

短期软着陆为结构性放松预留空间

基本结论

- 11月9号统计局公布了10月的消费，投资，物价和工业数据。其中，消费，工业，CPI符合市场预期，而投资略好于市场预测，PPI则较预期下滑明显。
- 投资数据好于预测（24.9% vs 24.7%预测），反映了投资增速较强的韧性特征，虽然地产及部分制造业行业投资增速本月继续下滑（地产本月下滑-0.9%），但受益于政策的结构性扶持，水利，农林牧渔，采矿业投资本月的增长依然抵补了整体投资增速的下滑。而PPI的超预期回落，主要是受生产资料的大幅下滑所致（-0.8个百分点），而生活资料环比为0。其中，黑色金属冶炼，化学原料制造业，化纤制造业等行业的价格增速回落幅度较大。预计未来两月，PPI的增速将进一步下滑，年底则低于3%。
- 短期经济软着陆的趋势明显：1、虽然内需缓慢回落的趋势没有变化，但受益于政策的结构性放松，投资增速保持了相对的韧性（水利投资，农林牧渔投资），预计短期投资下滑的速度将慢于预期；2、名义消费增速因通胀下滑而回落，但实际消费增速已经开始从底部缓慢爬升；3、通胀高位回落，特别是PPI的明显低于预期，为政策进一步放松提供了空间，我们预计11月CPI进一步下滑到4.4%；4、目前部分行业库存仍较高且四季度淡季效应已经显现，未来工业增加值将向12.5-13之间继续缓慢回落。
- 我们对四季度GDP的判断为8.8%，认为政策短期的微调不会改变宏观经济长期的运行趋势，目前的结构性放松可以帮助经济在长周期下滑（环比）趋势中处于一段相对稳定的平台，预计2012年四个季度的GDP分别为：8.8%、8.5%、8.7%、8.8%、8.8%。

汪毅 分析师 SAC 执业编号：S1130511090005
(8621)60870954
wangyi@gjzq.com.cn

李治平 联系人
(8621)61038205
lizhip@gjzq.com.cn

刘锋 分析师 SAC 执业编号：S1130511040004
(8621)61038297
liufeng@gjzq.com.cn

物价（CPI，PPI）：CPI 符合预期，PPI 大幅滑落

- 10 月 CPI 同比增长 5.5%，符合市场及我们的预期。环比增长 0.1%，其中食品类回落-0.2%，非食品 0.2%。
- 食品类中：10 月价格回落的有：肉禽制品（-0.6%）、蛋（-3.8%）以及鲜菜（-3.4%）；上涨得为水产品（1.5%）以及鲜果类（5.7%）。CPI 食品细项的涨跌幅基本符合预期，由于零售价格较大幅度下跌使整体环比出现负增长（-0.2%）。
- 非食品方面：居住类环比增速继续放缓，本月初增长 0.1%，大幅低于历史同期平均，房地产调控效应已开始显现。另外，由于中药材价格大幅回落，10 月医疗保健及个人用品类出现 01 年以来首次负增长；同时，成品油价格的如期下调致使交通通讯及服务类环比与历史同期最大降幅持平。而衣着类 10 月上涨 1.6%，为历史最高水平，支撑非食品环比增长。
- 展望 11 月 CPI：商务部 11 月第 1 周的食用农产品价格指数持续下滑，环比月-0.56%。本周农产品指数的回落以猪肉及蔬菜价格领跌，食用油价格由于大豆供应量增加成本下降出现 4 月份以来首次下滑。因春节的逐渐临近，预计 11 月后两周农产价格将会有所回升，考虑到 10 月非食品各个细项的表现以及 PPI 的超预期回落，初步预测 11 月非食品环比在 0% 左右。对应 11 月 CPI 为 4.4%，较此前预期下调 0.1%。
- 10 月 PPI 大幅超预期回落，由 9 月的 6.5% 猛跌至 5%。环比负增长符合预期，但-0.7% 的下滑幅度却超出市场一致预期。其中，生产资料环比回落-0.8%，生活资料价格保持稳定，环比为 0%。工业生产者购进价格环比下滑-0.7%，以有色金属材料类降幅最为明显（-4.9%）。
- 预计 PPI 将在 11、12 月继续下滑，11 月环比持续负增长态势，同比回落至 4% 以下，12 月即使环比为 0，基数效应也将使 PPI 同比低于 3%。因统计局尚未公布部分重点企业主要工业品出厂价格，我们将持续追踪相关数据并做出进一步预测修正。

