

证券研究报告

报告类型 / 宏观预测报告

短周期回升的强化：PPI 环比转正、生产温和回升

——10 月份宏观数据预测

发布时间：2012-11-1

报告摘要：

- 核心观点：10 月份宏观数据将相对合意：（1）CPI 增 1.8%左右而 PPI 环比转正为 0.2%左右，同比降幅收敛至 2.8%，物价平稳，难阻货币有限放松态势，PPI 反映生产好转；（2）内外需延续好转。投资加速回升至 21%左右，消费增长 14%，外需好转，出口增长 10.2%；（3）生产延续回升态势，工业增速预计反弹至 9.3%。物价平稳给政策预留空间，稳增长政策延续，生产回升强化短周期回升态势。
- 需求好转和被动去库存继续提升开工率，工业增速反弹至 9.3%。投资、出口继续好转，而钢铁、水泥、化纤等价格回升预示重工业继续好转，粗钢产量提升印证生产开工提高。工业增速在 9.2%-9.5%。
- 项目释放和资金匹配度提高促投资加快，预计回升至 21%。9 月份新开工增长 25.7%，施工项目投资增速止跌回升至 14.9%，预示当前投资已成加快态势。水泥等价格回升也印证基建等投资继续加速。我们预计 10 月份的投资增速回升至 20.6-21.4%。
- 消费增速将回落但有望增长 14.0%。黄金周的消费仅增 15%，为今年低点，预示消费短期仍难以高增长。但 9 月份消费信心回升至 100.8%，6 月来首次体现为扩张，9 月份消费高增长印证好转。信心好转和政策刺激，实际消费难以明显回落，预计 10 月消费增速在 13.8-14.2%。
- 欧美消费信心好转促出口延续回升，预计出、进口增 10.2%和 3.6%。欧元区和美国消费信心指数分别回升至 -25.7%和 82.6%，外需有所好转，加上工作日增加，10 月份出口回升有望延续，增速在 9.2-10.8% 之间。出口和投资回升将拉动进口，预计进口小幅回升至 3%-5%。
- 食品价格下拉 CPI，而钢材价格促 PPI 环比转正，预计 CPI 和 PPI 分别为 1.8%和 -2.8%。10 月份农产品价格明显回落，而中高档白酒价格回落加重食品价格下降，我们预计食品价格环比 -0.2%到 -0.4%，同比增 1.2%-1.8%，食品下拉 CPI 至 1.7%-1.9%。而钢材指数环比升 4.7%，加上化纤、水泥、煤炭价格上涨，PPI 环比结束 5 个月收缩，转为增长 0.2 个百分点左右，同比降幅则收敛至 -2.6 到 -2.9% 间。
- 信贷回落至 5800 亿，而 M1 和 M2 受翘尾因素回落至 6.1%和 14.2%。四大行回归正常月份的信贷规模，预计在 2200 亿左右，而中小银行季末冲贷结束，预计信贷将收敛至 5400-6100 亿。而翘尾因素明显回落，M1 大幅降至 6.1%，M2 回落至 14.2%。

证券分析师：王国防

执业证书编号：S0550511110002

(021)20361155 wanggb@nesc.cn

相关报告

《逆转的月度：PPI 企稳、货币扩张而生产反弹》

2012-10-12

《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

2012 年 10 月份宏观数据预测总览

指标	10 月份预测值	9 月份预测值	9 月份实际值	9 月预测误差
GDP 同比		7.4	7.4	0
工业增加值同比	9.3	9.1	9.2	-0.1
CPI 同比	1.8	1.7	1.9	-0.2
PPI 同比	-2.8	-3.5	-3.6	0.1
城镇固定资产投资同比	21	20.4	20.5	-0.1
社会消费品零售总额同比	14	12.9	14.2	-1.3
出口金额同比	10.2	7.2	9.8	-1.6
进口金额同比	3.6	5.3	2.4	2.9
贸易顺差值(亿美元)	280	180	276	-96
M1 同比	6.1	7.6	7.3	0.3
M2 同比	14.2	13.5	14.2	-0.7
新增人民币贷款(亿元)	5800	5900	6232	332

