

证券研究报告

报告类型 / 宏观预测报告

生产筑底 物价大降

——6 月份宏观数据预测

发布时间: 2012-7-5

- 核心观点: 6 月份数据的预测结果反映生产筑底, 工业增速虽小幅下降但呈企稳态势。由于二季度生产处于低位, 二季度 GDP 将较大下行至 7.4%。我们认为随着政策的推行和效力体现, 以及出口稳步好转的预期, 经济有望二季度见底。而物价大降至 2.2%, 政策空间进一步打开。货币政策和财政政策将在 3 季度进一步发力。
- 工业生产出现波动, 但降幅有限, 6 月份下行至 9.5%。生产逐渐企稳的中期因素在于政策激发需求企稳, 加上外需好转预期, 生产基本稳定。而短期因素在于当月的库存可能有所走高, 客观造成生产增速慢降。预计 6 月 VAI 增速在 9.3-9.7%。
- 由于二季度的工业增速明显下降, 当季增速在 9.5% 左右, 比 1 季度的 11.6% 下降 2 个百分点左右, GDP 可能比 1 季度下滑 0.8 个百分点左右, 但考虑到库存的绝对值比 1 季度略有增加, 存货的下拉作用减缓。二季度的 GDP 将在 7.2-7.6% 之间, 中值为 7.4% 左右。
- 投资项目有限释放, 但难阻下降趋势, 预计下滑至 19.7%。随着投资项目释放, 6 月份基建投资等继续保持较高增长, 有望稳定投资。但房地产仍可能下行。投资下行趋势在 6 月份仍将延续, 我们预计 6 月份的固定资产投资增速在 18.6%-20.8% 之间。
- 汽车企稳, 但家电刺激政策未显现, 消费仍下滑, 预计 6 月份降至 13.4%。汽车销售环比的稳定上升态势表明趋势向好, 预计汽车消费额将有所回升。但家电刺激新政难以在 6 月份有效体现, 家电继续下滑。消费仍总体下行, 预计 6 月份消费增速在 13.1-13.6% 之间。
- 外需未改观, 出口难持续高增长, 预计出、进口增长 8.6% 和 13.9%。6 月份人民币贬值的刺激因素仍在, 仍有可能刺激出口。但外需未改善, 6 月难续 5 月份高增长, 但仍有望高于前 4 个月。我们预计出口在 8.6% 左右, 进口在 13.9% 左右, 顺差在 160 亿美元左右。
- 农产品大幅下降致 CPI 大降至 2.2%, PPI 则下滑至 -1.9%。农产品环比下降 3.5%, 加上基数原因, 6 月份食品价格环比加快回落, 加上非食品价格环比回落, CPI 环比在 -0.4- -0.6%, 同比在 2.1-2.3%。而大宗商品等原材料价格加速下行致 PPI 同比跌至 -1.8- -2.0% 间。
- 货币供给有序投放, 6 月份信贷有可能在中小银行冲贷拉动下增加至 8500-9200 亿之间, 中值为 8950 亿。而在信贷适度放大, 经营活动有所稳定情况下, 货币乘数将企稳, 并有可能回升。因此, 我们预计 M1 和 M2 回升至 4.5% 和 13.4%。

证券分析师: 王国兵

执业证书编号: S0550511110002

(021)20361155 wanggb@nesc.cn

相关报告

《5 月通胀值的两点意义及对应的两个转变》

2012-6-10

《指标趋势分化 黎明前的黑暗》

2012-6-04

2012年6月份宏观经济数据预测总览

指标	6月份预测值	5月份预测值	5月份实际值	5月预测误差
GDP 同比				
工业增加值同比	9.5	9.7	9.6	0.1
CPI 同比	2.2	3.1	3.0	0.1
PPI 同比	-1.9	-1.1	-1.4	-0.3
城镇固定资产投资同比	19.7	19.4	20.2	-0.8
社会消费品零售总额同比	13.4	13.5	13.8	-0.3
出口金额同比	8.6	5.1	15.3	-10.2
进口金额同比	13.9	1.4	12.7	-11.3
贸易顺差值(亿美元)	160	180	188	-8
M1 同比	4.5	3.8	3.5	0.3
M2 同比	13.4	13.2	13.2	0
新增人民币贷款(亿元)	8950	7700	7932	-232

