

宏观研究

报告原因：数据点评

2009 年 10 月 22 日

宏观研究小组

执笔人：伊磊

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

主要季度经济数据（累计）

项目%	上半年	三季度
GDP	7.9	7.7
工业增加值	7	8.7
固定资产投资	33.6	33.4
外商直接投资	-17.9	-14.3
消费零售总额	15	15.1
出口	-21.8	-21.3
进口	-25.4	-20.4
CPI	-1.1	-1.1
PPI	-5.9	-6.5
城镇居民收入	11.2	10.5
农村现金收入	8.1	9.2

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资对经济贡献继续扩大，政策结构性调控或加强

——09 年三季度主要宏观经济数据点评

宏观研究/中国经济

● **三季度 GDP 同比增速超预期反弹，但环比涨势有所回落。**三季度经济继续保持稳步上升的态势，在投资和出口逐步回暖的带动下，单季 GDP 同比增速超出我们 8.5% 的预期判断，达到 8.9%，但是从季度环比折年率来看经过我们初步测算三季度仅为 5% 左右，低于二季度 17% 的增速，也反映出经济在经过快速的复苏反弹之后，步入稳步增长区间，而投资对经济拉动的贡献则达到了 7.3 个百分点，在投资高速企稳和出口确定反弹的预期下，我们维持四季度 9.5% 的单季增速判断。

● **三季度工业生产增速逐季加快，四季度有望继续保持。**三季度工业增加值增速保持逐月上升态势，并且逐步接近往年单月水平，我们认为随着四季度制造业的持续回暖，以及出口订单的恢复，工业增加值仍会继续加速，单月增速有望达到 15% 左右。

● **三季度固定资产投资加速，四季度或保持平稳态势。**三季度城镇固定资产投资呈现低开高走的态势，单月增速逐步提高，其中房地产开发投资加速上升贡献较大，考虑中央四季度仍有两千亿的计划投资资金需要落实，在政策不发生转向的前提下，我们维持全年增速 34% 的判断。

● **三季度消费平稳反弹，四季度有望保持刺激消费政策。**三季度社会消费品零售总额增速保持逐步反弹的态势，其中在国家相关消费政策刺激下汽车、家具等消费创新高，家电、食品消费保持平稳增长。农村居民收入增速趋势好于城镇，我们认为刺激消费政策在四季度或继续加强，我们继续看好下半年消费市场。

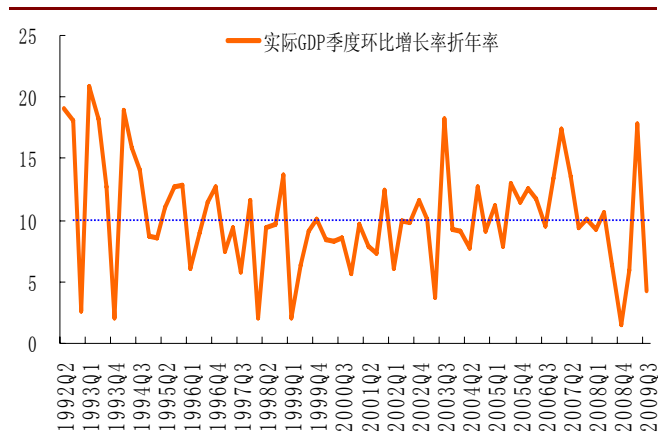
● **三季度物价稳步反弹，四季度有望继续温和上扬。**三季度通缩态势逐步收窄，在粮食和猪肉价格的带动下，CPI 连续三个月环比增速为正，翘尾因素逐步减弱也是推动 CPI 收窄的重要因素，我们认为，四季度物价将更多的受粮价和油价的影响，特别是国际大宗商品价格的上涨动力仍在，CPI 在四季度十一月份有望恢复正的微幅增长。

● **宏观调控再上日程，四季度政策或逐步转向调结构和控信贷。**我们认为从 22 日的国务院工作会议看出，调整经济结构或成为四季度需要关注的政策重点，在保增长无忧的状况下，严控过剩产能或成为四季度结构调整的重要导向，此外，从银监会会议可以看出，四季度将在不影响流动性充裕情况下重点对信贷节奏和信贷风险管理进行调整。

