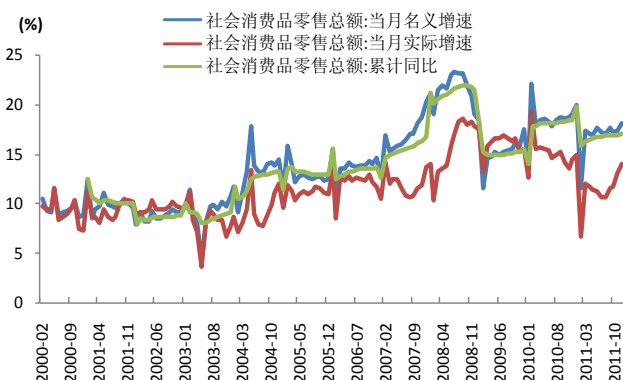
1.2.4、消费未来平稳增长为主

2011 年四季度消费对 GDP 的贡献提升是导致经济下滑好于预期的主要因素,其 主要在于物价回落之后实际消费的明显回升推动了消费贡献率的好转。2011 年 12 月社会消费品零售总额当月同比增长 18.1%, 相比 11 月回升 0.8 个百分点, 亦超出预期。我们认为其主要受到春节因素影响, 同时行业方面主要在于家具、 家电、建筑装潢等消费出现快速回升, 而其可能仍是前期房地产销售面积较好时 期的滞后反应。

行业方面, 家具、家电、建筑装潢等消费出现快速回升, 考虑到其滞后房地产销 售面积二个季度左右, 而房地产销售面积快速下滑始于 2011 年 8 月全国限购之 后, 因此, 可能仍是前期房地产销售面积较好时期的滞后反应, 由于 9 月份之后 全国房地产销售快速回落, 预计这几个行业消费也将面临后续的下滑, 对消费带 来一定不利的影响。

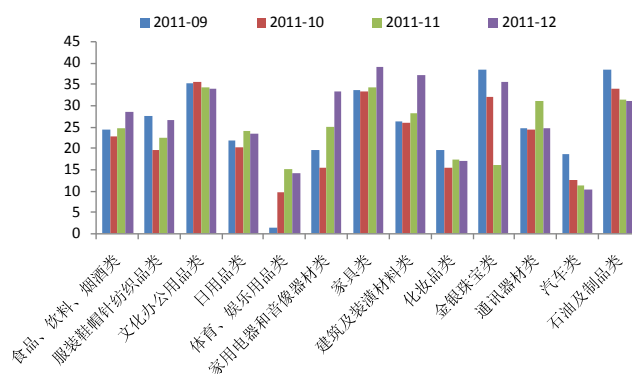
不过由于中国经济无大幅下滑风险, 而且就业情况良好, 预计中国消费总体上仍 维持较平稳增长, 预计 1 月因春节因素继续回升, 但之后回落至 16%-17%左右。

图 38、2011 年 12 月消费的名义及实际增速均回升



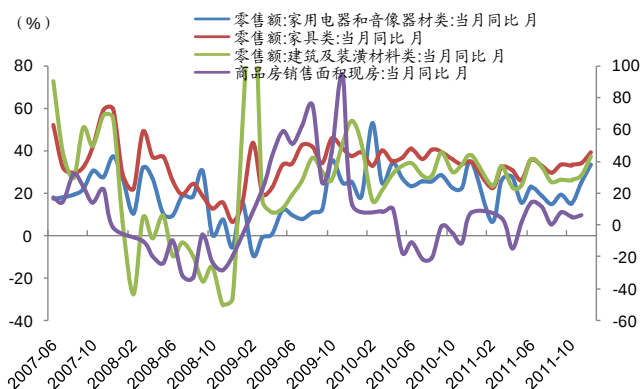
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 39、家具、家电、建筑装潢类消费出现快速回升



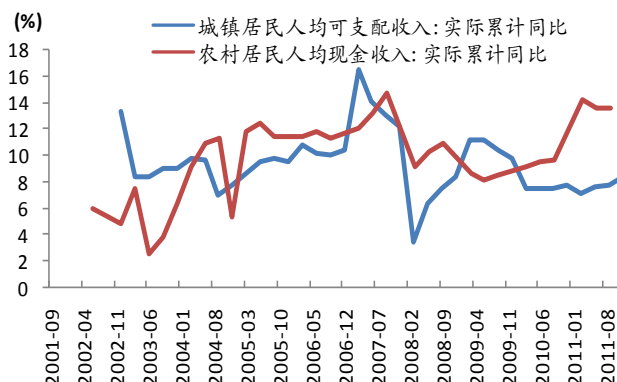
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 40、家具、家电类消费滞后房地产销售面积增速



