

[2009.10.28]

内需驱动经济强劲复苏，货币政策实现常态化

---2009 年 10 月宏观分析报告

宏观策略部 张 雷
86-22-2845 1705

投资要点:

我们对近期宏观数据以及有关政策进行了简要的回顾与分析，归纳而言，我们认为：

其一，前三季度经济同比增速逐季强劲回升，呈现出明显的“V”型走势，我国经济复苏趋势已然正式确立。基于对包括房地产投资在内的民间投资和出口复苏的谨慎乐观估计，我们预计四季度和明年初将延续强劲复苏的趋势。同时，“三驾马车”对经济的拉动将更趋平衡，政府投资和包括房地产投资在内的民间投资对经济的贡献也更趋合理，整个经济增长也将更具备可持续性。

其二，内需，尤其是投资需求成为前三季度我国经济强劲复苏的关键力量。从对投资增长的边际贡献上来讲，房地产投资的重要性无疑已经超过政府投资，成为维持未来投资高速增长的支持性力量。在前期一系列促消费政策的推动下，房市和车市的火爆带动整个消费保持平稳快速增长。消费增速城乡“倒挂”现象为来可能会逆转，预计年底“家电下乡”和“以旧换新政策”很快会进行调整和完善。随着世界经济见底反弹和国内需求强劲回升，进出口环比回升趋势已经确立，为来出口有望稳步复苏。

其三，规模以上工业增加值已经连续 5 个月逐月快速回升的势头，从生产角度证实了我国经济复苏的基础更趋牢固。发电量、PMI 以及规模以上工业企业利润的良好表现，从侧面印证了工业生产的快速回升势头。

其四，物价环比通胀已经显现，但受制于翘尾因素仍然通缩。考虑到流动充裕背景下的农产品和大宗商品价格持续上涨，市场的通胀预期在四季度将会不断强化，初步估计CPI年底将会于 11 月由负转正，PPI可能会稍晚于明年初转正。

其五，进入三季度，以信贷回归可持续增长和频繁的公开市场操作为标志，货币政策结束了上半年“极度”宽松的状态，开始转向真正的“适度”宽松，实现了常态化。我们认为，极度宽松的终结并不等于紧缩的开始，基于对外需尚未恢复和国内经济增长自主动力乏力的考虑，二者之间还有一个过渡期。预计，明年可以确定通胀将会高企（3%左右）时，货币政策立场将转向以加息和（或）提高法定准备金率为标志的紧缩状态。但是考虑世界经济复苏及国际经济政策的协调，在主要发达国家加息之后，我国很可能会随之加息。

宏观研究

随着应对世界经济危机和国内经济增速严重下滑的一揽子刺激计划的政策效应的逐步展现，我国经济强劲回升，前三季度成功现实了“V”转身。内需，尤其是投资需求成为前三季度我国经济复苏的关键推动力量。随着三季度以来世界经济见底反弹，我国出口降幅大幅收窄，未来出口有望稳步复苏，对经济的拖累也将大幅减轻。结合此前的进出口、发电量、PMI、房市和车市成交量等数据，可以说，我国经济复苏趋势现在已然牢固确立，实现全年 8%的预期目标已经没有悬念的。我们认为，房地产投资的持续走高和出口的稳步复苏，将会带动经济在四季度继续加速回升。

1. 内需推动经济逐季强劲复苏

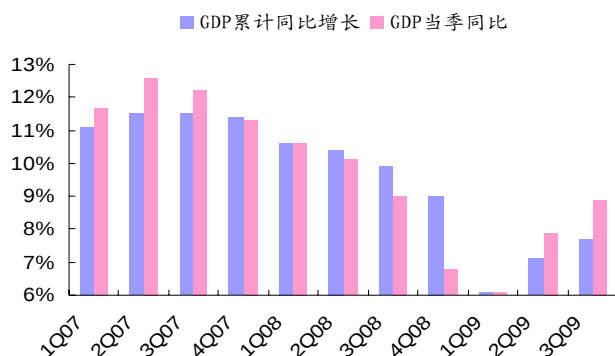
1.1 投资驱动经济回升，未来“三驾马车”更趋平衡

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%。

就拉动经济的“三驾马车”而言，投资对经济的拉动逐季加大，最终消费保持稳定，而外需对经济的拖累逐季加大；投资成为前三季度我国经济复苏的决定性力量。其中，前三季度投资、消费和外需对 GDP 的拉动作用分别为 7.3、4.0 和 -3.6 个百分点。前三季度投资对 GDP 的拉动作用分别较上半年增加 1.2 个百分点，而外需则分别较上半年下降 0.8 个百分点。这说明，内需，特别是投资需求是我国经济复苏关键；金融危机以来，为了有效遏制经济增速的快速下滑，我国投资驱动型的经济模式实际在一定程度上得到了强化。一方面，在世界经济危机的非常时期，为了在短时间内遏制经济增速的“自由落体式”下滑，客观上需要充分发挥投资对经济拉动见效快、力度大的特点；另一方面，投资的大规模启动，又在一定程度上加剧了国内投资和消费的失衡，经济运行中产生了新的结构性矛盾。我们认为，“投资的两难境地”是非常时期经济复苏的必然代价。

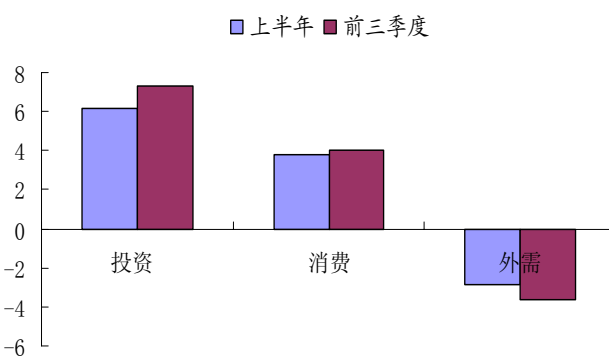
考虑到世界经济见底反弹，四季度和明年初在出口稳步复苏带动下，外需对经济的贡献将会由负转正，内外需对经济的贡献会更加平衡；而投资方面，房地产投资增速有望继续走高，政府投资比例会有所下降，政府投资和民间投资也将会更加平衡。因此，我们认为，**四季度和明年“三驾马车”对经济的拉动和贡献将更趋平衡，也更具备可持续性。**基于对房地产投资和出口复苏的谨慎乐观估计，我们粗布预计四季度 GDP 同比增速将会保持在 9.5% 左右。

图 1: 09 年前三季度 GDP 增速逐季强劲回升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 2: 09 年前三季度三驾马车对 GDP 的拉动作用



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

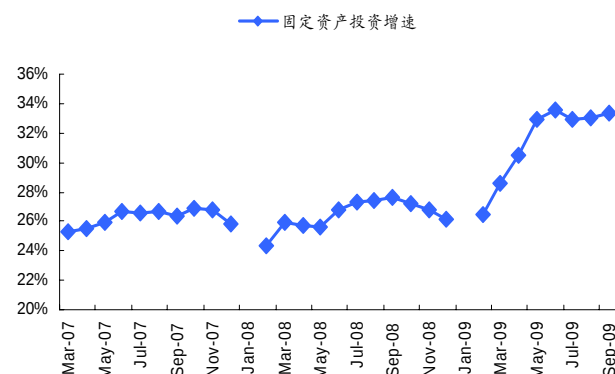
1.2 房地产投资持续走高, 投资拉动力度增强

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。

在年内第三批中央投资和房地产投资的推动下, 前三季度全社会固定资产累计同比增速继续走高, 较一季度加快 2.6 个百分点, 与上半年基本持平。同时, 在投资结构方面, 前三季度投资呈现出以下几个点特:

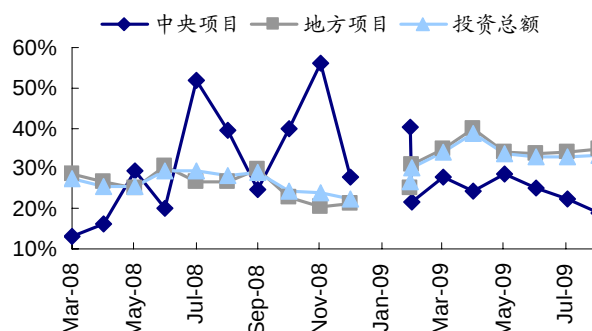
一是, 分区域看, 农村投资快于城镇投资, 中西部地区快于东部地区。其中, 城镇固定资产投资增长 33.3%, 农村固定资产投资增长 33.6%; 东部地区投资增长 28.1%, 中部地区增长 38.3%, 西部地区增长 38.9%。农村和中西部地区投资力度的加大, 不仅有利于城乡和区域之间协调发展, 而且将会为经济增长提供更加广泛的动力。

图 3: 09 年前三季度投资持续走高



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 4: 09 年前三季度地方项目投资快于地方项目



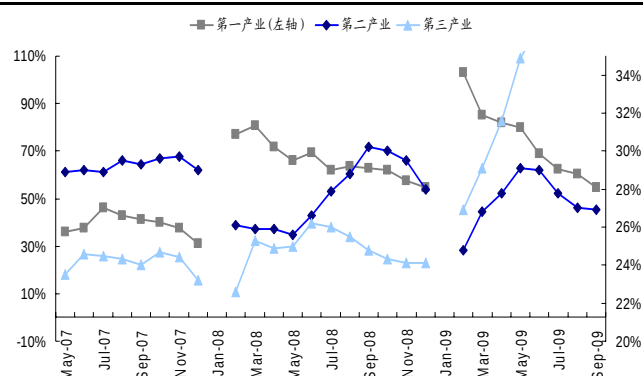
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

二是, 从项目隶属关系看, 地方项目增速继续领先中央项目投资, 并且领先幅度

有所扩大。三季度中央项目投资增速为 18.9%，地方项目投资增速达到 34.9%。从月度累计同比来看，自今年 4 月份开始，地方项目投资增速已经连续 6 个月超过中央项目，而且领先幅度不大扩大，9 月份达到 16 个百分点，创年内新高。