三季度 GDP 同比增速超预期反弹，但环比涨势有所回落

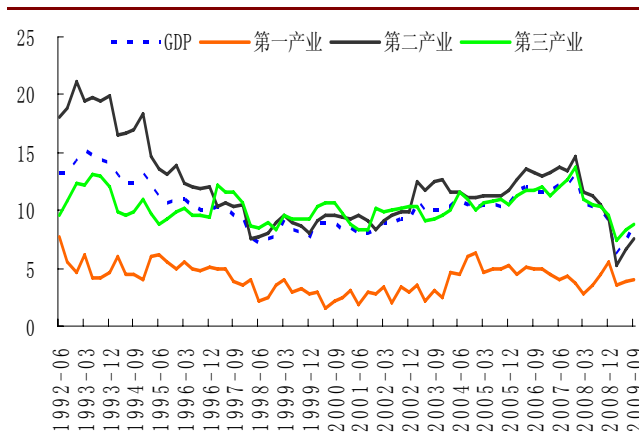
前三季度国内生产总值 217817 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 7.7%, 比上半年加快 0.6 个百分点。分季度看, 一季度增长 6.1%, 二季度增长 7.9%, 三季度增长 8.9%。分产业看, 第一产业增长 4.0%; 第二产业增长 7.5%; 第三产业增长 8.8%。前三季度最终消费对 GDP 的贡献有 4 个百分点, 投资贡献了 7.3 个百分点, 出口贡献了 -3.6 个百分点。

图 1: 实际 GDP 季度环比增长率折年率(%)



数据来源: 山西证券研究所

图 2: 分产业累计增速 (%)



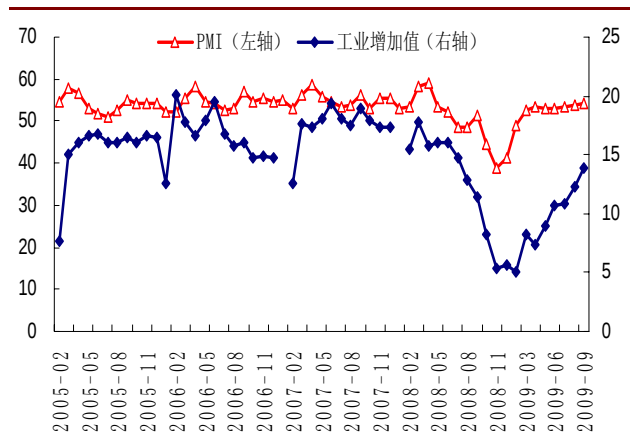
数据来源: 国家统计局 山西证券研究所

三季度经济继续保持稳步上升的态势, 在投资和出口逐步回暖的带动下, 单季 GDP 同比增速超出我们 8.5% 的预期判断, 达到 8.9%, 但是从季度环比折年率来看三季度远远低于二季度, 二季度环比折年率达到 17%, 而经过我们初步测算三季度仅为 5% 左右, 环比折年率的回调也反映出经济在经过快速的复苏反弹之后, 步入稳步增长区间, 而投资对经济拉动的贡献则达到了 7.3%, 在投资高速企稳和出口确定反弹的预期下, 我们维持四季度 9.5% 的单季增速判断, 同时预计单季环比折年率有望反弹至 10% 左右。

三季度工业生产增速逐季加快，四季度有望继续保持

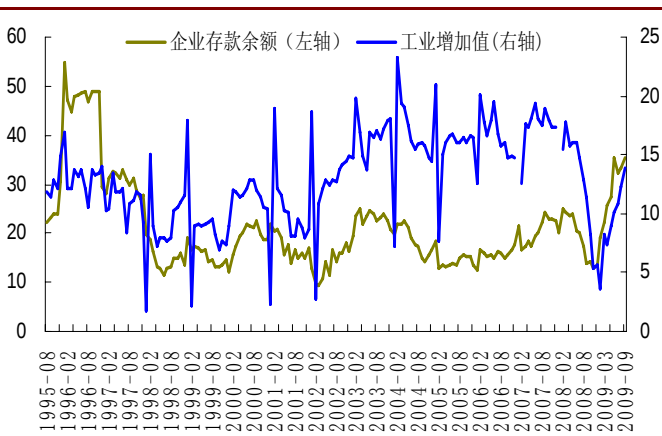
前三季度, 规模以上工业增加值同比增长 8.7%, 增速比上年同期回落 6.5 个百分点。其中, 一季度增长 5.1%, 二季度增长 9.1%, 三季度增长 12.4%。分经济类型看, 国有及国有控股企业增长 4.1%, 集体企业增长 7.9%, 股份制企业增长 11.0%, 外商及港澳台商投资企业增长 3.4%。分轻重工业看, 重工业增长 8.7%, 轻工业增长 8.7%。分行业看, 39 个大类行业全部实现同比增长。分地区看, 东部地区增长 7.5%, 中部地区增长 8.7%, 西部地区增长 13.8%。工业产销衔接状况良好, 前三季度工业产品销售率为 97.43%。

图 3：工业增加值与 PMI 指数(%)



