

证券研究报告

报告类型 / 宏观预测报告

通胀猛兽未“出笼”

——2013年2月份宏观数据预测

发布时间: 2013-3-4

报告摘要:

- 核心观点: (1)农产品涨幅有限, CPI 仅增 2.4%, PPI 则持平于-1.6%, 物价低于预期有助于降低通胀隐忧; (2)需求结构继续分化。新增项目放缓, 投资或降至 20.3%, 受汽车和家电拉动, 消费累计增长 15.5% 左右, 而出口受全球经济好转支撑, 但春节因素致增速回落至 13.3%, 进口增降至-2.8%; (3)受投资趋缓影响, 生产小幅回落, 1、2 工业增速累计增长 10.2%; (4)信贷或再次受管制, 但需求回升致新增信贷稳在 8000 亿左右, M1 和 M2 增回落至 12.8%和 15.1%; (5)短期仍将维持“弱复苏、低通胀”格局, 政策必将保持连续性, 控通胀非紧迫任务, 货币政策难以明显趋紧。
- 以往春节期间农产品大幅上涨, 而 2 月中上旬也是涨势凌厉, 但下旬则是明显回落。根据农业部和商务部的监测, 农产品价格环比仅增 1.6%和 0.7%, 加上酒类价格和餐饮消费下降, 食品价格将大幅低于预期。预计食品价格环比将上涨 0.2-0.6%。而非食品价格环比涨幅大约在-0.1-0 左右。2 月份的 CPI 环比将回落至 0.2-0.5%之间, 中值为 0.4%。CPI 同比在 2.3%-2.6%之间, 中值在 2.5%左右。
- 而经济温和复苏影响, 钢铁和有色价格升高, 加上油价上调影响, 2 月 PPI 环比将继续正增长。预计 PPI 环比增长 0.1%-0.3%。对应地, PPI 同比增-1.7%到-1.5%左右, 中值为下降 1.6%。
- 新增投资项目放缓, 投资稳中略降。发改委批复项目明显放缓, 投资将趋势平稳, 而非加速。根据历史经验, 我们预计投资降至 20.3%, 区间在 18.8%-22%。
- 投资虽趋稳, 但消费和出口却持续向好。1、2 月汽车和家电消费明显回暖, 受此拉动, 消费增长 15.5%。而全球经济见底回升对出口形成支撑, 但受春节因素影响, 出口和进口降至 13.3%和-2.8%。
- 信贷或再次受到管制, 但需求回暖, 居民和企业贷款将回归正常, 两者需求稳定信贷在 8000 亿左右, 区间在 7500-8500 亿。而受高翘尾因素支撑, M1 和 M2 虽回落但仍维持高位, 同比增 12.8%和 15.1%。
- 总体经济仍处于复苏, 并未持续过热之忧, 也非出现夭折, 而物价的低于预期增长有望打消短期对通胀的担忧。“弱复苏、低通胀”成为短期的组合, 因为政策必将保持连续性, 稳增长仍是基本, 但重在调结构, 而非控通胀。货币政策将总体保持流动性宽松, 难以明显趋紧。

证券分析师: 王国兵

执业证书编号: S0550511110002

(021)20361155 wanggb@nesc.cn

相关报告

《13年1月份宏观数据预测:通胀“释怀”外贸“迎春”》

2013-2-04

《12月宏观数据预测:物价大幅反弹而出口几无增长,数据短空》

2013-1-08

《11月份宏观数据预测:消费强劲,出口保持较高增速》

2012-12-04

《补库存周期尚早,稳政策仍需延续》

2012-11-01

《短周期回升的强化: PPI 环比转正、生产温和回升》

2012-10-31

表 1: 2013 年 2 月份宏观数据预测总览

指标	1 月份预测值	12 月份预测值	12 月份实际值	12 月预测误差
GDP 同比		不公布		
工业增加值累计同比	10.2	不公布		
CPI 同比	2.5	1.8	2.0	-0.2
PPI 同比	-1.6	-1.8	-1.6	-0.2
城镇固定资产投资同比	20.3	不公布		
社会消费品零售总额累计同比	15.5	不公布		
出口金额同比	13.3	18.5	25	-6.5
进口金额同比	-2.8	14.8	28.8	14
贸易顺差值 (亿美元)	-122	366	291	75
M1 同比	12.8	11.5	15.3	-3.8
M2 同比	15.1	14.2	15.9	-1.7
新增人民币贷款 (亿元)	8000	10500	10700	-200

