

经济继续减速，通胀显著下行

——11 月宏观经济数据点评

高善文¹ 高伟栋²

2011 年 12 月 12 日

11 月份经济增长继续减速，通货膨胀显著下行。未来一段时期内经济是否企稳回升，取决于基建投资和其它投资的走势以及消费增速是否已经触底。流动性层面，仍未有广谱指标和证据层面的启示，我们认为可能仍需看得更谨慎一些。

一、经济增长继续减速

一）工业增长动量不强，同比增速下降

11 月份工业增加值同比增速 12.4%，较 10 月份回落 0.8 个百分点，突破此前几个月 13-14% 的波动区间，为今年以来同比增速的最低点（图 1）。

代表性产品中，钢材、水泥产量跌幅较深，分别下降 5.6、5.3 个百分点，发电量同比增速回落 0.8 个百分点。工业同比的减速、代表性产品产量的下跌同 PMI 数据、房地产开发投资以及草根层面的证据是一致的。

二）第二产业投资小幅提速，第三产业投资下降明显

¹ 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

² 宏观分析师，gaowd@essence.com.cn，S1450511080002，010-66581626

支出法数据层面，固定资产投资当月同比增速 21.2%，回落 3.7 个百分点，在价格指数下行、房地产投资减速背景下，固定资产投资的下降在预期之内（图 2）。分行业来看，第二产业的投资实际上小幅提速 1 个百分点，第三产业投资下降 7.5 个百分点。第三产业投资的下降是整体投资下行的主要原因。

制造业投资当月下降 1.7 个百分点，绝对水平目前仍然维持 30%以上。（图 3）

基建投资中，铁路运输业固定资产投资同比增速依然为负，但降幅较 10 月份有所收窄；公路建设投资在 10 月份首现负增长，11 月份水平依然不高（图 4、图 5）。基建投资项目的下降，与本轮宏观调控有关，同时其背后也反映了在度过金融危机、经济正常化以后整个经济对 4 万亿项目的重新评估，尽管在危机期间 4 万亿项目对于提振信心、促进经济反转起到了重要作用。未来一段时期内，发挥项目的商业效应、理顺与此相关的债务和信贷，仍然是基建类固定资产投资面临的重要问题。

房地产开发投资当月下降 4.5 个百分点。房地产业商品房新开工面积、销售面积当月增速在 10 月份较低水平上有所反弹，但绝对水平依然较低。考虑到房地产行业较大的存货压力，未来一段时期内即使需求层面有所改善，供过于求的基本态势较难改变，房地产开发投资也将受到抑制，并处于较低水平（图 6）。

就未来一两个季度的投资增速而言，地产投资可能仍将延续既有的下降态势，基建投资的增速可能会逐渐稳定下来；制造业投资如果出现下降，其幅度可能相对温和。进一步考虑到投资价格指数的回落，整体投资同比可能会经历一段时期的减速。

三）消费可能触底回升并利于经济趋稳

11 月份社会消费品零售名义增速 17.3%，较 10 月份上升 0.1 个百分点。

考虑到价格指数的快速下行，剔除 RPI 以后的实际增速为 12.8%，较 10 月份上升 1.5 个百分点，为 8 月低点以后连续第 3 个月增速上升。就消费实际增速的月度波动而言，11 月份的回升幅度是较为明显的。

限上企业商品零售名义同比增速小幅下降 0.1 个百分点。分商品来看，汽车消费、石油制品消费分别下降 1.2 个、2.8 个百分点；家电类消费增速提升了 9.7 个百分点，幅度较大。另外体量较大的食品饮料、纺织服装消费的增速在通胀下行背景下分别上升 2 个、3 个百分点。

对于未来一段时期内的消费，在价格水平回落背景下，名义同比增速仍将受到影响，但实际增速可能正在触底。自去年底宏观调控以来消费实际增速可能经历了较为显著的下降，然而消费的下降更多地与过去的两年多时间里家电、汽车等领域的刺激性消费政策导致的居民消费行为提前有关系。尽管收入与消费层面的数据有一些瑕疵，但综合统计局入户调查的城乡人均实际收入累计同比、城乡人均消费支出数据、反映低端劳动力就业市场状况的 CPI-家庭服务与加工维修服务以及社会消费品零售数据来看，我们倾向于认为本轮调控中，就业层面以及低端劳动力收入层面受到的影响看起来并不明显（图 7、图 8、图 9、图 10）。接下来的一两个季度内如果消费能够稳定甚至回升，将对经济的趋稳起到重要的支撑作用。