数据来源：Wind 山西证券研究所

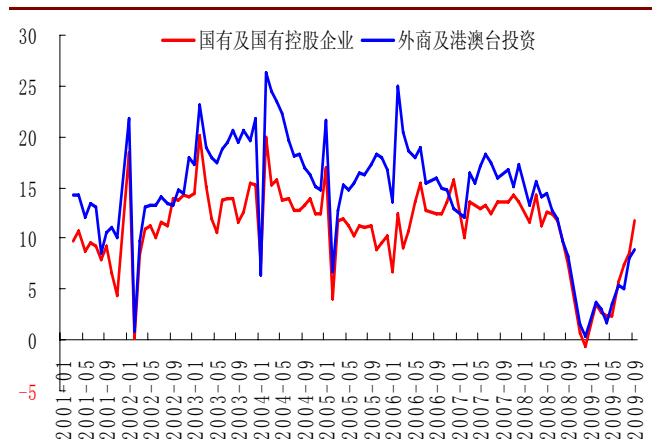
图 4：工业增加值与企业存款余额(%)



数据来源：Wind 山西证券研究所

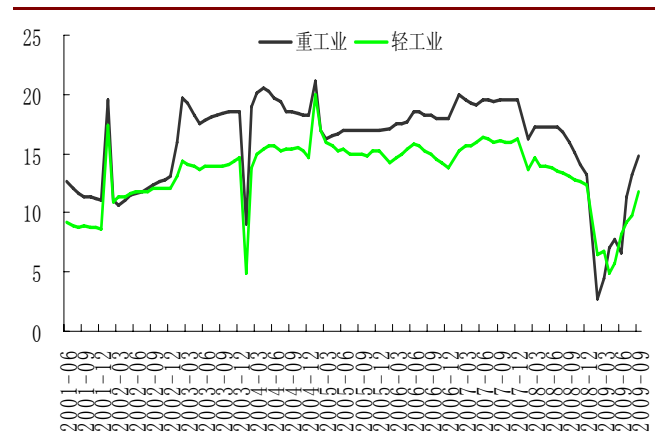
三季度工业增加值增速保持逐月上升态势，并且逐步接近往年单月水平，工业增加值月度增速与 PMI 指数、发电量、企业存款余额增速等走势高度相关，我们认为随着四季度制造业的持续回暖，以及出口订单的恢复，工业增加值仍会继续加速，单月增速有望达到 15% 左右。

图 5：国有及外商投资企业工业增加值累计同比(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 6：轻重工业增加值累计同比(%)



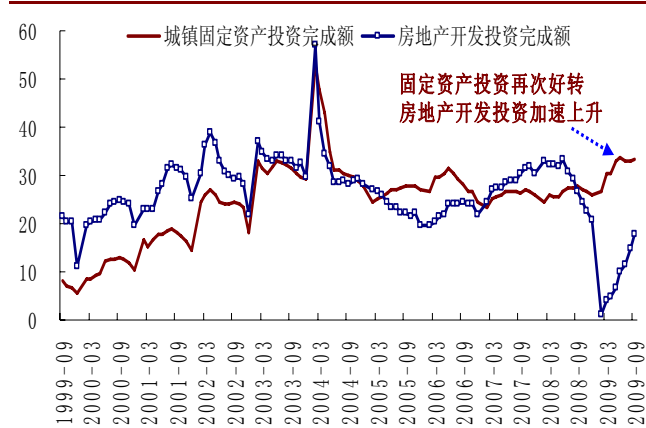
数据来源：Wind 山西证券研究所

三季度重工业增速明显加快，超越轻工业增速，显示经济增长结构又恢复至以重工业为主的阶段。国有及国有控股企业工业增加值增速继续超越外商企业，39 个行业成正增长，1-8 月份工业企业利润继续收窄，中游行业继续领衔好转。中西部地区表现继续好于东部地区。

三季度固定资产投资加速，四季度或保持平稳态势

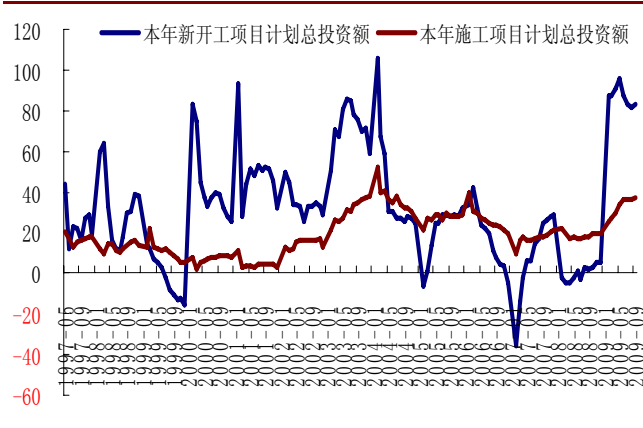
前三季度，全社会固定资产投资 155057 亿元，同比增长 33.4%，增速比上年同期加快 6.4 个百分点。其中，城镇固定资产投资 133177 亿元，增长 33.3%，加快 5.7 个百分点；农村固定资产投资 21880 亿元，增长 33.6%，加快 10.3 个百分点。

图 7：城镇固定资产投资及房地产开发投资累计同比(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 8：新开工和施工项目计划总投资加速(%)

