

生产再遇较大下修而物价难明显回落

——4 月份宏观数据预测

宏观报告

发布时间：2012 年 05 月 02 日

投资要点:

- 根据我们测算，4 月份数据总体偏空，需求端仅见出口略有向好，消费和投资回落。供给端，受去库存影响工业增速再次大滑坡。而物价却维持较高水平。但金融数据稳定向好。
- 趋势回落和季节性因素下拉工业增速，预计大幅回落至 11.3% 左右。4 月生产存在季节性的回落，加上去库存的趋势性下滑主线，预计 4 月份增速将回落，降幅明显。
- 稳投资措施抵消房地产投资下滑，预计投资稳步下降至 20.4%。房地产投资的下行和稳投资政策效应间的博弈仍在延续，一季度数据表明政策有效，较大程度抵消了房地产投资的下滑。随着新开工项目的稳定增加，投资增速下滑平稳。
- 消费增速略有回落至 14.8%，总体基本平稳。1 季度的季调环比均值只有 1.17%，低于 2011 年的 1.35%，表明消费增速总体上要弱于去年。受基数和季节性因素，4 月略有回落，但总体基本平稳。
- 出口小幅回升至 9.6%，进口反弹至 17.9%，贸易顺差 10 亿美元。欧弱美强的跷跷板效应仍然没有改变，但 PMI 表明外需持续好转，出口回升可期。而在政策拉动下，进口增速有望继续好转。
- 农产品价格缓降导致 CPI 回落有限，预计 CPI 降至 3.4%，PPI 跌落至 -0.8%。4 月份，农产品价格环比仅降 1.8%，食品价格将维持高位，而非食品价格在季节性因素推动下，环比增速升至 0.3%。预计 CPI 环比在 -0.2-0 之间，同比在 3.2-3.5%。而受原油价格回落和需求疲软抑制，PPI 环比涨幅将有较大回落，预计在 -0.1-0.1% 之间，同比在 -0.6- -0.9% 之间，中值为 -0.8%。
- 信贷 7500 亿左右，再低预期，但季节性因素助推 M1 和 M2 反弹，预计分别为 4.6% 和 13.9%。4 月份的金融数据将受到政策放松和需求回暖的双重支撑，预计信贷回到 7000-8000 亿规模的真实需求。在开工建设推动下经济活跃度将提升，我们预计 M2 环比仍有小幅回升，同比升至 13.7-14.2%，中值在 13.9%。而 M1 则继续缓步上升，我们预计在 4.6% 左右。

分析师：王国兵

执业证书编号：S0550511110002

TEL: (8621)2036 1155

FAX: (8621)2036 1159

Email: wanggb@nesc.cn

地 址：上海市源深路 305 号 4 楼

邮 编：200135

2012 年 4 月份宏观经济数据预测总览

指标	4 月份预测值	3 月份实际值
GDP 同比		
工业增加值同比	11.3	11.9
CPI 同比	3.4	3.6
PPI 同比	-0.8	-0.3
城镇固定资产投资同比	20.4	20.9
社会消费品零售总额同比	14.8	15.2
出口金额同比	9.6	8.9
进口金额同比	17.9	5.3
贸易顺差值（亿美元）	10	53
M1 同比	4.6	4.4
M2 同比	13.9	13.4
新增人民币贷款（亿元）	7500	10100

数据来源：东北证券。

一、工业生产趋势回落，增加值增速回落至 11.3%

4 月份的工业生产预计将回落，根本原因在于目前企业生产仍处于去库存阶段，企业生产难以加速。而三月份的工业生产增速回升至 11.9%在一定程度上反映了生产降中趋稳，但主要是反映了季节性的因素。而 4 月生产存在季节性的回落，加上去库存的趋势性下滑主线，我们预计 4 月份增速回落将是大概率。

而中钢协公布的上、中旬粗钢日均产量及价格走势反映了生产环比的回落。数据显示，4 月上旬全国预估粗钢日产量 203.1 万吨，旬环比增幅 7.45%。但 4 月中旬全国预估粗钢日产量 200.52 万吨，旬环比降幅 1.26%。相比 3 月份上旬环比增长 13.1%，中旬增长 1.1%，4 月份产量增长动力不是很足。这主要还在于需求不旺，这反映在钢材价格未明显提升。

