

证券研究报告

报告类型 / 宏观预测报告

逆转的月度：PPI企稳、货币扩张而生产反弹

——9月份宏观数据预测

发布时间：2012-10-15

报告摘要：

- 核心观点：9月份宏观指标基本都出现反转，真正的逆转月度：生产止跌回升至9.1%、PPI止跌持平于-3.5%、M1飙升至7.6%、M2和投资分别止跌微升至13.6%和20.4%，进、出口反弹至5.3%和7.2%。但信贷回落至5900亿、消费增速下降至12.9%。而GDP跌至7.4%，呈下探见底态势，经济有望迎来短周期回升。
- GDP下滑至7.4%，经济呈下探见底态势。三季度需求和生产整体表现为持续回落，我们预计GDP当季增长7.3-7.6%之间。
- 被动去库存提升生产开工，9月份工业增速反弹至9.1%。产销率反映销大于产，库存去化进入被动去库存阶段，开工率提高。有色、钢铁、水泥、化纤等价格或企稳，或回升，生产供需明显好转。
- 新开工项目提速弥补已有项目不足，投资有望反弹，预计回升至20.4%。8月份新开工增长24.9%，我们预计新开工将继续提高增速，加上房地产投资的企稳，9月份的投资增速止跌回升至20.1-20.8%。
- 汽车销售下降，消费可能回落至12.9%。据中汽协的数据，9月汽车销量同比减少1.7%，在假设价格未发生大的变动情况下，预计下拉消费0.3-0.5个点。而家电等难以明显提升，消费回落至12.7-13.2%。
- 阶段性趋势好转和季节性旺季，预计出、进口增7.2%和5.3%。我们合成的主要经济体PMI指数回升至23.89%，接近该指数24%的荣枯线，全球经济向好。我国PMI新出口订单升至48.8%，韩国出口跌幅收敛4.2个点也印证9月我国出口好转。而内需提升加上主要大宗商品价格回升，进口反弹至4-8%之间。
- 农产品价格回落，CPI跌至1.7%，PPI持平于-3.5%。9月份农产品价格逆转，根据农业部的监测，环比下降2.7%。预计食品价格环比将在-0.6%-0.9%之间，CPI环比在0-0.1%，CPI同比在1.6%-1.8%之间。而有色金属明显回升，我们拟合的PPI环比将升至-0.1-0.1%，PPI同比在-3.4%到-3.6%。
- 信贷回落，但货币扩张。四大行当月新增贷款减少，但中小银行的季末冲贷仍在。四大行的新增贷款占比可能降至26-31%，信贷可能在5400-6400亿。投资增加，生产活跃度提高，货币乘数可能回升。另外，翘尾因素提高，M1大幅升至7.6%，而M2升至13.6%。

证券分析师：王国防

执业证书编号：S0550511110002

(021)20361155 wanggb@nesc.cn

相关报告

《投资独木难支 外需遇“寒流”使生产续降》

2012-9-05

《数据冷暖各不同 喜看回暖悲看降》

2012-8-05

《生产筑底 物价大降》

2012-7-05

《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 9 月份宏观数据预测总览

指标	9 月份预测值	8 月份预测值	8 月份实际值	8 月预测误差
GDP 同比	7.4			
工业增加值同比	9.1	9.0	8.9	0.1
CPI 同比	1.7	2.2	2.0	0.2
PPI 同比	-3.5	-3.3	-3.5	0.2
城镇固定资产投资同比	20.4	21.1	20.2	0.9
社会消费品零售总额同比	12.9	13.2	13.2	0
出口金额同比	7.2	-0.5	2.7	-3.2
进口金额同比	5.3	3	-2.6	5.6
贸易顺差值(亿美元)	180	150	266	-116
M1 同比	7.6	5.6	4.5	1.1
M2 同比	13.5	14.2	13.5	0.7
新增人民币贷款(亿元)	5900	6200	7039	839

数据来源：东北证券。

1. GDP 下滑至 7.4%，经济呈下探见底态势

由于 7、8 月份经济下滑明显，工业增速从二季度 6 月份的 9.5% 下滑至 8 月份的 8.9%，即使我们预计 9 月份生产企稳，可能回升至 9.1%，但当季工业增速也仅有 9.0%，比二季度下降了 0.5 个点。因此，从工业生产和 GDP 的关系看，三季度 GDP 增速将继续下滑至 7.4% 左右。