数据来源: 东北证券。

1. 生产略有放缓, 但工业增速累计同比降至 10.2%左右

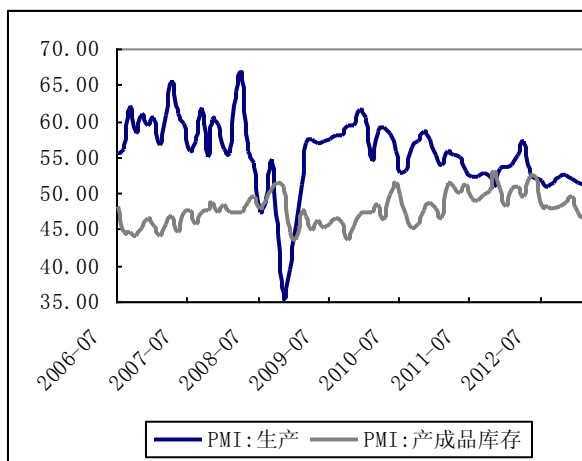
不管是从 PMI 数据还是如发电量等指标看, 2013 年 1、2 月的工业生产环比出现了一定的回落。1、2 月 PMI 指数为 50.4 和 50.1%, 比 12 月的 50.6%回落了 0.5 个点, 而 PMI 生产指数也从 12 月的 52%下降至 51.3%和 51.2%。

而根据电力生产, 这种减缓幅度并不大。1 月份 6 大发电集团的平均日均耗煤量为 67.1 万吨, 而 2 月已公布的数据平均日均耗煤量为 43 万吨, 1、2 月累计比 12 年的同期增 5.3%, 同比增速比 12 月的 5.5%略有放缓, 但基本平稳。

另外, 粗钢产量环比增长, 反映复苏仍在延续, 而同比增速却略有回落, 也反映生产有所趋缓。据国际钢铁协会 (worldsteel) 统计数据显示, 中国 2013 年 1 月份粗钢产量达到 5930 万吨, 同比提高了 4.6%, 而 2 月份上中旬粗钢产量累计约为 3980 万吨, 全月预计也在 5572 万吨左右, 1、2 月累计产量约为 11870 万吨, 相比 12 年 1、2 月累计增长 2.2%左右, 相比 12 月有所回落。

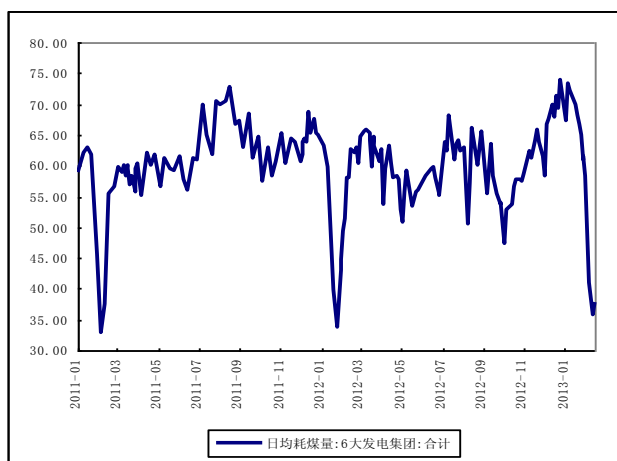
因此, 总体看, 生产略有回落, 但总体平稳。我们按照趋势外推方式, 测得 1、2 月累计增速约为 10.2%左右, 区间在 10.1-10.7%之间。