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 41、居民收入增长态势仍较好

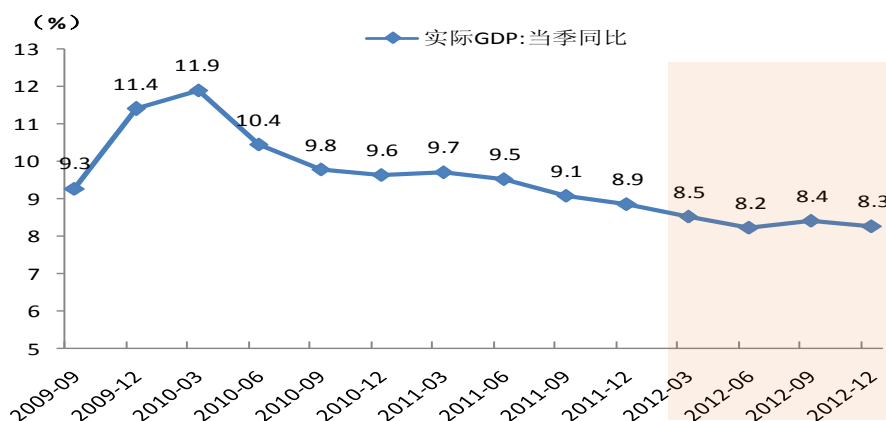


资料来源: WIND、国海证券研究所

1.2.5、未来经济见底后的回升幅度预计有限

考虑到房地产投资及出口回落均是经济结构调整中的较长期将面临的趋势,在新兴产业未成长起来之前,我们认为在经济环比及同比见底后的回升,其幅度预计也有限。而且从政策来看,“稳健基调”下虽然宽松微调,但由于外汇占款难以高增长,而信贷全年可能仍只是8万亿左右的基础上,预计流动性仍是较为偏紧,这种货币环境下也很难指望经济后续的大幅回升。

图 42、GDP 当季同比增速预测



资料来源: WIND、国海证券研究所

2、物价短期反弹，不改回落趋势

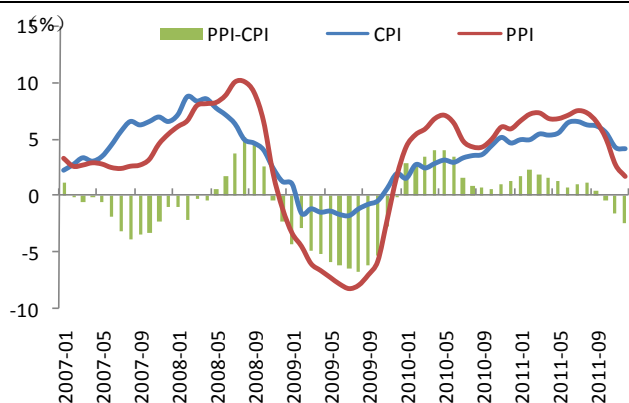
由于货币持续收紧以及经济持续回落，CPI 已步入回落期，由于春节因素食品价格上涨，CPI 面临短期反弹，不过上半年回落趋势不改，预计年中回落至 3% 以下，下半年随着国内经济企稳，重新步入小幅回升。PPI 环比现企稳迹象，预计 PPI 同比增速将于二季度见底，随后小幅回升，而其利于工业企业收入改善。

2.1、1 月 CPI 面临短期反弹，上半年回落趋势不变

数据符合预期，CPI 环比回升主因在食品。2011 年 12 月 CPI 同比增长 4.1%，相比上月回落 0.1 个百分点，与我们预测一致。CPI 环比上涨 0.3%，相比上月环比回升 0.5 个百分点，主要在于食品价格回升（12 月环比上涨 1.2%），其中，又主要在于蔬菜价格环比大幅上涨（12 月环比上涨 13.9%），同时肉禽类环比降幅缩小。而这也反映了目前 CPI 环比回升主要源于冬季蔬菜供给减少，以及叠加春节效应影响。

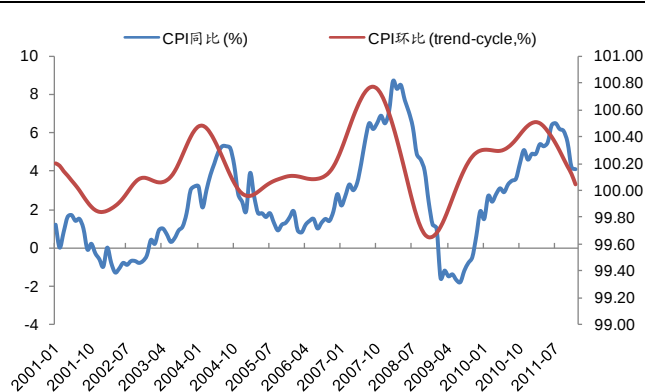
春节因素将导致 1 月 CPI 同比反弹，但上半年其回落趋势未变。由于 1 月春节因素，预计食品价格仍面临继续上涨，非食品环比也将面临一定回升，预计 1 月 CPI 环比继续回升至 1.1%，同比增速在 4.3%，有所反弹。但是我们认为短期反弹不改变 CPI 上半年同比增速继续回落趋势。从领先 CPI 同比的 CPI 环比趋势看，目前仍处于下降态势，而这预示着同比增速回落并未改变。

