

## 需求高于预期源自时滞还是稳定因素的积极变化？

——11 月份宏观数据点评

### 宏观报告

发布时间：2011 年 12 月 11 日

#### 投资要点：

- 本月重点关注：三驾马车增速一升两降，但总体需求超预期。
- 核心观点：（1）需求的稳定因素可能在增强，表现在消费的稳定、房地产投资的有限回落以及出口的高于预期增长；（2）消费结构变化或正在形成；（3）美国的稳定复苏有望稳定出口，失速风险或有望降低；（4）保障房的稳定作用正在体现，房地产投资或能避免断崖式下降。
- 进入四季度以来，市场对经济降速的担忧与日俱增。11 月份数据反映了经济降速的趋势不变，但降幅或许低于预期。原因在于需求因素中的积极变化。
- 三驾马车中投资增速基本符合预期，而消费和出口增速高于市场预期。那么究竟是时滞因素致需求下降未充分反映还是稳定的力量开始体现？
- 根据经验，房地产新开工面积的个位数增长意味未来近 1 年将处于下降通道；而消费也会在经济降速后 3-4 个季度明显反应；欧债危机导致出口仍可能在未来 1 季度内充分反应。时滞效应使得需求降速可能在未来一季度充分体现。
- 但是积极因素可密切关注，消费不降反升或预示结构变化正在形成，体现在：（1）乡村消费增速赶上并持平与城镇消费增速；（2）食品、服装等日常消费品维持高位，不像 08 年同样较大下降。
- 同样，降幅的修正来自于出口。11 月份出口增速也高于预期，原因在于：（1）美国复苏强于预期带来的对美出口的稳定回升，已连续 5 个月呈稳定回升；（2）新兴经济体的出口也比较稳定；（3）欧债危机并未导致对欧出口失速。
- 保障房的作用正在体现，2008 年的房市调整周期中从年中到 11 月份当月房地产投资增速下降了 30 个百分点，而当前仅为 15 个百分点，保障房的稳定作用正在体现。
- 如果上述的积极因素进一步确认，那么生产和经济的软着陆可能性提高，本月工业增加值的快速下降或许来自于强力去库存。而在积极因素作用下，或能避免降至个位数。

分析师：王国兵  
执业证书编号：S0550511110002  
TEL: (8621)6336 7000  
FAX: (8621)6337 3209  
Email: wanggb@nesc.cn  
地址：上海市延安东路 45 号 20 楼  
邮编：200002

## 主要事件:

2011 年 11 月份, 社会消费品零售总额 16129 亿元, 同比名义增长 17.3% (扣除价格因素实际增长 12.8%, 以下除特殊说明外均为名义增长)。

1-11 月份, 固定资产投资 (不含农户) 269452 亿元, 同比增长 24.5%, 增速较 1-10 月回落 0.4 个百分点, 其中, 11 月当月增长 21.2%。从环比看, 11 月份固定资产投资 (不含农户) 下降 0.19%。1-11 月, 全国房地产开发投资 55483 亿元, 同比增长 29.9%, 其中 11 月当月增长 20.1%。

11 月份, 规模以上工业增加值同比实际增长 12.4% (以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率), 环比增长 0.91%。