图 1: 1、2 月 PMI 生产指数回落



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 1、2 月发电企业耗煤量同比增速略有回落



数据来源: 东北证券, Wind

2. 新项目释放趋缓，投资仍将稳中有降，增长 20.3%

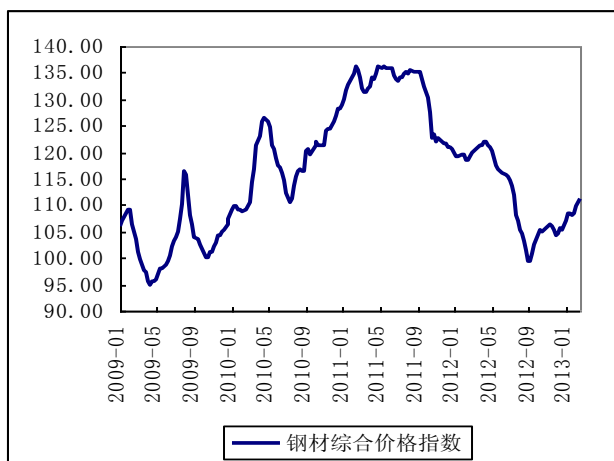
从发改委的批复项目看，1-2 月新批准的投资项目仅有陕西省临潼（靳家）至西安高速公路改扩建工程、山东日照岚山港区日照—仪征原油管道配套码头扩建工程，河北唐山港京唐港区 36 号至 40 号煤炭泊位工程等三个大项目。批复项目明显减少，这可能导致新开工项目增幅放缓，进而导致投资完成额放缓。

而从建材看，水泥价格稳中有落，东部的广州、上海、杭州和南京等地以及中部的武汉地区的水泥价格都出现了回落，仅西安、成都等西部地区保持稳定。但螺纹钢价格在 1、2 月总体出现了回升。而根据水泥价格最先反映本轮投资的回升，当前水泥价格的平稳、甚至略有回落预示投资在有所放缓。

根据以往历史数据，1、2 月累计投资额环比上一年的当月投资额都出现了明显下降，12 年为 34%，13 年考虑到去年下半年开工增加，该降幅有所收敛，但幅度不会明显，取提升 1、2、3 个百分点，1、2 月累计同比分别为 18.8%、20.3%和 22%。

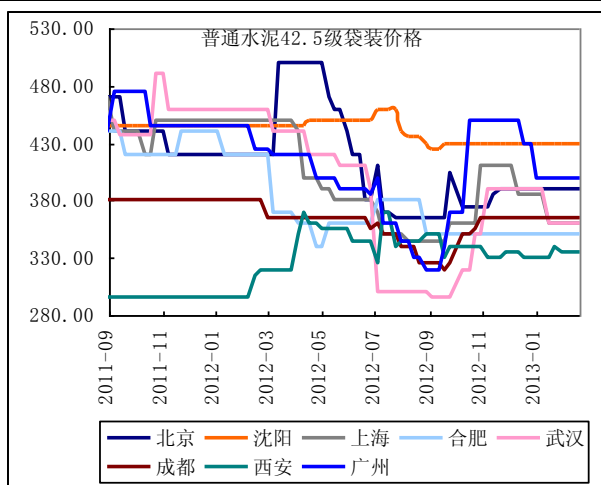
基于稳中略降的趋势判断，我们认为 1、2 月的投资增速或将降至 20.3%左右。

图 3: 1、2 月钢材价格回升



数据来源：东北证券，Wind

图 4: 1、2 月水泥价格稳中趋降



数据来源：东北证券，Wind

3. 受汽车和家电销售推动，消费增速将攀升至 15.5%

虽然商务部公布的 2013 年春节黄金周期间，全国重点餐饮零售企业实现销售额 5390 亿元，同比增长 14.7%，增速比 2012 年春节略降 1.5 个百分点。但我们认为这或许受到消费模式的影响，并不能很好反映这个消费。1、2 月汽车和家电等出现了回升。

