

月度报告

2012 年 1 月 18 日

反弹不改回落趋势

——2011 年 12 月及 4 季度经济数据分析

相关研究

下调 2012 年 CPI 和 PPI 至 2.6% 和 1.1%—2011 年 12 月及全年物价数据分析
2012-01-13

经济处于衰退阶段，政策以稳为主—2011 年 11 月主要经济数据分析
2011-12-12

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

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：

粮食丰收以及工业增加值好于预期，导致 4 季度 GDP 增速好于预期。受有色金属、化工、通信设备、电气机械、电力等重工业增速提升的带动，12 月工业增加值增速止跌反弹至 12.8%；受春节提前和部分刺激消费政策到期影响，12 月消费增速明显回升；受房地产投资加速下滑的影响，投资增速加快回落。展望未来，由于房地产产业链和出口产业链进一步调整是大概率事件，春节因素消退之后经济回归回落趋势是大概率事件。我们维持此前对 2012 年经济的判断，全年 GDP 增速为 8.6%，前低后高，2 季度是全年低点，经济企稳回升的主要力量是十二五项目加快施工。

原因及逻辑：

- 4 季度 GDP 增速为 8.9%，回落方向符合预期，但高于我们的预期值 8.6%。主要原因：一是粮食丰收带动第一产业增加值增速反弹，从而缓解了二、三产业对经济的下拉幅度。二是工业生产状况好于预期。4 季度工业增加值增长 12.8%，比预期高 0.3 个百分点。
- 12 月工业增加值增速反弹，从结构看，重工业增加值增速反弹是主因；12 月份有色金属、化工、通信设备、电气机械、电力等重工业生产增速明显加快。由于这些行业和投资高度相关，在投资回落的情况下，我们无法对这些行业增速的反弹给予合理的解释，我们倾向于把这种反弹作为春节备货因素的扰动，并不具有持续性。
- 12 月份投资累计增速为 23.8%，单月增速为 18.3%，比上月回落 2.9 个百分点，连续两个月大幅回落。房地产投资是带动整体投资大幅回落的主要原因。12 月单月房地产开发投资增速为 12.3%，比上月大幅下降 7.8 个百分点，非房地产投资单月增速为 19.8%，比上月下降 1.6 个百分点，下降幅度明显小于房地产投资。房地产销售的低迷将带动房地产投资持续回落。房地产销售面积单月增速已经连续 3 个月为负，根据测算其领先房地产投资 5-7 个月，因此未来 2 个季度房地产投资增速还将持续回落。
- 受春节提前和部分刺激消费政策到期影响，12 月消费增速明显回升。12 月与 11 月相比，增速明显提升的是：金银珠宝类、建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类、家具类、服装鞋帽针纺织品类、中西药品类和食品饮料烟酒类，主要是节日消费的热门产品。今年春节在 1 月份，春节的提前使得春节消费提前。此外，年底前家电下乡政策结束也促进了家电的旺销。
- 展望未来，由于房地产产业链和出口产业链进一步调整是大概率事件，春节因素消退之后经济回归回落趋势是大概率事件。我们维持此前对 2012 年经济的判断，全年 GDP 增速为 8.6%，前低后高，2 季度是全年低点，经济企稳回升的主要力量是十二五项目加快施工。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。

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。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

粮食丰收以及工业增加值好于预期，导致 4 季度 GDP 增速好于预期。受有色金属、化工、通信设备、电气机械、电力等重工业增速提升的带动，12 月工业增加值增速止跌反弹至 12.8%；受春节提前和部分刺激消费政策到期影响，12 月消费增速明显回升；受房地产投资加速下滑的影响，投资增速加快回落。展望未来，由于房地产产业链和出口产业链进一步调整是大概率事件，春节因素消退之后经济回归回落趋势是大概率事件。我们维持此前对 2012 年经济的判断，全年 GDP 增速为 8.6%，前低后高，2 季度是全年低点，经济企稳回升的主要力量是十二五项目加快施工。

