

宋宇
yu.song@gs.com

乔虹
helen.qiao@gs.com

852-2978-1941

张胤对本报告亦有贡献

12月份数据前瞻: 实体增长放缓, 通胀回落, 货币及信贷供应收紧

各政府部门将从1月10日(具体时间见图表1)开始公布2010年12月份经济数据。我们对这些数据的预测及观点如下:

四季度实体经济增长保持强劲, 但12月份可能有所放缓

- 我们预计四季度GDP季调后季环比折年增幅将从第三季度的10.7%升至11.8%, GDP同比增速将从第三季度的9.6%放缓至9.5%。
。2010年全年GDP增幅有望达到10.2%, 略高于我们预测的10.1%。
- 工业增加值: 我们预计
12月份工业增加值同比增幅将从11月份的13.3%降至12.8%, 季调后月环比折年增幅从11月的18.7%
降至17.8%。此前公布的官方采购经理人指数和Markit/汇丰采购经理人指数均显示12月份制造业增速有所放缓。需要注意的是, 尽管亚运会和残亚会期间珠三角部分地区限产令于12月20日到期, 但总体工业活动增长仍然放缓, 这表明可能有强劲的紧缩因素在起作用, 包括12月份中下旬信贷控制更严格、贷存比考核等年末监管要求、存款准备金率多次上调、外汇流入控制以及财政开支增速可能低于以往水平(后两项尚待数据证实)。
- 固定资产投资: 我们预计2010年全年固定资产投资同比增速将放缓至24.7%, 12月份同比增幅降至10月份约23%的水平, 也低于11月份的29.1%。除了受上述紧缩因素影响之外, 12月份固定资产投资增长通常也呈季节性下行趋势。
- 零售额: 我们预计12月份社会消费品零售额同比增幅18.6%, 基本持平于11月份的18.7%。在零售价格走低的背景下, 这意味着实际零售增长有所反弹。不过, 我们认为这一数据序列不能真实反映居民消费的根本增长势头, 而居民消费可能一直稳定地处于较高水平。
- 贸易: 采购经理人指数中的新出口订单成分指数和我们的专有高盛全球领先指标近几个月来均有所改善, 表明外需反弹。不过, 与这种逐步改善形成对比的是, 过去几个月来中国出口环比增长剧升, 10月和11月折年月环比增幅分别为74.5%和108.5%, 这在一定程度受到人民币贸易加权汇率贬值(11月之后趋势逆转)的推动。我们预计12月份出口增长将实现正常化, 月环比增幅为9.0%, 同比增幅从11月份的34.9%回落至20.0%。与此同时, 由于出口增长放

缓而国内推行紧缩政策，我们预计进口增长可能也将有所下降，但进口大宗商品价格的走高可能使其放缓程度跟出口相比相对较小。我们预计12月份进口季调后折年月环比增幅为13.4%，显著低于10月份的139.3%和11月份的123.3%，同比增幅将从11月份的37.7%降至23.5%。12月份净出口可能在180亿美元左右，低于11月份的229亿美元。

CPI和PPI通胀率可能双双回落

- 12月份CPI同比增幅可能从11月份的5.1%降至4.2%，季调后月环比折年增幅从11月份的15.4%大幅降至0.7%左右。食品价格的回稳推动CPI食品成分指数同比下降约3个百分点，从11.7%降至8.7%，而非食品价格增幅可能比较稳定。
- 最近公布的PMI数据（特别是购进价格成分指数，请注意该指数不直接纳入PPI计算，只是一个参考变量）显示12月份上游大宗商品月均价格也有所回落。我们预计12月份PPI季调后月环比折年增幅将从11月份的18.1%降至12%左右，PPI同比增幅将从11月份的6.1%降至4.6%。

货币和信贷增长可能放缓

- 我们预计12月份发放的人民币贷款约为4,000亿元，同比增幅从11月份的19.8%降至19.7%。季调后月环比折年增幅约为5.8%，显著低于11月份的25.0%。
- 同时，我们预计12月份M2同比增速可能从11月份的19.5%降至19.1%。季调后月环比折年增幅将从11月份的21.9%降至7.8%。除了信贷增长收紧外，外管局加强外汇管制可能导致外汇占款减少，而且财政存款变化可能也低于以往水平。

