

证券研究报告—动态报告/经济快评

宏观经济

2012 年 1-2 月宏观数据前瞻

2012 年 02 月 06 日

宏观数据前瞻：1 月货币增速可能再次下滑

证券分析师：周炳林

0755-82130638

zhoublin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120066

证券分析师：崔嵘

021-60933159

cuirong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120057

事项：

宏观数据前瞻：我们预计 2012 年 1 月 CPI、PPI、出口、进口、M1、M2 分别同比增 3.9、1、4.6、-1、7.5、13.0%，新增贷款 9500 亿，初步展望前 2 月工业增加值、投资、社销同比增 11.5、18、18%。从预测结果看，货币增速在去年 12 月份反弹之后出现下滑反复的局面值得高度重视。

评论：

■ 1-2 月宏观数据前瞻

表 1：2012 年 1 月-2 月数据预测

单位：%、但新增贷款为亿元

时间	工业增加值	投资（累计）	社消	进口	出口	CPI	PPI	M1	M2	新增贷款
公布时间	3-9	3-9	3-9	2-10	2-10	2-9	2-9	2-10	2-10	2-10
2012 前 2 月	11.5	18.0	18.0							
2012-01				-1.0%	4.6	3.9	1	7.5	13.0	9500
2011-12	12.8	23.8	18.1	11.8	13.4	4.1	1.7	7.9	13.6	6405
2011-11	12.4	24.5	17.3	22.0	13.8	4.2	2.7	7.8	12.7	5622
2011-10	13.2	24.9	17.2	28.6	15.8	5.5	5.0	8.4	12.9	5868
2011-09	13.8	24.9	17.7	20.8	17	6.1	6.5	8.9	13.0	4700
2011-08	13.5	25.0	17.0	30.1	24.4	6.2	7.3	11.2	13.5	5485
2011-07	14.0	25.4	17.2	23.9	20.4	6.5	7.5	11.6	14.7	4926

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

■ 1-2 月数据主要提示：核心驱动指标——货币增速面临风险

宏观经济与资本市场核心驱动指标——货币增速面临风险，原因在于外汇占款持续负增长（或少增）。2011 年 1-9 月外汇占款累增 2.93 万亿，折合每月 3258 亿元，但 10 月-12 月分别负增长 248、279、1003 亿，一来一回，2011 年四季度，中国总存款来源平白丢失约 11300 亿元。12 月中国 M1、M2 增速反弹在于银行采取了非常规措施，将大量理财产品的资金转化为存款，同时财政存款投放也大于上一年，但该月外汇占款负增长甚至更大。

非常规措施往往意味着成本高，延续时间短，过了季末考核，相关资金可能回归原来位置，财政存款年后回补势能也更大，从 1 月监测的情况看，不管是联系 M2 的总存款，还是联系 M1 的企业活期存款，都可能出现超出季节性因素的大规模负增长。由此，1 月货币数据，将会叠加反映“去年 12 月外汇占款千亿负增长”以及“1 月外汇占款负增或少增/（2011 年 1 月外汇占款增长 5016 亿元）”所形成的效应。对 M2 的中性偏乐观预计是 13.0%、M1 为 7.5%。

增长、通胀一二月呈现双下行态势，1月有单独统计的通胀和出口指标，CPI、PPI涨幅分别由前一个月的4.1、1.7%缩窄至3.9、1%。出口、进口增速分别由13.4、11.8%缩窄至4.6、-1%。外贸增速一定程度上受春节月份调换的因素。

除非在货币数据发布之前降准，否则，1月宏观数据应是一项负面信息。增长和通胀的态势是推动流动性和政策变化的部分原因，虽然此部分原因对流动性相对正面，但是外汇占款流失最终综合导致流动性的结果指标M1、M2出现下行。

■ 国信预测与市场一致预期的对比

表2：2012年1月-2月数据国信预测与市场一致预期的比较

单位：% 但新增贷款为亿元

时间	工业增加值	投资（累计）	社消	进口	出口	CPI	PPI	M1	M2	新增贷款
市场一致预期	11.0	16.6	18.1	2.9	3.3	4.0	0.7	-	13.5	10158
国信预期 2012 前 2 月	11.5	18.0	18.0							
国信预期 2012-01				-1.0%	4.6	3.9	1	7.5	13.0	9500
2011-12	12.8	23.8	18.1	11.8	13.4	4.1	1.7	7.9	13.6	6405

