

回光返照

2011 年四季度宏观数据点评

分析师

刘启元

S0740510120025

021-20315155

liuqy@r.qlzq.com.cn

2012 年 1 月 17 日

分析师

张治

S0740210080016

021-20315180

zhangzhi@r.qlzq.com.cn

投资要点

■ 产出缺口异常扩大，经济韧性支持政策继续紧缩

2011 年四季度 GDP 同比增长 8.9%，相对三季度回落 0.2 个百分点；季调后环比增长 9.8%，相对二季度的 8.3% 增加 1.5 个百分点。12 月份，规模以上工业增加值同比增长 12.8%，增速比 11 月回升 0.4 个百分点；环比增速为 18%（年化率），比 11 月份大幅上升 7.2 个百分点。

四季度 GDP 高于市场预期，这表明中国经济具有较强的韧性，去年比较严厉的紧缩对中国经济的伤害到目前为止没有想象中的那么大。这也说明，中国经济仍然可以承受力度更大的紧缩，因此，中国对房地产市场的调控政策可以持续，而不需要过渡担心对经济的负面冲击。

12 月份工业增加值同比回升，环比增速则强劲增长。投资增速如期下降，但消费却异常回升，名义消费增速回升 0.8 个百分点，真实消费增速回升 1 个百分点。但是我们也看到，12 月消费增速明显增长主要受季节性因素和异常因素影响，难以持续，因此，工业增加值的回升可能难以持续。仍然较高的经济增速也为政策继续紧缩留下空间，我们预计近期政策出现明显放松的可能性不大，甚至还会继续加码紧缩，特别是房地产市场的调控仍将持续，经济下滑的时间可能被拖的更长。

■ 地产投资大幅下降带动投资趋势性回落

1-12 月份，固定资产投资 301933 亿元，比上年名义增长 23.8%（实际增长 16.1%），比 1-11 月份回落 1.1 个百分点；房地产开发投资完成 61740 亿元，比上年名义增长 27.9%，增速比 1-11 月份下降 4.1 个百分点。12 月份，城镇投资同比增速相对 11 月份下降 2.3 个百分点至 19%，房地产投资同比增速下降 7.9 个百分点至 12.2%。

12 月份投资同比增速较上月出现明显下降，下降的主要动力毫无疑问来自于房地产投资的迅速萎缩。我们估计，商品房固定资产投资增速可能已经从上个月的两位数下降到了个位数，而今年一季度可能出现负增长。

尽管去年 12 月份新增信贷高于往年同期，但除房地产外的投资也没能对冲房地产投资的减弱，环比增速也继续负增长。这一方面来自于房地产投资的迅速回落，另一方面也来自于出口转弱带来的出口企业的固定资产投资积极性的减弱。我们预计投资增速下降的趋势可能在今年一季度延续。

■ 季节性致消费走高，或难以持续

12 月份，社会消费品零售总额同比名义增长 18.1%（实际增长 13.8%），增速比 11 月份大幅上升 0.8 个百分点。12 月单月增速大幅回升的原因在于金银珠宝、建筑及装潢材料、家用电器及音像器材、纺织服装及食品饮料，食品饮料以及家用电器有明显的季节性因素，而其他则更体现出偶然性，均难以持续。

汽车销量反弹接近尾声。12 月份汽车销量 168.9 万辆，同比增长 1.4%，销量增速异常回声；季调后的单月销量较上月上升 4.6%，较上月上升 4.3 个百分点；而限额以上企业销售额同比增速则继续下降。