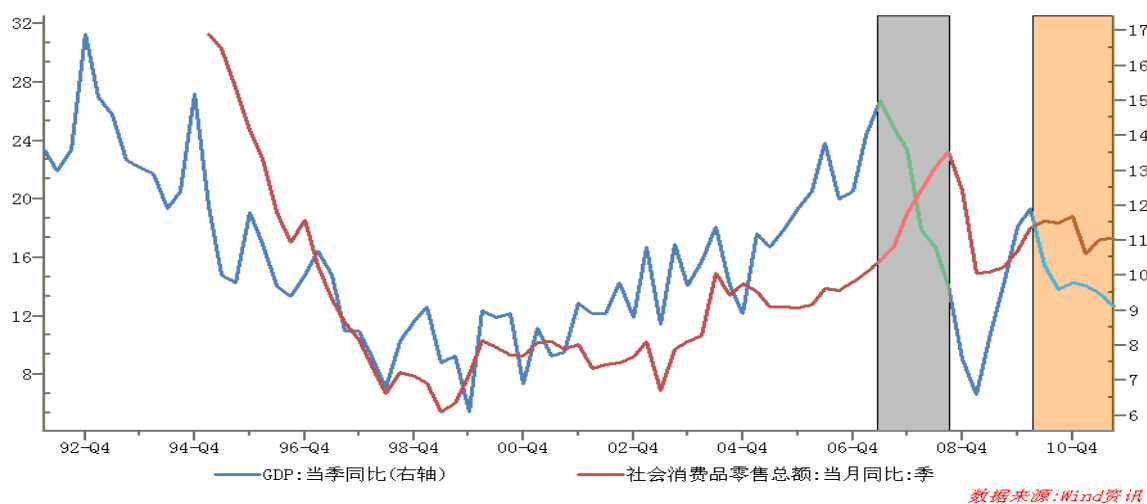
## 点评:

### 1、需求总体下行, 经济降速不可避免

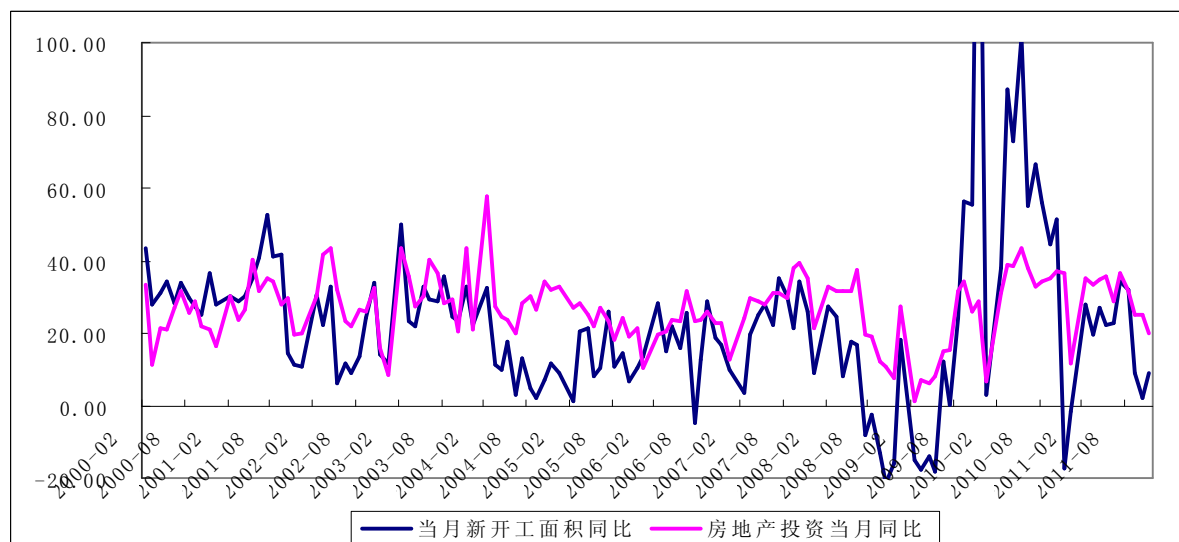
11 月份的总需求的三驾马车增速一升两降, 即消费增速回升, 而投资和出口增速继续下降。总需求总体下行, 这也导致生产增速继续放缓。而根据经验, 时滞效应将使得需求在未来一段时间内处于下降通道。

尤其是房地产投资、消费和对欧盟出口都还需要更长的时间。根据新开工的个位数增长意味未来近 1 年将处于下降通道; 而消费也会在经济降速后 3-4 个季度明显反应; 欧债危机导致出口仍可能在未来 1 季度内充分反应。时滞导致需求端相对稳定。