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

我们对于工业增加值、CPI、M1、M2 采取了精度更高的镜像预测方法。正如我们在深度报告《通过镜像的预测：以 CPI 为例》；《镜像方法在增长指标上的运用》等报告所阐述，在短期预测上，“镜像预测”是一种精确性远高于时间序列方法的预测。因而，需要充分重视我们的观点。目前就市场一致预期而言，M2 增速为 13.5%，可能预期过高，CPI 为 4.0%，可能略高，工业增加值 11.0%，可能偏低。

投资、社销、外贸我们预测的方法论基础与市场普遍采用的方法一致。投资上，我们预测投资 18.0%，市场预测投资为 16.6%，但实际上我们 18%的预测较市场多数预期低或者接近。市场一致预期均值最终低于我们的原因在于少数宏观团队（如国泰君安等）给出 12%的较低预期。就全年而言，我们同意投资可能发生的较大下行风险，但 1-2 月我们暂给予 18%的预测，去年四季度单季度投资仍达到 21.3%，考虑开工项目的建设惯性问题，1 季度投资 18%应该能够达到。

外贸、社销我们预测与市场一致预期接近，进口我们预测略低于市场一致预期的原因是，我们在考虑高基数、BDI 暴跌以及春节月份调换等因素。

■ 全市场一致预期应多参考“上月数值并附加动能”

在我们看来，上述所列示的券商研究“市场一致预期”可能并非真正意义上的“全市场一致预期”，事实上，券商研究的一致预期仅能略微对大型机构投资者产生“将信将疑”的影响，由此，对于包含中小投资者的全市场预期，我们建议应该“参考上月数值并附加动能”。

如 M1、M2 在 12 月分别为 7.9、13.6%，相对 11 月有反弹，因此，“全市场一致预期”可能会达到 8、14%以上，预期较高会加大 1 月货币数据所形成的压力。

“参考上月数值并附加动能”意味着，投资、消费、出口、进口、工业增加值、CPI、PPI 的全市场一致预期应分别是 23.8%略低、18.1%持平、13.4%略低、11.8%略低、12.8%略低、4.1%略低、1.7%略低。由此，在事关增长、通胀的宏观指标上，除了消费数据可能达到预期之外，其他指标均可能是显著低于“全市场一致预期”的。

■ 国信 CPI 预测及其方法

国信 CPI 镜像方法参见《国信证券-CPI 测算模型-1 月预测中值更新为 3.85%（20120206）》。

表 3：1 月 CPI 测算

单位：%

时间	CPI 环比	1+环比%	CPI 同比测算	12 个月环比累乘	累乘与实际同比的误差	累积翘尾	备注
----	--------	-------	----------	-----------	------------	------	----

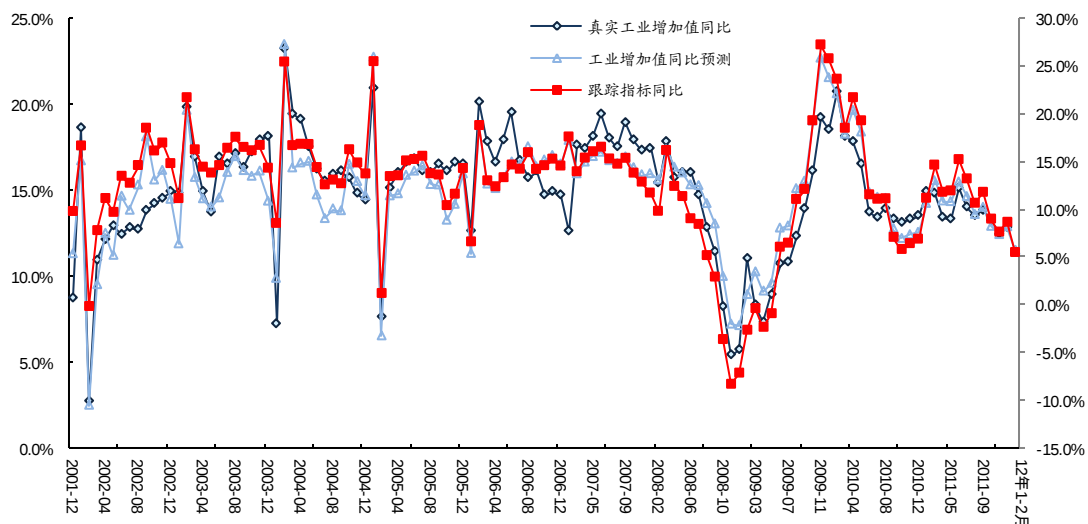
Jan-11	1.00	1.010	4.90	4.99	0.09
Feb-11	1.20	1.012	4.90	4.99	0.09
Mar-11	-0.20	0.998	5.40	5.52	0.12
Apr-11	0.10	1.001	5.30	5.41	0.11
May-11	0.10	1.001	5.50	5.62	0.12
Jun-11	0.30	1.003	6.40	6.58	0.18
Jul-11	0.50	1.005	6.50	6.69	0.19
Aug-11	0.30	1.003	6.20	6.37	0.17
Sep-11	0.50	1.005	6.10	6.26	0.16
Oct-11	0.10	1.001	5.50	5.63	0.13
Nov-11	-0.20	0.998	4.20	4.27	0.07
Dec-12	0.30	1.003	4.10	4.06	-0.04
Jan-12E	0.79	1.008	3.85	3.85	0.00
					3.03 11个月累积涨价

