

2012 年 12 月 10 日

经济企稳回升趋势进一步确认

——2012 年 11 月经济数据分析

相关研究

经济进入弱复苏阶段-2012 年 10 月经济数据分析
2012-11-19

L 型底部波动 4 季度略有回升-2012 年 3 季度及 9 月经济数据分析
2012-10-19

仍在筑底 结构信号偏积极-2012 年 8 月经济数据分析
2012-09-10

企业去库存 经济底部徘徊-2012 年 7 月经济数据及政策分析
2012-08-10

经济小幅改善 能否企稳仍有待确认-2012 年 5 月经济数据分析
2012-06-11

经济加速回落 倒逼政策加码-2012 年 4 月经济数据分析
2012-05-14

号角已吹响 可以更积极-对当前经济形势的基本看法
2012-04-16

分析师

孟祥娟 A0230511090004

mengxj@swsresearch.com

021-23297396

李慧勇 A0230511040009

lihy@swsresearch.com

研究支持

徐有俊 A0230112070007

xuyj@swsresearch.com

联系人

吉灵浩

(8621)23297336

jilh@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 月经济数据印证我们的判断，经济企稳回升趋势进一步确认。11 月 CPI 回升主要受食品价格回升所带动，特别是蔬菜；受经济企稳回升所带动，PPI 降幅继续收窄，有望在明年 2 季度末转正。重工业带动工业增加值增速连续 3 个月反弹，工业企稳回升趋势已经确立。11 月投资增速与上月持平，其中房地产投资增速回升、制造业和基建投资增速小幅回落。消费趋势性回升态势显著，汽车、家用电器等耐用品消费相对表现较好，对当月消费增长贡献显著。当前经济处于去产能阶段，今年四季度至明年经济将呈现弱复苏格局，经济企稳回升趋势进一步确认。我们认为明年三季度之前不用担心通货膨胀问题。

原因及逻辑：

- 11 月 CPI 和 PPI 分别为 2%和-2.2%。CPI 中的食品和非食品价格涨幅分别为 3%和 1.6%，食品价格是带动 CPI 回升的原因，其中蔬菜、猪肉等价格涨幅均有所提升。非食品价格涨幅比上月回落 0.1 个百分点。从具体细项看，仅居住价格涨幅比上月提升 0.1 个百分点，家庭设备用品及维修服务同比涨幅与上月持平，其余均比上月有所回落。11 月 PPI 同比为-2.2%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点，环比为-0.1%，比上月回落 0.3 个百分点，低于 2003-2011 年 0.5%的平均环比水平。显示当前经济虽已企稳并回升，但回升的力度偏弱，对产品价格的带动力不强。目前整体经济处于去产能的过程中，物价将保持低位，明年 CPI 全年涨幅预计为 2.7%，前低后高；而 PPI 有望延续降幅收窄的走势，到明年 6 月份转正，2013 年平均涨幅预计为 0.5%，明年三季度前不用担心通胀。
- 11 月份工业增加值增速为 10.1%，轻、重工业增加值增速分别比上月提升 0.1 和 0.5 个百分点；11 月份工业增加值季调环比为 0.86%，比上月小幅提高 0.03 个百分点，并且已经连续 4 个月反弹，工业领域企稳回升趋势已经确立。
- 11 月投资累计增速为 20.7%，与上月持平。其中房地产投资增速为 16.7%，比上月回升 1.3 个百分点，主要受房地产投资集中统计入库的影响；制造业投资增速 22.8%，比上月回落 0.3 个百分点；基础设施投资增速为 13.9%，比上月小幅回落 0.2 个百分点，其中交通运输仓储业投资增速比上月提高 1.1 个百分点，铁路投资增速提高 2.3 个百分点，而电力热力燃气及水的生产和供应业、水利环境和公共设施管理业投资增速分别比上月回落 2.4 和 0.3 个百分点。投资资金来源持续改善，尤其是国家预算内资金和贷款来源增速持续改善，显示国家财政和货币政策对投资的支持力度在加强。
- 消费表现好于预期，当月社会消费品零售总额增速为 14.9%，连续 4 个月提升；当月消费环比增速为 1.47%，比上月增加 0.12 个百分点。11 月社零消费增速中去除趋势性因素外，其他因素贡献增长 0.72 个百分点，比 10 月增加 0.26 个百分点，消费的趋势性回升态势显著。从 11 月份限额以上企业的数据情况看，汽车消费，家用电器等耐用品消费相对表现较好。消费的持续改善对经济企稳回升起到重要推动作用。
- 经济企稳回升趋势进一步确认，维持 2013 年经济弱复苏的判断。由于总体需求复苏力度偏弱，我们认为明年三季度之前不用担心通货膨胀问题。较低的物价水平，为稳增长政策实施提供了空间，国家将继续实施宽松的财政政策和稳健的货币政策为经济增长和改革保驾护航。