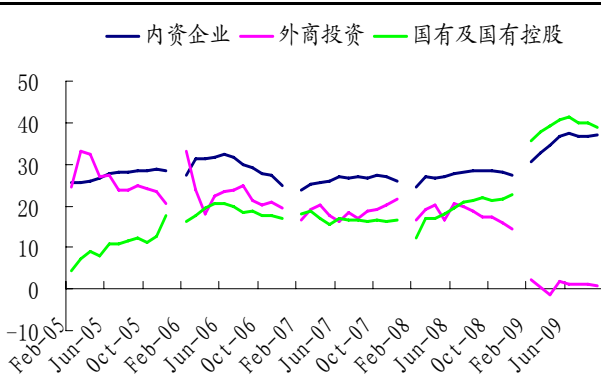
三是，从三次产业来看，呈现出一、三产业投资继续快于第二产业的特点。前三季度第一产业投资增长 54.8%，第二产业投资增长 26.9%，第三产业投资增长 38.1%。另一方面，东部地区投资增速出现了明显的回升，前三季度增速分别较一、二季度回升 8.3 和 1.4 个百分点，显示随着世界经济见底反弹而来的我国出口逐步复苏，东部沿海外向型经济开始逐渐恢复。

图 5：09 年前三季度一、三产业投资增速高于二产业



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 6：09 年前三季度各类型企业投资情况



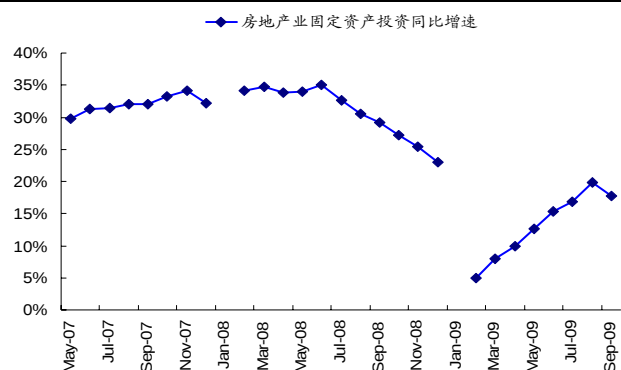
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

四就具体行业来看，基础实施投资和房地产投资表现比较突出，成为投资方面的主要亮点。在前期中央大量投资和天量信贷的带动下，前三季度基础设施投资大幅增长，增速（不包括电力）达到 52.6%。另一方面，随着前期一系列房地产政策效应的显现和房市的火爆，房地产投资增速持续加快，1—9 月份累计同比增长 17.70%，分别较一、二季度加快 13.6 和 7.8 个百分点。从月度数来看，9 月份房地产投资 3903.13 亿元，同比增长 37.06%，创 15 个月以来的新高。从对投资增长的边际贡献上来讲，房地产投资的重要性无疑已经超过政府投资，成为维持投资高速增长的支持性力量。这也显示了，在中央投资的带动下，包括房地产投资在内的民间自主投资开始逐步启动，经济增长的内生动力进一步增强。房地产投资的强劲增长，基本上驱散了此前市场对下半年投资高速增长能够持续的担忧。

对于四季度，我们认为投资经济将会延续同比逐季回升的势头。首先，年内第四批中央投资有望在四季度下达，将会带动大量地方和民间投资。另一方面，具有领先性质的新开工项目数和新开工这项目计划投资额继续保持高速增长，1—9 月份新开工项目 269,263 个，同比增加 78,580 个；新开工项目计划总投资 112,170 亿元，同比增长 83.0%。特别是房地产方面数据，8、9 月份新开工面积连续连个月环比大幅上涨，涨幅分别为 14.08% 和 24.69%，显示四季度房地产投资力度可能会继续加大。房地产和基建项目投资建设周期较长，受投资惯性的影响，预计四季度固定资产投资将继续保持快速增长，增速将维持在 33% 左右。

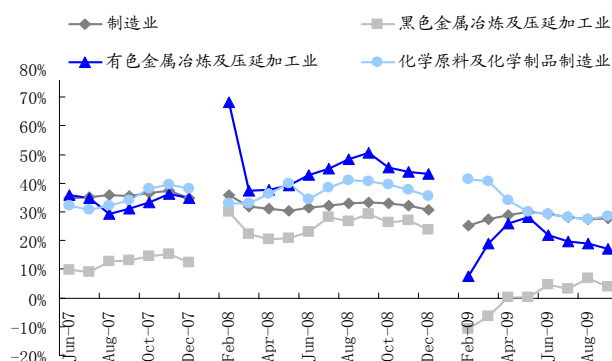
2009 年 10 月宏观分析报告

图 7：09 年前三季度房地产投资持续走高



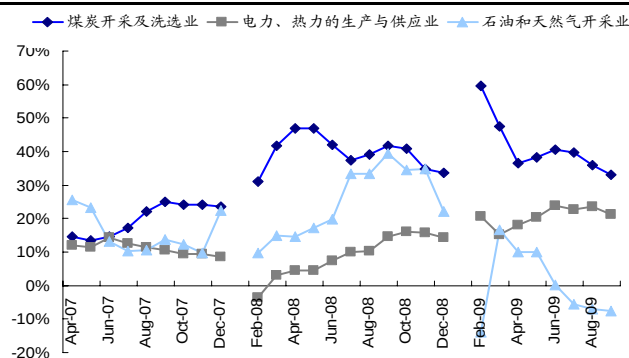
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 8：09 年三季度制造业固定资产投资增速企稳



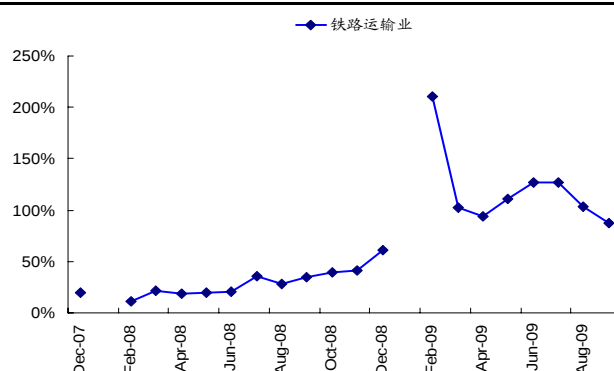
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 9：09 年三季度能源类投资降幅总体趋缓



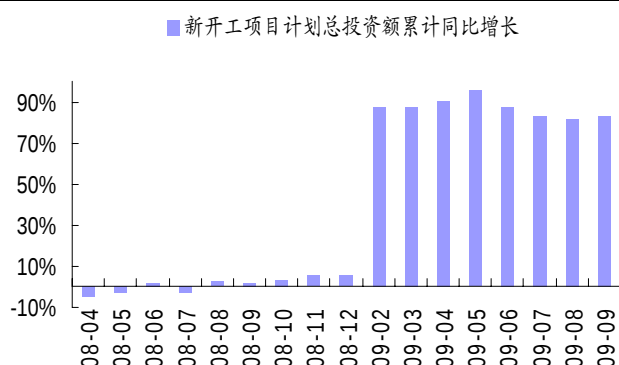
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 10：09 年三季度铁路投资增速继续下滑



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 11：09 年前三季度新开工项目计划投资持续高速增长



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.3 房市车市持续火爆，期待更大力度的消费政策

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，在“家电下乡”、“以旧换新”等政策以及房市和车市火爆的推动下，社会消费品零售总额基本上保持了平稳快速增长的态势。考虑价格因素，前三季度消费实际增速分别较一、二季度加快 1.1 和 0.4 个百分点，呈现出逐季加快的特点。

分行业看，批发和零售业增长 15.0%，住宿和餐饮业增长 17.4%。限额以上批发和零售业中，除通讯器材类外，其他 20 类商品零售额均实现正增长。房市和车市依然是销售领域的亮点。前三季度，商品房销售额同比增长 73.4%，汽车销售累计同比增长 24.5%，在商品房销售带动下家具类、建筑装潢类等可选消费品分别增长 32.3%、30.2%。

图 12: 09 年前三季度消费保持平稳快速增长

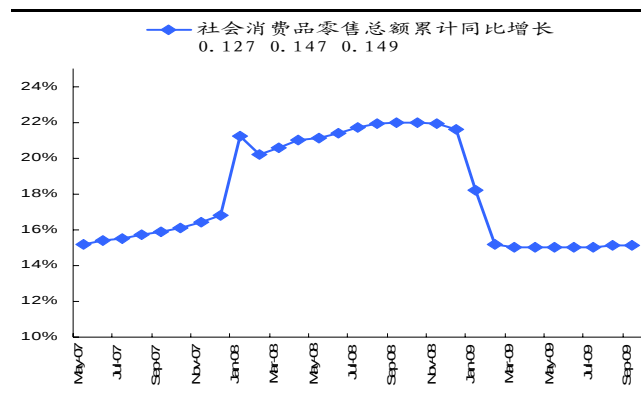
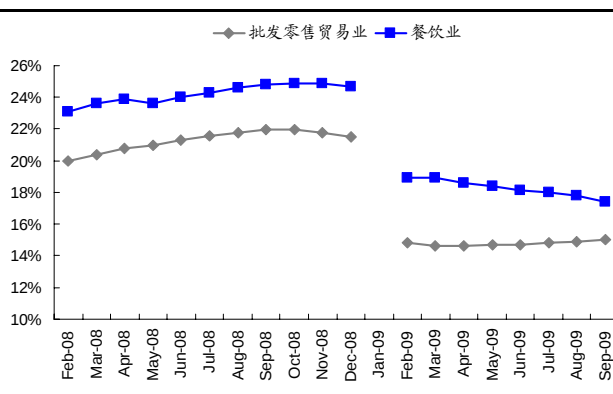


图 13: 09 年前三季度分行业消费累计同比增速平稳



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

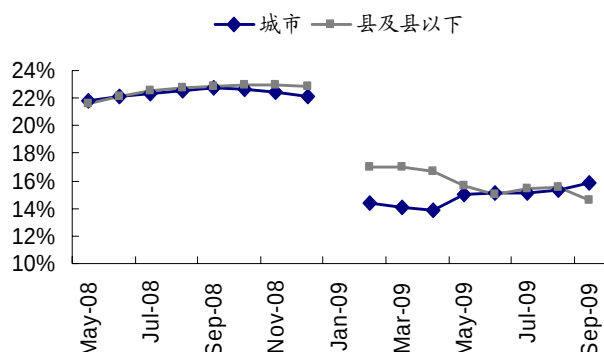
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