根据我们的推算，如果不考虑不规则因素，按照趋势外推，4 月份工业增加值将回落至 11.1%左右。综合考虑 2011 年 4 月份增速相比当年 3 月份增速有 1.4 个百分点的回落，加上 4 月 PMI 生产指数升至 57.2%的高点，多因素可能使得 4 月份的工业增加值保持较高水平，我们预计或在 11.3%左右。

图 1：钢铁日均产量维持高位表明生产降幅收敛，但旬环比未持续上升表明需求仍疲弱



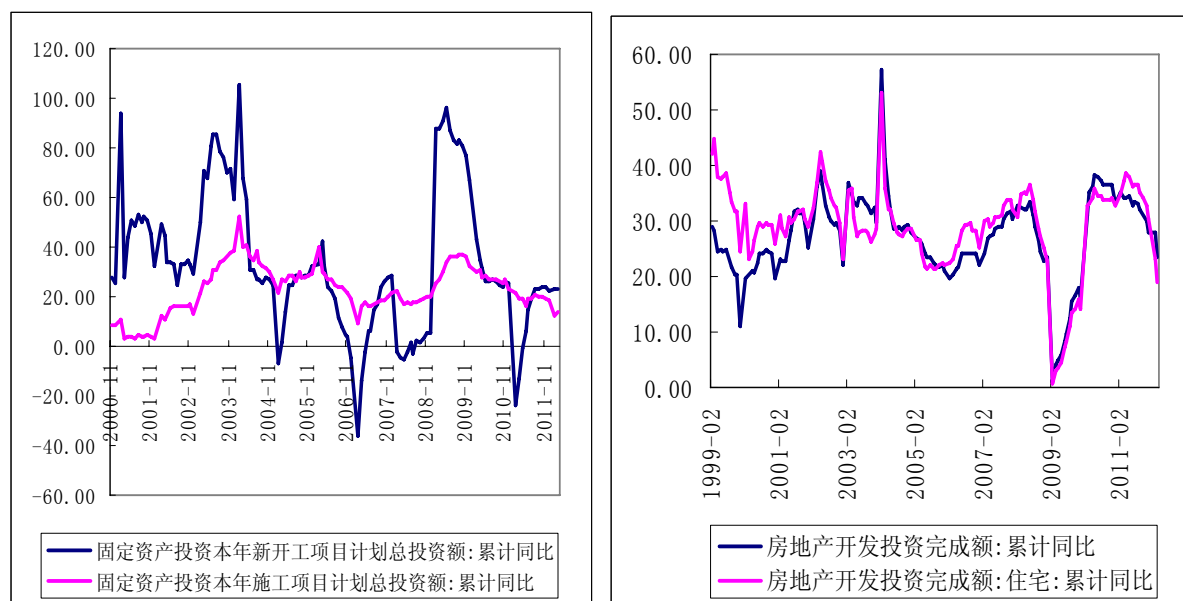
资料来源：中国联合钢铁网，东北证券

二、稳投资措施抵消房地产下滑，预计投资稳步下降至 20.4%

一季度房地产投资累计同比增长 20.9%，比预期的要好。背后的原因在于稳投资的措施在发挥作用，这具体体现在一是新项目继续保持较高增速投放，一季度累计同比增长 23%；二是资金到位保障现有项目开工。3 月份施工项目计划总投资额累计同比 14.2%，比 2 月份加快 2 个百分点。

我们认为投资中房地产投资的下行和稳投资措施的推进之间的博弈仍在延续，一季度表明措施得当，基本能够抵消房地产的下滑。因此，我们按照去年计划投资额和今年投资完成额之间的比例关系，推算 4 月份的固定资产投资增速在 19.0-21.3%之间，均值在 20.4%。

