



中原证券
CENTRAL CHINA SECURITIES

宏观经济

春暖花开开

——2012 年 1 月宏观经济月报

研究报告——宏观研究

发布日期： 2012 年 2 月 6 日

证券研究所宏观策略部

宋卫华 执业证书编号：S0730511010004
021-50588666-8020 songwh@ccnew.com
李俊 执业证书编号：S0730511010012
021-50588666-8109 lijun@ccnew.com
张刚 执业证书编号：S0730511010001
021-50588666-8100 zhanggang@ccnew.com

联系人：

张青 电话：021-50588666-8040
传真：021-50587779
地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼
邮编：200122

相关研究：

《亦寒亦暖——2011 年 12 月宏观经济月报》

《国内经济增速下滑，政策放松空间打开——2011 年 11 月宏观经济月报》

《宏观经济监测指数的构建》2011/11/21

内容提要：

12 月 GDP 当月同比实际增速为 8.94%。

艰苦的 2011 年已经离我们远去，在过去的一年中，虽然受到内外经济环境的持续恶化，但最终我国经济成功地实现了软着陆。龙年中，随着通胀的高烧逐渐退去以及企业主动去库存化的进程不断深入，相信在春暖之际，我国在流动性、投资及生产等方面会陆续有所绽放。

经济层面，12 月份工业产出保持了稳中有升，受到春节的影响，社会需求增速较快。而价格水平在延续前期下降的过程中受到年末蔬菜价格急剧上涨的影响，CPI 回落程度十分有限，但 PPI 延续了之前的高速下降。在企业主动去库存化的过程中，通胀快速回落的同时社会需求并没有显示出疲弱，这对于缩短去库存周期是有利的。根据我们的监测指数，12 月份指数为 109.89，经济回归到了稳定的区间，但对于趋势的确认需要在一季度持续的进行跟踪才能判断。

物价上，12 月以来受春节的假日影响，农产品价格有一定程度的结构性上涨，这减缓了 CPI 的下行幅度，而工业部门在主动去库存化的过程中，将失去一定的市场议价能力，PPI 下行速度依旧较快，通胀水平的加速回落为后期政策的发力将提供更多的空间。

在贸易方面，12 月份进口超预期大幅回落，而出口基本保持了稳定的态势，这主要得益于 12 月以来美国经济的回暖有所延续，对减缓我国出口的下滑速度产生了一定影响。

目录

1. 经济面	3
1.1 工业增加值增速小幅回暖	3
1.2 房地产继续拖累固定资产投资	3
1.3 国内消费受春节影响有所回升	6
1.4 出口受益于美国经济的持续回暖，但趋势难改	7
1.5 当月宏观经济监测	9
2. 价格面——春节期间蔬菜价格阻碍通胀下行	10
3. 资金面——放松操作临近	12
附：宏观经济指标预测	16
重要声明	17
免责条款	17
转载条款	17

1. 经济面

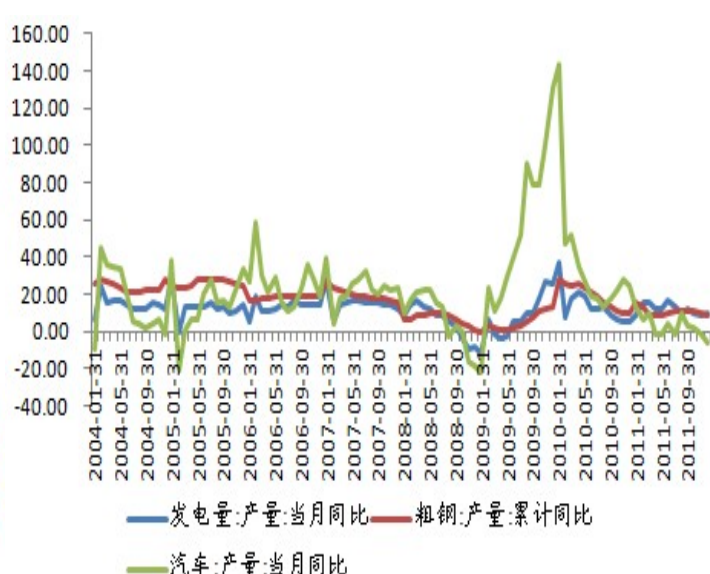
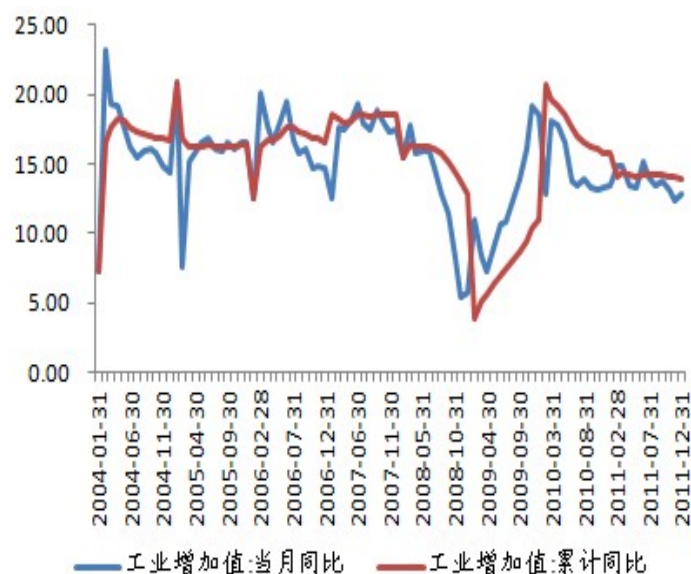
1.1 工业增加值增速小幅回暖

12 月份我国工业增加值当月同比涨幅为 12.8%，较 11 月回升 0.4 个百分点，累计涨幅为 13.9%，当月社会生产增速有所回升。

从行业来看，12 月份轻工业和重工业同比增长同时出现回升，其中轻工业同比增长 12.6%，较 11 月份回升了 0.2 个百分点，而重工业增速较之 11 月相比回升 0.6 个百分点，当月同比增速为 13.0%，回升幅度相对较大。发电量同比增长基本稳定，而粗钢产量和汽车产量继续延续下滑趋势，尤其是汽车产量，12 月同比呈现-6.5%的负增长。

图 1：工业增加值同比涨幅 12 月份短暂回升

图 2：主要工业品产量年底延续下滑趋势



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

1.2 房地产继续拖累固定资产投资

1 至 12 月份我国城镇固定资产投资累计 23. 增长率为 23.8%，增长幅度较前 11 月略降，其中第一产业累计同比增长 25.0%，第二产业增长 27.3%，第三产业增长 21.1%。从 2011 年固定资产投资情况来看，第二产业对整体固投的累计增长具有一定的正向拉动作用，而第一、三产业的增长率持续下滑，拖累了固定资产投资的累计增长，2011 年全年固定资产投资较 2010 年略降 0.7 个百分点。