图 1: 经济增速下降将使得消费增速在未来 3-4 个季度内受到抑制



资料来源: wind, 东北证券

**图 2：新开工面积的大幅度减少意味未来房地产投资处于下行通道**

资料来源：wind，东北证券

## 2、消费不降反升或反映了消费结构的变化

2011 年 11 月份，社会消费品零售总额 16129 亿元，同比名义增长 17.3%，实际增长 12.8%，而环比增长 1.27%，略有下降但总体稳定。

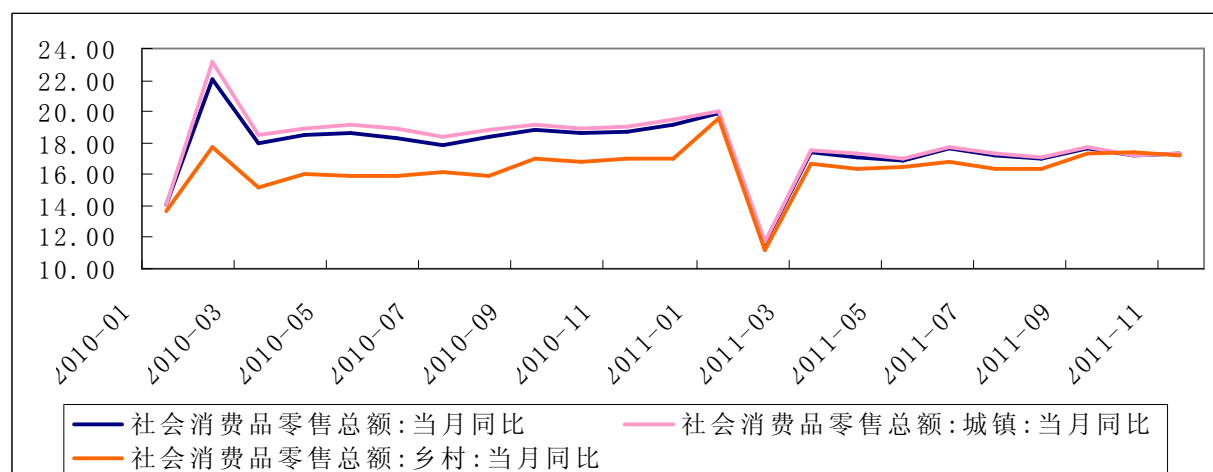
显然，消费增速高于市场预期的 16.8%（Wind 一致预期），消费的持续稳定一方面源自于消费本身的粘性，另一方面或来源于消费结构的变化。市场期待的消费周期可能有望再次来临。

消费增速有可能正在演变结构变化的理由是：

（1）乡村消费增速赶上并持平与城镇消费增速。根据统计局数据，1 月份，城镇消费品零售额 13969 亿元，同比增长 17.3%；乡村消费品零售额 2160 亿元，增长 17.2%。对比 2010 年以来，我们可以发现，乡村的消费增速与城镇消费增速的差距明显缩小，而在 2011 年的 9、10、11 月份，乡村消费增速赶上并超过城镇消费增速。国家最低工资标准的连续提高和农村医疗保障的完善可能开始释放农村的消费。