图 2：房地产的下滑得到稳投资政策的抵消，投资总体降平稳回落。



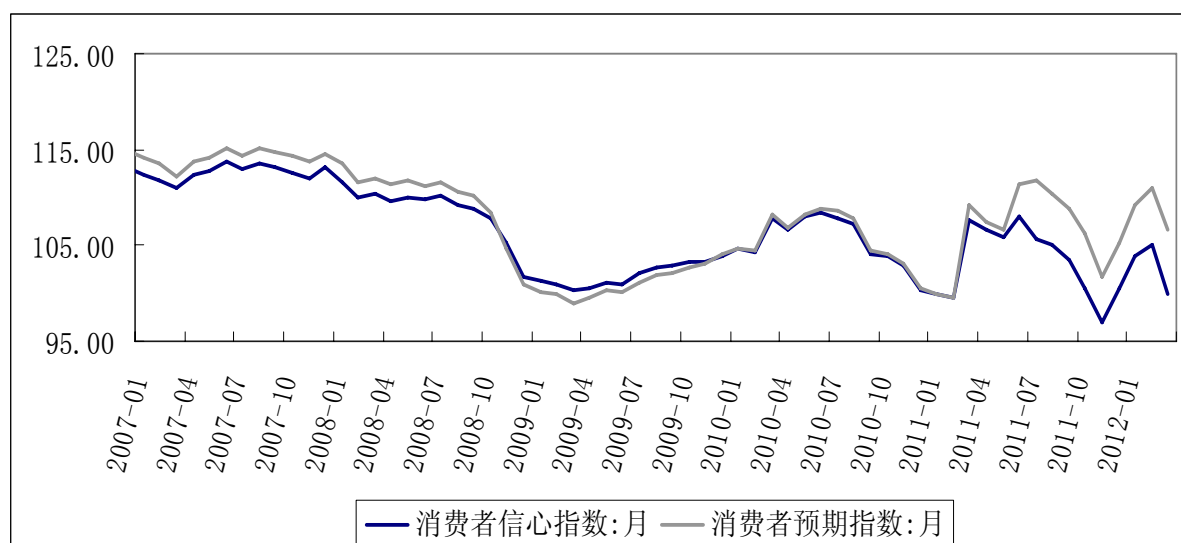
资料来源：wind，东北证券

三、消费弱增长短期较难改变，预计 4 月消费增速回落至 14.8%

从现有的数据看，年初的消费总体偏弱，从季调环比看，1 季度 3 个月的均值只有 1.17%，低于 2011 年 2、3 月份的均值 1.35%，表明消费增速总体上要弱于去年。而在当前没有新的消费政策出台的情况下，预计 4 月份将延续一季度弱增长的态势。而 1-2 月份的名义消费环比要低于历史均值，但 3 月份消费环比负增长 4.27%，要略好于均值的下降 4.35%，表明销给在 3 月份似乎在好转。

我们预计 4 月份可能继续略有改善，但考虑到物价小幅回落，名义环比增速增长有限，预计在 0.22% 左右。据此推算，我们得到的 4 月份消费增速在 14.8% 左右，区间在 14.6-15.1% 之间。

