

2011 年 12 月 12 日

经济处于衰退阶段，政策以稳为主

——2011 年 11 月经济数据分析

相关研究

经济从滞胀到衰退，政策暂
宜微调应对—2011 年 10 月份
经济数据分析
2011-11-10

通胀回落趋势确立 政策转
松有待数据—2011 年 9 月份
物价及金融数据分析
2011-10-17

上调全年 CPI 涨幅至
5.5%—2011 年 8 月份主要经济
数据及政策分析
2011-09-12

外围动荡 政策或进入观察
期—2011 年 7 月份主要经济
数据及政策分析
2011-08-10

CPI 如期创新高，7 月通胀压
力仍大—2011 年 6 月 CPI 与
PPI 数据分析
2011-07-12

通胀继续上行 政策仍需应
对—2011 年 5 月份主要经济数
据分析
2011-06-15

通胀处于高位 经济调整明
显—2011 年 4 月份主要经济数
据分析
2011-05-12

证券分析师

孟祥娟 A0230511090004

mengxi@swsresearch.com

021-23297396

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

021-23297327

联系人

陈果

(8621)23297818-7336

chenguo@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：

11 月经济数据呈现通胀加速回落、经济加速回落的格局，当前经济处于衰退阶段。从中央政治局会议内容看，明年工作重点是“处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者之间的关系”，预计 12 日召开的中央经济工作会议也将维持这样的基调。

原因及逻辑：

- CPI 加速回落，通胀压力继续缓解。11 月 CPI 为 4.2%，其中食品和非食品价格涨幅分别为 8.8%和 2.2%，分别比上月回落 3.1 和 0.5 个百分点。11 月 CPI 环比为-0.2%，低于 2001-2010 年平均 0.2%的水平，已经连续四个月低于历史平均涨幅，显示通胀压力已明显缓解。非食品中，居住价格涨幅比上月回落 1.4 个百分点，是带动非食品价格涨幅回落的主要原因。食品中的所有项目均呈现同比涨幅趋缓的走势，尤其以猪肉、蛋类和油脂最为明显。预计 12 月份的 CPI 为 4%左右，2011 年 CPI 为 5.5%左右；明年 1 月，因春节错位影响，预计 CPI 比今年 12 月有所提升，但之后将重新进入下降轨道，2012 年全年预计为 3.2%左右。
- 11 月份 PPI 为 2.7%，比上月大幅回落 2.3 个百分点，从侧面印证了经济的加速下滑。截至 11 月，PPI 季调环比年率已经连续 4 个月为负。PPI 季调环比年率领先同比增速，由此推测 PPI 同比将继续回落。2011 年 PPI 涨幅预计为 6.5%左右，预计 2012 年回落至 2.5%左右。
- 房地产投资增速的回落是带动固定资产投资增速回落的主因。11 月当月固定资产投资增速为 21.2%，比上月回落 3.7 个百分点。其中第三产业投资增速为 22.4%，比上月大幅回落 0.9 个百分点；11 月单月房地产投资增速为 20%，比上月回落 4.5 个百分点，呈现加速下滑。根据测算，房地产销售面积增速领先房地产投资增速 5-7 个月，未来房地产投资增速将继续回落。
- 与房地产相关的产品销售好于预期，是带动消费表现超预期的主因。11 月限额以上企业零售数据中，与房地产销售相关的家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类、家具类销售增速均比上月有所提高。随着房地产销售的回落，此类产品销量预计将下降。汽车销售增速继续下滑，相应的石油制品销售增速也有所回落。而日常消费品如服装鞋帽针纺织品类、食品饮料烟酒类等销售增速基本稳定。
- 受需求疲弱影响，工业增加值增速持续回落。根据工业增加值计算的产出缺口，已经连续 5 个月为负，显示经济处于持续下滑过程。本月工业增加值增速回落的原因：第一，重工业增速的下滑是主因。第二，从行业看，除纺织业、化学原料及化学制品制造业、交通运输设备制造业和电气机械及器材制造业的增加值增速比上月小幅提升外，其余主要行业的增加值增速均回落。最后，从产品产量看，水泥、钢材和汽车的产量增速都呈现大幅回落，发电量增速也回落了 0.8 个百分点。
- 随着通胀和经济的加速回落，宏观调控的重点已经从控通胀转向稳增长。从中央政治局会议内容看，明年工作重点是“处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者之间的关系”，预计 12 日召开的中央经济工作会议也将维持这样的基调。

11 月经济数据呈现通胀加速回落、经济加速回落的格局，当前经济处于衰退阶段。从中央政治局会议内容看，明年工作重点是“处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者之间的关系”，预计 12 日召开的中央经济工作会议也将维持这样的基调。