分区域来看，前三季度城市和农村消费增速出现了农村快于城市的城乡“倒挂”现象。其中，1—9 月城市消费品零售额增长 14.8%；县及县以下消费品零售额增长 16.0%。我们认为，这主要是得益于政府“家电下乡”等惠民政策。从长期来看，此类一次性增加收入的政策效应会逐渐消减，不具长期的持续性。商务部家电下乡信息管理系统的数据显示，“家电下乡”销售数量和金额 7 月份达到高点后，已经连续两个月环比回落。“家电下乡”政策效应的衰减直接导致 9 月份农村消费增速落后城市 1.3 个百分点。预计，四季度国家可能会对“家电下乡”政策进行适当调整和完善。同时，我们认为，从收入角度看，农村消费增速不具备长期领先城市消费增速的条件；未来政府政策应该更加着眼于增加就业和改革收入分配制度，从根本上解决制约最终消费需求的问题。

三季度消费者信心指数的良好表现，也预示着消费有望继续平稳增长。未来随着就业形势好转带来的收入预期改善，促消费政策的调整和完善，同时考虑到四季度是“十一黄金周”、圣诞节的拉动，我们预计四季度名义消费增速仍有望保持在

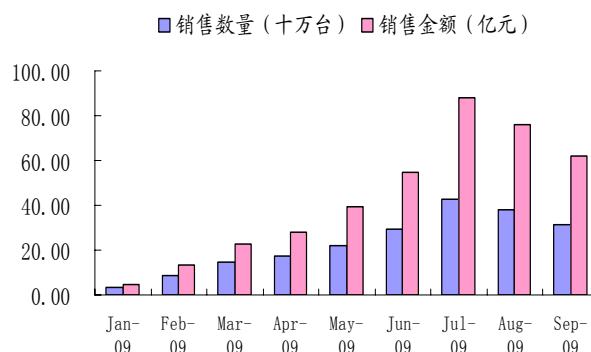
16.00%左右的水平。

图 14: 09 年前三季度城乡消费总体呈现“倒挂”



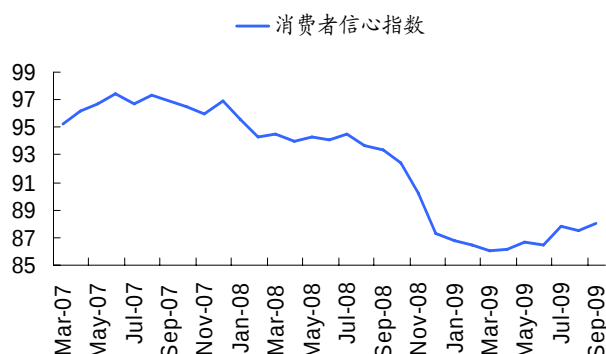
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 15: 09 年三季度“家电下乡”政策效应开始消减



资料来源: 商务部, 渤海证券研究所

图 16: 09 年三季度消费者信心指数继续回升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.4 外贸降幅显著缩小, 出口有望稳步复苏

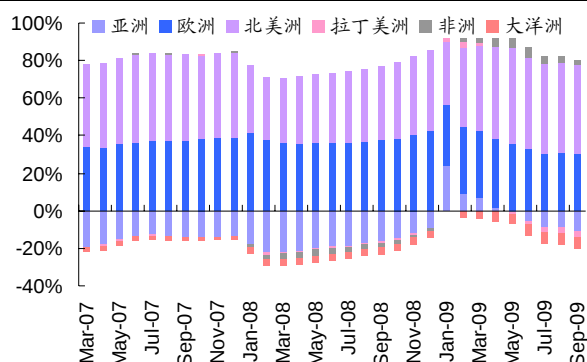
海关总署昨天公布了 9 月份进出口数据, 今年前三季度进出口、出口和进口分别同比下降 20.9%、21.3%和 20.4%, 累计实现贸易顺差 1354.8 亿美元。其中, 9 月份当月外贸出口总值、出口、和进口分别同比下降 10.1%、15.2%和 3.5%, 实现顺差 129.2 亿美元。

应该说, 这一数据要稍好于此前的市场预期。我国外贸进出口自去年 10 月份开始经过 5 个月下滑后, 从今年 3 月份开始已经连续反弹达 7 个月, 逐月回升趋势基本确立。从绝对值上来看, 进、出口双双超过千亿美元, 均创下 2008 年 11 月以来的新高。从环比的角度看, 根据海关总署公布的环比季节调整数据, 9 月当月进、出口环比分别增长 6.2%和 8.3%, 也是 5 月份以来的最好表现。良好的数

据使市场的出口复苏预期进一步增强。前三季度进出口情况表现出以下几个特点：

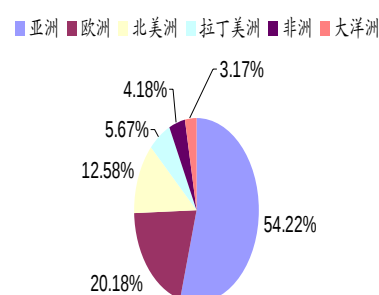
一是与发达经济体贸易总值下降幅度小于平均降幅，而与除东盟之外的新兴市场贸易总值降幅大于平均降幅。1—9 月与欧盟、美国、日本等发达经济体的贸易总额分别下降 19.4%、15.8%和 20%。，均小于 20.9%的平均降幅，与印度、韩国、巴西、俄罗斯和中国台湾的贸易总额分别下降 26.5%、24.4%、21.1%、37.3%和 29.7%。

图 17: 09 年前三季度贸易顺差各洲占比情况



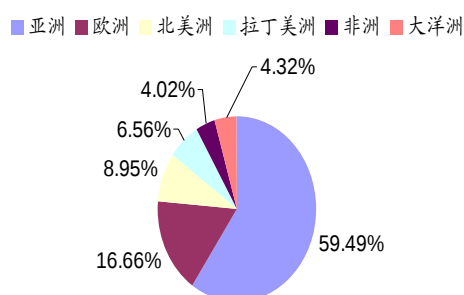
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 18: 09 年前三季度进出口总额各洲分布情况



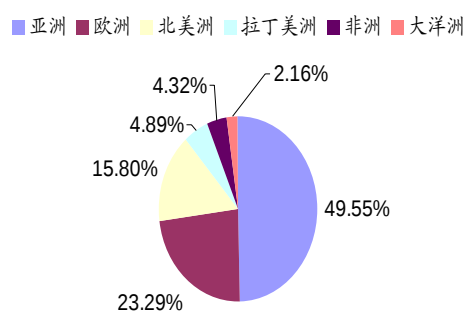
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 19: 09 年前三季度进口额各洲分布情况



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

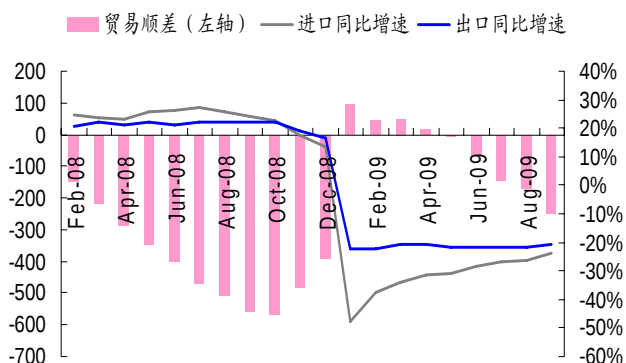
图 20: 09 年前三季度出口额各洲分布情况



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

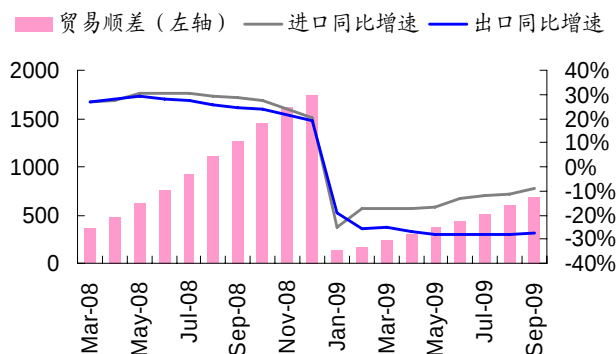
2009 年 10 月宏观分析报告

图 21: 09 年前三季度我国与亚洲的贸易情况



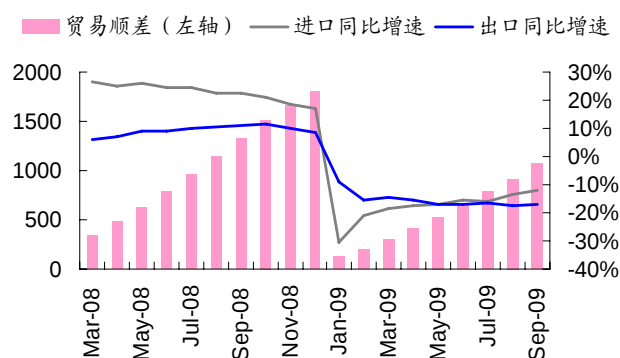
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 22: 09 年前三季度我国与欧洲的贸易情况



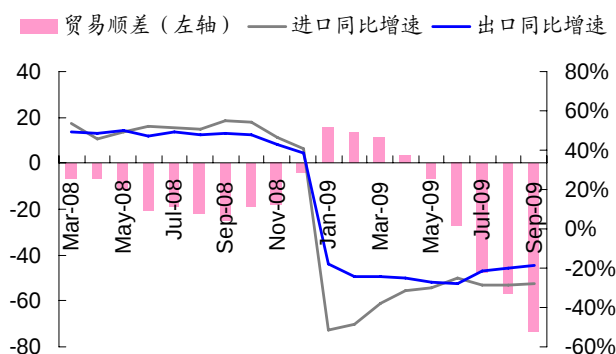
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 23: 09 年前三季度我国与北美洲的贸易情况