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告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告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”。

11 月经济弱幅度，通胀无忧。维持四季度和 2013 年经济弱复苏的判断。由于总体需求仍低迷，我们认为明年三季度之前不用担心通货膨胀问题。较低的物价水平，为稳增长政策实施提供了空间，国家将继续实施宽松的财政政策和稳健的货币政策为经济增长和改革保驾护航。

表 1: 主要经济数据预测值及实际值

公布日期	项目	申万预测	实际公布	上期	上上期	去年同期
2012/12/9	11 月工业品出厂价格涨幅%	-1.8	2	-2.8	-3.6	2.7
	11 月 CPI 涨幅%	2.3	-2.2	1.7	1.9	4.2
	11 月份出口增速%	6.3	2.9	11.6	9.9	13.8
2012/12/10	11 月份进口增速%	-2.8	0	2.4	2.4	22.1
	11 月贸易顺差亿美元	299.5	196.3	319.9	276.7	145.2
	11 月 M2 增速%	14.4		14.1	14.8	12.7
	11 月 M1 增速%	6.1		6.1	7.3	7.8
	11 月 M0 增速%	10.2		10.5	13.3	12
	11 月各项贷款余额增速%	16		16.2	16.4	15.6
	11 月人民币贷款余额增速%	15.8		15.9	16.3	15.6
	11 月份新增人民币贷款亿元	5631		5052	6232	5622
	11 月各项存款余额增速%	13.3		14.2	14.3	13
	11 月人民币各项存款余额增速%	12.3		13.3	13.3	13.1
2012/12/11	11 月居民储蓄存款余额增速%	16.6		17.6	16.8	12.4
	1-11 月份工业增速%	10	10	10	10	14
	1-11 月固定资产投资增速%	20.5	20.7	20.7	20.5	24.5
2012/12/9	1-11 月社会消费品零售总额增速%	14.1	14.2	14.1	14.1	17
2012/12/15	1-11 月实际利用外资增速%	-2.8		-3.45	-3.76	13.15