数据来源：东北证券。

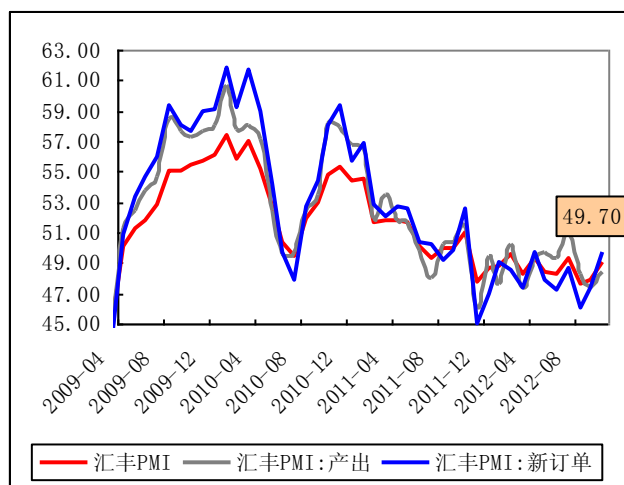
1. 10 月生产继续温和回升，预计工业增速回升至 9.3%

从已有的数据看，10 月份工业生产开工率有望继续提高，生产环比小幅回升的可能性较大。汇丰 PMI 的生产指数升 1.1 个点至 48.4%，反映生产好转，而中钢协公布的前两旬的粗钢产量也回升明显，其中上、中旬日均产量分别为 191.6 万吨和 199.9 万吨，预计 10 月份粗钢产量将超过 5800 万吨，环比回升超过 1 个百分点。从价格看，钢材、化纤、煤炭、水泥等价格继续回升，价格回升也预示重工业生产进一步回升。

但从发电指标看，10 月份工业生产仅是企稳。重点电厂日均煤耗在上旬和中旬仅为 283 和 298 万吨，比 9 月份低 20 万吨左右。用电减少受到季节性影响，但煤耗处于低位仍表明生产未明显改善。

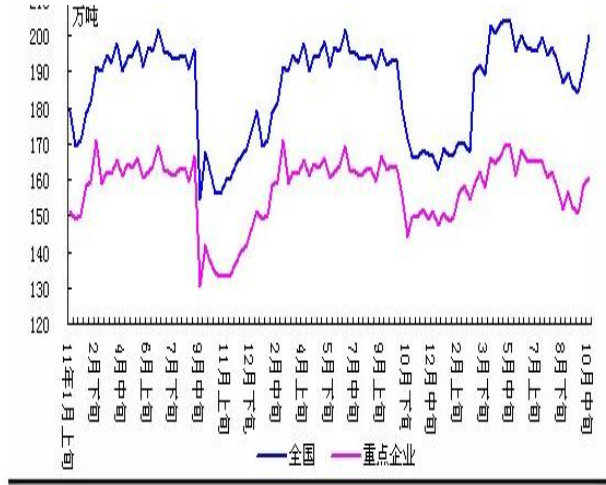
因此，我们预计生产开工和生产进一步企稳，但幅度有限，10 月份工业增加值趋势值可能回升 0.3 个点至 9.5% 左右，但减除季节性因素的下降，我们推算得到工业增加值增速在 9.2-9.5% 间，中值为 9.3%。

