

点评报告

工业生产活动明显收缩

2011年11月10日

2011年10月份宏观数据点评

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	4.5
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	14.0
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1年期存款利率	2.75	3.50
1年期贷款利率	5.81	6.56
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据（10月）

工业	13.2
城镇投资	24.9
零售额	17.2
CPI	5.5
PPI	5.0

资料来源：CEIC，招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

研究助理：

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn

事件：

2011年11月9日，国家统计局发布10月份宏观经济运行数据。10月份规模以上工业增加值同比增长13.2%，增速比上月回落0.6个百分点。1-10月份固定资产投资（不含农户）152420亿元，同比增长24.9%，增速与1-9月份持平。10月份社会消费品零售总额16546亿元，同比增长17.2%，增速比上月回落0.5个百分点。10月份，居民消费价格同比增长5.5%，生产者出厂价格指数同比增长5%。

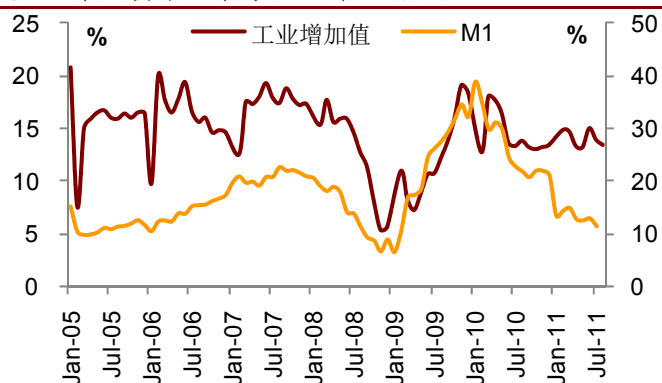
评论：

- 1、10月份工业产出缺口继续下降，已连续四月低于零值，需求面因素仍不乐观。10月工业增加值同比增速为13.2%，较上月下降0.6%，而本月CPI和PPI均有较大幅度的回落。我们认为随着通胀水平的下移，前期未充分进行的库存调整再次开始，因此本月工业增加值增速有较大的回落。在货币政策尚不具备全面放松，欧洲形势日趋恶化的情况下，预计4季度工业增速还将进一步下滑。
- 2、10月轻重工业增速双双回落，且轻工业增速下降程度大于重工业增速，显示轻工业在外围因素的消极影响下，生产活动收缩程度更大。
- 3、10月投资增速与上月持平我们认为主要是与以下因素有关：一是临近冬季，农田水利投资即将进入高峰期，本月第一产业投资增速为28.3%，是2010年来的最高水平；二是新开工项目累计增速持续上升，24.1%；另外，单月制造业累计增速为31.6%，较上月微升0.1%。综上，我们认为基础设施投资、农田水利建设和制造业投资是本月投资增速好于预期的主要因素。
- 4、通胀如期回落，10月社会消费品零售额实际增速继续回升。汽车、家电类商品消费量持续下滑，办公文化类和家具类商品消费量节假日期间明显增加。物价水平的下降有利于消费需求的企稳。

1、库存再次调整，工业活动持续收缩

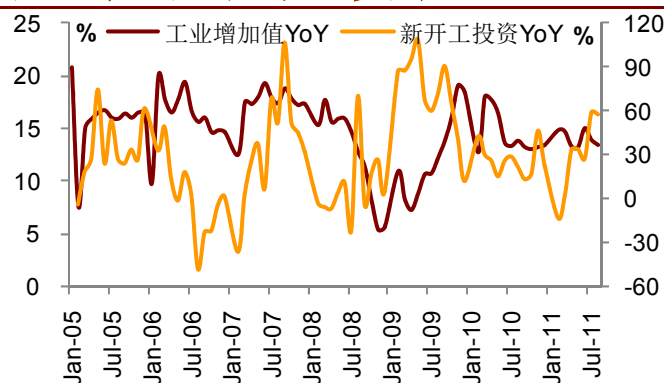
10 月份工业产出缺口继续下降，已连续四月低于零值，显示需求面因素仍不乐观。10 月工业增加值同比增速为 13.2%，较上月下降 0.6%，而本月 CPI 和 PPI 均有较大幅度的回落。我们认为随着通胀水平的下移，前期未充分进行的库存调整再次开始，因此本月工业增加值增速有较大的回落。在货币政策尚不具备全面放松，而欧洲形势日趋恶化的情况下，预计 4 季度工业增速还将进一步下滑。