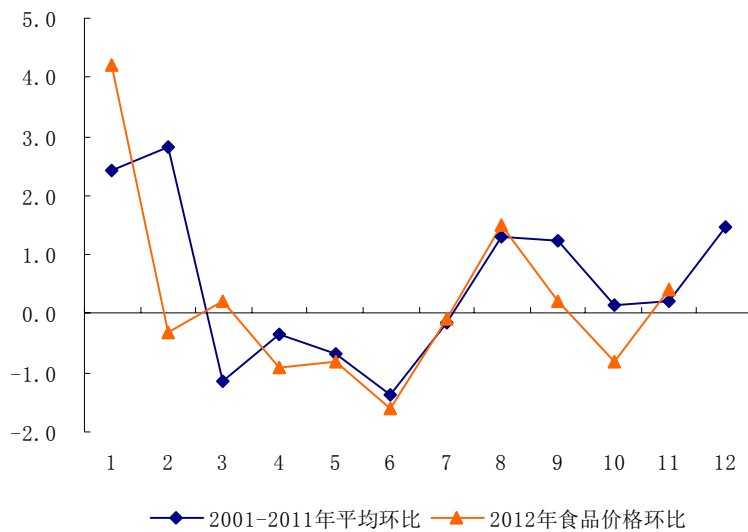
资料来源：申万研究

1、通胀无忧

11 月份 CPI 为 2%，比我们的预期值 2.3%略低，从结构看，食品和非食品价格涨幅均低于我们的预期值。

CPI 中的食品价格同比涨幅为 3%，比上月提升 1.2 个百分点，从具体年份看，环比涨幅低于 2003、2006、2007、2009 和 2010 年同期。

图 1：食品价格上涨压力并不大



资料来源：CEIC，申万研究

从具体分项看，11 月份带动食品价格涨幅回升的主要是鲜菜、猪肉、蛋类、水产品、液体乳及乳制品和油脂，而粮食同比涨幅与上月持平、干鲜瓜果的涨幅比上月大幅回落 7.7 个百分点。蔬菜价格结束连续两个月的大幅回落，重归上涨走势，主要是受天气变冷所影响。

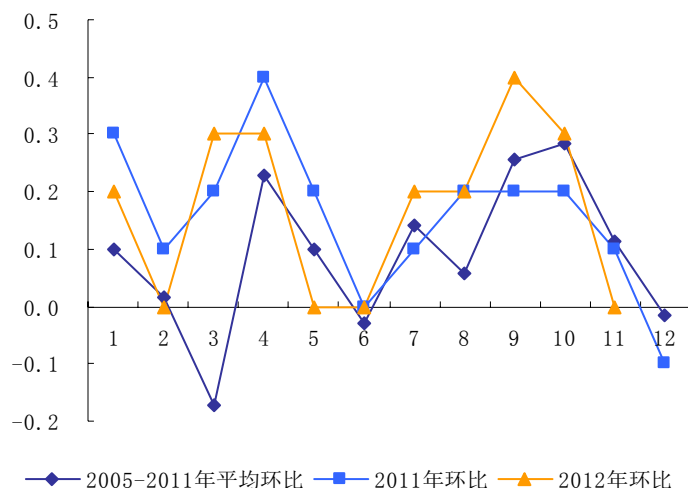
表 2：食品价格及其细项涨幅

	2012 年 10 月	2012 年 11 月	11 月相比 10 月变动
食品	101.8	103	1.2
食品:菜:鲜菜	101.1	111.3	10.2
食品:肉禽及其制品:猪肉	84.2	88.5	4.3
食品:蛋	100	103.6	3.6
食品:肉禽及其制品	95.3	98.2	2.9
食品:水产品	104.7	104.9	0.2
食品:液体乳及乳制品	103.1	103.3	0.2
食品:油脂	103.9	104.1	0.2
食品:粮食	103.8	103.8	0
食品:干鲜瓜果:鲜瓜果	103.9	96.2	-7.7

资料来源：申万研究

11 月份非食品价格环比上涨 0%，明显低于 2005-2011 年的平均 0.1% 的平均涨幅。今年 6-10 月份，非食品价格环比涨幅持续高于历史均值水平，主要受要素价格推进的影响。而 11 月非食品环比涨幅低于均值，显示非食品涨价压力有所下行。

图 2：非食品价格环比涨幅与历史均值持平



资料来源：CEIC，申万研究

11 月份非食品价格同比上涨 1.6%，比上月回落 0.1 个百分点。从具体细项看，仅居住价格涨幅比上月提升 0.1 个百分点，家庭设备用品及维修服务同比涨幅与上月持平，其余均比上月有所回落。

从居住细项看，带动居住价格上涨的是水电燃料和建筑装饰材料，而租房价格同比涨幅比上月回落 0.2 个百分点。居住价格同比涨幅从 7 月份开始持续回升，主要的带动力来自水电燃料价格的上涨。