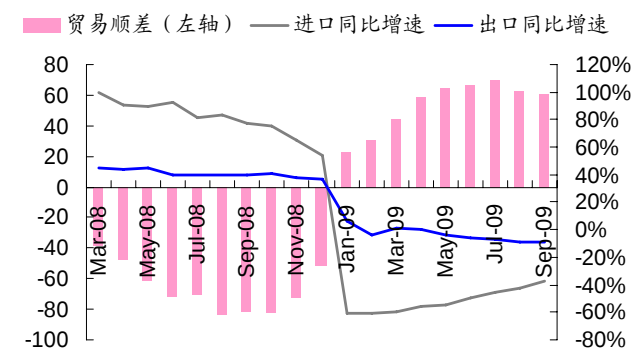
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 24: 09 年前三季度我国与拉丁美洲的贸易情况



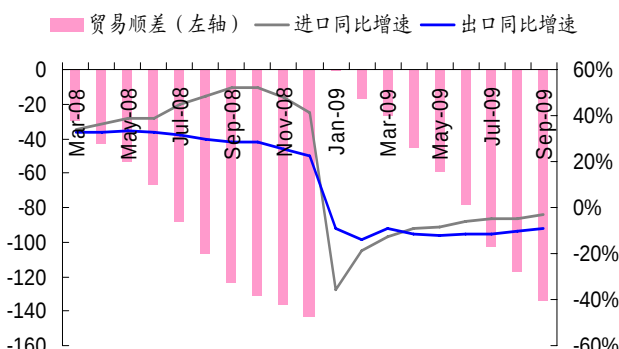
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 25: 09 年前三季度我国与非洲的贸易情况



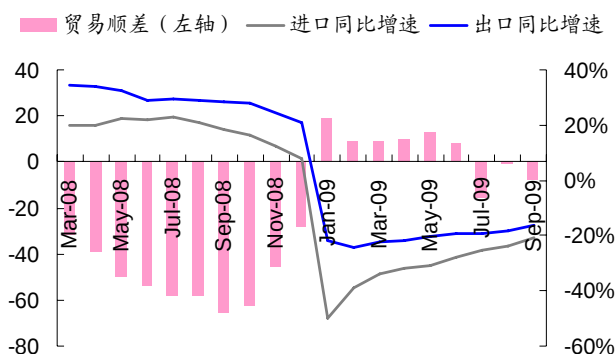
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 26: 09 年前三季度我国与大洋洲的贸易情况



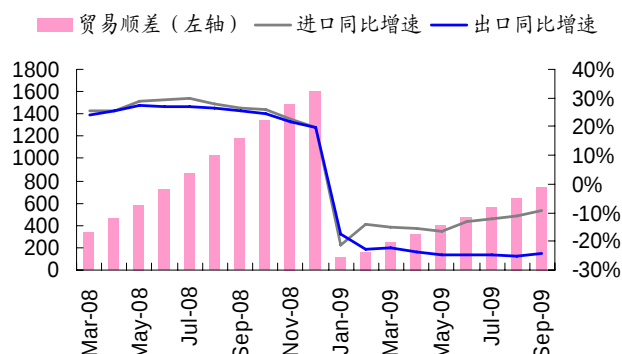
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 27: 09 年前三季度我国与东盟的贸易情况



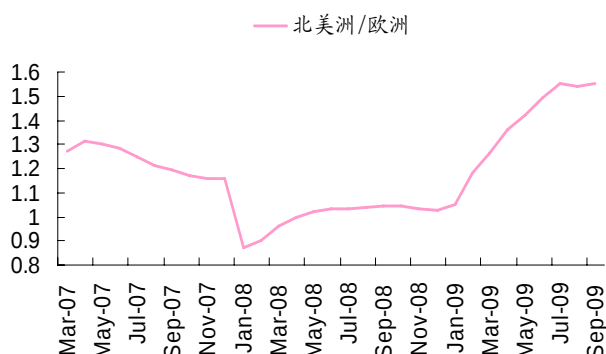
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 28: 09 年前三季度我国与欧盟的贸易情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 29: 09 年前三季度我国对北美洲/欧洲贸易顺差趋势

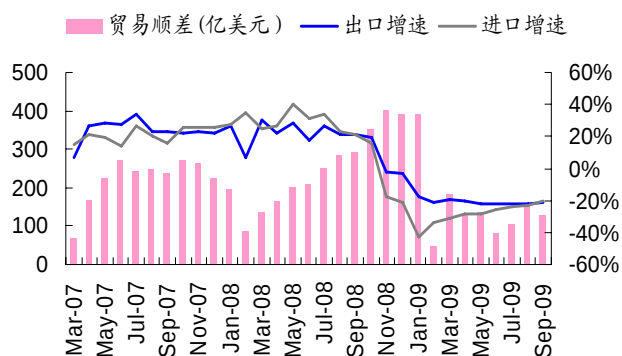


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

二是在出口商品中，不仅刚性需求较大的主要劳动密集型产品出口降幅普遍较小，而且需求收入弹性较大的机电等产品降幅也低于出口平局降幅。海关数据显示，今年前 3 季度，我国主要劳动密集型产品，纺织品、鞋类、服装等出口同比降幅均小于同期总体出口降幅 21.3% 的水平。同期，我国机电产品出口 4963.7 亿美元，同比下降 19.6%。9 月当月出口同比下降 15.2%。我们认为，出口降幅的大幅缩小主要得益于美、欧、日等国家近期经济衰退程度减轻，世界经济可能减低回升的影响。而 9 月出口数据的良好表现也在一定程度上增强了市场对我国出口复苏的预期。

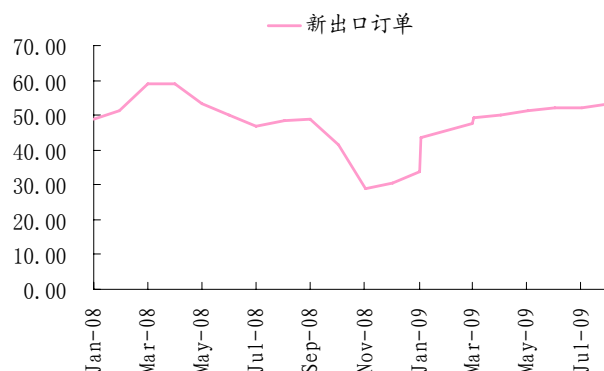
三是受国内经济强劲回升和进口商品价格下降的带动，进口降幅大幅缩小。进口商品中，主要大宗商品进口量均有不同程度增长，其中，铁矿砂进口增长 35.7%、原油进口增长 8.2%、大豆进口增长 12.8%。而主要工业制成品则出现不同程度的下降。同期，进口工业制品同比下降 14.8%。

图 30: 09 年前三季度我国进、出口和贸易顺差趋势



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 31: 09 年前三季度 PMI 新出口订单指数稳步回升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

进出口的一些领先指标也显示四季度我国进出口状况将会进一步好转，出口有望稳步复苏。7 月份 OECD 综合领先指数上升至 97.80，连续 5 个月逐月回升；我国 PMI 出口新订单指数 9 月达到 53.30，已经连续 5 个月位于临界值之上，预示随着世界经济衰退见底之后的反弹，我国出口有望逐步复苏，出口对整个经济的拖累也将进一步减轻。根据当前进、出口的趋势（剔除节假日因素的进、出口环比三个月移动平均增速），我们初步预计 10 月份出口、进口和进出口总额同比分下降 24.47%、7.00% 和 17.14%；同时，如果考虑去年 11 和 12 月受世界经济危机拖累，进出口基数较低等因素，进口同比增速很可能在 11 月转正，而出口则可能于 12 月或明年初转正。我们认为，10 月份数据表现可能较差，主要是因为今年 10 月份较去年 10 月工作日减少 4 天，实际并不能代表近期进出口企稳回升的大趋势。

1.5 工业生产逐季回升，经济复苏基础更趋牢固

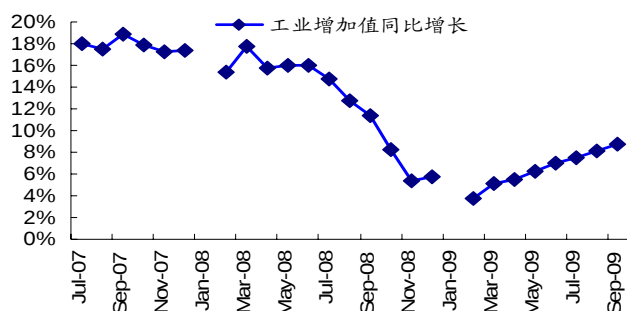
前三季度，规模以上工业增加值同比增长 8.7%，增速比上年同期回落 6.5 个百分点。其中，一季度增长 5.1%，二季度增长 9.1%，三季度增长 12.4%。

前三季度，规模以上工业增加值逐季强劲回升，走出了漂亮的“V”型。从月度数据看，4 月份年内新低后，规模以上工业增加值已经连续 5 个月逐月回升，当月增速达到 08 年 8 月份危机前的水平。工业生产的强劲回升，显示当前我国经济回升的基础更加牢固。

分经济类型看，各种类型的企业均出现累计同比增速逐季加快的趋势。其中，09 年前三季度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%。

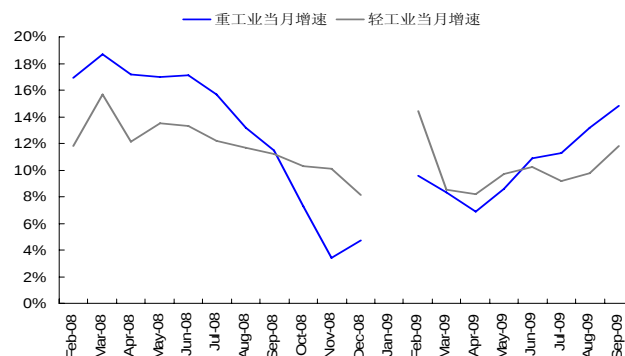
分轻重工业看，重工业强劲复苏，成为推动工业增长的主要动力。此次经济危机，对我国重工业打击尤为沉重。自 2008 年 1 月份重工业增速创新 1999 年以来的新低之后，重工业开始稳步回升。从 6 月份开始已经连续 4 个月，重工业增速超过轻工业增速，接近危机前的水平。