根据我们的换算，12 月我国固定资产投资的当月实际同比增长率为 17.61%，较 11 月的 21.26% 有 3.65 个百分点的降幅。三大产业投资继续呈现分化态势，第

一产业当月投资骤降，由 11 月份的 34.86% 下降到 0.37%；第二产业投资有略微回升，当月增长率为 29.43%；第三产业增长率为 12.39%，较 11 月份下降了 2.66 个百分点。可以看出，当月增长率与累计增长率差距较大说明 11 月份我国固定资产投资出现小幅下滑趋势，其中第二产业的投资情况基本平稳，但是第一产业和第三产业的投資均大幅减少。由于第一产业和第三产业的投資額占固定资产投资总额的比重在 55% 左右，因此其对拉动整体投資的下滑起到了显著的作用。

图 3: 固定资产投资 1-12 月累计增长情况稳中有降

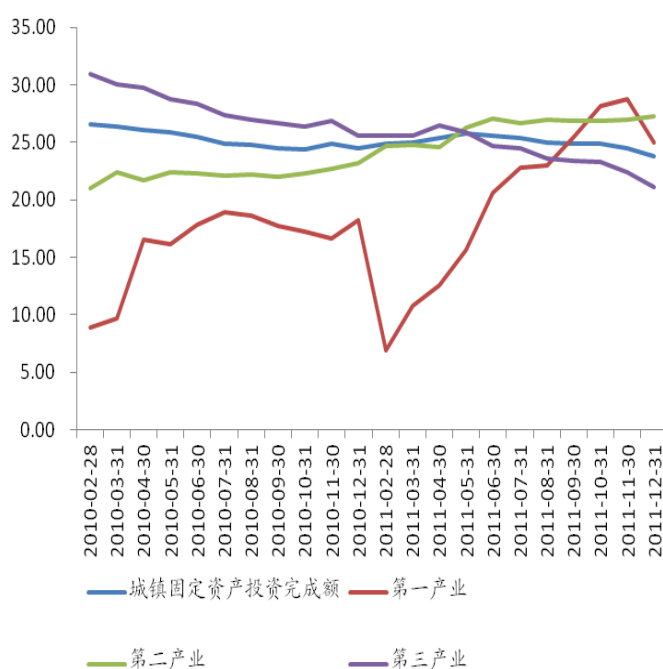
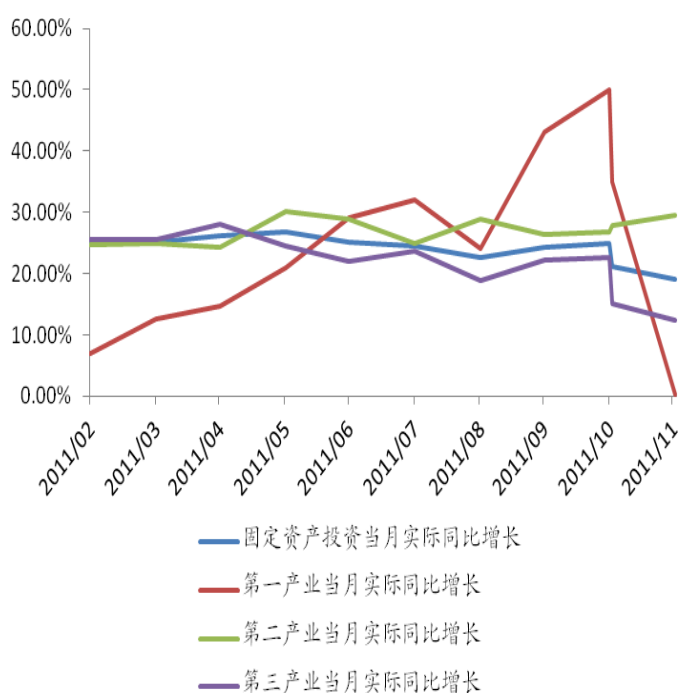


图 4: 第一产业投資 12 月大幅减少



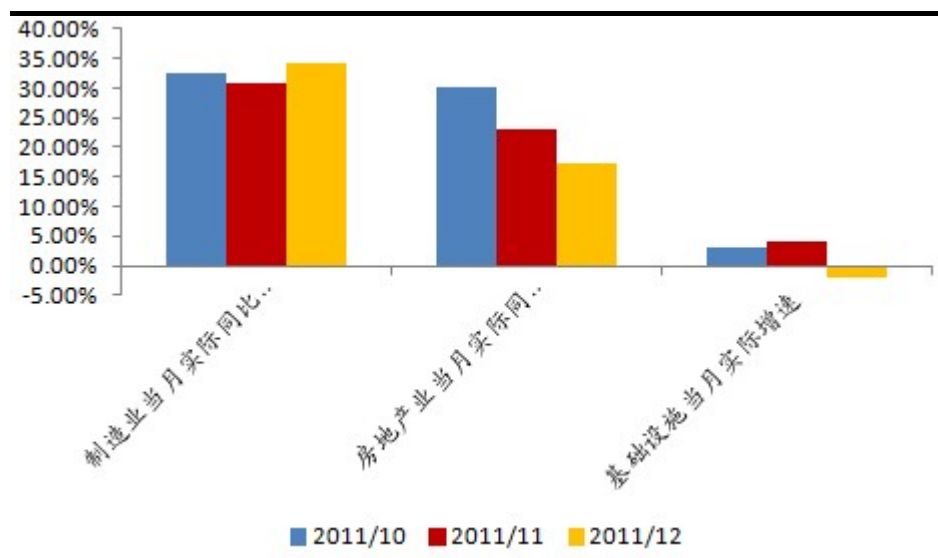
资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

分大类来看，1-12 月份制造业投資累计实际增速为 31.80%，当月实际增速为 34.09%，较 11 月回升 3.39 个百分点；房地产累计增速为 29.70%，当月实际增速为 17.26%，较 11 月减少 5.66 个百分点；基础建設投資（包含电力、燃气及水的生产与供应，交通运输、仓储和邮政业和水利、环境和公共设施管理业）12 月当月的名义增速为 -0.65%，考虑可比因素后的实际同比增长率为 -1.98%，较 11 月减少 6.19 个百分点。而按照我们分类的基建投資占总固定资产投資的权重在 15% 左右，房地产 25%，制造业 35%，因此相对于 11 月整体增速来说，房地产投資 12 月拉低整体固定资产投资 1.42 个百分点，制造业投資拉升 1.19 个百分点，基建投資拉低 0.93 个百分点。所以，12 月份固定资产投资下滑主要原因依然是