表 1:2011 年 11 月主要经济数据预测

公布日期	项目	申万预测	实际公布	上期	上上期	去年同期
12 月 9 日	11 月工业品出厂价格涨幅%	3.4	2.7	5	6.5	6.1
12 月 9 日	11 月 CPI 涨幅%	4.4	4.2	5.5	6.1	5.1
	11 月份出口增速%	7.7	13.8	15.9	17.1	34.9
12 月 10 日	11 月份进口增速%	15.9	22.1	21.6	20.9	37.7
	11 月贸易顺差亿美元	140	145.2	170.3	145.1	228.9
	11 月 M2 增速%	12.6		12.9	13	19.5
	11 月 M1 增速%	7.8		8.4	8.9	22.1
	11 月 M0 增速%	11.5		11.9	12.7	16.3
	11 月各项贷款余额增速%	15.5		15.9	16	19.4
12/11-15	11 月人民币贷款余额增速%	15.4		15.8	15.9	19.8
	11 月份新增人民币贷款亿元	5600		5868	4700	5640
	11 月各项存款余额增速%	13.5		13.4	13.9	19.4
	11 月人民币各项存款余额增速%	13.5		13.6	14.2	19.6
	11 月居民储蓄存款余额增速%	11.5		11.5	12.4	15.6
12/14-17	1-11 月实际利用外资增速%	12.8		15.86	16.6	17.7
12 月 9 日	1-11 月份工业增速%	14	14	14.1	14.2	15.8
12 月 9 日	1-11 月固定资产投资增速%	24.7	24.5	24.9	24.9	24.9
12 月 9 日	1-11 月社会消费品零售总额增速%	17	17	17	17	18.4

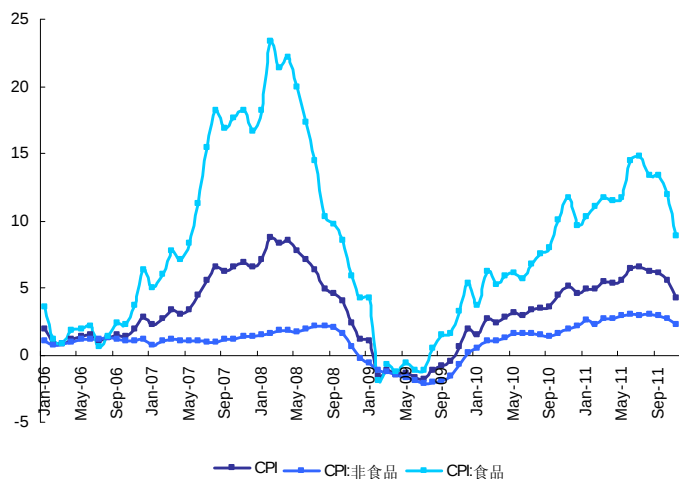
资料来源：申万研究

1、物价加速回落

11 月份 CPI 为 4.2%，比我们的预测值略低 0.2 个百分点，食品和非食品价格涨幅分别为 8.8%和 2.2%，分别比上月回落 3.1 和 0.5 个百分点。

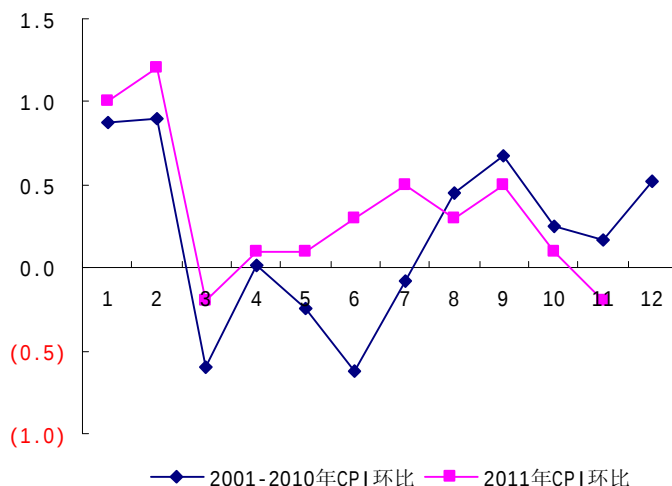
9 月份 CPI 环比下降 0.2%，低于 2001-2010 年平均 0.2%的环比涨幅，已经连续四个月低于历史平均涨幅，显示通胀压力已经明显缓解。

图 1: 11 月食品和非食品价格双双回落



资料来源：国家统计局，申万研究

图 2: 2011 年 11 月份环比低于 2001-2010 年均值



资料来源：国家统计局，申万研究

从公布的非食品价格涨幅看，居住、衣着、家庭设备用品及维修服务、医疗保健和个人用品、交通通信的价格涨幅均比上月回落，其中居住价格涨幅回落 1.4 个百分点，是带动非食品价格回落的主要原因。