图 1：紧缩货币政策导致经济继续调整



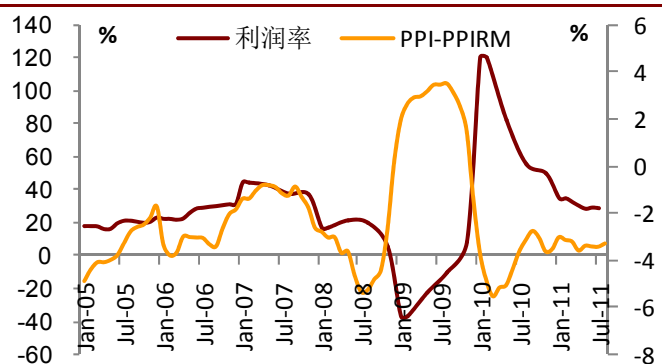
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2：4 季度同比增速将进一步下降



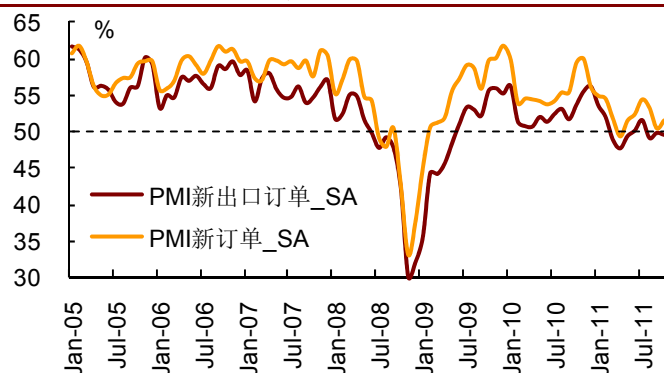
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 3：价格差的缩小压缩企业盈利空间



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 4：领先指标显示经济延续调整走势



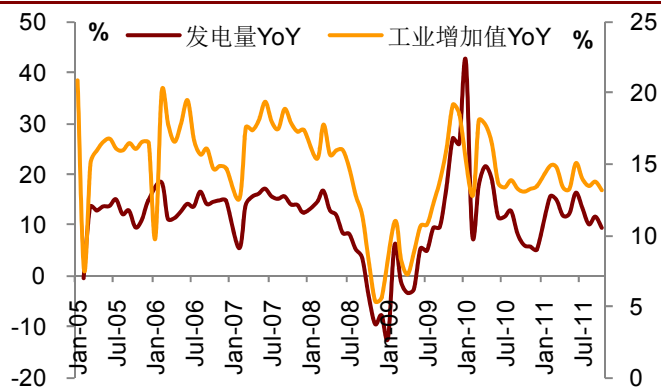
2、轻重工业增速双双回落，工业增速有较大回落

10 月份，规模以上工业增加值同比增长 13.2%，比 9 月份回落 0.6 个百分点，高于我们的预期但低于市场预期中值。季调后的数据显示工业增加值环比明显下降（国家统计局公布 10 月季调后工业增加值环比增速为 0.9%，较 9 月下滑 0.26%）。从主要产品产量来看，10 月份发电量同比增速较上月下降 2.2%，本月发电量下降一方面反映了工业生产的乏力，另一方面也跟季节由夏入秋生活用电下降有关。本月钢材产量大幅下降，汽车产量同比增速跌至 1.3%，而随着冬季临近农田水利建设进入高峰，本月水泥产量增速小幅反弹。

分轻重工业来看，重工业当月同比增速为 13.7%，较 9 月下降 0.6 个百分点，轻工业当月同比增长 12.1%，较 9 月下降 0.7 个百分点，轻重工业增速差在 10 月份持续过大，显示轻工业在外围因素的消极影响下，生产活动收缩程度更大。