图 32: 09 年前三季度工业生产增速呈现逐月回升态势



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

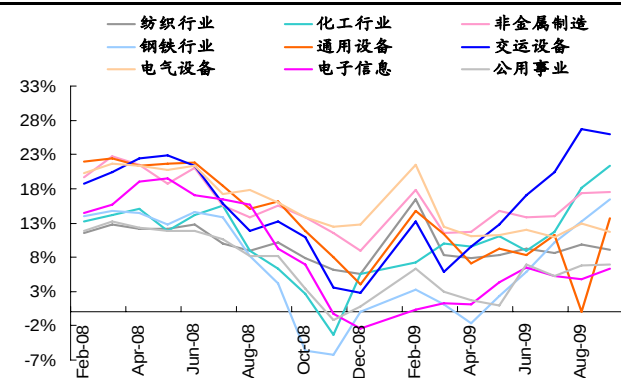
图 33: 09 年前三季度轻重工业生产复苏趋势形成



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

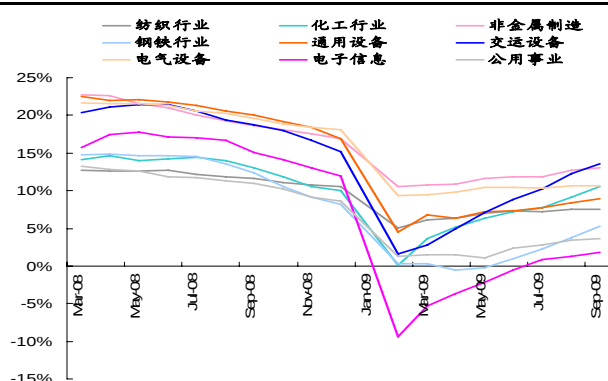
行业数据也显示，我国工业生产开始全面回升。前三季度，39 个大类行业全部实现同比增长，较一、二季度分别增加 6 和 3 个行业。分地区看，中西部地区增速领先东部地区，东部地区增长 7.5%，中部地区增长 8.7%，西部地区增长 13.8%，显示东部地区尚未完全从经济危机的冲击中恢复过来。同时，工业产销衔接状况良好，前三季度工业产品销售率为 97.43%，较上半年小幅提高 0.23 个百分点。

图 34: 09 年三季度各行业工业增加值当月同比增速总体快速回升



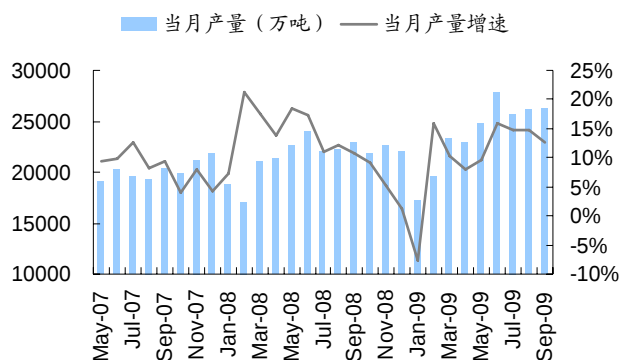
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 35: 09 年三季度各行业工业增加值累计同比增速快速回升



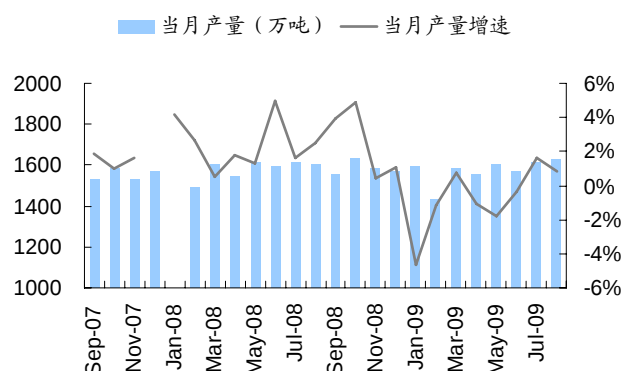
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 36: 09 年三季度原煤产量稳步回升



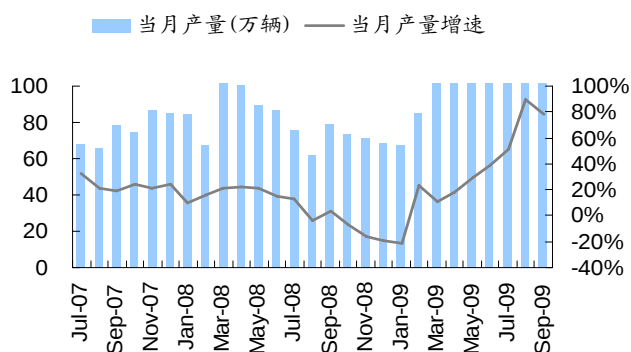
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 37: 09 年三季度原油产量保持平稳



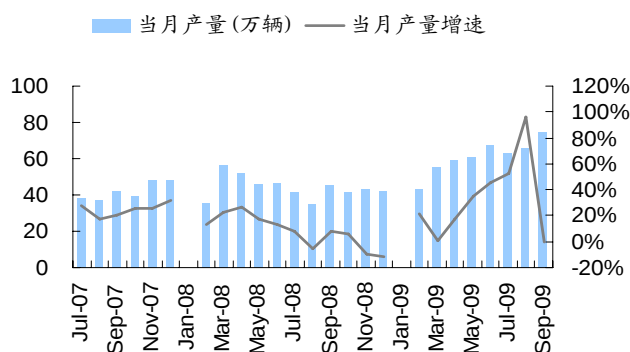
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 38: 09 年三季度汽车产量继续走高



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 39: 09 年三季度轿车产量继续走高

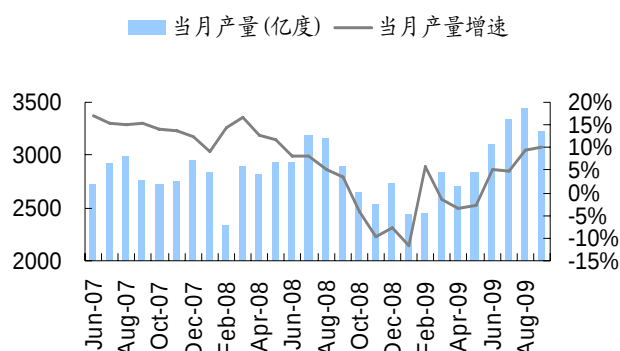


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

此前公布的用/发电量和企业利润数据, 从侧面印证了工业强劲回升的趋势。9 月份, 全国全社会用电量同比增长 10.24%。其中, 工业用电量同比增长 8.76%, 较 7 月加快 2.29 个百分点。1-8 月份, 全国规模以上工业企业实现利润同比下降 10.6%, 比 1-5 月份降幅缩小 12.2 个百分点。在 39 个大类行业中, 36 个行业利润增长或降幅缩小。

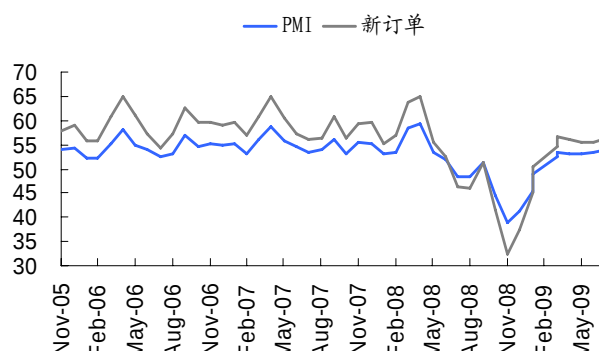
从领先指标 PMI 表现来看, 工业生产有望在四季度继续保持快速增长。9 月份 PMI 达到 54.3%, 高于上月 0.3 个百分点, 为 2008 年 5 月以来的最高点。该指数已连续七个月位于临界点——50% 以上, 表明制造业经济总体继续保持良好的回升态势。考虑到国内总需求不断提升以及出口复苏对相关行业的带动, 加之 08 年四季度基数较低等因素, 我们预计四季度工业生产将会恢复到接近或者达到金融危机前的水平, 规模以上工业增加值同比增速可望保持在 14% 左右。

图 40: 09 年前三季度发电量持续回升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 41: 09 年前三季度 PMI 及其新订单指数连续回升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.6 工业利润增速转正，印证生产强劲回升

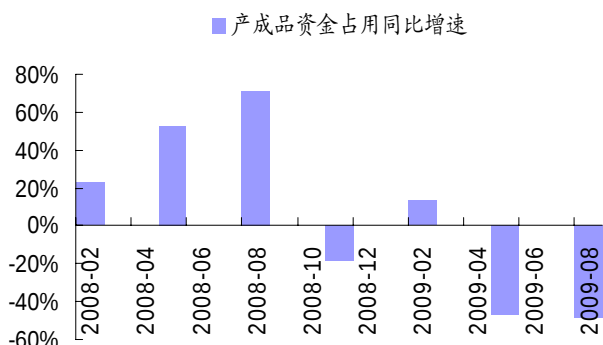
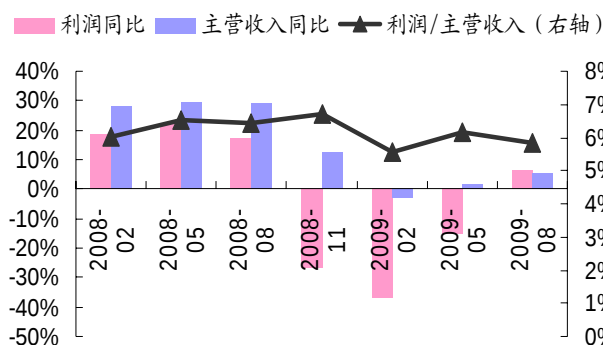
国家统计局数据显示，1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润 16747 亿元，同比下降 10.6%；实现主营业务收入 323769 亿元，同比增长 1.6%；产成品资金 22228 亿元，同比下降 0.8%。其中，6-8 月实现利润同比增长 6.51%，一举扭转去年 9 月份以来的下降趋势。