表 2: 2011 年 10-11 月份的 CPI 及其细项的同比

项目	2011 年 11 月	相比 10 月变化
居民消费价格指数	4.2	-1.3
居民消费价格指数: 食品	8.8	-3.1
居民消费价格指数: 非食品	2.2	-0.5
居民消费价格指数: 烟酒及用品	3.8	0.1
居民消费价格指数: 衣着	3.5	-0.2
居民消费价格指数: 家庭设备用品及维修服务	2.9	-0.2
居民消费价格指数: 医疗保健和个人用品	3.2	-0.3
居民消费价格指数: 交通和通信	0.5	-0.3
居民消费价格指数: 娱乐教育文化用品及服务	0.1	0.1
居民消费价格指数: 居住	3.0	-1.4

资料来源：CEIC，申万研究

食品价格环比下降 0.8%，低于 2001-2010 年平均 0.3% 的环比涨幅，已经连续四个月维持该格局，显示食品价格上涨压力已经大大缓解。

从同比涨幅看，食品中猪肉、蛋、油脂、鲜菜、粮食、水产品、干鲜瓜果的涨幅都呈现回落走势。和此前的预测一致，蔬菜价格虽然在 11 中下旬呈现环比上涨走势，但是仍呈现同比下降。受此前生猪存栏增加、进口猪肉上市及因天气原因导致南方需求旺季迟迟不来等因素的影响，猪肉价格持续回落，同比涨幅在 6 月份达到高点后已经连续 5 个月回落，进入 12 月，随着气温的下

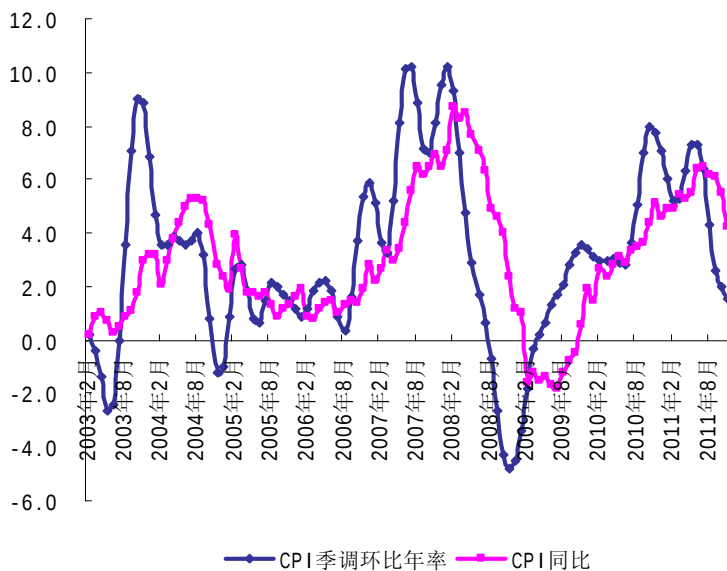
降，南方做腊肉需求启动，猪肉价格止跌回升，预计在春节前都将保持升势，但是预计同比涨幅将低于此前高点，猪价反弹对CPI的拉升的有限。

表 3:2011 年 10-11 月份 CPI 细项的同比涨幅及变动

项目	2011-10	2011-11	11 月相对 10 月变化
食品	11.9	8.8	-3.1
食品:肉禽及其制品:猪肉	38.9	26.5	-12.4
食品:蛋	12.6	4.4	-8.2
食品:油脂	15.8	8.9	-6.9
食品:肉禽及其制品	26.1	19.6	-6.5
食品:菜:鲜菜	-6.8	-11	-4.2
食品:粮食	11.6	8.9	-2.7
食品:水产品	12.4	10.8	-1.6
食品:干鲜瓜果:鲜瓜果	11.1	10.8	-0.3
烟酒及用品	3.7	3.8	0.1
烟酒及用品:烟草	0.4	0.4	0
烟酒及用品:酒	8.7	9.1	0.4
衣着	3.7	3.5	-0.2
衣着:服装	4	3.6	-0.4
医疗保健和个人用品	3.5	3.2	-0.3
医疗保健和个人用品:医疗保健:中药材及中成药	13	11.1	-1.9
医疗保健和个人用品:医疗保健:西药	-0.6	-0.6	0
医疗保健和个人用品:医疗保健:医疗保健服务	0.5	0.6	0.1
家庭设备用品及维修服务	3.1	2.9	-0.2
家庭设备用品及维修服务:家庭服务及加工维修服务	11.9	11.6	-0.3
家庭设备用品及维修服务:耐用消费品	1	1	0
交通和通信	0.8	0.5	-0.3
交通和通信:交通:车用燃料及零配件	12.2	9.2	-3
交通和通信:交通:市区公共交通费	1.9	1.7	-0.2
交通和通信:交通:车辆使用及维修费	4.6	4.6	0
交通和通信:交通:城市间交通费	2.9	2.9	0
交通和通信:交通:交通工具	-0.3	-0.2	0.1
交通和通信:通信:通信工具	-13.7	-13.5	0.2
娱乐教育文化用品及服务	0	0.1	0.1
娱乐教育文化用品及服务:教育	0.9	0.8	-0.1
娱乐教育文化用品及服务:文化娱乐类:文娱费	1.5	1.4	-0.1
娱乐教育文化用品及服务:文娱用耐用消费品及服务	-6.6	-6.4	0.2
娱乐教育文化用品及服务:旅游	2.3	3.3	1
居住	4.4	3	-1.4
居住:建房及装修材料	4.5	3.4	-1.1
居住:租房	3.6	3.7	0.1
居住:水电燃料	3.5	1.2	-2.3