由于房地产投资的当月大幅减少。

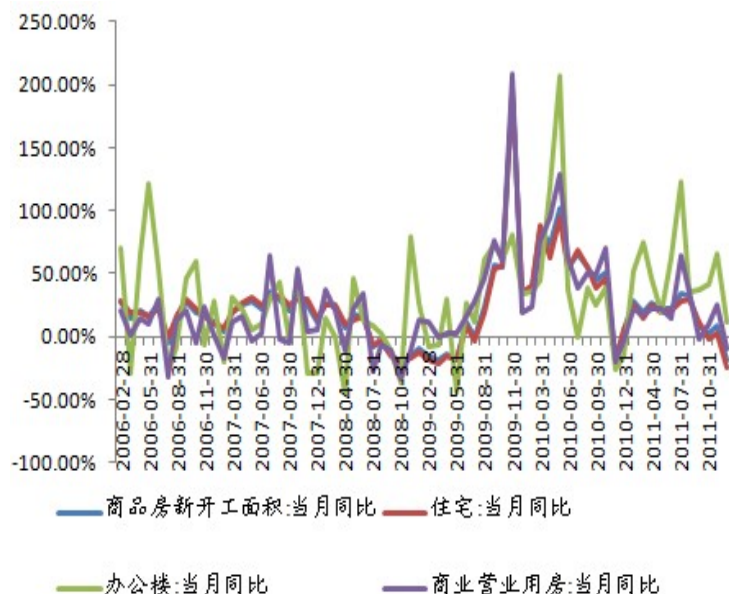
图 5： 房地产投资和基建投资 12 月份实际增速下滑严重



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

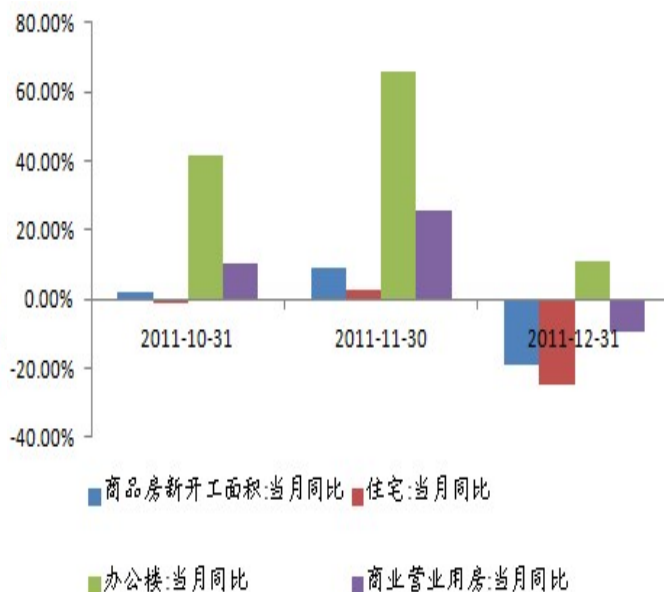
从房地产方面看，12 月份当月新开工面积同比增长-18.85%，较 11 月有大幅的下滑。其中下滑幅度最大的是住宅类，当月开工面积同比大幅下滑 24.76%，这也显示出当前在年内保障房建设空间完全挤占完全后，住宅类商品房建设受房地产萧条而大幅减少，而当月办公楼和商业营业用房的新开工情况也趋于放缓，12 月分别变动 10.96%和-9.74%。从 12 月情况来看，当前房地产开工情况呈现整体趋缓，未来房地产投资方面将主要依靠 2012 年新增保障房建设、以及现有工程的持续性建设。