表 1:2011 年 12 月主要经济数据预测

公布日期	项目	申万预测	实际公布	与预期比较	上期	上上期	去年同期
1 月 17 日	四季度 GDP	8.6	8.9	0.3	9.1	9.5	10.3
1 月 9 日	12 月工业品出厂价格涨幅%	1.8	1.7	-0.1	2.7	5	5.9
1 月 9 日	12 月 CPI 涨幅%	4.4	4.1	-0.3	4.2	5.5	4.6
	12 月份出口增速%	15.4	13.4	-0.2	13.8	15.9	17.9
	12 月份进口增速%	18.8	11.8	-7	22.1	21.6	25.6
1 月 10 日	12 月贸易顺差亿美元	104.9	165.2	60.3	145.2	170.3	131
	12 月 M2 增速%	12.4	13.6	1.2	12.7	12.9	19.7
	12 月 M1 增速%	7.7	7.9	0.2	7.8	8.4	21.2
	12 月 M0 增速%	11.2	13.8	2.6	12	11.9	16.7
	12 月各项贷款余额增速%	15.4	15.7	0.3	15.6	15.9	19.7
	12 月人民币贷款余额增速%	15.4	15.8	0.4	15.6	15.8	19.9
	12 月份新增人民币贷款亿元	5500	6405	905	5622	5868	4807
	12 月各项存款余额增速%	12	13.5	1.5	13	13.4	19.8
1 月 11-15 日	12 月人民币各项存款余额增速%	12.3	13.5	1.2	13.1	13.6	20.2
	12 月居民储蓄存款余额增速%	11.4	15.56	4.16	12.2	11.5	16.3
1/14-17	1-12 月实际利用外资增速%	10			13.15	15.86	17.4
1 月 17 日	1-12 月份工业增速%	13.8	13.9	0.1	14	14.1	15.7
1 月 17 日	1-12 月固定资产投资增速%	24.3	23.8	-0.5	24.5	24.9	24.5
1 月 17 日	1-12 月社会消费品零售总额增速%	17	17.1	0.1	17	17	18.4

资料来源：申万研究

1、第一产业是导致四季度 GDP 增速高于预期的主因

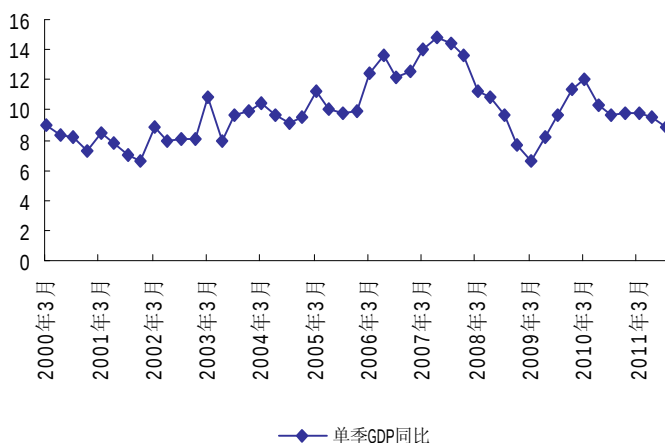
4 季度 GDP 增速为 8.9%，回落方向符合预期，但高于我们的预期值 8.6%。

第一产业增加值增速的反弹是导致四季度 GDP 增速超预期的主要原因之一。四季度第一产业、第二产业和第三产业的增加值累计增速分别为 4.5%、10.6%和 8.9%，与三季度相比变化分别为 0.7、-0.25 和 -0.11 个百分点，秋粮