四）出口形势不容乐观，贸易顺差继续收窄

实际出口的下降实际上自去年年中已经开始，季度实际出口的增速可能已经到了个位数的水平（图 11）。11 月份出口同比 13.8%，连续第三个月下行；进口

同比增速 22.1%，维持相对较强态势，贸易盈余同比继续收窄。在美国经济反弹势头不确定、欧洲依然深陷债务泥潭的背景下，出口形势依然不容乐观。

五）经济企稳回升关键在投资与消费走向

综合生产法和支出法的数据来看，经济同比下滑的趋势是明显的。未来一段时间中国经济可能仍然延续既有的下滑态势，同比增速的低点可能会出现在明年 1 季度左右，底部可能在 8.0% - 8.5% 附近。经济是否企稳回升取决于基建投资、制造业投资、房地产投资和其它投资的走向，以及消费是否出现回升。在这一过程中，对出口的下降风险要有清醒的认识，对消费的走势要有一定预期。

二、通胀明显下行，存准下调可能标志政策转向

通货膨胀层面，11 月份 CPI 同比增长 4.2%，环比下降 0.2%；PPI 同比增速 2.7%，环比下降 0.7%。（图 12）

通货膨胀的回落符合之前预期的路径。其中，CPI 同比的显著回落主要由于食品领域的较快幅度下降。结合内外需求以及通胀回落趋势，未来两个季度内 CPI 将继续下行，低点可能在明年年中附近。PPI 的回落幅度超出市场预期，与工业同比的下行、钢材、水泥、化工等行业需求的下降结合起来看，表现较为一致，一定程度上受到了内需不强的影响。

过去的两个月内，随着经济的趋势下行、通胀的明显回落，政策逐渐地从紧缩转入观察再经历试探性放松，我们认为最终 11 月 30 日的存准下调，可能是政策正式转向的标志，具有很强的信号意义。

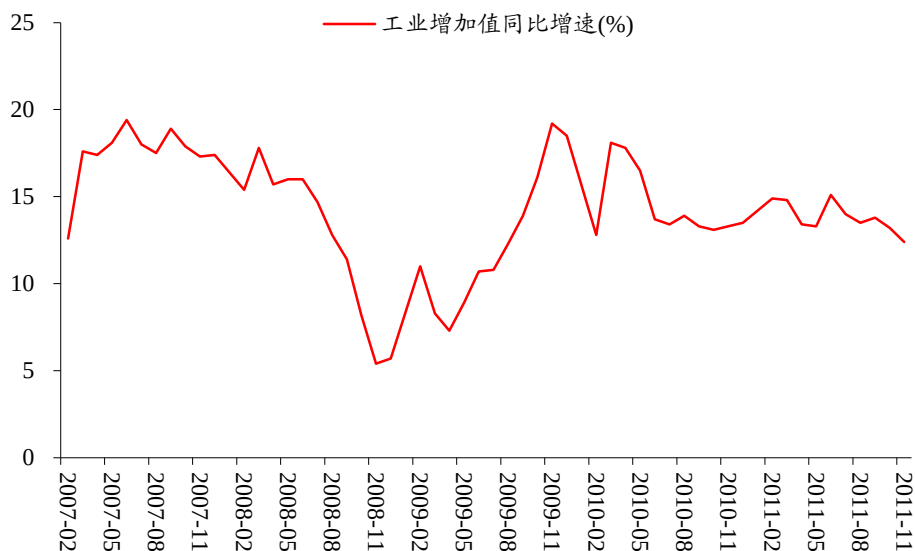
在存准下调、电价上调以及其它一系列调整之后，可能还会有进一步的政策，

比如通过有选择地让部分 4 万亿停工项目重新上马、基建投资的走稳来对冲经济的下行风险。接下来的关注点和不确定性在于房地产政策是否调整以及如何调整，虽然不是近期但未来有可能出现一些微调。