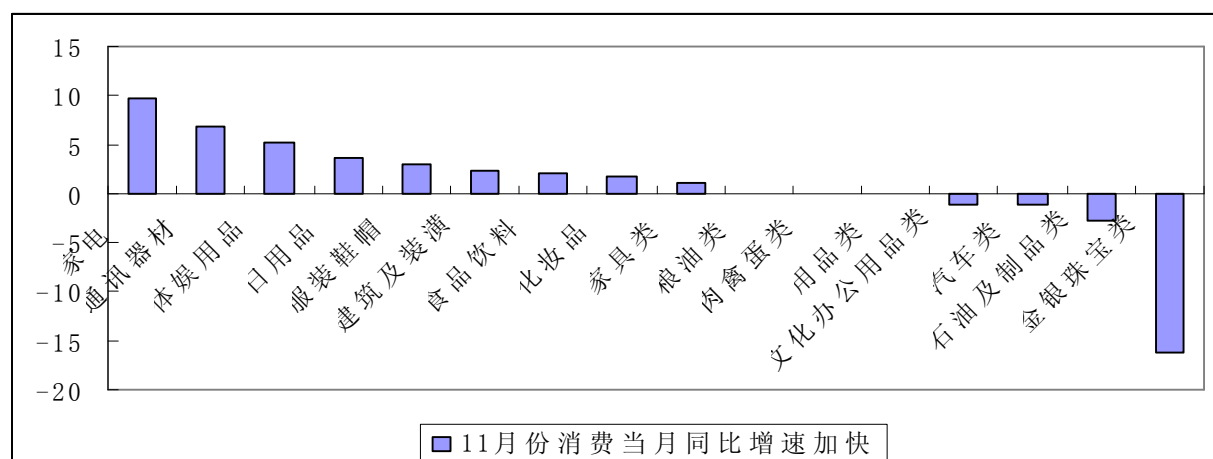
（2）食品、服装等日常消费品维持高位，不像 08 年同样较大下降。11 月消费的高增长明显受到家电、通讯、日用品、食品和服装等消费的带动。其中，家电增速提高 9.7 个百分点。而这些日常消费品的增速在 2011 年保持了持续的增长。对比 2008 年的下降周期，当时的家电、食品和日用品都出现了较大幅度的下降。