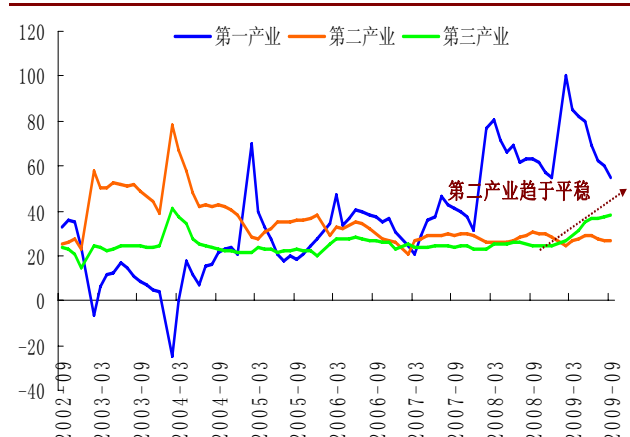


数据来源：国家统计局 山西证券研究所

三季度城镇固定资产投资呈现低开高走的态势，单月增速逐步提高，其中房地产开发投资加速上升贡献较大，从新开工项目和施工项目计划总额增速来看，均保持高位反弹的态势，我们认为有利于四季度固定资产投资保持高位增速，考虑中央四季度仍有 2000 亿元的四万亿投资计划资金需要落实，在中央投资政策不发生转向的前提下，我们维持全年固定资产投资增速 34% 的判断。

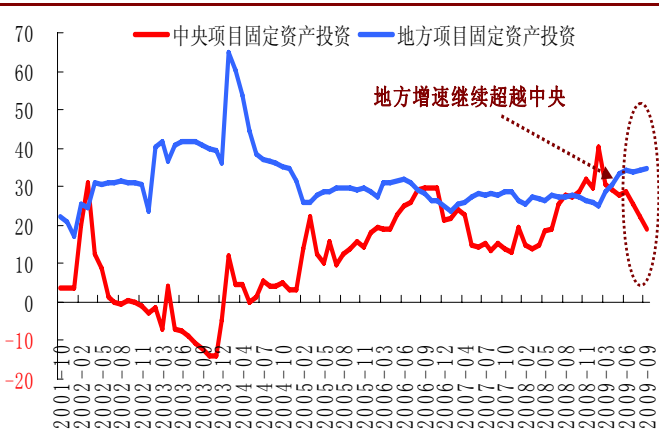
在城镇固定资产投资中，第一产业投资增长 54.8%，第二产业投资增长 26.9%，第三产业投资增长 38.1%。分地区看，东部地区投资增长 28.1%，中部地区增长 38.3%，西部地区增长 38.9%。基础设施投资大幅增长。前三季度，基础设施投资（不包括电力）增长 52.6%，其中铁路运输业增长 87.5%，道路运输业增长 50.7%，卫生、社会保障和社会福利业增长 72.9%。前三季度，房地产开发投资 25050 亿元，同比增长 17.7%，增速比上半年加快 7.8 个百分点。

图 9：第二产业趋于平稳(%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 10：中央项目投资放缓(%)



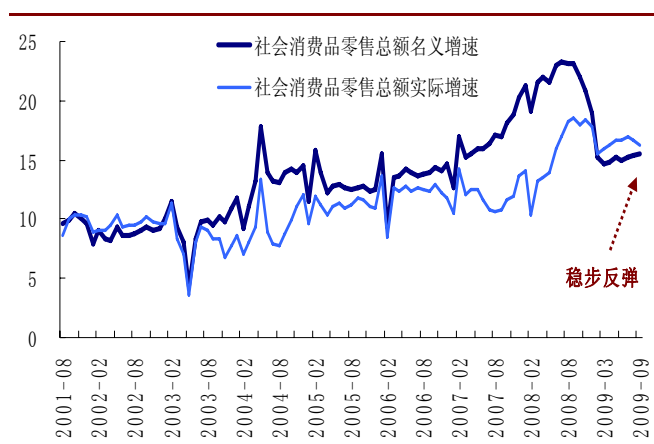
数据来源：国家统计局 山西证券研究所

分产业来看，第二产业固定资产投资增速有所企稳，反映工业投资有所降温，这与国家对于部分行业产能过剩控制有关，三季度中央投资明显下滑，地方投资保持加速上升态势，我们认为中央投资下滑不影响保持四季度的高投资增速。