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 国信工业增加值预测及其方法

国信工业增加值镜像方法参见《国信证券-工业增加值跟踪数据库-1-2月预测中值为 11.5%（20120205）》。

图 1：国信工业增加值镜像方法拟合效果对比



资料来源：IMF，国信证券经济研究所整理

表 4: 国信工业增速模型 1-2 月的取值及其参考的动态信息

项目	信息属性	动态信息分析	1-2 月模型单项取值	12 月产量同比
发电量	产量直接信息	(1) 六大电厂日耗煤量同比 10 月-12 月分别为 18.3、13.7、17.2%，同期发电量同比 9.3、8.5、9.7%。截止目前可得，2012 年 1 月前 10 天 6 大电厂数据降至 9.3%。 预示全国发电量可能会有所下降；(2) 期间春节因素并不显著。由此 1-2 月合并同比可能也是处于一种增速显著收窄的态势。(3) 从各地反映的关于 1 月总结的动态信息看，春节负荷下降为正常时期的 60%，但季节性特征明显，(4) 初步预测 1-2 月发电量增速为 7%。	7.0%	9.7%
原煤产量	产量直接信息	2012 年 1 月前 31 日山西商品煤日产同比 -4.7%(12 月为 15.9%)；日外调煤 8.8%(12 月为 6.8%)。	4.4%	4.4%
粗钢产量	产量直接信息	1 月上、中旬粗钢日产量数据，同比 -13.0%(12 月为 0.6%)。	-13.0%	0.6%
水泥	产量间接信息	1 月水泥价格较 12 月总体下行，主要集中在西部（乌鲁木齐、兰州、银川），华北、华中少数地区（石家庄、济南、合肥）	7.0%	7.0%
原油加工量	产量间接信息	(1) WTI 去年 12 月均价 98.6 美元/桶，今年 1 月 100.3/桶；(2) 2012 年 1 月 OPEC 原油日产量达 3095 万桶，环比增 0.68%，为 2008 年 10 月以来最高值。因中东问题，2011 年全年中国原油加工量处于压制状态，以往 1 月份时较 12 月都有较大季节性下滑。如果地缘政治变化促使这种季节性因素环比持平，则原油加工量同比增幅有望扩大。	5.0%	4.0%
十种有色金属产量	产量间接信息	1 月铜均价较 12 月升超过 10%；铝升近 5%。	13.2%	13.2%

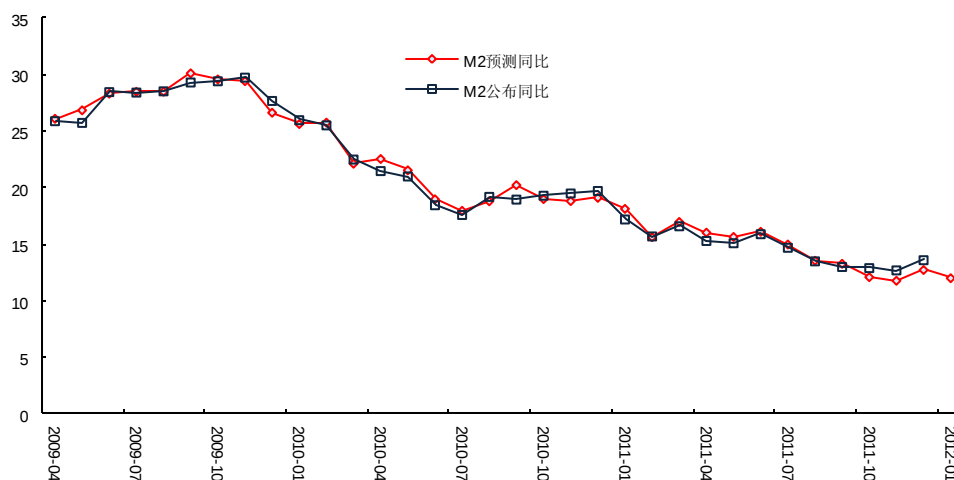
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 国信货币增速预测及其方法