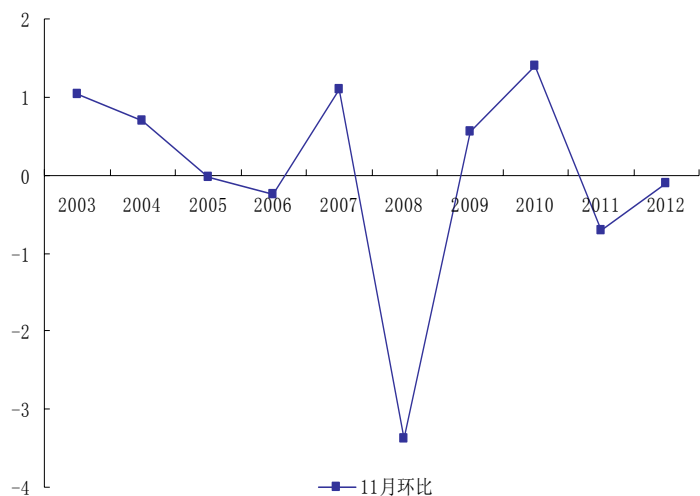
表 3：非食品价格及其细项涨幅

	2012 年 10 月	2012 年 11 月	11 月相比 10 月变动
居民消费价格指数	101.7	102	0.3
非食品	101.7	101.6	-0.1
食品	101.8	103	1.2
居住	102.5	102.6	0.1
家庭设备用品及维修服务	101.5	101.5	0
交通和通信	100.1	100	-0.1
娱乐教育文化用品及服务	101.1	100.9	-0.2
医疗保健和个人用品	101.8	101.6	-0.2
烟酒及用品	102	101.7	-0.3
衣着	102.7	102.3	-0.4

资料来源：申万研究

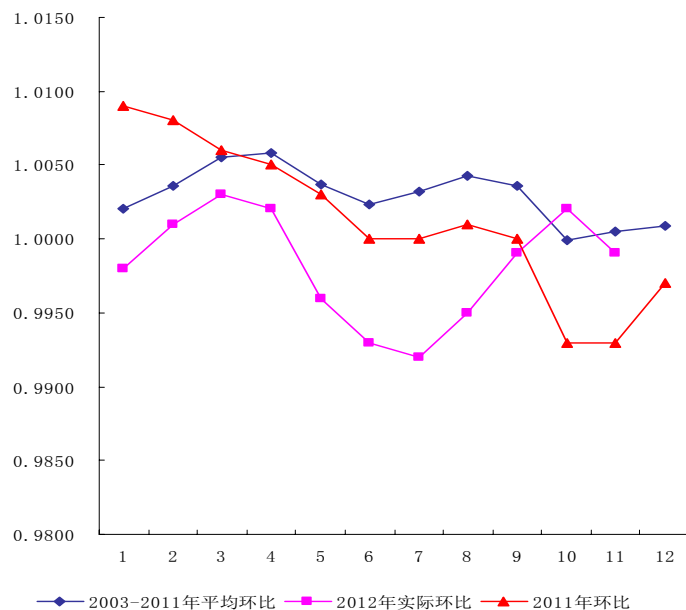
11 月 PPI 同比为-2.2%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点，环比为-0.1%，比上月回落 0.3 个百分点，低于 2003-2011 年 0.5% 的平均环比水平。显示当前经济虽已企稳并回升，但回升的力度偏弱，对产品价格的带动力不足。

图 3:11 月 PPI 环比与历史同期环比水平



资料来源：国家统计局，申万研究

图 4: PPI 环比涨幅低于历史均值



资料来源：国家统计局，申万研究

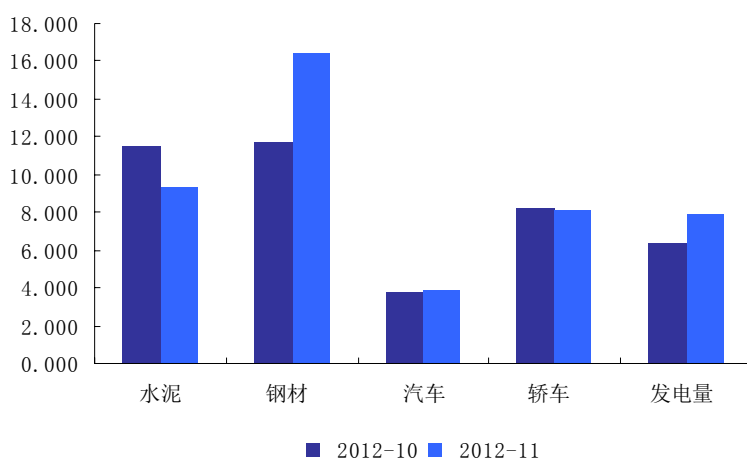
目前整体经济处于去产能的过程中，物价将保持低位，明年 CPI 全年涨幅预计为 2.7%，前低后高；而 PPI 有望延续降幅收窄的走势，到明年 6 月份转正，2013 年平均涨幅预计为 0.5%，明年三季度前不用担心通胀。