利润、主营业务收入和产成品资金均逐步好转，回升势头强劲。1-8 月，规模以上工业企业实现利润累计同比降幅分别较 1-2 月、1-5 月缩小 26.7、11.6 个百分点 6-8 月同比增速成功由负转正。环比角度来看，6-8 月、3-5 月规模以上工业企业实现利润分别增长 187.99%和 30.65%，连续创 07 年 3 月以来的新高，显示工业企业利润回升强劲。此外，前 8 个月实现主营业务收入分别较 1-2 月、1-5 月回升 4.7 和 2.4 个百分点，业务收入继 3-5 月同比增长 1.53%之后大幅回升，增速达到 5.58%；产成品资金继 3-5 月同比下降-46.77%后大幅下降 48.86%，显示随着国内经济强劲复苏而来的内需提振，规模以上工业企业库存大量减少。

绝大多数行业效益状况继续改善。1-8 月份，在 39 个工业大类行业中，有 12 个行业利润增幅较 1-5 月份上升，12 个行业利润降幅缩小，7 个行业利润由降转升。其中，在重工业强劲复苏带动用电量大幅回升的刺激下，电力行业利润成倍增长，同比增速高达 194%；化纤、交通运输设备制造、专用设备制造等行业利润由降转升，分别增长 42.4%、14.5%、7.3%；钢铁、有色、电子等行业利润降幅较 1-5 月份明显缩小，分别下降 71.7%、56.8%和 25.3%。

图 42: 09 年 5-8 月利润和主营业务收入增速转正

图 43: 09 年 5-8 月产成品资金占用增速大幅减少



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

我们认为规模以上工业企业经济效应大幅好转, 主要是内需稳步回升拉动工业生产强劲复苏所致。09 年 4 月份年内新低后, 规模以上工业增加值已经连续 5 个月逐月回升, 9 月份当月增速达基本恢复到 08 年 7、8 月份危机前的水平。此外, 三季度以来 PPI 企稳对企业利润实现增长也有一定程度的贡献。去年四季度到今年初 PPI 急跌导致工业企业存货跌价损失巨大, 但是, 自今年 4 月份以来已经连续 6 个月环比上涨。从趋势上看, 四季度工业利润环比仍将有所增长, 同时考虑到去年四季度利润大幅下降, 基数较低的原因, 今年四季度工业利润同比有望大幅回升, 全年利润也有望扭转年初大幅下降的局面迎来增长态势。因此, 我们保守估计 (9-11 月实现利润环比增长按照 6-8 月环比增速的一半 15% 计算) 9-11 月规模以上工业企业实现利润将同比增长 76.21%, 显示我国经济已经牢固复苏。

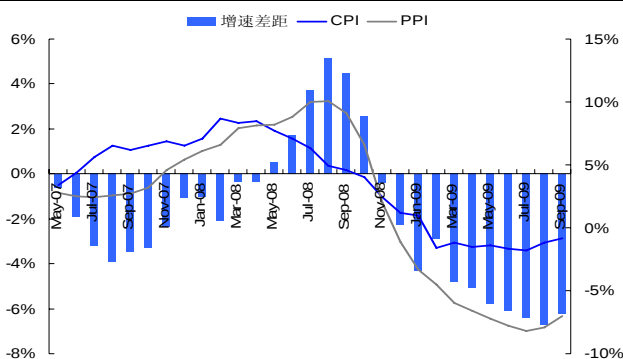
2. 物价通缩减缓, 通胀预期强化

前三季度, CPI 同比下降 1.1%, PPI 同比下降 6.5%。其中, 9 月份 CPI 和 PPI 分别下降 0.8% 和 7.0%。

就物价水平而言, 环比通胀已经显现, 但受制于翘尾因素仍然通缩。1—9 月份 CPI 和 PPI 增速继续保持“双负”, 但是降幅继续受窄。其中, 9 月份 CPI 较 8 月份降幅缩小 0.4 个百分点, 已经连续两个月缩小降幅。我们认为, CPI 降幅缩小主要是因为翘尾因素的消减和近期农产品价格持续上涨。而 PPI, 降幅较 8 月份缩小 0.9 个百分点, 收窄幅度较 8 月份扩大 0.52 个百分点。从环比的角度看, CPI 自 7 月份持平之后, 已经连续连 2 个月环比上涨; PPI 连续 7 个月环比上涨, 二者环比已经显现通胀。

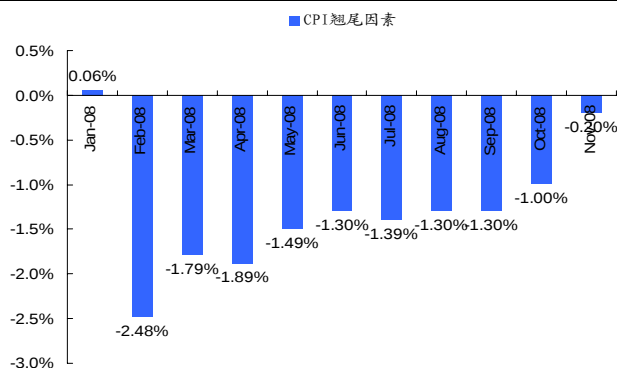
2009 年 10 月宏观分析报告

图44: 09年三季度CPI和PPI降幅出现收窄的趋势



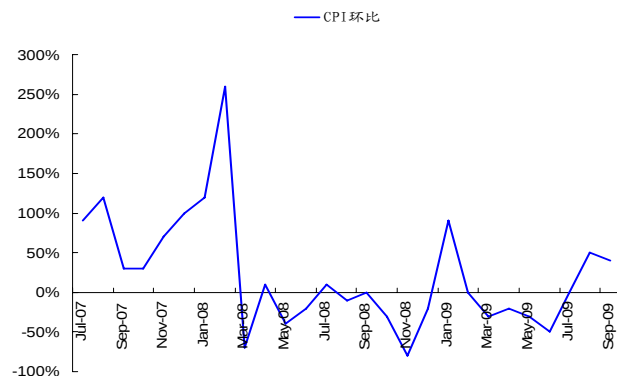
资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图45: 09年CPI翘尾因素呈现递减趋势



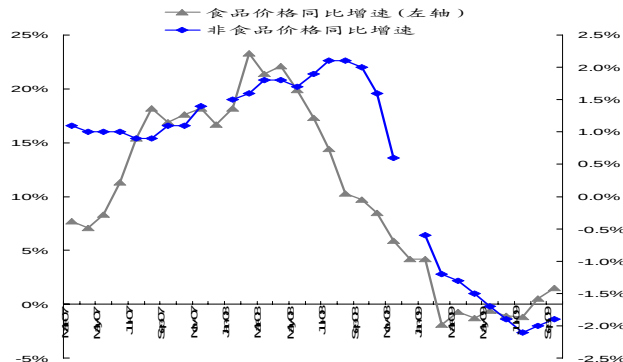
资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图46: 09年三季度CPI环比开始上涨



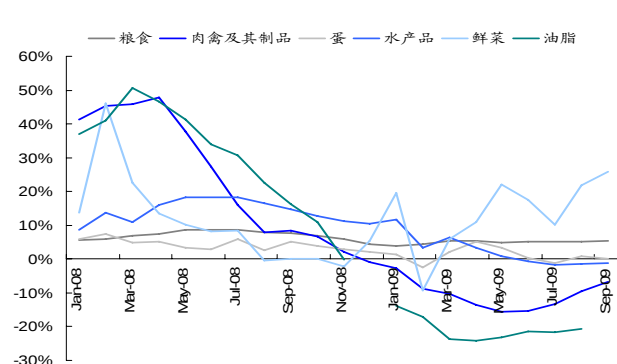
资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图47: 09年前三季度食品和非食品价格走势



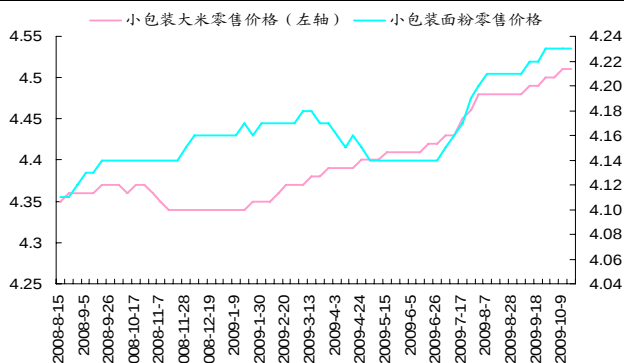
资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图48: 09年三季度食品类价格稳步回升



资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

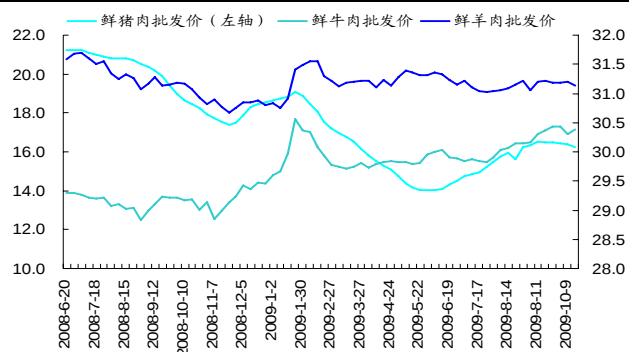
图49: 09年三季度主要粮食价格大幅回升



资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

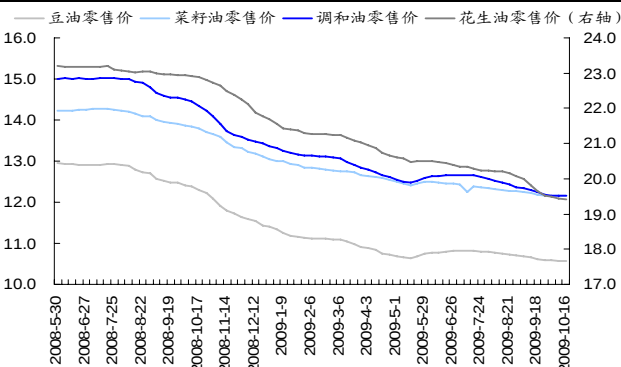
2009 年 10 月宏观分析报告

图50: 09年三季度肉类价格平稳回升



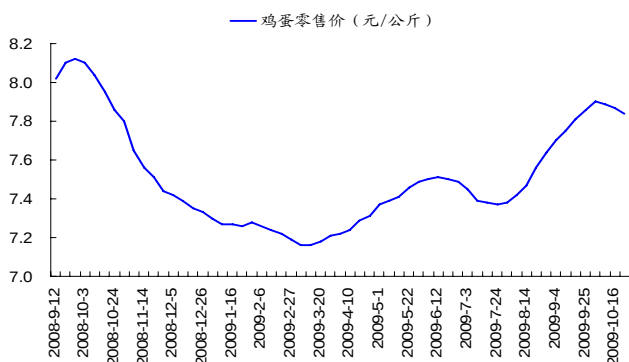
资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图51: 09年三季度食用油类价格降幅放缓



