

宏观经济

署名人: 邢微微

S0960511020009

010-63222923

xingweiwei@china-invs.cn

参与人: 刘莉华

S0960111090011

010-63222951

liulihua@china-invs.cn

主要经济指标:

	%	四季度	一季度
GDP		7.9	8.2
工业增加值		10.0	10.5
固定资产投资		20.6	21
社会消费品零售			15.7
CPI		2.1	2.1
PPI		-2.3	-1.6
出口		9.5	4
进口		2.8	7
贸易顺差(亿美元)		833.7	-126.4
贷款(万亿元)		1.48	2.8
贷款增速		15.6	14.9
M2		13.8	16.2
1 年期存款利率		3.00	3.00
存款准备金率		20	20

注: 投资、贷款增速与 M2 等是累计值

相关报告

一季度固定资产投资将回升-12 月份经济运行点评 2013-1-18

无需过度担忧 CPI 短期反弹-12 月份 CPI、PPI 简评 2013-1-11

消化泡沫 积蓄力量-2013 年中国经济展望 2012-12-04

中国宏观经济季报
通胀有限，经济回升
——一季度国内经济展望
主要观点:
■ 经济步入温和复苏轨道，一、二季度 GDP 上调至 8.2%与 8.3%

- 中国经济进入温和复苏轨道，汽车恢复 7-8%常态增长，地产销售较快增长与推进城镇化成为经济增长动力。上半年，在通胀反弹幅度有限与适度宽松货币政策下，社会融资规模将延续去年下半年高增长态势，信贷也将反弹；汇丰 PMI 与中采 PMI 都连续 3 个月超过 50%的枯荣分界线
- 鉴于去年四季度社会融资规模大幅高出预期，我们上调一季度 GDP 至 8.2%。全年 GDP 在 8-8.1%，其中二、三与四季度 GDP 在 8.3%、8%与 7.8%

■ 投资、消费需求回升拉动工业生产抬升

- 一季度工业增加值预计达 10.5%，其中 1-2 月份 10.1%。消费提升与投资回暖成为推动因素，而出口短暂回落成为拖累项
- 基建投资回升与地产投资恢复拉动一季度整体投资增 21%。一季度，受基数与货币宽松影响，基建投资将升至 25%；1 月份开始，地产销售恢复较快增长，而且资金来源持续好转，房地产投资将有 17%；制造业投资将企稳
- 09、10 年汽车透支消费影响基本消失与经济复苏带动早周期汽车恢复 7-8%的增长，居民消费者信心与城镇居民收入增速提升带动一季度消费增 15.7%
- 一季度受季节因素与美国经济四季度回落影响我国出口料将短暂降至 4%，但随着美国复苏加快与欧洲经济回暖，二季度国内出口将回升

■ 短期内 CPI 反弹幅度有限

- 国内通胀压力开始上升，但短期内 CPI 反弹幅度有限，预计 1、2 月份 CPI 在 1.8%与 2.7%，3 月份回落至 1.9%，二季度 2.3%上下。下半年通胀将出现明显回升，预计三、四季度 CPI 分别在 2.7%与 3.3%，全年 2.6%
- 去年中期以来货币持续松动，其对 CPI 影响将滞后至下半年及明年；尽管近期蔬菜价格持续大幅上涨，但其波动性较大，难以对 CPI 造成趋势性影响，而对 CPI 影响较大的猪肉供给充裕。去年 12 月中旬以来原油价格持续回升，但同比仍负增长，短期内不会造成非食品价格明显上行

■ 降准、降息概率较低，直接融资延续较高规模

- 预计今年货币政策适度宽松，信贷 9 万亿元，社会融资规模 16.5 万亿元，上半年货币投放比例高，预计一季度信贷 2.8 万亿元，占到全年 31%
- 1 月份货币市场利率稳定回落，SLO 推出也使得央行货币操控性增强，考虑降准信号意义较强，预计一季度难以降准

风险提示:

国际原油价格大幅上涨

目 录

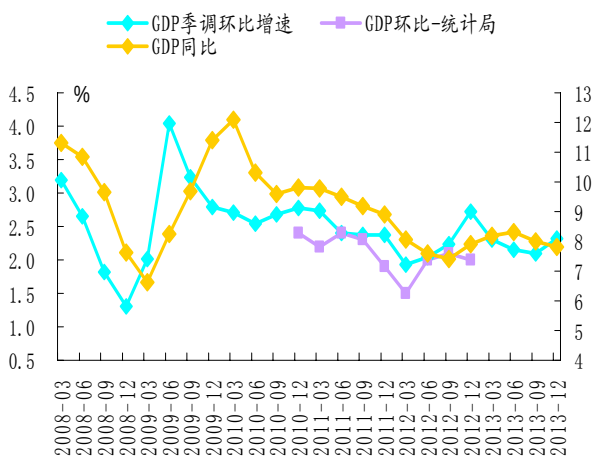
一、经济步入温和复苏轨道.....	3
二、投资、消费需求回升拉动工业生产抬升.....	4
1. 一季度基建与地产投资带动整体投资回升.....	5
1.1 一季度基建投资恢复至 25%.....	6
1.2 住宅销售恢复较快增长，投资稳定回升.....	7
1.3 制造业投资将企稳.....	9
2. 汽车销售回暖将拉升消费增速.....	9
3. 季节因素导致一季度出口短暂回落.....	11
三、短期内 CPI 反弹幅度有限，下半年通胀存忧.....	12
1. 一季度猪肉价格温和上涨.....	13
2. 今年玉米涨幅小幅扩大.....	14
3. 1 月份 CPI 回落，PPI 跌幅收窄.....	15
四、一季度货币继续松动，但难以降准.....	17

一、经济步入温和复苏轨道

去年四季度中国经济强劲反弹，当季 GDP 增速由上季 7.4% 回升至 7.9%，我们测算的 GDP 季调环比增 2.8%，大幅高于前三季度水平。主要受去年中期以来货币条件持续宽松的影响。

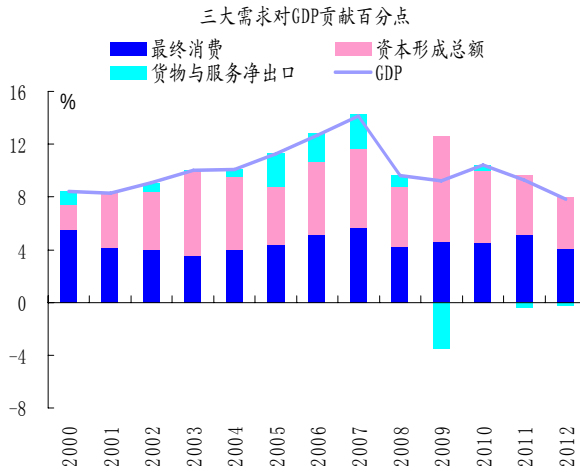
消费回落与企业去库存成为影响去年 GDP 回落的主要因素，这些因素将会在今年出现好转。去年 GDP 增长 7.8%，比上年回落 1.5 个百分点。其中，最终消费贡献 4.1 个百分点，比上年减少 1.06 个百分点；资本形成额贡献 3.9 个百分点，减少 0.6 个百分点；出口拖累 0.2 个百分点，比上年改善 0.2 个百分点。资本形成总额贡献减少主要与企业去库存有关，去年工业企业产成品库存增速持续大幅回落，而固定资产投资实际增速较 2011 年明显回升，其实际增长 19.3%，明显高于 2011 年 16.1% 的增速。

图 1：预计一、二季度 GDP 升至 8.2% 与 8.3%



数据来源：CEIC 中投证券研究所

图 2：2012 年资本形成额对 GDP 贡献下降较多



数据来源：CEIC 中投证券研究所

中国经济进入温和复苏轨道，汽车销售恢复常态增长，地产销售温和回升与推进城镇化成为经济增长动力。去年 6 月份开始社会融资规模大幅增长，预计这一态势至少持续到今年上半年，而且货币市场利率稳定且小幅下行，这意味着央行仍将维持适度宽松的货币政策；汇丰 PMI 与中采 PMI 都连续 3 个月超过 50% 的枯荣分界线。

鉴于去年四季度社会融资规模继续高增长，尤其 12 月份大幅高出预期，我们上调一季度 GDP 至 8.2%。去年四季度社会融资规模月均 1.35 万亿元，大幅高于历史同期，而且余额增速年底升至 19.4%。考虑今年货币政策仍将是适度宽松，预计信贷增加至 9 万亿元，社会融资规模 16.5 万亿元，上调全年 GDP 至 8-8.1%，其中二、三与四季度 GDP 在 8.3%、8% 与 7.8%。

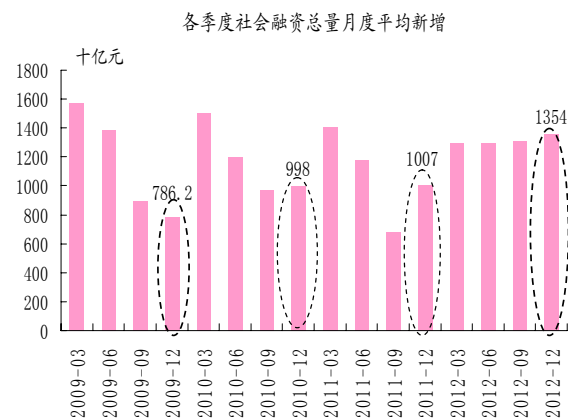
我们认为，今年经济运行的最大风险在于城镇化路径难以明晰，从而导致新一轮投资潮，通胀大幅攀升导致货币政策收紧。