消费：名义消费回落，实际消费缓慢上升

- 10 月消费同比增长 17.2%，较上月回落 0.5 个百分点。季调后环比增长 1.3%；然而剔除价格因素后实际消费录入 11.3%，较 9 月上升 0.3 个百分点。
- 10 月消费如期回落的主要原因是汽车消费回归正常增速，上月政策引发的强力反弹并不持续，10 月汽车零售额增速由 9 月的 18.7% 跌回 8 月 12.4%。由于房价持续回落，房地产链条的消费额同比增速出现整体下滑；石油及制品的零售额增速也随成品油下调出现回落；另外，销售金银珠宝类同比增速也已连续 3 个月下降。其余生活用品类得零售额增速涨跌不一，整体较为稳定。

工业：多行业生产放缓，未来增加值将进一步回落

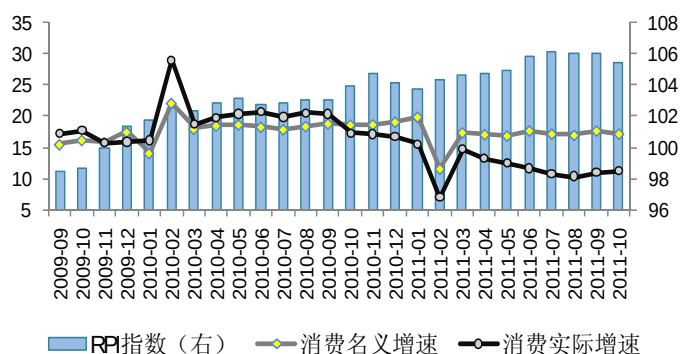
- 10 月工业增加值同比增长 13.2%，较上月下降 0.6 个百分点。其中，轻工业同比 12.1%，重工业 13.7%。轻重工业增加值同时下滑，二者之差扩大 0.1 个百分点。
- 发电量从 9 月的 11.5% 下滑到 9.3%。主要的产品中，钢铁，原油，有色金属，汽车等的当月产量同比下降，而乙烯和水泥的当月产量同比上升。多数产品的生产速度放缓。已经公布工业增加值的行业中，除通用设备制造业外，其它行业当月增速均下滑。

- 出口交货值同比增速继上月大幅下滑后，本月继续小幅回落，从 13.9% 降至 13.6%，随着出口增速的逐渐放缓，预计后续将延续这种趋势。
- 截至目前，因部分行业库存仍较高且四季度淡季效应已显现，我们认为未来工业增加值将继续缓慢回落。

投资：投资有韧性，受益于结构性政策（水利，农林牧渔）

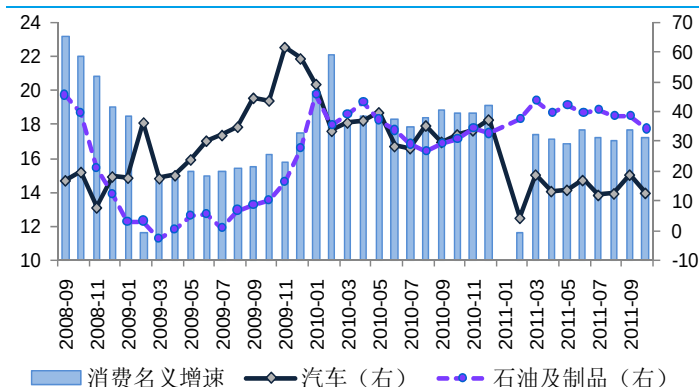
- 1-10 月固定资产投资累计增速与上月持平 24.9%，单月投资增速较 9 月上升了 0.7 个百分点至 25%。
- 1、环比上看，10 月的固定资产投资较 9 月小幅反弹，当月环比 1.34，较 9 月 0.19 上升明显，其中，中央项目投资累计同比继续下滑（1 个百分点），地方项目投资则小幅上升（0.2 个百分点）；2、分行业看，第一产业投资增速的上升拉动整体投资增速与上月持平，1-10 月第一产业投资增速较上月上升 2.7 个百分点。而第二产业持平，第三产业下滑 0.1 个百分点。在已经公布数据的行业中，第二产业除采矿业，通用设备制造业，非金属矿物制品业，第三产业除水利投资，其它行业投资增速均有所下降，铁路投资增速下滑到-21%。3、房地产投资累计同比下滑 0.9 个百分点，整体房地产新开工月度同比增速已经下降到 2.2%，而竣工的增速提高到 18.5%（上升 0.6 个百分点），此前我们预测的 2011 年新开工累计同比 18%假设下，房地产投资增速 29%；2012 年新开工同比-5%假设下，房地产投资增速 17.7%。
- 资金来源：仍然主要依靠国家预算内资金和自筹资金，二者的同比增速还在小幅上升，但利用外资资金的增速已经连续 4 个月下降，更不用说国内贷款增速。年末资金情况只会越来越捉襟见肘。而房地产投资的资金来源表现的更加明显，受销售金额的影响，其它资金的同比增速也已经下滑到 18.8%，整体资金增速会继续逐月下滑。
- 我们对 2012 年投资增速的预测为全年 18.5%，其中，制造业投资下滑幅度好于房地产投资增速，而铁路、公路等基建投资仍不景气但受益于基数效应，下滑幅度明显小于 11 年。