图 1：汇丰 PMI 生产指数回升，生产进一步企稳



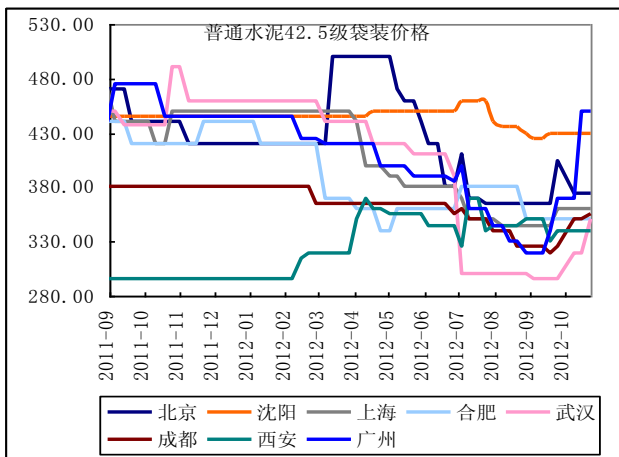
数据来源：东北证券，Wind

图 2：10 月粗钢产量明显回升



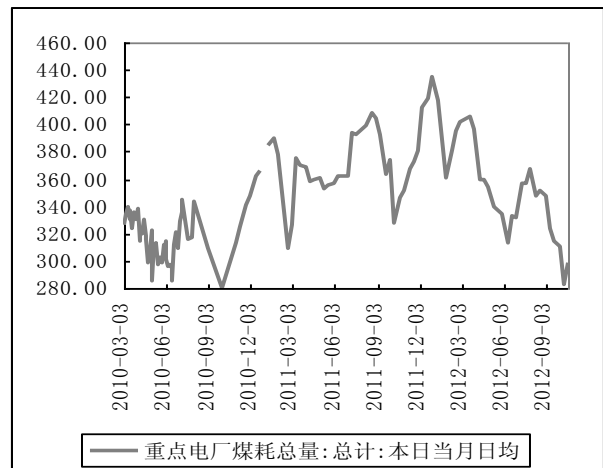
数据来源：东北证券，中钢联

图 3: 10 月份水泥价格持续回升



数据来源：东北证券，Wind

图 4: 10 月日均耗煤量处于低位，生产只是企稳



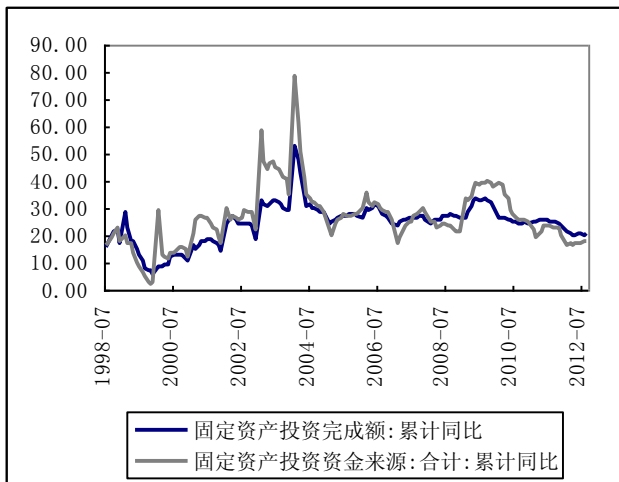
数据来源：东北证券，Wind

2. 投资项目继续释放，预计投资增速加速回升至 21.0%

从政策导向和已有投资项目看，稳投资的趋势明显。尤其是9月份新开工项目计划投资累计同比增长 25.7%，当月同比增长 31.4%，而施工项目计划投资止跌回升至 14.9%，当月增长 30.1%，显然，项目释放和资金配套程度在提高，两者共同促使投资回升。我们预计短期内这种趋势不变，因此，四季度投资将稳步回升。

