

日期：2009 年 10 月 23 日



胡月晓
021-53519888-1917
huyuexiao@sigchina.com

“高增长、低通胀”的好时光将至

——2009 年 9 月份宏观经济数据点评

■ 主要观点：

经济加速复苏

前3季度，我国经济在各种强力刺激计划的作用下，经济企稳回升势头逐步增强，总体形势积极向好，全年“保八”目标实现已基本无悬念。从经济增长速度变化上看，前3季度增速逐步提高，显示我国政策效应逐步显现。中国经济的快速复苏，除了政策的强力刺激外，经济运行中本身规律也发挥了重要作用：未来6-9个月，由于去库存行为基本结束，而去过剩产能行为还没大规模开始，中国经济内生性增长动力处于相对稳定的回暖确定期。

经济运行格局不变：投资“一枝独秀”

中国经济的增长动力，已从2008年的投资和消费“并驾齐驱”，过渡到了2009年的投资“一枝独秀”局面。从一个5-10年的长期视野，由于中国经济起飞阶段的特征，“投资型”经济将在中国长期存在。这意味着投资率在中国将长期占据主导地位，消费的快速增长不会改变中国经济的这一特征。从短期看，消费的变动受政策的影响比较有限，消费的增长基本上是消费本身固有发展规律作用的结果。除非，消费升级正在发生，消费的快速提升就是不可能的，消费变动本身具有平稳的特点。因此，我们多次强调，本轮经济复苏也不会例外地让投资充当主角。

将迎来“高增长、低通胀”的美好时期

当前的通胀预期是建立在流动性的基础上的，并非建立在经济“过热”的基础之上，不是经济增速过快的结果，即当前价格水平的上涨季节性因素占了很大部分，并非经济回暖带来的价格上涨。货币因素是一个基本上为货币当局控制的要素，因此，当前的通胀预期能否实现很不确定。我们认为货币当局不会容忍通胀的再次出现，因此预期实现的可能性很小。直到2010年年中，中国经济能够既保持价格稳定，又保持8-9.5%左右适当快速增长速度。

报告编号：HYX09-HGSJ022

相关报告：

《投资再添动力，经济好于预期——2009 年 8 月宏观数据点评》

《经济继续向好，政策暂无调整必要——2009 年 7 月宏观数据点评》

《经济窗口行情下增长模式转变：2009 年下半年宏观经济研究》

《2009：新一轮周期下经济再减速》

《寻求中国经济再增长的动力》

《融入世界：2008 后中国经济评述》

国内宏观经济数据

今日国家统计局公布 9 月份宏观经济数据，主要数据如下：

表 1 2009 年 9 月国内重要经济数据预测（%，同比增长）

公 布 日期	项 目	实际	预测	去 年 同 期
10/22	9 月 PPI 涨幅%	-7.0	-7.0	9.13
10/22	9 月 CPI 涨幅%	-0.8	-0.9	4.6
10/14	9 月出口增速%	-15.2	-26.7	21.72
10/14	9 月进口增速%	-3.5	-20.6	20.99
10/14	9 月贸易顺差（亿美元）	129	150	299.67
10/14	9 月城镇固定资产投资增速%	35.05	30.42	29.02
	当年累计%	33.3	32.66	27.6
10/22	9 月工业增加值%	13.9	12.95	11.4
	当年累计%	8.7	8.4	15.2
10/14	9 月 M2 增速%	29.31	27.95	15.29
10/14	9 月 M1 增速%	29.51	29.57	9.43
10/14	9 月信贷新增（亿元）	5167	3000	3745
	人民币信贷余额（实际同比）	31.68	30.95	14.48
10/22	9 月消费增速%	15.5	15.4	23.2
	当年累计%	15.1	15.1	22
10/22	3 季度 GDP 增速%	9.4	8.9	9.0
	当年累计%	7.8	7.7	9.9