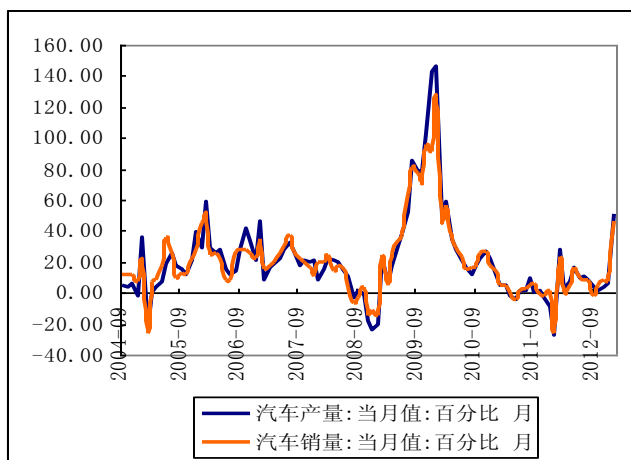
1 月我国汽车月销售量高达 203.4 万台，创历史新高，虽然受到节前高消费影响，2 月份出现了回落。但根据全国乘联会发布数据显示，截止到 2013 年 2 月前三周，我国汽车销量日均 2.62 万台，但 1 月份为 4.33 万台，1、2 月平均日均销量为 3.5 万台，仍好于 2012 年同期的 2.8 万台。汽车销量总体呈明显回升。

与此同时，家电消费也出现了较快增长。根据媒体报道，国美 2013 年初到 2 月 17 日整体销售同比提升预估超过 30%，其中，彩电、空调、冰箱、洗衣机等各大品类同比提升近 60%，厨卫产品同比增长超 30%。显然，12 年下半年房地产销售的快速增长对家电消费形成了支撑。

我们认为汽车消费或将回升 0.5-3 个点，相应地拉动消费回升 0.14-0.8 个点，在基本综合考虑必需品和家电的等基本中和，未发生明显增减情况下，1、2 月消费将

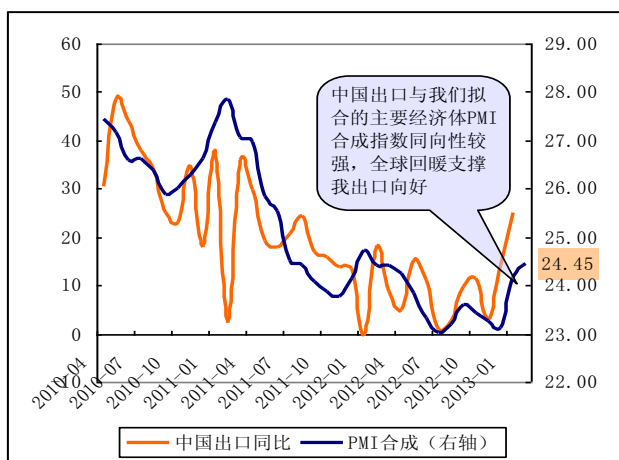
提高至 15.3%-16%，中值在 15.5%左右。

图 5: 1 月份汽车销量大幅增长



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 2 月主要经济体 PMI 合成升至 24.45%



数据来源: 东北证券, Wind

4. 受春节因素影响, 预计出、进口增速回落至 13.3%和-2.8%

1 月份出口和进口分别增长 25.03%和 28.8%，一方面受到全球经济好转的刺激，另一方面在于节前完成出口的推动。

而 PMI 反映全球经济 2 月份全球经济继续向好，欧美日的制造业 PMI 分别提高至 54.2%、48.5%和 47.9%，而巴、印、俄等新兴经济体仍维持扩张，我们拟合的主要经济体的 PMI 合成指数升至 24.45%，表示我国出口外部环境仍在继续好转。因此，出口总体将维持向好趋势。

但受到春节因素影响，2 月份环比将出口明显回落，且受到 1 月高基数影响，我们认为 2013 年 2 月的出口环比降幅可能高于去年同期，预计在 25-30%左右，而进口则降下降 2-10%左右，对应的出口将增长 11-19%左右，进口将在-4%到 3%作于，预计增速在 13.3%和-2.8%左右。