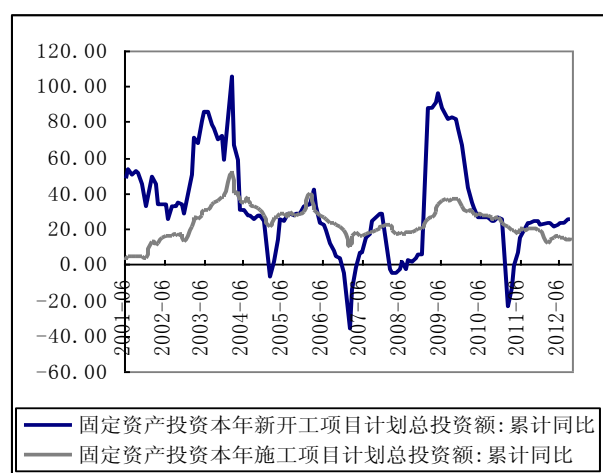
并且今年的10月份相对于2011年工作日多增加2天，因此，我们认为10月份的投资增速有可能进一步加速。根据我们跟踪的指标，即去年计划投资额和今年投资完成额之间的比值关系，9月份该值高了0.1个点，表明投资总体比去年低，若按照起几个月的情况，10月份的该比值可能升高0.1-0.3个点，据此推算10月份的固定资产投资增速在20.6%-21.4%之间，我们预计在21.0%左右。

图 5: 投资资金匹配度提高，投资增速稳步回升



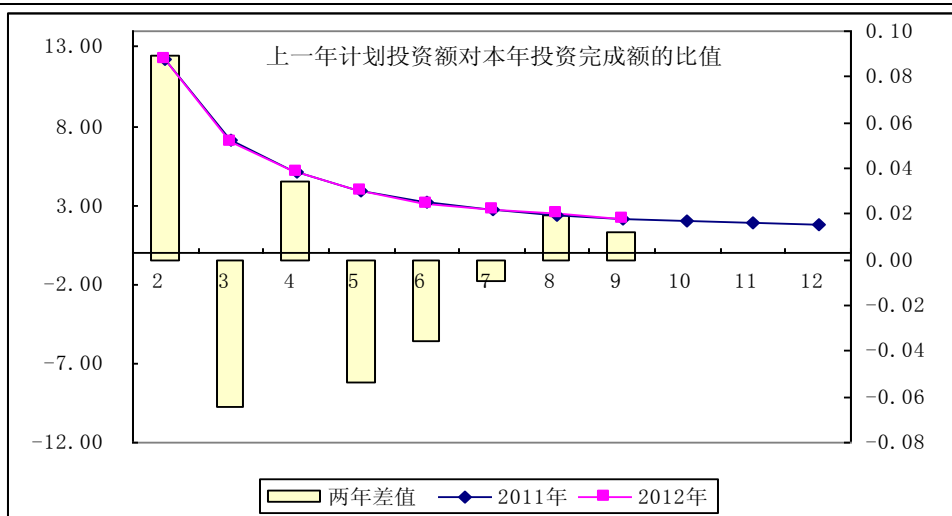
数据来源：东北证券，Wind

图 6: 新开工项目加速回升，施工项目止跌



数据来源：东北证券，Wind

图 7: 8、9 月份比值反映投资额有所减少, 但收敛



数据来源: 东北证券, Wind

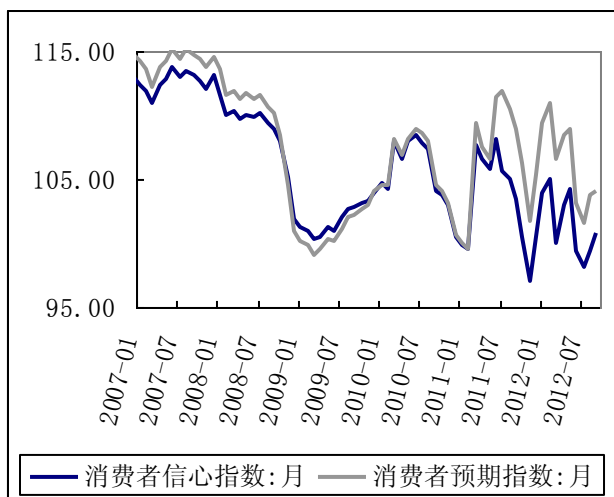
3. 消费信心提升, 消费增速虽有回落但平稳, 10 月增长 14.0%

两组数据对当前消费增速的指示作用出现了一定的背离, 一方面消费信心回升, 9 月份升至 100.8%, 为 6 月以来首次转为扩张, 而 9 月份消费增长 14.2%, 表明消费有所好转; 另一方面, 2012 年的十一黄金周, 全国重点监测零售和餐饮企业销售额仅增长 15%, 为近 5 年新低。