预计12月份的CPI为4%左右，2011年全年CPI为5.5%左右；明年1月份，因春节错位影响，预计CPI涨幅比12月有所提升，但之后将重新进入下降轨道，2012年全年预计为3.2%左右。

图3:CPI环比领先同比

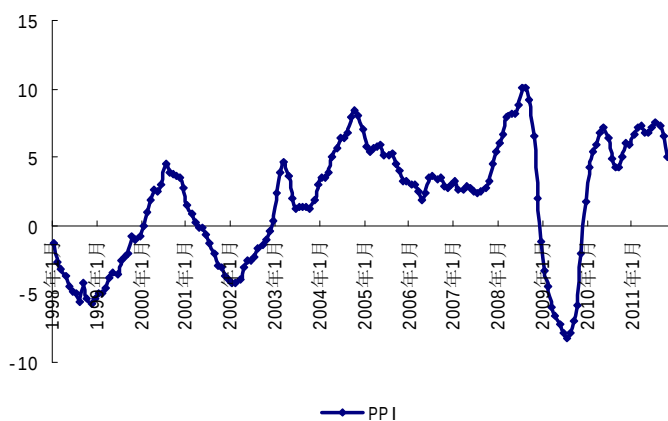


资料来源：国家统计局，申万研究

11月份PPI为2.7%，比上月大幅回落2.3个百分点。PPI的大幅回落，从侧面印证了经济的加速下滑。PPI季调环比年率数据显示，截至11月份已经连续4个月为负，从历史上看，仅在2003.04-2003.07、2008.09-2009.05以及2010年7月出现过PPI季调环比年率为负的情况，均是经济增长比较差的时期。从数据看，目前PPI季调环比年率高于2008年9月份，但低于其他负值区域。

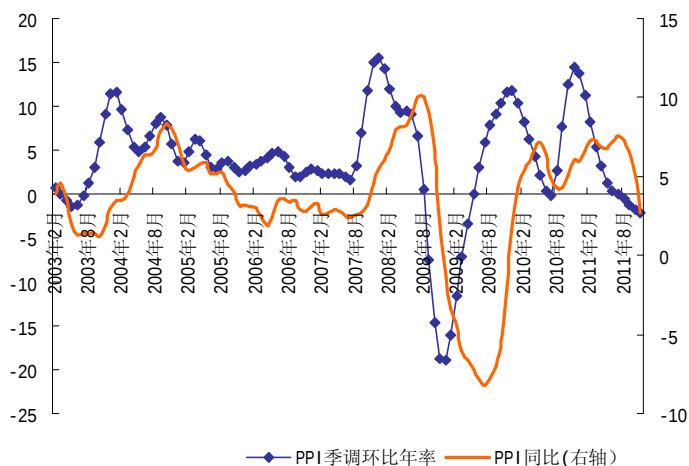
数据显示，PPI季调环比年率领先同比增速，由此推测PPI同比将继续回落，但预计回落的加速度会放缓。2011年PPI涨幅预计为6.5%左右，预计2012年回落至2.5%左右。