图 3: 2012 年企业经历快速去库存



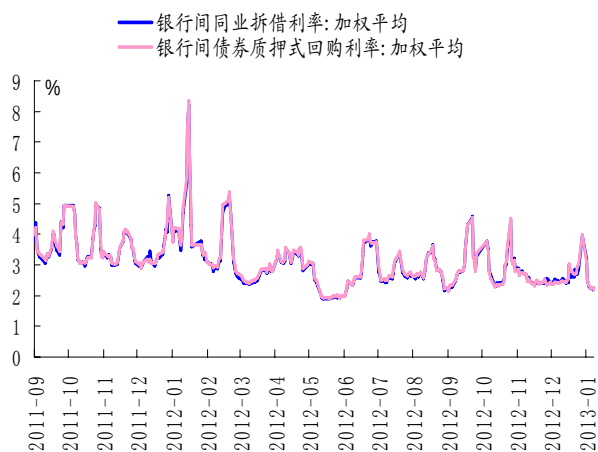
数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 4: 去年三、四季度社会融资规模显著增长



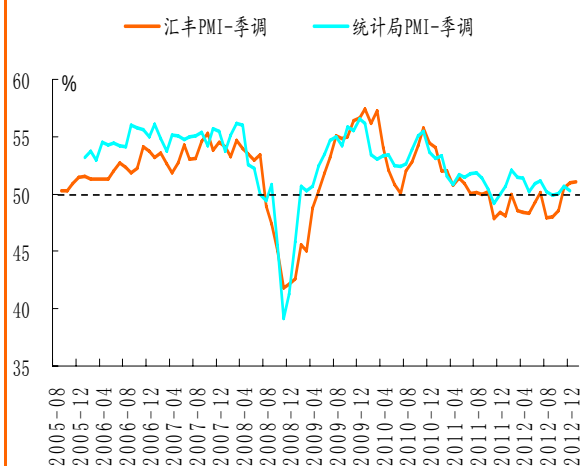
数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 5: 今年 1 月份货币市场利率有所下行



数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 6: 汇丰与统计局 PMI 都连续三个月超过 50%



数据来源: CEIC 中投证券研究所

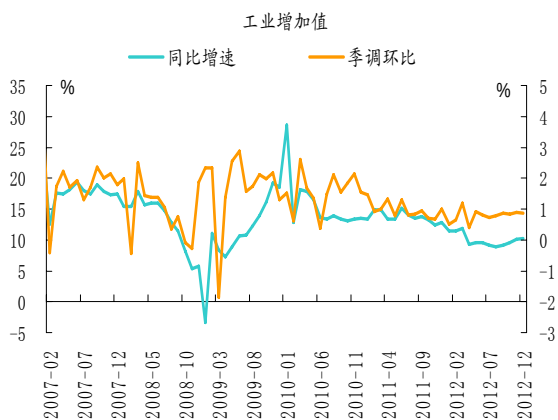
二、投资、消费需求回升拉动工业生产抬升

内外需回升成为去年四季度工业增加值回升的主要原因。去年四季度工业增加值回升至 10% 上下，季调环比折年率接近 11%。

我们预计一季度工业增加值将达 10.5%，其中 1-2 月份 10.1%。消费增速继续提升与投资温和回升将成为主要推动因素，而出口短暂回落成为拖累因素。其中，汽车销售恢复 7-8% 的增长与房地产较快增长将带动上下游工业生产继续回升。

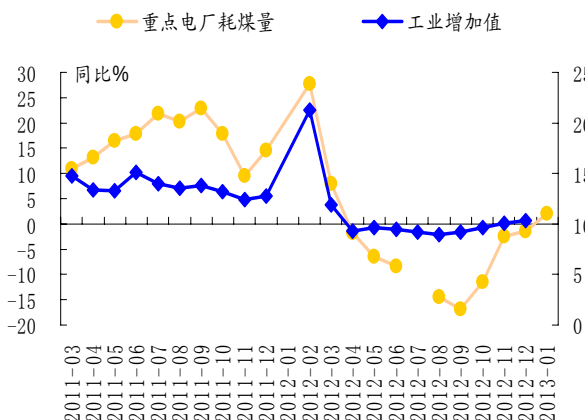
1月上旬，重点电厂耗煤量同比上升2.1%，延续了去年10月份以来持续回升的走势，这表明1月份工业增加值继续回升的可能性较大。

图7：工业生产持续回升，环比保持较快增速



数据来源：CEIC 中投证券研究所

图8：1月份重点电厂耗煤增速继续上升



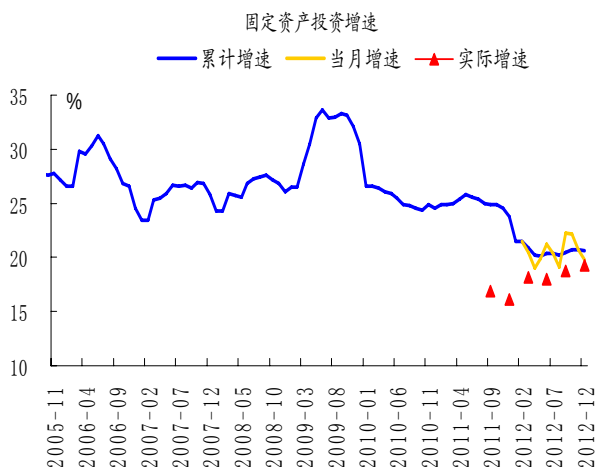
数据来源：CEIC 中投证券研究所

1. 一季度基建与地产投资带动整体投资回升

去年12月份，受制造业投资明显回落与房地产投资下滑影响，固定资产投资继续下行。1当月19.8%，比上月回落1.1个百分点。其中，基建投资19.6%，比上月加快5.6个百分点；制造业投资明显下滑，由上月19.4%下滑至13.7%；房地产投资大幅波动，由上月28.5%降至12.4%。

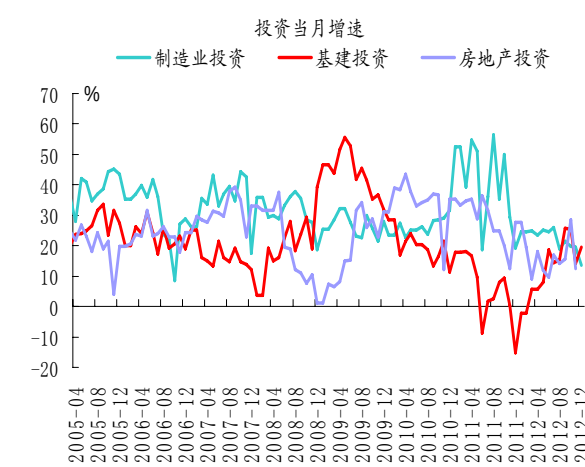
鉴于去年四季度社会融资规模继续高增长，而且余额增速年底升至19.4%，这表明今年一季度固定资产投资回升的可能性较大。我们预计，一季度基建投资增长25%，房地产投资17%，制造业投资将低位企稳。因此，整体固定资产投资可能回升至21%。全年来看，在适度宽松的货币政策下，固定资产投资将在19-20%稳定增长。

图9：投资名义增速连续两月回落，实际增速回升



数据来源：CEIC 中投证券研究所

图10：基建投资回升，地产与制造业投资明显回落



数据来源：CEIC 中投证券研究所

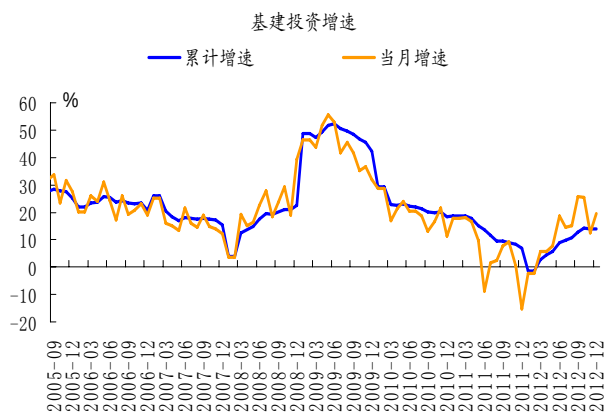
1.1 一季度基建投资恢复至 25%

去年基建投资回升，尤其下半年增速明显提高。去年 12 月份，基建投资增长 19.6%，比上月明显加快，低于去年 10-11 月 25% 的增速。全年基建投资增长 13.9%，高于 2011 年 6.8% 的增速。其中，铁路运输业，电力、热力生产和供应业，水的生产和供应业与公共设施管理业等回升明显。

我们认为，今年基建投资将有 20% 上下。加快中西部城镇化是我国推进城镇化的重要内容之一，这 will 有力拉动基建投资。今年将是适度宽松的货币政策，信贷与社会融资规模预计将达 9 与 16.5 万亿元。此外，按媒体披露，今年铁路基建投资将有 6500 亿元，增长 7.3%，高于去年 2.3% 的增速。

