

首席宏观研究顾问：苏剑 教授

宏观分析师：林明

执业证书编号：S1220514060010

电话：010-68584875

邮件：linming@foundersec.com

宏观分析师：王坤

执业证书编号：S1220513080001

电话：010-68584861

邮件：wangkun1@foundersec.com

宏观分析师：郑小霞

执业证书编号：S1220512080002

电话：010-68584833

邮件：zhengxiaoxia0@foundersec.com

合作单位：北京大学经济研究所

合作单位主要参与者：蔡含篇、戴家武、李波

请务必阅读最后特别声明与免责条款

\*方正宏观12月经济数据预测结果\*

	2013年度	2014-08	2014-09	2014-10	2014-11	12月预测值
<b>经济增长</b>						
GDP当季同比	7.7	-	7.3	-	-	7.3
工业增加值同比	9.7	6.9	8.0	7.7	7.2	7.4
固定资产投资累计同比	19.6	16.5	16.1	15.9	15.8	15.7
出口同比	7.9	9.4	15.3	11.6	4.7	4.1
进口同比	7.3	-2.4	7.0	4.6	-6.7	-9.4
贸易差额(亿美元)	216.5(月均值)	498.3	309.4	454.0	544.7	508.0
社会消费品零售总额同比	13.1	11.9	11.6	11.5	11.7	11.6
<b>通货膨胀</b>						
CPI同比	2.6	2.0	1.6	1.6	1.4	1.5
PPI同比	-1.9	-1.2	-1.8	-2.2	-2.7	-3.1
<b>货币信贷、利率汇率</b>						
社会融资总量同比	20.4	16.9	16.4	16.1	15.8	16.2
新增人民币贷款(亿元)	7409(月均值)	7025.0	8572.0	5483.0	8527.0	6224.3
人民币贷款余额同比	14.1	13.3	13.2	13.2	13.4	13.1
M2同比	13.6	12.8	12.9	12.6	12.3	12.6
M1同比	9.3	5.7	4.8	3.2	3.2	3.1
人民币名义汇率指数同比	5.9	-0.1	2.4	5.0	6.4	6.2
6个月国债到期收益率	3.3	3.8	3.8	3.6	3.2	3.0

- **经济增长：预计今年第四季度 GDP 同比增长 7.3%，其中 12 月份工业增加值同比增长 7.4%；全国固定资产投资累计同比增长 15.7%；社会消费品零售总额同比增长 11.6%（真实 11.0%）；出口金额同比增长 4.1%，进口金额同比下降 9.4%，贸易顺差 508 亿美元。**

我们预计 12 月规模以上工业增加值同比增速略好于 11 月份，但仍匍匐在低位。一方面，11 月工业同比增速较大幅度的下跌和 APEC 期间北京周边省份部分工业停产有关，相对来说 12 月份则不存在此临时因素；另一方面，自 8 月以来工业增加值同比增速在 7.4% 上下波动，远低于前 8 个月 8.9% 的平均同比增速，这主要是由于工业企业仍然没有走出产能过剩、主动去库存的阶段。在一正一负的双重因素下，我们预计 12 月份工业同比增速或将高于 11 月份的同时，继续低位波动在 7.4% 上下。另外，从高频数据 6 大发电集团的日均耗煤量也可以进一步佐证工业增加值同比增速下滑。

从经济需求来看，预计 12 月投资需求将顺延 11 月滴流态势，首先随着民间投资渠道的拓宽，民间投资状况已有改善的迹象；其次，制造业、房地产投资仍然是拉低固定资产投资增速的主要因素，虽然住建部提出加大民生性住房的投资力度，但长期规划当月不会明显见效，另外从房地产的高库存来看保障性住房的大手笔也难以简单化解房地产投资下滑之围；再次，基建投资受政府调控的影响较大，在以调结构、稳就业为主要标下，基建投资增速即便小幅上涨也难以对冲制造业和房地产投资下滑带来的负面影响。消费需求方面，双十二、圣诞节受电销热的带动将提高消费需求，负面影响是，汽车、石油及制品的同比增速处于历史低位。外贸方面，预计仍然是衰退式贸易顺差，出口订单需求有所走弱，出口增速或有小幅下行，进口方面，从内需、人民币汇率、大宗商品价格等走势来看，进口降幅存在进一步扩大风险，贸易顺差或仍处较高水平。