图 4: PPI 大幅回落



资料来源：申万研究

图 5: PPI 季调环比年率连续四个月为负

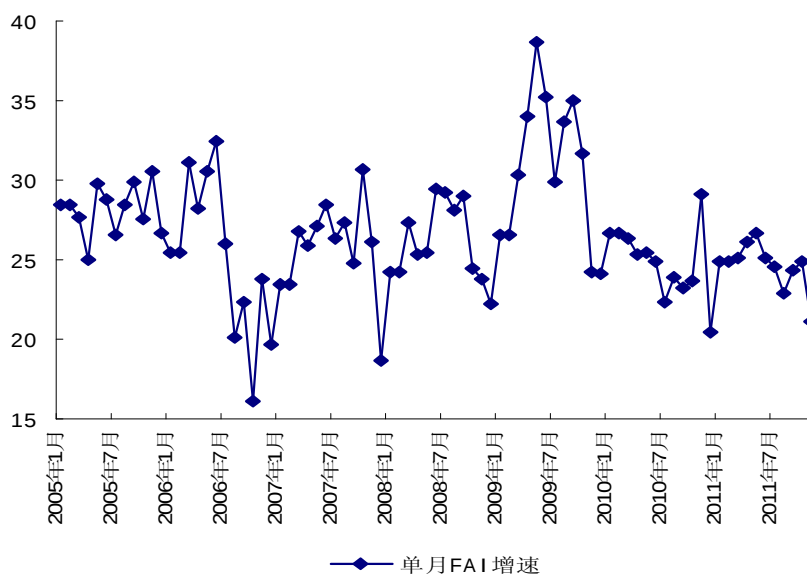


资料来源：国家统计局，申万研究

2、 房地产投资加速回落

11 月份固定资产投资累计增速为 29.9%，当月增速为 21.2%，比上月回落 3.7 个百分点，加速回落。

图 6: 11 月当月的固定资产投资增速大幅回落



资料来源：国家统计局，申万研究

从三大产业的角度看，11 月份第一产业投资累计增速为 28.8%，比上月提高 0.6 个百分点，第二和第三产业投资累计增速分别为 27%和 22.4%，比上月分别提高 0.1 个百分点和下降 0.9 个百分点，因此，**第三产业投资增速的回落是带动固定资产投资增速大幅回落的主要原因。**

11月制造业投资累计增速为31.5%，比上月回落0.1个百分点，其中投资累计增速回落的行业为通信设备、计算机及其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业、交通运输设备制造业、通用设备制造业和黑色金属冶炼及压延加工业。

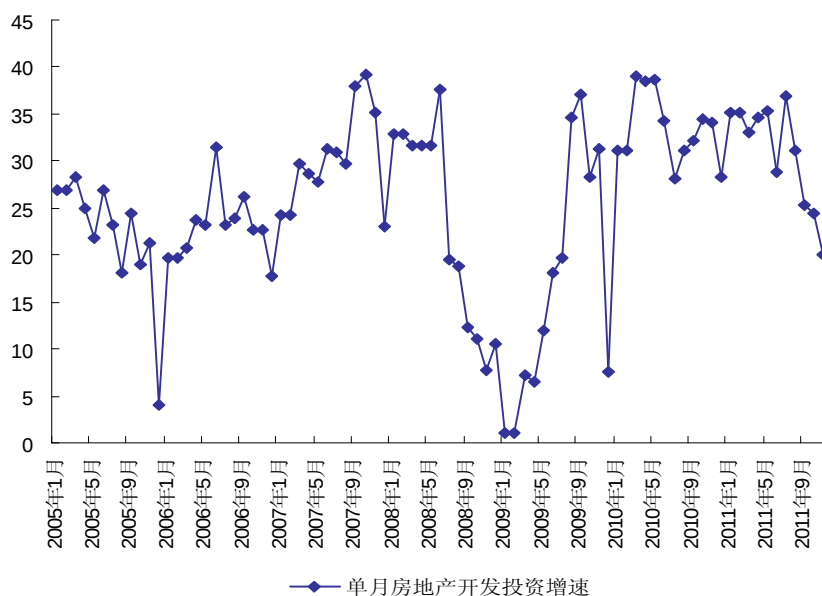
表 4:2011 年 11 月主要行业投资累计增速

行业	2011-10	2011-11	11月相比10月
第一产业	28.2	28.8	0.6
第一产业:农林牧渔业	28.2	28.8	0.6
第二产业	26.9	27	0.1
第二产业:采矿业	18.4	19.4	1
第二产业:采矿业:非金属矿采选业	28.1	31	2.9
第二产业:采矿业:黑色金属矿采选业	17.4	19.5	2.1
第二产业:采矿业:石油和天然气开采业	3.2	4.2	1
第二产业:采矿业:有色金属矿采选业	21.1	20.8	-0.3
第二产业:制造业	31.6	31.5	-0.1
第二产业:制造业:有色金属冶炼及压延加工业	33.2	34.6	1.4
第二产业:制造业:非金属矿物制品业	29.6	29.8	0.2
第二产业:制造业:黑色金属冶炼及压延加工业	18.9	18.6	-0.3
第二产业:制造业:通用设备制造业	32	31	-1
第二产业:制造业:交通运输设备制造业	28.8	27.6	-1.2
第二产业:制造业:电气机械及器材制造业	48.2	46.6	-1.6
第二产业:制造业:通信设备、计算机及其他电子设备制造业	37.7	35.5	-2.2
第二产业:电力、燃气及水的生产和供应业	3.8	4.4	0.6
第二产业:电力、燃气及水的生产和供应业:电力、热力的生产与供应业	3.3	3.4	0.1
第三产业	23.3	22.4	-0.9
第三产业:交通运输、仓储和邮政业:铁路运输业	-21.9	-19.9	2
第三产业:交通运输、仓储和邮政业:道路运输业	9.9	9.4	-0.5
第三产业:水利、环境和公共设施管理业:水利管理业	28	29.3	1.3
第三产业:水利、环境和公共设施管理业:公共设施管理业	16.8	15.2	-1.6