三、流动性层面仍需谨慎

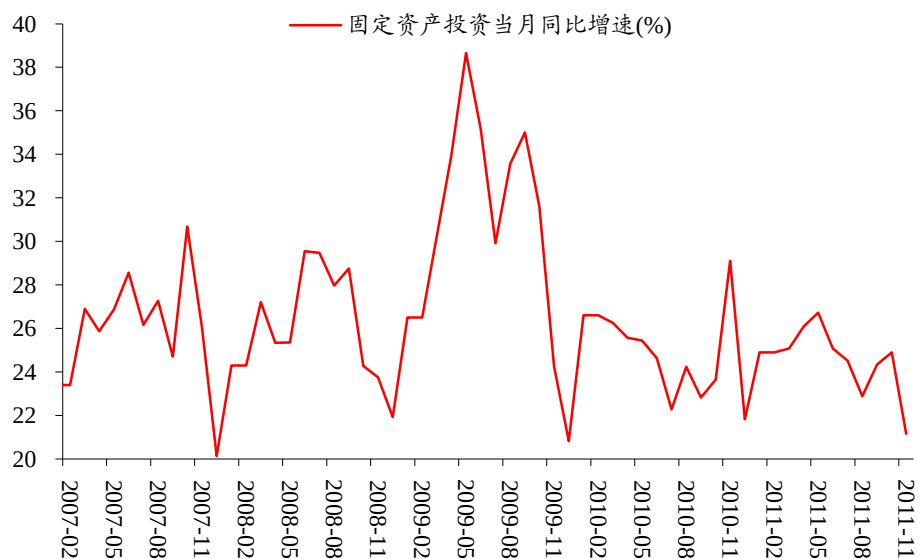
就流动性而言，存准的下调进一步恢复了银行间市场的流动性，但实体经济的流动性是否转折取决于银行存贷比的限制及银行体系的放贷意愿，外汇占款的进一步走势也将对实体经济流动性产生重要影响。流动性需求的趋势性下降是大概率事件，然而迄今仍然没有广谱指标和证据层面的启示。对于流动性平衡的转折，我们认为仍需看得更谨慎一些。

图1：工业增加值同比增速(%)



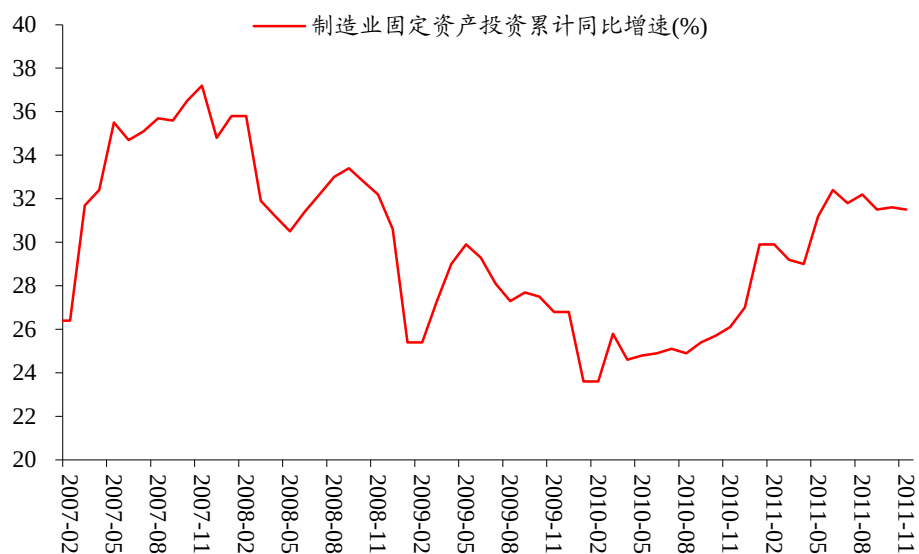
数据来源：CEIC，安信证券

图2：固定资产投资当月同比增速 (%)