图 43、2011 年 12 月 CPI、PPI 均继续回落



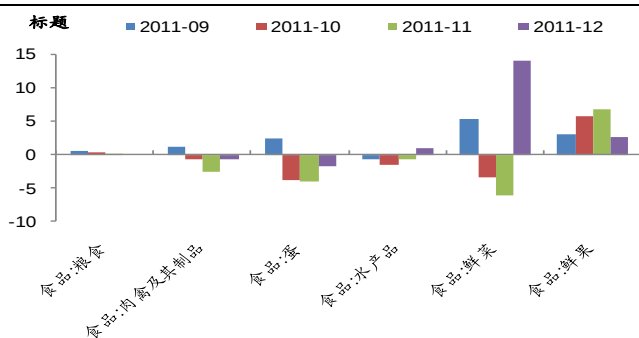
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 44、CPI 环比仍呈回落趋势



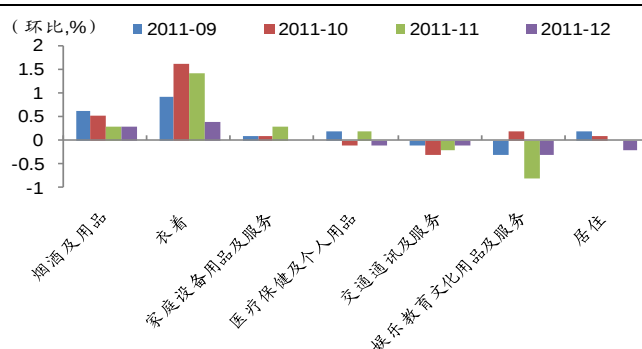
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 45、食品中主要在于蔬菜价格环比大幅回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 46、非食品中衣着和住房继续环比回落



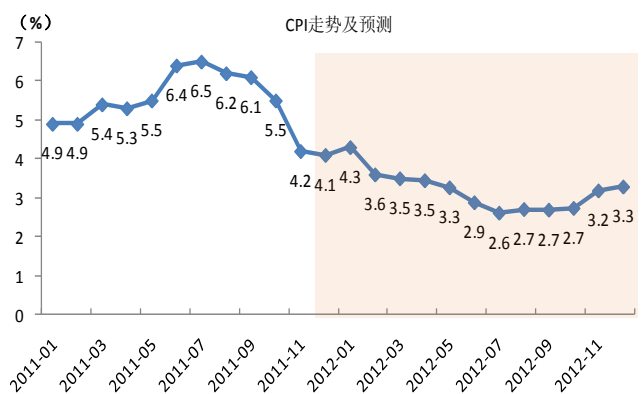
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 47、农产品批发价格总体持续回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 48、CPI 同比增速走势预测



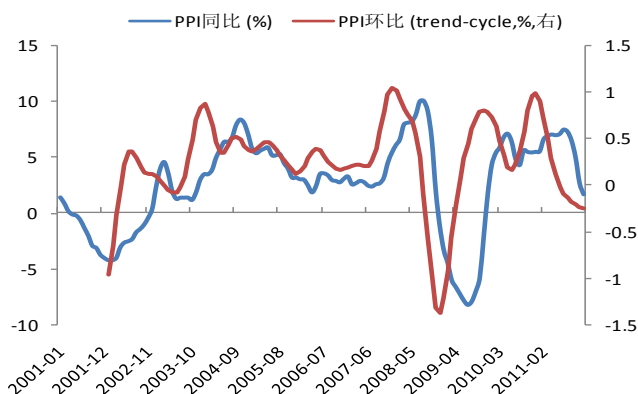
资料来源：WIND、国海证券研究所

2.2、PPI 环比趋稳，同比二季度面临回升

PPI 环比现企稳，可能已接近底部。2011 年 12 月 PPI 同比增长 1.7%，相比上月回落 1 个百分点。12 月 PPI 环比下降 0.3%，但相比上月回升 0.4 个百分点，而其主要在于生产资料方面的采掘工业价格指数环比较快回升，加工类和原材料类生产价格指数亦有所回升。从 PPI 环比趋势看，PPI 环比已现企稳迹象，虽然我们现在还难以确定 PPI 环比是否可能重新回落，但是从 PPI 趋势项的环比回落时间看，2008 年 PPI 环比回落见底的时间是 13 个月，而现在 PPI 从顶部回落至目前也已达 13 个月。从 PPI 同比看，预计仍将继续回落，不过降幅将减小，若环比企稳，则同比增速也将于二季度逐渐迎来回升。