从趋势看，延续了 11 年二季度已来的下滑态势。但展望未来，9 月生产可能企稳，经济短周期见底的可能性较大。

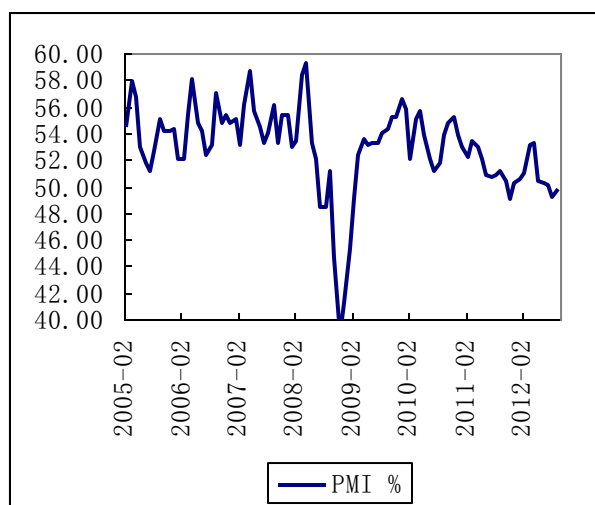
2. 指标反映 9 月生产有所企稳，预计工业增速回升至 9.1%

已公布的 PMI 数据回升，尤其是订单指数回升 1.1 个点至 49.8%，而生产指数升 0.4 个点至 51.3%，表明投资的回升为代表的需求拉动以及库存去化接近尾声带来的开工提高有望老生声场。

而部分行业的价格回升也预示 9 月份的需求和生产应该在企稳。9 月份中下旬部分城市的水泥价格开始回升，尤其是广州、沈阳、北京以及上海等地。而城市的螺纹钢价格明显回升，刚才整体价格在 9 月下旬已升至 102%。

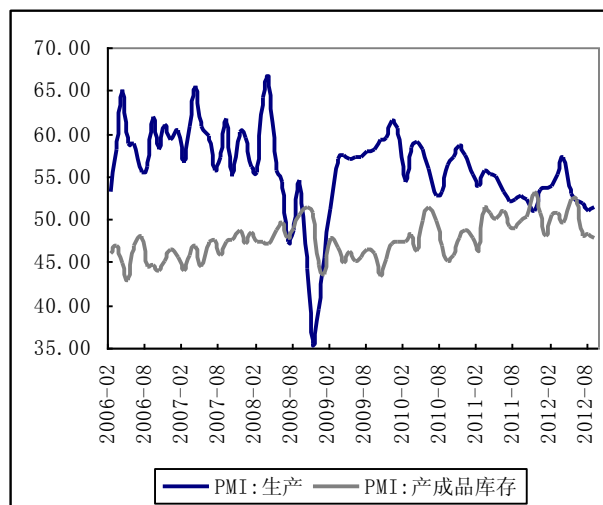
因此，生产开工和生产可能企稳，预计 9 月份工业增加值趋势值可能回升 0.2 个点至 9.1% 左右，但加上季节性因素的稳定，我们推算得到工业增加值增速在 9.0-9.2% 间，中值为 9.1%。

图 1: PMI 生产回落, 而库存微升, 生产续降



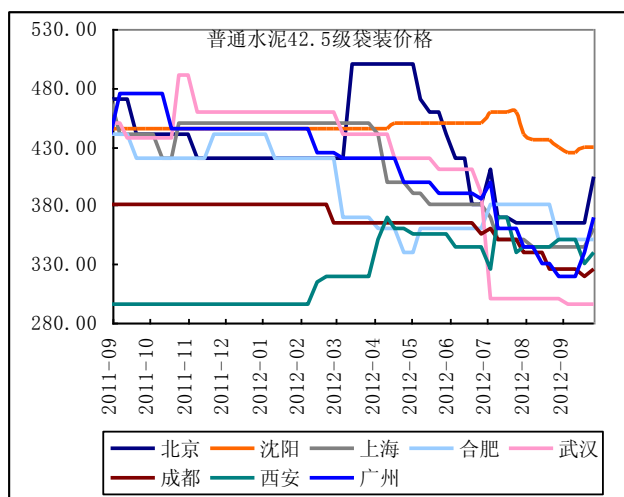
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 出口订单继续收缩, 工业生产受压制