图 3：乡村消费增速赶超城镇或预示消费结构正在变化



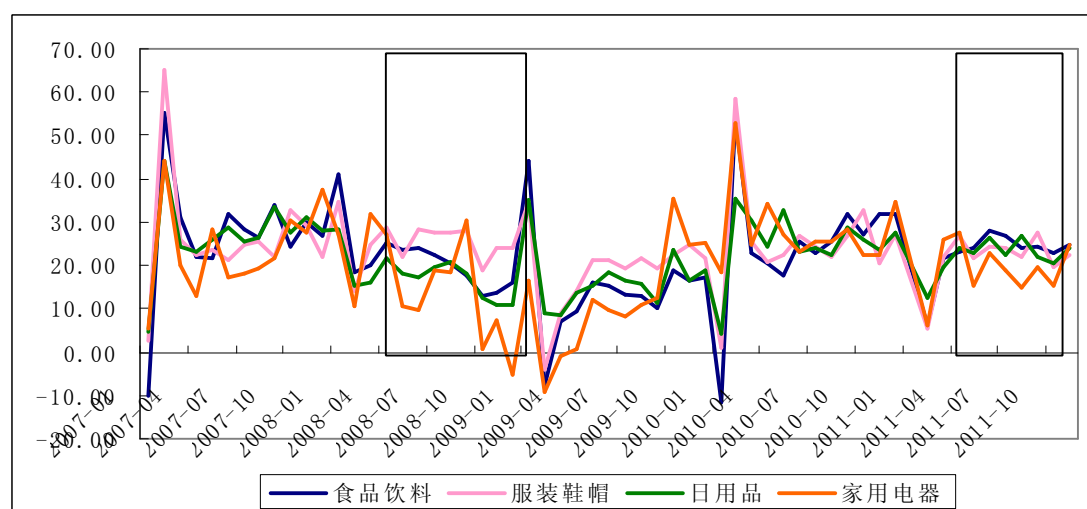
资料来源：wind，东北证券

图 4：11 月份消费增速明显受到家电、日用、食品等拉动



资料来源：wind，东北证券

图 5：不同于 2008 年，当前日常消费增速稳定



资料来源：wind，东北证券

### 3、投资明显下降，但保障房的稳定作用正在体现

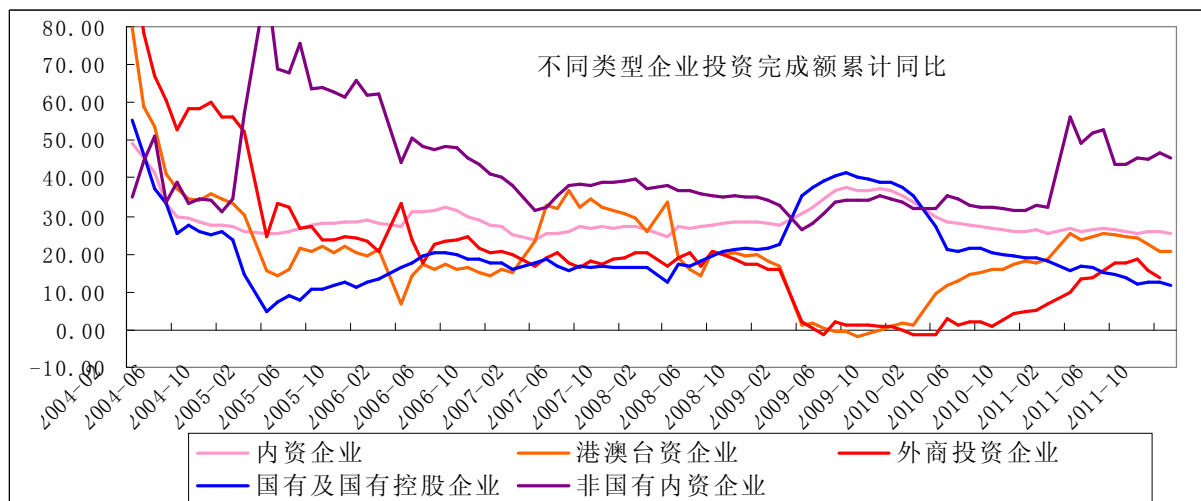
2011年1-11月份，固定资产投资（不含农户）269452亿元，同比增长24.5%，增速较1-10月回落0.4个百分点，其中，11月当月增长21.2%，环比下降0.19%。投资出现了明显的下降。

显然，从城镇投资和房地产投资仍处于较大的调整周期。外资、民营企业、地方投资和第一、三产业的当月投资都出现了明显回落。

而房地产投资的降速也非常明显，1-11月房地产投资同比增长29.9%，其中11月当月增长20.1%。而全国房地产开发景气指数为99.87。

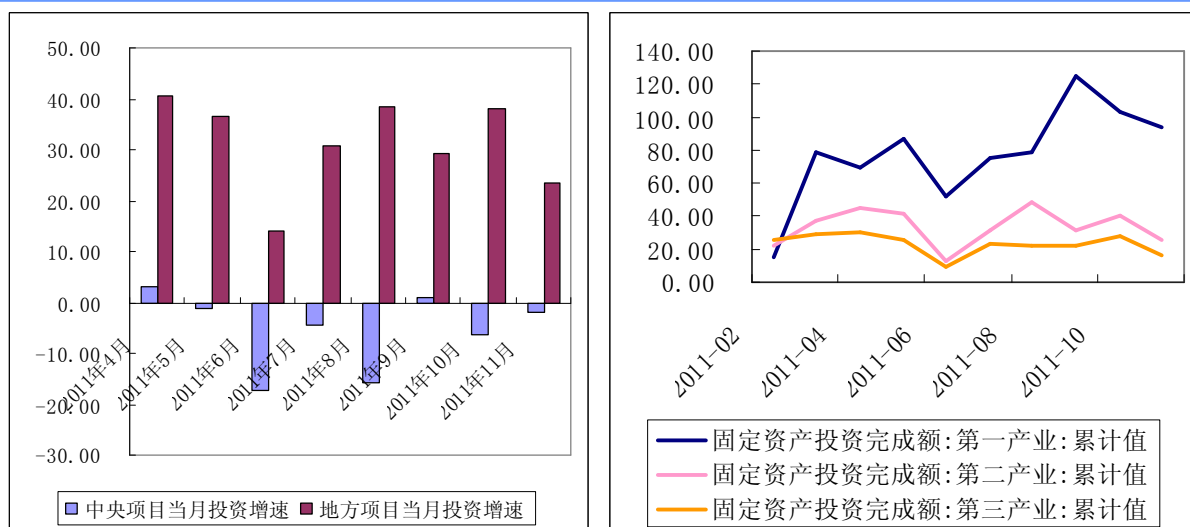
但是考察下半年的走势，房地产开发投资增速要明显好于2008年的周期，几乎相同的时间开始的调整，当时从年中到11月份增速下降30个百分点，而当前仅为15个百分点，且新开工面积当月环比上升，保障房的稳定作用正在体现。