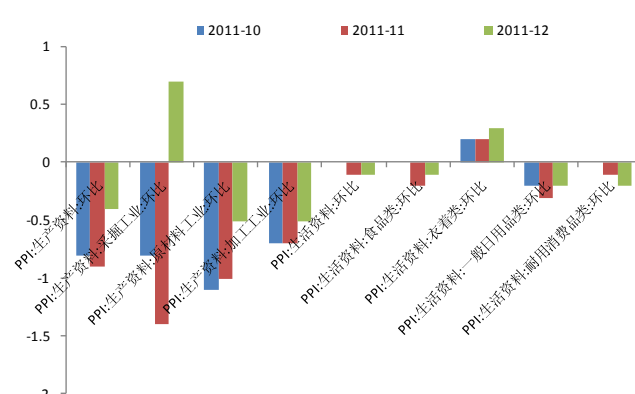
PPI 环比趋势企稳，利于工业生产企稳，不过目前可能在于供给面影响，需求面回升还需观察。由于 PPI 环比与工业增加值及工业企业收入具有强相关性，价格回升往往预示着供需趋于平衡，利于工业生产企稳，并利于工业企业收入改善。不过我们对此需确认的是，价格回升到底是供给影响还是真实需求出现好转，若是后者意义更大，也才能推动价格持续回升。不过目前供给因素可能更大，即在于原材料库存去库存逐渐结束带来价格企稳，而需求面因素还需继续观察。

图 49、PPI 环比趋势现企稳迹象，同比增速趋于底部



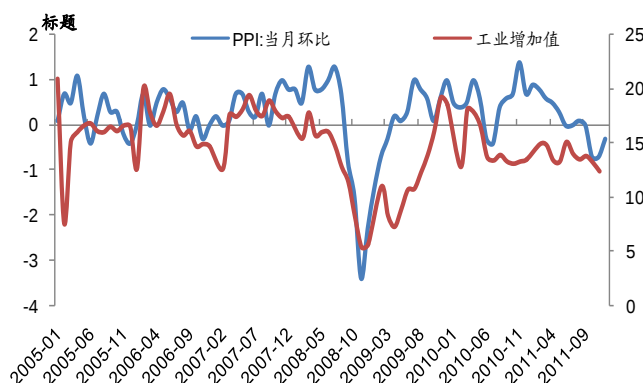
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 50、2011 年 12 月 PPI 采掘类生产资料大幅回升



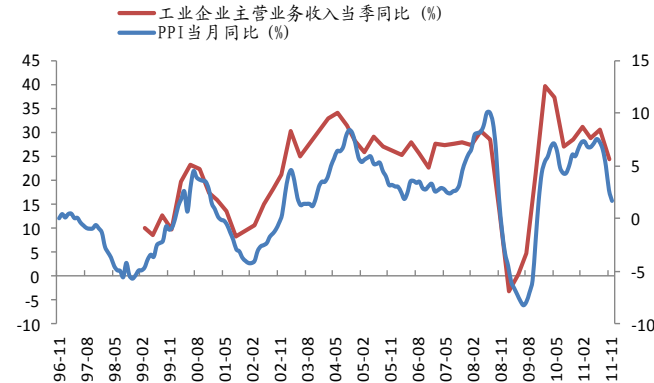
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 51、PPI 环比与工业增加值



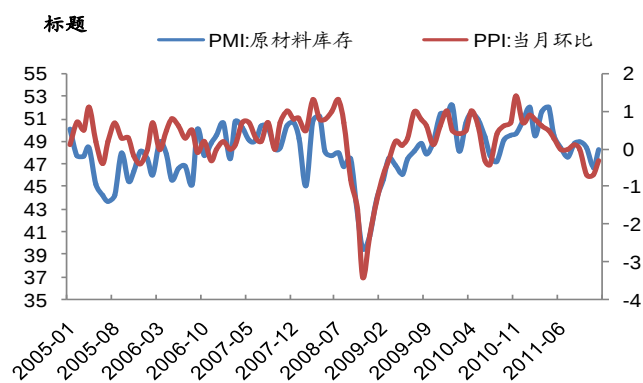
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 52、PPI 与工业企业主营业务收入具有高相关性