数据来源：东北证券。

1. GDP 仍快速下滑，预计跌至 7.4%

1 季度的工业生产显著放缓曾导致 GDP 跌至 8.1%，这种情况在二季度并为好转。而生产减速的原因还在于三驾马车，尤其是出口低于预期增长，在需求不旺的情况下，企业生产去库存加剧。

根据我们测算，我们预计二季度的工业增速在 9.5% 左右，将比 1 季度的 11.6% 下降 2 个百分点左右，对应的 GDP 可能比 1 季度下滑 0.8 个百分点左右，但考虑到工业产成品库存的绝对值比 1 季度略有增加，预计存货对 GDP 的下拉作用将有所减缓。因此，我们推算，二季度的 GDP 将在 7.2-7.6% 之间，中值为 7.4% 左右。

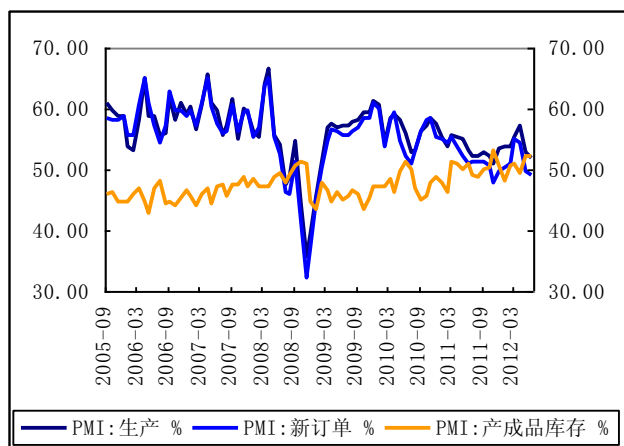
2. 工业生产筑底，预计在 9.5% 左右

从需求端看，需求放缓的速度在有所降低，这从 PMI 的新订单指数相对平稳有所体现，6 月 PMI 新订单指数环比仅回落 0.6 个点至 49.2，相比 5 月份环比跌 5 个点有明显好转。而这有可能来自于 5 月份以来投资项目释放以及政策放松带来的刺激。需求有所企稳利好生产的相对稳定。

而从 PMI 的产成品库存看，企业库存增加明显，这虽然不是企业想要的结果，但在生产相对稳定情况下，库存的增加在客观上导致工业增加值的增加。因此，总体看，从 6 月份的部分指标看，生产在有所企稳。

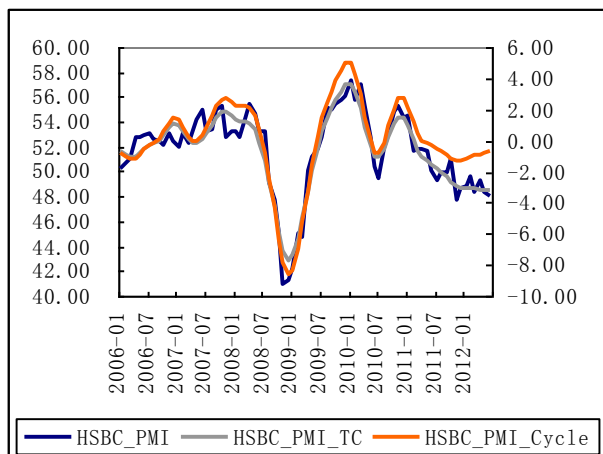
按照趋势外推，预计 6 月份工业增加值趋势值仍将下滑 0.3 个百分点左右，但 6 月份相比 5 月份的工作日增加，工业增速环比有季节性回升的要求。鉴于 5 月份季节性因素与历史均值接近，预计 6 月份仍可能接近历史均值。据此，我们测算的工业增加值增速在 9.3-9.7% 间，中值位 9.5%。