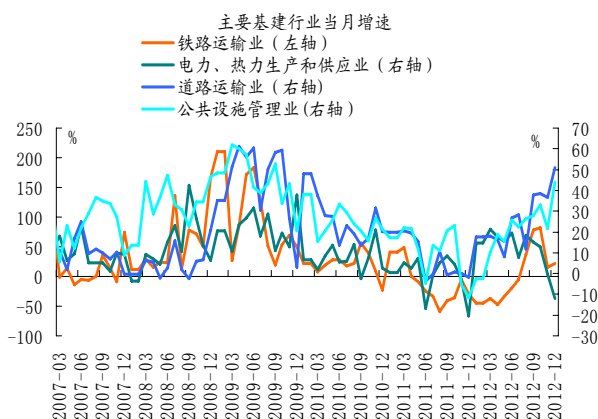
一季度基建投资预计 25%。去年一季度基数较低，而且去年四季度社会融资规模继续高增长，其中，信托贷款大幅增长和债券融资较高水平，这都将成为支撑一季度基建投资高增长的因素。

图 11：去年基建投资出现明显回升



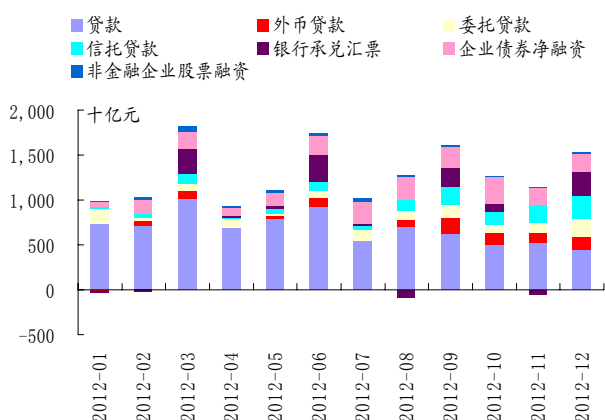
数据来源：CEIC 中投证券研究所

图 12：去年铁路运输、电力热力等投资回升明显



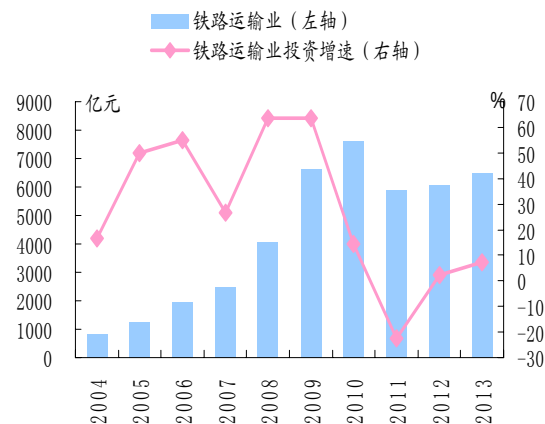
数据来源：CEIC 中投证券研究所

图 13：去年四季度信托贷款呈较高水平



数据来源：CEIC 中投证券研究所

图 14：今年铁路运输业投资将回升至 7.3%



数据来源：CEIC 中投证券研究所

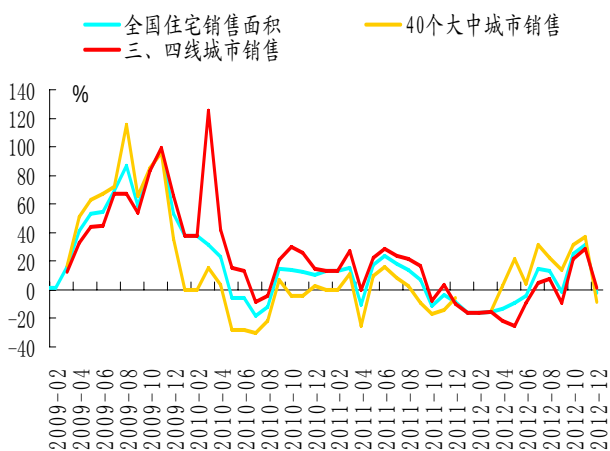
1.2 住宅销售恢复较快增长，投资稳定回升

去年 12 月份，一、二线城市销售同比增速回落是当月地产销售下降主要原因，随着一、二线城市销售增速回升，全国住宅销售将延续高增长。去年 12 月份，全国商品房住宅销售同比-2.4%，较前两个月 20-30%的增速大幅回落，其中，40 个大中城市销售同比-8.7%，拖累 3.5 个百分点，这说明当月三、四线城市销售高于一、二线。

1 月份 21 个大中城市住宅销售再次大幅增长。1 月份，我们监测的 21 个大中城市住宅日均成交面积 54 万平方米，同比增长 112.9%，较去年 12 月份大幅回升，接近去年 11 月份水平。一线城市销售增长较快，尤其广州、深圳与杭州，接近或超过前两个月水平。这样来看，今年 1 月份全国地产销售将恢复快速增长。

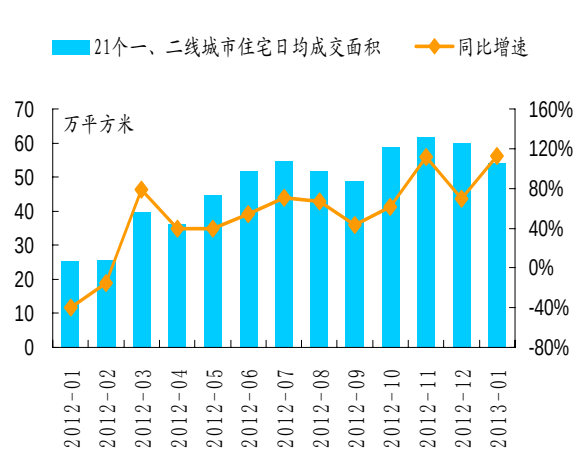
货币政策、通胀预期与调控政策是影响地产销售走势重要因素。今年将是适度宽松的货币政策，针对地产包括按揭贷款额度宽松与利率维持优惠政策；居民通胀预期也开始上升；预计地产调控仍将延续前期政策，以区域性的局部调控为主，难以出台更加严厉政策。因此，我们认为，上半年地产销售在一、二线城市带动下较快增长，预计 10-15%。

图 15: 一、二线城市销售增速明显快于三、四线



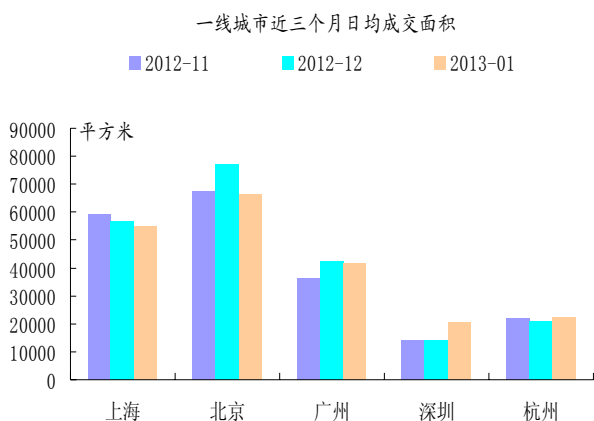
数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 16: 1 月份 21 个城市住宅销售增速大幅回升



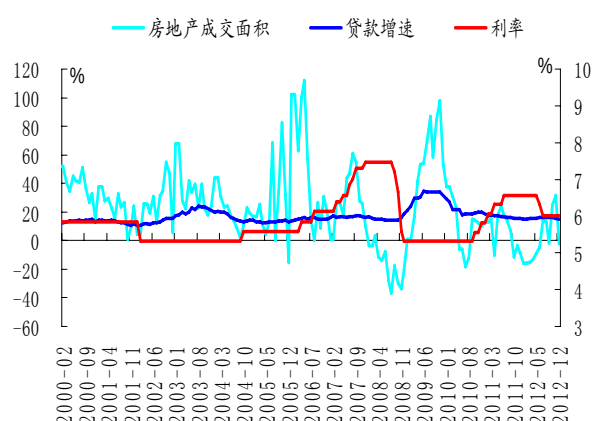
数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 17: 1 月一线城市广州、深圳与杭州成交好于前期



数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 18: 贷款与利率影响地产销售走势



数据来源: CEIC 中投证券研究所

去年 12 月份, 房地产投资增长 12.4%, 低于下半年平均 16% 上下的增速。我们预计, 今年上半年地产投资将会升至 17% 左右。

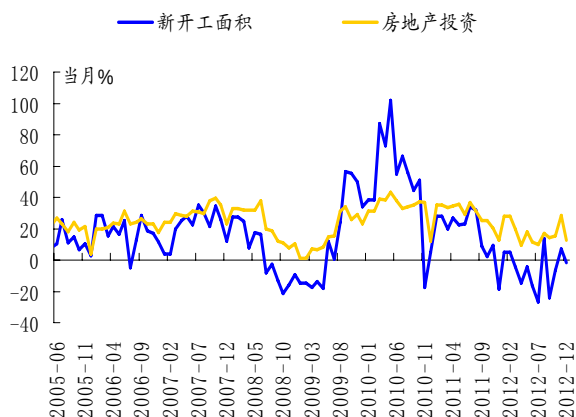
房地产销售维持较快增长, 新开工面积见底与房地产投资资金来源好转等因素都将带动房地产投资稳步上升。房地产销售领先投资 6 个月左右, 去年一季度房地产销售已经见底, 下半年以来销售有所加快, 房地产投资仍将是稳中有升态势。此外, 房地产新开工面积已经见底小幅回升, 去年四季度同比 -0.25%, 明显高于上季 -12.3% 的增速。去年下半年, 因房地产销售转好带动按揭贷款与定金预付款持续回升, 这带动整体房地产投资资金来源明显回升。