三季度消费平稳反弹，四季度有望保持刺激消费政策

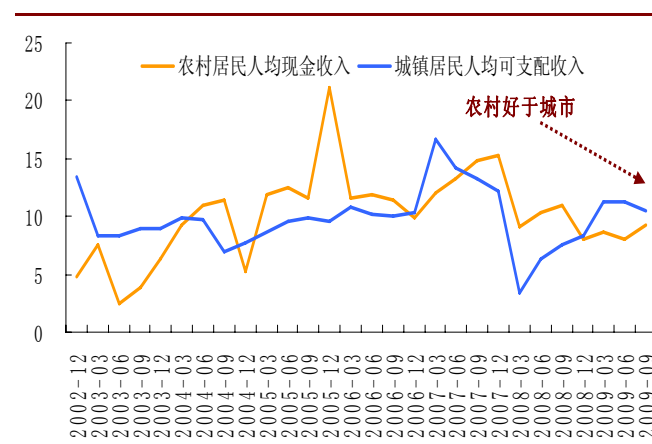
前三季度，社会消费品零售总额 89676 亿元，同比增长 15.1%；扣除价格因素，实际增长 17.0%，比上年同期加快 2.8 个百分点。前三季度，城镇居民家庭人均总收入 14213 元。其中，城镇居民人均可支配收入 12973 元，同比增长 9.3%，扣除价格因素，实际增长 10.5%。

图 11：社会消费品名义与实际增速（%）



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 12：居民人均收入增速(%)



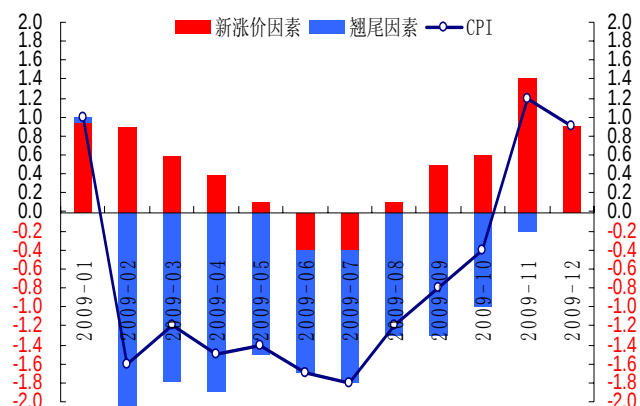
数据来源：国家统计局 山西证券研究所

三季度社会消费品零售总额增速保持逐步反弹的态势，其中在国家相关消费政策刺激下汽车、家具等消费创新高，家电、食品消费保持平稳增长。农村居民收入增速趋势好于城镇，我们认为国家对于家电、汽车、旅游等消费的政策在四季度或继续加强，我们继续看好下半年消费市场。

三季度物价稳步反弹，四季度有望继续温和上扬

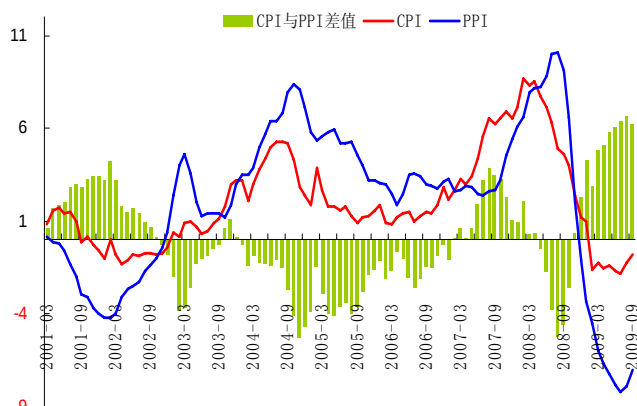
前三季度，居民消费价格同比下降 1.1%。其中，城市下降 1.3%，农村下降 0.7%。分类别看，八大类商品三涨五落：烟酒及用品上涨 1.6%，家庭设备用品及维修服务上涨 0.6%，医疗保健和个人用品上涨 1.0%；食品下降 0.1%，衣着下降 2.3%，交通和通信下降 2.6%，娱乐教育文化用品及服务下降 0.7%，居住下降 4.4%。居民消费价格环比 7 月份由下降转为持平，8、9 月份分别上涨 0.5% 和 0.4%。前三季度，商品零售价格同比下降 1.6%。

图 13: CPI 新涨价及翘尾因素 (%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

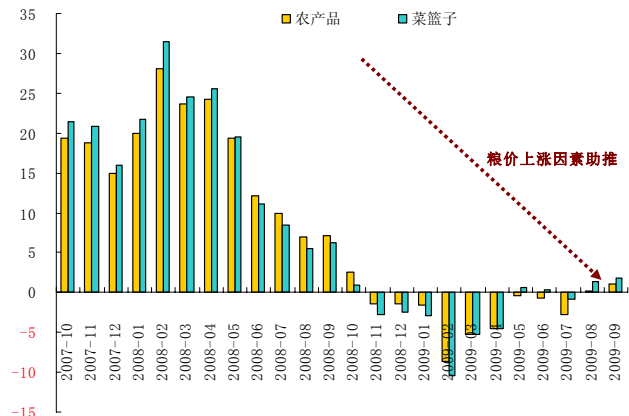
图 14: CPI 与 PPI 月度走势 (%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