图 1: PMI 生产和需求降速放缓



数据来源：东北证券，Wind

图 2: 汇丰 PMI 的降速也放缓



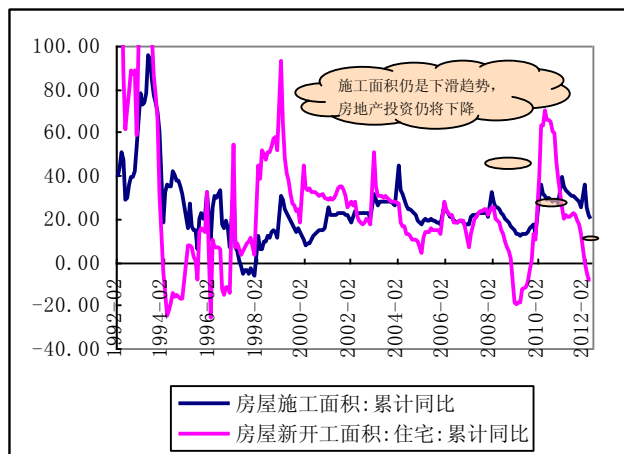
数据来源：东北证券，Wind

3. 投资项目有限释放，难阻下降趋势，预计下滑至 19.7%

受到5月份投资项目放行的影响，稳投资增长有望开始体现，这反映在5月份的电力、交运基建和保障房、农田水利等投资回升。但房地产仍处于回调之中，从5月份的施工看，并没有见底迹象。因此，我们预计投资仍处于回落调整。

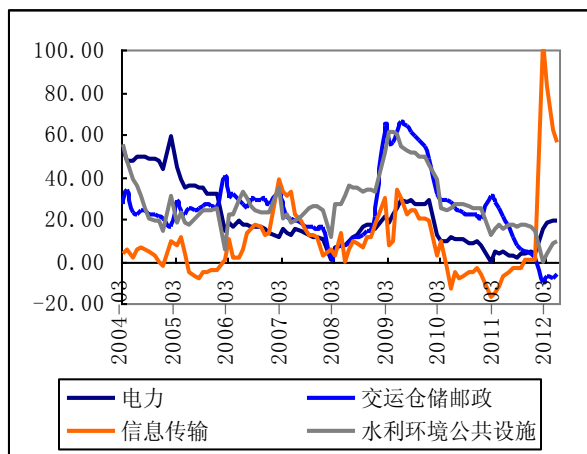
根据我们跟踪的指标，即去年计划投资额和今年投资完成额之间的比例关系，今年和去年的比例关系相对稳定，基本都在0.1范围内。因此，数据表明当前的投资节奏和额度类似于去年。按照乐观和相对悲观两种情况，6月份的固定资产投资增速在18.6%-20.8%之间，我们预计在19.7%左右。

图 3: 房地产的下滑趋势仍未止住



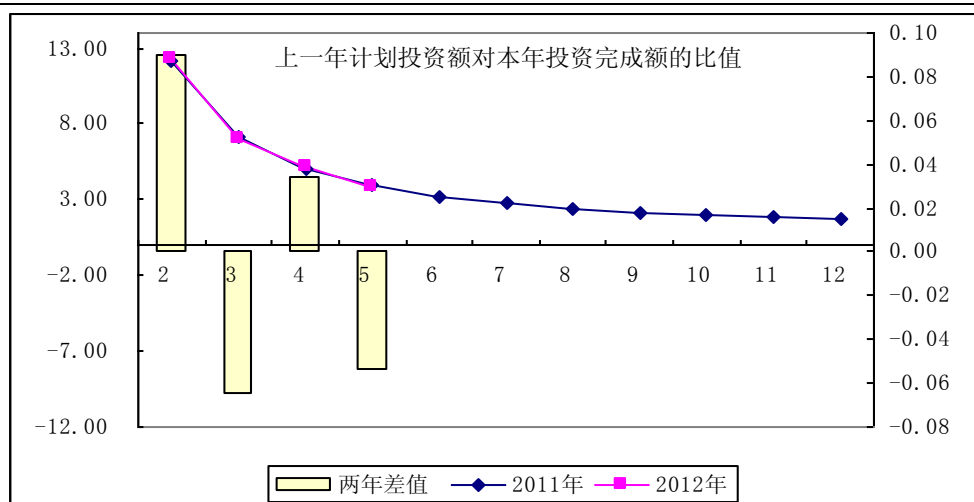
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 政策推动基建回升，政策效应有所体现