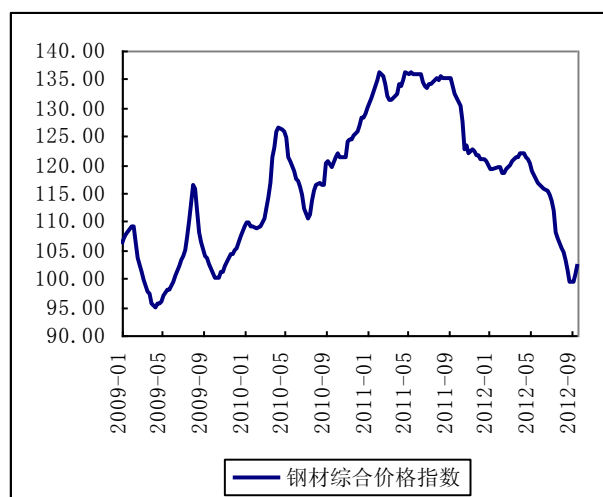
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: PMI 生产回落, 而库存微升, 生产续降



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 出口订单继续收缩, 工业生产受压制



数据来源: 东北证券, Wind

3. 新开工项目加快, 投资增速温和回升, 预计投资升至 20.4%

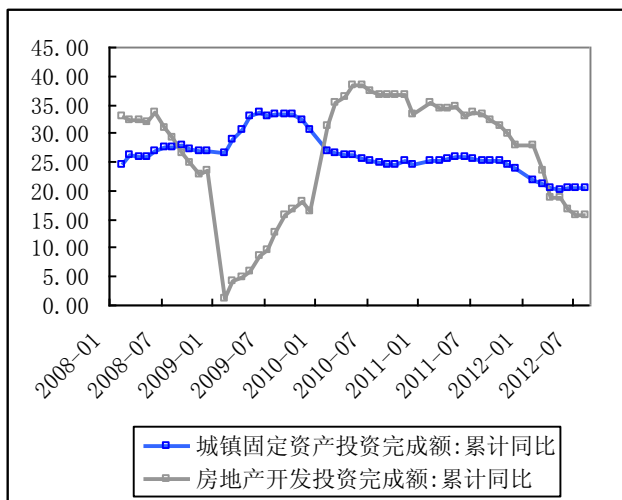
根据我们以前的推算, 7、8 月份的投资应该明显回升, 而实际结果趋势逐月小幅回落。探寻背后的逻辑在于, 4 万亿的投资项目在今年基本消耗完毕, 而一季度的开工是负增长 12.7%, 四月份是-1.1%。因此, 在貌似新开工大幅增长, 但年底的投资项目其实在减少。

但这种情况在 8 月有所改变, 8 月份新开工增长 24.9%, 新开工明显加快, 而施工项目投资增长 14.2%, 降幅仅比 7 月的 14.5% 回落 0.3 个点, 当月增长 7.2%, 比 7 月的 3.9% 加快了 3.3 个点。

而在稳增长和 9 月份发改委批准项目增加的情况下, 我们预计新开工将继续提高增速, 而施工项目有可能企稳。加上房地产投资的企稳, 我们预判 9 月份的投资增速可能回升。

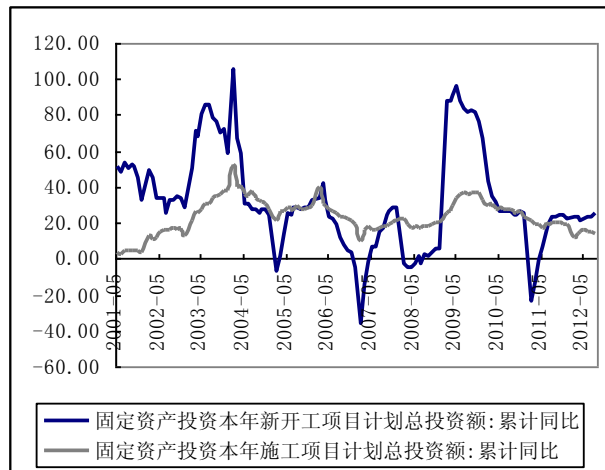
根据我们跟踪的指标，即去年计划投资额和今年投资完成额之间的比值关系，参考 8 月份的降幅，推算 9 月份的固定资产投资增速在 20.1%-20.8%之间，我们预计在 20.4%左右。