的丰收带动第一产业增加值增速反弹，从而缓解了二、三产业对经济的下拉幅度。

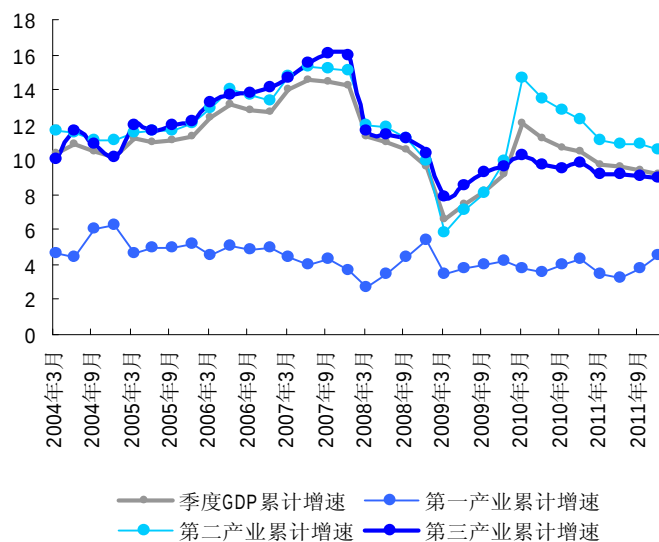
导致 GDP 增速超预期的第二个原因来自工业生产。4 季度工业增加值增长 12.8%，比预期高 0.3 个百分点。尤其是 12 月的工业增加值增速为 12.8%，比我们的预期值高 0.8 个百分点。

图 1：2011 年单季 GDP 增速不断回落



资料来源：申万研究

图 2：第一产业增加值累计增速的反弹缓解了 GDP 增速的下滑



资料来源：国家统计局，申万研究

展望未来，维持对 2012 年经济的判断，全年 GDP 增速为 8.6%，前低后高，2 季度是全年低点。2012 年房地产产业链调整、出口产业链调整将导致经济向下，十二五项目加快施工将成为稳定经济增长的主要力量，预计 2012 年中国经济将呈现软着陆格局。

2、重工业反弹是带动工业增加值反弹的主因

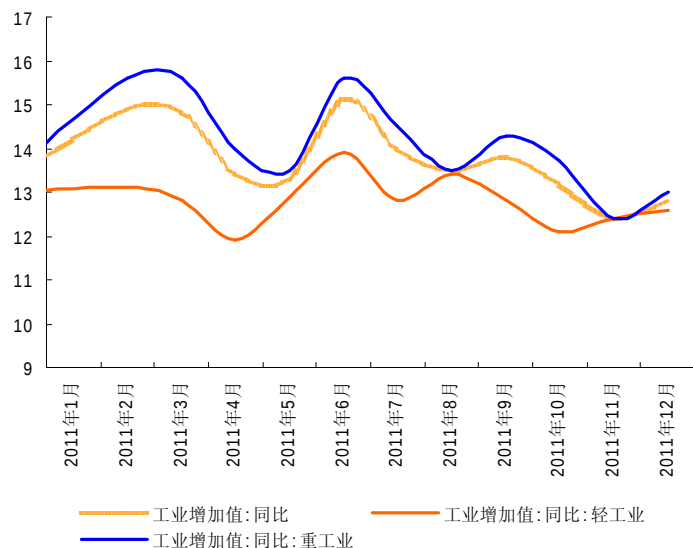
12 月份工业增加值增速为 12.8%，比上月提升 0.4 个百分点，超我们的预期，也超过市场一致预期。