数据来源：东北证券，Wind

图 5: 截至 5 月份, 12 年和 11 年的投资节奏几乎一致



数据来源: 东北证券, Wind

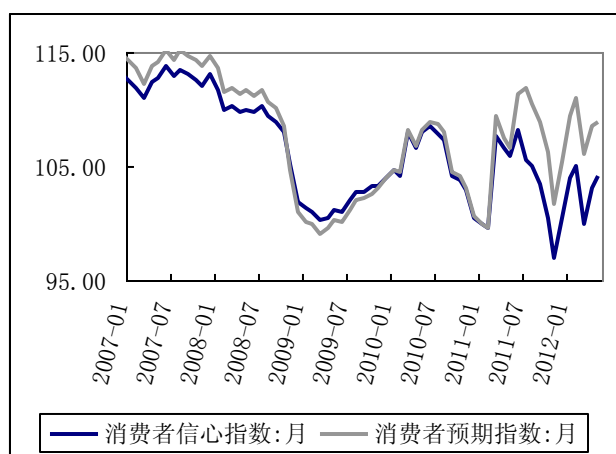
4. 汽车企稳, 但家电刺激政策未显现, 消费仍下滑 预计 6 月份降至 13.4%

5 月份的汽车销售实现同比 16% 的增长, 主因在于去年 5 月份的低基数, 因此, 6 月份汽车销售难以如此高的增长。但我们剔除季节性因素后, 汽车销售环比成上升态势。因此, 占社会零售总额高达 1/4 强的汽车消费有望进一步企稳。根据媒体报道, 6 月份汽车厂商降价促销频繁, 预计汽车消费额将有所回升。这是基本平稳的保证。

但受到家电等其他重要消费品的疲软, 预计消费仍难以回升。虽然 6 月份开始实现新的节能家电补贴措施, 但补贴目录刚刚出台, 厂家铺货需要时间, 销售难以明显回升。

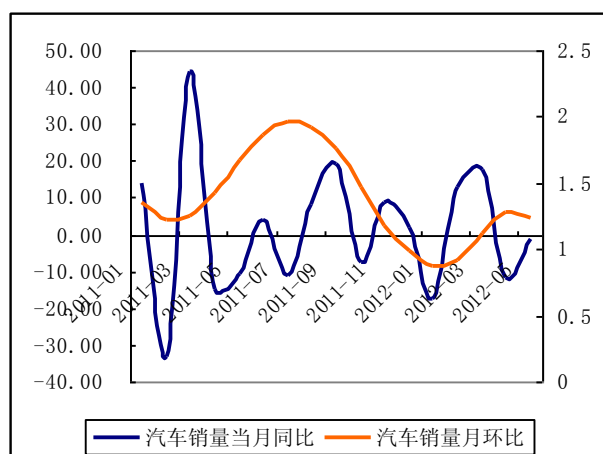
根据名义消费月环比的均值, 取悲观和乐观两种情况, 我们预测的 6 月份消费增速在 13.1-13.6% 之间, 我们预计在 13.4% 左右。

图 6: 消费者信心与预期并未恶化, 消费平稳



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 汽车销售有所企稳



数据来源: 东北证券, Wind

5. 外需未改观, 出口难有效高增长, 预计进、出口增长 8.6% 和 13.9%

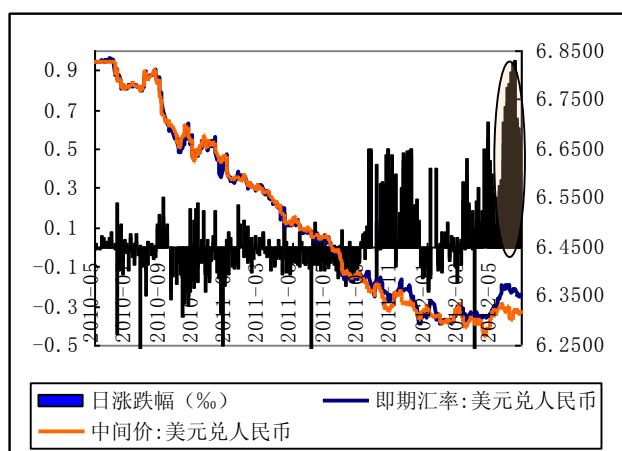
5 月中国进、出口同比分别实现了 12.7%和 15.3%的高增长,但我们认为在欧债危机继续困扰,全球经济并为改善的情况下,出口高增长难以维持。5 月份高增长应是临时因素冲击。其中,人民币贬值可能刺激了出口。