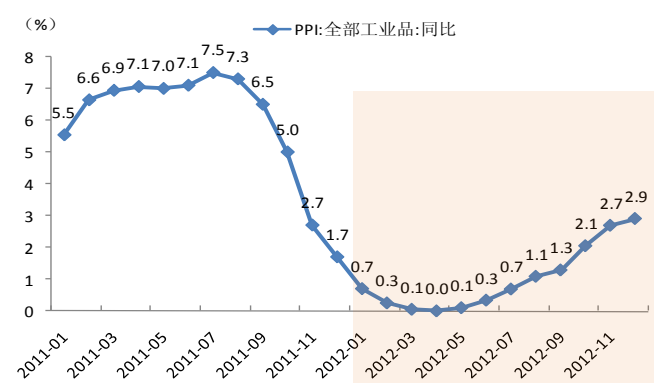
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 53、PPI 环比与 PMI 原材料库存



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 54、PPI 同比增速走势预测



资料来源：WIND、国海证券研究所

3、流动性趋好，但全年仍维持相对紧平衡

通胀目前已不是政策的主要关注点，但经济下行下货币政策难以出现大幅宽松，仍是宽松微调、结构性宽松为主，而这也体现在信贷难以大幅回升，2012 年预计 8 万亿左右，同时 M2 维持在 13%-14% 左右波动，难以快速回升。预计货币政策仍数量调整为主，利率维持稳定，而存款准备金率预计将下调 2-3 次，主要在于对冲外汇占款回落影响，考虑到近期逆回购到期以及 2 月央票仅 120 亿到期量，预计 2 月降准一次，50BP。财政政策方面，预计 3 月份开完两会后，政策性投资将逐渐启动。

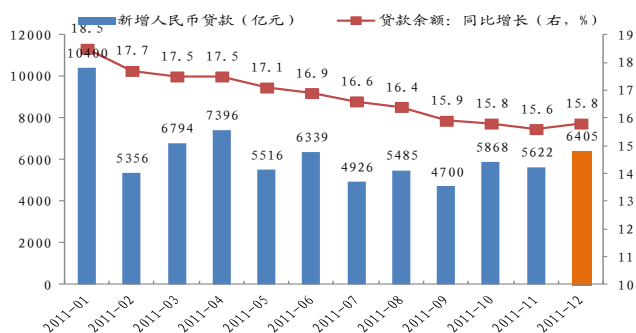
3.1、存贷比制约，年初信贷投放可能低于预期

2011 年 12 月新增信贷略超预期，财政存款巨量投放缓解存款压力是主因。2011 年 12 月新增信贷 6405 亿元，相比上月增加 783 亿元，高于市场 5800 亿左右的预期。2011 年全年新增信贷 7.47 万亿元，符合央行 7.5 万亿目标。12 月信贷超预期，我们认为主要在于存款的快速增长舒缓了放贷压力，12 月新增存款 1.43 万亿，其中财政存款年底集中释放 1.2 万亿又是其增长的主因。

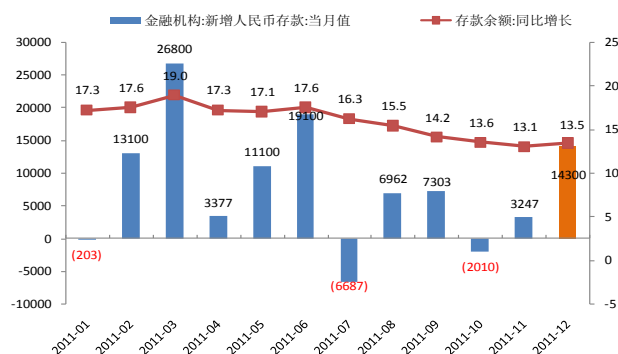
2012 年年初面临较大信贷投放压力，降准后或改善。虽然 2011 年 12 月信贷投放高于预期，但是财政存款集中释放是主因，而其属于短期波动因素，随着 2012 年年初财政存款重新增长，居民存款季初较低，银行超储率面临重新回落，受制于存贷比考核，2012 年年初仍面临存款增长受限带来的放贷压力，1 月份新增信贷有可能会低于预期，难超 1 万亿，预计在 9000-10000 亿左右，待降准提升超储率后，信贷投放压力才可有所减轻。

从信贷结构和存款定期化看，经济活力仍不足。贷款结构中短期贷款为主，中长期贷款较少，反映中长期投资意愿仍较低。同时，2011 年 12 月 M1 回升幅度远低于 M2 回升幅度，存款定期化未有改善，亦反映经济活力不足。经济放缓趋势尚未改变。