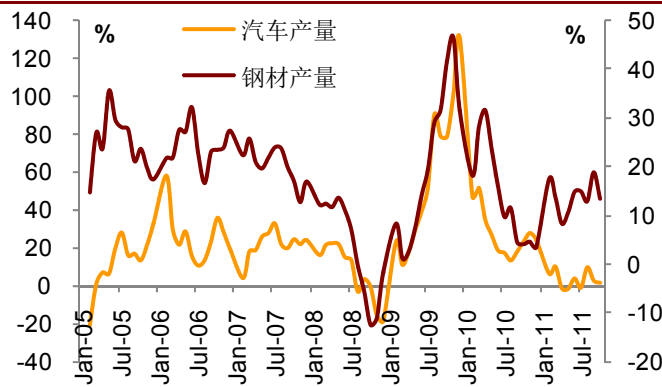
分行业来看，10 月份制造业出个别行业外，增速回落程度较大，预计本月出口增速不容乐观，而高耗能行业的工业增速亦全部回落，但下降程度低于制造业。

图 5：工业生产活动继续下滑



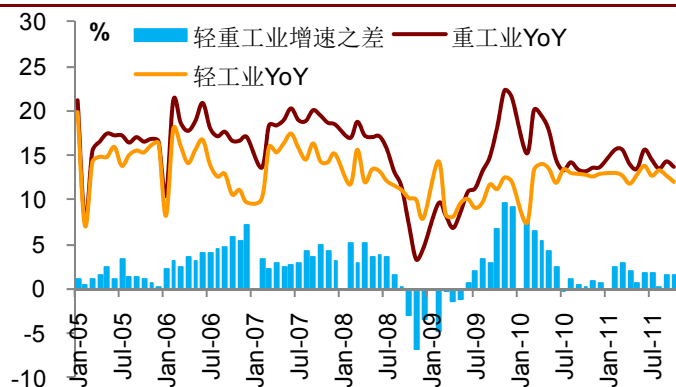
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 6：汽车产量维持低位，钢材产量大幅下滑



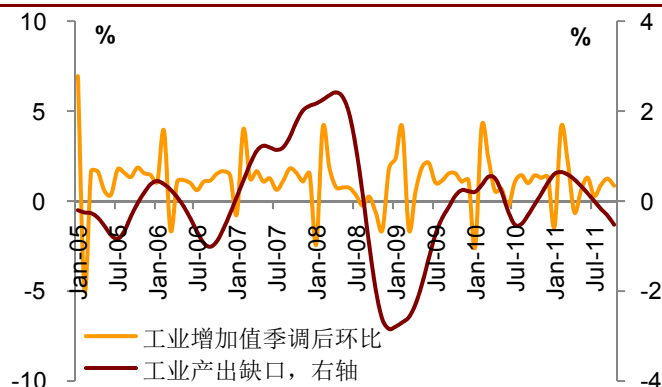
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 7：轻重工业增速一齐回落



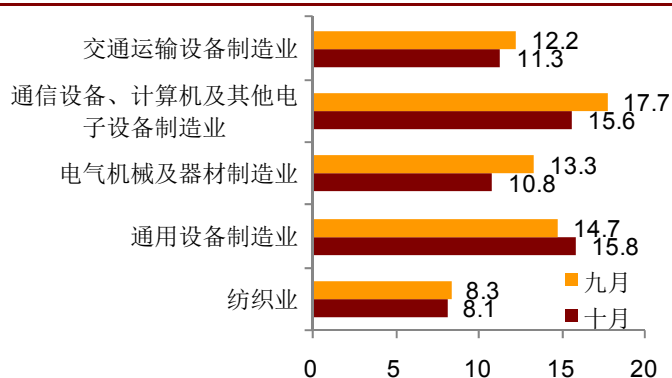
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 8：工业产出缺口持续下降