6 月份人民币贬值的刺激因素仍在,6 月份美元兑人民币均值为 6.32,相比 5 月的 6.31,仍继续小幅贬值。

但欧债危机在 6 月继续发酵,全球经济再次处于回落调整边缘,6 月份美国、日本等 PMI 都出现了明显回落,反而欧元出现了企稳。因此,我们认为 6 月份出口增速将回落,但仍有望高于前 4 个月。我们预计出口在 8.6%左右。

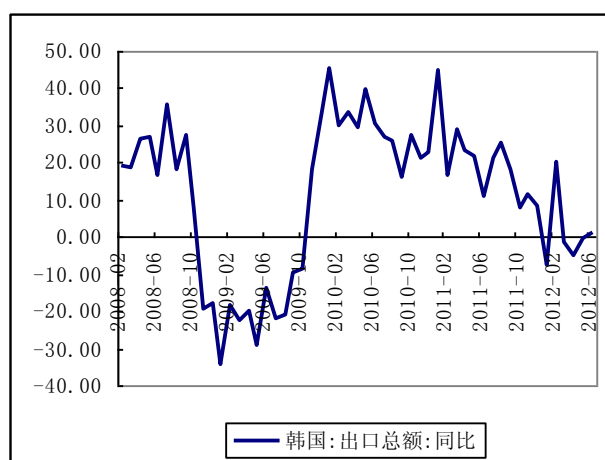
而随着国内投资政策的出台,国内需求有所企稳,进口仍有可能保持较快增长,我们预计在 13.9%左右,贸易顺差在 160 亿美元左右。

图 8: 6 月份人民币仍小幅贬值



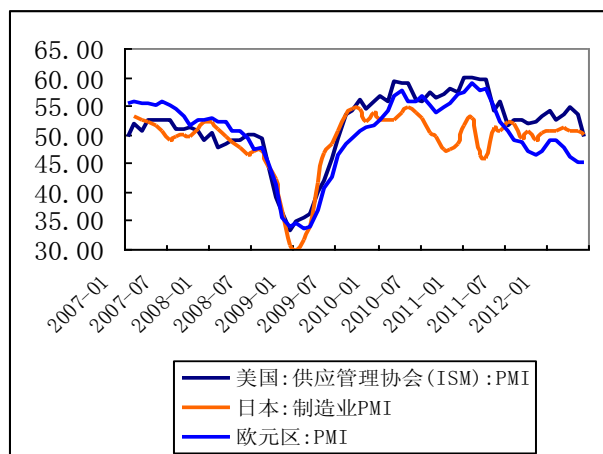
数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 韩国出口微增, 中国出口有望适度增长



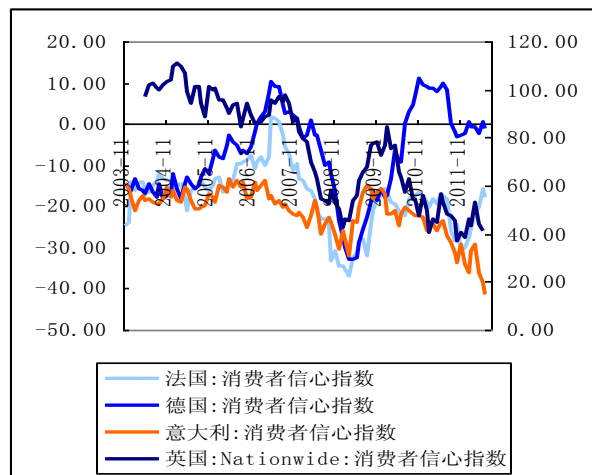
数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 6 月份美日 PMI 回落, 欧盟企稳