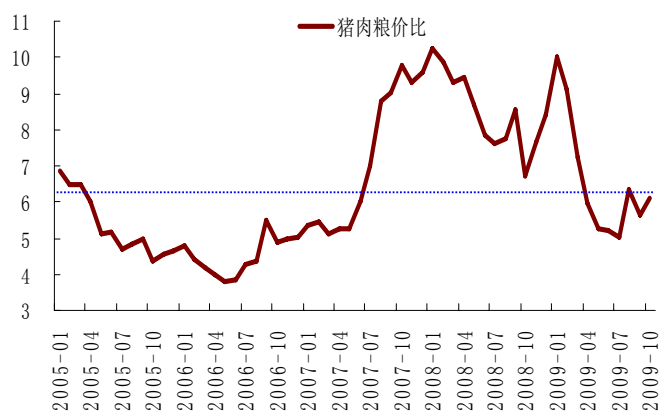
三季度通缩态势逐步收窄，在粮食和猪肉价格的带动下，CPI 连续三个月环比增速为正，翘尾因素逐步减弱也是推动 CPI 收窄的重要因素，我们认为，四季度物价将更多的受粮价和油价的影响，特别是国际大宗商品价格的上涨动力仍在，CPI 在四季度十一月份有望恢复正的微幅增长。

图 15: 粮价对 CPI 拉动因素 (%)



数据来源：农业部 山西证券研究所

图 16: 猪肉粮价比 (%)



数据来源：农业部 山西证券研究所

全国夏粮产量连续六年增产，早稻产量达到 3327 万吨，比上年增长 167 万吨，增长 5.3%，全年粮食有望获得好收成。肉类产量保持稳定增长，前三季度猪牛羊禽肉产量 5280 万吨，增长 5.6%。其中，猪肉产量 3495 万吨，增长 6.3%。生猪出栏 4.63 亿头，增长 6.4%；生猪存栏 4.68 亿头，增长 2.2%。

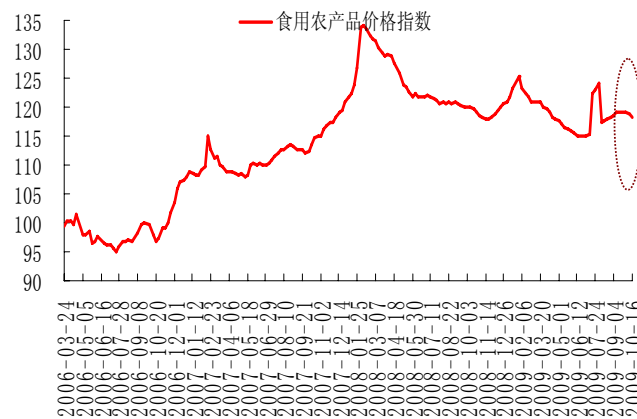
夏粮增产有望减轻粮价上涨预期，从猪肉粮价比来看，目前已经处于 6 倍左右的盈亏平衡点区间，猪肉价格在三季度出现了一波上涨行情，近期受猪病的影响，快速回落，我们认为，猪肉价格在四季度仍有望保持逐步反弹的态势，一方面是猪肉供给可能在猪病爆发之后快速减少，另一方面玉米等饲料价格的上涨或于四季度发生，将直接推高养猪成本。

图 17：农业部农产品和菜篮子批发价格定基指数



数据来源：农业部 山西证券研究所

图 18：商务部食用农产品价格定基指数

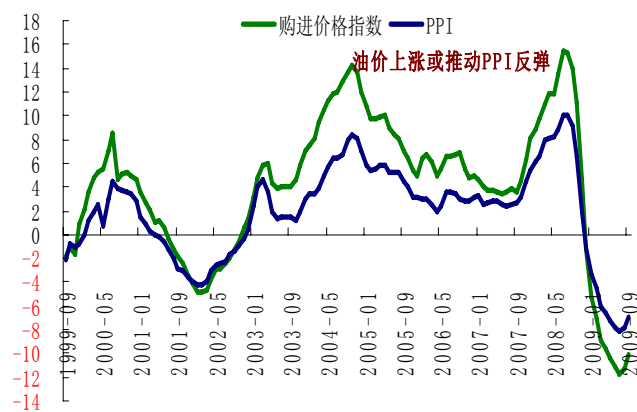


数据来源：商务部 山西证券研究所

从农业部和商务相关产品价格走势来看，近期有所回落，但我们认为支持粮食和食品价格上涨的因素仍然存在，我们维持粮价在四季度上升带动 CPI 由负转正的判断。

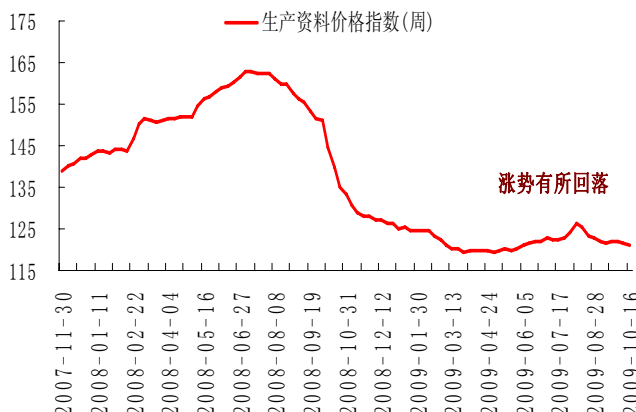
工业品出厂价格同比下降 6.5%，截至 9 月份环比连续六个月上涨，其中 9 月份环比上涨 0.6%。前三季度，原材料、燃料、动力购进价格同比下降 9.5%。70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 0.1%。