如何看待? 我们觉得, 国家促销费政策在一定程度刺激居民消费意愿的提升, 而居民收入平稳增长也增强了信心。在汽车消费总体疲弱的情况下, 9 月份的消费高增长还是反映了当前消费的好转。而十一黄金周的低增长显然与当前经济疲软, 消费持续放缓有关。如果不扣除多一天假期的因素, 15% 的增速仍反映了当前的消费现状。加上高速公路免费促使旅游增加而零售可能受之影响而降低。

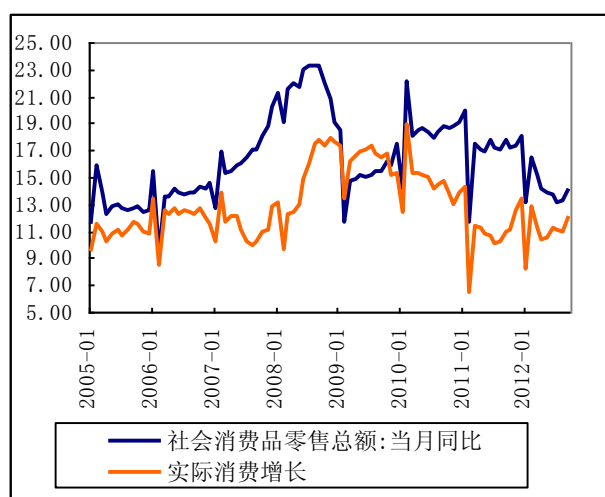
因此, 我们判断 10 月份的消费仍有望延续好转趋势, 走出前期的增长低点, 而前三周乘用车的平稳增长和住房消费链的增长也表明居民消费基本平稳。因此, 实际消费应该不会明显降低。我们预计 10 月份的环比可能在 3.5%-4.2%, 对应的消费增速在 13.8%-14.2%, 预计在 14% 左右。

