



报告时间：2009年10月26日

投资信贷力推中国经济快马扬鞭

——2009年三季度回顾及四季度展望

中国主要经济数据一览：

名称	前三季度	上半年
GDP	7.7%	7.1%
CPI	-1.1%	-1.1%
PPI	-6.5%	-5.9%
工业增加值	8.7%	7%
进出口	-20.9%	-23.5%
固定资产投资	33.4%	33.6%
消费品零售额	15.1%	15%

资料来源：国家统计局

要点：

- **中国经济三季度驶入快车道，四季度同比增速有望加快。**
三季度中国经济在全球经济开始复苏的国际背景下快马扬鞭。2009年前三季度，中国经济呈现逐季加快态势，并在三季度驶上了快车道。考虑到08年四季度基期值较低，09年四季度同比增速有望加快，故2009年全年保八无忧。从宏观经济三驾马车来看，投资恒强，消费平稳，出口降幅有所收窄，经济增长对投资的倚重偏大。与此同时，物价指数同比降幅的双收窄，以及环比上涨的出现，导致市场通胀预期加强。但出台实质性的限制措施可能仍有赖经济趋势性转好的到来，故我们认为至少在2010年3月前，暂不必担忧紧缩政策的出台。
- **经济增长仍是政策首选，年内政策难言退出。** 货币政策方面，当前的货币政策依然十分宽松。截至9月末，金融机构人民币贷款余额39.0万亿元，比年初增加8.7万亿元。综合来看，全年新增信贷将突破9.8万亿元，并有可能最终突破10万亿元。信贷的大幅增长成为支撑投资增速高位运行，并进而成为拉动经济增长的主力。随着信贷数量累积效应的出现，以及银行为提高自身资本充足比率而减缓放贷，市场对信贷收紧乃至货币政策收紧预期有所加强。我们认为短期内，央行将在公开市场操作上进行微调，但这依然不改货币政策适度宽松基调。随着短期财政刺激政策效应的衰减，而长期政策作用在短期难以显现，预计在未来几月里，政府将陆续发挥投资对经济的支持作用，降低经济因政策衰减出现不进则退的风险。

东吴证券研究所宏观部

黄琳 罗标强

010-66573700-218

luobq@gs.jq.com.cn

2009年10月26日

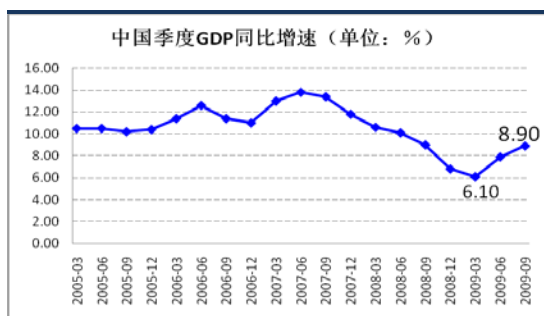
三季度中国经济运行的国际背景是：危机发源地的美国，在 7870 亿美元经济计划的刺激下，走出了一波强劲反弹；在内部金融市场动荡和外部需求减少的双重打击下，衰退最为严重的欧元区和日本也开始走出了衰退；在国内经济刺激政策和外部环境改善下的新兴市场，率先实现了复苏；值得一提的是，受益于全球资源品价格恢复性上涨的矿产资源输出国如澳大利亚等，则重启了加息征程，表明其经济已经恢复到政府认可的程度。

毫无疑问地，未来全球经济的复苏力度肯定不如其在低谷时的反弹力度，但无论如何复苏已在路上！

一、中国经济三季度驶入快车道，四季度同比增速有望加快

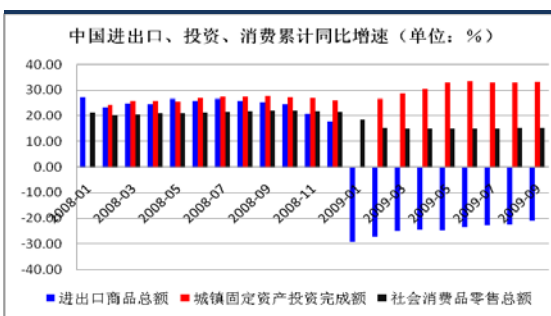
根据国家统计局公布的数据显示，2009 年前三季度国内生产总值 217817 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%，比上半年加快 0.6 个百分点。分季度看，一季度增长 6.1%，二季度增长 7.9%，三季度增长 8.9%，呈现逐季加快态势，而中国经济在二季度实现 V 型反转后，在三季度驶入了快车道（见图 1）。考虑到 08 年四季度基期值较低，09 年四季度同比增速有望加快。从目前情形来看，2009 年全年保八无忧。

