

2011 年 11 月 10 日

经济从滞胀到衰退，政策暂宜微调应对

——2011 年 10 月份主要经济数据分析

相关研究

《大幕拉开，细节仍有待明确——营业税改增值税难点及影响分析》
2011-11-4

《增长与通胀双降 政策酝酿调整——2011 年 10 月份主要经济数据预测及政策分析》
2011-10-28

《单月反弹不改回落趋势——2011 年 9 月份经济数据分析》
2011-10-19

《弱周期 & 新增长》
2011-10-14

《通胀维持高位 经济缓慢下行——2011 年 9 月份主要经济数据预测及政策分析》
2011-9-30

《破解不可能三角》
2011-7-29

《政府资产化解地方债务风险的两道屏障》
2011-7-15

《从政府资产与负债的角度看地方债务规模和风险》
2011-7-4

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

张承启
zhangcq@swsresearch.com
(8621)23297818×7298

联系人

钟嘉妮
(8621)23297484
zhongjn@swsresearch.com
地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

om

结论或者投资建议：

10 月份 CPI 和 PPI 数据双双回落，印证了我们前期关于通胀压力将逐渐缓解的判断，工业生产和消费继续缓慢回落，投资增速维持平稳，确认经济从滞胀到衰退的走势，政策再紧的可能性不大，将以预调微调为主。通胀方面，我们维持 11 月份开始回落到 5% 以下，明年 3、4 月份回到 4% 以下的观点；增长方面，我们维持四季度经济增长 8.8%，全年投资增速 24.3%，明年投资增长 21.5% 的判断。

原因及逻辑：

- 10 月份 CPI 同比上涨 5.5%，基本符合我们预期。CPI 上涨压力缓解主要得益于食品价格涨幅回落。当月食品类价格同比上涨 11.9%，比上个月回落 1.5 个百分点；非食品价格上涨 2.7%，与我们的预测数据基本一致。
- PPI 上涨 5.0%，涨幅显著低于预期，涨幅回落既有去年基数比较高的原因，也有大宗商品价格大幅度回落的原因。生产资料中的原材料价格指数同比涨幅比上月下降 2.8 个百分点，与 CRB 指数下降趋势保持了一致。随着大宗商品价格稳定，上游成本压力不断减轻，未来几个月通胀压力将进一步缓解。
- 规模以上工业增加值同比实际增长 13.2%，比 9 月份回落 0.6 个百分点。社会消费品零售总额 16546 亿元，同比名义增长 17.2%，比 9 月份回落 0.5 个百分点。当月出口 1574.9 亿美元，增长 15.9%，低于我们的预期；进口 1404.6 亿美元，增长 28.7%，国内经济的外需依旧旺盛。
- 1-10 月份，固定资产投资累计同比增速 24.9%，与 1-9 月份累计同比增速持平。从产业来看，农业相关投资加快；从地区来看，中西部地区投资增速加快；从项目归属看，中央项目投资增速下降趋势放慢；从领域看，房地产投资增速回落。
- 综合当月数据，政策上既不太可能更紧；在经济增长还没有出现大的风险之前，基调也不太可能出现一百八十度的大转弯，未来政策将以结构性的预调微调为主，政策手段将主要选择定向宽松和结构性减税等，监测的主要指标是工业增加值和房价。
- 考虑到当前存在包括电力、高铁等在内的大量待建项目，政府可以通过加大既有项目落实的力度来对冲房地产投资下滑对经济的不利影响，总体上投资增速并不会出现大幅度回落。

10 月份 CPI 和 PPI 数据双双回落，印证了我们前期关于通胀压力将逐渐缓解的判断，工业生产和消费继续缓慢回落，投资增速维持平稳。

表 1、2011 年 10 月份主要经济数据预测与实际值

公布日期	项目	申万预 测	实际公 布	上期	上上 期	去年同 期
	10 月工业品出厂价格涨幅%	5.8	5	6.5	7.3	5
	10 月 CPI 涨幅%	5.6	5.5	6.1	6.2	4.4
	1-10 月份工业增速%	14.1	13.2	14.2	14.2	16.1
	1-10 月固定资产投资增速%	24.7	24.9	24.9	25	24.4
11 月 9 日	1-10 月社会消费品零售总额增速%	17.1	17.2	17	16.9	18.3
	10 月份出口增速%	19.5	15.9	17.1	24.5	22.9
	10 月份进口增速%	23.5	28.7	20.9	30.2	25.3
11 月 10 日	10 月贸易顺差亿美元	271.3	170.3	145.1	177.6	271.5

资料来源：申万研究

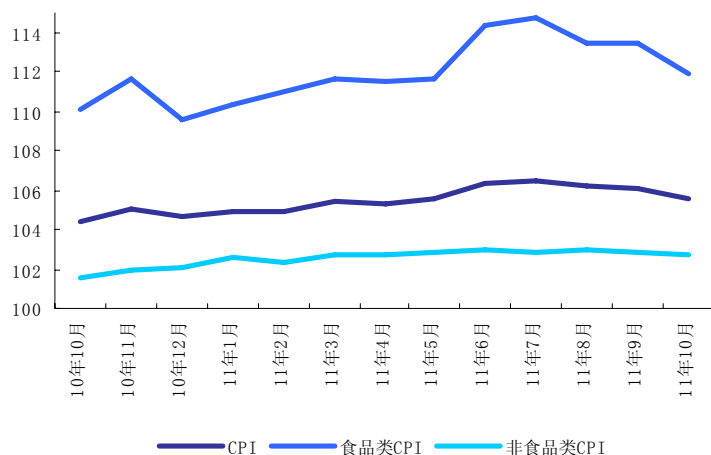
1. CPI、PPI 双双回落，通胀压力逐渐缓解

10 月份 CPI 同比上涨 5.5%，环比上涨 0.1%，基本符合我们的预期；PPI 上涨 5.0%，比上个月下降 0.7%，涨幅显著低于预期。

CPI 上涨压力缓解的主要动力来源于食品价格涨幅的回落。10 月份食品类价格同比上涨 11.9%，影响价格总水平上涨约 3.62 个百分点；于此对应的，9 月份食品价格同比上涨 13.4%，贡献 4.05 个百分点。

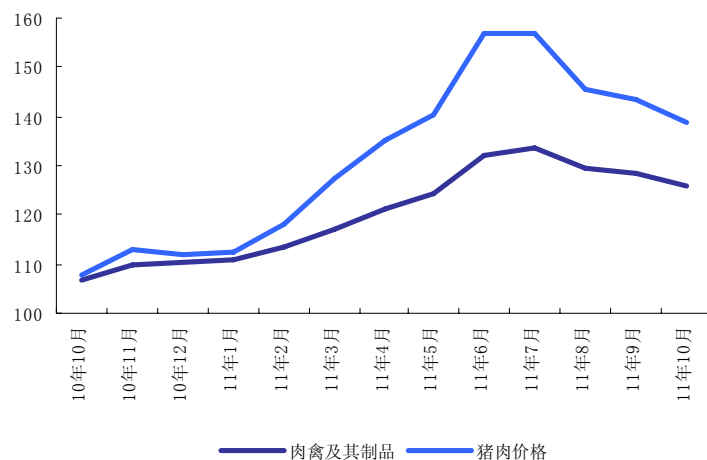
食品项目下的肉禽及其制品价格上涨 26.1%，影响价格总水平上涨约 1.72 个百分点，依旧是 CPI 中最重要的上涨因素，其中猪肉上涨 38.9%，涨幅在上个月基础上进一步回落；粮食、鸡蛋、水产品、油脂价格涨幅接近的食品类价格的总涨幅；鲜菜价格下降 6.8%，影响价格总水平下降约 0.20 个百分点，相比起上个月鲜菜上涨 2.1%而言有较大降幅。

图 1: 食品价格带动 CPI 回落



资料来源：国家统计局，申万研究

图 2: 肉禽价格继续回落



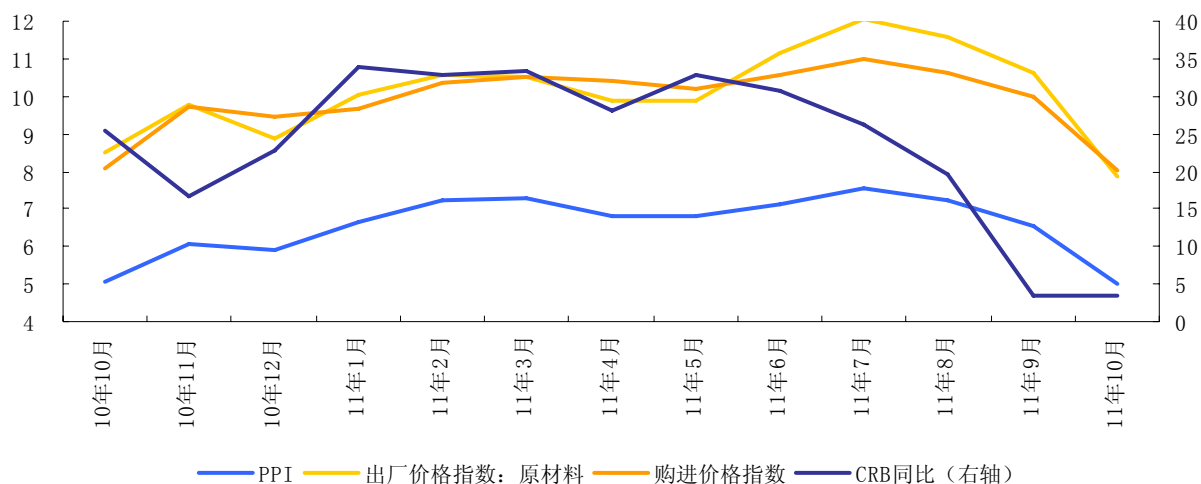
资料来源：国家统计局，申万研究

非食品价格上涨 2.7%，与我们的预测数据基本一致。其中居住类价格下的水电燃料价格上涨 3.5%，低于上月同比数据 0.6 个百分点；娱乐教育文化用品及服务类价格同比持平。