5.农产品价格大起大落，食品价格涨幅有限，CPI 涨 2.5%，而

经济复苏继续推 PPI 环比转正，同比为 -1.6%

2 月农产品价格出现了大起大落的情况。根据农业部的监测，2 月份农产品价格环比上涨仅 1.6%，比 1 月下降近 5 个百分点，据农业部的数据推算食品价格环比涨 0.8%左右。而商务部检测数据虽然上涨但略低于农业部监测的涨幅。我们自己推算的商务部食用农产品价格指数周环比均值在 166.8%左右，比 1 月份的 165.6%涨 0.7%，涨幅比 12 月份下降 1 个百分点。同时我们观察到主要高档白酒稳中略降。因此，2 月份食品价格对 CPI 上涨的推动作用将明显减少。

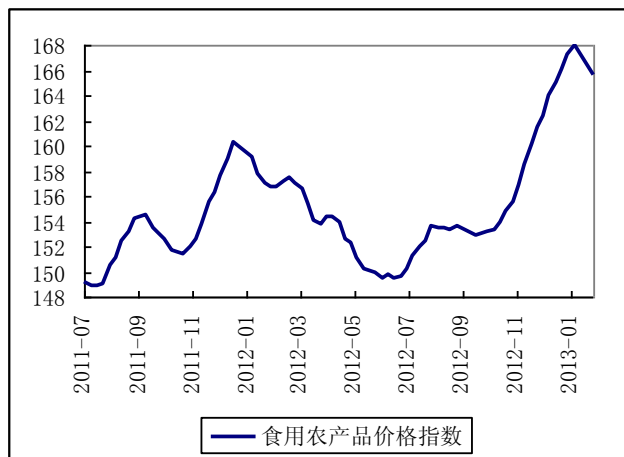
另外，2 月份的翘尾因素因素也只有 1%，仅比 1 月份的 0.9%提高了 0.1 个点，对 CPI 的推动也有限。根据农产品、酒类价格和食品价格的关系，我们测得食品价格环比将上涨 0.2-0.6%。而非食品价格环比涨幅取历史均值，大约在-0.1-0 左右。

因此，2 月份的 CPI 环比将降至 0.2-0.5%之间，中值为 0.3%。对应的，CPI 同比在 2.3%-2.6%之间，中值在 2.5%左右。

而经济平稳复苏，主要大宗商品和原材料的产品价格总体回升。其中，钢铁价格指数环比上涨 1.67%，有色上涨 0.4%，而 2 月 25 日油价也上调了 3.5%左右。在

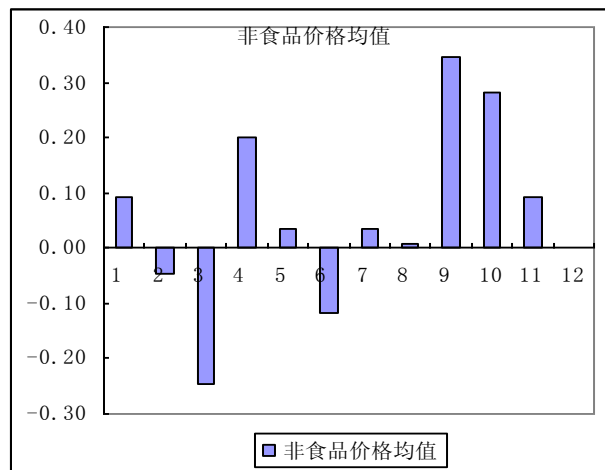
这些因素推动下，2月PPI环比将继续正增长。我们拟合的PPI环比为0.27%，根据以往经验数据，2月份PPI环比将在0.1%-0.3%。对应地，PPI同比在-1.7%到-1.5%，中值为下降1.6%。