图 6: 房地产新开工方面年底回落



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

图 7: 12 月房地产各类新开工均大幅减少

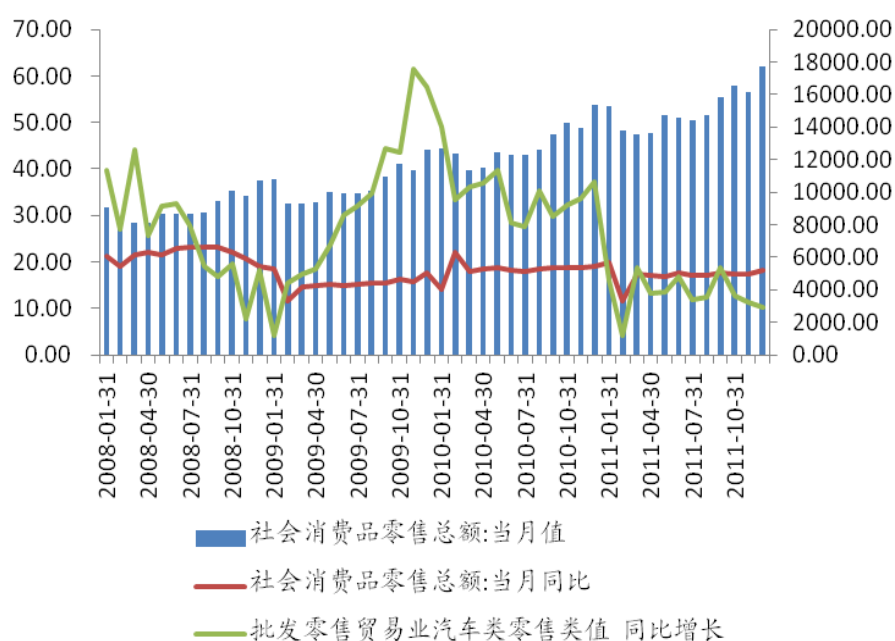


资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

1.3 国内消费受春节影响有所回升

12 月份我国社会消费品零售总额同比增长 18.1%，较 11 月份上升 0.8 个百分点。其中汽车类批发零售依旧处在减少的趋势中，当月同比增长 10.2%。

图 8: 社会消费零售 12 月略增

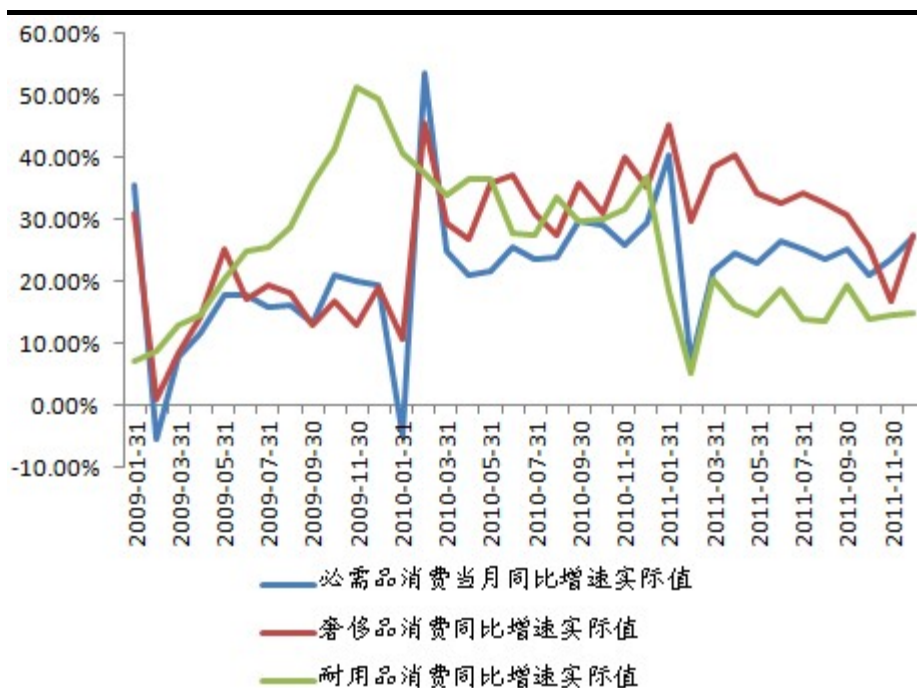


资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

限额以上企业商品零售总额 12 月份同比增长 23.1%，较 11 月份有所回升。我

们计算了生活必需品（食品、服装及日用品）、耐用品（家具、电器及汽车）和奢侈品（化妆品和金银珠宝）的实际增速，从趋势上来看，受春节购物影响，12月份的奢侈品消费拐头陡增，生活必需品也有较大提升，而耐用品增速与11月基本持平，当月消费形成明显的节日色彩。预计待春节效应过后，必需品消费依旧会成为未来消费方面的主要动力，奢侈品消费在未来一至两个月或许会呈现昙花一现的增长趋势。

图 9： 受春节影响 12 月奢侈品消费提升较大



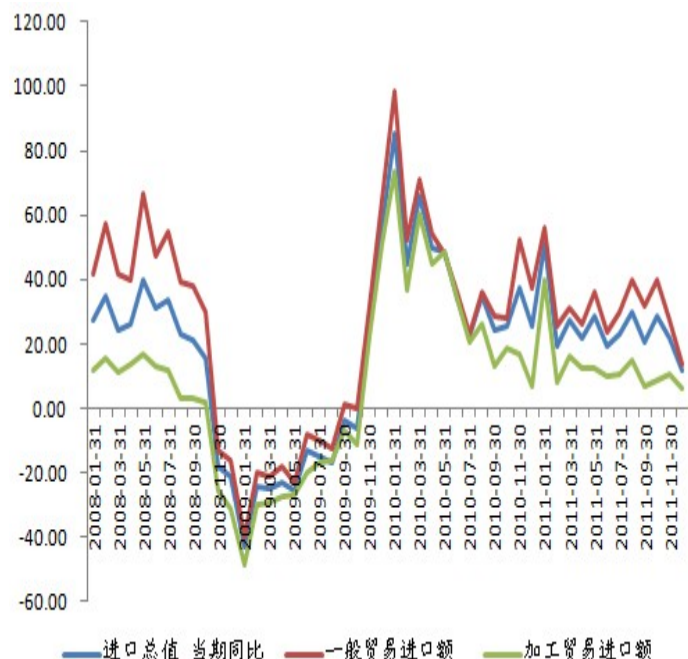
资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

1.4 出口受益于美国经济的持续回暖，但趋势难改

进口方面，12月份当月进口金额为1581.98亿美元，同比增长11.8%，较11月份增速急剧下滑10.3个百分点。进口中的一般贸易12月份同比增长13.45%，加工贸易同比增长6.17%。从趋势上看，当月占进口总额60%左右的一般贸易进口额回落幅度较大造成了整体进口的大程度减速。

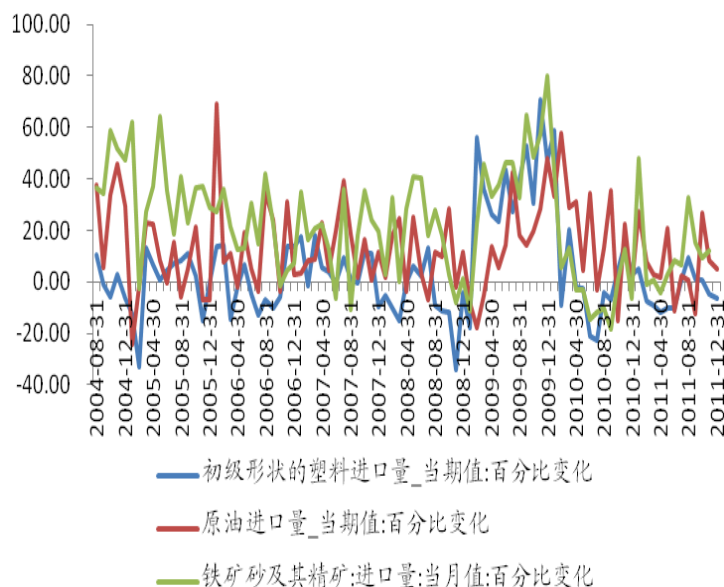
据我们测算，进口商品中权重最大的依次是原油（10%）、铁矿砂及其精矿（6%）和初级形状塑料（3%），从12月进口商品情况来看，原油受到国内企业生产积极性较低等方面影响，增速继续放缓至5.08%，而初级形状的塑料12月继续延续着同比负增长。

图 10: 当月一般贸易进口增速下滑速度最快



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

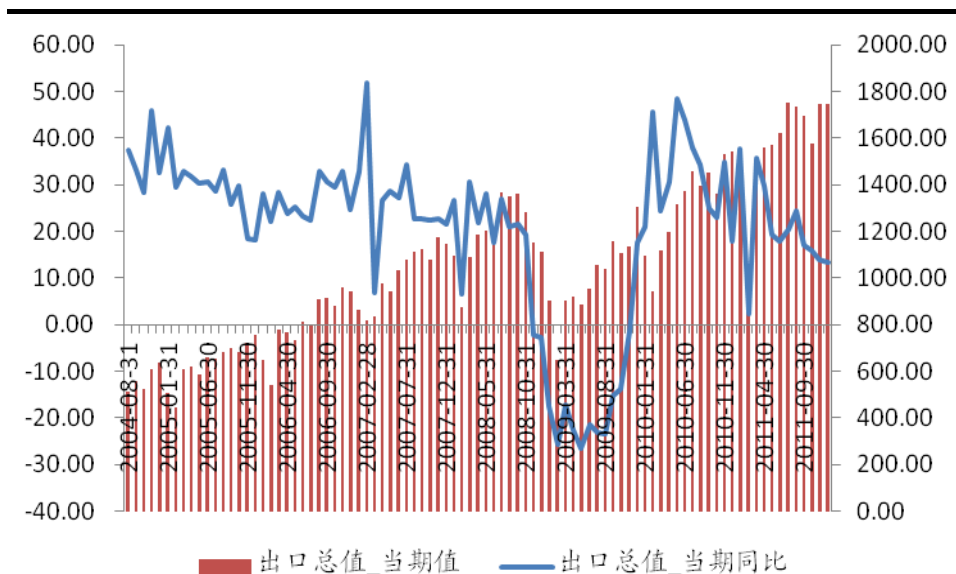
图 11: 12 月主要产品进口额维持减少趋势



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

受美国经济微弱复苏的影响, 12 月份我国出口的下滑态势有所企稳, 当月出口额同比增长 13.4%, 较之 11 月略降 0.4 个百分点。

图 12: 出口下滑开始减速



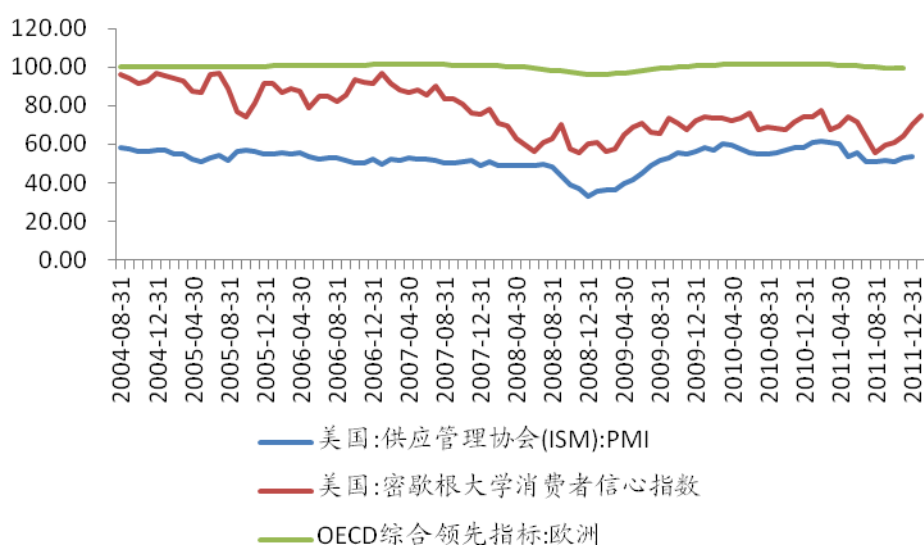
资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

从 OECD 公布的综合领先指数 (CLI) 来看, 11 月欧洲的 CLI 数值为 99.35,

为 2011 年 1 月以来的连续第 11 个月下滑,预示欧洲经济增长仍然没有走出阴影。但在这同时,美国 PMI12 月份延续了 11 月以来的回升态势,当月 PMI 为 53.90,而消费者信心指数则由 11 月份的 64.1 大幅增长至 69.90,而 1 月份至今的消费者信心指数更是跃升到了 75.00 的高位,这表明了目前美国已经启动了新一轮的经济复苏,其延续性和复苏的速度有待通过进一步的观察来确认。

预计 1 月份我国出口同比增长 9.6%,进口同比增长 10.4%。

图 13: 美国延续着目前此轮的经济复苏趋势



资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

1.5 当月宏观经济监测

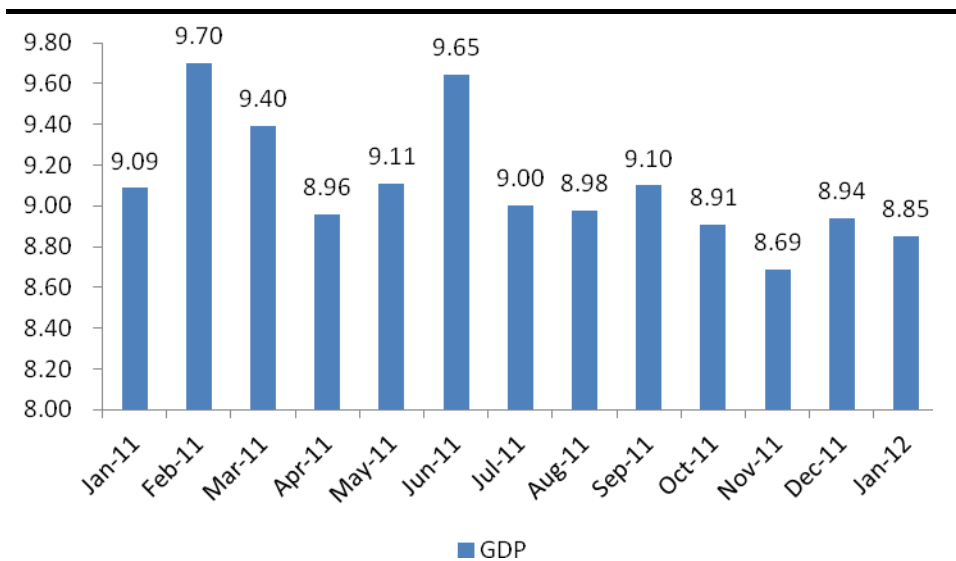
指数说明请参阅《宏观经济监测指数的构建》2011/11/21

根据国家统计局公布的数据,2011 年四季度我国国民生产总值同比增长 8.9%,经济增长的软着陆顺利实现。而根据我们的检测体系,2011 年 12 月宏观经济监测指数为: 109.89; 2012 年 1 月指数为 106.60 (0-85 为衰退, 85-115 为稳定, 115-200 为增长)。

2011 年 12 月 GDP 估算: 8.94%

2012 年 1 月 GDP 估算: 8.85%

图 14: 月度 GDP 实际增长率测算值

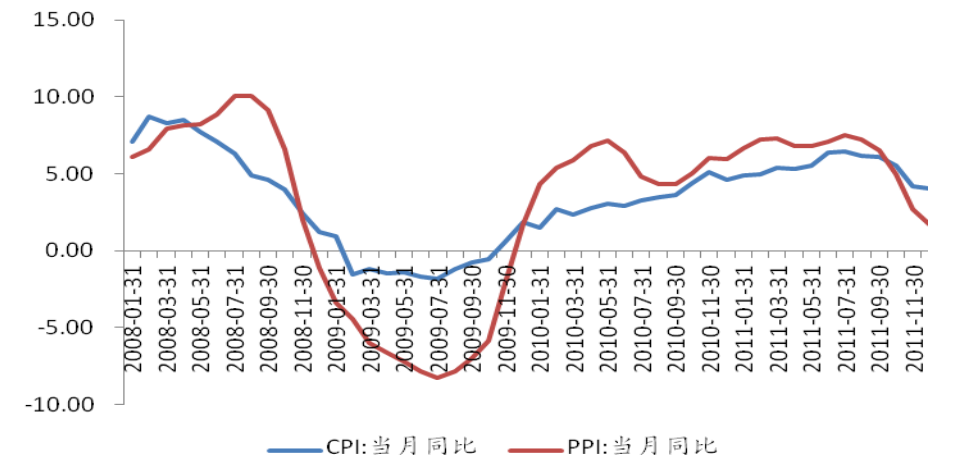


资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

2. 价格面——春节期间蔬菜价格阻碍通胀下行

通胀方面, 12 月 CPI 同比上涨 4.1%, PPI 同比上涨 1.7%。12 月份的物价指数上涨符合市场的一致预期。PPI 延续着近期加速回落的趋势, 主要是受到当前企业处在主动去库存化过程中的影响, 社会需求乏力, 产品价格提升空间有限; 从 CPI 方面看, 当月 CPI 回落速度放缓的主要影响在于食品价格的结构性上涨, 12 月食品 CPI 同比上涨 9.1%, 较 11 月增加了 0.3 个百分点, 而非食品类同比上涨 1.9%, 继续延续着下降的趋势。