图 19：购进价格指数对 PPI 影响 (%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 20：商务部生产资料价格指数



数据来源：商务部 山西证券研究所

三季度 PPI 呈现跌幅收窄的趋势，我们认为 8 月份已经是 PPI 同比增速的拐点，在国际大宗商品和购进价格指数上升的带动下，四季度 PPI 跌势有望进一步收窄，我们维持全年 PPI-4.5%的判断。

宏观调控再上日程，四季度政策或逐步转向调结构和控信贷

21 日温家宝主持召开国务院常务会议，分析当前经济形势和部署四季度经济工作。同日，银监会主席在 2009 年第四次经济金融形势通报分析会上也强调把握信贷节奏和加强风险管理。

表 1：国务院常务会议和银监会会议政策要点

国务院常务会议	银监会会议
要把正确处理保持经济平稳较快发展、 调整经济结构和管理好通胀预期 的关系作为宏观调控的重点，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观经济政策的连续性、稳定性，把握好政策的力度和节奏，增强政策的灵活性和可持续性，全面落实和不断充实完善一揽子计划和政策措施，更好地完成全年经济社会发展主要任务， 更加重视提高经济增长的质量和效益，为明年发展奠定良好基础。	要密切跟踪宏观经济走势和产业结构调整趋势，科学 把握信贷节奏，加强风险管理 的制度和机制建设，落实国家各项宏观调控和产业政策，在支持国家经济发展的同时，继续保持银行业的稳健运行。
（一）保持需求稳定增长。继续落实、完善促进消费和提高居民收入的各项政策， 积极推动最终消费。科学合理地安排投资计划 ，推进中央投资项目建设，确保项目质量和安全。抓紧出台 鼓励和促进民间投资 健康发展的办法。	要 从严把握信贷政策 界限，切实加强重点行业授信管理，做好授信风险监控
（二）认真抓好农业生产特别是秋冬种工作。加强秋粮收获、收购工作，确保秋粮和棉花集中上市期间不出现“卖难”现象。	要继续加强案件防控执行力建设，确保长效机制建设、激励约束机制、监督队伍建设和覆盖面、岗位责任追究“四个到位”
（三）积极推进结构调整和节能减排。继续抓好重点产业调整振兴规划和实施细则的贯彻落实。推动企业加快技术改造，修订《产业结构调整指导目录》， 研究出台鼓励淘汰落后产能、促进兼并重组的政策措施。坚决抑制部分产能过剩行业新上项目。	要切实 加强融资平台和项目贷款风险管控 ，牢牢把握三条红线不放松。严禁发放打捆贷款；不得签署无特定项目的大额授信合作协议；对出资不实，治理架构、内部控制、风险管理、资金管理运用制度不健全的融资平台， 要严格限制贷款，落实风险防范。
（四）加强煤电油气运调节。做好煤炭产运需的组织协调。完善电力应急预案和有序用电方案，保障电网平稳安全运行和元旦、春节期间的电力供应。	要严格执行“二套房贷”政策不动摇。不折不扣地落实与借款人“面谈”、“面签”制度，并将开发商、项目公司和母公司的授信统一起来， 实施并表监管。
（五）继续推进重点改革。积极做好 医药卫生体制改革 五项重点工作。扎实推进新型农村社会养老保险试点。抓好涉及企业的收费清理整顿，加强行政事业性收费管理。	要从 IT 和人管两方面落实对个人贷款的管理，完善管理手段、机制和贷款流程， 严控贷款的挪用和违约率。
（六）进一步做好财政金融工作。大力推进 增收节支。规范地方政府及其平台公司的举债和担保承诺行为。保持流动性合理充裕。 引导金融机构优化信贷结构， 增强贷款增长的可持续性。 促进资本市场平稳健康发展。	要抓紧建立和完善流动性风险管理体系，密切关注国际资本流动、宏观经济走势及政策调整可能对市场流动性造成的冲击， 要始终维持充足的流动性水平，合理安排贷款期限结构。
（七）高度重视并妥善安排好群众生活。继续实施各项 促进就业 的政策措施，着力做好高校未就业毕业生、农民工和困难群体等的就业工作。落实好完善社会保障体系和提高中低收入者收入政策。 加快保障性安居工程建设。	