国信货币增速镜像方法参见《国信证券-货币增速测算模型-1 月 M2 预测中值为 13.0%（20120205）》。

图 2: 国信货币增速镜像方法拟合效果对比

单位：%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 我们为何如此重视外汇占款？

从《降准是因外汇占款下降太快所致（20111201）》开始，我们一直向市场提示外汇占款剧烈变化对中国流动性的深刻

影响。从与机构投资者交流的情况看，我们对这一块看得比市场普遍要重，大量的机构投资者倾向于看政策（法准调整等），贷款来形成对流动性的看法，由此，有必要解释我们相关观点的原因。

我们认为，流动性不是一种抽象的存在，而是经济中可动用的购买力的总和，衡量的指标大约为“流通中的现金+存款”，也大约等于 M2。因而 M2 增速数据可以看做流动性在各种力量综合博弈后的最终结果。2011 年 12 月 M2 余额为 85.2 万亿，M0 余额（流动中现金）5.1 万亿，总存款 80.9 万亿（注：存款中有很小一部分不计入 M2）。同期外汇占款余额 25.3 万亿，总贷款余额 54.8 万亿，二者合计约 81 万亿，非常接近 80.9 万亿美元的存款总数。

不难看出，中国存款的产生发展背后是“结汇”和“贷生存”两个过程而不是“贷生存”一个过程。2011 年 4 季度外汇占款由 1-9 月月均 3258 亿变为负，相对于新增贷款的边际变化，外汇占款的重要性是无论如何不能忽略的。以前我们看贷款过程 A，即可判断流动性，是因为过程 B——外汇占款保持季调后的相对稳定趋势，现在它出现了如此大的变化，则贷款过程无法决定最终流动性的结果，流动性一定是两个过程综合的结果，衡量的标准是货币增速本身，即在经济运行中，我们是动用货币（存款或现钞）进行交易，包括动用结汇所形成的货币（存款或现钞）进行交易，动用贷款所形成的货币（存款或现钞）进行交易，我们不是动用贷款本身进行交易。

四季度外汇流失原因在于，（1）境外经济动荡，在华投资资金回母国救急；（2）外资对中国经济特别是中国地产价格的观点开始改变，对此两大导因，我们未见到在 2012 年 1 季度短期有改变。导因的延续使得我们对下阶段外汇占款恢复到正常水平持谨慎态度。按照外管局的统计，中国外储中，外商 FDI 留存利润超过 1 万亿美元，按照中国 FDI 合同规则，此部分资金离开中国汇回外商母国不受限制，另外必须注意的是，外资换汇离境的前置动作必然是出售某项资产。由此，我们认为这一块风险需要高度重视，至少需要看到两点，其一，月度外汇占款恢复到正常水平；其二，人民币重回原先升值压力轨道，否则，此领域风险需要一直谨记心中。

表 5: 货币产生发展的关系

单位: 万亿

时间	外汇占款余额	各项贷款余额	各项存款余额	M0	M2
2011-10	25.5	53.5	79.2	4.7	81.7
2011-11	25.5	54.1	79.5	4.7	82.5
2011-12	25.4	54.8	80.9	5.1	85.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 对 2 月份 CPI 的观点: 极寒天气削弱同比回落速度

若无极冷天气，2 月份 CPI 的下降将非常可观，因 2011 年 2 月为春节所在月，当时较强的通胀趋势叠加春节的季节性因素后，其环比增速高达 1.2%，而 2012 年 2 月正常应为节后价格回落，梳理该历史规律，可能达到 0-0.2% 的，由此，2 月 CPI 同比在这种态势可能达到仅有 3.0%。但由于中国及全球于 2 月初出现了较大面积的极冷天气，由此，2012 年 2 月 CPI 的环比有可能达到 0.8-1%。因此，2 月 CPI 初步预计为 3.5-3.7%，对此，我们将继续密切跟踪。

相关研究报告

《12月金融数据快评：流动性拔河比赛：正方扳回一局》——2012-01-09

《经济快评-经济增长指标跟踪：12月工业增速缩窄将超预期》——2012-01-04

《宏观快评：12月CPI约3.9-4.1%，菜价快速上涨延缓通胀回落》——2011-12-26

《货币数据跟踪：尚未见到全面宽松的证据》——2011-12-19

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	谨慎推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数5%-10%之间
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。