这些变化是积极的，但可能也是暂时的

- 在经济过热的环境下，实体经济、通胀和信贷增长的放缓无疑是积极的变化。但是，由于这些变化是诸多因素综合作用的结果，包括一些临时性因素，因此其影响可能也是暂时的。具体而言，随着年末效应（贷存比考核等）消失，各银行年初再次集中放贷，“十一五”结束后限产措施力度降低，以及短期内天气条件变差，1月份开始经济数据可能再度呈现出实体经济强劲增长、通胀反弹、流动性充裕的局面。如果确实如此，我们可以预期会有更多紧缩措施出台。虽然不确定性仍很高，在短期内尤为如此，但我们认为我们对2011年的增长和通胀预测（分别为10.0%和4.3%）面临的上行和下行风险大致均衡。

图表1：我们对即将发布的数据的预测

	2010				2009				2008				2007		
GDP (1月20日)	4Q	3Q	2Q	1Q	4Q	3Q	2Q	1Q	4Q	3Q	2Q	1Q	4Q	3Q	2Q
同比	9.5	9.6	10.3	11.9	11.3	9.6	8.1	6.5	7.6	9.7	10.8	11.3	12.1	13.4	13.8
季环比 (经季节调整, 折年)	11.8	10.7	7.0	9.9	11.5	12.5	13.7	8.1	3.5	6.9	9.4	10.2	10.6	12.2	13.8
	12月	11月	10月	9月	8月	7月	2010 6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	2009 11月	10月
活动指标															
名义零售额 (1月20日)															
同比	18.6	18.7	18.6	18.8	18.4	17.9	18.3	18.7	18.5	18.0	22.1	15.2	17.5	15.8	16.2
季环比 (经季节调整, 折年)	19.3	20.1	20.7	19.7	20.6	20.1	21.4	18.1	17.8	14.4	15.9	15.6	17.7	18.4	19.4
月环比 (经季节调整, 折年)	18.1	15.5	20.9	19.3	24.0	17.9	19.0	18.9	31.5	7.0	30.8	3.3	21.5	12.7	18.7
工业增加值 (1月20日)															
同比	12.8	13.3	13.1	13.3	13.9	13.4	13.7	16.5	17.8	18.1	20.7	20.7	18.5	19.2	16.1
季环比 (经季节调整, 折年)	17.4	15.5	12.4	8.3	5.4	5.2	7.7	13.0	17.3	19.8	19.8	19.5	19.1	16.9	16.1
月环比 (经季节调整, 折年)	17.8	18.7	17.7	16.1	16.4	4.6	4.6	4.3	1.3	18.1	18.4	22.0	20.5	16.1	22.1
固定资产投资 (1月20日)															
年初至今	24.7	24.9	24.4	24.5	24.8	24.9	25.5	25.9	26.1	26.4	26.6	26.6	30.5	32.1	33.1
同比	23.0	29.1	23.6	22.8	24.2	22.3	24.6	25.4	25.5	26.3	26.6	26.6	24.1	24.3	31.6
季环比 (经季节调整, 折年)	12.4	14.4	15.9	17.9	21.8	27.9	35.1	40.1	39.4	32.3	22.2	13.9	10.1	10.4	13.7
月环比 (经季节调整, 折年)	6.2	10.1	13.0	15.4	16.1	15.8	20.0	27.0	36.3	45.4	45.6	35.9	20.2	9.6	7.0
出口 (1月10日)															
同比	20.0	34.9	22.9	25.1	34.3	38.0	43.9	48.4	30.4	24.2	45.6	21.0	17.7	-1.2	-13.9
季环比 (经季节调整, 折年)	36.3	8.8	-13.7	-6.3	20.4	51.0	34.8	10.5	18.0	44.8	83.2	74.9	64.5	51.3	36.3
月环比 (经季节调整, 折年)	9.0	108.5	74.5	-8.6	-23.9	-25.9	-24.7	379.8	40.1	-55.0	45.6	24.7	236.4	39.9	37.8
进口 (1月10日)															
同比	23.5	37.7	25.4	24.2	35.2	22.8	33.9	48.3	49.9	66.3	44.9	85.9	55.9	26.8	-6.4
季环比 (经季节调整, 折年)	77.1	51.5	23.8	-6.1	-16.4	-14.3	-2.7	17.7	40.0	68.7	87.7	89.0	71.7	56.5	43.6
月环比 (经季节调整, 折年)	13.4	123.3	139.3	-0.7	123.4	-35.7	-37.3	8.3	-26.0	39.9	34.0	49.8	175.4	80.8	41.7
贸易余额 (1月10日)															
(十亿美元)	18.1	22.9	27.1	16.8	20.0	28.6	20.2	19.5	1.4	-7.4	7.4	14.0	18.4	19.0	23.8
物价指标															
居民消费价格指数 (1月20日)															
同比	4.2	5.1	4.4	3.6	3.5	3.3	2.9	3.1	2.8	2.4	2.7	1.5	1.9	0.6	-0.5
季环比 (经季节调整, 折年)	9.0	7.7	5.1	3.5	2.6	2.8	3.3	2.5	2.5	2.6	4.6	4.8	4.6	3.2	2.2
月环比 (经季节调整, 折年)	0.7	15.4	11.3	5.6	5.3	4.1	-0.7	4.2	4.3	1.9	5.0	-5.4	11.5	6.4	2.0
工业品出厂价格指数 (1月20日)															
同比	4.6	6.1	5.0	4.3	4.3	4.8	6.4	7.1	6.8	5.9	5.4	4.3	1.7	-2.1	-5.9
季环比 (经季节调整, 折年)	12.1	5.8	-1.3	-5.8	-5.1	-1.8	2.0	4.8	9.7	13.9	16.1	12.5	8.8	5.9	4.7
月环比 (经季节调整, 折年)	11.7	18.1	16.8	7.1	-2.0	-12.8	-7.5	0.3	5.5	0.9	7.2	15.4	31.1	5.9	6.5
金融指标															
M2 (1月10-15日)															
同比	19.1	19.5	19.3	19.0	19.2	17.6	18.5	21.0	21.5	22.5	25.5	26.1	27.7	29.7	29.5
季环比 (经季节调整, 折年)	14.7	18.0	20.9	17.5	16.0	11.5	16.0	19.8	24.6	28.7	24.4	20.6	14.3	16.8	14.2
月环比 (经季节调整, 折年)	7.8	21.9	14.8	17.4	31.3	5.3	12.8	16.7	18.5	24.2	31.4	30.7	12.3	19.5	11.4
人民币贷款 (1月10-15日)															
同比	19.7	19.8	19.3	18.5	18.6	18.4	18.2	21.5	22.0	21.8	27.2	29.3	31.7	33.8	34.2
季环比 (经季节调整, 折年)	20.4	22.8	23.7	17.7	17.5	15.6	16.2	14.8	16.5	24.7	24.3	21.5	15.9	17.8	20.2
月环比 (经季节调整, 折年)	5.8	25.0	31.8	12.4	27.6	13.7	11.9	21.5	15.2	8.1	27.0	41.1	7.2	18.5	22.4