图 5: 房地产投资企稳有利于投资回升



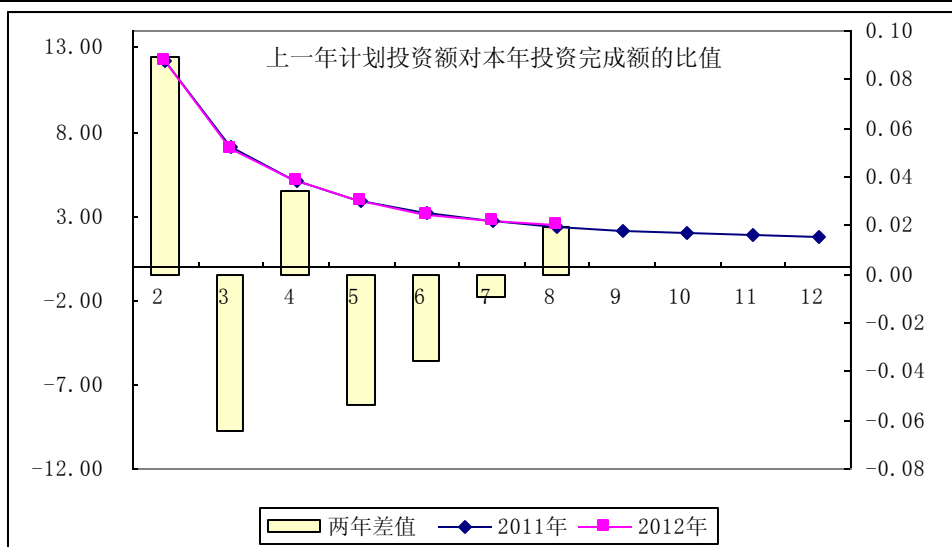
数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 新开工项目加速回升, 弥补项目的减少



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 8 月份比值反映投资在减速



数据来源: 东北证券, Wind

4. 汽车消费减速, 消费可能回落至 12.9%

9 月份的消费将受到汽车消费减速的影响。根据中汽协公布的数据, 9 月汽车销量同比减少 1.7%, 意味当月消费中的汽车消费额将出现负增长, 在假设价格未发生大的变动情况下, 预计下拉消费 0.3-0.5 个点。

而在房地产持续热销背景下, 家电等消费增速有望维持高位, 但难以明显推升整个消费。加上物价的小幅回落, 我们预测, 9 月份 CPI 将降至 1.7%左右, 这将下拉消费增速。因此, 我们认为 9 月份的环比可能在 7.3%—7.8%, 对应的消费增速在 12.7%-13.2%, 预计在 12.9%左右。

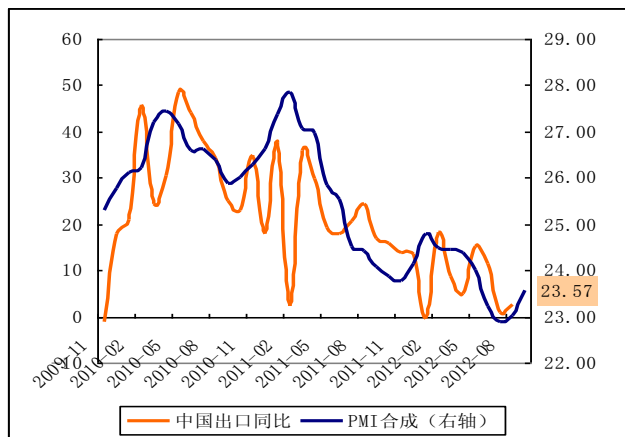
5. 阶段性趋势好转和季节性旺季, 预计出、进口增 7.2%和 5.3%

在欧债危机大幅减缓，而美国经济持续好转的情况下，外需有望好转，直接依据来源于两个：(1)9月份主要经济体 PMI 的合成指数回升至 23.89%，接近该指数 24% 的荣枯线，而我国 PMI 新出口订单升至 48.8%；(2)9 月份韩国出口负增长 1.8%，比 8 月 -6.2% 收敛 4.2 个点，而环比增长 6.25%。