资料来源：国家统计局，申万研究

11月房地产投资累计增速为29.9%，比上月回落1.2个百分点。11月单月房地产投资增速为20%，比上月回落4.5个百分点，呈现加速下滑。

图 7：单月房地产投资增速加速下滑

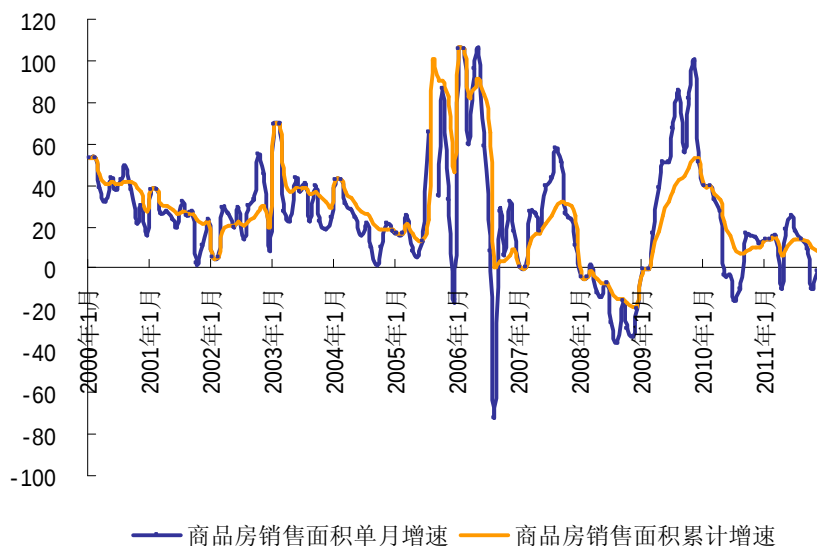


资料来源：国家统计局，申万研究

11月房地产销售面积累计增速为8.5%，比上月下降1.4个百分点，11月单月房地产销售面积增速为-1.7%，连续两个为负增长。

根据测算，房地产销售面积增速领先房地产投资增速5-7个月，未来房地产投资增速将继续回落。

图 8：单月房地产投资增速加速下滑

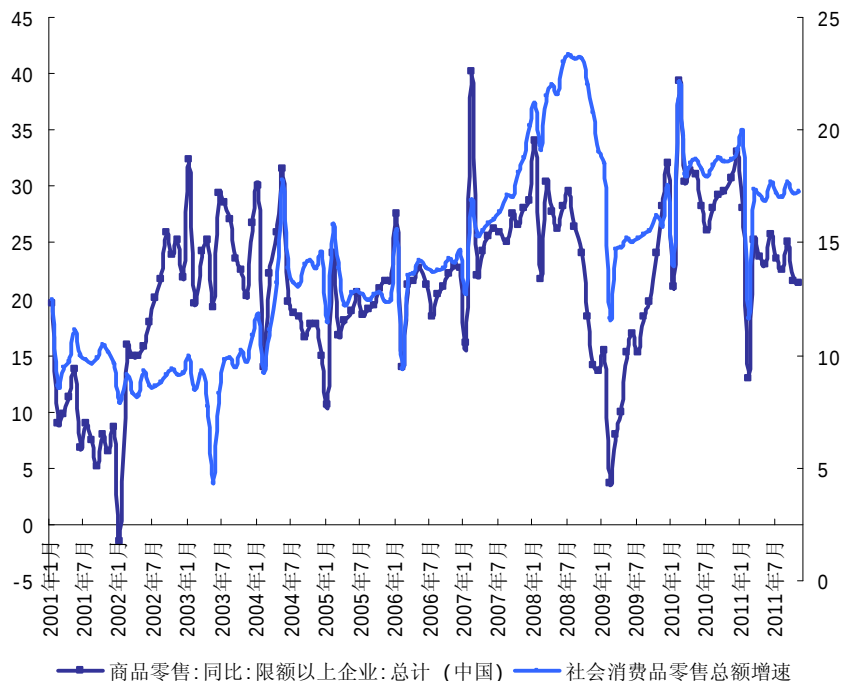


资料来源：国家统计局，申万研究

3、消费好于预期，未来预计将稳中有落

11月份社会消费品零售总额同比增速为17.3%，比上月提高0.1个百分点。
11月限额以上企业零售增速为21.4%，比上月回落0.1个百分点。

图9：消费表现好于预期



资料来源：国家统计局，申万研究

从限额以上企业零售数据中看，汽车销售增速继续下滑，相应的石油制品销售增速也有所回落。而日常消费品如服装鞋帽针纺织品类、食品饮料烟酒类等销售增速基本稳定；而与房地产销售相关的家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类、家具类销售增速继续比上月有所提高。随着房地产销售的回落，此类产品销量预计也将下降。

表5：主要产品零售增速

产品类别	2011-10	2011-11	11月相比10月变动
家用电器和音像器材类	15.3	25	9.7
通讯器材类	24.5	31.3	6.8
体育、娱乐用品类	9.8	15.1	5.3
日用品类	20.4	24	3.6
服装鞋帽、针、纺织品类	19.5	22.5	3
建筑及装潢材料类	26.1	28.4	2.3
食品、饮料、烟酒类	22.7	24.7	2
化妆品类	15.5	17.3	1.8
家具类	33.3	34.4	1.1
限额以上企业：总计	21.5	21.4	-0.1