图 15: 中游与下游通胀下降速度 12 月有所分化

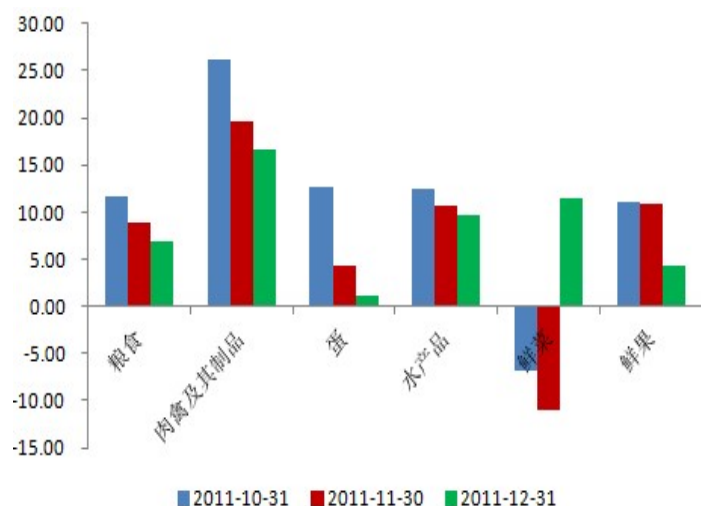


资料来源: wind 资讯, 中原证券研究所

在 12 月份的农产品价格变化趋势中，我们发现，对 CPI 贡献度最大的粮食和肉禽制品延续着回落的趋势，但当月鲜菜价格方面拐头涨幅较大，成为了阻碍 2011 年最后一个月 CPI 降低的主要因素。结合权重来看，当月对 CPI 涨幅贡献最大的依旧是肉禽制品，其次便是新涨价程度过高的鲜菜，但是从历史情况来看，鲜菜的涨幅不具有持续性，因此未来通胀情况仍然在于肉类价格是否能够顺利回落。

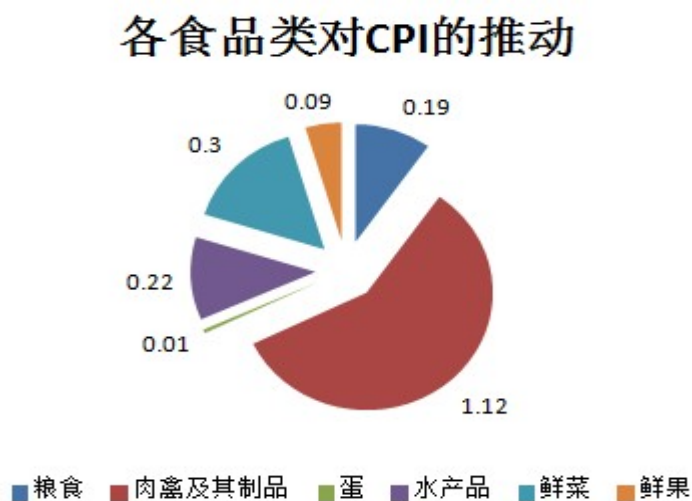
我们计算了 2012 年全年 CPI 的翘尾因素，从翘尾因素来看，2012 年的通胀将可能呈现出前高后低的态势，其中 1 月份翘尾因素为 2.7%，为全年最高值，另外伴随着春节的影响，存在着消费领域新涨价的动力，预计 1 月 CPI 可能继续维持在 4% 上下，今年下半年有望实现回归至 3% 上下。

图 16: 12 月食品类价格变化



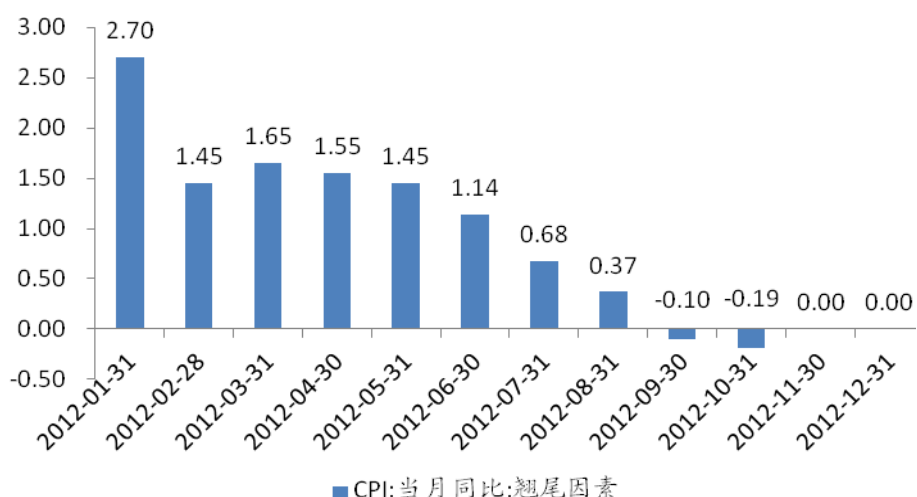
资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