从导致工业增加值反弹的原因看，重工业增加值增速反弹是主要原因。重工业增加值增速比上月提高 0.6 个百分点，而轻工业增加值增速比上月提升 0.2 个百分点。

从行业看，电力热力的生产和供应业、通信设备计算机及其他电子设备、电气机械及器材制造业、化学原料及化学制品制造业等重工业增加值增速比上月均有所提升。

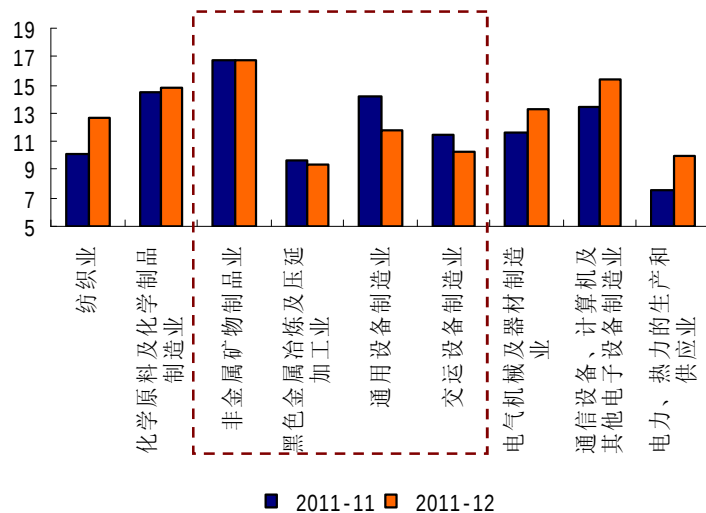
由于这些行业和投资高度相关，在投资回落的情况下，我们没有办法对这些行业增速的反弹给予合理的解释，我们倾向于把这种反弹作为春节备货因素的扰动，并不具有持续性。

图 3：重工业增加值提升是带动工业增加值增速反弹的主因



资料来源：申万研究

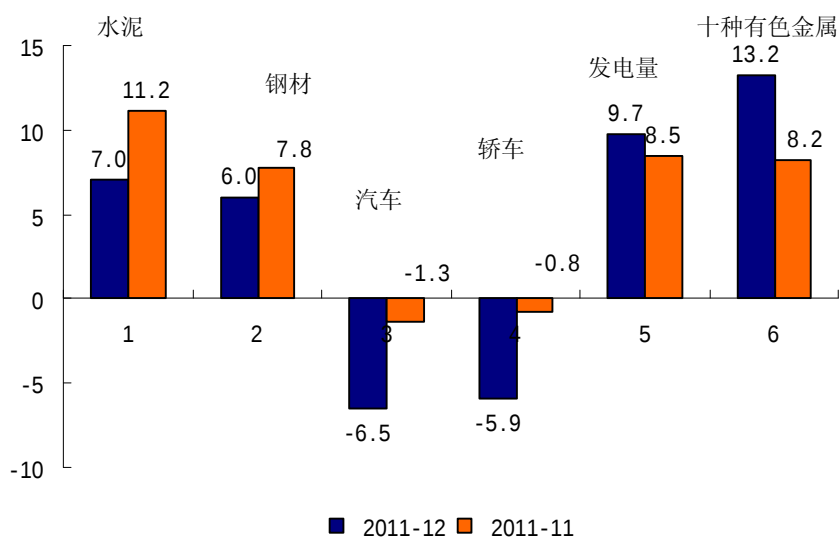
图 4：主要行业增加值增速对比：11 月 VS12 月



资料来源：国家统计局，申万研究

从产品产量看，十种有色金属产量增速为 13.2%，比上月提高 5 个百分点。而水泥、钢材、汽车的产量增速均比上月出现下滑。

图 5：主要产品产量增速对比:11 月 VS 12 月



资料来源：国家统计局，申万研究

我们预计 2012 年 1-2 季度工业增加值增速将继续回落，主要原因：第一，外围经济继续放缓，出口预计将会继续下滑；第二，在政策不放松的情况下，房地产销售和投资将会继续回落。