内容目录

产出缺口异常扩大，经济韧性支持政策继续紧缩	- 3 -
地产投资大幅下降带动投资趋势性回落	- 4 -
季节性致消费走高，或难以持续	- 7 -

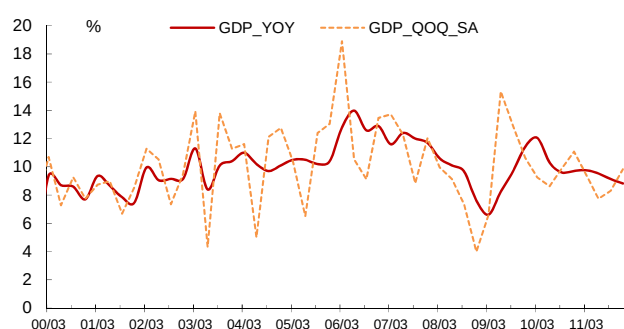
图表目录

图表 1: GDP 同比及环比增速均异常回升	- 3 -
图表 2: 产出缺口扩大	- 3 -
图表 3: 工业增加值环比增速强劲回升	- 3 -
图表 4: 主要工业品产量同比增速仍在回落趋势中	- 3 -
图表 5: 主要行业增加值同比增速	- 4 -
图表 6: 主要工业品产量增速	- 4 -
图表 7: 投资环比增速迅速下降	- 5 -
图表 8: 城镇投资增速继续下降	- 5 -
图表 9: 房地产投资迅速下滑	- 5 -
图表 10: 中央项目投资重回下降趋势	- 6 -
图表 11: 各投资主体的投资增速均继续回落	- 6 -
图表 12: 主要行业投资累计增速	- 6 -
图表 13: 新开工项目投资重新转弱	- 6 -
图表 14: 信贷资金支持程度已降至历史低位	- 6 -
图表 15: 真实消费增速强劲回升	- 7 -
图表 16: 汽车销量同比增速微幅回升	- 7 -
图表 17: 汽车销量环比增速仍处在下降趋势中	- 7 -
图表 18: 消费分项数据	- 8 -
图表 19: 各分类消费增长贡献	- 8 -

产出缺口异常扩大，经济韧性支持政策继续紧缩

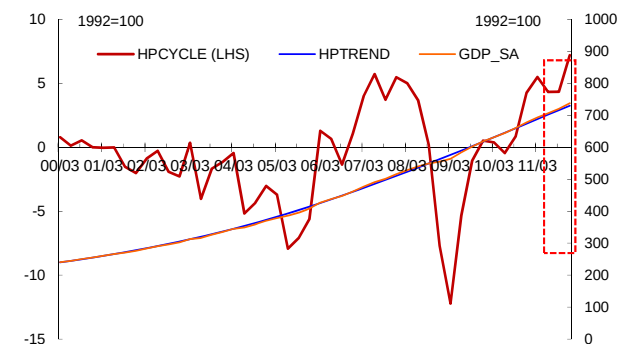
- 2011 年四季度 GDP 同比增长 8.9%，相对三季度回落 0.2 个百分点；季调后环比增长 9.8%，相对二季度的 8.3% 增加 1.5 个百分点。12 月份，规模以上工业增加值同比增长 12.8%，增速比 11 月回升 0.4 个百分点；环比增速为 18%（年化率），比 11 月份大幅上升 7.2 个百分点。
- 四季度 GDP 高于市场预期，这表明中国经济具有较强的韧性，去年比较严厉的紧缩对中国经济的伤害到目前为止没有想象中的那么大。这也说明，中国经济仍然可以承受力度更大的紧缩，因此，中国对房地产市场的调控政策可以持续，而不需要过度担心对经济的负面冲击。
- 12 月份工业增加值同比回升，环比增速则强劲增长。投资增速如期下降，但消费却异常回升，名义消费增速回升 0.8 个百分点，真实消费增速回升 1 个百分点。但是我们也看到，12 月消费增速明显增长主要受季节性因素和异常因素影响，难以持续，因此，工业增加值的回升可能难以持续。仍然较高的经济增速也为政策继续紧缩留下空间，我们预计近期政策出现明显放松的可能性不大，甚至还会继续加码紧缩，特别是房地产市场的调控仍将持续，经济下滑的时间可能被拖的更长。

图表 1: GDP 同比及环比增速均异常回升



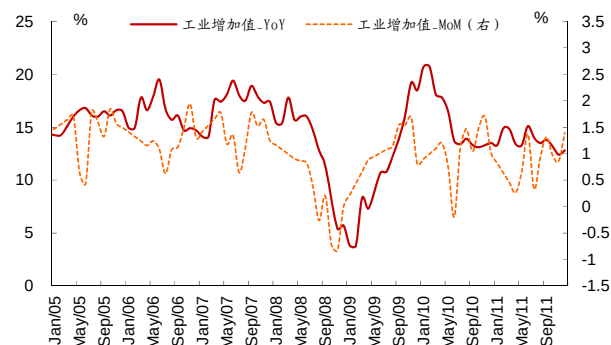
来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 产出缺口扩大



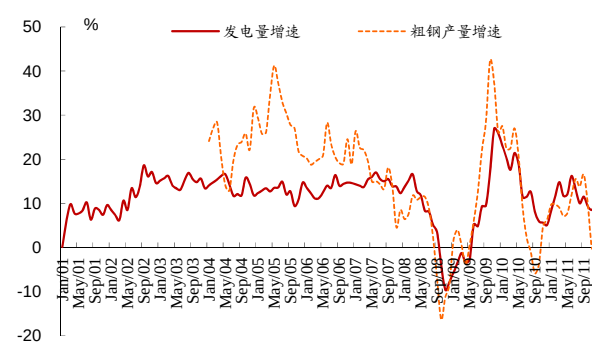
来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 工业增加值环比增速强劲回升