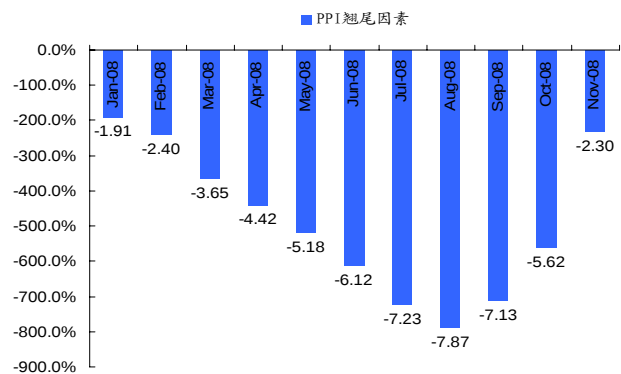
资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图52: 09年10月中上旬鸡蛋价格有所回落



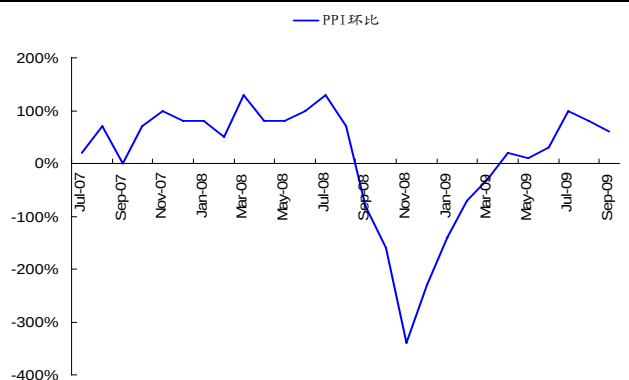
资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图53: 09年三季度PPI翘尾因素开始消减



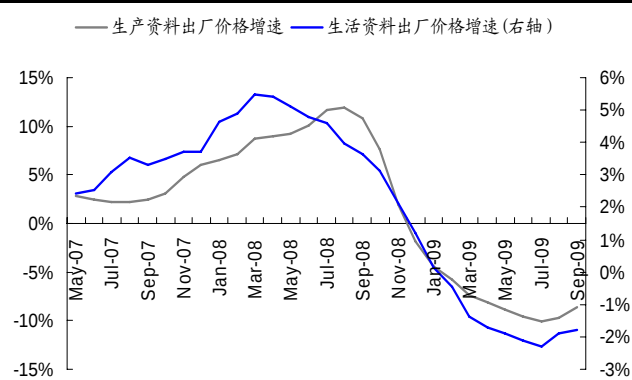
资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图54: 09年前三季度PPI连续7个月环比上升



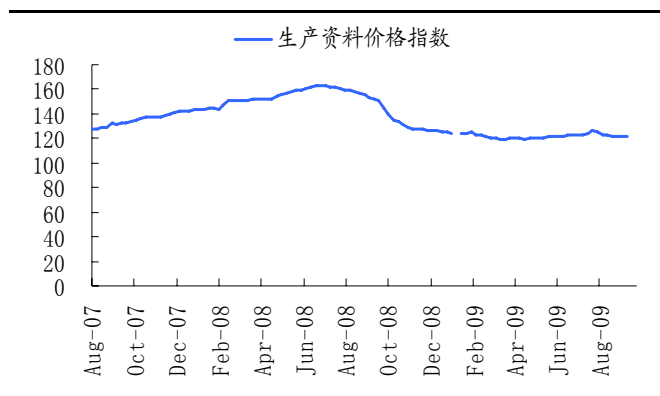
资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图55: 09年三季度生产和生活资料价格降幅缩小



资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图56: 商务部生产资料价格指数(周)



资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

我们认为, 虽然从当前的现实来看, 不存在通货膨胀的压力; 但是**考虑到, 在流动充裕背景下, 农产品和大宗商品价格的持续上涨, 市场的通胀预期在四季度将会不断强化**。正是在这种形势下, 10月21日的国务院常务会议才首次在正式文件中明确提出“今年后几个月, 要把正确处理好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”。对于四季度, 考虑到翘尾因素的大幅消减和新张价因素的凸显, 我们预计CPI年底将会于11月由负转正, PPI可能会稍晚于明年初转正, 2009年12月CPI会保持在0.5%左右, 而PPI可能保持在-4%左右的水平。

3. 新增信贷正常化, 货币政策进入过渡期

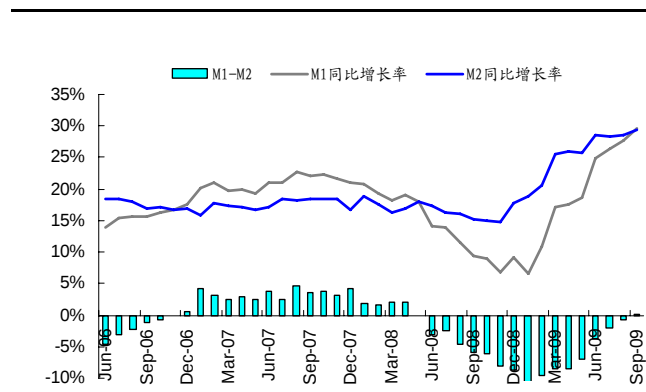
央行数据显示, 9月末M2同比增长29.31%, 增幅比上年末高11.49个百分点, 比上月末高0.78个百分点; M1同比增长29.51%, 增幅比上年末高20.45个百分点, 比上月末高1.79个百分点。金融机构人民币各项贷款余额同比增长34.16%, 各项存款余额同比增长28.35%。其中, 9月份当月人民币各项贷款增加5167亿元。

总体而言, 我们认为, 9月当月货币信贷数据, 特别是新增贷款数据, 基本上符合此前的市场预期, 在一定程度上有利于稳定因最近一段时间市场传闻的新增贷款大幅减少而受到扰动的投资者预期。具体而言, 9月货币信贷数据表现出以下几个特点:

其一, 货币供应持续加快, 存款活期化倾向明显。受前期适度宽松货币政策和大量新增信贷的影响, 9月末货币供应量继续保持高速增长。同时, M1增速自2008年5月份以来首次超过M2增速, M1和M2增速的差额由负转正, 存款活期化倾

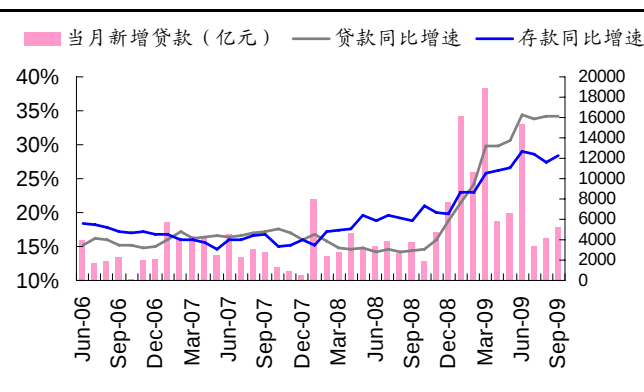
向明显。这一方面显示随着国内经济的稳步复苏，企业经营活力不断增强，另一方面也与近期大量新股发行，居民投资意愿增强而导致的存款搬家有关。

图 57：9 月份 M1 增速反超 M2 增速



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

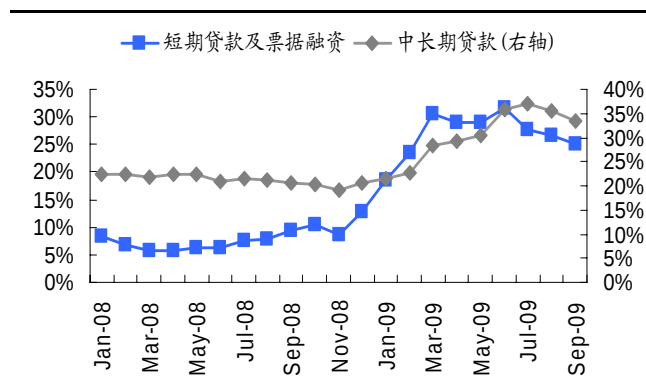
图 58：9 月份新增贷款大幅回升



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

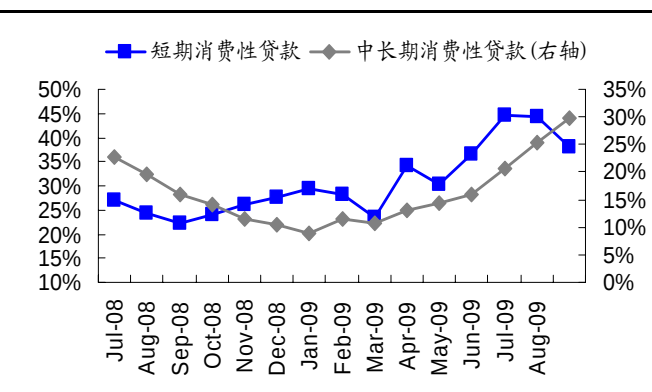
其二，从信贷结构来看，票据融资急剧减少，一般性贷款，特别是中长期贷款大幅增加。9 月份，票据融资减少 3516 亿元，中长期贷款增加 6097 亿元，中长期贷款规模仅次于今年新增贷款最高的 3 和 6 月份。其中，居民户中长期贷款高达 2052 亿，创年内新高。我们认为，中长期贷款大幅增加主要得益于商品房和汽车消费强劲、前期大量新开工项目导致的投资惯性以及银行季末业绩考核等因素。大量的中长期新增贷款说明，信贷对整个经济，尤其是实体经济的支持力度并没有减弱。