图6：外资、非国企等投资降速明显，民营投资积极性下降



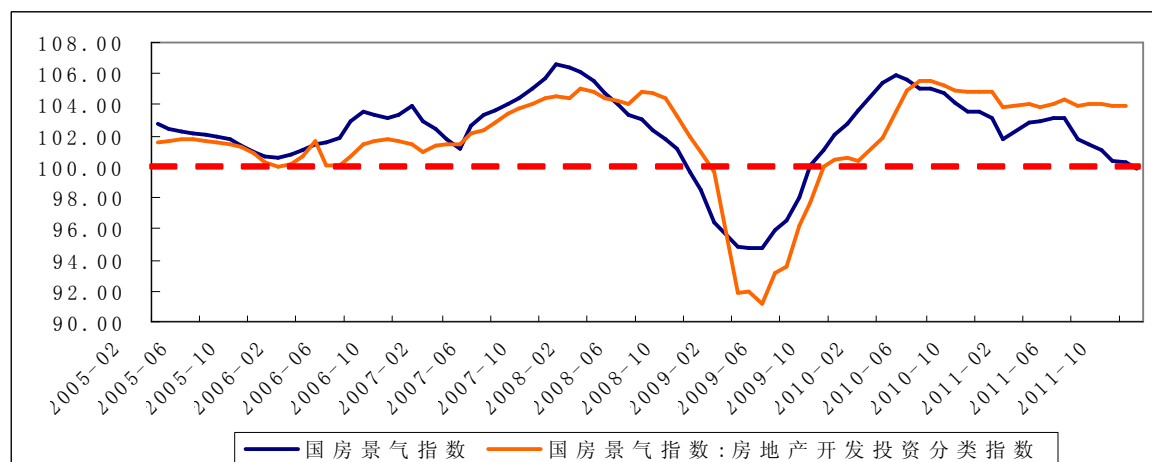
资料来源：wind，东北证券

图7：地方投资和三次产业投资明显下降



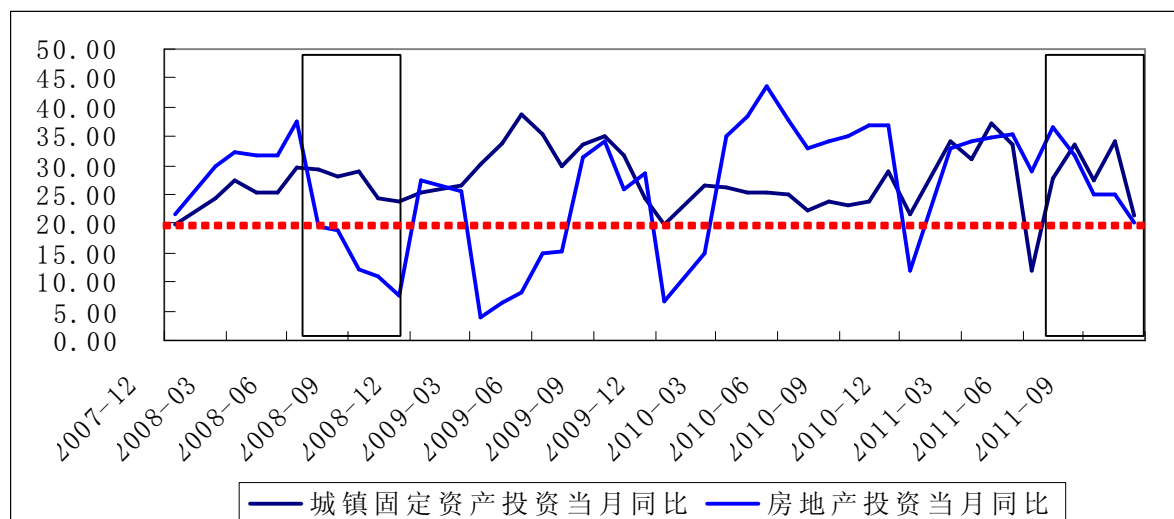
资料来源：wind，东北证券

图 8: 国房景气指数危机后首次跌入 100 下, 房地产调整才开始



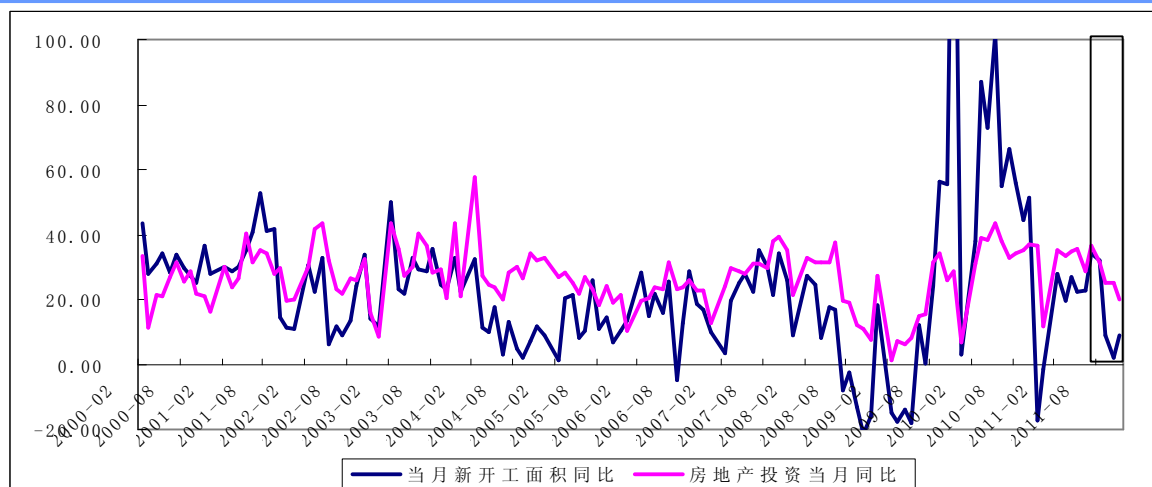
资料来源: wind, 东北证券

图 9: 不同于 2008 年的调整周期中投资增速的快速回落, 当前回落有限