图 19: 房地产销售温和回升将带动投资稳定增长



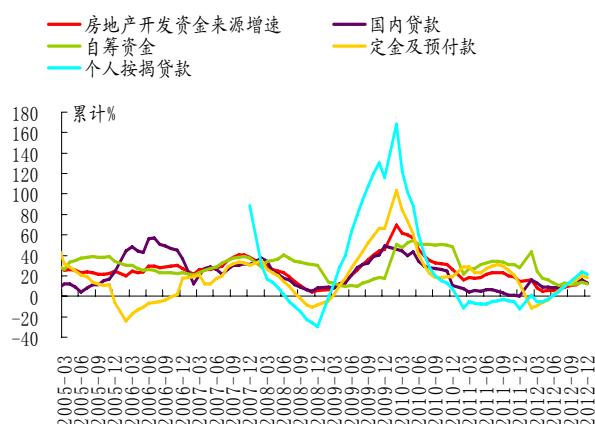
数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 20: 新开工面积见底回升将拉动地产投资



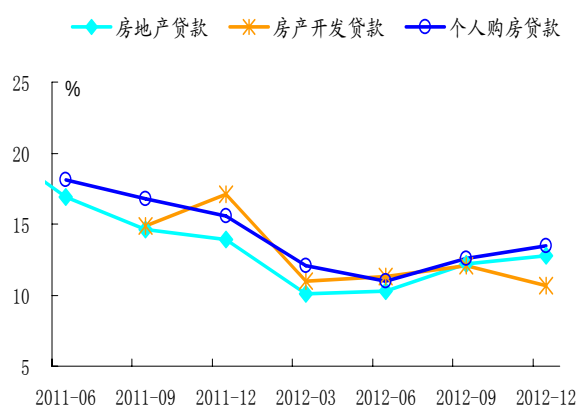
数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 21: 个人按揭贷款与定金预付款回升明显



数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 22: 去年四季度个人购房贷款回升, 开发贷回落



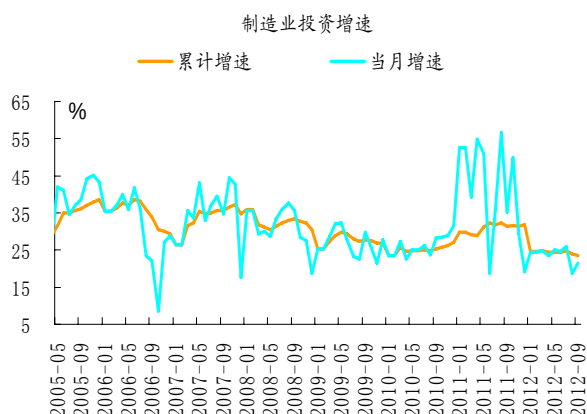
数据来源: CEIC 中投证券研究所

1.3 制造业投资将企稳

去年下半年制造业投资回落较快, 由上半年 24% 上下的增速降至 12 月份的 13.7%。我们认为, 在基建投资保持较高增速、房地产投资企稳以及出口回升下, 制造业投资继续大幅下滑的可能性较小。

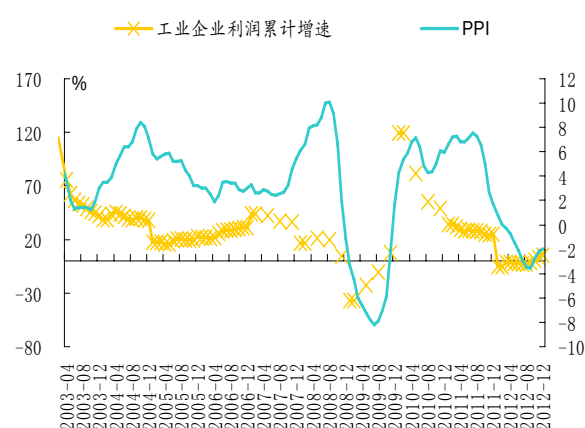
工业企业利润见底回升, 这有利于制造业投资需求回升。去年 9 月份开始, 工业企业利润增速开始回升, 10、11 月份有所加快, 受基数影响, 12 月份出现回落。2012 年增长 5.3%, 高于去年 6 月末 -2.2% 的增速。

图 23: 9 月份制造业投资低位反弹



数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 24: 去年 9 月开始工业企业利润见底回升



数据来源: CEIC 中投证券研究所

2. 汽车销售回暖将拉升消费增速

去年 6 月份以来, 社会消费品零售额实际增速持续回升。去年四季度, 社会消费品零售额增速达 14.9%, 实际增长 13.5%, 较上季提高 1 个百分点, 比去年低点 4 月份提升 2.8 个百分点。

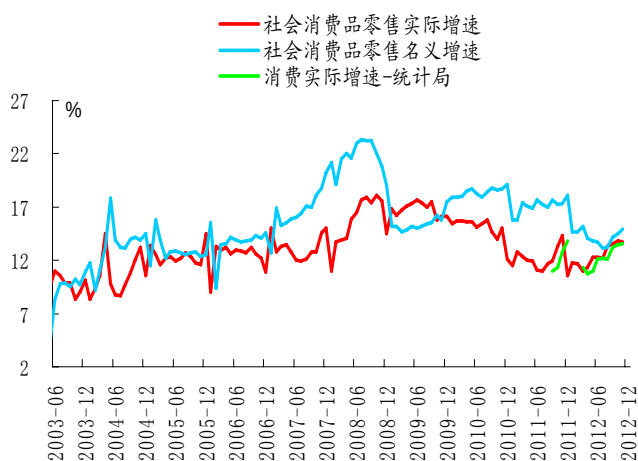
必需品消费企稳、汽车及石油制品消费底部回升与家电消费提高成为下半年消费回暖的主要原因，我们预计这一态势将延续至今年。

汽车销售恢复常态增长，预计今年将增长 7-8%。去年 12 月份，汽车销售增长 7.1%，连续两月恢复至 7-8% 常态增长，其中，商用车增长 8.2%，连续两月回升，乘用车 6.9%，比上月略降。09-10 年汽车透支消费的影响已经基本消失，而且经济复苏将带动早周期行业汽车销售回升，今年汽车销售预计增长 8%，高于去年 4.3% 的水平。

居民实际收入增速与消费者信心指数都出现回升。2012 年，城镇居民人均可支配收入实际增长 9.6%，高于 2010 与 2011 年 7.8%、8.4% 的增速，但农村居民收入提升缓慢。此外，去年四季度消费者信心指数明显回升。

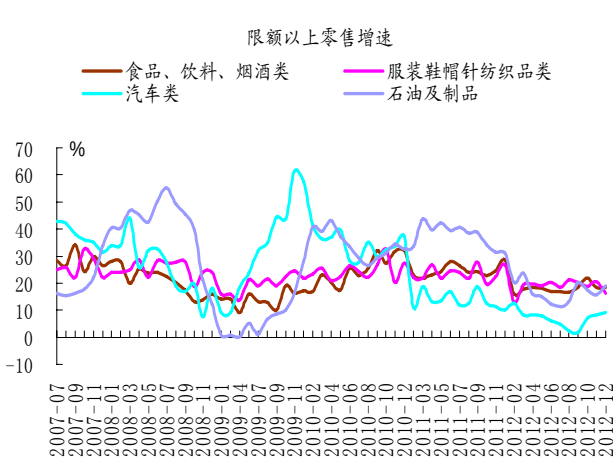
在汽车销售恢复常态增长，工业回暖带动石油制品消费回升与国内经济复苏背景下，我们预计今年消费增长 16%，其中，一、二季度 15.7% 与 15%。