点评如下

经济加速复苏

前 3 季度，我国经济在各种强力刺激计划的作用下，经济企稳回升势头逐步增强，总体形势积极向好，全年“保八”目标实现已基本无悬念。初步测算，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%。从经济增长速度变化上看，前 3 季度增速逐步提高，显示我国政策效应逐步显现。中国经济的快速复苏，除了政策的强力刺激外，经济运行中本身规律也发挥了重要作用：未来 6-9 个月，由于去库存行为基本结束，而去过剩产能行为还没大规模开始，中国经济内生性增长动力处于相对稳定的回暖确定期。当前中国经济增长的步伐取决于两个因素：去库存化和去过剩产能化过程结束。去库存化过程大约 1 年左右时间就能完成，主要行为发生在上半年，现在高峰已基本过去。产能过剩结合经济结构的深层次问题，使得我国去过剩产能的过程会持续较长，大致需要 2-3 年左右。消化过剩产能能在宏观层面上涉及经济结构调整，微观层

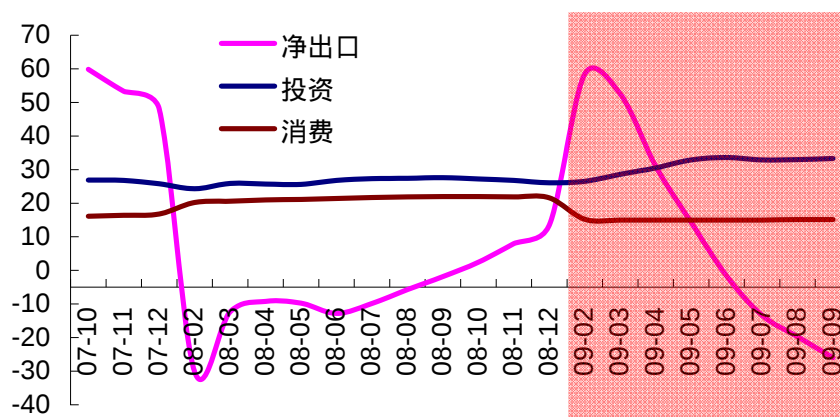
面上涉及企业并购重组,过剩产能的消化,目前还刚刚开始,主要行为发生在后 1-1.5 年时期,因此,消化过剩产能对经济的冲击至少要到 2010 年下半年才会显现杀伤力。因此,直到 2010 年 2 季度,中国经济发展将继续呈现持续回暖的趋势。

经济运行格局不变：投资“一枝独秀”

中国经济的增长动力,已从2008年的投资和消费“并驾齐驱”,过渡到了2009年的投资“一枝独秀”局面。从一个5-10年的长期视野,由于中国经济起飞阶段的特征,“投资型”经济将在中国长期存在。这意味着投资率在中国将长期占据主导地位,消费的快速增长不会改变中国经济的这一特征。从短期看,消费的变动受政策的影响比较有限,消费的增长基本上是消费本身固有发展规律作用的结果:上世纪80年代中国消费领域经历了几次“排浪式”的消费浪潮,那时由于家电普及对我国消费产生的影响。除非,消费升级正在发生,消费的快速提升就是不可能的,消费变动本身具有平稳的特点。因此,我们多次强调,本轮经济复苏也不会例外地让投资充当主角。

就出口而言,截止到 2009 年 9 月末,中国出口表现依然欠佳,即使 4 季度有良好表现,全年总体上的下降局面已成定局。某些专家所讲的中国出口“土豆效应”根本没有出现。我们认为,中国今年出口没有出现“土豆效应”的原因,在于金融危机影响下国际贸易融资大幅下降所致。9 月份出口的突然好转,很可能是季末结算因素导致的账面调整结果,并非真实改善。

图 1 三架“马车”增长速度的不同变化走势(同比,%)



数据来源: Bloomberg、Wind、上海证券研究所

将迎来“高增长、低通胀”的美好时期

当前的通胀预期是建立在流动性的基础上的,并非建立在经济“过热”的基础之上,不是经济增速过快的结果,即当前价格水平的上涨季节性因素占了很大部分,并非经济回暖带来的价格上涨。货币因素是一

个基本上为货币管理当局控制的因素，因此，当前的通胀预期能否实现很不确定。我们认为货币当局不会容忍通胀的再次出现，因此预期实现的可能性很小。直到 2010 年年中，中国经济能够既保持价格稳定，又保持 8-9.5%左右适当快速增长速度。

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。