图 3: 消费信心和预期再次回落表明短期消费增速难以提升



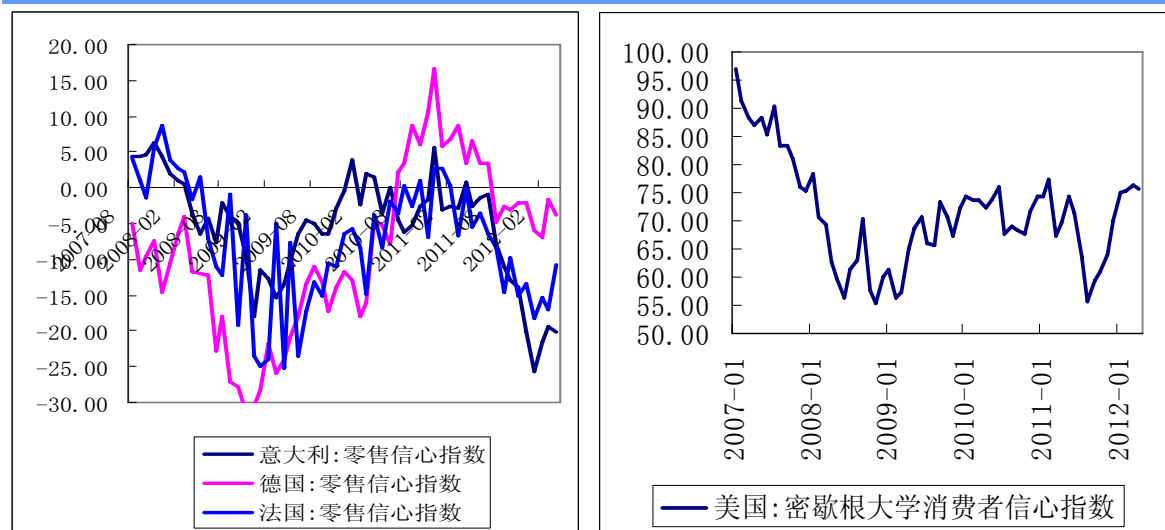
资料来源: wind, 东北证券

四、出口小幅回升至 9.6%，进口反弹至 17.9%，贸易顺差 10 亿美元

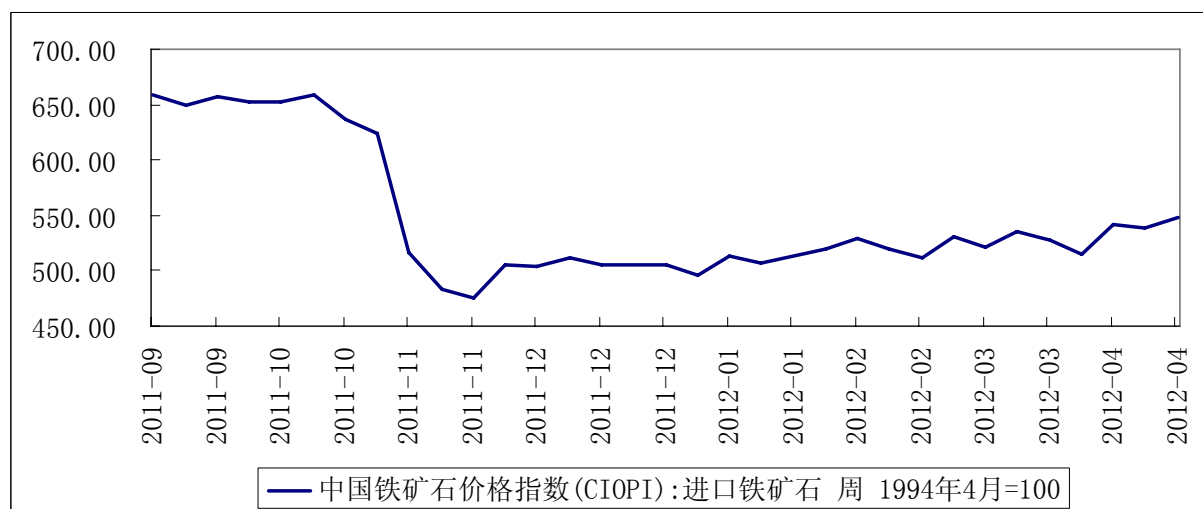
根据现有数据, 4 月份的出口预计难以有明显改善, 欧弱美强的跷跷板效应仍然没有改变, 但是汇丰 PMI 的新订单回升表明外需还存在好转的迹象, 而 4 月官方公布的 PMI 新出口订单指数回升至 52.2%, 也反映出口企稳向好。我们根据以往环比均值走势和当前情况的调整, 我们预计 4 月份出口环比增长 3-5% 之间, 出口同比在 9.6% 左右, 区间在 7.5-11.4% 之间。

