

复苏趋势确立，结构调整继续

日期： 2008 年 10 月 22 日 星期四

分析师： 胡艳妮

010-85130973

信息或事件：

国家统计局公布三季度经济运行数据。

简评：

令人期待的三季度的数据今日出炉，没有出人意料，市场也显得比较平静，少了二季报后的热度，这并不表明我国三季度经济运行出现问题，而是市场在前期已消化利好因素的影响。总体来说，“保 8”无忧。三季度我国国民经济运行基本良好，总体上保持在二季度企稳基础上持续回升的局面，实体经济复苏趋势仍在。

我们认为，之所以看好中国经济，原因在于未来中国经济的拉动力正在增强，正从上半年主要由单一的投资拉动转为投资、消费、出口三驾马车拉动。

房地产投资接过政府投资的接力棒，保证了投资需求的高位运行。从投资来看，人们对由政府拉动固定资产投资后劲不足的担忧已经不足为虑。虽然自年初以来，政府中央项目投资逐月下行，但房地产投资逐月回升，特别是三季度。9 月份，房地产投资同比增长 37%，高出整体投资 3.7 个百分点，高出中央项目投资 18 个百分点。同时，今年四季度还将下拨一批中央投资，涉及的基建投资将和房地产投资共同构成双轮驱动，确保经济复苏继续推进。

出口四季度有望明显反弹，成为经济回升的又一动力。数据显示，近期世界经济出现了复苏迹象，尽管这个复苏可能过程漫长，但对经济陷入衰退的恐慌已经烟消云散。具体到美日欧三个主要的经济体来看，受出口及财政刺激影响，美国二季度经济下滑收窄到-1%，预测的三季度 GDP 年化增幅上调至 3%甚至更高，美国三、四季度实现正增长将成现实。二季度欧元区经济下滑 0.1%，衰退的速度明显放缓，2010 年将逐步恢复增长。受出口以及私人消费上升推动，日本第二季度实现 0.9%的增长，暗示日本最糟糕时期已宣告结束。这些都可能对四季度中国的出口带来利好。

消费者信心增强，四季度的消费有望高涨。从消费者景气指数看，截止至 8 月份，消费者预期、满意及信心指数均创出今年的新高；从规模上看，我国消费变动具有明显的季节性特征。每年的 9 月份到次年的 1 月，都是我国消费的传统旺季。因此，由于季节性需求的上升，未来我国的社会消费品零售总额将有明显上升。

纵观全年，我们预测 2009 年 GDP 增长将达到 8.5%左右，对于 2010 年，我们预计中国经济增长中，投资增长会有所放慢，消费和出口的拉动力有望增强，整体增速可能略快于今年，在 8.8%左右，通货膨胀的压力有所显现。

然而，虽然中国经济未来将持续向好，但是仍存在众多问题不容忽视。

首先，世界经济好转是否对中国经济形成实质有效需求具有不确定性。虽然国际经济回暖，中国的出口形势也在好转，但是月度同比下滑 20% 左右的出口，已经成为了中国经济进一步向上的主要拖累，也造成拉动经济增长的三驾马车两升一降，难以同时发力。尤其是当前，美元贬值，贸易保护主义特别是针对中国的贸易保护主义盛行，使我国的出口面临更加严峻的挑战。

其次，经济下一步发展的动力不足。要看到，当前促成经济反弹的主导力量来自存货调整和政府的经济刺激政策，中小企业、民营企业经营困难还在延续，社会投资增长乏力，经济内生的增长动力非常脆弱，经济实现持续增长的困难较大。尤其是当前在货币政策方面，大量的贷款量都流入了房地产与股市，而真正的实体经济，尤其是中小企业并没有被带动起来，这样的增长就容易出现经济泡沫，很可能难以为继。另外，货币供应量连续多月保持在 25% 以上的增速，也一定程度上带来了对未来通胀的隐忧。

最后也是最重要的，是本次应对危机的调控政策并没有解决之前中国经济已经存在的矛盾，尤其是结构性、深层次的问题。结构调整仍需进行。

结构调整包括的内容很多，我们认为市场要关注的不应该是老生常谈的产业结构调整，而是负债扩张的结构。中信建投的研究结果表明，负债扩张的主体结构已经从政府、企业转向了个人；相应地，消费取代投资成为了经济复苏的主力。

哪些结构需要调整？

投资、消费与净出口的结构，从投资转向消费。2009 年二季度投资对经济增长的贡献率高达 87%，净出口贡献为 -41%，消费贡献为 54%。显然，在出口刺激措施用到极致的前提下，调低投资的贡献率，调高消费的贡献率应该是结构调整的主要内容。经济陷入低迷时，投资拉动了经济增长。之后，消费开始成为经济稳定向上的主力。历史的经验也表明，消费的升级是与市场的放开保持同步的。

企业利润与劳动者报酬结构，加快收入分配结构的调整。影响经济复苏的关键在于居民的消费能力，而劳动者报酬则是制约消费的关键。自 2003 年以后，企业盈余开始大幅度上升，同时劳动者报酬的比例急剧下降，至 2007 年后者对经济增长的贡献率仅高于前者 8.45%，而在 1995 至 2003 年间，这比例高达 30%。在政府将消费定为经济复苏的主力军时，如何提升劳动者的报酬，将是政策调整的重中之重。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

胡艳妮，经济学硕士，宏观分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010