图 17: 12 月 CPI 主要推动力量分布



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

图 18: 2012 年 CPI 翘尾因素

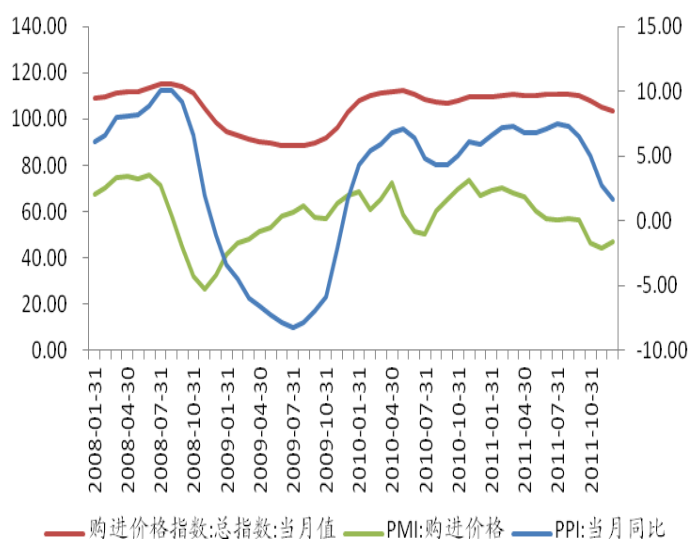


资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

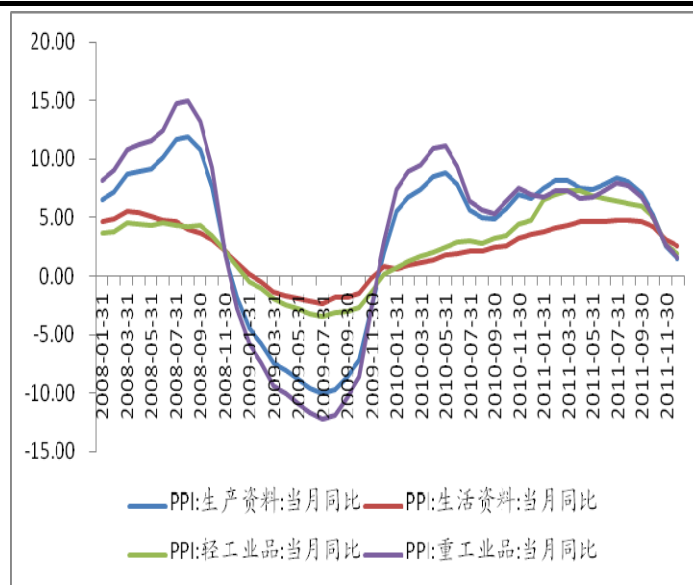
PPI 方面, 12 月份的 PPI 环比、生产资料环比和生活资料环比继续延续着负增长, 表明当前生产部门受到上游原料价格回落以及供给过剩导致的价格压力的影响, 工业品出厂价格进一步整体回落的趋势尚未结束, 但 PMI 购进价格方面 12 月份止跌回升, 说明未来 PPI 继续延续高速下行的概率较前几月来说有所减小。

图 19: 未来 PPI 回落速度可能稍有放缓

图 20: 12 月重工业 PPI 回落速度依然快于轻工业



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所



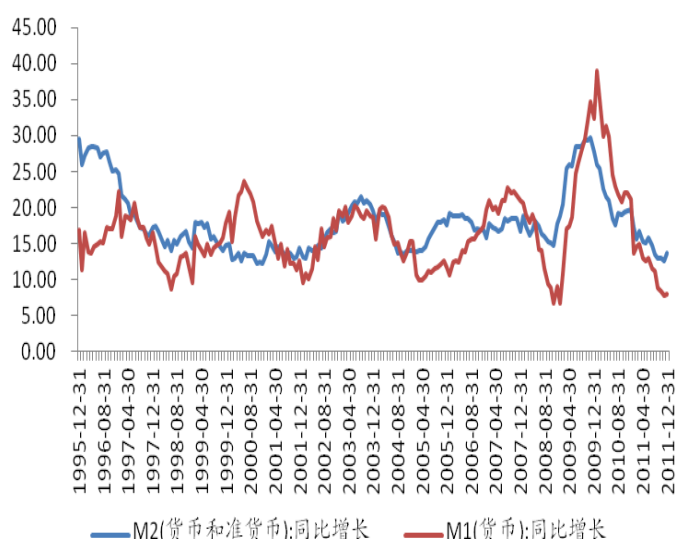
资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

预计 2012 年 1 月 CPI 同比上涨 4.0%, PPI 同比上涨 1.0 %。

3. 资金面——放松操作临近

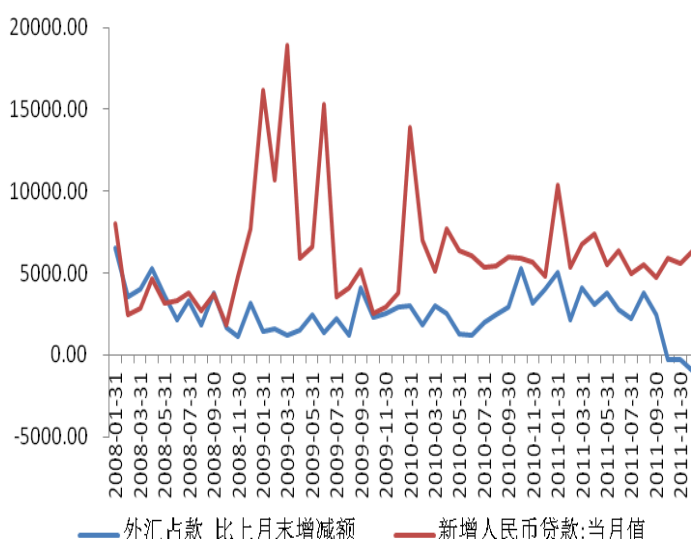
12 月份我国广义货币 M2 同比增长 13.6%，比上月末高 0.9 个百分点；M1 同比增长 7.9%，比上月末高 0.1 个百分点。我们可以看到，12 月份 M2 的增速远超过了 M1 的增速，也超出了市场之前的一致预期，这主要受到三个因素的影响，首先是由于当月居民存款大幅增加 1.6 万亿，主要原因可能是年末受到存贷比考核而导致的理财产品部分的表外转表内；另外受到新增信贷超预期增加的影响，当月新增信贷 6298 亿元；第三是如预期的财政存款年末大规模投放 1.23 万亿元。