全国工业生产者出厂价格环比下降 0.7%，同比上涨 5.0%，涨幅明显低于此前我们预期的 5.8%；分项出厂指数中的；其中工业生产者分项指数中的生产资料指数降幅明显，比上个月同比数据低 1.9 个百分点。

PPI 涨幅的回落既有去年基数比较高的原因，也有大宗商品价格大幅度回落的原因。从生产资料中原材料价格指数来看，同比涨幅比上月下降 2.8 个百分点。此外生产者购进价格指数涨幅也明显下降，同比涨幅 8%，比上个月下降了 1.9 个百分点。从 CRB 指数来看，5 月开始同比增速出现下降趋势，最近两个月的增速都低于 4%，达到历史的低点。从滞后传导的角度看，CRB 指数回落的效果在未来一段时间内还继续对 PPI 增速回落起作用。

图 3：原材料出厂价格指数、购进价格指数随 CRB 指数回落



资料来源：CEIC，申万研究

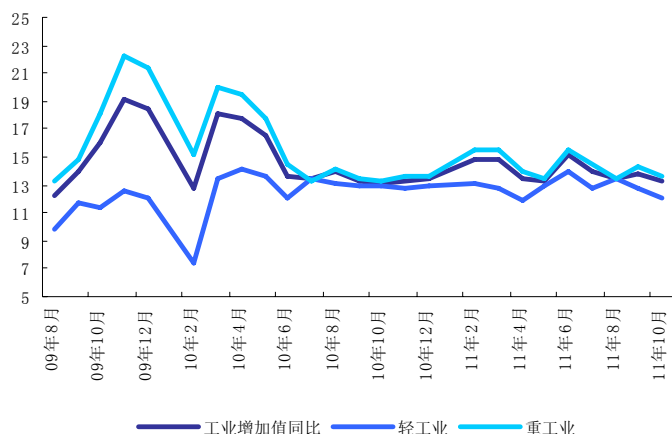
综合来看，CPI 和 PPI 双双回落，印证了我们前期关于通胀压力将逐渐缓解的判断，且随着大宗商品价格稳定，上游成本压力不断减轻，有助于未来几个月通胀的进一步缓解。

2. 生产消费缓慢回落，经济增长总体稳定

10 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 13.2%，比 9 月份回落 0.6 个百分点；社会消费品零售总额 16546 亿元，同比名义增长 17.2%，比 9 月份回落 0.5 个百分点。

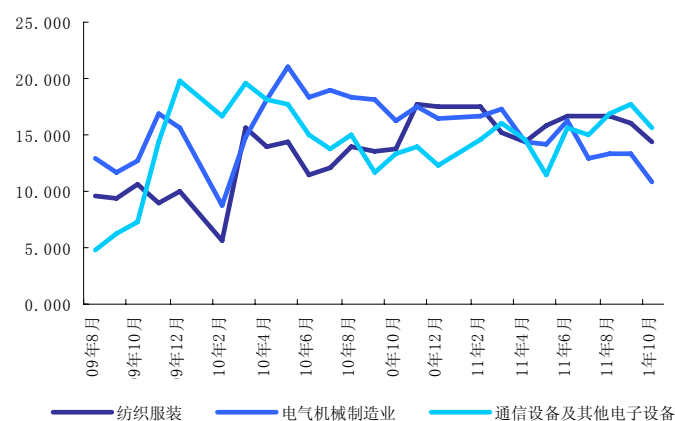
分工业类型看，轻工业同比 12.1%，比上个月下降 0.7 个百分点，重工业同比 13.7%，比上月下降 0.6 个百分点；分企业类型看，国有及国有控股企业增速比上个月下降 1 个百分点，股份合作企业同比增速比上月上升 1.8 个百分点，达到 17.3%。

图 4：工业增加值增速缓慢回落



资料来源：国家统计局，申万研究

图 5：当月增速下降较快的三个行业



资料来源：国家统计局，申万研究

分行业看，增速上升较大的行业主要是有色金属矿采选业、非金属矿采选业、其他采矿业、医药制造业等；增速下滑较大的行业主要有纺织服装、电气机械、通讯设备、仪器仪表等设备制造业。

表 2：增速变化较大的部分行业

	9月同比	10月同比
有色金属矿采选业	16.3	20.9
非金属矿采选业	21.7	23.6
其他采矿业	0.3	16.3
医药制造业	16.8	18.3
纺织服装、鞋、帽制造业	16.1	14.4
电气机械及器材制造业	13.3	10.8
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	17.7	15.6
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	16.5	14.3

资料来源：CEIC，申万研究

工业增加值同比缓慢回落，与当月 PMI 逐渐回落的趋势相一致。