图 8: 消费信息回到扩张区域, 消费有望好转



数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 9 月份消费大幅回升印证消费扩张



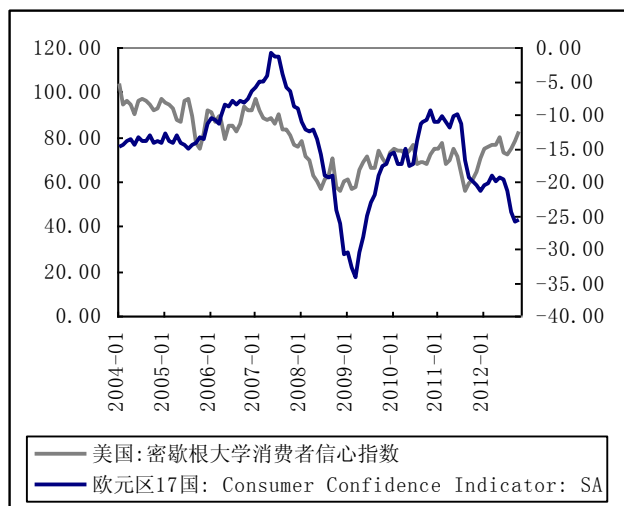
数据来源: 东北证券, Wind

4. 阶段性的最坏时点过去，预计出、进口小幅升至 10.2%和 3.6%

我们认为外需短期好转的逻辑没变，即欧债危机缓解，而美国经济持续好转。从最新数据看，该逻辑仍然成立。10 月份欧、日的 PMI 再次回落，分别为 45.3%和 46.9%，反映复苏前景依然不是很乐观。但 10 月份意大利和西班牙的 10 年国债利率分别降至 5%和 6%以内，危机缓解，欧元区消费可能不再恶化。10 月份欧元区 17 国的消费信心止跌至-25.7%，比 9 月回升 0.2 个点，而美国密歇根大学消费信心升至 82.6%，为危机以来的最高点。因此，我们觉得 9 月份开始的出口旺季可能在 10 月份保持。我们预计 10 月份中国出口有望增长 10.2%，区间在 9.2-10.8%之间。

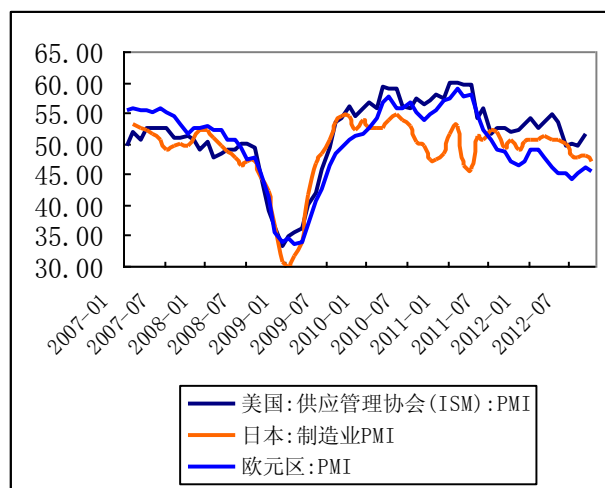
由此，出口回升可能带动加工贸易的进口继续回升。同时。随着投资稳步回升，主要原材料进口需求也有望有所好转。我们预计 10 月份进口增速在 3.5%之间，约为 3.6%左右，贸易顺差扩大至 280 亿美元左右。

图 10: 10 月份欧美消费信心有所好转



数据来源：东北证券，Wind

图 11: 10 月欧、日 PMI 再次回落



数据来源：东北证券，Wind

5.农产品价格回落，CPI 回落至 1.8%，而 PPI 环比转正，同比降幅收敛至-2.8%

在食品价格的明显回落作用下，10 月份 CPI 出现滞涨，不排除我们之前预期的触摸新低的可能。根据农业部的监测，9 月份农产品价格环比下降 6.2%，据此，食品价格可能环比-2%。但根据以往经验，商务部的数据相对接近统计局公布的食物价格。而我们自己推算的商务部食用农产品价格指数可能在 153.0%左右，比 9 月份的 153.6%下降 0.4 个点，据此，食品价格可能回落 0.2-0.4 点。

我们认为 10 月份的食品价格环比负增长的可能比较大。不仅是农业部和商务部公布的农产品价格环比明显负增长，10 月份中高档白酒的价格也出现了回落。根据已有数据，除了茅台酒价格有所回升外，五粮液、水井坊、国窖 1573、50 度酒鬼酒以及洋河蓝色经典等出现了-1 到-11%不等的降幅，平均降幅在 3%。考虑到酒类价格影响到外出就餐费用，白酒价格一改 9 月份的上扬转而回落可能加大食品价格的回落。