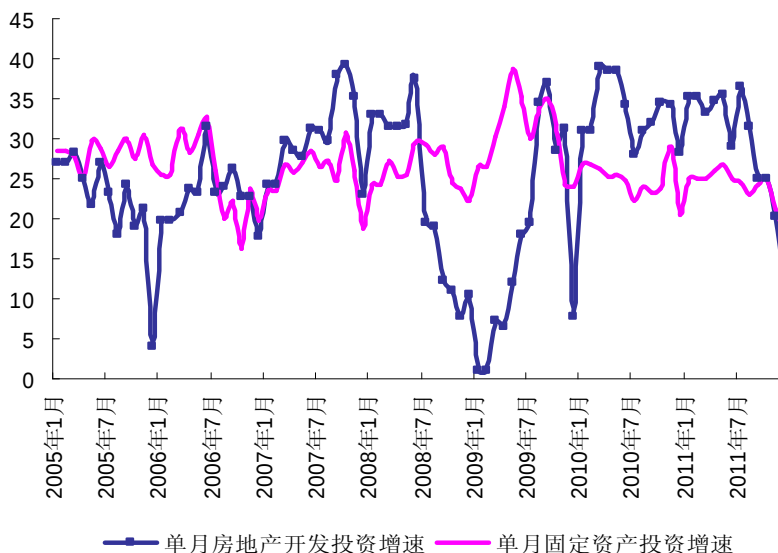
3、房地产投资是带动投资大幅回落的主因

12 月份投资累计增速为 23.8%，单月增速为 18.3%，比上月回落 2.9 个百分点，连续两个月大幅回落。

房地产投资是带动整体投资大幅回落的主要原因。12 月房地产开发投资累计增速为 27.9%，单月房地产开发投资增速为 12.3%，比上月大幅下降 7.8 个百分点，从 7 月份的高点 36.5% 开始，经过 5 个月的下滑，房地产投资已经下降了超过 24 个百分点。不过值得注意的是，可能因为统计局固定资产统计入库制度变化，导致部分固定资产新项目在 11 月提前集中入库，造成过去“12 月现象”提前反映。

12 月非房地产投资单月增速为 19.8%，比上月下降 1.6 个百分点，下降幅度明显小于房地产投资。

图 6:12 月房地产投资下滑是带动整体投资增速下滑的主因



资料来源：国家统计局，申万研究

从三大产业的角度看，12 月份第一产业投资累计增速为 25%，比上月下滑 3.8 个百分点，第二和第三产业投资累计增速分别为 27.3% 和 21.1%，分别比上月提升 0.3 个百分点和下降 1.3 个百分点。