- **通货膨胀：预计 12 月 CPI 环比上涨 0.4%，同比上涨 1.5%；PPI 环比下降 0.4%，同比下降 3.1%。**

预计 12 月 CPI 仍处低位，短期通缩预期较强烈，但我们认为 CPI 发生真实通缩的概率还不小，不过 PPI 的通缩压力存在进一步加剧风险。

预计 12 月 CPI 食品部分环比增长 1.2%，主要受鲜菜价格出现明显上行的支撑，另外鲜果价格也出现了一定程度的上涨，相对来说，猪肉价格仍偏低迷，生猪产能仍处出清状态，进一步确定明年猪肉价格总体上行的趋势。预计非食品价格环比零增长，依旧受原油价格低迷的影响，目前原油价格已经处于较低位置，进一步下行空间或将有限，另外受经济需求持续走弱影响，服务价格也出现一定疲态，一定程度拖累核心通胀水平，不过根据我们估算，目前核心通胀水平在历史上仍不算很低，这轮 CPI 的低迷主要还是输入性冲击以及食品价格周期低点叠加所致。

工业品价格方面,我们预计 12 月 PPI 环比降幅进一步扩大至 0.4%,导致其同比降幅扩大至 3.1%。主要还是生产资料价格下行导致,中上游工业品价格是主要拖累。根据我们的跟踪,上游采掘业产品的价格下行压力或有进一步加大,虽然煤炭价格季节性因素所致有所上涨,但原油与铁矿石的下行幅度均有进一步加大;中游钢材、有色等原材料价格亦均有所下降,包括一些主要化工原材料价格降幅均有所扩大。另外,根据汇丰 PMI 的价格分项指数来看,亦存在进一步下行压力,整体来看,工业品通缩压力处于持续发酵当中。

- **货币增长: 央行货币调控政策的宽松倾向不变, 预计 12 月 M1 同比增长 3.1%, M2 同比增长 12.6%, 社会融资余额同比增长 16.2%, 当月社会融资规模 18601 亿元。人民币贷款余额同比增长 13.5%, 当月比上月新增贷款 6224.3 亿元。**

主要是受制于内需增长乏力,近期中国经济增长走势整体减速不改。所以,中国的宏观调控政策的宽松走势继续得到执行,特别是最近 11 月份降息政策出台。由此,市场预期已经普遍增加了近期同时降准的可能性。

两者的综合效果是,就货币金融这个方面而言,有关的各个货币数量指标,包括我们监测的有关货币金融指标 M2,社会融资总量和人民币贷款,似乎都是正在摆脱近期走势乏力的困境,开始出现加速增长的迹象。就货币信贷各个数量指标而言,广义货币供给量 M2 将摆脱近期法力的走势,增速有所增长,但狭义货币供给量增速略显乏力,这与当前消费与投资支出相对比较低迷有关。直接融资规模的加速扩张,将推动社会融资总量快速增长,“降息”促进信贷扩张,人民币贷款增速也将有可能继续上升。

但是,由于实体经济增长乏力,表现在有关数据上,我们看到各种数据之间表现出相互推搡的步调。特别是在人民币贷款上,我们预计更可能是非常温和的增长。

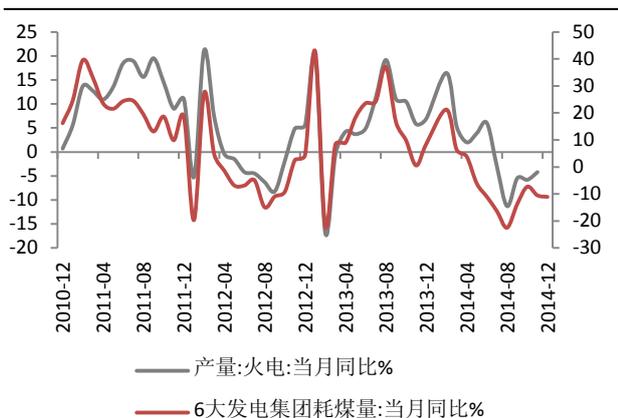
- **利率: 略显宽松的货币政策下, 基础货币投放扩张, 货币市场流动性充足, 我们预计, 短期(6 个月)国债收益率(到期收益率)将继续保持在低位, 12 月份该利率水平将略低于 11 月份。**