图 7：商务部监测的 2 月农产品价格先涨后跌



数据来源：东北证券，Wind

图 8：2 月份非食品价格环比一般都回落



数据来源：东北证券，Wind

表 2：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		
2 月	-0.63	1.67	3.50	0.00	0.38	0.27	
1 月	-0.05	2.86	-0.30	-1.73	1.00	0.17	0.24
12 月	0.10	-0.97	0.00	-2.54	1.40	-0.09	-0.1
11 月	-0.30	0.80	-3.00	-2.00	-3.00	-0.26	-0.1
10 月	0.42	4.70	-0.10	1.40	-0.62	0.35	0.2
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

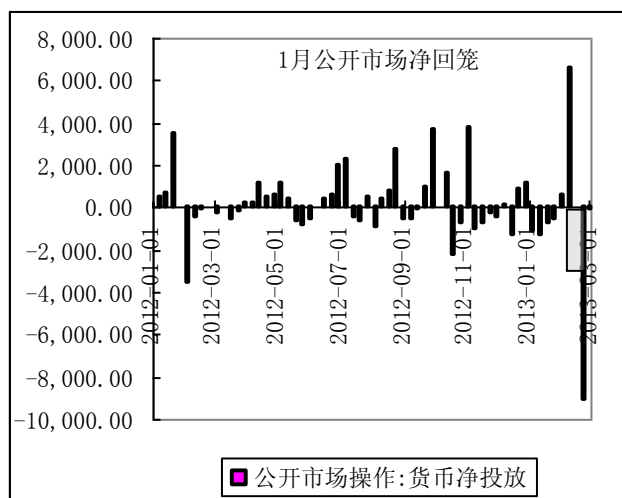
数据来源：东北证券，Wind

6. 新增信贷 8000 亿，M1 和 M2 降至 12.8 和 15.1%

据媒体报道，截至 2 月 17 日，工、农、中、建四大行新增贷款高达 2500 亿元，超过去年 2 月全月 1800 亿元的水准，而后虽然明显放缓，但预计四大行的增贷增长 3000-4000 亿仍是大概率，若以四大行占比 41-43% 的平滑数据，2 月份信贷可能在 8100-8500 左右。而从贷款主体看，居民贷款受到住房信贷的高增长预计有望增加 2500 亿以上，而企业贷款则可能在 5000 亿以上，因此，2 月份信贷应该在 7500 亿以上，我们预计在 8000 亿左右。

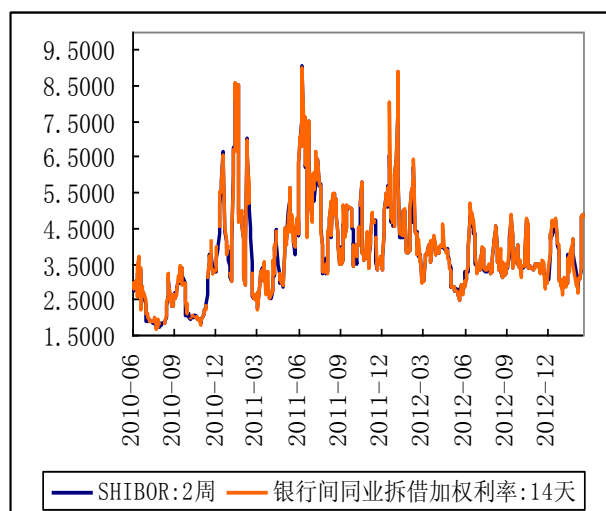
而从货币供应看，2 月中上旬相对宽松，市场利率抑制下行并处于低位，而到下旬，央行加大了公开市场操作，资金回笼明显，导致利率回升。但总体看，我们认为货币供应仍相对宽松。考虑到 1 月份 M1 和 M2 接近与历史均值，2 月份也只是平稳操作，我们取历史均值推算 M1 和 M2 的增速在 12.8% 和 15.1%

图 9: 2月下旬公开市场大幅度净回笼资金



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 2月后期利率回升, 反映资金相应趋紧



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