从行业的角度看，采矿业和制造业投资增速均出现了上行，而电力、燃气及水的生产和供应业投资累计增速比上月下降 0.6 个百分点。

房地产投资和水利、环境和公共设施管理业、以及铁路运输业主导了第三产业投资的下滑。

表 2：主要行业投资增速

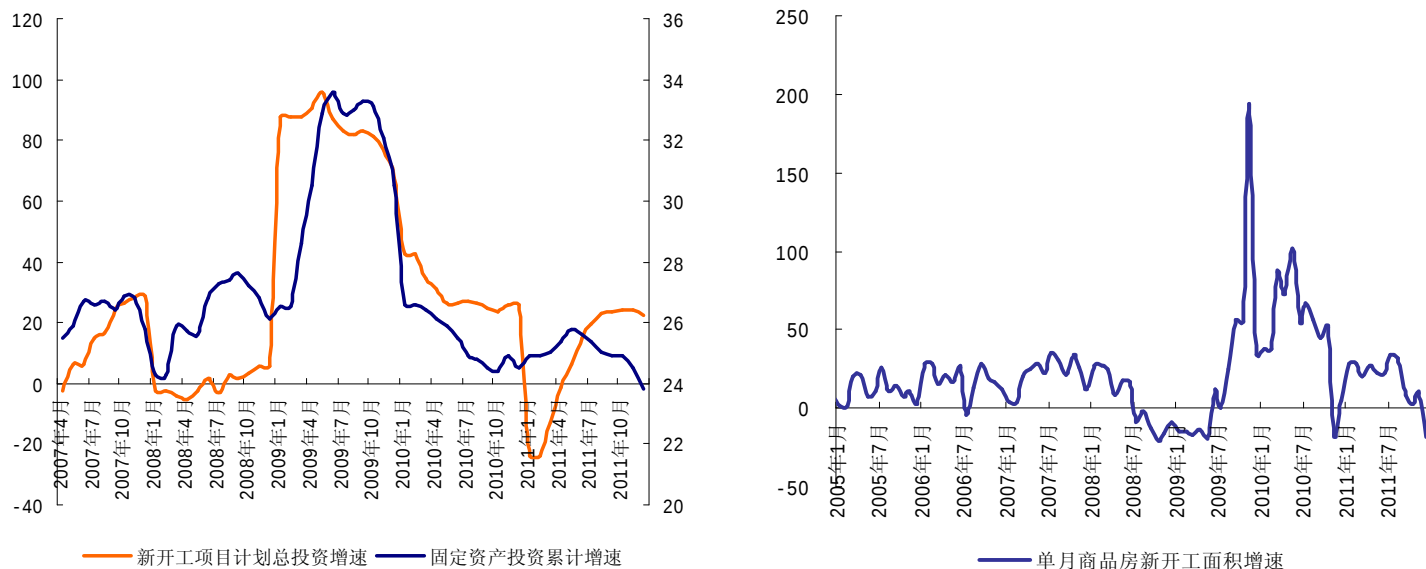
三大产业及主要行业	2011 年 11 月	2011 年 12 月	12 月相对 11 月变化
第一产业	28.8	25	-3.8
第一产业:农林牧渔业	28.8	25	-3.8
第二产业	27	27.3	0.3
第二产业:采矿业	19.4	21.4	2
第二产业:采矿业:石油和天然气开采业	4.2	12.5	8.3
第二产业:采矿业:有色金属矿采选业	20.8	24.2	3.4
第二产业:采矿业:黑色金属矿采选业	19.5	18.4	-1.1
第二产业:采矿业:非金属矿采选业	31	28.7	-2.3
第二产业:制造业	31.5	31.8	0.3
第二产业:制造业:非金属矿物制品业	29.8	31.8	2
第二产业:制造业:有色金属冶炼及压延加工业	34.6	36.4	1.8
第二产业:制造业:通用设备制造业	31	30.6	-0.4
第二产业:制造业:交通运输设备制造业	27.6	27.2	-0.4
第二产业:电力、燃气及水的生产和供应业	4.4	3.8	-0.6
第二产业:制造业:通信设备、计算机及其他电子设备制造业	35.5	34.2	-1.3
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	3.4	1.8	-1.6
第二产业:制造业:电气机械及器材制造业	46.6	44.6	-2
第二产业:制造业:黑色金属冶炼及压延加工业	18.6	14.6	-4
第三产业	22.4	21.1	-1.3
第三产业:交通运输、仓储和邮政业:道路运输业	9.4	9.8	0.4
第三产业:水利、环境和公共设施管理业:公共设施管理业	15.2	14.8	-0.4
第三产业:交通运输、仓储和邮政业:铁路运输业	-19.9	-22.5	-2.6
第三产业:水利、环境和公共设施管理业:水利管理业	29.3	16.3	-13

资料来源：CEIC, 申万研究

12 月份新开工项目计划总投资累计增速为 22.5%，比上月回落 1.5 个百分点，2011 年 1-10 月份新开工项目计划总投资累计增速处于持续的改善中，11-12 月份出现小幅下行。房地产新开工面积出现了垂直回落，单月增速由 11 月的 9.1% 回落至 -18.9%，回落幅度高达 28 个百分点。可能的原因也是固定资产统计入库制度变化，导致部分固定资产新项目在 11 月提前集中入库，造成过去“12 月现象”提前反映。

