

经济数据无起色，货币政策需观察

证券分析师：钟正生	010-88005308	zhongzs@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0930513030002
证券分析师：林虎	010-88005302	linhu@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514070005
联系人：陶川	010-88005317	taochuan@guosen.com.cn	

总体判断：

12月经济并无明显起色，国信高频宏观扩散指数连续四周下滑，制造业PMI持续往下，生产和新订单指数均表现疲软。地产销售有所好转，一线城市拿地也渐趋积极，但是能否传导到投资，以及什么时候传导到仍需观察。受到年末停工影响，之前启动的基建项目未在经济数据上有明显反应。通胀中的食品价格表现低于季节性，而非食品价格受成品油价格下调影响也较往年偏弱。受美元指数上升，及国际大宗商品价格持续下跌影响，PPI环比料将进一步下跌。

12月信贷数据总量上预计仍然会有较为显著的改善，按照全年10万亿新增信贷规模计算，12月表内信贷将达9000亿。但信贷质量可能仍然没有明显改观：有效信贷需求疲弱背景下，票据冲量行为仍将继续；而中长期贷款改善更多由于地方政府的一次性行为，不可持续。从货币政策来看，无论是降息还是存款口径调整，都是希望可以达到“宽信贷”的目的，但从当前数据来看并没有明显效果。考虑到货币政策传导存在一定时滞，央行需要持续观察一段时间经济的运行状况才会推出进一步的宽松措施，因此短期内再推降准降息的可能性不是太大。

具体预测：

表格1. 12月中国宏观数据预测

同比 (%)	2014-10	2014-11	2014-12 国信预测
CPI	1.6	1.4	1.7
PPI	-2.2	-2.7	-3.2
规模以上工业增加值	7.7	7.2	7.3
累计城镇固定资产投资	15.9	15.8	15.8
社会消费品零售额	11.5	11.7	11.5
新增人民币贷款 (亿元)	5483	8572	9000
M2 余额	12.6	12.3	12.5
出口值	11.6	4.7	3.0
进口值	4.59	-6.62	-5.0
贸易顺差 (亿美元)	455	544	405

资料来源：Wind，国信证券经纪研究所整理

■ 通胀弱于季节性

12月终端需求表现低迷，食品和非食品价格均低于季节性规律。从监测的高频指标来看，12月食品中除了鲜菜因天气原因环比涨幅高于季节性以外，肉类和粮食价格环比涨幅均较低，特别是猪肉价格环比小幅下跌，食品价格整体表现弱于以往；而受到成品油价格下调影响，以及今年以来房地产市场调整对房租的抑制，非食品价格表现也相对较弱。我们预计12月CPI环比持平，同比为1.7%。受国际大宗商品尤其是原油价格暴跌影响，12月PPI环比继续走弱。我们预计12月PPI环比为-0.6%，同比-3.2%。

■ 经济景气难回升

12月经济增速并没有明显起色：一方面，国信高频宏观扩散指数连续四周下滑，部分是由于原油价格持续下跌的影响，但也反映了经济的疲弱；另一方面，刚公布的12月制造业PMI连续回落，绝对水平也要弱于季节性，生产和新订单指数均有所下滑。尽管之前大量基建项目获得审批，但显然并没有在经济数据中得到反应，我们推测这可能是由于年末施工暂停的影响。但考虑到去年基数较低，我们预计12月工业增加值同比增速小幅升至7.3%。

■ 投资消费均偏冷

从大类投资走势来看，12月整体投资仍然偏冷：制造业投资未见明显启动痕迹，基建投资启动后也迟迟不见经济反应，地产销售在降息后有所好转，一线城市拿地热情也有所恢复，但能否传导到投资以及什么时候传导到投资仍然需要观察，短期内地产投资仍将延续下滑态势。我们预计12月固定资产投资增速维持在15.8%。受“双十一”提前透支的影响，消费总体表现仍将不济。我们预计12月社会消费品零售总额增速为11.5%。

■ 进口持续负增长

12月制造业PMI新出口订单指数小幅回暖，但考虑到外围经济体普遍动荡，以及前段时间人民币实际汇率大幅升值的影响，我们预计12月出口增速会回落至3%。由于国内需求并无明显起色，同时大宗商品价格下跌对进口价格亦有抑制，预计12月进口增速仍将负增长。不过，考虑到国内企业可能会有趁着大宗商品低价增加进口的反应，我们预计12月进口增速为-5%。预计12月贸易顺差为405亿美元。

■ 表内信贷会放量

12月整体表内信贷应该有所放量，前十一个月表内信贷共投放9.08万亿，如果按照全年10万亿的投放水平计算，那么最后一个月的信贷投放约为9000亿。我们预计有效信贷需求疲弱背景下，12月票据冲量行为仍将继续；而由于地方政府债务划定前的突击贷款，可能会使企业中长期贷款继续增加；房屋销售好转，居民部门中长期贷款也会有所上升。12月表外融资仍将受到抑制，但是未贴现承兑汇票不太可能继续大幅负增长，对于整体社会融资总量的拖累有望减少。由于存款偏离度考核，以及新的存款口径划定，年末冲存款行为将得到较大缓解。综合表内信贷投放超预期来看，我们预计12月M2增速为12.5%，相比11月略有改善。

相关研究报告

国信宏观快评：《存款口径调整可能导致表外理财萎缩》，2014年12月29日

国信宏观快评：《宏观周度观察：央行无为而治，货币利率飙升》，2014年12月22日

国信宏观快评：《12月美联储议息会议点评：犹抱琵琶半遮面，只为心有千千结》，2014年12月18日

国信宏观快评：《2015年货币政策展望系列专题六：从基础货币缺口看货币政策松紧》，2014年12月17日

国信宏观快评：《12月汇丰PMI初值点评：降息效果未显现，指数跌破枯荣线》，2014年12月17日

国信宏观快评：《宏观周度观察：人民币持续贬值或加大央行干预压力》，2014年12月16日

国信证券投资评级：		
类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。