2、重工业带动工业增加值增速反弹

11 月工业增加值增速 10.1%，轻、重工业增加值增速分别为 9.2% 和 10.5%，分别比上月反弹 0.1 和 0.4 个百分点，重工业已经连续 4 个月反弹，是带动工业增加值增速连续 3 个月反弹的主要原因。工业领域企稳回升趋势已经确立。

11 月钢材产量同比为 16.5%，比回升 4.8 个百分点，连续 3 工业反弹；发电量增速为 7.9%，比上月反弹 1.5 个百分点，连续 2 个月反弹。水泥产量增速小幅回落 2.1 个百分点，而汽车产量增速小幅回升 0.1 个百分点。

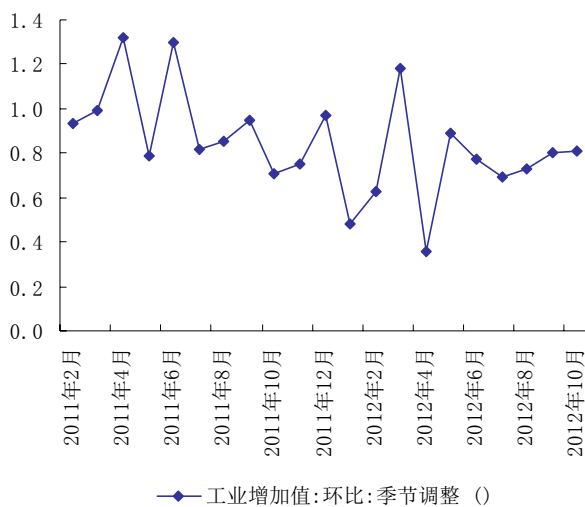
图 5：主要产品产量增速



资料来源：CEIC，申万研究

11 月份工业增加值季调环比为 0.86%，比上月小幅提高 0.03 个百分点，并且已经连续 4 个月反弹，工业领域企稳回升趋势已经确立。

图 6：工业增加值季调环比



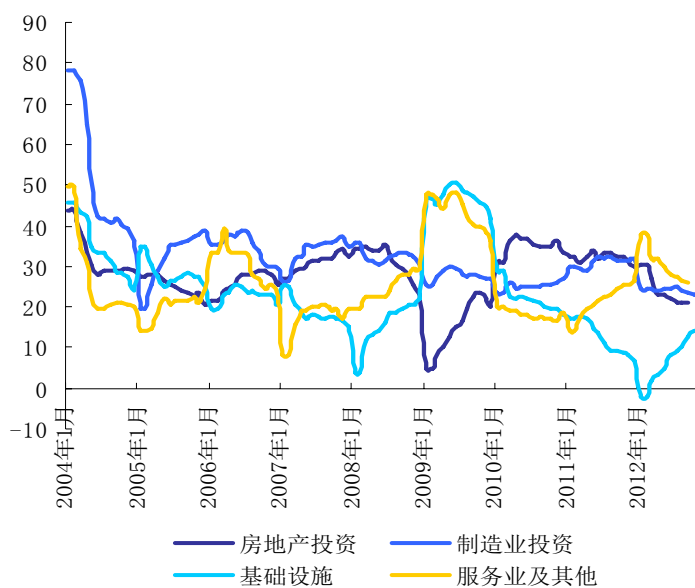
资料来源：CEIC，申万研究

3、投资持平，资金状况持续改善

固定资产投资 20.7%，与上月持平。其中房地产投资增速为 16.7%，比上月回升 1.3 个百分点，主要受房地产投资集中统计入库的影响；制造业投资增速 22.8%，比上月回落 0.3 个百分点；基础设施投资增速为 13.9%，比上月小幅回落 0.2 个百分点，其中交通运输仓储业投资增速比上月提高 1.1 个百分点，