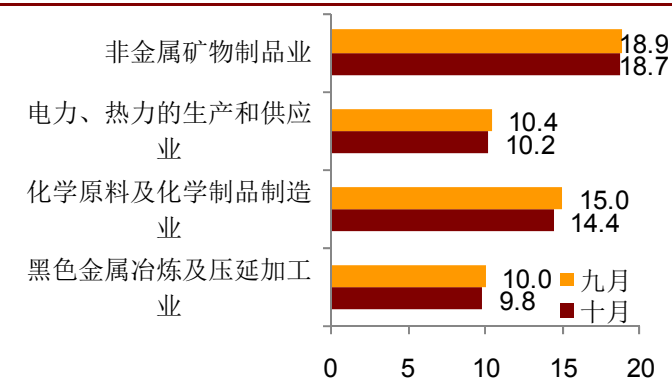
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 9：制造行业工业增速下滑



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 10：高耗能行业增速全部回落



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

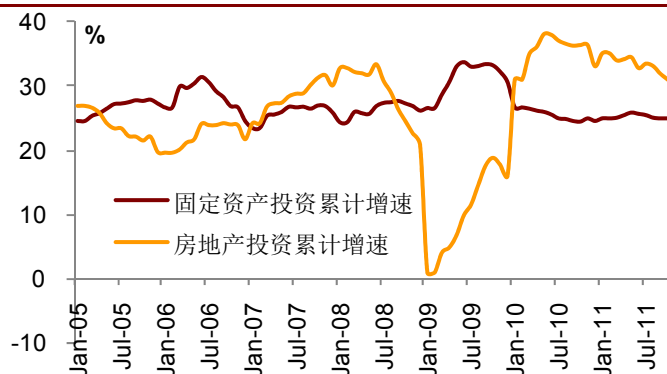
3、固定资产投资增速与上月持平，维持四季度固定资产逐步放缓判断

1-10 月份累计固定资产投资增速为 24.9%。与上月持平，好于我们和市场的预期。根据我们的测算，单月城镇固定资产投资增速较上月有明显回升，环比数据也显示本月投资增速的好转（根据国家统计局公布的季调后环比数据，10 月投资环比增速为 1.34%，显著好于 9 月的 0.19%）。本月投资增速与上月持平我们认为主要是与以下因素有关：一是临近冬季，农田水利投资即将进入高峰期，本月第一产业投资增速为 28.3%，是 2010 年来的最高水平；二是新开工项目累计增速持续上升；另外，单月制造业累计增速为 31.6%，较上月微升 0.1%。综上，我们认为基础设施投资、农田水利建设和制造业投资是本月投资增速好于预期的主要因素。

房地产投资方面，由于政策基调总体趋紧，房地产调控将继续执行，本月商品房新开工和销售面积较上月有明显下降，预计商品房新开工面积受到销售面积下滑的影响将出现下降趋势。但由于保障房项目的大规模投入弥补了商品房投资的不足，因而今年房地产投资依然保持了较高的水平。1-10 月房地产投资累计同比为 31.1%。

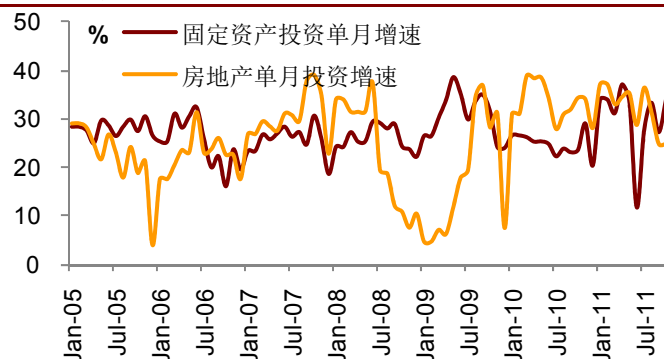
随着本年度保障房建设开工高峰期的结束，基建投资受制于当前宏观政策和频发的高铁、地铁事故在短期内也不会出现政策的放松，制造业投资热情在大环境不景气下也将逐步消退，再考虑到农田水利投资占比过小，因此我们维持四季度固定资产投资增速将进一步放缓的判断。