而进口有望较大回升。根据进口铁矿石价格走势看, 4 月份的进口需求似乎比较旺盛。中国进口铁矿石价格指数(CIOPI)在 4 月份的前三周均值为 542.8, 比 3 月份的 525 增长了 3.2%, 在政策的拉动下, 进口需求可能在好转。但 4 月份的原油价格回落了 3-4 个百分点, 进口额可能因此有所抑制, 但这难以改变进口趋势的好转。因此我们以进口环比均值 5.76% 为基准, 区间在 5-9% 之间, 对应进口同比增速在 17.4-20.8%, 预计在 17.9% 左右。对应的贸易顺差 10 亿美元, 区间在逆差 36 亿美元到顺差 70 亿美元之间。

图 4: 欧美日 PMI 预示外部经济体呈企稳迹象, 出口趋势将有所好转



资料来源: wind, 东北证券

图 5: 进口铁矿石价格指数回升预示 4 月份进口需求有望出现较大反弹

资料来源: wind, 东北证券

五、农产品价格缓降导致 CPI 回落有限，预计 CPI 降至 3.4%，PPI 跌落至-0.8%

农产品价格的滞降成为物价难以明显回落的主要因素。4 月份农产品价格虽有所回落但幅度有限。

根据农业部检测的日数据，4 月份农产品价格环比下降 1.84%，同比上涨 9.76%，环比涨幅比 3 月份低了 3 个百分点，但同比基本接近。在农产品价格的环比负增长情况下，食品价格环比负增长将是大概率，我们预计食品价格环比在-0.4- -0.9%之间，同比在 7.1-7.9%之间。

而非食品价格在今年一直高于往年均值，而每年在 4 月份都出现了环比加快的情况，因此，我们据此推断 2012 年 4 月份的非食品价格环比在 0.3%左右。同比预计在 1.5-1.8%左右。

综合看，我们预计 4 月份 CPI 环比在-0.2-0 之间，同比在 3.2-3.5%之间，中值在 3.3%左右。物价仍将维持在较高水平。

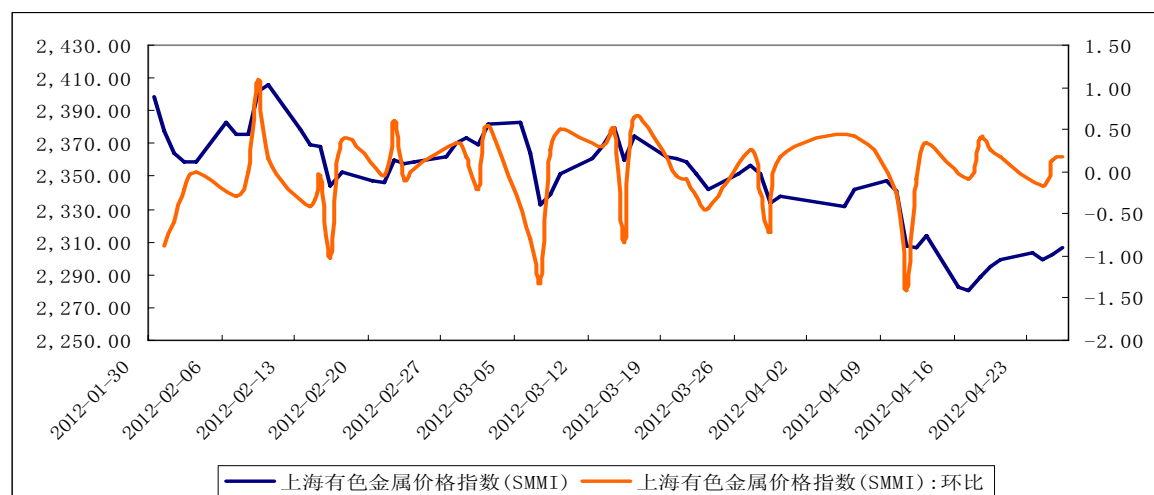
而在工业生产去库存，生产相对疲软格局下，工业品出产价格或继续下跌。上海有色金属价格指数(SMMI)从 3 月的 2338 下幅下跌至 2306，从环比看跌幅在收敛，4 月份当前为负增长 1.36%，而 5 月份为-1.5%，具体看除了铜和铝的价格下降较多外，铅、锌、锡、镍等明显收敛，其中锡、镍等上涨。除了有色金属总体略为下降外，原油价格也出现较大回落，国际原油价格相比于 3 月份大概有 3-4 个百分点的下滑，而 3 月份却环比上升 4-5 个百分点。因此，综合看，4 月份的 PPI 环比涨幅将有较大回落，预计在-0.1-0.1 之间。据此，我们推算 PPI 同比在-0.6- -0.9%之间，中值为-0.8%。