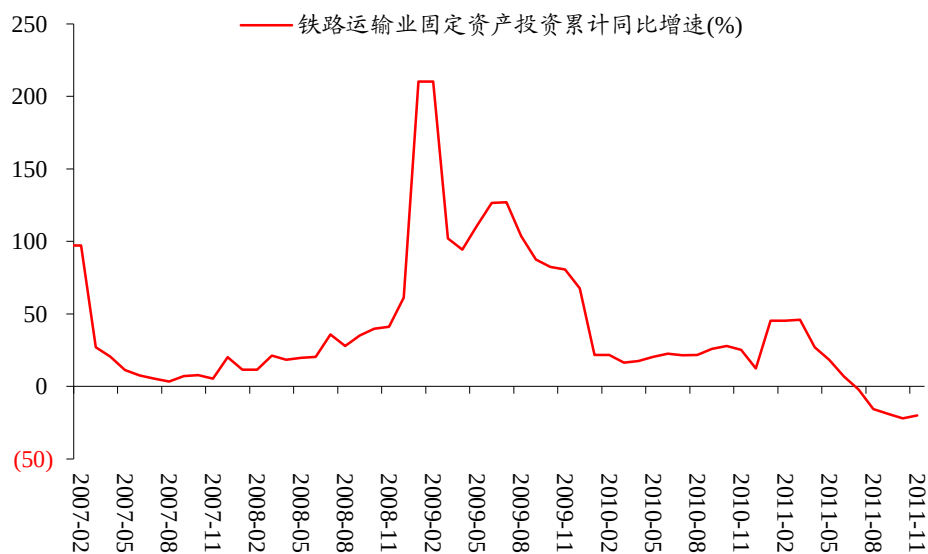
数据来源：CEIC，安信证券

图3：制造业固定资产投资累计同比增速 (%)



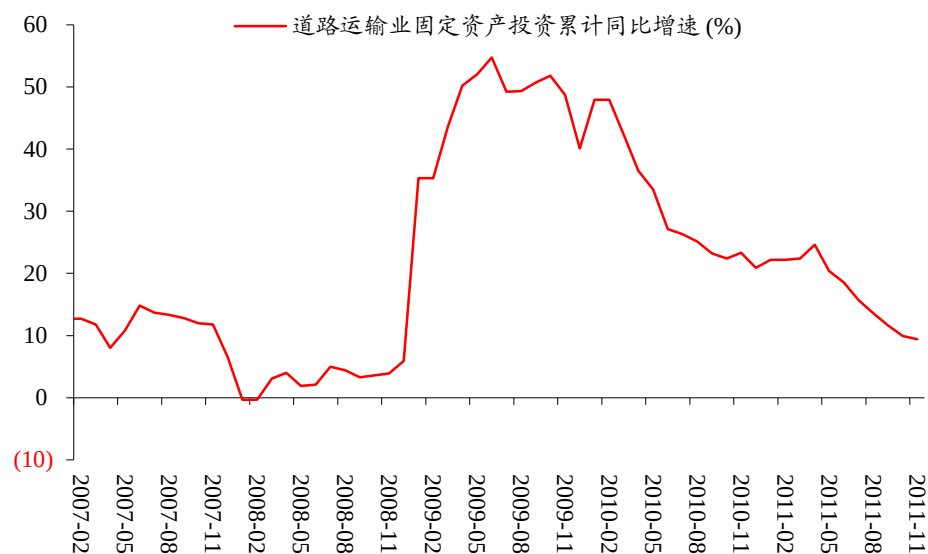
数据来源：CEIC，安信证券

图4：铁路运输业固定资产投资累计同比增速 (%)