图 55、2011 年 12 月信贷回升，贷款余额增速首回升 图 56、2011 年 12 月存款快速增长

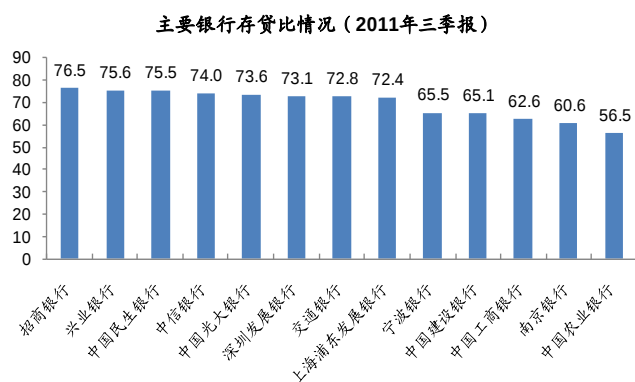


资料来源：WIND、国海证券研究所



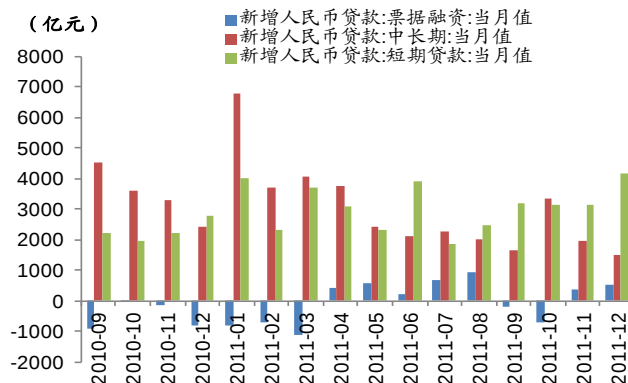
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 57、银行面临较大的存贷比压力



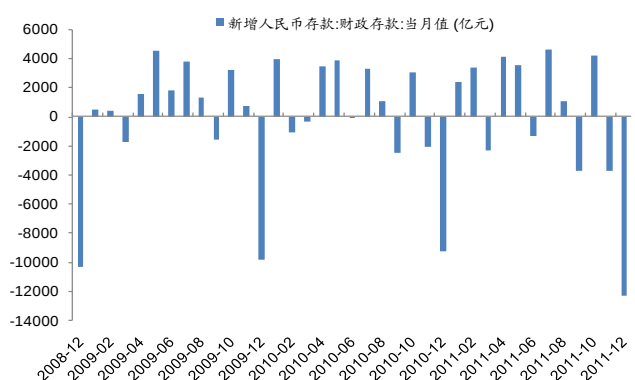
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 58、贷款结构中仍是短期贷款为主



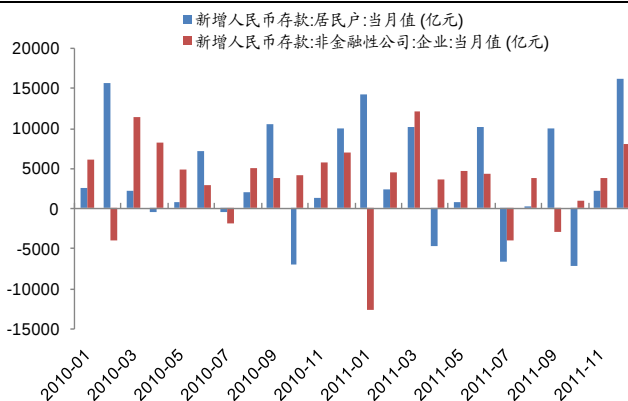
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 59、12 月财政存款释放 1.2 万亿



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 60、2011 年居民户存款呈现较强的季末效应



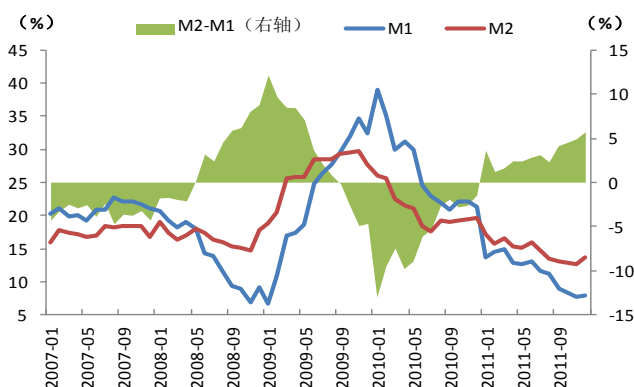
资料来源: WIND、国海证券研究所

3.2、M1 及 M2 见底，但 M2 未来底部小幅波动为主

M1 及 M2 基本见底。2011 年 12 月 M1 和 M2 分别为 7.9%和 11.6%，分别比上月增速高 0.1 和 0.9 个百分点，是两者连续下降 5 个月后的首次回升，反映流动性有所好转，但其主要原因在于年底财政存款释放导致基础货币提升以及 2011 年 12 月首次降准对货币乘数的正面效应。不过由于年底财政存款投放具有短期性，货币供应量难言进入反转回升期。不过可明确的是，M1 及 M2 已基本见底。