图 6: 农业部监测的 2012 年 4 月份农产品价格小幅下降, 环比下降在 2% 左右



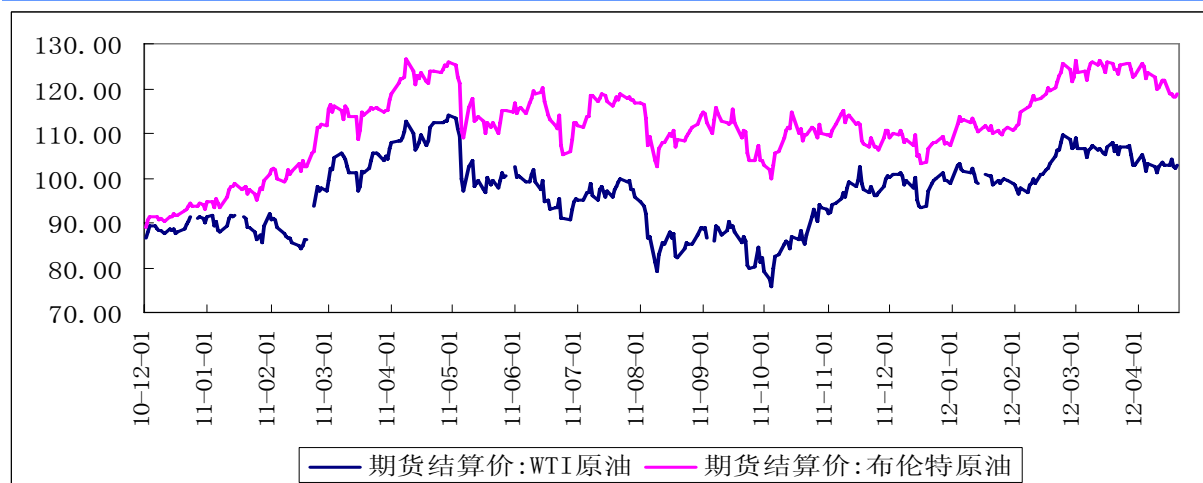
资料来源: wind, 东北证券

图 7: 有色金属网反映 4 月份有色金属价格环比下降



资料来源: wind, 东北证券

图 8: 国际原油价格出现了 3-4 个百分点的回落



资料来源: wind, 东北证券

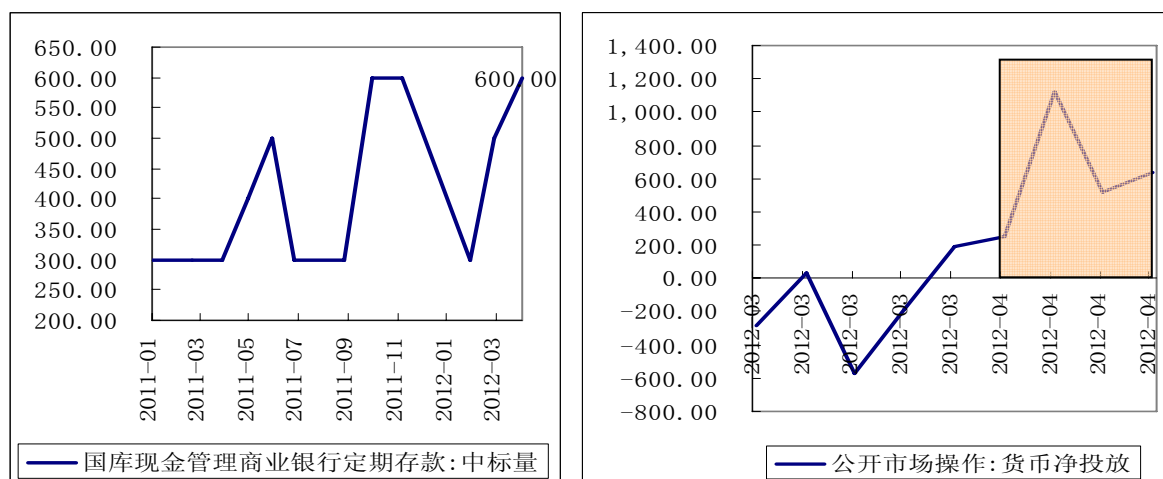
六、预计信贷 7500 亿，再低于预期，但季节性因素推动 M1 和 M2 升至 4.6% 和 13.9%