图 11：房地产投资增速持续下滑



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 12：单月固定资产投资增速回升



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 13：地方项目增速略微回升

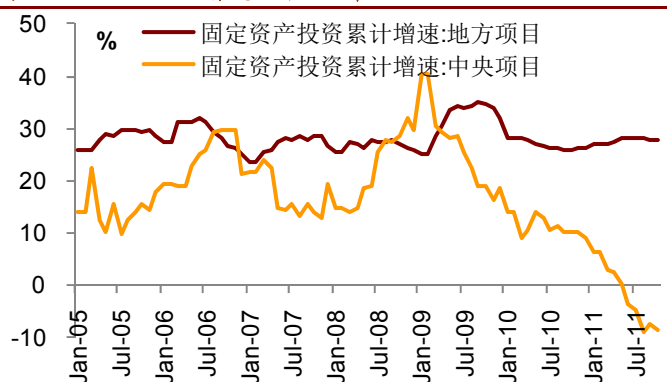
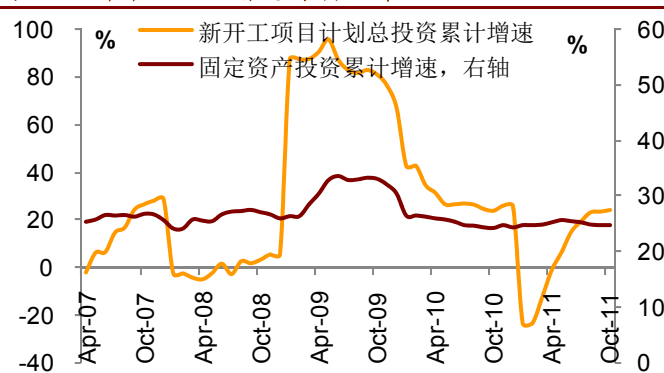


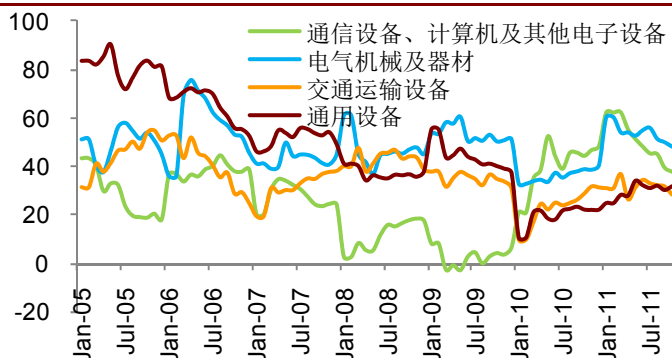
图 14：新开工项目增速持续回升



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

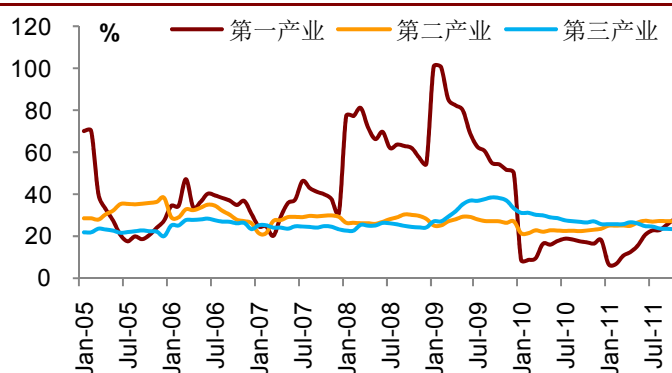
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 15：制造业投资增速与上月基本持平



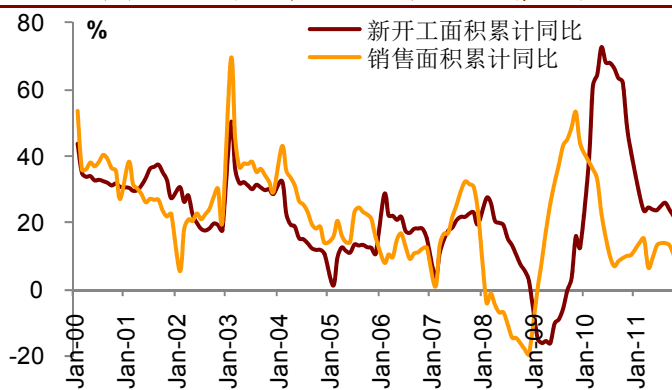
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 16：农业投资增速持续上升