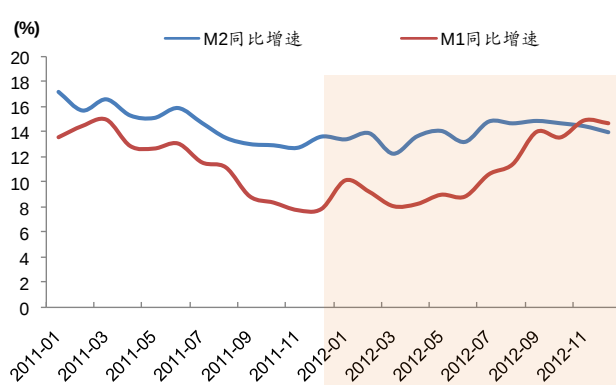
M2 回升有赖于货币乘数改善，预计全年 M2 底部小幅波动为主，M1 则二季度后缓慢回升。2012 年年初财政存款面临增加，同时公开市场操作和外汇占款可释放资金不乐观，基础货币难以提升。未来 M2 继续回升还有赖存款准备金率继续下调带来货币乘数改善。预计 2012 年 M2 维持在 13%-14%左右波动，总体可能仍是相对紧平衡态势。而 M1 随着二季度之后经济逐渐企稳，面临缓慢回升。

图 61、M1 及 M2 在连降 5 月后首次回升



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 62、M1 及 M2 同比增速预测



资料来源：WIND、国海证券研究所

3.3、降准具有必要性，预计 2 月降准一次

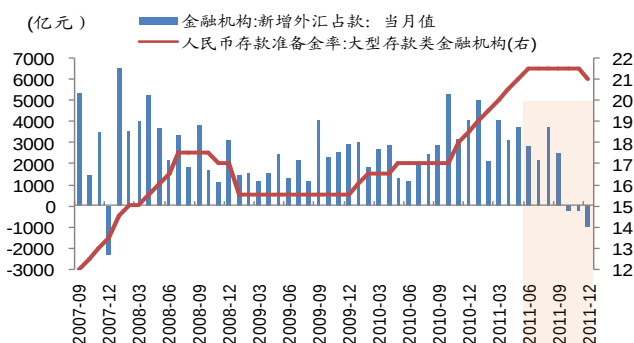
通胀目前已不是政策的主要关注点，但经济下行下货币政策难以出现大幅宽松，仍是宽松微调、结构性宽松为主，而这也体现在信贷难以大幅回升以及 M2 仍维持底部小幅波动方面。货币政策仍将是数量调整为主，预计利率维持不变，主要在于下调存款准备金率。

存款准备金率作为应对外汇占款大幅波动的主要工具，目前正面临外汇占款流出导致的下调压力。由于人民币汇率已逐渐趋于平衡，升值空间已相对狭窄，升值预期降低背景下，居民持汇购汇意愿趋于增强，外汇占款已难现以往的高增长。同时，由于 2012 年公开市场操作到期量十分有限，基础货币增长面临制约，在货币乘数未回升的背景下，将影响货币供应的稳定。因此，我们认为 2012 年有望降准 2-3 次，且可能主要集中在上半年。

考虑到春节前逆回购操作在 1 月底 2 月初集中到期，而 2 月份央票到期可投放资金仅 120 亿，同时年初外汇占款亦较低，可能仍延续前期低增长趋势，资金面面临趋紧，预计 2 月份降准一次，50BP。降准之后有望提升超储率，加强银行信贷投放能力，从而提升货币乘数，利于流动性维持稳定。

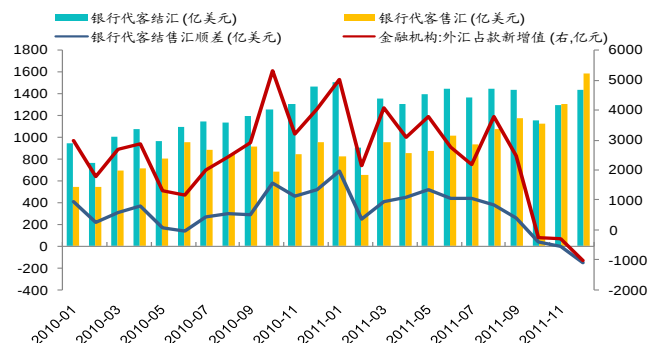
财政政策方面，预计 3 月份两会召开之后财政支出力度有所加大，从而推动政策性投资逐渐启动。