图 25：去年 6 月份以来消费实际增速持续回升



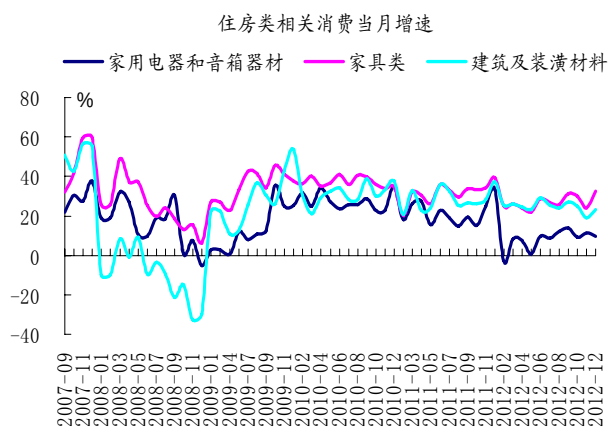
数据来源：CEIC 中投证券研究所

图 26：汽车与石油制品回升推动消费提升



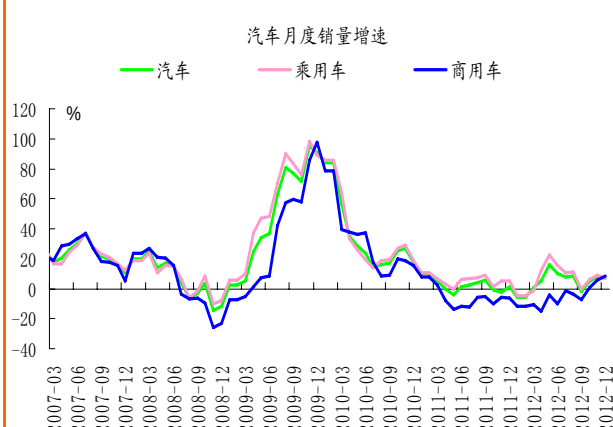
数据来源：CEIC 中投证券研究所

图 27：房地产类消费开始缓慢恢复



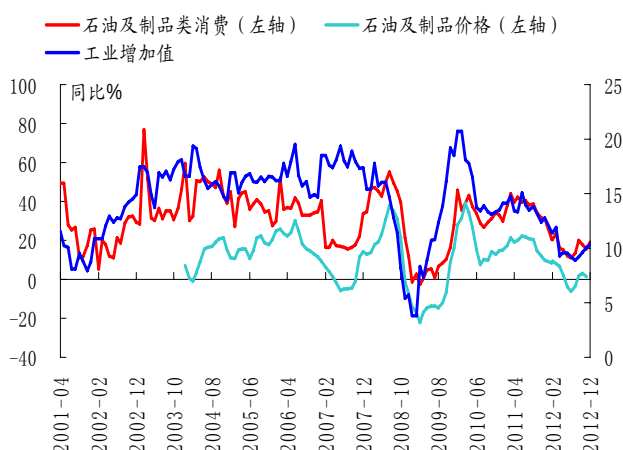
数据来源：CEIC 中投证券研究所

图 28：去年 11、12 月汽车销售恢复至 7-8% 增长



数据来源：CEIC 中投证券研究所

图 29: 工业回暖带动石油制品消费回升



数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 30: 今年四季度消费者信心指数明显回升



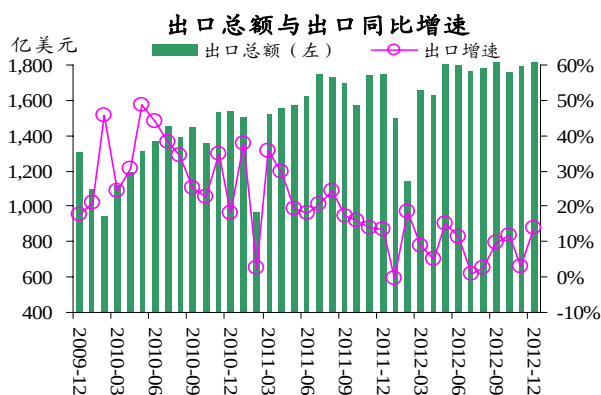
数据来源: CEIC 中投证券研究所

3. 季节因素导致一季度出口短暂回落

我国出口经历 11 月短暂回落 12 月再次明显反弹。12 月出口同比增速上升至 14.1%。美国消费强劲增长、欧债缓和带来的欧洲经济修复支撑中国出口持续回暖。我国对除日本外的主要国家和地区出口增速均明显反弹，其中对美国出口增速上升至 10.3%，对香港出口维持在 34.4% 的高水平。对欧盟同比增 2.32%，自去年 2 月以来首次实现正增长。对新兴和发展中国家同比增速反弹回 16.7% 的高位。

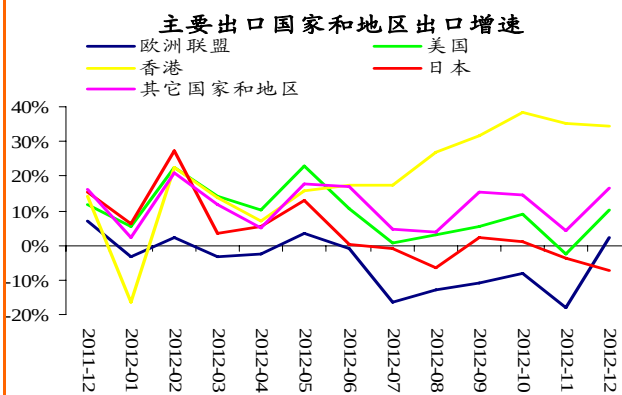
一月份受基数较低影响出口增速或反弹回 18%。今年我国春节较去年晚近半个月，春节对贸易的影响将集中体现在 2 月份，而不是去年的 1 月，节日因素导致一月出口大幅反弹。美国经济受财政紧缩拖累 4 季度下滑 0.1%，受此影响我国出口在今年一季度也总体呈回落态势，同比仅增长 4%，其中二、三月份出口增速分别为-7%和-1%。

图 31: 12 月出口回升至 14.1%



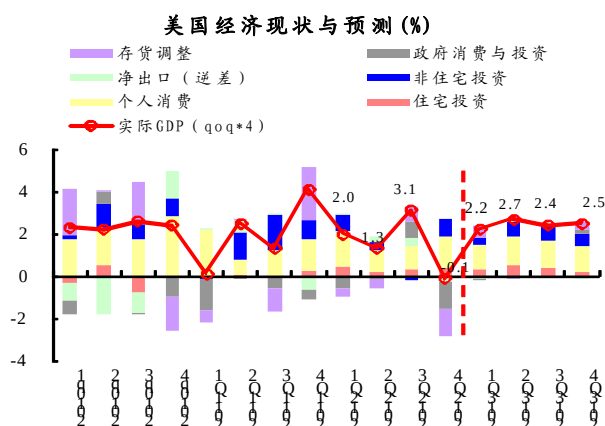
数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 32: 大部分地区出口增速均回升



数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 33: 美国一季度 GDP 反弹至 2.2%

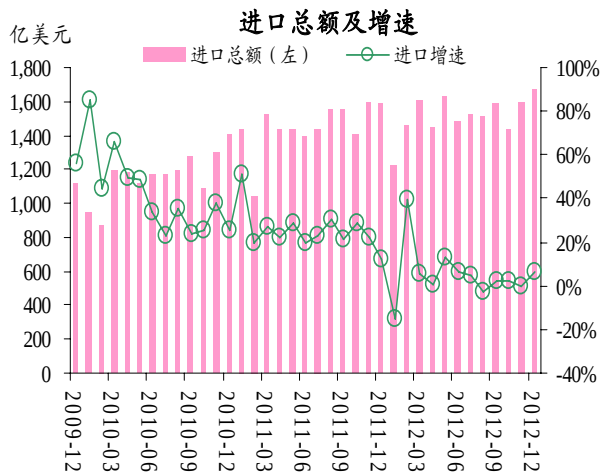


数据来源: CEIC 中投证券研究所

国内经济回暖带动进口反弹 初级产品进口依然疲软。12 月进口增速反弹至 6%，创 6 个月以来新高。分商品种类看高新技术产品增速意外上升至 19.4%，机电产品增长维持 8% 的平稳速度，初级类产品进口依然疲软，同比下降 3%。

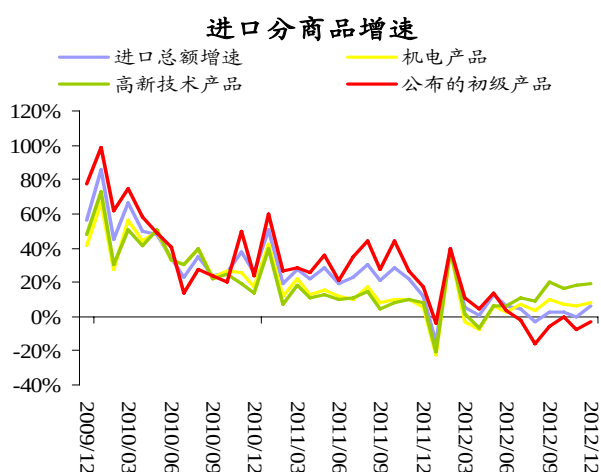
一季度受我国经济回升推动进口增速将上升至 7%，其中一月份进口同样会受春节因素的影响同比增速大幅反弹至 20% 左右

图 34: 12 月进口反弹至 6%



数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 35: 初级产品进口依然疲软



数据来源: CEIC 中投证券研究所

三、短期内 CPI 反弹幅度有限，下半年通胀存忧

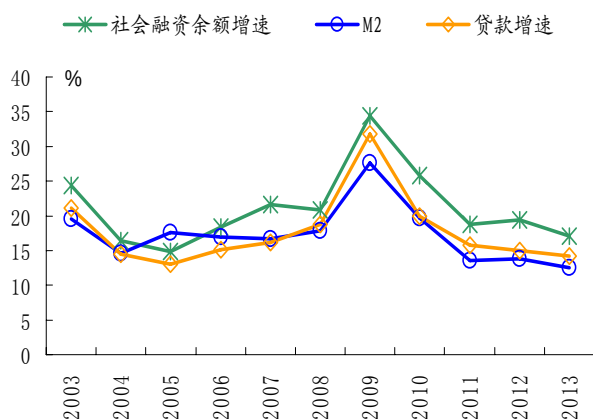
国内通胀压力开始上升，但短期内 CPI 反弹幅度有限，预计 1、2 月份 CPI 分别在 1.8% 与 2.7%，3 月份回落至 1.9%，二季度 2.3% 上下。下半年通胀将出现明显回升，预计三、四季度 CPI 分别在 2.7% 与 3.3%，全年 2.6%。