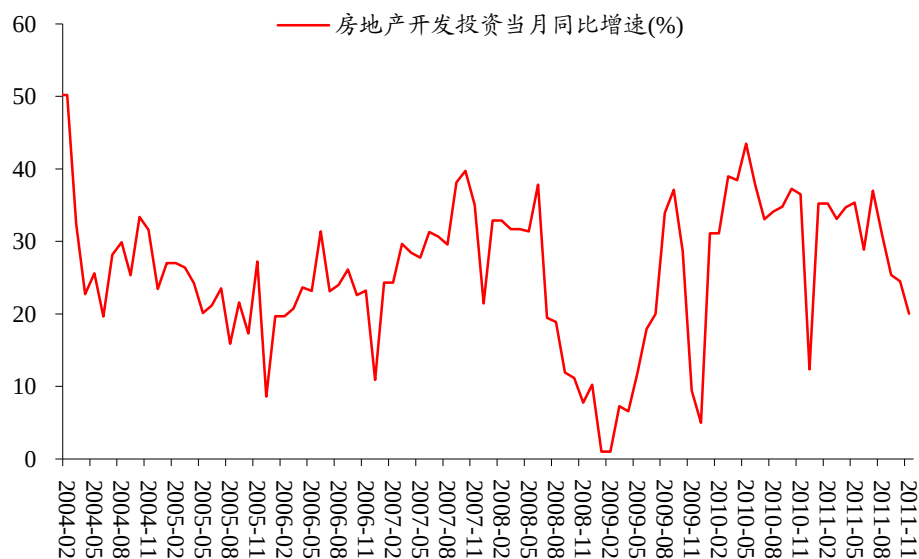
数据来源：CEIC，安信证券

图5：道路运输业固定资产投资累计同比增速 (%)



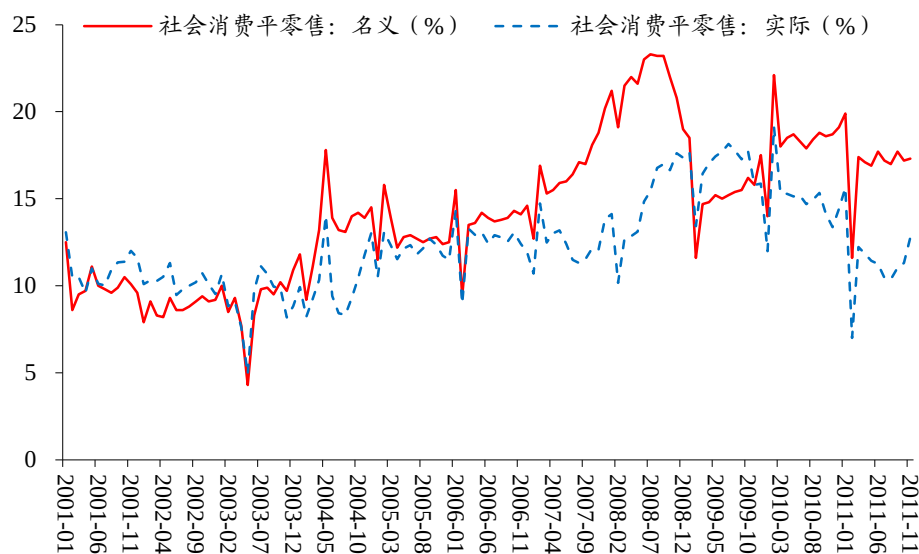
数据来源：CEIC，安信证券

图6：房地产开发投资当月同比增速 (%)