今年第三季度开始,无风险利率(以短期 6 个月的国债到期收益率为测量标准)逐步进入下行轨道。在 9 月份实现局部最高水平之后,开始逐步小幅度下行。在略显宽松货币政策的主基调下,货币市场流动性供给充足,将短期利率水平继续保持低位。我们预计,12 月份短期利率(6 个月国债到期收益率)水平将继续小幅下降,月平均利率水平将维持在 3.0%左右,见图 11。

- **汇率: 美元汇率走强支撑人民币有效汇率继续升值, 预计人民币名义有效汇率在近期 12 月份继续维持原来的同比升值的状态, 只是升值速度开始逐步趋于稳定。**

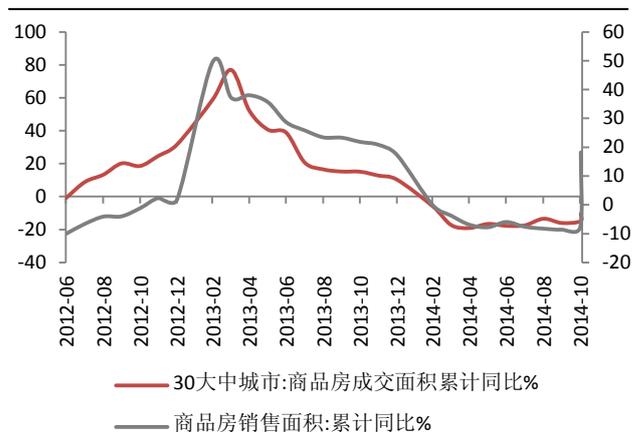
人民币有效汇率走势与美元汇率走势密切相关。随着美国经济预期看好、国内经常账户顺差继续缩减，人民币兑美元汇率继续走高，人民币贬值的压力增强。同时，美元有效汇率指数上升将继续推动人民币对其他非美元货币汇率升值。综合两方面的力量，我们预计，人民币名义有效汇率将继续维持升值状态，但升值速度开始逐步趋于稳定，见图 12。从中期考虑，预计明年 1 季度开始，人民币升值速度将逐步放缓。

图 1：12 月 6 大发电集团耗煤量增速继续下滑



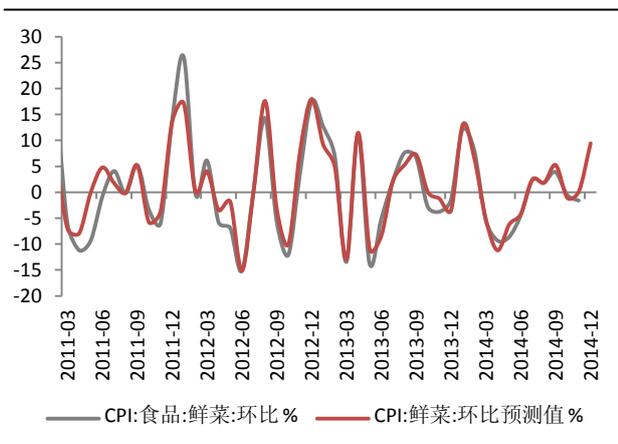
数据来源: wind, 方正证券研究所

图 2：12 月商品房交易低位小幅改善，但仍处低迷



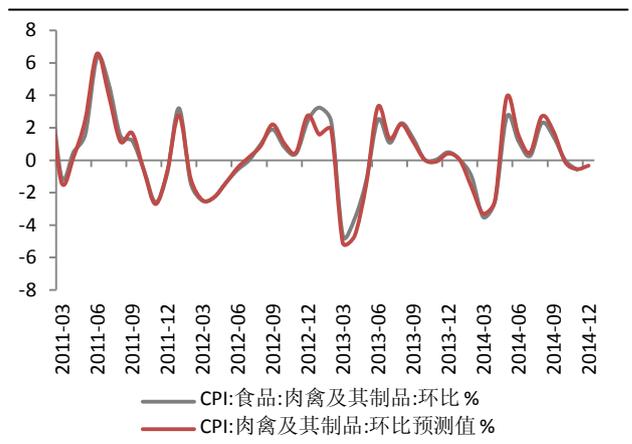
数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 3：12 月鲜菜价格环比上涨