图 1 三季度中国经济同比增速达 8.9%



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 2 投资仍是经济增长的主推力



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

从宏观经济三驾马车来看，投资仍是经济得以快速恢复的主力，消费对经济贡献平稳，净出口对经济的拖累仍较大。截至 2009 年三季度末，城镇固定资产投资累计同比增速高达 33.3%，较二季度末高 0.3 个百分点；消费累计同比增长 15.1%，较二季度末高 0.1 个百分点；进出口累计同比增速为 20.9%，降幅较二季度末收窄 1.5 个百分点（见图 2）。

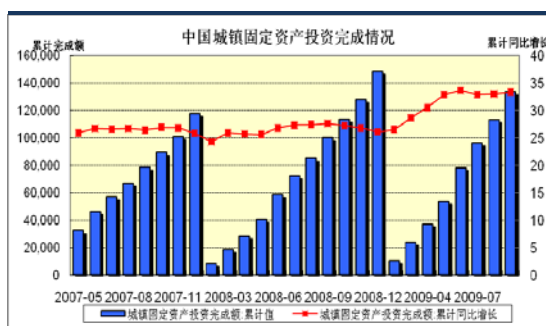
总体而言，**投资恒强，消费平稳，出口降幅有所收窄，经济增长对投资的倚重加强。**

1、投资仍是拉动经济增长的主力，未来继续上行空间有限

统计数据显示，2009 年前三季度，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（见图 3）。

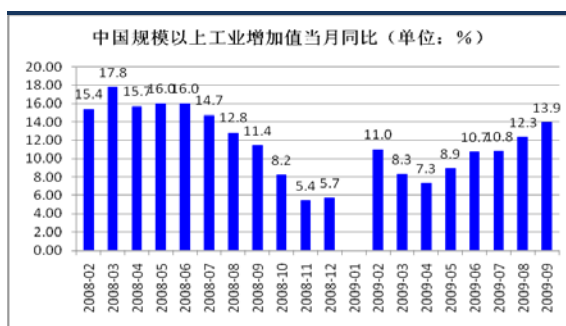
分领域来看，前三季度，基础设施投资（不包括电力）增长 52.6%，其中铁路运输业增长 87.5%，道路运输业增长 50.7%，卫生、社会保障和社会福利业增长 72.9%，投资向基建领域倾斜明显。前三季度，房地产开发投资 25050 亿元，同比增长 17.7%，增速比上年同期加快 7.8 个百分点，有力的保障了三季度城镇固定资产投资增速的上行。

图 3 城镇固定资产投资增速在 Q3 逐月上升



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 4 规模以上工业增加值环比增速有所放缓



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

与此同时，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%（见图 4），呈逐季逐月加快态势。考虑到规模以上工业增加值在低谷反弹的力度较大，其未来环比增速将会有所放缓。

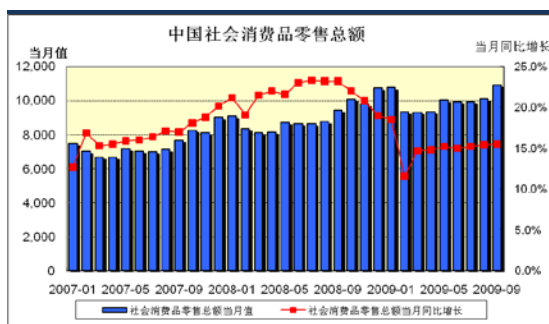
考虑到四季度是城镇固定投资的淡季，四季度城镇固定资产投资增速继续上行的动能不足，且回调的压力较大，但整体仍将维持在 30% 的高位运行。