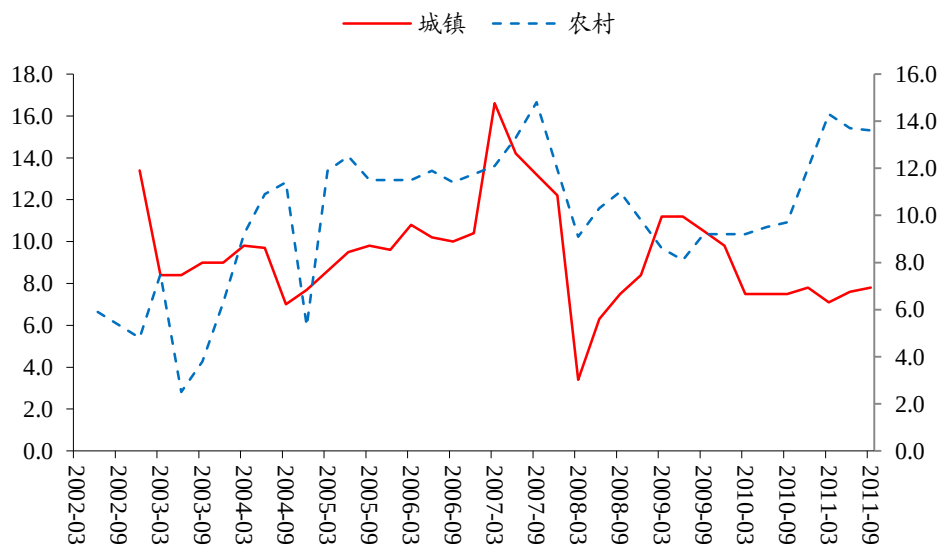
数据来源：CEIC，安信证券

图7：社会消费品零售同比增速 (%)



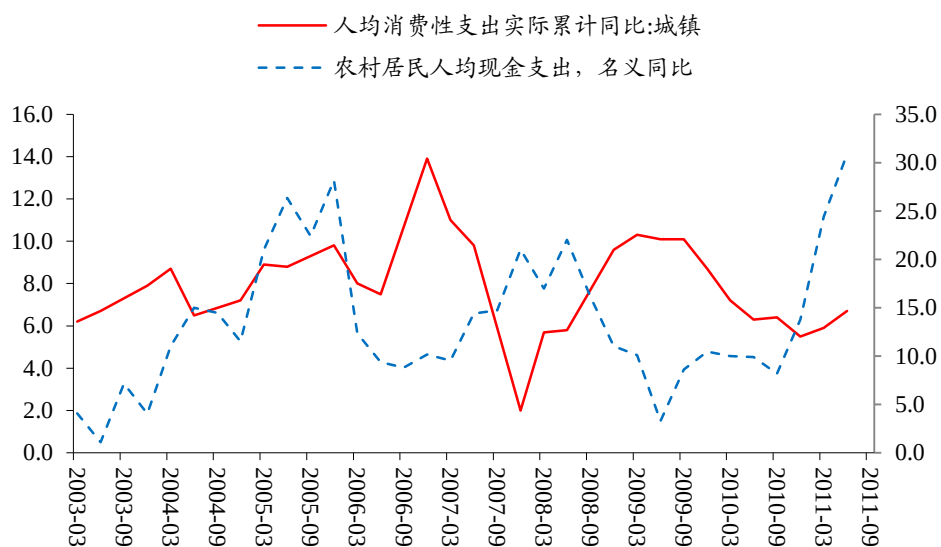
数据来源：CEIC，安信证券

图8：居民人均可支配收入实际累计同比(季，%)