去年中期以来货币出现持续松动，这将带动通胀压力回升，但其对 CPI 的

影响将滞后至下半年以及明年。食品供给依然充裕，尽管近期蔬菜价格持续大幅上涨，但其波动性较大，难以对 CPI 造成趋势性影响，而对 CPI 影响较大的猪肉目前供给充裕。去年 12 月中旬以来，国际市场原油价格出现持续回升，但从同比看仍是负增长，不会造成非食品价格明显上行。

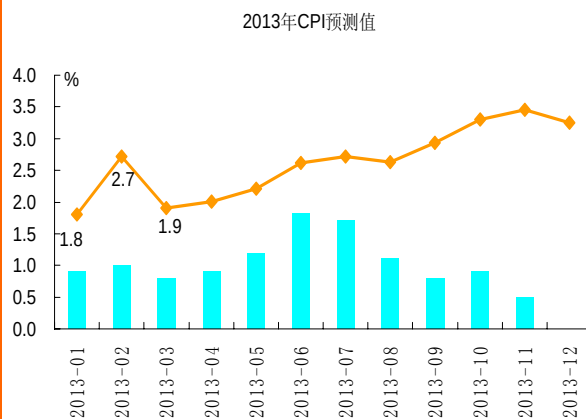
如果国际原油价格 WTI 继续上涨，并且持续在 100 \$/桶以上运行，这将造成国内通胀压力明显上升。但目前这种可能性较小，我们维持一季度 WTI 均价 95\$/桶的判断。

图 36: 去年货币反弹影响下半年通胀水平



数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 37: 上半年通胀温和回升



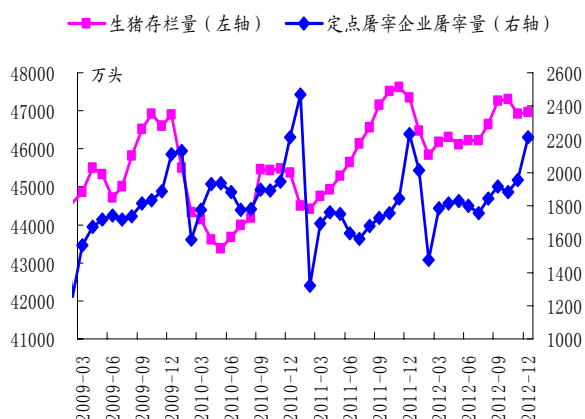
数据来源: CEIC 中投证券研究所

1. 一季度猪肉价格温和上涨

生猪存栏量仍处于较高水平，猪肉价格大幅上涨动力较弱。去年 11、12 月份生猪存栏量有所回落，但仍大幅高于 2010 年生猪供应紧张时水平。能繁母猪存栏量也出现高位回落，但绝对水平仍然偏高，这些都表明未来 3-6 个月内猪肉价格大幅上涨可能性较小，预计呈小幅上涨走势。去年 12 月份，生猪存栏量降至 4.69 亿头，持平于 09 年生猪供应过剩时水平，仍大幅高于 2010 年供应紧张时水平。

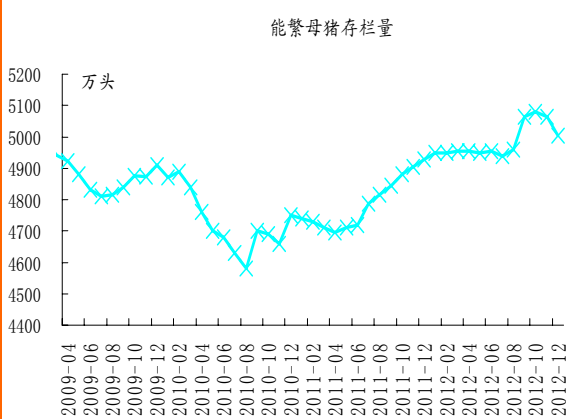
猪粮比连续 3 个月处于盈亏平衡点以上。受玉米价格回落与猪肉价格回升的影响，去年 11 月份开始，猪粮比达到 6: 1，并且持续回升，这也使得猪肉价格大幅上涨的可能性下降。

图 38: 生猪存栏仍大幅高于 10 年供应紧张时水平



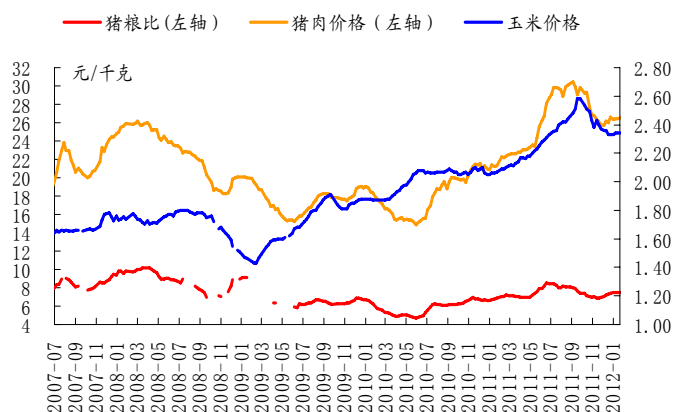
数据来源：CEIC 中投证券研究所

图 39: 去年 12 月能繁母猪存栏高位小幅回落



数据来源：CEIC 中投证券研究所

图 40: 1 月份玉米价格平稳，肉价温和上涨，猪粮比回升



数据来源：CEIC 中投证券研究所

2. 今年玉米涨幅小幅扩大

我们预计今年国内玉米价格上涨 6-7%。按照美国农业部预测，2012 年我国玉米增产 4.3%，低于前两年 8%上下的水平，但并未出现 07 与 09 年的减产情况，这说明今年玉米价格大幅上涨可能性较小。

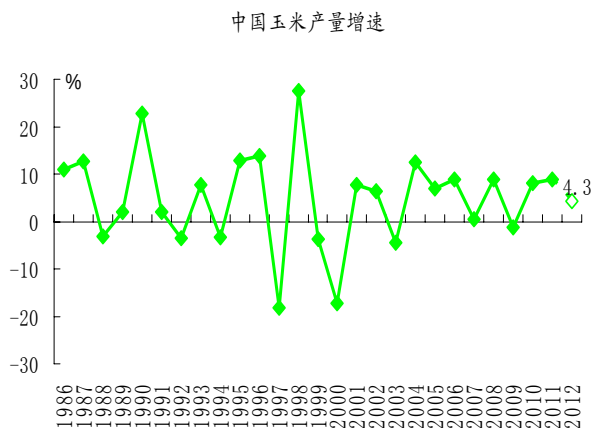
去年下半年，美国干旱造成玉米大幅减产，国际玉米价格大幅上涨。但 9 月以来在美国农业部不断上调本国玉米产量下，国际玉米价格高位回落。去年 12 月份美国农业部预计今年美国玉米减产 12.8%。对国内玉米价格压力有所减缓。

在价格不受管制前提下，国际市场大豆价格波动直接影响我国大豆及相关产品价格，预计今年上涨 8-10%。美国干旱也造成大豆期货价格攀高，但随着美国农业部不断上调大豆产量，9 月份以来国际大豆期货价格不断回落，但其涨幅仍明显高于国内大豆。这样来看，国内大豆价格仍有上涨压力。

此外，受国际市场扰动较小，且国内供给充裕的小麦和稻谷价格上涨动力

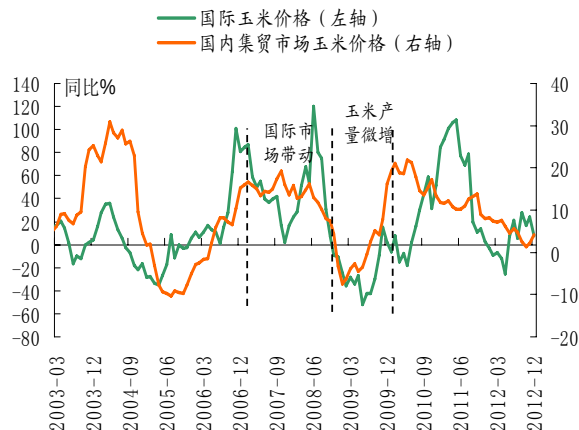
较弱。

图 41: 美国农业部预计 2012 年中国玉米增产 4.3%



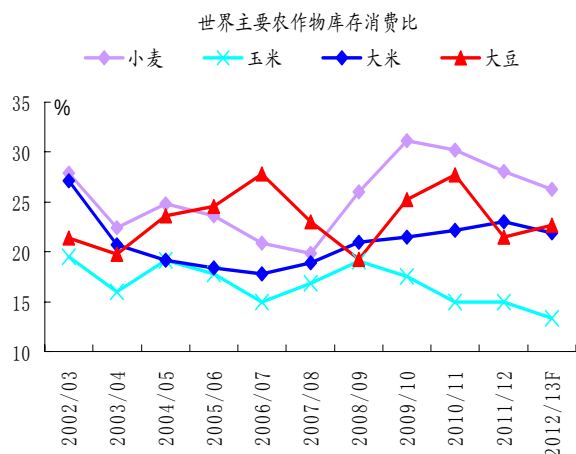
数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 42: 去年 12 月国际玉米价格涨幅回落