铁路投资增速提高 2.3 个百分点，而电力热力燃气及水的生产和供应业、水利环境和公共设施管理业投资增速分别比上月回落 2.4 和 0.3 个百分点。

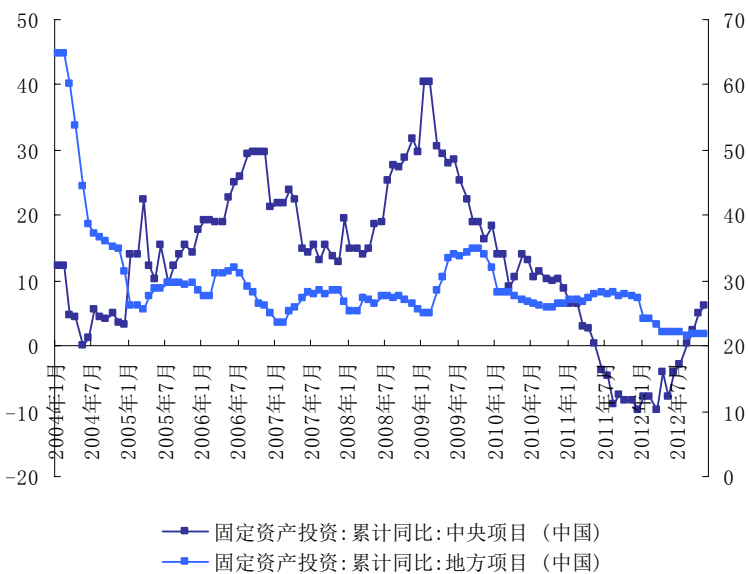
图 7：投资表现及其结构



资料来源：CEIC，申万研究

从中央项目和地方项目的投资情况看，主要是中央投资近期明显加速，连续 6 个月持续提升。11 月份中央项目投资累计增速为 6.1%，比上月提高 1 个百分点，而地方项目投资累计增速为 21.7%，比上月回落 0.1 个百分点。

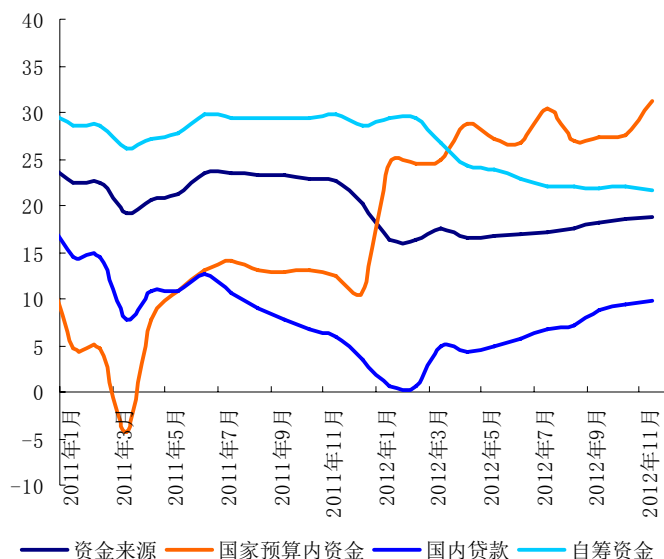
图 8：中央项目投资增速提升



资料来源：CEIC，申万研究

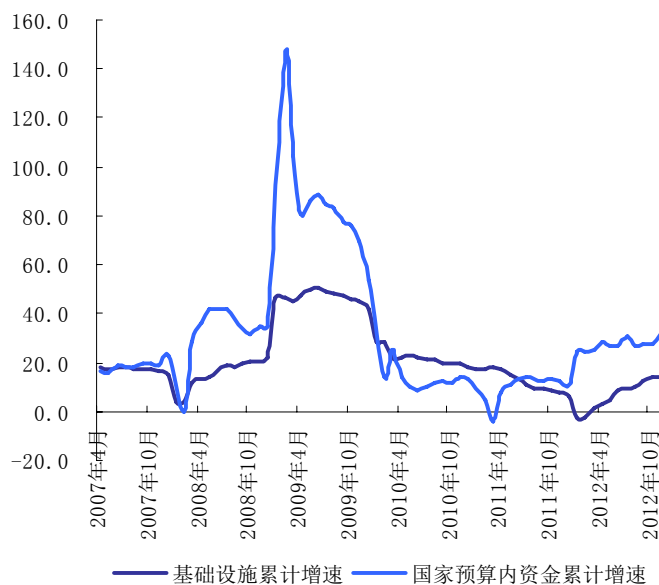
从投资的资金来源看,11月份资金来源增速为18.8%,比上月小幅提升0.2个百分点,国家预算内资金和国内贷款增速的回升是拉动其回升的主要动力。从年初至今,这二者也是带动整体投资资金改善的主要拉动力。11月国家预算内资金增速为31.3%,比上月大幅提升3.7个百分点,而国内贷款增速比上月提升0.5个百分点,利用外资和自筹资金增速分别比上月回落0.3和0.5个百分点。