图表1：实际消费增速较 9 月上升 0.3%

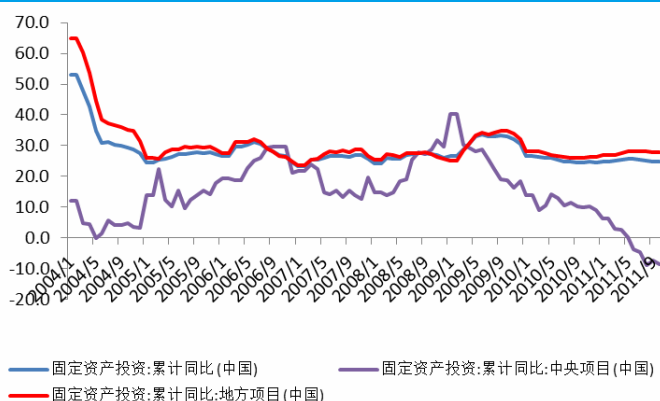


来源：国金证券研究所

图表2：汽车销售增速反弹不持续

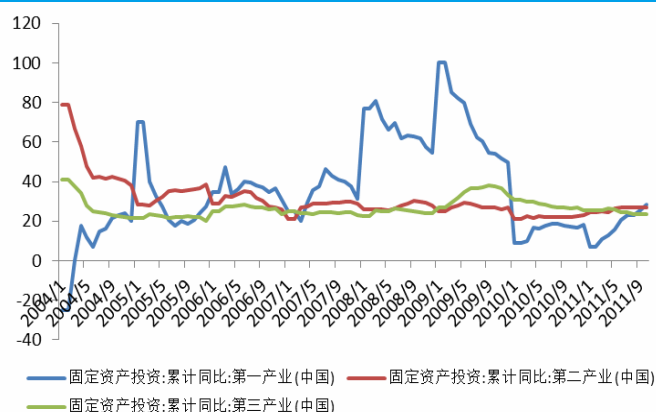


图表3: 固定资产投资增速: 中央项目 vs 地方项目

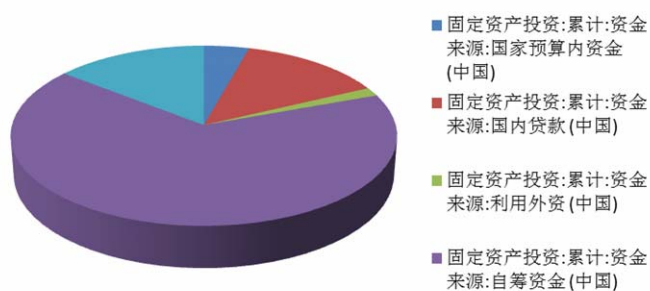


来源: 国金证券研究所

图表4: 第一产业增速上升带动整体投资增速

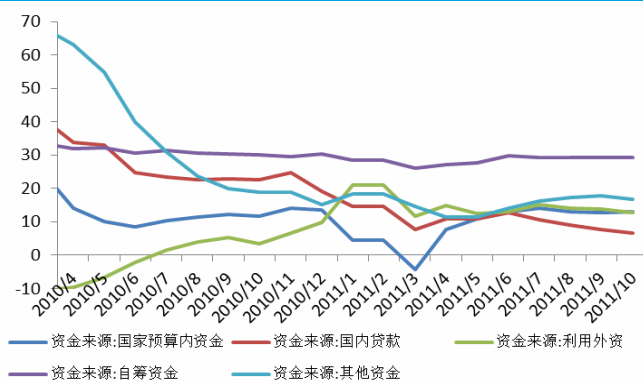


图表5: 固定资产投资各部分资金来源占比



来源: 国金证券研究所

图表6: 固定资产投资各资金来源变化趋势