2、消费表现较好，未来仍将平稳运行

2009 年前三季度，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。其中，城市消费品零售额 61013 亿元，增长 14.8%；县及县以下消费品零售额 28663 亿元，增长 16.0%（见图 5）。

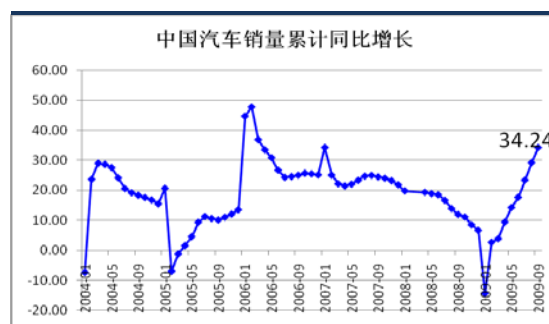
受国家房地产政策和汽车政策的刺激，汽车销售（见图 6）和房地产住宅销售（见图 7）在刚性需求的拉动下，增速远超预期。其中，汽车销量累计同比增速出现井喷，截至 9 月累计同比增速达到 34.24%。随着刚性需求的释放，价格的上涨，以及政策刺激效应的减弱，汽车销售和商品房累计同比增速可能继续上行的动能不足，将呈高位盘整状态。

图 5 社会消费品零售总额运行平稳



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 6 中国汽车销售井喷



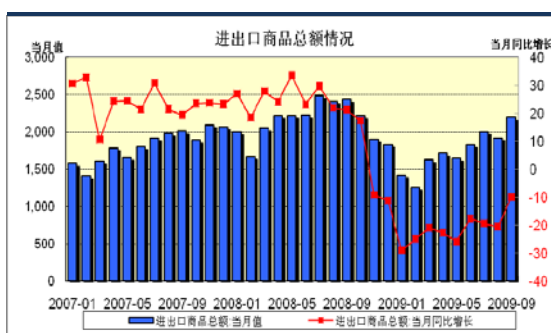
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 7 商品房销售面积累计同比增速加快



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 8 进出口商品总额在 9 月大幅改善

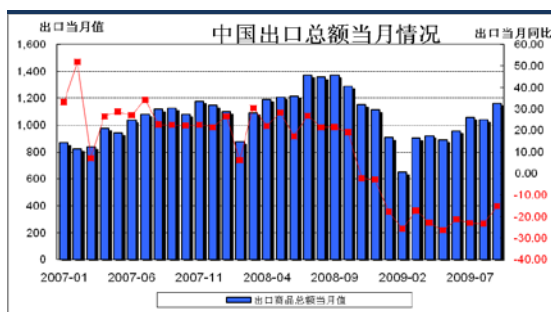


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

3、进出口在9月超预期改善，同比有望于四季度末转正

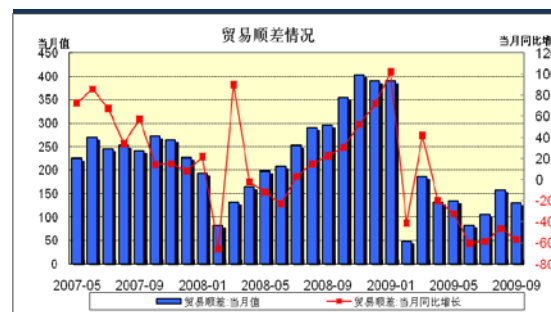
2009 年前三季度，进出口总额 15578 亿美元，同比下降 20.9%。其中，一季度下降 24.9%，二季度下降 22.1%，三季度下降 16.5%，降幅逐季明显收窄；受 08 年四季度同期进出口额较低影响，进出口总额有望在 09 年四季度实现正增长。前三季度，出口 8466 亿美元，下降 21.3%；进口 7112 亿美元，下降 20.4%；顺差 1355 亿美元，同比减少 455 亿美元。

图 9 出口总额 9 月份同比大幅收窄至 15.2%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 10 贸易顺差继续下降



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

在 9 月份，进出口同比降幅大幅收窄，由 8 月的同比下降 20.58% 大幅收窄至当月的 10.1%（见图 8）。出口总额则由 8 月的同比下降 23.4% 收窄至 9 月的同比下降 15.2%（见图 9）。与此同时，贸易顺差继续下降，净出口对经济增长的贡献仍为负（见图 10）。

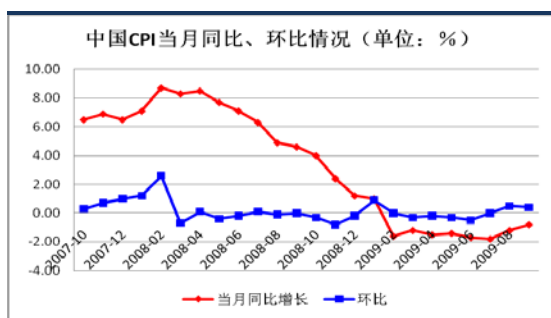
尽管外围经济有所好转，但随着全球经济复苏的力度将较低谷时减弱，未来全球针对中国的贸易争端可能会有所增加，出口形势仍较为严峻，不过好转却是大趋势。

4、物价同比降幅收窄，通胀预期加强

2009 年前三季度，居民消费价格（CPI）同比下降 1.1%。其中，城市下降 1.3%，农村下降 0.7%。9 月当月，CPI 同比降幅继续收窄，为 -0.8%；环比则增长 0.4%（见图 11）。

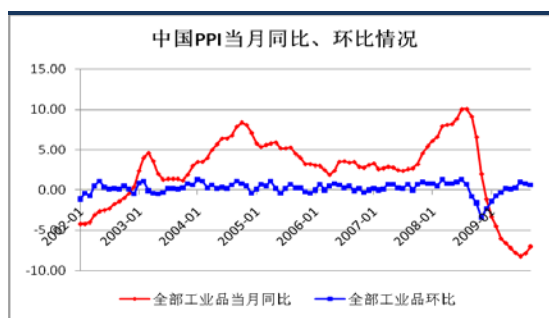
2009 年前三季度，工业品出厂价格（PPI）同比下降 6.5%。截至 9 月份环比连续六个月上涨，其中 9 月份环比上涨 0.6%（见图 12）。前三季度，原材料、燃料、动力购进价格同比下降 9.5%。

图 11 CPI 同比降幅收窄，环比连续 3 月上涨



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 12 PPI 同比降幅收窄，环比连续 7 月上涨



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

物价指数同比降幅的双收窄，以及环比上涨的出现，导致市场通胀预期加强。在最近一期的国务院常务会议中，管理通胀预期首次成为 2009 年政府的政策目标。这表明政策层面对通胀的远期抬头有所担忧。但我们认为，在全行业产能过剩的背景下，通胀的担忧仍将次于对经济增长前景的担忧。因此，即便市场通胀预期加强，但出台实质性的限制措施可能仍有赖经济趋势性转好的到来，故我们认为**至少在 2010 年 3 月前，暂不必担忧紧缩政策的出台。**

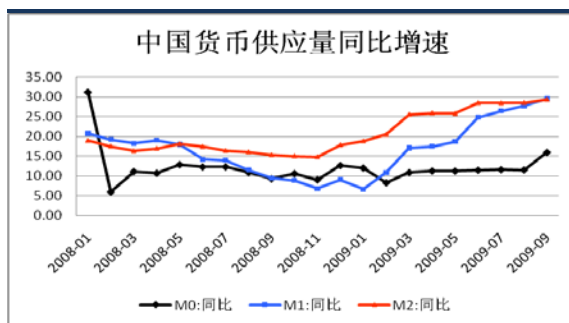
二、经济增长仍是政策首选，年内政策难言退出

1、货币政策依然宽松，收紧预期加强

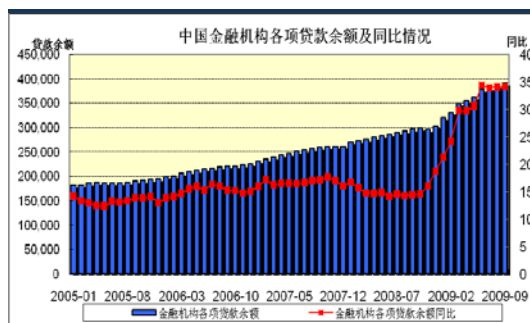
截至 2009 年 9 月末，广义货币供应量（M2）余额 58.5 万亿元，同比增长 29.3%，比上年末加快 11.5 个百分点；狭义货币供应量（M1）余额 20.2 万亿元，增长 29.5%，加快 20.5 个百分点；市场货币流通量（M0）余额 36788 亿元，增长 16.0%，加快 3.3 个百分点（见图 13）。狭义货币供应量（M1）同比不断攀升，并与广义货币供应量（M2）出现剪刀差——这是自 08 年 5 月以来的首次，可能反映企业存款活期化的趋势，实体经济的活跃度有所提升。