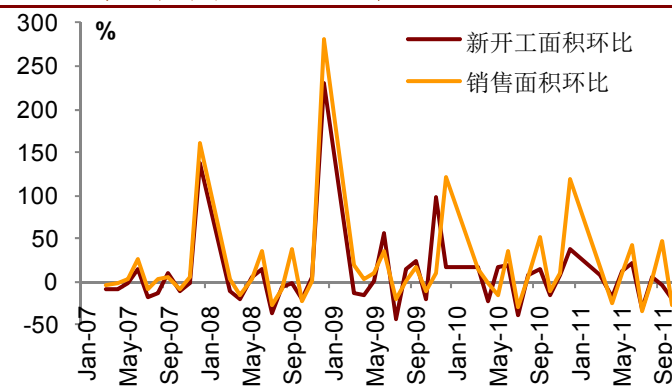
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 17：新开工面积和销售面积累计同比显著下滑



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 18：商品房新开工面积、销售面积环比双双回落



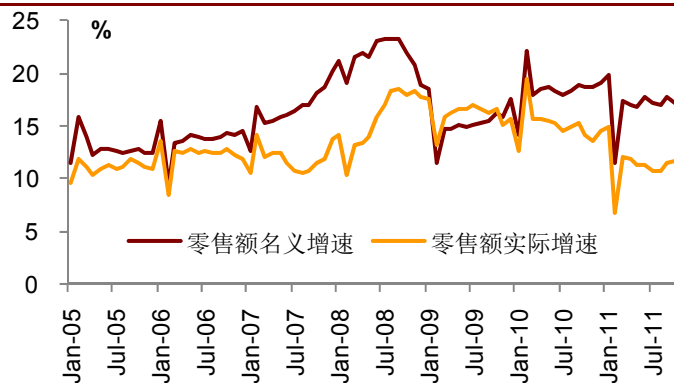
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

4、消费实际增速回升

10月份社会消费品零售额同比增速为17.2%，较上月下滑0.5%。从季调后的数据看，10月环比增速为1.30%，较上月小幅下滑0.05%。由于本月CPI降至5.5%，扣除物价因素，实际消费增速明显回升，显示随着通胀从高点回落，社会消费需求逐步企稳。10月汽车和家用电器销量大幅下滑。今年以来，由于物价高企，奢侈品消费增长明显，1-10月累计增速达到46%，而9、10月间，文化和家具消费有了明显提高。从城乡居民收入情况来看，农村居民收入增速在最近几年增长显著，预计其收入效应将逐步体现，从而带动相关消费需求的稳步增长。