图 59：9 月份非金融公司中长期贷款持续走高



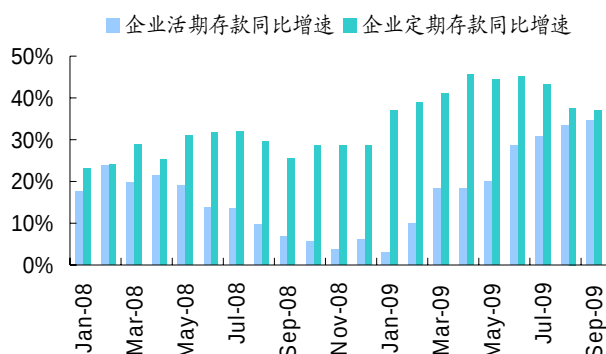
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 60：9 月份居民中长期消费贷款快速增加



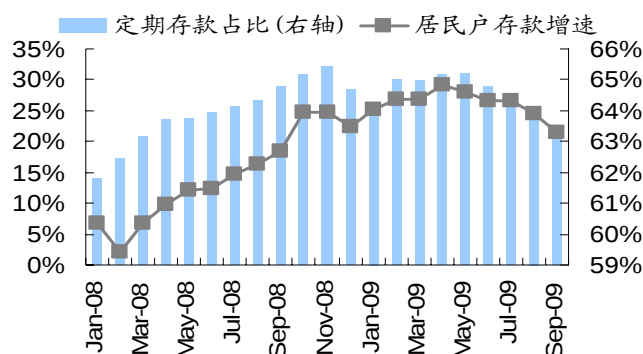
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 61: 09 年三季度企业存款活期化倾向明显



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 62: 09 年三季度居民存款活期化倾向明显



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

其三,“双率”回升幅度较小,市场坚信货币政策适度宽松基调不变。9 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率和质押式债券回购月加权平均利率分别小幅回升 0.06 个百分点和 0.05 个百分点。“双率”小幅回升一方面显示银行体系流动性依然比较充裕,另一方面也显示了市场坚信短期内货币政策适度宽松基调不会改变。

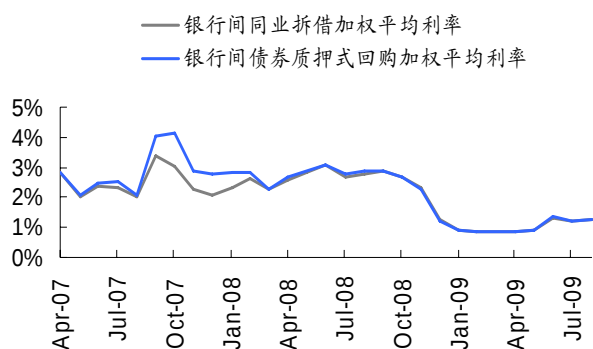
进入三季度以来,央行对货币政策进行了一系列的微调,监管层针对可能出现的信贷风险也加强了监管力度,信贷较上半年有所收紧,但是总体来看,国内货币环境依然比较宽松。经过三个多月的动态调微调,货币政策由上半年的“极度”宽松基本过渡到了一个名副其实的“适度”宽松状态,而新增信贷规模也达到了一个可持续增长的水平,货币政策实现了常态化。我们认为,货币政策极度宽松的终结,并不等于紧缩的开始,在四季度和明年初,二者之间有一个适度的缓冲期或过度期。究其原因,一方面,从技术层面来讲,出于对稳定公众预期和货币当局权威的考虑,任何政策的调整都应该循序渐进;另一方面,最根本的原因是,当前经济增长自主动力乏力,主要表现在民间投资还没有大量启动,经济的稳步复苏客观上还需要适度宽松政策的呵护。预计,明年可以确定通胀将会高企(3%左右)时,货币政策立场将转向以加息和(或)提高法定准备金率为标志的紧缩状态。但是考虑世界经济复苏及国际经济政策的协调,在主要发达国家加息之后,我国很可能会随之加息。

对于四季度,我们认为,货币政策仍然会继续进行一系列微调,以保持货币信贷的可持续性和稳定性。考虑到货币政策适度宽松的基调不变、前期大量新开工项目导致的投资惯性以及四季度到期票据融资减少等因素,预计四季度月平均新增贷款有望维持在 3500 亿元左右,全年新增贷款可望控制在 9.7 万亿或稍偏下的水平;而贷款余额同比增速则因 08 年 11 和 12 月新增贷款基数较高而可望保持

2009 年 10 月宏观分析报告

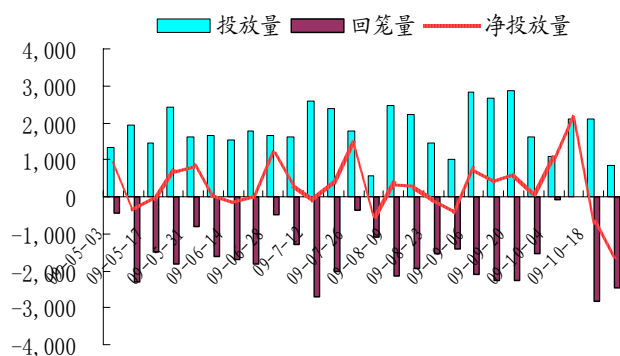
在 32.14% 左右。总体而言，国内货币环境整体上仍然会比较宽松，流动性也相对比较充裕。

图 63: 9 月份市场利率水平轻微上扬



资料来源：中国人民银行，渤海证券研究所

图 64: 09 年 10 月份中下旬央行连续两周大量回笼资金



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

4. 四季度经济仍将加速回升

表 1: 主要宏观经济指标数据及预测

宏观指标	2009 年 10 月 (预测)	2009 年 9 月	2009 年 8 月	2009 年 7 月	2009 年 6 月
GDP 增速*	9.50%	8.90%	-	-	7.90%
工业增加值当 同比增速	14.00%	13.90%	12.30%	10.80%	10.70%
城镇固定资产投 资累计同比增速	33.00%	33.40%	33.00%	32.90%	33.60%
社会消费品零售总 额当月同比增速	16.00%	15.50%	15.40%	15.20%	15.00%
出口当月同比增速	-24.47%	-15.20%	-22.20%	-22.00%	-21.40%
进口当月增速	-7.00%	-3.50%	-22.70%	-23.60%	-13.20%
贸易顺差当月 (亿 美元)	110	129.2	157	105.5	82
当月 CPI 涨幅*	-0.40%	-0.80%	-1.30%	-1.80%	-1.70%
当月 PPI 涨幅*	-6.20%	-7.00%	-7.90%	-8.20%	-7.80%
M2 累计同比增速	28.50%	29.31%	28.42%	28.42%	28.50%
人民币信贷累计同比增速	32.05%	34.16%	34.11%	33.90%	34.44%

注: 其中 GDP 增速为 09 年四季度预测值。

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

我们对近期宏观数据以及有关政策进行了简要的回顾与分析, 归纳而言, 我们认为:

其一, 前三季度经济同比增速逐季强劲回升, 呈现出明显的“V”型走势, 我国经济复苏趋势已然正式确立。基于对包括房地产投资在内的民间投资和出口复苏的谨慎乐观估计, 我们预计四季度和明年初将延续强劲复苏的趋势。同时, “三驾马车”对经济的拉动将更趋平衡, 政府投资和包括房地产投资在内的民间投资对经济的贡献也更趋合理, 整个经济增长也将更具备可持续性。

其二, 内需, 尤其是投资需求成为前三季度我国经济强劲复苏的关键力量。从对投资增长的边际贡献上来讲, 房地产投资的重要性无疑已经超过政府投资, 成为维持未来投资高速增长的支撑性力量。在前期一系列促消费政策的推动下, 房市和车市的火爆带动整个消费保持平稳快速增长。消费增速城乡“倒挂”现象为来可能会逆转, 预计年底“家电下乡”和“以旧换新政策”很快会进行调整和完善。随着世界经济见底反弹和国内需求强劲回升, 进出口环比回升趋势已经确立, 为来出口有望稳步复苏。

其三，规模以上工业增加值已经连续 5 个月逐月快速回升的势头，从生产角度证实了我国经济复苏的基础更趋牢固。发电量、PMI 以及规模以上工业企业利润的良好表现，从侧面印证了工业生产的快速回升势头。

其四，物价环比通胀已经显现，但受制于翘尾因素仍然通缩。考虑到流动充裕背景下的农产品和大宗商品价格持续上涨，市场的通胀预期在四季度将会不断强化，初步估计CPI年底将会于 11 月由负转正，PPI可能会稍晚于明年初转正。

其五，进入三季度，以信贷回归可持续增长和频繁的公开市场操作为标志，货币政策结束了上半年“极度”宽松的状态，开始转向真正的“适度”宽松，实现了常态化。我们认为，极度宽松的终结并不等于紧缩的开始，基于对外需尚未恢复和国内经济增长自主动力乏力的考虑，二者之间还有一个过渡期。预计，明年可以确定通胀将会高企（3%左右）时，货币政策立场将转向以加息和（或）提高法定准备金率为标志的紧缩状态。但是考虑世界经济复苏及国际经济政策的协调，在主要发达国家加息之后，我国很可能会随之加息。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%之间；

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。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，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

机场/航空/铁路行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究
张顺
+86 10 5836 2782

机械行业研究
李强
+86 10 5836 2766

化工行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

化工行业研究
刘威
+86 10 5836 2155

中药/制剂/药商业行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

银行行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

汽车行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

电子信息行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2790

电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

航运/港口/公路行业研究
马哲峰
+86 10 5836 2779

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2787

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与金融工程研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

可转债与金融工程研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券
理论研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

博士后工作站:

私募股权基金研究
黄亚玲博士
+86 22 2836 5293

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn