

分析师： 李冒余 (8621) 68751636 limy@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120003
联系人： 王夏儒 (8621) 68751610 wangxr@cjsc.com.cn

通胀压力骤减、经济缓慢下行

报告要点

■ 非食品价格与食品价格共同作用促使 CPI 快速回落

11 月份，全国居民消费价格总水平同比上涨 4.2%，略低于预期，主要由于非食品价格同比涨幅为 2.2%，大幅低于 9 月的 2.7% 和市场的普遍预期 2.5%；当月食品价格同比涨幅为 8.8%，较 10 月的 11.9% 大幅回落，也远远低于我们的预期。根据 12 月的初步数据，我们预计年内最后一月 CPI 将下行到 4 以内，明年上半年 CPI 或在 3-4 之间。

■ PPI 超预期大幅回落

11 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 2.7%，远低于 10 月的 5%，并且低于 3.5% 的市场预期。

■ 固定资产投资增速小幅下滑但总体稳定

1-11 月份，固定资产投资 269452 亿元，累计同比增长 24.5%，较 1-10 月小幅回落 0.4%，总体保持了稳定。

■ 地产销售的大幅回落，促房地产投资继续下滑

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%，比 10 月增速仍有下降，房地产投资增速连续四个月回落，地产销售的大幅回落、房价拐点的显现以及中央不断重申的房地产调控政策不放松成为地产投资增速持续下滑的主要原因。

■ 重工业增速大幅回落导致工业增加值加速下行

11 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 12.4%，在九月的小幅反弹后，11 月工业增加值比 10 月份的 13.2% 继续回落 0.8%。细分来看，重工业增速大幅回落是工业增加值增速加速下滑的主要原因，11 月重工业同比增速为 12.4%，增速比 10 月的 13.7% 明显回落了 1.3%。

■ 通胀回落有利于消费的提升

11 月份，社会消费品零售总额 16129 亿元，同比名义增长 17.3%。其中，限额以上企业（单位）消费品零售额 7745 亿元，增长 21.5%。伴随扩大消费的影响逐步深入，同时随着通胀的加速回落，我们预计这些因素将为消费的逐步提高创造一定的空间。

事件：统计局公布 1-11 月份经济数据

居民消费价格：11 月份，全国居民消费价格总水平同比上涨 4.2%。1-11 月平均，全国居民消费价格总水平比去年同期上涨 5.5%。

工业生产者价格：11 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 2.7%，环比下降 0.7%。1—11 月平均，工业生产者出厂价格同比上涨 6.4%，工业生产者购进价格同比上涨 9.7%。

投资数据：1-11 月份，固定资产投资(不含农户) 269452 亿元，累计同比增长 24.5%，较 1-10 月，三季度固定资产投资(不含农户)回落 0.4%。分产业看，1-9 月份，第一产业投资 4957 亿元，同比增长 25.5%；第二产业投资 92829 亿元，增长 26.9%；第三产业投资 114488 亿元，增长 23.4%。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%。

工业产出：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%，从环比看比上月增长 0.91%。

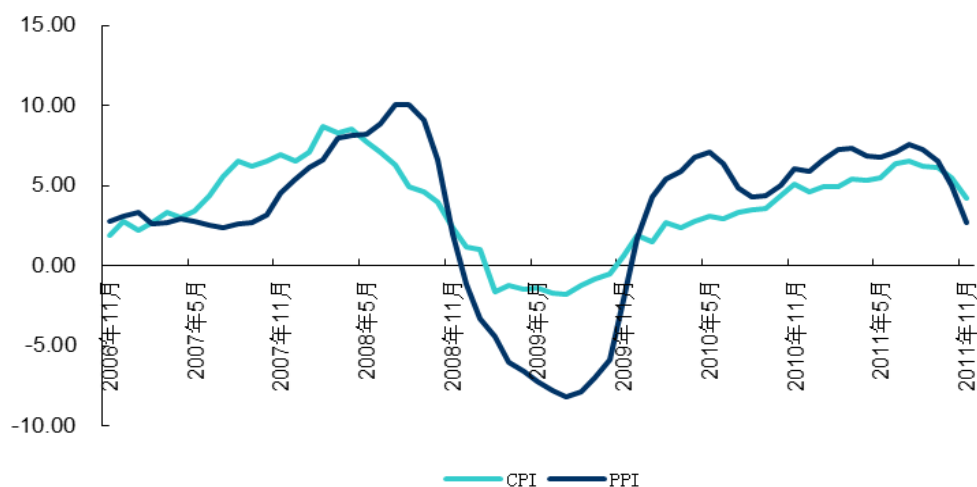
消费数据：1-11 月份，社会消费品零售总额 163486 亿元，同比名义增长 17%。11 月份，社会消费品零售总额 16129 亿元，同比名义增长 17.3%，环比增长 1.27%。

点评：通胀压力骤减、经济缓慢下行

11 月份，全国居民消费价格总水平同比上涨 4.2%。其中，城市上涨 4.2%，农村上涨 4.3%；食品价格上涨 8.8%，非食品价格上涨 2.2%。11 月 CPI 显著低于市场预期的 4.5%，主要由于非食品价格同比涨幅为 2.2%，大幅低于 9 月的 2.7%和市场的普遍预期 2.5%；而 11 月的食品价格同比涨幅为 8.8%，基本符合市场的预期，但较 10 月的 11.9%已有大幅回落。

11 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 2.7%，远低于 10 月的 5%，并且低于 3.5%的市场预期。工业生产者购进同比价格中，有色金属材料类价格上涨 3.6%、燃料动力类价格上涨 9.3%、黑色金属材料类价格上涨 3.7%、化工原料类价格上涨 4.1%。工业生产者购进环比价格中，有色金属材料类价格下降 0.5%、燃料动力类价格下降 0.1%、黑色金属材料类价格下降 2.0%、化工原料类价格下降 1.5%。由于全球经济复苏进程缓慢，预计未来大宗商品价格未来具有持续的上涨动力，因此我们预计未来一段时间 PPI 仍将维持在低位震荡的格局。

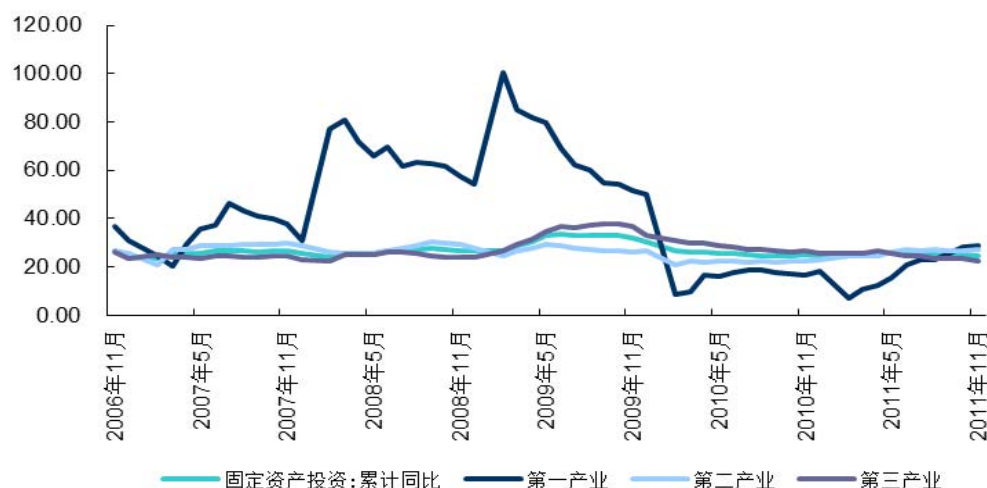
图 1：CPI、PPI 同比



资料来源：长江证券研究部

1-11 月份, 固定资产投资(不含农户) 269452 亿元, 累计同比增长 24.5%, 较 1-10 月, 三季度固定资产投资(不含农户)的 24.9%回落 0.4%。分产业看, 1-9 月份, 第一产业投资 4957 亿元, 同比增长 25.5%; 第二产业投资 92829 亿元, 增长 26.9%; 第三产业投资 114488 亿元, 增长 23.4%。

图 2: 城镇固定资产投资累计同比

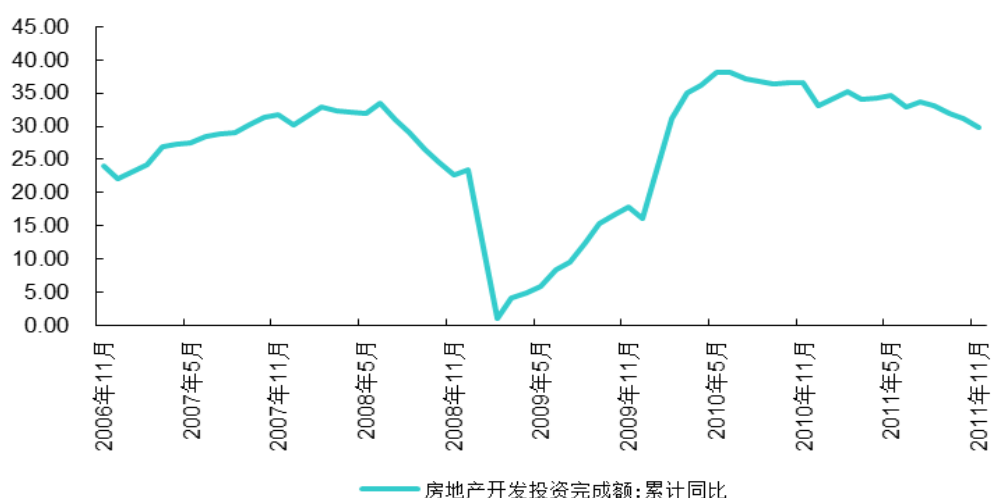


资料来源: 长江证券研究部

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%, 比 10 月增速仍有下降, 房地产投资增速连续四个月回落, 地产销售的大幅回落及房价拐点的显现与中央不断重申的房地产调控政策不放松成为地产投资增速持续下滑的主要原因。

1-11 月, 全国商品房销售面积 89594 万平方米, 增长 8.5%, 其中 11 月当月下降 1.7%。住宅销售面积 79639 万平方米, 增长 7.5%。全国商品房销售额 49047 亿元, 增长 16.0%, 其中 11 月当月下降 1.2%。房地产开发企业本年资金来源 75208 亿元, 增长 19.0%。11 月份, 全国房地产开发景气指数为 99.87。

图 3: 房地产投资完成额累计同比

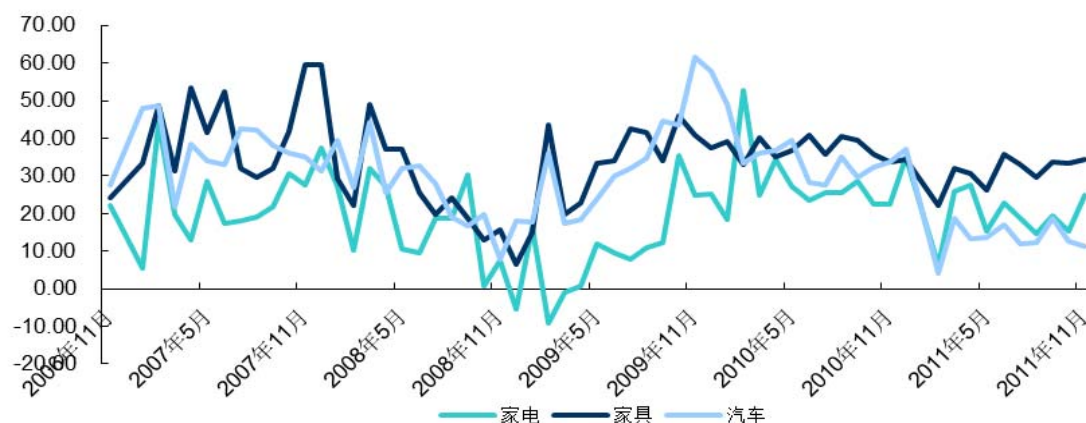


资料来源: 长江证券研究部

11月份，规模以上工业增加值同比实际增长12.4%，在九月的小幅反弹后，11月工业增加值比10月份的13.2%继续回落0.8%，从环比看比上月增长0.91%。重工业增速大幅回落是工业加值增速加速下滑的主要原因，11月重工业同比增速为12.4%，增速比10月的13.7%明显回落，轻工业增速为12.4%，比10月的12.1%略有回升。

1-11月份，社会消费品零售总额 163486 亿元，同比名义增长 17%。从环比看，11 月份社会消费品零售总额增长 1.27%。11 月份，社会消费品零售总额 16129 亿元，同比名义增长 17.3%。其中，限额以上企业（单位）消费品零售额 7745 亿元，增长 21.5%。11 月，从分项上来看，汽车、家具、家电等耐用消费增幅继续快速回落，消费增长更多地集中于必需消费品。随改革制度的影响逐步深入，同时伴随着通胀的逐步回落，我们预计这些因素将为消费的逐步提高创造一定的空间。

图 4：消费品零售分项



资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

王夏儒，上海财经大学公共管理学硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为宏观经济与债券市场。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券策略部首席分析师，研究领域为宏观经济和市场策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。