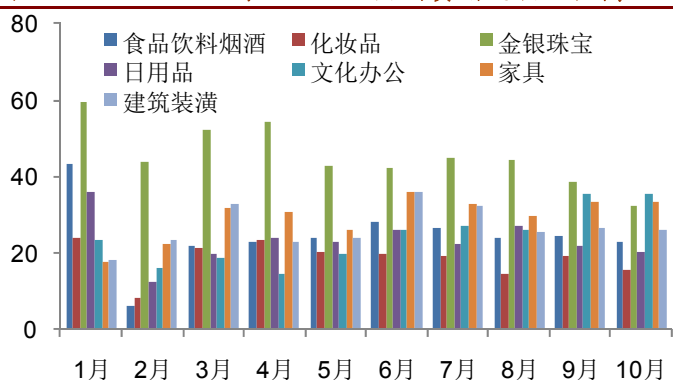
图 19：消费增速继续回落

图 20：家电销售增速下滑显著

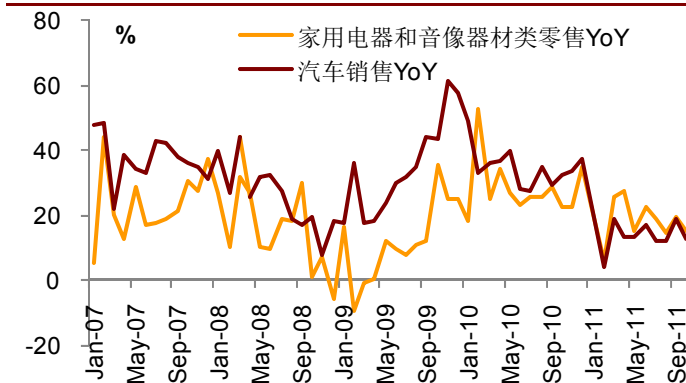


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 21：文化办公类商品 9、10 月消费增速明显提高

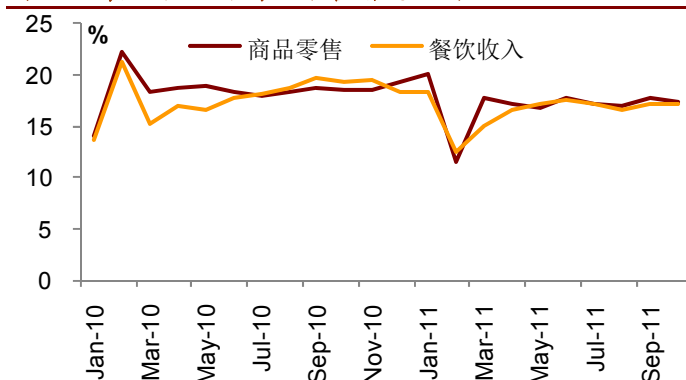


资料来源：CEIC，招商证券研发中心



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 22：餐饮收入与商品零售增速趋同



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

参考报告:

1. 《美联储十一月议息会议声明点评-QE3: 屏息以待》 2011/11/08
2. 《地方政府债务问题的治理: 巴西经验-政府债务问题专题研究之七》 2011/11/7
3. 《从中央和地方政府博弈看增值税改革-评点上海增值税扩大征收范围改革试点》 2011/11/6
4. 《汇率市场发出的信号更灵敏--国际资本与国内流动性监测周报(2011年11月第1周)》 2011/11/6
5. 《2011年10月份PMI数据点评-通胀水平下移, 库存再次调整》 2011/11/1
6. 《通胀迅速回落--2011年10月份CPI数据预测》 2011/10/28
7. 《欧元区债务危机发展动向点评-雷声大雨点小》 2011/10/27
8. 《银行表外融资规模压缩--2011年前三季度社会融资规模点评》 2011/10/21
9. 《货币政策出现微调信号--国际资本与国内流动性监测周报(2011年10月第3周)》 2011/10/21
10. 《香港股票市场资金流动状况月度报告(2011年9-10月)》 2011/10/20
11. 《2011年三季度宏观数据点评-经济维持稳步调整态势》 2011/10/18
12. 《货币政策或将进入政策微调期-2011年9月金融货币数据点评》 2011/10/16
13. 《票据直贴利率显著回落--国际资本与国内流动性监测周报(2011年10月第2周)》 2011/10/17
14. 《通胀压力逐步缓解--2011年9月份CPI、PPI数据点评》 2011/10/17
15. 《2011年9月份进出口数据点评-新兴市场国家需求下滑, 出口增速快速回落》 2011/10/14
16. 《政策微调的信号--近期出台相关措施以解决温州中小企业困境的点评》 2011/10/14
17. 《2011年9月份PMI数据点评-旺季不旺, 经济延续前期调整趋势》 2011/10/10
18. 《10月份欧洲央行议息会议声明点评-欧洲央行出招救银行, 力度有限》 2011/10/10
19. 《人民币升值预期连续第二周出现负值--国际资本与国内流动性监测周报(2011年10月第1周)》 2011/10/9
20. 《海外宏观经济 2011年第四季度报告-诗债渐少酒债多》 2011/09/30

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

闫玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。两年汇丰银行工作经验，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。