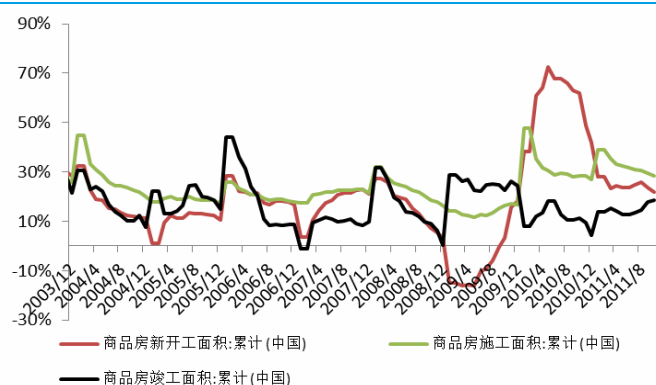


图表7: 房地产投资资金来源增速下滑

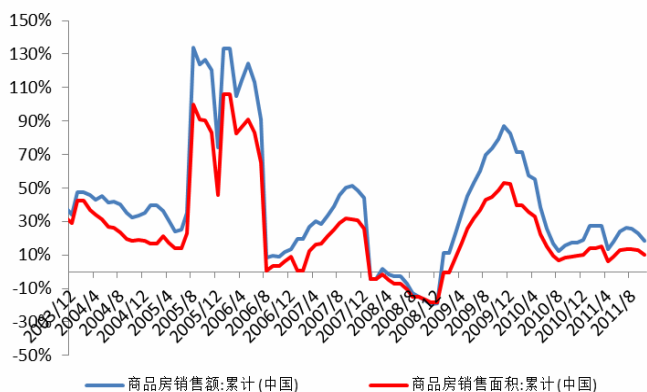


来源: 国金证券研究所

图表8: 新开工, 施工, 竣工同比增速

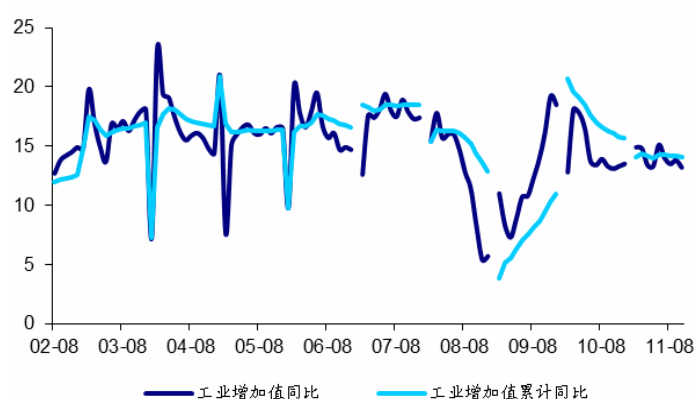


图表9：房地产销售额及面积增速

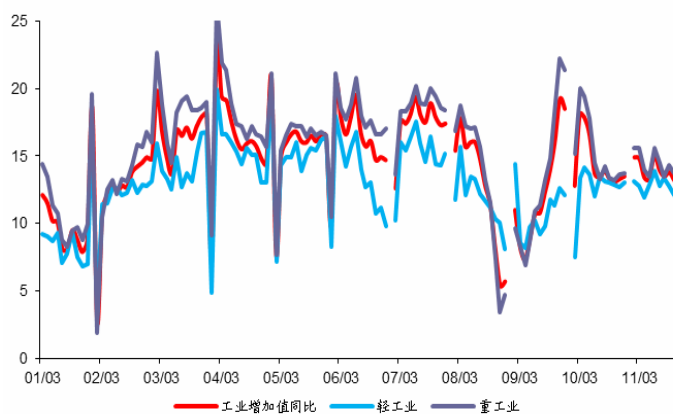


来源：国金证券研究所

图表10：工业增加值同比 vs 累计同比

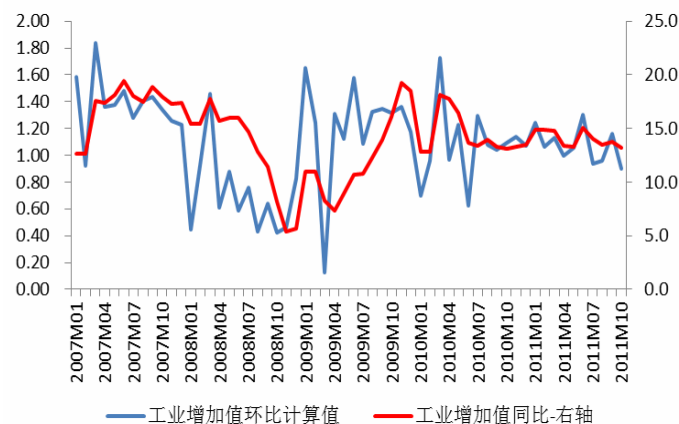


图表11：轻重工业工业增加值增速