总体判断，我们认为 10 月份食品价格环比将在-0.2%到-0.5%之间，中值为-0.3%。同比可能在 1.2-1.8%之间，中值为 1.5%。

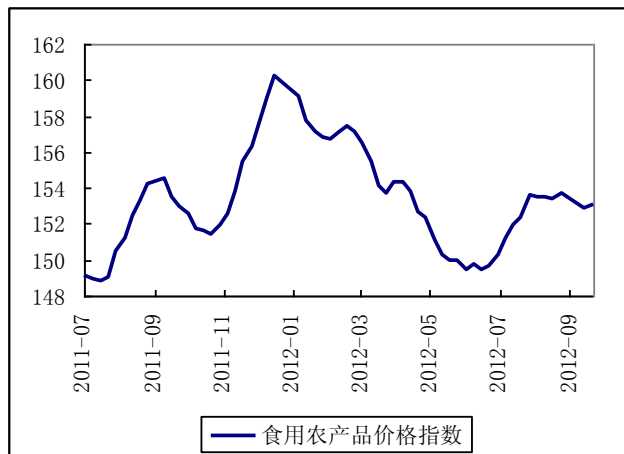
虽然食品价格出现明显回落，但前几个月非食品价格环比涨幅一直略超历史

均值大约 0.1 个点，据此，10 月份的非食品价格环比在 0.2-0.4 之间，中值为 0.3%

根据以上推算，10 月份 CPI 环比在 0-0.1% 之间。对应的，CPI 同比在 1.7%-1.9% 之间，中值在 1.8% 左右。

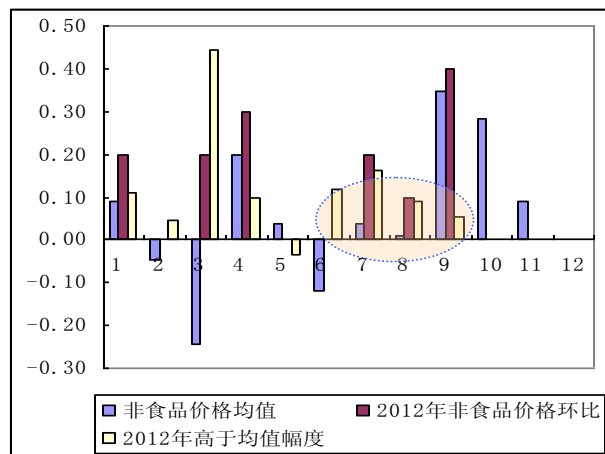
而 PPI 将出现环比拐点。由于国内投资需求的回升，钢铁、水泥等价格出现了明显回升，其中，钢铁环比涨 4.7%。但有色和油价分别回落 0.62% 和 0.1%，总体看，主要原材料价格录得正增长。我们拟合的 PPI 环比为 0.35%，根据以往经验数据，10 月份 PPI 价格可能在 0.15%-0.25 之间，中值为 0.2%。对应地，PPI 同比在 -2.6% 到 -2.9%，均值在 -2.8% 左右。

图 12: 10 月农产品价格环比下跌明显



数据来源：东北证券，Wind

图 13: 前几月非食品价格环比高于历史均值



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

主要原材料/燃料价格环比						PPI 环比拟合	PPI 环比
	化纤	钢铁	柴油	煤	有色		
10 月	0.42	4.70	-0.10	1.40	-0.62	0.35	
9 月	-0.07	-3.70	0.00	0.60	8.40	0.10	-0.1
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 5800 亿，M1 和 M2 回落至 6.1 和 14.2%

根据媒体的报道，截至 10 月 19 日，工建中农四大行当月新增人民币贷款为 800-1000 亿元，如果以同等速度，意味后 12 天也有望增加 1000 亿以上。因此，四大行有望在 2000 亿。考虑到 9 月季末因素消除，10 月份银行放贷回归正常，而从二季度开始四大行非季末的月度信贷均值为 2400 亿，但逐月减少，因此 10 月份可能低于均值，我们取 2200 亿。而随着中小银行季末冲贷结束，四大行的新增贷款占比可能回升至 35-40%，对应的 10 月份信贷可能在 5400-6100 亿，中值在 5800 亿。

而社会融资的疏通仍是随着投资回升而带来的被动结果，所以 M2 增速应不会大幅下降。但受到基数效应，10 月份的 M2 和 M1 可能有所回落。我们预计 M1 大幅回落至 6.1%，而 M2 回落至 14.2%。

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