图9: 投资资金来源增速



资料来源: 国家统计局, 申万研究

图10: 基建投资与国家预算内资金密切相关

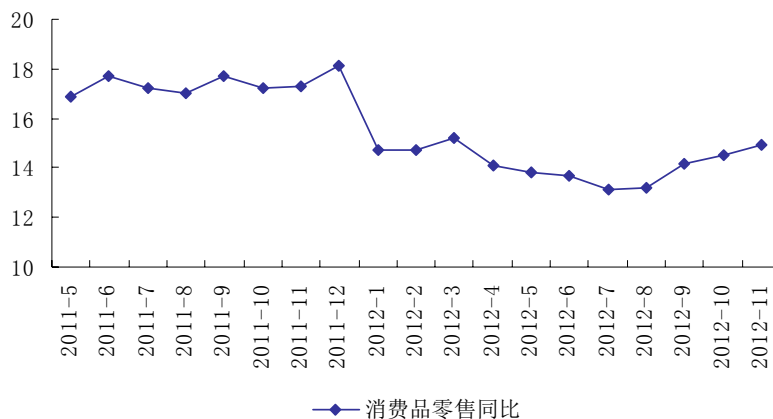


资料来源: 国家统计局, 申万研究

4、消费连续四个月出现改善

11月全国社会消费品零售总额18477亿元,同比名义增长14.9%,比10月提升0.4个百分点,再次延续增幅提升势头。11月份社零消费增速中去除趋势性因素外,其他因素贡献增长0.72个百分点,比10月增加0.26个百分点,连续4个月提升。

图1: 社会消费品零售总额同比增速连续4个月回升

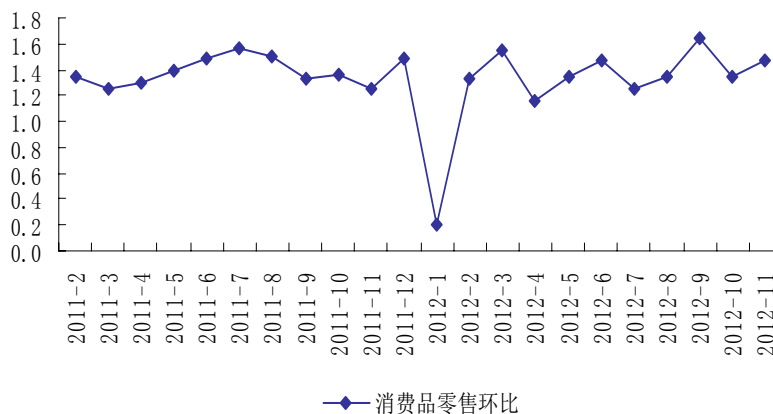


资料来源: CEIC, 申万研究

1-11 月份, 社会消费品零售总额同比增长 14.2%, 基本符合我们预期。11 月当月社会消费品零售总额同比上升迹象显著, 环比亦有小幅回升之势。11 月社零消费增速持续反弹, 表明经济企稳回升态势显著, 进一步验证了我们 4 季度经济回升的观点。

汽车消费和服装鞋帽、针、纺织品类小幅对 11 月当月消费增长贡献分别比上月提升 2.3 个百分点和 1.6 个百分点。而金银珠宝类、中西药品类产品消费对 11 月的消费贡献也分别较上月增加 0.8 个百分点和 0.5 个百分点。