来源：齐鲁证券研究所

图表 4: 主要工业品产量同比增速仍在回落趋势中



来源：齐鲁证券研究所

- 分经济类型看，12 月份，国有及国有控股企业增加值同比增长 9.2%，集体企业增长 11.4%，股份制企业增长 14.7%，外商及港澳台商投资企业增长 8.7%。分轻重工业看，12 月份，重工业增加值同比增长 13.0%，轻工业增长 12.6%。

图表 5：主要行业增加值同比增速（单位：%、除注明外，均为单月增速）

	1011	1012	11 (1-2)	1103	1104	1105	1106	1107	110	1109	1110	1111	1112
规模以上工业增加值	13.3	13.5	14.9	14.8	13.4	13.3	15.1	14.0	13.5	13.8	13.2	12.4	12.8
轻工业	12.7	13.0	13.1	12.8	11.9	12.9	13.9	12.8	13.4	12.8	12.1	12.4	12.6
重工业	13.6	13.7	15.6	15.6	14	13.5	15.6	14.5	13.5	14.3	13.7	12.4	13.0
国有及国有控股企业	10.9	9.8	10.5	12.9	10.4	8.9	10.7	9.5	9.4	9.9	8.9	7.8	9.2
集体企业	10.8	7.9	11.7	8.9	8.1	9.5	11.2	9.2	8.7	7.2	9.2	6.8	11.4
股份制企业	14.4	15	16.5	16.5	15.4	15.2	17.2	15.8	15.5	16	15.1	14.4	14.7
外商及港澳台投资企业	11.7	11.4	12.2	11.6	9.7	9.5	11.3	10.6	10	10.1	9.6	8.4	8.7
纺织业	8.9	7.8	8.5	6.6	5.9	7.0	8.2	8.6	7.6	8.3	8.1	10.1	12.7
化学原料及化学制品	11.0	10.5	16.4	14.7	13.9	13.0	15.8	14.9	13.9	14.8	13.1	14.5	14.8
非金属矿物制品业	18.0	19.3	18.9	20.2	18.1	18.5	19.8	18.8	17.6	18	17.0	16.8	16.7
黑色金属冶炼及压延	4.9	5.9	11.5	9.3	8.5	9.0	12.8	10.9	10.2	13.6	10.7	9.7	9.4
通用设备制造业	19.0	23.9	22.7	20.3	19.9	18.9	18.5	15.8	15.7	14.7	15.8	14.2	11.7
交通运输设备制造业	18.1	16.6	12.8	13.7	9.7	7.8	10.7	11.2	12.4	12.2	11.3	11.4	10.3
电气机械及器材制造业	17.4	16.4	16.6	17.3	14.3	14.2	16.2	12.9	13.4	13.3	10.8	11.6	13.3
通信设备其他电子设备	14.0	12.2	14.5	16.1	14.6	11.4	15.6	15.0	16.9	17.7	15.6	13.4	15.4
电力热力的生产和供应	7.1	5.9	13.0	13.5	11.7	10.9	11.3	10.5	7.7	8.9	8.0	7.6	9.9

来源：齐鲁证券研究所

图表 6：主要工业品产量增速（单位：%、除注明外，均为单月增速）

	1010	1011	1012	1101	1102	1103	1104	1105	1106	1107	1108	1109	1110	1111	1112
原煤				4.7	16.2										
天然原油	9.2	11.8	9.0	5.6	5.2	3.9	4.3	1.6	1.6	0.4	-1.8	-5.2	-6.1	-6.0	
水泥	8.9	17.0	17.0	0.8	5.2	21.0	15.1	13.1	13.4	11.0	8.7	11.6	11.9	6.5	3.2
生铁	-5.0	4.7	4.3	4.9	6.3	5.0	6.5	4.4	10.3	15.7	10.5	14.0	8.9	-2.2	2.9
粗钢	-2.8	6.2	8.1	14.0	7.8	8.1	6.6	7.3	11.5	14.6	13.8	18.3	8.7	-0.6	1.2
钢材	4.6	4.7	5.0	9.0	14.3	11.4	5.9	7.2	10.2	11.9	10.5	16.7	11.9	6.4	4.8
汽车	21.5	26.3	27.1	13.2	5.5	10.0	-2.1	-2.2	4.1	-1.8	8.9	1.8	0.8	-1.5	-6.9
发电量	6.7	6.8	5.1	8.2	15.0	13.7	10.5	10.9	14.5	12.6	9.1	10.7	9.4	7.5	9.8

来源：齐鲁证券研究所

地产投资大幅下降带动投资趋势性回落

- 1-12 月份，固定资产投资（不含农户）301933 亿元，比上年名义增长 23.8%（扣除价格因素实际增长 16.1%），比 1-11 月份回落 1.1 个百分点；房地产开发投资完成 61740 亿元，比上年名义增长 27.9%，增速比 1-11 月份下降 4.1 个百分点。12 月份，城镇投资同比增速相对 11 月份