图 63、外汇占款当月新增值已连续 3 月负增长



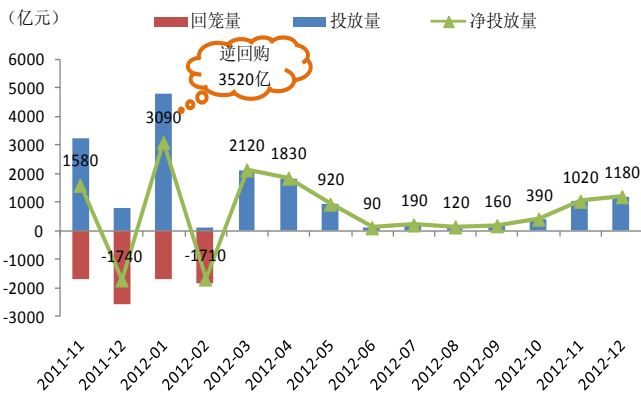
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 64、居民结汇意愿下降，而购汇意愿上升



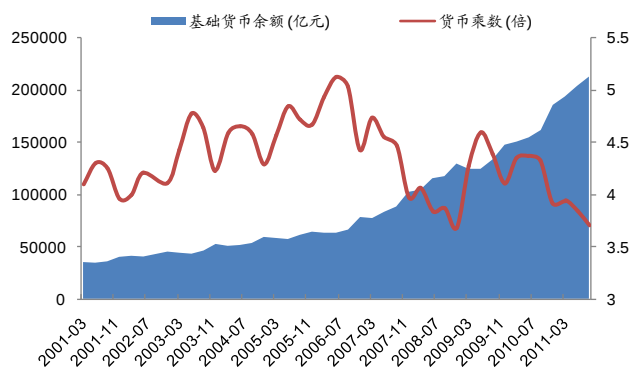
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 65、2012 年公开市场到期量少



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 66、货币乘数持续回落



资料来源：WIND、国海证券研究所

4、宏观经济数据预测

2012 年重要宏观经济数据预测如下：

表 1、重要宏观经济数据跟踪及预测（注：蓝色底的为预测数据）

重要宏观经济数据预测	2011			2012												2010	2011	2012
	四季度			一季度			二季度			三季度			四季度			全年	全年	全年
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月			
GDP (季度, %)	/	/	8.9	/	/	8.5	/	/	8.2	/	/	8.4	/	/	8.3	10.3	9.2	8.3
工业增加值 (当月同比, %)	13.2	12.4	12.8	/	10.8	11.6	11.0	11.4	12.0	13.6	13.2	12.3	12.9	12.4	12.5	15.7	13.9	12.6
投资增速 (累计同比, %)	24.9	24.5	23.8	/	18.0	17.7	15.0	16.0	17.3	18.0	19.0	19.6	19.6	19.7	18.4	24.5	23.8	18.4
消费 (当月同比, %)	17.2	17.3	18.1	19.2	17.3	16.9	16.7	16.3	16.0	16.8	16.5	16.1	18.3	18.3	17.7	18.4	17.1	17.2
CPI (当月同比, %)	5.5	4.2	4.1	4.3	4.0	3.6	3.5	3.4	3.0	2.7	2.8	2.8	2.8	3.3	3.4	3.3	5.4	3.3
PPI (当月同比, %)	5.0	2.7	1.7	0.7	0.3	0.1	0.0	0.1	0.3	0.7	1.1	1.3	2.1	2.7	2.9	5.5	6.0	1.0
进口 (当月同比, %)	28.7	22.1	11.8	-3.0	29.5	8.6	18.7	9.1	20.7	19.1	12.0	18.0	18.1	12.6	14.4	38.8	24.9	14.7
出口 (当月同比, %)	15.8	13.8	13.4	-2.0	30.4	5.4	9.1	4.3	10.0	6.5	11.4	16.8	20.4	13.7	17.3	31.3	20.3	12.0
贸易顺差 (亿美元)	170.0	145.3	165.2	71.6	-91.8	-50.7	-15.7	65.8	95.0	144.0	188.9	150.3	237.8	182.7	174.8	1831.0	1551.4	1152.6
M2 (当月同比, %)	12.9	12.7	13.6	13.4	13.9	12.2	13.6	14.1	13.2	14.8	14.7	14.9	14.7	14.4	14.0	19.7	13.6	14.0

资料来源：国海证券研究所

【分析师承诺】

邹璐，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。