注：2010年四季度数据是我们的预测。

数据公布日期只是暂定，有可能出现调整。

资料来源：CEIC、高盛全球经济、商品和策略研究

全球产品：分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户并根据某些合同安排制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的股票研究，以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。

本研究报告在澳大利亚由 Goldman Sachs & Partners Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897) 代表高盛分发；股票及其他研究在加拿大由高盛集团分发；在香港由高盛（亚洲）有限责任公司分发；在印度由高盛（印度）证券私人有限公司分发；在日本由高盛证券株式会社分发；在韩国由高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司分发；在新西兰由 Goldman Sachs & Partners New Zealand Limited 代表高盛分发；在俄罗斯由高盛 OOO 分发；在新加坡由高盛（新加坡）私人公司（公司号：198602165W）分发；在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国和欧盟分发。

欧盟：高盛国际（由英国金融服务局监管）已批准本研究报告在英国和欧盟分发；高盛集团德国公司（由联邦金融监管局监管）可能也会在德国分发。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。高盛全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。高盛是美国证券投资者保护基金组织 (SIPC) 的成员 (<http://www.sipc.org>)。

我们的销售人员、交易员和其他专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门，自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

我们以及我们的关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票和信贷分析师，将不时地对本研究报告中所涉及公司的证券或其衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高盛销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/publications/risks/riskchap1.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。有关个股的所有研究报告，请联络您的销售代表或登陆 <http://360.gs.com>。

披露信息可以查阅 <http://www.gs.com/research/hedge.html> 或向研究合规部索取，地址是 200 West Street, New York NY 10282

© 版权所有 2011 年 高盛集团公司

未经高盛集团公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。

高华证券信息披露

本报告在中国由高华证券分发。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师，将不时地对本研究报告中所涉及公司的证券或其衍生工具（包括期权和认股权证）持有多头或空头头寸、担任上述证券或衍生工具的交易对手、或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

© 版权所有 2011 年 北京高华证券有限责任公司

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。