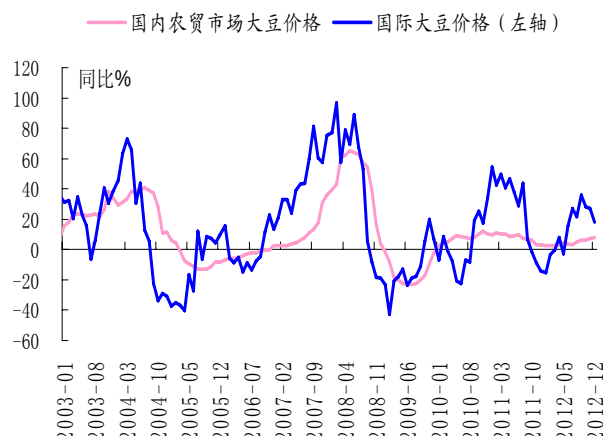
数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 43: 2012/13 年世界大豆与玉米供需紧张



数据来源: USDA 中投证券研究所

图 44: 国际大豆涨幅仍明显高于国内



数据来源: CEIC 中投证券研究所

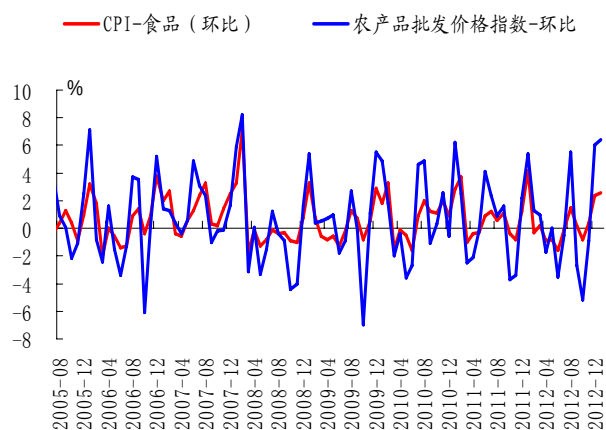
3. 1 月份 CPI 回落, PPI 跌幅收窄

食品价格上涨速度持平于上月, 但蔬菜涨幅回落而肉禽价格上涨有所加快。1 月份, 农产品批发价格环比上涨 6.4%, 略高于上月 6% 的水平。商务部食用农产品价格走势看, 蔬菜价格涨幅明显回落, 肉禽类价格上涨稍有加快, 蛋类上涨小幅收窄。统计局 50 个大中城市食品价格表现与商务部基本相同, 蔬菜价格上涨速度明显放缓, 而粮食与肉禽价格上涨有所加快。

按照以上主要食品价格的表现来看, 我们预计 1 月份 CPI 食品价格环比涨 2.5%。

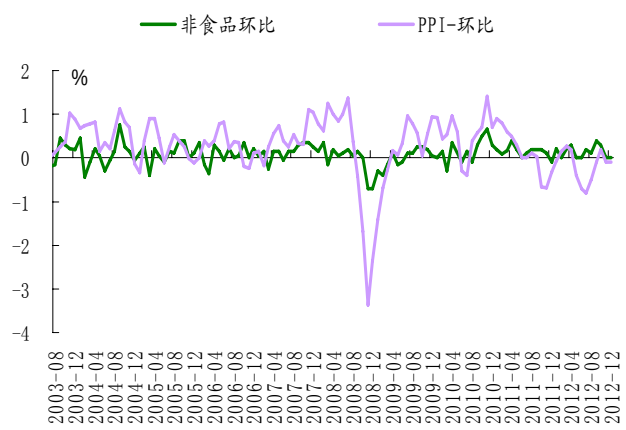
过去两个月 WTI 原油价格分别环比上涨 2% 与 7.3%, 其领先 PPI 两个月左右, 而 PPI 与非食品价格几乎同步, 因此, 我们预计 1 月非食品价格将环比上涨 0.2-0.3%。这样来看, 1 月份 CPI 预计环比涨 0.9-1%, 同比 1.8-1.9%。

图 45: 1 月农产品价格环比涨 6.4%，持平于上月



数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 46: PPI 领先非食品价格 1-2 个月



数据来源: CEIC 中投证券研究所

表格 1: 统计局公布的 50 个城市食品价格环比 (1 月份截止 20 日)

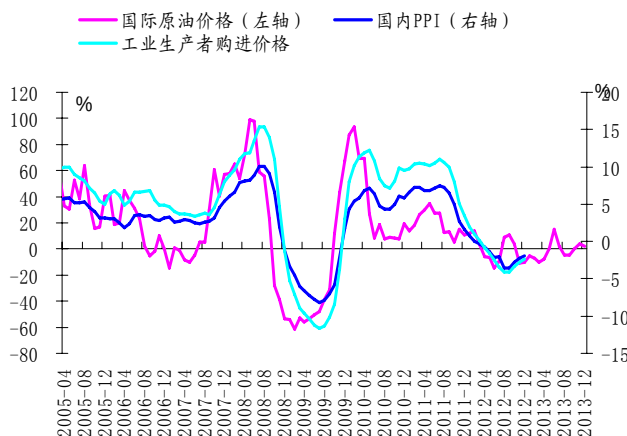
		5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月
粮食	大米:粳米	0.2	0.4	0	1.8	1.7	0.4	-0.4	0.2	0.4
	面粉:富强粉	-0.2	0.2	0	0	1	0.4	0.2	0.4	0.8
	面粉:标准粉	0.3	0.3	-0.2	-0.3	0.5	1	0.5	0.2	1.9
豆制品	豆制品:豆腐	0	1.1	0	0.6	1.4	0.2	0.2	0.4	0.7
食用油	花生油:压榨一级	3.8	1.8	2.1	2.2	1.4	0	0.5	0.1	0.2
	大豆油:5 升桶装	-0.4	-0.3	0.1	0.4	0.3	0.1	-0.2	-0.2	-0.1
	菜籽油:一级散装	0.8	0	0.1	0.7	1.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.1
肉禽及其制品	猪肉:后腿肉	-2.3	-0.3	-0.7	2	2.3	-1.2	1	4.1	4
	猪肉:五花肉	-2.2	-0.4	-0.8	2.4	2.2	-0.5	0.9	4.2	4.2
	牛肉:腿肉	2.4	2.2	1.1	3.2	4.9	2.9	2.6	2	2.6
	羊肉:腿肉	1.1	1.7	0.9	0.4	1	1.4	1.7	1.3	2.1
	白条鸡	-1.5	-0.5	0	0.6	1.3	0.8	0.6	0.9	0.3
鸡蛋	鸡:鸡胸肉	-1	0	-0.3	0.4	-0.1	0.4	0.3	0.7	0.6
	鸭:白条鸭	-1.3	-0.2	-0.6	1.1	1.1	-0.5	0.4	0.6	0.4
	鸡蛋:散装新鲜	5.7	9.4	-2.6	13.3	2.2	-7.2	2.8	2.1	0.2
水产品	活鲤鱼	3.4	-2.4	-3.5	-3.4	-3.7	-3	-1.9	-0.3	-0.2
	活草鱼	4.4	0	-1	-1.6	-1.8	-2.3	-1.6	-0.4	0.6
	带鱼	0.2	0.8	0.9	-0.3	0	0	1.2	1.1	2.3
蔬菜	大白菜	1.6	-20.4	-5.9	28.9	-19.3	-37.6	-4.7	12.7	10.9
	油菜	-3.4	-10.2	24.5	15.9	-26.9	-18.2	24.2	22.6	5.3
	芹菜	8.3	-18.4	-8.1	16.4	-2.6	-12.4	0.5	10.9	9.4
	黄瓜	-33	-18	21.1	14.3	-18.5	0.6	27.9	15.5	-0.6
	西红柿	-22.4	-31.1	-3.8	21.1	3.4	-15.7	7.9	6.7	8.9
	豆角	-35.9	-30.5	0	17	-3.8	-6.2	34.7	13	2
	土豆	10.6	-10.6	-6.1	3.2	1.6	-1.5	8.7	5.5	4.8
水果	苹果:富士苹果	1.6	6.5	3.7	-0.4	-2.8	-3.9	-3.1	-0.4	0.5
	香蕉:国产	-5.1	-3.5	-4.6	0.4	2	0.2	-5.8	-0.6	2.2

资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

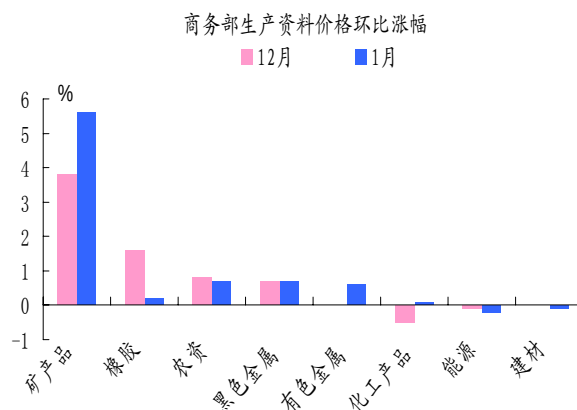
去年 12 月份，PPI 同比-1.9%，比上月收窄 0.3 个百分点，环比-0.1%，跌幅与上月持平