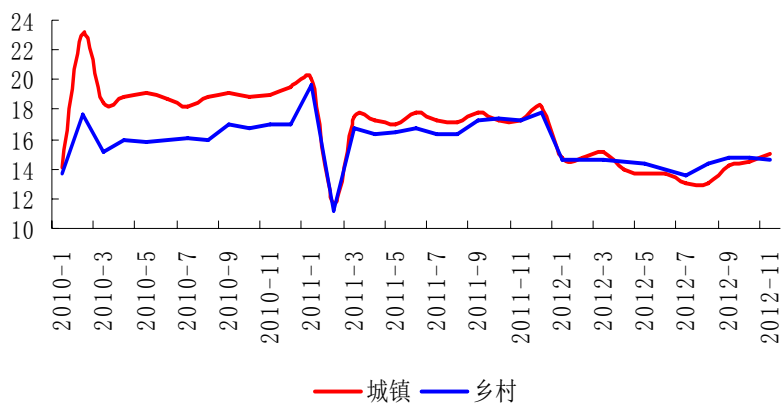
图 2: 社会消费品零售总额环比小幅增加回落



资料来源: CEIC, 申万研究

11 月城镇和乡村消费品零售增速分别为 15%和 14.6%, 其中, 城镇消费增速比上月 0.5 个百分点, 农村消费增速比上月降低 0.2 个百分点, 城镇消费的大幅增长是拉动 11 月消费同比改善的主要动力。

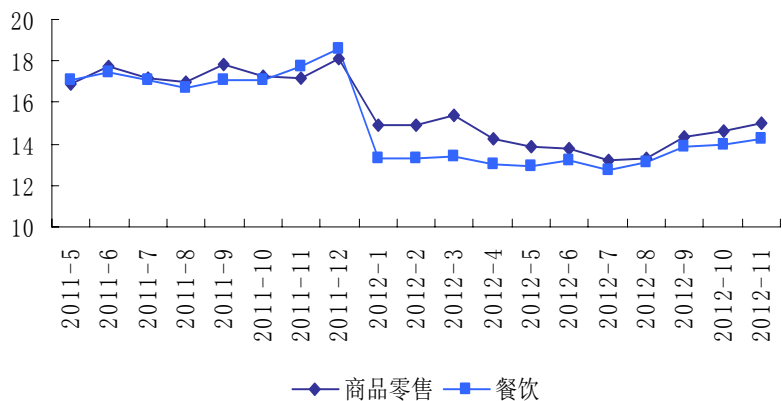
图 3: 城镇消费品零售增速大幅增加



资料来源: CEIC, 申万研究

11月份, 餐饮收入 2115 亿元, 同比增长 14.2%; 商品零售 16362 亿元, 增长 15%。餐饮和商品零售增速分别比上月增加 0.2 个百分点和 0.4 个百分点。

图4: 餐饮、商品零售增速小幅反弹



资料来源: CEIC, 申万研究

表 1: 10 月主要商品对限额以上企业消费品零售额的同比贡献率 (单位: %)

商品类别	10 月	11 月	11 月与 10 月相比
食品、饮料、烟酒类	16.5	13.4	-3.1
服装鞋帽、针、纺织品类	12.0	13.6	1.6
化妆品类	1.6	1.7	0.1
金银珠宝类	1.8	2.6	0.8
日用品类	4.1	3.5	-0.6
体育、娱乐用品类	0.2	0.4	0.1
家用电器和音像器材类	3.9	4.2	0.3
中西药品类	5.8	6.3	0.5
文化办公用品类	3.6	3.1	-0.5
家具类	3.0	2.4	-0.6
通讯器材类	3.0	2.9	-0.1

2012年12月			宏观经济
石油及制品类	14.3	12.7	-1.6
建筑及装潢材料类	4.1	3.7	-0.4
汽车类	18.7	21.0	2.3

资料来源：申万研究

5、经济进入弱复苏阶段

三大需求继续维持向上势头，维持四季度和 2013 年经济弱复苏的判断。由于总体需求仍低迷，我们认为明年三季度之前不用担心通货膨胀问题。

较低的物价水平，为稳增长政策实施提供了空间，国家将继续实施宽松的财政政策和稳健的货币政策为经济增长和改革保驾护航。

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。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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。

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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。

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。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。