汽车类	12.6	11.4	-1.2
文化办公用品类	35.7	34.5	-1.2
中西药品类	24.6	23	-1.6
石油及制品类	34.2	31.4	-2.8
金银珠宝类	32.3	16.2	-16.1

资料来源：CEIC, 申万研究

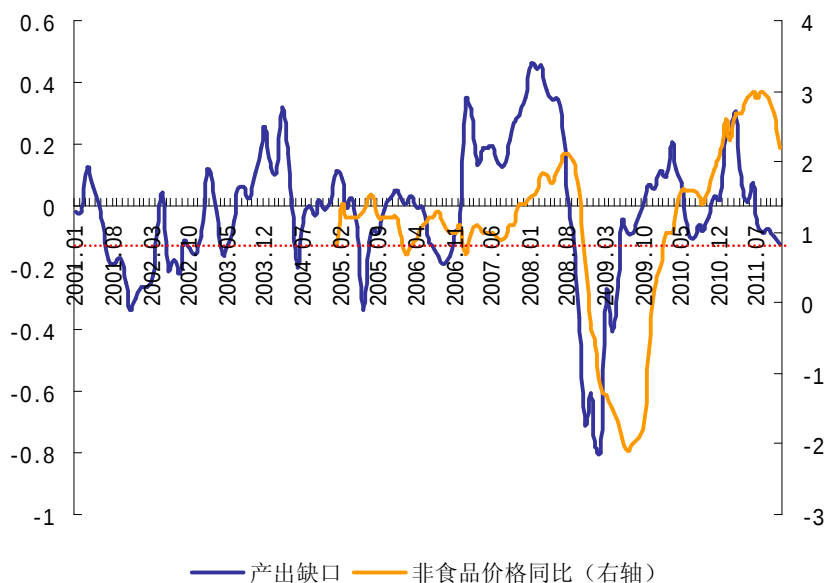
4、受去年节能减排影响，9月工业增加值现反弹

11月份工业增加值增速为12.4%，与我们的预期值12.5%基本一致，比上月下降0.8个百分点。

根据工业增加值计算的产出缺口，已经连续5个月为负，显示经济处于持续下滑过程。从产出缺口的情况看，目前状况好于2005年6月、2006年7-10月、2008年10月至2009年5月。