数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 欧元区消费信心出现明显回落



数据来源: 东北证券, Wind

5.农产品大幅下降致 CPI 大降至 2.2%, PPI 则下滑至-1.9%

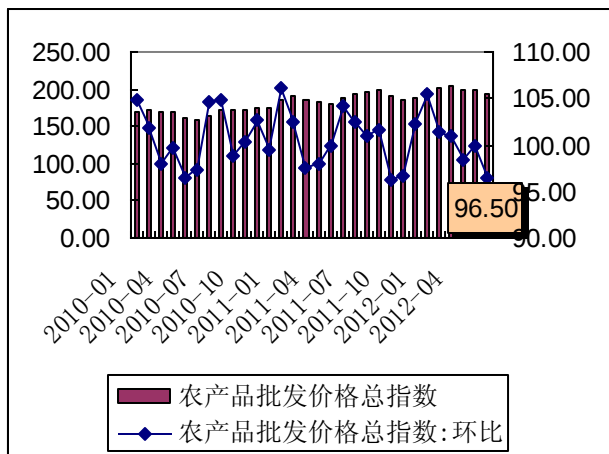
6 月份 CPI 将出现明显回落。最主要原因在于农产品价格的加大回落。根据农

业部的监测，6月份农产品价格环比回落了3.5%，同比仅增长2.6%。显然，6月份的农产品价格既有当月环比的回落，也有去年6月份开始环比大涨4%的高基数原因。

据我们推算，仅是农产品价格将下拉食品价格环比回落1.2-1.5个点，考虑到6月份商品食品价格的季节性回落，以及当前需求不旺带来的物价冲击，我们预计6月份食品价格环比回落幅度加大，预计在-1.2%-1.8%。而非食品价格在经过前5个月的粘性后开始明显回落，考虑到5月份环比已经接近历史均价，而当前经济零售和社会需求仍可能导致价格回落，我们预计6月份环比也在均值附近，环比在-0.1%-0.2%间。推算得之，6月份的CPI环比在-0.4%-0.6%间。对应的，CPI同比在2.1-2.3%之间，中值在2.2%左右。

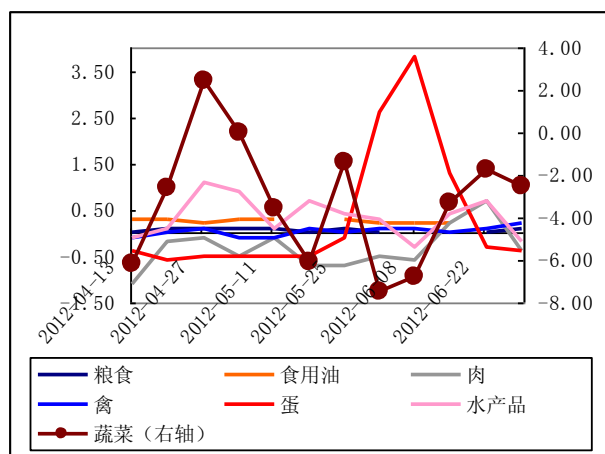
而6月份在国内需求不振，以及原油为代表的国际大宗商品价格下挫作用下，6月份的PPI环比仍将负增长。根据主要大宗商品以及原料价格的变化，我们发现6月份的生产资料价格环比增速呈降幅扩大的态势，比如，上海有色金属价格指数(SMMI)6月份环比增速为-2.86%，比5月份的1.68%扩大了1个百分点。因此，我们预计6月份PPI的环比在-0.4-0.6%间，对应PPI同比在-1.8--2.0%间，中值在-1.9%。