PPI 已经见底，环比将转正，但短期内同比仍负增长。去年 12 月份以来，原油价格出现回升，尤其 1 月份随着美国财政悬崖担忧缓解上涨有所加快，其中，11、12 月份与今年 1 月份 WTI 原油均价 86.5、88.2 与 94.7\$/桶，环比-3.6%、2%与 7.3%，同比-10.9%、-10.5%与-5.6%。此外，1 月份国内生产资料价格缓慢回升，主要是矿产品、农资与钢铁等上涨。这样来看，1 月份 PPI 环比将转正，但同比仍负增长。

若未来 3 个月 WTI 原油均价 95 \$/桶，一季度原油继续同比负增长，跌幅在 8%左右，比去年 11、12 月份收窄。但考虑去年四季度开始国内经济持续回升将带动国内生产资料价格回升，预计 1、2 月份 PPI 分别-1.7%与-1.5%。

图 47：1 月份原油价格跌幅温和收窄


数据来源：CEIC 中投证券研究所

图 48：1 月份生产资料价格回升缓慢


数据来源：CEIC 中投证券研究所

四、一季度货币继续松动，但难以降准

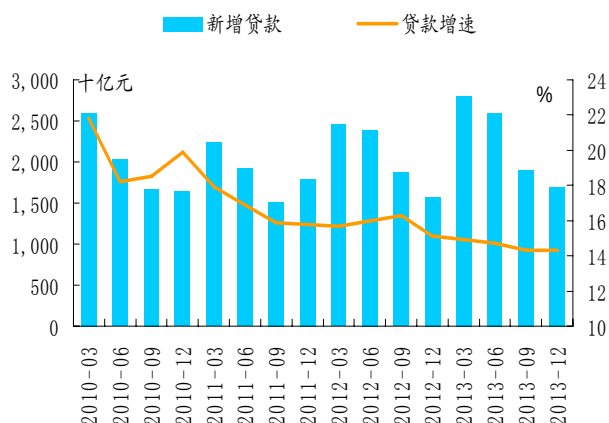
我们认为，今年货币政策将适度宽松，信贷将达 9 万亿元，社会融资规模 16.5 万亿元，尤其上半年在 CPI 回升幅度有限的背景下，信贷及社会融资规模投放比例将较高，预计一季度信贷 2.8 万亿元，占到全年的 31%，社会融资规模 4.6 万亿元，占到全年的 28%。

鉴于中国经济温和复苏的可能性较大，年内降息的可能性较小。1 月份，货币市场利率出现稳定回落，而且 SLO 的推出使得央行对货币市场利率的调控性增强，更重要的是短期内一、二线城市房价上行的压力较大，降准的信号意义较强，我们预计一季度难以降准。

公开市场 SLO 工具的推出的意义在于加强央行对货币市场的调控能力，货币市场利率波动性将减弱，这有利于未来货币市场利率成为央行货币政策基

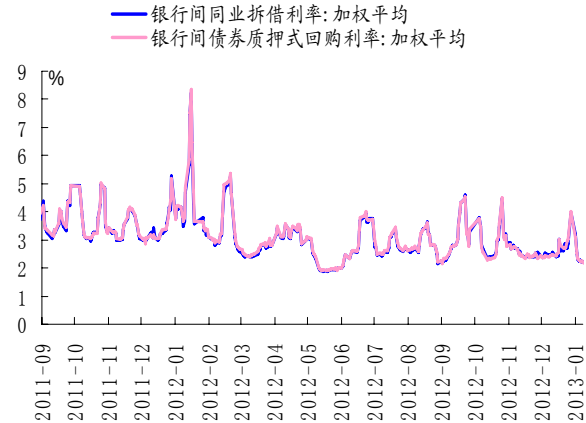
准利率。因此，降准在释放流动性层面的作用可能会被 SLO 一定程度的取代，但对货币政策仍有积极的信号意义。

图 49: 今年上半年信贷投放比例预计达 60%



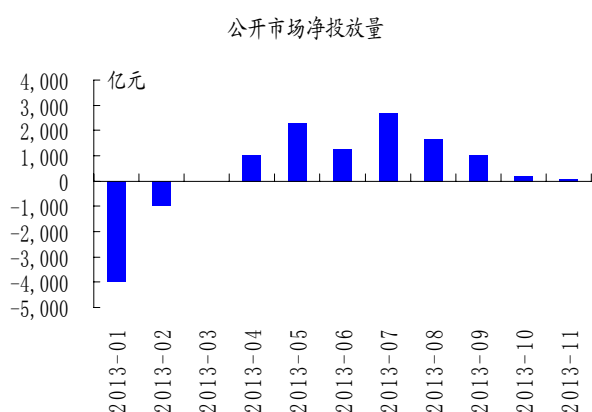
数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 50: 1 月份货币市场利率稳定下行



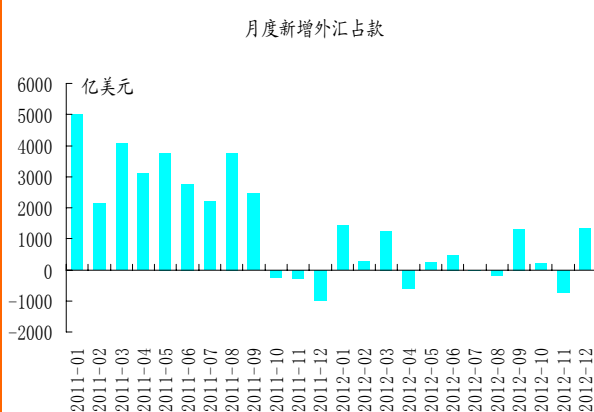
数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 51: 2013 年公开市场投放的压力减缓



数据来源: CEIC 中投证券研究所

图 52: 去年外汇占款急剧下降



数据来源: CEIC 中投证券研究所

表格 2: 2 月份主要经济事件

日期	政治事件及数据
2 月 1 日	美国非农就业数据
2 月 7 日	欧洲央行议息会议
2 月 8 日	中国 1 月贸易数据
2 月 8 日	中国 1 月物价数据
2 月 8 日-15 日	中国 1 月金融数据
2 月 21 日	美联储议息会议
2 月 24 日-25 日	意大利大选

数据来源: 中国人民银行 彭博 中投证券研究所

相关报告

报告日期	报告标题
2012-01-18	一季度固定资产投资料将回升-12月份经济运行点评
2012-01-11	无需过度担忧 CPI 短期反弹-12月份 CPI、PPI 简评
2012-01-10	货币条件宽松 经济延续回升-12月份金融运行点评
2012-12-04	消化泡沫 积蓄力量-2013年中国经济展望
2012-11-09	内需回升促经济短期回暖-10月份经济运行简评
2012-11-09	CPI 上行压力明显减弱 PPI 难持续回升-10月份 CPI、PPI 简评
2012-11-01	经济现“L”型底，四季度小幅回暖-11月国内宏观经济月报
2012-10-19	基建与出口回暖带动经济弱势回升——三季度经济运行简评
2012-10-15	社会融资持续高增长，经济或已见底-9月份金融运行点评(
2012-10-15	短期内 CPI 上行幅度有限-9月份 CPI、PPI 简评
2012-09-12	资金面趋向宽松，信贷或可持续-8月份金融运行点评
2012-09-10	经济低位震荡 投资或已见底-8月经济运行简评
2012-09-10	食品价格全面反弹，CPI 步入回升轨道-8月份 CPI、PPI 简评
2012-08-30	经济弱势回暖，通胀底部回升-9月国内宏观经济月报
2012-08-13	货币回升，经济仍有企稳可能-7月份金融运行点评
2012-08-10	CPI 将开始缓慢回升-7月 CPI、PPI 点评
2012-08-10	经济持续回落或倒逼政策加码 ——7月份经济运行点评
2012-08-09	美国大旱或推国内玉米大豆价格上涨
2012-07-26	国内宏观经济点评报告 - PMI 回升，经济筑底
2012-07-16	经济见底 基建投资如期加快-二季度经济运行点评
2012-07-13	信贷持续松动，实体需求有所回暖-6月金融运行简评
2012-07-10	通胀快速回落 三季度或 2%-6月 CPI、PPI 点评
2012-07-06	央行连降息确认政策 “保增长” -7月 5 日央行降息点评
2012-06-28	政策全面发力 经济有望企稳-2012 年下半年中国经济报告
2012-06-12	信贷超预期 经济回升可期-5月金融运行点评
2012-06-11	经济下滑再超政府容忍度-5月经济运行点评
2012-06-08	央行对称降息保增长 存款利率市场化破冰
2012-06-01	货币“量松价降” 基建加速回升-国内经济 6 月报
2012-05-24	政策保增长 经济有望软着陆-5.23 日国务院常务会议点评
2012-05-14	需求疲弱或倒逼政策加码 预计三季度减息
2012-05-14	经济现“衰退”风险 通胀下行确立
2012-05-09	欧债余波加快中国政策松动
2012-04-27	政策发力 经济触底 -二季度国内经济展望
2011-12-12	2012 年国内经济年度报告——经济及地方债风险倒逼政策转向

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

邢微微，中投证券研究所宏观经济分析师。中国人民大学经济学硕士，6 年证券从业经验，研究覆盖国内经济与宏观政策等
刘莉华，中投证券研究所宏观经济分析师，美国华盛顿大学经济学硕士，武汉大学金融学、数学学士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434