数据来源：国务院 银监会 山西证券研究所

我们认为从国务院工作会议看出，调整经济结构和信贷节奏成为四季度需要关注的政策重点，在保增长无忧的状况下，严控过剩产能或成为四季度结构调整的重要导向，为明年经济更好发展打基础。此外，从银监会会议可以看出，四季度将重点对信贷节奏和信贷风险管理进行加强，将从制度和窗口指导两个方面进行规范管理，在不影响流动性充裕情况下调控。

中国宏观月度数据一览表

表 2：中国宏观经济月度数据一览表

日期	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01	09-02	09-03	09-04	09-05	09-06	09-07	09-08	09-09
工业生产													
工业增加值	11.4	8.2	5.4	5.7		11	8.3	7.3	8.9	10.1	10.8	12.3	13.9
重工业增加值	11.2	10.3	10.1	8.1		14.4	6.8	8.2	9.7	10.2	11.3	13.2	14.8
轻工业增加值	11.5	7.3	3.4	4.7		9.6	4.5	6.9	8.6	10.9	9.2	9.8	11.8
PMI													
CFLP-PMI	51.2	44.6	38.8	41.2	45.3	49	52.4	53.5	53.1	53.2	53.3	54.0	54.3
里昂证券 PMI	47.7	45.2	40.9	41.2	42.2	45.1	44.8	50.1	51.2	51.8	52.8	55.1	55.0
消费													
社会消费品零售总额	23.2	22	20.8	19		15.2	15	15	15.2	15.0	15.2	15.4	15.5
城镇	23.9	22.1	20.3	19		14.4	14.1	14.1	15.0	15.5	15.1	15.3	15.9
投资													
城镇固定资产投资	27.6	27.2	26.8	26.1		26.5	30.3	30.5	32.9	33.6	32.9	33.0	33.0
房地产开发投资	26.5	24.6	22.7	20.9		1	4.1	4.9	6.8	9.9	11.6	14.7	17.7
外商直接投资													
实际利用金额(亿美元)	66.4	67.2	53.2	59.8	75.4	58.33	84.06	58.9	63.79	89.6	53.59	74.99	78.99
同比增长率	24.2	-0.9	-36.5	-5.7	-32.7	-15.81	-9.52	-22.5	-17.81	-6.8	-35.7	7	18.93
外贸													
出口	21.5	19.2	-2.2	-2.8	-17.5	-25.7	-17.1	-22.6	-26.4	-21.4	-23.0	-23.4	-15.2
进口	21.3	15.6	-17.9	-21.3	-43.1	-24.1	-25.1	-23.0	-25.2	-13.2	-14.9	-16.9	-3.5
贸易盈余(亿美元)	293.7	352.4	400.9	389.8	391.1	48.41	185.6	131.4	133.89	82.49	106.3	157.0	129.32
物价指数													
居民消费价格指数	4.6	4.0	2.4	1.2	1.0	-1.6	-1.2	-1.5	-1.4	-1.7	-1.8	-1.2	-0.8
工业品出厂价格指数	9.1	6.6	2.0	-1.1	-3.3	-4.5	-6.0	-6.6	-7.2	-7.8	-8.2	-7.9	-7.0
财政													
财政收入	3.1	-0.3	-3.1	3.3	-17.1	-1.2	-0.3	-13.6	4.8	19.6	10.2	36.1	33.0
财政支出	11.6	16.4	16.5	30.8	32.5	42.3	31.4	24.5	14.5	21.5	9.3	17.4	32.9
货币供应													
M0	9.3	10.6	9.0	12.7	12.0	8.28	10.88	11.26	11.24	11.46	11.59	11.52	15.91
M1	9.4	8.9	6.8	9.1	6.7	10.87	17.04	17.28	18.69	24.79	26.37	27.72	29.51
M2	15.3	15.0	14.8	17.8	18.8	20.48	25.51	25.95	25.74	28.46	28.42	28.53	29.31
金融机构存款	18.8	21.1	19.9	19.7	23.0	23.1	25.73	26.21	26.67	29.02	28.54	27.43	28.35
金融机构贷款	14.5	14.6	16.0	18.8	21.3	24.17	26.97	29.72	30.60	34.44	33.90	34.11	34.16
1 年期存款利率	4.14	3.6	2.52	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
1 年期贷款利率	7.2	6.66	5.58	5.31	5.31	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
美元兑人民币	6.83	6.83	6.83	6.84	6.84	6.84	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83

数据来源：Wind 山西证券研究所

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

	总部	北京部
地址：	中国 太原 030002 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层	中国 北京 100081 北京市海淀区大柳树路 17 号富海大厦 8 层 808
电话：	(0351)8686986	(010)82190395
传真：	(0351)8686992	(010)82190384
服务热线：	400-666-1618	
E-mail：	sxzqyfb@263.net	
网址：	http://www.i618.com.cn	