在向好预期下，根据韩国数据反推，我们测得 9 月份中国出口有望增长 7.2%。

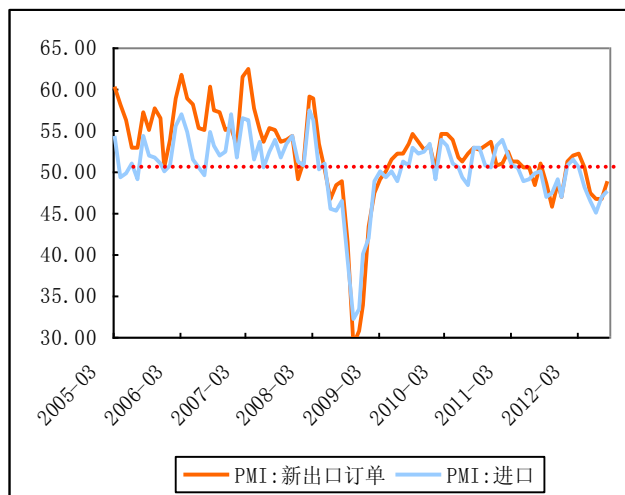
而随着投资回升，主要原材料进口需求将回升，而与此同时，原有和金属价格回升，此将推高进口额。我们预计 9 月份进口增速在 4-8% 之间，约为 5.3% 左右，贸易顺差在 186 亿美元左右。

图 8：我们合成主要经济 PMI 反映出口将回升



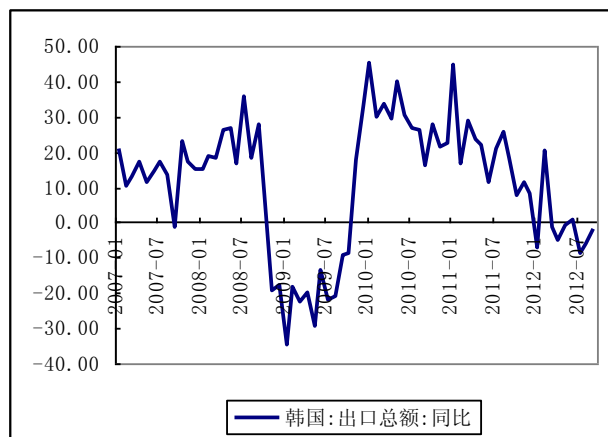
数据来源：东北证券，Wind

图 10：9 月 PMI 数据反映进出口将回升



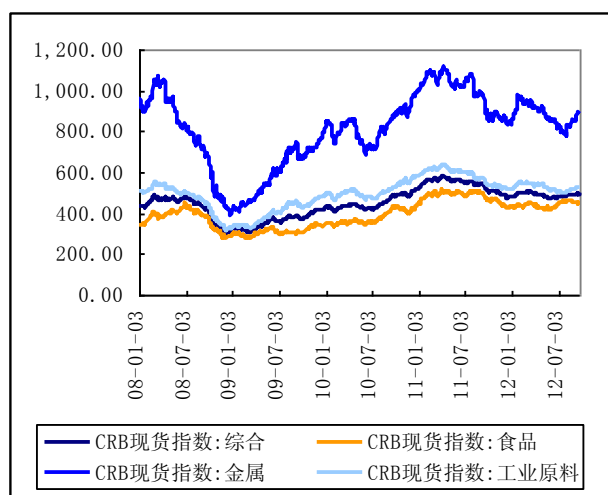
数据来源：东北证券，Wind

图 9：9 月份韩国出口同比和环比回升



数据来源：东北证券，Wind

图 11：9 月份 CRB 指数预示大宗商品价格回升



数据来源：东北证券，Wind

5.农产品价格回落，CPI 跌至 1.7%，PPI 持平至 -3.5%

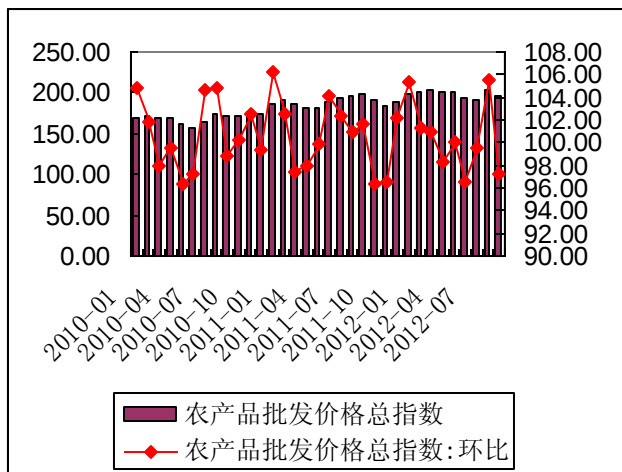
9 月份农产品价格逆转。根据农业部的监测，8 月份农产品价格环比上涨 5.5%，但 9 月份明显回落，农产品价格指数跌至 196.9，环比下降 2.7%。据农产品和食品价格的关系以及 9 月份的季节性特点，我们预测食品价格环比将在 -0.6- -0.9% 之间。但非食品价格环比涨幅一直略超历史均值大约 0.1 个点，据此，非食品价格环比在 0.4-0.5 之间。