图 12: 6月农产品价格环比降 3.5%，回来加快



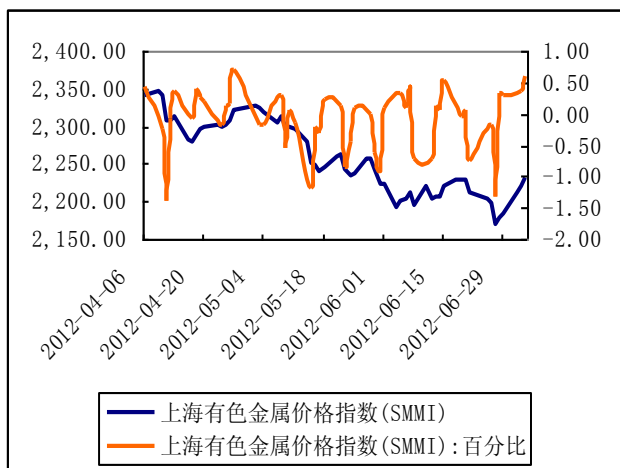
数据来源：东北证券，Wind

图 13: 商务部监测的农产品价格周环比



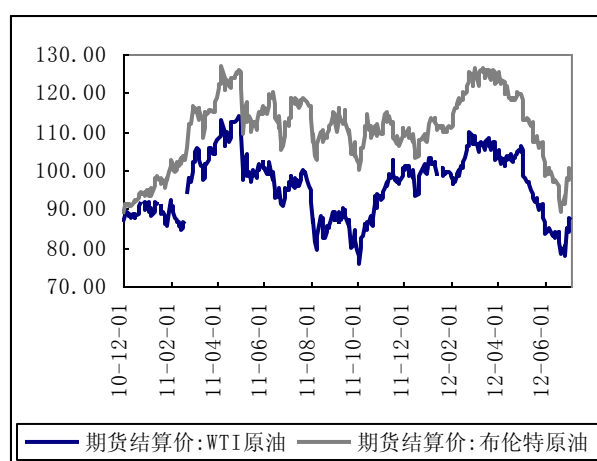
数据来源：东北证券，Wind

图 14: 有色金属价格在 6 月份跌幅加大



数据来源：东北证券，Wind

图 15: 原油价格在 6 月份出现了大幅回落



数据来源：东北证券，Wind

6.政策放松推货币走高，预计信贷增加至 8950 亿，M1 和 M2

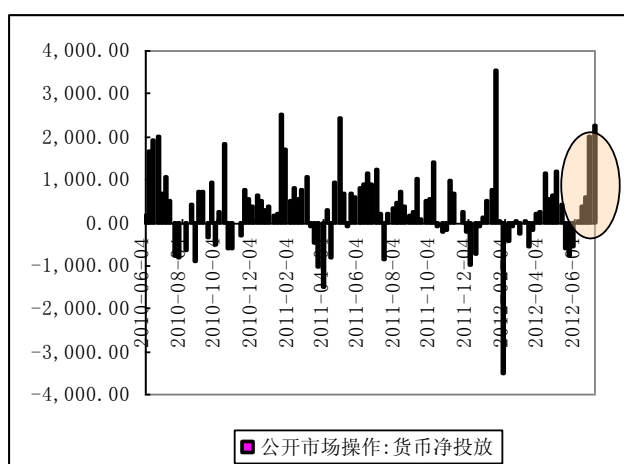
分别回升至 4.5%和 13.4%

虽然媒体报道四大行在 6 月份只有 1900 亿，但事实是否如此低仍值得怀疑。一是前 5 个月的均值在 2775 亿，且都稳定在 2500 亿以上，二是央行在月末曾投放了 2500 亿的基础货币，而市场利率却在 6 月中下旬大幅走高，在供给并未明显紧缩的情况下，信贷投放大幅下降难以确信；三是媒体同时报道存款增加了 1.8 万亿，而信贷若是如此低，只能是需求明显降低，但在投资项目释放和市场走高的双重印证下，这种情况可能性较小。

因此，我们认为，市场可能的结果是，四大行信贷基本稳定或略有上升，而中小银行的冲贷明显增加。因此，我们认为四大行的信贷仍有望在 2500-2700 亿间，而在中小银行冲贷下，四大行信贷占比下降。我们预计 6 月份信贷在 8500-9200 亿之间，中值为 8950 亿。

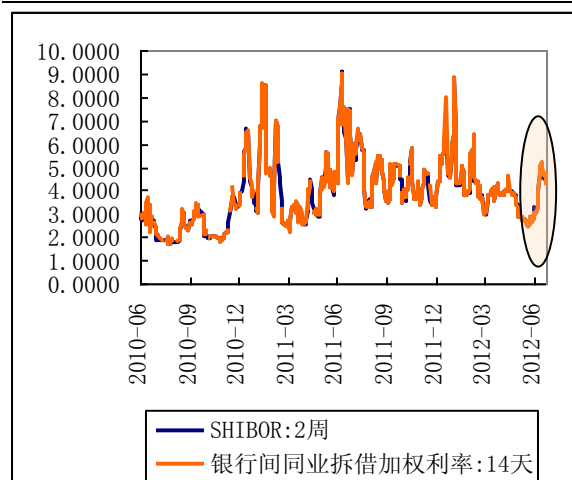
而在信贷适度放大，经营活动逐渐企稳情况下，货币乘数将企稳，并有可能回升。因此，我们预计 M1 和 M2 回升至 4.5%和 13.4%

图 16: 基础货币有序投放



数据来源：东北证券，Wind

图 17: 利率回升预示信贷有望保持高增长



数据来源：东北证券，Wind

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760