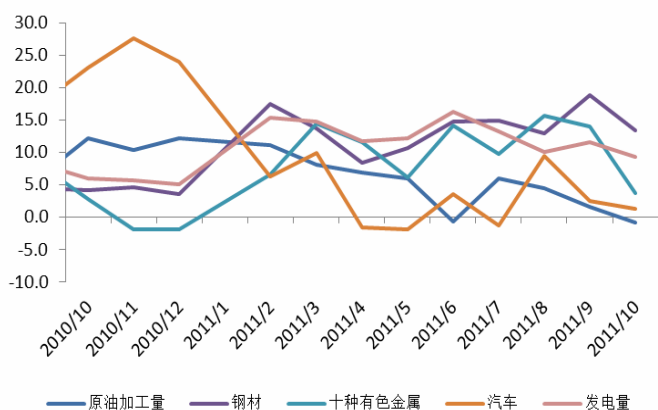


来源：国金证券研究所

图表12：工业增加值环比 vs 同比

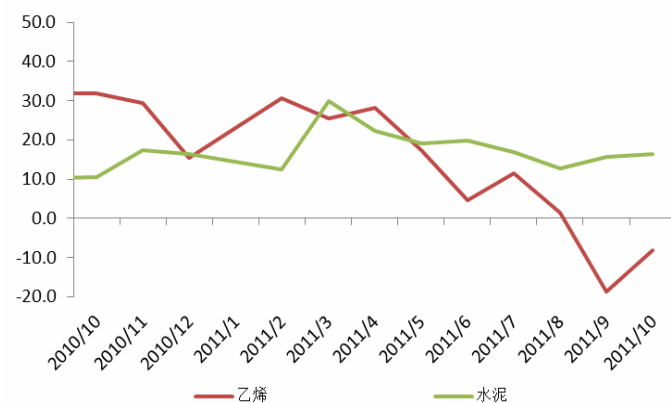


图表13：10月产品产量增速下降的行业

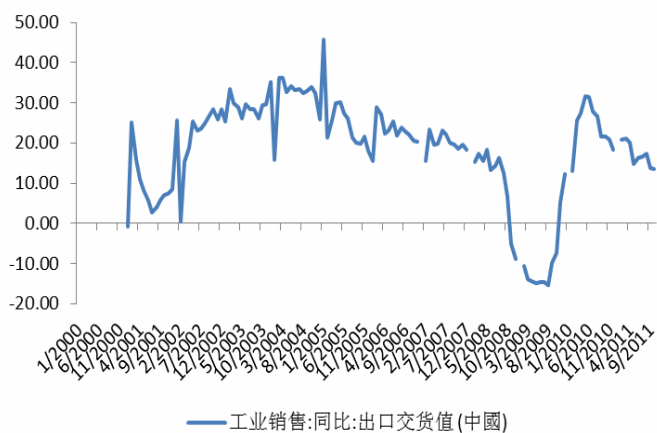


来源：国金证券研究所

图表14：10月产品产量增速上升的行业

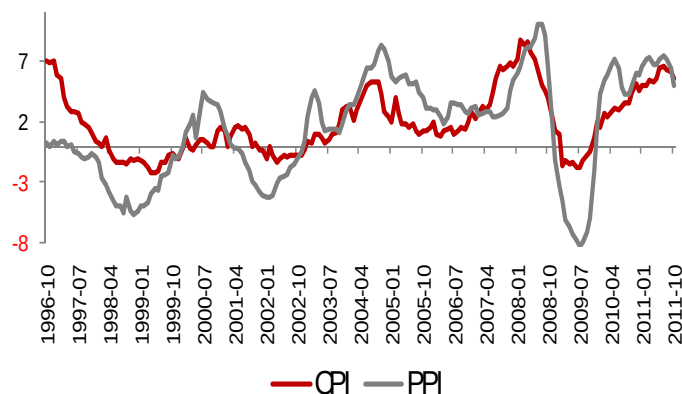


图表15: 出口交货值继续小幅下滑

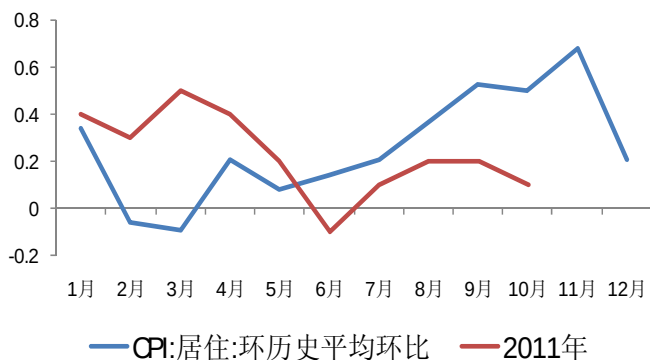


来源: 国金证券研究所