从经济基本面的角度看，产出缺口是CPI中的非食品价格同比的领先指标，随着经济的持续回落，非食品价格涨幅有望继续回落。

图 10：11 月产出缺口继续回落



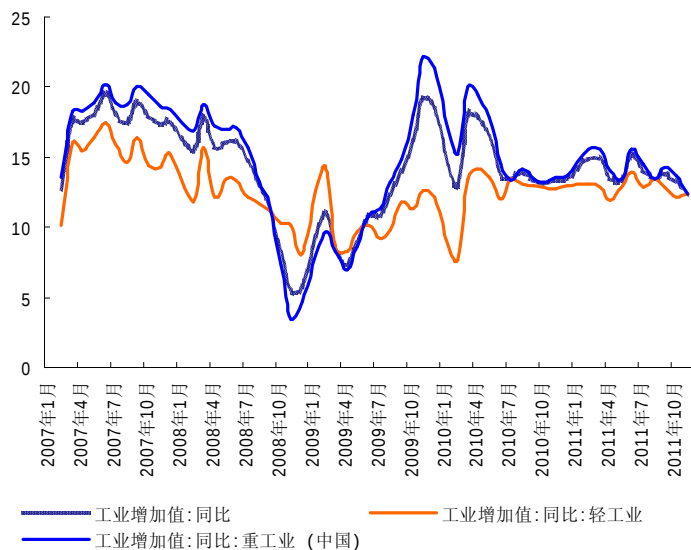
资料来源：国家统计局，申万研究

从带动工业增加值增速回落的原因看：

第一，重工业增速的下滑是主因。11月重工业和轻工业的工业增加值增速均是12.4%，与上月相比，分别下滑1.3个百分点和提高0.3个百分点。

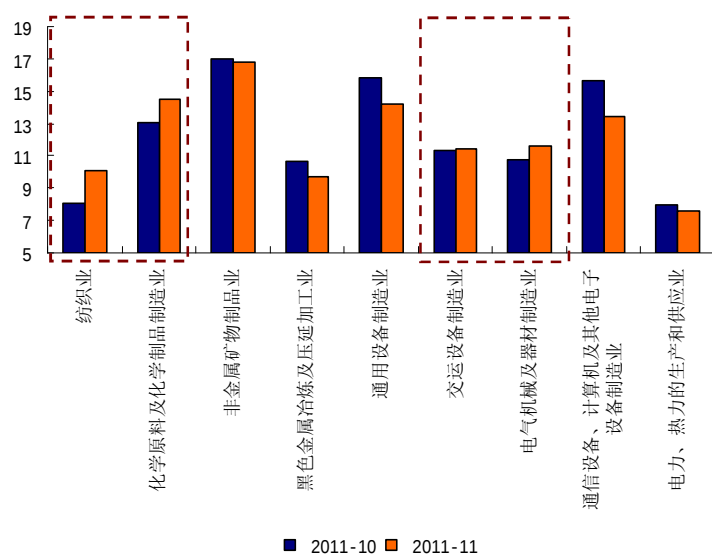
第二，从行业看，除纺织业、化学原料及化学制品制造业、交运设备制造业和电气机械及器材制造业的增加值增速比上月小幅提升外，其余主要行业的增加值增速均回落。

图 11：重工业增加值回落是带动工业增加值回落的主因



资料来源：申万研究

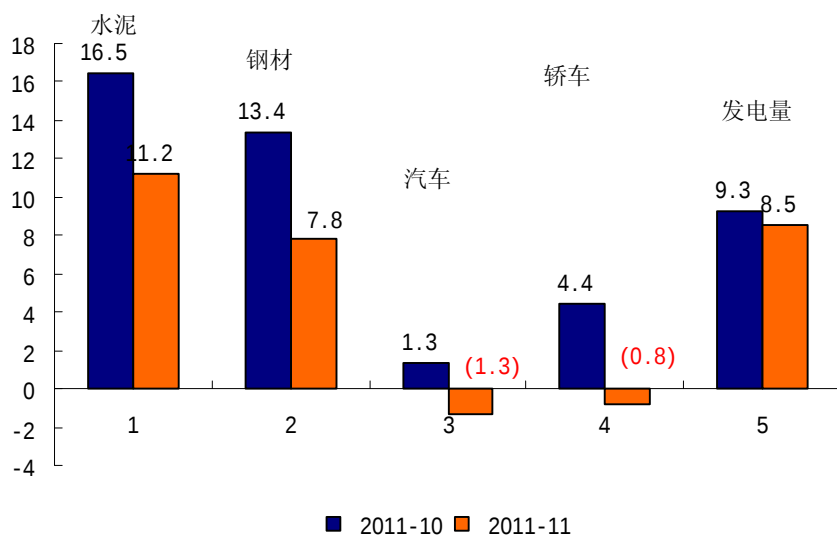
图 12：主要行业增加值增速对比：10 月 VS 11 月



资料来源：国家统计局，申万研究

最后，从产品产量看，水泥、钢材和汽车的产量增速都呈现大幅回落，发电量增速也回落了 0.8 个百分点。

图 13：主要产品产量增速对比:10 月 VS 11 月



资料来源：国家统计局，申万研究

5、政策由控通胀转向稳增长

随着通胀和经济的加速回落，宏观调控的重点已经从控通胀转向稳增长，虽然12月5日开始下调主要金融机构的存款准备金率0.5个百分点，主要是为了被动应对外汇占款的减少，但是考虑到这次准备金率下调是上调周期结束后的第一次下调，我们认为其意义不仅仅是0.5个百分点准备金率的下调，而是在结构微调之后货币政策总体放松的信号，印证了宏观调控的重点已经开始从通货膨胀转向稳定经济增长。

我们在《三点共识 八大问题-2011 年年终会走访纪要》中曾提出：“12月12日即将召开的中央经济工作会议，预计认为主基调是以稳为主，对明年政策的定调预计仍为积极的财政政策和稳健的货币政策，通过加大政策的执行力度，达到稳增长、促民生的目标。预计经济增长的目标为8%，通胀的目标为4%”。12月9日召开的中央政治局会议已经验证我们的部分判断：**第一，比如明年继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；第二，增强调控的针对性、灵活性和前瞻性，继续处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者之间的关系，……，保持经济平稳较快发展和物价总水平基本稳定。第三，着力保障和改善民生。**

我们在走访纪要中曾预计中央经济工作会议内容主要贯穿四大主线：第一，强调明年继续推进节能减排，推进资源要素价格改革。第二，优化财政支出结构，加大对民生领域的投入力度。第三，加强金融机构风险监管，清理影子银行。第四，扩大地方政府税收来源，如扩大资源税和房产税等征收从一定程度上弥补卖地收入下降带来的影响。

从中央政治局会议的内容看，提到了第一和第二条内容，除此之外中央政治局会议提出**促进消费、优化投资结构、促进农业发展、坚持房地产调控政策不动摇、推进产业结构调整 and 区域协调发展、推动出口结构升级**。与第三条第四条相关的是，中央政治局会议提出：“深化财税、金融、资源性产品价格改革”。

从中央政治局会议内容看，明年工作重点是“处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者之间的关系”，预计12日召开的中央经济工作会议也将维持这样的基调。

信息披露

证券分析师承诺

孟祥娟，李慧勇：经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。

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。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。