根据以上推算，9 月份的 CPI 环比在 0-0.1% 之间。对应的，CPI 同比在 1.6%-1.8%

之间，中值在 1.7% 左右。

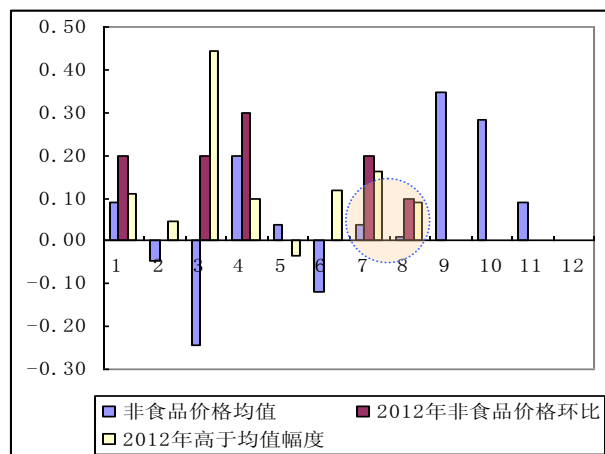
而随着国际大宗商品价格和国内需求回升，9 月份的 PPI 环比跌幅可能收敛至 -0.1-0.1。从主要工业品价格看，有色金属明显回升，价格指数升 8.3%，而原本大幅下跌的钢铁价格也在 9 月份企稳，月内从下跌实现回升，整个 9 月跌幅为 3.7%，比 8 月的 -6.8% 收敛 3.1 个百分点。根据我们的拟合，9 月份 PPI 价格可能在 -0.1-0.1% 之间，中值为 0。对应地，PPI 同比在 -3.6% 到 -3.4%，均值在 -3.5% 左右。

图 12: 9 月农产品价格环比下跌 2.7%



数据来源：东北证券，Wind

图 13: 前 8 月非食品价格基本高于均值



数据来源：东北证券，Wind

表 1: 主要原材料/燃料价格指数当月环比

	化纤	钢铁	柴油	煤	有色	PPI 拟合	PPI 实际
9 月	-0.07	-3.70	0.00	0.60	8.40	0.10	
8 月	0.32	-6.80	4.60	-0.70	0.02	-0.30	-0.50
7 月	-0.14	-3.43	-5.10	-14.91	0.04	-0.93	-0.80
6 月	-0.60	-2.76	-5.76	-4.33	-2.87	-0.69	-0.70
5 月	0.02	-1.82	-3.85	-0.64	-1.69	-0.38	-0.30

数据来源：东北证券，Wind

6. 信贷回落至 5900 亿，M1 和 M2 升至 7.6% 和 13.6%

根据媒体的报道，截至 9 月 30 日，工建中农四大行当月新增人民币贷款仅 1660 亿元，环比较上月少增 500 多亿。这意味着央行在 9 月末有意控制了信贷的投放。但估计中小银行的季末冲贷仍会存在。因此，四大行的新增贷款占比可能降至 26-31%，对应的 9 月份信贷可能在 5400-6400 亿，中值在 5900 亿。

虽然信贷有所回落，但考虑到投资增加，生产活跃度提高，货币乘数仍有可能回升。另外，M1 的翘尾因素提高 2.46 个点，我们预计 M1 和 M2 将回升，尤其是 M1 大幅升至 7.6%，而 M2 升至 13.6%。

表 2: M1 和 M2 翘尾因素

	M1 同比翘尾因素	M2 同比翘尾因素	前 10 年 M1 环比均值	前 10 年 M2 环比均值
2012-01	10.71	16.04	1.02	2.22
2012-02	11.81	15.69	-2.37	0.91
2012-03	8.84	12.33	2.34	2.08
2012-04	8.63	12.44	0.43	0.88

2012-05	7.62	11.55	1.48	1.04
2012-06	5.51	9.06	3.06	2.15
2012-07	7.12	10.18	-0.29	0.46
2012-08	6.00	9.06	2.02	1.14
2012-09	8.46	8.15	0.99	1.45
2012-10	4.79	4.26	1.43	0.50
2012-11	2.98	3.16	1.73	1.36
2012-12	0.00	0.00	3.91	2.49

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