截至 9 月末，金融机构人民币贷款余额 39.0 万亿元，比年初增加 8.7 万亿元，同比多增 5.2 万亿元（见图 14），**信贷的大幅增长成为支撑投资增速高位运行，并进而成为拉动经济增长的主力。**随着年初至今，新增信贷累积额度的增加，以及银行为增加资本充足比率而减缓信贷投放力度，市场对信贷收紧的预期加强。但**综合来看，全年新增信贷将突破 9.8 万亿元，并有可能最终突破 10 万亿元。**

图 13 M0 增速骤增，16 个月后 M1/M2 再现剪刀差 图 14 至 9 月末，新增人民币贷款达 8.7 万亿



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所



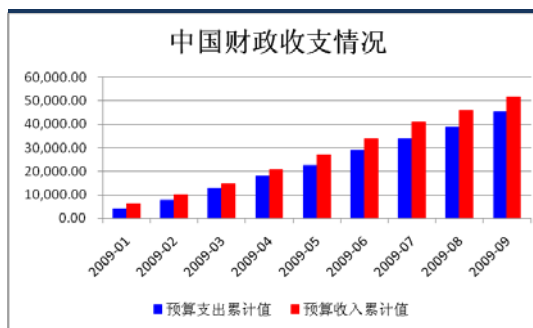
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 15 9 月新增人民币贷款为 5167 亿元



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 16 中国财政收支情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

9 月当月新增人民币贷款 5167 亿元, 明显好于 8 月 (4104 亿元) 和 7 月 (3559 亿元) (见图 15); 扣除票据贴现的下降因素后的一般性贷款增长更快, 表明**信贷对实体经济发展的支持力度增强, 信贷成为拉动经济增长的又一利器**。

总体而言, 当前的货币政策依然十分宽松, 但随着信贷政策数量累积效应的出现, 市场对信贷收紧乃至货币政策收紧预期有所加强。我们认为短期内, 央行将在公开市场操作上进行微调, 以回收市场的部分流动性, 但这依然不改货币政策适度宽松基调。

2、积极财政政策仍将继续

国务院常务会议 21 日称, 前三季度中国经济发展好于年初预期, 回升向好趋势得到巩固, 但基础还不稳定, 将继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。三季度, 财政政策方面, 国家相继出台了一系列政策, 支持经济的发展。如 8 月 18 日, 国家发改委、卫生部、财政部等 9 部委发布了《关于建立国家基本药物制度的实施意见》, 这标志着我国医疗保障制度将逐步建立, 解决居民对看病难贵的后顾之忧。8 月 19 日, 国务院出台了六大利好扶持措施促进中小企业发展等。

与此同时, 区域经济政策走上前台。今年 4-6 月份国务院批准了一系列区域发展规划, 表明国家将进一步实施积极的区域政策, 落实促进区域协调发展的财税优惠政策, 培育经济新增的长极。三季度, 国务院先后通过了《关于进一步实施东北地区等老工业基地振兴战略的若干意见》与《关于应对国际金融危机保持西部地区经济平稳较快发展的意见》等以区域经济为对象的政策, 区域经济政策从而成为继年初十大产业振兴规划的又一政策亮点。

随着短期刺激政策效应的衰减, 而长期刺激政策作用在短期的难以显现, 预计在未来几月里, 政府将陆续下拨中央专项投资, 发挥投资对经济的支持作用, 降低经济因政策衰减出现的不进则退的风险。

免责声明

本报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该类信息的准确性或完整性。本公司 <http://www.gs jq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准。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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。

东吴证券有限责任公司

北京

西城区

金融大街 19 号富凯大厦 B 座 1003 室

邮政编码：100140

传真：(010) 66573626

公司网址：<http://www.gs jq.com.cn>