图 7：新开工项目计划总投资累计增速小幅下行

图 8：12 月单月的商品房新开工面积增速大幅回落

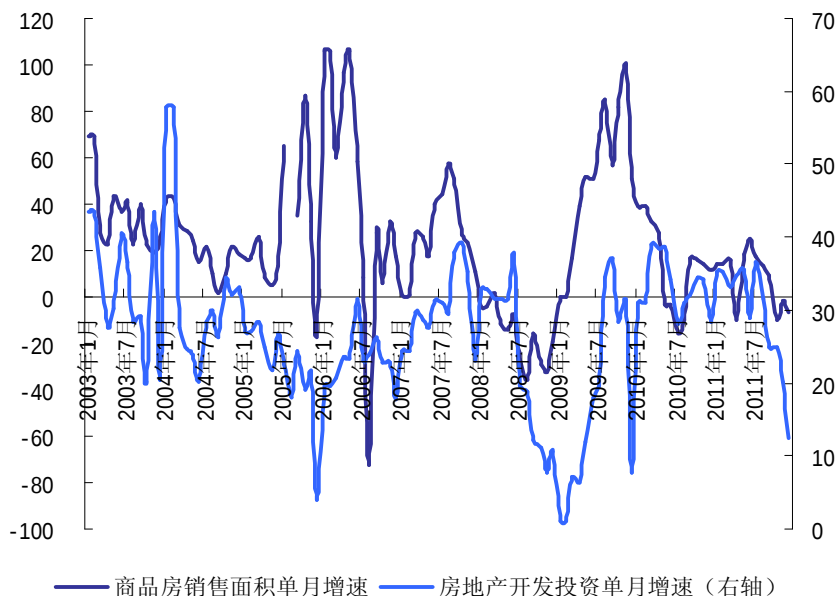


资料来源：申万研究

资料来源：国家统计局，申万研究

房地产销售的低迷将带动房地产投资持续回落。12 月房地产销售面积累计增速为 4.9%，单月增速为 -6.7%，已经连续三个月为负。研究发现，房地产销售面积增速领先投资约 5-7 个月，因此未来 2 个季度房地产投资增速还将持续回落。

图 9：房地产销售面积增速领先房地产投资增速 5-7 个月



资料来源：国家统计局，申万研究

4、消费好于预期，2012 年预计将稳中有落

12 月份社会消费品零售总额同比增速为 18.1%，比上月提高 0.8 个百分点。

从限额以上企业零售数据中看，12 月与 11 月相比，增速明显提升的是：金银珠宝类、建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类、家具类、服装鞋帽针纺织品类、中西药品类和食品饮料烟酒类，主要是节日消费的热门产品。今年春节在 1 月份，春节的提前使得春节消费提前。此外，年底前家电下乡政策结束也促进了家电的旺销。

汽车销售增速以及石油制品类的销售增速比上月均有所下降。

表 3：主要产品零售增速

限额以上企业零售数据	2011-11	2011-12	12 月相比 11 月
金银珠宝类	16.2	35.6	19.4
建筑及装潢材料类	28.4	37.2	8.8
家用电器和音像器材类	25	33.4	8.4
家具类	34.4	39.2	4.8
服装鞋帽、针、纺织品类	22.5	26.7	4.2
中西药品类	23	27.2	4.2
食品、饮料、烟酒类	24.7	28.5	3.8
总计	21.4	23.1	1.7
石油及制品类	31.4	31.1	-0.3
文化办公用品类	34.5	34.1	-0.4
化妆品类	17.3	16.9	-0.4
日用品类	24	23.4	-0.6
体育、娱乐用品类	15.1	14.1	-1
汽车类	11.4	10.2	-1.2
通讯器材类	31.3	24.8	-6.5

资料来源：CEIC, 申万研究

与房地产销售面积有关的家具、建筑装潢、家电及音响器材等销售增速虽然表现不错，但是房地产销售面积增速已经连续 3 个月负增长，如果房地产调控持续，房地产销售将继续回落，与此相关的产品销售也将下降。

2012 年物价涨幅也将回落，由此将带动社会消费品零售增速的回落，2012 年预计为 15%。

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇, 孟祥娟: 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。