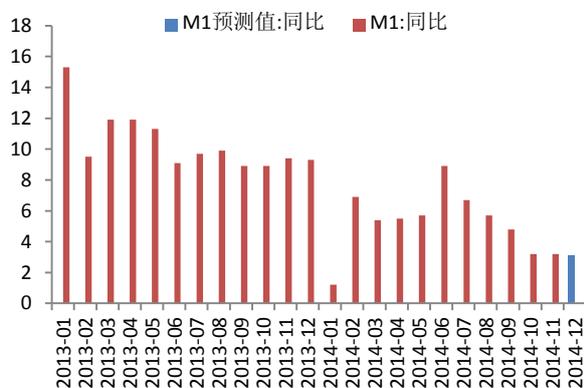
数据来源: wind, 方正证券研究所

图 4：12 月肉禽价格仍处小幅负增长



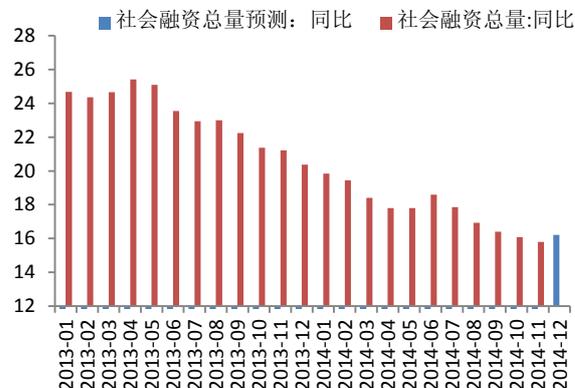
数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 5：预计 12 月 M1 同比增速继续下滑



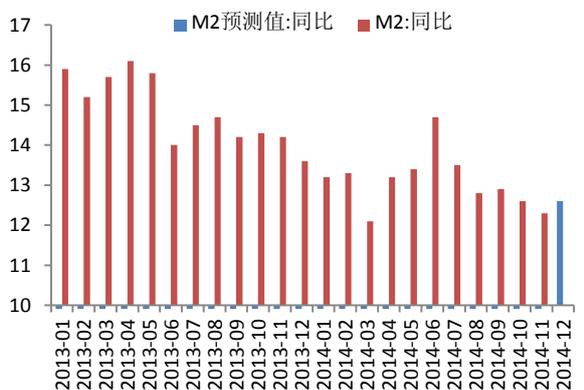
数据来源: wind, 方正证券研究所

图 6：预计 12 月社会融资总量同比增速略有回升



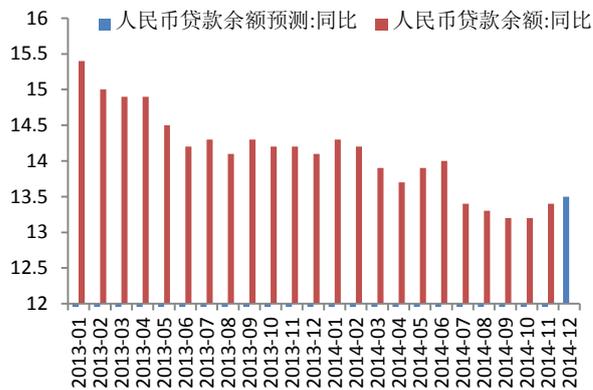
数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 7：预计 12 月 M2 同比增速略显宽松