资料来源: wind, 东北证券

图 10: 11 月房地产新开工面积有所回升



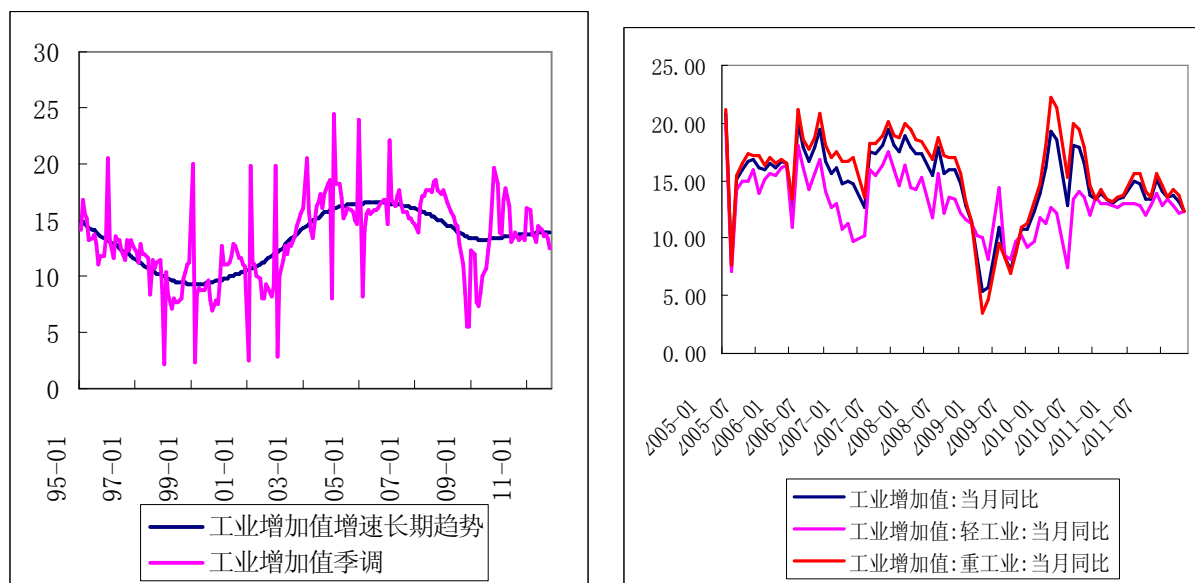
资料来源: wind, 东北证券

#### 4、生产去库存压力大，若需求积极变化确认，或能避免失速

2011年11月份，规模以上工业增加值同比实际增长12.4%，比10月份回落0.8个百分点。但环比增长0.91%，比上月加快0.03个百分点。

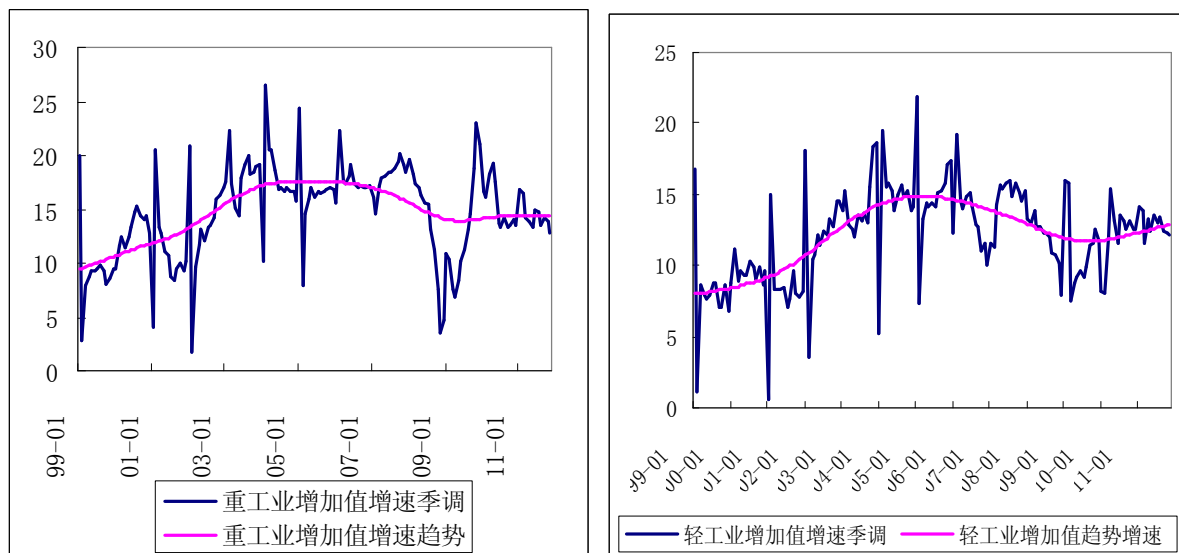
显然从环比增速看，生产并未失速。我们认为主要是企业前期的高库存下的主动减产。如果上述的积极因素进一步确认，那么生产和经济的软着陆可能性提高，本月工业增加值的快速下降或许来自于强力去库存。而在积极因素作用下，或能避免降至个位数。

图 11：工业增加值加快回落，季调后增速回落明显



资料来源：wind，东北证券

图 12：季调后重工业增速下降速度快于轻工业



资料来源：wind，东北证券

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。

### 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。