数据来源：CEIC，安信证券

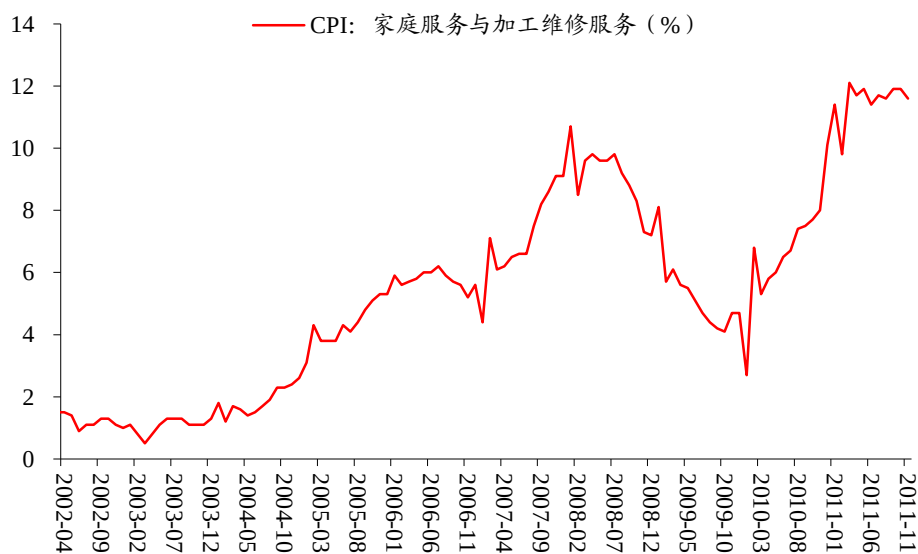
图9：居民人均消费支出同比（季，%）



数据来源：CEIC，安信证券

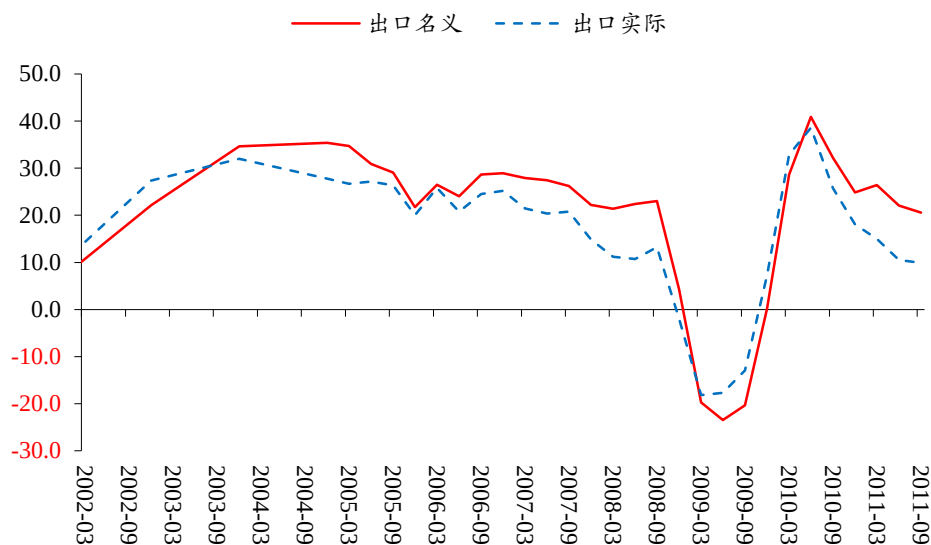
注：农村居民人均现金支出名义同比为简单测算数据，仅供参考

图10：CPI 家庭服务与加工维修服务 (%)



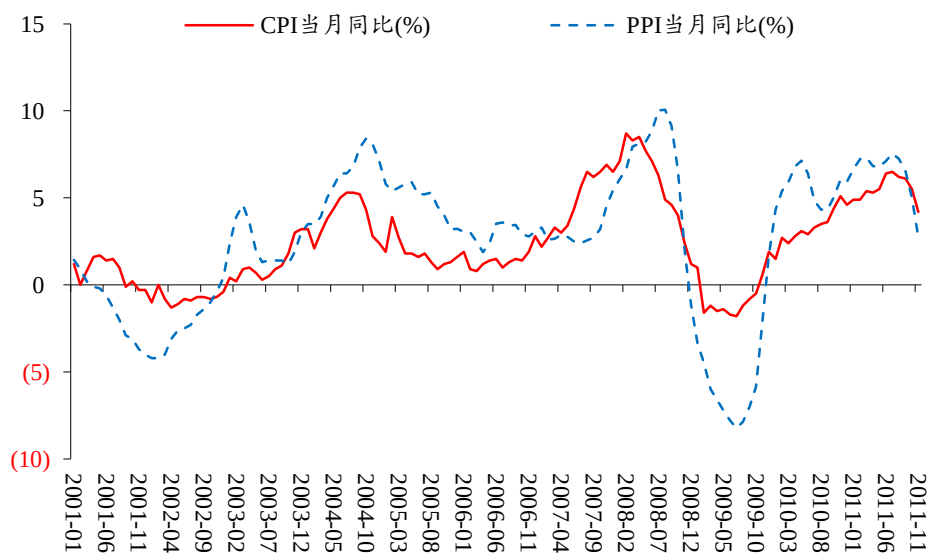
数据来源: CEIC, 安信证券

图11: 出口增速 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

图12: 通货膨胀 (%)



数据来源：CEIC，安信证券

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士、中国人民银行研究生部博士。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

莫倩，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学硕士。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

高伟栋，宏观分析师，北京大学理学学士、经济学硕士。2009 年 7 月加盟安信证券研究中心。

尤宏业，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学双学士。2008 年 5 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

高善文、高伟栋分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	黄方禅	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034