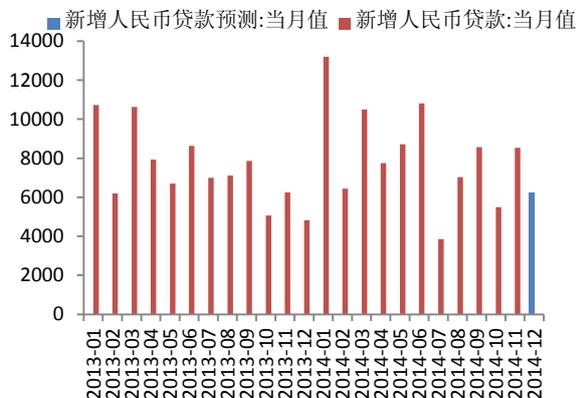
数据来源: wind, 方正证券研究所

图 8：预计 12 月人民币贷款余额同比增速继续小幅增长



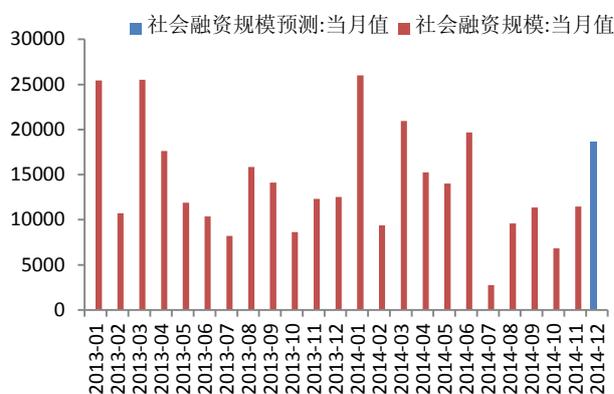
数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 9：预计 12 月新增人民币贷款符合预期



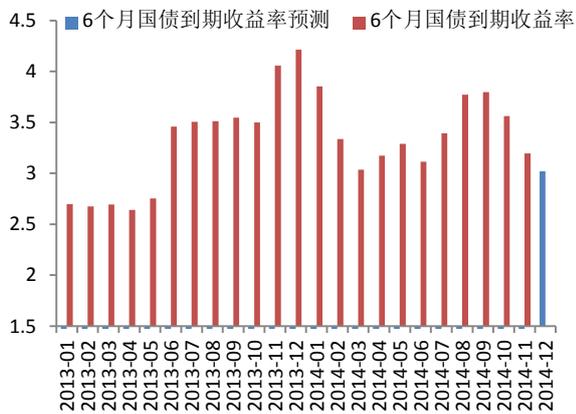
数据来源: wind, 方正证券研究所

图 10：预计 12 月社会融资规模继续扩张



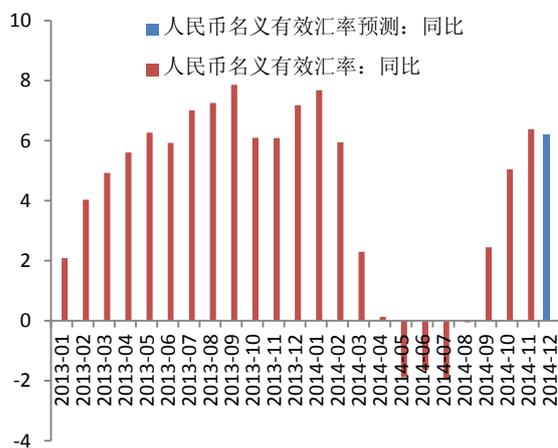
数据来源: Wind, 方正证券研究所

图 11：预计 12 月短期国债到期收益率继续下行



数据来源: wind, 方正证券研究所

图 12：预计 12 月人民币名义有效汇率同比升值幅度减缓



数据来源: Wind, 方正证券研究所

## 【方正宏观】简介：

方正证券研究所宏观研究团队（简称【方正宏观】）由北京大学经济研究所与方正证券研究所共同打造。

北京大学经济研究所 1985 年成立。依托北京大学，重点研究领域包括经济学理论、中国经济改革实践、转轨经济理论和实践前沿课题、政治经济学、西方经济学教学研究等。所长为北京大学党委书记、常务副校长刘伟教授，北京大学经济学院苏剑教授担任常务副所长。

方正证券研究所作为卖方研究的新锐，朝着国内一流卖方研究的标准，搭建一个体系完善、制度领先的平台，在聚集国内优秀研究人才的同时，更加注重人才培养机制，努力在宏观经济、产业与公司研究、衍生品市场等各个领域形成突破，为广大投资者提供优质的研究服务。

【方正宏观】在著名经济学家刘伟教授的指导下，由苏剑教授任首席宏观研究顾问，带领方正证券研究所宏观研究团队，以及 20 名左右的专职研究员和众多北京大学博士、硕士研究生，开展关于中国宏观经济问题的研究工作。近期研究包括《从人口变化看中国长期发展》、《从能源消耗看短期和中长期经济波动》以及《中国经济潜在增长率》等方面的重大课题，同时密切跟踪宏观经济与政策的重大变化，将短期波动纳入一个综合性的理论研究框架，以独特的观察视角去解读，把握宏观趋势、剖析数据变化、理解政策初衷、预判政策效果。

## 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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；  
 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；  
 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；  
 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；  
 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；  
 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com