4 月份的金融数据将受到两方面的支撑，一是政策和监管层的维持适度宽松的意愿，预计在该意愿的指导下，货币信贷不会偏紧；二是融资需求随着开工的进展将比较稳定，甚至略有上升。

而这种判断，来源于几方面的数据印证，一是央行在 4 月份央行在公开市场净投放 2530 亿元，并且在 4 月 26 日进行了 600 亿的国库现金定期招标，规模有所扩大，表明央行稳定流动性的意愿比较明确；二是近期的票据直贴利率稳定在 4.5% 左右附近，表明资金供需条件仍相对宽松。在实体经济并未明显恶化多情况下，需求应该稳定。因此，媒体报道的 4 月初流失存款过万亿，并不代表银行资金流动性紧缺。

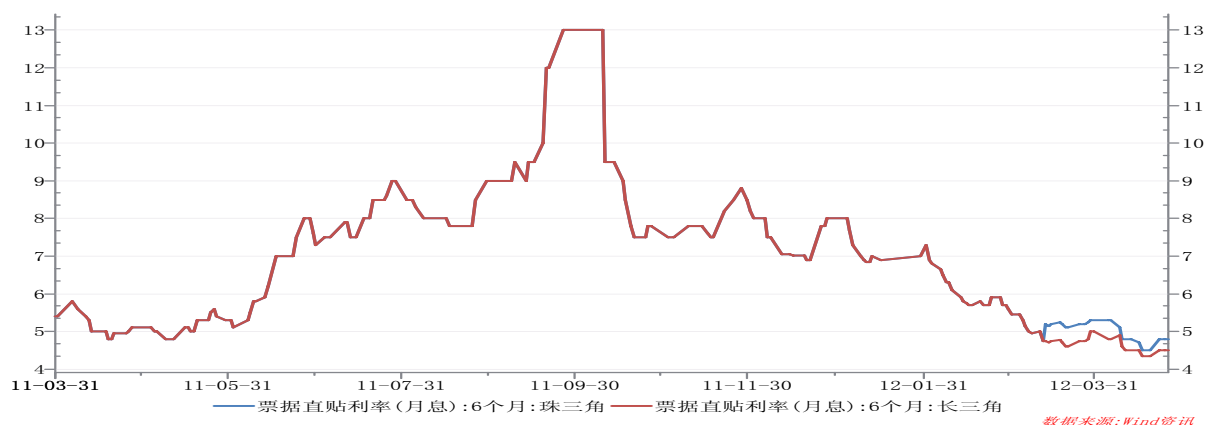
我们认为，前 2 个月 7000 亿左右的新增信贷是当前实体经济需求的基本反应，3 月份的增加有季末冲贷原因，我们预计 4 月份信贷应该不低于基本需求，在政策呵护下，预计在 7000-8000 之间，中值在 7500 亿左右。信贷稳定增长，而在投资开工建设推动下实体经济活跃度将有所提升，我们预计 M2 环比仍有小幅回升，预计在 0.2-0.6% 之间，对应 M2 预计回升至 13.7-14.2%，中值在 13.9%。而 M1 则继续缓步上升，我们预测在 4.6% 左右。

图 9： 4 月份央行投放货币维护市场流动性的意愿明显



资料来源: wind, 东北证券

图 10： 票价直贴利率继续下行表明资金供需条件继续改善



资料来源: wind, 东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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征价。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。本报告版权归我公司所有。