图表16: 10月CPI5.5%, PPI5%

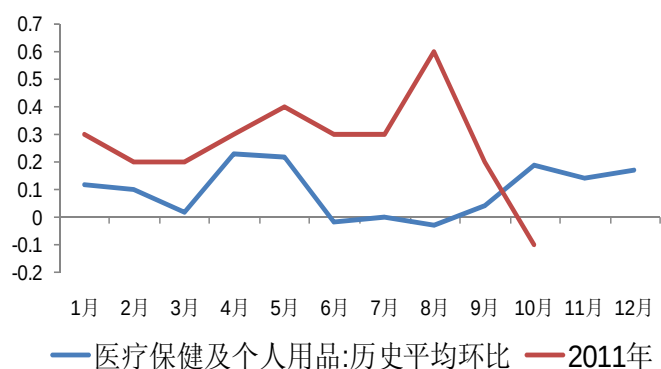


图表17: 居住类环比涨幅与历史平均水平差距继续扩大

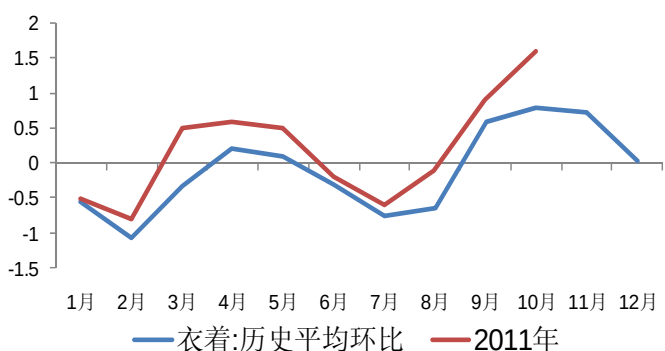


来源: 国金证券研究所

图表18: 医疗保健环比10年来首度出现负增长

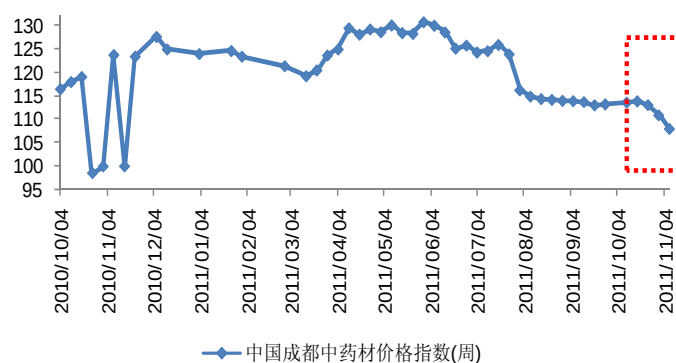


图表19: 衣着类环比增长1.6%, 为历史10月最高涨幅



来源: 国金证券研究所

图表20: 10月中药材价格加速下滑



特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B