图 21：12 月 M2 有季节性反弹



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

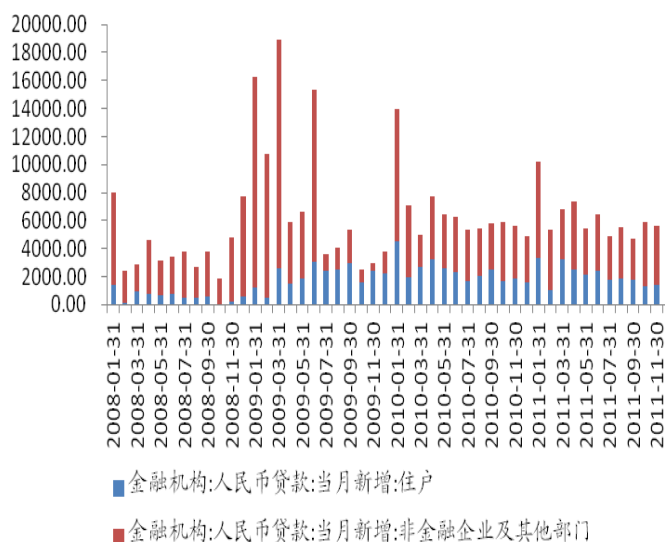
图 22：新增人民币贷款与外汇占款分化加剧



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

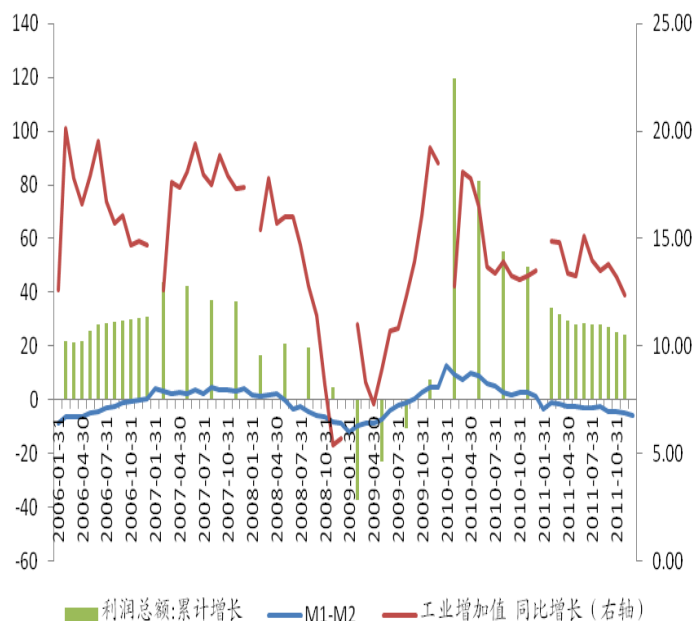
从不同口径的货币供应量的变化中，我们认为，当前的宏观经济形势及企业生存状况依然存在恶化的风险。理论上说，M1-M2 的增速差可以衡量市场资金的活跃程度，增速差向上修正对居民消费和企业来说都是存款活期化的体现，也意味着宏观经济的改善和企业利润的回升。从 2006 年至今来看，M1 与 M2 的增速差与工业增加值和企业利润增长趋势高度一致，而 12 月份的增速差进一步扩大意味着当前经济层面和企业利润的在短期内改善的难度较大。

图 23: 我国信贷的结构性比率



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

图 24: 货币剪刀差与企业利润及产值有密切正相关关系



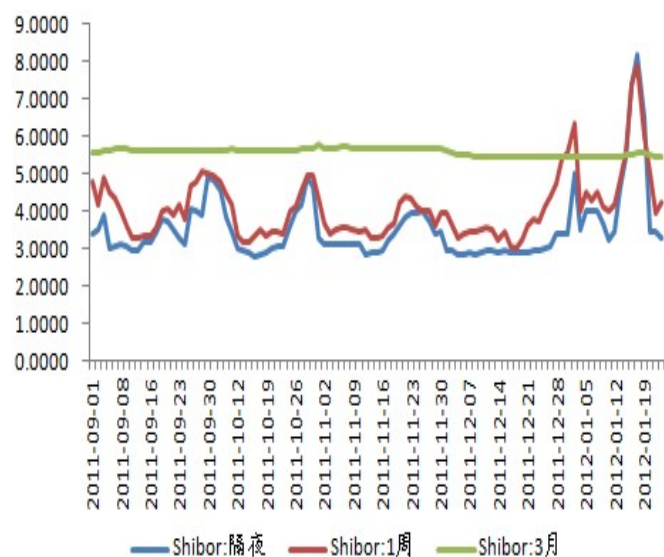
资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

从资金供求关系来看,shibor 利率 12 月出现小幅下降,但 12 月以来又出现了一定程度的上涨,而银行年末的存贷比考核临近在一定程度上推动了短期拆借利率的结构性上浮,3 月期 shibor 基本平稳,显示出 12 月虽然 M2 有超预期增长,但资金面并未出现实质性的改善。而央行于 1 月 17 日和 19 日连续两次共进行了 3520 亿元的 14 天逆回购,一定程度上缓解了春节期间的流动性需求,但这仅仅是一次临时性的“解渴”操作,半个月到期后资金的回笼仍然会让当前吃紧的资金面更加紧张。从央行的动作来看,在 1 月份下调准备金率的可能性已经很小,我们认为,当结束了春节期间的临时放水后,2 月初开始央行下调准备金率的可能性将会大大增加。



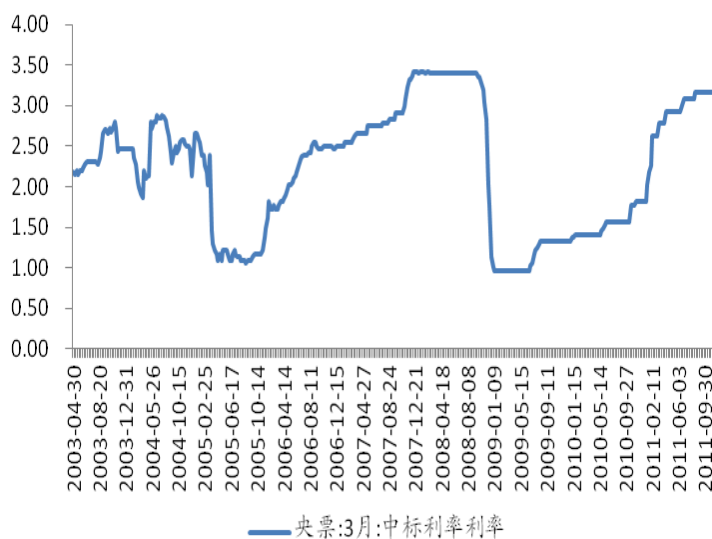
宏观经济

图 25: 短期利率水平近 12 月以来先涨后跌



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

图 26: 央票发行利率依旧居高不下



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

我们预计 1 月 M2 的同比增长为 13.2%。



附：宏观经济指标预测

	10月实际值(预测值)	11月实际值(预测值)	12月实际值(预测值)	1月预测值
工业增加值	13.2%(13.5%)	12.4%(12.2%)	12.8%(12.1%)	---
固定资产投资	24.9%(24.8%)	24.5%(24.7%)	23.8%(24.2%)	---
社会消费品零售	17.2%(16.9%)	17.3%(17.0%)	18.1%(17.1%)	---
CPI	5.5%(5.6%)	4.2%(4.6%)	4.1%(3.9%)	4.0%
PPI	5.0%(5.71%)	2.7%(3.2%)	1.7%(1.5%)	1.0%
出口增速	19.97%(15.87%)	13.8%(10.93%)	13.4%(11.8%)	9.6%
进口增速	23.25%(28.73%)	22.1%(18.77%)	11.8%(16.5%)	10.4%
M2 增速	12.9%(12.9%)	12.7%(13.0%)	13.6%(13.1%)	13.2%
GDP 增长率 (独家测算值)	8.91%	8.69%	8.94%	



重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。